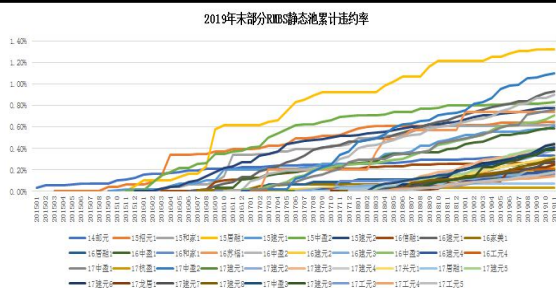


2019年我国RMBS信用风险回顾与2020年展望

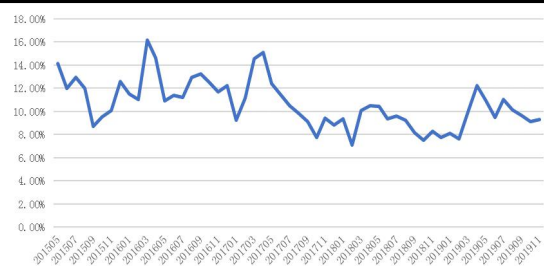
我国 RMBS 发行概况

	2019	2018	2017
发行单数 (单)	66	54	19
发行规模总额 (亿元)	4991.46	5842.63	1707.57
借款人加权平均收入 债务比 (%)	41.64	46.71	46.81
加权平均账龄 (年)	4.19	3.86	3.19
抵押房产城市个数 (个)	81	99	80
抵押房产加权平均 LTV (%)	47.66	49.47	51.28
抵押房产位于一、二线 城市 OPB 占比 (%)	52.59	43.62	44.30
AAA 档证券占比 (%)	87.99	87.64	88.33
超额利差 (%)	11.93	0.87	0.55

RMBS 基础资产累计违约率



RMBS 平均年化早偿率 (CPR)



结构融资部

熊晓梦依

邮箱: dfjc-jg@coamc.com.cn

电话: 010-62299800

主要观点:

- 受益于商业银行房贷存量规模大、盘活存量需求等因素影响, 2020 年 RMBS 发行规模有望进一步扩大, 各类型商业银行发行积极性进一步提升;
- 受益于个人住房贷款较充分的抵押担保特征, RMBS 基础资产累计违约率保持较低水平;
- 我国居民高杠杆率持续攀升, 预计 2020 年宏观经济仍存下行压力背景下, 居民房贷偿付压力将继续有所上升;
- 预计 2020 年我国房地产行业调控政策大幅放松的可能性较小, 不同区域市场持续分化, 部分区域房价仍面临下行压力, 对应 RMBS 资产池抵押物保障程度有所减弱;
- 受房地产调控政策偏紧、抵押物二

传真: 010-62299803

地址: 北京市朝阳区朝外西街 3 号兆泰国际中心 C 座
12 层 100600

级市场流动性较弱因素影响, 预计
2020 年 RMBS 资产池早偿率仍保
持在较低水平;

- 受益于货币市场政策宽松, RMBS
负利差风险有所缓解, 但个人住房
贷款贷利率定价机制的调整或给
RMBS 带来一定利率错配风险。

2019年，RMBS继续保持银行间市场资产证券化产品重要地位。2019年，RMBS产品发行66单，发行规模合计4991.46亿元，发行规模占银行间信贷资产证券化产品比例超过50%。分发起机构来看，股份制商业银行和城市商业银行发行单数明显提升，发行单数占比分别达到32.08%和16.98%。

预计2020年，RMBS发行规模有望进一步扩大，各类型商业银行发行积极性进一步提升。信用风险方面，RMBS资产池违约率仍保持较低水平，但居民房贷偿付压力上升、区域房地产市场分化、个人住房贷款利率定价机制调整或对RMBS产品信用质量构成一定不利因素。

