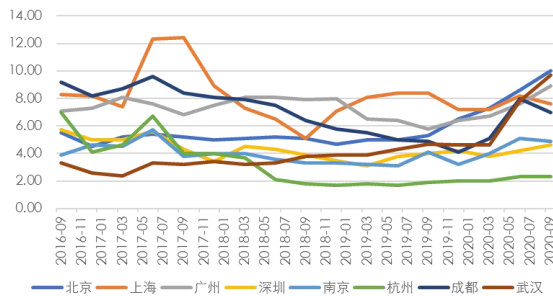


2020年我国不动产资产证券化信用风险回顾与2021年展望

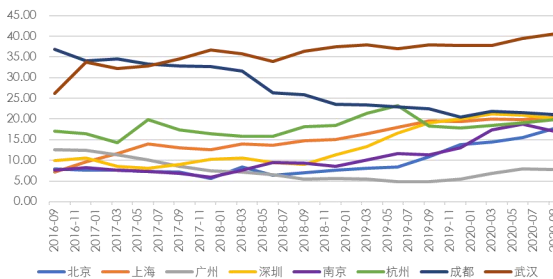
我国不动产 ABS 发行概况

项目	2017	2018	2019	2020
发行情况				
发行单数(单)	36	53	83	96
发行规模(亿元)	909	1064	1545	1862
底层资产				
最大城市及占比	北京(24.51%)			
前五大城市占比	58.05%			
最大业态及占比	综合体(28.44%)			
前五大业态占比	90.61%			

主要城市优质零售物业空置率



主要城市优质写字楼空置率



结构融资部

左文月

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

- 受新冠疫情影响,我国商业地产供需短期承压,房企融资需求上升和相对宽松的市场环境带动2020年不动产ABS发行高涨,预计2021年不动产ABS发行规模将突破2000亿元;
- 2020年,我国线下零售行业遭遇重创,城市间分化加剧,部分城市零售物业空置率持续高企,租金回调承压,预计2021年,消费回暖有望带动零售物业租赁需求回稳,空置率及租金有望向好调整,商业不动产ABS底层风险将相应缓释;
- 近年来我国部分城市优质写字楼空置率持续走高,且城市间分化较大,2020年新冠疫情加剧了部分中小企业的经营压力,或辐射至对写字楼的需求进一步减弱,2021年仍需警惕部分城市写字楼空置风险并关注不动产ABS底层现金流稳定性;
- 后疫情时代,居民消费习惯加速变革,持续攀升的线上消费需求将同步利好仓储物流行业,预计一线城市仓储物流地产将保持增势,并为不动产ABS提供良好的发展契机;
- 出于增加发行规模及降低集中度风险考虑,预计未来以多个不动产资产组合作为底层资产的ABS项目数量将保持增长;

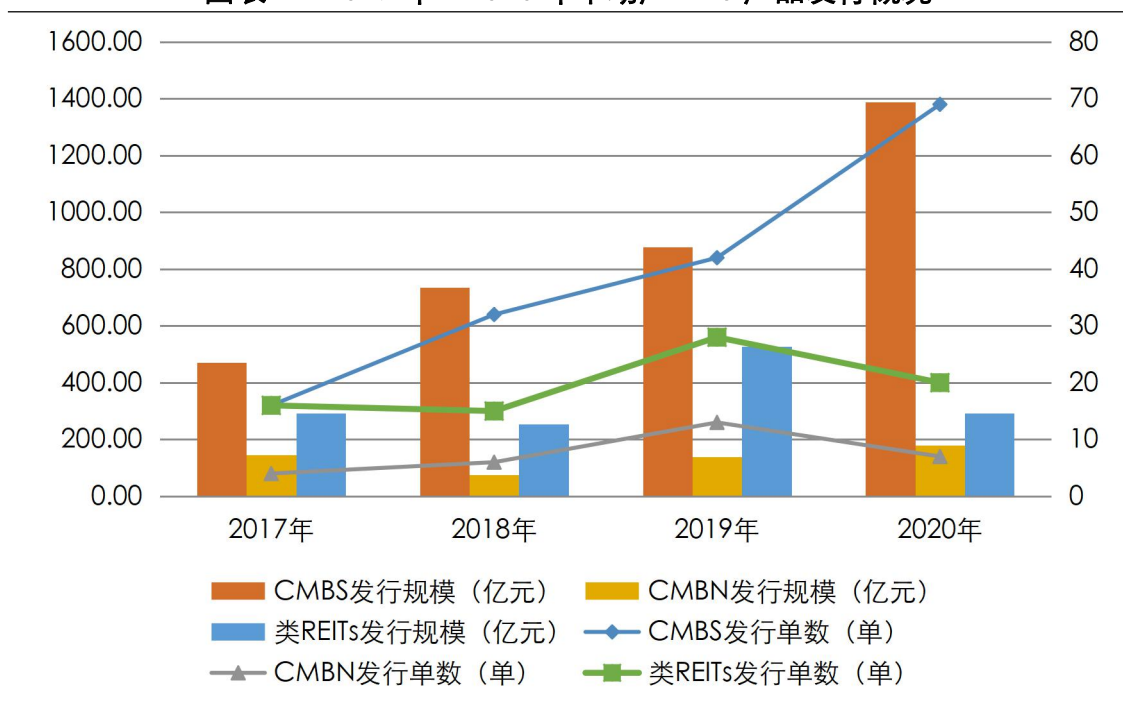
不动产 ABS 按品种主要分为房地产投资信托基金 REITs 以及商业房地产抵押贷款支持证券 CMBS/CMBN。不动产 ABS 有助于产权人盘活存量资产，同时将偿债来源锁定为物业产生的现金流，偿债来源明确，更易获得投资人认可。基于上述优势，近年来，商业不动产 ABS 市场逐渐繁荣，发行单数及规模增长较快。

