镜像与记录：基于 RMBS 视角的中国个人住房贷款市场演进

本文以 RMBS 为切入点，构建分析中国个人住房贷款市场的核心视角。在宏观层面，“8.28 新政”对房贷期限、偿债比、放款节点等底层规则进行了重构，为中国个人住房贷款的历史演进划定了一条清晰的分水岭。

在此基础上，文章首先梳理 RMBS 的发行历程、关键历史节点及产品特征，勾勒出市场发展的阶段性轮廓；继而聚焦资产池中的首付、利率、早偿与逾期等核心要素，将其置于中国房地产发展阶段、调控政策演变、LPR 改革及存量房贷利率调整等重大政策背景下，逐一剖析其中蕴含的信息，以及数据所揭示的房地产发展周期与居民借贷行为的演变规律。

借助 RMBS 数据所映射的政策传导效果，本文旨在为理解中国住房金融市场的历史变迁打开了一扇可追踪的实证窗口。

相关研究

《惠誉博华资产证券化市场运行报告 2026Q2》

《惠誉博华银行间市场个贷 ABS 指数报告 2026Q2》

《2026 年银行间信贷资产证券化展望》

分析师

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

王 欢
+ 8610 5663 3812
huan.wang@fitchbohua.com

孙佳平
+ 8610 5663 3813
jiaping.sun@fitchbohua.com

媒体联系人

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

8·28 新政——中国个人住房贷款的分水岭

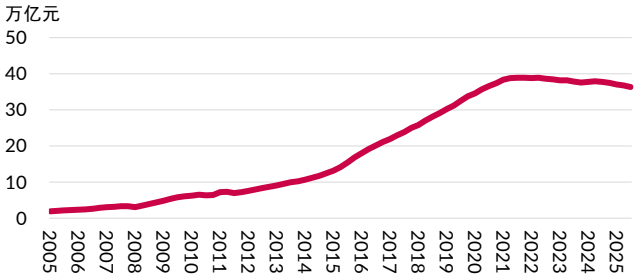
2026 年 8 月 28 日，中国人民银行、国家金融监督管理总局牵头，多部门联动发布《关于改革完善房地产信贷管理 推动加快构建房地产发展新模式的意见》（银发〔2026〕171 号）及配套《个人住房贷款管理办法（试行）》。这是 1999 年以来个人住房信贷底层规则最大的一次参数化重构。

新政核心调整包括：贷款最长期限从 30 年延至 40 年，偿债比上限由 55%提至 60%，预售按揭放款节点从“主体结构封顶”改为“竣工备案后”，存量浮动利率偏离一定幅度时可协商重定价，借款人阶段性失去收入来源的可协商展期等。

过去二十年，中国住房市场总体呈现“新房供给扩张、房价单边上涨”格局，除了居住属性外，住房在很大程度上也被视为金融杠杆工具和财富增值载体。2016 年“房住不炒”提出，2021 年起房企高杠杆模式加速出清，叠加人口拐点显现、城镇化放缓，市场供求关系发生根本性逆转。

这种宏观层面的深刻转变，清晰地投射在居民的信贷行为上。二十余年间，中国个人住房贷款余额从数万亿攀升至近 39 万亿元。其增长轨迹清晰地分为三个阶段：2014 年前平缓爬坡，2015-2022 年快速拉升，2022 年后持续回落。这一走势，既堪称过去房地产黄金时代的“杠杆缩影”，又折射出当前市场理性回归的“预期映射”。

个人住房贷款余额



来源：Wind、惠誉博华

2026 年前 8 个月，国内二手房成交占比突破 50%，住建部正式定调“房地产进入存量时代”。“十五五”消费规划将住房纳入大宗耐用消费品范畴，进而明确了房子的首要功能是居住，是具有折旧属性、需要日常养护的大件商品，而非稳定增值的金融产品。中国住房范式从“开发、销售、升值”转向“存量流通、城市更新、维护运营”。同步地，中国个人住房贷款的底层逻辑也完成了从“杠杆工具”到“消费分期”的根本切换。

房贷底层逻辑的切换，经由本次信贷规则的参数化重构得以落地执行。但差异不止于合同条款参数的调整——贷款期限更长、偿债比更高、放款节点后移，更深层次的变革在于房贷还款生态的

重塑：未来借款人将拥有更多的选择权和缓冲空间，以应对个人收入波动及宏观经济环境的不确定性。具体包括以下几点：

首先，利率机制从“签死”变为“可重谈”。浮动利率房贷的加点不再一成不变，虽然该机制在 2024 年已经落地[1]，但本次被上升为房地产信贷基本制度的一条。当全国新发放房贷利率明显低于存量水平时，借款人有权协商降低加点或用新贷款置换，从而让月供更及时地跟随市场利率下行。这对于未来某个时点可能面临现金流紧张的借款人来说，是一项重要的减压机制。

其次，还款困难处理从“刚性催收”走向“柔性协商”。在存量时代，银行的贷后管理或将更倾向于采取贷款展期、延后还本、调整还款计划等措施，而借款人与银行协商重新安排还款节奏的时机也可能更加提前，且逐步成为常态。

最后也是最重要的，购房决策的顺序从“先买再说”彻底逆转为“先算再买”。以往贷款购买住房时，购房人往往会受到公众对未来房价上涨预期的影响，即只要房价涨幅覆盖利息和税费，杠杆越高则收益越大，月供压力可以被未来的资本利得消化。当住房回归消费品定位叠加存量时代的到来，个人房贷的核心考量从“升值期盼”彻底转变为“现金流计算”。月供可控、产权清晰、宜居易售，远比“用贷款撬动一套会涨的资产”更能定义今后住房贷款安全边界。惠誉博华认为未来一段时间内，借款人会优先计算月供收入比、评估二手房流动性，住房贷款将从一种致富杠杆退回到为居住消费而使用的分期付款工具。贷款决策和后续还款安排，都将更加注重稳定性和可规划性。

个人住房贷款在金融市场的镜像

在中国住房贷款蓬勃发展的二十余年中，金融市场衍生出一个重要产品——个人住房抵押贷款资产支持证券（RMBS）。它既是个人住房贷款在金融市场的镜像，也承载了对房贷发展阶段的记录。

