

宏观动态跟踪报告

如何看待美国商业地产风险？

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

范城恺 投资咨询资格编号
S1060523010001
FANCHENGKAI146@pingan.com.cn

研究助理

李泉剑 一般证券从业资格编号
S1060122030023
LIXIAOJIAN257@pingan.com.cn

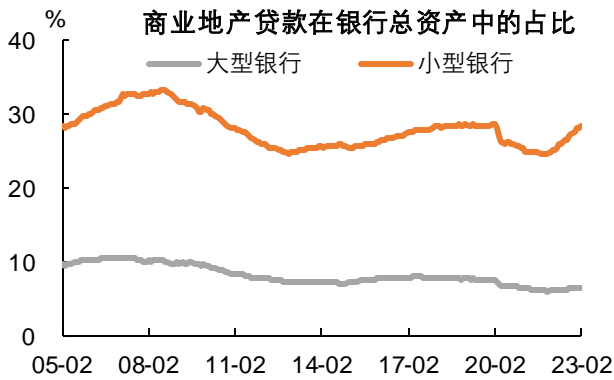


平安观点：

- 2023年3月初，黑石集团一笔CMBS违约初步引起市场对于美国商业地产的关注。此后，美国中小银行危机爆发，而中小银行对于商业地产的风险敞口较大，这更加增添了投资者对于美国商业地产的恐慌情绪。那么，美国商业地产究竟如何？会否引燃经济金融危机？
- 从相关指标来看，当前美国商业地产市场确实开始出现转弱的迹象。1) 美国商业地产空置率上升。疫情爆发后美国商业地产空置率持续回升，由2020年一季度的11.5%升至2022年第三季度的15.4%，尤其是疫情后远程办公的兴起以及近期科技企业的“降本增效”，使得商业地产中办公楼的需求明显降低。2) 美国商业地产贷款违约率低位回升。2022年四季度，美国商业地产贷款违约率再度上行，环比上升3BP至0.68%，尽管绝对水平仍处历史低位，但其边际变化仍引发关注。3) 美国商业地产投资或受企业资本开支下滑的拖累。截至2022年三季度，美国非金融企业部门杠杆率达到78.8%，明显高于2019年四季度75.3%的水平。企业杠杆率处于高位无疑限制了其资本开支计划，商业地产需求或将持续承压。
- 但我们认为，以当前的美国商业地产压力不足以引发系统性金融危机。第一，当前美国商业地产市场受到压力更多是面对美联储紧缩的“正常反应”，并非主要因为商业地产行业本身的脆弱性。第二，横向比较看，与住宅市场相比，新冠疫情后商业地产价格并未过度上涨，且当前已基本回落至疫情前水平。第三，纵向比较看，当前美国商业地产市场基本面表现仍强于全球金融危机前。第四，从传导路径看，当前商业地产贷款在银行资产负债表中的占比相对有限。全球金融危机后美国对CMBS等商业地产金融衍生品的监管更加严格，当前美国CMBS市场规模远低于RMBS。第五，美联储政策以及市场的“自我调节”机制正在起效。政策方面，美联储通过贴现窗口以及新设立的BTFP工具向市场注入了大量流动性，明显缓解了中小银行的压力。截至4月5日，美联储BTFP工具余额达到790亿美元，但环比增速已较危机之初明显放缓，美联储贴现窗口贷款余额已连续三周收缩。可见，在美联储政策支持下，美国银行业危机正在降温，并未出现广泛传播与扩散，美国金融体系依然保持相对稳健。市场方面，硅谷银行事件爆发后，市场对美联储加息的预期明显降温，无风险利率回落导致CMBS等资产价格也回暖，一定程度上减轻了银行资产端的浮亏压力。此外，近期美国标普500 VIX指数大幅回落，银行股股价也已企稳，这些现象同样表明当前美国银行业面临的金融环境正在改善。
- 风险提示：美国银行业资产波动超预期，美国经济下行超预期，美联储紧缩政策超预期等。

