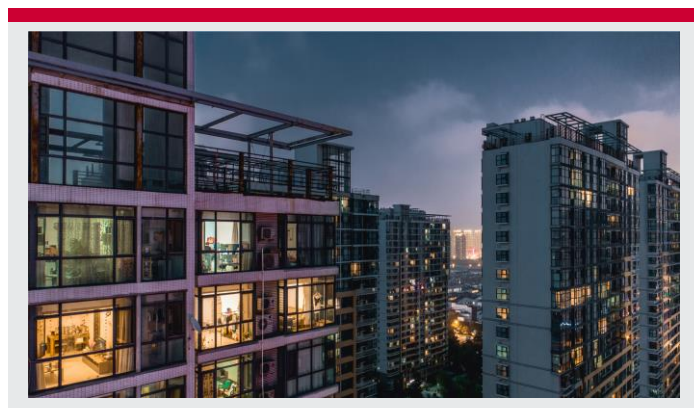


不良住房抵押贷款的回收数据分析

——来自对不良资产证券化公开数据的观察



相关研究

惠誉博华银行间市场 NPAS 指数报告 2024Q2

2024 年银行间信贷资产证券化展望

惠誉博华 2024 年信用展望：房地产开发

分析师

郑 飞
+ 8610 5663 3816
fei.zheng@fitchbohua.com

傅绪林
+ 8610 5663 3817
xulin.fu@fitchbohua.com

媒体联系人

李 林
+ 8610 5957 0964
jack.li@thefitchgroup.com

中国房地产市场变革以及国内不良资产证券化市场的高度活跃，让不良住房抵押贷款资产支持证券（房贷 NPAS）得到更多关注。自 2016 年以来，国内房贷 NPAS 交易积累了一定体量的资产表现数据，为不良住房抵押贷款的处置研究提供了丰富素材。惠誉博华在对房贷 NPAS 回收数据进行分析后，试图对一些市场关注问题予以回答和评述。

房贷 NPAS 交易的资产池回收水平较高且回收分布靠前

房贷 NPAS 的资产池回收率一般高于信用类贷款 NPAS，自初始起算日之后，前三年的累计回收水平中枢分别为 20%、40%和 50%，历史上最高累计回收率可以达到 90%。房贷 NPAS 的资产池回收呈现出比较稳定的前高后低形态，但同时又表现出一定波动性。

房贷 NPAS 交易回收款主要来自于处置完毕的不良住房抵押贷款

历史交易表现数据显示，房贷 NPAS 资产池在存续 60 个月之后，超过一半的不良贷款会被处置完毕，目前能够观测到的最大处置完毕比例近 70%。房贷 NPAS 的现金流回收主要来自于处置完毕的不良贷款，其比例在每个回收时期均不低于 60%。

不良住房抵押贷款的主要回收方式是处置抵押房产，且能够实现高比例回收

不良住房抵押贷款往往不是只经过一次回款就能达到处置完毕状态，大部分在达到处置完毕状态之前就实现过现金回收。根据惠誉博华估计，房贷 NPAS 的处置完毕贷款中依靠处置抵押房产的比例在 80%至 90%之间，处置完毕不良贷款的回收率接近 100%。

[中国房贷 NPAS 的发行情况如何，在近几年有什么变化？](#)

[房贷 NPAS 交易的资产池回收水平有多高？](#)

[在房地产下行环境下，房贷不良的回收水平是否有所下降？](#)

[房贷 NPAS 的回收分布是怎样的，现金流回收会更多集中在中后期吗？](#)

[房贷 NPAS 的月均回收率有多高？](#)

[入池资产中处置完毕部分的比例有多高，回收款主要来自于处置完毕的不良贷款吗？](#)

[不良住房抵押贷款能否处置完毕与贷款余额的大小是否有关？](#)

[处置完毕的不良住房抵押贷款是否能够实现 100%全回收？](#)

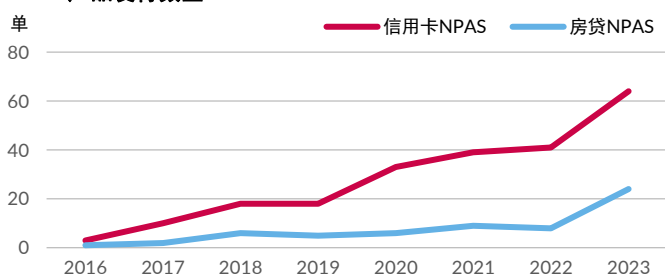
[不良住房抵押贷款是否仅经过一次回款就能实现处置完毕，有多大比例是通过处置抵押房产实现的？](#)

