

2024 年银行间个人住房抵押贷款资产支持证券（RMBS）

市场运行回顾与 2025 年展望

金融结构评级部 唐诗怡 李佳阳 董仪 潘文杰 徐宇扬

摘要：

2024 年，商业银行 RMBS 基础资产的早偿高峰期出现在 1 月、3 月和 10 月，全年净融资规模呈大额净流出，存续产品规模几乎“腰斩”。与之相比，公积金 RMBS 全年的还款节奏相对平稳，未出现明显的早偿。

早偿率剧烈波动使得投资人面临再投资风险，也加剧了交易难度，RMBS 全年二级市场成交活跃度下降，公募基金持仓 RMBS 的热度持续衰减。市场波动也创造了更多投资机会，二级市场投资人更青睐于次级证券。

受 LPR 下行以及存量房贷利率下调的影响，RMBS 基础资产加权利率继续下行，进而影响超额利差。基础资产的累计逾期率总体保持在较低水平，同时受益于基础资产分布于经济发达区域，城市商业银行表现更佳但分化较明显。此外，由于基础资产本金余额大幅下降，商业银行 RMBS 基础资产的逾期比率整体呈现上升态势。

展望 2025 年，房地产市场尚处于复苏的初期阶段，商业银行 RMBS 发行规模大幅提升的可能性较小。鉴于央行在今年 9 月二次下调存量房贷利率，借款人提前还款意愿可能降低，预计之后 RMBS 的早偿将恢复到合理区间。2025 年 1 月 1 日起，存量住房公积金贷款将执行调整后利率，住房公积金 RMBS 资产池的加权贷款利率会有明显下降。

一、RMBS 产品早偿与存量情况

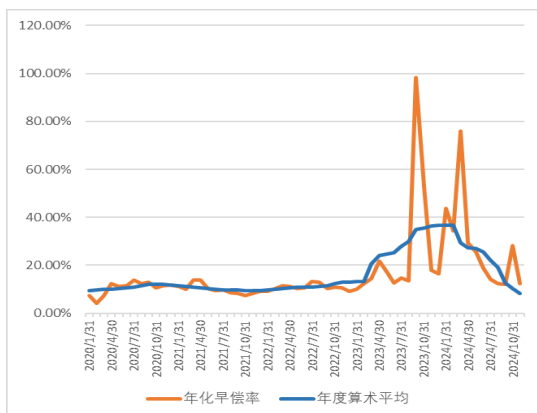
1. 第一季度“提前还款潮”延续，房贷利率新政出台，早偿率小幅提升

2024 年银行间存量 RMBS 仍饱受提前偿还的困扰，尤其是商业银行 RMBS 产品。2024 年 1 月和 3 月，商业银行 RMBS 基础资产的年化早偿率¹分别为 43.61% 和 75.97%。2024 年第二、第三季度，商业银行 RMBS 基础资产的早偿水平有所回落。2024 年 9 月 29 日，中国人民银行发布第 11 号公告（以下简称“《公告》”），

¹ 年化早偿率=1-(1-月度早偿率)¹²，月度早偿率=(当月末部分提前还款金额+当月末提前结清金额)/当月初贷款余额

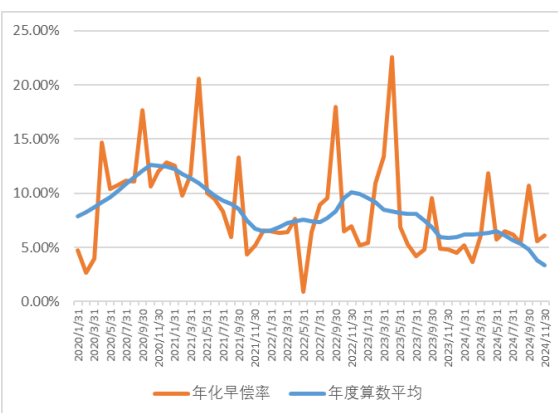
次月，商业银行 RMBS 基础资产的年化早偿率小幅攀升至 28.21%。与之相比，住房公积金 RMBS 全年未出现明显早偿。

图表 1：商业银行 RMBS 基础资产早偿情况



数据来源：受托机构报告，新世纪评级整理。

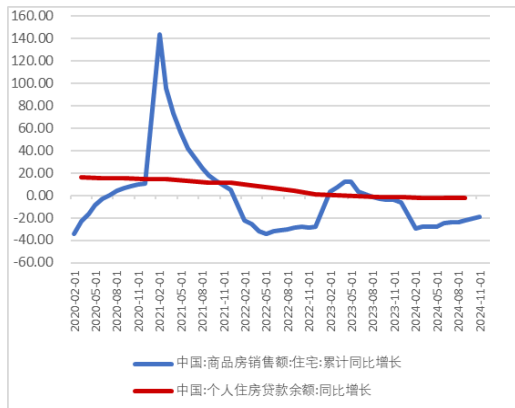
图表 2：公积金 RMBS 基础资产早偿情况



数据来源：受托机构报告，新世纪评级整理。

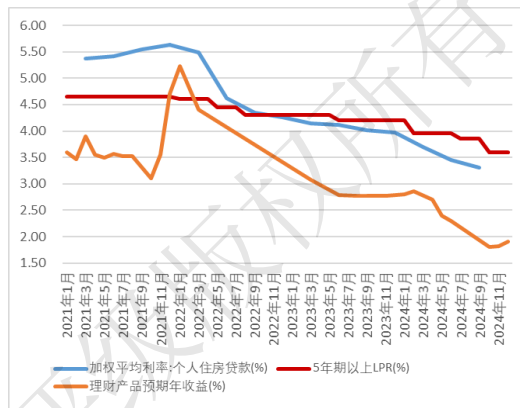
在以往房地产市场成交活跃的年份，居民普遍通过全额提前偿还住房贷款的方式重新购置新房，但 2024 年以来楼市交易呈惯性缩量状态²，此时较高的早偿比例说明影响居民决策的因素发生了变化。我们认为，影响早偿的因素有许多，居民避险情绪上升以及理财收益率下行等因素均会影响居民的决策，此外，存量贷款与新发放住房贷款的利差走阔也是导致居民选择早偿的巨大推力。

