

CMBS

国际经验和中国实践

周以升 张志军 万华伟◎主编



CMBS

推动商业物业资产管理和经济转型升级的重要金融工具

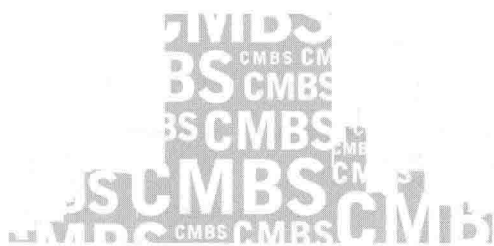
高 坚 蔡建春 徐幼于 作序

任志强 秦 虹 顾云昌 孙 嘉 陈 雷 联袂推荐

CMBS

国际经验和中国实践

周以升 张志军 万华伟◎主编



图书在版编目 (CIP) 数据

CMBS : 国际经验和中国实践 / 周以升, 张志军, 万
华伟主编. -- 北京: 中信出版社, 2017.9
ISBN 978-7-5086-7936-5

I. ① C… II. ①周… ②张… ③万… III. ①房地产--
贷款管理-研究-美国②房地产-贷款管理-研究-中
国 IV. ① F837.124 ② F832.45

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 188576 号

CMBS : 国际经验和中国实践

主 编: 周以升 张志军 万华伟

出版发行: 中信出版集团股份有限公司

(北京市朝阳区惠新东街甲 4 号富盛大厦 2 座 邮编 100029)

承 印 者: 三河市西华印务有限公司

开 本: 787mm×1092mm 1/16

印 张: 29.25

字 数: 350 千字

版 次: 2017 年 9 月第 1 版

印 次: 2017 年 9 月第 1 次印刷

广告经营许可证: 京朝工商广字第 8087 号

书 号: ISBN 978-7-5086-7936-5

定 价: 99.00 元

版权所有·侵权必究

如有印刷、装订问题, 本公司负责调换。

服务热线: 400-600-8099

投稿邮箱: author@citicpub.com

CMBS：国际经验和中国实践

主 编	周以升	张志军	万华伟	
参与作者	艾仁智	许余洁	曹 枏	邓博文
	高鑫磊	石志平	毛跃晖	李慧忠
	刘 蔚	贺锐骁	宁春玲	徐承志
	杨广水	朴文一	许 苇	

序言一

20 世纪 70 年代，资产证券化起源于美国，后作为一项重要的金融创新风靡全球。近几年，在国务院以及监管部门不断出台文件和政策的推动下，我国资产证券化市场发展也迈上了快车道。2016 年我国资产支持证券发行规模约 9 000 亿元，存量规模接近 12 000 亿元，存量规模已经是亚洲第一。国家支持、鼓励和发展资产证券化，是因为它能盘活存量资产、提高资金配置效率、服务实体经济，并且对我国经济结构调整和国际化发展能够发挥特殊作用。

本书的主要内容是 CMBS（商业物业抵押支持证券）。CMBS 是商业物业的一种证券化融资工具，主要以商业物业产生的租金等运营收入和不动产价值为基础，向投资者发行资产支持证券进行融资，并配有物业抵押、租金质押等风控措施以保障资产支持证券的

本息兑付。所谓商业物业，是指作为商业用途运营的地产，以区别于个人占有用途的地产。同时，商业物业是用于投资而非消费的地产业态，其核心特点是可以产生持续收入和现金流。大家都知道，本书中关注的商业物业行业，面临着迫切的转型需求与政策方向问题，而资产证券化可以重塑物业管理的商业模式。在我看来，合理利用资产证券化将开发商和资产持有人的资产重新周转起来，才可能突破商业物业自身资产负债表的限制。商业物业资产证券化具体有两种可行模式：其一是 CMBS，这是债权证券化的一个重要方向；其二是权益型证券化，包括 REITs（房地产投资信托基金）等。资产证券化可以帮助盘活存量，形成资本循环，从而真正让资产周转起来。根据中国资产证券化分析网数据显示，自 2014 年 4 月境内首单私募 REIT 产品“中信启航专项资产管理计划”发行以来，截至 2017 年 4 月 20 日，已有 27 单 CMBS 及私募 REITs 产品在证券交易所及机构间报价系统上市，累计发行规模 761.98 亿元。其中：CMBS 产品 5 单，合计规模 222.62 亿元；私募 REITs 产品 22 单，合计规模 539.36 亿元。2016 年以来，房地产市场火爆，多地纷纷出台房地产调控新规，监管层全面收紧房企融资渠道，传统的银行贷款、债券和影子银行模式，由于房企负债率攀升、销售周转趋缓、高杠杆等因素，对应的金融风险非常大，未来难以为继，资金压力逼迫房企进行多元化融资，商业物业项目证券化渐热。个人认为，包括 CMBS 在内的资产证券化具体而言有如下几点重要意义：

