

我国个人住房抵押贷款资产证券化与信用违约互换的发展展望

研发部/周美玲 何金中

个人住房抵押贷款资产证券化（RMBS）作为国外主流证券化产品之一，在国内的市场规模则较小，受次贷危机影响，其发展进程明显滞后于国内主流证券化产品，但得益于政府及监管层的积极推动，近期发展速度明显加快。我国个人住房抵押贷款存量规模巨大，资产质量高，RMBS 市场空间巨大。

信用违约互换（CDS）是一种对冲信用风险的信用衍生工具，但由于 CDS 卖方卖出 CDS 时无需计提准备金，CDS 买方买入 CDS 时无需实际持有标的资产，导致 CDS 市场存在大量投机交易，风险被放大，在危机期间饱受争议。现阶段，国内债券市场信用风险事件频繁爆发，监管层与投资者都在积极推动和探索信用衍生工具，CDS 是其中重要的一种。深入学习和研究 CDS，借鉴国外成熟市场发展经验，对我国债券市场平稳健康发展具有积极意义。国内 RMBS 市场空间巨大，是非常合适的 CDS 参照标的资产之一，在发展 RMBS 的同时，积极探索 CDS，既有利于 RMBS 市场的平稳健康发展，又可为国内 CDS 市场全面发展积累宝贵经验。

一、我国 RMBS 发展历程

RMBS 作为信贷资产证券化产品种类之一，其发展历程伴随着信贷资产证券化的发展而发展。我国信贷资产证券化发展历程大致可分试点、扩大试点、停滞期、重启和快速发展期五个阶段。

1. 试点阶段

2005 年 4 月~2007 年 3 月。2005 年 4 月，央行、银监会颁布实施《信贷资产证券化试点工作管理办法》，我国信贷资产证券化序幕正式拉开。2005 年 5 月，建设部发布《关于个人住房抵押贷款资产证券化涉及的抵押权变更登记有关问题的试行通知》，该通知为 RMBS 的抵押资产过户提供了操作依据。在此阶段，我国第一单 RMBS 产品《建元 2005 年第一期个人住房抵押贷款资产支持证券》成功发行，发行总规模 30.17 亿元。

2. 扩大试点阶段

2007 年 4 月~2008 年底。2007 年 4 月，在前期试点取得了阶段性成果情况下，国务院下达关于信贷资产证券化扩大试点的批复，扩大试点正式开始。此阶段，发行主体扩围至包含政策性银行、国有商业银行、股份制商业银行、资产管理公司和汽车金融公司等金融机构、基础资产也由简单的信贷资产和个人住房抵

押贷款扩展到不良资产证券化和个人汽车抵押贷款等。在此阶段，我国第二单 RMBS 产品《建元 2007 年第一期个人住房抵押贷款资产支持证券》成功发行，发行总规模 41.61 亿元。

3. 停滞期

2009 年初~2011 年 7 月。由于次贷危机爆发，监管机构出于审慎性原则和对证券化风险的担忧，暂停了信贷资产证券化的审批，信贷资产证券化发展进入了长达近 3 年的停滞期。次贷危机的爆发，对我国 RMBS 发展的影响远深于其他种类资产证券化产品。

整个试点阶段，我国资产证券化的发展与国外相比，有三个方面特点。

第一，市场规模非常小。截至 2011 年末，美国债券市场总存量 22.43 万亿美元，其中国债 9.93 万亿美元，证券化产品总存量 10.26 万亿美元，证券化产品存量与国债相当。同期，国内债券市场总存量 36.62 万亿元，国债存量 9.93 万亿元，而证券化产品发行总量仅 747 亿元，市场规模非常小。

第二，证券化产品以 CLO 为主。截至 2011 年末，CLO 产品发行总额占证券化产品发行总额的比例为 59.17%，较其他类证券化产品最高，主要有以下三个方面原因：首先，在我国信贷资产中，一般贷款占绝对比重，截至 2011 年末，银行信贷资产中一般贷款占比为 79.9%，而住房按揭贷款、信用卡和汽车贷款占比相对较少，分别为 14.9%、2.0%和 0.3%。其次，从业务调整方面，商业银行对一般贷款进行证券化的动力相对其他信贷资产更强。再者，在现阶段，我国个人住房抵押贷款的资产质量通常高于一般企业贷款，银行缺乏把“好资产”进行证券化的动力。

