

# 2018 年商业地产资产证券化回顾及展望

作者：联合评级结构融资二部 高鑫磊、朱琳、薛丹、王通通、蔡萌

**前言：**商业地产投资回落，增量不足，已进入存量市场时代，与此同时金融去杠杆政策的持续、市场流动性紧缩、投资者信心不足等因素导致房企融资较为困难。商业地产的核心特点就是能持续产生现金流，这与资产证券化的本质不谋而合，相比传统融资，商业地产资产证券化融资具有融资成本低、融资规模大、用途灵活等特点。

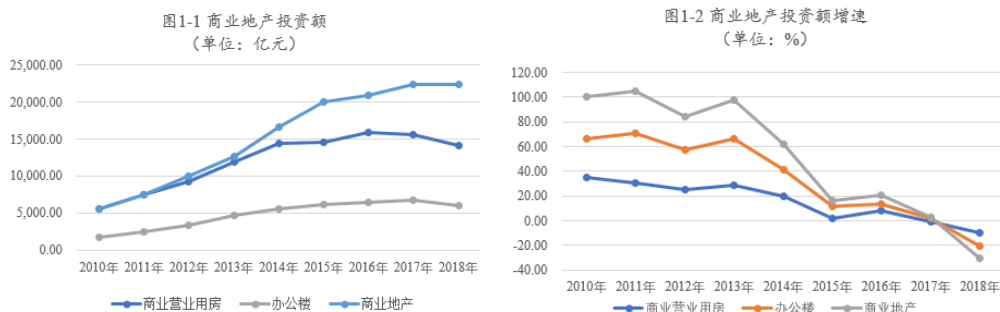
2018 年商业地产资产证券化持续成为热点，全年一级市场 CMBS（含 CMBN）和类 REITs 共发行 50 单，发行规模合计 1,020.77 亿元，呈现出单数较多、规模较大、发行利率略有升高、发行期限较长、融资人多为房企等特点，同时首单物流园区 CMBS 产品和首单社区商业 REITs 产品的发行使得可证券化的商业地产类型更加丰富。

本文回顾了 2018 年商业地产资产证券化的基本情况及新的变化，对当前商业地产资产证券化产品新发、存量市场情况及商业地产证券化风险特点进行了总结分析，并对该业务领域未来的发展路径进行展望。

## 一、商业地产及其与资产证券化的融合

商业地产包括各种非生产性和非住宅型的物业，主要有用作零售物业、酒店等的商业营业用房、办公楼以及其他商业服务经营场所。随着国民经济的快速发展，国内商业地产开发投资增速也保持在较高水平，至 2010 年增速达到 34.15%，达到 2004 年以来的最高增速。其后随着我国宏观经济增速逐步回落和稳健货币政策的推行，商业地产投资增速逐步回落，特别是 2015 年以来，在经济下行压力加大、楼市库存高企等背景下，商业地产投资增速大幅下降，至 2017 年增长率已跌至 0.14%。2017 年全年商业地产累计完成投资额 22,401.25 亿元，其中商业营业用房累计完成投资额 15,639.90 亿元，同比下降 1.20%；办公楼累计完成投资额 6,761.36 亿元，同比增长 3.50%。

2018 年，由于金融去杠杆的持续及中美贸易战等内外因素的共同影响下，国内经济持续下行，国内商业地产累计完成投资额 22,401.25 亿元，同比下降 9.95%。其中，商业营业用房累计完成投资额 14,177.09 亿元，同比下降 9.40%；办公楼累计完成投资额 5,996.33 亿元，同比下降 11.30%。



资料来源：Wind 资讯，联合评级整理。

由于投资回落，增量不足，商业地产进入存量市场时代，加上去杠杆持续导致流动性紧缩以及房企融资收紧，如何有效盘活存量资产成为行业发展面临的重要课题。商业地产主要的模式就是“收租”，有持续稳定的现金流，这与资产证券化的本质不谋而合。这也恰好能满足商业地产相对较高的资金需求，以未来持续稳定的现金流用证券化的方式融资来让重资产的商业地产变得“轻”起来，以达到盘活存量的目的。

总体看，商业地产已进入存量时代，商业地产资产证券化为有效盘活存量资产和房企融资提供了一个通道。

## 二、商业地产资产证券化市场情况

国内商业地产资产证券化的主要模式根据发行场所的不同分为资产支持证券(Asset-Backed Securities, 缩写为 ABS)和资产支持票据(Asset-Backed Notes, 缩写为 ABN), 即 CMBS、类 REITs 和 CMBN。受客观原因限制, 目前公募 REITs 在内地尚未推出, 因此, 本文集中于 CMBS (含 CMBN) 和类 REITs 的探讨。

