

2019年我国不动产资产证券化信用风险回顾与2020年展望

表 1：我国不动产 ABS 发行概况

项目	2017	2018	2019
发行情况			
发行单数（单）	35	52	60
发行规模（亿元）	888	1046	1191
基础资产			
最大城市及占比（%）	北京（23.80）		
前五大城市占比（%）	59.21		
最大业态及占比（%）	综合体（33.54）		
前五大业态占比（%）	92.00		

图 1：主要城市优质零售物业空置水平

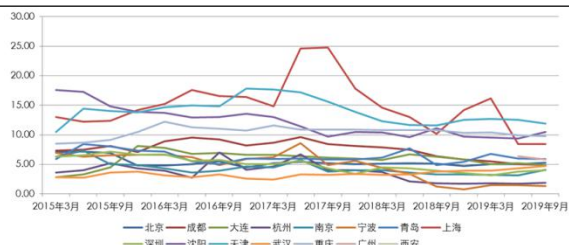
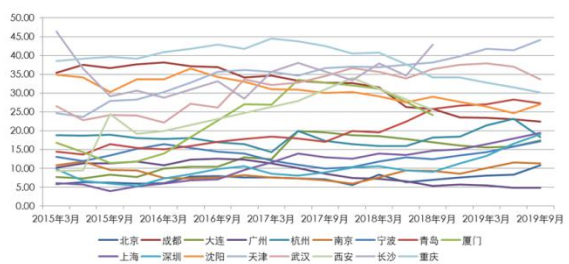


图 2：主要城市优质写字楼空置水平



时间

2020年1月10日

结构融资部

邢岳飞 杨伟彤

邮箱：dfjc-jg@coamc.com.cn

电话：010-62299800

传真：010-62299803

地址：北京市朝阳区朝外西街3号兆泰国际中心C座12层 100600

主要观点

- 受电商冲击减弱等因素影响，2019年，零售物业租金价格较为稳定，空置率小幅下行，预计2020年仍将处于合理水平；
- 因写字楼地区聚集效应更为显著，加之各城市间产业结构及经济增速存在差异，需警惕部分二线城市2020年写字楼空置风险；
- 仓储物流物业租金水平将继续保持良好上升趋势，2020年相关物业风险水平将进一步下降；
- 2019年以来，长租公寓、物流园区等为代表的新兴业态不动产ABS发展表现亮眼，随着首单基础设施类REITS的出现，预计2020年，底层物业类型更加丰富，同时多物业组合作为底层资产的产品数量将保持增长；
- 因一、二线城市核心地段人口聚集度高，经济增速快，区位优势明显，一定程度上保障了其物业的处置价值，增强了产品的增信效力，2020年，底层物业仍将主要分布于此类区域；
- 2019年，储架方式发行规模保持增长，随着不动产ABS产品在扩募机制等方面的创新与突破，2020年，不动产ABS产品发行效率有望继续提升。

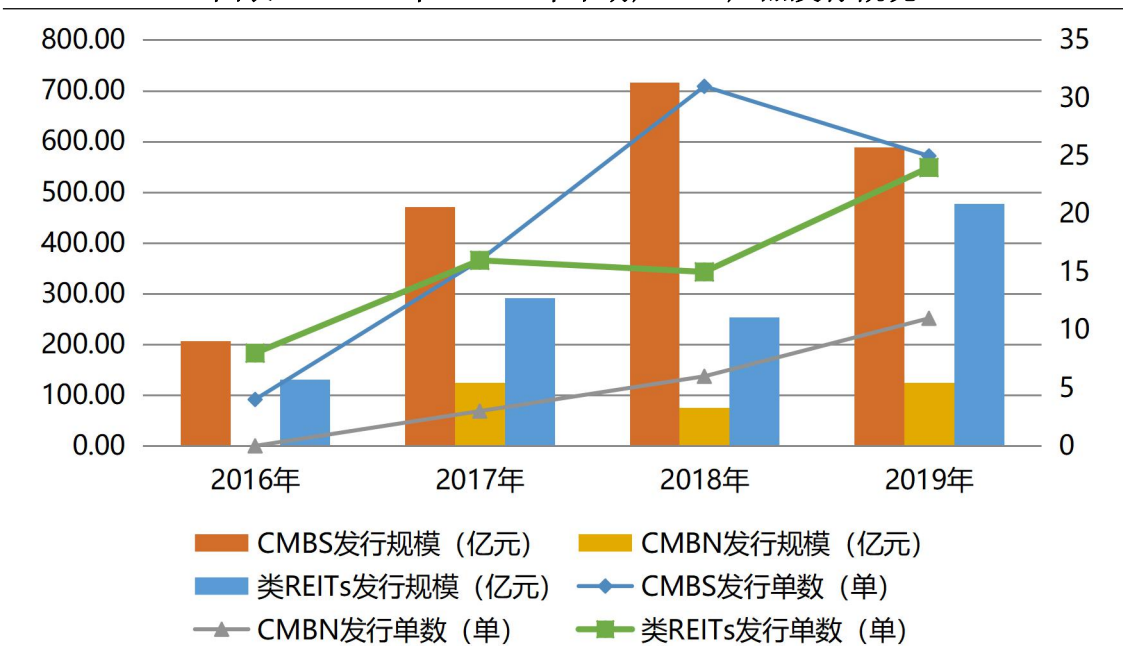
不动产 ABS 按品种主要分为房地产投资信托基金 REITs 以及商业房地产抵押贷款支持证券 CMBS/CMBN。不动产 ABS 有助于产权人盘活存量资产，同时将偿债来源锁定为物业产生的现金流，偿债来源明确，更易获得投资人认可。基于上述优势，近年来，商业不动产 ABS 市场逐渐繁荣，发行单数及规模增长较快。