中国房贷 NPAS 的发行情况如何，在近几年有什么变化？

房贷 NPAS 于 2016 年首次发行，截至 2024 年 9 月末，累计发行产品 78 单，占同期全部类型 NPAS 的 15.8%，发行数量仅次于信用卡 NPAS，已成为中国资产证券化市场的一种重要产品类型。随着近年中国经济增长放缓、新冠疫情影响以及国内房地产市场下行，商业银行对于个人不良贷款的处置需求有所增长，因此国内 NPAS 交易发行在近年也呈现持续增长态势。

一方面，与信用卡 NPAS 较早发力不同，房贷 NPAS 的发行数量在 2022 年及之前年份较为平稳且仅为个位数，但是其自 2023 年开始爆发，当年的发行数量为 24 单，是 2022 年的 3 倍。另一方面，房贷 NPAS 入池资产的回收率估值相对更高，因而单个房贷 NPAS 的发行规模也往往大于其他类型 NPAS，占全部类型 NPAS 发行规模的 36.8%，居所有类型的第一位。总体来看，近年来房贷 NPAS 的重要性有明显提升。

NPAS 产品发行数量

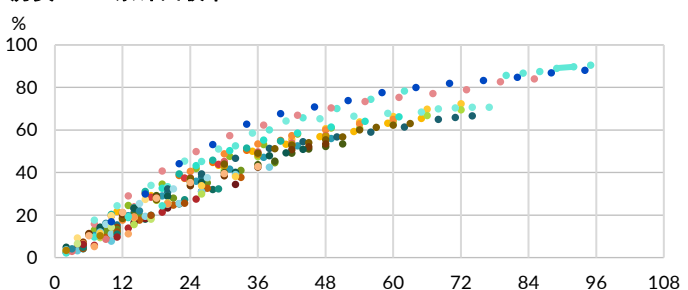


来源：CNABS、惠誉博华

房贷 NPAS 交易的资产池回收水平有多高？

房贷 NPAS 的回收率一般高于信用类贷款 NPAS，其中最主要原因是作为基础资产的不良住房贷款均以住宅作为抵押，并且中国住房抵押贷款执行严格的首付要求，通常抵押物能够为贷款提供充分的还款保障。惠誉博华选取了表现期较长的 53 单房贷 NPAS 交易为样本，观察其历史回收率水平，并进一步分析回收构成情况。样本列表详见附录。

房贷NPAS累计回收率



来源：样本的各期受托机构报告、惠誉博华

如上图显示，从初始起算日开始计量，横轴为初始起算日之后经过的回收月数，纵轴为累计回收率¹百分比，样本房贷 NPAS 交易的资产池累计回收率随着回收月数的增加而持续上升。各样本交易在大致相同时间的累计回收水平有所差异，但各样本交易的分布形态接近。

样本房贷 NPAS 的 12 个月累计回收率在 20% 上下，24 个月和 36 个月的累计回收率中枢分别为 40% 和 50%，60 个月累计回收率处在 60% 至 80% 的区间。通常房贷 NPAS 的估值时长为 60 个月，交易的一些参与机构需要对房贷 NPAS 封包后该时间段内的资产池回收水平做出预测，作为支撑其后续分析的重要依据，或者提供给投资者、资产服务机构作为参考。图中显示的最高回收率可以达到 90%，不过这需要经过相对漫长的回收时间，最长要经过 8 年的时间，目前仅有极少的房贷 NPAS 交易存续了如此长的时间。

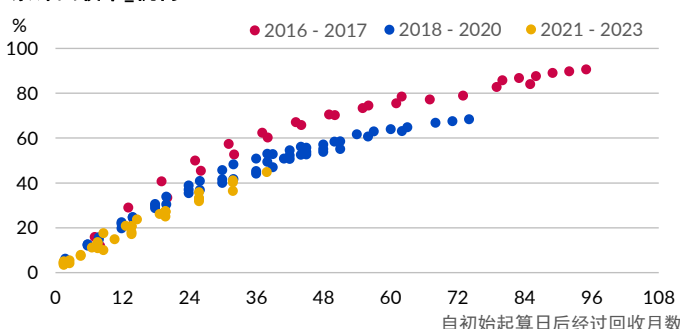
另外，通过观察图形形态我们还可以发现，大部分样本交易累计回收率曲线在 24 至 36 个月区间会开始发生弯折，累计回收率在这前后表现出明显不同的增长速率。

