

美国股灾会诱发债务大清算吗？

摘要

海外金融市场波动加剧，引发了市场对美国债务危机重演的担忧。与2008年相比，目前美国居民部门杠杆率较低，但企业部门杠杆率达到历史高位。

金融危机后的低利率环境诱发企业加杠杆：第一，部分上市公司通过债务融资回购股票，增厚盈利，刺激股价上涨；第二，高收益债和杠杆贷款市场迅速扩张；第三，投资级债券中 BBB 级评级的占比上升。

从企业本身来看，美国企业的偿债能力有所下降，但并不极端，风险主要集中在中小企业；从金融体系来看，与2008年金融危机前相比，目前美国的金融体系更为稳健。不过，由于银行贷款基金和高收益债基金存在着流动性错配的问题，如果疫情蔓延导致高收益债市场流动性干涸，流动性危机仍可能出现，但对流动性的冲击程度或小于2008年。

关键词： 美国，企业债务

宏观研究部

郭于玮

高级分析师

电话：021-22852641

邮箱：guoyw@cib.com.cn

鲁政委

兴业银行 首席经济学家

华福证券 首席经济学家

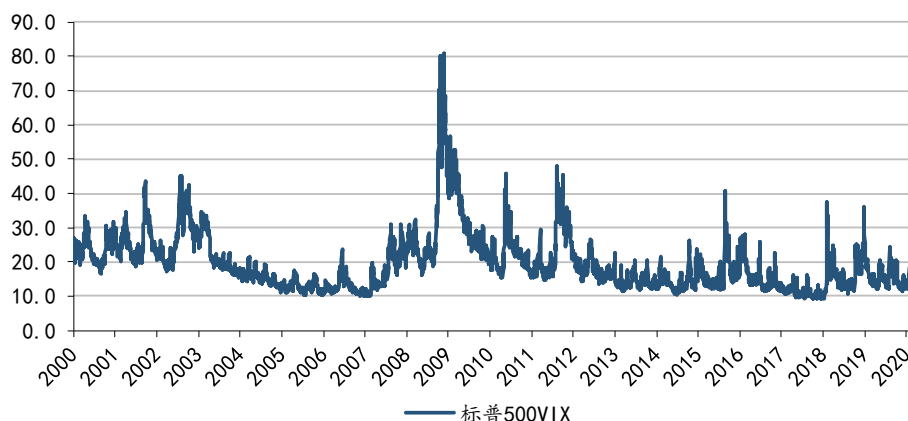


扫描下载兴业研究 APP
获取更多研究成果

随着疫情在全球的扩散，金融市场恐慌情绪蔓延，VIX 飙升至接近 2008 年全球金融危机的水平，由此引发了市场对美国再度陷入债务危机的担忧。与 2008 年相比，虽然 2019 年第三季度美国居民部门杠杆率已经显著回落，但非金融企业部门杠杆率已经攀升至 75.3% 的历史高位。

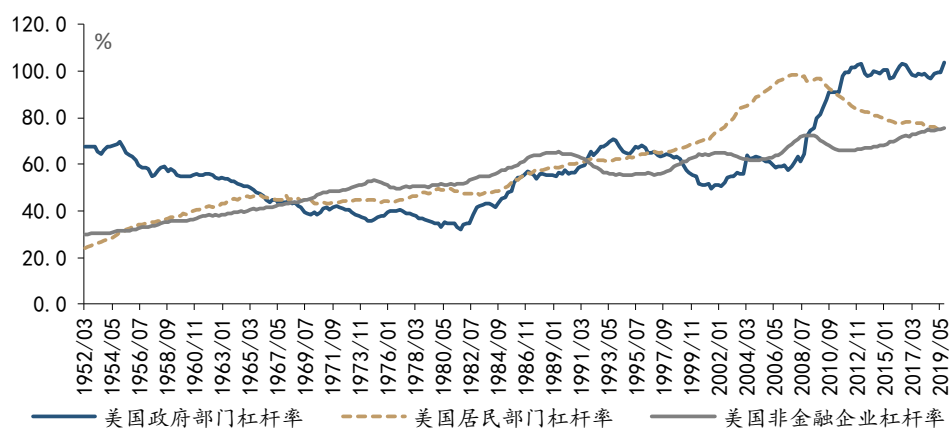
新一轮债务危机是否会在美国出现？当下的美国债务风险与次贷危机相比有何不同？本文将对此展开分析。