受益于个人住房贷款充分的抵押担保特征，RMBS基础资产违约率保持较低水平

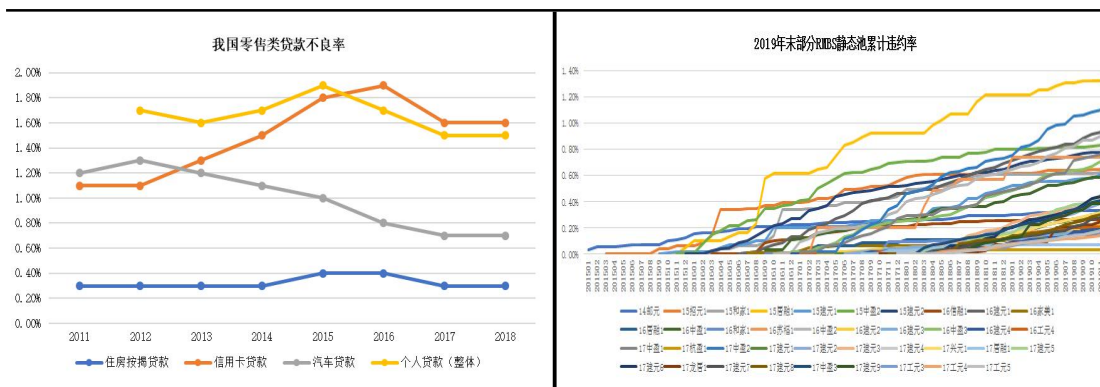
根据中国人民银行近期发布的《中国金融稳定报告》，2018年末个人住房贷款不良率仅为0.3%，与上年持平，远低于个人汽车贷款和个人信用卡贷款0.7%和1.6%的不良率，是目前信用表现最好的零售类贷款。

从RMBS静态样本池看，截至2019年末，RMBS资产池累计违约率¹绝大多数未超过1%，2019年末未出现明显上升，仍远低于RMBS次级档占比。2019年新发行RMBS资产池加权平均账龄进一步上升至4.19年，加权平均初始贷款价值比(LTV)²进一步降低至47.66%，贷款价值比进一步低于我国个人住房贷款市场约60%的平均水平。整体来看，RMBS资产池较商业银行个人住房贷款资产更为优质。

图表 1：近年来我国个人住房贷款违约率

¹ 累计违约率的计算未考虑产品存续期间资产的回收、核销等因素。

² 贷款价值比=贷款未偿本金余额/贷款发放时抵押房产评估价值。



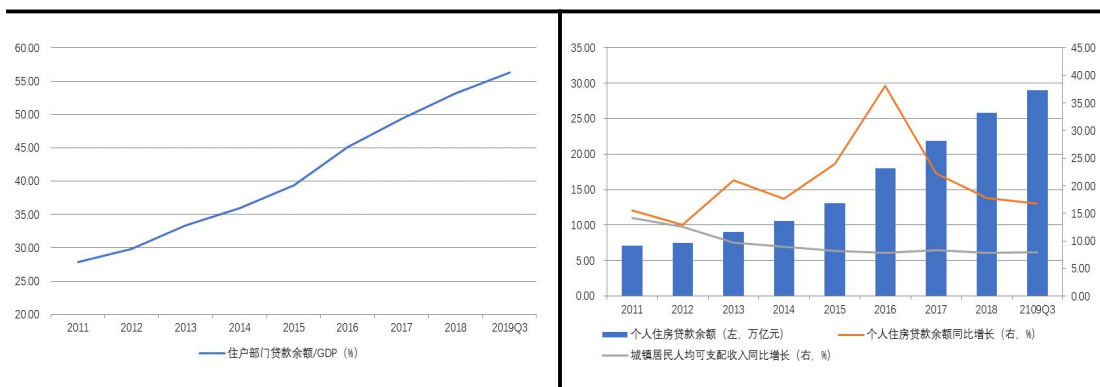
数据来源：《中国金融稳定报告》、Wind、各单产品信息，东方金诚整理

我国居民杠杆率延续攀升态势，居民偿债压力有所上升

根据国家金融与发展实验室发布的《NIFD 季报宏观杠杆率》，截至 2019 年三季度末，我国居民杠杆率为 56.3%，2019 年前三季度分别增长 1.1、1.0 和 1.0 个百分点，较 2018 年末累计增长 3.1 个百分点，全年增幅可能会超过 2008 ~ 2018 年的年均增幅 3.5 个百分点，居民杠杆率进一步攀升。

