

中美 CMBS/CMBN 发行利差分析

结构评级四部 石雪琳 肖月

引言

在地产政策调控、城投企业融资受限的情况下，以 CMBS/CMBN 为代表的商业地产证券化已成为商业地产持有企业融资的重要方式。笔者观察到中美 CMBS/CMBN 产品发行利率普遍高于同期限国债到期收益率。国债即无风险债券，资产支持证券（票据）与国债的利差代表了这只资产支持证券（票据）相对于无风险债券所需要附加的风险报酬，反应了交易双方的融资成本和投资收益。本文构建了中美市场中 CMBS/CMBN 信用等级为 AAA_{sf} 的资产支持证券（票据）与同期限国债的利差指标，对比探讨了中美 CMBS/CMBN 产品不同的交易设置对于利差的影响，进而分析中国 CMBS/CMBN 利差水平的重要影响因素。

CMBS/CMBN 发行情况与利差模型构建

商业地产抵押贷款支持证券是指以单个或多个包括写字楼、酒店、会议中心、商业服务经营场所等商业物业的抵押贷款组合包装而构成的基础资产，通过结构化设计以相关地产未来收入（如租金、物业费、商业管理费等）为主要偿债本息来源的资产支持证券产品。根据 CN-ABS 数据显示，截至查询日期 2024 年 8 月 21 日，国内已成功发行 CMBS/CMBN 产品共计 386 单，累计发行规模为 7221.11 亿元，发行单数及规模自 2016 年全国首单落地以来至 2020 年保持增长的趋势；受不可控因素的影响，发行单数及规模自 2021 年之后均逐年下降。在已发行的 CMBS/CMBN 产品中，标的物业的类型逐步多元化，主要包括办公物业、零售物业、酒店、公寓、物流仓储等。美国自 1987 年推出第一支 CMBS 产品，截至查询日期 2024 年 8 月 21 日，美国已成功发行 CMBS 产品共计 62177 单，累计发行规模为 75853.51 亿美元，发行单数及规模于 2007 年之前整体呈增长趋势，受次贷危机影响于 2008 年大幅下降，之后波动幅度相对平缓。

本文所选取的样本来自于中美市场 2021—2023 年及 2024 年上半年发行的 CMBS/CMBN（中国样本还包括商业地产类 REITs 产品，下同）中信用等级为 AAA_{sf} 的资产支持证券（票据），并剔除未获得必要数据的资产支持证券（票据）后作为本次利差分析的样本。本文 CMBS/CMBN 发行利差为样本中资产支持证券（票据）发行利率与发行日国债到期收益率之差。针对中国市场，由于 CMBS/CMBN 及商业地产类 REITs 产品期限结构多设置为 3*N，一般在 3 年末的开放期通过优先收购权、赎回以及回购/回售权等交易设置结束专项计划，因此选取三年期的国债到期收益率进行计算；针对美国市场，由于美国 CMBS 的期限多为 10 年左右，故进一步筛选存续期为 9—11 年区间的美国 CMBS 债券；并选取十年期的美国国债到期收益率进行计算。综上，共获取 277 只中国 CMBS 债券样本、222 只美国 CMBS 债券样本。

中美 CMBS/CMBN 与国债利差水平对比分析

整体来看，美国样本的利差区间宽度更窄。从数据来看，样本中资产支持证券（票据）发行利率普遍不低于三年期国债到期收益率。利差存在主要系样本证券与国债存在信用质量差以及 ABS/ABN 产品投资者通常采取持有至到期的投资策略，ABS/ABN 产品在存续期信息披露有限等原因造成其二级市场交易少，对于二级市场流动性弱的产品，投资者要求更高的利率补偿所致。另一方面，ABS/ABN 产品涉及底层资产种类繁多、来源复杂，投资人对底层资产，如商业不动产、基础设施经营收益权等资产质量的认知也会在该类产品的利率上

