

垃圾债

证券研究报告
2020 年 05 月 27 日

与美国企业违约、破产现况

作者

新冠疫情对全球企业经营现金流造成明显冲击，当前美国企业违约率和破产率与 2008 年 Q3 前后可比。随着经济进一步放缓，预计企业违约率和破产率将进一步攀升。

但由于 2019 年后各国货币政策取向宽松，垃圾债发行放量置换了存量到期债券，不管是美国还是欧洲，2020 年到期规模均较低，企业紧迫的到期偿付压力较小。

另一方面，美联储三月开始的一系列货币政策暂时缓解了企业的再融资压力，当前一级市场企业发债速度远超 2008 年，企业偿债高峰又一次延后。但主街贷款计划由于救助原则的限制可能对高收益债市场支持有限。

宋雪涛

分析师

SAC 执业证书编号：S1110517090003

songxuetao@tfzq.com

向静姝

联系人

xiangjingshu@tfzq.com

相关报告

风险提示：新冠疫情扩散超预期；货币、财政政策超预期；美国大选超预期



受“新冠”疫情影响，美国金融市场出现较大范围的流动性危机，这给 09 年后持续加杠杆的企业带来明显的现金流冲击。但在美联储一系列救助政策后，企业再融资压力暂得以缓解。怎么看待美国企业债务后续违约情况？我们认为

垃圾债潜在存量规模较大。目前美国和欧洲高收益债存量分别为 1.3 万亿美元和 6000 亿欧元。除此之外美国投资级债券中 2.8 万亿美元的 BBB 级别债券在经济下行期极易变成“堕落天使”，成为潜在的垃圾债券增量。

垃圾债短期内到期压力较小。由于 2019 年开始各国货币政策取向宽松，垃圾债发行放量置换了存量到期债券，不管是美国还是欧洲，2020 年到期规模均较低。目前到期规模峰值将出现在 2024 年。

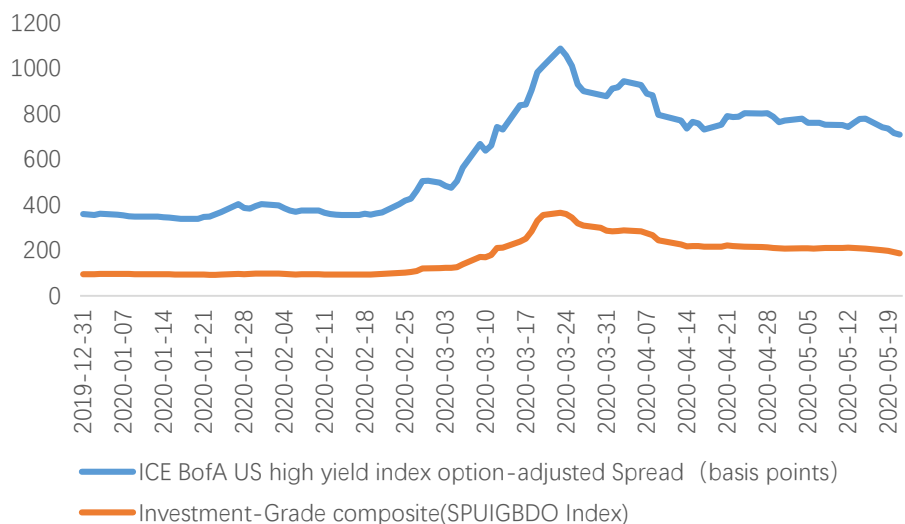
目前违约率和破产率与 2008 年 Q3 前后可比，随着危机逐渐深入，违约率和破产率将进一步攀升。但美联储一系列救助政策使得一级市场发行融资较为顺畅，**目前美国公司债市场的一级发行远超 2008 年同期水平。**二级市场信用利差明显收窄，但高收益级公司债利差仍然处于相对较高的水平。但主街贷款计划由于救助原则的限制可能对高收益债市场支持有限。

分行业来看，全球商业服务、机械设备、石油燃气、金属矿业和纺织服装等行业企业现金流较为紧张，均有超过 50% 的企业没有足够现金流支付 2020 年债务；美国的可选消费和能源板块高收益债务到期压力较大。

