



商业地产资产证券化发展前景展望

联合资信 结构评级四部 | 段彤

近年来，地产行业调控政策持续出台，地产公司融资环境收紧至逐渐松绑。同时国内经济增长仍面临一定压力，商业地产与宏观经济周期保持较强的正相关性，故未来一段时期内商业地产景气度仍将持续面临挑战。此外，关于商业地产的融资政策《关于做好经营性物业贷款管理的通知》《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》陆续落地，对商业地产资产证券化业务产生一定程度的竞争影响。在此背景下，商业地产资产证券化发展前景或存在一定不确定性。本文通过对商业地产资产证券化的发展历程回顾和发展特征分析，对其发展前景进行了展望。



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



一、什么是商业地产资产证券化

本文商业地产资产支持证券指商业房地产抵押贷款支持证券（以下简称“CMBS¹”）和商业地产类 REITs。商业房地产抵押贷款支持证券指发起机构（原始权益人）以其享有的商业地产抵押贷款债权作为基础资产发行的资产支持证券。类 REITs 指由发起机构（原始权益人）以其享有的资产抵押贷款债权以及资产所属公司的股权作为基础资产发行的资产支持证券。本文类 REITs 均指商业地产类 REITs。

二、产品区别与联系

CMBS 与商业地产类 REITs 的主要区别为类 REITs 可以通过持有项目公司（底层物业）股权进而持有底层物业所有权，实现与项目公司原股东的破产隔离，而目前国内 CMBS 未实现破产隔离。

CMBS 基础资产为抵押贷款的债权，标的物业的产权不发生转移，依然保留对物业的所有权，对发行人而言可视为抵押贷款融资的一种形式，交易结构相对简单。类 REITs 涉及标的物业所在项目公司股权的转让，标的物业产权跟随项目公司股权转让而转移，考虑避/节税的诉求需进行资产重组，可改善发行人财务杠杆指标，但交易结构相对复杂。发行人基于筹备周期、发行效率等因素通常优先考虑 CMBS，基于改善账面财务指标、获取更大融资规模时，优先考虑类 REITs。

表 1 CMBS 和类 REITs 特征

产品类型	CMBS	类 REITs
破产隔离	否	是
是否出表	否	可根据交易结构设计
是否持有底层物业	不持有	持有
性质	债权类	股权和债权的结合
基础资产	信托收益权或标的债权	SPV 份额或项目公司股权和标的债权
底层收益来源	物业运营收益	物业运营收益
期限	3*N 年，通常每三年一个开放期	3*N 年或 3+2 年，设有明确的处置期
底层现金流分配	偿还标的债权本息	以标的债权本息、股息或分红形式向 SPV 分配

