



存续期跟踪评级要点之 CMBS 项目

联合资信 结构融资三部 | 牛楠 | 陈开帆 | 李敦远 | 韩子腾



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



引言

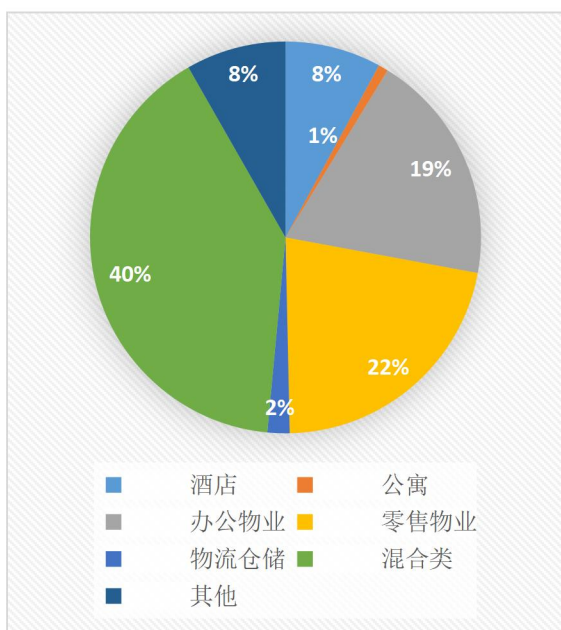
近年来，我国资产证券化产品发展迅猛，发行规模持续保持增长态势。根据 CNABS 数据显示，截至 2022 年 6 月 30 日，信贷资产证券化累计发行 1233 单，累计发行规模为 55391.14 亿元，其中存续产品 580 单，存续产品规模为 15748.74 亿元；企业资产证券化累计发行 6239 单，累计发行规模为 72564.07 亿元，其中存续产品 2458 单，存续产品规模为 23478.85 亿元。伴随着资产证券化业务的发展，**证券存续期间的风险事件也陆续出现，风险点主要体现在交易安排、底层资产、增信主体和相关参与方履职风险等方面。**本系列专题将按照资产证券化产品类型划分，从评级的角度提示资产证券化产品存续期间的重点关注因素，以及需注意的一些重大风险表现或问题。本期存续期跟踪评级要点主要关注 CMBS 项目。

目录

一、近年 CMBS 产品发行情况	3
二、跟踪评级重点关注内容	3
(一) 现金流归集划转及证券兑付情况.....	2
(二) 触发事件.....	2
(三) 物业资产存续期运营情况.....	3
(四) 增信主体及其他参与方分析.....	4
三、跟踪评级中发现的问题及分析	5
(一) 现金流归集不符合要求.....	5
(二) 未按约定办理抵质押.....	6
(三) 利率超发、设立日早于假设日期.....	6
(四) 增信主体级别下调.....	6
四、总结与展望	7
参考文献	7

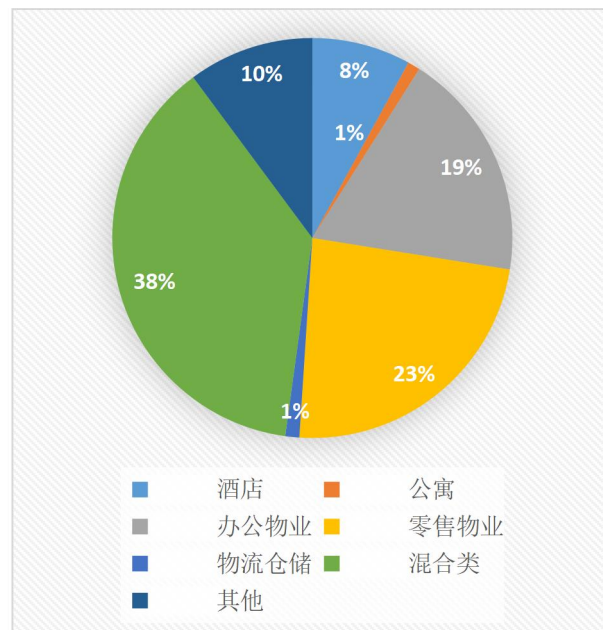
一、近年 CMBS 产品发行情况

从 CMBS 发行情况来看，截至 2022 年 6 月底，CMBS 项目累计发行 255 单，累计发行金额为 5375.15 亿元。自 2016 年 CMBS 项目发行以来，发行单数及金额保持增长态势，2016—2021 年的年复合增长率分别为 96.03% 和 68.96%。CMBS 产品底层资产类型主要可分为酒店、公寓、办公物业、零售物业、物流仓储、混合类和其他这七大类型。截至 2022 年 6 月底，混合类 CMBS 项目发行单数与金额占比最高，占比分别为 31.37% 和 40.24%。具体发行金额以及分类情况如下图所示。存量方面，截至 2022 年 6 月底，CMBS 项目存续产品共计 221 单，存续产品规模共计 4328.94 亿元。类型方面仍以混合类为主，存续单数与金额占比分别为 29.86% 和 37.68%。具体存续金额情况如下图所示。