首先，资产证券化对供给侧改革和“去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板”五大任务有较明显的金融支持作用。供给侧改革是未来一段时期改革的重点，通过资产证券化，可以推动信贷资源和金融服务向符合经济结构转型方向的行业和企业倾斜，可以促进我国经济发展方式转变和结构调整，从而提高供给体系的质量和效率，增强经济持续增长的动力。“去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板”是我国经济社会发展的五大任务。通过资产证券化，可以有效帮助企业盘活存量资产，提升资产和资源配置效率，从而为淘汰低端产能、增加高端供给提供资金支持，实现制造业转型升级。从国际经验来看，

美国进行资产证券化，通过各种方式流转资产，重新定价，去杠杆的速度较快。

其次，CMBS 等债权型固定收益金融产品是股权型 REITs 市场的重要基础，两者未来的发展可能会相得益彰。我国境内对 REITs 的探讨历时已久，无论是政策制定者，还是地产、金融相关从业者，都看到了 REITs 对于境内金融市场、房地产市场的深远意义，但一直以来我国境内 REITs 面临很多发展障碍，除了税收和法律方面的掣肘外，其实 REITs 也没有构建相应的市场基础，难以有效估值和定价，而作为固定收益类产品的 CMBS，有望突破这一困境。一方面，美国市场经验表明，CMBS 是 REITs 重要的融资工具，即 REITs 将自己持有的房地产抵押贷款发行 CMBS 产品或者直接投资市场上已发行的 CMBS 产品。2009 年 11 月 16 日，美国著名的 REITs DDR 就发行了面额 4 亿美元的 CMBS 产品，这是金融危机后美国发行的第一单 CMBS 产品。另一方面，目前我国境内商业物业租金净收益率和负债成本出现明显倒挂，除非加杠杆，否则难以继续维持，这使得行业金融环境和定价体系无法建立，权益型投资人无法进入。我国境内的商业物业收益率一直低于杠杆成本率，权益型投资人必须额外补足才能一直持有物业，因此大大阻碍了权益型资本的形成。以一线城市为例，商业物业的实际收益率为 4% 左右，而杠杆率为 50% 左右的银行等传统融资渠道的成本率往往超过 5%，这还有进一步上升的可能。如果发展 CMBS，将会推动境内商业物业融资成本的下降，从而化解 REITs 的估值压力。同时，REITs 能够发行或者投资 CMBS 产品，因此可以提升 CMBS 市场的流动性，进一步降低 CMBS 的融资利率，这样两者能够互相促进。

最后，资产支持证券实现了境外发行的突破，未来市场面向境外投资者开放，境内 CMBS 产品将迎来非常好的国际发展机遇，同时能促进人民币的国际化。2016 年年末，中国银行在境外发行了首批以境内地方政府债为主要基础资产的资产支持证券，实现了多项市场创新，它是我国首单境内资产境外发行的资产证券化产品、首单

以中国地方政府债为基础资产发行的证券化产品，成功开拓了境外投资机构进入我国境内银行间债券市场的新通道，为进一步吸引境外资金投资境内银行间市场债券做出了有益尝试。境外投资者持有大量人民币资产证券化产品，既有助于巩固人民币作为国际储备货币的基础，也有助于人民币的国际化。同时，若将境内的基础资产和离岸人民币进行对接，也能引导离岸人民币“回流”，打通人民币双向流动渠道，真正推进人民币的国际化进程。对于商业物业而言，境内资产相关主体及资产的经营管理模式、交易文件和评级方法，与国际差距不是很大，很多外资机构在中国境内也有自己的物业，国际投资者对这类中国资产有基本的了解，这样就有利于 CMBS 市场的发展和国际投资人的引入。所以，以 CMBS 产品来推动跨境金融市场的发展，可能是一种较好的选择，未来还能为跨境人民币资产证券化业务的发展与风险监管提供经验借鉴。