（一）2020 年不动产 ABS 回顾

受新冠疫情影响，我国商业地产供需短期承压，房企融资需求上升和金融环境相对宽松带动 2020 年不动产 ABS 发行高涨，预计未来在监管收紧的趋势下，不动产 ABS 将发挥其优化债务期限结构的优势，继续为房企青睐

2020 年，新冠肺炎疫情在全球范围内持续蔓延，宏观经济遭遇重挫，商业地产行业也未能独善其身。2020 年 1~10 月，我国商业营业用房新开工面积 14566.69 万平方米，同比下降 6.05%；商业营业用房销售面积 6689.36 万平方米，同比下降 13.98%。同期，我国办公楼新开工面积 5395.76 万平方米，同比下降 7.21%；办公楼销售面积 2449.49 万平方米，同比下降 14.54%。在疫情防控取得重大战略成果的背景下，我国复工复产扎实推进、生产需求逐步好转，商业地产投资及销售情况同比降幅较 2020 年上半年有所收窄，但恢复至疫情前水平尚需时间。

图表 1：2017 年~2020 年不动产 ABS 产品发行概况



数据来源：Wind、CNABS，东方金诚整理

不动产 ABS 发行方面，受 2020 年疫情爆发，房企现金流持续紧张，融资需求旺盛及金融环境相对宽松等因素影响，2020 年我国房企发行不动产 ABS 产品

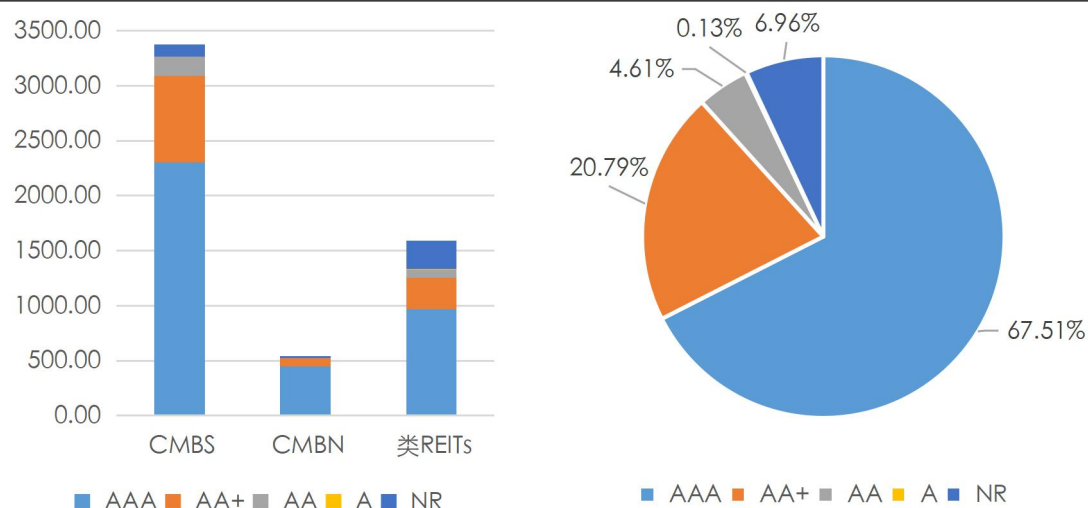
融资的热情持续高涨。2020年，全市场共发行不动产ABS产品96单，规模合计1862亿元，金额较2019年增长20.53%，其中，CMBS产品发行规模同比增长58.21%。

进入2020年三季度，房地产金融监管力度再度加大，2020年8月20日，中国人民银行、住房和城乡建设部约谈12家房企召开座谈会，明确了对房企的资金监测和融资管理规则，即“三道红线”和“四档管理”，进一步释放了收紧监管环境的信号。在日趋常态化的监管环境下，部分房企面临降杠杆、优化债务期限结构的压力，而不动产ABS具备融资规模大、融资期限长等特点，可为发行人优化债务结构，未来不动产ABS仍将是备受房企青睐的融资途径，预计2021年，不动产ABS发行规模可突破2000亿元。

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91.45%、96.18%和78.93%，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仍相对较高。

图表 2: 截至 2020 年 10 月末，不动产 ABS 产品级别分布概况(单位: 亿元)



