



黑石 CMBS 违约启示录

联合资信 结构评级三部 | 李晓音 | 陈开帆 | 唐思思

政策限制及地产市场低迷放缓了境内商业地产业主的融资步伐，2023 年 3 月爆出黑石集团 CMBS 违约事件再次打击了投资人的信心。本文通过对该事件探因挖掘境内 CMBS 是否面临类似的风险因素，探究在最不利的预设下 CMBS 对投资人利益的保护效果，并针对境内 CMBS 产品设计探讨可能的改进方向。



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



一、事件

2023年3月2日，Blackstone Inc.（以下简称“黑石集团”）价值5.62亿美元的浮动利率商业地产抵押贷款支持证券（FROSN-2018 DAC）发生违约，该证券由Citigroup Inc.和Morgan Stanley承销，底层资产为2018年黑石集团收购的芬兰房地产企业Sponda Ltd.拥有的63栋办公室和商店资产组合。本次发生违约的债券属于黑石集团旗下最大的房地产投资业务板块。引发本次CMBS违约的最根本原因是利率飙升、地缘冲突及商业房地产市场低迷。

（一）投资人视角

※ 关键词：信心

内忧：俄乌冲突及芬兰低迷的经济形势和地产行业状况导致本次债券底层资产运营和出售不及预期，到期无法兑付本息。

2022年爆发的俄乌冲突加剧了全球能源及重要金属原料的短期供给压力，导致全球能源价格飙升。本次违约的CMBS底层资产位于芬兰，因化石能源严重依赖俄罗斯，随着能源价格不断攀高，芬兰物价上涨迅速，通胀率进入历史高位。芬兰统计局的数据显示，截至2023年2月，芬兰通胀率为8.8%¹，消费者信心指数(CCI)为-11.9²，俄乌冲突和高通胀削弱了消费者和企业对未来的信心，从2022年开始，芬兰GDP和私人消费支出均有所下降。加之芬兰与俄罗斯接壤，2022年芬兰积极推进加入北约并于2023年3月议会通过相关提案，这使得俄乌战争进程充满不确定性，投资者曾一度因市场恐慌而抛售股票，出于对风险的考量，国际投资者对芬兰的投资将会更加谨慎。

芬兰低迷的经济形势导致本次违约的CMBS底层资产空置率由发行时的30%上升到45%。早在2020年，因为底层资产的运营情况下降等原因，DBRS Ratings GmbH（以下简称“DBRS”）发布公告降低该债券的信用评级³。根据惠誉国际信用评级有限公司（以下简称“惠誉”）⁴及DBRS⁵披露的信息显示，底层资产从2020年开始一直保持在40%以上的高空置率，当地市场对商业地产租赁需求较低；此外，疫情改变了传统办公形式，混合式办公已成为疫情下新常态，企业更加注重办公环境及灵活性，芬兰当地市场竞争较为激烈，续租合同的租金水平降低，高空置率和低租金水平的双重打击最终导致底层资产租赁收入下降。DBRS在2022年4月7日发布的公告中表示，近一半的现有租户在未来一年面临租约到期或出现解约窗口期。综合以上因素，

¹ [Inflation 8.8 per cent in February 2023 - Statistics Finland](#)

² [Consumer confidence still very low in February 2023 - Statistics Finland](#)

³ [DBRS Morningstar Downgrades Class A2, B, C, D, and E Notes of FROSN-2018 DAC | DBRS Morningstar](#)

⁴ [Correction: Fitch Downgrades 6 Classes of FROSN-2018 DAC; Outlook Stable \(fitchratings.com\)](#)

⁵ [DBRS Morningstar Confirms Ratings on FROSN-2018 DAC | DBRS Morningstar](#)

未来底层资产现金流的实现情况具有较高的不确定性；加之新冠疫情期间芬兰实行限制措施，资产处置周期延长，处置价格降低，可能引发债券持有人对未来底层资产现金流及资产处置价格能否兑付本息的担忧。

该债券的原定到期日为 2023 年 2 月，据悉，黑石集团曾打算通过产品展期以便拥有更多时间处置资产或者再融资来兑付该债券本息，并充满信心地认为投资人将会接受此方案。如果黑石集团面临的难题仅为该只 CMBS 底层资产的运营问题，此时投资人丧失的信心仅针对单只 CMBS，为争取资金回流的最大可能性，投资人的最优选择通常为接受黑石集团的展期方案，降低资本市场违约对发行人带来的信誉影响，督促黑石集团尽快处置资产或以其他途径筹集资金以收回投资本息。但外部整体的市场环境进一步降低了投资者信心。

