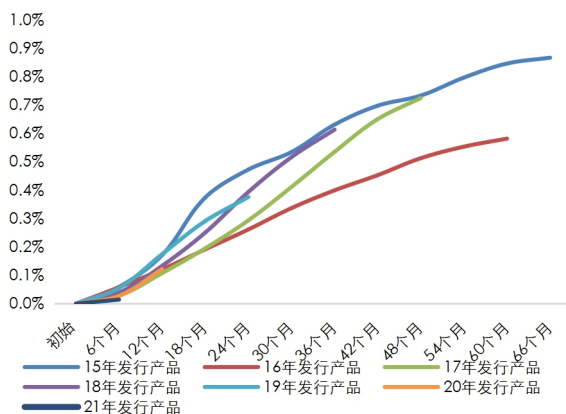


2021年我国RMBS信用风险回顾与2022展望

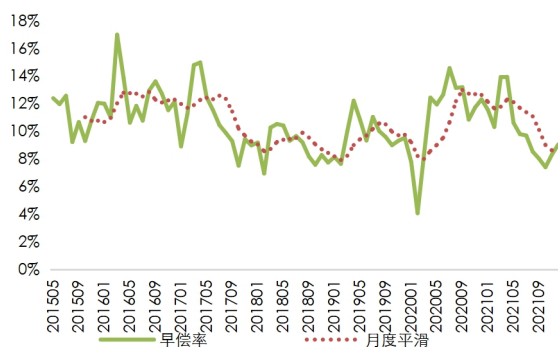
我国 RMBS 发行概况

	2021年	2020年	2019年
发行单数 (单)	62	55	66
发行规模总额 (亿元)	4993.00	4243.86	4991.46
借款人加权平均收入债务比 (%)	54.57	59.31	41.64
加权平均账龄 (年)	4.26	4.66	4.19
抵押房产城市个数 (个)	92	80	81
抵押房产加权平均 LTV (%)	49.07	49.31	47.66
抵押房产位于一、二线城市 OPB 占比 (%)	52.61	57.88	52.59
AAA 档证券占比 (%)	100.00	89.05	87.99
超额利差 (%)	1.67	1.38	1.29

不同年份发行 RMBS 期间累计违约率



RMBS 资产池平均年化早偿率 (CPR)



结构融资部

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:

- **住宅销售市场:** 1) 2021 年国内住宅销售量疲软, 2022 年房地产行业政策面渐宽, 住宅销售量或基本持平于去年, 受首付比例下降、信贷审查加快等影响个人住房新增贷款规模同比将增长。2) 个人住房贷款信用质量整体较高, 经济欠发达区域中小银行个人住房贷款信用表现相对偏弱。
- **产品发行:** 受房地产贷款集中度管理制度影响, 2021 年 RMBS 发行量明显上升, 发起机构集中度很高; 产品资产池的主要指标与历史基本保持稳定, 超额利差有所上升。
- **存续期产品表现:** 1) **违约:** 累计违约率远低于 RMBS 次级档占比, 2017 年以来资产池累计违约率上升加快; 2) **早偿:** 受房地产市场交易疲软影响, 资产池早偿率下滑到 8% 左右。
- **展望:** 1) 预计 2022 年 RMBS 发行规模将有增长, 发行目的围绕缓解资本补充压力、降低期限错配风险等; 2) 预计 2022 年就业形势和居民可支配收入增长不容乐观, 叠加房企信用风险事件对楼盘交付的不利传导, 短账龄资产池违约率上升速度或加快, 部分 RMBS 资产池信用质量或弱化; 3) 预计 2022 年区域房价延续分化态势, RMBS 产品保障能力或有弱化; 4) 2022 年初新一轮疫情将对国内经济增长产生不确定性, 或使居民下调未来可支配收入的预期, 预计 RMBS 资产池早偿率在 8%~10% 区间运行。