一、高收益债的规模

高收益债，也被称为“垃圾债”，是由信用评级较低的公司发行的、经评级机构评级低于投资级（标普评级低于 BBB-）的公司债务。由于信用评级等级较低，为补偿投资者的风险，高收益债的发行利率要高于投资级债券。

图 1：2020 年至今美国投资级和投机级信贷利差

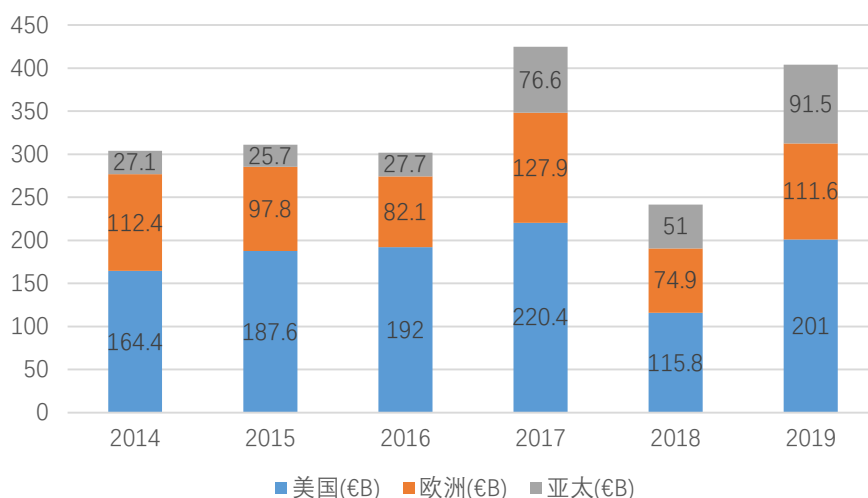


资料来源：S&P Global Rating Research，天风证券研究所

1.1 发行规模

全球高收益债市场主要集中于美国和欧洲，近年来亚太地区高收益债发行量以及占比不断上升，但整体来看美国和欧洲市场仍然是高收益债市场的核心，下文主要研究美国、欧洲高收益债市场的情况。

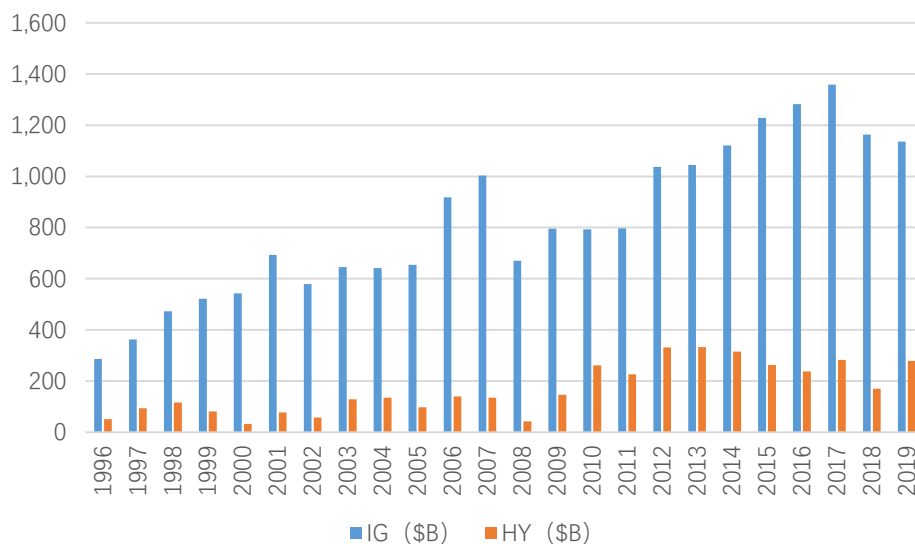
图 2：全球高收益债 2014-2019 年发行量对比



资料来源：Dealogic，天风证券研究所

高收益债市场在 08 年金融危机后开始复苏，2013 年发行量达到顶峰，触及 3320 亿。近些年随着其他杠杆融资工具尤其是杠杆贷款和低评级投资级债券（BBB）的广泛应用，高收益债的发行有所下降。2019 年，美国高收益债的发行量达 2782 亿。

