

特别评论

2023年3月

目录

| | |
|----|----|
| 要点 | 1 |
| 正文 | 2 |
| 结论 | 13 |

联络人

作者

结构融资一部

吕博 010-66428877-625

blv@ccxi.com.cn

张韦晗 010-66428877-265

whzhang@ccxi.com.cn

李彦君 010-66428877-596

yjli01@ccxi.com.cn

其他联络人

副总裁

邓大为 010-66428877

dwdeng@ccxi.com.cn

结构融资一部 评级总监

王立 010-66428877-523

lwang03@ccxi.com.cn

个人住房抵押贷款证券化

受宏观经济下行和房地产市场低迷影响，RMBS 发行动力不足，“停贷”事件未对基础资产累计违约率产生明显影响，早偿率目前仍在合理区间，短期需关注早偿率波动情况

——个人住房抵押贷款证券化 2023 年度展望

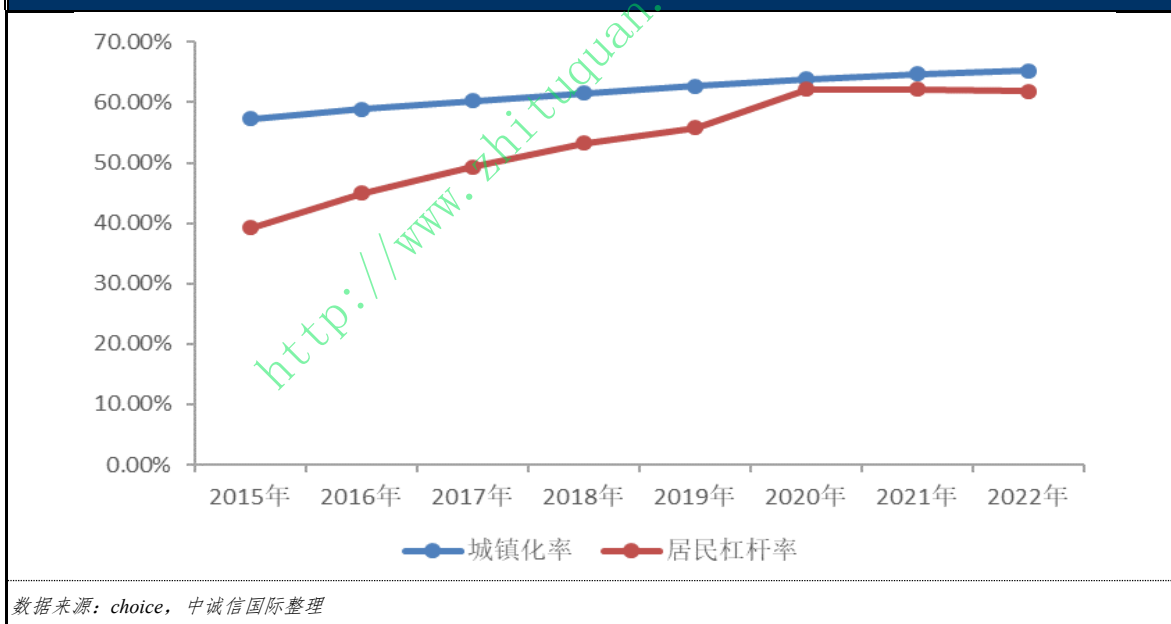
要点：

- **宏观政策方面**，2022 年，我国房地产市场表现低迷，个人住房贷款增速加速下探，当年新增个人住房贷款占当年新增总贷款的比例下降。2023 年，为防范房地产市场风险进一步扩大并向金融市场传导，2022 年稳定房地产市场的政策持续加码，确保房地产市场平稳发展；
- **产品发行方面**，2022 年，受房地产市场低迷以及个人住房贷款增速下滑的影响，RMBS 产品发行基本停滞，全年仅一季度发行 3 单产品，发行规模合计 245.41 亿元；
- **二级市场方面**，2022 年末，RMBS 产品存量规模为 10,744.25 亿元，受当年发行下降影响同比减少 21.23%；2022 年，RMBS 产品二级交易量为 4,816.50 亿元，同比减少 20.28%；但 RMBS 产品仍是信贷资产证券化二级市场的重要组成部分和主要交易对象；
- **存续期表现方面**：
 - 逾期率方面，2022 年 RMBS 产品基础资产逾期率有所增加且迁徙率有所上升；
 - 违约率方面，截至 2022 年末，各年度发行的 RMBS 产品的整体累计违约率仍处于较低水平，各类型发起机构所发起的产品基础资产违约率表现分化较大，“停贷”事件对存续期违约表现影响有限；
 - 早偿率来看，RMBS 产品基础资产早偿率处于相对较高水平，近年来基本在 10% 上下波动。2022 年，受宏观经济和货币政策等因素的影响，RMBS 产品基础资产早偿率呈先上升后下降态势。
- 短期内 RMBS 产品发行将受到房地产市场景气度和信心的恢复情况影响；长期来看，RMBS 作为商业银行盘活存量资产、健全金融稳定长效机制的重要手段之一，仍是信贷资产证券化市场的重要构成。2023 年初，个人住房抵押贷款市场出现“提前还贷潮”，但目前尚未在 RMBS 产品早偿率中体现，短期需持续关注早偿率波动情况，长期需关注经济增速持续放缓、居民杠杆率高企对基础资产和证券端信用表现的影响。

2022年，我国房地产市场表现低迷，个人住房贷款增速加速下探，当年新增个人住房贷款占当年新增总贷款的比例下降。2023年，为防范房地产市场风险进一步扩大并向金融市场传导，稳定房地产市场政策持续加码，确保房地产市场平稳发展

