

特别评论

2023 年 9 月



目录

要点	1
正文	2
声明	5

联络人

作者

结构融资一部

杨 威 010-66428877-361
wyang@ccxi.com.cn

姚源致 010-66428877-204
yzhyao@ccxi.com.cn

其他联络人

结构融资一部 评级总监

王 立 010-66428877-523
lwang03@ccxi.com.cn

降低存量首套房贷利率对 RMBS 产品影响分析

要点:

- 2023 年 8 月 31 日，中国人民银行、国家金融监督管理总局发布《关于降低存量首套住房贷款利率的通知》，推动降低存量住房贷款利率，本次利率降低范围限于首套住房贷款，利率下限为原贷款发放时所在城市贷款利率下限；
- 从对 RMBS 产品影响来看，贷款置换将导致早偿率上升，协商变更利率将导致超额利差下降，但次级与超额抵押对于优先级证券的支持较大，预计超额利差下降对优先级证券影响较小；
- 需要关注超额利差下降对于区域性银行发起的 RMBS 产品表现的影响，以及对于次级证券收益率的影响。



后疫情时代利率下行致使存量房贷利率较高，居民提前还款主动降杠杆；监管部门推动降低存量住房贷款利率，范围限于首套住房贷款，利率下限为原贷款发放时所在城市贷款利率下限

疫情严重影响了居民的就业、收入与消费预期，2023年以来，居民部门主动降杠杆趋势明显；与此同时，为促进经济稳定增长，国内贷款市场报价利率（LPR）持续下行，1年期和5年期LPR分别从2020年初的4.15%和4.80%下行至目前的3.45%和4.20%。因此，目前新增房贷利率已明显低于前几年发放的房贷利率。受此影响，上半年商业银行个人住房贷款早偿率高企，导致多家商业银行半年报显示个人住房贷款规模增速放缓甚至为负。

在此背景下，国内关于调降存量房贷利率的呼声持续高涨。

2023年7月14日，人民银行货币政策司司长邹澜表示，“前些年发放的存量房贷利率仍然处在相对较高的水平上，这与提前还款大幅增加有比较大的关系。将按照市场化、法治化原则，**支持和鼓励**银行与借款人自主协商变更合同约定，或者是新发放贷款置换原来的存量贷款。”

2023年8月4日，国家发改委、财政部、人民银行、税务总局四部门联合召开新闻发布会，提出将“**指导**银行依法有序调整存量个人住房贷款利率”。

2023年8月31日，中国人民银行、国家金融监督管理总局发布《关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知》（以下简称“《通知》”），指出为引导商业性个人住房贷款借贷双方有序调整优化资产负债，规范住房信贷市场秩序，将降低**存量首套住房商业性个人住房贷款利率**。具体来看，降低存量首套住房贷款利率的具体方式包括两种，（1）商业银行**新发放贷款置换存量住房贷款**，（2）**协商变更合同约定的利率水平**。具体调整后的贷款利率水平由金融机构与借款人**自主协商确定**，但在LPR上的加点幅度，应不低于**原贷款发放时所在城市首套住房商业性个人住房贷款利率政策下限**。

贷款置换将导致早偿率上升，协商变更利率将导致超额利差下降，但次级与超额抵押对优先级证券的支持较大，预计超额利差下降对优先级证券影响较小；需关注超额利差下降对于区域性银行发起的RMBS产品及对于次级证券的影响

RMBS产品作为商业银行发起的以个人住房抵押贷款作为基础资产的证券化产品，一直是信贷ABS市场的重要组成部分。虽然2022年以来RMBS产品发行量骤减，但产品存量规模较大且存续期限较长，截至2023年6月末，RMBS存量规模9,222.42亿元，占信贷ABS总存量规模的73.77%。存量房贷利率调整政策的实施，将直接影响着RMBS产品未来的偿付表现。

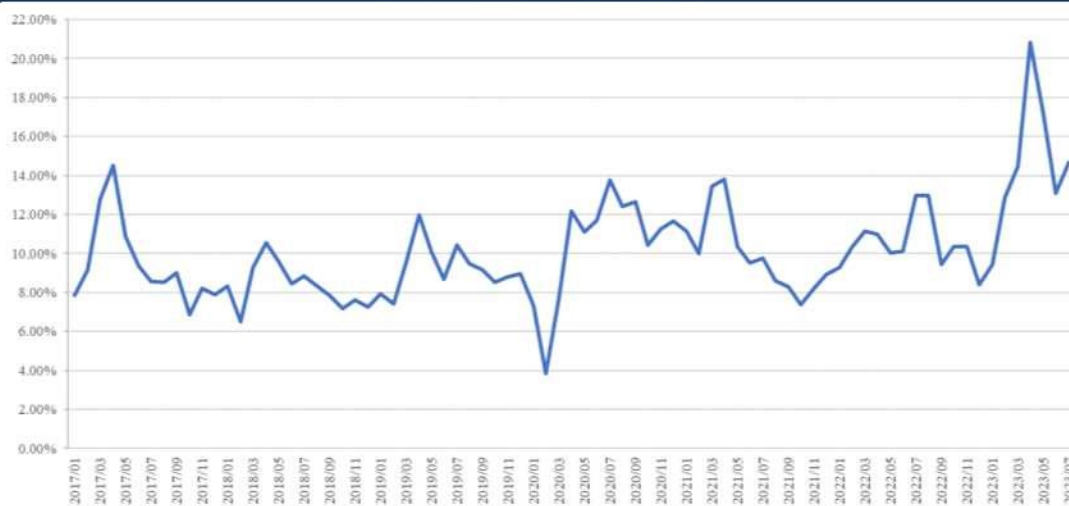
按《通知》提出的降低存量首套住房贷款利率的两种方式来看：

（一）贷款置换

新发放贷款置换存量首套住房贷款，将导致存量房贷全部早偿，而预计新发放贷款无法置换入池，进而，贷款置换将导致RMBS产品早偿率明显上升。2023年上半年，受市场利率下滑、居民主动降杠杆等因素影响，RMBS产品早偿率已显著升高，最高达到20.81%。6月以来，存

