

RMBS 产品市场运行状况与展望

债券结构融资部 钱子阳、唐诗怡、林晓天

摘要：2018 年以来，RMBS 产品发行量猛增。本文以 RMBS 产品的发行情况、已发行 RMBS 产品基础资产特征、证券特征和资产池信用表现情况等多个维度介绍并分析目前 RMBS 产品的市场运行状况。

一、RMBS 产品概要

RMBS (Residential Mortgage-Backed Security, 个人住房抵押贷款支持证券), 是一种以发起机构 (商业银行或住房公积金管理中心) 将个人住房抵押贷款作为底层资产信托给受托机构发行的证券, 其本息的偿付主要来源于底层资产所产生的现金流。目前, 国内市场上个人住房抵押贷款主要包括个人住房商业性贷款、个人住房公积金贷款及个人住房组合贷款, RMBS 产品按发起机构则可分为商业银行 RMBS 和住房公积金 RMBS。

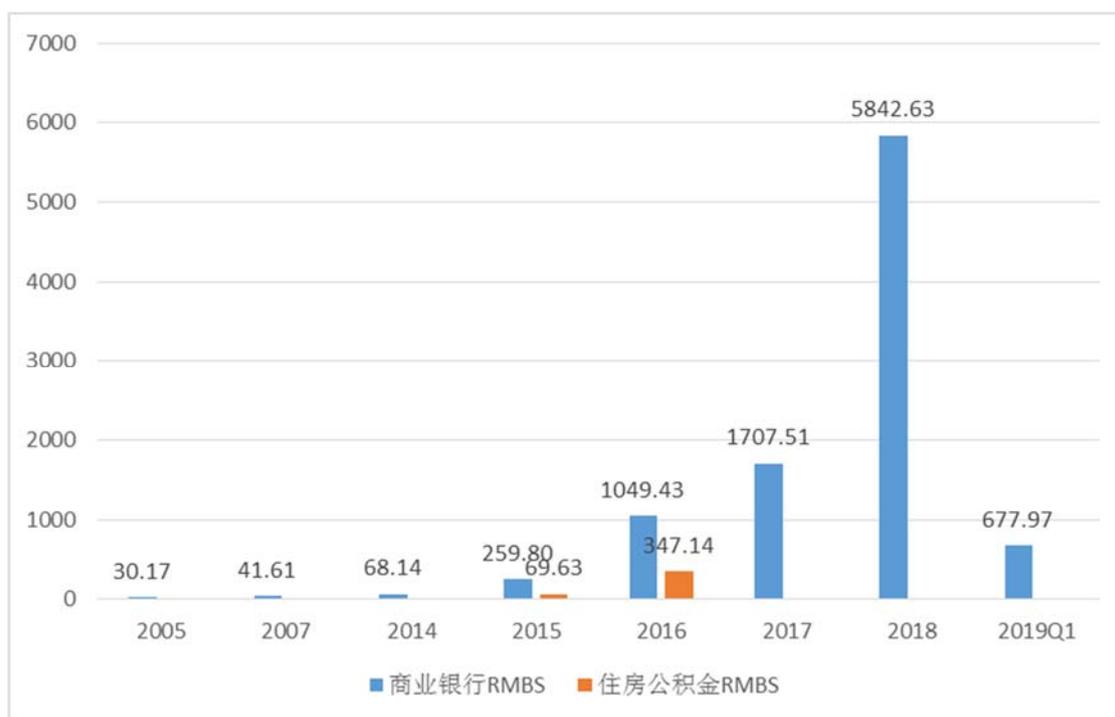
二、RMBS 产品发行情况

2015 年之前, RMBS 仅发行了三单, 金额共计 139.92 亿, 其中最早的两单是由中国建设银行股份有限公司发起——“建元 2005 年第一期个人住房抵押贷款资产支持证券”以及“建元 2007 年第一期个人住房抵押贷款资产支持证券”, 另一单则是中国邮政储蓄银行股份有限公司发起的“邮元 2014 年第一期个人住房抵押贷款资产支持证券”。

2014 年, 央行、银监会发布了《进一步做好住房金融服务工作的通知》和《关于信贷资产证券化备案登记工作流程的通知》。2015 年, RMBS 产品发行了 10 单, 金额共计 329.43 亿元。2016 年上半年, 国家大力推进房地产去库存政策, 购房贷款需求上升, 带动住房抵押贷款投放量快速上升, 进一步促进了 RMBS 产品的快速发展。2016-2018 年, 商业银行 RMBS 产品发行量快速增长, 分别发行了 15 单、19 单及 54 单, 规模分别为 1049.43 亿元、1707.51 亿元和 5842.63 亿元。2019 年 1-3 月, 商业银行 RMBS 产品总计发行 6 单, 规模 677.97 亿元, 占整个 ABS 市场发行量近 3 成, 成为发行量最大的一类产品。

2016 年上半年, 住房公积金 RMBS 产品有显著的增长, 但由于 2016 年下半年以来国内政策调整, 住房公积金 RMBS 产品的发行已处于暂停状态。住房公积金 RMBS 于 2015 年及 2016 年共计发行 7 单, 涉及规模 416.77 亿元。

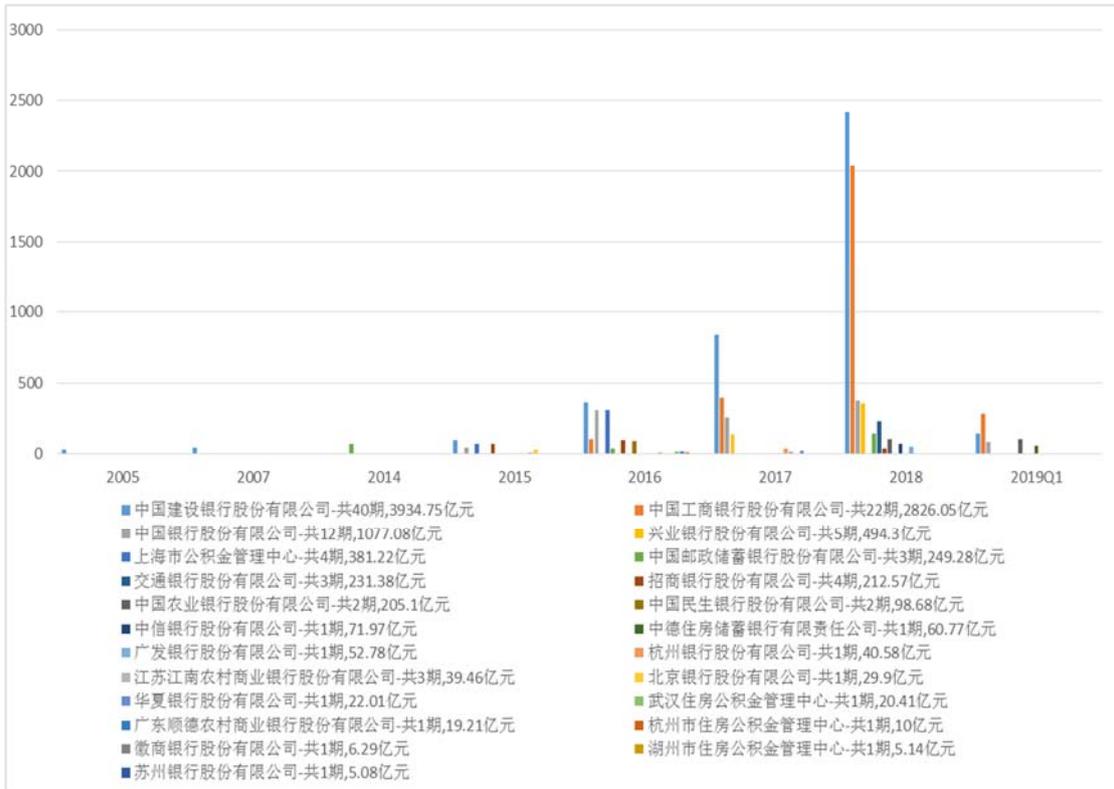
图表 1 截至 2019 年 3 月末，RMBS 产品发行量统计（单位：亿元）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