### (一) 发行情况

据 CNABS 统计, 2018 年全年, 一级市场 CMBS (含 CMBN) 和类 REITs 共发行 50 单, 较 2017 年 (35 单) 增加 42.86%, 发行规模合计 1,020.77 亿元, 较 2017 年 (总计规模 897.67 亿元) 增长 13.71%。发行数量与发行规模均较 2017 年全年有所增长。此外, 截至 2018 年年底有 10 单尚处于发行期, 规模合计 300.46 亿元。

图2-1 2018年全年商业地产资产证券化发行单数  
(单位: 单)

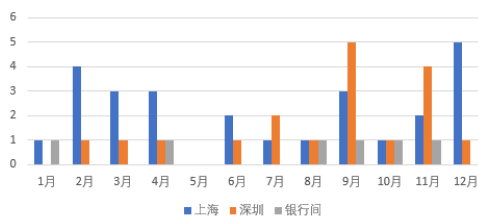
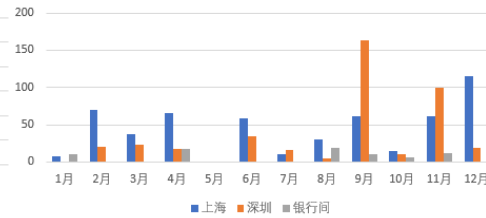


图2-2 2018年全年商业地产资产证券化发行规模  
(单位: 亿元)



资料来源: CNABS, 联合评级整理。

从发行市场来看, 交易所市场 (包括报价系统) 累计发行 44 单, 合计规模 944.65 亿元, 银行间市场累计发行 6 单, 合计规模 76.12 亿元, 交易所市场发行单数和规模均远高于银行间市场。

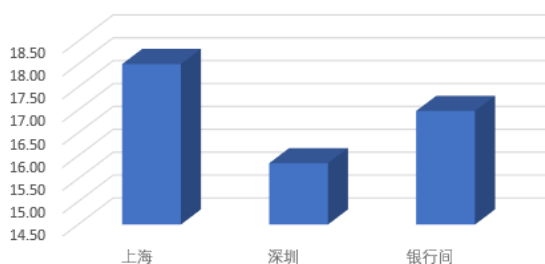
从产品类型来看, CMBS 累计发行 36 单, 发行规模 754.99 亿元; 类 REITs 累计发行 14 单, 发行规模 265.78 亿元。CMBS 发行单数和发行金额远高于类 REITs。

从单只发行规模来看: 交易所市场单只发行规模约为 21 亿元, 银行间市场单只发行规模约为 13 亿元, 交易所市场单只规模较高, 且两个市场单只规模普遍较高, 主要是由于商业地产普遍体量较大所致。

从物业类型来看, 首单物流园区 CMBS 产品 (招证固收-富力国际空港综合物流园资产支持专项计划) 和首单社区商业 REITs 产品 (中联东吴-新建元邻里中心资产支持专项计划) 的发行使得可证券化的商业地产类型更加丰富。

从发行期限上看, 2018 年全年, 发行产品加权平均发行期限为 17.05 年, 其中上海交易所加权平均发行期限为 17.60 年, 深圳交易所平均发行期限为 15.84 年; 银行间市场平均发行期限为 19.68 年。发行期限均较长, 主要是由于国内商业地产租售比较低, 证券本息的偿付需要长年限的商业地产净现金流来保障。当然, 目前的产品设计中, 常常将还本压力置于后端, 依赖物业再融资或回购完成还本。

图3 2018年商业地产资产证券化分市场加权平均期限  
(单位: 年)



资料来源: CNABS, 联合评级整理。

从产品级别来看, 2018 年全年发行的 50 单产品均披露了信用评级, 其中最高债项级别 (通常为优先 A 档) 为 AAA 级的产品单数和发行金额占比均为最多, 发行单数比重为 90.00%, 发行金额比重为 85.85%; 最高债项级别无低于 AA+ 的级别。高级别债券占比高, 与传统债市呈同一特征, 主要是受国内证券市场投资人偏好影响。

图4-1 不同级别优先A档证券单数及占比  
(单位: 单、%)

