

# 疫情常态化下的商场运营情况分析及对商场类证券化项目的影响

结构融资三部 高北辰 结构融资四部 方竹沁

## 引言

2020年初新冠疫情爆发以来，外出消费行为的骤减对零售物业经营造成了巨大的冲击；得益于全国范围内对疫情的初步控制，伴随着经济逐步恢复，居民消费需求的释放，零售物业的经营环境有所好转。但是，由于疫情防控的常态化，商业物业经营环境仍然承压。本文将结合核心城市数据、联合资信实地走访以及过去一年宏观政策变化，对后疫情时期商业物业经营情况进行分析，并对2021年零售物业运营状况进行展望。

## 后疫情时期的零售物业经营现状

经过2020年新冠疫情初期的冲击之后，零售物业经营情况在社会消费需求的带领下呈恢复态势，但由于疫情防控的长期性和常态化，商业物业经营环境仍然承压，不同城市的商业物业恢复情况也不尽相同。

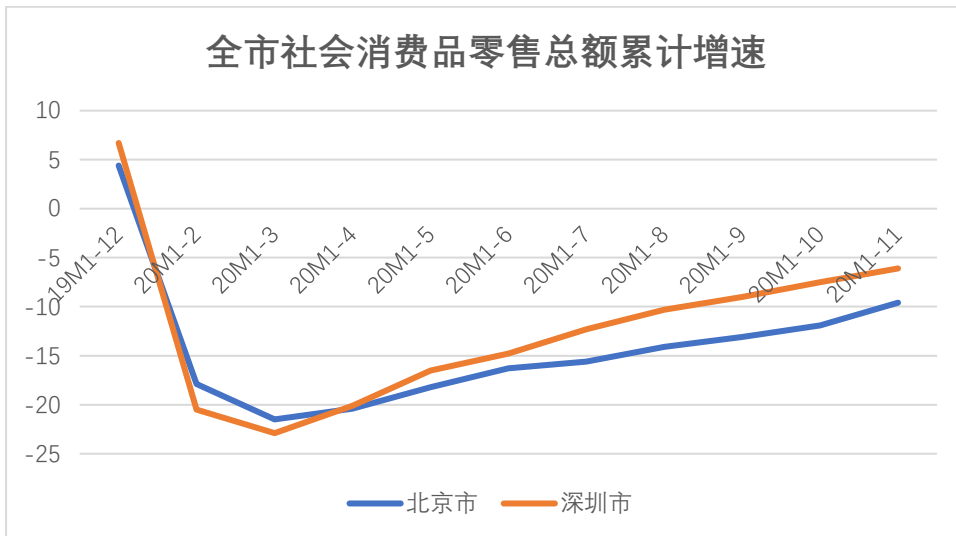
2020年初新冠疫情的爆发对社会经济产生了前所未有的冲击，疫情期间居民消费需求受到抑制，根据商务部数据，2020年1-4月社会消费品零售总额106758亿元，同比下降16.2%，随着消费需求的下滑，尤其是外出消费行为的骤减，零售物业作为社会消费服务的基本载体受到疫情明显冲击。为缓解疫情爆发初期对消费需求的影响，各大商场运营方以短期减租的措施来为租户们提供运营支持，使得短期内商业物业租金及相关收入大幅下降。在疫情得到初步控制之后，经济逐步恢复以及就业继续好转使得居民消费信心增加，居民消费需求得到释放。



根据国家统计局数据，2020年前三季度，社会消费品零售总额同比下降7.2%，降幅比上半年收窄4.2个百分点。其中，三季度社会消费品零售总额同比增长0.9%，季度增速年内首次转正，四季度在三季度的基础上，月度增速均保持正增长。

消费数据反弹直接影响了零售物业的经营环境。根据仲量联行统计数据，三季度大陆20个主要一二线城市优质零售物业市场平均空置率为9.7%，环比上升0.1个百分点，同比上升2.0个百分点，这表明尽管进入三季度之后零售物业市场迎来疫情后的首次集中供应，但平均空置率并未出现显著提升。租金方面，中国主要城市优质零售物业市场购物中心首层