RMBS 在中国从未平滑生长，追溯其发展历程，个人住房贷款发展阶段的每一次转换，都在 RMBS 发展历程中有所体现。拉长时间维度来看，个人住房贷款的政策框架在 1990 年代逐步搭建起来。1994 年《住房担保贷款管理试行办法》出台，标志着住房贷款有了制度基础；随后贷款条件不断放宽——1995 年首付比例降至三成、期限定为十年，1997 年期限延至二十年，1998 年《个人住房贷款管理办法》全面放开，1999 年首付比例进一步降至 20%、期限延至三十年。信贷政策的持续松绑，为个人住房贷款规模的扩张铺平了道路，也为日后 RMBS 的诞生创造了条件。

2005 年 12 月，“建元 2005-1”落地，RMBS 进入第一段试点期。其后 2008 年次贷危机席卷全球，监管层对证券化的态度急剧转向，RMBS 发行全面暂停，证券化被定性为风险外溢通道，RMBS 陷入长达六年的沉寂。

此后政策环境逐步回暖。2014 年备案制落地，2015 年信息披露指引出台，RMBS 迎来发展黄金期——2014-2021 年间，发行量一度占信贷 ABS 的 78%。银行将其视为资本释放与流动性管理的标准工具，RMBS 从边缘品种跃升为核心配置。

自 2022 年二季度开始，受房地产市场深度调整影响，RMBS 新增发行归零，至今已连续四年零新发。存量规模加速收缩，曾经活跃的二级市场也随之趋于冷清。

时期	个人房贷发展阶段	RMBS 发展状态
时期 I 1994–2004	1994《住房担保贷款管理试行办法》 1998《个人住房贷款管理办法》全面放开	无
时期 II 2005–2013	平缓增长	2005.12 建元 2005-1 2008 后全面暂停
时期III 2014–2021	高速扩张	2012 试点重启 2014 备案制 2015 信披指引 发展黄金期
时期IV 2022 至今	提前偿贷潮 余额持续回落	2022Q2 起零新发 存量持续下降

可见，RMBS 与个人住房贷款的发展步调高度同频：房贷从制度搭建、平缓增长到高速扩张，再到余额回落；RMBS 则依次经历了空白期、试点与暂停、黄金期，直至零新发。这种同频并非简单的线性同步，而是底层资产与金融工具之间的深层共振，房贷规模的扩张为 RMBS 提供了基础资产，而个人住房贷款发展阶段的每一次切换，都通过 RMBS 在金融市场中投下一道清晰的镜像。

RMBS 中信息的固化与多维性

RMBS 的信息固化特性

RMBS 因其信息结构的多重固化特性，过往发行交易得以成为中国住房贷款发展阶段的历史镜像切片。

- **基础资产截面的锁定：**每一单 RMBS 发行时，入池贷款的初始特征——首付比例、利率水平、贷款期限、区域分布、借款人收入状况等均被固定于交易中，形成不可更改的时点记录。
- **贷款表现的可回溯性：**存续期内，定期披露的资产表现数据，包括逾期率、早偿率、违约回收率等指标。形成了一条完整的贷款质量演化序列，使得研究者能够精确还原特定时期贷款的还款表现全貌。
- **房地产政策环境的同步刻录：**发行时点所对应的监管框架与信贷政策，一并嵌入入池贷款信息之中。
- **宏观周期的截面映射：**不同时期的贷款，其信用表现天然携带当期经济景气度的信号。处于经济上行期的贷款，逾期率普遍偏低；处于疫情冲击阶段的贷款，则记录了居民收入波动与纾困政策干预的共同作用，RMBS 将这一周期截面完整保留。
- **市场定价的情绪刻度：**RMBS 的发行利率及信用利差走势，反映了彼时市场对个人住房贷款信用风险的综合定价。

RMBS 作为历史镜像切片的价值，不仅在于其对基础资产截面数据与贷款表现的固化，更在于它同时锁定了发行时的房地产政策环境、宏观周期和市场定价。多个维度的信息在同一时点上叠加并凝固，使 RMBS 成为研究中国住房贷款变迁重要的结构化样本。

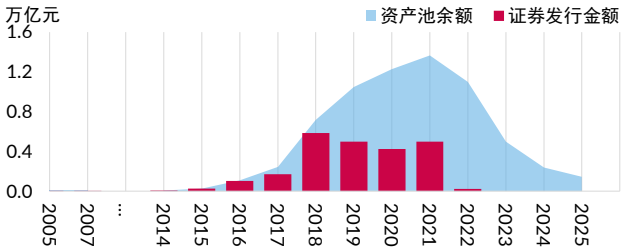
[1] 中国人民银行：《中国人民银行公告〔2024〕第 11 号》，2024 年 9 月 29 日。其中规定：“自 2024 年 11 月 1 日起，浮动利率商业性个人住房贷款与全国新发放商业性个人住房贷款利率偏离达到一定幅度时，借款人可与银行业金融机构协商，由银行业金融机构新发放浮动利率商业性个人住房贷款置换存量贷款。”

承载信息的时间多维性

RMBS 所承载的信息记录并非单一维度，而是天然跨越了交易成立时期、入池贷款发放时期与存续表现期三个维度。

交易成立时期：RMBS 的成立活跃期集中在 2015-2021 年。这一阶段正值国内住房贷款高速扩张，商业银行普遍面临严峻的资本金约束与流动性管理压力。随着 RMBS 备案制与信息披露指引相继落地，市场迎来爆发式增长。2018-2021 年，RMBS 发行市场持续活跃，存量规模于 2021 年触顶，突破 1.4 万亿元。RMBS 于这一期间的蓬勃发展并非源自银行主动风险转移的诉求，而是监管红利释放与银行资产负债表压力共同作用下的产物。

RMBS证券发行规模和存量资产池余额

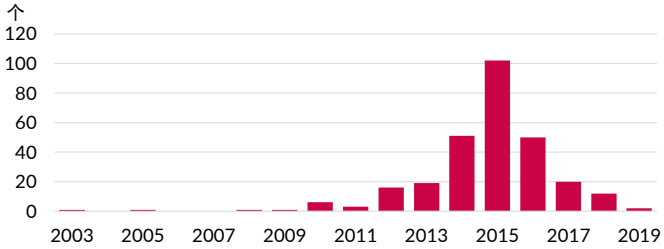


来源：Wind、受托报告、惠誉博华

入池贷款平均发放时期：RMBS 交易因其入池贷款发放于过去，天然携带跨期属性。资产池部分指标表征的是当下的资产状态，部分指标则可通过账龄推算，回溯至入池贷款平均发放时刻的原始面貌。换言之，每个 RMBS 交易的资产池中都嵌入了一个历史时间戳，从中可以提取出过去某个时点的房贷发放标准与客群特征，实现历史信息的逆向还原。