图表 3：商品房销售额与个人住房抵押贷款余额同比增速



数据来源：Wind，新世纪评级整理。

图表 4：个人住房贷款利率、LPR 与理财收益率比较



数据来源：Wind，新世纪评级整理。

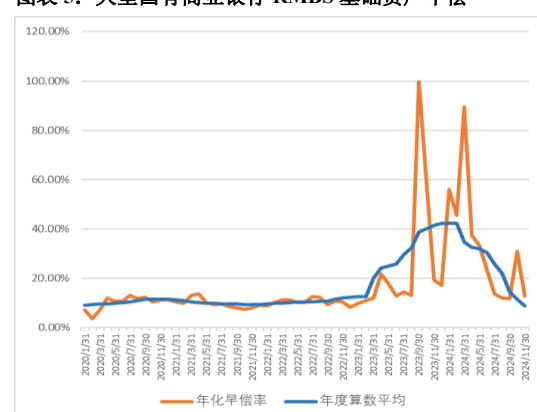
对比不同类型的银行来看，2024 年 1 月和 3 月，大型国有商业银行 RMBS 产品资产池的早偿最为明显，显著高于股份制商业银行和城市商业银行。我们发现，1 月份早偿较高的产品均为工商银行的“工元”系列，该行通过新发放贷款置换存量贷款的方式在 1 月调整了符合《通知》³条件的存量贷款利率，如果这

² 2024 年 1-11 月全国住宅销售面积 7.22 亿平方米，同比下降 16.0%；住宅销售金额 7.49 万亿元，同比下降 20.0%；2024 年 9 月末，我国个人住房贷款余额 37.56 万亿元，较 2023 年末减少 0.61 万亿元。

³ 具体为中国人民银行、国家金融监督管理总局在 2023 年 8 月 31 日发布的《关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知》。

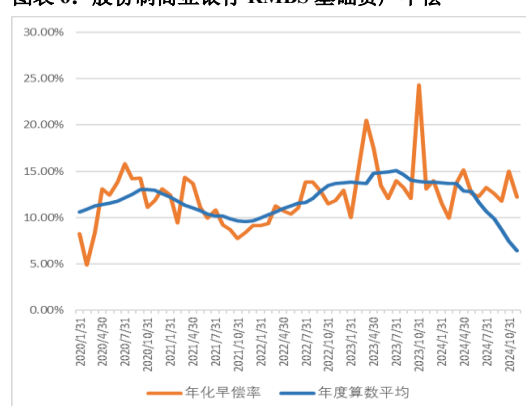
部分贷款是 RMBS 产品的入池资产，那么就会造成 RMBS 的基础资产大量早偿。而 3 月份高企的早偿率更可能是受理财收益率持续低迷、节后存款效应等因素影响。2024 年 10 月，城市商业银行 RMBS 产品资产池的早偿率迎来峰值，这可能与央行 2024 年 9 月 29 日发布的《公告》有关。该《公告》旨在完善商业性个人住房贷款利率定价机制，引导商业银行对存量房贷利率进行批量调整。根据各大银行发布的关于调降房贷利率的细则，大部分银行采用直接变更合同利率的方式批量下调存量房贷利率，但从商业银行 RMBS 基础资产第四季度的早偿表现来看，城市商业银行可能更倾向于通过新发放贷款置换存量贷款的方式来调降利率，所以城市商业银行 RMBS 基础资产 10 月份的早偿率明显提升。

图表 5：大型国有商业银行 RMBS 基础资产早偿



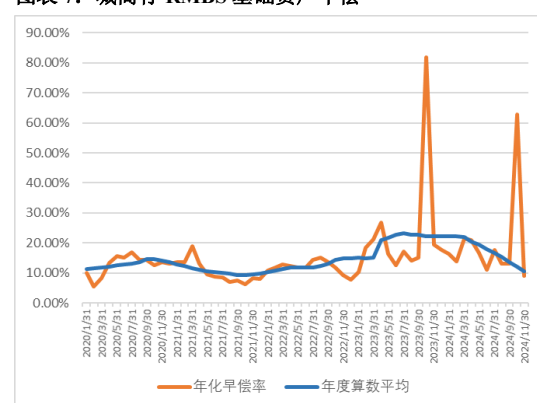
数据来源：受托机构报告，新世纪评级整理。

图表 6：股份制商业银行 RMBS 基础资产早偿



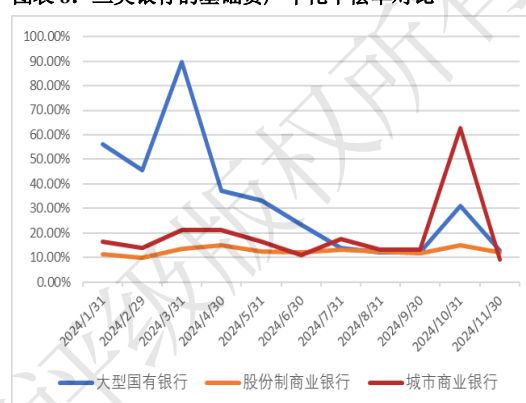
数据来源：受托机构报告，新世纪评级整理。

图表 7：城商行 RMBS 基础资产早偿



数据来源：受托机构报告，新世纪评级整理。

图表 8：三类银行的基础资产年化早偿率对比



数据来源：受托机构报告，新世纪评级整理。

2. 大额净流出导致存量规模腰斩，不同类型银行的存量规模占比调整

从一级市场发行情况看，2024 年商业银行 RMBS 和公积金 RMBS 均未发行⁴，在大额早偿的影响下，全年净融资额呈现净流出状态。2024 年 2 月和 4 月，商业银行 RMBS 的净融资额分别为-432.28 亿元和-591.88 亿元，由于 1 月和 3

⁴ 杭州住房公积金管理中心于 2024 年 9 月和 2024 年 11 月在交易所市场发行了 2 单个人住房公积金抵押贷款资产支持证券，发行规模合计 30 亿元。

月商业银行 RMBS 的资产池出现异常高的早偿率，在过手摊还的设置下，商业银行 RMBS 产品的优先级证券在次月迎来大规模兑付。而公积金 RMBS 净融资额流出较多的月份为 5 月和 10 月，与其 4 月和 9 月资产池较高的早偿表现相对应。