在房地产下行环境下，房贷不良的回收水平是否有所下降？

在以往大多时期，国内的住宅具有良好的保值性和较好的流动性。通常情况下，理性借款人即使在处于贷款不良状态时依然倾向于保有住宅，而将房贷的偿还顺位于其他类型负债之上。不过近年来，随着中国经济增速放缓，以及房地产市场供求关系发生重大变化，二手住宅交易价格出现普遍下降，并且市场流动性不佳，这些都是房贷 NPAS 的资产池回收的不利因素。那么从房贷 NPAS 回收数据来看，由于宏观环境变化，是否使得不良住房抵押贷款的回收情况有所恶化？

房贷 NPAS 交易分布于众多发起机构，各年份均有发行。不同发起机构之间通常表现出显著差异，为了提高数据的可比性，惠誉博华以发行量较为丰富的三家发起机构发行的房贷 NPAS 交易作为研究对象，并将所有样本交易按照发行时间分别划入三个时间段，分别是 2016 年至 2017 年，2018 年至 2020 年，以及 2021 年至 2023 年。

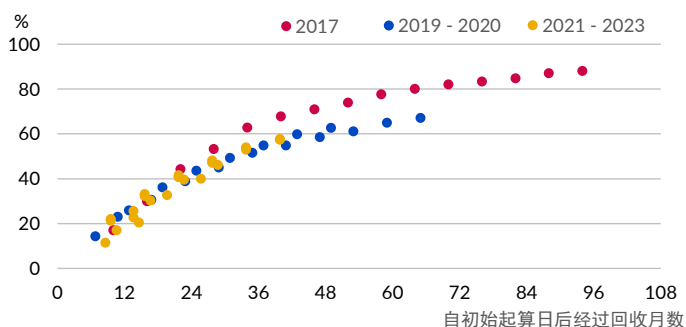
累计回收率_机构A



来源：样本的各期受托机构报告、惠誉博华

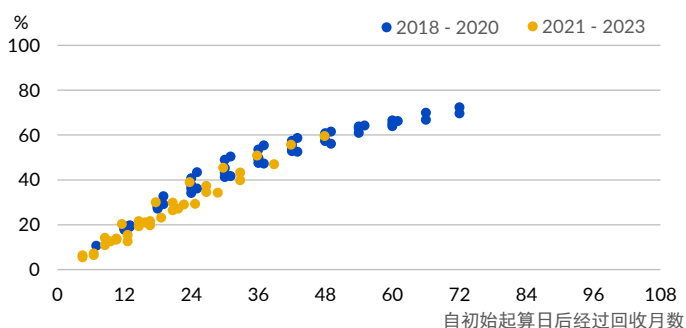
¹ 累计回收率的分子为各样本交易在某一时间点的累计回收金额，分母为初始起算日的资产池本息余额。

累计回收率_机构B



来源：样本的各期受托机构报告、惠誉博华

累计回收率_机构C



来源：样本的各期受托机构报告、惠誉博华

上图显示，早期的房贷 NPAS 交易，即 2016 年至 2017 年发行交易的资产池回收数据明显好于以后年份，这其中的主要原因是早期交易的关键回收期间与后期交易处于不同的宏观环境，以及当时的房地产市场环境更有利于抵押房产的处置。

对比后两个年份区间，回收情况十分接近，区分并不明显。这是因为房贷 NPAS 资产池的回收处置需要的时间相对较长，并且 2021 年至 2023 年的回收时间尚短，多数交易的表现并不充分（如前文所述，2023 年是主要发行年份），这就造成了后两个年份区间的回收处置环境有较大重合，因此回收表现尚无明显差异。