2019 年三季度末，我国个人住房贷款余额同比增长 16.80%，城镇居民人均可支配收入同比增长 7.90%，个人住房贷款余额增速仍较大幅度地高于居民可支配收入增长，居民偿债压力有所升高。

图表 2：近年来我国居民债务增长情况



数据来源：《NIFD 季报宏观杠杆率》、Wind，东方金诚整理

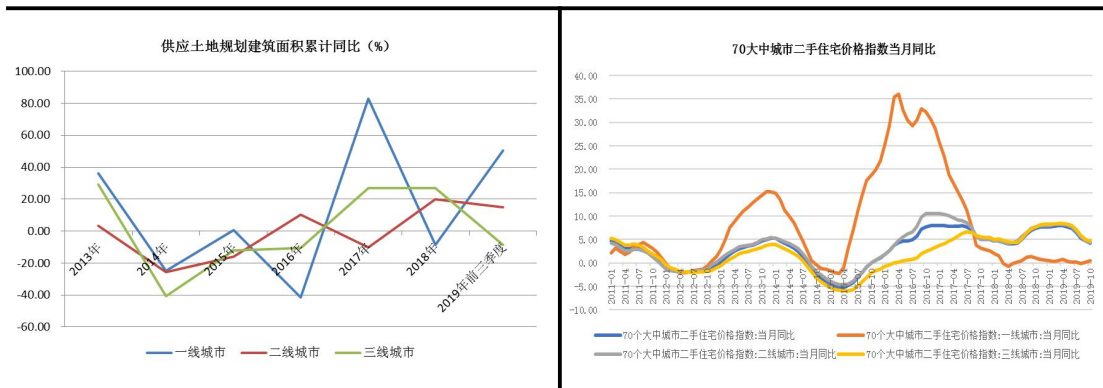
受益于房价上涨，RMBS 资产池获得抵押物保障程度较高

2019年，住建部等部门持续就房地产市场发布指导性意见和纲领性文件，坚持因城施策、分类指导的调控政策，加强房地产市场供需双向调节，坚持稳地价、稳房价、稳预期的调控目标，促进房地产市场平稳健康发展。

从土地供应看，2019年前三季度，一二线城市加大土地供应力度，三线城市明显放缓。其中，一线城市土地供应同比大幅增长 50.58%，二线城市同比增长 15.07%，三线城市同比下降 8.77%。

从房价水平看，2019年前三季度，一线城市住宅价格指数受限价政策影响整体平稳；二、三线城市受人才引进政策及人口逆向流动影响，潜在需求上升，住宅价格指数阶段性上涨，但增速趋缓。

图表 3：近年来全国不同等级城市土地供应、商品房价格情况



数据来源：Wind，东方金诚整理

对于 RMBS 静态样本池来说，RMBS 资产池账龄较长，抵押物价值普遍受益于 2015 年以来的房价上涨，RMBS 资产池获得抵押物保障程度较高。但也需关注到，此前房价上涨较快但产业支撑较弱、人口增长缓慢甚至负增长的部分二线和三线城市房价水平已在 2019 年有所回调，或对违约贷款回收产生一定不利影响。

房地产调控政策边际有所松动，RMBS 资产池早偿率略有回升

2019 年，RMBS 资产池平均年化早偿率为 9.79%，较 2018 年小幅回升 0.83 个百分点。

我国房贷的早偿以全部早偿为主，受商品房二级市场成交活跃度影响较大。以 30 大中城市商品房成交面积衡量我国商品房二级市场流动性，2019 年，在房地产调控政策边际略有松动的影响下，30 大中城市商品房成交面积较去年同期小幅增长 3.71%。