（一）2019 年不动产 ABS 回顾

2019 年商业不动产 ABS 市场持续繁荣，CMBS 发行规模有所下降，CMBN 和类 REITs 发行量同比大幅上行

自 2016 年 10 月 10 日高和招商-金茂凯晨资产支持专项计划成为国内首单交易所挂牌的 CMBS 产品以来，截至 2019 年末，我国 CMBS 市场累计发行产品 76 单，累计发行规模 1983.44 亿元；CMBN 市场经历从无到有，自 2017 年 9 月南京金鹰天地第一期资产支持票据发行成功以来，已累计发行产品 20 单，发行规模累计达 326.03 亿元；类 REITs 产品方面，2016 年以来，发行量有所增加，截至 2019 年末，已累计发行产品 69 单，发行规模累计达 1380.09 亿元。总体来说，2019 年 CMBS 发行规模同比有所下降，主要受房地产政策趋严影响；CMBN 和类 REITs 发行量同比大幅上行，主要因 2018 年发行基数较低所致。考虑到目前国内商业地产存量较大，预计未来不动产 ABS 仍具有较大发展空间。

图表 1：2016 年~2019 年不动产 ABS 产品发行概况



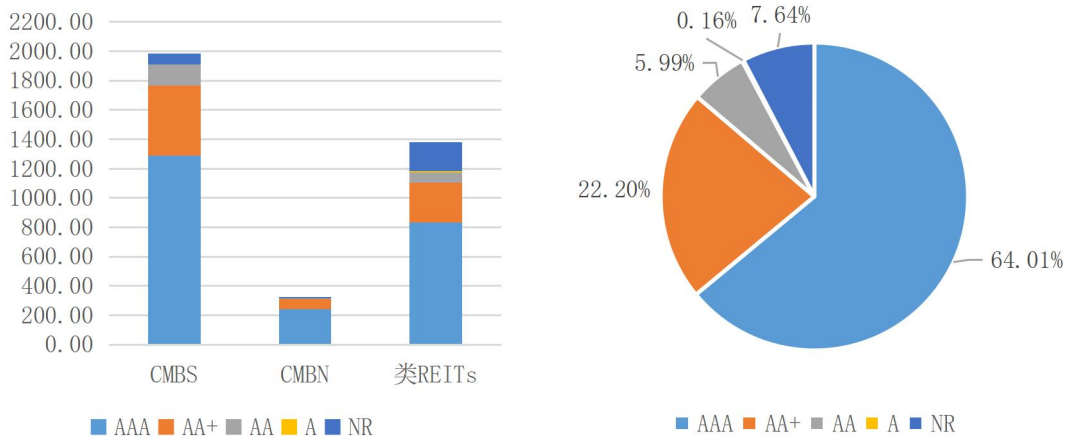
数据来源：wind 资讯、CNABS，东方金诚整理

不动产 ABS 产品整体信用质量较高，产品信用更依赖物业运营情况及物业增值的类 REITs 产品权益级占比相对较高

已发行的不动产类 ABS 产品中，按照发行规模来看，CMBS、CMBN 及类 REITs 产品债项级别在 AA+（含）以上的比例分别为 89.12%、94.93%和 79.95%，产品

整体信用质量较高。从次级/权益级占比来看,相较于 CMBS 和 CMBN 产品,类 REITs 产品更依赖物业的运营情况及物业增值,产品权益级占比设置相对较高。

图表 2: 截至 2019 年末,不动产 ABS 产品级别分布概况(单位: 亿元)