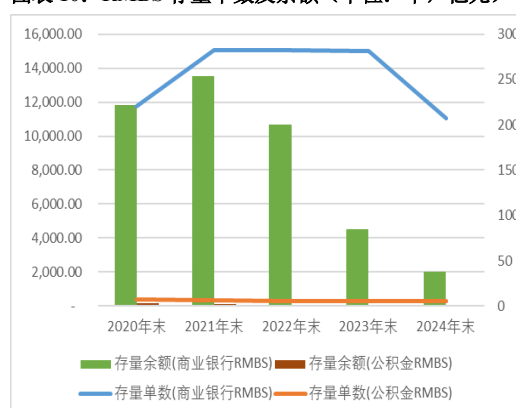
从存量市场来看，在大额早偿的影响下，RMBS 产品的存续规模迅速缩减。截至 2024 年末，商业银行 RMBS 存量单数 207 单，较上年末减少 74 单；存量余额 2018.73 亿元，同比下降 55.14%。同期末，公积金 RMBS 存量单数 5 单，与上年末持平；存量余额 37.53 亿元，同比下降 33.38%。

图表 9：历年 RMBS 产品净融资额（单位：亿元）



数据来源：Wind、CNABS、DM，新世纪评级整理。

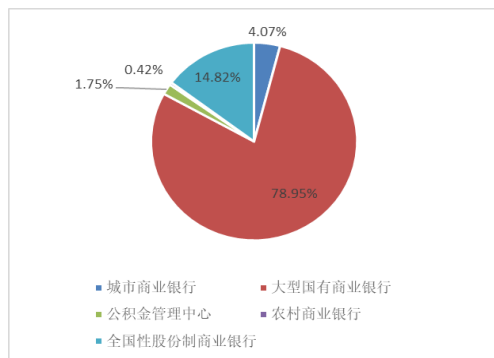
图表 10：RMBS 存量单数及余额（单位：单，亿元）



数据来源：Wind、CNABS、DM，新世纪评级整理。

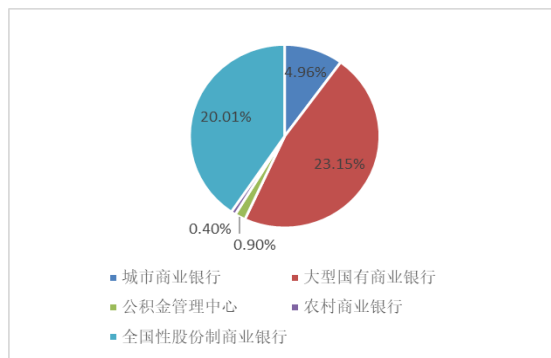
从发起机构来看，大型国有商业银行发起的 RMBS 产品余额占比有所下降，这与基础资产的大幅早偿有关。截至 2024 年末，大型国有商业银行发起的 RMBS 产品余额占比为 23.15%，较初始发行规模占比有大幅下降。其中，中国银行的“中盈”系列、工商银行的“工元”系列和建设银行的“建元”系列存量余额分别为 269.91 亿元、187.85 亿元和 131.10 亿元，余额占比分别为 6.49%、4.51%和 3.15%。同期末，由全国性股份制商业银行发起的 RMBS 产品余额占比为 20.01%，较其发行规模占比有所提升；其中招商银行的“和家”系列、中信银行的“惠益”系列和兴业银行的“兴元”系列余额分别为 299.93 亿元、169.16 亿元和 164.41 亿元，占比分别为 7.21%、4.07%和 3.95%。

图表 11：不同类型发起机构的 RMBS 发行规模占比



数据来源：Wind、CNABS、DM，新世纪评级整理。

图表 12：2024 年末发起机构的 RMBS 存量规模占比



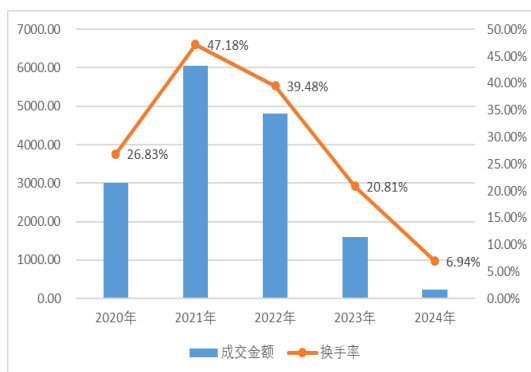
数据来源：Wind、CNABS、DM，新世纪评级整理。

二、RMBS 产品二级市场交易与公募基金持仓情况

1. 二级市场成交活跃度显著下降

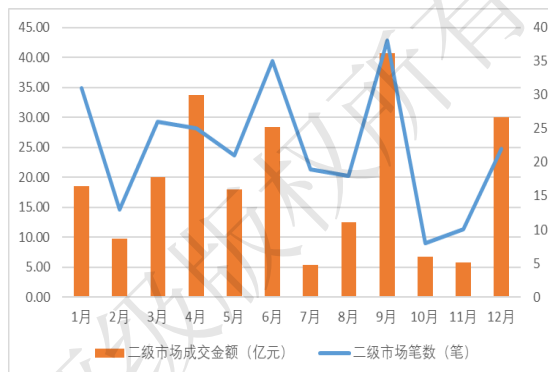
2024 年，受早偿率剧烈波动影响，RMBS 产品二级市场的活跃度显著下降，全年的成交额和换手率同比大幅下降。具体来看，2024 年 RMBS 产品的二级市场交易笔数和交易金额分别为 266 笔和 229.44 亿元，同比分别下降 85.60%和 75.88%。换手率⁵方面，2024 年，RMBS 产品的换手率为 6.94%，为近五年来最低水平。