¹ 商业房地产抵押贷款支持证券主管部门不同区分为资产支持证券（CMBS）和资产支持票据（CMBN），文中以 CMBS 代称。

产品类型	CMBS	类 REITs
抵押率	一般不超过 70%	一般不超过 90%

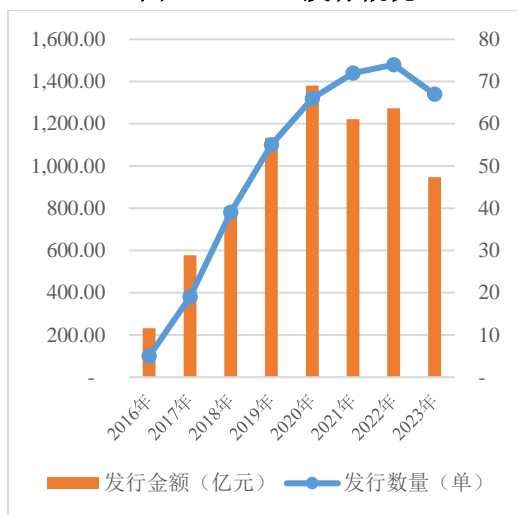
数据来源：联合资信整理

三、发行概况

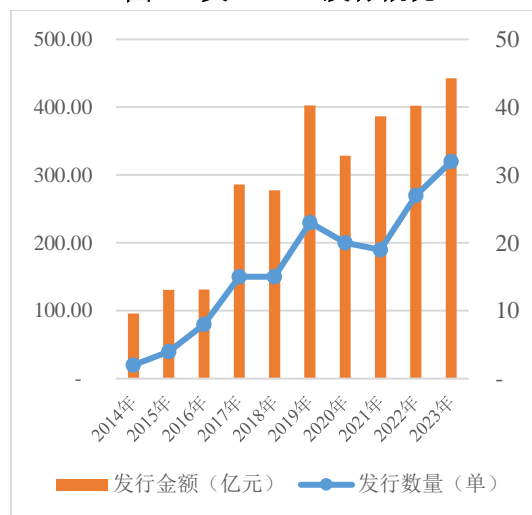
自 2016 年首单 CMBS 产品“高和招商-金茂凯晨资产支持专项计划发行”以来，我国 CMBS 市场蓬勃发展，从 2016 年发行金额 231.41 亿元逐年稳步增长至 2020 年发行金额 1380.62 亿元。2020 年之后，受到宏观经济下行叠加地产行业调控政策影响，发行金额虽然在 2022 年有所反弹，但整体仍呈回落趋势，2023 年发行金额为 947.24 亿元，较上年减少 25.65%，降幅明显。从产品发行数量来看，从 2016 年 5 单产品逐年增长至 2022 年 74 单产品，2023 年发行产品数量为 67 单，较上年减少 7 单。

类 REITs 产品起步略早于 CMBS 产品，自 2014 年首单类 REITs 产品“中信启航专项资产管理计划”发行以来，类 REITs 市场规模不断扩大。类 REITs 产品发行金额和发行单数均呈波动增长趋势，在 2023 年达到 442.45 亿元、32 单。

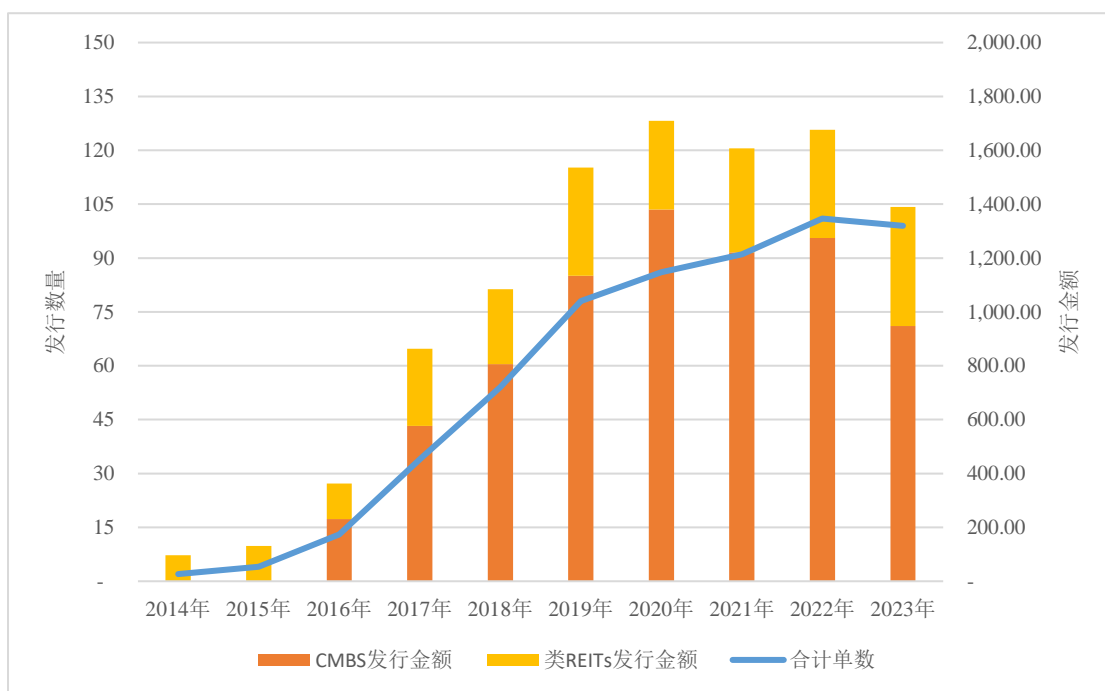
CMBS 和类 REITs 二者合计情况来看，商业地产证券化的发行金额自 2014 年展业以来增长迅速，2018 年达到 1084.28 亿元，突破千亿规模。此后两年仍持续大幅增长，2019 年和 2020 年发行规模分别为 1536.42 亿元和 1708.98 亿元。2021 年和 2022 年较 2020 年发行金额有所减少，仍维持在 1600 亿元规模以上。2023 年发行规模大幅下降至 1398.69 亿元。从产品发行数量来看，2014—2022 年发行单数持续逐年增长，2022 年达到 101 单；2023 年发行单数略有减少。