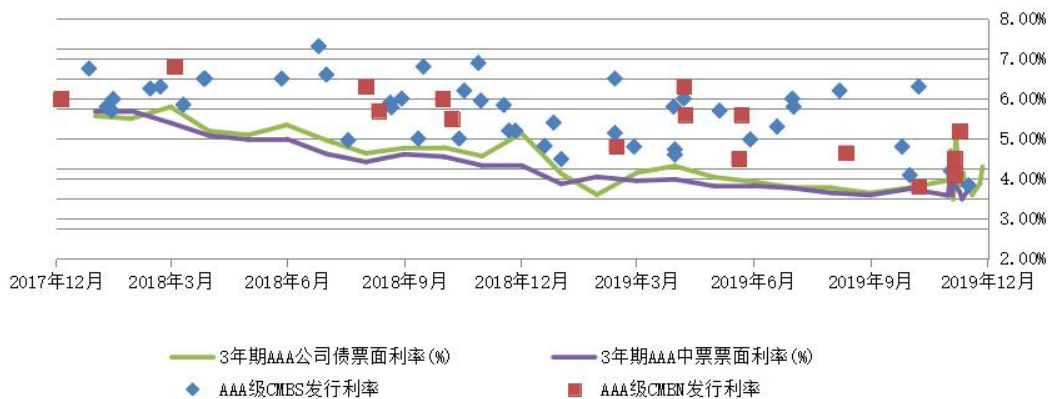
数据来源: wind 资讯、CNABS, 东方金诚整理

受原始权益人信用水平及标的物业差异影响, CMBS/CMBN 产品发行利率波动较大, 发行利率整体高于同期限同信用等级债券产品

不动产 ABS 以标的物业在专项计划/信托计划存续期间的未来现金流入作为还款来源, 受目前我国不动产租售比普遍偏低影响, 产品期限一般较长(多数在 12 年~18 年之间)且各不相同。为了便于销售, 通常设置有 3 年 1 次的退出开放期, 同时引入强信用主体提供差额支付或流动性支持, 以缓释集中兑付引发的流动性风险。2018 年以来, CMBS/CMBN 发行利率整体高于 3 年期同信用等级债券产品, 主要原因是 CMBS/CMBN 产品发展时间较短, 仍需经历一定时间的市场检验; 同时, CMBS/CMBN 产品的二级市场交易尚不活跃, 由此产生一定的流动性溢价。CMBS/CMBN 产品发行利率波动也较大, 主要原因是 CMBS/CMBN 产品仍无法实现正式破产隔离, 原始权益人信用水平差异往往对 CMBS/CMBN 发行利率产生较大影响; 同时, 标的物业所处区域及物业的运营情况对发行利率也会有一定的影响。

图表 3: 2018 年~2019 年 CMBS/CMBN 产品发行利率情况¹

¹ 类 REITs 产品发行利率受标的物业运营情况及物业增值影响较大, 且偏股型和偏债型类 REITs 间利率也存在较大差异, 本文仅对 AAA 级 CMBS/CMBN 与 3 年期同信用等级债券发行利率进行了对比分析。