当然，跨境资产证券化业务试点，还需要解决资金汇兑及向境外汇划、产品登记托管、会计和税收、监管协调等问题。

因此，我很高兴看到本书的面世。本书深入剖析了美国 CMBS 市场的发行承销标准、信息披露标准、法律体系、投资交易、资产服务机构、评级方法等，并对我国 CMBS 市场的标准体系建设提出了多项建议。特别难得的是，本书作者基于自身丰富的理论和实践经验，为了获得一线的数据和信息，还实地调研了美国主要的 CMBS 参与机构，包括投行、投资人、行业协会和监管层等，并与国内外专家进行了多轮研讨，获得了宝贵的第一手材料。我相信，对于中国 CMBS 及整个资产证券化市场未来朝正确的方向创新与发展，本书将会大有裨益。

高 坚

2017 年 4 月（北京）

序言二

近年来，中国经济发展进入提质增效转型的新常态，深化供给侧结构性改革、优化资源配置、化解产能过剩和推进经济转型升级是当前经济工作的重要任务。为顺应国家经济发展需求，在金融领域需要继续深化改革，增强服务实体经济的能力。为实体经济发展创造良好的金融环境，疏通资金进入实体经济渠道，促进资源优化配置到实体经济最需要的领域是当前金融工作的重中之重，资产证券化是实现这一目标的重要工具与手段之一。

得益于其独特的功能和价值，资产证券化越来越受到各方重视。2013 年以来，党中央、国务院相关政策文件中多次明确提出要发展资产证券化，并且在 2017 年政府工作报告中首次明确提出了“促进企业盘活存量资产，推进资产证券化”。当前，理论界普遍

认为，我国非金融企业杠杆率偏高，这与储蓄率高、以信贷为主的融资结构有关。而资产支持证券作为一项资本市场的直接融资工具，其健康发展将有助于盘活企业存量资产、降低企业杠杆率和提升融资效率。通过 2005 年以来的发行试点，尤其是近年来的市场发展和监管实践，各市场主体乃至政府部门越来越认识到，资产证券化有助于推动金融脱虚向实、盘活企业存量资产、将资金精准投向重点行业和深入推进“三去一降一补”，可在服务实体经济和供给侧结构性改革中发挥重要作用。

供给侧结构性改革的核心和关键是“改革”，金融在服务供给侧改革的同时，金融行业自身同样需要进行供给侧改革，要做权力的减法，对金融体系中限制资源优化配置的环节进行厘清与调整，充分发挥市场机制的作用，矫正配置扭曲，扩大有效供给，提高供给结构对需求变化的适应性和灵活性，而资产证券化就是这一“金融行业供给侧改革”的重要抓手之一。2014 年年底，证监会落实“放管服”要求，取消资产证券化业务行政审批，实行发行备案制和基础资产负面清单管理，交易所企业资产证券化市场实现了初步发展，创新不断涌现，交易结构趋于稳健，参与机构逐步成熟，投资者认可度不断提升，同时市场各方、学界、各级政府对企业资产证券化的关注度也大幅提升，相关讨论日趋热烈。

“放”要全面彻底，“管”要及时有效。交易所企业资产证券化最大的优势与特点是标准化、透明化和规范化，证监会也以此为基本工作要求与底线，与此同时，加强规则体系建设、强化市场监管、夯实法律基础。资产证券化业务取消行政许可，改为发行备案制和基础资产负面清单管理后，证监会持续强化了对证券公司等中介机构的业务监管，控制业务质量，提升业务标准，通过现场检查与日常监管，促进机构强化内控、完善合规管理，以及及时发现风险点，做到及早应对、及早处置。2015 年以来，证监会牵头制定、颁布了一系列规范资产证券化的业务规则，引导业务发展方向，强化信息披露和投资者保护。同时，证监会按照大类基础

资产类型，逐一厘清其特点与风险，分类制定挂牌标准与信息披露要求，拟适时对市场公布，以不断健全监管规则体系，推动业务持续健康发展。

金融活，经济活；金融稳，经济稳。在推动资产证券化市场发展的同时，必须充分认识到维护金融市场健康发展和稳定的重要性，以及金融在经济发展和社会生活中的重要地位和作用，切实把维护金融安全作为工作中的一件大事，扎扎实实将资产证券化的相关工作做好。同时，发展金融业既需要学习借鉴国外有益经验，也需要立足国情，从我国实际出发，准确把握我国金融发展的特点和规律，不能照抄照搬，要充分研究国外次贷危机引发金融危机的经验教训。

2016年，我国共发行资产证券化产品超过9 000亿元。截至2017年5月底，与商业物业相关的资产证券化产品存量约800亿元。其中，标准化的CMBS作为成熟市场非常重要的资产证券化品种，2016年8月在上海证券交易所首先落地，开启了境内商业物业直接融资的新纪元。以美国为例，其CMBS存量超过6 000亿美元，占商业物业融资市场规模的15%以上。从国际来看，CMBS与REITs作为商业物业证券化的主要工具，合力推动了商业物业行业的存量盘活。因此，市场对中国CMBS和REITs的发展充满期待。