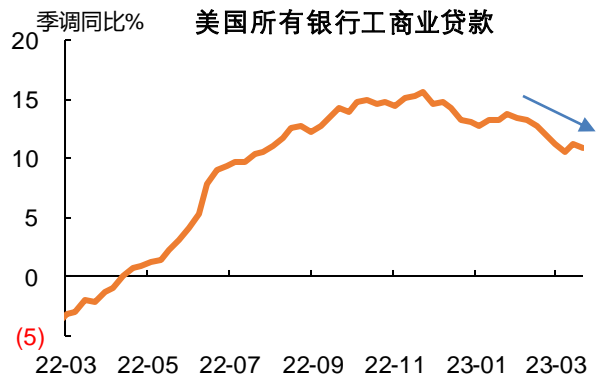
2023年3月初，黑石集团一笔价值5.6亿美元的商业地产抵押贷款支持证券（CMBS）出现违约，尽管该CMBS的底层资产远在芬兰，但仍然引起了市场对于美国商业地产市场的关注。此后，美国硅谷银行、签名银行、第一共和银行等中小银行接连出现危机，而中小银行对于商业地产的风险敞口较大（截至2023年2月，商业地产贷款在美国国内大型银行资产中的占比仅为6.5%，而在小型银行资产中的占比达到了28.5%）。考虑到银行业危机后信贷紧缩的压力（近两个月美国工商业贷款增速进一步放缓），美国商业地产市场与本轮中小银行危机可能会形成一定程度的共振。那么，美国商业地产究竟如何？会否引燃经济金融危机？

图表1 商业地产贷款在美国小型银行总资产中的比重更高



资料来源：美联储,平安证券研究所

图表2 近两个月美国工商业贷款同比增速进一步放缓

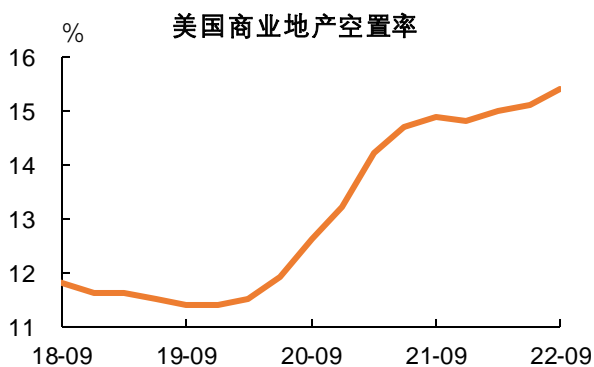


资料来源：Wind,平安证券研究所

从相关指标来看，当前美国商业地产市场确实开始出现转弱的迹象：

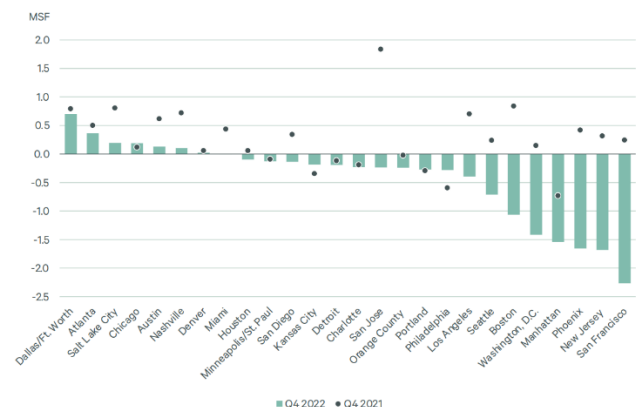
1) 美国商业地产空置率上升。新冠疫情爆发以来，美国商业地产空置率持续上升，由2020年一季度的11.5%升至2022年第三季度的15.4%。尤其是，疫情后远程办公的兴起以及近期科技企业的“降本增效”，使得商业地产中办公楼的需求明显降低。商业房地产公司世邦魏理仕（CBRE）的数据显示，2022年四季度，全美办公室空置率升至30年新高的17.3%，其中硅谷所在地旧金山的写字楼空置率达到创纪录的27.6%，而疫情前这一数据仅为3.7%。

