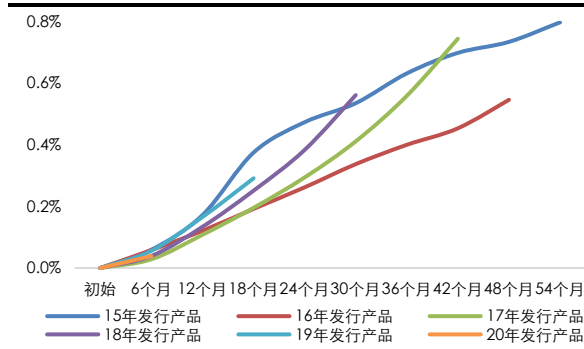


2020年我国RMBS信用风险回顾与2021展望

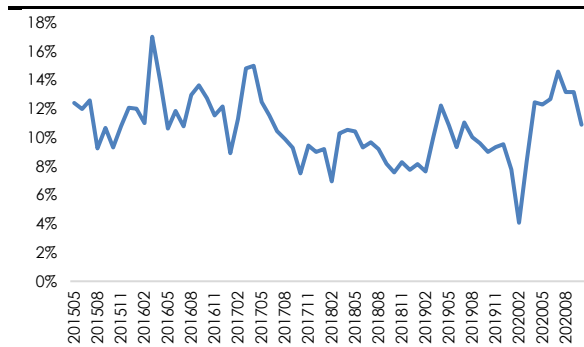
我国 RMBS 发行概况

| | 2020年 | 2019年 | 2018年 |
|----------------------|---------|---------|---------|
| 发行单数(单) | 55 | 66 | 54 |
| 发行规模总额(亿元) | 4243.86 | 4991.46 | 5842.63 |
| 借款人加权平均收入债务比(%) | 59.31 | 41.64 | 46.71 |
| 加权平均账龄(年) | 4.66 | 4.19 | 3.86 |
| 抵押房产城市个数(个) | 80 | 81 | 99 |
| 抵押房产加权平均LTV(%) | 49.31 | 47.66 | 49.47 |
| 抵押房产位于一、二线城市OPB占比(%) | 57.88 | 52.59 | 43.62 |
| AAA档证券占比(%) | 89.05 | 87.99 | 87.64 |
| 超额利差(%) | 1.38 | 1.29 | 0.87 |

不同年份发行 RMBS 期间累计违约率



RMBS 平均年化早偿率 (CPR)



结构融资部

熊晓梦依 金炫杰

邮箱: dfjc-jg@coamc.com.cn

电话: 010-62299800

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

主要观点:

- RMBS 占商业银行个人房贷余额的比例仍然较低, 商业银行房地产贷款集中度管理制度出台背景下, 预计 2021 年商业银行发行 RMBS 实现资产流转、结构调整的动力上升, 发行规模同比实现增长;
- 近年来我国居民杠杆率持续攀升, 新冠肺炎疫情影响下预计 2021 年居民就业形势和可支配收入增长前景不容乐观, 个人房贷债务压力增大, RMBS 资产池违约率上升速度有所加快;
- 预计 2021 年我国房地产行业调控政策仍偏紧, 不同区域房价延续分化态势, 部分二三线城市 RMBS 资产抵押物保障程度有所减弱;
- 受居民可支配收入增长放缓、房地产调控政策偏紧等因素影响, 预计 2021 年全年 RMBS 资产池早偿率有所回落。