房贷 NPAS 的回收分布是怎样的，现金流回收会更多集中在中后期吗？

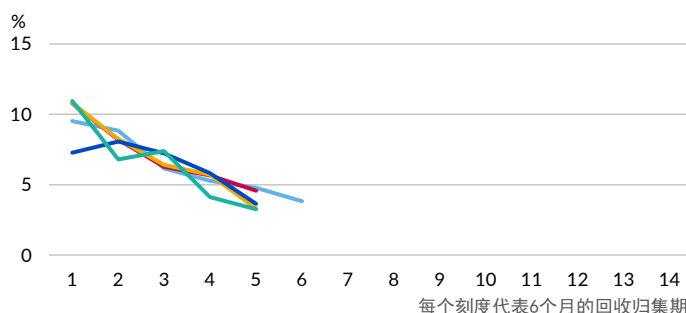
对于房贷 NPAS 回收分布的研究，首先需要对回收数据的归集周期进行调整。房贷 NPAS 交易通常以 6 个月的周期进行支付，同时以相同的频率披露受托机构报告，每期受托机构报告中涵盖 6 个月整体（受托报告阅读者无法再进行更小期间的区分）的回收情况数据。在 6 个月的常见频率之外，有两种情况需要单独处理：

- 首次支付频率和回收款归集并不标准。首个回收款归集期间时间跨度可能存在较大差异，短至 2 个月，亦有交易长达 14 个月，因此样本之间难以横向比较。
- 某些交易约定在优先级资产支持证券的本金清偿完毕之后，支付频率可以提高至 3 个月，之后相应的受托机构报告披露以及回收归集数据均以 3 个月作为周期。

综合以上情况，首先根据样本交易回收表现期的长短，以归集次数超过 5 次的交易作为分析对象，并依据归集次数分为短表现期、中表现期和长表现期三类。然后以 6 个月作为等间距区间，比较同

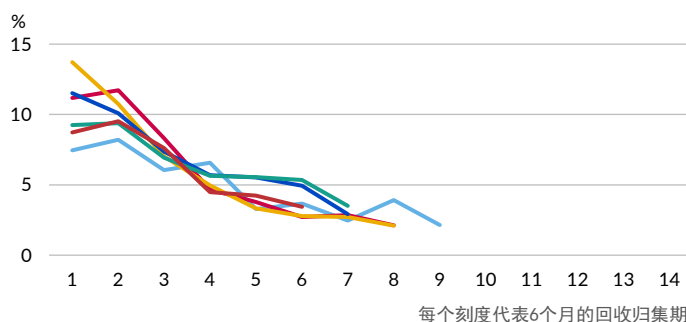
一个交易在相同时间间距内的回收分布情况。为了交易间数据可比，首次回收归集数据不予采用；对于支付频率提高至 3 个月的交易，将相邻 3 个月的数据进行加和，从而得到 6 个月的回收归集数据。

回收分布——短表现期交易



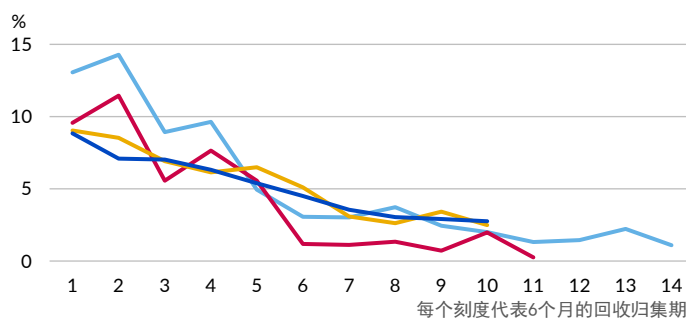
来源：样本的各期受托机构报告、惠誉博华

回收分布——中表现期交易



来源：样本的各期受托机构报告、惠誉博华

回收分布——长表现期交易



来源：样本的各期受托机构报告、惠誉博华

依据不同表现期交易回收率的逐期表现情况，在等间距时间（6 个月）上，回收率随着时间推移逐渐降低，回收率曲线会出现波动，但是不会出现趋势性反转。具体来看，在前 5 个间距内，回收率下降趋势会比较陡峭，之后的趋势会逐渐平稳。房贷 NPAS 的回收表现符合一定规律，即大量、分散、不相关联的不良贷款的整体回收呈现出较为稳定的前高后低形态，样本交易中未观察到回收高峰出现在中期或者后期的情况。