图 3：美国企业债（投资级 IG、高收益 HY）1996-2019 年发行量

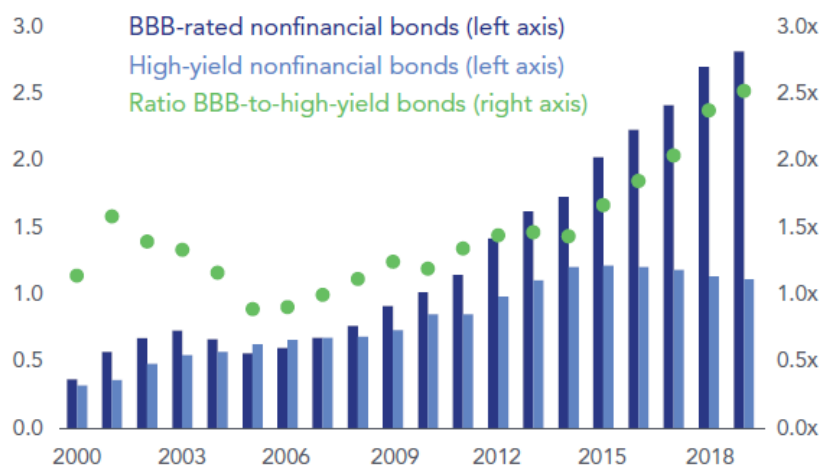


资料来源：SIFMA，天风证券研究所

Notes: IG=Investment Grade, HY=High Yield

图 4：投资级债券中已发行的 BBB 级非金融企业债券数量已增至高收益级债券的 2.5 倍

Figure 13. BBB-rated Bond Growth Outstrips High-yield Bond Growth (\$ trillions, multiple)



Note: Data are year-end for 2000-2018 and through September 30 for 2019. Based on ICE BofAML U.S. Non-Financial High Yield Index (H0NF) and BBB U.S. Non-Financial Corporate Index (C4NF).

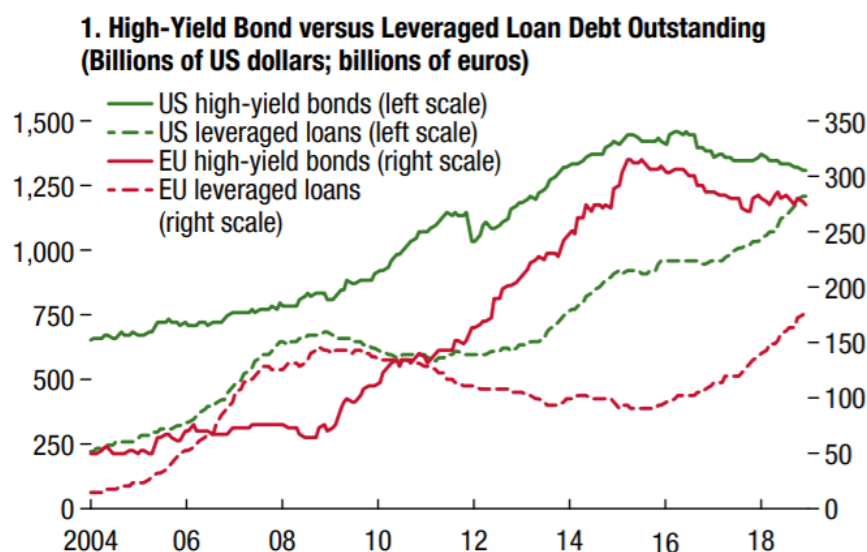
Sources: ICE Data Services, Bloomberg Finance L.P., Office of Financial Research