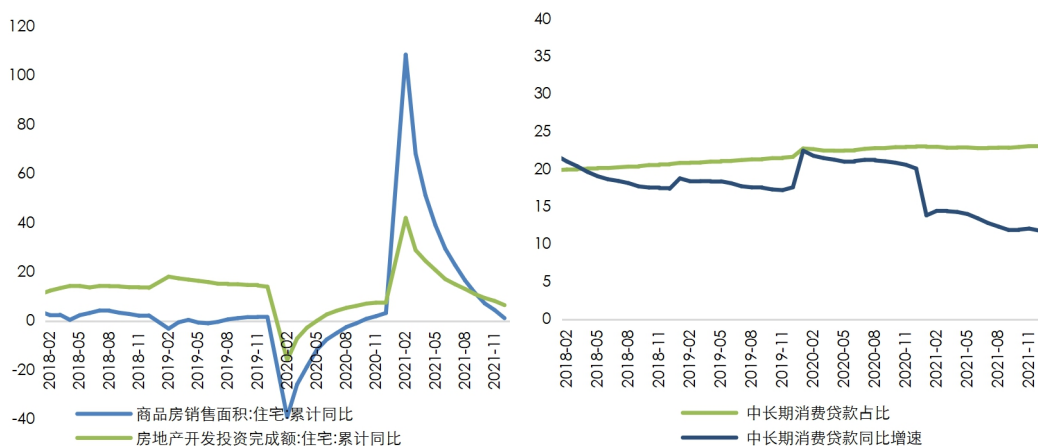
一、2021 年我国住宅销售市场及个人住房贷款投放情况

受房地产市场调控政策升级影响 2021 年国内住宅销售量疲软，个人住房贷款余额增长同步放缓

受宏观经济周期及政策调控等因素影响，我国房地产行业景气度呈现一定波动。新冠肺炎疫情爆发以来，国内资金流动性环境较为充裕，部分城市的房地产市场出现过热特征。对此中央政府坚持“房住不炒”的定位，从 2020 年四季度开始迅速推出“三道红线”、“银行贷款集中度管理”和土地“两集中”等政策组合拳。2021 年，国内住宅销售面积 15.7 亿平方米，同比增长 1.1%。其中，一季度销售数据因上年同期基数较低、调控政策预期不充分等因素延续高增长，此后在开工放缓、银行严控房贷等链条驱动下住宅销售增速大幅回落。进入 2021 年四季度，中央经济工作会议在坚持“房住不炒”基调下明确“因城施策促进房地产业良性循环和健康发展”、“满足合理住房需求”。在防风险和保交房的政策目标下，地产调控力度软化，四季度房地产投资完成额的增速转向平稳，但住宅销售依然不太乐观。

居民购房资金来源主要包括自有资金、公积金贷款和商业银行贷款。国家资产负债表研究中心的数据显示，2021 年分季度居民杠杆率依次为 62.10%、62.00%、62.10% 和 62.20%，较 2020 年变动不明显，但从当年新增个人住房贷款与当年住宅销售额的比值来看，2021 年下降 1.99 个百分点，主要系部分城市提高首付比例，叠加商业银行主动收缩房贷新增额度等因素导致。

