

房价下跌情景对我们已评 RMBS 影响几何

2023 年 8 月 1 日

中国个人住房市场尚未经历过大的周期性调整，但在美国历史上的确出现过房产价值击穿房贷本金余额的极端情况，比如次贷危机时期，美国全国房价从 2006 年的峰值到 2012 年触底，平均下跌了 33%¹；在 2009 年第四季度，美国约 26%¹ 的家庭的房产净值跌为负值。考虑到过去一年内全国多个城市的房价出现了下跌且不同城市间的分化显著，在完成所有已评个人住房抵押贷款资产支持证券（RMBS）2023 年度跟踪评级的基础上，我们额外针对所有已评 RMBS 进行了房价下跌的情景测试。

我们认为，若出现房价持续下跌的情况，个人住房抵押贷款的抵押率（LTV）也会随之上升，借款人偿还贷款的意愿和能力或将受到影响，最终会对以个人住房抵押贷款作为基础资产的 RMBS 产生负面冲击。

我们以 2023 年跟踪基准日指数化调整后的房价为基准，假设入池的抵押房产价值下跌 35%，最终压力测试结果显示已评 RMBS 优先级证券的信用等级仍可以全部维持 AAA_{spc(sf)}，目前我们参与评级的 RMBS 具备充足的安全垫抵御房价的下跌风险。

分析师

李开颜

北京

Kaye.li@spgchinaratings.cn

施蓓蓓

北京

Beibei.shi@spgchinaratings.cn

周侃

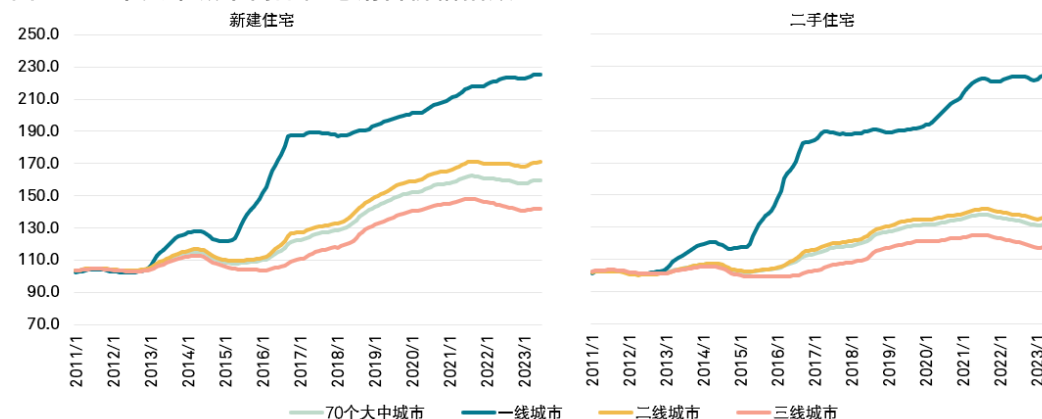
北京

Kan.zhou@spgchinaratings.cn

1、房价只涨不跌成为过去式，近年来房价承压且城市间分化愈加显著

根据国家统计局公布的 70 个大中城市商品住宅销售价格（以下简称“70 城住宅价格”）指数，全国平均房价相比 2011 年有了极为可观的增长。截至 2023 年 6 月末，70 城新建住宅价格自 2011 年初以来平均累计涨幅约为 54%，二手住宅价格平均累计涨幅约为 28%，但不同能级城市间的房价上涨情况存在较大差异，一线城市的平均涨幅高于 100%，而三线城市的整体涨幅则低于全国平均水平。