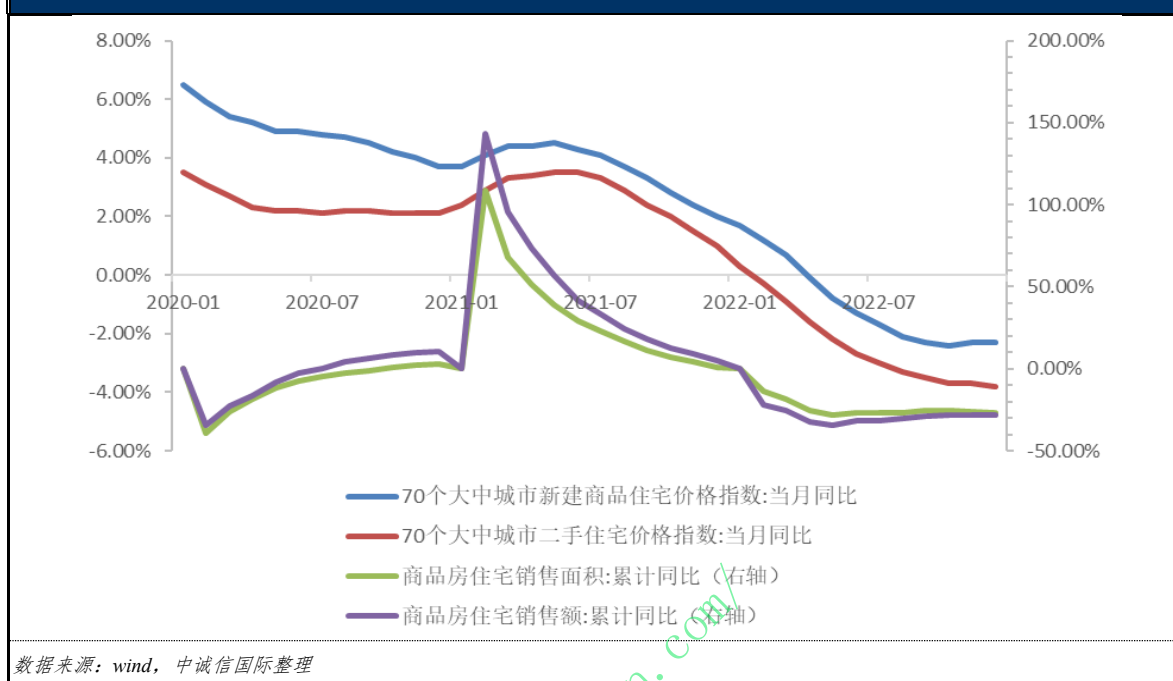
近年来，随着宏观经济发展，我国城镇化率水平逐步提高，2017年我国城镇化率突破60%并保持稳步增长态势，2022年我国城镇化率超过65%，但相比发达国家仍有一定增长空间。在推进城镇化的进程中房地产市场获得了蓬勃发展并带动了房价的快速上涨，同时个人住房贷款规模和居民杠杆率水平也随之快速攀升。为了抑制房价不断上涨的势头，谨防房地产金融风险，2016年末，我国首次提出“房住不炒”的定位，并在后续几年陆续推出了多项调控措施，在宏观政策调控的背景下我国居民杠杆率增速明显放缓，2020年以来保持相对平稳并略有下降。截至2022年末，我国居民杠杆率为61.9%，居民债务压力仍然较大。鉴于我国城市化进程已经取得阶段性成果、房价和居民杠杆率维持高位等因素，在我国经济发展正在由高速发展向高质量发展转变的背景下，维持房地产市场的平稳健康发展变得尤为重要。

图1：2015~2022年我国城镇化率和居民杠杆率



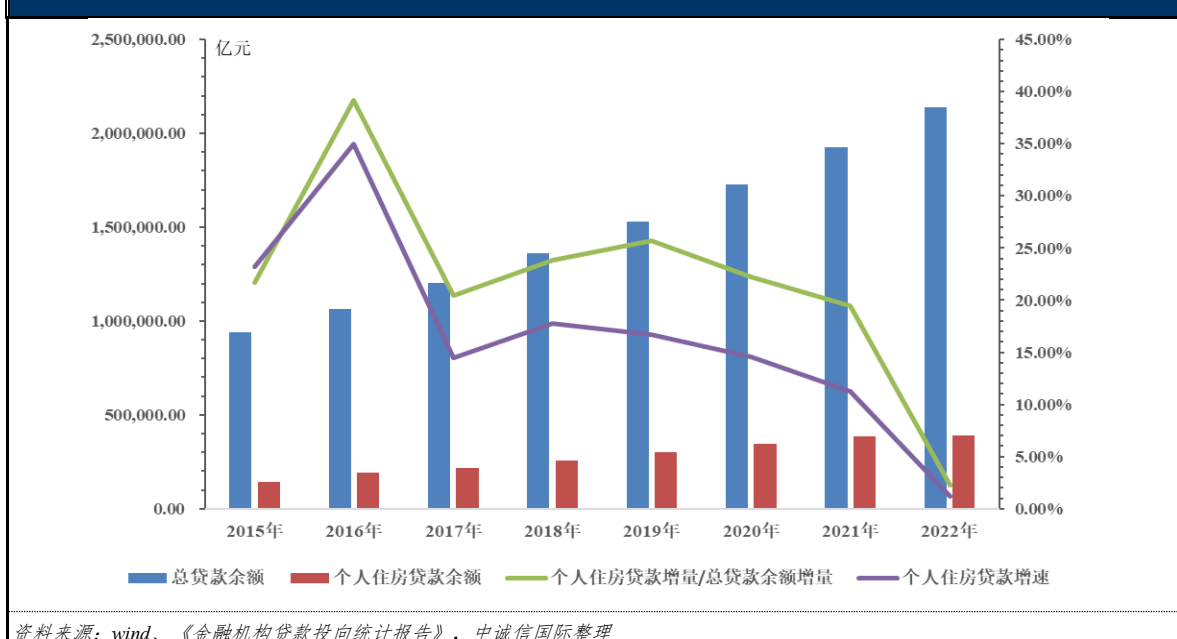
2022年，房地产市场整体表现低迷，全年商品房住宅销售额累计11.67万亿元，同比下滑28.26%。房地产市场的下行一方面受宏观政策调控的影响，另一方面也与当前的经济环境和需求降低有关。从宏观经济层面来看，受累于三年疫情以及国际环境复杂严峻等因素的影响，2022年我国经济增长乏力，经济下行压力加大，居民对未来收入预期较为悲观，因而购房消费动力和信心不足。从需求端来看，2022年我国人口自然增长率由正转负，且人口老龄化程度逐渐加深，2022年我国60岁及以上人口比例为19.80%，长期来看人口负增长及老龄化问题将会削减购房需求。在购房动力和总体需求均减弱的背景下，购房消费受到明显抑制。

图2：2020年以来我国住宅市场行情



个人住房贷款方面，2017年以来，随着我国陆续推出多项调控政策，个人住房贷款增速下滑开始显现，2022年，叠加房地产市场表现低迷等因素，个人住房贷款增速快速下滑，截至2022年末，我国个人住房贷款余额为38.80万亿元，增速较上年下降10.1个百分点至1.2%。从金融机构整体信贷业务层面来看，截至2022年末，我国金融机构总贷款余额为213.99万亿元，增速同比上年微跌0.5个百分点至11.1%，个人住房贷款余额占总贷款余额的比例较上年下降1.8个百分点至18.1%。从增量来看，2022年个人住房贷款增量对总贷款增量的贡献较低，新增个人住房贷款占当期新增总贷款的比例相比上一年同期下降17.2个百分点至2.3%。

图3：2015~2021年中国金融机构总贷款余额与个人住房贷款情况



宏观政策方面，2021年下半年在持续的政策施压下部分房地产企业发生了流动性风险，2021年四季度开始调控政策有所放松，中央经济工作会议指出因城施策促进房地产良性循环和健康发展，2022年以来稳定房地产市场的政策持续加码，本轮紧缩的房地产政策迎来转换。促使本轮房地产政策放松的主要因素包括2022年房地产行业持续下行、房地产企业信用风险持续发酵以及个人住房贷款增速快速下滑等。随着流动性困难房企的停工或烂尾楼盘增多，2022年7月，全国多个城市爆发“停贷”风波，为防范房地产市场风险的进一步扩大并向金融市场传导，监管部门陆续推出多项“保交楼、稳民生”政策，2022年8月，住建部、财政部及央行提出通过政策性银行专项借款方式支持已售逾期难交付的住宅项目建设交付，2022年11月，央行和银保监会以“金融16条”为开端先后推出稳地产“三支箭”，在信贷、债券、股权融资方面助力房地产企业恢复融资渠道。在贷款利率端，2022年与个人住房贷款利率最为相关的5年期以上LPR迎来三连降，分别于1月、5月和8月下调5BP、15BP和15BP，累计降幅35BP至4.30%，除此之外，2023年1月，央行、银保监会发布通知，决定建立首套住房贷款利率政策动态调整机制，新建商品住宅销售价格环比和同比连续3个月均下降的城市，可阶段性维持、下调或取消当地首套住房贷款利率政策下限。

