

标普信评结构融资年度行业研究系列

中国个人住房抵押贷款资产支持证券市场多维度观察2025版



观点摘要

个人住房抵押贷款资产支持证券(“RMBS”)市场多维度观察

2024年房地产行业回顾



2024年房地产市场整体呈现调整态势。由于市场信心不足、行业流动性承压及再融资不畅等因素，全年商品房销售额同比下滑约17.1%，销售面积下滑约12.9%。房企土地投资信心仍呈疲软态势，多数房企仍面临收入和经营性现金流压力，保交楼仍为行业主要支撑力。

2024年个人住房贷款市场回顾



个人住房贷款余额约37.56万亿元（2024年三季度末），在2024年呈现负增长态势，主要系受到提前还款增加的影响，但整体不良率仍保持在较低水平。

2024年RMBS回顾



2024年仍未有RMBS项目发行，延续了2022年以来的低迷态势。2024年二季度的高早偿事件加快了RMBS交易中优先级证券的兑付速度，RMBS项目存量规模迅速缩减。2024年公布的第二次房贷利率批量下调政策对资产池加权平均利率产生一定影响，导致资产端与券端超额利差下降，但考虑到RMBS项目整体较低的违约率及充足的信用增级，存续RMBS项目整体资产池信用质量与产品信用表现将保持稳定。

2025年房地产行业展望



我们预计2025年全国商品房销售额将下降5%-10%，密集利好政策将助推高线城市托底全国楼市，但低线城市供需失衡及信心不足仍是房地产市场全面企稳的重要掣肘。房企仍会面临较为严峻的流动性考验，企业利润规模由于签约销售额的下滑和价格的下跌将进一步受到挤压。随着销售额和利润率持续下滑，房企杠杆水平将持续走高，流动性紧张程度也将进一步上升。

2025年个人住房贷款市场展望



居民对住房按揭抵押贷款的需求仍较低迷，各项支持政策对个人住房抵押贷款市场的影响仍待观察，不良率则仍将保持在较低水平。

2025年RMBS展望



房地产行业仍处于复苏阶段，个人住房抵押贷款增长乏力，我们预计RMBS发行低迷的态势短期内不会改变。在上游房地产行业复苏进程较慢的背景下，银行发行RMBS的动力有较大的不确定性，未来的发行也将很大程度上取决于监管政策性的指引及房地产行业的恢复进程。我们预计，未来早偿率或将逐步企稳，存续RMBS项目的整体资产池信用质量和产品信用表现将会保持稳定。

标普信评

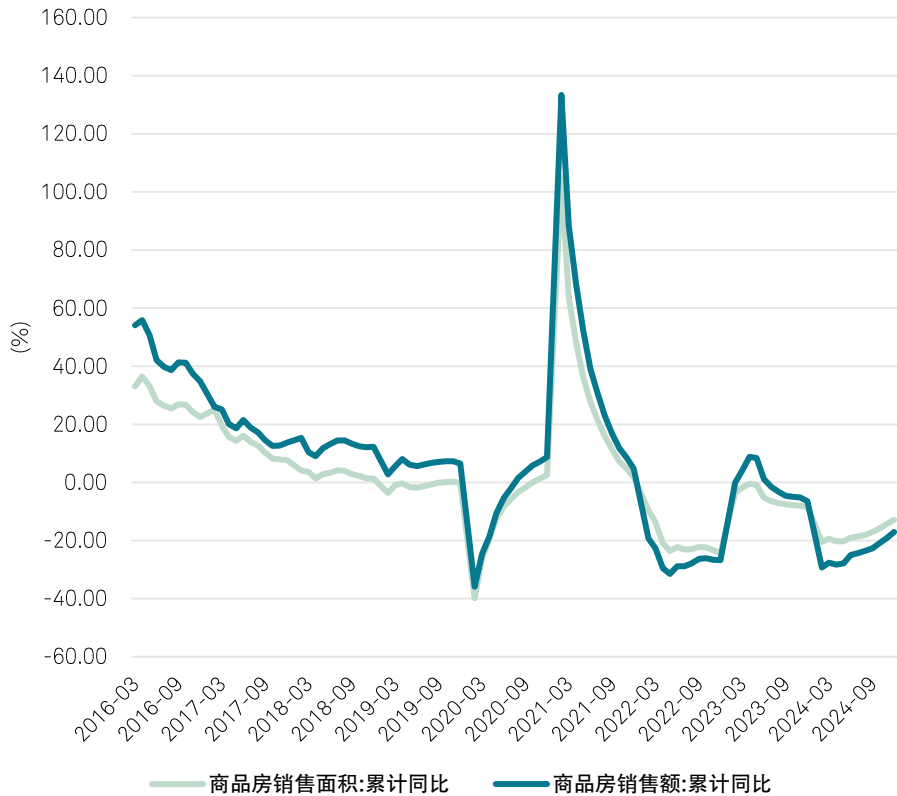
S&P Global
China Ratings

注：本次分析是根据公开信息所作的案头分析，我们并没有与任何机构进行访谈或其他任何形式的互动沟通。在相关信息缺失或保密的情况下，本次分析并未涵盖所有与我们方法论直接相关的指标。