续RMBS产品的早偿率保持在13~15%区间，尽管已有下降趋势，但仍处于较高水平，《通知》发布对RMBS产品早偿率变化的影响值得关注。

图 1：RMBS 产品年化早偿率



数据来源：受托报告，中诚信国际整理

早偿率的上升一方面增加了本金回收的确定性，加速优先级证券的偿付速度，缩短优先级证券的到期期限，但另一方面也会影响RMBS产品超额利差的积累，减少了对优先级证券的信用支持。由于早偿率的变动对优先级证券的影响不是单向的，因此在初始评级时，我们一般不对早偿率加压。预计早偿率的上升将主要影响优先级证券的到期期限，不会增加优先级证券的信用风险。

（二）协商变更利率

基于操作的便利性，我们认为商业银行可能更倾向于采取这种方式调整存量首套房贷款利率。例如，工商银行和农业银行均表示将“主要采取变更合同利率方式”。这种方式不会对RMBS产品早偿率产生影响，但会导致资产池加权平均利率的降低，导致RMBS产品超额利差¹的收窄。

据统计，不同年份发行的RMBS产品超额利差情况存在差异，主要受入池资产利率、优先级证券结构、发行利率、利率调整机制等因素共同影响。发行时超额利差为负的RMBS产品共计36单，发行年份集中在2015~2018年，负利差主要位于[-50,0] BP区间，仅有1单产品的负利差超过100BP，为“居融2017-1”。在信贷资产证券化试点重启初期，RMBS产品发行量较小，并且，由于优先级证券预期期限很长，流动性溢价偏高。随着RMBS产品发行量的增长，投资人对于低风险资产的偏好，RMBS产品初始超额利差呈现上升趋势。2020年以来，RMBS产品发行时超额利差基本维持在100~200BP之间。

按高频发起机构来看，国有银行发起的RMBS产品的平均初始超额利差都在60BP以上，其中

¹ 超额利差：资产池加权平均利率-优先级证券加权平均利率

邮储银行和农业银行发起的产品平均初始超额利差最高，分别为134BP和118BP，建设银行发起的产品平均初始超额利差较低，为63BP；股份制银行中，中信银行和平安银行发起的产品平均初始超额利差较高，分别为108BP和143BP，兴业银行、浦发银行及招商银行发起的产品平均初始超额利差较低，处于60~80BP之间；城农商行中，北京银行、徽商银行、杭州银行及江苏银行发起的产品平均初始超额利差较高，都在100BP以上，江南农商行发起的产品平均初始超额利差最低，为24BP。

随着发行利率较低的短期限优先级证券的偿付，截至2023年8月末，存续RMBS产品目前超额利差较初始超额利差均有一定幅度下降，且2020年以前发行的产品超额利差下降幅度高于2020年以后发行的产品。一方面，随着优先级证券的摊还，剩余档次证券的利率较高；另一方面，可能是受到LPR改革的影响，2020年以前发行的RMBS产品一般以1年期或5年期贷款利率作为基准利率，而入池贷款定价基准转换为LPR，在LPR持续下行的背景下，超额利差较发行时降低。

具体来看，共有100单RMBS产品目前的超额利差为负，其中89单位于[-100,0]BP区间，仅有11单产品的超额利差小于-100BP。从发起机构来看，中德住房储蓄银行、广发银行、汉口银行和江南农商行发起的RMBS产品的平均目前超额利差为负。分产品来看，负利差小于-100BP的产品主要为2018年以前发行的产品，包括建元系列，龙居2017-1和居融2017-1等。

2015~2018年发行的负利差RMBS产品较多，但相关产品存续期限相对较长，优先级证券剩余规模较小，经统计，按资产池本金余额统计，目前次级证券和超额抵押合计对优先级证券提供的信用支持分别为76.04%、69.84%、55.35%和53.50%，优先级证券有充足的安全垫抵御利差下降的风险。2019~2022年发行RMBS产品的平均目前超额利差均为正，且次级证券和超额抵押合计对优先级证券的信用支持平均高于25%，因此，我们认为，利差下降对优先级证券的影响有限。

图 2：RMBS 产品超额利差情况



数据来源：受托报告，中诚信国际整理

注：目前指截至2023年8月末，部分产品优先级证券已兑付完毕，因此未统计目前超额利差。

由于RMBS产品发行文件并未披露是否为首套住房信息，暂时无法估计资产池中首套住房贷款占比；且不同城市存量住房贷款利率下调的幅度亦未可知，但考虑到RMBS产品存续期良好的信用表现以及较为充足的次级和超额抵押提供的信用支持，预计降低存量首套住房贷款利率对存续RMBS产品信用风险的影响较小。

但我们也关注到，一是区域性城商行和农商行的业务范围限于省内甚至市内，其发起的RMBS产品入池资产地区集中度很高，如当地存量房贷利率下调幅度较大，则可能对其发起的产品一定影响，二是降低存量房贷利率带来的资产池早偿与利率下行，将直接影响资产池的本金和收益回收情况，导致次级证券收益率下降，需结合产品情况具体分析。

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
杨 威	结构融资一部	高级副总监
姚源致	结构融资一部	高级分析师