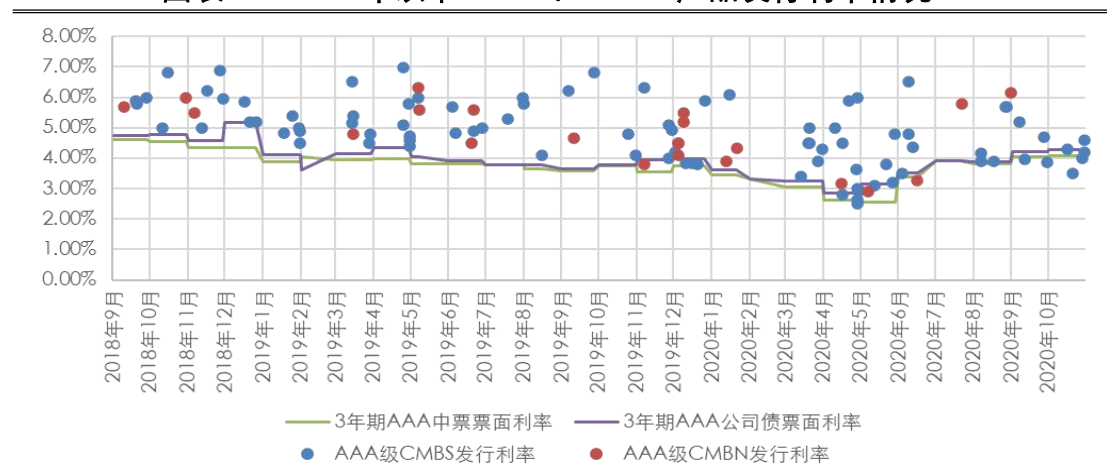
数据来源: Wind、CNABS, 东方金诚整理

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

12~18年之间)且不尽相同。为便于销售,不动产ABS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。2020年上半年,为刺激经济发展,金融环境较为宽松,产品发行利率同比大幅下降,进入第三季度,产品发行利率有所回升。

图表 3: 2018 年以来 CMBS/CMBN 产品发行利率情况¹



数据来源: Wind, 东方金诚整理

受新冠疫情冲击,我国线下零售行业遭遇重创,部分城市零售物业空置率持续高企,租金回调继续承压,长三角地区则展现强大经济韧性,恢复速度较快,预计未来随着全球疫情得到有效控制,我国各地体验式消费将进一步复苏,零售物业现金流将有所改善

不动产ABS的标的物业,根据面向客户对象不同可以大体划分为零售物业、写字楼、仓储物流、公寓及酒店等业态。受经济下行及电商冲击等因素影响,2017年以来,除北京和南京优质零售物业首层租金价格有小幅增长外,国内其他主要城市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

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。

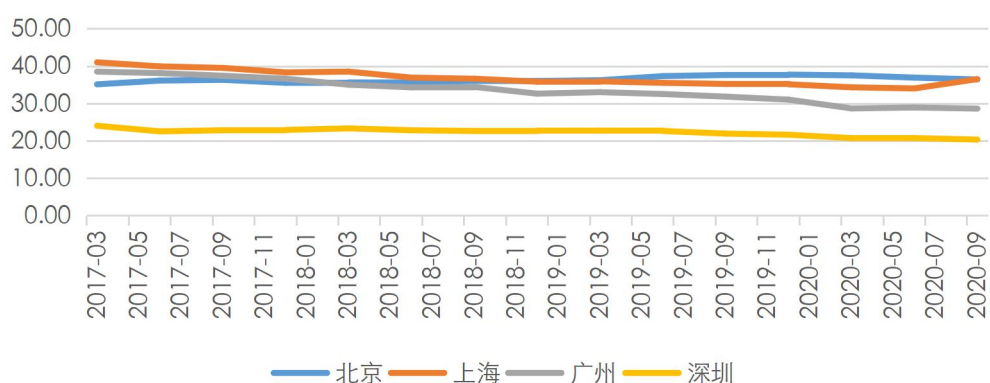
² 全国主要城市包括北京、上海、广州、深圳、南京、宁波、杭州、成都、重庆、大连、沈阳、青岛、武汉及天津共14个城市(下同)。

较高的人均收入，一线城市、杭州、南京及宁波等地区优质零售物业租金表现优于其他城市。2019年末，北京、上海和广州优质零售物业首层租金分别以37.70元/天/平方米、35.10元/天/平方米和31.00元/天/平方米位居全国前三位，因邻近香港，受分流影响，深圳优质零售物业首层租金为21.60元/天/平方米，位居全国第六位。同期末，宁波和杭州分别以22.60元/天/平方米和22.20元/天/平方米位居二线城市前两位，其余二线城市平均租金均未超过20.00元/天/平方米。

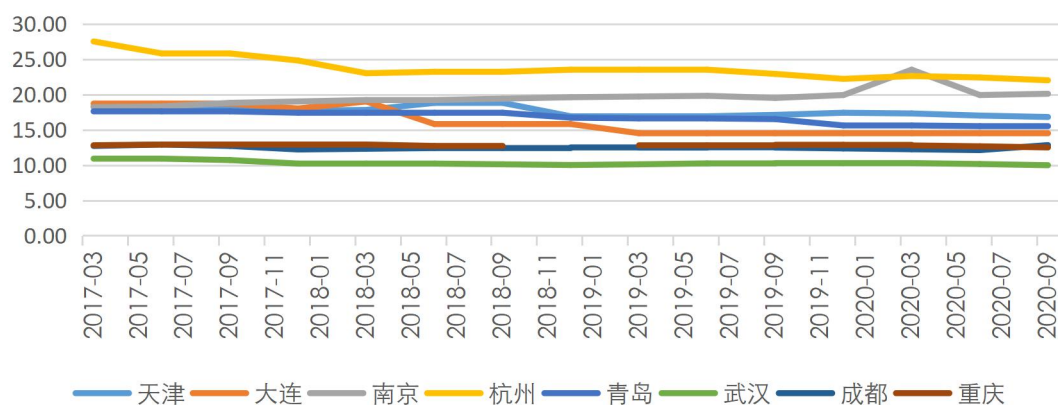
2020年新冠肺炎疫情爆发，线下零售行业遭遇重创，尽管二季度以来国内疫情防控已卓有成效，但部分零售商现金流仍难以为继，加之海外疫情蔓延难控，部分国际品牌纷纷陷入关店潮，疫情连锁效应下，我国部分城市零售物业运营危机仍未消散。为快速填补空置面积，维持日常运营，多数购物中心纷纷下调租金预期，2020年9月末，北京、广州和深圳等一线城市优质零售物业首层租金分别较2019年末下降1.30元/天/平方米、2.40元/天/平方米和1.30元/天/平方米。