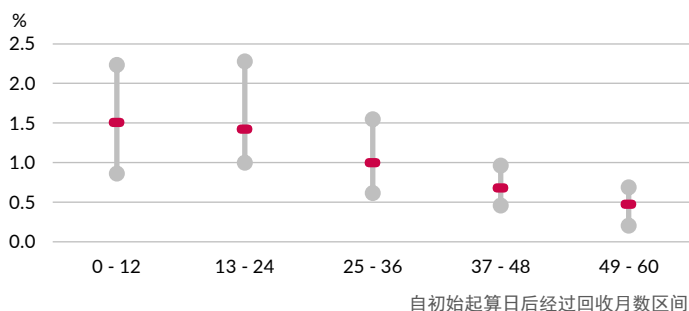
另外一方面，房贷 NPAS 的回收又表现出一定高波动性特点，这与抵押物的处置有关，作为抵押物的房产通常金额较大，一个期间内若干抵押物的成功处置可能带来大额集中的现金回收，从而回收曲线容易出现波动。

房贷 NPAS 的月均回收率有多高？

从单月平均回收水平来看，回收分布也是逐渐下降的。以初始起算日资产池余额作为分母，初始起算日后前 12 个月（含）的平均回收率为 1.5%，其后的 13 个月至 24 个月略有降低，但是平均值非常接近。25 个月至 36 个月的平均回收率为 1%，49 个月至 60 个月的回收水平则接近 0.5%。

除平均值外，最高值和最低值构成了单月回收率区间的上下限，该区间虽然会随着平均值降低而缩小，但与平均值间的比例关系基本稳定，上限近似平均值的 1.5 倍，下限为平均值的 0.6 倍左右。

单月平均回收率



来源：样本的各期受托机构报告、惠誉博华

入池资产中处置完毕部分的比例有多高，回收款主要来自于处置完毕的不良贷款吗？

在房贷 NPAS 交易的运营过程中，贷款服务机构负责不良住房抵押贷款的催收和回收款管理，目前已发行交易的贷款服务机构均为入池住房抵押贷款的初始发放银行。作为贷款服务机构的商业银行一般将按照不低于其本行自有贷款的标准和流程管理入池资产。

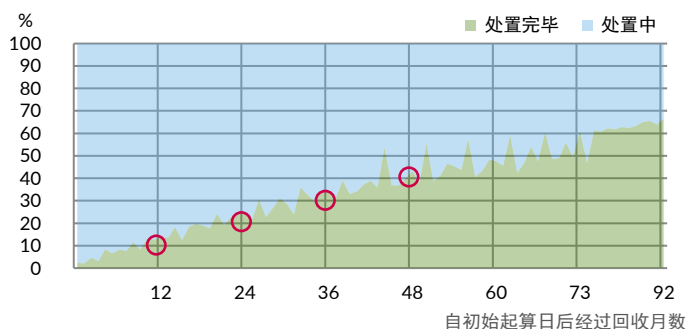
与个人信用类贷款不同，住房贷款附带不动产抵押物且贷款期限较长。在贷款成为不良后，商业银行对不良贷款的催收目标通常有两种。首先，不良贷款加速到期，银行要求借款人提前结清全部未偿余额一般为首选；其次，经过还款能力分析双方协商，银行同意借款人仅偿还所有逾期贷款，并承诺后期正常还款，不良贷款上迁为正常类贷款也是一种常见选择。

对于房贷 NPAS 交易来说，资产池中的不良住房抵押贷款更多选择哪种处置方式会对证券的兑付速度产生影响。对于一单房贷 NPAS 交易，在有限的回收期内，若入池不良贷款的处置方案多为第一种，那么交易的回收率预期将较高，且现金流分布将较为前置，若第二种情况更为普遍，那么交易回收率预期通常低于前者，且现金流分布将表现地相对平稳。

房贷 NPAS 交易的受托机构报告中普遍分状态披露了回收数据，状态分为“处置中”和“处置完毕”，以两种状态的回收分布数据变化作为分析对象，可以观察处置完毕贷款的回收情况。

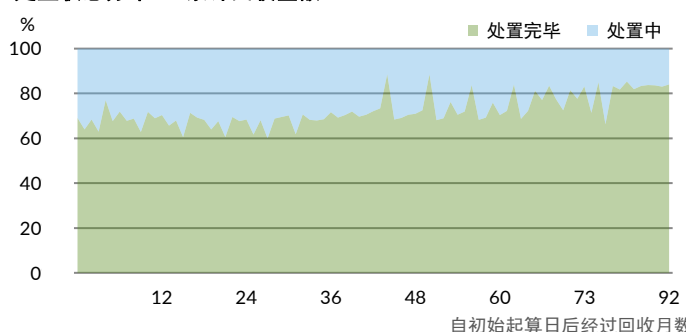
从户数分布来看，随着回收月数增加，贷款处在两种状态的比例一直会发生变化，处置中状态的贷款会一直减少，处置完毕的贷款会持续增加。12 个月的处置完毕比例约为 10%，之后每过 12 个月增加约 10%，48 个月之后的增速放缓，大约在 60 个月之后，处置完毕占比会超过 50%，但之后即使时间再延长，资产池也不会达成所有贷款全部处置完毕的状态，以目前有限的样本来看，处置完毕的最大比例没有超过 70%。