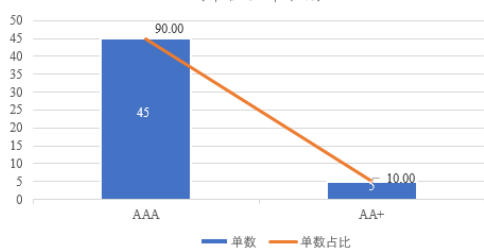
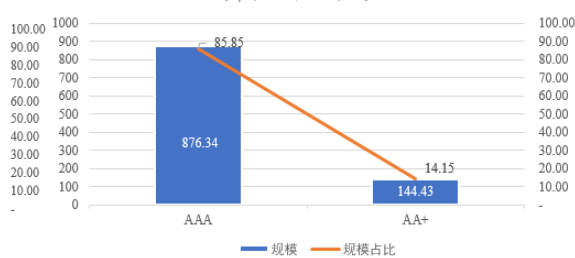


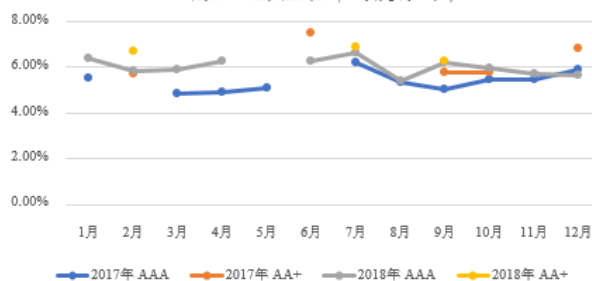
图4-2 不同级别优先A档证券规模及占比  
(单位: 亿元、%)



资料来源: CNABS, 联合评级整理。

从发行利率来看: 对于优 A 档评级为 AAA 的产品, 2018 年全年平均发行利率为 6.03%, 其中上海交易所平均发行利率为 5.99%, 深圳交易所平均发行利率为 5.92%, 银行间市场平均发行利率为 5.98%; 对于优 A 档评级为 AA+ 的产品, 2018 年全年平均发行利率为 6.47%, 其中上海交易所平均发行利率为 6.31%, 深圳交易所平均发行利率为 6.70%。AA+ 证券较 AAA 证券高 52 个 BP, 发行成本差异尚可。分月份来看, 2018 年全年优 A 档的平均发行利率整体较为平稳变动不大, 年中发行利率水平升高, 此后月份略有下降。此外 2018 年全年市场发行利率较 2017 年有所升高。上述不同市场利率特征主要是受到发行窗口期市场资金面、市场参与主体及债项级别的影响。

图5 优先A档平均发行利率



资料来源: CNABS, 联合评级整理。

从融资人来看, 2018 年发行的 50 单项目中, 借款人为房企的项目约 30 余单, 占发行项目的 60% 以上, 融资人仍以房地产企业为主。

## （二）存量产品分析

根据 CNABS 统计，截至 2018 年底，国内已发行 CMBS（含 CMBN）和类 REITs 共 94 单，其中存续期项目 91 单，合计规模 2,263.04 亿元，已清算项目 3 单，合计规模 129.40 亿元。另有 10 单处于发行期，共计 235.94 亿元。

已清算的三单产品分别是中信启航专项资产管理计划（启航 2014-1）、中信华夏苏宁云创资产支持专项计划（苏宁 2014-1）和中信华夏苏宁云创二期资产支持专项计划（苏宁 2015-2）。从产品类型来看，均为类 REITs 产品；从退出方式来看，启航 2014-1 通过发起人（中信证券）回购退出；苏宁 2015-2 通过续发新产品（华泰佳越-苏宁云新一期资产支持专项计划）实现退出；苏宁 2014-1 尚未公开退出方式。

处于存续期的产品大多数都设有 3 年开放机制，91 单产品中有 12 单产品（总发行规模为 337.76 亿元）于 2019 年进入第一个开放期。

总体看，2018 年商业地产资产证券化产品的发行持续成为热点，呈现出单数较多、规模较大、发行利率略有升高、发行期限较长、融资人多为房企等特点，同时也出现了诸如底层资产类型多样化等新的特点。此外，商业地产存续项目较多于 2019 年进入开放期，在流动性持续紧张，房企债务集中到期的年度，集中兑付压力值得关注。

## 三、国内商业地产证券化主要风险及问题分析

### （一）大部分产品破产隔离效果不理想

资产证券化的本质是通过一定的结构安排，将能在未来产生可预见的稳定现金流的资产或资产组合，转化成由资产产生的现金流担保的可流通证券。与抵押融资关键的区别在于，商业地产资产证券化通过“真实出售”的方式，使得专项计划与物业持有人之间实现破产隔离，以此来阻断物业持有人及其债权人对基础资产的请求权。

国内 CMBS 项目一般的操作是，以单一资金信托为例，信托向借款人（物业持有人）发放信托贷款，借款人以持有的标的物业及其产生的现金流分别作为抵押物和质押物为信托贷款提供抵押担保和质押担保。绝大多数项目，标的物业的运营由借款人或其关联方负责，专项计划存续期间，借款人以标的物业产生的现金流偿还信托贷款，受托人以上述信托贷款产生的现金流向专项计划分配信托利益。