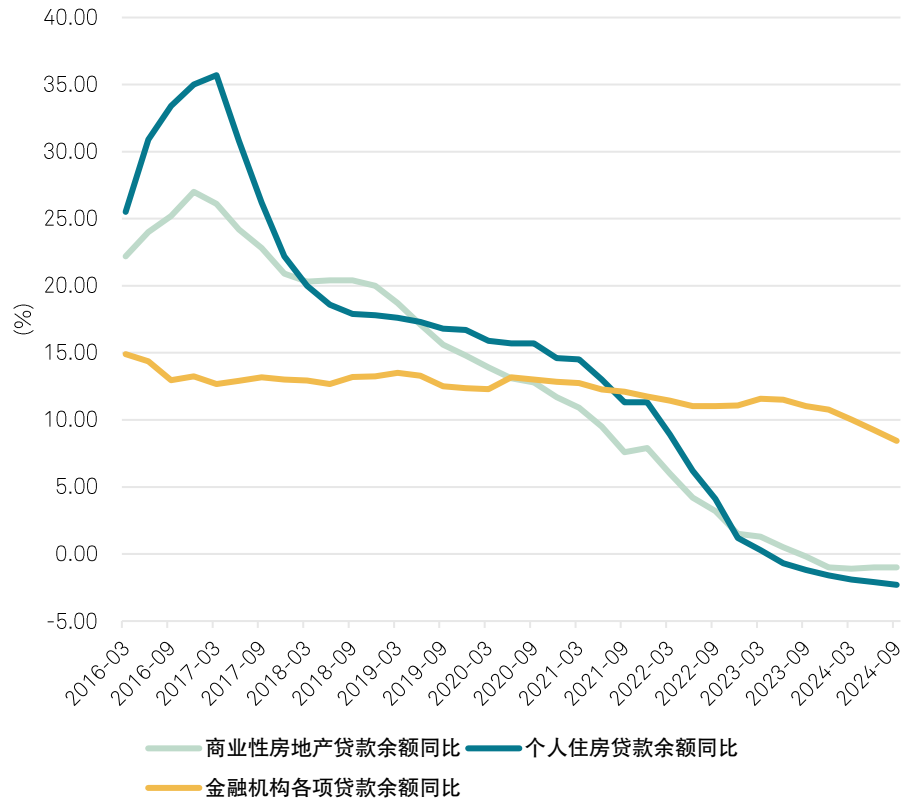
中国房地产行业信用表现展望

中国房地产行业

图表1：商品房销售面积及销售额同比增速情况



图表2：房地产行业贷款季度同比增速



- 中国政府近期出台的多项货币政策及财政政策对全国房地产市场、地方政府债务化解以及经济增长发挥一定的促进作用。
- 我们预计，2025年商品房销售额将下降5%-10%，在货币化棚改等政策托举下，高线城市商品房交易额或将止跌，但低线城市的供需失衡仍是房地产市场全面企稳的重要掣肘。
- 销售面积乃至销售额的阶段性企稳并不意味着市场供需平衡的达成和价格的稳定，市场自我平衡持续企稳仍需时日。
- 在盈利下滑、销量承压的预期下，2025年行业整体仍会面临较为严峻的流动性考验，需重点关注非国有企业融资环境的改善情况以及其房地产资产的充足程度。

标普信评

S&P Global
China Ratings

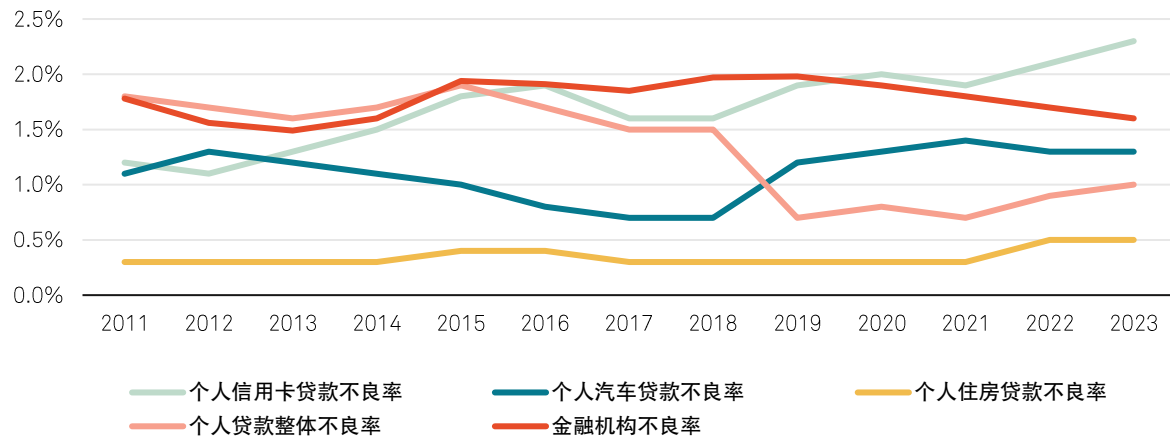
资料来源：中国人民银行，国家统计局，标普信评整理。
版权©2025标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

中国个人住房贷款市场信用表现展望

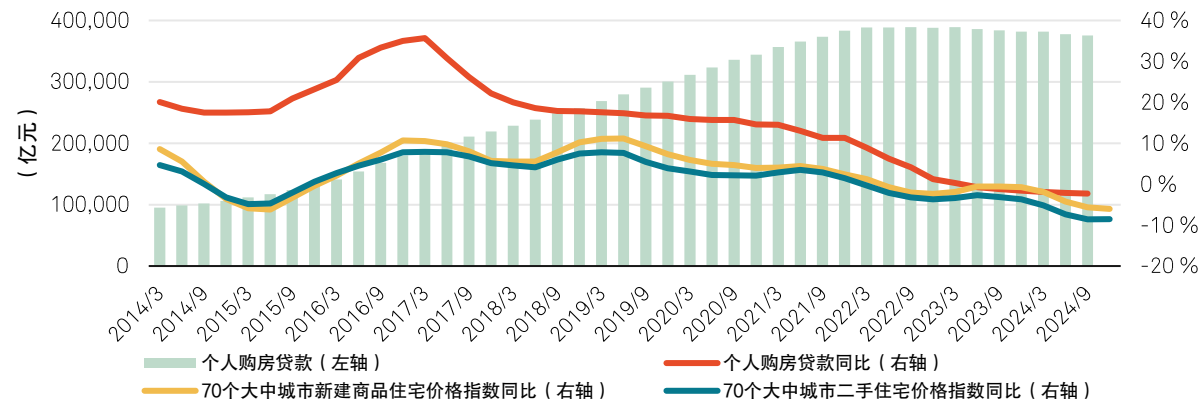
中国个人住房贷款市场

- 截至2024年三季度末，个人住房贷款余额约37.56万亿元。2024年个人住房贷款余额呈小幅下降趋势，主要系受到提前还款增加及购房者信心不足的影响。随着2024年下半年央行第二次对存量房贷利率进行下调，及多家银行开始实施新的定价机制，借款人早偿意愿减弱，但降首付、降契税等优惠政策的实施效果仍有待观察。
- 近年来，在各类零售类贷款当中，个人住房贷款不良率长期保持在较低水平，预计2025年个人住房贷款不良率将维持低位平稳态势。
- 我们认为，LPR的推行能够有助于刺激消费需求和房地产市场活力，更好地反映商业按揭贷款市场的供需情况。