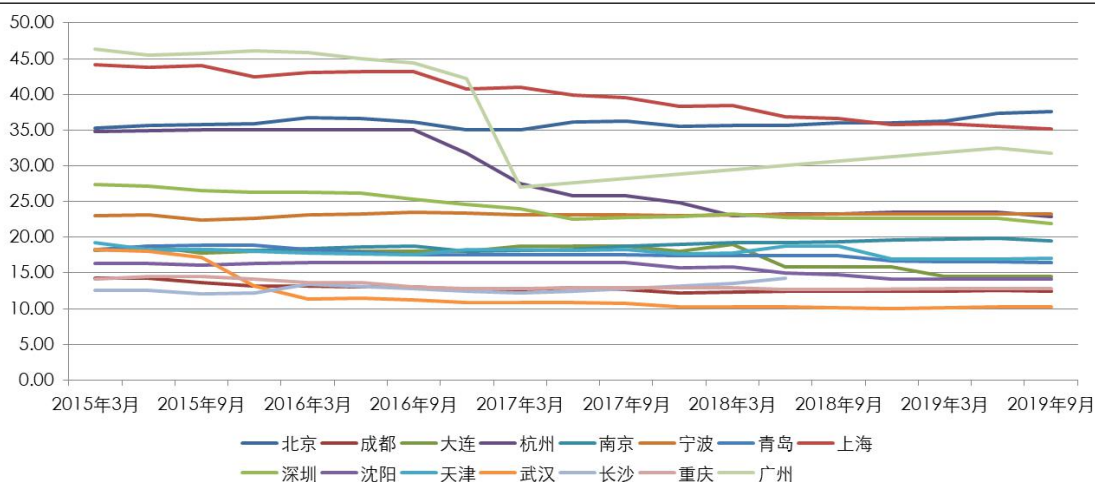


数据来源：wind 资讯，东方金诚整理

零售物业租金价格较为稳定，空置率小幅下行，城市间写字楼表现分化较大，仓储物流租金上升趋势良好

不动产 ABS 的标的物业，根据业态及面向客户对象不同可以大体划分为零售物业、商业写字楼、仓储物流、公寓及酒店等。受经济下行及电商冲击等因素影响，2015 年以来，全国主要城市²优质零售物业首层租金出现不同程度下滑。受益于良好的区域经济环境及较高的人均收入，一线城市、杭州及宁波等地区优质零售物业表现优于其他城市。2019 年 9 月末，北京的优质零售物业首层平均租金以 37.60 元/天/平方米位居全国首位，上海、广州、宁波和杭州分别位居第二至第五位。因邻近香港，受分流影响，深圳优质零售物业首层租金为 21.90 元/天/平方米，位居全国第六位。

图表 4：2015 年以来全国主要城市优质零售物业首层租金水平(单位：元/天/平方米)



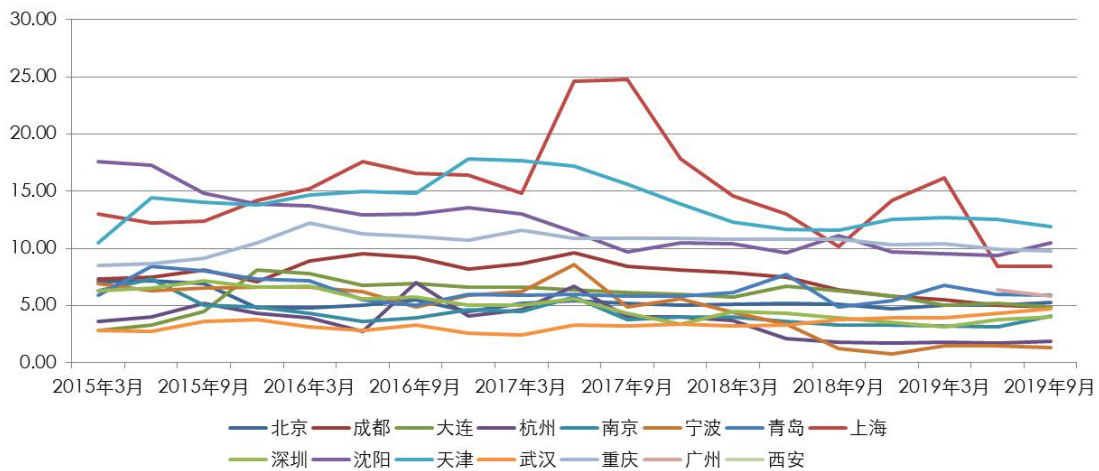
数据来源：wind 资讯，东方金诚整理

受电商冲击减弱等因素影响，我国主要城市优质零售物业空置率逐年下滑。2019 年 9 月末，我国主要城市优质零售物业空置率整体处于较低水平，除天津

² 全国主要城市包括北京、上海、广州、深圳、南京、宁波、杭州、成都、重庆、大连、沈阳、青岛、武汉、长沙及天津共 15 个城市（下同）。

和沈阳分别为 11.90%和 10.50%外，其余城市均低于 10.00%，最低为宁波仅为 1.30%。

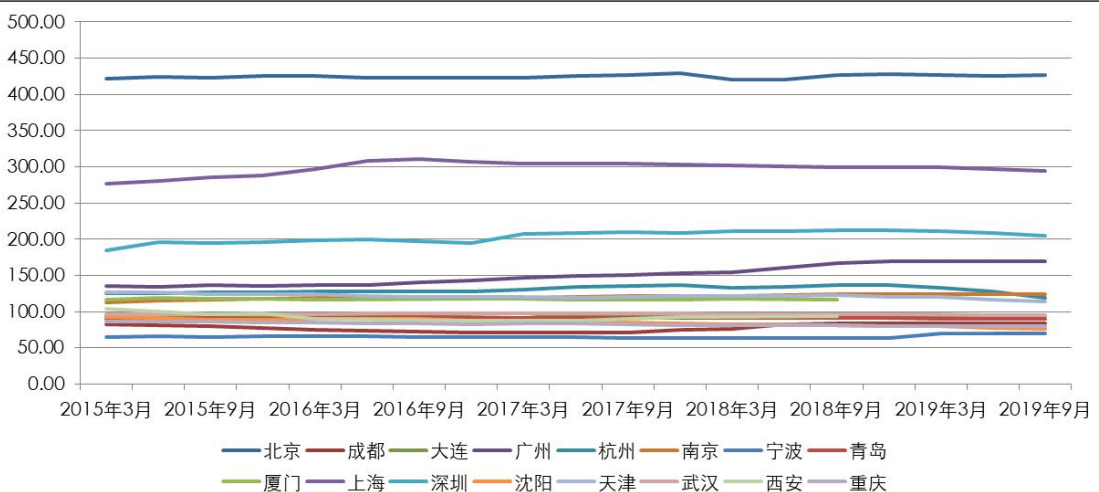
图表 5：2015 年以来全国主要城市优质零售物业空置水平(单位：%)



