



CMBS (N) 产品发展现状与存续期信用风险关注要点

结构融资部 曾凤智

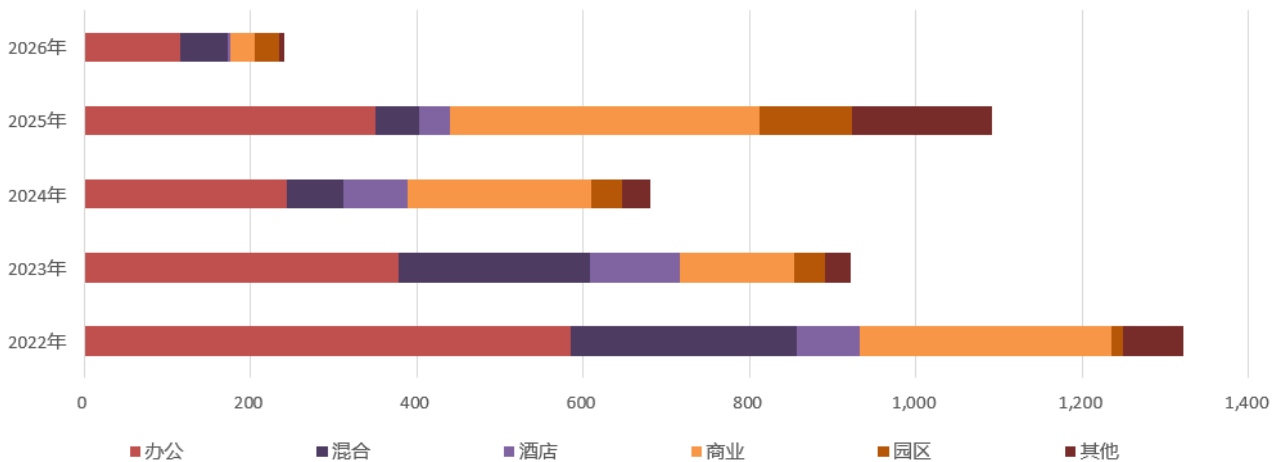
2026 年 5 月 21 日

摘要：2022 年以来，国内 CMBS (N) 市场发行规模累计超四万亿元，地方国有企业为发行主力。底层资产中，办公及商业类占比较高，园区类发行占比上升，酒店类有所下降。从城市能级看，底层资产向低能级城市下沉，三线及以下城市物业发行规模明显增加，需关注其持续运营情况及价值下跌风险。同时，采用第三方担保增信的产品数量在 2025 年明显增多。伴随市场规模快速扩张，信用风险逐步显现，存续期管理中的三大关键问题日益突出：重大事项信息披露滞后、物业运营收入不及预期、增信主体自身陷入经营或财务困境，上述问题对投资者权益产生不同程度的影响，亟需加强风险识别与管控，完善存续期管理和到期处置机制。

产品发展现状

2022 年以来，国内 CMBS (N) 市场稳健发展。据不完全统计，截至 2026 年 4 月 30 日，交易所市场和银行间市场共发行 CMBS (N) 产品 325 单，发行规模合计 4,255.80 亿元。从资产类型上看，底层资产涵盖办公、商业、酒店、园区等多种业态，其中办公及商业类资产占比较高，园区类资产发行规模呈上升趋势，而酒店类产品发行规模自 2023 年以来呈下降趋势。

图 1 2022 年以来 CMBS(N) 产品发行情况 (单位: 亿元)