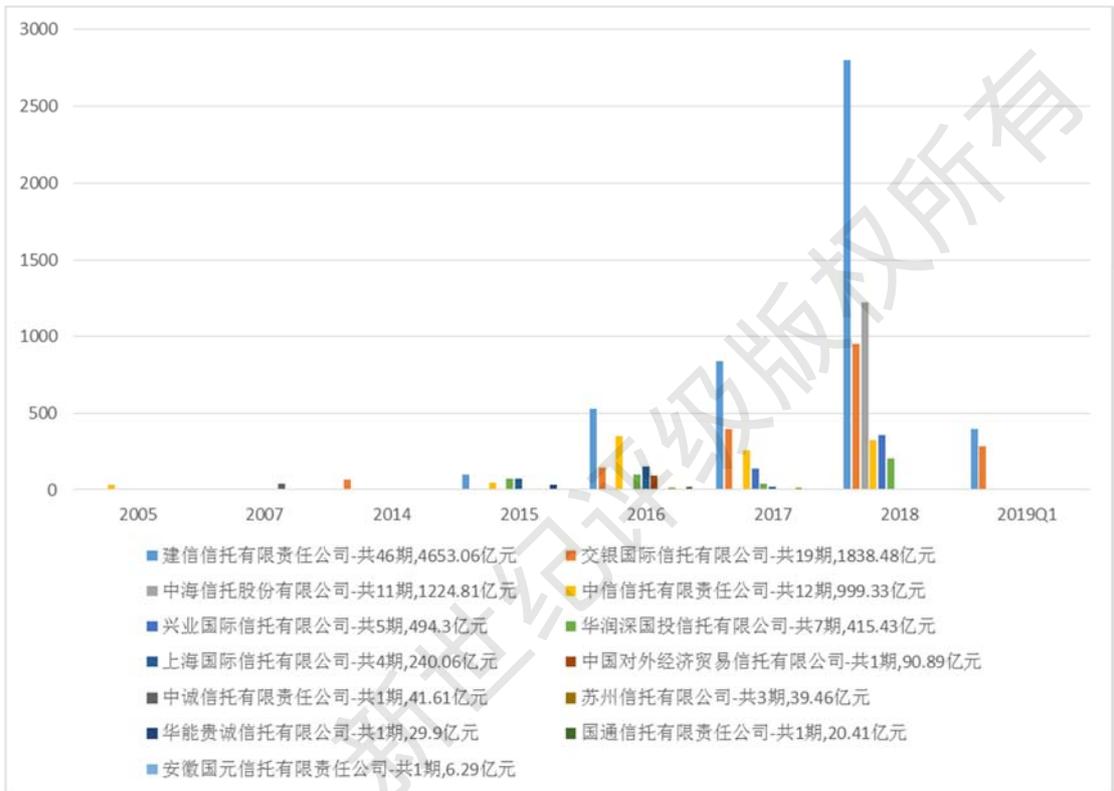
截至 2019 年 3 月末，市场上总共发行了 112 单 RMBS 产品，共涉及 23 家发起机构，总发行规模达 10094.02 亿元。23 家发起机构除了公积金中心外都是银行，其中以中国建设银行股份有限公司、中国工商银行股份有限公司和中国银行股份有限公司发起的 RMBS 产品发行规模最大，分别占总发行量的 38.98%、28.00% 和 10.67%。发行载体中以建信信托有限责任公司、交银国际信托有限公司和中海信托股份有限公司的发行规模最大，分别占总发行量的 46.10%、18.21% 和 12.13%。

图表 2 截至 2019 年 3 月末，RMBS 产品发起机构的产品发行情况（单位：亿元）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

图表 3 截至 2019 年 3 月末，RMBS 产品发行人的产品发行情况（单位：亿元）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

三、已发行 RMBS 产品的基础资产特征

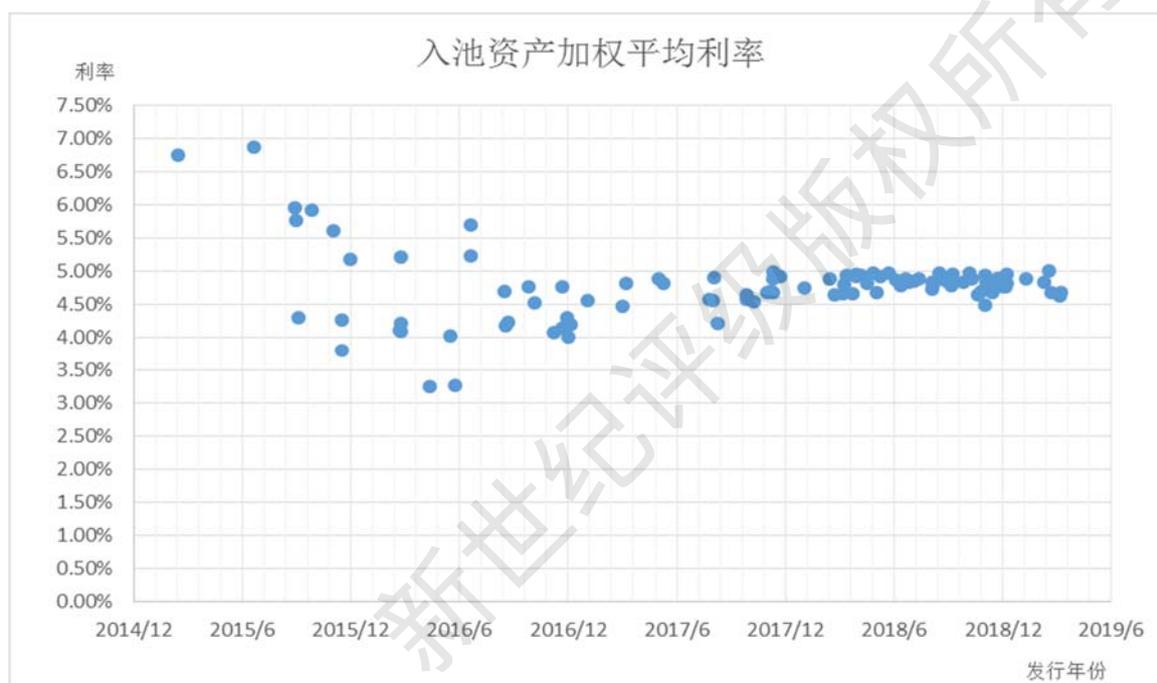
截至 2019 年 3 月末，已经发行且在存续期内的全部 112 单 RMBS 产品中，共包含 105 单商业银行 RMBS 产品和 7 单住房公积金 RMBS 产品，表现的特征有：（1）资产池笔数较多，具有极强的分散性；（2）基础资产的利率水平不高；（3）基础资产的履约表现时间较长；（4）基础资产的剩余期限较长；（5）入池资产的初始抵押率较低。