图表 13：RMBS 二级市场成交额及换手率



数据来源：Wind、CNABS、DM，新世纪评级整理。

图表 14：2024 年 RMBS 二级市场各月成交情况



数据来源：Wind、CNABS、DM，新世纪评级整理。

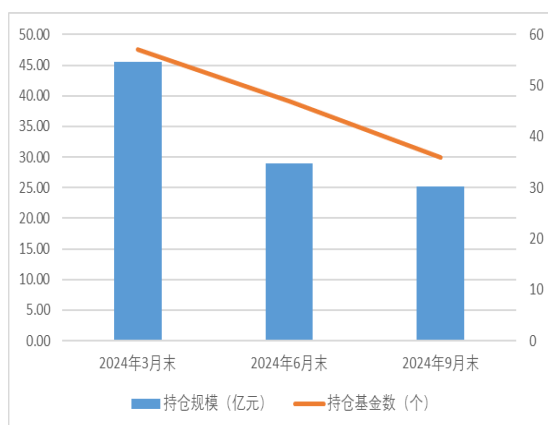
2. 公募基金持仓 RMBS 的热度持续衰减

就公募基金的持仓情况而言，截至 2024 年 9 月末，持仓 RMBS 产品的基金个数为 36 个，持有 RMBS 产品的市值为 25.16 亿元，占资产支持证券持仓总市值的 6.78%。与之相比，2023 年 9 月末，持仓 RMBS 产品的基金个数为 88 个，持有 RMBS 产品的市值为 127.36 亿元，占资产支持证券持仓总市值的 19.45%。

⁵ 换手率=当年 RMBS 二级市场成交额/[期初 RMBS 市场存量金额+期末 RMBS 市场存量金额]/2]。

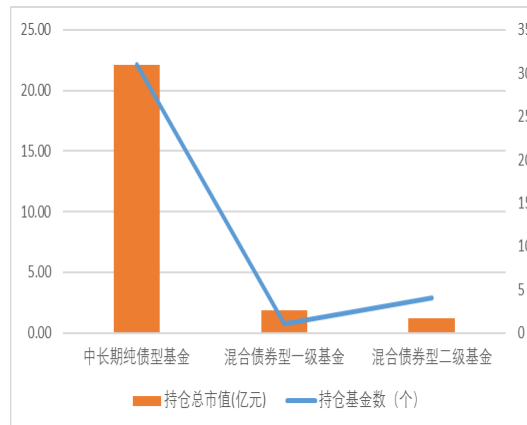
从持仓 RMBS 的基金来看，截至 2024 年 9 月末，RMBS 持仓规模占比前五的基金公司分别为汇添富基金、浦银安盛基金、嘉实基金、中信保诚基金和中金基金。同期末，持有 RMBS 的公募基金产品主要为中长期纯债型基金，持仓基金数为 31 个，持仓总市值达到 22.08 亿元，占 RMBS 持仓总市值的 87.76%。

图表 15：公募基金持仓 RMBS 的个数和规模



数据来源：Wind、CNABS、DM，新世纪评级整理。

图表 16：2024 年 9 月末持仓 RMBS 的公募基金分类



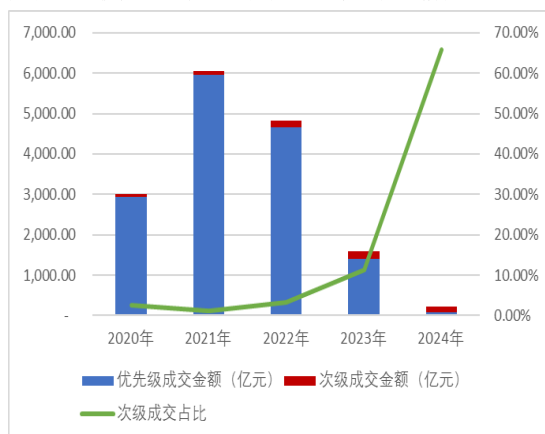
数据来源：Wind、CNABS、DM，新世纪评级整理。

3. 次级证券成交规模下降，但成交金额占比显著上升

早偿会让优先级证券投资人面临更大的再投资风险，导致优先级证券的成交活跃度下降。相比之下，早偿对于次级证券的影响却无法一概而论，由于每个 RMBS 产品的现金流与分配规则不同，以及各家投资机构的定价模型差异，早偿率剧烈波动反而刺激投资人产生观点分歧，进而提升了次级证券的成交活跃度。

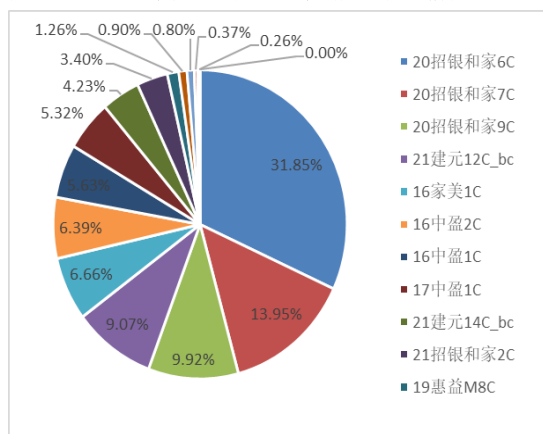
2024 年 RMBS 二级市场整体成交金额持续下滑，次级证券的成交规模亦有所下降。2024 年次级证券成交金额为 150.89 亿元，较上年下降 16.90%，但占整体成交金额的比例大幅增加，为 65.77%。从个券来看，“20 招银和家 6C”和“20 招银和家 7C”两个次级证券成交活跃，合计占次级证券总成交金额的比重约 46%；“20 招银和家 9C”和“21 建元 12C_bc”成交也相对活跃，合计占次级证券总成交金额的比重约 19%。

图表 17：优先级与次级证券成交金额及占比情况



数据来源：Wind、CNABS、DM，新世纪评级整理。

图表 18：2024 年次级证券二级市场成交占比情况



数据来源：Wind、CNABS、DM，新世纪评级整理。

三、存续 RMBS 产品的资产池特征与逾期表现

1. 入池资产仍然保持着“小而分散”特征，加权利率持续下行

截至 2024 年末，存续的 RMBS 共 212 单。其中，商业银行 RMBS 产品 207 单，资产池本金余额合计为 2481.10 亿元；住房公积金 RMBS 产品 5 单，资产池本金余额合计为 52.53 亿元。2024 年末，RMBS 产品的资产池笔数众多，依然具有极强的分散性。与封包日相比，随着入池时间的推移，基础资产的加权账龄变长、加权剩余期限变短。此外，随着 LPR 的下行且存量住房贷款利率下调，加权贷款利率明显下降，其中大型国有商业银行和城市商业银行 RMBS 资产池的加权贷款利率较封包日下降超 100BP，这会导致资产池与券端的超额利差下降。超额利差的降低会直接影响次级证券的收益水平，对于优先级证券而言，由于有前期累积的超额利差形成的较发行时期明显增厚的超额抵押和次级证券作为安全垫，优先级证券的信用风险依然较低。