图表3 疫情后美国商业地产空置率上升



资料来源：Statista,平安证券研究所

图表4 旧金山等地区办公室净需求显著下滑

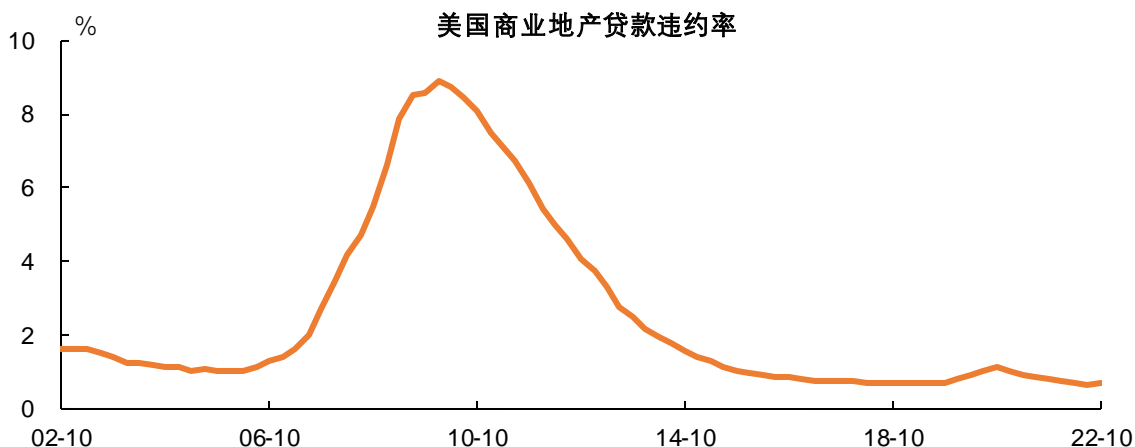


资料来源：CBRE,平安证券研究所。注：图中为当季办公室净需求（net absorption），单位为百万平方公尺。

2) 美国商业地产贷款违约率低位回升。2020年疫情爆发后的三个季度，美国商业地产贷款违约率出现短暂上升，但此后随

随着经济状况的好转，美国商业地产贷款违约率持续下行，截至 2022 年三季度已降至 0.65% 的历史低位。2022 年四季度，美国商业地产贷款违约率再度上行，环比上升 3BP 至 0.68%。尽管绝对水平仍处历史低位，但其边际变化仍引发关注。目前美国商业地产价格已开始见顶回落，或将导致其违约率进一步上升，相关资产质量也将出现恶化。

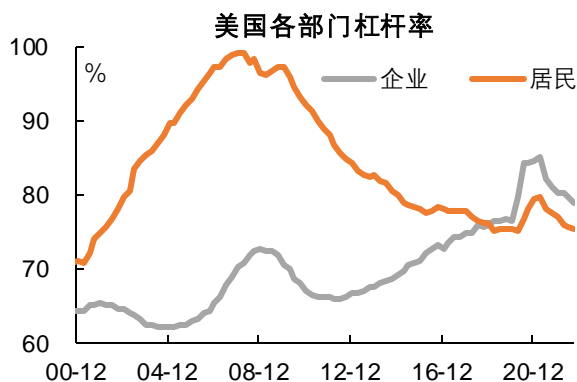
图表5 2022 年四季度美国商业地产贷款违约率低位回升



资料来源：圣路易斯联储,平安证券研究所

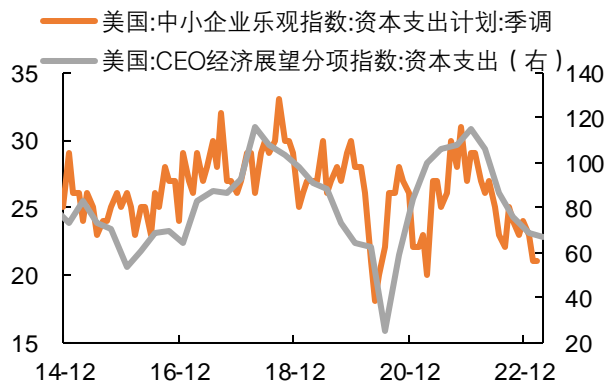
3) 美国商业地产投资或受企业资本开支下滑的拖累。截至 2022 年三季度，美国非金融企业部门杠杆率虽较 2021 年有所下降，但仍达到 78.8%，明显高于 2019 年四季度 75.3% 的水平，而作为对比，居民部门杠杆率已回落至疫情前水平。企业杠杆率处于高位无疑限制了其资本开支计划，当前美国企业资本开支意愿降至近年来低位，叠加当前企业对未来的预期较为谨慎，商业地产的需求或将持续承压。