图表 4 截至 2019 年 3 月末已发行 RMBS 产品基础资产特征

		商业银行 RMBS	住房公积金 RMBS
单数		105	7
平均贷款笔数		34451.34	22541.00
贷款利率	加权平均贷款利率	4.81%	3.49%
	范围	4.02%~6.88%	3.26%~4.27%
账龄	加权平均账龄	3.43 年	3.10 年
	范围	0.84~6.77 年	0.26~4.19 年
剩余期限	加权平均剩余期限	10.98 年	12.89 年
	范围	4.34~19.64 年	5.18~16.24 年
初始抵押率	加权平均初始抵押率	62.30%	52.50%
	范围	52.30%~68.87%	32.57%~63.91%

数据来源：Wind，新世纪评级整理

图表 5 截至 2019 年 3 月末已发行 RMBS 产品入池资产利率情况



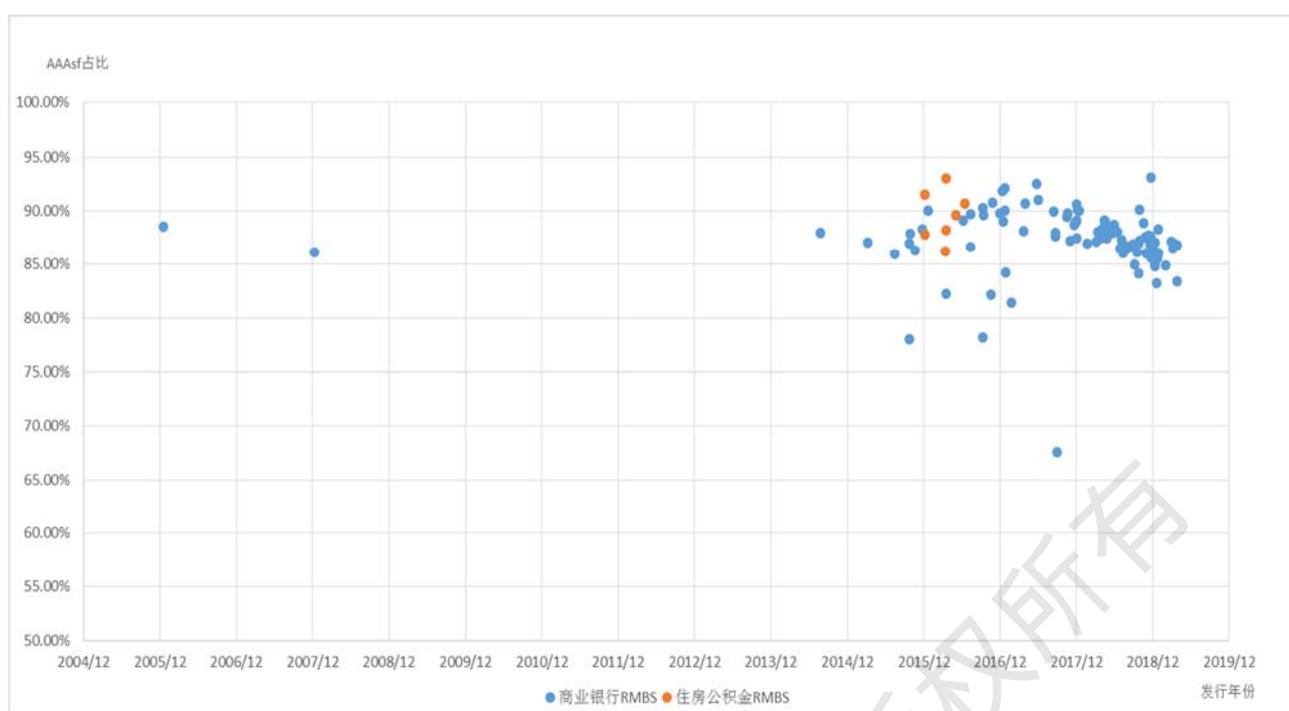
数据来源：Wind，新世纪评级整理

四、已发行 RMBS 产品的证券特征

(一) 已发行 RMBS 产品的分层比例

市场上 RMBS 产品一般设置优先/次级或优先/次级/超额抵押的偿付结构，且优先级部分有着信用等级高和占比高的特点。其中，商业银行 RMBS 产品的 AAA_{sf} 级部分平均占比达 87.20%，整体落在 67.56~93.07% 的区间内；住房公积金 RMBS 产品的 AAA_{sf} 级部分的平均占比达 89.60%，整体落在 86.25~93.03% 的区间内。整体来看，相较于 CLO，无论是商业银行 RMBS 产品还是住房公积金 RMBS 产品都可以获得良好的信用等级，其主要原因就在于基础资产分散性很强，放贷机构的放贷标准严格，资产池信用表现优良且稳定。

