

FAQ：房地产开发企业信用风险事件对 RMBS 影响几何？

2021 年 11 月 1 日

近期房地产开发企业连续出现信用风险事件，我们就市场参与方关心的一些个人住房抵押贷款资产支持证券（RMBS）相关问题进行了如下分析和答疑，主要针对标普信评授予评级的 RMBS 交易中的相关风险和分析方法。

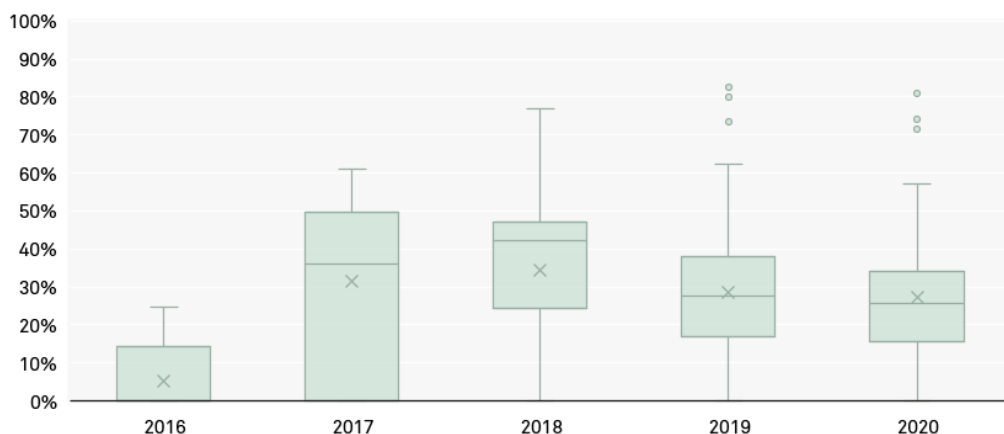
1、 房地产开发企业信用风险事件对 RMBS 有什么影响？

我们认为，RMBS 交易中的基础资产 – 个人住房抵押贷款通常情况下并不会因房地产开发企业的信用质量变化而受到影响。然而，如果交易中的资产池存在未办理正式抵押登记的贷款，由于借款人尚未正式取得抵押物的所有权，房地产开发企业的信用风险可能会影响借款人偿还的意愿和/或能力，进而影响 RMBS 的表现。

目前，在国内已发行的 RMBS 中，大部分交易都存在一定比例的贷款的抵押物仅办理了抵押权预告登记的情况。在初始起算日，抵押权预告登记贷款平均占比为入池资产未偿本金余额的 30% 左右，但不同发起机构的交易差异较大。

简而言之，房地产开发企业的信用风险事件对 RMBS 的影响主要存在于有抵押权预告登记贷款的交易。

图1 2016-2020 年的 RMBS 交易中抵押权预告登记贷款占比（占入池金额）情况¹



资料来源：公开资料，经标普信评调整及整理。

注 1：根据可统计的数据，早期的部分交易缺失抵押权预告登记相关信息。

分析师

施蓓蓓

北京

+86-10-6516 6084

Beibei.Shi@spgchinaratings.cn

张恩杰

北京

+86-10-6516 6082

Enjie.Zhang@spgchinaratings.cn

周侃

北京

+86-10-6516 6081

Kan.Zhou@spgchinaratings.cn

2、 抵押权预告登记的相关风险有哪些？

我们认为，未办理正式抵押登记的主要风险包括房屋未能如期竣工交付（如停工缓建及烂尾项目）、房屋建成后无法取得产权证（如开发商违规用地、不符合竣工验收条件）、因房屋质量问题或规划变更等问题导致借款人和开发商产生纠纷等。

对于仅办理抵押权预告登记的抵押房产，根据《民法典》第二百二十一条，自能够进行不动产登记之日起九十日内未申请登记的，预告登记失效。实践中，由于入池资产抵押物数量众多且遍布全国多地，各地办理登记的具体实施有所不同（部分地区的预告抵押登记可以自动转为正式登记，其余地区则需要手动办理），可能存在未能及时顺利办理正式抵押登记从而丧失抵押权的风险。

此外，目前对于抵押权预告登记法律效力的认定尚存在不确定性。鉴于目前的司法实践情况，抵押权预告登记能否使债权人直接享有优先受偿权存在不确定性，可能基于债权人的无过错、房屋具备产权登记条件或者当地房屋主管部门要求等情况判定。

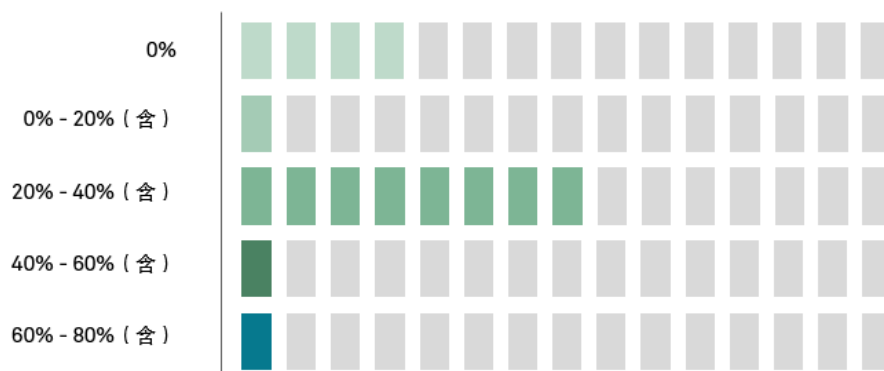
综上所述，即使除去房地产开发企业本身的信用风险事件，其它由抵押权预告登记而引起的相关风险均可能最终影响借款人的违约率及违约后的回收金额和期限。