根据 RMBS 交易的成立时间和资产池账龄信息[2]，可以推算出入池贷款的平均发放时间。如下图所示的统计分布，入池贷款的平均发放年度高度集中于 2012-2018 年，其中尤以 2014-2016 年为密集分布带。这一时间窗口恰与中国房地产市场的“去库存”宽松周期高度重合：彼时政策导向再度转向需求端刺激，首付比例下调、贷款利率优惠及购房资格放宽等措施相继出台，推动住房贷款投放规模迅速攀升。大量在此期间发放的按揭贷款，随后被批量纳入 RMBS 资产池，构成了后续证券化产品底层资产的主体来源。由此，该时期不仅奠定了 RMBS 市场扩张的资产根基，亦使得当前存续产品的信用表现深刻嵌入当年宏观政策与信贷扩张的历史语境之中，成为理解资产质量演变路径的关键参照坐标。

RMBS入池贷款平均发放年份与交易个数



来源：Wind、惠誉博华

[2] “初始起算日”是计算资产池账龄信息的对应时点，其与交易成立日的间隔时间相对较短，本文以交易成立日替代初始起算日。

存续表现期：RMBS 的长期限属性决定了其信息记录维度的非对称性。一方面，交易成立时期仅是市场供给集中的短暂窗口；另一方面，资产表现期却会贯穿证券化信托的完整生命周期，覆盖从首次现金流归集到信托终止的全部阶段。尽管 RMBS 新发交易自 2022 年二季度起戛然而止，但信息记录并未因一级市场发行活动的终结而中断，反而沿时间轴持续延伸，截至当前仍有大量存续交易的资产表现处于有效观测窗口内。这种跨越经济周期、利率环境转换与房地产市场波动的连续性数据积累，为系统评估房贷借款人的长期信用行为演化规律提供了宝贵的实证基础。

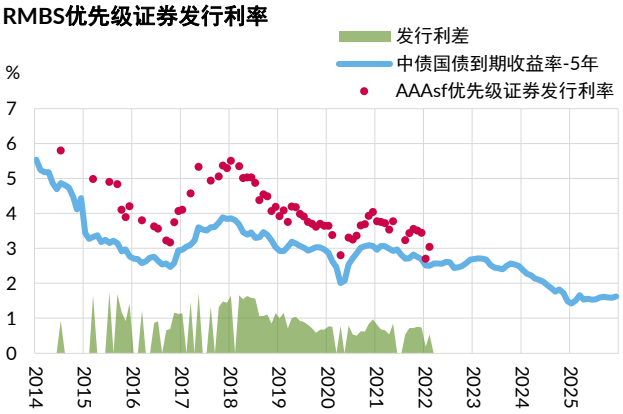
镜像中的记录——优先级证券发行利率

RMBS 优先级证券的利率定价基准通常采用贷款基准利率或 LPR 作为锚定指标，并以基准上下浮动形式确定票面利率。RMBS 实际发行结果显示，其发行利率走势与市场化利率（如同期限国债收益率）高度一致，名义定价基准与实际市场利率形成有效联动。

RMBS 优先级证券发行利率最终结果由多层因素决定，影响因素包括无风险利率、信用溢价、流动性溢价、期限溢价、RMBS 结构参数调整以及市场供需扰动等。无风险利率以市场化利率为锚，决定利率基础水平。信用溢价因优先档评级高、历史违约极低而较为微薄；流动性溢价因证券化产品的二级市场换手率低于信用债而构成利差主要来源；期限溢价通常依据加权平均期限计量，会受到提前偿贷的影响。证券端结构设计则是与固定/浮动利率选择、锚定的基准类型、过手摊还机制及分档次序相关联；另外，发行窗口的资金面、机构偏好与监管政策则会在特定时间造成额外偏差。

基于上述框架，本小节选取发行时预计存续期限在 3 年以上的 AAAsf 级优先级证券，将其发行利率与同时期 5 年期国债到期收益率进行比较。总体来看，RMBS 优先级证券的发行利率与国债收益率走势高度同步，平均利差中枢约为 1%，然而各历史阶段的利差宽度存在较大波动。二者利差的每一次收放，均承载着宏观政策取向、市场流动性格局与资产风险预期的历史信息，并映射出 RMBS 定价框架在多重外部冲击下不断自我校准的金融信息。

RMBS优先级证券发行利率



来源：Wind、惠誉博华

2015–2016 年，5 年期国债收益率快速下行，但 RMBS 发行利率下行滞后，利差维持相对高位。一是由于二级市场流动性匮乏，流动性溢价偏高；二是投资者对新产品缺乏历史违约数据，信用风险溢价要求较高；三是彼时银行间市场对结构化产品的认知有限，承销商与发起银行在定价时倾向于预留充足的安全边际，进一步推高了发行利率相对于国债的偏离程度。

2017–2018 年，国债收益率震荡上行，而 RMBS 发行利率上升速度更快，利差扩大。一是在金融去杠杆与严监管周期下，央行收紧流动性，抬升所有信用资产的流动性溢价；二是房地产调控密集出台，市场对房贷资产质量预期转弱，信用风险溢价升高；三是由于资管新规过渡期非标回表压力增大，银行配置证券化产品的意愿下降，供需失衡进一步放大利差。

2019-2020 年，发行利差整体处于低位区间，尤其是在 2020 年初利差被急剧压缩。新冠疫情初期央行大幅降准降息，流动性极度充裕，机构面临资产荒，RMBS 凭借高评级与稳定现金流成为抢配对象，流动性溢价与信用溢价被压缩至极限，反映极端宽松下安全资产供不应求的定价扭曲。

2021-2022 年，国债收益率下行，RMBS 发行利率同步走低。一是历史高息存量房贷与低息融资环境形成错配套利，降低信用溢价要求；二是低利率刺激早偿，缩短证券平均期限，降低期限溢价；三是在房地产风险暴露背景下，RMBS 结构增信使其信用溢价维持低位，与其他涉房资产形成分化。

镜像中的记录——首付比例

在住房金融调控体系中，首付比例作为最常用且敏感的需求端工具，直接决定了居民部门进入杠杆的准入门槛与资金成本。

1998 年住房改革后，按揭从试点走向全面普及，商业贷款首付比例下限设在 30%；1999–2004 年首套首付比例下限稳定在 20%（1999 年由 30%一次性下调），居民端按揭杠杆的准入门槛系统性下移。