数据来源：wind 资讯，东方金诚整理

因写字楼的地区聚集效应更为显著，各城市间优质写字楼租金存在较大差异。国企、央企总部多位于北京，得益于总部经济效应，北京地区优质写字楼租金与其它一线城市拉开较大距离。2019 年 9 月末，北京优质写字楼租金为 426.50 元/平方米/月，每月每平米高出第二位的上海 132.67 元，广州写字楼租金为 168.80 元/平方米/月，位于一线城市最末。二线城市方面，杭州和南京优质写字楼增速较快，并分别于 2015 年和 2016 年超过天津，2019 年 9 月末，南京、杭州和天津分别以 124.40 元/平方米/月、119.40 元/平方米/月和 114.30 元/平方米/月，位居二线城市前三；其余二线城市每平方米月租金均不超过 100 元。

图表 6：2015 年以来全国主要城市优质写字楼租金水平(单位：元/平方米/月)

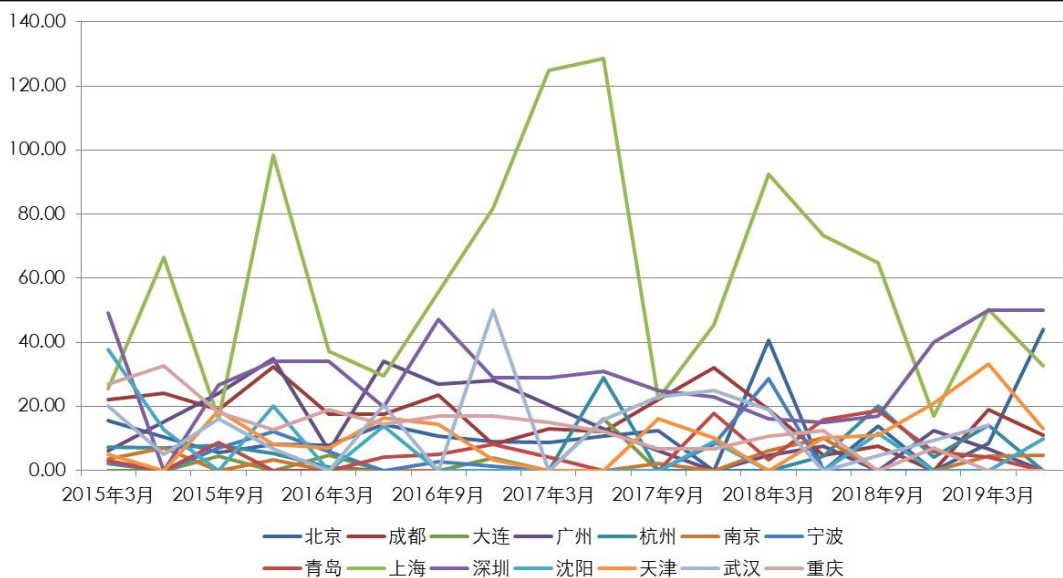


数据来源：wind 资讯，东方金诚整理

空置率方面，2015 年以来，一线城市优质写字楼空置率整体好于二线城市。一线城市方面，2019 年 9 月末，最低为广州的 4.90%，最高为上海的 19.50%，

受供应量增加影响，北京写字楼空置率小幅上升至 10.90%。2015 年以来，上海累计新增写字楼供应面积 1006.84 万平方米，位居一线城市之首，空置率也由 2015 年初的 6.10% 上升至 19.50%；同期，广州优质写字楼空置率则由 2015 年初的 10.20% 下降至 4.90%。