图表 1：国内住宅销售情况及中长期消费贷款变化（单位：%）



数据来源：中国人民银行、国家统计局、国家资产负债表研究中心，东方金诚整理

2022 年房地产行业政策面渐宽，住宅销售量或基本持平于去年，而受首付比例下降、信贷审查加快等影响，个人住房新增贷款规模同比将有所增长

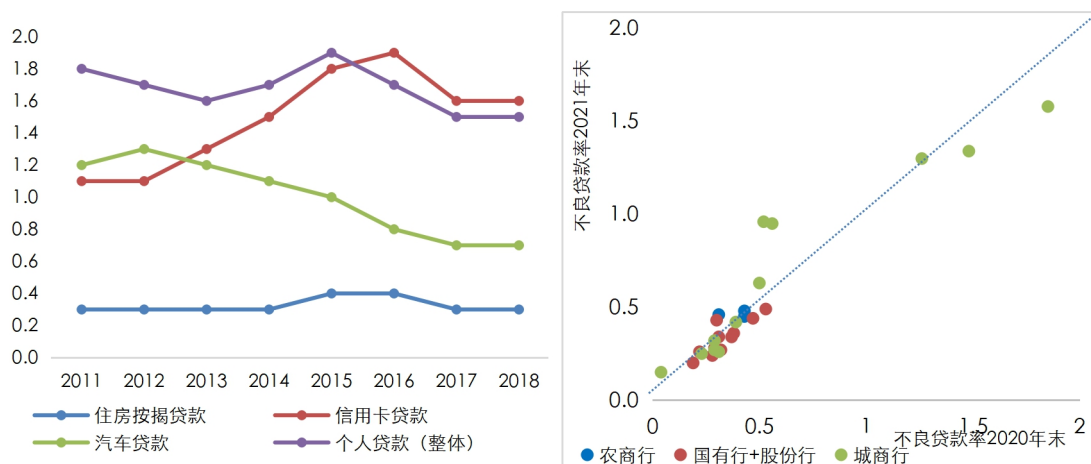
今年《政府工作报告》关于居民住房的表述是“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，探索新的发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，

推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，稳地价、稳房价、稳预期，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展。”，我们认为政府将在保障刚性住房需求方面发力，预计央行将进一步推动商业银行满足首次购房家庭的贷款需求，缩短审查流程并配合小幅下调房贷利率。同时突出“因城施策”，楼市相对冷清的二三线城市将陆续取消购房限制性措施，甚至下调房贷首付或者二套比例。我们认为从积极政策出台到购房信心提升仍待时日传导，预计对住宅销售催化在下半年会有体现。同时，我们认为政策放宽着眼于刚需群体和当前面临楼市库存压力的城市，热度应该不及前几轮，全年销售量或基本持平于去年。受首付比例下降、信贷审查加快等影响，今年个人住房新增贷款规模同比将有所增长。

商业银行个人住房贷款信用质量整体较高，但也关注到经济欠发达区域的中小银行，其个人住房贷款信用表现相对偏弱

商业银行在审批个人住房贷款时重视购房人的家庭收入、已有债务、工作稳定性等信息，较为严格的筛选标准使得个人住房贷款在不同类型的零售类贷款里其违约率稳定在最低水平。2021年，商业银行个人住房贷款的不良贷款率无明显上升，仍保持低位水平。东方金诚选取的26家商业银行样本的个人住房贷款不良率跳升在-0.27pct至0.44pct的区间（中位数0.02pct），2021年末均不超过2%。个人住房贷款不良率上升相对显著的商业银行主要是中小银行，如郑州银行、盛京银行等，业务聚焦特定区域，不良率上升系自然灾害、疫情散发等外部因素对本地经济产生较大冲击。

图表 2：近年来我国个人住房贷款信用表现（单位：%）



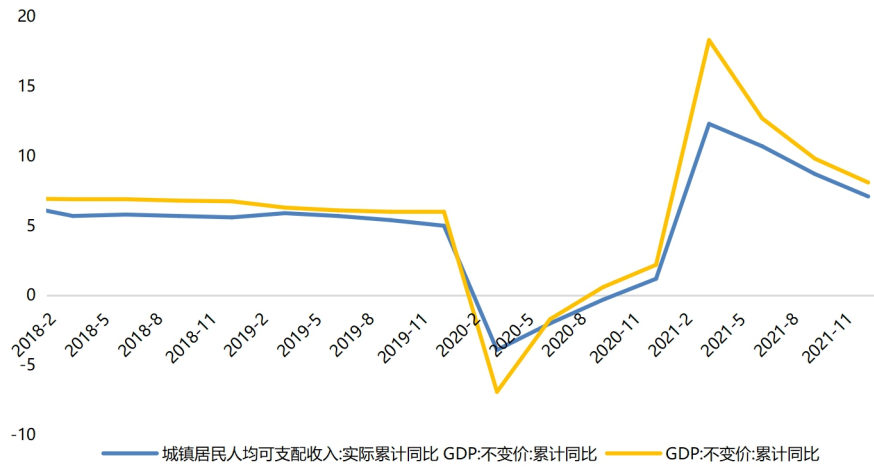
数据来源：左图来自历年《中国金融稳定报告》，2019年起未再披露；右图为已公开披露2021年财务报告并披露个人住房贷款不良率的26家已发债银行情况。