外患：从外部环境看，黑石集团旗下 BREIT 大量赎回，美国利率持续上涨，美国商业地产市场低迷，导致投资人整体信心下降。

本次黑石集团旗下 CMBS 的违约并非偶然事件。自 2022 年 10 月开始，受到利率上涨、房地产低迷等因素的影响，黑石集团旗下的房地产板块信托 BREIT 收到大量的赎回申请，2022 年 10 月的赎回申请金额高达 18 亿美元，合计为基金净资产规模（NVA）的 2.7%。黑石集团在 2022 年 12 月 1 日给投资者的通知中表示因赎回申请超过月度赎回上限即 NVA 的 2% 及季度赎回上限即 NAV 的 5%，因此触发了限制赎回⁶。限制赎回的消息一出，巴克莱分析师将黑石集团股票的评级从“增持”下调至“持股观望”⁷，BMO Capital 将黑石集团的目标价格从 109 美元下调至 90 美元⁸。因 BREIT 与公众投资者不具有有效的沟通渠道，在信息不对称的情况下市场恐慌情绪升温，投资者纷纷担忧，从而导致挤兑发生。根据黑石集团公布数据显示，2023 年 2 月的赎回申请较 1 月下降了 26%⁹。但如果利率继续上涨，3 月的赎回申请可能再次反弹并触发季度赎回上限。

挤兑发生的原因主要在于市场投资者对黑石集团的资金流动性产生担忧。从美国的经济周期来看，新冠疫情、美国极度扩张性的财政政策和美联储持续的货币宽松政策导致高通胀，2022 年 6 月美国年通胀率一度飙升到 9.10%，随后 2022 年 12 月降到 6.50%。为应对飙升的通胀，美联储收紧货币政策，自 2022 年 3 月以来累计加息 450 个基点。与此同时，2023 年 3 月 7 日至 8 日，美联储主席鲍威尔在参众两院听证会上表示保持长期通胀目标 2% 不变，因此本轮加息进程可能尚未结束，货币紧缩政策及高利率可能保持更久，直至通胀回落到美联储的目标范围。另外，美国国债收益率曲线倒挂¹⁰，1 年期美国国债收益率频繁触及 5.00%，或预示美国经济衰退即将到来。

⁶ [Notice to Stockholders - December 1, 2022 \(breit.com\)](#)

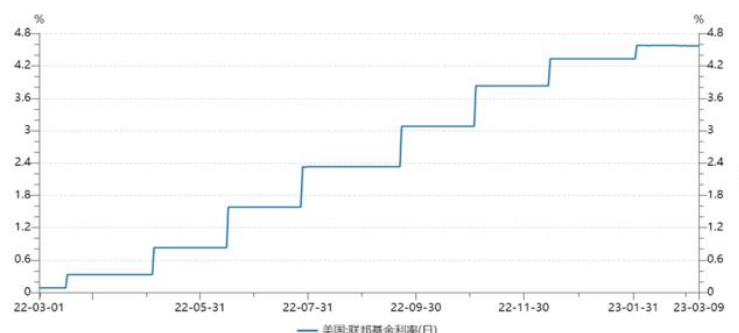
⁷ [Barclays downgrades Blackstone shares after firm limits withdrawals from real estate fund \(cnbc.com\)](#)

⁸ [BMO Capital Slashes Price Target on Blackstone to \\$90 From \\$109. Reiterates Market Perform Rating | MarketScreener](#)

⁹ [Notice to Stockholders - March 1, 2023 \(breit.com\)](#)

¹⁰ [1 Year Treasury Rate \(ycharts.com\)](#); [2 Year Treasury Rate \(ycharts.com\)](#); [10 Year Treasury Rate \(ycharts.com\)](#)