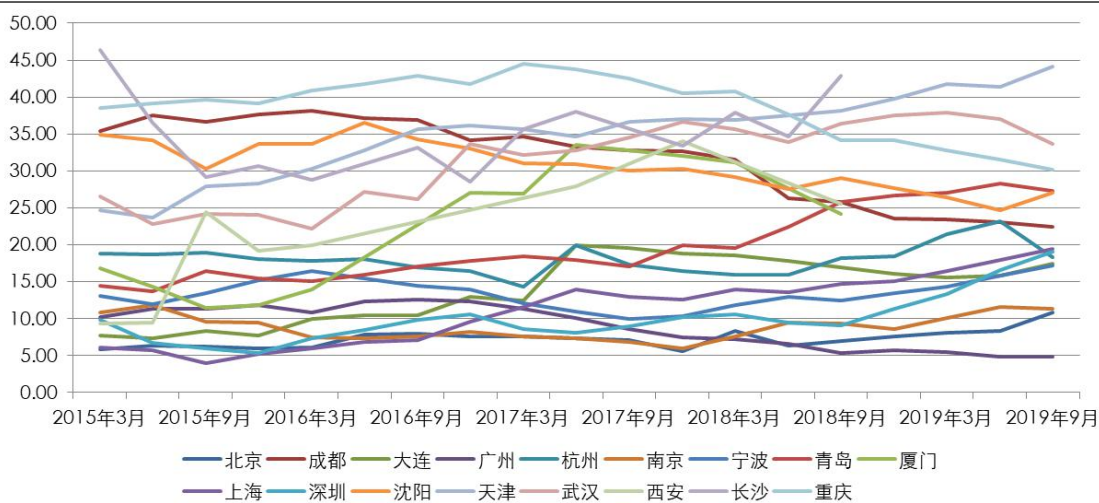
图表 7：2015 年以来全国主要城市新增优质写字楼情况(单位：万平方米)



数据来源：wind 资讯，东方金诚整理

二线城市方面，2019 年 9 月末，写字楼空置率最低为南京的 11.40%，最高为天津的 44.10%。2015 年以来，受新增写字楼供给较大、区域经济增长放缓等因素影响，天津写字楼空置率逐年大幅上升，由 2015 年初的 24.70% 增至 2019 年 9 月末的 44.10%；此外，武汉、重庆写字楼空置率也均在 30.00% 以上。

图表 8：2015 年以来全国主要城市优质写字楼空置水平(单位：%)

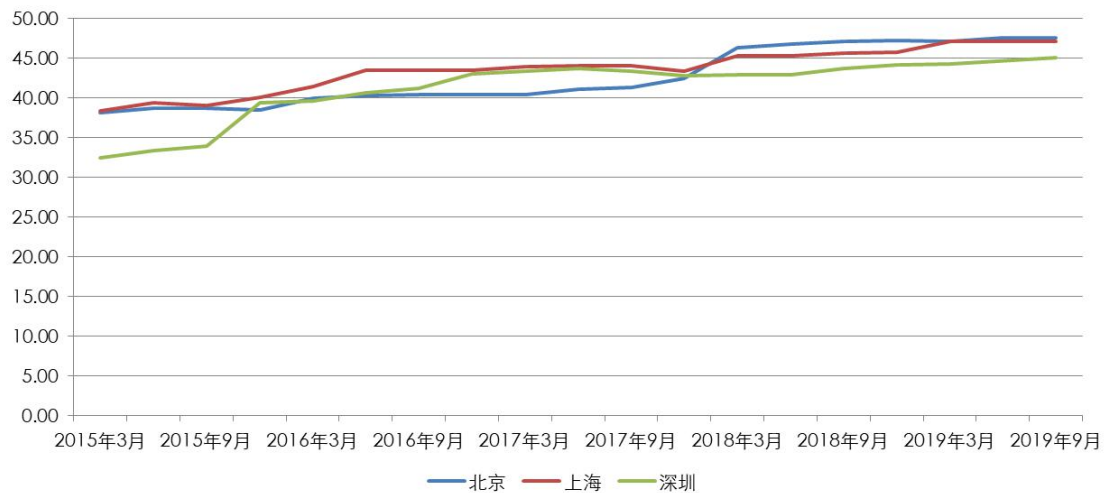


数据来源：wind 资讯，东方金诚整理

2015 年以来，北京、上海和深圳仓储物流地产租金逐年快速上升，年均复合增长率为 7.96%。2019 年 9 月末，北京、上海和深圳仓储物流地产租金分别为

47.60 元/平米/月、47.10 元/平米/月和 45.10 元/平米/月，整体差异较小。

图表 9：2015 年以来北京、上海和深圳仓储物流地产租金水平(单位：元/平米/月)