2021年我国城镇居民人均可支配收入增速弱于GDP增速以及疫情反复和自然灾害背景下失业率有所反弹，综合来看城镇居民的房贷偿债压力整体增大

2021年,我国城镇居民人均可支配收入实际增速为7.10%,低于实际GDP增速8.1%,季度项来看两者差值有所扩大,对居民偿还贷款构成不利影响。

从债务结构看,居民债务压力分化较大。根据央行发布的《2020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。

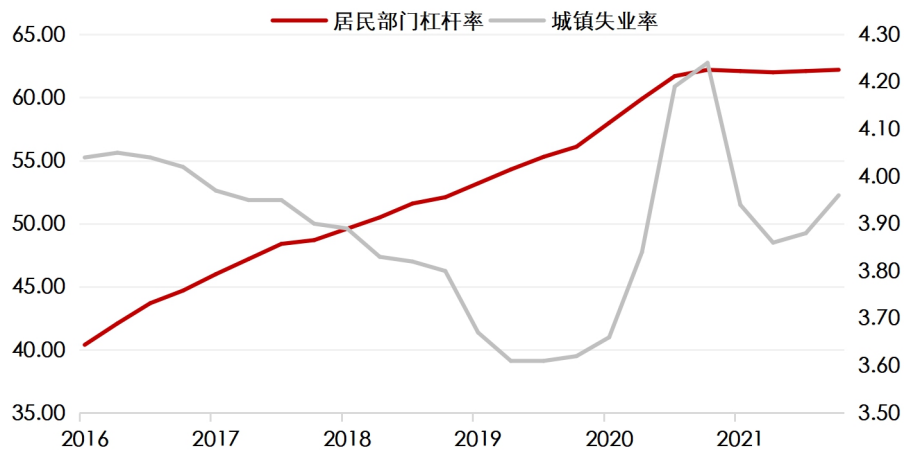
图表 3: 城镇居民人均可支配收入增速低于 GDP 增速 (单位: %)



数据来源: Wind, 东方金诚整理

另一方面,2021我国局部地区的新冠肺炎疫情反复和自然灾情出现对我国居民就业形势造成较大压力,四季度失业率迅速反弹至3.96%。在高杠杆和失业率的压力下,借款人的房贷偿债压力整体增大。

图表 4: 居民杠杆率及城镇失业率情况 (单位: %)



数据来源: Wind, 东方金诚整理

二、2021 年新发行 RMBS 产品发行回顾

受房地产贷款集中度管理制度影响，商业银行出表个人住房贷款的动力抬高，2021 年 RMBS 发行规模明显上升，发起机构集中度很高

商业银行发行 RMBS 的目的包括减少资本消耗、盘活资产等。受 2020 年末出台的房地产贷款集中度管理制度影响，部分越过红线的商业银行发行 RMBS 的节奏加快，2021 年一季度 RMBS 产品共发行 1352.80 亿元，远超往年同期。2021 年二季度在监管部门的窗口指导下商业银行推迟发行 RMBS，直至三季度恢复发行。全年来看，2021 年 RMBS 产品共发行 62 单，发行规模合计 4993.00 亿元，同比增长 17.65%，发行规模占银行间信贷资产证券化产品比例为 56.56%，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%），此外重庆三峡银行首次发行 RMBS。

图表 5：2019 年~2021 年 RMBS 发起机构情况（单位：亿元、%）

2019 年		2020 年		2021 年	
发起机构	发行规模	发起机构	发行规模	发起机构	发行规模
工行	1312.38	建行	1651.64	建行	1684.97
建行	1229.01	工行	1371.57	工行	1074.14
中行	499.86	招行	478.61	中行	464.41
中信	479.64	中行	153.65	农行	380.76
农行	344.82	浦发	111.53	中信	224.90
兴业	196.84	杭州银行	103.56	招行	217.04
招行	191.00	徽商银行	88.77	兴业	174.98
交行	150.82	江苏银行	51.83	交行	139.14
杭州银行	124.97	邮储	50.19	浦发	135.98
浦发	111.23	青岛银行	42.24	邮储	102.94
CR10 集中度	92.97	CR10 集中度	96.70	CR10 集中度	92.11