第三，二级市场严重缺乏流动性。商业银行是资产支持证券的主要持有者，作为资产配置，其目的是为获得投资收益，缺乏短期交易动机，同时，证券化产品市场规模小，缺乏交易空间。2011 年，我国证券化产品二级市场总成交量仅 0.9 亿元，远低于同期短期融资券和中期票据 5.12 万亿元及 12.28 万亿元的成交量。

4. 重启阶段

2011 年 8 月~2013 年 7 月。2011 年，资产证券化被写入“十二五”规划，稳步推进资产证券化成为我国加快建设多层次金融市场体系的重要内容。2011 年 8 月，国务院批准信贷资产证券化继续扩大试点，央行研究扩大中小企业信贷资产证券化实施方案，信贷资产证券化开始重启。2012 年 5 月，央行、银监会和财政部联合下发《关于进一步扩大信贷资产证券化试点有关事项的通知》，额

度 500 亿元。值得注意的是，此阶段 RMBS 并未随着信贷资产证券化同时启动，可见，管层对于 RMBS 发展仍持谨慎态度。

5. 快速发展阶段

2013 年 8 月至今。2013 年 8 月，国务院常务会议提出，进一步扩大信贷资产证券化试点规模，试点总额达 4000 亿元，标志着我国信贷资产证券化进入快速发展期。2014 年 1 月，央行、银监会下发《关于进一步规范信贷资产证券化发起机构风险自留行为》，信贷资产证券化风险自留要求显著降低，银行发行证券化产品的积极性提高。2014 年 7 月，时隔 7 年，《邮元 2014 年第一期个人住房抵押贷款资产支持证券》成功发行，发行总额 68.14 亿元。2014 年 9 月，央行、银监会联合下发《进一步做好住房金融服务工作的通知》，并提出“鼓励银行业金融机构通过发行住房抵押贷款支持证券”，推动 RMBS 发展的步伐开始加快。2014 年 11 月，银监会提出将信贷资产证券化业务从审批制改为备案制，2015 年 4 月，央行正式推行信贷资产证券化注册制。2015 年 5 月，国务院常务会议决定，新增 5000 亿信贷资产证券化试点规模，市场进入爆发式增长期。2015 年 5 月，交易商协会发布《个人住房抵押贷款资产证券化产品的信息披露指引（试行）》，RMBS 发展明显加快。2015 年 12 月，RMBS 基础资产由商业贷款扩展到公积金贷款，我国第一单个人住房公积金 RMBS 产品《沪公积金 2015 年第一期 1 号个人住房贷款资产支持证券》成功发行。

与之前相比，重启后，我国证券化市场发展呈现了四个新的特点。

第一，基础资产种类增多。重启后，监管层不断鼓励金融机构选择符合条件的国家重大基础设施项目贷款、涉农贷款、中小企业贷款、经清理合规的地方政府融资平台公司贷款、节能减排贷款、战略性新兴产业贷款、文化创意产业贷款、保障性安居工程贷款、汽车贷款等多元化信贷资产作为基础资产，同时，各大商业银行可以按照自身特色选择合适的基础资产种类上报，入池资产的选择只要兼顾收益性和产业政策导向性，有稳定可预期的未来现金流即可。

第二，证券化市场参与主体范围扩大。符合条件的金融机构均可以参与信贷资产证券化业务，投资者范围由银行机构扩大至非银行机构投资者，如保险公司、证券投资基金、企业年金和全国社保基金等。

第三，交易结构增加新的审慎性规定。重启后，证券化交易结构虽仍延续前期“银行机构作为发起机构—将信贷资产信托给受托机构—由受托机构以受托资产在银行间市场向投资机构发行受益证券”的模式，但基于前期试点及国际经验，监管层新增加了两大审慎性安排：一是为防范道德风险，建立了风险自留机制，且自留机制安排经历了由“要求发起机构持有由其发起的每一单资产证券化中的

最低档次资产支持证券的一定比例，该比例原则上不得低于每一单全部资产支持证券发行规模的 5%”到“要求发起机构应持有由其发起的每一单资产支持证券的比例不得低于发行总规模的 5%，同时自留最低档次的比例也不得低于最低档次发行规模的 5%”的变化，在防范道德风险的基础上提升了发起机构动力。二是双评级，要求资产支持证券在全国银行间债券市场发行与交易初始评级应当聘请两家具有评级资质的资信评级机构同时出具资产支持证券信用评级报告。