一、2020 年我国 RMBS 信用风险回顾

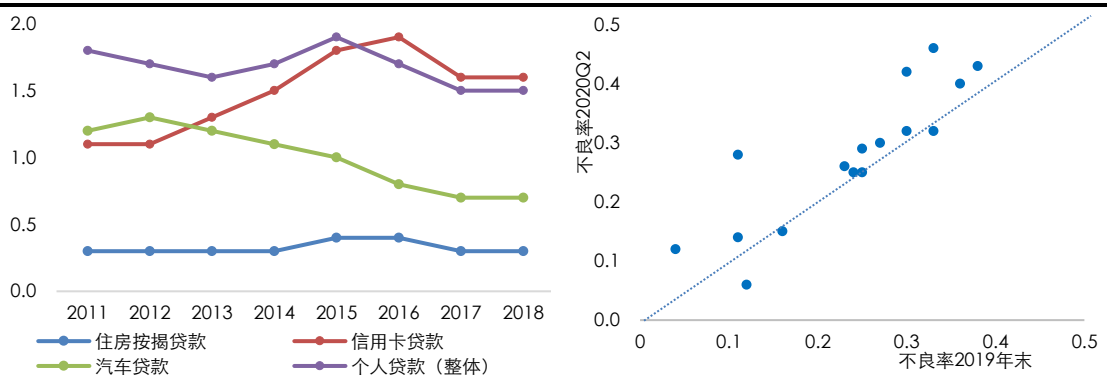
2020 年，RMBS 发行规模同比下降，但仍为银行间信贷资产证券化市场中第一大类品种。期间，RMBS 产品发行 55 单，发行规模合计 4243.86 亿元，发行规模占银行间信贷资产证券化产品比例为 51.56%，发起机构以国有商业银行和股份制商业银行为主（发行规模占比 91.14%），首次发行 RMBS 的机构有郑州银行、东莞银行、成都银行、常熟农商行和青岛银行，发起机构进一步多元化。

信用风险方面，得益于基础资产分散度较高和产品交易结构合理，RMBS 未出现违约等风险事件，但居民房贷偿付压力上升、区域房地产市场分化对 RMBS 产品信用质量构成不利因素，资产池违约率上升速度有所加快。

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

国内个人住房贷款（下称“个人房贷”）信用质量整体很高，在不同类型的零售类贷款里其不良率稳定在最低水平。2020 年，商业银行个人房贷的不良率较年初小幅上升，仍保持低位水平。东方金诚选取 16 家上市银行作为研究样本，数据显示样本的个人房贷不良率跳升在-0.06pct 至 0.17pct 的区间（中位数 0.03pct），2020 年 6 月末均不超过 0.5%。

图表 1：近年来我国个人住房贷款信用表现（单位：%）



数据来源：左图来自历年《中国金融稳定报告》，2019 年未再披露；右图为披露个人住房贷款不良率的 16 家上市银行情况

从 RMBS 静态样本池看，截至 2020 年 10 月末，RMBS 资产池累计违约率¹绝大多数未超过 1%，仍远低于 RMBS 次级档占比。2020 年新发行 RMBS 资产池加权平均账龄 4.66 年，较 2019 年提高 0.47 年；加权平均初始贷款价值比 (LTV)² 49.31%，较 2019 年提高 1.65 个百分点，仍低于我国个人房贷市场约 60% 的平均水平，借款人违约成本较高。整体来看，RMBS 资产池信用

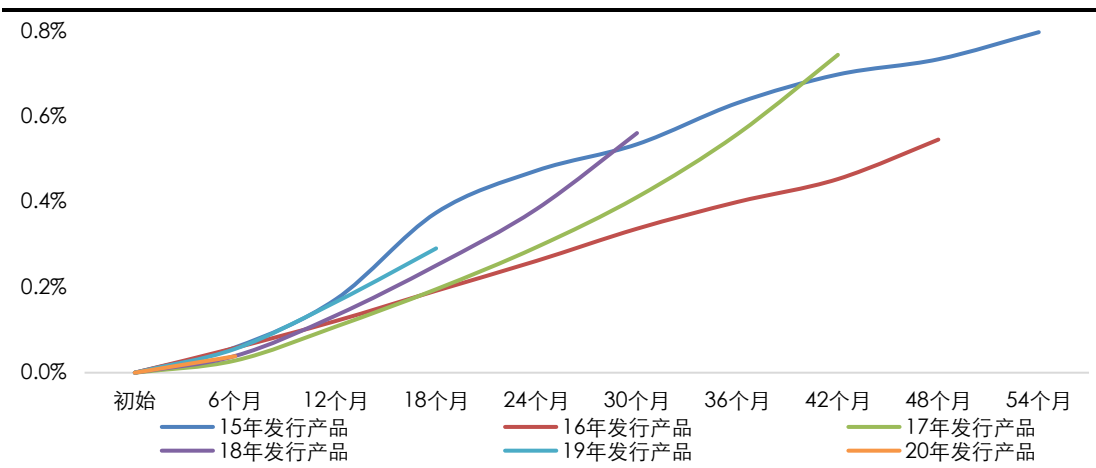
¹ 累计违约率的计算未考虑产品存续期间资产的回收、核销等因素。

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。

质量较整体个人房贷更优质。

从 RMBS 资产池累计违约率的变化趋势看，17 年以来发行的 RMBS 产品整体较之前发行产品累计违约率增速整体有所上升。2020 年全年，RMBS 产品累计违约率增幅较往年仅有小幅增加，表明短期内新冠肺炎疫情对 RMBS 产品信用风险的冲击有限。