随着美联储不断加息，近一个月内黑天鹅事件频发，一周内美国硅谷银行、Silvergate Bank、Signature Bank 三家银行接连因流动性枯竭倒闭或关闭。考虑到其他银行可能面临的资金压力，2023 年 3 月 14 日，穆迪宣布将整个美国银行系统的评级展望由稳定调整为负面，这一行动有可能会影响银行债券评级，进而导致借款成本进一步增加。不断上涨的利率导致黑石集团旗下基于浮动利率的房地产抵押贷款利息上涨，增加其运营资金成本和流动性风险。



资料来源:Wind, 联合资信整理

图 1 2022 年 3 月至 2023 年 3 月美国联邦基金利率加息幅度

另一方面，美国商业地产市场的表现更加令投资人忐忑不安。戴德梁行（Cushman & Wakefield）预计，“远程办公或混合办公趋势将令美国写字楼空置率飙升至创纪录水平……在疫情前的 2019 年，全美写字楼空置率约为 12%，预计至 2030 年，该指标将飙升至 18%”。商业地产分析公司 Green Street 数据显示，2022 年美国写字楼价格下滑 25%。买卖信心不足导致成交寡淡，2023 年 1 月的交易量更为 2010 年以来最低水平。同时，根据美国按揭贷款银行家协会 MBA 公布的调查结果¹¹，初步数据显示 2022 年美国商业/多户抵押贷款发放量同比下降 10%，其中抵押贷款银行对 CMBS 的发放量同比下降 63%；2022 年第四季度，CMBS 发行量同比下降 92%，环比下降 35%。商业地产市场的冻结导致黑石集团持有的大量商业地产资产价值缩水，变卖资产回流资金的难度和周期增加，对商业地产类资产的不看好也导致 CMBS 的发行难度上升。

在市场环境不利且引发赎回挤兑的境况下，黑石集团将大量资金用于基金投资者的赎回兑付，高估了 FROSN-2018 DAC 投资人的风险容忍度与投资耐心，仍期望投资人用时间换取理想的高回报。但在内忧加外患的冲击下，投资人无法确保黑石集团未来对本只 CMBS 优先偿付，对该只 CMBS 以及黑石集团整体的偿债能力丧失信心，一致拒绝黑石集团延期一年的请求，选择落袋为安。

（二） 发行人视角

※ 关键词：资金链

¹¹ [4q22cmforiginationsurvey.pdf \(mba.org\)](https://www.mba.org/4q22cmforiginationsurvey.pdf)

截至贷款服务商 Mount Street 判定该债券违约时（2023 年 3 月 2 日），该债券剩余未偿本金约 2.96 亿美元。当债券投资人集体选择行权退出时，到期应付利息尚可

通过底层资产经营或租赁产生的现金流回款偿付，到期退出本金缺口则依赖于黑石集团后续的融资计划。

途径一，黑石集团是否能够续发 CMBS 或者发行其他证券化产品，以募集资金偿付 FROSN-2018 DAC 退出本金？根据惠誉披露的信息显示，该债券的底层资产为芬兰次级缺乏流动性的写字楼和零售资产，这加剧了投资人普遍担心底层资产未来有可能成为“僵尸资产”的担忧。其次，黑石集团持有多处美国商业物业资产，但自 2022 年开始，美国经济起伏不定，经济出现技术性衰退，劳动力市场降温，通胀压力居高不下，美国商业房地产行业低迷，在这种大环境下，投资者会更加谨慎，同时也将要求更高的回报率来弥补商业地产投资带来的高风险，导致发债成本上升。此外，利率上涨导致资本报酬率提高，资产估值下降，续发 CMBS 或者发行其他证券化产品的发行规模都将降低，黑石集团必须打包更多的资产达到相同额度的募集效果。但即使黑石集团同意为了资金流动性承担更高的融资成本、抵押更多的底层资产，目前美国 CMBS 的发行环境仍然不甚友好。

途径二，黑石集团是否能够寻求其他融资渠道？根据黑石集团发布的公告¹²，加利福尼亚大学在 2023 年 1 月先后向黑石集团旗下 BREIT 投资 45 亿美元。若黑石集团能获取其他融资渠道偿还债券本息，可缓解目前的流动性问题。但由于市场投资人信心不足引发的 BREIT 赎回挤兑缺口过大，融资资金尚不足以流向 FROSN-2018 DAC。