租金仍持续下滑，但部分城市开始企稳，其中长三角地区整体表现更优，尤其核心商圈。但是相较 2003 年的“非典”后北京多家批发零售企业的销售额的快速恢复，**本次疫情造成的影响范围更广，特别是随着全球疫情的蔓延，疫情的防控呈现出长期化和常态化的特点，因此后疫情时期商业物业经营环境仍然承压。**



数据来源：北京市统计局、深圳市统计局

在疫情的大背景下，2020 年零售物业的经营受到区域和业态两个重要维度的影响，经营状况恢复情况分化明显。具体来看，尽管疫情的突发对全国范围内的零售物业均造成了重大冲击，但是物业所在区域对疫情的控制效果直接影响了零售物业经营的恢复水平。以同为一线城市的北京和深圳为例，根据统计局数据，受二次疫情影响较小的深圳市从第二季度起全市社会消费品零售总额累计增速恢复速度快于北京市。而销售需求的恢复直接影响城市零售商业的经营恢复速度。根据仲量联行统计，截至 2020 年 6 月底，北京市区市场空置水平升至 8.6%，郊区空置率增至 9.3%。第二季度市区市场整体净吸纳量录得负 14.5 万平方米，全市退租面积较新租面积超出 14.5 万平方米，为北京市场的历史最高水平，同期，根据戴德梁行数据，受新供应叠加疫情影响，2020 年上半年深圳优质购物中心整体空置率上升至 6.6%，商业市场整体需求疲弱。但是经过社会消费需求持续的恢复和居民消费的推动，2020 年末深圳市优质购物中心空置率仅为 2.8%，整体空置率恢复到较低水平并且低于其它三个一线城市。

联合资信在项目尽调中了解，由于租金减免支持和外卖服务的增长，同时考虑到餐饮业沉没成本较高，北京一些零售物业的餐饮业态并没有在疫情爆发初期大面积闭店，然而在北京二次疫情期间，餐饮业受疫情影响较为明显，考虑到餐饮业在零售物业中面积占比较大，加之餐饮商户退租后换租时间较长，部分项目出现了空置率的大幅上升，对零售物业造成的冲击较为明显。此外，由于疫情防控政策影响，儿童教育、影视娱乐等业态的闭店期限有所拉长，而根据和讯财经数据，截至 2020 年，儿童业态已占购物中心总体量的 20%，仅次于休闲娱乐和餐饮业态，相关政策对上述业态的限制也对零售物业的经营恢复造成了一定影响。总体看，**由于疫情防控的常态化和零星病例造成的疫情反复，在受到二次甚至多次疫情冲击的城市，零售物业受到冲击的影响更大。**

在疫情长期影响的大背景下，对原有业态的调升也决定了后疫情时期零售物业的经营质量。正如 2003 年后电子商务的爆发推动传统的零售模式转为线下的体验式服务消费，本

次疫情也推动了北京零售商业服务的转型升级。CBRE 世邦魏理仕发布的《2020 年第四季度及全年北京房地产市场回顾及展望》显示,2020 年北京市共录得 31 个国际品牌首店入驻。2020 年 9 月,北京市商务局印发《关于鼓励发展商业品牌首店的若干措施(2.0 版)》,同时,进入三季度之后随着室内娱乐场所及的各类培训品牌逐步实现全面复工,“北京首店”在第三季度迎来开店潮,首店中餐饮类占 32%,对于疫情期间退租的同业态原有品牌形成了一定补充,而且新品牌受益于三季度消费需求的反弹,往往有比较大的扩张需求。其中,较有代表性的咖啡连锁品牌 Tim Hortons 于 7 月正式进入北京市场,并计划年内将北京的门店数提升至 20 家。经过本次疫情影响之后,北京的优质零售物业通过不断平衡业态,提升原有业态来实现经营的调升。