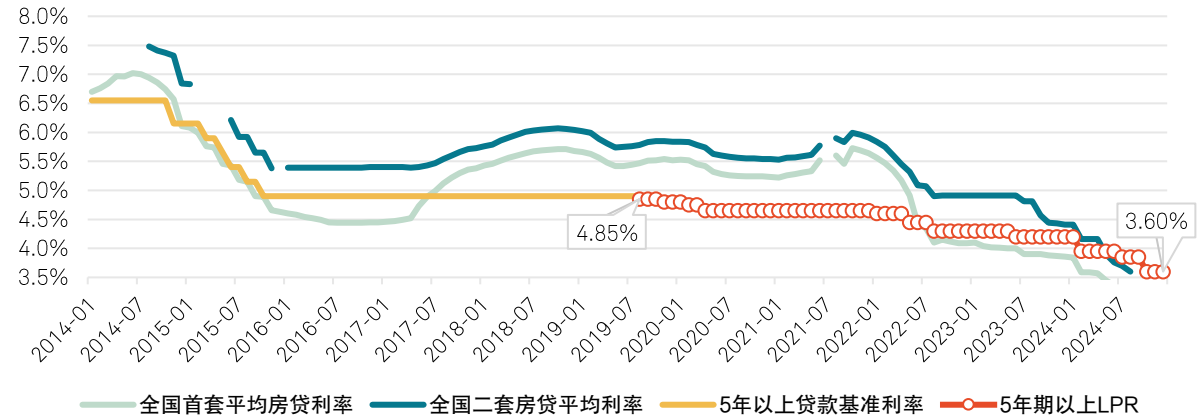
图表4：中国零售类贷款不良率



图表3：中国个人住房贷款市场余额及同比增速



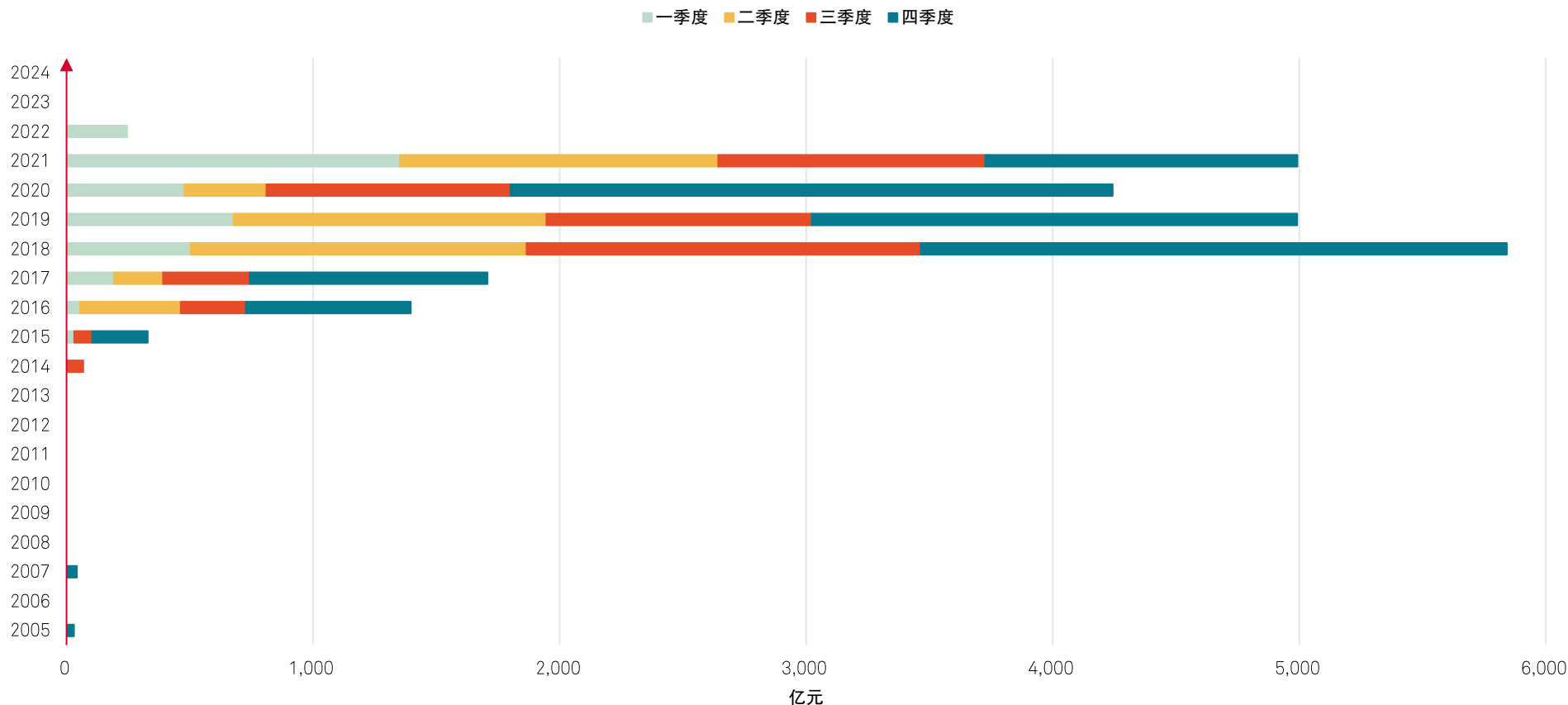
图表5：全国首套及二套个人住房贷款利率与基准利率



RMBS市场多维度观察

发行概况

图表6：历年RMBS发行规模

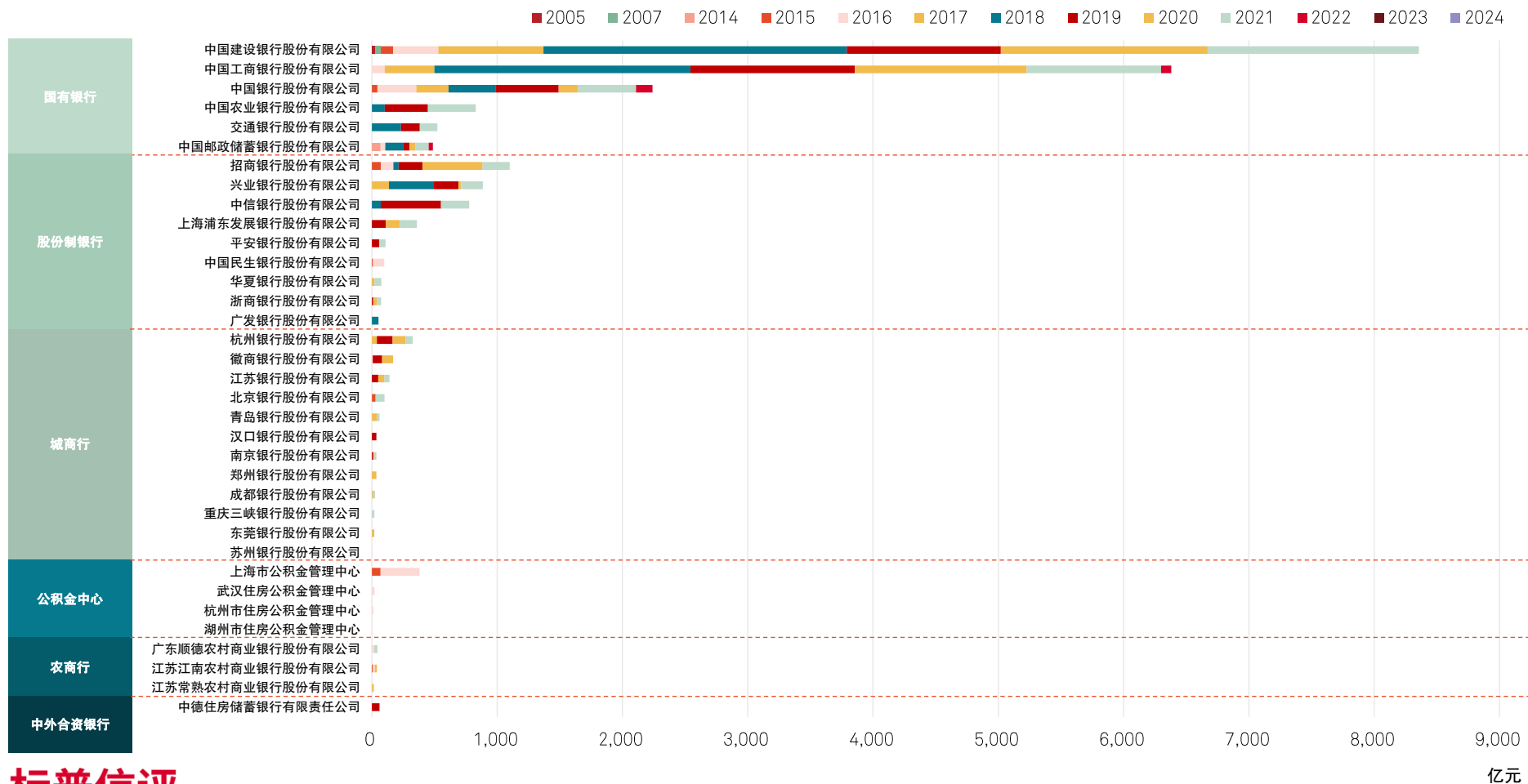


- 自2022年二季度以来，市场一直未有新的RMBS项目发行，我们预计这一趋势短期内并不会改变。
- 在宏观经济承压和银行贷款利率下调政策的共同作用下，自2023年以来，房贷早偿率出现了三次大幅上升，高早偿事件加快了RMBS交易中优先级证券的兑付速度，导致RMBS项目的存量规模迅速缩减。2024年下半年，央行第二次对存量房贷利率进行下调，部分银行开始实施新的定价机制。截至年末，暂未发现本次存量房贷利率批量下调后RMBS的早偿率出现大幅变动，但未来早偿率的具体走势仍取决于基础资产利率的下调方式及新定价机制的执行情况。
- 在发行停滞和加速兑付的共同作用下，2024年RMBS项目整体存量大幅缩减。RMBS市场的未来发行将很大程度上取决于监管政策性的指引及房地产行业的恢复进程。