处置状态分布——累计户数



来源：样本的各期受托机构报告、惠誉博华

处置状态分布——累计回收金额



来源：样本的各期受托机构报告、惠誉博华

从每个时点累计回收金额的两种状态分布情况来看，房贷 NPAS 回收现金流主要来自于处置完毕的贷款，其比例在每个时点均不低于 60%，并且这一比例相较户数分布更为稳定。

在房贷 NPAS 贷款服务过程中，相比于将不良住房抵押贷款催收转化为持续还款的正常类贷款，贷款服务机构更多地将不良贷款处置完毕，尽量在较短时间内完成回款，可以促进优先级证券获得及早兑付。

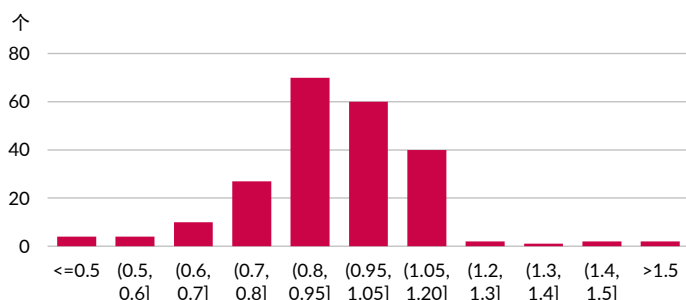
不良住房抵押贷款能否处置完毕与贷款余额的大小是否有关？

在不良贷款处置中，从回收表现数据来看，金额大小与处置难易程度存在关联，小金额的不良贷款较大金额的更加容易完成处置。

这里需要说明的一点是，因为国内房贷 NPAS 交易并不公开披露逐笔不良贷款的回收明细数据，惠誉博华的分析对象是每个样本交易每次披露的处置完毕贷款集合的整体回收情况，这个集合通常包括了达到处置完毕状态的数十笔至上千笔不等的不良住房抵押贷款。因此，与基于逐笔贷款的分析结果可能存在一定差异，由于数据局限性，仅以估算的方法分析后文几部分内容。

通过样本交易受托机构报告中的披露数据，可以间接推算各期新增加的处置完毕贷款集合在初始起算日的平均未偿余额，然后将之与所属交易的整体资产池的初始起算日平均未偿余额进行比较，并以比值的形式表现，前者为分子，后者为分母，比值的分布情况如下图所示。

处置完毕贷款与资产池平均大小比值分布



来源：样本的各期受托机构、惠誉博华

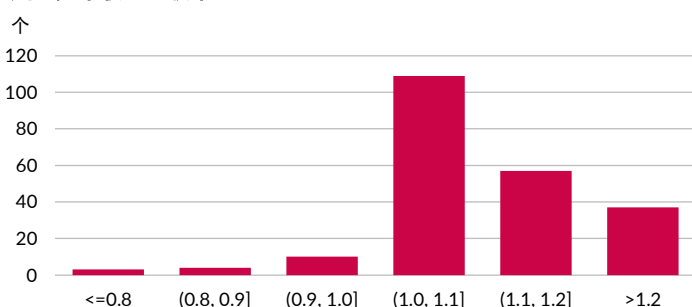
以 0.95 至 1.05 作为中枢区间，我们认为处于该区间的情形是处置完毕贷款和其所属资产池的贷款的平均金额大小没有区别。中枢左侧 5 个区间的情形是处置完毕贷款金额小于其所属资产池的整体平均水平，并且越往左侧意味着处置完毕贷款的平均金额越小，中枢右侧 5 个区间的涵义则与左侧正好相反。