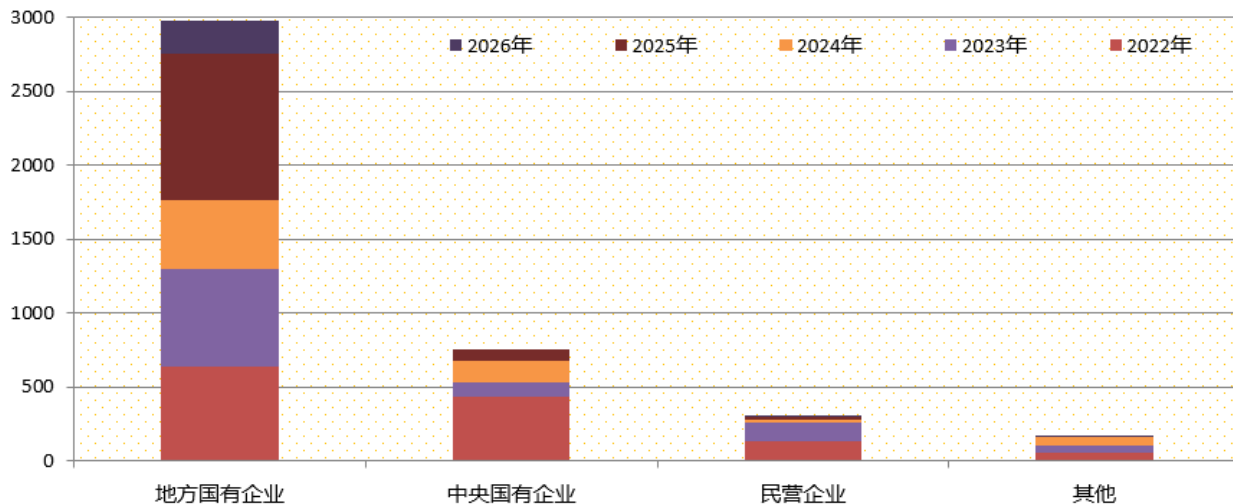


数据来源: WIND, 大公国际整理

从原始权益人性质上看，地方国有企业为发行主力，得益于存量资产盘活政策支持及自身持有的优质商业物业资源，其 CMBS (N) 产品发行规模逐年增长，在当年同类产品发行规模中的占比亦逐年上升。2022 年发行 CMBS (N) 产品的中央国有企业主要集中于房地产行业，受行业下行周期及融资监管收紧影响，2023 年以来其发行规模呈波动下降趋势。民营企业的原始权益人同样主要集中于房地产行业，受行业信用风险暴露、投资者避险情绪上升及融资渠道收窄等

因素影响，2024 年以来其发行规模同比大幅下降。其他性质的原始权益人主要包括混合所有制企业和外资企业，此类企业发行的 CMBS (N) 产品规模在市场中的占比较小。

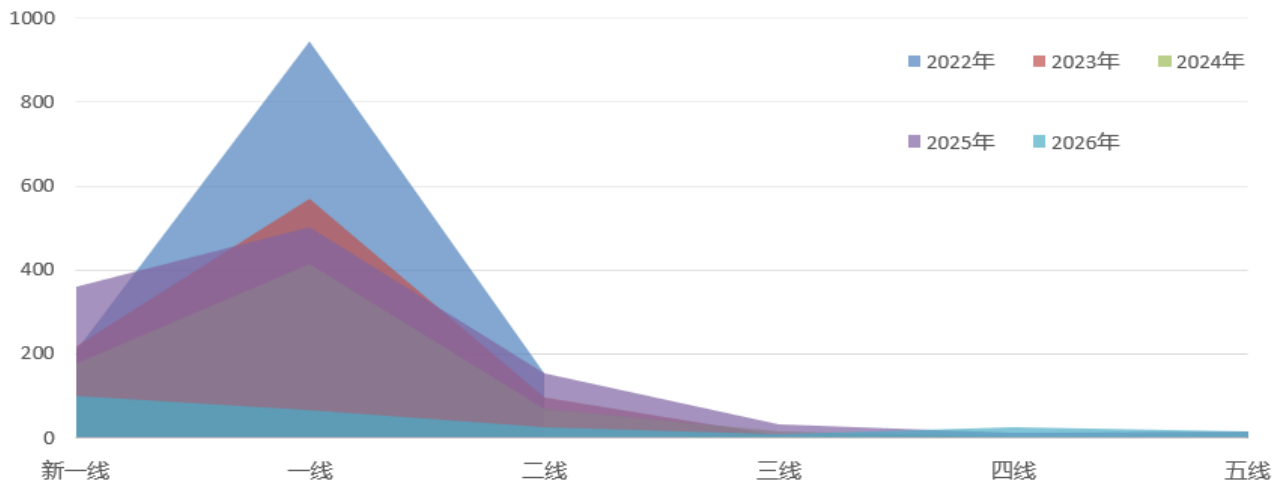
图 2 原始权益人性别情况 (单位: 亿元)



数据来源: WIND, 大公国际整理

从底层资产所在城市能级¹看,近年来,位于一线城市的标的物占比有所下降,底层资产逐步向低能级城市下沉。2024 年以来,标的物位于三线及以下城市的 CMBS (N) 产品发行规模明显上升,需关注标的物持续运营能力及物业估值下跌风险。

图 3 标的物城市能级情况 (单位: 亿元)



数据来源: WIND, 大公国际整理

从增信方式来看,部分发行主体自身资质较弱,或者其母公司、关联企业增信无法满足相关政策要求,这些主体选择引入第三方担保机构进行增信,增信方式主要包括保证担保、差额补足、流动性支持等。2025 年,采用第三方专业担保机构增信的 CMBS (N) 产品数量同比明显增长。