专项计划作为信托的唯一受益人，间接拥有标的物业抵押权，基于物权优先于债权的原则，破产法明确规定，“对破产人的特定财产享有担保权的权利人，对该特定财产享有优先受偿的权利”，确认了有财产担保债权优先受偿。但同时应注意到，此处的优先受偿是相对于一般债权而言的，对于担保权利设定前债务人欠缴的税款、债务人拖欠的建筑工程款以及破产法公布之日前所欠职工的工资和医疗、伤残补助以及《破产法》132 条列明的其他劳动债权，其清偿优先于上述有财产担保债权受偿。其次，在法院受理破产申请后，除非债务人受益，对个别债权人的债务清偿无效，民事诉讼、仲裁、执行程序都应中止；破产程序中尤其是重整程序中限制最严格，“在重整期间，对债务人的特定财产享有的担保权暂停行使。”综上，虽然抵押权具有优先受偿性，但一旦债务人进入破产程序，抵押权的实现会受到不利影响。

此外，期间现金流方面，因借款人（物业持有人）通常出任资产服务机构作为归集现金流的第一道环节，如借款人因其他债权纠纷引致其名下的账户被司法冻结，专项计划现金流归集将受到影响，特别是当借款人或其母公司出现严重信用危机时，现金流存在严重混同风险。针对上述风险，一般建议物业持有人股权质押予专项计划，限制物业持有人其他加大债务压力的再融资行为或是将租金收取委托与受托人等，但目前国内 CMBS 较少上述设置。

相比 CMBS 项目，国内类 REITs 项目通过持有私募基金份额/信托受益权间接持有项目公司全部股权及标的物业，同时通过构建债权专项计划也间接持有标的物业抵押权。专项计划存续期间，除为专项计划构建的债务外，项目公司一般无其他金融负债；除管理和运营标的物业外，项目公司从事其他经营活动、融资活动等均有一定限制；项目公司运营风险相对较小。从法律上来

讲，类 REITs 结构实现了破产隔离。但需要关注的是国内部分类 REITs 产品尽管做到了法律上的破产隔离，但其产品分层结果是以主体信用为支撑，即单纯依赖资产无法获得相应信用水平。

## （二）标准化程度低、产品分层结构简单

我国商业地产资产证券化中抵押贷款条款的设定按专项计划的需要进行不断调整，此外，由于国内资产证券化更多的是从企业融资需求出发，大多数均是有追索权的，在贷款端附带了主体担保，不同主体对评级结果影响也不同，标准化程度低。

我国商业地产资产证券化的推动方通常为拥有物业所有权的企业，导致该产品涉及的底层借款人单一（关联借款人视为同一），底层资产集中使得产品评级分层结构没有太大的细化空间，加之国内投资者对级别 AA 以下的证券认可度低，我国商业地产资产证券化产品债项级别均在 AA 及以上，产品分层结构简单。

而从境外 CMBS 的情况来看，以美国为例，CMBS 无追索，产品分层级别下限不受主体信用评级影响；并且可以做到破产隔离，产品受主体信用风险的影响很小，产品分层级别上限也不受主体信用级别的影响。此外美国 CMBS 具有借款人较为分散、标准化程度较高等特点。抵押贷款在积累到一定规模，且符合一定的标准时（例如底层的商业房地产在种类、地区分布上具有较为合适的分散度，各笔贷款在付款日期、提前还款等方面具有相似的约定等），发行人挑选贷款形成资产池，用于 CMBS 的发行。此外，美国投资市场开放，风险偏好多样化，上述特点使得债项分层更为细化，可以从 BB-到 AAA。

## 四、我国商业地产证券化发展路径思考

### （一）引导银行等金融机构成为参与者

目前我国商业地产资产证券化的发行推动人仍为物业持有方或其股东，实现基础资产的分散化难度大。笔者认为基础资产的分散化需要银行等金融机构来主导商业地产资产证券化的发行，主要是由于银行等金融机构客户数量多，同时拥有的大量商业抵押贷款，银行等金融机构发行 CMBS，可以做到借款人及入池物业的分散化，从而给评级分层创造更多的空间。

但目前我国银行推动商业地产资产证券化的动力不足，笔者认为主要有以下三个原因：存贷利差较高，通过利差，银行可获取较高利润；银行存款相较其他金融产品对现金持有方仍占较大优势；我国商业地产资产证券化发行成本相较经营性物业贷在利率成本及时间成本上优势不足。随着利率市场放开，利差缩小冲击银行的传统盈利模式，有助于提高银行发行 CMBS 的动力。