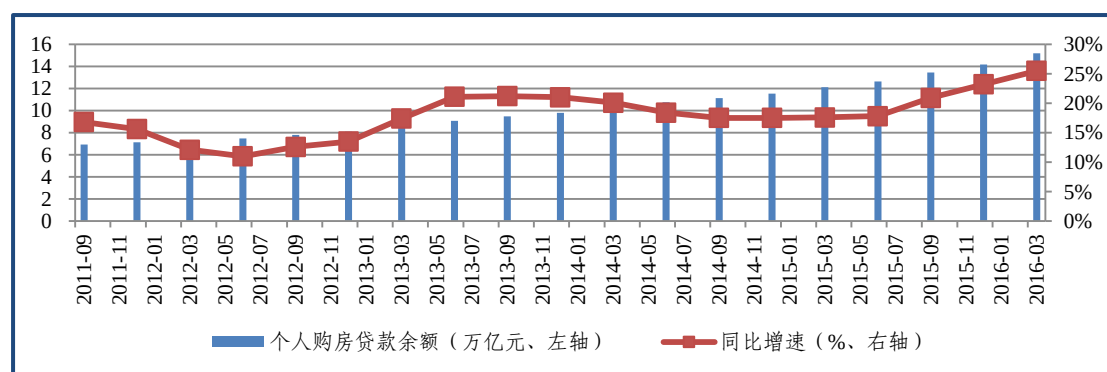
第四，RMBS 的发展不断加快。2014~2015 年及 2016 年第一季度，RMBS 发行规模占信贷资产证券化产品发行规模的比例不断上升，分别为 2.41%、8.08% 和 12.05%。

二、我国个人住房抵押贷款及 RMBS 发行概况

1995 年，央行发布《商业银行自营住房贷款管理暂行办法》，标志着我国住房抵押贷款业务发展步入正轨。截至 2015 年末，我国个人购房贷款余额 14.18 万亿元，同比增长 23.20%。若按国外 20%的比例进行证券化计算，我国 RMBS 市场规模可达 2.84 万亿元，后期发展空间巨大。

1.我国个人住房抵押贷款概况

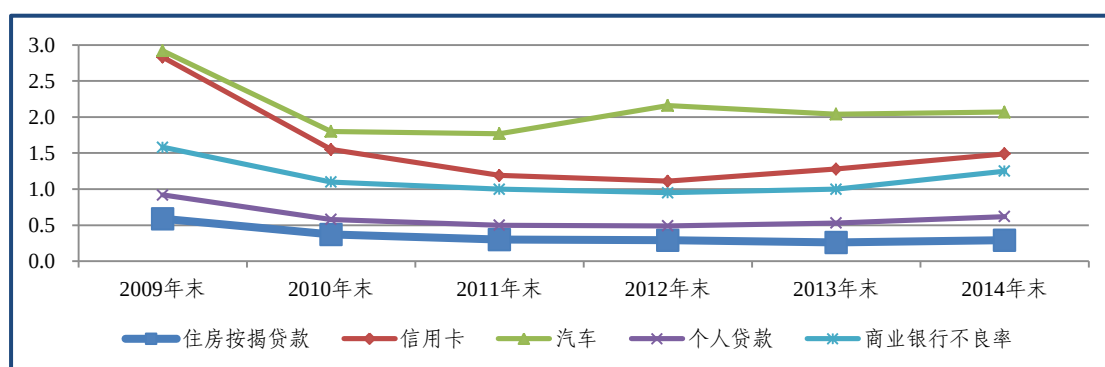
图表 1 我国个人购房贷款余额及增速



数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

我国个人住房抵押贷款资产质量较好，与信用卡、汽贷、个人贷款不良率及商业银行不良率相比，个人住房按揭贷款不良率持续为最低。2014 年末，我国个人住房抵押按揭不良率仅 0.29%、而同期信用卡、汽贷、个贷及商业银行不良率分别为 1.49%、2.07%、0.62%和 1.25%，但值得注意的是，与 2013 年相比，个人住房抵押按揭贷款的不良率小幅上升。