资料来源：CNABS，联合资信整理

图 1 截至 2022 年 6 月底各类型 CMBS 发行金额占比情况



资料来源：CNABS，联合资信整理

图 2 截至 2022 年 6 月底各类型 CMBS 存续金额占比情况

二、跟踪评级重点关注内容

跟踪评级时，需重点关注专项计划现金流归集转付及兑付情况、是否发生相关触发事件、物业资产存续期运营情况、增信主体及其他参与方尽职能力情况，以此来分析 CMBS 在存续期的真实表现，以及判断未来专项计划的信用风险。

（一）现金流归集划转及证券兑付情况

CMBS 项目通常设置有运营收入收款账户、监管账户、信托财产账户、专项计划账户等银行账户以用于现金流的归集。一般的归集路径为：①资产服务机构将物业资产的运营收入自收款账户划转至监管账户；②如采取双 SPV 模式，将约定的金额自监管账户划转至信托财产账户，再按约定转入专项计划账户；如为单 SPV 模式，则直接由监管账户划转至专项计划账户；③通过专项计划账户划转至登记托管机构指定账户，再划付至资产支持证券持有人的资金账户。交易文件会对上述归集和兑付各个环节所涉及的时间、金额等情况进行明确约定。

CMBS 项目底层物业资产种类及数量的情况较为多样，且现金流归集的主体也各有区别。因此为了防止基础资产现金流回收出现困难，亦或现金流与各参与主体的其他资产发生混同等问题，进而导致兑付风险，存续期间需跟进现金流的真实划转及兑付情况。

（二）触发事件

信用触发机制属于 CMBS 项目内部增信的方式之一，指的是在出现了特定的不利于资产支持证券偿付事件时，通过改变现金流归集和支付的相关安排，以保障资产支持证券本息兑付的机制。信用触发机制有多种触发情况：①根据物业资产运营情况；②根据抵押物估值变动情况；③根据资产服务机构、原始权益人、增信主体等参与方资信水平及履职情况；④根据优先级资产支持证券本息是否偿付等情况。

常见的触发机制有差额支付启动事件¹、权利完善事件²、加速归集事件³、加速清偿事件⁴和提前终止事件⁵等。

存续期内，需对是否出现满足相关触发条件的情况、触发机制是否按约定执行保持关注。例如，需要关注专项计划成立后物业资产进行抵质押办理情况，若未及时办理，或将触发提前终止事件。若物业资产经营状况不及预期导致质押财产未达到信托约定的必备金额，可能会触发差额支付、保证担保等机制，评级机构需要核对相对的款项是否按时足额划付至指定账户，关注相关义务人的履约能力及意愿。同时，当实现的质押财产现金流少于预测值，且偏差达特定百分比以上时（例如 30%），可能触

¹ 差额支付启动事件及担保启动事件是指在约定时间，相关账户资金金额未达到约定金额，事件发生后启动相应的差额支付或担保程序。

² 权利完善事件，指基础资产或资产服务机构、原始权益人等主体出现了需要被替换或进行相关完善的事件，如资产服务机构解任、评级下降、丧失清偿能力等，通过权利完善通知方式降低风险。

³ 加速归集事件的发生情况与加速清偿事件相似，事件发生后加速账户内资金转付的频率。

⁴ 加速清偿事件是指在基础资产实现的现金流较目标值/预测值下降超过一定比例或增信主体、资产服务机构等主体履约能力下滑等事件发生时，改变现金流清偿顺序和提高兑付频率，其主要对资产支持证券兑付端有效。