相较而言，以上海、南京为代表的长三角城市在疫情的冲击下展现出强大的经济韧性，恢复较为乐观。2020年9月末，两地优质零售物业首层租金均已止跌，并逐步恢复至疫情前水平。其中，上海优质零售物业首层租金为36.50元/天/平方米，较2019年末增长1.40元/天/平方米；南京优质零售物业首层租金为20.09元/天/平方米，较2019年末增长0.18元/天/平方米。

图表 4：全国主要一线城市优质零售物业首层租金水平(单位：元/天/平方米)



图表 5: 全国主要二线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, 东方金诚整理

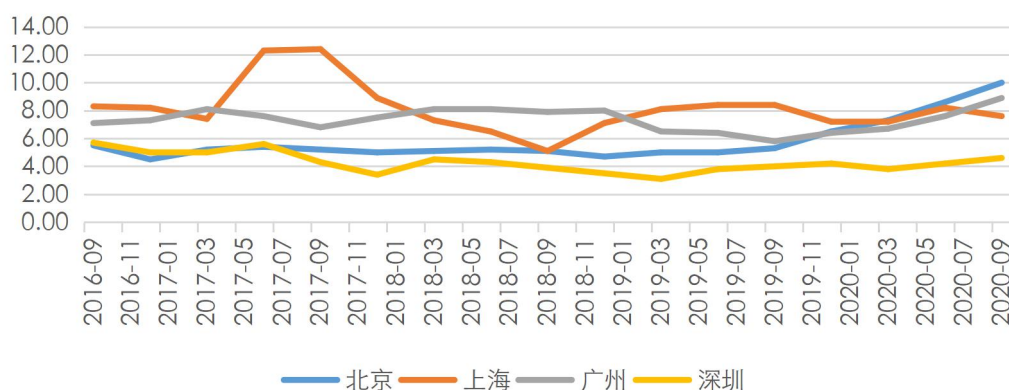
2017年~2019年,全国主要城市优质零售物业空置率处于较低水平,其中杭州、宁波和武汉表现较为抢眼,平均空置率分别为3.00%、3.45%和3.67%。但2020年新冠疫情爆发以来,居民外出及消费受限,收入不达预期,多数体验式业态客流量显著下滑,部分餐饮、娱乐、线下培训等商户陷入停业退租潮。与此同时,疫情使我国居民消费习惯加速变革,直播带货模式备受推崇,线上零售进一步挤占了线下零售业市场空间,致使服饰、配饰、鞋包等时尚业态的退租率持续攀升。

零售商户的退租潮推升了部分城市零售物业的空置率,一线城市中,北京、广州的零售物业空置率上升较为明显,2020年9月末,两地优质零售物业空置率分别较2019年末上升3.5%和2.5%,至10.00%和8.90%。相较而言,深圳零售物业空置率相对平稳,受疫情及电商冲击较小;上海零售行业复苏较快,2019年9月末,上海优质零售物业空置率已降至疫情前水平。

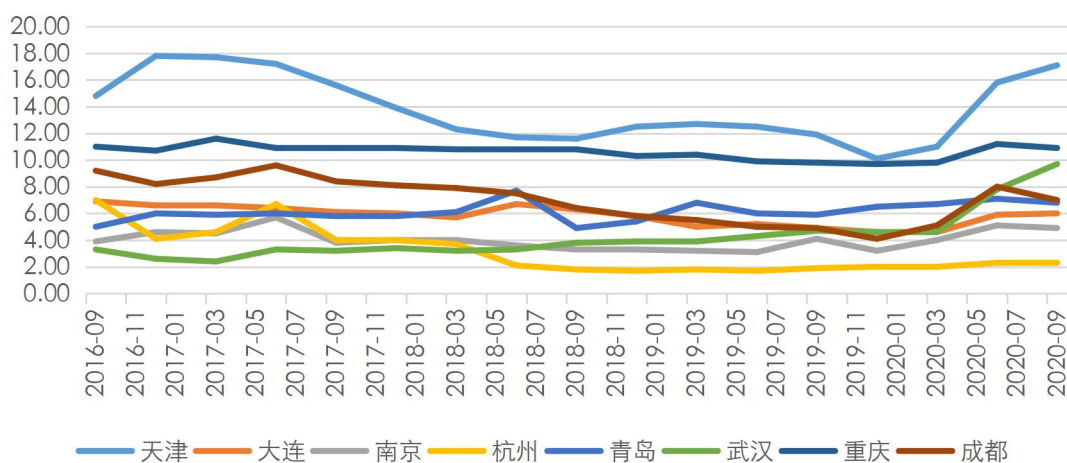
二线城市中优质零售物业空置水平差异较大,2020年9月末,天津及重庆优质零售物业空置率均已超过10%,分别增至17.10%和10.90%。天津优质零售物业空置率较2019年末已上升7.00%,零售物业空置风险大幅上升。武汉受疫情影响最为严重,优质零售物业空置率亦较上年末有明显增长。相较而言,杭州、南京等长三角城市零售物业空置率始终保持在较低水平,对抗宏观风险的能力较强。

预计2021年,随着全球疫情得到进一步控制,我国线下体验式消费将逐步复苏,实体零售行业发展活力将随之改善,从而推进零售物业租金及空置率逐步恢复至疫情前水平。

图表 6：全国主要一线城市优质零售物业空置率(单位：%)