图表 2 个人住房按揭贷款不良情况（单位：%）



数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

2.已发行 RMBS 产品基础资产特征

截至 2016 年 4 月末，我国 RMBS 共发行 17 单，发行总额 524.10 亿元，处置个人住房抵押贷款 526.72 亿元。对已发行的 RMBS 产品基础资产池进行梳理发现以下特点：

第一，基础资产分散度非常高，大部分 RMBS 产品基础资产笔数在 5000 笔到几万笔，单笔资产占比低。

第二，基础资产剩余期限长，已发行 RMBS 基础资产池加权平均剩余期限最短为 5.18 年，最长达 16.58 年，远长于其他类型证券化产品基础资产池剩余期限。

第三，基础资产均由个人房产提供抵押增信，且以新房为主，加权平均初始贷款价值在 50%以下，新房抵押占比 70%以上。

第四，基础资产贷款利率低，资产池加权平均贷款利率几乎都低于 6%，最低仅 3.81%，远低于其他类型信贷资产证券化产品，导致已发行 RMBS 产品几乎无超额利差。

第五，基础资产均为浮动利率贷款，由于贷款期限长，贷款利率水平每年调整，这也导致已发行 RMBS 优先档产品基本为浮动利率证券。

第六，地区集中度高，较易受区域经济环境影响。实际业务中，基础资产一般是银行某个地区或某几个地区的房贷资产，地区集中度高不可避免，特别是公积金类 RMBS，地区集中度 100%。

第七，基础资产几乎全为正常类贷款，除《建元 2007 年第一期个人住房抵押贷款资产支持证券》基础资产包含 1.26%的关注类贷款外，其余均为 100%正常类贷款。

3.已发行 RMBS 产品增信措施

结构化证券产品的增信方式主要有优先次级结构安排、偿付结构安排、储备账户设置、触发机制、超额抵押、超额利差和差额支付承诺等。通过对已发行

RMBS 产品增信措施进行梳理发现，均为以优先次级结构安排为主，辅以信用触发机制和信托储备账户等内部增信措施。信用触发机制大致分两种情况：一是基础资产发生信用风险时触发加速清偿；另一种是服务机构发生信用风险时触发加速清偿。与其他证券化产品相比，RMBS 则相对较少采用超额抵押和超额利差的内部增信。

与国内相比，国外 RMBS 产品增信措施则相对较丰富，如保险和信用违约互换（CDS）等外部增信措施。保险与外部担保不同的是，一般情况下，保险会对保额设置一定限制，如定额上限或贷款额度比等。保险是针对基础资产的增信措施，而 CDS 则是直接针对 RMBS 产品的外部增信措施。

4.RMBS 产品主要风险特征

与其他证券化产品相比，RMBS 具有以下五大风险特征：

第一，RMBS 的信用基础为个人，评估个人信用风险较困难。

第二，基础资产剩余期限长，风险暴露时间长，且可能会跨越若干经济周期，因而 RMBS 基础资产的预期损失的不确定性较大，评估资产支持证券信用风险的难度比其他证券化产品大。

第三，提前偿还风险大，住房抵押贷款最长期限可达 30 年，借款人因收入、房价和利率等因素影响而提前还清贷款，导致资产池损失部分利息收入，但同时又降低了贷款的违约风险，因此需对提前还款风险做具体分析。

第四，对贷款服务机构的尽职能力要求较高，若贷款违约，则需要贷款服务机构对贷款进行催收或处置抵押物，由于抵押物为个人住房，属不动产，处置难度较大且成本较高，因此需要贷款服务机构有较强的尽职能力。