3、 目前 RMBS 交易中抵押权预告登记的具体情况如何？

在第一个问题的答案中，我们整理了目前已发行的 RMBS 交易资产池中抵押权预告登记贷款的占比。根据目前我们所评项目中的实际情况以及和相关市场参与方的沟通，我们认为目前 RMBS 交易中的实际抵押权预告登记贷款的占比小于公开披露的比例。

标普信评参与的 RMBS 交易中抵押权预告登记贷款占比平均约 25%（大多处于 20%-40% 的区间）；我们观察了这些贷款的账龄，其中账龄 3 年以上的占比平均达到了 60% 左右。通常仅办理了抵押权预告登记的贷款可能需要 1 到 3 年的期限才会转为正式抵押登记，对于账龄超过 3 年而仍未办理正式抵押登记的贷款，这其中可能存在部分期房已竣工验收，只是尚未变更抵押权预告登记的情况。在实践中，造成部分贷款处于抵押权预告登记的期限较长的原因可能有：期房转为现房办理房产证需缴纳房屋维修基金和相关税费，这样的额外成本使得没有流通需求的客户缺乏办理正式抵押登记的动力；银行系统未更新相关信息等。

图 2 标普信评参与的 RMBS 交易中抵押权预告登记贷款占比分布（按照项目单数）



资料来源：公开资料，经标普信评调整及整理。

4、 对于 RMBS 交易中的期房风险，标普信评如何进行分析处理？

标普信评主要从定性和定量两个层面来分析处理 RMBS 交易中的期房风险。

在定性层面，首先我们会了解发起机构的期房管理办法，比如是否采取加强楼盘准入，密切关注楼盘建设进度和房屋产权证办理情况，及时落实正式抵押登记，开发商连带担保责任等风险防范措施。其

次，我们还会关注交易文件对于期房风险的相关安排，比如对入池资产合格标准的约定；信托合同中通常规定发起机构需要在抵押权设立登记条件完备之日的 90 日内办理完毕相应的抵押权设立登记手续；当发生触发事件时，发起机构应在规定期限内将相关抵押权或抵押权预告登记权益登记至受托人名下；若未能在限定期限内办理完毕，发起机构应将该贷款予以回购、承担相应损失或采取其他补救措施。此外，我们通过对入池资产中期房占比较高的几家发起机构分行进行访谈，可以了解相关地区的登记办理政策、入池资产中期房的小区 and 开发商的集中度以及是否发生过与期房相关的风险事件。

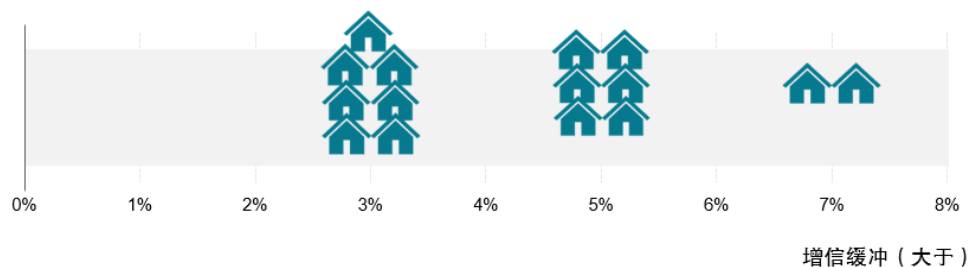
在定量层面，期房会影响贷款发生违约的概率以及发生违约后的回收期限和回收金额，因而标普信评在信用模型中对期房指标采用了违约、损失及回收期参数调整以考虑上述期房相关的风险。此外，针对交易中期房集中度信息不完整、期房账龄过长及期房相关的其他法律风险，我们还会对一定比例的期房施加 100% 损失的假设，进行额外加压的多种情景测试。

5、 标普信评对于当前 RMBS 交易的信用观点如何？

整体而言，我们认为中国个人住房抵押贷款市场和 RMBS 交易的整体信用状况仍将保持稳定。中国的房地产市场高度分散，即便是处于债务危机的恒大地产，市场份额的占比并不高，因而整个市场的集中度风险相对较低。我们认为，大型房地产企业的违约处置会聚焦“保交付”，地方政府和当地金融机构将会深度参与，有利于稳定房价并将风险控制在局部范围内。此外，国内的个人住房贷款均为在严格放贷标准下有对个人全额追索权的贷款，并且 RMBS 入池资产的合格标准通常对初始抵押率、账龄、剩余期限等有所约束，是当前最优质和标准化的一类零售类资产。我们认为，国内 RMBS 交易基础资产的分散性较好，抵押率充足（2020 年发行的 RMBS 的加权平均初始抵押率 OLTV 和加权平均现时抵押率 CLTV 分别为 63.58% 和 48.71%）并具有一定的账龄（2020 年发行的 RMBS 的加权平均账龄为 4.66 年），这些正面的资产特征能够有效缓释房价波动及个别房地产开发企业信用事件带来的风险。