图表 7：全国主要二线城市优质零售物业空置率(单位：%)



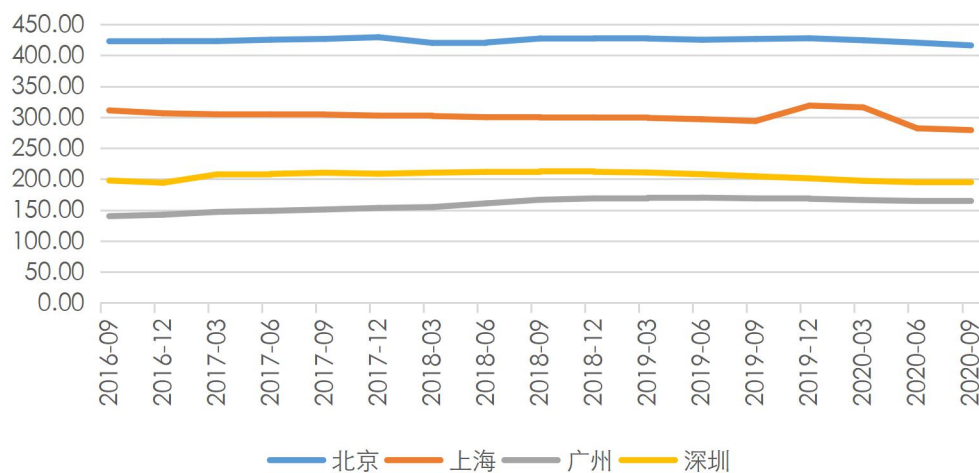
数据来源：Wind，东方金诚整理

2020 年我国写字楼租金降幅相对较小，但城市间分化较大，部分城市优质写字楼空置率持续走高，二线城市整体高于一线城市，未来仍需警惕写字楼空置风险

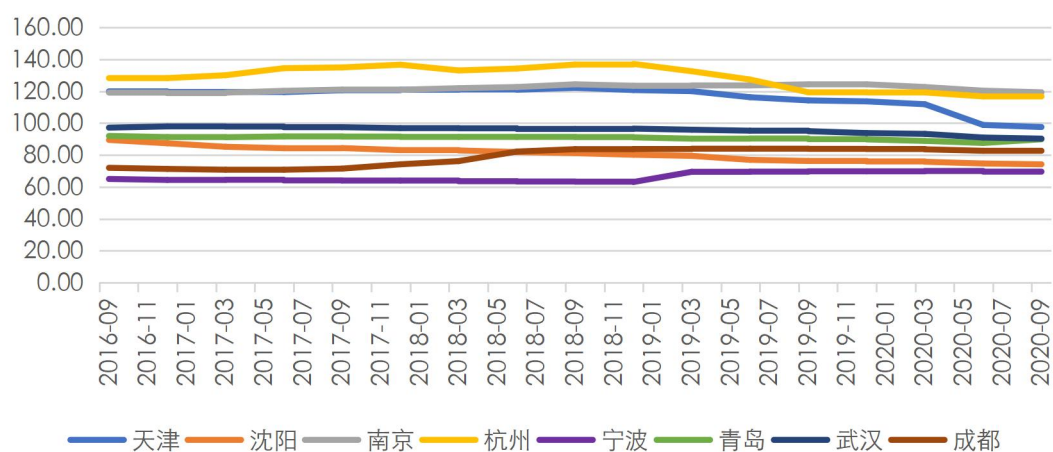
因写字楼的地区聚集效应更为显著，各城市间优质写字楼租金存在较大差异。国企、央企总部多位于北京，得益于总部经济效应，北京地区优质写字楼租金与其它一线城市拉开较大距离。2020 年 9 月末，北京优质写字楼租金为 416.10 元/平方米/月，高出第二位的上海 136.90 元/平方米/月；同期末，深圳及广州写字楼租金分别为 194.30 元/平方米/月和 163.80 元/平方米/月，租金价格分别位列全国第三和第四位。此外，受益于长三角一体化背景下南京与杭州都市圈协调联动的强化，南京和杭州优质写字楼租金较高，2020 年 9 月末分别为 119.40 元/平方米/月和 116.70 元/平方米/月，位居二线城市前列，其余二线城市每平方米月租金均不超过 100 元。同期末，受新冠疫情影响，全国主要城市写字楼

租金也普遍下降，但相较于零售物业租金而言，降幅较小。

图表 8：全国主要一线城市优质写字楼租金水平(单位：元/平方米/月)



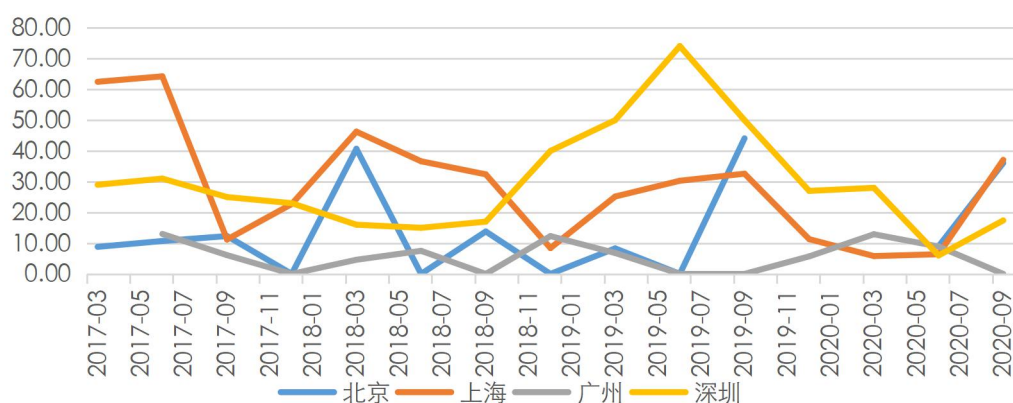
图表 9：全国主要二线城市优质写字楼租金水平(单位：元/平方米/月)