表1：2022年我国房地产主要政策

| 时间 | 政策 | 内容或影响 |
|---------|--|---|
| 2022.2 | 央行、银保监会《关于保障性租赁住房有关贷款不纳入房地产贷款集中度管理的通知》 | 明确银行业金融机构向持有保障性租赁住房项目认定书的保障性租赁住房项目发放的有关贷款不纳入房地产贷款集中度管理。 |
| 2022.5 | 央行、银保监会《关于调整差别化住房信贷政策有关问题的通知》 | 对于贷款购买普通自住房的居民家庭，首套住房商业性个人住房贷款利率下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率减20个基点，各派出机构按照“因城施策”的原则，自主确定辖区内各城市首套和二套住房商业性个人住房贷款利率加点下限。 |
| 2022.8 | 央行、银保监会：支持开发性政策性银行提供“保交楼”专项借款 | 支持开发性政策性银行提供“保交楼”专项借款。支持国家开发银行、农业发展银行按照有关政策安排和要求，依法合规、高效有序地向经复核备案的借款主体发放“保交楼”专项借款，封闭运行、专款专用，专项用于支持已售逾期难交付住宅项目加快建设交付 |
| 2022.9 | 央行、银保监会《关于阶段性调整差别化住房信贷政策的通知》 | 符合条件的城市政府，可自主决定在2022年底前阶段性维持、下调或取消当地新发放首套住房贷款利率下限。 |
| 2022.11 | 央行、银保监会《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》 | 正式发布金融支持房地产政策16条，涉及房地产开发贷、个人贷款、存量融资展期、信托融资、债券融资、保交楼专项借款、保护个人征信、延长贷款集中制、住房租赁金融等。 |

| | | |
|---------|--------------------------|--|
| 2022.11 | 交易商协会继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具 | 房地产企业债权融资支持工具延期并扩容,明确提出支持包括房地产企业在内的民营企业融资,预计共可支持约 2500 亿元民营企业债权融资。此外,交易商协会在支持方式上增加了直接购买债券的方式,操作的灵活性更强。 |
| 2022.11 | 证监会优化房企股权融资五项措施 | 发布股权融资方面调整优化 5 项措施,允许上市房企以非公开方式再融资,明确指出募集资金可用于偿还债务,将有利于缓解上市房企的流动性压力。 |

资料来源:中诚信国际根据公开资料整理

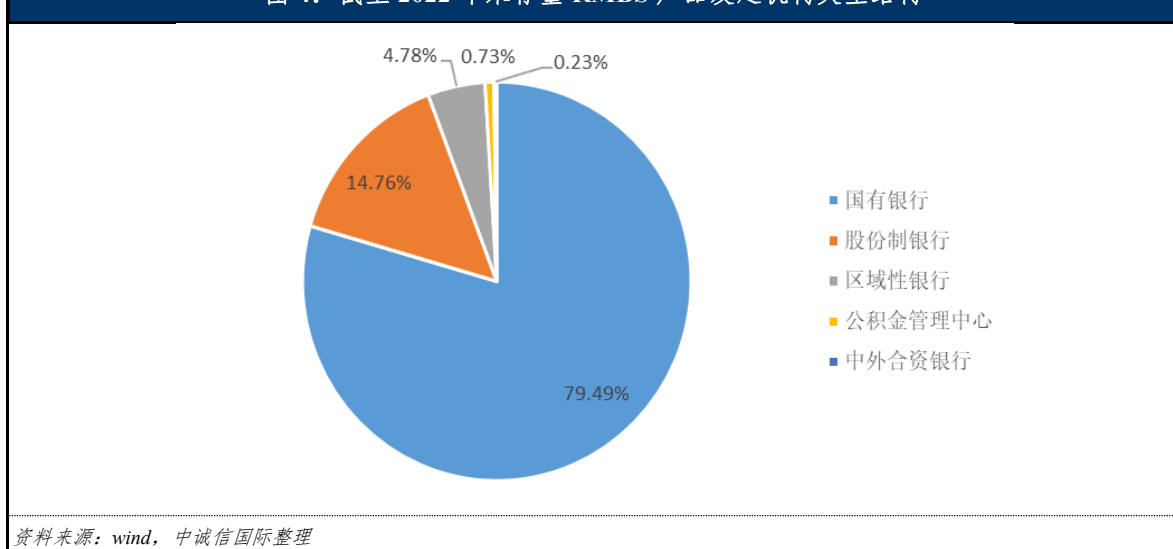
总体来看,2022年,我国房地产市场表现低迷,个人住房贷款增速加速下探,当年新增个人住房贷款占当年新增总贷款的比例亦呈快速下降趋势。为防范房地产市场风险的进一步扩大并向金融市场传导,2022年稳定房地产市场的政策持续加码,确保房地产市场平稳发展,未来仍需对房地产市场的复苏和恢复情况保持关注。

2022年,受房地产市场低迷以及个人住房贷款增速下滑影响,RMBS产品发行动力不足,全年仅有一季度发行产品,但从存量和二级交易量来看,RMBS产品依然是信贷资产证券化市场的重要组成部分和主要交易对象

2022年,RMBS产品发行基本停滞,全年仅在一季度发行3单产品,发行规模合计245.41亿元,发起机构均为国有银行,分别为工商银行、中国银行和邮储银行。个人住房贷款在商业银行贷款结构中占据重要地位,且个人住房贷款的不良率低于其整体不良率水平,因而作为行内优质资产,在个人住房贷款增速下滑的影响下,商业银行发起RMBS产品的动力明显不足。

从存量来看,截至2022年末,RMBS产品的存量规模同比下降21.23%至10,744.25亿元,但在存量信贷资产证券化产品的规模占比中依然排在首位,按发起机构类型划分,国有银行和股份制银行发起的产品存量余额占比分别为79.49%和14.76%,存量RMBS产品以全国性展业的国有银行和股份制银行发起的产品为主,对应基础资产的分散程度相对较高。

图 4: 截至 2022 年末存量 RMBS 产品发起机构类型结构



二级市场方面，2022年，RMBS产品二级交易量为4,816.50亿元，同比下降20.28%，交易笔数2,112笔，笔均金额2.28亿元，换手率为39.51%。虽然RMBS产品交易量相较于上年有所降低，但依然是本年度信贷资产证券化产品中最主要的交易对象，其交易笔数和交易金额分别占信贷资产证券化产品总交易量的69.38%和77.94%。

表2: 2019~2022年RMBS产品二级市场交易情况

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 一级发行量（亿元） | 4,991.49 | 4,243.86 | 4,993.00 | 245.41 |
| 二级交易量（亿元） | 3,338.36 | 2,997.30 | 6,042.05 | 4,816.50 |
| 产品存量（亿元） | 10,385.76 | 11,964.91 | 13,639.79 | 10,744.25 |
| 交易笔数（笔） | 539 | 769 | 1,613 | 2,112 |
| 笔均金额（亿元） | 6.19 | 3.90 | 3.75 | 2.28 |
| 换手率 ¹ | 37.38% | 26.82% | 47.19% | 39.51% |