图表 6 截至 2019 年 3 月末已发行 RMBS 产品 AAA_{sf} 级占比情况

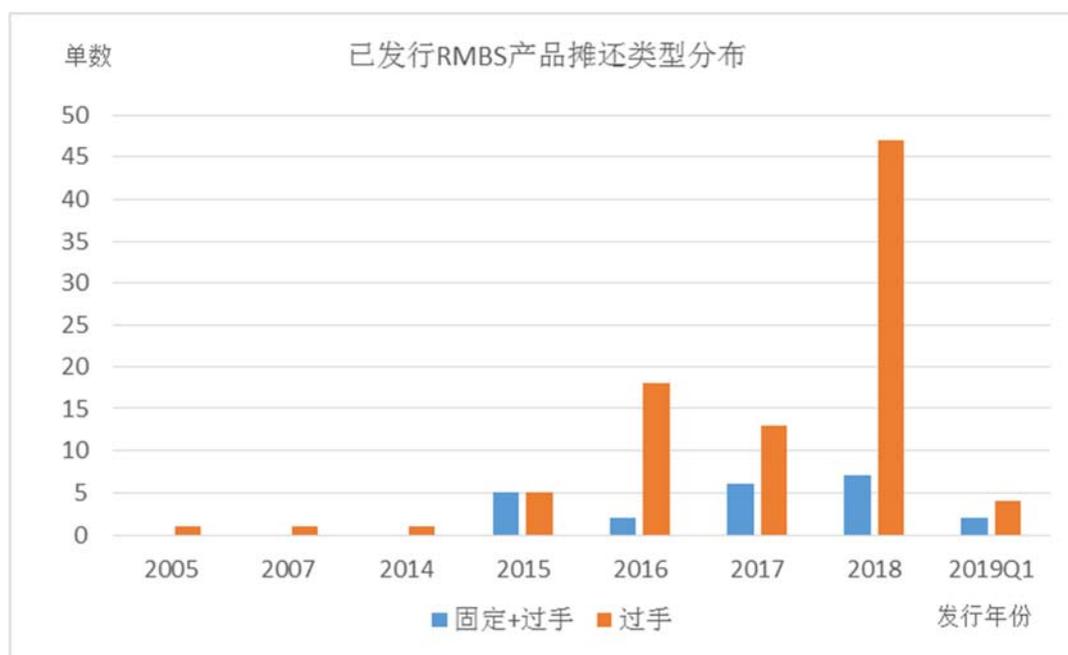


数据来源：Wind，新世纪评级整理

(二) 已发行 RMBS 产品摊还类型

目前已发行的 RMBS 产品的优先 A 级证券本金摊还类型主要为过手摊还或固定+过手摊还两种模式，以过手摊还为主。全部过手摊还的产品共计 90 单，占比达 80.36%。部分产品由于封包期较长，设置了一定比例的固定摊还，但如果发生早偿过多的情况，将导致固定摊还部分在支付日无法足额支付，所以这样的摊还结构需要关注早偿的风险。优先 B 级证券均采用过手还本。

图表 7 截至 2019 年 3 月末已发行 RMBS 产品摊还类型分布（单位：单）



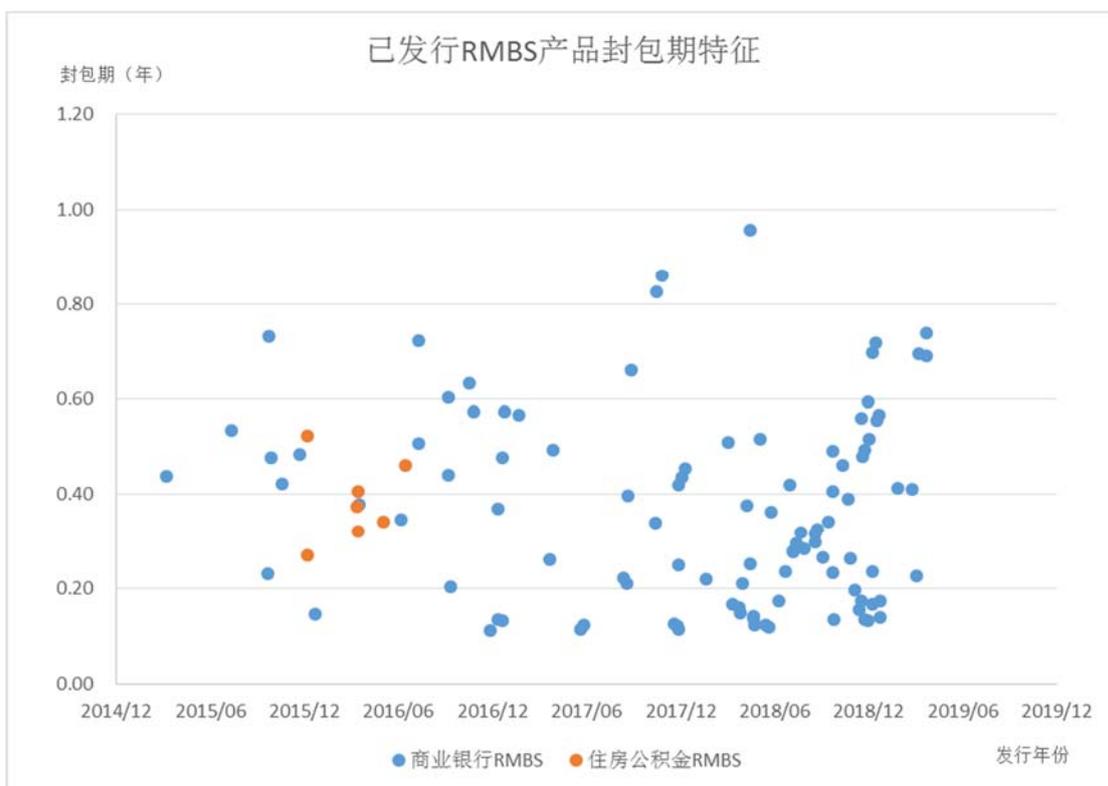
数据来源：Wind，新世纪评级整理

（三）已发行 RMBS 产品封包期特点

商业银行 RMBS 产品的加权平均封包期为 0.34 年，住房公积金 RMBS 的加权平均封包期为 0.41 年。一般封包期越长，其累计的利息回收款越多，对优先级证券的信用支持也就越大。RMBS 产品，特别是住房公积金 RMBS，通常为了缓释利率倒挂的风险而设置较长的封包期。