2020 年，在房地产行业调控政策仍偏紧情况下，预计房地产销售仍乏力，RMBS 资产池早偿率将保持在较低水平。

图表 4：RMBS 资产池平均年化早偿率（CPR）



数据来源：Wind，东方金诚整理

RMBS 负利差风险有所缓解

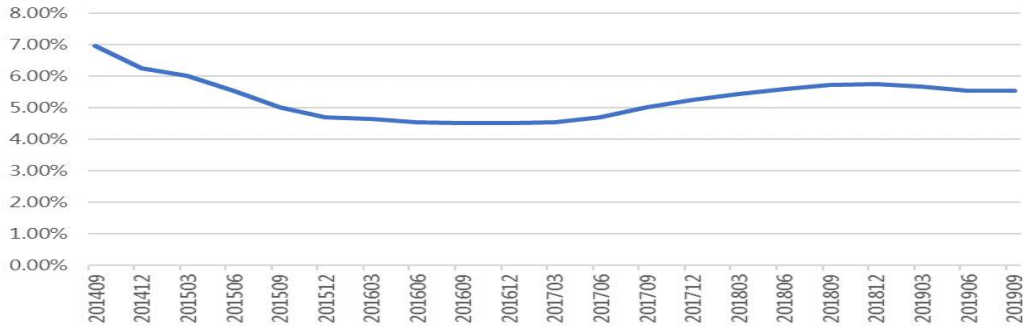
RMBS 超额利差³受到资产池加权平均利率与证券票面利率的双重影响。

2019 年，RMBS 资产池账龄较长，资产池加权平均利率为 4.80%，基本与 2018 年持平。另一方面，受益于宽松的货币政策，2019 年 RMBS 证券端发行利率平均值为 3.49%，较 2018 年下降 0.48 个百分点。综合来看，RMBS

³ 超额利差 = 基础资产加权平均贷款利率 - 证券加权平均票面利率（含次级证券期间收益率）。

产品超额利差为 1.31%，较 2018 年上升 0.44 个百分点，负利差风险有所缓解。

图表 5：金融机构个人住房贷款加权平均利率



数据来源：Wind，东方金诚整理

2020 年展望

RMBS 发行规模有望进一步扩大

2020 年，受益于商业银行房贷存量规模大、腾挪房贷额度、盘活存量需求等因素，RMBS 的发行规模有望进一步扩大。截至 2019 年末，我国 RMBS 存量约为 1.02 万亿元，占房贷余额的比例略高于 3%，相比美国市场约 60% 的水平仍有较大发展空间，以建设银行和工商银行为代表的国有大型商业银行将继续保持发行龙头地位，各类型商业银行的积极性也将进一步提升。

RMBS 资产池违约率仍保持较低水平，居民房贷偿付压力上升，区域房价分化、利率错配等因素或对 RMBS 产品信用质量构成一定不利影响

总体来看，我国个人住房贷款抵押物充足，RMBS 资产池贷款价值比低于个人住房贷款市场的平均水平，抵押物保障程度较高，信用风险较低。但也需关注到，居民房贷偿付压力上升，区域房地产市场分化、利率错配等因素对 RMBS 产品信用质量构成一定不利影响。

具体来说,尽管全球开启降息宽松潮,国内经济运行逆周期调节力度加大,但 2020 年国内经济仍有下行压力,居民可支配收入增速趋缓。另一方面,我国个人住房贷款余额增速仍较快。受上述因素影响,我国居民房贷偿付压力仍将有所上升,预计 RMBS 资产池违约风险略有升高。

我国房地产行业将在较长时间内保持“房住不炒”基调,预计 2020 年调控政策大幅放松的可能性较小,地方政府将根据宏观经济发展目标的变化持续落实差异化住房信贷政策,各区域房地产市场继续分化。其中,一线和热点二线城市人口将总体保持净流入,同时政府坚持楼市调控政策方向不动摇,房价维持整体平稳;但部分前期房价过快增长、土地供应规模较大、但人口及资源向外迁移的二线城市及三线城市未来购房需求或将下滑,房价仍面临下行压力,对应资产的房产抵押保障程度有所减弱。

此外,2019 年 8 月和 2019 年 12 月,人民银行分别对新发放和存量个人住房抵押贷款利率定价机制进行改革,预计定价基准的切换将同时给 RMBS 资产和证券端的收益造成一定不确定性,资产和证券端定价机制的不匹配或给 RMBS 产品带来一定利率错配风险。

声明:本报告是东方金诚的研究性观点,并非是某种决策的结论、建议等。本报告引用的相关资料均为已公开信息,东方金诚进行了合理审慎地核查,但不应视为东方金诚对引用资料的真实性及完整性提供了保证。本报告的著作权归东方金诚所有,东方金诚保留一切与此相关的权利,任何机构和个人未经授权不得修改、复制、销售和分发,引用必须注明来自东方金诚且不得篡改或歪曲。