常有些人将商业物业与住宅地产混为一谈。然而，商业物业与住宅地产是不同的产业类型，具有完全不同的商业逻辑和商业模式。就其性质而言，商业物业是承接消费、服务、旅游等实业的载体，高度依赖于经营和匠人精神，是典型的实业。就其定价而言，商业物业是大宗交易市场，历来是机构占主导，定价相对理性，定价逻辑是以租金预期为基础的风险与收益的平衡，并体现在资本化率这个核心指标上，所以具有很强的金融属性。一直以来，由于缺乏与资本市场的有效对接，商业物业严重缺乏流动性，通过资产证券化的创新则能实现存量的有效盘活。鉴于上述商业

物业不同于住宅地产的特点，如何将两者的发展进行区别对待，值得业界和学界深入讨论和思考。中国境内实体经济高杠杆的一个重要原因是权益型资本的形成迟缓。传统观点认为，权益型资本的形成主要受制于经济增速放缓、投资信心不足和股市成熟度不高等因素。而实际上，我们不能忽视另一个重要原因，即债务资本市场的落后和债务融资效率的低下。以 CMBS 为代表的债项直接融资工具可以根据资产的质量和风险有效地进行市场化定价，其发展将优化商业物业的融资成本，并很有可能提高股本收益率，从而吸引权益型投资人的进入，促进权益型资本的形成。

在商业物业领域形成良性金融生态，将吸引大量有运营能力的人才和团队进入商业物业运营领域，从而依靠市场自身的活力而非一味加杠杆来实现商业物业去库存。良性金融生态也将会形成以 CMBS 和 REITs 为代表的理性投资市场，分流投资者的资本，抑制杠杆水平，如此在商业物业领域可以构造一个理性、低杠杆、内生型、依赖匠人精神和主动管理能力的良性商业循环。地产业从以住宅开发为主导到以商业物业经营为主导的切换正是中国经济转型的一面镜子，在这个领域的实践探索也许可以成为中国经济结构转型的试验场。

他山之石，可以攻玉。本书充分借鉴国际经验和教训，特别是对美国金融危机中商业物业资产证券化的风险成因进行了分析：除不动产市场自身的动荡之外，中介机构的道德风险、监管层的放任自流等也是危机产生的核心原因。因此，在中国推进资产证券化的持续健康发展，必须从产品的治理规则、中介机构的准入约束、第三方服务商的风险控制、信息披露、投资者教育和权益保护等方面着眼，充分发挥投资者驱动，揭示风险，形成客观的风险定价，确保市场在控制风险的前提下稳健有序地发展和演进，对我们未来的工作有很好的借鉴与警醒意义。

总之，本书以商业物业和 CMBS 为着眼点，深入分析了 CMBS

的国际经验，为其在中国境内的发展提供了借鉴和建议。我们期待更多类似的系统性研究和实践，相信只要监管层和市场参与者不忘初心，众志成城，中国的资产证券化一定能够乘风破浪，为中国经济结构转型升级提供助力！

是以为序。

蔡建春

2017年7月（北京）

序言三

逝者如斯夫，不舍昼夜。转眼间，教训惨痛的次债危机已过去十年。直到最近，伴随着美联储的加息，美国才逐步走入新的经济周期，完成次债危机后的一个历史大循环。

而在地球的另一端，中国经济也悄然抵达急待转型与调整的十字路口——住宅价格虚高，传统的经济增长模式遇到挑战，金融系统杠杆高企，加之国际政治经济环境的变动不居，中国金融和经济面临着前所未有的挑战。如何在控制金融风险的同时推动经济转型和持续增长，成为摆在中国政策制定者、金融从业者、企业界面前的重大课题。

从结构性动因看，如果说美国加息及美元走强与中国经济增速放缓和资产价格虚高是一大外部矛盾的话，住宅过度繁荣和商业物业的不景气则是中国经济重要的内部矛盾。因此，房地产无疑是中国经济转

型的重要一环。

正如本书作者所关注与探讨的那样，解决上述矛盾的路径之一在于有序推动商业物业资产证券化市场发展，通过激发实体和人才的活力，以细腻的金融创新破除刚性兑付，避免“一刀切”的风险失控，逐步完成结构调整。