有所体现。

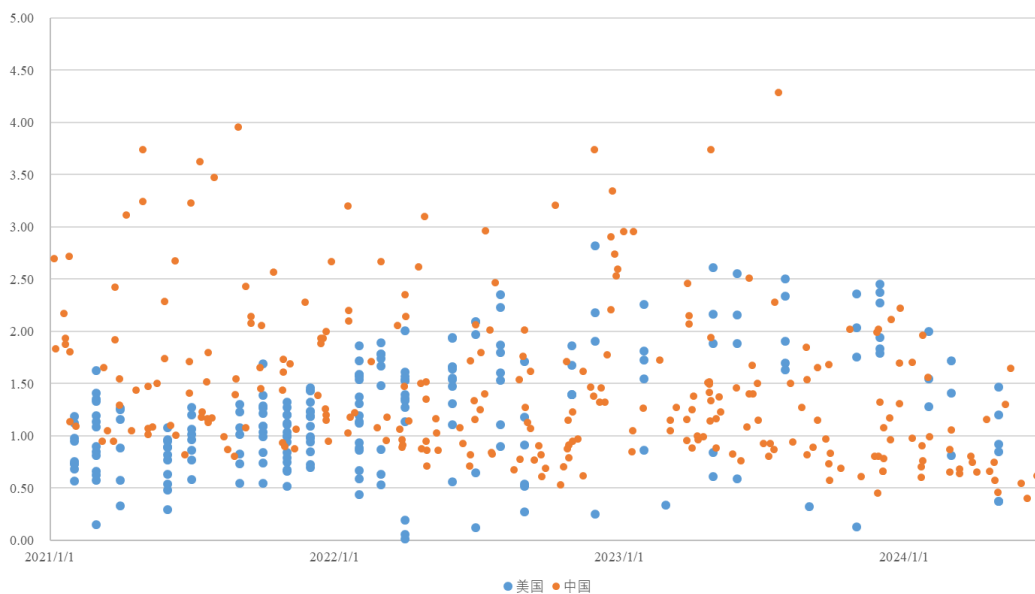
从发行时间来看，美国样本中 2021—2023 年发行的资产支持证券（票据）的利差均值逐年上升；中国样本中 2021—2023 年发行的资产支持证券（票据）的利差均值逐年下降，2023 年中国样本利差均值低于美国样本利差均值，造成上述现象的原因可能主要在于中美货币及利率环境的差异。此外中国样本利差下滑的原因还包括 2021 年以来央国企的发债主体占比增加，民企发债受限。

图表 1 中美发行利差情况（单位：BP）

发行年份	中国样本		美国样本	
	区间	均值	区间	均值
2021	80.38~395.68	171.72	14.70~168.70	96.93
2022	53.37~374.08	149.02	1.00~281.80	134.49
2023	45.35~428.79	138.19	0.00~260.90	166.11
2024 年上半年	39.85~196.50	86.46	37.00~199.70	116.11
合计	39.85~428.79	145.47	0.00~281.80	121.48

注：中国样本包含 CMBS、CMBN 及类 REITs
数据来源：联合资信根据 Bloomberg、CN-ABS、Wind 公开信息整理

图表 2 中美发行利差情况（单位：%）



数据来源：联合资信根据 Bloomberg、CN-ABS、Wind 公开信息整理

整体来看，美国样本的利差水平低于国内、利差区间宽度更窄，可能系破产隔离效果差异所致，美国样本利率更多受资产影响，中国样本受主体和资产的双重影响。中美样本利差的差异主要与破产隔离、外部增信以及资产池的分散度等因素相关，下文对此展开具体分析。

破产隔离

美国 CMBS 建立了有效的破产隔离机制。

中国 CMBS/CMBN 交易设置中，借款人/项目公司通常持有并运营底层物业资产，若借款人信用状况恶化，丧失清偿能力甚至破产，可能会给基础资产造成损失。此外，除入池资产之外，借款人通常持有并运营其他物业资产，存在资金混同与挪用风险。

美国 CMBS 为实现有效的资产证券化破产隔离，通常设置一个特殊目的实体（SPV）作为借款人/项目公司，原始权益人/发起人将入池物业资产真实出售予 SPV 公司，该 SPV 公