图1 CMBS 发行概况


数据来源：CNABS，联合资信整理

图2 类REITs 发行概况


数据来源：CNABS，联合资信整理

图3 CMBS 和类REITs 发行概况合计


资料来源：CNABS，联合资信整理

四、发展特征

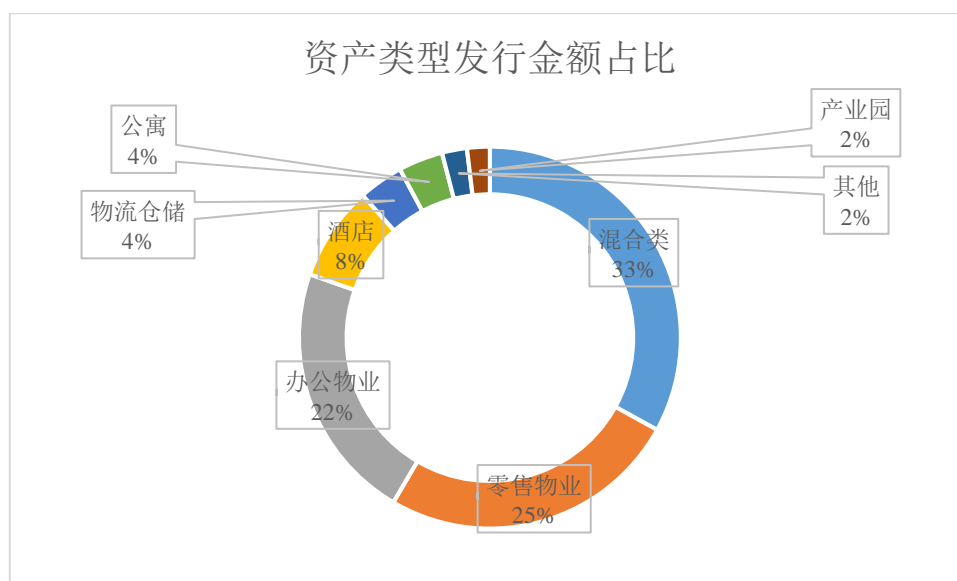
（一）资产类型丰富，以混合类、零售、办公物业为主；均分布在二线及以上等

级城市

我国商业地产资产证券化市场随着产品发行数量和金额的持续增长，底层资产类型也在不断丰富，从最初的办公物业、零售物业扩展至酒店、公寓、产业园、仓储物流等业态类型。单个产品中业态种类也由单一业态发展到混合类业态，混合类、零售物业、办公物业发行金额占比前三，合计约 80%。这三类业态为商业地产证券化的主要标的物业。

从城市等级来看，已发行产品的标的物业均位于一线城市、新一线城市以及二线核心城市，城市分布等级较高。高等级城市配套设施完善、产业分布集中、人口密度高、消费水平高，对商业性质的标的物业运营现金流可以提供基本面的有力支撑。另外，高等级城市大宗物业交易相对活跃，在处置情形下更有利于尽快处置资产，回收资金偿付投资人证券本息。