2005-2011 年，中国住房贷款首付政策历经从温和试探走向全面收紧、大开大合的演进历程。在此期间，首付比例下限随宏观经济周期与房价波动呈现出显著的逆周期调控特征。2005-2007 年，伴随房价持续升温，政策取向由松转紧，首付门槛逐步抬升；2008 年全球金融危机爆发后，政策紧急转向宽松，首付比例下限大幅下探以刺激住房消费；2010-2011 年，面对房价再次反弹，政策以更为严厉的力度重新收紧，首付比例再度攀升。这一期间，首付政策完成了一个“由紧到松再到更紧”的周期，使其从一个单纯的信贷参数彻底演变为逆周期宏观调控工具——经济下行时放松以释放需求，房价过热时收紧以抑制投机，大开大合、全国统一的下限调整成为常态。

2012-2013 年，中国住房贷款处于上一轮紧缩周期的尾部。全国层面未再调整首付比例下限，首套维持 30%、二套维持 60%、三套停贷。2013 年“新国五条[3]”授权热点城市自行提高二套首付比例，形成“全国下限冻结、热点城市局部加码”的格局。

2014 年至 2016 年上半年，中国住房贷款进入去库存导向下的系统性放松期。全国层面分步下调首付比例下限：首套最低首付从 30%降至 20%，并取消了“认房又认贷”的套数识别标准。政策重心从抑制投机转向释放居民购房需求，首付中枢明显下移。因城施策在这一阶段从“热点城市局部加码”反转为“非限购城市先行松绑”，标志着调控逻辑由总量紧缩转向结构性宽松。

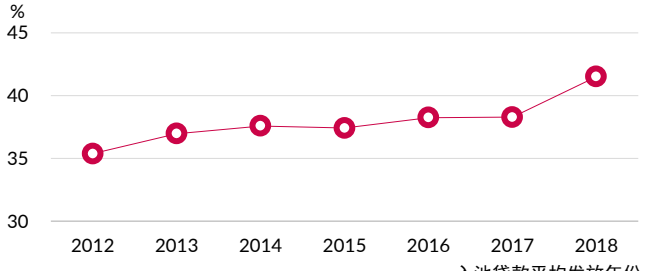
2017 年至 2021 年上半年，房地产进入“房住不炒”定位下的因城施策紧缩周期。全国层面未再统一调整首付比例下限，但热点城市通过重启“认房又认贷”大幅抬升二套首付门槛，首套首付比例亦普遍回升至 30%以上。与此同时，限购、限售、二手房参考价、经营贷排查等工具与首付政策形成组合效应，需求端杠杆被多维度压缩。这一时期的调控特征在于，首付比例已从单一的信贷参数演变为区域化、精细化的需求管理工具。

2021 年下半年至 2023 年，市场转冷倒逼政策反转，首付中枢重回 20%并配“认房不认贷”政策，监管目标由“抑投机”切换到“托需求”。2024-2026 年则进入首付底线触底与制度重构时期，2024 年全国商业贷款首付比例统一调至 15%历史低位，2026 年起不再单边松首付，转而用 40 年期限、现房/竣工后放贷、月供与总债收入比替代“降门槛”式调控，需求端监管从“管首付”升级为“管全生命周期杠杆”。

首付政策规定的是最低下限，而非借款人实际支付的首付比例。历史上，国内没有系统公布的住房贷款首付比例数据，但是我们可以通过 RMBS 记录间接观察借款人的平均首付情况。

如下图所示，各个年份发放的入池贷款，其平均首付比例主要集中在 35%-40%区间，体现了商业银行在相应时期对于借款人信用风险的整体评价情况和风险缓释要求。

RMBS入池贷款平均发放年份与首付比例



来源：Wind、惠誉博华

从年度差异来看，2012–2018 年是 RMBS 入池贷款的主要发放时段。其中，2014–2015 年首付比例中枢处于相对低位，契合当时的“去库存”宽松周期；2016–2018 年则显著上移，直观体现了“房住不炒”背景下的调控收紧。不过值得注意的是，2012–2013 年 RMBS 所记录的首付比例与当时个人住房贷款政策的紧缩基调存在一定背离。

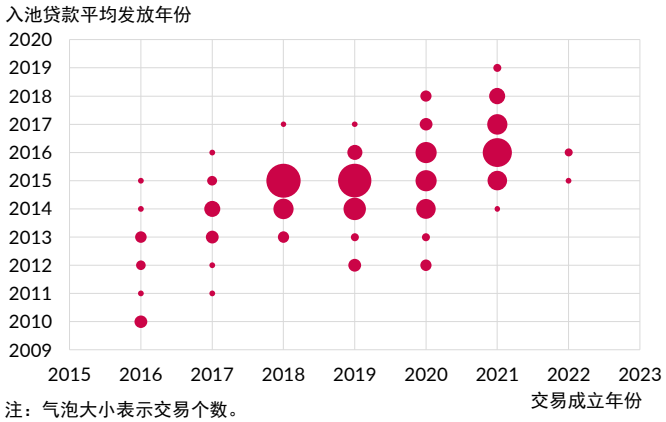
RMBS 入池贷款往往经历漫长的“银行母池”沉淀期。在资产筛选时，银行从母池随机抽取的存量贷款，其首付比例呈现出“幸存者偏差”特征：相同年份发放的原始贷款中，高首付贷款在发放多年后，因正常还款或提前清偿而本金递减，在入池时的余额占

[3] 《国务院办公厅关于继续做好房地产市场调控工作的通知》，2013 年 2 月 26 日公布。

比已显著下降；而低首付贷款因余额留存更久，在资产池统计中占据主导，从而拉低了记录的首付比例中枢。这种跨期抽取与动态清偿效应，使得在追溯 RMBS 资产池的平均首付比例数据时存在一定扭曲，并且跨期时间越长，偏差越大。

如下图中散点分布所示，RMBS 交易的入池贷款平均发放年份与交易成立年份之间存在显著的时间滞后。大量交易成立年份集中在 2018-2021 年，但其入池贷款平均发放年份却要回溯至 2014-2016 年（图中气泡最大、最密集区域）。记录中的平均发放年份在 2012-2013 年的资产池，实际归属的 RMBS 交易的发行分布时间极广（甚至对应 7-8 年后的 2019-2020 年发行），因此其受到跨期抽取效应的影响较其他年份更大。