司仅持有并运营入池物业资产，且通过协议与章程严格限制 SPV 公司再投融资及资产处置等其他可能产生债务的活动，并且受托人（代表专项计划）派遣独董对破产申请、重整和解等事项具有否决权，有效防范了原始权益人/发起人与底层物业资产的合并破产风险以及 SPV 公司的破产风险。

外部增信

由于内部信用支持相对较弱，国内 CMBS/CMBN 更多的依赖于外部信用支持，故利差水平主要受增信方的性质及信用水平的影响；美国 CMBS 市场中，机构担保证券的利差水平更低。

(1) 中国市场

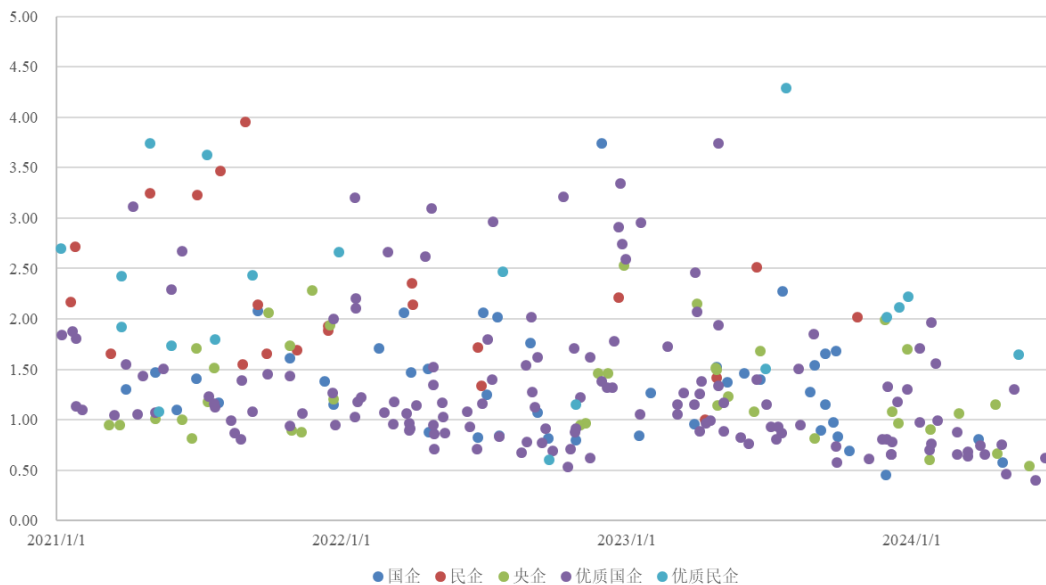
增信方的性质对资产支持证券（票据）的流动性和利差分布产生影响。中国样本中资产支持证券（票据）所涉及的增信方包括央企、优质国企¹、国企²、优质民企³和民企⁴。其中，央企、优质国企、国企作为增信方的资产支持证券（票据）的利差相对较低，主要系此类主体提供增信的资产支持证券（票据）更易取得投资人青睐所致；优质民企、民企作为增信方的资产支持证券（票据）的利差相对高，主要系优质民企、民企规模大小不一，投资者较为看中增信方自身偿还债务的能力与意愿所致。

图表 3 不同增信方性质所涉发行利率及利差情况（单位：个）

增信方性质	样本量	发行利率		发行利差	
		区间	均值	区间	均值
央企	39	2.45%~5.00%	3.73%	0.54%~2.53%	1.28%
优质国企	149	2.25%~6.20%	3.73%	0.40%~3.74%	1.32%
国企	45	2.30%~6.20%	3.73%	0.45%~3.74%	1.32%
优质民企	19	2.85%~6.50%	4.72%	0.61%~4.29%	2.22%
民企	22	3.50%~6.50%	4.75%	1.00%~3.96%	2.18%

数据来源：联合资信根据 CN-ABS、Wind 公开信息整理

图表 4 不同增信方性质所涉利差分布情况（单位：%）



数据来源：联合资信根据 CN-ABS、Wind 公开信息整理

¹ 优质国企为信用评级 AAA 的国企
² 国企为信用评级为 AAA（不含）以下的国企
³ 优质民企为信用评级为 AAA 的民企
⁴ 民企为信用评级为 AAA（不含）以下的民企