图 4 CMBS 和类 REITs 标的物业资产类型发行情况（2014~2023 年）



注：无法确定资产类型的归为其他类。

资料来源：CNABS，联合资信整理

（二）交易结构不断创新

1. CMBS 操作细节的优化创新

CMBS 业务经历多年的发展，整体交易框架相对成熟且基本一致。然而交易结构

设置并非完全标准化，每个项目的具体情况均有不同的细节差异。针对底层资产和项目公司的区别情况，交易结构的细节设置出现了很多新的形式。在此前提下，虽然仍无法实现破产隔离，但是部分新形式的交易结构优化了底层资产对投资人利益的保障。

（1）对现金流的控制

CMBS 项目中常规交易结构账户设置上，一般会设立收款账户、监管账户、专项计划账户（托管账户）。标的物业日常经营现金流从项目公司收款账户根据交易文件约定频率（一般按季度）归集至监管账户，再同频率划转至专项计划账户。在前述情形下，日常经营现金流停留在项目公司的收款账户期间，存在被挪用的风险。部分 CMBS 项目，在交易安排中可能实现直接对项目公司收款账户的监管，在一定程度上加强了对底层现金流的控制权，缓释了挪用风险。

除了加强对账户的监管以外，权利完善机制的设置也可一定程度上加强对现金流的控制。若发生原始权益人或资产服务机构丧失清偿能力，或二者不能胜任对应角色导致其被解任对应角色的，则触发权利完善事件。触发权利完善事件后，理想情况下可将底层租赁合同中的收取租金的账户变更为专项计划账户（托管账户），现金流划转路径不再经过收款账户和监管账户，专项计划直接收取底层租赁现金流；或退而求其次可将底层租赁合同中的收取租金的账户变更为监管账户，现金流划转路径不再经过收款账户，专项计划可实现对底层租赁现金流的监管。因变更租金缴纳账户需和承租人重新签订租赁合同，且底层承租人分散度高，故在实际操作中与每一户承租人重新签订租赁合同难度较高。同时鉴于 CMBS 项目多由强主体增信，在 CMBS 项目中采用更改租金收取账户的权利完善机制的情况较为少见。

（2）对抵押权的控制

在对抵押资产的控制层面，目前常用的方式为物业持有人应配合抵押权人于专项计划成立后 30/60/90 个工作日内办理完毕将抵押权人登记为抵押物唯一抵押权人的抵押登记手续。若未在约定的时限内办理完毕抵押登记手续，则触发提前到期事件，专项计划终止。CMBS 产品发行后至抵押登记手续办理完成前的 30/60/90 个工作日内，发行人已获得募集资金而标的物业并未抵押给 CMBS 产品，若此期间内发行人发生较为重大的信用风险事件导致其主体信用迅速恶化的极端情况，则标的物业有可

能被发行人其他债务牵连甚至查封。在部分项目中，会先将 CMBS 产品设为第二顺位抵押权，待发行人使用募集资金偿还前序债务并解除对应的第一顺位抵押权后，CMBS 的第二顺位抵押权自然上升至第一顺位抵押权，且约定抵押人不得以任何方式向抵押权人以外的任何第三方在抵押物上再行设置抵押权，保证 CMBS 产品抵押权的唯一性。

2. 类 REITs 的交易结构创新

类 REITs 项目中交易环节相对复杂且包含税务筹划的考虑，先后出现了多种多样的交易结构安排，概况来看可以分为双 SPV 和单 SPV 两类模式。

双 SPV 模式为前期市场上普遍采用的交易结构，主要分为“专项计划+私募基金”、“专项计划+信托计划”两种形式。若使用信托模式会占用地产公司的信托额度且管理费相对较高，后因信托公司相关监管趋于严格，此前已发行的类 REITs 项目大多选择“专项计划+私募基金”的交易结构。此后又因私募基金的监管规定以及类 REITs 项下私募基金备案的种种限制因素，并且参考了已发行的基础设施公募 REITs 中采用的专项计划直接受让项目公司股权/债权或专项计划直接发放借款的模式，后续类 REITs 项目陆续简化了双 SPV 结构，变成仅有资产支持专项计划的单 SPV 模式。