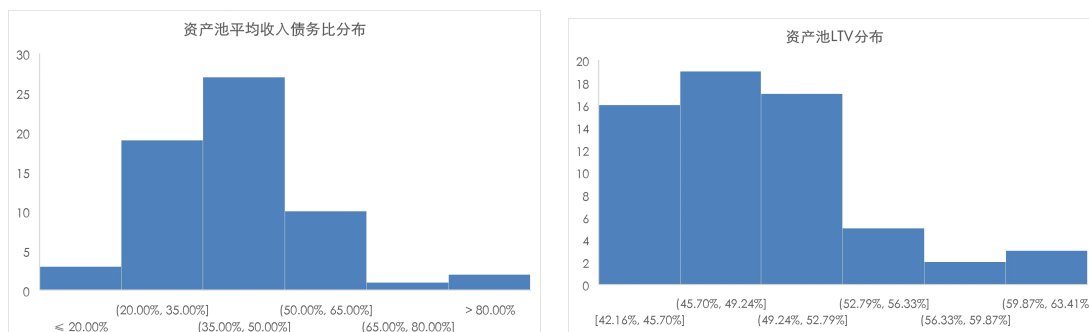
数据来源：各单产品信息，东方金诚整理

2021 年新发行产品资产池的主要指标与历史基本保持稳定

资产池方面，2021 年发行 RMBS 资产池加权平均账龄 4.26 年，较 2020 年缩短 0.40 年，相对较长的信用良好观察期有利于降低资产池贷款违约风险；加权平均初始贷款价值比（LTV）¹49.07%，较 2020 年下滑 0.24 个百分点，低于我国个人住房贷款 LTV 约 60% 的平均水平。借款人加权平均收入债务比 54.57%，抵押物分布区域上平均 92 个城市，在一二线城市的 OPB 占比均值为 52.61%，一手房占比均值为 73.61%。

¹ 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。

图表 6：2021 年新发行 RMBS 资产池的平均收入债务比和 LTV 分布



数据来源：Wind、各单产品信息，东方金诚整理

2021 年新发行产品中间档很少，全年 2 单产品实现完全出表

产品设计方面，2021 年发行 RMBS 均设置优先/次级、信用触发事件等交易结构，分层上次级比例分布在 5.00%至 23.50%的区间，仅有一单产品包含中间档。从 RMBS 产品的历史表现来看，次级资产支持证券的收益率普遍较低，市场化销售存在一定难度，而发起机构自次级档受到极高的风险权重约束。2021 年部分 RMBS 设置较高的次级资产支持证券的期间收益率，次级部分对外交易。根据企业会计准则，发起机构是否合并特殊目的信托从享有可变回报，以及有权力影响可变回报等要素判断，在评估涉入程度考虑其风险自留程度、服务报酬、资产赎回、基础资产处分权利等交易安排。从实际情况来看，因发起机构通常持有大部分次级档，而预期的资产池累计违约率低于该比例，导致基础资产转让前后，发起机构获得其未来现金流量净现值及时间分布未有显著变化。此外，交易文件通常未赋予信贷资产转入方单独向第三方整体出售资产的权利。2021 年共 2 单 RMBS 产品实现完全出表，其余为部分出表或完全不出表。

图表 7：出表型 RMBS 产品要素分析（单位：亿元）

产品简称	发行规模	次级比例	次级档自持	次级档期间收益率	其他要素
21 招银和家 2	35.31	5%	至少 5%	不高于 3%	受托人出售金融资产不受限制
21 招银和家 3	22.31	9%	至少 5%	不高于 1%	受托人出售金融资产不受限制