资料来源：Bloomberg，ICE，天风证券研究所

1.2 存量规模

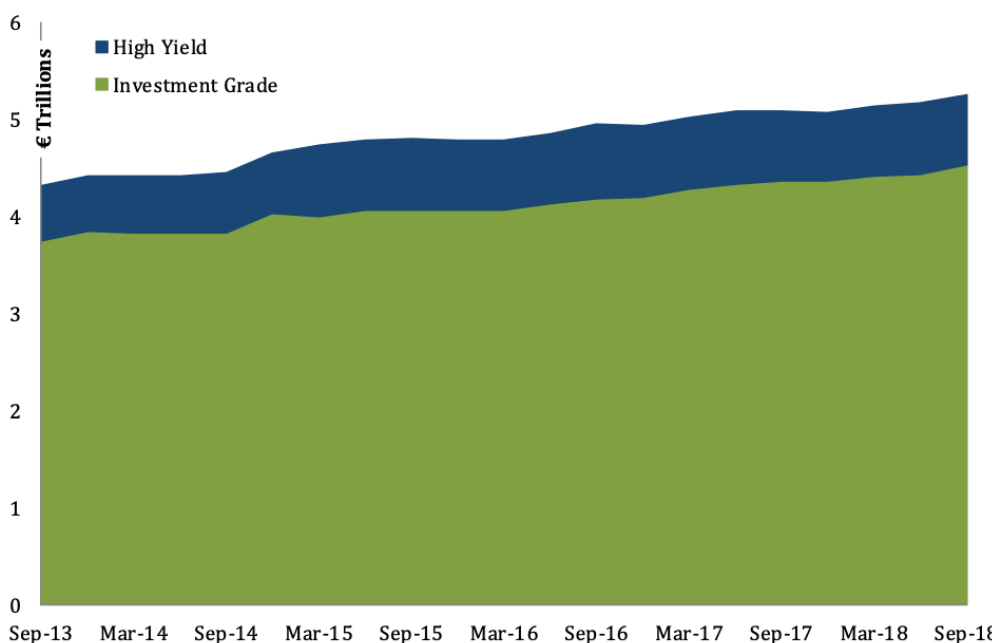
高收益债存量即未偿还余额。美国高收益债存量在 2016 年达到高峰随后下降，据惠誉测算，截至 2020 年 3 月美国高收益债规模达 1.3 万亿美元。14 年以来至今欧洲高收益债规模相对稳定，截至 2019 年 12 月，总量近 6000 亿欧元。

图 5：美国高收益债未偿还余额



资料来源：Bloomberg Finance L.P. IMF 2019.4 Global Financial Stability Report，天风证券研究所

图 6：欧洲企业债（投资级、高收益债）未偿还余额

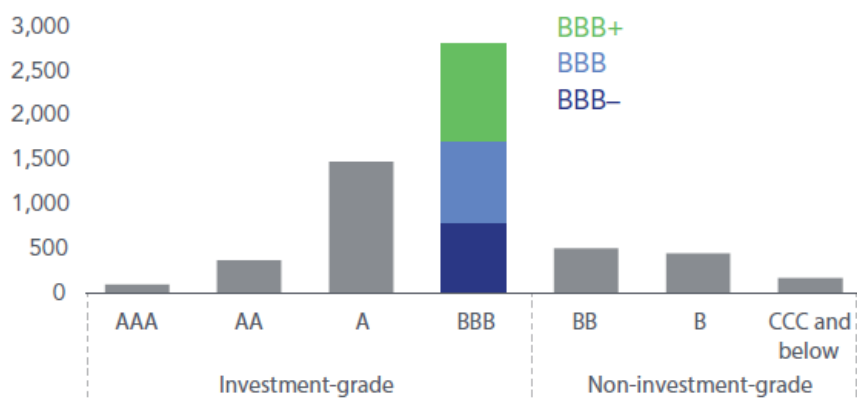


资料来源: Bloomberg, AFME, SIFMA, 天风证券研究所

值得注意的是大量投资级债券可能通过评级下调成为潜在的垃圾债。截至 2019 年 Q3, ICE BofAML 美国非金融企业指数中, 投资级企业债约为 4.8 万亿美元, 其中 2.8 万亿美元被评为 BBB 级。而在这在 2.8 万亿美元 BBB 级债券中, 约有 7950 亿美元企业债被评级为 BBB-, 距离高收益垃圾债一步之遥。

图 7: BBB 级投资级债券很容易通过评级下调成为潜在的垃圾债

Figure 12. Distribution of Investment-grade and Non-investment-grade Bonds (\$ billions)



Note: Credit ratings for bonds included in the ICE BofAML U.S. Non-Financial Index (CFOX) and the U.S. Non-Financial High Yield Index (HONF).