途径三，若黑石集团无法获取其他融资渠道，则需要出售持有的资产变现。近年来，黑石集团已陆续出售手中的其他资产变现。2022 年 12 月，黑石集团已同意将米高梅大酒店和曼德勒海湾度假村的剩余 49.9% 股权出售给 VICI Properties，现金收购对价约 12.70 亿美元；2023 年 1 月，黑石集团完成出售圣凯瑟琳码头，收购对价约 3.95 亿英镑，同月计划出售 Embassy Office Parks 约 50% 的股权，售价约 4.80 亿美元。目前，商业地产市场活跃度下降，有效购买方较少，成交周期长，资产处置难度较大，加之利率走高、商业房地产市场不景气导致资产价值下降，面对巨大的 BREIT 赎回资金缺口及本次违约债券未偿还的本息金额，黑石集团仍无法全部及时满足。

途径四，如上述渠道均无法解决债券违约的情况，黑石集团需要变卖底层资产进行兑付。该债券首次评级时底层资产的评估价值为 8.88 亿欧元，优先级证券抵押率为 59.80%。黑石集团在收购 Sponda Ltd. 后，随即在 2018 年开始出售相关资产，但芬兰持续两年的严格新冠防控措施令这一资产出售过程放缓，买方难以查看有关资

¹² [UC Investments Creates Strategic Venture with Blackstone to Invest \\$4 Billion in BREIT Common Shares | BREIT | Blackstone Real Estate Income Trust](#)
[UC Investments to Invest Additional \\$500 Million in BREIT Common Shares | BREIT | Blackstone Real Estate Income Trust](#)

产，因此销售底层资产的周期拉长，销售难度加大。若黑石急于抛售资产变现，买方或进一步压低价格。对于债券持有人来说，只要销售价格能够偿付未偿本息即可接受，其诉求为尽快变卖资产实现现金回流。但对于资产所有者黑石集团来说，销售价格越低其损失越大，黑石集团对交易价格的诉求为能够覆盖 CMBS 未偿本息，同时尽可能高的取得剩余收益，因此黑石集团更愿意等待市场恢复以更加公允的价格出售，此番博弈最终导致未能在违约前完成抵押资产变现。

二、投射

自 2016 年 6 月中国境内首单 CMBS¹³成功发行以来，截至 2023 年 3 月 20 日，境内 CMBS 及 CMBN（主要为发行场所不同，下文以 CMBS 代称）存续规模合计已达 4951.66 亿元¹⁴，成为商业地产类资产的主要证券化融资途径之一。目前国内商业地产市场低迷的环境下，黑石集团 CMBS 违约事件无疑又笼罩了一层乌云，诱发该事件的因素是否同样存在于境内 CMBS 市场成为投资人和发行人最担忧的风险点。

（一）个例债券警惕“黑天鹅事件”，关注商业物业区位因素。

商业物业发展受区域内营商环境影响大，而不同区域内城市发展活力差异大。写字楼、零售物业等商业物业市场需求量受区域内经济增速、人口数量、居民可支配收入等影响，这些因素区域间差异明显，多数企业布局更加聚焦于人口和资源聚集能力强、城市发展活力和潜力较大的核心一、二线城市以及核心城市群强三线城市，对于非核心城市的商业物业常年处于空置高、租金低的不利局面，需关注商业物业的区域因素。此外，此次 FROSN-2018 DAC 底层资产跌价和不受信赖的一大原因为俄乌战争的影响传递。投资人在选择认购 CMBS 时应重视底层资产区位因素，尽可能排除区位风险因素，警惕区域性外部“黑天鹅事件”的影响，同时需关注商业物业因自身经营、安全等突发性事件引发的影响。

