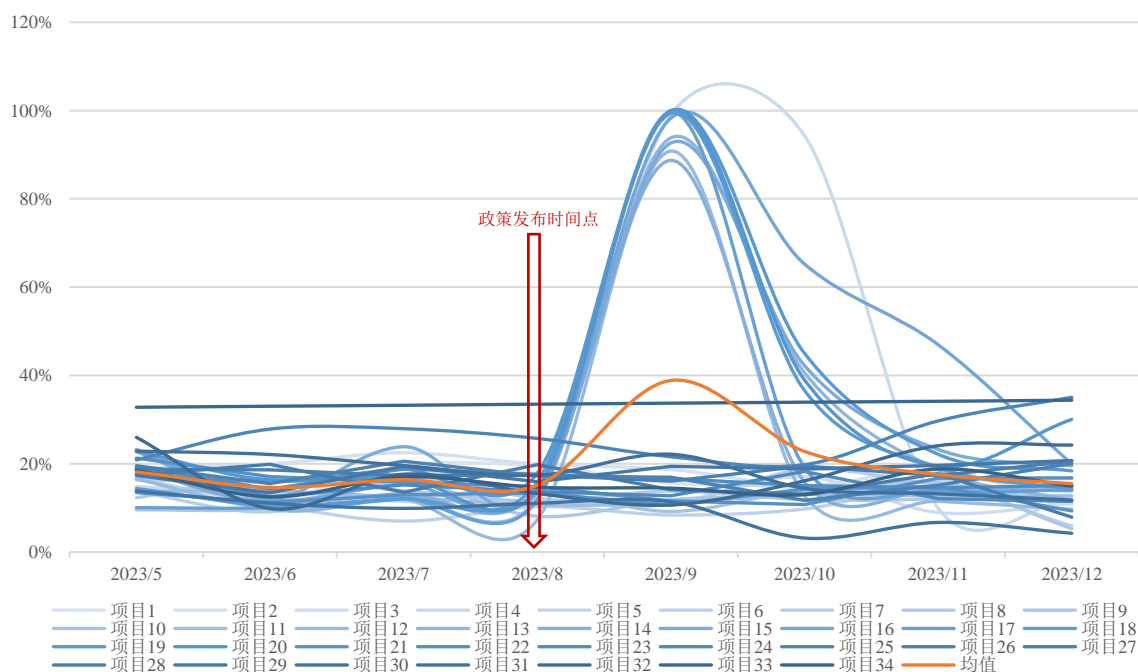


闲话 ABS | 存量按揭突发降息，你买的 RMBS 还好吗？

2024 年 9 月 29 日，中国人民银行发布一系列政策，第二次对存量房贷利率下调。在 2023 年存量房贷利率下调政策实行后，国内市场上存续的 RMBS 于当年九、十月份出现了“早偿潮”，短期内早偿金额近 2800 亿元，致使部分 RMBS 投资人遭受了意料之外的损失。那本次存量房贷利率下调后会不会也出现同样的结果呢？今天，小编就来跟老铁们聊一聊，用稳稳的按揭贷款设计出来的 RMBS 是不是一个稳稳的产品。

图表 1 2023 年存续 RMBS 年化 CPR 变化



一、本轮政策调整对 RMBS 信用风险的影响

1. 资产池利率变动分析

小编从 2024 年度跟踪项目中选取了截至发稿日优先级证券仍存续项目中的 28 单公开发行 RMBS 产品作为样本，基于各项目发起机构提供的截至 2024 年度资产池跟踪基准日的资产池信息，计算出样本 RMBS 产品资产池的加权平均贷款利率。具体利率分布如下表所示。

图表 2 样本 RMBS 产品资产池加权平均贷款利率（单位：%、单）

加权平均贷款利率	项目单数
(3.60,3.70]	2
(3.70,3.80]	2
(3.80,3.90]	1
(3.90,4.00]	6
(4.00,4.10]	7
(4.10,4.20]	8
(4.20,4.30]	2
合计	28