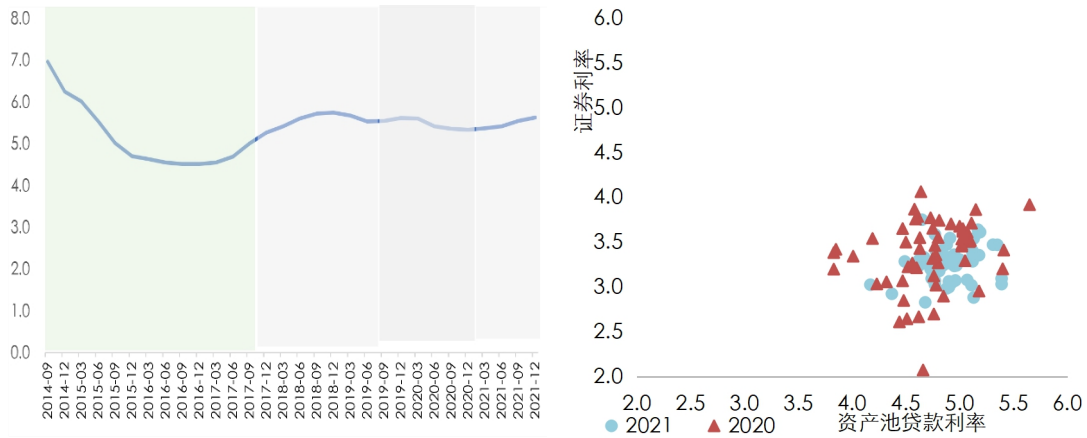
数据来源：各单产品发行说明书，东方金诚整理

2021 年新发行产品资产池加权平均贷款利率同比上升，同时受益于适当宽松的货币政策，证券端发行利率进一步下降，综合影响下产品超额利差有所上升

RMBS 超额利差²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。

从平均贷款账龄角度看,2021 年发行产品资产池大多对应 2016 年~2017 年发放的个人住房贷款,彼时贷款利率处于上升期,资产池加权平均利率分布在 4.17%至 5.39%的区间,均值和中位数分别为 4.90%和 4.89%,较 2020 年分别上升 0.16 个百分点和 0.13 个百分点。另一方面,受益于降准、再贷款、再贴现等多项货币政策工具的推出,2021 年的 RMBS 发行利率³均值和中位数分别为 3.23%和 3.27%,较 2020 年分别下降 0.14 个百分点和 0.18 个百分点。综合来看, RMBS 产品超额利差为 1.67%,较 2020 年上升 0.29 个百分点。

图表 8: 金融机构个人住房贷款加权平均利率(左)和近两年 RMBS 产品信息 (单位: %)



数据来源: Wind、各单产品信息, 东方金诚整理

三、存续期 RMBS 产品表现

存续期 RMBS 产品资产池累计违约率绝大多数未超过 1%, 远低于 RMBS 次级档占比, 从变化趋势来看 2017 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

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, 2021 年, RMBS 未触发违约等风险事件, 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。

从 RMBS 静态样本池看, 截至 2021 年末, 存续期产品的资产池累计违约率⁴最高值为 1.75%, 绝大多数未超过 1%, 远低于 RMBS 次级档占比。