新世纪评级版权所有

图表 8 截至 2019 年 3 月末已发行 RMBS 产品封包期特点

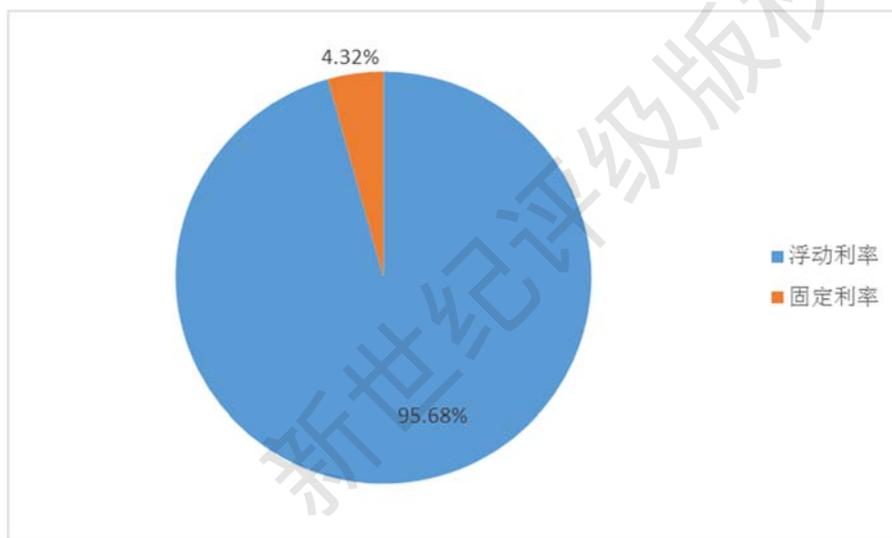


数据来源：Wind，新世纪评级整理

(四) RMBS 产品利率类型及发行利率变化情况

截至 2019 年 3 月末，已发行的 RMBS 产品利率类型主要以浮动利率为主。由于 RMBS 产品的入池资产端主要以浮动利率为主，为防止利率重设带来的利差变化风险，RMBS 产品在证券端的定价主要也以浮动利率为主，同时在参照的基准利率和调息的频率上也做了相应的匹配。

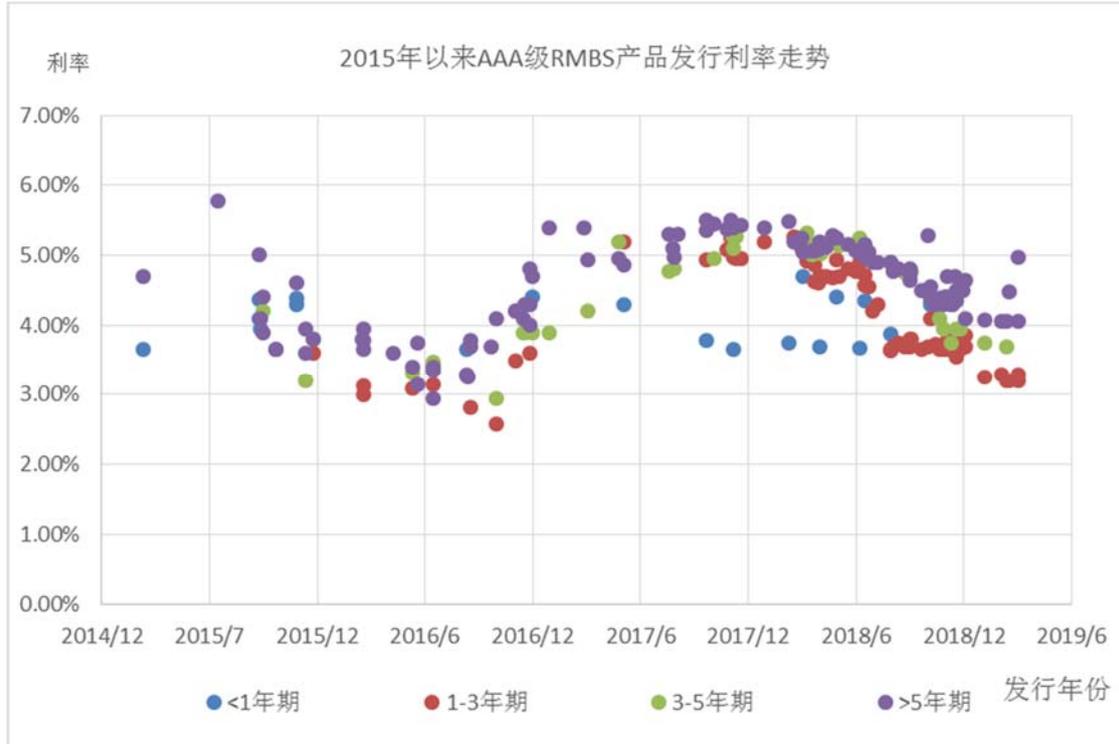
图表 9 截至 2019 年 3 月末已发行 RMBS 产品利率类型



数据来源：Wind，新世纪评级整理

自 2015 年以来，信用等级为 AAA_{sf} 级的 RMBS 产品发行利率大多在 3.50%-5.50% 的范围内，2018 年下半年以来，受到整个市场资金面逐步宽松的影响，RMBS AAA_{sf} 级产品的发行利率也呈小幅逐步下降趋势。