### 后疫情时期的政策

经历了疫情爆发初期积极的逆周期政策调控后,常态化疫情防控时期的财政政策和货币政策逐步趋于稳健,长期来看,“双循环”经济格局将对后疫情时期零售物业的长期发展具有深远意义。

短期来看,伴随着疫情的爆发,2020 年的经济政策带有明显的逆周期属性。据中国人民银行 2021 年 1 月 12 日发布的《2020 年金融统计数据报告》显示,截至 2020 年末,广义货币供应量(M2)同比增长 10.1%,比上年末高 1.4 个百分点;人民币贷款累计新增 19.6 万亿元,比上年多增 2.8 万亿元;社会融资规模存量同比增长 13.3%,比上年末高 2.6 个百分点。从财政政策来看,2020 年的财政赤字率目标上调到了 3.6%,中央财政发行 1 万亿元特别国债,根据统计,2019 年大规模减税降费叠加 2020 年新推出的措施,全年将为企业新增减负超过 2.5 万亿元。

具体到全年各个时期来看,2020 年上半年政策调控力度明显加大,主要系疫情爆发初期,经济生活陷入短期停滞状态,一季度经济大幅收缩 6.8%,鉴于疫情对供给端和需求端同时造成的短期冲击,货币政策和财政政策两端逆周期调节力度均有所加强。货币政策方面,1—9 月份三次降准释放长期流动性 1.75 万亿元,开展中期借贷便利 MLF 操作,净投放中期流动性 4100 亿元,满足金融机构合理的中长期流动性需求。财政政策方面,2020 年前三季度,全国实现减税降费累计 2.09 万亿元。其中,新增减税降费 1.37 亿元,翘尾新增减税降费 7265 亿元,对纾解企业困难、稳定市场主体、支持复工复产和平稳经济运行发挥了重要作用。但随着疫情好转和经济复苏,下半年调控力度也在逐步回收,央行的政策利率和贷款市场报价利率 LPR 均保持稳定,债券市场发行利率有所回升。在 2020 年 11 月 6 日国务院政策例行吹风会上,央行副行长刘国强表示:“特殊时期的政策也不能长期化...退出是迟早的,也是必须的”。同日,人民银行发布的《中国金融稳定报告(2020)》提出“实现稳增长与防风险的长期均衡”,总体看,在经历了疫情初期的密集政策调控后,后疫情时期的政策导向开始趋于常态化,宽信用政策逐步退出,从另一个层面也是对未来的不确定性保留了更大的政策空间。

2020 年 5 月 14 日,中共中央政治局常委会会议首次提出“深化供给侧结构性改革,充分发挥我国超大规模市场优势和内需潜力,构建国内国际双循环相互促进的新发展格局”,双循环经济格局被认为是推动我国开放型经济向更高层次发展的重大战略部署。长期来看,强调以国内大循环为主体,发挥我国超大规模市场的潜力和优势的“双循环”格局将对我国未来一段时间内的经济增长模式产生重大影响。

### 疫情常态化下商场的发展与竞争优势

疫情常态化下，商场的发展将持续受其影响，现有租户结构、潜在客户储备、招商团队营销能力、线上购物功能开发、经营管理水平等因素均对商场竞争力有重要影响。

从疫情近期发展情况来看，全球疫情依然严峻；自入冬以来，国内多地疫情也呈反复态势。我们认为在疫情常态化下的商场发展和竞争优势可能出现以下情况：

1) 结合国内目前的疫情状况，与 2020 年年初疫情全国范围内大面积爆发时不同，未来全市/区所有商场关停的事件发生概率较小，但疫情突发的局部区域内商场仍可能面临短期关停的风险，短期内客流量也会出现明显下滑。此外，从上文数据来看，2020 年第三季度的零售物业市场空置率和租金水平仍未有显著提升，疫情常态化后，商场空置率较高、租金整体水平较低仍可能持续一段时间。在这种外部环境下，商场的现有租户结构、高质量租户数量、潜在客户储备量、招商团队营销能力等将是对商场经营现金流的稳定性起到重要作用。