RMBS入池贷款平均发放年份与交易成立年份



注：气泡大小表示交易个数。
来源：Wind、惠誉博华

镜像中的记录——贷款利率

中国个人住房贷款利率政策自 1998 年住房制度改革起正式成型，其后二十余年经历了从行政基准利率管理到 LPR 市场化定价的完整制度变迁。

1998 年住房改革后，房贷以“减档优惠[4]”利率定价，最长可贷 30 年，重在推动业务起步，首套与二套尚无明确区分。2005 年取消优惠利率，实行基准利率打九折的下限管理，首付比例可提至 30%，个人住房贷款进入“基准倍数+首付”双工具调控阶段；2006 年，下限进一步放宽至基准利率的八五折；2007 年，进一步明确二套房利率不低于基准 1.1 倍，首套与二套差别化利率框架正式定型。2008 年金融危机后，房贷利率下限从八五折骤降至七折，首付比例同步降至 20%，期间叠加连续降息，催生出中国房贷史上罕见的“七折红利”群体，但其适用范围受限于首次购房、信用良好等条件，本质是危机时期的定向让利。

2010 年起，随着“国十条[5]”“新国八条[6]”等调控政策密集落地，二套利率下限恢复至基准利率的 1.1 倍。2011 年 7 月，5 年期以上贷款基准利率攀升至 7.05%，为阶段性高点。实际执行中，首套房贷优惠利率普遍取消，部分银行首套利率甚至上浮 10%-20%。

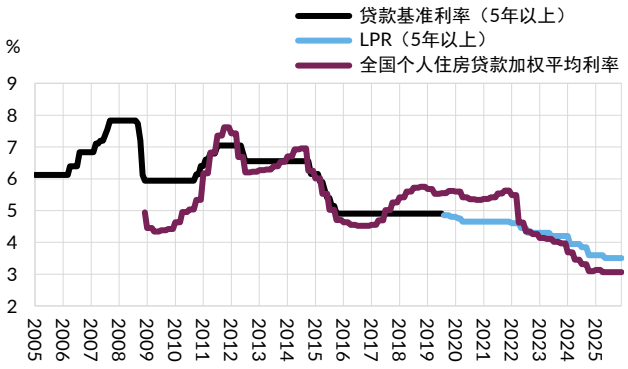
2012 年之后，经济下行压力促使货币政策转向宽松，基准利率进入降息通道。2014 年“9.30 新政[7]”重新界定首套认定标准，首付比例与利率优惠随之松动，首套利率下限重提七折，取消二套利率 1.1 倍下限。2015 年央行连续五次降息后，5 年期以上贷款基准利率定格于 4.9%，这一水平一直沿用至 2019 年 LPR 改革前夕。

2016-2018 年，“房住不炒”成为房地产调控总基调。利率折扣逐步消失，利率上浮重新成为定价主导因素。多地首套房贷利率上浮 5%-20%，二套上浮幅度更高，部分地区二套房贷利率达到基准的 1.2 倍以上。值得注意的是，此阶段名义基准利率虽长期未变，但调控重心已转向“利率浮动幅度”这一隐性工具，政策逻辑从直接调整基准利率，转变为通过窗口指导、MPA 考核等方式引导银行自主决定浮动幅度。这一转变为 2019 年 LPR 改革积累了市场化的实践基础。

2019 年 10 月起，房贷利率由“基准×浮动”切换为“LPR+加点”定价，首套利率不低于 LPR，二套不低于 LPR+60BP。此后政策沿两条主线推进：一是新增贷款利率下限逐步撤防，2022 年首套利率降至 LPR–20BP，2024 年 5 月全面取消全国下限，定价权下沉至城市与银行自主决定；二是存量利率调整机制建立，2023 年批量下调存量房贷利率，2024 年进一步建立加点协商机制，借款人可与银行协商调整存量加点。至此，房贷利率完成从行政管控向市场驱动的转换。

以上利率转换过程在利率走势图上得到了清晰的印证。如下图所示，全国个人住房贷款平均新发利率与基准利率（贷款基准利率/LPR）之间的走势关系，与历次房地产金融调控政策高度吻合，精准刻画了不同阶段的房贷利率宽松和紧缩周期。其中有两个时段的表现尤为突出：2009-2010 年，受金融危机后“七折红利”政策驱动，实际房贷利率大幅低于基准；而 2017-2021 年，在“房住不炒”总基调下，叠加房地产融资持续收紧、房贷额度紧缺以及贷款集中度管理等调控约束，实际利率持续高于基准（前期表现为在基准利率之上的上浮，后期表现为 LPR 大幅加点）。

利率基准与个人住房贷款利率



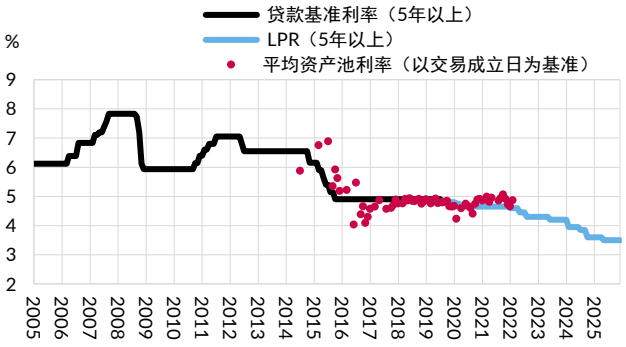
来源：Wind、惠誉博华

[4] 1998-2004 年间，中国个人住房贷款的一种定价方式，指贷款的实际执行利率不按其自身期限对应的基准利率计算，而是用一个更短期限的基准利率档次来定价，从而降低借款人的利息成本。
[5] 《国务院关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》，2010 年 4 月 17 日公布。
[6] 《国务院办公厅关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》，2011 年 1 月 27 日公布。
[7] 《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》，2014 年 9 月 30 日公布。

RMBS 的记录机制亦呈现出鲜明特征。以交易成立日为基准，将 RMBS 交易的资产池利率水平与交易成立日同期的基准利率进行对比，从下图中可以发现：月度资产池利率平均值与基准利率高度吻合。

房贷利率以浮动利率为主且多按年调整，入池贷款在交易成立日前已完成一次或多次基于基准利率的调整。所以，即便早期发放的贷款历经多次基准调整，其在入池时点的利率水平仍能有效反映当时的市场基准，这充分体现了利率传导机制的连续性与政策调控的市场化执行效果。