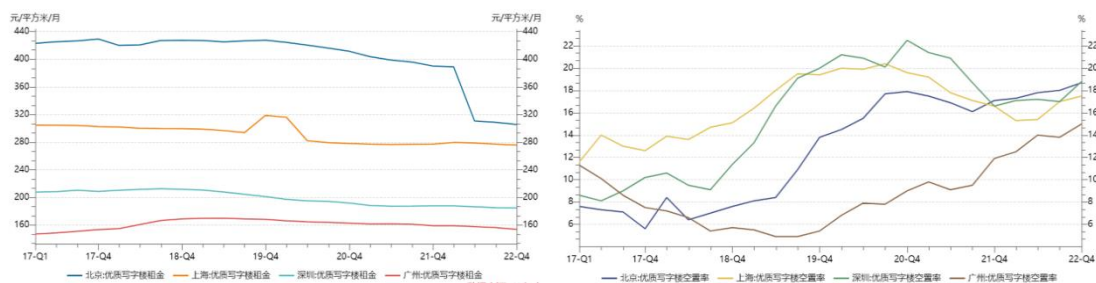
（二）投资人对商业物业市场信心下降，发行可能性降低。

黑石 CMBS 违约事件已清晰地显示出下行的商业地产宏观环境引起的投资人集体信心下降对证券被迫集中兑付的毁灭式影响。从过往来看，境内商业物业给定的评估价值多呈现较明显的上浮趋势，评估参数设置也多体现出市场的乐观态度。但数据显示，近年来境内优质写字楼、优质零售物业首层租金单价均呈较明显的下降趋势，空置率则呈上升趋势。商业物业业主亦普遍感受到今年还是明显的客户市场，抢占市

¹³ 汇富富华金宝大厦资产支持专项计划于 2016 年 6 月 15 日成功设立。

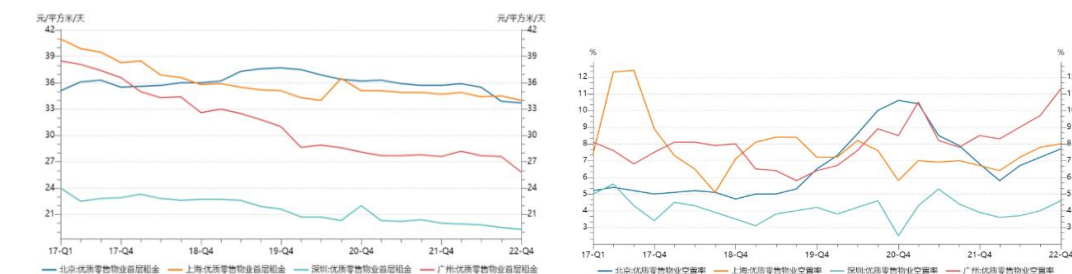
¹⁴ 数据来源：CNABS

场和引进客户为首要目标，策略基本为通过降低租金单价提高出租率。但对于已发行 CMBS 来说，底层物业的价值评估并非一个连续过程，市场环境无法及时传导至估值来反映，因此物业估值可能呈现跳跃性，尤其当风险事件发生后物业重估价值可能面临突然的大幅下跌。据悉，未来商业物业价值评估时，预测参数空置率和折价率会上调、租金单价增幅会拉低，最终呈现为物业估值的平稳化甚至下行。底层物业价值的下降迫使现存投资人承担更高的风险，投资人开放期行权的意愿大大增强，本应作为长期限债券的 CMBS 被挤向 3 年期债券，发行人集中兑付压力上升，反复发行的过程也给发行人造成了流程上的繁琐与成本支出的浪费。



数据来源:Wind

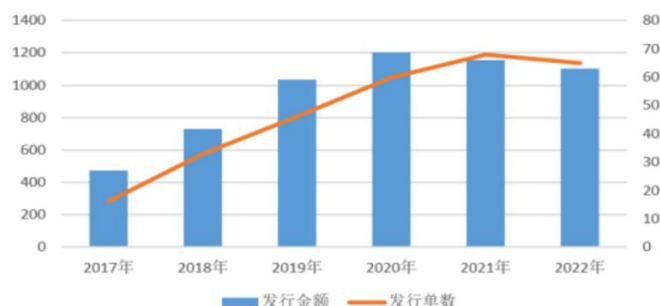
图 2.1 北京、上海、深圳、广州 2017—2022 年优质写字楼租金水平和空置率



数据来源:Wind

图 2.2 北京、上海、深圳、广州 2017—2022 年优质零售物业首层租金水平和空置率

另外，商业地产市场的低迷也拉低了潜在投资人对该类底层资产的投资信心。CMBS 相较于传统信用债、利率债而言，债券二级市场流动性较差，投资人本就要求更高的收益率；与此同时，商业地产市场下行更加削弱了投资人对 CMBS 的投资信心，转向寻求基础设施等其他类型底层资产的债券品种。2020 年以来，CMBS 发行规模呈下降趋势，投资人对 CMBS 的需求下降。