类 REITs 项目中股债结构的搭建也是创新的重要部分。搭建股债结构主要基于以下两个原因，一是为了节省税收成本，需要在项目公司和专项计划之间构建负债，以实现企业关联方利息支出的税前抵扣；二是若项目公司本身没有足够的存量债务，标的债权的借款将会沉淀在项目公司，无法回流至原始权益人，股债结构起到抽取项目经营现金流，防止项目公司资金沉淀的作用。双 SPV 模式改为单 SPV 模式后，股债结构的搭建也随之产生了新的方式。此前在双 SPV 模式中常见的反向吸收合并搭建股债结构的方式则不再适用，单 SPV 模式下股债结构的搭建通常采用直接受让项目公司存量债权，或在专项计划设立后再对项目公司进行增减资从而形成项目公司对专项计划的负债两种形式。

（三）仍主要依赖于增信方的主体信用。

根据提供增信的主体来看，增信措施分为内部增信与外部增信两种形式。内部增信系指证券化产品交易结构而产生的增信措施，如优先/次级分层、现金流超额覆盖、信用触发机制、保证金机制等；以及基础资产自身提供的抵押、质押等担保措施。外部增信则指来自于自第三方提供的保证担保、差额支付承诺、回购承诺、权利维持费、流动性支持等信用支持。

从过往发行的商业地产证券化产品来看，基础资产业态主要为办公物业、酒店、公寓、零售物业、仓储物流等几大类，上述商业物业的持有方多为实际融资人的下属子公司。由于国内 CMBS 项目未实现破产隔离，其信用等级天然依赖于实际融资人提供的外部增信措施。这类项目对实际融资人的主体资信水平要求高，本息兑付、开放期退出、提前到期退出情形下均需强主体提供无风险敞口的外部增信措施来进行实质兜底。类 REITs 项目虽然可以实现与项目公司原股东的破产隔离，但是仅依靠底层资产可获取的融资规模和信用等级远不如提供外部增信措施后的结果。因此，实际融资人无论是为获取更多的融资规模或者获得是更好的信用级别，通常还是会采取外部增信的方式。综上，无论是 CMBS 项目亦或类 REITs 项目，绝大部分项目均无法脱离增信方的主体信用。

五、前景展望

（一）经营性物业贷对 CMBS 的影响

2024 年 1 月 24 日，中国人民银行办公厅、金融监管总局办公厅联合印发《关于做好经营性物业贷款管理的通知》（以下简称“《通知》”），作为与经营性物业贷相似且存在竞争替代关系的 CMBS，《通知》无疑加剧了二者的竞争激烈程度。

《通知》对 CMBS 业务影响主要在以下几个方面。（1）资金用途。在 2024 年底之前，对规范经营、发展前景良好的房地产开发企业，全国性商业银行在风险可控、商业可持续基础上，还可发放经营性物业贷款用于偿还该企业及其集团控股公司（含并表子公司）存量房地产领域相关贷款和公开市场债券。（2）贷款额度。此前经营性

物业贷贷款额度要求不超过承贷物业评估价值的 50%，最高不超过 60%，《通知》则将承贷比例提升到了 70%。（3）借款人主体。明确经营性物业贷借款人可以为房地产开发企业，借款人与承贷物业实际经营管理主体不一致的，可将承贷物业实际经营管理主体作为共同借款人或连带责任保证担保人。

在《通知》出台前，经营性物业贷款相对于 CMBS 来说，综合融资成本低、审批放款周期短。CMBS 相对于经营性物业贷款，资金用途灵活且监管相对较低、融资规模大（目标物业情况较优且增信主体实力较强抵押率可达目标物业评估价值的 70%）。CMBS 上述资金用途和融资规模的优势在《通知》出具后也被明显削弱。《通知》的出具无疑对 CMBS 业务的开展形成了比较强烈的冲击。考虑到《通知》中明确时间范围在 2024 年底前，短期看 2024 年内会对 CMBS 业务规模产生较大影响，如后续没有持续政策出台，长期影响有限。