RMBS市场多维度观察

发行概况

图表7：RMBS发行规模（按发起机构）



- RMBS产品能在信贷规模受限的情况下为发起机构将存量资产变现，优化资产负债表，提升资金周转效率，进一步提供信贷空间。但房地产市场的变化、个人住房贷款的需求、政策与监管环境等因素均会影响发起机构的发行诉求。
- 2024年仍没有RMBS发行，从市场存量看，其占信贷资产支持证券的比例下降至50%以下，但其存量规模仍位于信贷市场前列。
- 2024年9月出台的关于房贷利率批量下调的政策会对资产池加权平均利率产生一定影响，从而导致资产池与券端的超额利差下降，但考虑到RMBS项目整体较低的违约率和充足的信用增级，我们认为剩余的底层资产对于当前仍存续的优先级证券亦有充足的支撑。

标普信评

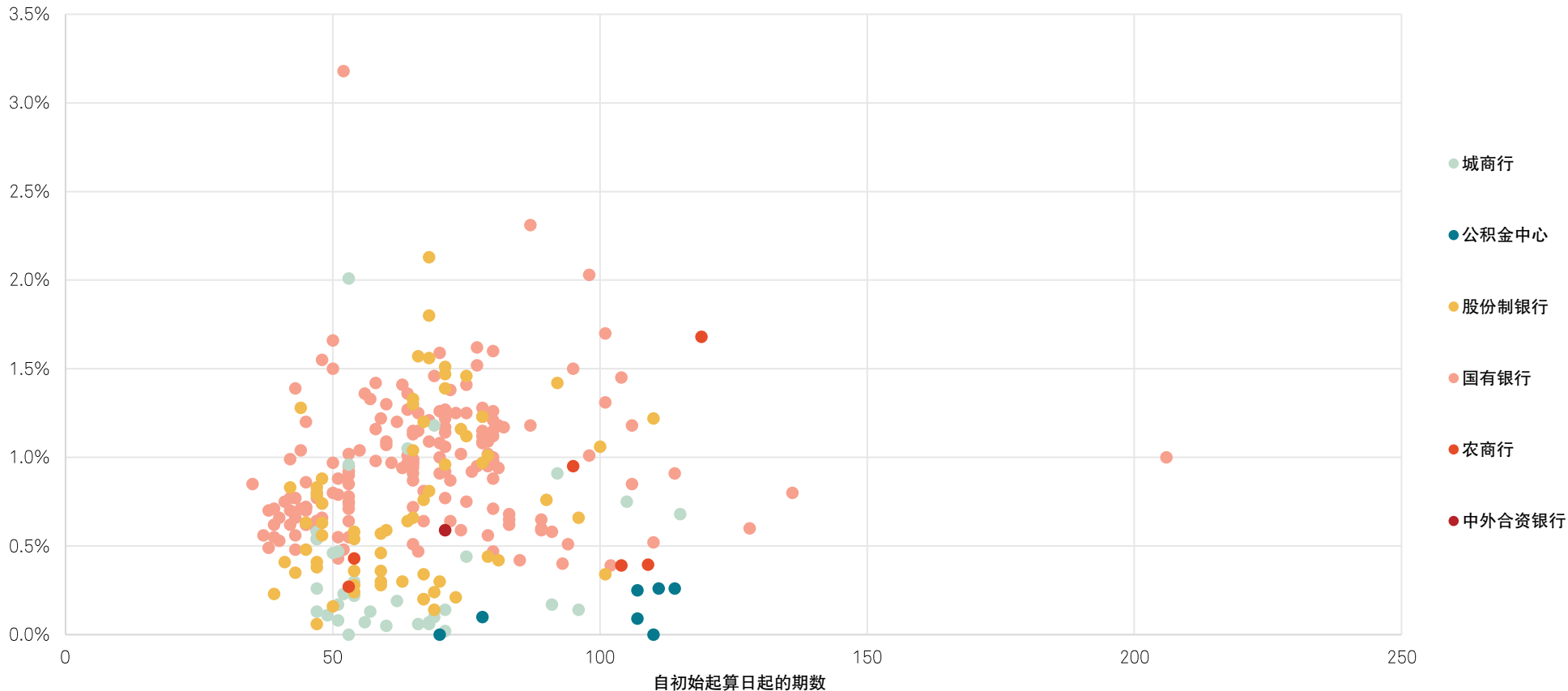
S&P Global
China Ratings

资料来源：公开资料，标普信评整理。
版权©2025标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

RMBS市场多维度观察

存续期表现

图表8：RMBS资产池累计违约率

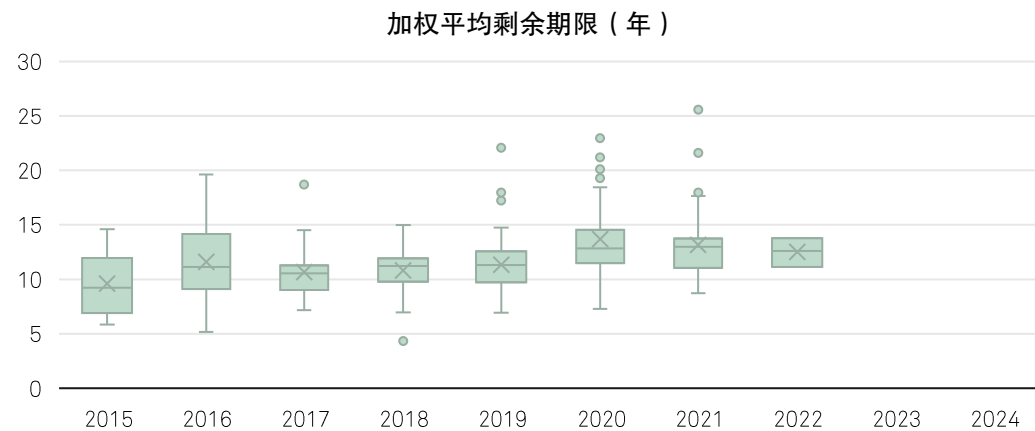
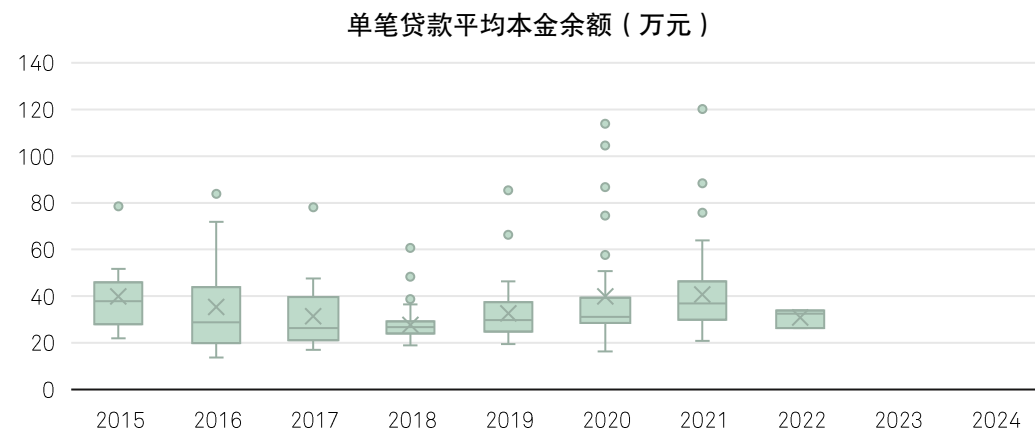
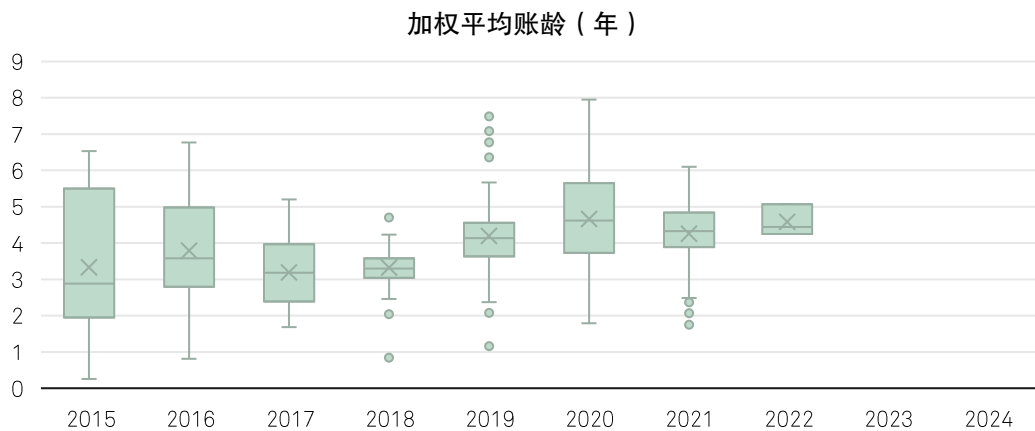
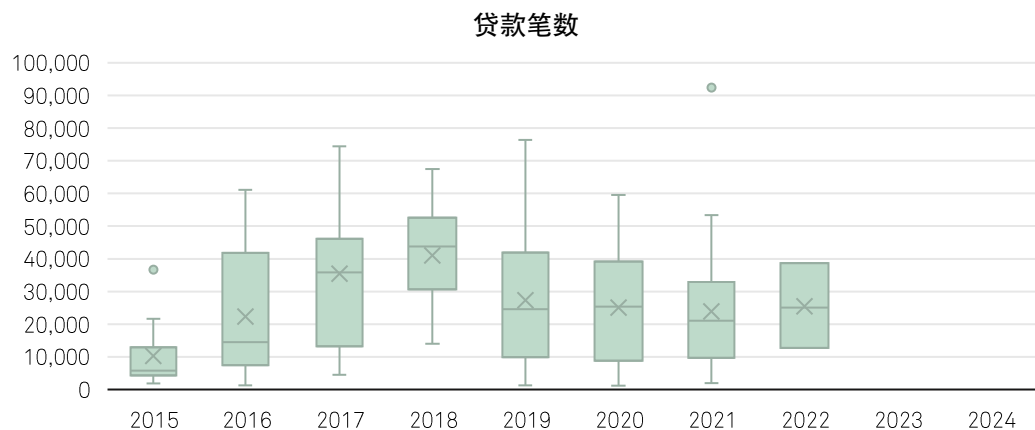


- 由于入池资产的信用质量优良，RMBS资产池的整体累计违约表现较好，2024年发生的高早偿事件亦未对RMBS交易的资产池违约率产生显著负面影响，大部分已发行RMBS项目基础资产的累计违约率保持在1.5%以内。
- 2024年央行第二次对存量房贷利率进行下调，多家银行也开始实施新的定价机制，允许借款人动态申请调整加点值和重定价周期。我们认为，对于基础资产按照直接下调合同利率的方式进行调整的RMBS项目，利率的下降将导致借款人早偿意愿减弱。同时，新的定价机制下借款人可以更加灵活地调整房贷利率，有利于RMBS项目早偿率的逐步企稳。
- 标普信评所评RMBS项目优先级证券积累了大量的增信缓冲，因此信用质量并未受到影响。