¹ 根据第一财经新一线城市研究所《2025 新一线城市魅力排行榜》分类整理。

存续期信用风险关注要点

市场规模快速扩张的同时，信用风险逐步显现。2022年以来，部分CMBS(N)产品出现物业运营收入未达预期、贷款到期无法正常偿付、抵押资产被司法查封等风险事件，引发市场高度关注。在此背景下，深入分析CMBS(N)产品的信用风险关注要点，对于识别和防范潜在信用风险、促进市场健康发展具有重要意义。基于此类产品存续期信用风险，本文总结了以下关注要点：

1、重大事项信息披露不及时

CMBS(N)产品主要以私募形式发行，部分CMBS(N)产品存续期内重大事项信息披露存在明显滞后。“中信信托-南京世茂希尔顿酒店资产支持专项计划”暴露出存续期信息披露的严重缺陷²。2022年7月，该专项计划项下抵押资产因原始权益人其他债务纠纷被法院查封，原始权益人未按照规定向管理人及时报告相关资产被查封情况。管理人未及时履行抵押资产被查封的信息披露义务，也未及时采取必要的资产保全措施。上述信息不对称导致投资者无法及时了解基础资产的风险变化，使其丧失了采取应对措施的最佳时机。2023年，专项计划进入首个开放退出登记期，优先级证券持有人全部申请退出，份额合计为7,000,000份，金额合计为7亿元。但因酒店运营收入未达预期，项目公司未能于2023年4月10日（原定退出行权日）偿付退出款，仅支付到期利息，构成实质违约。

该事件表现出信息披露滞后导致资产被查封等风险长期隐蔽，投资者无法提前应对。最终挤兑式退出叠加现金流不足，演变为实质性违约，损害投资者知情权与偿付保障机制。

2、物业运营收入不及预期

CMBS(N)产品的还款来源高度依赖于标的物业的持续稳定运营。在存续期内，若标的物业出现主力租户退租、出租率持续下滑、租金欠缴率上升、运营成本超支等问题，可能导致净现金流低于预测值，进而影响证券本息的正常兑付。近年来，部分位于二三线城市的商业综合体及写字楼CMBS(N)产品，因区域新增供应过剩、同质化竞争加剧、行业景气度下行等原因，物业经营指标明显恶化，可能导致产品在存续期内现金流覆盖倍数低于阈值、触发加速清偿条款甚至差额支付启动事件等。

3、相关主体或关联方经营不善

CMBS(N)产品涉及主体较多，主体经营情况与产品存续期内的稳定运营密切相关。存续期内部分主体经营困难，涉诉或受到重大行政处罚，可能导致标的物业产生的现金流面临冻结、监管账户及专项计划账户面临查封等风险，对专项计划现金流归集构成不利影响。

部分CMBS(N)产品依赖母公司或关联公司提供信用支持，二者信用风险高度相关。当原始权益人经营不善陷入财务困境时，增信方亦自身难保，无法提供额外保障。例如，阳光城、北大科技园、红博会展购物中心等CMBS(N)产品，均出现外部增信无法补足现金流缺口的情况。

² 根据江苏证监局《江苏证监局关于对中信信托有限责任公司采取出具警示函措施的决定》整理。

实践中，部分产品在贷款到期后无法完成再融资或资产处置，导致证券展期或违约。造成到期处置困难的原因主要包括市场流动性收紧导致再融资渠道收窄、物业估值下调导致处置价格低于预期、交易结构中缺乏清晰的处置流程和时间安排等。

总结

综上所述，当前 CMBS (N) 市场在快速发展的同时，信用风险防控与存续期管理水平仍需随实践逐步提升。为防范潜在风险、促进市场健康发展，可考虑强化以下方面风险管控：

一是强化存续期信息披露管理。落实管理人与原始权益人的信息披露责任，明确重大事项的界定标准及披露时限，并确保重大事项及时披露与资产保全。

二是审慎评估底层资产的持续运营能力。在项目准入阶段，应充分考量区域供需及竞争环境，尤其是位于低能级城市的物业，需预测市场变化压力，避免因运营不及预期影响本息兑付。

三是加强对原始权益人及增信方信用状况的动态跟踪。避免过度依赖单一主体信用，优化增信结构设计，探索多元化、低关联性的外部增信安排，降低信用风险连锁传导的可能。

四是完善贷款到期处置预案。明确再融资或资产处置的时间安排与操作路径，降低到期兑付的不确定性，防范因市场流动性收紧或物业估值下调导致的处置困难。

只有系统性地解决存续期管理中的关键问题，CMBS (N) 产品才能真正发挥盘活存量资产、服务实体经济的作用，实现市场的长期稳健发展。

报告声明

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本报告版权仅为本公司所有，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、刊发，需注明出处为大公国际，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。