资料来源: wind, 中诚信国际整理

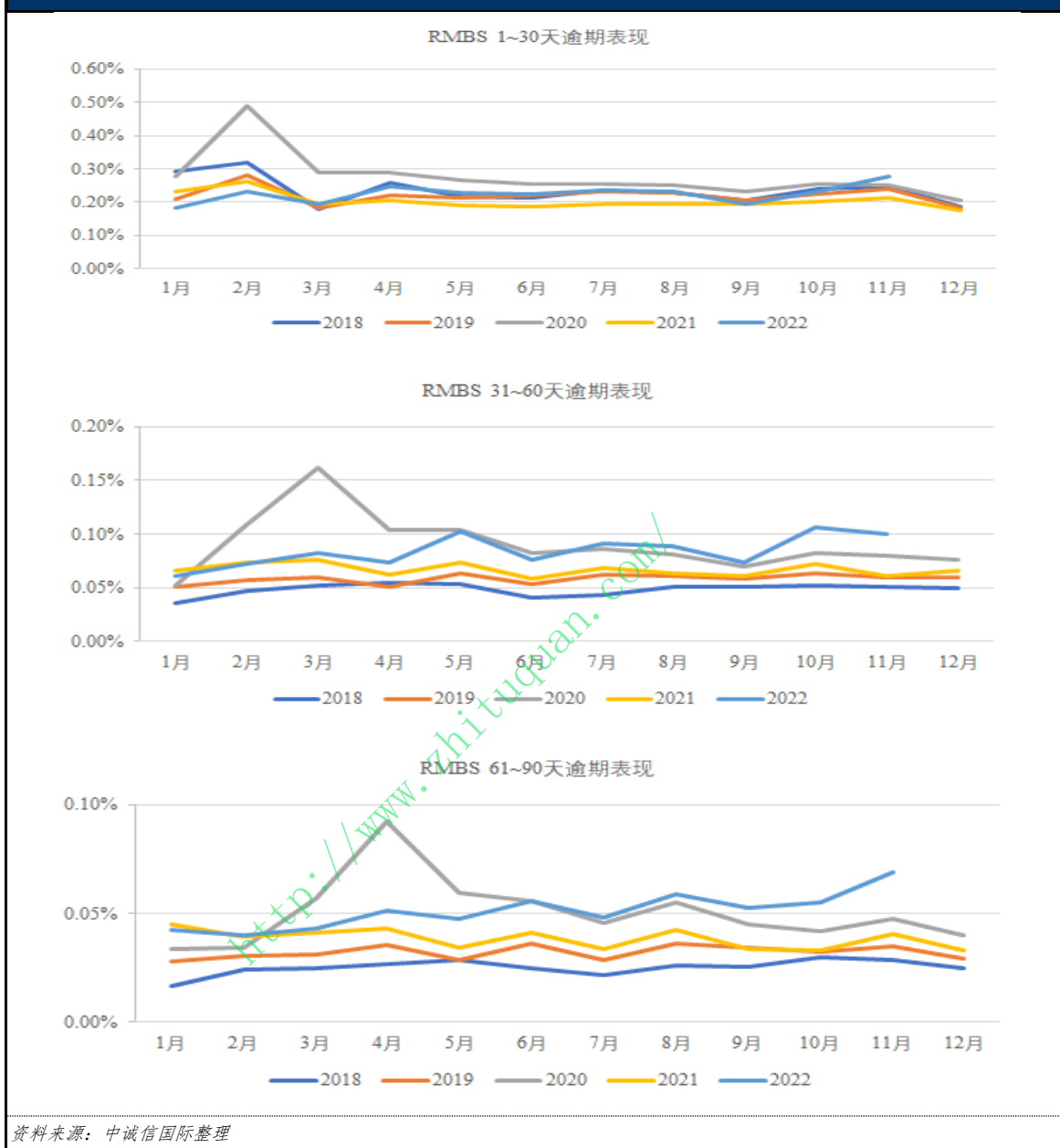
总体来看，2022年，受房地产市场低迷以及个人住房贷款增速下滑的影响，RMBS产品发行基本停滞，但从存量和二级交易量来看，RMBS产品依然是信贷资产证券化市场的重要组成部分和主要交易对象。

2022年，RMBS产品基础资产逾期率有所增加且迁徙率有所上升；各年度发行产品的整体累计违约率仍处于较低水平，各类型发起机构所发起产品的累计违约率表现分化较大，“停贷”事件对存续期违约表现影响有限；受宏观经济和货币政策等因素的影响，早偿率呈先上升后下降态势

逾期率和违约率

从存续产品的逾期率表现来看，受多点散发的疫情冲击和经济增长乏力等因素的影响，2022年RMBS产品基础资产逾期率有所增加且迁徙率有所上升。具体来看，1~30天的逾期率除1~2月外，全年大部分时间逾期率均高于上年同期水平，且在11月受到国内疫情防控政策“全面开放”的扰动下达到高峰0.276%；31~60天、61~90天的逾期率全年分别处于0.060%~0.106%、0.040%~0.069%高位波动，尤其是下半年受到疫情“多点散发”影响，31~60天、61~90天的逾期率持续高于往年同期水平，迁徙率有所上升，31~60天逾期率于10月出现峰值，61~90天逾期率随即在11月出现峰值。

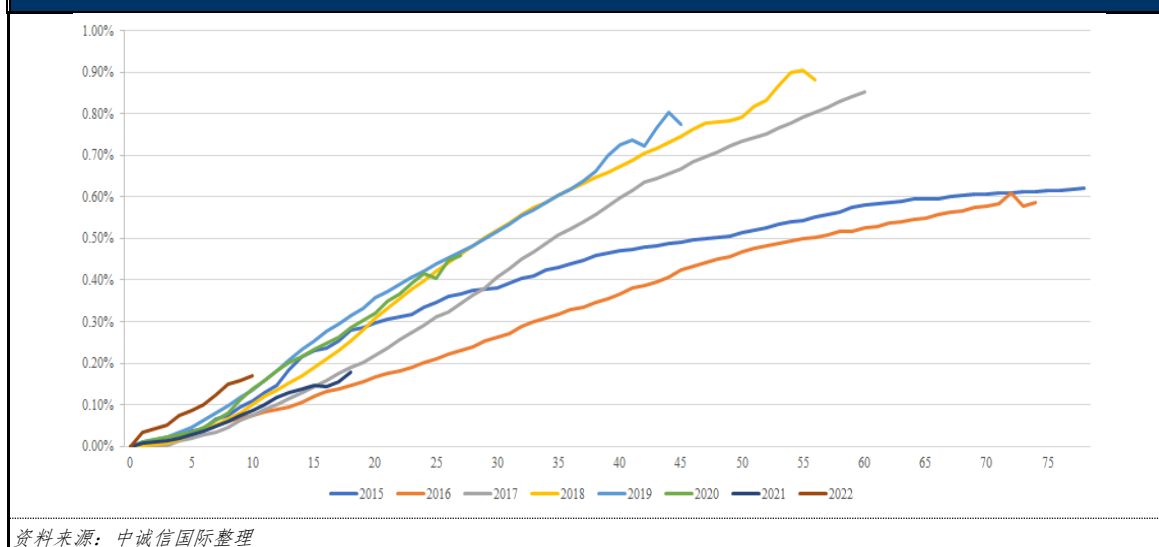
¹ 换手率=当年二级交易量/[(年初产品存量+年末产品存量)/2]