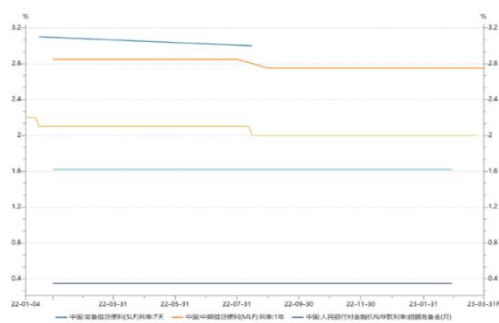
数据来源：CNABS，联合资信整理

图3 2017—2022年CMBS（含CMBN）发行金额及发行单数统计

（三）关注发行人资金流动性。

美联储加息是黑石集团CMBS违约的重要原因之一，国内央行的利率政策也将很大程度上影响境内发行人的融资成本及投资人的资金充足性。

从2023年来看，美联储加息动作暂未传导至国内，国内利率水平存在波动，整体相对较平稳，但未来利率政策可能受国际形势、国内经济环境等多因素影响。当处在加息环境时，投资人资金可能流向银行等其他投资途径，而发行人通过银行借款、资产证券化等融资成本也将随之上升；同时，受经济、政策等方面因素的影响传统商业物业高杠杆融资受限，发行人发行债券难度增大；且受商业物业评估价值下降影响，发行CMBS募集金额亦可能下降，或将最终引起发行人资金流动性紧张。



数据来源：Wind

图4.1 2022—2023年中国政策利率指标走势



数据来源：Wind

图4.2 2022—2023年中国市场利率指标走势

（四）境内CMBS底层物业处置难度大，破产隔离效果较差，处置周期和回款不确定性高。

黑石集团违约CMBS最终也走到了变卖底层物业回款的阶段。由于CMBS的基本结构设计，底层物业仅以抵押方式作为债券投资人的增信担保，所有权仍归属于发行人，虽然设计债券时已尽可能避免第三方权利负担的情形，但从实践来看境内CMBS底层物业仍存在陷入债权纠纷的可能，物业的处置价格会涉及多方利益博弈，

而预设的高位价格必然会提高变卖难度，拉长处置周期，对投资人利益造成不利影响。在目前境内商业地产市场同样不太乐观、投资人信心不足的环境下，商业物业的处置价格与处置周期恐将难以匹配投资人、发行人多方的利益需求。

此外，与境外 CMBS 不同的是，境内 CMBS 的破产隔离效果尚无法完全实现。首先，底层物业所有权人仍为项目公司（发行人方），CMBS 对底层物业仅有抵押权和现金流质押权而无所有权，境内现行法律框架暂不支持实现破产隔离。其二，交易结构账户设置上底层物业经营现金流需先归集到项目公司收款账户/监管账户，在客观上无法实现与项目公司其他资金隔离。其三，一般而言，收款账户/监管账户均在项目公司名下，项目公司的母公司或关联公司（外部增信方）发生债务兑付困难时连带影响 CMBS 相关资金被挪用甚至相关账户被冻结的可能性大，且当项目公司涉及债务纠纷时底层资产可能会有被查封的风险。其四，CMBS 设置退出形式上包括回购人提前回购、触发终止事件等，而回购人承诺以及触发提前终止兑付依赖的主要仍是发行人/最高增信方的主体信用。最后，物业处置回款并非一定全额流向专项计划，由于物业的控制权仍被所有权人掌握，可能存在其他未付款项情形，此时物业处置回款被要求优先支付未完全缴纳的土地出让金、未付工程款等，若底层物业所有权人涉及破产还需优先支付破产费用、职工薪酬、社保和税收等，剩余部分可能难以覆盖投资人的本息。

三、启示

境内 CMBS 与 FROSN-2018 DAC 的结构设置大体相似，但也存在不同，面临的物业处置难题亦障碍重重，亟需探讨现存 CMBS 结构是否能够有效保护投资人的利益，是否存在改进空间。

（一）仍选择 CMBS 发行方式

境内 CMBS 历经近 7 年的发展，融资模式已相对成熟，根据指引和实践形成了基本一致的结构设置模式。结合境内 CMBS 的普遍设置与 FROSN-2018 DAC 违约后显现的问题来看，可以考虑从以下三方面进行改进。