图表 2：不同年份 RMBS 产品基础资产累计违约率



数据来源：各单产品信息，东方金诚整理

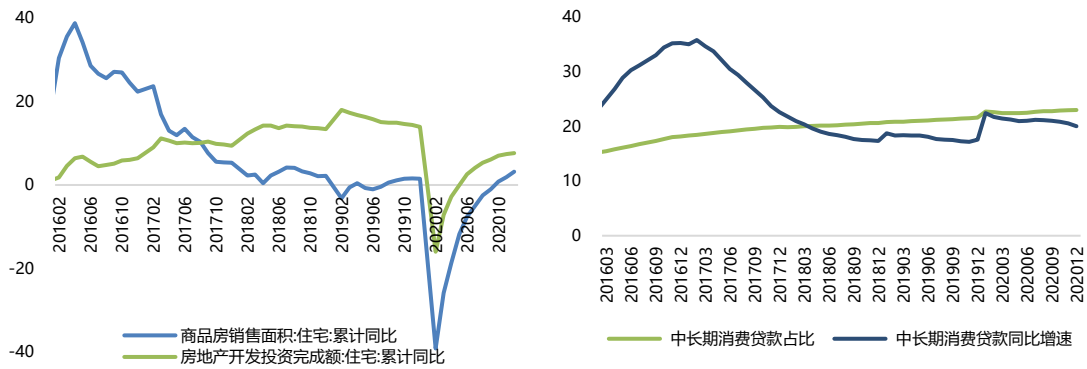
我国居民杠杆率持续攀升，疫情对我国居民就业形势造成较大压力，居民现金流有所恶化，个人房贷偿债压力整体增大

2020 年受疫情影响我国货币政策整体宽松，居民杠杆率继续攀升。根据国家金融与发展实验室发布的《2020 年度中国杠杆率报告》，截至 2020 年末，我国居民杠杆率为 62.2%，较年初上升 6.1 个百分点。作为我国住户部门债务主要构成部分，截至 2020 年末我国个人房贷余额同比增长 14.50%，大幅高于同期城镇居民人均可支配收入增速（3.50%）。

从债务结构看，居民债务压力分化较大。根据央行发布的《2019 年中国城镇居民家庭资产负债情况调查》数据，有负债家庭的债务收入比均值为 1.6 倍，少数家庭债务收入比超过 10 倍；有负债家庭中，12.8%的家庭偿债收入比超过四成，4.5%的家庭月偿债收入比超过六成。低收入家庭、中青年群体以及刚需型房贷家庭债务风险相对较高。

另一方面，新冠肺炎疫情对我国居民就业形势造成较大压力，短期内失业率上升较明显，居民现金流有所恶化，房贷偿债压力整体增大。

图表 3：房地产贷款是拉动居民杠杆率上升的主要因素（单位：%）



数据来源：中国人民银行、Wind，东方金诚整理

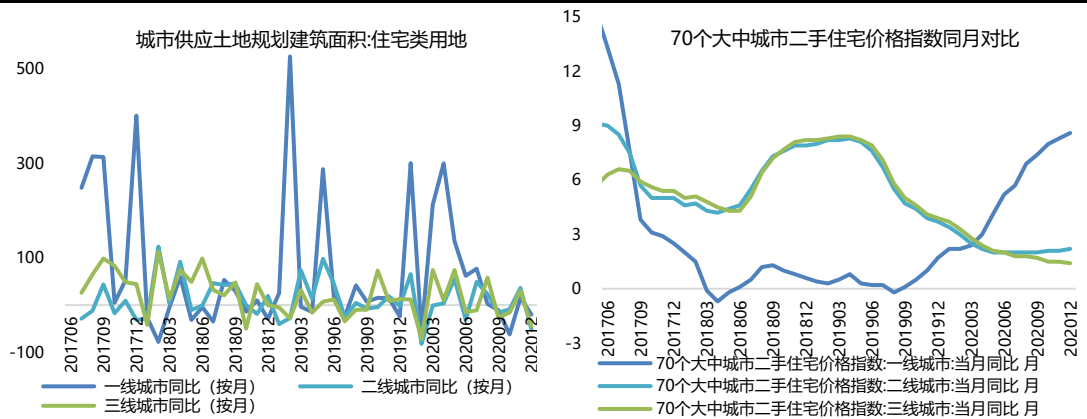
受益于近年来的房价上涨，RMBS 资产池获得抵押物保障程度较高，但需关注部分二三线城市房价回调对违约贷款回收的不利影响