RMBS市场多维度观察

RMBS多维度观察：资产特征

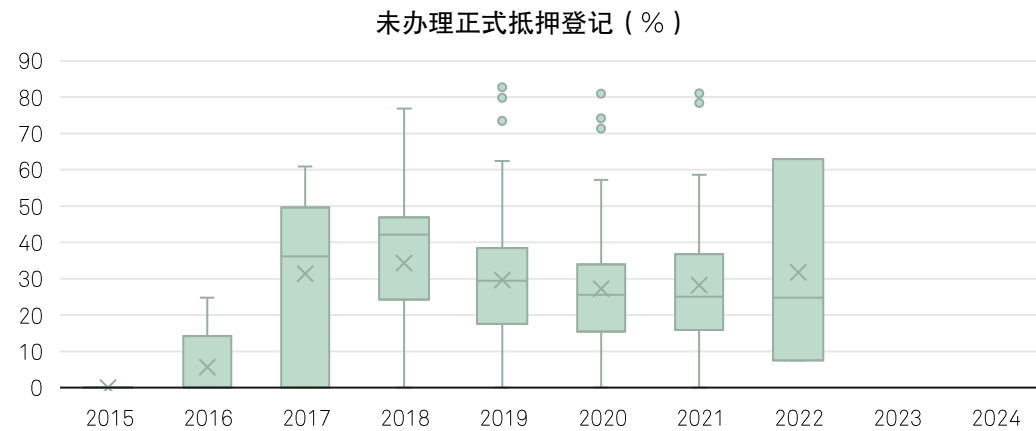
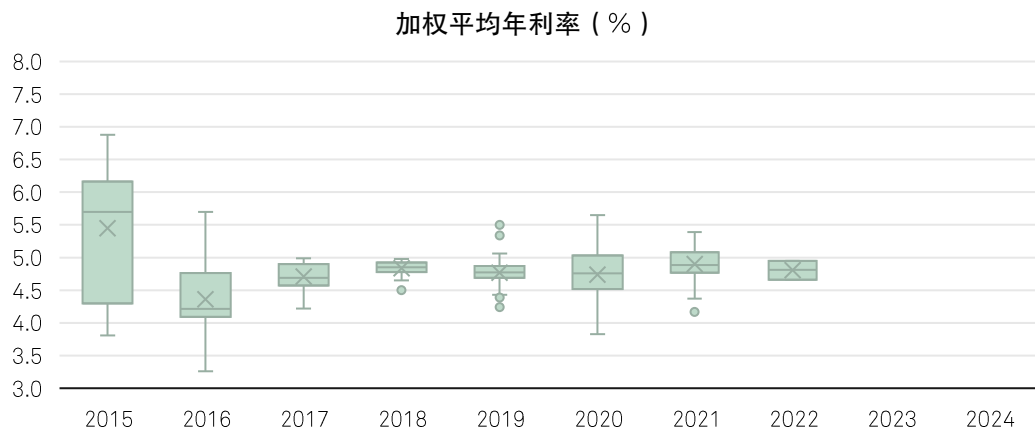
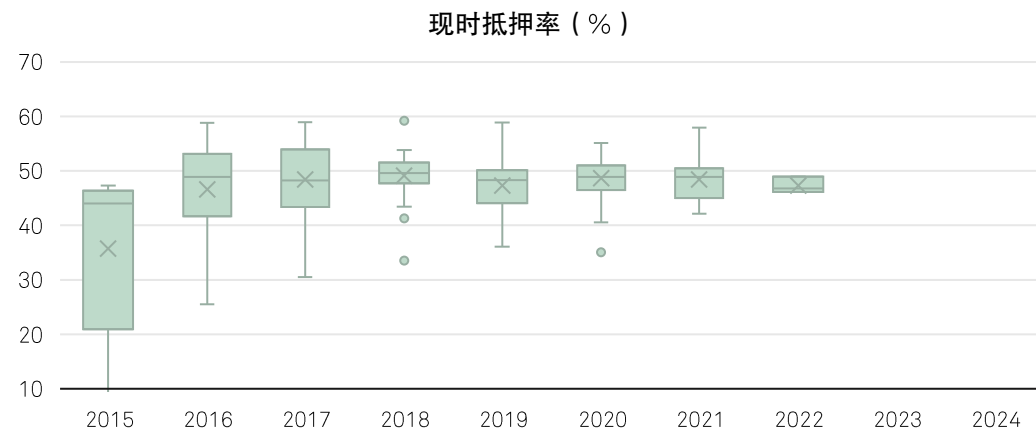
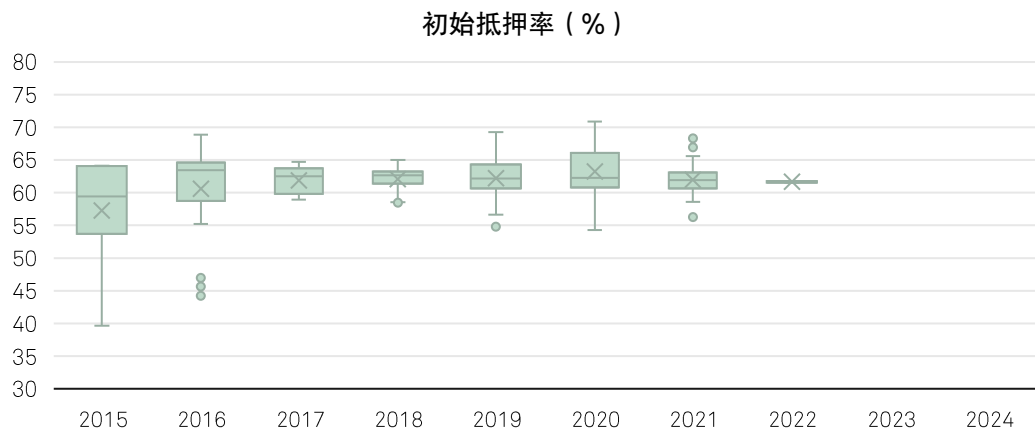
图表9：历年RMBS产品证券特征分布情况①