通过上图，我们可以看到中枢区间的左侧分布明显多于右侧，这就表明小金额的不良住房抵押贷款更加容易达到处置完毕状态，这一结果也与不良贷款处置中的常识相符。

处置完毕的不良住房抵押贷款是否能够实现 100% 全回收？

房贷 NPAS 入池资产的未偿余额通常由不良本金、利息和费用构成，入池不良贷款本息费的计算规则与商业银行自有贷款的计量逻辑相同。在对不良贷款进行回收时，不良本金通常不能减免，但息费有减免的可能，息费减免不可避免会带来回收现金的减少。我们将各期受托机构报告披露的当期达到处置完毕状态贷款的累计回收总金额，除以它们的初始余额，以考察房贷 NPAS 中已经处置完毕贷款的回收效果。

处置完毕状态回收率



来源：样本的各期受托机构、惠誉博华

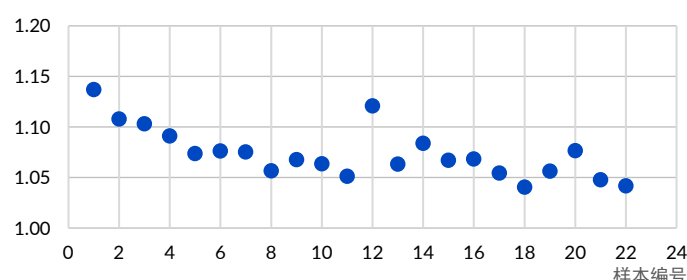
由上图所示，从所选取样本交易中累计获取了二百余次处置完毕记录，其中回收率大于 1 的比例超过 90%，之所以回收率会大于 1，是因为在不良贷款入池后，息费依然在增长，因此在一笔不良贷款达到处置完毕状态时，累计还款通常会大于初始起算日的未偿余额。此外，图中还有十余个样本的累计回收率小于 1，即处置完毕贷款集合的总回收小于初始起算日的未偿余额。

由于上述计量方法是基于一个交易在各期受托机构报告中披露的一个处置贷款集合，因此同一个交易的若干次逐期披露的处置贷

款集合，均会被纳入样本。通过观察，我们发现小于 1 的情况更多出现在回收的早期，在回收的中后期大于 1 的情况更常见，这主要是因为中后期随着拖欠息费的累计，贷款应收规模通常会大于初始起算日资产池余额。那么对于房贷 NPAS 交易而言，如果经过的回收期足够长，是否能够实现处置完毕资产的累计回收率大于 1 呢？

从上述样本中再挑选来自 5 家发起机构的 22 单交易，这些交易的回收期均超过了 24 个月，它们截至最近一期披露的处置完毕贷款的累计回收率情况如下图。可以看到所有交易均大于 1，即从长期来看，对于处置完毕的不良房贷资产，累计回收金额是能够充分覆盖初始起算日资产池余额的。

基于交易的处置完毕状态累计回收率

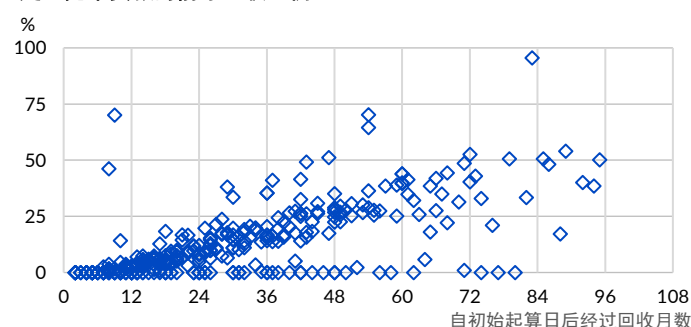


来源：样本的各期受托机构报告、惠誉博华

不良住房抵押贷款是否仅经过一次回款就能实现处置完毕，有多大比例是通过处置抵押房产实现的？

对房贷 NPAS 回收数据分析后可以看到，处置完毕贷款并不是只经过一次回款就能达到处置完毕状态，超过 70% 在达到处置完毕状态之前就实现过现金回收，这一情况我们称之为存在“前序回收”。前序回收的比例可以仅是个位数，也可能超过 50%。如下图所示，回收前期的前序回收比例通常比较低，而高比例的前序回收在中后期更加常见，前序回收比例普遍不超过 50%。

处置完毕贷款的前序回收比例



来源：样本的各期受托机构报告、惠誉博华

至于处置完毕贷款是不是经由处置抵押房产来实现的，从公开披露数据中还不够准确获知，因为公开披露数据中并不涉及抵押房产是否进行了处置这一重要信息。

下面我们基于一定假设条件，尝试推断大致比例。通常抵押房产的处置会带来大额回收，若不良贷款最后经由一次大额还款后达到处置完毕状态，那么在常识上就比较接近通过处置抵押房产完成回收，即使也存在较小的借款人自筹资金还款的可能。