注：1.上表仅统计联合资信作为评级机构的部分 RMBS 项目，资产池数据统计时点为各项目基础资产跟踪基准日
资料来源：联合资信整理

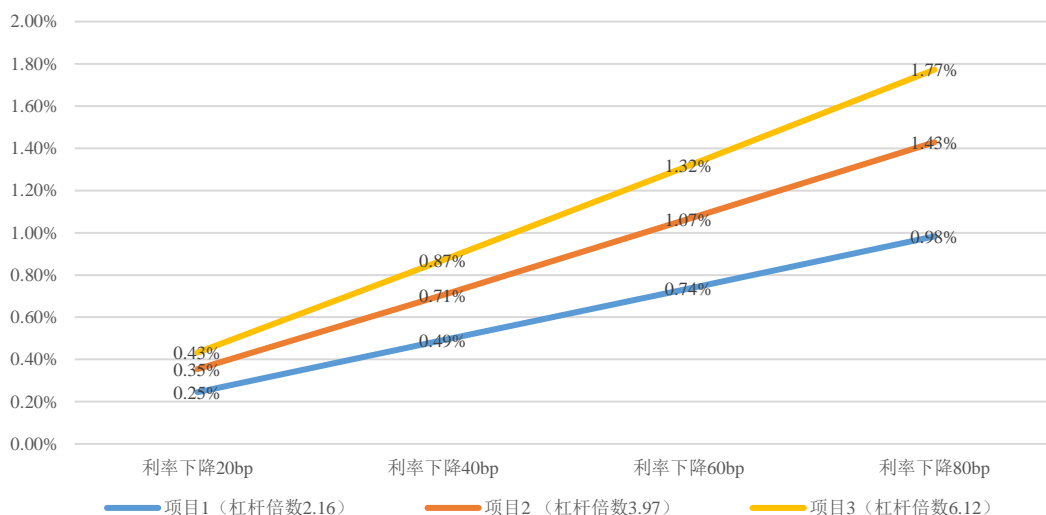
通过统计可得，若存量房贷利率降至不高于 LPR-30bp（即 3.55%）的水平，则绝大部分 RMBS 项目的加权平均贷款利率降幅将在 40bps 以上，降幅十分可观。

2. 资产池利率变化对于证券的影响

此次降低存量按揭贷款利率的同时，LPR 却保持不变，也即券端利率不会相应下调，这势必会缩减存续 RMBS 资产端与证券端的利差。优先级证券方面，本次政策降低利率的效果与 2023 年 9 月实行的政策有一定可比之处。经过小编测算，由于产品之前已经累积的超额利差，以及普遍已经比发行时明显增厚的次级证券安全垫，优先级证券信用风险仍极低，信用状况依然杠杠的。

所以，利差降低带来的风险都传递给了次级证券。小编分别选取了当前最新次级杠杆倍数（资产池规模/次级证券余额）为 2.16 倍、3.97 倍及 6.12 倍的项目，通过构建敏感性测试模型分别测算了不同利率降幅对于次级证券收益水平的影响。通过测算可得，次级证券收益水平与资产池利率降幅呈负相关关系，同时利率下调可能产生的影响与上篇文章分析结论基本一致。详情可见[《专项研究—2023 年 RMBS 产品存续期表现——优先级证券风险承受能力进一步提升，存量贷款利率下调对次级证券有不同程度的负面影响》](#)。

图表3 不同利率降低情景下次级证券 IRR 的降幅



注：测算时使用了如下假设：1、违约率采用跟踪时测算的基准违约率及分布；2、回收率统一采用 80%；3、早偿率统一采用 10%
资料来源：联合资信整理

二、本轮政策调整对 RMBS 投资人的影响

从上面的测算可以看到，本次存量按揭贷款降息政策对 RMBS 优先级证券的信用风险影响不大，但是，去年相同的政策调整为啥让有的投资人受了较大的影响呢？看过我们上周发布的[“闲话 ABS | 揭秘早偿风险：ABS 早偿风险全量化解析”](#)的老铁们一定知道，即使你买的券正常兑付完，也不保证你就能挣钱，极端情况下还会亏钱！对，就是因为早偿！事实上，RMBS 与市场上其他的 ABS 产品相比，最大的特点就是期限超长。按揭贷款一般被银行视为压箱底的优质资产，所以，我们一般不需要担心 RMBS 的信用风险，超预期的早偿才是投资人持有 RMBS 的最大风险！