RMBS市场多维度观察

RMBS多维度观察：资产特征

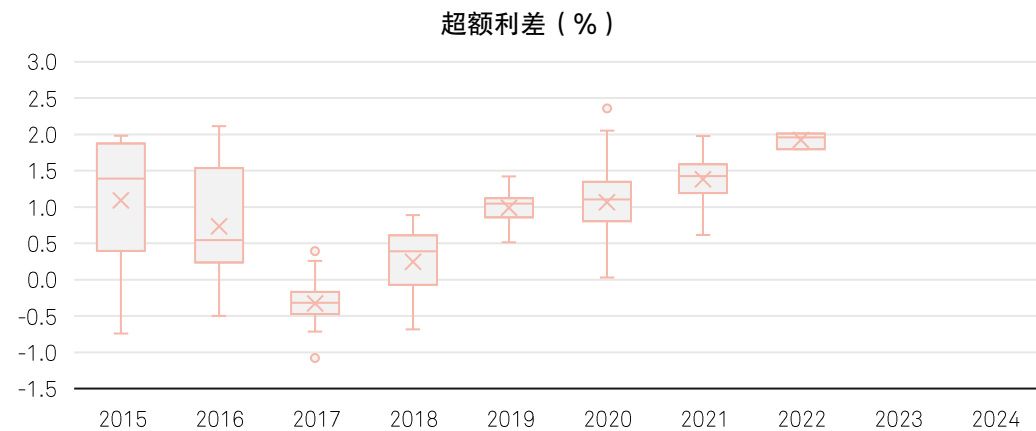
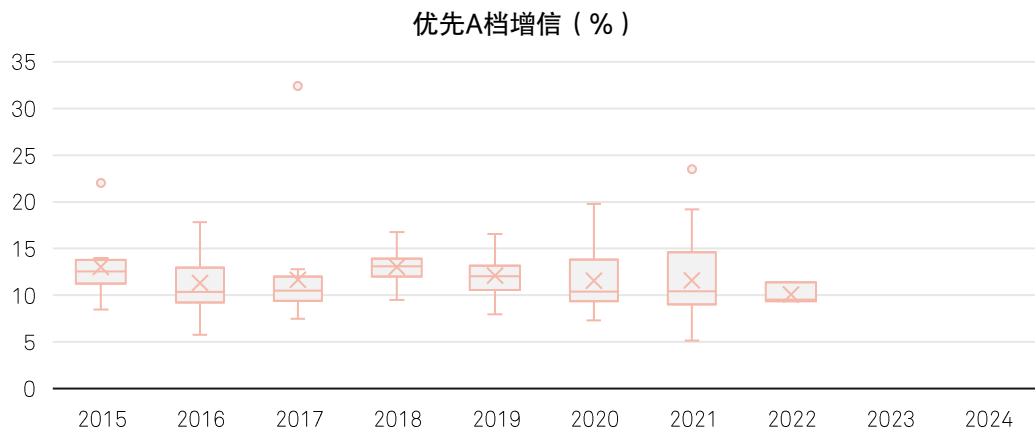
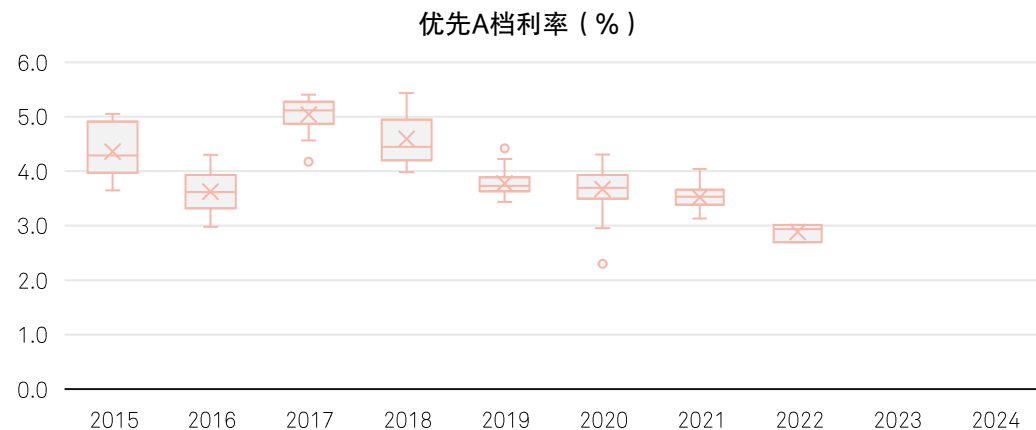
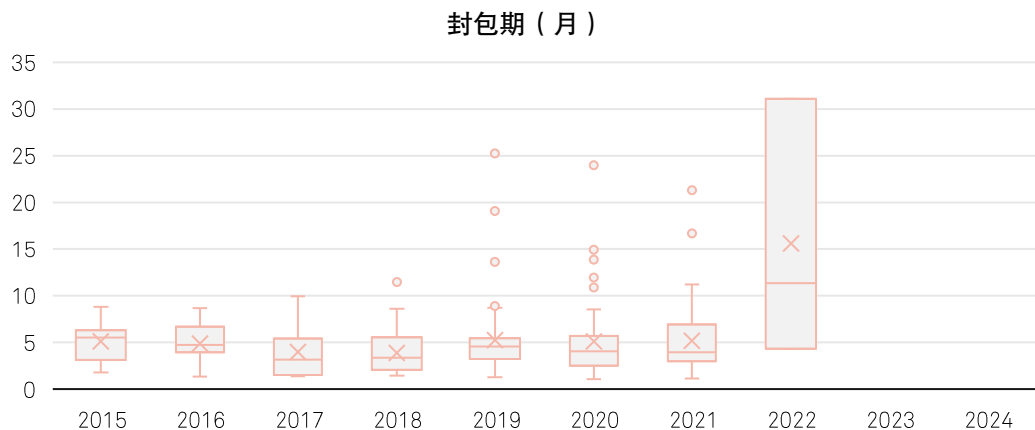
图表10：历年RMBS产品证券特征分布情况②