（二）从类 REIT 到公募 REITs，发行公募 REITs 前的阶段性安排

2020 年 4 月，中国证监会与国家发展改革委联合发布《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》，基础设施公募 REITs 试点正式起步。随着证监会、沪深两市交易所正式发布 REITs 业务配套规则，为基础设施公募 REITs 业务明确了相关业务流程、审查标准和发售流程。2023 年 10 月，证监会又明确将消费基础设施资产纳入 REITs 试点范围，优先支持百货商场、购物中心、农贸市场等城乡商业网点项目，保障基本民生的社区商业项目发行基础设施 REITs。此举拓宽了公募 REITs 底层资产类型，而此类资产类型与类 REITs 高度重合。但这并不意味着公募 REITs 会对类 REITs 业务产生强烈冲击。首先，从已发行的消费类基础设施 REITs 来看，底层资产均位于一二线城市，物业运营时间长，运营情况成熟稳定。由此可见，公募 REITs 产品对底层资产的准入门槛较高，物业持有方尽管有发行公募 REITs 的意愿，但资产情况不一定可以满足其标准，还需持续稳定的长久运营等待条件成熟后的发行机会。其次，本次拓宽的资产类型中并不包含写字楼、酒店等业态，对于持有此类优质物业的企业来说，同样需要等待资产类型的进一步拓宽。在此情况下，相关企业可以通过发行类 REITs 产品作为阶段性安排，在可以获得直接融资的情

况下搭建产品结构、熟悉交易安排，等待未来条件成熟后再发行公募 REITs 产品。

（三）法律法规不断完善推动交易结构仍将不断创新

自国内商业不动产资产证券化业务开展以来，相关法律法规也在不断更新和完善。在此过程中，交易结构根据相关法律法规的完善也在不断创新。

随着银行业、信托业等相关法规的更新完善，交易结构中标的债权的构建先后经历了委托贷款、资金信托、财产权信托、关联借款等模式创新。在关联借款构建标的债权模式下，交易结构由双 SPV 优化为单 SPV，在单 SPV 模式下相关法规进一步放宽对抵押权人的限制，抵押权人由信托公司拓宽到作为计划管理人的证券公司/基金管理子公司。从过往的交易结构创新过程来看，法律法规的不断更新完善，也是推动商业地产证券化发展的重要因素。

自 2014 年国内首单产品发行至今，商业地产资产证券化市场发展仅十余年，无论是法律法规还是交易结构仍有很多需要更新完善之处。相信未来法律法规仍将不断升级完善促使交易结构创新，降低企业融资成本，更好的服务实体经济，促进经济与金融良性循环。

（四）优质资产脱离主体信用的交易模式预计有所增加

以往商业地产证券化项目多依赖于增信方的主体信用，主要系地产企业为获取更多的融资规模以维持高周转的经营模式，随着地产行业调控政策持续出台高周转模式难以为继，销售业绩不振和现金流紧张成为行业共性问题，地产企业债务违约频发。与此同时，我国经济增速逐渐放缓，城镇化进程已基本完成，化解房地产领域风险的宏观背景下，地产企业主体资信普遍走弱并且商业地产已进入存量时代。

未来商业地产证券化或将回归资产本身，即证券的本息偿付资金来源为底层资产的经营现金流和处置回款或再融资募集资金，看重资产本身而脱离主体信用的交易模式将会有所增加。商业地产的区位优势、运营能力、盈利能力在资产证券化的过程中将得到突显。尤其是主体资信水平较弱的中小企业，可以通过发行类 REITs 产品脱离主体信用，盘活存量资产或实现投资退出。

参考文献

- [1]韩雨潮，《经营性物业贷新规对 CMBS/CMBN 的影响》，2024 年 2 月 6 日，
<https://mp.weixin.qq.com/s/lgtalUK6HbXMLYFUWPEcTA>
- [2]陈桦和历晓，《类 REITs 项目交易结构的“万变”与“其宗”》，2022 年 5 月 11 日，
<https://www.kwm.com/cn/zh/insights/latest-thinking/changes-in-transaction-structure-of-REITs-like-projects.html>

联系人

投资人服务 010-8567 9696-8624 chenjialin@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，联合资信将保留追究其法律责任的权利。

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。