⁵ 提前终止事件是指出现对资产支持证券重大不利情况，提前进入分配，专项计划直接进入分配期。

发加速归集或专项计划提前到期，评级机构应关注专项计划是否按交易文件约定执行，结合资产恶化的具体成因判断相关的履职情况及其对证券兑付安全性的影响。

此外，有些事件可能间接导致触发事件的发生，如 CMBS 的产品期限通常设置年限较长，投资者资金往往短于专项计划存续期限，因此部分项目会设置有利率调整、投资者回售及相关义务人赎回机制。若在开放期内利率调高，可能导致未来兑付资金存在缺口，从而提高兑付风险；回售和赎回会导致资金集中流出，此时也需要关注回购义务人资金压力情况。

（三）物业资产存续期运营情况

CMBS 产品实际还款来源为底层物业资产的运营收入，包括租金、物业费（如有）、停车费（如有）、多经收入（如有）等。物业的运营收入对 CMBS 的本息偿付有着直接影响，运营收入又受外部环境及内部运营的影响。

外部环境方面，主要通过对宏观经济以及物业资产所在地的一些外生控制变量来分析。宏观经济衡量指标通常较为宽泛，通常是对经济基本面的发展趋势进行分析，包括人口增长率、人均 GDP 及就业率等。目前，CMBS 产品底层物业资产的业态主要集中在办公物业、零售物业和酒店等，不同的地理位置面临的信用风险差异很大。因此对外部环境的分析主要集中在物业资产所在地的本地特征，主要为物业资产所处的城市区域经济情况、房地产行业、旅游业发展等情况。例如，以国外经验来看，物业资产当地住宅房地产的升值与 CMBS 违约率呈负相关(An et al., 2013)。当区域经济下行，或行业发展下行时，将导致区域市场租金、酒店平均单价下降，导致物业出租率、酒店入住率下降，进而运营收入下降。就目前中国大陆宏观环境而言，新冠肺炎疫情导致物业暂停运营对物业的运营直接影响较大；同时疫情也通过影响宏观经济对物业运营产生间接影响。若疫情反复，则需保持关注 CMBS 的抗压情况。

内部运营方面，运营方的持续运营能力对物业资产的运营收入产生重要影响，进而影响优先级资产支持证券本息的兑付。而出租率（酒店入住率）、收缴率、平均租金单价（酒店平均房价）、租赁期限、租户集中度（包括关联方集中度）、转租率等是直接体现运营方持续运营能力的指标。例如，从出租率来看，因疫情反复等问题，可能存在退租率较高且转租率较低，导致出租率下滑的情况；从收缴率来看，收缴率的高低反映了物业承租方履约能力的好坏，承租方履约能力越高，越能保证物业在未来获得稳定的租金收入；从租金价格来看，物业运营方为招租，可能会采取减租等优惠政策，基础资产的未来现金流可能受到一定影响。跟踪评级时，评级机构重点关注存续期间相关运营指标的情况，将指标与首评及上一年跟踪时的数据进行比较，判断其变化情况及原因，并分析运营变化带来的影响是长期还是短期性的。例如，当物业资

产运营出现困难，应及时向资产服务机构询问原因及该原因对运营的影响是暂时性或是永久性的，并以此判断其对证券本息偿付的影响。

外部环境及内部运营的好坏影响现金流的实现，跟踪评级时重点关注物业现金流实现情况，将物业现金流实现情况与预测值进行比较，分析现金流偏离预测值的原因，判断对未来现金流预期的影响。存续期内真实的经营指标情况及现金流实现情况将影响到跟踪评级时压力测试的压力因子数值，越差的经营表现将导致越严苛的压力因子，最终表现为预测年度可分配净现金流对证券本息支出的比值，即偿债覆盖倍数（DSCR, Debt-Service Coverage Ratio）更低。DSCR 与违约概率有着显著的负相关性 (Singh, 2019)，实践中 DSCR 一般在 1.00~2.00 之间，一般净现金流至少要为证券本息偿付金额的 1.10~1.20 倍。如果 DSCR 小于 1.00，则运营能力较差，发生违约的可能性较高。自 2020 年爆发新冠疫情以来，多数 CMBS 产品底层物业资产运营受到影响，对于办公物业和零售物业，出现减免租金、提前退租、停止续租、出租率和收缴率下降的情况；对于酒店物业，受疫情影响，商务出行及游客出游困难，酒店平均房价和入住率出现下降，以上情况均最终导致物业资产运营现金流大幅下降且偏离首评预测值。目前随着国内防疫工作的有效进行，疫情已进入常态化阶段，但仍存在局部地区疫情反复的情况。跟踪期内，评级机构需要根据疫情对物业运营的影响情况，适当调整现金流及压力区间。