图表6 当前美国企业杠杆率仍高于疫情前



资料来源：Wind,平安证券研究所

图表7 美国企业资本开支意愿处于低位



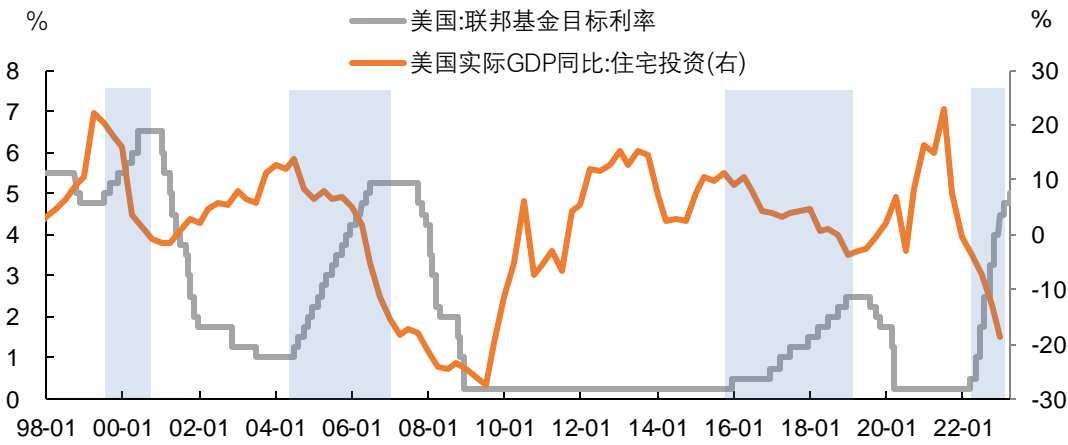
资料来源：Wind,平安证券研究所

但我们认为，以当前的美国商业地产压力不足以引发系统性金融危机。

第一，当前美国商业地产市场受到压力更多是面对美联储紧缩的“正常反应”，并非主要因为商业地产行业本身的脆弱性。历史经验显示，房地产作为利率敏感型行业，在美联储紧缩周期中势必受到冲击。在本轮银行业危机前，我们曾测算，预计美国住宅投资增速将由 2022 年的-10.9%进一步下降至 2023 年的-16%，则 2022 年住宅投资下滑对美国 GDP 的贡献为

-0.51%、2023 年的贡献或达到-0.75%。美国地产业在 2023 年虽进一步承压，但由于供需基本面并未失衡、居民和企业并未在地产方面过度融资，预计压力整体可控（参考我们报告《详解美国地产降温的影响》）。

图表8 历史上，美国地产部门在美联储加息周期中均受到冲击



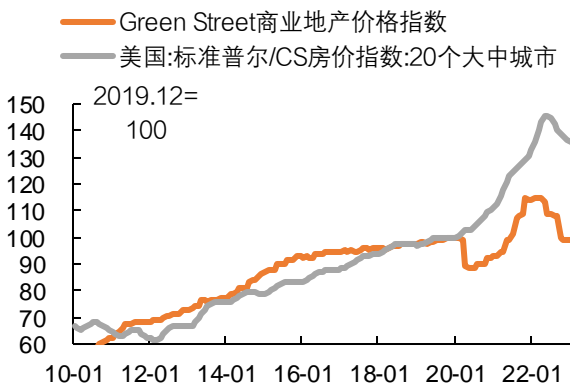
资料来源: Wind,平安证券研究所

第二，横向比较看，与住宅市场相比，新冠疫情后商业地产价格并未过度上涨。与住宅不同的是，疫情爆发后商业地产价格出现了一定的下跌，此后才开始上涨，且涨幅远不及住宅。2022 年下半年以来，美国商业地产价格率先出现调整，当前价格水平已与疫情前相近，而住宅价格水平仍明显高于疫情前，这意味着后续美国商业地产价格的下行压力可能相对有限。

第三，纵向比较看，当前美国商业地产基本面表现仍强于全球金融危机前。尽管近期美国商业地产（尤其是办公室）的空置率持续上升，但工业和公寓相关的商业地产空置率并未明显攀升，目前仍低于全球金融危机前水平。