2024 年 5 月 17 日，中国人民银行发布关于下调个人住房公积金贷款利率的通知，自 2024 年 5 月 18 日起下调个人住房公积金贷款利率 0.25 个百分点。对于 2024 年 5 月 18 日前发放的未到期个人住房公积金贷款，自 2025 年 1 月 1 日起执行调整后利率，故 2025 年住房公积金 RMBS 资产池的加权贷款利率会有明显下降。

图表 19：存续期内的商业银行 RMBS 基础资产池特征与封包日对比

明细	大型国有商业银行		全国性股份制银行		城市商业银行		农村商业银行	
	封包日	2024 年末	封包日	2024 年末	封包日	2024 年末	封包日	2024 年末
平均贷款笔数 (笔)	37651	8645	13542	6018	7677	4166	7388	2190
加权平均贷款 利率 (%)	4.88	3.69	4.64	3.64	4.97	3.78	4.59	3.63
加权平均账龄 (年)	3.85	9.64	4.72	9.76	3.33	8.42	3.64	10.03
加权平均剩余 期限 (年)	11.31	7.85	12.89	10.68	13.66	10.44	13.01	8.43

数据来源：受托机构报告，新世纪评级整理。

图表 20：存续期内的公积金 RMBS 基础资产池特征与封包日对比

明细	封包日	2024 年末
平均贷款笔数 (笔)	29291	8536
加权平均贷款利率 (%)	3.46	3.12
加权平均账龄 (年)	3.07	11.82
加权平均剩余期限 (年)	13.15	8.46

数据来源：受托机构报告，新世纪评级整理。

2. 累计逾期率保持在较低水平，城商行逾期表现分化较明显

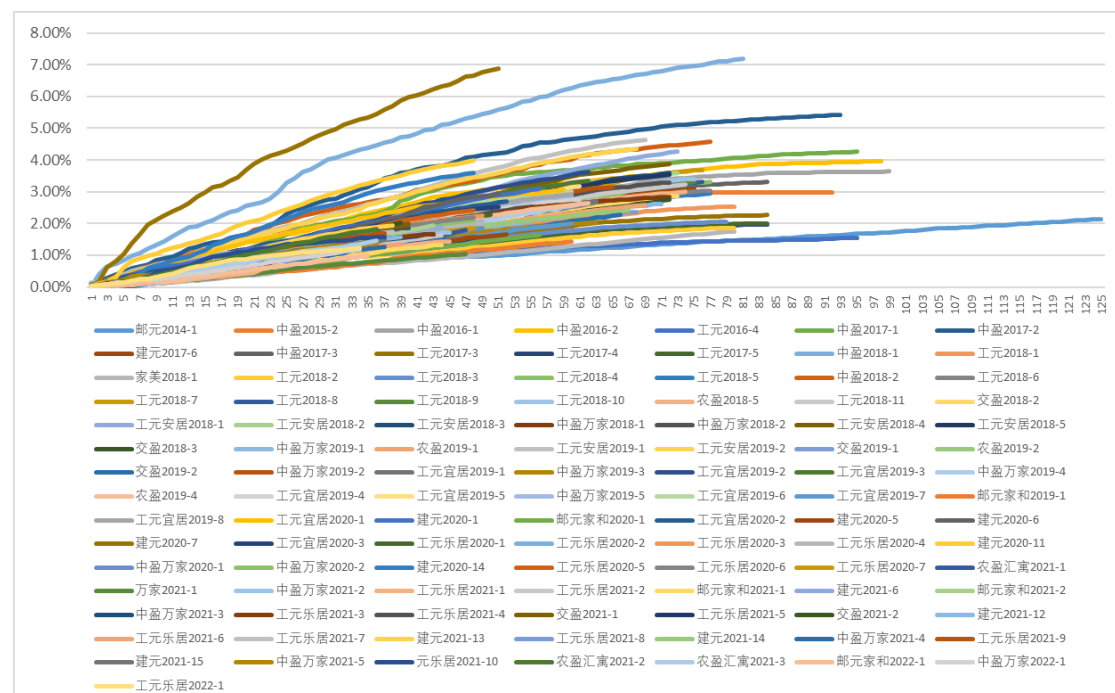
我们通过考察历史静态池数据中 31-60 天的累计逾期率⁶来分析存续中的 RMBS 产品的资产池的信用质量⁷。

从静态池数据来看，大型国有商业银行 RMBS 基础资产的信用表现很好，除个别几单（如中盈 2017-2、中盈 2018-1、建元 2020-7）累计逾期率增长较快，其余基础资产的累计逾期率增速保持稳定，经历较长的表现期后，依然维持在 5% 以内的水平。

⁶ 31-60 天累计逾期率=各表现期内逾期 31-60 天的逾期贷款余额之和/初始起算日的贷款余额。

⁷ 样本包括存续期的 106 单大型国有商业银行 RMBS、51 单全国性股份制商业银行 RMBS、33 单城市商业银行 RMBS 和 5 单住房公积金 RMBS。