图表 10 2015 年以来 AAA_{sf} 级 RMBS 产品的发行利率走势



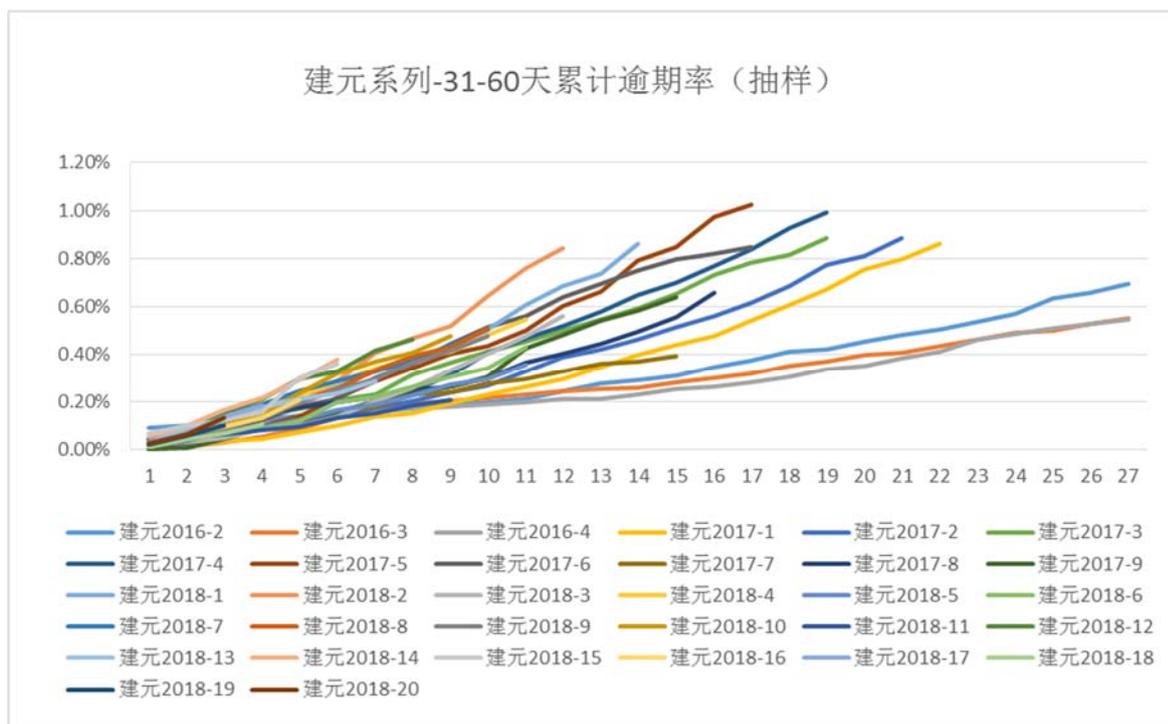
数据来源：Wind，新世纪评级整理

五、已发行 RMBS 产品基础资产的信用表现

（一）已发行 RMBS 产品 31-60 天累计逾期率

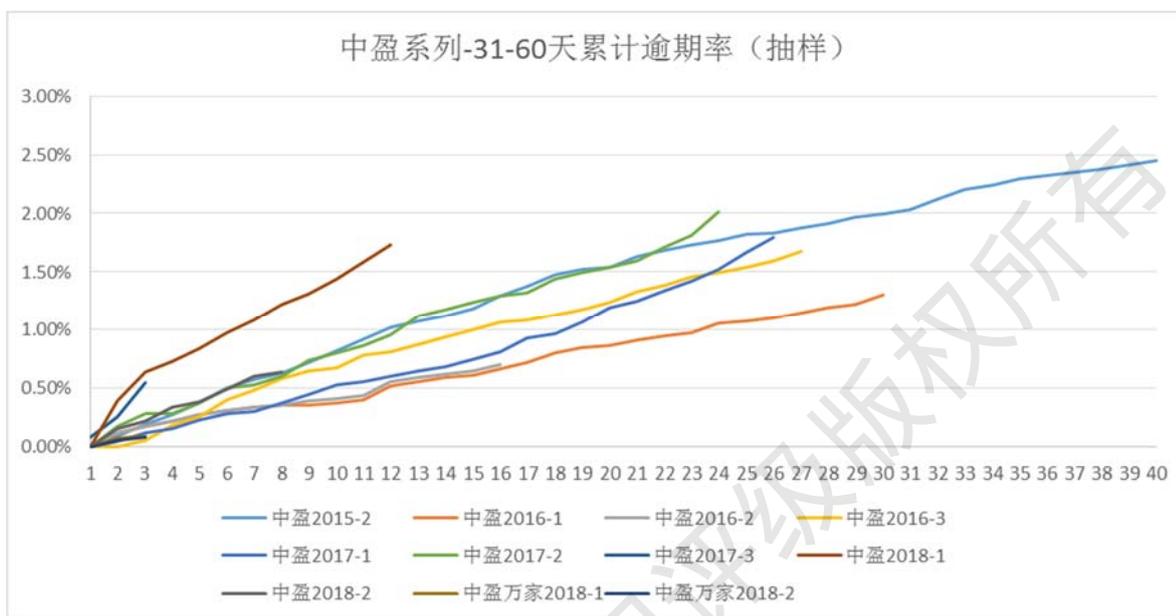
我们通过对 RMBS 产品发起机构的历史静态池数据中逾期 31-60 天的累计逾期率来考察处于存续期中的 RMBS 产品资产池信用质量情况。出于样本量的考虑，本报告抽取了以中国建设银行股份有限公司、中国银行股份有限公司、中国工商银行股份有限公司、上海市公积金管理中心为发起机构且存续期超过 3 个月以上的 RMBS 产品资产池信用表现情况分别进行分析。通过对 RMBS 产品样本观察，可以看出商业银行 RMBS 的 31-60 天累计逾期率总体来看保持较低水平。