对于标普信评参与的 RMBS 交易，我们认为其资产信用质量和证券信用表现仍将保持稳定。目前标普信评授予评级的 RMBS 产品的等级均为 AAA_{SPC(SF)}，而且这些 RMBS 具备一定的增信缓冲²（已评项目的增信缓冲分布在“大于 3%”至“大于 7%”的区间）。

图 3 标普信评参与的 RMBS 交易的增信缓冲分布



资料来源：标普信评。

注 2：“增信缓冲”表示在标普信评最严格的压力情景假设下，我们预计优先档证券本息仍能被足额偿付，并且资产池中仍有剩余资产能够继续产生现金流。相关数值代表了在现有结构及相关条件下，标普信评认为剩余资产所带来的现金流能在优先档证券发生损失前为其提供的额外保护。增信缓冲不代表交易的临界信用增级。

相关评论与研究：

- 任重道远，弘毅前行：中国 RMBS 行业研究（第一期）
- FAQ：房地产企业密集违约影响几何？
- 近期房地产风险事件对银行业有何影响

本报告不构成评级行动。

欢迎关注标普信评微信公众号:



©版权所有 2021 标普信用评级（中国）有限公司 保留所有权利。

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）拥有上述内容（包括评级、信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用或其中的输出）或其任何部分（简称“内容”）的版权和/或其他相关知识产权。未经标普信评的事先书面许可，严禁以任何形式或方式修改、逆向工程、复制或发布任何内容，或将任何内容存储在数据库或检索系统中。内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普信评和任何第三方供应商，以及其董事、管理人员、股东、员工或代理人（统称“标普方”）均不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。标普方不对任何错误或遗漏（疏忽或其他），无论其原因如何，以及因使用内容而获得的结果，或者用户输入的任何数据的安全性或维护该等数据承担责任。内容以“概不保证”为基础提供。标普方特此声明免除所有明示或默示的保证，包括但不限于适销性或适用于特定用途或使用目的、不存在漏洞、软件错误或缺陷，以及内容的功能将不会中断或内容将与任何软件或硬件配置兼容等保证。在任何情形下，标普方将不对任何人就与使用任何内容相关的任何直接、间接、附带、惩罚、补偿、惩戒、特殊或后续的损害、费用、开支、律师费或损失（包括且不限于收入损失、利润损失以及因疏忽造成的机会成本和损失）承担责任，即使标普方已经知道发生类似损害的可能性。

信用相关的分析和其他分析（包括评级和内容中的陈述）是截至发表之日的意见陈述，而非事实陈述。标普信评的意见、分析、预测和评级确认决策（如下所述）并非且不应被视为购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。在发布后，标普信评不承担更新（不论以任何形式或格式）发布内容的义务。在进行投资和其他业务决策时，不应依赖内容，内容也无法取代用户、其管理层、员工、顾问和/或客户的技能、判断和经验。标普信评不作为受托人或投资顾问，除非其注册为该机构。虽然标普信评从其认为可靠的渠道获取信息，但标普信评不审计其获得的信息，也不承担相关的尽职调查义务或实施独立验证。与评级相关的出版物可能由于各种原因发布，这些原因不一定取决于评级委员会的行动，例如发布定期更新的信用评级和相关分析。

标普信评并不属于标普全球评级身为国家认可统计评级机构（NRSRO）的附属企业。标普信评根据在中国专用的评级等级体系授予评级，所授予的评级是标普信评对于债务人相对于中国境内其他发行人的整体资信或对特定债务的偿债能力的意见，并提供在中国境内信用风险的排序。标普信评所授予的评级并非根据全球评级等级体系所授予的评级，不可也不应被视为或不实地表述为全球评级等级体系下授予的评级，或者作为全球评级等级体系下授予的评级而加以依赖。标普方不为违反本段使用标普信评的评级所产生的任何损失负责。

如果监管机构允许评级机构在一个司法辖区内因某些监管目的承认在另一个司法辖区发布的评级，标普信评保留随时自行决定授予、撤销或中止此类承认的权利。标普信评特此声明不对因授予、撤销或中止承认而产生的任何责任以及宣称因此而产生的任何损害负责。

标普信评将其不同业务单位的活动保持分离，以保持相应活动的独立性和客观性。因此，标普信评的某些业务单位可能拥有其他业务单位所没有的信息。标普信评制定了政策和程序，以确保对各个分析过程中相关的特定非公开信息予以保密。

标普信评可能从其评级和特定分析活动中获得报酬，报酬一般由证券发行人或承销人或者债务人支付。标普信评保留发布其意见和分析的权利。标普信评的公开评级和分析公布在其网站上 www.spgchinaratings.cn 并且可以通过其他方式发布，包括但不限于标普信评出版物和第三方转销商。