此外，现金流的实现情况也会影响物业的估值。收益法是物业资产估值的一种常见方法，收益法通过预计估价对象的未来收益，利用报酬率或资本化率、收益乘数将未来收益折现到估价时点后累加得到估价对象价值或价格。而当存续期内物业运营情况较差导致未来预测的现金流入预期降低，则会导致物业资产的估值下降。因证券未偿本金与抵押物价值比率（LTV, Loan-to-Value Ratio）与违约可能性之间存在显著正相关性 (Singh, 2019)，重估后的 LTV 升高，违约风险也随之提高。

（四）增信主体及其他参与方分析

CMBS 外部增信措施中，担保、差额补足和流动性支持等方式提供的增信作用主要取决于相应的增信主体的资信水平。在基础资产运营的收入不足以覆盖专项计划当期税费及应付的证券本息时，增信主体对差额部分承担担保、差额补足或流动性支持等义务。而此类外部增信措施在部分 CMBS 中起着重要的信用支撑作用，因此在存续期需对增信主体的财务情况和经营情况保持关注，尤其关注其偿债能力、盈利能力等对增信效果起主要作用的指标。若其履约能力下降，则会导致违约风险的提高。特别的，由原始权益人担任增信主体时，若物业资产对增信主体应收贡献占比较大，则增信主体资信水平与物业资产的运营情况关系密切，若物业资产运营不及预期，该情

形下增信效果欠佳。

存续期内，评级机构同样需要关注第三方服务机构的履职能力情况。专项计划聘请的第三方服务机构一般为经验丰富、专业性较强的机构，包括券商、银行、信托、资产服务机构等。这些第三方服务机构提供资产管理、资金受托和监管、信托管理、资产运营等服务。其中，资产服务机构负责对基础资产及其现金流管理，较多为原始权益人担任，但同时也有独立的第三方机构担任的案例。独立的第三方资产服务机构能够提供更好的服务，降低信息不对称，增加破产隔离效果。通过认购次级证券，降低委托代理问题，提升资产质量。此外，还需关注第三方服务机构的重大变更事项，包括公司股权结构、经营范围、高管的变化等。例如，受托人独立的监督角色非常重要，当主服务机构与具有受托人职能的企业具有从属关系时，可能会导致更大的损失(D'Lima and Lopez, 2021)。因此需对存续期内参与方的合并等股权变动情况加以关注，当导致了意想不到的从属关系时，需保持关注该事件对参与方履职能力及对 CMBS 产品造成的影响。

三、跟踪评级中发现的问题及分析

（一）现金流归集不符合要求

跟踪期间，评级机构需要获取监管账户、托管账户、专项计划账户等银行流水进行核对，一是重点关注每个现金流归集期间，监管账户是否按约定按时足额归集物业资产经营收入；二是关注现金流的来源。

一方面，若质押财产未按照约定金额归集或者未按照规定频率归集，评级机构应联系管理人和资产服务机构了解原因并披露，同时提醒资产服务机构按计划进行归集，后续需要加强和管理人及资产服务机构的沟通，关注整改情况，如后续仍未按计划归集，评级机构需及时评估相关情况对该证券的影响。这种情形一般出现在现金流归集频率和兑付频率不一致的项目中，例如，交易文件约定现金流按季度归集，但专项计划是按半年/年兑付，为了减少资金沉淀成本，借款人/资产服务机构可能在期间季度归集的现金流远少于预测现金流，或者将监管账户作为收款账户频繁进行日常资金的划进划出，在现金流归集日监管账户没有资金存留，而在兑付日前一次性划入大额资金用于当期兑付。

另一方面，可能出现归集的现金流并非来自物业资产运营产生的现金流，例如由关联方或增信方划入情形。由于资产证券化产品以物业的运营现金流作为质押财产，信用评级的定量分析以物业资产未来运营产生的收入作为测算依据，因此评级机构需要核查归集资金的来源，根据物业资产实际的运营情况判断跟踪时的压力区间。如评

级机构对归集现金流的真实性和来源产生质疑，需及时与管理人和资产服务机构进行核实并披露。

（二）未按约定办理抵质押

根据 CMBS 项目的《质押合同》和《抵押合同》，出质人/抵押人需要在约定的期限内办理完毕抵质押登记手续，评级机构需要在跟踪评级时获取《中国人民银行征信中心动产担保登记证明》和《不动产登记证明》，核查物业资产是否按约定办理完成抵质押登记及登记期限是否能够覆盖证券的存续期间。若未按照约定办理完成抵质押手续，需向管理人和出质人/抵押人询问其原因，若因为管理人疏忽等原因忘记办理应敦促其立即办理相关手续；若因为出质人/抵押人不愿办理或抵质押财产存在其他权力负担等原因导致无法办理，根据交易文件的约定，可能触发标的债权提前到期事件、财产信托提前到期事件，继而专项计划提前终止。