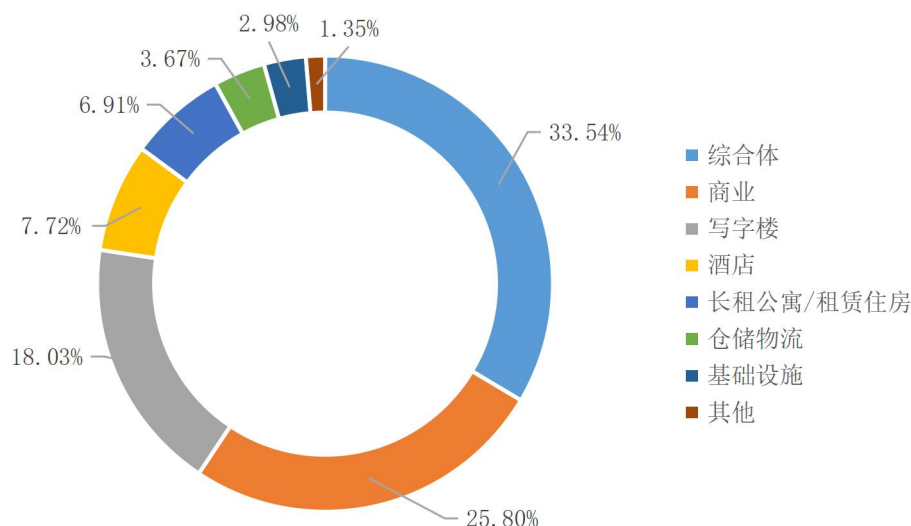
数据来源：wind 资讯，东方金诚整理

综上所述，2019 年以来，全国零售物业租金表现较为稳定，空置率水平小幅下行；各城市优质写字楼表现差异较大，得益于总部经济效应，北京继续保持领跑全国，天津、武汉、重庆等二线城市写字楼则普遍存在空置率较高的问题；仓储物流地产租金水平持续保持良好上升趋势。

新兴业态不动产 ABS 发展表现亮眼，随着首单基础设施类 REITS 出现，底层物业类型更加丰富

据统计，已发行的不动产 ABS 产品底层资产业态类型以综合体、商业、写字楼、酒店等为主，截至 2019 年末，以综合体、商业、写字楼及酒店为底层资产的 ABS 项目发行规模合计占比为 85.09%。同期末，已发行的不动产 ABS 产品中，以多个物业资产组合作为底层资产的项目逐渐增加，占发行规模 20.67%的不动产 ABS 项目底层资产涉及多个物业。但相较于国外成熟市场，我国不动产 ABS 底层物业集中度仍处于较高水平，单个物业价值变动对整个项目影响较大；加之，国内不动产二级市场发展较为滞后，抵押物处置流程较长，资产证券化产品仍较为依赖主体信用。

图表 10：截至 2019 年末不动产 ABS 底层资产类型构成



数据来源：wind 资讯、CNABS，东方金诚整理

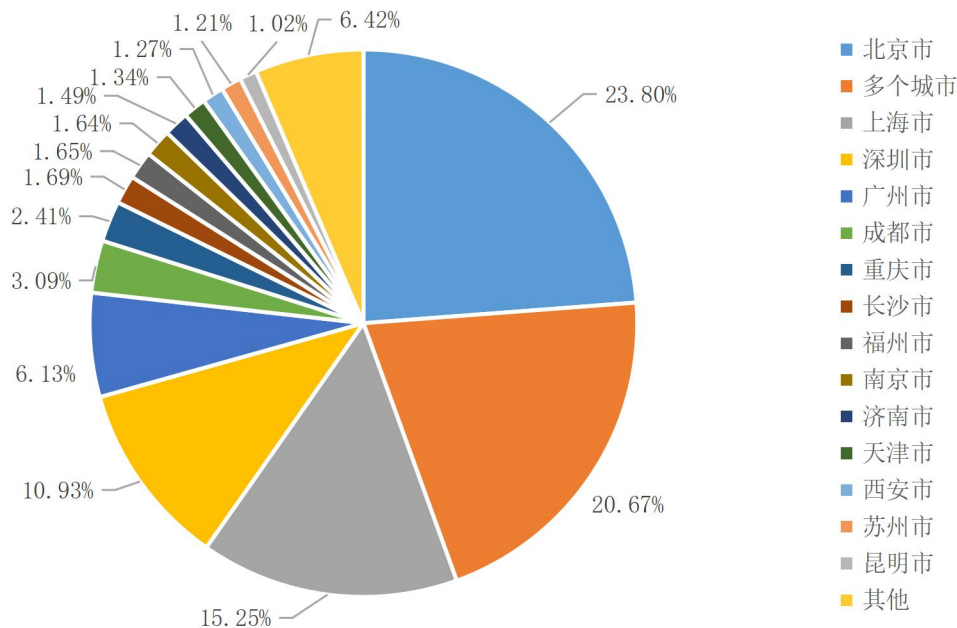
自 2018 年 1 月至 2019 年末，新增发行以公寓、租赁住房及仓储物流为底层资产的项目共 28 单，单数及规模分别占同期新发行项目的 26.67% 及 17.45%，底层物业业态进一步丰富。长租公寓、租赁住房、仓储物流等初具规模，成为不动产 ABS 市场的新生力量。受益于电商零售业务快速发展带来较大的仓储需求以及国家政策层面支持，加之具有运营成本低、客户结构简单、租赁期长、现金流稳定等优势，2019 年以来，仓储物流物业资产 ABS 逐渐受到市场投资者认可。2019 年，广朔实业 ABN 和沪杭甬徽杭高速 ABS 的成功发行，为后续基础设施类 REITS 的发展提供了有益借鉴。