图1 70 个大中城市商品住宅销售价格指数



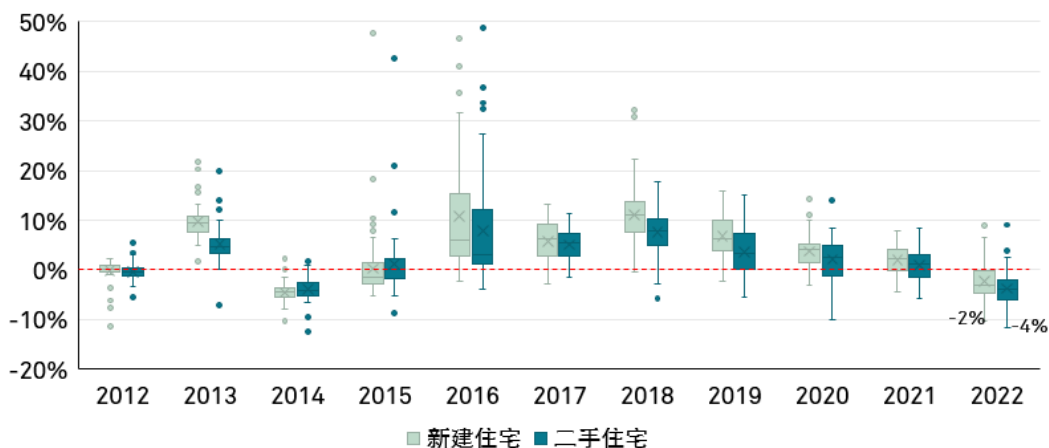
资料来源：国家统计局，经标普信评调整及整理。

注：以 2010 年为基期年（基期年=100）。

¹ Federal Reserve Bank of New York Staff report No.636: *Negative Equity and Housing Investment*, September 2013.

自 2019 年以来，全国 70 城住宅价格指数的平均增速逐年下降，并在 2022 年底出现了自 2015 年以来的首次年度累计负增长，新建和二手住宅价格平均年度累计跌幅分别为 2% 和 4%，但一线城市的新建和二手住宅价格仍保持了正增长，年度累积涨幅分别为 2.5% 和 0.6%。

图2 70 个大中城市商品住宅销售价格 2012-2022 年度累计涨/跌幅分布



资料来源：国家统计局，经标普信评调整及整理。

注：年度累计涨/跌幅=当年第 12 月的住宅价格/上年第 12 月的住宅价格-1

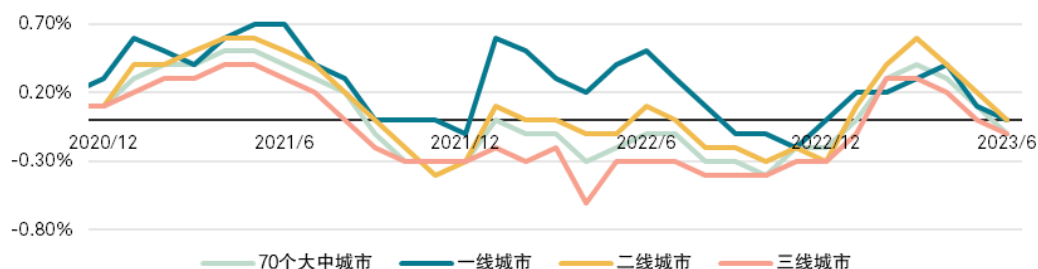
从 2021 年 8 月起算，新建商品住宅及二手住宅价格截至目前环比连跌超过 6 个月的城市分别共有 37 个和 55 个。截至 2022 年底，新建商品住宅及二手住宅价格平均累计跌幅分别约为 3% 和 5%；2023 年一季度，积压需求的集中释放下，新建和二手住宅价格环比出现了分别下跌 16 和 18 个月以来的首度回正，但 3 月开始增速逐渐收窄；截至 2023 年 6 月末，新建商品住宅及二手住宅月度价格环比再次呈现负增长，且二手住宅跌幅高于新建商品住宅。

值得一提的是，即使在大部分城市房价普遍上涨的环境下，也有部分城市跑输大盘。比如，自 2011 年初以来，温州新建商品住宅及二手住宅价格分别下跌约 7% 和 18%，牡丹江、锦州和安庆新建商品住宅价格有所上涨，但二手住宅价格分别下跌约 33%、15% 和 5%。从近两年来的月度环比统计数据看，不同能级城市新建与二手住宅价格之间的分化也愈加显著。比如，2022 年上半年，在整体房价环比连跌的情况下，一线城市仍保持正增长，但在 2023 年 6 月一线城市二手住宅价格跌幅大于二、三线城市。