图 5: RMBS 产品基础资产逾期率情况²

从存续产品累计违约率情况来看,截至 2022 年末,各年度发行的 RMBS 产品基础资产累计违约率³整体均低于 1.00%,仍处于较低水平,资产信用质量较高。其中,2015 年及 2016 年发行的产品因存续时间较长,累计违约率表现趋于稳定;2017~2021 年发行的产品累计违约率相较于 2015 及 2016 年发行的产品整体增速有所上升且趋势趋同;2022 年发行的产品累计违约率整体略高于往年同期水平,但受制于短期宏观经济扰动及当年发行产品较少等原因,后续表现仍有待观测。

² 本节各项统计数据中,均不包含“企富 2015-1”和“武汉公积金 2016-1”产品

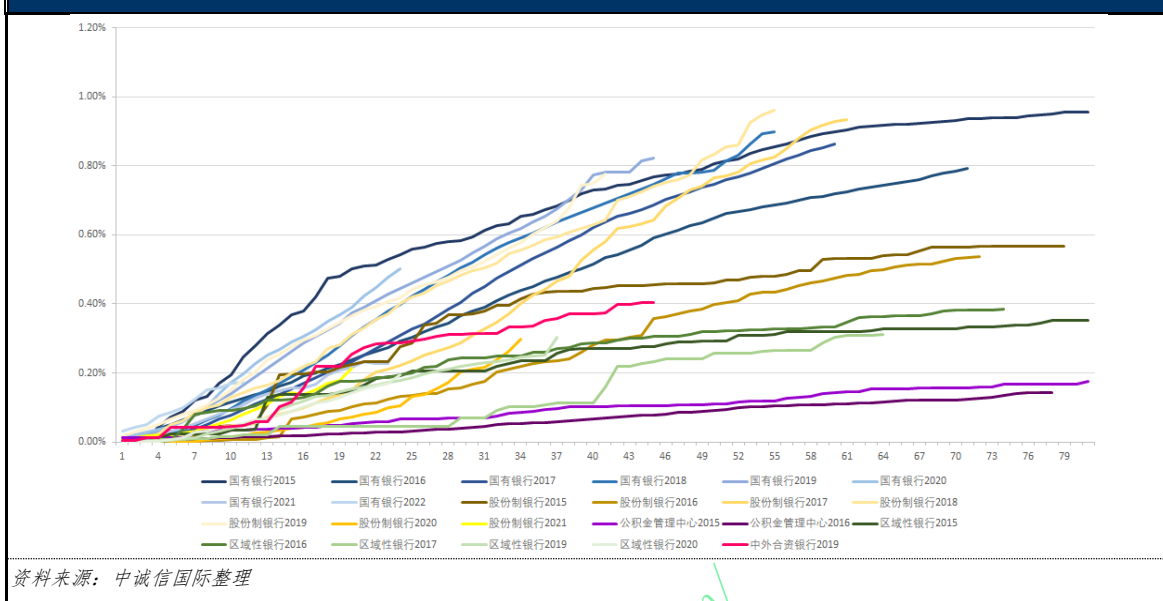
³ 累计违约率=∑各产品发行后各期的违约金额/∑各产品初始起算日的资产池余额;违约贷款的定义包含“拖欠超过 90 天的抵押贷款”或“拖欠超过 180 天的抵押贷款”,本图未做区分,下同。

图 6：截至 2022 年末各年度发行的 RMBS 产品累计违约率表现⁴

从不同类型发起机构发起的 RMBS 产品表现来看，截至 2022 年末，各类型发起机构所发起的产品基础资产违约率表现分化较大。其中，公积金管理中心发起的 RMBS 产品累计违约率表现最优，区域性银行次之，国有银行和股份制银行表现相对较差。具体来看，截至 2022 年末，国有银行作为最主要的发起机构，发起产品数量最多，共发起 RMBS 产品 175 单，存续 12 期以上产品平均累计违约率为 0.65%，最高为 2.16%；股份制银行共发起 RMBS 产品 66 单，发起产品数量较多，存续 12 期以上产品平均累计违约率为 0.45%，最高为 1.75%；区域性银行和中外合资银行共发起 41 单产品，存续 12 期以上产品平均累计违约率为 0.25%，最高为 1.59%；住房公积金管理中心仅在 2015 和 2016 年共发起 7 单产品，存续 12 期以上产品平均累计违约率为 0.13%，最高为 0.24%，由于公积金中心的放贷标准更为严格，因此借款人信用质量更优，整体表现最好。

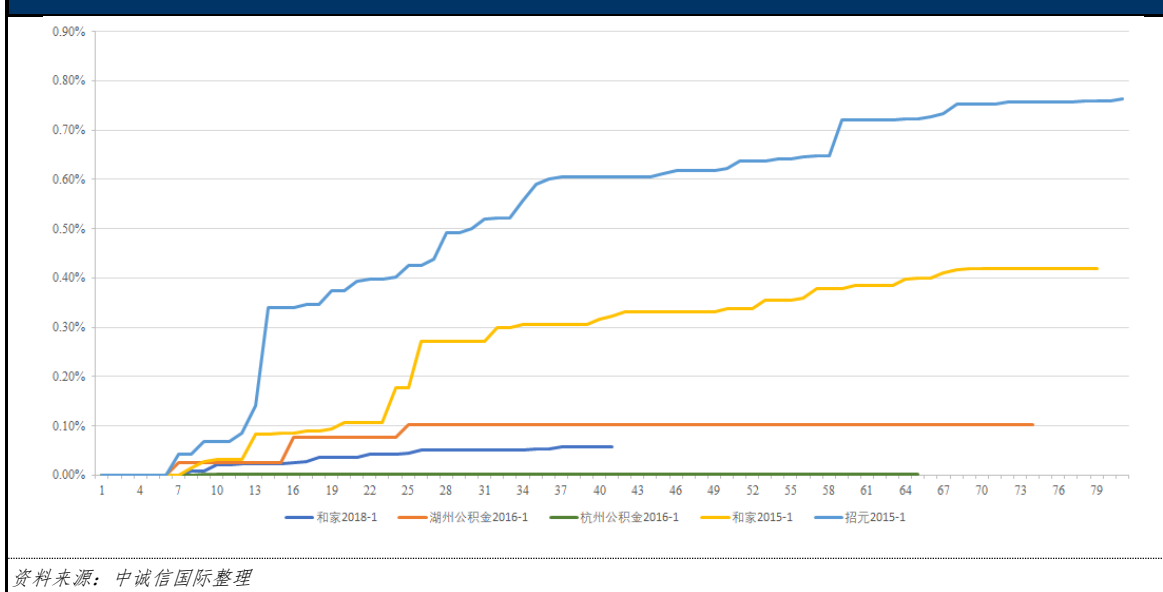
⁴ 本图中部分年度发行产品累计违约率表现出现尾部下降系受不同产品存续期数差异的影响导致尾部可观测样本数量降低所致，其中影响较大的观测期未展示。