图表 11 建元系列-31-60 天累计逾期率（抽样）



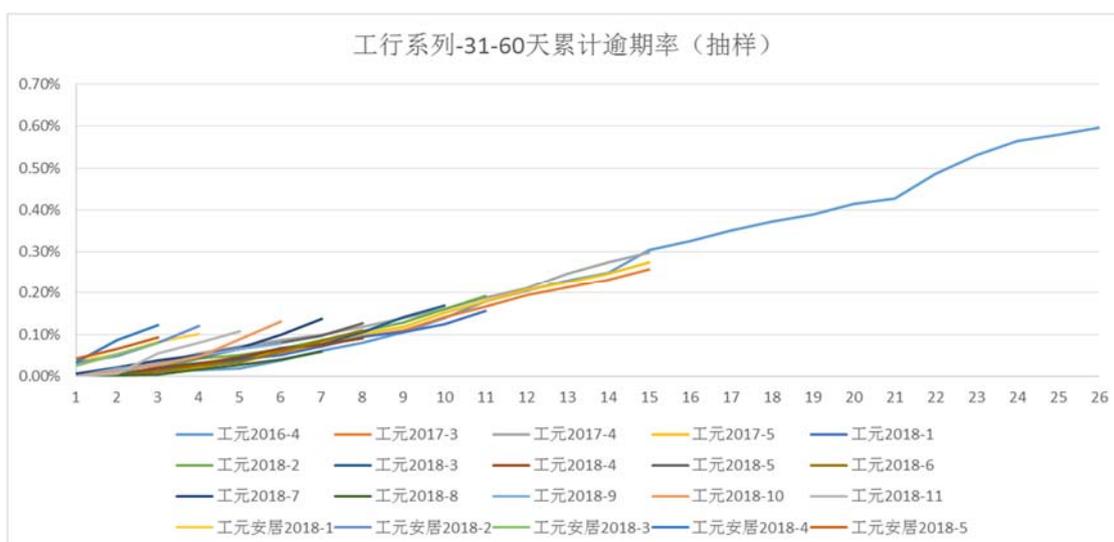
数据来源：Wind，新世纪评级根据相关资料整理。

图表 12 中盈系列-31-60 天累计逾期率（抽样）



数据来源：Wind，新世纪评级根据相关资料整理。

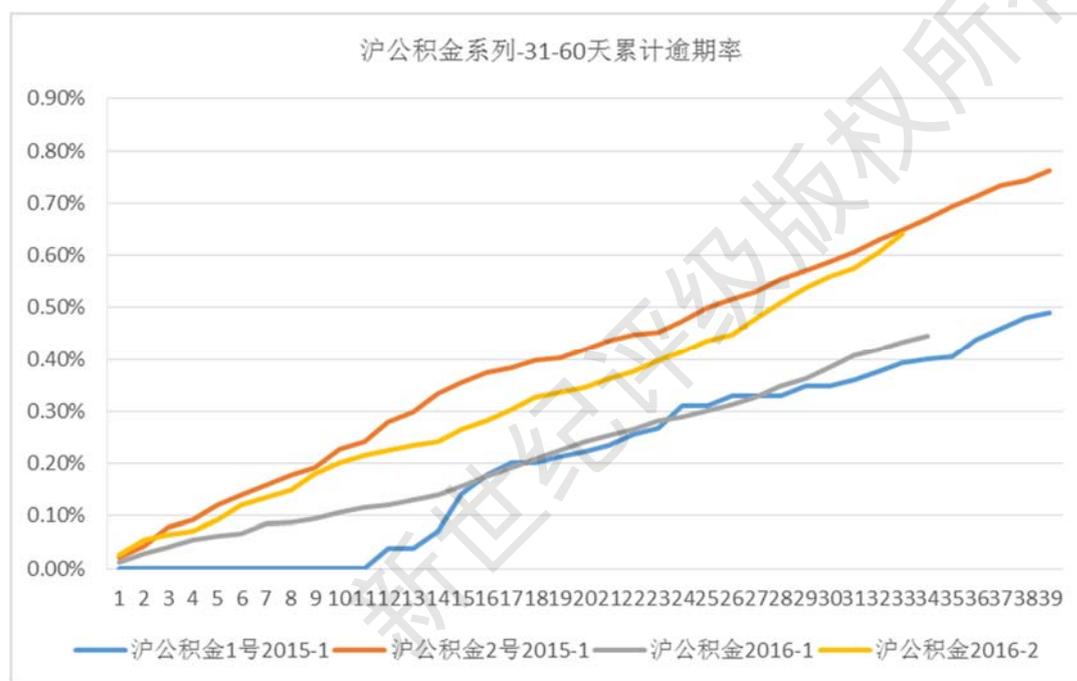
图表 13 工行系列-31-60 天累计逾期率（抽样）



数据来源：Wind，新世纪评级根据相关资料整理。

在已发行的住房公积金 RMBS 产品中，上海市公积金管理中心为发起机构的发行单数最多（4 单），累计发行金额最大（381.22 亿元）。如下图所示，上海市公积金管理中心发起的四单住房公积金 RMBS 产品，截至 2019 年 3 月末，四单产品的表现期均超过 30 个月，31-60 天累计逾期率均在 0.80% 以下，基础资产信用表现极好。其中，沪公积金 2 号 2015-1、沪公积金 2016-1 以及沪公积金 2016-2，入池资产均有上海市住房置业担保有限公司承担连带责任保证担保，借款人将其房产抵押给置业担保作为反担保。

图表 14 沪公积金 RMBS 各单 31-60 天累计逾期率



数据来源：Wind，新世纪评级根据相关资料整理。

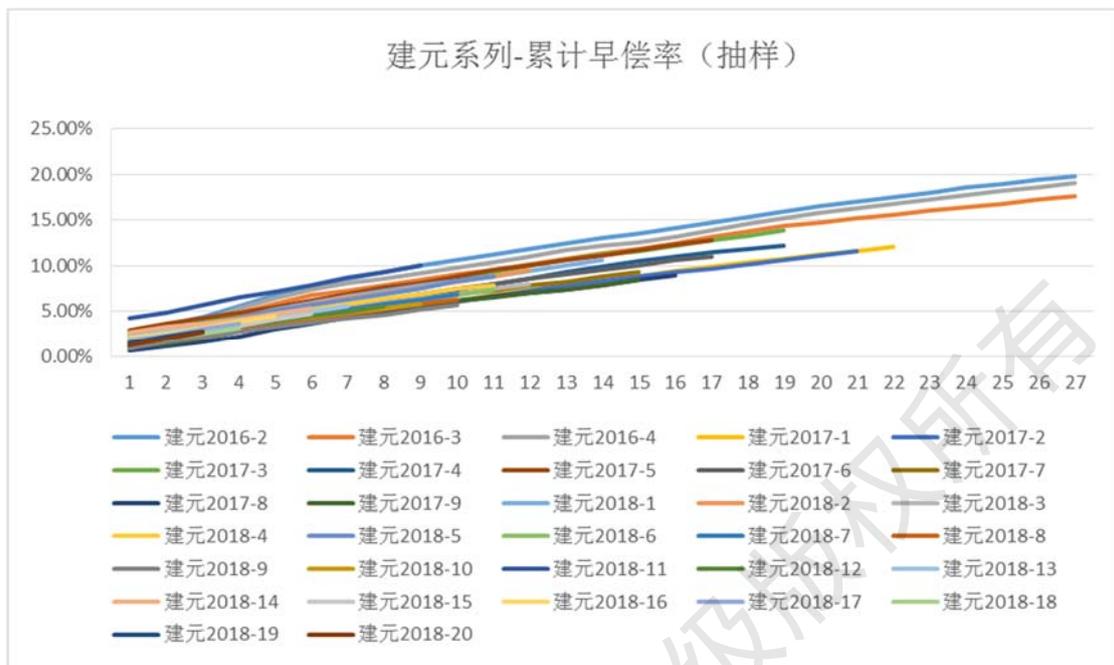
（二）已发行 RMBS 产品的早偿率

房贷的借款人由于各种原因会提前还款。资产端与证券端若形成正利差，早偿率高过预期的话，将消减超额利差对优先级证券的保障程度；资产端与证券端若形成负利差，较高的早偿率可缓解负利差对优先级证券的不利影响。

商业银行贷款一般在前期的 1-3 年会针对早偿行为设置不同程度的手续费，3 年以后通常不会有手续费，这时提前还款的意愿会比之前强。RMBS 产品的底层资产若出现大量的早偿，将缩减产品的超额利差，进而削弱对优先级证券的保障程度。此次抽样的商业银行 RMBS 项目入池资产的年化累计早偿率在 10% 左右，且近年来早偿率的变化相对平稳。

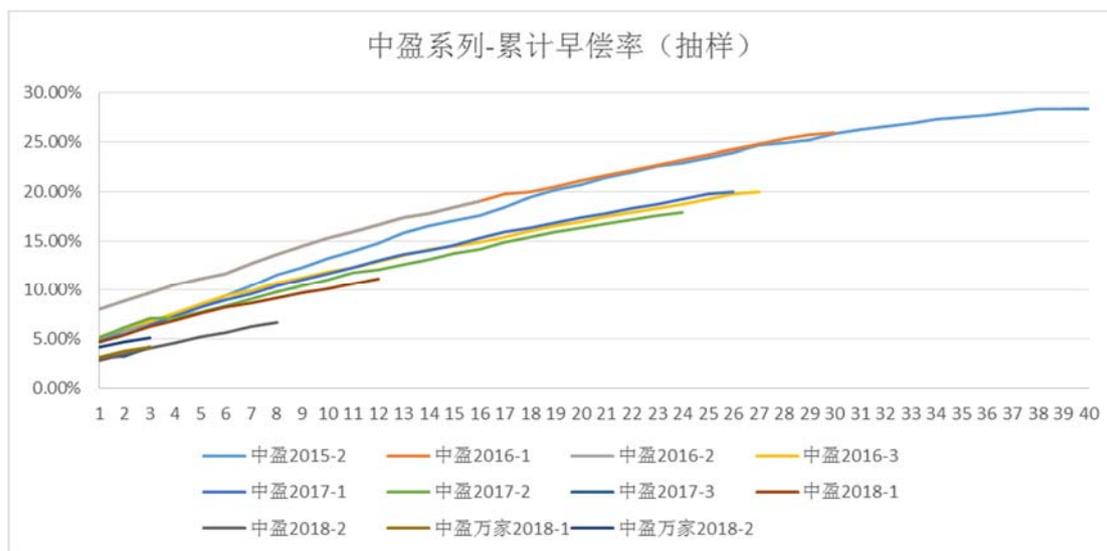
住房公积金贷款由于贷款利率水平更低，相应早偿的意愿也会较低，然而，若是借款人仅为纯公积金借款者，房贷负债水平较低，若有置换改善性住房的需求，很大程度上会加大其早偿意愿。