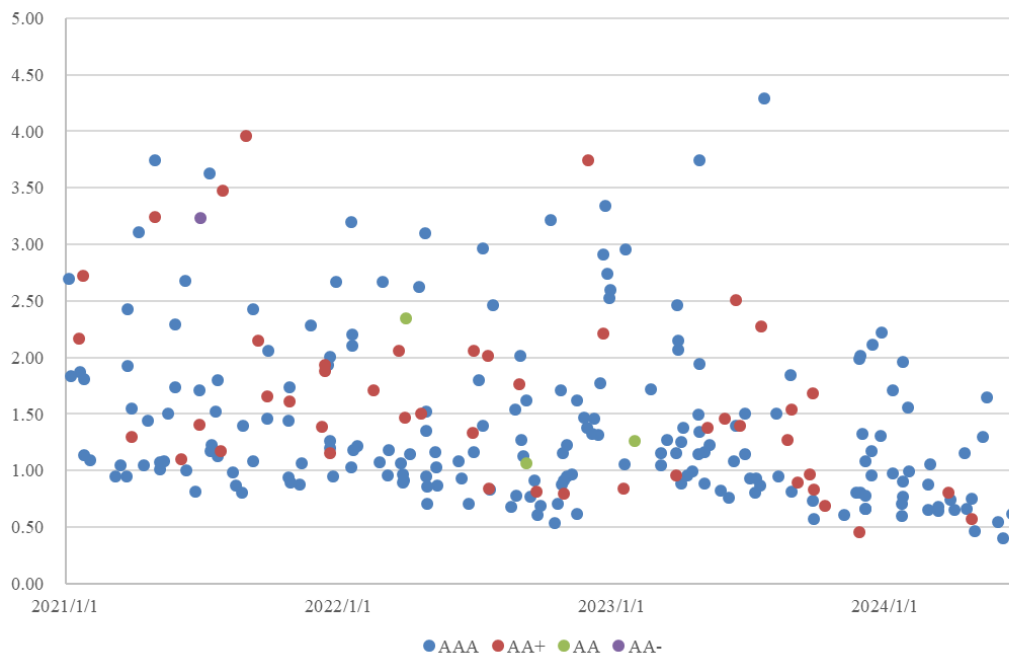
增信方主体信用等级越高，发行利率和利差均值越低。从数据来看，中国样本中资产支持证券（票据）所涉及的增信方主体信用等级包括 AAA、AA⁺、AA 和 AA⁻，其中增信方主体信用等级为 AAA 的资产支持证券（票据）占比最大，为 80.00%；其发行利率和利差的均值分别为 3.82%和 1.39%，低于增信方主体信用等级为 AA⁺、AA 和 AA⁻的资产支持证券（票据）发行利率和利差的均值。由此看出，增信方主体信用等级对利差具有负影响，即增信方偿还债务的能力越弱，违约风险越高，投资人将希望获取更多的溢价回报。

图表 5 不同增信方主体信用等级下发行利率及利差情况（单位：个）

增信方主体信用等级	样本量	发行利率		发行利差	
		区间	均值	区间	均值
AAA	204	2.25%~6.50%	3.82%	0.40%~4.29%	1.39%
AA ⁺	47	2.30%~6.50%	4.05%	0.45%~3.96%	1.61%
AA	3	3.25%~4.75%	3.93%	1.07%~2.35%	1.56%
AA ⁻	1	6.00%	6.00%	3.23%	3.23%