Sources: ICE Data Services, Bloomberg Finance L.P., Office of Financial Research

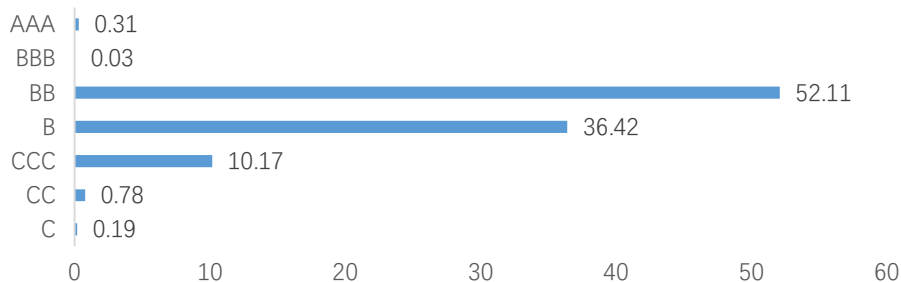
资料来源: Bloomberg, ICE, 天风证券研究所

1.3 评级分布

美国高收益债评级主要为 BB、B 和 CCC 级, 分别占比 52.11%, 36.42%和 10.17%, 评级等级中最低的 CC 和 C 占比少, 总和不超过 1%, 规模近 130 亿。相比美国, 欧洲高收益债的评

级分布集中在较高等级，主要为 BB 级和 B 级，分别占比 70.45%和 23.84%，B 级以下的高收益债占比仅 5.5%，总量达 330 亿欧元。

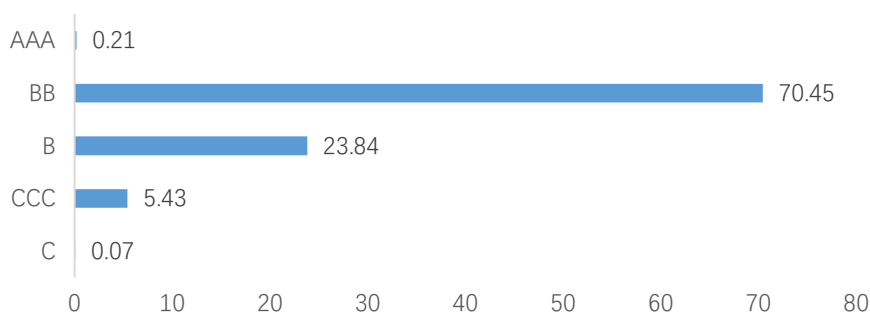
图 8：美国高收益债评级分布情况



资料来源：ICE BofA，天风证券研究所

Notes：截至 2020 年 4 月 20 日

图 9：欧洲高收益债评级分布情况



资料来源：ICE BofA，天风证券研究所

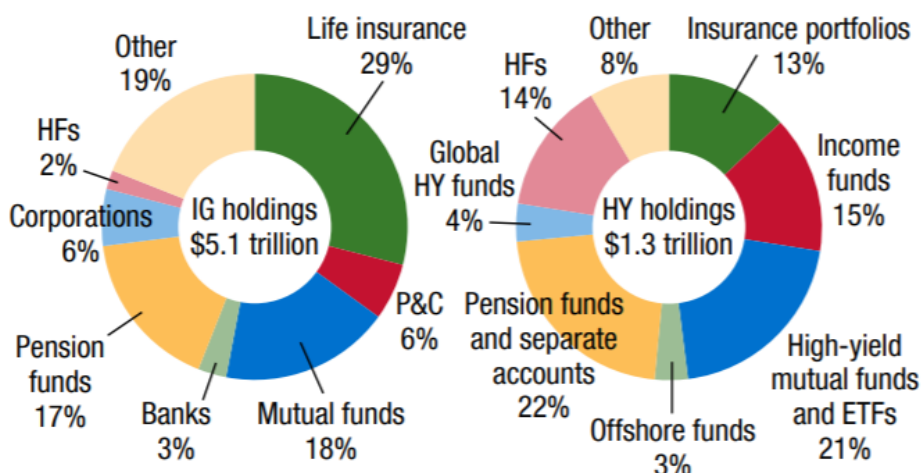
Notes：截至 2020 年 4 月 20 日

1.4 美国高收益债投资者结构

垃圾债高收益高风险的特点使得它的投资者主要是金融市场中为追求高收益的基金持有，以美国高收益债投资者结构为例，养老基金、高收益共同基金以及 ETFs 是垃圾债的主要投资者，占整个市场的 43%，其余主要为收益基金、对冲基金、保险以及全球其他高收益基金持有。银行不是高收益债的主要投资者，因此不必担心垃圾债违约潮带来的银行间流动性危机。

图 10：美国企业债（投资机、高收益）投资者结构

2. Indicative Holdings of US Corporate Bonds



资料来源：IMF 2019.4 Global Financial Stability Report，天风证券研究所

Notes: "other" includes endowments, foundations, sovereign wealth funds, offshore funds, households, and bonds held by foreign entities. HF = hedge funds; HY = high yield; IG = investment grade. P&C = property and casualty.