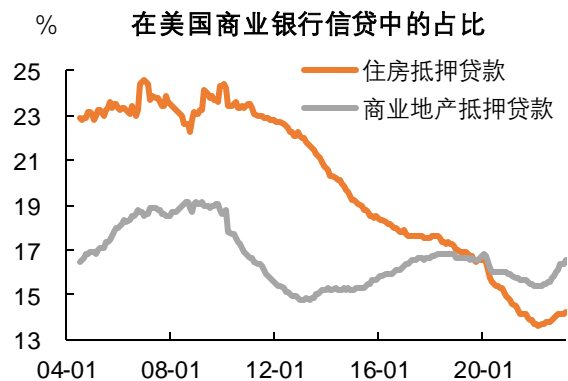
第四，从传导路径看，当前商业地产抵押贷款在银行资产负债表中的占比相对有限。根据美联储发布的数据，截至 2023 年 1 月商业地产抵押贷款在美国商业银行信贷中的占比为 16.4%，虽高于住房抵押贷款的占比，但仍好于全球金融危机前水平。而全球金融危机后美国对 CMBS 等商业地产金融衍生品的监管更加严格，《巴塞尔协议 III》对银行资本质量和数量、杠杆率和流动性都提出了更严格的要求，并在制度层面有效规避了证券化和金融衍生品可能导致的银行间风险传染。而且，当前美国 CMBS 市场规模远小于 RMBS，其中非政府机构发行的 CMBS 规模更是较全球金融危机前大幅收缩，由 2007 年的 8700 亿美元降至 2021 年的 6728 亿美元。这些因素均降低了美国商业地产衍生品出现系统性金融风险的可能性。

图表9 美国商业地产价格已降至疫情前水平



资料来源: Wind,Greenstreet,平安证券研究所

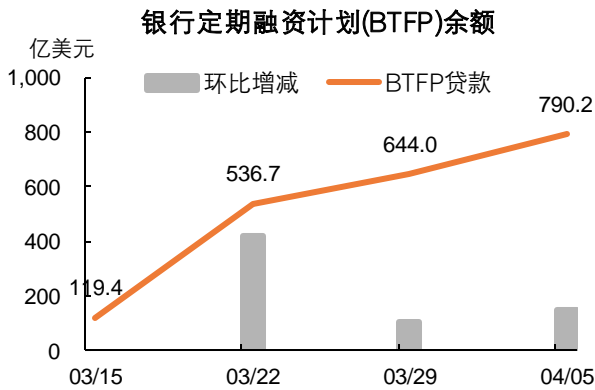
图表10 美国商业地产抵押贷款占比低于金融危机前



资料来源: Wind,平安证券研究所

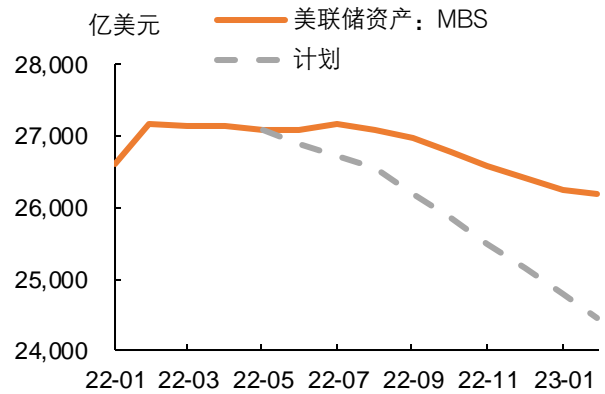
第五，美联储政策以及市场的“自我调节”机制正在起效。一方面，美联储政策可缓解中小银行面临的流动性压力。硅谷银行事件爆发后，美联储通过贴现窗口业务以及新设立的 BTFP 工具向市场注入了大量流动性，明显缓解了中小银行的压力。截至 4 月 5 日，美联储 BTFP 工具余额达到 790 亿美元，但环比增速已较危机之初明显放缓，美联储贴现窗口贷款余额已连续三周收缩。这些数据表明，在美联储政策支持下，美国银行业危机正在降温，并未出现广泛的传播与扩散，美国金融体系依然保持相对稳健。此外，美联储本轮缩表实际规模低于计划，尤其 MBS 减持进度更为缓慢（主因利率上行背景下的提前还贷比例下降、MBS 到期推迟），客观上限制了缩表对于 MBS 市场供给的冲击。