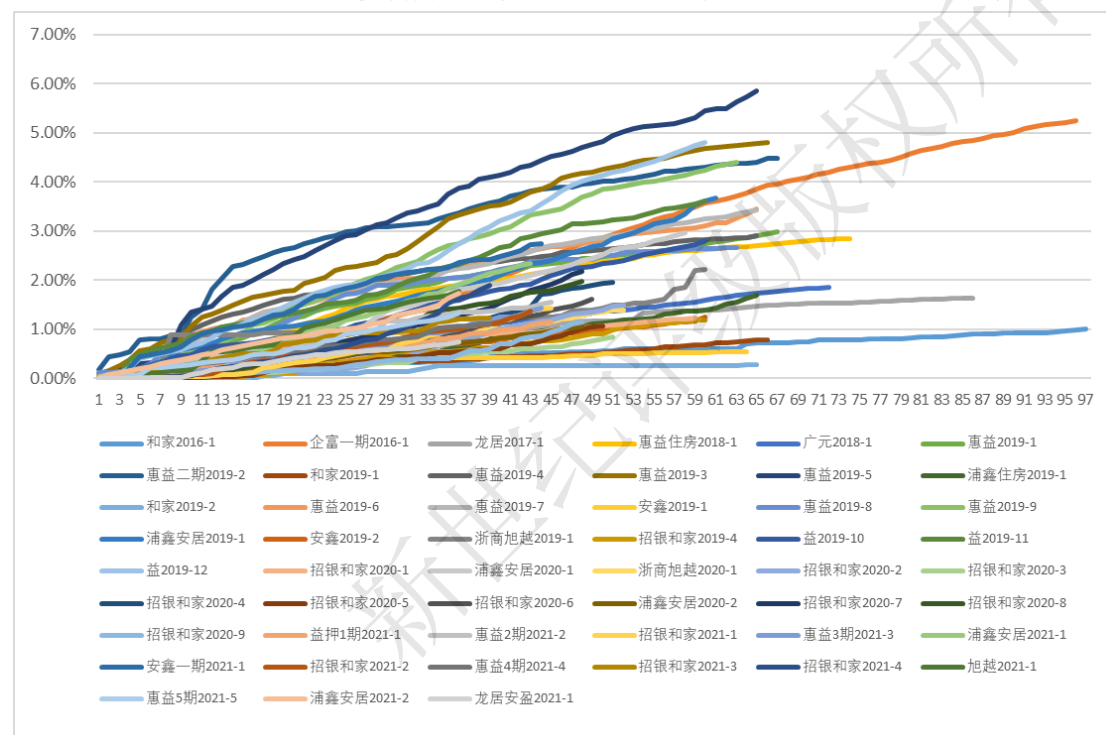
图表 21：大型国有商业银行 RMBS 基础资产 31-60 天的累计逾期率



数据来源：受托机构报告，新世纪评级整理。

全国性股份制商业银行 RMBS 基础资产的 31-60 天的累计逾期率很低，除民生银行的“企富 2015-1”和中信银行的“惠益 2019-5”外，其余累计逾期率均在 5%以内。

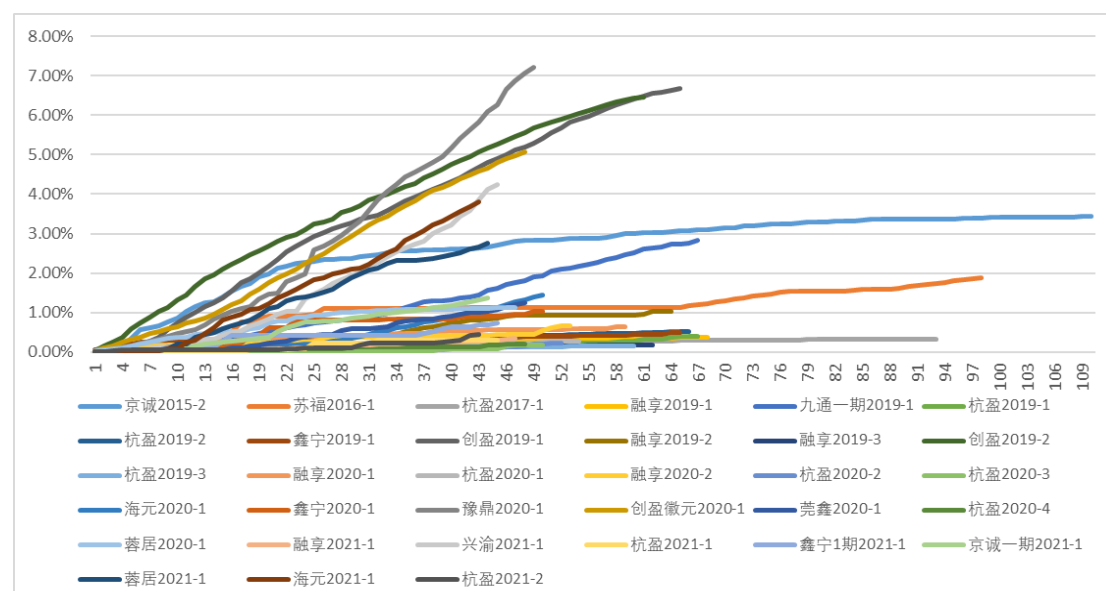
图表 22：全国性股份制商业银行 RMBS 基础资产 31-60 天的累计逾期率



数据来源：受托机构报告，新世纪评级整理。

城市商业银行 RMBS 基础资产的逾期表现分化更为明显。郑州银行的“豫鼎 2020-1”累计逾期率超过 7%，徽商银行的“创盈 2019-1”、“创盈 2019-2”、“创盈徽元 2020-1”和重庆三峡银行的“兴渝 2021-1”的累计逾期率增长较快，其余城市商业银行 RMBS 基础资产的 31-60 天累计逾期率均在 4% 以内。