RMBS市场多维度观察

RMBS多维度观察：证券特征

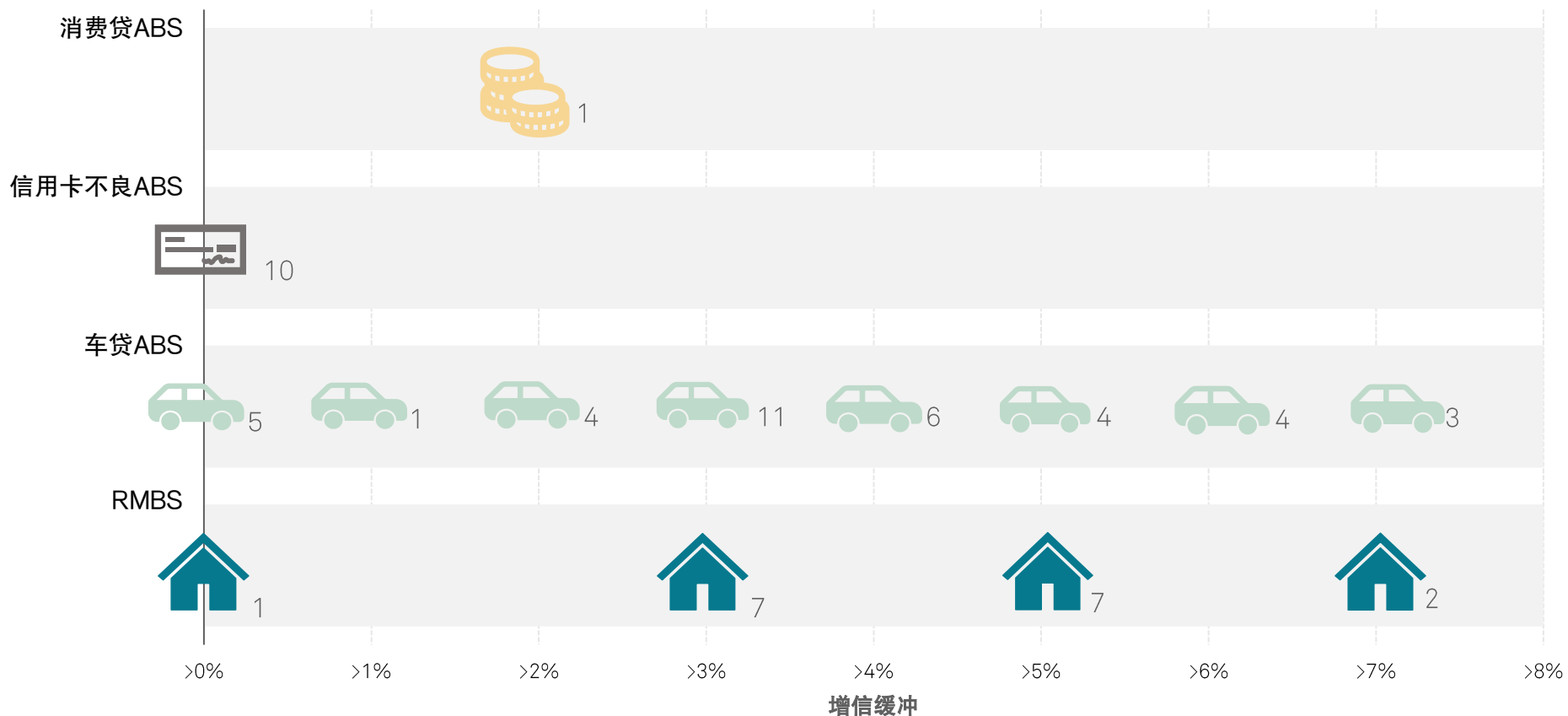
图表11：历年RMBS产品证券特征分布情况



标普信评结构融资

受评项目增信缓冲

图表12：标普信评授予评级的结构融资项目增信缓冲汇总（按项目单数）



- 标普信评在评定受评证券的信用等级为 $AAA_{spc(sf)}$ 的基础之上，进一步推出了“增信缓冲”指标，旨在向市场提供更细化的辅助综合评价标准。
- 在标普信评最严格的压力情景假设下，我们预计优先档证券本息仍能被足额偿付，并且资产池中仍有剩余资产能够继续产生现金流。标普信评认为这部分资产会对受评证券起到“增信缓冲”的作用，即在优先档证券发生损失前为其提供额外保护，但增信缓冲不代表交易的临界信用增级。