RMBS平均资产池利率
——以交易成立日为基准

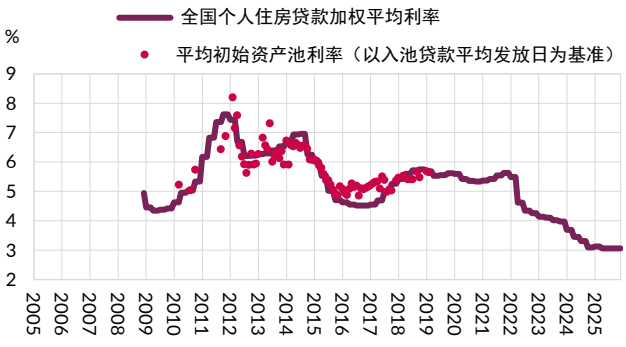


来源：Wind、惠誉博华

进一步以入池贷款平均发放日为基准，利用资产池账龄信息推算入池贷款发放时的平均初始利率水平，并将其与同期的全国个人住房贷款平均新发利率进行对比，两者吻合度同样极高。

RMBS 资产池中隐含的初始利率信息能够精准捕捉各时期新发放房贷利率水平的波动特征与结构性变化，这表明 RMBS 的基础资产具备极强的市场代表性，能够真实映射中国住房贷款利率的历史演变轨迹。

RMBS平均初始资产池利率
——以入池贷款平均发放日为基准



来源：Wind、惠誉博华

镜像中的记录——早偿率（CPR）

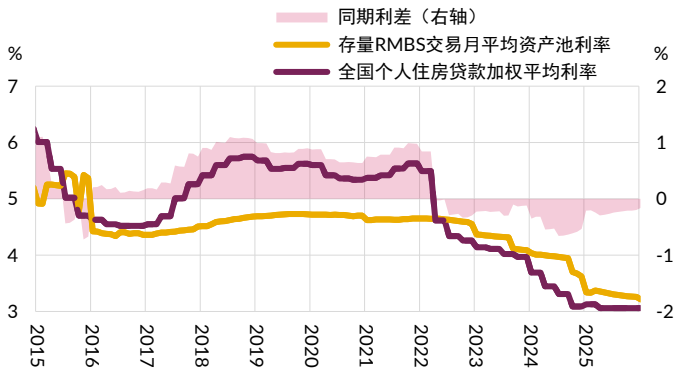
个人住房贷款中存在借款人提前偿贷行为，房贷早偿的本质上不是孤立的微观财务行为，而是居民部门在房价预期、利率环境和储蓄水平三重约束下做出的综合性债务优化决策。

当房价上涨预期不复存在，利率环境便成为决定早偿性价比的关键：若存量房贷利率居高不下，而新发放贷款利率与其他投资收益率同步走低，提前偿贷便同时具备套利与避险的双重价值。个体决策便形成集体转向，早偿率会出现大幅攀升，进而会通过银行利息收入下降、资产久期缩短等渠道反向重塑银行的资产负债表，并向央行传递明确的市场信号，最终反馈于利率政策路径的调整。因此，中国个人住房贷款的提前偿贷表现既是居民财务行为的温度计，也是货币政策传导效果的压力表。

中国虽无官方发布的全国存量房贷利率和早偿率数据，但央行及金融监管部门曾在多个关键时期的重要会议上对早偿现象进行过定性分析，并在历史上先后两次大规模下调存量房贷利率，以直接回应提前偿贷压力。在缺乏权威数据的情况下，RMBS 可以充当存量房贷利率调整的宏观传感器，基准利率、新发利率、存量贷款利率、新旧贷款利差、早偿率，整个传导链条在 RMBS 资产池里被实时、批量、可观测地呈现。

在 2015-2025 年的观测期内，由存量 RMBS 平均资产池利率所代表的旧贷款利率，在大多数时间里均低于新发放贷款利率。尤其在 2017-2021 年房地产调控收紧阶段，新旧贷款之间的同期利差均值接近 80BP。然而，自 2022 年以来，随着新发放贷款利率快速下行，新旧贷款利差由正转负，并一直延续至今。这种持续的负利差成为提前偿贷现象加剧的主导因素，也直接触发了监管部门两次批量下调存量房贷利率的干预措施。

新发房贷利率与存量RMBS资产池利率比较



来源：受托报告、Wind、惠誉博华

2022-2023 年，由于固定加点结构锁定的高息负债、理财破净造成的收益倒挂、房价预期转弱抹除的杠杆红利，以及收入预期下行催生的去杠杆意愿，四股力量在同一窗口期内叠加释放，造成 2023 年上半年早偿率冲高。

为缓解由此引发的银行优质资产流失与居民资产负债表收缩压力，中国人民银行与国家金融监督管理总局于 2023 年 8 月 31 日联合发布《关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知》，自 9 月 25 日起实施。该轮政策适用对象限定为 2023 年 8 月 31 日前金融机构已发放或已签订合同但未发放的首套住房商业性个人住房贷

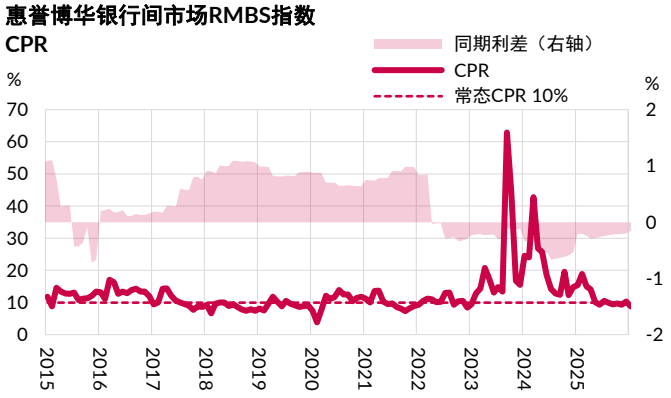
款，以及实际住房情况符合所在城市首套住房标准的其他存量贷款，操作上允许借款人通过“新发放贷款置换”或“协商变更原合同利率”两种方式完成利率调整，并设定调整后加点幅度不得低于原贷款发放时所在城市首套房贷利率政策下限。央行后续在货币政策执行报告中披露，截至 2023 年末，超过 23 万亿元存量房贷完成下调，加权平均利率降至约 4.27%，平均降幅 0.73 个百分点。

2024 年，新发放贷款利率快速下探，全国性房贷利率下限在 5 月份取消后进一步增强利率下降，而存量房贷的利率加点仍被合同锁定，新旧贷款利差再度走阔；与此同时，存款与理财收益继续下行，形成更深的“高收益资产荒”，叠加房价预期深度恶化、收入预期仍然谨慎，使得提前偿贷在居民决策中演变为一种确定性套利的财务优化行为。相较第一轮，这一轮表现出的“合约摩擦”的驱动性更大。