2020 年，我国房地产市场仍坚持房住不炒、因城施策、分类指导的调控政策，促进房地产市场平稳健康发展。

从土地供应看，一线城市 2020 年上半年土地供应力度明显较大，下半年开始回落；二、三线城市 2020 全年土地供应力度基本与 2019 年持平。

从房价水平看，2020 年一线城市二手住宅价格指数提升很快；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，但增速逐步回落。

图表 4：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的房价水平自 2019 年起已有所回调，对违约贷款回收产

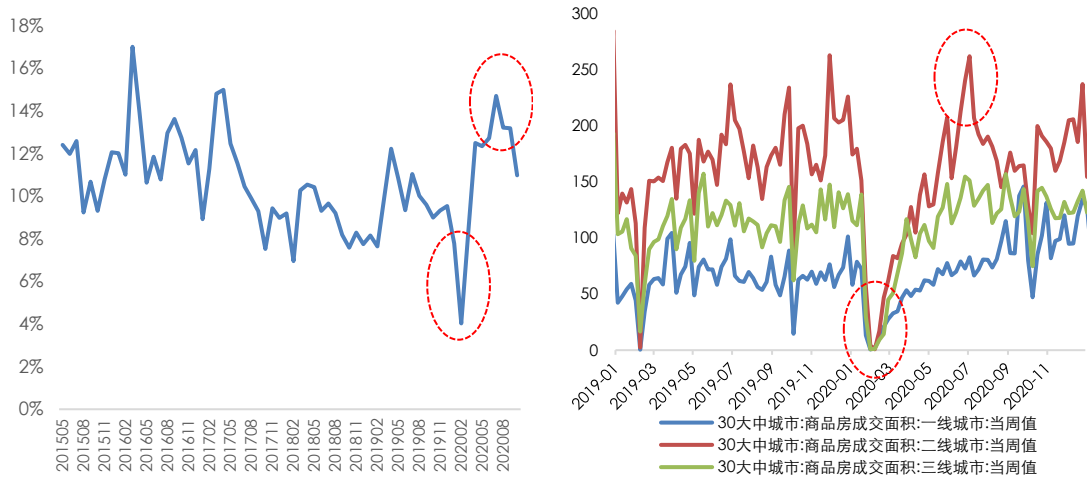
生一定不利影响。

受居民可支配收入波动、房地产市场交易因素影响，2020年RMBS资产池全年早偿率呈现前低后高的走势

2020年一季度，受疫情因素影响，RMBS资产池早偿率较往年同期大幅下降。2020年二季度开始，RMBS资产池早偿率有所回升，1-10月平均年化早偿率较2019年上升1.25个百分点。

我国房贷的早偿包括部分早偿和全部早偿，其中部分早偿与借款人收入波动等因素相关性强，全部早偿与房产置换因素相关性强，全部早偿是影响RMBS早偿率的主要因素。疫情背景下，居民可支配收入减少，房地产成交下滑等因素导致2020年一季度房贷资产的早偿率下滑较明显。进入二季度，随着国内疫情好转，同时因疫情延迟的房地产置换需求得以释放，早偿率逐步抬高到历史较高水平。