分层与偿付顺序

从 FROSN-2018 DAC 披露信息来看，该 CMBS 通过分层机制共发行 6 档可认购优先级证券，惠誉初始评级从 AAAsf 到 BB-sf，2022 年 11 月各调降一个小级别。从分配方式来看，每个季度对各档优先级证券本金按比例过手摊还，这就造成违约时没有一档证券全身而退，所有优先级证券的剩余本金均为该档发行规模的 52%。后续在底层物业完成处置实现现金回流后应能按优先顺序偿付各档剩余本金，但仅从存续期

现金流分配考虑，优先级证券的偿付顺序并未实现高优先级投资人的利益保护。因此，**笔者建议设置 CMBS 分配方式应当优先考虑高位证券的本金偿付，高位证券指向的损失风险应小于下位证券，应该在每期已偿付本金比重上有所体现。**

另一方面，FROSN-2018 DAC 的分层具有借鉴意义。境外 CMBS 没有对发行人的追索权，证券分层和级别评定完全依赖于底层资产的经营、租赁、处置现金流，因此证券的信用级别与发行人的信用级别脱钩，下位证券的级别可以击穿发行人主体级别，这就为分层细化提供了操作空间。相比境外 CMBS，境内 CMBS 在分层上仍无法脱离发行人的主体信用，最低级别给定的预设条件下难以实现多分层细化风险、多级利差满足不同风险偏好投资需求的目标。在无法脱离主体的情况下，未来可考虑发行人对各档证券差别担保，高位证券仍然沿用现有模式实现追索权，同时切分相对高风险低级别的证券分档，发行人不对其提供担保，并设定更高的收益率以吸引风险投资人，释放过往浪费的信用空间。

对物业所有权人的权力限制

FROSN-2018 DAC 违约时底层资产债权关系清晰，不涉及第三方债权人，但不代表 CMBS 底层资产的权利负担完全可控。境内 CMBS 设置将底层资产抵押予专项计划，所有权和经营权不发生转移，这就意味着发行人依然拥有完整的控制权。虽然发行前各方参与人已尽可能排除现有他项权利负担，但部分产品未对发行人未来再融资行为进行明确约束，发行人利用底层资产进行二次抵质押等行为造成底层资产债权关系复杂；另外，发行人可能存在与专项计划底层资产无关的其他债务关系，在所涉债权人诉至法院要求履行债权请求权时可能导致专项计划底层资产被一并查封。从资金流转路径来看，底层资产产生的现金流通常首先回流到发行人（所有权人）开设的收款账户、监管账户，尽管设有某些监管限制，作为户主的发行人仍掌握支取账户资金的权力，当存在他项债权关系或发生经营不善等不利情形时将面临更大的资金挪用、资金混同风险。

针对经营不善等不利因素，通常会设置风险触发事件，但对于再抵押等他项债权引发的回款截留、资金挪用、查封冻结、处置困难等风险尚未形成有效的约束，笔者建议可从以下几方面考虑。

一，对于发行人再融资造成的债权关系复杂，风险诱发点不仅限于物业运营不善，多方利益纠葛进一步加剧资产处置困难的情况，建议设置完善的再融资限制性条款。特别是对于以项目公司独立运营标的资产的项目，事实上具备便利条件设置再融资限制，降低项目公司运营风险，亦可同步质押项目公司股权，便于 CMBS 产品在后续处置环节降低交易难度。

二，对于发行人以底层资产租户分散度高、为改变收款账户重签租约操作难度大为由拒绝将底层资产现金流直接回款至专项计划账户（或信托户），可考虑在正常情

况下继续采用监管账户路径，减轻发行人操作负担，但同时设置权利完善条款，当发现底层资产被二次融资或存在他项债权时，还款路径改变，要求新签租约收款账户直接设为专项计划账户（或信托户），已签租约变更收款账户为专项计划账户（或信托户），保证底层资产现金流直接回款至专项计划以降低专项计划资金流失的可能性，因收款账户变更重签补充协议对发行人来说确实费时费力，但反向来看也是对其的一种制约，督促其按照专项计划合同约定执行。