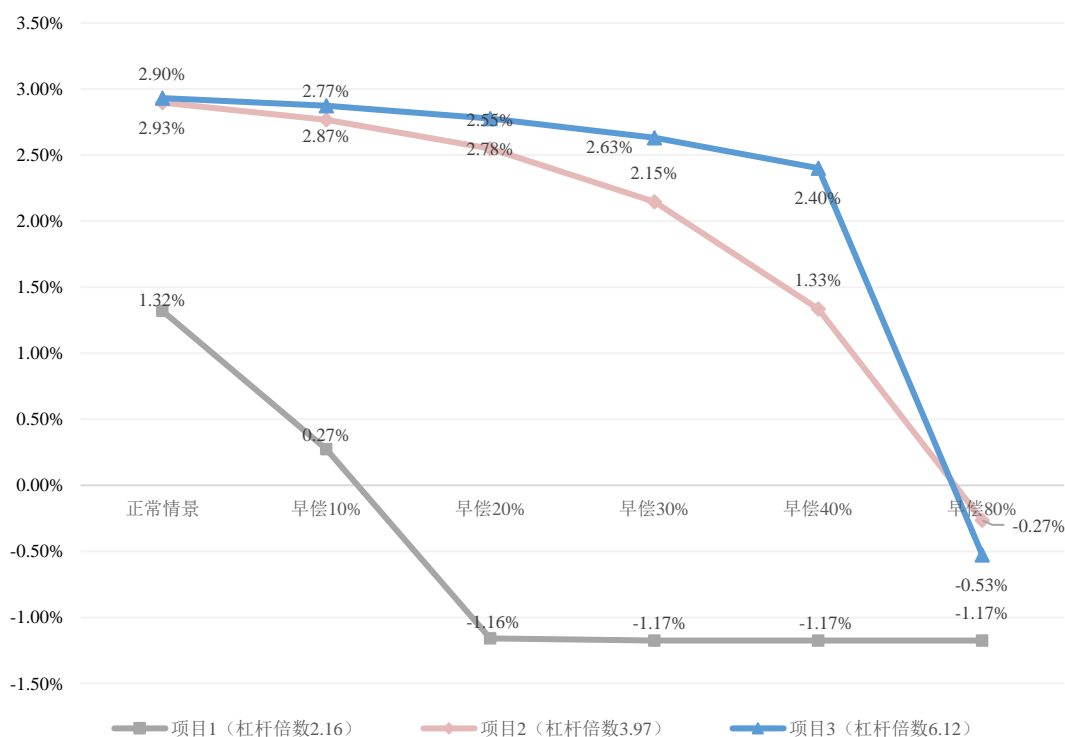
在美国 RMBS 市场，每月早偿率公布的日子都是交易员最为紧张的时刻。美国按揭贷款市场主要是固定贷款利率产品，按揭贷款利率下降、房产升值等因素往往会促使贷款人进行再融资（Refinance，等同国内转按揭），从而引发短时间大规模按揭贷款早偿，这在美国是非常普遍的金融现象。因此，美国市场早偿率波动性更强，二级交易市场也就更加“惊心动魄”。交易员 RMBS 交易的成败很大程度上取决于你与交易对手们对早偿率指标的认知和博弈。不同于美国 RMBS 市场，我国按揭贷款大多数采用挂钩 LPR 的浮动利率，每年调整一次。在 2023 年存量房贷利率进行政策调整前，也没有转按揭政策，所以按揭贷款的早偿比较分散、平稳，未出现过短期大规模早偿现象。

1. 本次政策调整可能引起的早偿率变化对于 IRR 的影响

根据最新政策，除贷款利率直接下调外，存量房贷利率还可能通过转按揭以贷款置换的方式完成实质下调。虽然两种方式均可以减轻借款人的债务负担，但对于 RMBS 来说却是冰火两重天！如底层贷款借款人选择利率下调方式，则利率降低后其早偿意愿将随之下降，RMBS 整体早偿率将保持稳定；如借款人选择转按揭方式，则入池贷款将一次结清，短期内大幅提高 RMBS 的早偿率。按照以六大行为首的各家商业银行公布的存量房贷利率调整细

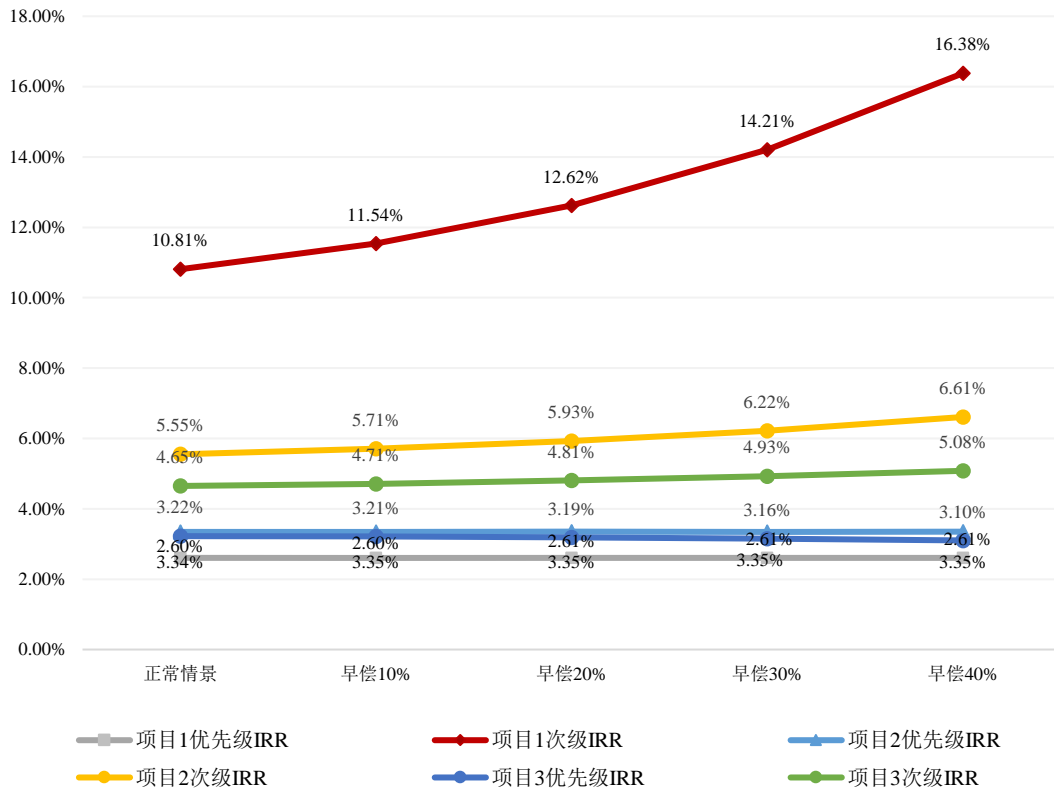
则，大部分银行会以批量自动下调利率的方式完成存量按揭利率下调。由于现在存量按揭下调利率的方式并不完全由借款人决定，所以小编也无法肯定这次会不会出现去年那样的早偿情况，只能通过假设测算给各位老铁模拟可能出现的情况。小编仍然选取了前述三个项目，首先测算了对于溢价买入型投资者不同早偿率水平对优先级证券收益水平的影响；随后测算了对于持有型投资者不同早偿率水平对优先级证券和次级证券收益水平的影响。测算假设见图表注释。