图 7：截至 2022 年末不同类型机构发起的 RMBS 产品累计违约率表现



截至 2022 年末，共有 5 单产品清算结束。其中，2022 年有 3 单产品以清仓回购的方式结束，均由招商银行发起，分别为“招元 2015-1”、“和家 2015-1”和“和家 2018-1”。在发生清仓回购时，“招元 2015-1”、“和家 2015-1”和“和家 2018-1”的资产池本金余额占其初始资产池本金余额分别为 2.72%、6.05%和 9.29%，产品存续期分别为 85 期、79 期和 41 期，累计违约率分别为 0.76%、0.42%和 0.06%，其中，由于“和家 2018-1”的初始入池资产具有更短的加权平均剩余期限和更低的 LTV，有助于降低借款人的违约意愿，因而其累计违约率相对更低。另外两单已清算产品分别为“杭州公积金 2016-1”和“湖州公积金 2016-1”，得益于公积金中心严格的内部审批管理流程和较高的资产质量，其清算时的累计违约率分别为 0.001%和 0.10%，整体均处于较低水平。

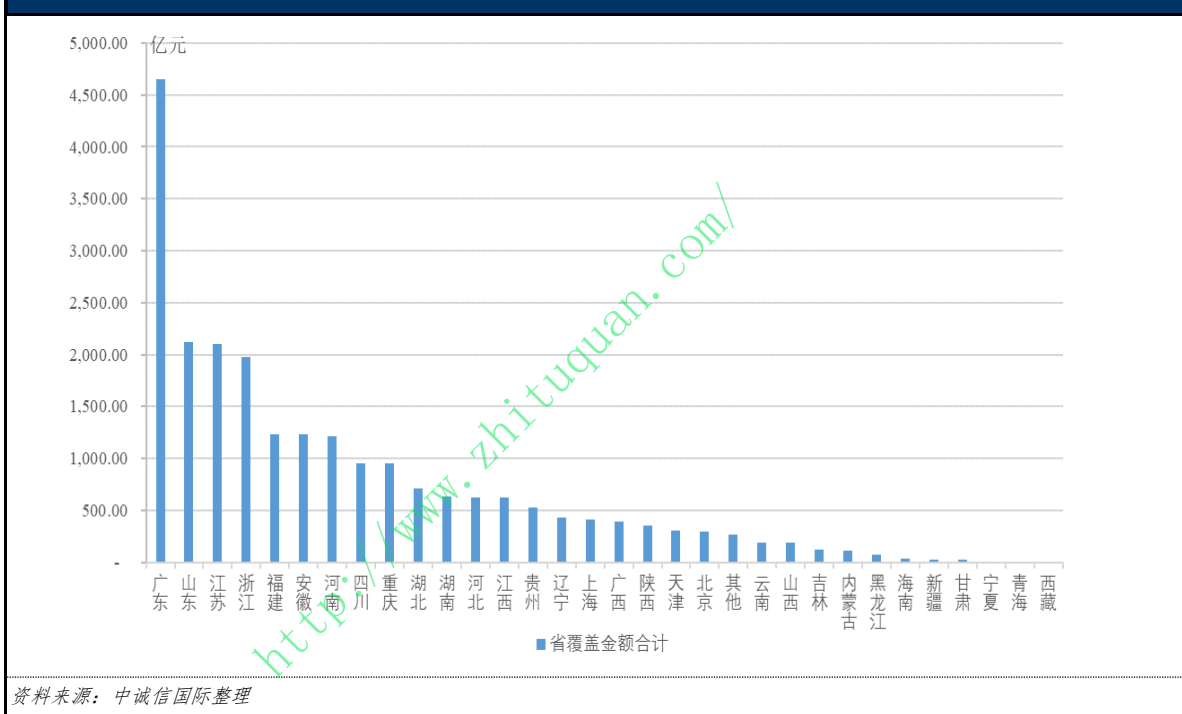
图 8：截至 2022 年末已清算的 RMBS 产品累计违约率表现



2022 年 7 月，受部分流动性困难房企的期房项目停工的影响，国内部分地区爆发“停贷”事

件，根据市场公开信息，“停贷”集中爆发的风险地区主要为河南、湖南、湖北、陕西和河北，但整体来看，“停贷”事件对于 RMBS 产品基础资产违约率的影响有限。根据存续产品基础资产抵押物地区分布来看，区域分布较为分散。同时，按照覆盖金额统计，排名前五的地区分别为广东省、山东省、江苏省、浙江省和福建省，均未出现大规模的“停贷”事件。且存续的 RMBS 产品中，抵押物区域集中分布于风险地区的产品的累计违约率增长趋势均未受到较大影响。随着房地产行业风险逐步释放，稳定房地产市场的政策持续加码，未来房贷市场的整体信用表现有望逐步企稳。