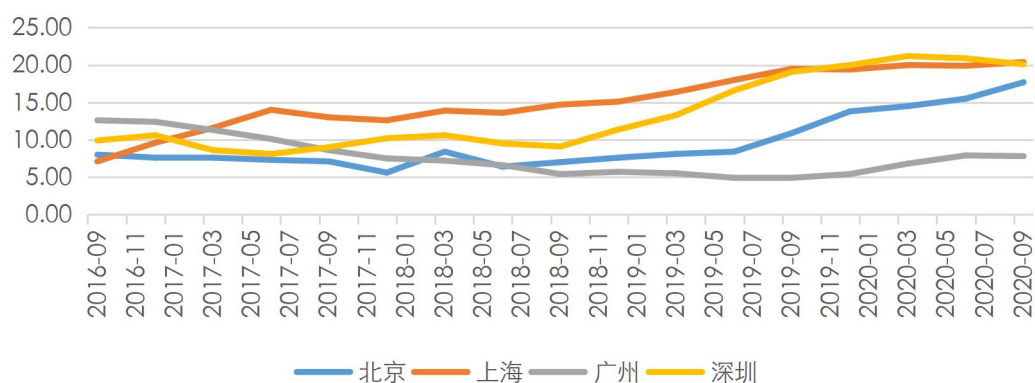
数据来源：Wind，东方金诚整理

写字楼空置率方面，2017年以来，一线城市中，广州近年来写字楼新增供应增长较为平稳，有限供应下有利于去化，优质写字楼空置率一直处于较低水平。深圳累计新增写字楼供应面积一直位居一线城市之首，优质写字楼供过于求特征凸显，受此影响，近年来空置率大幅提高。其余一线城市优质写字楼空置率整体呈增长趋势，但明显好于二线城市。2020年以来，受新冠疫情影响，部分行业尚未恢复到疫情前水平，重点城市写字楼租赁需求仍然疲软，空置率较2019年末有所上升。2020年9月末，北京、上海、广州和深圳优质写字楼空置率分别较2019年末上升3.9%、1.0%、2.4%和0.1%，至17.70%、20.40%、7.80%和20.10%。一线城市中，上海及深圳优质写字楼空置率均已超过20%，写字楼空置风险值得关注。

图表 10：全国主要一线城市新增优质写字楼情况(单位：万平方米)



图表 11：全国主要一线城市优质写字楼空置率(单位：%)

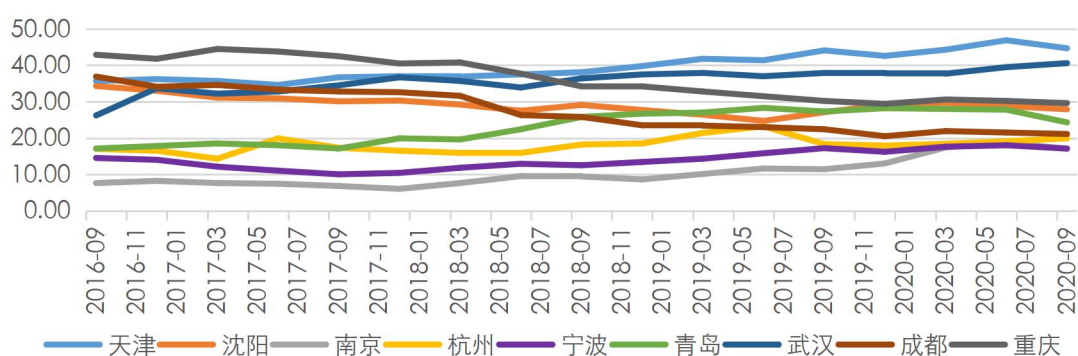


数据来源：Wind，东方金诚整理

二线城市方面，2017年以来，南京和青岛优质写字楼的空置率增长较快，但整体来看，长三角区域的南京、杭州及宁波空置率仍处于较低水平，天津、武汉及重庆优质写字楼空置率持续高企。2020年9月末，二线重点城市中，南京写字楼空置率仍最低为17.00%，最高为天津的44.70%。2017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，天津优质写字楼空置率持续处于高位；此外，武汉、重庆优质写字楼空置率近三年也均在30.00%以上。

整体来看，近年来我国重点城市优质写字楼空置率呈上升趋势，二线城市空置率整体高于一线城市。预计2021年，我国宏观经济的恢复仍面临诸多挑战，写字楼去化尚需时间，短期内写字楼空置风险依然较高，部分城市写字楼空置风险值得警惕。

图表 12: 全国主要二线城市优质写字楼空置率(单位: %)