附表

行业相关政策例举

时间	发布机构	文件/决议	主要内容
房地产行业			
2024年11月	财政部 国家税务总局 住房和城乡建设部	《关于促进房地产市场平稳健康发展有关税收政策的公告》	公告明确，从2024年12月1日起，对房地产市场相关税收政策进行相应调整，加大住房交易环节契税优惠力度，积极支持居民刚性和改善性住房需求；明确与取消普通住宅和非普通住宅标准相衔接的增值税、土地增值税优惠政策，降低二手房交易成本。
2024年9月	中共中央政治局		会议强调，要促进房地产市场止跌回稳，对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量，加大“白名单”项目贷款投放力度，支持盘活存量闲置土地。要回应群众关切，调整住房限购政策，降低存量房贷利率，抓紧完善土地、财税、金融等政策，推动构建房地产发展新模式。
2024年7月	中国共产党第二十届中央委员会第三次全体会议	《关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》	发布《关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》，提出要加快建立租购并举的住房制度，加快构建房地产发展新模式。加大保障性住房建设和供给，满足工薪群体刚性住房需求。支持城乡居民多样化改善性住房需求。决定强调充分赋予各城市政府房地产市场调控自主权，因城施策，允许有关城市取消或调减住房限购政策、取消普通住宅和非普通住宅标准。改革房地产开发融资方式和商品房预售制度。完善房地产税收制度。
2024年4月	中共中央政治局		继续坚持因城施策，压实地方政府、房地产企业、金融机构各方责任，切实做好保交房工作，保障购房人合法权益。要结合房地产市场供求关系的新变化、人民群众对优质住房的新期待，统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施，抓紧构建房地产发展新模式，促进房地产高质量发展。
住房按揭贷款相关			
2024年9月	人民银行	完善商业性个人住房贷款利率定价机制有关事宜公告	借款人申请商业性个人住房贷款时，可以选择固定利率或浮动利率作为定价方式。固定利率商业性个人住房贷款借款人可与银行业金融机构协商，由银行业金融机构新发放浮动利率商业性个人住房贷款置换存量贷款。自2024年11月1日起，合同约定为浮动利率的，商业性个人住房贷款借款人可与银行业金融机构协商约定重定价周期。自2024年11月1日起，浮动利率商业性个人住房贷款与全国新发放商业性个人住房贷款利率偏离达到一定幅度时，借款人可与银行业金融机构协商，由银行业金融机构新发放浮动利率商业性个人住房贷款置换存量贷款。
2024年9月	人民银行 国家金融监督管理总局	《关于优化个人住房贷款最低首付款比例政策的通知》	对于贷款购买住房的居民家庭，商业性个人住房贷款不再区分首套、二套住房，最低首付款比例统一为不低于15%。
2024年5月	人民银行 国家金融监督管理总局	《关于调整个人住房贷款最低首付款比例政策的通知》	《关于调整个人住房贷款最低首付款比例政策的通知》明确首套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于15%，二套房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于25%。
资产证券化相关			
2024年11月	交易商协会	《关于开展供应链票据资产证券化创新试点的通知》	首次明确供应链票据资产证券化的定义，并对供应链票据及其特征进行补充介绍。
2024年8月	中国证券投资基金业协会	《资产证券化业务报价内部约束指引》	主要内容包含管理人开展ABS业务建立报价内部约束制度的总体要求、ABS业务报价内部约束制度的主要构成要素、明晰管理人实施ABS业务报价内部约束制度自律监管要求，强化管理人产品发行和产品管理的工作质量，促进整体行业持续健康发展。
2024年3月	中国证券投资基金业协会	《资产证券化业务基础资产负面清单指引》	明确资产证券化业务基础资产实行负面清单管理，负面清单列明不适宜采用资产证券化业务形式、或者不符合资产证券化业务监管要求的基础资产。

标普信评

S&P Global
China Ratings

资料来源：标普信评整理。

版权©2025标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

©版权所有2025标普信用评级（中国）有限公司。保留所有权利。

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）拥有上述内容（包括评级、信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用或其中的输出）或其任何部分（简称“内容”）的版权和/或其他相关知识产权。未经标普信评的事先书面许可，严禁以任何形式或方式修改、逆向工程、复制或发布任何内容，或将任何内容存储在数据库或检索系统中。内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普信评和任何第三方供应商，以及其董事、管理人员、股东、员工或代理人（统称“标普方”）均不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。标普方不对任何错误或遗漏（疏忽或其他），无论其原因如何，以及因使用内容而获得的结果，或者用户输入的任何数据的安全性或维护该等数据承担责任。内容以“概不保证”为基础提供。标普方特此声明免除所有明示或默示的保证，包括但不限于适销性或适用于特定用途或使用目的、不存在漏洞、软件错误或缺陷，以及内容的功能将不会中断或内容将与任何软件或硬件配置兼容等保证。在任何情形下，标普方将不对任何人就与使用任何内容相关的任何直接、间接、附带、惩罚、补偿、惩戒、特殊或后续的伤害、费用、开支、律师费或损失（包括且不限于收入损失、利润损失以及因疏忽造成的机会成本和损失）承担责任，即使标普方已经知道发生类似损害的可能性。

信用相关的分析和其他分析（包括评级和内容中的陈述）是截至发表之日的意见陈述，而非事实陈述。标普信评的意见、分析、预测和评级确认决策（如下所述）并非且不应被视为购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。在发布后，标普信评不承担更新（不论以任何形式或格式）发布内容的义务。在进行投资和其他业务决策时，不应依赖内容，内容也无法取代用户、其管理层、员工、顾问和/或客户的技能、判断和经验。标普信评不作为受托人或投资顾问，除非其注册为该类机构。虽然标普信评从其认为可靠的渠道获取信息，但标普信评不审计其获得的信息，也不承担相关的尽职调查义务或实施独立验证。与评级相关的出版物可能由于各种原因发布，这些原因不一定取决于评级委员会的行动，例如发布定期更新的信用评级和相关分析。

标普信评并不属于标普全球评级身为国家认可统计评级机构（NRSRO）的联属企业。标普信评根据在中国专用的评级等级体系授予评级，所授予的评级是标普信评对于债务人相对于中国境内其他发行人的整体资信或对特定债务的偿债能力的意见，并提供在中国境内信用风险的排序。标普信评所授予的评级并非根据全球评级等级体系所授予的评级，不可也不应被视为或不实地表述为全球评级等级体系下授予的评级，或者作为全球评级等级体系下授予的评级而加以依赖。标普方不为违反本段使用标普信评的评级所产生的任何损失负责。

如果监管机构允许评级机构在一个司法辖区内因某些监管目的承认在另一个司法辖区发布的评级，标普信评保留随时自行决定授予、撤销或中止此类承认的权利。标普信评特此声明不对因授予、撤销或中止承认而产生的任何责任以及宣称因此而产生的任何损害负责。

标普信评将其不同业务单位的活动保持分离，以保持相应活动的独立性和客观性。因此，标普信评的某些业务单位可能拥有其他业务单位所没有的信息。标普信评制定了政策和程序，以确保对各个分析过程中相关的特定非公开信息予以保密。

标普信评可能从其评级和特定分析活动中获得报酬，报酬一般由证券发行人或承销人或者债务人支付。标普信评保留发布其意见和分析的权利。标普信评的公开评级和分析公布在其网站上www.spgchinaratings.cn并且可以通过其他方式发布，包括但不限于标普信评出版物和第三方转销商。