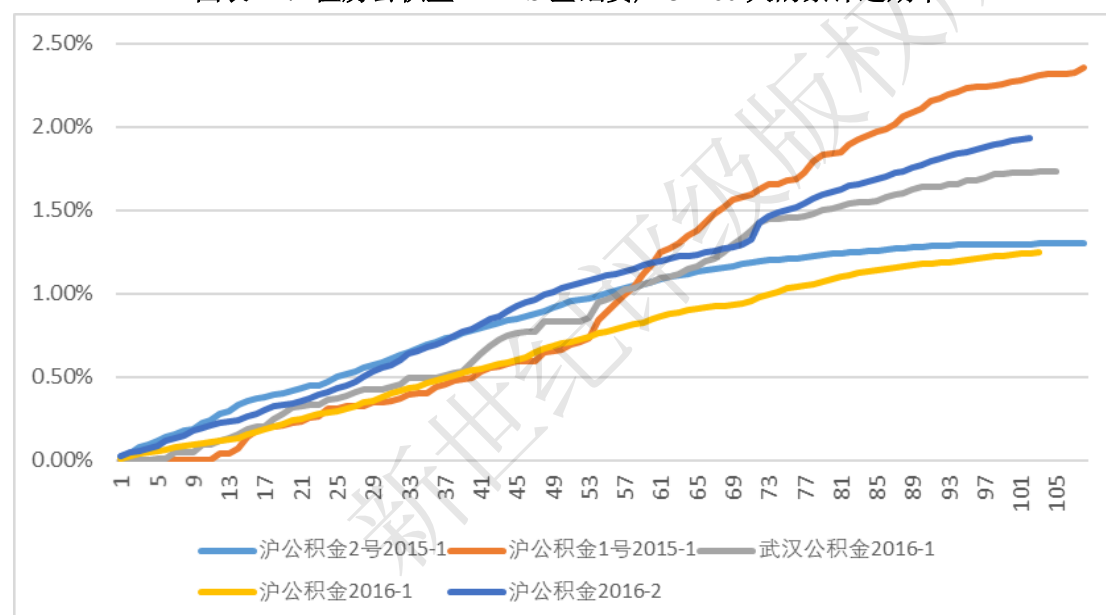
图表 23：城市商业银行 RMBS 基础资产 31-60 天的累计逾期率



数据来源：受托机构报告，新世纪评级整理。

住房公积金 RMBS 基础资产的 31-60 天累计逾期率极低，从累计逾期率来看，其基础资产的信用表现明显好于商业银行 RMBS。

图表 24：住房公积金 RMBS 基础资产 31-60 天的累计逾期率



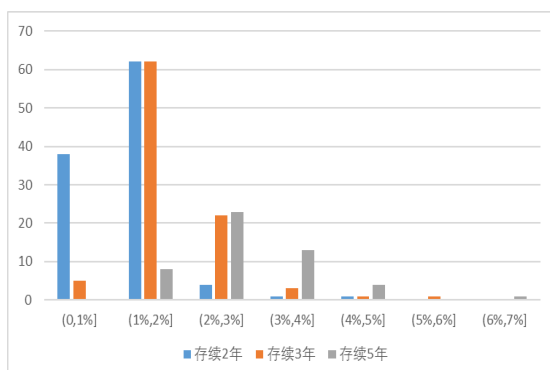
数据来源：受托机构报告，新世纪评级整理。

为了更直观的比较不同类型发起机构的逾期情况，我们分别统计了第 26 个表现期末、第 38 个表现期末和第 62 个表现期末，不同发起机构的累计逾期率分布情况。从分布来看，公积金中心 RMBS 基础资产的累计逾期率显著低于商业银行 RMBS，此外，我们还发现城市商业银行 RMBS 基础资产的累计逾期率低于大型国有商业银行。

公积金中心的逾期率表现优异很好理解，一方面是因为公积金中心的放贷标准更为严格，借款人信用质量更优；另一方面，公积金 RMBS 的借款人集中在上海和武汉，区域经济发达。关于城市商业银行 RMBS 较低的累计逾期率，一个合理的解释是，不同于大型国有商业银行，城市商业银行个贷业务基本在本省市内经营，基础资产借款人的地区集中度很高，而发行 RMBS 的城市商业银行主要集中在江浙沪等经济较为发达的地区，因此资产池逾期表现较为优异。

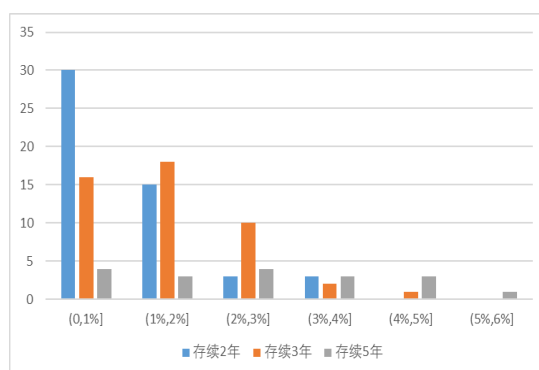
具体来看，在第 26 个表现期末，大型国有商业银行 31-60 天累计逾期率主要分布在 1%-2% 区间，而其他发起机构主要分布在 1% 以内。在第 38 个表现期末，大型国有商业银行和股份制商业银行 31-60 天累计逾期率主要分布在 1%-2% 区间，而城市商业银行依然集中分布在 1% 以内。在第 62 个表现期末，大型国有商业银行 31-60 天累计逾期率主要分布在 2%-3% 区间，城市商业银行仍主要分布在 1% 以内，公积金中心则分布在 1%-2% 区间。

