

2015-10-20

# “居融一期”成功问世 开启农商行 RMBS 发行序幕

联合资信评估有限公司 结构融资部 屈晓灿、汪潇逸



联合资信评估有限公司  
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.

## “居融一期”成功问世 开启农商行 RMBS 发行序幕

联合资信评估有限公司 结构融资部 屈晓灿、汪潇逸

继 2015 年 8 月 27 日“居融”系列个人住房抵押贷款资产证券化产品（以下简称“RMBS”）成功注册后，2015 年 9 月 22 日“居融 2015 年第一期个人住房抵押贷款资产支持证券”（以下简称“居融一期”或“本期交易”）在银行间市场成功发行。“居融”系列 RMBS 的发起机构为江苏江南农村商业银行股份有限公司（以下简称“江南农商行”），注册规模总计 50 亿元，计划两年内分期发行。“居融一期”发行规模为 8.48 亿元，其中优先 A 档、优先 B 档及次级档证券依次占比为 78.00%、10.00% 和 12.00%，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对优先 A 档和优先 B 档证券的评级结果分别为 AAA 和 AA。这是江南农商行在发行 2014 年第一期信贷资产证券化信托资产支持证券（CLO）之后的又一次证券化业务的成功实践，也是首单农商行作为发起机构的 RMBS 产品，拉开了我国农商行进行个人住房抵押贷款资产证券化的序幕。

江南农商行成立于 2009 年 12 月，是在常州市辖内原 5 家农村中小金融机构的基础上组建而成的全国首家地市级股份制农村商业银行。作为在常州市经营多年且为唯一的一级法人银行，江南农商行存贷款业务在当地市场占比约在 20% 左右，位居同业首位，具有较明显的竞争优势。截至 2015 年 6 月，江南农商行个人住房抵押贷款总量为 62.53 亿元，不良率为 0.79%，资产质量良好。江南农商行发起 RMBS 的初衷是响应国家盘活存量资产的宏观政策，在资产证券化方面进行新的尝试，通过发行 RMBS 加速回收存量房贷资金，增加住房贷款资金供给，同时实现优化资产负债结构等目的。

从与邮储银行、招商银行、建设银行等大型商业银行发起的 RMBS 的基础资产对比情况来看，本期交易在资产池方面存在以下几个方面的特征：一是发行规模

和入池资产笔数最小，这与江南农商行个人房贷业务整体规模尚小有关；二是入池贷款多发放于 2010-2014 年间，账龄较短，加权平均账龄为 2.72 年，尚未度过违约高发期，且加权平均剩余期限较长，为 11.34 年；三是入池贷款绝大部分为一手房贷款，加权平均初始抵押率为 61.92%，处于一般水平；四是入池贷款全部集中于江苏省常州市，地区集中度很高。

作为首次尝试，江南农商银行在本期交易结构设计方面并无突破，采用通用的优先/次级、触发机制的内部增级手段；证券设计方面对优先档证券进行了细分，分出少量优先 A-1 档证券采用固定利率，以降低发行成本，其余优先档证券（包括优先 A-2 档及优先 B 档证券）采用浮动利率，以提高与入池贷款的匹配度，降低利率风险。

RMBS 与 CLO、Auto-ABS 等其他资产证券化产品相比，面临基础资产收益率较低、贷款期限长等问题，贷款期限长一方面导致投资者对证券收益的要求较高，另一方面面临存续期内可能受到利率波动导致的利差缩小等问题，甚至产生利率倒挂，进而可能影响次级档证券的收益甚至本金的兑付。从本次交易的资产端来看，入池贷款的加权平均利率为 5.78%，处于一般水平，均采用浮动利率，其中 96.09% 的贷款以五年期以上贷款利率为基准进行浮动；从证券端来看，优先档证券中，除优先 A-1 档证券（占比为 5.89%）采用固定利率外，优先 A-2 档证券（占比为 72.11%）及优先 B 档证券（占比为 10.00%）亦均采用以五年期以上贷款利率加基本利差的浮动利率方式，且入池贷款和证券的利率调整方式均为年初调整。因此，本期交易资产端和证券端在利率基准、调整时间等方面的匹配程度较高，因利率政策调整带来的利率风险较小。

受央行连续降息的影响，近期 ABS 产品的发行利率持续处于低位，一定程度上缓解了 RMBS 产品的利率倒挂问题。从居融一期的发行结果来看，优先 A-1 档证券（预期加权平均期限 0.10 年）、优先 A-2 档证券（预期加权平均期限 3.60 年）及优先 B 档证券（预期加权平均期限 8.84 年）的发行利率依次为 2.98%、4.7% 和 5.5%，投资者热情较高。

居融一期项目从启动到发行历时约 6 个月的时间，其间个人住房抵押贷款注册文出台。注册制下，未来一期居融产品的发行流程将大幅缩短，发起机构的发行动

力也将得到鼓舞。截至目前，RMBS 注册发行额度合计达到 2150 亿元，发起机构除江南农商行外，还包括招商银行、中国民生银行、中国建设银行、北京银行等。从联合资信了解到的情况来看，在较低利率的市场行情下，发起机构的热情较高，可以预见未来一段时间内 RMBS 的发行规模将快速增长。本期证券的成功发行为农商行发行 RMBS 产品提供了良好的实践经验，RMBS 发行主体将进一步拓宽。