数据来源：联合资信根据 CN-ABS、Wind 公开信息整理

图表 6 不同增信方主体信用等级下利差分布（单位：%）

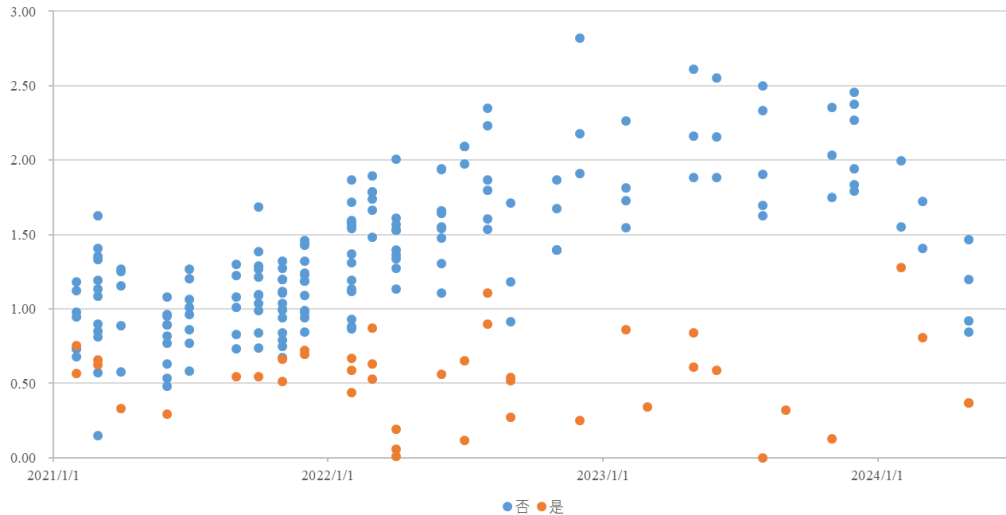


数据来源：联合资信根据 CN-ABS、Wind 公开信息整理

（2）美国市场

机构担保证券的利差水平更低。美国样本中，机构担保证券（Agency CMBS，本文中主要指 Fannie Mae、Freddie Mac 发行或担保的 CMBS）的利差均值为 53.20BP，利差水平最低，主要系 Fannie Mae、Freddie Mac 作为政府支持企业，投资者普遍认为其担保或发行的证券存在隐性的政府信用担保；非机构担保证券（Non-agency CMBS）的利差均值为 137.41BP，利差水平较机构担保证券显著提升，但因美国该类产品在破产隔离及资产池分散度等方面的设置有利于降低投资人风险，因此美国非机构担保证券利差均值基本与国内优质增信方担保证券利差均值持平。

图表 7 美国样本中是否为机构担保证券所涉利差分布情况（单位：%）



数据来源：联合资信根据 Bloomberg 公开信息整理

资产池的分散度

由于资产池集中，国内 CMBS/CMBN 利差水平受底层资产区域位置影响较大；美国 CMBS 资产池分散度相对更高。

(1) 中国市场

国内 CMBS/CMBN 借款人及贷款数量多为 3 个以内，且多借款人的，各借款人通常为关联方，资产池集中，面临借款人的信用风险、现金流的流动性风险更高，投资者要求更高的利率补偿。经分析，国内 CMBS/CMBN 利差水平受底层资产类型影响程度较小，主要系其更多的依赖于外部信用支持所致；另一方面，由于资产池集中、底层资产数量单一，加之区域不动产交易活跃度差异较大，国内 CMBS/CMBN 利差水平受其底层资产的区域位置影响较大，优越的地理位置有助于提高标的物业质量以缩小利差。国内 CMBS/CMBN 产品中标的物业所处地理位置多为一二线城市。为了消除增信方主体信用水平的影响，选取样本中增信方为优质国企的资产支持证券（票据）进行利差统计分析。从数据来看，样本中资产支持证券（票据）所涉及的标的物业主要位于一线及新一线城市⁵，数量占比达 84.29%。结果显示，标的物业位于一线城市、新一线城市和二线城市的资产支持证券（票据）利差均值递增，分别为 1.16%、1.18%和 1.94%，一线城市和新一线城市的利差较为相近。