图表 25: 31-60 天的累计逾期率分布情况（大型国有银行）



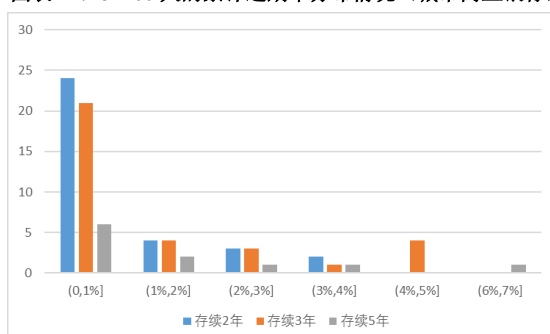
数据来源：受托机构报告，新世纪评级整理。

图表 26: 31-60 天的累计逾期率分布情况（股份制银行）



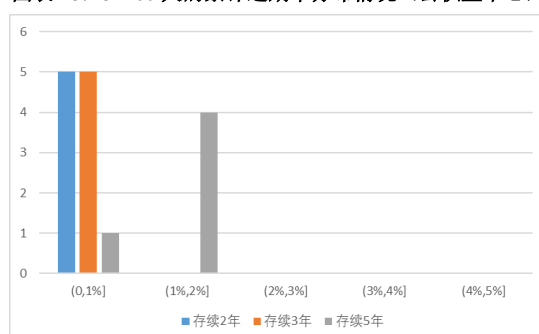
数据来源：受托机构报告，新世纪评级整理。

图表 27: 31-60 天的累计逾期率分布情况（城市商业银行）



数据来源：受托机构报告，新世纪评级整理。

图表 28: 31-60 天的累计逾期率分布情况（公积金中心）



数据来源：受托机构报告，新世纪评级整理。

3.本金余额大幅下降，商业银行 RMBS 基础资产的逾期比率继续攀升

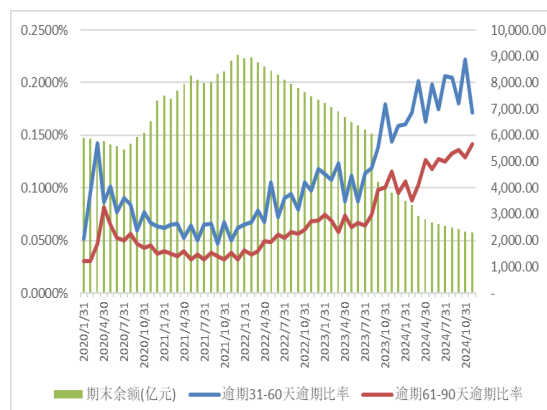
为了对比不同时点存续 RMBS 基础资产的逾期情况，本文基于上述样本，对 RMBS 基础资产的 31-60 天逾期比率⁸和 61-90 天逾期比率⁹的动态变化情况进行观察，分析 RMBS 基础资产不同时点的信用表现。

2024 年，随着资产池本金余额回落，商业银行 RMBS 基础资产的逾期比率整体呈上升趋势，31-60 天逾期比率和 61-90 天逾期比率分别在 10 月末和 11 月未到达高峰，逾期率分别为 0.2217%和 0.1412%。

⁸ 当月末逾期 31-60 天逾期比率=当月末各产品资产池逾期 31-60 天贷款余额之和/当月末各产品资产池贷款余额之和。

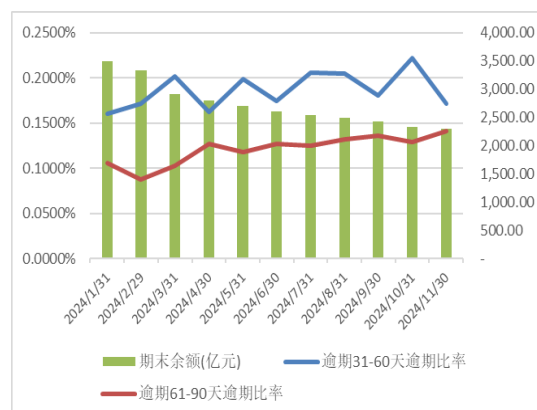
⁹ 当月末逾期 61-90 天逾期比率=当月末各产品资产池逾期 61-90 天贷款余额之和/当月末各产品资产池贷款余额之和。

图表 29：历年商业银行 RMBS 基础资产 31-60 天逾期比率及 61-90 天逾期比率



数据来源：受托机构报告，新世纪评级整理。

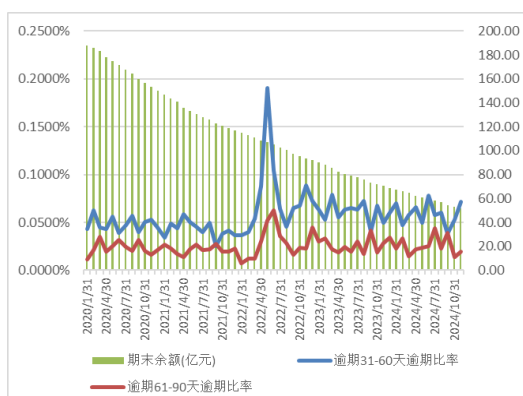
图表 30：2024 年商业银行 RMBS 基础资产 31-60 天逾期比率及 61-90 天逾期比率



数据来源：受托机构报告，新世纪评级整理。

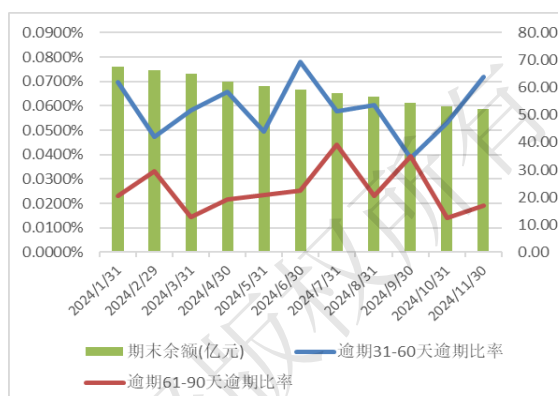
与商业银行 RMBS 不同，2024 年住房公积金 RMBS 基础资产的逾期比率与上年基本持平，31-60 天逾期比率和 61-90 天逾期比率的峰值分别在 6 月末和 7 月末，为 0.0780% 和 0.0442%。此外，2024 年，住房公积金 RMBS 的资产池余额也较为稳定，除了正常还款以外，未出现较大幅度的下降。

图表 31：历年住房公积金 RMBS 基础资产 31-60 天逾期比率及 61-90 天逾期比率



数据来源：受托机构报告，新世纪评级整理。

图表 32：2024 年住房公积金 RMBS 基础资产 31-60 天逾期比率及 61-90 天逾期比率



数据来源：受托机构报告，新世纪评级整理。

四、2025 年展望

展望 2025 年，房地产市场尚处于复苏的初期阶段，RMBS 市场未来的发行很大程度上取决于房地产行业的恢复进程及政策导向。

2024 年 9 月，央行第二次对存量房贷利率进行下调，一定程度缓释了首套房贷款利率和存量贷款利率差异对借款人选择提前还款的影响，预计 2025 年 RMBS 基础资产的早偿表现将恢复到合理区间。

在基础资产的信用表现方面，虽然受贷款本金余额下降影响，资产池的逾期比率有所上升，但累计逾期率依然保持在较低水平，我们对 RMBS 产品基础资产的信用表现保持乐观。

2025 年 1 月 1 日起，存量住房公积金贷款将执行调整后利率，2025 年住房公积金 RMBS 资产池的加权贷款利率会有明显下降。

新世纪评级版权所有

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。