本书作者尝试以 CMBS 这个金融产品为切入点，为中国商业物业存量盘活制定可行的模拟路线图：通过 CMBS 等债项融资工具，优化商业物业融资成本与效率，为公募 REITs 铺路，以期形成债权到股权的资本闭环；以这个闭环为载体，吸引人才和资本，盘活存量，形成经济自新的内生力量。我认为，这是一个相当具有可操作性的设想！

CMBS 这项金融创新对中国商业物业存量盘活意义重大，也有望塑造一个中国经济转型的微观样本。那么如何用好 CMBS 这个金融产品呢？他山之石，可以攻玉，正如本书所述，借鉴美国等成熟市场的经验和教训，将有助于建立 CMBS 在中国健康发展的信心。

(1) 以 CMBS 为代表的资产证券化产品并非洪水猛兽，反而有助于中国实体经济的发展。

美国次债危机的惨痛教训，在世界各大经济体，包括中国在内，一度引起了对资产证券化一边倒的质疑甚至排斥。但实际上，CMBS 等资产证券化产品只是一种创新的直接融资工具，它通过将资产与负债直接对应，控制杠杆水平，提高融资效率并降低成本，从而分散金融体系风险，支持实体经济的发展。

次债危机之后，美国的监管层和从业人员并没有放弃 CMBS，而是深刻反思教训，重塑承销标准，重构金融监管和风控边界，以发挥其应有的作用。目前 CMBS 依然是美国商业物业重要的融资工具，其发行额在 2016 年重新达到 1 250 亿美元以上，存量超过 6 000 亿美元，占全美商业物业融资规模的 15% 以上，并成为美国商业物业贷款的定价基准。

(2) 次贷危机的动因不是 CMBS 等金融工具的使用，而是实际

应用中的管制缺失和标准下滑。

在次贷危机前最疯狂的时期，CMBS 的抵押率畸高，甚至超过了 90%。美国 2007 ~ 2008 年发行的 CMBS 产品，次年的违约率超过 5%，累计违约率超过 24%。其直接的后果是 2009 年 CMBS 产品的新发行量从高峰时的超过 2 500 亿美元跌至 2009 年的不足 100 亿美元，AAA 级 CMBS 债券的信用利差一度超过 1 200 个基点。承销标准一再放松，令低等级贷款流入市场，层层结构化后，形成风险未被识别和未被合理定价的债券品种和金融衍生品。

这背后更深层的原因可追溯为道德风险导致的逆向选择在评估、评级和投行等中介机构中的蔓延泛滥。鉴于此，中国 CMBS 的应用与发展在顶层监管层面即应严控承销标准，自上而下引导评估标准、评级标准和承销标准的形成和健康演化，避免市场无序发展。此外，还要在流程中明确各中介的风控责任，既要着眼于投资人驱动，又要充分发挥资产服务商等机构的专业能力，形成良好的治理机制，以此来控制贷款标准，加强风险管理。

(3) 建立并充分发挥行业自律性协会的作用。

中国整个金融市场仍处于相对稚嫩的发展初期，参与各方基本都处于摸着石头过河，且学且走的阶段，却也往往有着自下而上的蓬勃创造力。因此，在监管得当的前提下，不妨通过建立行业自律性协会或者类似组织，鼓励及规范自下而上的创新，激发各方的积极性及整个市场的活力。本书中，笔者就美国行业协会 CREFC（商业物业金融委员会）在美国 CMBS 发展过程中，在最佳实践、信息披露、投资者教育和二级市场流动性等方面发挥的巨大推动作用有详尽阐述，可资借鉴。

相信在中国日益壮大，成为世界重要经济体的大背景下，中国资产证券化的未来势不可当，资产证券化也必将成为助力实体经济转型与发展的重要力量。本书基于对 CMBS 国际经验的借鉴，来促进中国市场的实践，充分发挥后发优势，为中国的金融创新提供了

一个好的思路。期待这样有价值的探讨蔚然成风，更期待中国的资产证券化博采众长，扎实落地！

徐幼于^① Eugene Xu

2017 年 5 月（纽约）

① 徐幼于，曾就读于复旦大学数学系，并在加州大学洛杉矶分校获得博士学位。徐博士在华尔街工作多年后，凭借其扎实的定量分析功底、广阔的宏观经济视野以及敏锐的投资直觉在 2005 年就预测出次贷危机即将爆发，系用定量模型预测出次债危机的第一人。同时，在其任职的德意志银行，徐博士与其同事研发出针对房地产市场的信用违约掉期（Credit Default Swap，简称 CDS）来做空次级贷款，为德意志银行在次贷危机中，冲销了大量亏损。他由此一举成名，被塑造成为电影《大空头》（*The Big Short*）中的华人天才。——编者注