第五，易受行业及宏观经济影响，当宏观经济下行，借款人收入下降，若房价大幅下跌，房产价值不足贷款余额时，可能导致借款人集中违约，基础资产信用质量可能急剧恶化。

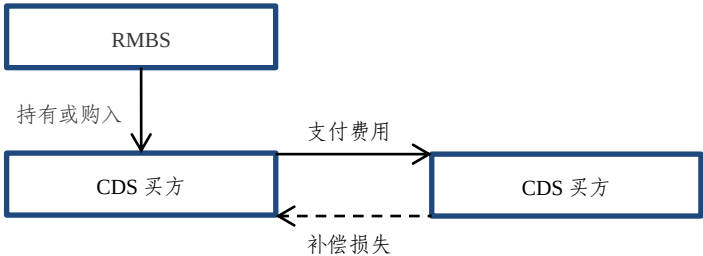
三、CDS 在 RMBS 中的应用

1.CDS 的定义与应用

CDS 是一种金融互换协议，是两个交易对手之间的信用衍生合约。信用违约互换交易双方分为信用保护买方和信用保护卖方，信用保护买方定期向信用保护卖方支付一定费用以换取信用保护卖方对参考标的信用保护作为回报，如果参考标的违约或发生双方约定的信用事件时，信用保护买方可获得赔偿。例如，某一 RMBS 资产持有者买入以该 RMBS 资产为参考标的 CDS 合约，定期向 CDS 卖方支付费用，当 RMBS 到期时未发生约定信用事件时，CDS 买方定期付出费用，CDS 卖方获得费用收入；当 RMBS 到期时或到期前发生约定信用事件，CDS

买方付出费用，获得损失赔偿，CDS 卖方获得费用收入，付出赔偿弥补买方损失。

图表 3 CDS 交易结构图



2.CDS 与保险的不同之处

CDS 与保险合同有明显的相似性，因为都是保护买方支付费用，若发生约定事件，保护买方将会获得赔偿。然而，CDS 与保险也存在很多显著差异。

第一，资产关联性不同，对于保险而言，投保人与被保险人或者被保险的财产如房产、汽车等，都有确定关联关系，而且，在保险规定范围内，参保资产保额是确定的，而 CDS 买方并不需要真正持有标的资产，这也是在次贷危机期间投机者可以大量买入 CDS 的重要原因。

第二，风险披露要求不同，保险要求买方披露所有已知风险，保险公司也会对投保资产进行评估，而 CDS 买方则不需要，合同要素条款都已标准化。

第三，风控方式不同，保险公司在每卖出一份保险时都需要计提损失准备金，占用一定资本，需维持一定量的储备金，而 CDS 卖方则不需计提资金储备，因为 CDS 没有这方面的监管要求，这也是次贷危机时，CDS 卖方破产的一个重要原因。

第四，解约方式不同，保险买方可通过停止支付保费来终止合同，而 CDS 合同需要双方解约。

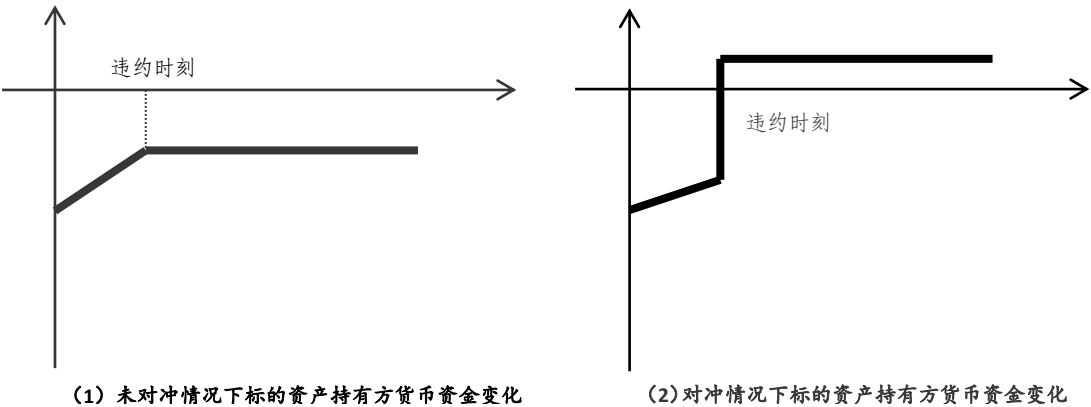
当然，CDS 与保险还有一些其他方面的差异，如会计处理方式等。

3.CDS 的功能

对冲功能是 CDS 最基础也是最重要的功能之一。例如投资者持有某标的资产 RMBS，买入相应的 CDS，若发生约定信用事件，可以有效降低投资者损失。我们可以通过投资者货币资金的变化曲线直观反映出 CDS 的对冲风险功能。第一种情况，若标的资产持有方在买入标的资产时未买入 CDS 进行对冲，其资金水平将随着利息收入流入而不断上升，当标的资产发生违约时（假设 0 回收情景下），资金水平将不再变动而持续处于亏损状态。第二种情况，若标的资产持有方在买入标的资产时买入 CDS 进行对冲，其资金水平将随着利息收入流入而不断上升，但由于需要同时定期支付 CDS 费用，资金水平上升速度要小于未对冲