² 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。

³ 此次发行利率为产品不同档次资产支持证券的票面利率的加权平均数, 含次级证券期间收益率。

⁴ 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, 逾期 3 个月。

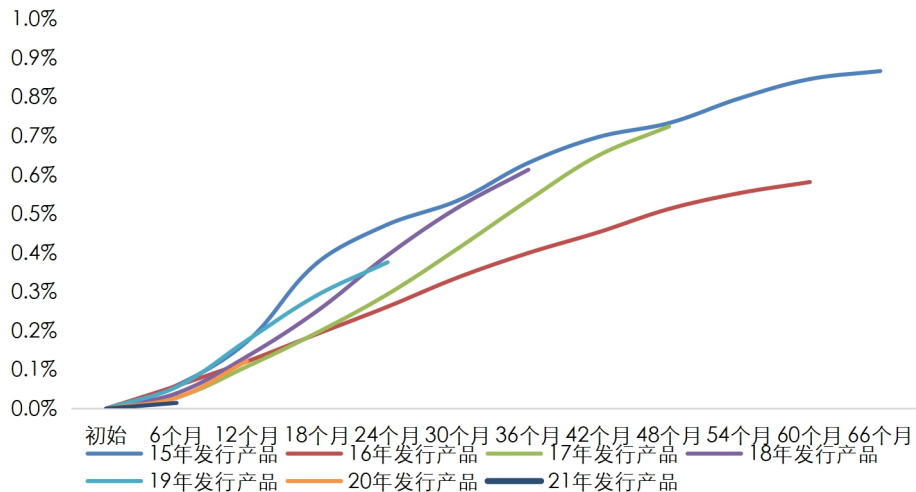
图表 9：2021 年末存续期 RMBS 产品累计违约率分布（单位：%、只）

累计违约率区间	2018 年之前发行的产	2018 年至 2019 年发行	2020 年至 2021 年发行
	品数量	的产品数量	的产品数量
(0,0.5]	15	55	113
(0.5,1.0]	17	61	2
(1.0,1.5]	5	4	1
(1.5,2]	2	1	0

数据来源：各单产品信息，东方金诚整理

资产池累计违约率的变化趋势看，2021 年存续期产品的资产池累计违约率边际平均上升 0.15 个百分点，最高上升 1.39 个百分点。从发行年份来看，2017 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。

图表 10：不同年份 RMBS 产品基础资产累计违约率变化

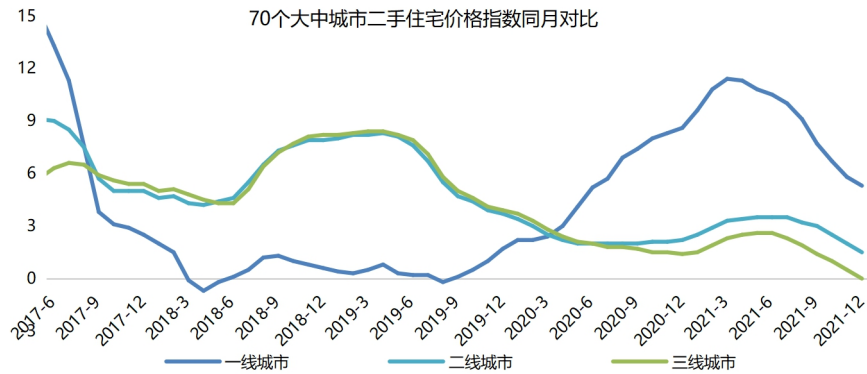


数据来源：各单产品信息，东方金诚整理

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

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，不同城市的房价表现明显分化。根据国家统计局公布 70 个大中城市二手住宅价格指数，截至 2021 年末，一线、二线和三线城市房价平均涨幅分别为 3.50%、0.30%和-1.30%，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在 2021 年负增长，对违约贷款回收产生一定不利影响。