2) 近年来，随着电商企业的快速发展，线下百货零售市场受到严重挤压，特别是疫情爆发初期，商场抗对外部突发风险能力明显较弱。但自疫情爆发后，不少购物中心和线下百货通过开发小程序商城、开启直播带货模式等多项措施，带动线上交易，加快回流现金。数据显示，2020 年 1—8 月，小程序商品交易 GMV (Gross Merchandise Volume, 总成交额) 同比增长 115%，品牌商家自营 GMV 同比增长 210%。其中，增长最快的行业是日化、奢侈品、购物中心和百货，日化行业的增长高达 1710%。疫情推动线上购物成交额大幅增长，线上线下相结合的销售模式将是未来大势所向。从长期来看，当消费者的购物行为习惯逐步转向线上之后，注重数字科技应用的经营者，在新的市场环境下，会拥有更强的竞争力，其发展空间和机遇也会相对更大。未来，商业物业资产线上购物功能普及程度、数字科技的应用或也将成为商场经营水平和竞争力的一个重要考量因素。

3) 商场乃人员密集且流动性较大的公共场所，本次疫情是对商场运营方管理策略和能力的严苛考验。疫情常态化的长期影响是商场卫生管理，商场的硬件和商户的软件在卫生安全方面的升级需求在所难免，相关的运营成本势必有所上升，没有实力的商户最终或面临淘汰。此外，当线上线下结合的购物方式逐渐成为主流后，相关的线上程序开发与维护、网络营销费用等也将大幅上升，如何拓展用户市场、优化购物体验、提高投入产出比也是商场经营的重要课题。

### 疫情常态化对存续期内商场类资产支持证券（票据）的影响

所处地区的疫情后续发展态势仍对物业资产的经营有直接影响。对于标的物业位于受疫情二次或多次冲击区域内的 CMBS/CMBN 项目来说，其短期内的兑付或主要依赖于增信机构。

得益于国家及各级政府相关部门对疫情的重视程度和高效有力的应对措施，国内的疫情控制基本较好。但在国内疫情依然严峻、病毒发生变异的客观环境下，局部区域受到二次甚至多次疫情冲击的可能性仍然存在，商场的经营也会直接受其影响。如北京赛特奥特莱斯导购员核酸筛查阳性后，该商场暂停营业 14 天；2021 年初石家庄地区集中突发多起疫情后，大多社区均采取封闭管理，限制人员随意进出……该类事件自入冬以来在国内多地发生，而相关的防疫措施均会对区域内的零售物业客流量、经营现金流产生直接负面影响。

从经验判断，商场类资产支持证券（票据）产品的标的物业净现金流对优先级证券（票据）预期支出的覆盖倍数多为 1.3 倍左右，多为季度兑付或半年兑付。当个别城市或局部地区疫情反复后，区域内商场的客流量以及营业销售额必会大幅下滑，所处现金流归集期间内

的归集现金也会随之较少，当期兑付资金或主要依赖于增信机构的支持。

后续因疫情导致的商场净现金流大幅下降情况将逐步得到缓解，产品兑付对增信主体的依赖程度下降。长期看，本次疫情对商业地产行业的发展、商场的竞争方式和竞争内涵产生深远的影响，商场现金流所受的长期影响仍有待观察，需密切关注地产企业、商场经营者适应新的外部环境和转型变革的能力。

随着国内经济的逐步复苏，居民消费需求逐渐释放，同时在“双循环”经济格局的促进下，零售物业经营情况在社会消费需求的带领下呈恢复态势。因此，疫情直接导致的商场类物业净现金流大幅下降的情况预计将在未来 1—2 年内逐步缓解，优先级资产支持证券/票据的兑付资金对增信主体的依赖程度也会随之下降。