物业处置机制

黑石集团作为深耕房地产板块的世界顶级投资公司，丰富的商业地产交易经验仍然未能帮助 FROSN-2018 DAC 底层资产及时完成处置，主要归咎于芬兰商业地产市场的低迷。相较于黑石集团，境内 CMBS 处置物业时主要由管理人牵头，发行人配合意愿较低。境内管理人一般拥有丰富的金融领域经验，但欠缺不动产交易领域的专业度，渠道不通，很难快速接触客源达成交易。从过往违约处置情况来看，管理人引入专业第三方操作物业变卖的项目处置进程远优于由管理人操作物业处置的项目。因此，可考虑前期提高对处置设置的关注，细化处置约定、提高处置效率，处置时要求引入专业第三方，实现物业处置专业化。

而对于底层资产所有权人无法持续运营、走到破产清算的 CMBS 来说，物业处置除上述问题外还涉及无法完全实现破产隔离的问题，在现有立法框架下难以通过改进结构设置实现投资人保护。

（二）选择类 reits 发行方式

CMBS 抵押增信的先天基因决定了其物业处置的难题，投资人希望变卖、拍卖抵押物时会受到其他利益方的干扰，甚至难以得到法律的支持；且 CMBS 保留追索权的模式使其无法脱离发行人主体信用，发行人准入门槛高，导致持有好区位优势商业物业但整体信用水平较低的中小企业未能受惠。而上述缺陷恰好可以通过发行类 reits 的方式弥补。

避免物业处置难题

类 reits 模式下，专项计划（基金/信托层）通过直接收购底层资产或多种途径取得项目公司全部股权的方式获得底层资产所有权，投资人（通过专项计划）对底层资产的控制力明显优于 CMBS。操作层面，证券存续期间发行人无法利用底层资产抵质押进行二次融资，有效避免了 CMBS 可能存在的他项债权问题；物业处置时仅需满足投资人利益，涉及利益方单纯且利益基本一致，有利于就处置价格和处置流程达成一致，加速处置进程和资金回流。法律层面，现行法律支持类 reits 实现破产隔离，即使发行人主体破产，其所涉其他债务及法律纠纷均与已转让所有权的底层资产无关，底层资产权属清晰、权利负担清晰，能够保障经营及处置现金流的全额回收，最大化

保护投资人利益。

另外，目前境内物业处置期限通常设置为 2 年，明显短于境外 5 年期的设置。在下行的国内商业地产宏观环境下，2 年的处置期已较难匹配物业的实际处置时间，容易造成实质违约，未来可考虑拉长处置期设置，完善结构搭建。

中小企业渠道通畅

目前境内市场认可的 CMBS 信用级别要求从准入端对发行人已经进行了筛选，信用水平较低的中小企业被排除在外。但主体信用水平的差异不能简单对应到掌握资产的质量差异，市场上区位地段优越、运营成熟、盈利水平良好的优质商业资产的业主中不乏为中小企业，类 reits 能够有效地将资产从发行人中独立出来的特点给中小企业资产证券化提供了操作空间。

不同于 CMBS，类 reits 在分层时可不考虑对发行人的追索权，因此不受发行人主体信用水平限制，证券本息的偿付来源主要为底层资产的经营现金流和处置回款或再融资募集资金，证券化的过程回归资产本身从而实现与主体脱钩，利好持有优质商业物业、有融资需求但无法发行 CMBS 且暂不计划彻底变卖资产的中小企业。发行人的主要目的一是实现以物业资产价值为基础的资金募集最大化，二是尽量在节约资金成本和时间成本的前提下将拟发行的底层物业装入专项计划，目前类 reits 在各层交易架构设计上有多种可选择工具，针对不同案例搭建合适的结构，最大化满足发行人的盘活存量资产或投资退出诉求。

四、结语

对于投资人而言，境内 CMBS 底层资产的相关风险因素可以通过优化交易条款得到部分改善，但很难彻底根除，当承受黑石违约 CMBS 同样的压力时部分境内 CMBS 项目的投资人依据底层资产可获得的保护力度偏弱，单以资产而言，可考虑以商业地产类 reits 产品替代。对于发行人而言，重要的是选择适合自身融资需求的产品，CMBS 产品适合自身资信水平良好的企业，类 reits 产品可脱离主体信用，适合盘活存量资产以及中小企业融资，但当前外部环境整体低迷的情况下，需结合整体流动性制定融资计划。

联系人

投资人服务 010-85679696-8759 chenye@lhratings.com

免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留向其追究法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合资信于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。

在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。联合资信对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。