情景下，当标的资产发生违约时（假设 0 回收情景下），投资者将获得 CDS 卖方的损失补偿，资金水平将上升至正的水平且有一定盈利。

图表 4 投资者货币资金变化曲线



投机功能是目前 CDS 市场规模庞大的主要原因，由于 CDS 买方无需实际持有标的资产，投资者通过预测 CDS 利差变化、标的资产信用质量变化等来获利。CDS 买方并不持有标的资产的交易称为无实体信用违约互换，在 CDS 市场中预计占比 80% 以上。此外，大量的 CDS 卖空也被视为对赌，由于无实体信用违约互换是虚构的，出售无限制，所以，信用违约互换的交易总额远远超过市场上真实存在的标的资产，因此，违约风险被放大，在次贷危机爆发后，市场批评人士呼吁无实体信用违约互换应被禁止。但不可否认的是，投机为 CDS 市场提供了充裕的流动性，对市场发展也具有一定积极意义。

套利交易在 CDS 交易市场中占比较小，投资者主要利用市场低效，例如市场对标的资产发行人资本定价及 CDS 利差定价不对等情况进行套利，获取价差收益。

四、我国 RMBS 与 CDS 的发展展望

1. 我国 RMBS 发展展望

现阶段，我国 RMBS 市场规模仍非常小，但从我国个人住房抵押贷款存量规模看，后期市场发展空间巨大。从国外经验看，政府的积极推动是 RMBS 市场规模快速扩张的重要动力来源，美国 RMBS 发展初期政府成立的联邦住宅管理局和退伍军人管理局，后期成立的房利美、房地美、吉利美等，都在很大程度上促进了美国 RMBS 市场的快速发展。目前，国内政府乃至监管层都在积极推动 RMBS 市场发展。

对于未来 RMBS 的发展，我们仍需重点关注以下三个方面：第一，我们仍关注住房抵押贷款人信用状况，特别是以产能过剩行业为地方经济支柱产业的地

区和城市,从基础资产笔数及单笔贷款规模看,RMBS 具有很好的分散性,但是,从区域角度来讲,地区集中度较高,区域集中度风险需要关注。第二,利率变化, RMBS 的投资期限较长,利率的变化预期会对借款人提前还款的可能性、还款能力以及投资者的收益产生直接影响。第三,房价波动,房价下跌幅度若超过贷款人的承受范围,将直接影响基础资产的违约率,对于房价“永远涨”的主观预期,应保持敬畏和警惕之心。

2.我国 CDS 发展展望

2015 年 12 月,发改委已正式下发《关于简化企业债券申报程序加强风险防范和改革监管方式的意见》,鼓励机构探索债券信用保险,探索发展信用违约互换(CDS)。2016 年 3 月,市场盛传央行正牵头外汇交易中心研究在银行间债券市场推出 CDS,在债券市场信用风险频繁爆发的今天,市场对 CDS 的需求意愿不断增强。

在推进国内 CDS 市场发展时,我们应积极借鉴国外成熟市场发展经验。第一,监管层应加快与 CDS 相关的法律法规建设,标准协议文本框架的建设等。良好的制度建设是 CDS 市场健康发展的重要基础,我们非常关注我国 CDS 的推出是否允许无实体信用违约互换。无实体信用违约互换如同双刃剑,一方面为市场提供了充裕的流动性,另一方面也极度放大了风险。无实体信用违约互换在次贷危机期间也饱受争议,在希腊金融危机期间,欧洲一些政客也指责无实体信用违约互换的买方使得希腊金融危机变得更加严重。

第二,应高度重视 CDS 卖方信用风险的监控。CDS 卖方自身的信用直接影响其履约能力,当发生 CDS 约定的信用事件时,CDS 卖方应有足够的资本支付 CDS 买方损失,在次贷危机期间,由于 CDS 卖方无需计提资本准备,面临大量 CDS 履约时出现破产而引发系统性风险。

第三,应注意衍生产品的风险隔离,衍生产品往往具有高杠杆、信息不对称等特点,其风险相对常规信用产品更高,应进行风险隔离,防止风险扩散至其他业务。