图 9：RMBS 产品基础资产抵押物地区分布



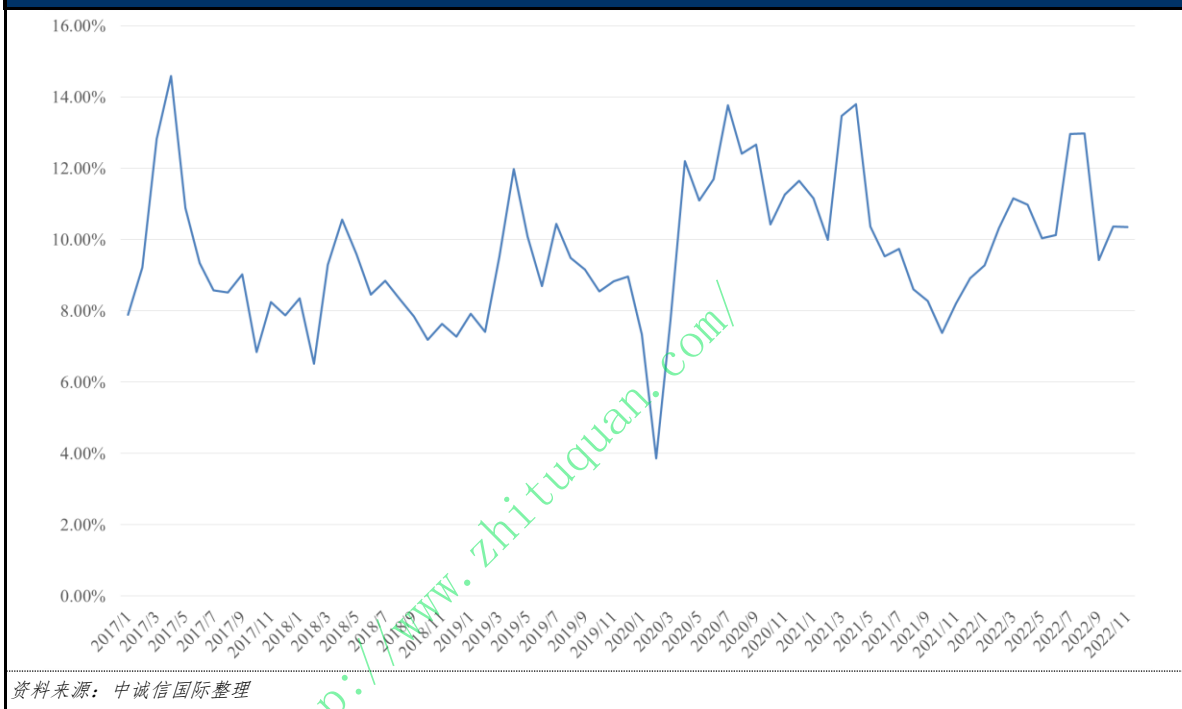
早偿率

RMBS 产品的早偿率⁵近年来基本在 10% 上下波动。总体来看，2017~2021 年，RMBS 产品的早偿率表现与房地产市场的活跃程度具有一定的相关性，2022 年在房地产市场呈持续低迷状态的背景下，受宏观经济、货币政策等因素的影响，RMBS 产品的早偿率呈现先上升后下降态势。2017~2019 年，房地产市场调控政策的出台，房地产市场活跃度受到一定抑制，RMBS 产品的早偿率下降至 8% 上下波动。2020 年，受到新冠疫情影响，RMBS 产品的早偿率于当年 2 月降至近年来低点 3.84%，之后随着疫情得到有效控制以及房地产市场的回暖，RMBS 产品的早偿率也逐步回升至 10% 以上区间。2021 年，RMBS 产品的早偿率呈前高后低走势，2021 年 5 月之后受房地产行业调整以及房贷政策收紧等因素影响，RMBS 早偿率开始下行。2022 年，5 年期以上 LPR 经历了三次下调至 4.30%，部分地区下调当地首套住房贷款利率政策下限，新发放首套房贷款利率与存量房贷利率利差扩大，成为居民提前还款动机之一；《2022 年金融统计数据报告》显示，全年人民币存款增加 26.26 万亿元，同比多增 6.59 万亿元，疫

⁵ 早偿率 = $\frac{\sum \text{各产品存续期各月的早偿金额}}{\sum \text{各产品当月初的资产池余额}}$ ，已年化处理，其中存续期首期早偿率未计入早偿率统计。

情以来，居民风险偏好下降，以存款偿还房贷意愿可能增强，以上因素或促使早偿率上升；另一方面 2022 年 9 月起，全国多个二、三线城市降低二套住房首付比例，购买二套住房门槛降低，该政策一定程度上抑制了居民提前偿还房贷的意愿。整体来看，2022 年 1~8 月 RMBS 早偿率呈现上升走势，并于 8 月上升至全年高点 12.98%，9~11 月 RMBS 早偿率回落至 10.00% 左右。2022 年 RMBS 产品早偿率虽有所波动，但依然保持在 10% 左右的水平。

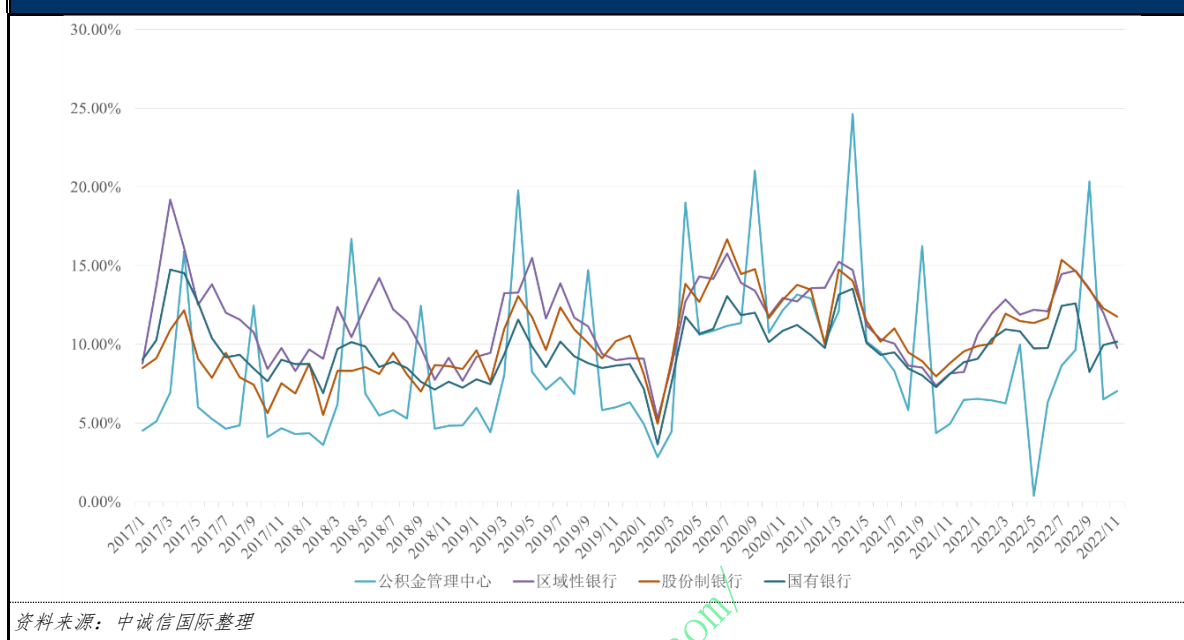
图 10：2017~2022 年 RMBS 产品早偿率表现⁶



从不同类型发起机构发起的 RMBS 早偿率来看，住房公积金管理中心发起产品的早偿率具有更强的周期性，股份制银行发起的 RMBS 早偿率较国有银行偏高。近年来住房公积金管理中心入池资产的早偿率通常在每年 4 月和 9 月各有一次峰值，2022 年 5 月，上海市受到疫情冲击，上海市公积金管理中心入池资产的早偿率受影响较大，且由于当月存续住房公积金 RMBS 主要由上海市公积金管理中心发起，当月住房公积金 RMBS 早偿率降至近年来最低点。2017~2022 年国有银行、股份制银行、区域性银行发起产品的早偿率变化趋势基本趋同，其中股份制银行和区域性银行早偿率平均值分别为 10.38% 和 11.53%，较国有银行的 9.66% 略高。

⁶本节各项统计中，均不包含“武汉公积金 2016-1”产品

图 11：2017~2022 年 RMBS 产品早偿率表现



从国有银行发起的 RMBS 产品早偿率来看，2022 年国有银行发起的 RMBS 产品早偿率普遍偏低，平均为 10.01%。具体来看，发行时间较早的产品早偿率较低。2022 年存续 RMBS 产品中，2019 年及以前发行的产品平均早偿率为 9.53%；2020 年发行的产品平均早偿率为 10.27%；2021 年以后发行的产品平均早偿率为 11.46%。

从区域性银行发起的 RMBS 产品来看，区域性银行发起的 RMBS 地区集中度高，近年来早偿率呈平稳波动态势。各区域性银行发起的 RMBS 产品 2022 年平均早偿率分布在 6.55%~15.58% 之间，东南部地区入池资产单笔平均未偿本金余额较高，更易呈现出高早偿率特点。