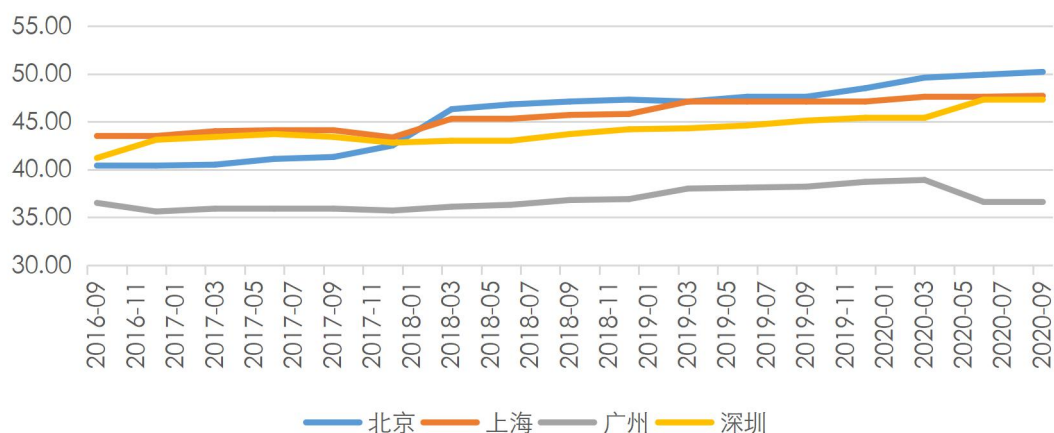
数据来源: Wind, 东方金诚整理

2020 年多数一线城市仓储物流租金上升趋势良好, 后疫情时代, 居民消费习惯加速变革, 持续攀升的线上消费需求将同步利好仓储物流行业, 预计一线城市仓储物流地产租金水平仍将保持良好上升趋势

2017 年以来, 一线城市仓储物流地产租金逐年增长, 北京仓储物流地产租金增长速度最快, 年均复合增长率³达到 6.28%。2020 年 9 月末, 北京、上海、广州和深圳仓储物流地产租金分别为 50.20 元/平米/月、47.70 元/平米/月、36.60 元/平米/月和 47.30 元/平米/月。受益于新冠疫情期间抗疫物资运输及线上消费需求的增长, 2020 年以来, 除广州外, 一线城市仓储物流地产租金较 2019 年末均小幅增加。

此次疫情加速居民消费习惯的变革, 未来仓储物流需求量仍将继续攀升, 而政策对一线城市物流用地有所限制, 供给有限, 预计未来一线城市物流仓储地产租金仍有上升空间。

图表 13: 北京、上海、广州和深圳仓储物流地产租金水平(单位: 元/平方米/月)



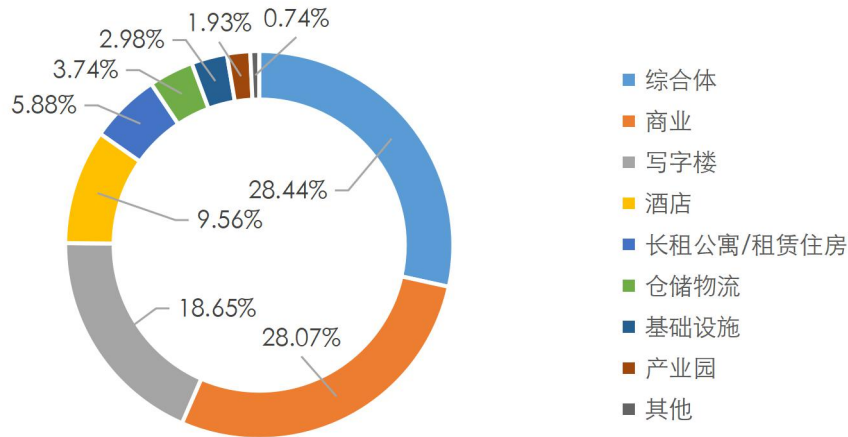
数据来源: Wind, 东方金诚整理

³ 系指 2016 年~2019 年末三年期间。

近年来新兴业态不动产 ABS 发展较快，区域分布仍以人口聚集度高、经济增速快、区位优势明显的一、二线城市核心地段为主，该等区域商业物业处置价值较高，保值性较强

据统计，已发行的不动产 ABS 产品底层资产业态类型仍以综合体、商业、写字楼、酒店等及长租公寓/租赁住宅为主，截至 2020 年 10 月末，以上述业态为底层资产的不动产 ABS 项目发行规模累计达 4993.78 亿元，占比为 90.61%。2020 年以来，长租公寓/租赁住房、仓储物流、产业园及基础设施类等新兴业态不动产 ABS 继续保持较快发展，相较于 2019 年末，发行规模占比均有所提高。