为应对新一轮提前偿贷压力，2024 年 9 月 29 日，央行发布《中国人民银行公告〔2024〕第 11 号》，从制度层面完善商业性个人住房贷款利率定价机制：允许借贷双方协商变更 LPR 加点幅度，自 11 月 1 日起取消重定价周期最短一年的限制，并在存量房贷利率与全国新发放房贷利率偏离达到一定幅度时，可新发浮动利率贷款置换存量贷款。同日，中国人民银行指导市场利率定价自律机制发布《关于批量调整存量房贷利率的倡议》，明确各商业银行原则上应于 2024 年 10 月 31 日前对符合条件的存量房贷开展批量调整，对 LPR 加点高于-30BP 的统一调至不低于-30BP，且不低于所在城市新发放房贷加点下限。后续据中国人民银行初步统计（新华社报道），截至 2024 年 10 月 28 日，21 家全国性银行已完成批量调整，共计 5366.7 万笔、25.2 万亿元存量房贷利率完成下调。

惠誉博华利用 RMBS 早偿率（CPR）指数间接刻画居民提前偿贷行为的动态演变，该指数不仅灵敏捕捉了 RMBS 早偿率的波动轨迹，还直观呈现了两次批量下调存量房贷利率对 RMBS 产品及市场产生的冲击。

惠誉博华银行间市场RMBS指数



来源：受托报告、Wind、惠誉博华

数据显示，RMBS 早偿率的多年常态中枢大致维持在 10%，且与新旧贷款利差呈现显著的负向联动关系。具体而言，当利差处于高位时，CPR 倾向于回落至中枢水平以下；而当利差收窄甚至转为负值时，CPR 则常运行于中枢之上，并多次录得峰值。

2023 年上半年，CPR 脱离 10%的常态中枢，首次突破 20%关口。这一轮早偿高峰本质上是个人住房贷款市场的自发响应，其核心驱动力在于新旧贷款利差的持续走阔。2022 年至 2023 年上半年，新发放房贷利率快速下行，而存量房贷利率因加点固定而居高不下，叠加其他因素，提前偿还高息存量贷款成为居民的理性选择。值得注意的是，此次 CPR 突破 20%呈现出明显的滞后性特征——早偿率在利差走阔持续一段时间后方才显著攀升，反映出居民自主决策的传导时滞。因此，20%这一水平可被视为居民自发早偿强度的代表性阈值。

2023 年下半年，CPR 在前期回落后趋于收敛，但在 9 至 10 月第一次存量房贷利率批量下调政策落地期间，CPR 骤然冲高，形成极为尖锐的脉冲式峰值，一度突破 60%，创下历史最高值。需要指出的是，此轮极端脉冲并非完全源于居民自主的微观早偿决策，其主要成因在于贷款合同置换操作的集中推进——该类操作在 RMBS 统计口径中被记作早偿，从而产生了短暂而剧烈的统计脉冲。此次 CPR 峰值本质上是记录了一次宏观政策对存量定价主动干预的制度性冲击，揭示了 RMBS 资产池在重大政策窗口期内面临的特殊风险暴露。

至 2023 年末，新旧贷款利差被政策大幅压缩，之后自 2024 年伊始，利差逐渐再度走阔，居民的早偿动机再次被被激活。与此同时，居民对后续存量利率调整政策的预期产生分歧，部分借款人为避免继续承担高息房贷，选择以储蓄或寻求其他低成本资金方式置换存量房贷。由此，2024 年上半年出现的 CPR 尖峰由“利差驱动”及“政策预期驱动“两个因素共同作用。

2024 年 10 月，第二次存量房贷利率批量下调政策落地，CPR 亦出现了一个小高峰。2025 年之后，随着两次存量利率调整的消化完毕，以及常态化协商机制的建立，新旧贷款利差趋于收敛，居民提前偿贷意愿明显回落。CPR 逐渐再次回归 10%的常态中枢，RMBS 资产池的早偿压力基本消退。

镜像中的记录——逾期率

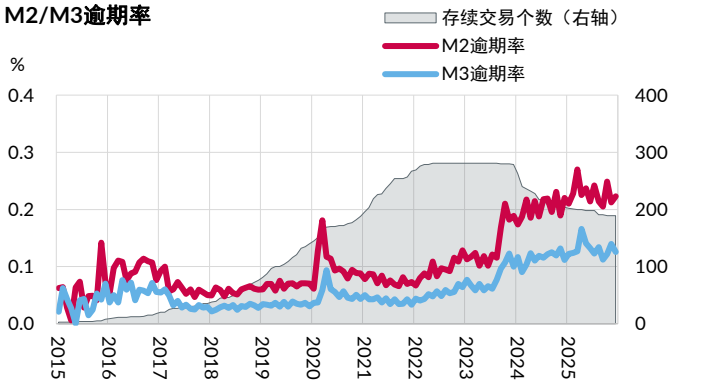
与早偿率数据不同，中国住房贷款的逾期数据在计量与披露上存在系统性安排：商业银行负责本机构数据，监管机构则统筹全行业数据。商业银行采用五级分类进行计量与披露，上市银行按信息披露规则公布五级分类结构、逾期贷款期初与期末余额、贷款损失准备的计提与核销情况；监管汇总口径则以银行业整体不良率和不良余额为主。上述口径均为动态存量概念——新发放贷款持续流入、正常还款与提前偿贷减少余额、核销或转让出表、分类上调或下调，均会影响期末不良水平。

RMBS 则提供了另一条计量路径，采用静态池逻辑：以初始起算日资产池余额为起点，跟踪入池贷款在后续各收款期间的逾期迁徙、违约确认、处置回收等全生命周期表现。这类按账龄展开的信用信息在其他公开信息中不可得，通常仅沉淀于银行内部系统。

RMBS 逾期率数据覆盖范围有一定局限性，仅能覆盖曾发行产品的发起银行及其基础资产，无法直接折算为全市场逾期率或替代行业不良率。但是其具有自身独特价值，能够弥补公开数据中缺失的逾期分层结构与生命周期参数，它是一种重要的中国住房贷款信息记录形式。

惠誉博华制作和维护 RMBS 逾期率指数，以之记录 RMBS 基础资产的逾期路径演变，该指数呈现出清晰的结构化和阶段性特征。结构化特征方面，M2 逾期率（逾期 31 至 60 天）始终高于 M3 逾期率（逾期 61 至 90 天），符合风险逐级迁徙逻辑。