表3：区域性银行发起的RMBS产品2022年平均早偿率情况

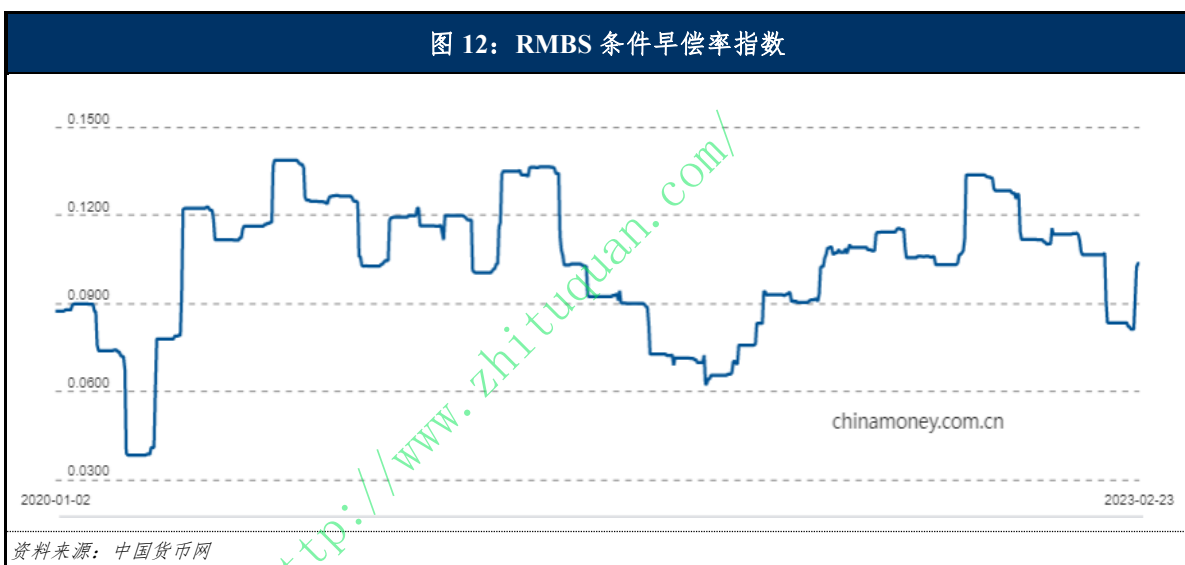
| 发起机构 | 单笔平均未偿本金余额 (元) | 入池资产主要分布 地区 | 2022 年平均早偿率 (%) |
|------------------|-------------------|----------------|-----------------|
| 杭州银行股份有限公司 | 888,450.15 | 杭州市 | 15.58 |
| 南京银行股份有限公司 | 744,953.74 | 南京市、杭州市 | 15.37 |
| 北京银行股份有限公司 | 498,613.78 | 北京市、长沙市 | 15.24 |
| 广东顺德农村商业银行股份有限公司 | 319,477.84 | 佛山市 | 14.14 |
| 汉口银行股份有限公司 | 377,830.74 | 武汉市 | 12.89 |
| 东莞银行股份有限公司 | 349,187.64 | 东莞市 | 12.73 |
| 郑州银行股份有限公司 | 364,236.22 | 郑州市 | 11.94 |
| 江苏常熟农村商业银行股份有限公司 | 310,404.03 | 苏州市 | 11.46 |
| 苏州银行股份有限公司 | 395,414.64 | 苏州市、宿迁市 | 11.32 |
| 成都银行股份有限公司 | 215,508.92 | 成都市 | 10.28 |
| 江苏江南农村商业银行股份有限公司 | 335,486.51 | 常州市 | 9.68 |
| 江苏银行股份有限公司 | 339,679.30 | 无锡市、苏州市 | 9.56 |

| | | | |
|--------------|------------|-----|------|
| 徽商银行股份有限公司 | 225,671.22 | 合肥市 | 9.56 |
| 青岛银行股份有限公司 | 333,070.69 | 青岛市 | 7.53 |
| 重庆三峡银行股份有限公司 | 275,366.41 | 重庆市 | 6.55 |

资料来源：中诚信国际整理

为综合反映 RMBS 市场的基础资产早偿水平，培育 RMBS 利率互换标的指数，全国银行间同业拆借中心于 2021 年 10 月正式发布 RMBS 条件早偿率指数，该指数于每个交易日发布，成分券由境内公开发行且上市流动的个人住房抵押贷款支持证券构成，主要刻画其基础资产池整体条件早偿率变化情况，为投资者提供多元化的表征指标和标的指数。近年来 RMBS 条件早偿率指数在 9.00% 上下波动，2022 年 1~8 月 RMBS 条件早偿率指数呈上升趋势，于 2022 年 8 月达到当年峰值 13.36% 后开始回调。

图 12：RMBS 条件早偿率指数



资料来源：中国货币网

总体来看，2022 年，RMBS 产品基础资产逾期率有所增加且迁徙率有所上升，全年大部分时间逾期率高于疫情前水平；截至 2022 年末，各年度发行的 RMBS 产品的整体累计违约率仍处于较低水平，各类型发起机构所发起的产品基础资产违约率表现分化较大，其中公积金中心发起的产品表现最好，其次为区域性银行，国有大行表现较弱，“停贷”事件对存续期违约表现影响有限；从已清算的产品累计违约率来看，已清算产品的累计违约率表现均处于较低水平；2022 年 RMBS 早偿率呈现先上升后下降态势。不同类型发起机构发起的早偿率走势基本趋同，住房公积金管理中心发起的 RMBS 产品波动性和周期性更强，股份制银行和区域性银行发起的 RMBS 产品的早偿率较国有银行发起的产品早偿率偏高。国有银行发起的 RMBS 产品 2022 年早偿率表现为发行时间较早的产品早偿率较低。区域性银行发行的 RMBS 中，东南部地区入池资产单笔平均未偿本金余额较高，更易呈现出高早偿率特点。

结论

2022 年，受宏观经济下行和房地产市场低迷的影响，RMBS 产品发行基本停滞。房地产是国民经济的支柱产业，针对当前出现的下行风险，国家持续出台一些稳定房地产市场政策，努

力改善行业资产负债情况，引导市场预期和信心回暖。短期内，RMBS 产品发行将受到房地产市场景气度和市场信心的恢复情况影响；长期来看，RMBS 作为商业银行盘活存量资产、健全金融稳定长效机制的重要手段之一，仍是信贷资产证券化市场的重要构成。

2022 年“停贷”事件对 RMBS 产品基础资产信用表现的影响十分有限，RMBS 产品的整体表现依然在合理区间运行，长期需关注经济增速持续放缓、居民杠杆率高企对基础资产和证券端信用表现的影响。与此同时，我们也注意到，2023 年初，个人住房抵押贷款市场出现“提前还贷潮”，但目前尚未在 RMBS 产品早偿率中体现，短期需持续关注早偿率波动情况。

<http://www.zhituquan.com/>

中诚信国际信用评级有限公司和/或其被许可人版权所有。本文件包含的所有信息受法律保护，未经中诚信国际事先书面许可，任何人不得复制、拷贝、重构、转让、传播、转售或进一步扩散，或为上述目的存储本文件包含的信息。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、准确的渠道获得，因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。特别地，中诚信国际对于其准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，中诚信国际不对任何人或任何实体就 a) 中诚信国际或其董事、经理、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中可以控制或不能控制的错误、意外事件或其他情形引起的、或与上述错误、意外事件或其他情形有关的部分或全部损失或损害，或 b) 即使中诚信国际事先被通知该等损失的可能性，任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。中诚信国际对上述信用级别、意见或信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的担保。信息中的评级及其他意见只能作为信息使用者投资决策时考虑的一个因素。相应地，投资者购买、持有、出售证券时应该对每一只证券、每一个发行人、保证人、信用支持人作出自己的研究和评估。

作者

部门

职称

吕 博
张韦晗
李彦君

结构融资一部
结构融资一部
结构融资一部

副总监
分析师
分析师