现存续的绝大多数 CMBS/CMBN 的未来现金流预测均呈逐年增长态势，然而经历疫情洗牌后，行业竞争格局和商场竞争内涵会发生转变这一点是毋庸置疑的。从长期来看，若商场经营者未能及时就外部环境的变化做出相应的策略调整，增强其自身的竞争力，未来现金流能否保持稳定的增长仍有待观察，且不同的物业的未来发展形势可能会大相径庭。另一方面，从支出的角度考虑，疫情常态化后，商业物业的卫生管理软硬件升级、经营策略调整导致的额外开发费用等都会给运营成本带来压力，商场物业的经营管理能力、费用控制能力也将面临考验。总体来看，本次新冠疫情对商业地产行业的未来发展将产生深远影响，在改革中无法适应的企业在未来或将面临较高的风险和被淘汰的可能，针对具体的标的物业(商场)，需要密切关注疫情后商场的经营战略和发展规划的调整情况。

**新冠疫情会造成短期内标的物业估值的下降，未来的复苏情况很大程度上仍取决于疫情的发展和防控。**

新冠肺炎疫情的长期蔓延，对于全球商业地产的打击正在显现，特别是疫情比较严重的区域，如美国，根据富国银行的数据显示，由于美国购物中心、酒店和其他商业建筑受到疫情严重冲击，美国商业地产估值已较疫情前削去逾四分之一。据世联评估预计，本次疫情对国内标的物业价值的影响大概在 2%~10% 之间。地产的估值损失目前来看对短期的影响较大，未来的估值可能随着服务业的逐渐恢复而上升，但未来的复苏情况很大程度上仍取决于疫情的发展和防控情况。

## 展望

进入 2021 年之后，全球疫情防控形势依然严峻，而新冠疫情的后续发展将在很大程度上取决于病毒变异情况、疫苗接种进度及效果等因素，全国多个地区的疫情反复使得区域内零售物业经营承压，在疫情得到控制之前，零售物业的经营依然面对疫情带来的不确定因素。因此，对于 2021 年的零售物业来说，所在区域对疫情的控制能力将对运营产生最直接的影响。后疫情时期，消费对国民经济的恢复提供了显著的贡献，2020 年三季度，消费支出对 GDP 增速拉动由二季度的-2.35%回升 4.06 个百分点至 1.71%，显示出国内消费的巨大能量和潜力。相比短期内疫情爆发所造成影响的不确定性，长期来看，“双循环”经济模式下消费依然是零售物业增长的内在动力。考虑到商场作为实物消费及服务消费重要的场景，“双循环”格局对后疫情时期的国内商场发展长期利好。2019 年末，商务部等 14 部门联合印发《关于培育建设国际消费中心城市的指导意见》，提出利用 5 年时间，基本形成若干立足国内、辐射周边、面向世界的具有全球影响力、吸引力的综合性国际消费中心城市。考虑到国际消费中心城市对于城市扩大消费引领以及在专业化、特色化、区域性的属性定位，上述城市的零售物业的竞争优势也将在后疫情时代得到进一步强化。而具体到单个零售物业，本次

疫情对商业物业运营能力提出了更高的要求，成功调升业态、升级转型的商场可能在后疫情时期占据更有利的竞争地位，因此在后疫情时期对商业物业项目进行分析时，管理方的经营能力也应给予更多考量。

[1]仲量联行，《2020年第三季度零售地产市场概览》

[2]仲量联行，《退租压力下北京零售市场如何逆势突围》

[3]仲量联行，《快速复盘 2020 年疫情考验下的深圳零售市场》

[4]CBRE 世邦魏理仕《2020年第四季度及全年北京房地产市场回顾及展望》

[5]安邦智库，《疫情冲击下的商业地产危局》

[6]世联评估，《业主减租，共克时艰——估价视角解析疫情对商业地产价值的影响》

[7]戴德梁行，《新冠肺炎疫情对中国商业地产的影响及应对》