图表 5：RMBS 资产池平均年化早偿率与商品房成交面积具有强相关性



数据来源：Wind，东方金诚整理

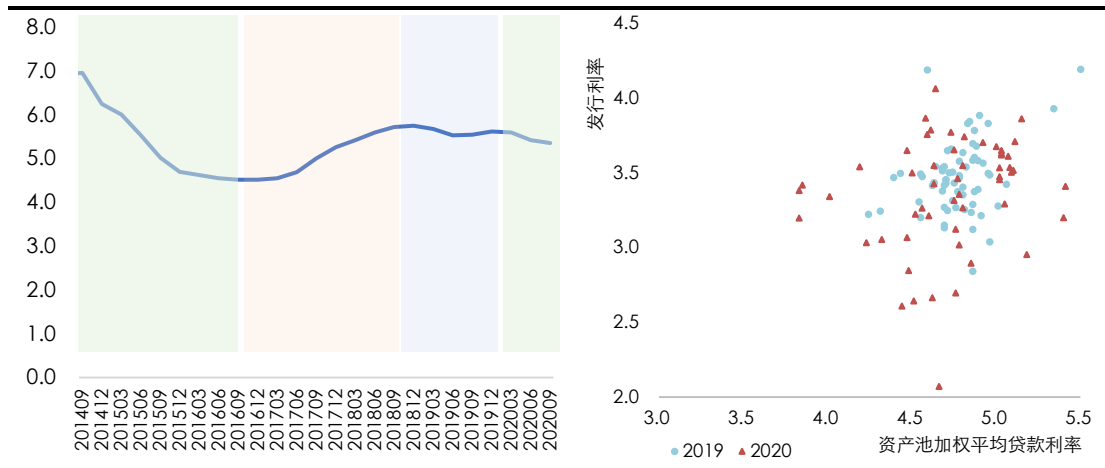
受益于宽松的货币政策，2020年RMBS超额利差有所上升

RMBS超额利差³受到资产池加权平均贷款利率与证券票面利率的双重影响。

2020年发行的RMBS资产池加权平均利率为4.74%，同比变化不大。另一方面，受益于宽松的货币政策，RMBS发行利率平均值为3.37%，较2019年下降0.10个百分点。综合来看，RMBS产品超额利差为1.37%，较2019年上升0.07个百分点。

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）。

图表 6：金融机构个人房贷加权平均利率(左)和近两年 RMBS 产品信息（单位：%）



数据来源：Wind，东方金诚整理

二、2021 年展望

RMBS 占个人房贷余额的比例仍然较低，叠加商业银行房地产贷款新政策的出台，预计 2021 年 RMBS 发行规模同比实现增长

截至 2020 年末，我国 RMBS 存量为 11827.78 亿元，占个人房贷余额的比例约 3%，相比美国市场约 60%的水平仍有较大发展空间。

2020 年末，中国银保监会公布了《银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度》，明确规定了各类银行的房地产贷款占比上限和个人住房贷款占比上限，同时赋予银行一定的业务调整过渡期。预计过渡期内商业银行发行 RMBS 实现资产流转、结构调整的动力上升。

预计 2021 年居民房贷偿付压力仍然有所上升，短账龄资产池违约率上升速度有所加快

本次疫情尚未结束，临近冬季国内多个城市出现确诊病例，而海外疫情仍处于高发期，外需受到抑制，国内经济回升势头仍受到较大影响，预计对就业形势和居民可支配收入的增长形成较大压力。受此影响，预计 2021 年 RMBS 借款人房贷偿付压力仍存，需持续关注短账龄资产池逾期状态迁移情况。

预计 2021 年房地产行业调控政策仍然持续，区域房价延续分化态势，部分二三线城市房产跌价风险对产品信用质量构成不利影响

预计 2021 年房地产行业调控政策仍延续，地方政府将根据经济发展目标的变化持续落实差异化住房信贷政策，各区域房地产价格将继续分化。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，房价增长平稳；但部分二、三线城市房价受到土地供应规模较大、人

口及资源向外迁移、居民现金流恶化导致的购房需求下滑等因素影响面临下行压力，房产抵押保障程度有所减弱。

2021 年在房地产调控政策等因素影响下，预计 RMBS 资产池早偿率有所回落

一方面，“房住不炒”是中央层面重大会议谈及房地产调控的主基调。2021 年初，以上海、深圳、杭州为代表的热点城市出台加强购房人资格审查政策，预计持续高压的房地产调控政策将同时对房地产市场投资行为以及居民刚性置换需求构成抑制。另一方面，居民对未来可支配收入预期的下调也会一定程度降低 RMBS 资产池的早偿。总体地看，2021 年，RMBS 资产池早偿率将有所回落。