对于大额还款的定义以及相应的房产处置比例估算结果如下表所示。基于样本交易计算得到，在大额还款定义为最后一次还款占初始余额的比例在 80%及以上的情况下，处置完毕贷款中处置抵押房产的比例是 79%。如果大额还款定义逐步放松，即在数值逐渐缩小的情况下，抵押房产的处置比例会逐步升高。例如若大额还款定义仅为 50%及以上，那么房产处置比例可以达到 90%。

处置完毕贷款的抵押房产处置比例

大额还款定义	80%	70%	60%	50%
处置比例	79%	86%	86%	90%

根据上表结果，我们估计房贷 NPAS 入池资产的抵押房产处置比例在 80%至 90%之间。结合前文对于资产池回收款主要来自于处置完毕贷款的分析结论，因此处置抵押房产是房贷 NPAS 实现现金流回款的最主要途径。

附录：样本交易列表

序号	发行年份	交易简称	序号	发行年份	交易简称
1	2016	建鑫 2016-2	28	2022	建鑫 2022-3
2	2017	建鑫 2017-1(不良)	29	2022	建鑫 2022-7
3	2017	中誉 2017-2	30	2022	建鑫 2022-9
4	2018	建鑫 2018-2(不良)	31	2022	工元至诚 2022-1
5	2018	工元至诚 2018-2	32	2022	工元至诚 2022-3
6	2018	工元至诚 2018-6	33	2022	兴瑞 2022-2
7	2018	龙兴 2018-2	34	2022	浦鑫 2022-1
8	2019	建鑫 2019-5	35	2022	邮盈惠兴 2022-2
9	2019	工元至诚 2019-2	36	2023	建鑫 2023-4
10	2019	工元至诚 2019-6	37	2023	建鑫 2023-7
11	2019	中誉 2019-1	38	2023	建鑫 2023-9
12	2020	建鑫 2020-3	39	2023	建鑫 2023-10
13	2020	建鑫 2020-5	40	2023	工元至诚 2023-1
14	2020	建鑫 2020-9	41	2023	工元至诚 2023-3
15	2020	工元至诚 2020-4	42	2023	工元至诚 2023-4
16	2020	工元至诚 2020-6	43	2023	工元至诚 2023-8
17	2020	中誉 2020-2	44	2023	中誉 2023-1
18	2021	建鑫 2021-10	45	2023	中誉 2023-2
19	2021	建鑫 2021-4	46	2023	中誉至诚 2023-5
20	2021	建鑫 2021-7	47	2023	兴瑞 2023-3
21	2021	工元至诚 2021-3	48	2023	兴瑞 2023-5
22	2021	工元至诚 2021-5	49	2023	浦鑫归航 2023-3
23	2021	工元至诚 2021-6	50	2023	浦鑫归航 2023-5
24	2021	中誉 2021-3	51	2023	邮盈惠泽 2023-1
25	2021	中誉 2021-4	52	2023	邮盈惠泽 2023-7
26	2021	邮赢惠泽 2021-2	53	2023	交诚 2023-3
27	2021	交诚 2023-2			

来源：惠誉博华

免责声明

本报告基于惠誉博华信用评级有限公司（以下简称“惠誉博华”）认为可信的公开信息或实地调研资料编制，但惠誉博华不对该等信息或资料的准确性及完整性作任何保证。本报告所载的意见、评估或预测仅反映惠誉博华于本报告发布日的判断和观点，在不同时期，惠誉博华可能发布与本报告观点或预测不一致的报告。

本报告中的信息、意见、评估或预测仅供参考，本报告不构成对任何个人或机构推荐购买、持有或出售任何资产的投资建议；本报告不对市场价格的合理性、任何投资、贷款或证券的适当性(包括但不限于任何会计和/或监管方面的合规性或适当性)或任何投资、贷款或证券相关款项的免税性质或可征税性作出评论。个人或机构不应将本报告作为投资决策的因素。对依据或使用本报告所造成的一切后果及损失，惠誉博华及相关分析师均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为惠誉博华所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以翻版、复制、发表、引用等任何形式侵犯惠誉博华版权。如征得惠誉博华同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“惠誉博华信用评级有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。惠誉博华保留追究相关责任的权利。

惠誉博华对本免责声明条款具有修改和最终解释权。