图表 11：近年来全国不同能级城市商品房价格情况



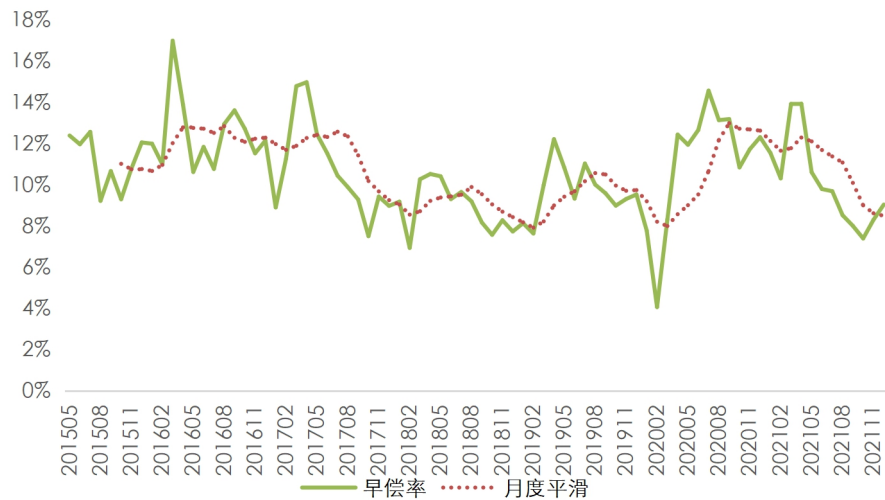
数据来源：国家统计局，东方金诚整理

受房地产市场交易疲软影响，2021 年 RMBS 资产池早偿率下滑至 8%左右

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 资产池早偿率的主要因素。

历年表现来看，2015 年至 2017 年 RMBS 资产池早偿率相对较高，多数时期在 12%以上。2017 年至 2019 年，RMBS 资产池早偿率中枢落入 8%~10%的区间。2020 年，在突如其来的新冠肺炎疫情背景下 RMBS 资产池早偿率先是大幅下降而后迅速回升。而严厉调控背景下，贷款审批流程加长、购房者信心不足等因素导致 2021 年资产池早偿率显著下滑。进入四季度，随着房地产调控力度软化和信贷环境改善，资产池早偿率略有反弹至 8%左右。

图表 12: RMBS 资产池平均年化早偿率有所下滑



数据来源：各单产品信息，东方金诚整理

四、2022 年 RMBS 市场展望

预计 2022 年 RMBS 发行规模同比增长，发行目的围绕资本补充压力、降低期限错配风险等

近三年 RMBS 存量占个人住房贷款余额约 3% 左右，考虑到目前 RMBS 的一二级市场联动较弱，预计 2022 年该比例不会明显变化。假设 2022 年个人住房贷款余额增长 15%（2021 年为 11%）、优先级档摊还速度不变，预计 RMBS 发行规模将有增长。2022 年商业银行发行 RMBS 目的可能围绕以下方面：1) 缓解资本补充压力。2021 年随着系统重要性银行附加监管规定的出台，入选的商业银行在满足最低资本要求、储备资本和逆周期资本要求基础上，还应满足一定的附加资本要求，商业银行可通过 RMBS 的方式出表贷款以减少加权风险资产；2) 降低期限错配风险。过去 10 年里由于国内购房需求旺盛，商业银行投放大量的住房贷款，当前中长期消费贷款的比重超过 20%。另一方面，因公募基金、银行理财等产品的火热，部分银行核心负债依存度边际下滑，并形成一定的流动性缺口。发行 RMBS 可以盘活长期资产，使发起机构对存量信贷进行调整。

预计在新冠疫情加剧背景下，2022 年就业形势和居民可支配收入增长不容乐观，叠加房企信用风险事件对楼盘交付的不利传导，短账龄资产池违约率上升速度或将加快，部分 RMBS 资产池信用质量或弱化

受新冠病毒变异株奥密克戎流行影响，2022 年一季度以来全国部分省市感染人数短期内急速上升，国内局部区域正展开新一轮的疫情封锁措施，不利于生产消费活动，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 2022 年居民房贷偿付压力增加。此外，2021 年下半年以来国内房地产企业债务违约事件显著增加，预计对部分新开发楼盘交付产生不利因素，进而影响借款人的还款意愿。预计 2022 年短账龄资产池违约率上升速度或将加快，RMBS 资产池信用质量将有所弱化。

预计 2022 年区域房价延续分化态势，部分二三线城市房产跌价风险对 RMBS 产品保障能力构成不利影响

我们观察到 2022 年一季度的住宅销售数据较弱，部分城市为提振房地产市场情绪，公布降低首付比例、取消限购等刺激性政策。2022 年一线和热点二线城市人口将总体保持净流入，伴随信贷审批加快，区域房价或有增长；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、商品房待售库存量大导致的长期不利因素影响未有明显改变，房价仍有下滑空间。

2022 年初新一轮疫情将对国内经济前景产生不确定性，使居民下调未来可支配收入的预期，预计 RMBS 资产池早偿率在 8%~10% 区间运行

2022 年疫情仍是影响经济增长的重要因素，一季度以来深圳、上海等核心城市陆续爆发新一轮疫情，并溢出长三角、珠三角等地区 GDP 较高的城市，预计持续封锁措施短期内将对国内经济增长产生不确定性，使居民下调未来可支配收入的预期，对房地产市场投资行为以及居民刚性置换需求构成抑制，预计 2022 年 RMBS 资产池早偿率可能在 8%~10% 区间运行。