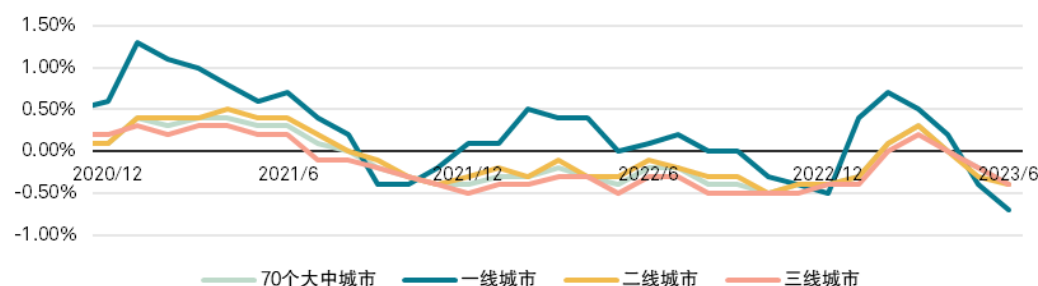
我们认为，在整体宏观环境承压的情况下，房价在不同维度的分化现象将会愈加严重。由于房价的动态变化以及不同地区之间存在的差异，房价下跌对 RMBS 信用质量的影响程度会受到入池资产所涉及的抵押房产的价值评估时点和房产地域的分散度的影响。

图3 70 个大中城市商品住宅销售价格月度涨/跌幅

(a) 新建住宅



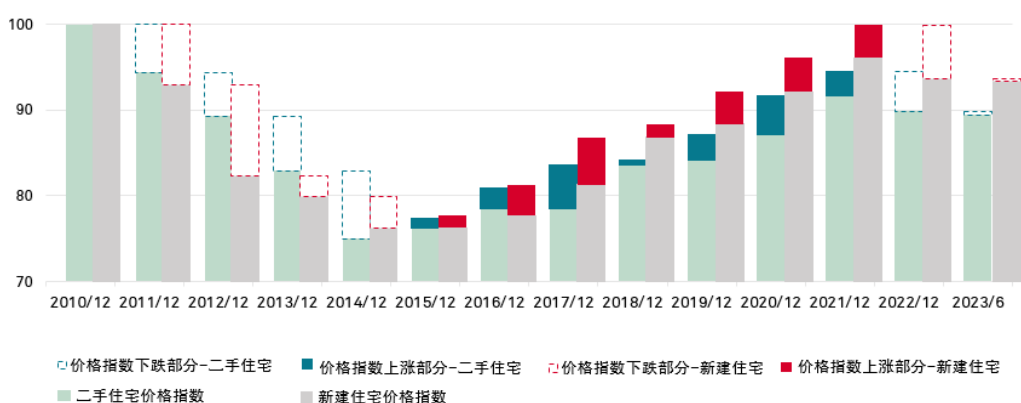
(b) 二手住宅



资料来源：国家统计局，经标普信评调整及整理。

注：月度涨/跌幅=当月的住宅价格/上月的住宅价格-1

图4 商品住宅销售价格下跌城市举例—温州



资料来源：国家统计局，经标普信评调整及整理。

注：以 2010 年为基期年（基期年=100）

2、标普信评在目前 RMBS 的分析中考虑了房价下跌的风险

我们认为，个人住房抵押贷款的损失金额主要由不同经济环境压力下的违约概率和损失程度决定。如果 RMBS 中的基础资产——个人住房抵押贷款对应的抵押物价值持续下跌以致房产价值低于其贷款未偿本金余额，会严重影响借款人的还款意愿，从而导致违约概率的上升；同时，房价下跌会使房产的处置难度增大，处置收入减少，因此一旦贷款发生违约，会增加贷款的损失严重程度。在违约概率与损失程度二者共同上升的作用下，入池资产的回收金额下降，从而可能导致资产端产生的现金流无法按时足额偿付受评证券的本息。

标普信评主要通过信用分析中的房价指数化调整和信用模型压力乘数这两个层面来分析处理 RMBS 中的房价下跌的风险。

在房价指数化调整方面，考虑到评级时点的房价较贷款发放时点的评估价值可能发生较大变化，因此标普信评会在信用模型的分析中利用国家统计局公布的 70 城住宅价格指数，对不同类别城市的初始抵押物评估价值进行调整。这些指数化后的估值将被运用到信用模型的分析中。