二、到期分布

债券到期意味着企业需要大量现金来支付债务的本金和利息，如果企业的流动性不足，需要借助再融资偿还债务，若信贷环境恶化，可能造成资不抵债的再融资风险。

图 11：垃圾债券到期规模

Refunding Needs¹ Support MIS Long-term Fundamentals

>\$2.3 Trillion in Debt Maturities: North America Moody's-Rated Corporate Bonds and Loans¹



>\$1.8 Trillion in Debt Maturities: EMEA Moody's-Rated Corporate Bonds and Loans²



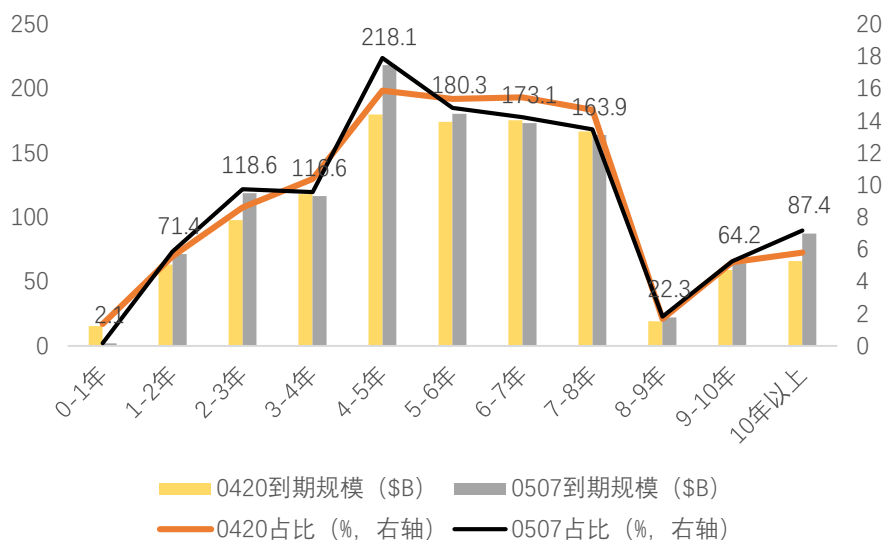
1. Non-financial corporates.
2. Source: Moody's Investors Service, January 2020. Data represents U.S. & Canadian MIS rated corporate bonds & loans.
3. Source: Moody's Investors Service, July 2019.

资料来源：Moody's，天风证券研究所

Moody 于 2020 年 1 月计算的北美（包括美国和加拿大）垃圾级债券的到期规模 2020 年达 300 亿，2021 年达 580 亿。

而据美国洲际交易所 (ICE) 的数据,美国高收益债市场的剩余到期年限主要集中于 4-8 年,对应 2024-2027 年间到期,到期规模总占比超过 60%。另一方面,对比 4 月 20 日到期规模与最新 5 月 7 日到期规模,分布略有不同,主要反映在:剩余不足 1 年到期的的高收益债余额由 156 亿美元降至 21 亿美元,而剩余 2-3 年到期、4-5 年到期的的高收益债规模分别增加了 210 亿、380 亿美元,债券的到期与新发行改变了其到期分布,3 月垃圾债仅发行 35 亿美元,而 4 月这个数字飙升至 337 亿。目前 2020 年到期规模大幅下降。

图 12：美国高收益债到期分布与占比变化



资料来源: ICE BofA, 天风证券研究所

图 13: 今年以来投资级债券和垃圾债发行情况(十亿美元)

	Investment Grade	High Yield	Total
Dec	23.4	19.6	43.0
2020			
Jan	140.7	37.2	177.9
Feb	94.3	27.8	122.1
Mar	235.3	3.5	238.8
Apr	261.8	33.7	295.5

资料来源: SIFMA, 天风证券研究所

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_4905