（三）利率超发、设立日早于假设日期

偿债覆盖倍数（DSCR）是量化评估质押财产对优先级资产支持证券的保障程度的重要指标，该指标受优先级资产支持证券发行利率和计息期间的影 响。CMBS 在首次评级测试中会假设专项计划成立日，自专项计划成立日至第一个回收款归集日（不含）为第一个回收款归集期间，第一个回款归集日（含）至第二个回款归集日（不含）为第二个回收款归集期间，以此类推，回收款归集期间产生的回收款属于专项计划，用于偿付对应期间的优先级资产支持证券本息，评级机构会根据询价结果确定的预期收益率加压后测算偿债覆盖倍数。对于不同级别的产品，评级机构对于产品的 DSCR 的要求不同。若实际设立日早于预期设立日，或实际发行利率超过加压后的预期收益率，回收款归集期间的物业资产可分配净现金流可能无法覆盖当期优先级资产支持证券本息支出，从而触发差额补足、保证担保等机制。评级机构应及时跟进相关情况并评估其对优先级资产支持证券的影响。此外，评级机构还应核实发行时的还本计划和首次评级报告中披露的还本计划是否一致，如发行时进行了调整，跟踪评级时也应相应调整定量分析。

（四）核心增信主体级别下调

CMBS 项目的信用级别与核心增信主体的履约能力密不可分，并取决于核心增信主体在整个交易结构中所承担的职责。

当核心增信主体同时出任资产服务机构、原始权益人的职责时，如核心增信主体的信用状况恶化，可能会出现挪用收款账户归集的现金流以缓解自身资金压力的情

况，从而增加资金混同风险；当核心增信方仅作为差额支付承诺人或担保方，核心增信主体一般会对回售或赎回及优先级资产支持证券本息兑付的差额部分承担流动性支持义务/差额补足义务或对借款人的本息偿付义务提供保证担保，当核心增信主体的信用状况恶化，无法及时支付差额的款项，同时底层资产的运营不及预期，将最终导致无法兑付当期优先级资产支持证券本息，对证券的信用级别造成影响。

对于依靠主体增信、与增信主体信用级别保持一致的优先级资产支持证券，需要重新判断优先级资产支持证券的信用级别。

CMBS 通常在首评交易文件中会约定增信主体评级下调时的触发事件，例如当增信主体级别下调至某信用级别（含）以下时，会触发加速归集事件，持有人会议表决可能会要求借款人提前偿还全部信托贷款剩余本息且资金信托和财产信托进入加速清偿程序，评级机构需对后续事项保持关注。

四、总结与展望

近年来，CMBS 项目作为资产证券化重要的一类产品发展迅速，其未来现金流的实现情况与底层物业资产运营密切相关，存续期应关注物业资产外部环境和内部运营指标从而判断对未来现金流可能产生的影响，进而在现金流跟踪测算时能够适当的调整定量分析参数和压力因子；同时根据交易结构设计，还需关注质押财产现金流归集划转情况、触发事件的约定、原始权益人的经营状况以及增信主体的实际支撑作用。此外，本文总结了 CMBS 项目在跟踪期内发现的常见问题，为日后的存续期项目跟踪评级提供经验。

参考文献

- [1]AN, X., DENG, Y., NICHOLS, J. B. & SANDERS, A. B. 2013. Local traits and securitized commercial mortgage default. *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, 47, 787-813.
- [2]D'LIMA, W. & LOPEZ, L. A. 2021. Trustee affiliation and servicer oversight: Evidence from CMBS markets. *Real Estate Economics*, 49, 699-732.
- [3]SINGH, A. 2019. Predicting the Likelihood of Lodging CMBS Loan Default. *Cornell Hospitality Quarterly*, 60, 52-68.

联系人

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

相关研究

[【专题研究系列】存续期跟踪评级要点之收费收益权资产证券化项目](#)

[【专题研究系列】存续期跟踪评级要点之购房尾款 ABS](#)

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评级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。使用者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本研究报告所载内容和信息并自行承担风险，联合评级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。