图表 1 VIX 飙升



资料来源：WIND，兴业研究

图表 2 美国分部门杠杆率



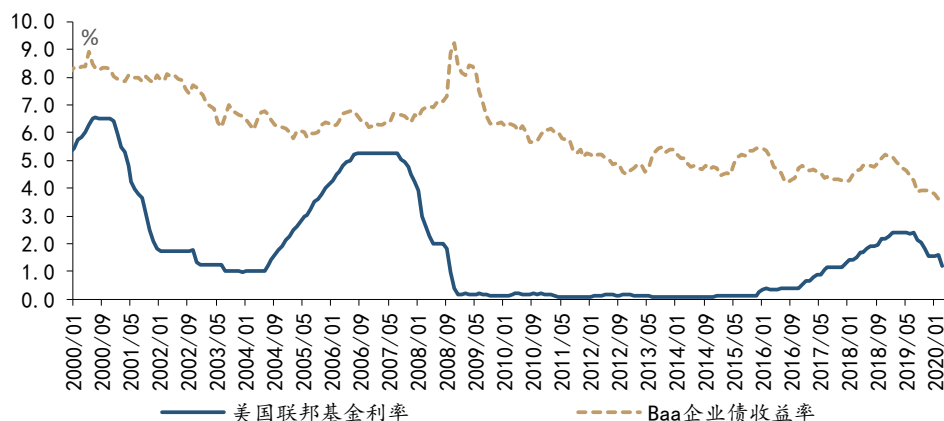
资料来源：BIS，兴业研究

1、美国企业杠杆攀升

在 2008 年金融危机爆发后，美国长期处于低利率的环境之中。较低的融资成本和充裕的流动性诱发非金融企业加杠杆。

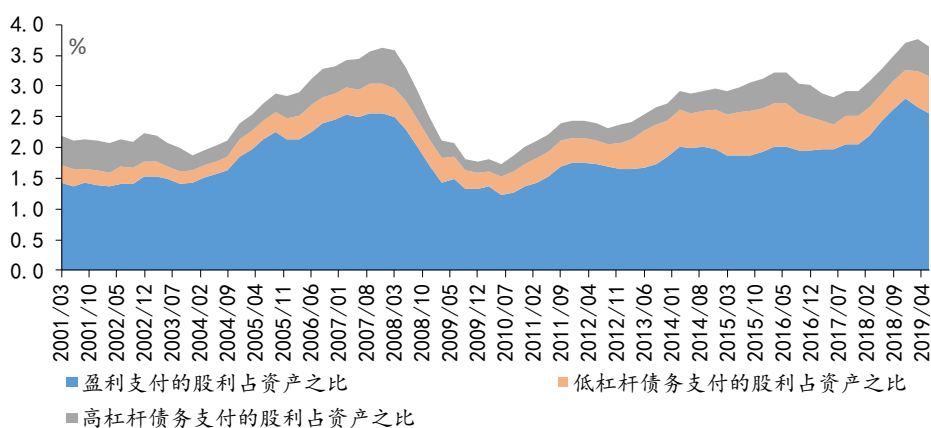
第一，上市公司利用低成本融资来回购股票，增厚每股收益，刺激股价上涨。2019 年第二季度，标普 500 的非金融企业发放的股利中，16% 是来源于低杠杆融资，13% 来源于高杠杆融资，剩余约 70% 来自于企业盈利。