图表 4 溢价买入的 RMBS 不同早偿情景下优先级证券到期收益率（IRR）表现



注：测算时使用了如下假设：1、违约率采用跟踪时测算的基准违约率及分布，单笔资产利率采取前文调降后的数值，回收率统一采用 80%；2、证券兑付利率采取跟踪时的最新数值；3、各项目买入时点为 2024 年 7 月底，买入价格为近一年 RMBS 优先级证券估值中位数 100.89 元；4、早偿率波动指 2024 年 10 月单月早偿水平，其余时段早偿率设定为年化 10%；5、收益率相同系不同假设情境下优先级证券均已于 2024 年 10 月兑付完毕
资料来源：联合资信整理

图表 5 一级持有的 RMBS 不同早偿情景下到期收益率（IRR）表现



注：测算时使用了如下假设：1、违约率采用跟踪时测算的基准违约率及分布，单笔资产利率采取前文调降后的数值，回收率统一采用 80%；2、证券兑付利率采取跟踪时的最新数值；3、测算时点为各项目 2024 年资产池跟踪基准日；4、早偿率波动指 2024 年 10 月单月早偿水平，其余时段早偿率设定为年化 10%
资料来源：联合资信整理

通过测算可得，尽管强假设的测算条件下，并不能真实反映单个证券的 IRR 变化情况，但从中可以看出，早偿率的变化对于 IRR 的影响非常明显。尤其是对于溢价买入型投资者，早偿会使原本的定价失效，突然打断产品兑现溢价的正常过程，使得产品在溢价还未追平之前就早早结束。根据不同的买入时点和不同的溢价买入价格，早偿风险可能会对投资人产生不同的影响，一个不小心拿不到利息收入不说，还可能直接损失溢价的部分本金，可谓是丢了西瓜还没捡到芝麻。看到这里可能有经验的老铁也看到了商机，如果我们能够“拿捏”早偿率，不就可以通过二级市场交易赚的盆满钵满了？那么早偿率是否能够精准的预测呢？

2. 可能影响 RMBS 早偿率的因素

很遗憾，目前早偿率的“真心”还是像城堡里的公主一样难以追求，市场上关于早偿率的预测还没有成熟的模型或理论。这是由于影响早偿率的因素很多，且很多情况会突然出现，例如关于我国即将实行的转按揭政策，其实际执行方案、涉及的范围和落地的速度都将极大程度的影响短期内 RMBS 产品的早偿率，进而影响证券估值与收益。

除此外，在日常生活中还可能影响短期早偿率的情况包括不限于：借款人有换房需求，卖房前需结清住房抵押贷款，进而早偿贷款；在法律允许的范围内使用各种更低成本的资金对高息住房抵押贷款进行置换，转按揭就是其中的一种方式；根据投资收益情况决定是否早偿，当投资收益低时，更可能选择早偿行为，等等等等。我们可以发现对于单独的个体，早

偿的情况已经十分复杂。而针对长期、宏观的早偿率预测更难以把握。想要通过二级交易 RMBS 产品获得收益的投资人，还需要持续磨练自己对于市场的“火眼金睛”。