惠誉博华银行间市场RMBS指数
M2/M3逾期率



来源：受托报告、惠誉博华

阶段性特征方面，2015-2016 年，因记录初期样本交易较少，指数因此表现出较大的波动性；2017-2019 年，两类逾期率均在 0.1%以下低位稳定运行，这主要得益于宏观经济运行稳健、房地产市场预期乐观，以及 RMBS 产品自身的低信用风险特征。

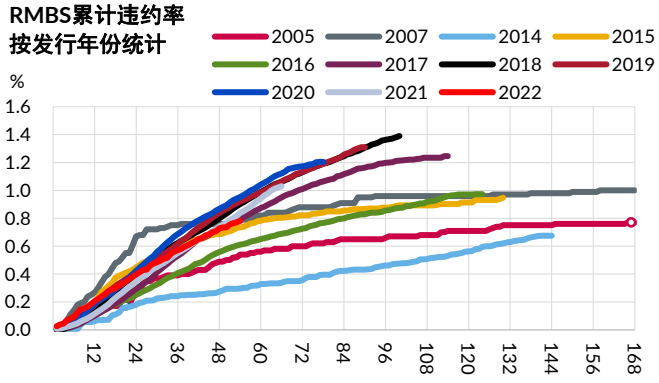
2020 年，指数曾出现短暂尖峰脉冲，这直接源于突发公共卫生事件对借款人还款能力的暂时性冲击，该冲击自 2020 年下半年逐渐消退，指数在 2021 年末基本回落至常态水平。这次指数波动体现出中国住房贷款在面对外部冲击时展现出良好的抗压性与稳定性。

自 2022 年起，逾期率中枢持续抬升，M2 和 M3 分别跃升至 0.1%和 0.2%以上，不过总体逾期水平仍处于低位。促使逾期率持续升高的原因主要有两点：一是宏观经济下行压力、居民收入增速放缓，以及房地产市场深度调整带来的违约风险释放；另一个更主要的原因，自 2022 年二季度 RMBS 产品停发以来，作为计算逾期率的分母，存量资产池余额不断萎缩，从而致使指数被机械性放大。一个明显的佐证是，当 CPR 数次出现峰值、存量资产池骤然缩小时，同期逾期率指数亦会同步跳升。

对于 RMBS 资产池的信用风险特征，亦可用静态方法进行测度和记录。累计违约率以初始起算日的资产池规模为分母，累加各期新增违约贷款为分子，按发行年份汇总并计算各时期的累计违约水平。

累计违约率指标能够反映静态视角下的总违约水平，并与宏观环境的演化趋势深度共振，便于在不同年份之间进行比较，观察违约发生的路径变化、不同时间段的新增速率，以及对未来演化路径进行推演。

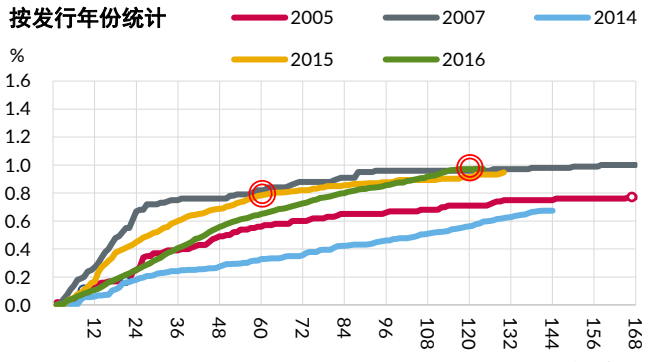
RMBS累计违约率
按发行年份统计



注：2005年发行的RMBS已清算。
来源：受托报告、惠誉博华

根据累计违约水平高低及曲线形态，将各年份的累计违约率曲线分为两组。第一组为 2016 年及之前发行的批次，其累计违约水平整体较低，自发行后 5 年（60 个月）和 10 年（120 个月）的违约率分别在 0.8%和 1.0%以下。这组曲线代表了入池贷款发放于经济高速增长时期，彼时居民收入快速增长、房贷负担温和，并且在后续经济承压时期，相应入池贷款已积累足够长账龄，对经济下行的免疫能力更强。

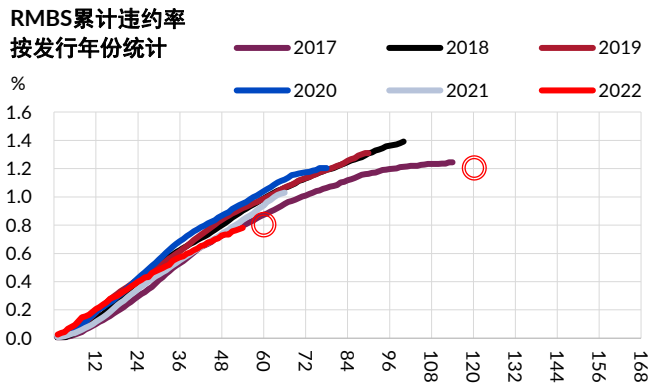
RMBS累计违约率
按发行年份统计



注：2005年发行的RMBS已清算。
来源：受托报告、惠誉博华

第二组为 2017 年及之后发行的批次，其累计违约水平显著高于第一组，5 年（60 个月）和 10 年（120 个月）的累计违约率均超出相应分组阈值，并且曲线更为集中，呈现“束状”分布。

该组曲线所对应的资产池共性更为突出，其入池贷款平均发放年份集中在 2015 年及以后。彼时正值房价快速上涨与政策调控相互博弈的阶段，借款人贷款负担显著加重。此外，相较于第一组，该组资产池的账龄更短，使得账龄因素在经济承压时期的缓冲作用相对减弱。



注：2005年发行的RMBS已清算。
来源：受托报告、惠誉博华

结语

纵观中国个人住房贷款市场的深刻变革，RMBS 不仅是金融创新的产物，更是一个能够客观记录行业变迁的镜像切片。它以底层入池贷款为载体，精准捕捉了个人住房贷款从“杠杆工具”到“现金流管理”的属性转变，见证了首付、利率、早偿与逾期在宏观周期中的每一次剧烈起伏。

作为穿透表层信贷数据的微观探针，RMBS 将庞大的政策转向与居民资产负债表的重构具象化为可量化的现金流轨迹。立足当前节点，借助 RMBS 这一工具回溯过往并审视当下，为市场各类机构理解居民理性回归、预判资产表现提供了重要的基准参照。读懂 RMBS 中的记录，有助于我们更好地把握中国住房金融市场的过往脉络与发展前景。

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。