图表 15 建元系列-累计早偿率



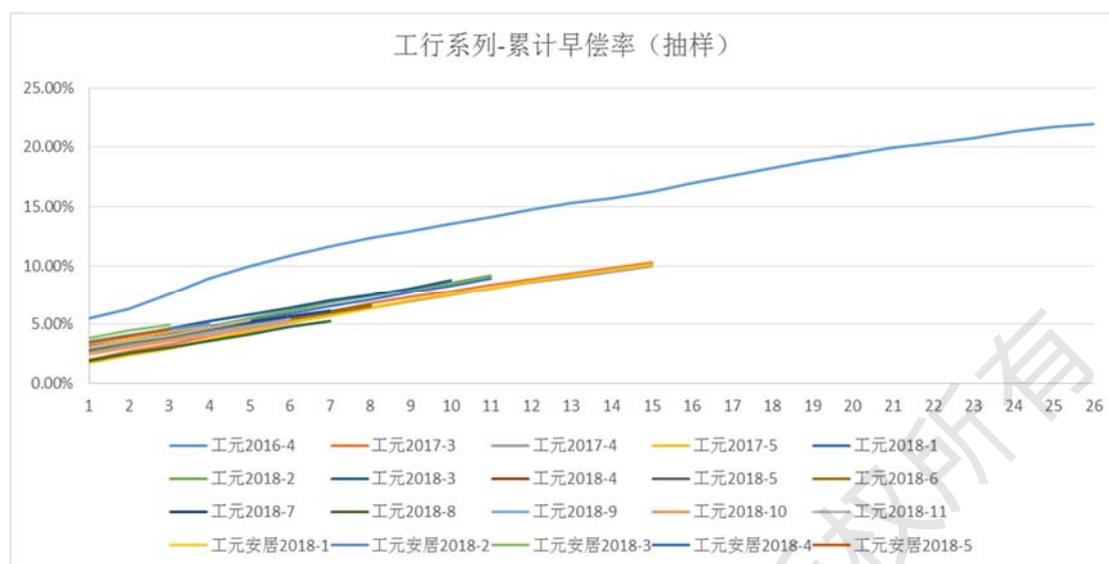
数据来源：Wind，新世纪评级根据相关资料整理。

图表 16 中盈系列-累计早偿率



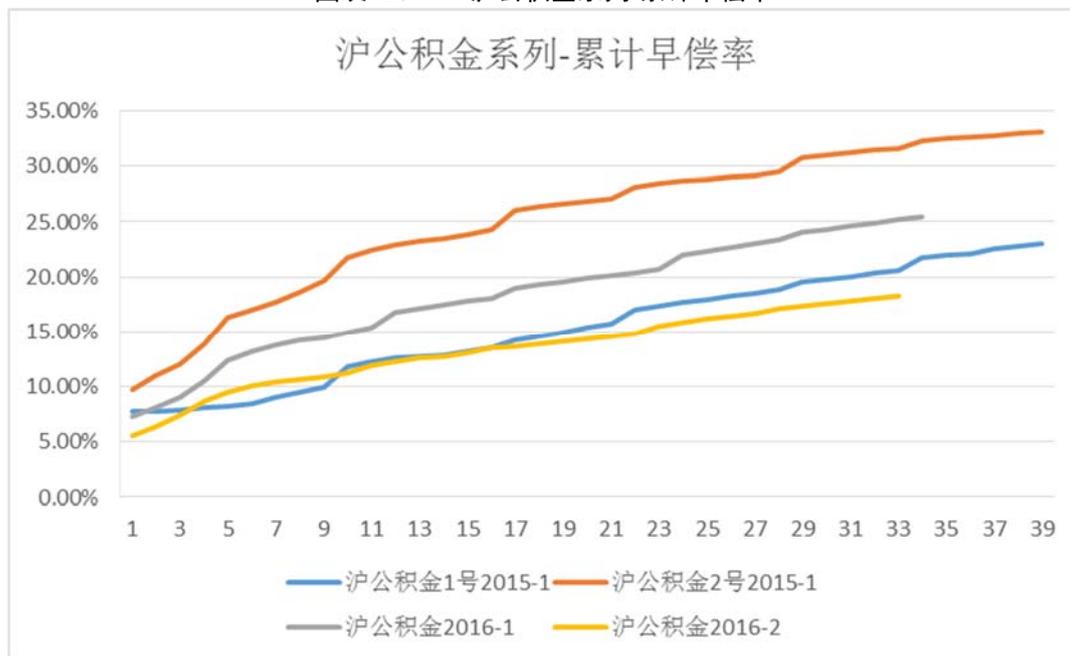
数据来源：Wind，新世纪评级根据相关资料整理。

图表 17 工行系列-累计早偿率



数据来源：Wind，新世纪评级根据相关资料整理。

图表 18 沪公积金系列-累计早偿率



数据来源: Wind, 新世纪评级根据相关资料整理

四、总结与展望

尽管 2019 年宏观经济下行压力持续加大, 居民的可支配收入增速将进一步放缓, 房贷的偿付压力会有所上升, 加之受房地产调控政策的影响, 部分地区的房价面临一定程度上下行的压力, 抵押物的流动性下降, 抵押物对风险敞口的保障程度将受之影响, 但是, 凭着 RMBS 产品的基础资产有着分散性高、同质化程度高, 账龄长, 剩余期限长、初始抵押率低和不良率低的特点, 且存续期内, 各单已发行 RMBS 产品的基础资产信用表现良好, RMBS 发行时依然呈现出信用评级高和发行利率低等特点。

免责声明：

本报告为新世纪评级基于公开及合法获取的信息进行分析所得的研究成果，版权归新世纪评级所有，新世纪评级保留一切与此相关的权利。未经许可，任何机构和个人不得以任何方式制作本报告任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用本报告。经过授权的引用或转载，需注明出处为新世纪评级，且不得对内容进行有悖原意的引用、删节和修改。如未经新世纪评级授权进行私自转载或者转发，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担，新世纪评级将保留随时追究其法律责任的权利。

本报告的观点、结论和建议仅供参考，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，对任何因直接或间接使用本报告内容或者据此进行投资所造成的一切后果或损失新世纪评级不承担任何法律责任。