图表11 近两周美联储 BTFP 使用规模增速下降



资料来源：美联储,平安证券研究所

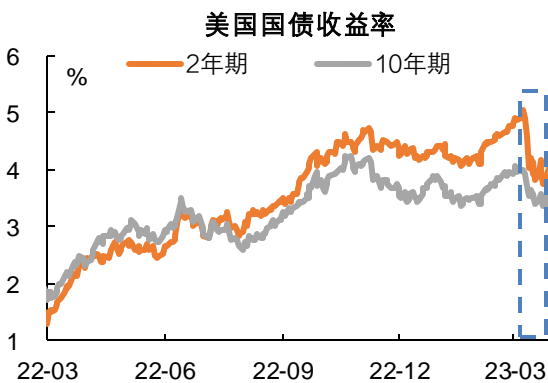
图表12 美联储 MBS 缩表持续落后于计划



资料来源：Wind,平安证券研究所

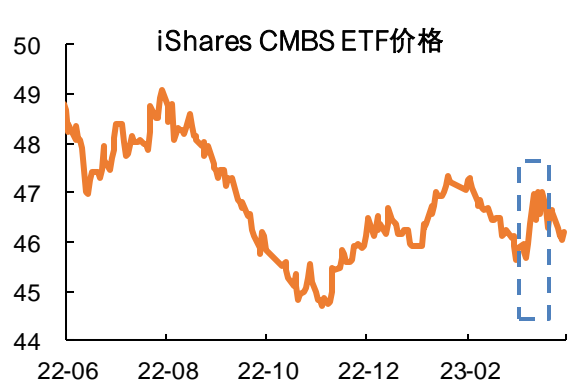
另一方面，资产价格调整有助于减轻银行资产端的浮亏压力。硅谷银行事件爆发后，市场对美联储加息的预期明显降温，长短端美债利率均大幅下行，其中 2 年期美债收益率更是较高点回落近 100BP。无风险利率回落导致 CMBS 等资产价格也回暖，也将一定程度上减轻银行资产端的浮亏压力。此外，近期美国标普 500VIX 指数大幅回落，当前已降至硅谷银行事件前水平，银行股股价也出现企稳，这些现象同样表明当前美国银行业面临的金融环境正在改善。

图表13 近期美债收益率明显回落



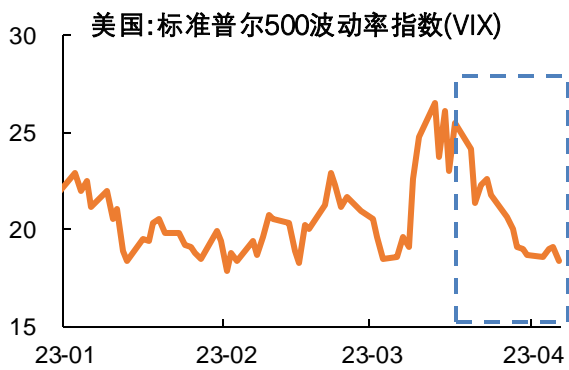
资料来源：Wind,平安证券研究所

图表14 美国 CMBS ETF 价格出现反弹



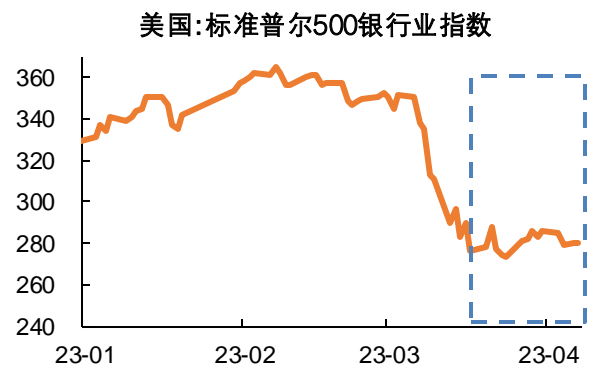
资料来源：iShares,平安证券研究所

图表15 近期 VIX 指数明显回落



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表16 3月24日以来美国银行股企稳



资料来源: Wind,平安证券研究所

风险提示: 美国银行业资产波动超预期, 美国经济下行超预期, 美联储紧缩政策超预期等。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2023 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层
邮编：100033