我们认为，房价下跌会影响贷款发生违约的概率以及发生违约后的回收金额，因此，标普信评在信用模型中，对个人住房抵押贷款这类资产在违约概率乘数及房价跌幅假设上体现了抵押物价值下跌所产生的影响。具体来说，标普信评以 65% 为基准抵押率，根据每笔贷款现时抵押率（ $CLTV = \text{贷款未偿本金余额} / \text{初始抵押物评估价值}$ ）的情况对基准违约概率假设（ $AAA_{spc(sf)}$ 级别压力情景下为 10%）进行调整，即其他维度保持一致的情况下，CLTV 较高的贷款所对应的违约概率乘数就会越高，压力也会越大。此外，标普信评还设置了房价跌幅（MVD）基准假设以反映压力环境下房产价值可能下降

的幅度，比如 AAA_{spc(sf)} 级别压力情景所对应的 MVD 假设为 45%，意味着在对应的违约概率下，综合考虑了房产价值下降 45% 对损失程度的影响后，对应信用等级下的证券仍可以顺利兑付。

3、情景假设：在房价下跌 35% 的情况下，标普信评已评 RMBS 优先级证券仍可维持 AAA_{spc(sf)} 的信用等级

截至 2023 年 7 月底，我们完成了对所有已评 RMBS 的年度跟踪评级工作。由于近年来房价承压且城市间分化愈加显著，因此，针对所有标普信评已评 RMBS，在 2023 年度跟踪评级的基础上，我们采用房价下跌 35% 的情景假设进行压力测试。结果显示，以跟踪基准日（2023/3/31）指数化调整后的房价为基准，在入池资产所涉及的抵押房产价值下跌 35% 的情况下，标普信评已评 RMBS 优先级证券仍可维持 AAA_{spc(sf)} 的信用等级，其中，部分交易还能够保持较为充足的增信缓冲。

正如前文提到的，标普信评会参考初始起算日或跟踪基准日的实时房价，根据不同城市的分类，对资产池所涉及的抵押物评估价值进行指数化调整。我们观察到，截至 2023 年评级跟踪基准日，标普信评已评的 RMBS 的入池贷款加权平均账龄约为 6.95 年（以跟踪基准日未偿本金余额为权重）。基于过去 7 年房价的较大涨幅（70 个大中城市的平均累计涨幅为约 39%）和我们已评 RMBS 中入池贷款的房价评估时点，指数化调整后的资产池 CLTV 普遍低于调整前的 CLTV，从而导致房价指数化调整会带来一定利好因素。考虑到 AAA_{spc(sf)} 级别压力情景下房价或出现大幅修正的可能性，出于审慎的做法，在过去的跟踪评级中，标普信评使用的房产价值为未经调整的发起机构所提供的初始房产评估价值；但为了更好地模拟市场中房价的真实变动对 RMBS 的影响，在房价下跌情景测试中使用的房产价值为指数化调整后的房产价值。

根据我们所评 RMBS 的实际情况，结合与房价下跌相关的情景测试，我们认为目前我们参与评级的 RMBS 具备充足的安全垫抵御房价的下跌风险。同时，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，RMBS 仍然是当前中国资产证券化领域最优质和标准化的一类零售类资产。

4、标普信评对房地产行业的展望²

我们认为 2023 年上半年的行业表现符合预期，并维持对 2023 年房地产行业弱复苏的判断，全年销售额较 2022 年持平或小幅下跌。

商品房的长期需求将取决于地区人口增长情况、经济发展水平和人均收入水平。我们认为，在当前人口增长速度下滑和经济发展目标由速度转向高质量发展的大背景下，长期而言，新建商品房销售规模将在当前水平下维持“L”形态，大概率上难以恢复至此前 17-18 万亿元的高点水平。行业复苏的瓶颈在于需求不足，需求的回暖更多取决于经济、人均收入水平和居民对未来预期的改善，而这些方面需要更长的时间来恢复。

相关评论与研究：

- 个人住房抵押贷款资产支持证券市场多维度观察 2023 版
- 评论：解读标普信用评级（中国）个人住房抵押贷款资产支持证券分析方法
- 房地产行业月报：政策延期利好优质民企

本报告不构成评级行动。

² 此部分内容来源于 2023 年 7 月 20 日标普信评发布的《房地产行业月报：政策延期利好优质民企》和 2023 年 7 月 27 日标普信评发布的《压力中前行 | 标普信评 2023 年中期行业信用发展趋势》。

欢迎关注标普信评微信公众号：



©版权所有 2023 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。