### （二）放开投资者市场

投资者市场（包括个人投资者）放开后，可以提高市场的流动性，进而可以降低商业地产资产证券化发行成本；投资者市场放开，相对应金融产品供给增多，这些金融产品相对于银行存款可能更有吸引力，再加之利率市场放开导致的利差缩小，促使银行更多的参与到商业地产资产证券化的发行，通过其客户数量多的优势，基础资产会较为分散，通过基础资产的分散性及基础资产本身质量去实现产品的多样化分层，持续扩大商业地产资产证券化。

另一方面，投资者市场放开后，各种风险承受能力的投资者将会出现，投资者需求将多元化，需求的多样化可以倒逼供给，多样化评级的产品或将出现。例如美国 CMBS 分层多样化，有评级产品的抵押率在 70%左右，可以满足融资人的需求，物业持有方才更愿意去配合完成实现破产隔离的交易结构。

放开并鼓励多样化的投资者，使得不同风险偏好的投资人能够参与到商业物业资产证券化中，可以扩大无主体增信的商业地产证券化产品的发行规模，满足物业持有方对发行规模的要求，才可以为脱离主体信用的商业物业资产证券化产品创造有利环境。脱离主体信用的商业物业资产证券化回归了资产证券化本质，靠商业物业本身质量和运营管理实现了产品评级的多层次，可以满足不同风险偏好的投资人的需求，丰富投资品市场，同时能增强二级市场流动性，进而推动资产证券化市场的蓬勃发展。

### （三）培育特殊资产服务机构

国外 CMBS 产品中特殊资产服务机构主要负责 CMBS 项目中不良贷款处置，在 CMBS 项目违约或触发 PSA 事先约定的风险事件后，特殊服务商负责对项目对上述按揭提供后续服务，特殊服务商代表投资者与债务人协商，并提出解决方案，具体措施包括贷款展期、贷款转让和抵押物业处分等，此类服务难度较大、专业化水平较高。特殊服务商可能同时作为投资者，其将其他投资机构认为没有投资价值而从资产池中剔除的 B-piece 产品作为投资对象的行为一方面有利于促成该笔证券化交易，另一方面使得其与其他投资者保持了利益一致性。

在美国，CMBS 物业处置控制权归属于劣后级，同时考虑到优先/次级的分配顺序，特殊服务机构将整体考虑各级别证券投资者的利益，平衡各级别证券投资者的利益。国内 CMBS 物业处置更多的是考虑优先级投资者的利益，难以做到产品分层多样化。

国内目前发行的产品中，少数项目会引入特殊资产服务机构，但就其职责而言与国外特殊服务商角色的参与深度仍有一定差距。国内大多数 CMBS 中，管理人（代表专项计划）基本不参与物业的运营管理，物业的运营管理几乎均由融资人或其关联方负责，这就导致持有人无法掌控物业、信息不对称等不利情况，从而加大了在融资人不能履行合同义务时实现抵押权的难度。如果引入专业的第三方为项目运营提供风险监管和资产管理服务，将有助于优先管理和监测 CMBS 的风险，特别是如果特殊资产服务机构与投资人尤其是劣后级投资人利益相捆绑，也会更有助于控制项目整体风险。

### （四）完善资产证券化立法

境外资产证券化发展较为成熟的国家均有比较完善的资产证券化法律体系，以美国为例，《证券法》、《证券交易法》、《巴塞尔协议 III》等一系列立法形成了包括资产证券化产品注册发行标准、信息披露等内容的完整的法律制度。

国内由于资产证券化起步较晚，相关要求散见于监管部门制定的规章和指引中，目前尚未形成完善的制度，在信息披露要求、资产证券化产品税收、资产处置等方面较为薄弱。

从成熟市场的发展经验来看，资产证券化的蓬勃发展离不开立法的支持。我国也应进一步完善资产证券化法律体系，从立法层面出发，推动资产证券化的标准化及蓬勃发展。

**结语：**国内商业地产资产证券化自 2015 年开始，经过几年的蓬勃发展，至 2018 年末形成了近千亿的规模，但目前仍存在破产隔离不理想、标准化程度低、产品分层较为简单等问题。笔者认为短期内可能出现特例，但我国商业地产资产证券化要实现基础资产分散、产品分层多样常态化预计仍需很长时间。借鉴国外成熟市场的经验，我国应从逐步开放市场、完善立法、培育特殊资产服务机构等方面出发，推动商业地产资产证券化的进一步发展。