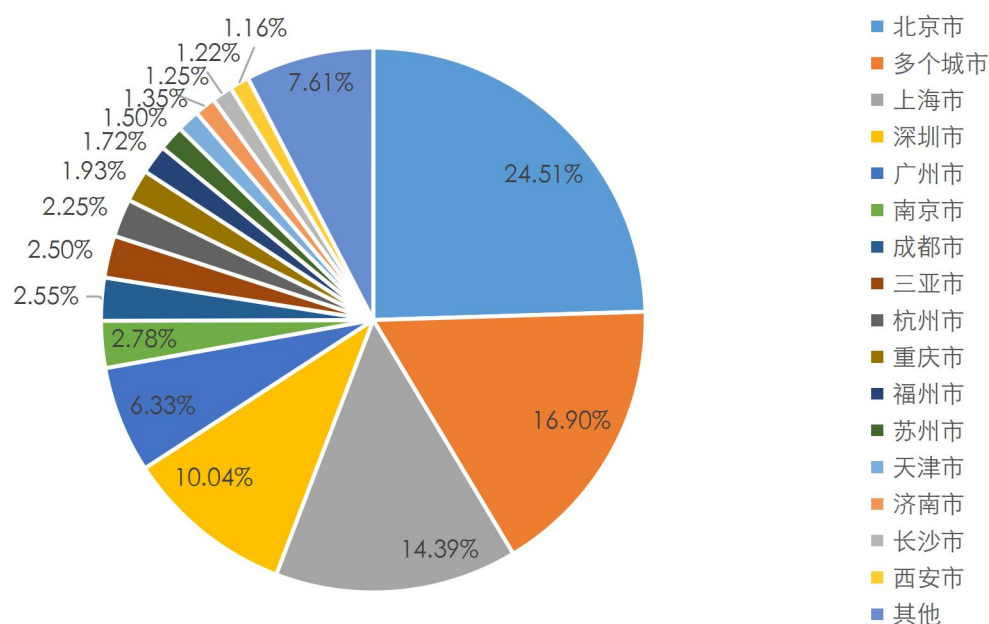
图表 14：截至 2020 年 10 月末不动产 ABS 底层资产类型构成



数据来源：Wind、CNABS，东方金诚整理

2020 年 10 月末，除单个项目底层资产分布在多个城市的情况外，不动产 ABS 产品发行规模前五大城市分别为北京市、上海市、深圳市、广州市和南京市，发行规模占比为 58.05%，规模占比较 2019 年末变化不大。除此之外，不动产 ABS 项目底层物业资产分布较广的区域还包括成都市、三亚市、杭州市、重庆市和福州市等城市。2020 年以来，三亚市新发行 3 单以酒店为底层资产的 CMBS 项目，带动三亚市不动产 ABS 产品发行规模占比提高至 2.50%；2020 年 6 月 12 日，底层资产位于清远市的首单桥梁基础设施类 REITs 产品成功发行，清远市不动产 ABS 产品发行规模占比至 1.03%。其他主要不动产 ABS 产品底层资产区域未发生较大变化，预计未来，单一规模较大 ABS 产品的发行可能导致部分底层资产区域发生一定变化，但主流城市仍以北上广深等一线城市为主。

图表 15：截至 2020 年 10 月末不动产 ABS 产品底层物业区域分布



数据来源：Wind、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，预计未来底层物业仍主要分布于此类区域。

（二）2021 年不动产 ABS 展望

经疫情大考，长三角地区展现强大经济韧性，城市间表现分化加剧，预计 2021 年各地零售物业现金流将有所好转，部分城市写字楼空置风险仍值得关注，仓储物流地产或迎快速发展

受新冠疫情冲击，我国线下零售行业遭遇重创，城市间优质零售物业表现差异较大，部分城市零售物业空置风险大幅上升，租金回调持续承压，而杭州、南京等长三角城市零售物业空置率始终保持在较低水平，对抗宏观风险的能力较强。预计 2021 年，随着全球疫情得到进一步控制，我国线下体验式消费将逐步复苏，实体零售行业发展活力将随之改善，零售物业租金及空置率逐步恢复至疫情前水平。长三角地区经受疫情考验，零售物业表现亮眼，预计未来仍将维持强劲的发展活力。近年来我国重点城市优质写字楼空置率呈上升趋势，二线城市空置率整体高于一线城市。预计 2021 年，我国宏观经济的恢复仍面临诸多挑战，写字楼去化尚需时间，短期内写字楼空置风险依然较高，部分城市写字楼空置风险值得警惕。受线上消费增长影响，2020 年多数一线城市仓储物流地产保持增势，后疫情时代，居民消费习惯加速变革，持续攀升的线上消费需求将同步利好仓储物

流行业，预计一线城市仓储物流地产将迎快速发展。

在日趋常态化的监管环境下，不动产 ABS 融资优势突显，预计未来房企发行不动产 ABS 仍热情不减

受 2020 年疫情爆发，房企现金流持续紧张，融资需求旺盛及金融环境相对宽松等因素影响，2020 年我国房企发行不动产 ABS 产品融资的热情持续高涨。2020 年三季度以来，针对房企的监管政策再度收紧，部分房企面临降杠杆、优化债务期限结构的压力，而不动产 ABS 具备融资规模大、融资期限长等特点，可为发行人优化债务结构，未来不动产 ABS 仍将是备受房企青睐的融资途径之一，预计 2021 年不动产 ABS 发行规模将突破 2000 亿元。

不动产 ABS 底层物业分布仍以主流一二线城市为主，同时多物业组合作为底层资产的产品数量仍将保持增长

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，预计 2021 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 项目数量将保持增加。

基础设施公募 REITs 试点正式启动，基础设施类不动产 ABS 发展可期

2020 年以来，商业不动产 ABS 底层物业中零售物业、写字楼、物流仓储、长租公寓等较为平均，业态类型分布趋于稳定。2020 年 4 月 30 日，证监会和国家发改委联合发布《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》，基础设施领域的公募 REITs 试点工作正式启动。发展基础设施 REITs 能够有效盘活存量资产，启动新一轮基建投资，同时拓宽社会资本投资渠道，提升直接融资比重，增强资本市场服务实体经济质效，对应对疫情冲击下的短期经济下滑、激活长期市场活力及丰富多层次资本市场都具有重大意义。公募 REITs 基础资产准入条件较为严格，现阶段符合要求的产权清晰、现金流能力强的基础资产仍较为有限，项目实际落地尚需时间，但长远来看，较为严格的基础资产准入条件有利于保障产品的安全。总体而言，基础设施公募 REITs 虽然在税收、资产期限及资产价值衡量等方面面临一定挑战，但随着试点工作的不断开展，配套的法律及税收细则的逐步完善，长期内基础设施类不动产 ABS 发展可期。