综上所述，2019 年以来，商业不动产 ABS 产品底层物业资产业态仍以综合体、商业、写字楼和酒店为主，但以长租公寓、物流园区等为代表的新兴业态不动产 ABS 发展表现亮眼；随着首单基础设施类 REITS 的出现，底层物业类型更加丰富。

底层物业主要分布于人口聚集度高、经济增速快，区位优势明显的一、二线城市核心地段，商业物业处置价值保值性较强

截至 2019 年末，除单个项目底层资产分布在多个城市的情况外，不动产 ABS 发行规模前五大的城市分别为北京市、上海市、深圳市、广州市和成都市，发行规模占比为 59.21%，其他不动产 ABS 项目底层物业资产主要分布在重庆、长沙、福州、南京、济南、天津等城市。同期末，规模占比为 91.74% 的产品底层物业分布于一、二线城市的核心商业地段。

图表 11：截至 2019 年末不动产 ABS 产品底层物业区域分布



数据来源：wind 资讯、CNABS，东方金诚整理

综上所述，因一、二线城市核心地段人口聚集度高，经济增速快，区位优势明显，一定程度上保障了其物业的处置价值，增强了产品的增信效力，底层物业仍主要分布于此类区域。

（二）2020 年不动产 ABS 展望

预计 2020 年零售物业租金价格仍将处于合理水平，需警惕部分二线城市写字楼空置风险，仓储物流物业风险水平将进一步下降

受电商冲击减弱等因素影响，2019 年，零售物业租金价格较为稳定，空置率小幅下行，预计 2020 年零售物业租金价格及空置率仍将处于合理水平；因写字楼地区聚集效应更为显著，加之城市间产业结构及经济增速存在一定差异，空置风险或将进一步拉大，需警惕部分二线城市写字楼空置风险；随着仓储物流物业租金水平保持上升，相关物业风险水平将进一步下降。

新业态不动产 ABS 发展表现亮眼，预计 2020 年，底层物业类型将更加丰富，基础设施类不动产 ABS 的发展仍将可期

2019 年以来，商业不动产 ABS 产品底层物业资产业态仍以综合体、商业、写字楼和酒店为主，但以长租公寓、物流园区等为代表的新业态不动产 ABS 发展表现亮眼，预计 2020 年，底层物业类型将更加丰富。在 REITS 发展较为成熟的国家中，基础设施 REITS 在资产证券化产品中占有重要地位，随着国内首单基础设施类 REITS 的出现，2020 年，基础设施类不动产 ABS 的发展仍将可期。

底层物业区域分布将仍以主流一二线核心城市为主，预计 2020 年底层物业仍将主要分布于此类区域，同时多物业组合作为底层资产的产品数量将保持增长

因一、二线城市核心地段人口聚集度高，经济增速快，区位优势明显，一定程度上保障了其物业的处置价值，增强了产品的增信效力，2020年，底层物业仍将主要分布于此类区域。同时，已发行的不动产 ABS 产品中，以多个物业资产组合作为底层资产的项目逐渐增加，但相较于单个物业入池其价值变动对整个项目影响较大，多个物业组合入池不仅可以增加发行规模，还可以有效降低项目的集中度风险，预计未来，随着不动产 ABS 持续扩容，以多个不动产资产组合作为底层资产的 ABS 项目数量将有望增加。

以储架方式发行的产品规模保持增长，随着不动产 ABS 产品在扩募机制等方面的创新与突破，不动产 ABS 产品发行效率有望继续提升

2019年以来，招商蛇口长租公寓、恒大长租公寓、普洛斯仓储物流、顺风产业园等为代表的不动产 ABS 采用储架发行模式，有效缩短了 ABS 项目的发行周期。此外，菜鸟-中国智能骨干网类 REITs 创新性地引入扩募机制，实现同一类 REITs 产品下新资产的持续注入。随着不动产 ABS 在储架发行和扩募机制等方面的创新，预计 2020 年，不动产 ABS 产品发行效率将有望提升。

声明：本报告是东方金诚的研究性观点，并非是某种决策的结论、建议等。本报告引用的相关资料均为已公开信息，东方金诚进行了合理审慎地核查，但不应视为东方金诚对引用资料的真实性及完整性提供了保证。本报告的著作权归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构和个人未经授权不得修改、复制、销售和分发，引用必须注明来自东方金诚且不得篡改或歪曲。