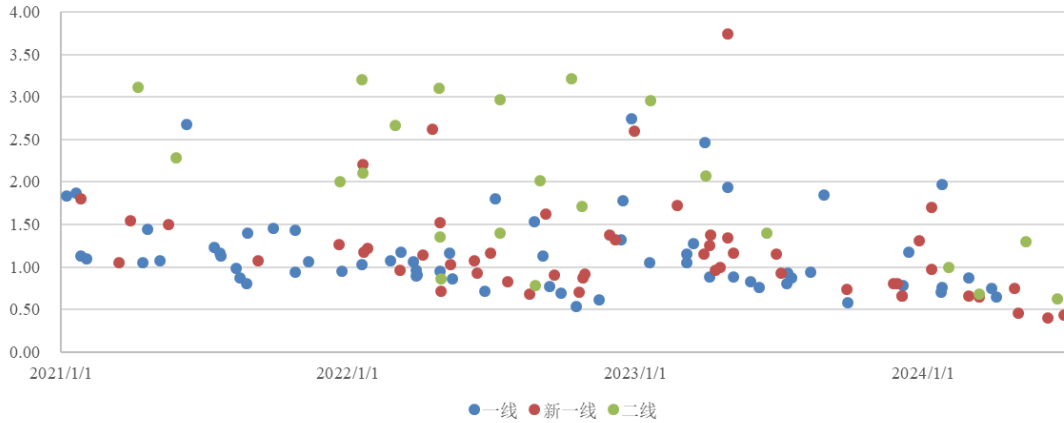
图表 8 不同地理位置下发行利率及利差情况（单位：个）

区域	样本量	发行利率		发行利差	
		区间	均值	区间	均值
一线城市	65	2.69%~5.50%	3.62%	0.53%~2.74%	1.16%
新一线城市	53	2.25%~6.20%	3.56%	0.40%~3.74%	1.18%
二线城市	22	2.50%~6.00%	4.31%	0.62%~3.21%	1.94%

注：选取样本中增信方为优质国企的资产支持证券（票据）进行利差统计分析
数据来源：联合资信根据 CN-ABS、Wind 公开信息整理

⁵ 根据第一财经发布的《2024 城市商业魅力排行榜》：一线城市（北京、上海、广州、深圳）、新一线城市（成都、杭州、重庆、苏州、武汉、西安、南京、长沙、天津、郑州、东莞、无锡、宁波、青岛和合肥）、二线城市（佛山、沈阳、昆明、济南、厦门、福州、温州、常州、石家庄、南宁、哈尔滨、金华、南昌、长春、南通、泉州、贵阳、嘉兴、太原、惠州、徐州、绍兴、中山、台州、烟台、珠海、保定、潍坊、兰州）。

图表 9 不同地理位置下利差分布（单位：%）



注：1.选取样本中增信方为优质国企的资产支持证券（票据）进行利差统计分析；2. 仅对样本区域为一线及新一线、二线进行统计展示
 数据来源：联合资信根据 CN-ABS、Wind 公开信息整理

（2）美国市场

美国 CMBS 资产池分散程度更高。美国 CMBS 资产模式包括 Single Borrower Transactions（以下简称为“SASB”）、Large Loan Transactions、Multi-Borrower Fusion Transactions，随着借款人及贷款数量的增多，资产池的分散度越高，理论上证券的违约风险降低。美国 CMBS 大多为多资产模式，样本中 SASB 的发行数量较少，仅存在 12 只证券，集中分布于 2021—2022 年间。根据美国样本中底层资产最大贷款占比统计显示，除 SASB 证券最大贷款占比为 100%以外，其余最大贷款占比分布于[4.59%,13.56%]区间，多集中于 6%~11%之间，相较于国内，美国 CMBS 资产池分散程度更高。

总结

综上，整体来看，美国样本的利差水平低于国内、利差区间宽度更窄，主要系破产隔离及资产池的分散度等因素的影响。具体而言，国内 CMBS/CMBN 产品由于内部信用支持相对较弱、底层资产池较为集中，其发行利差受增信方主体的性质以及信用水平、资产质量（标的物业地理位置）等因素的变化而变化；美国 CMBS 产品建立了有效的破产隔离机制，且资产池分散度相对更高，因此美国非机构担保证券利差均值基本与国内优质增信方担保证券利差水平持平，此外机构担保证券利差亦明显低于非机构担保证券利差水平。