图表 3 2008 年全球金融危机后美国长期维持较低的利率



资料来源：WIND，兴业研究

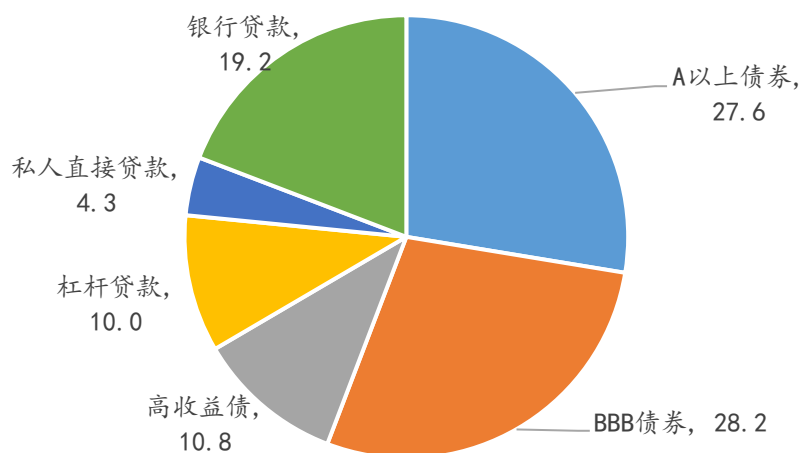
图表 4 美国企业加杠杆回购股票



资料来源：Bloomberg Finance L.P., Dealogic; S&P Leveraged Commentary & Data, IMF

第二，杠杆贷款与高收益债市场迅速增长。杠杆贷款（leveraged loans），即向高收益公司发放的商业贷款。这些公司的评级一般低于投资级或者没有评级，信用风险较高。自2008年到2018年，杠杆贷款余额从5500亿美元上升到11500亿美元，高收益债余额从7500亿美元增长到10000亿美元，增幅分别达到109%和33%。2018年美国企业债务中，10.8%来自高收益债，10.0%来自杠杆贷款。

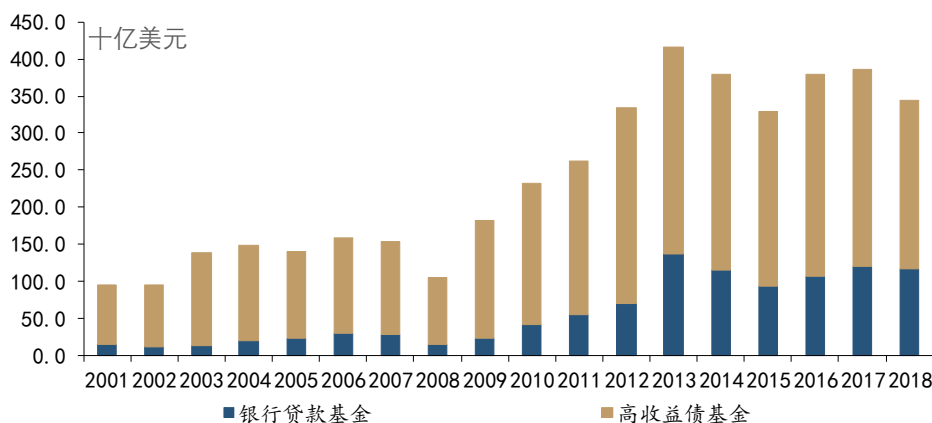
图表 5 2018 年美国企业债务构成 (%)



资料来源：BIS, Federal Reserve, Haver Analytics, Morgan Stanley; S&P Leveraged Commentary & Data, and IMF staff calculations.

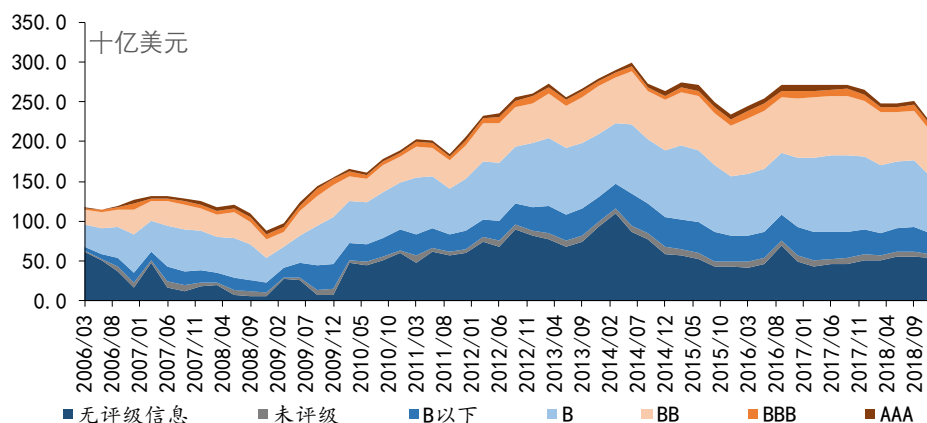
高风险偏好的银行贷款基金（Bank Loan Mutual Funds）与高收益债基金（High Yield Bond Mutual Funds）是杠杆贷款与高收益债的重要投资者。银行贷款基金大量投资于杠杆贷款，2018 年银行贷款基金大约 74% 的资产投资于杠杆贷款；高收益债基金则主要投资于高收益债，2018 年高收益债基金投资的固定收益投资中，71% 的评级在 B 或以下。数据显示，在次贷危机前夜的 2005 年，银行贷款基金和高收益债基金的规模分别是 234 亿美元和 1161 亿美元；到 2018 年，二者的规模分别上升至 1169 亿美元和 2265 亿美元，增幅分别高达 400% 和 95%。虽然贷款和高收益债的流动性较低，但银行贷款基金和企业债券基金通常允许日度赎回，这种期限错配使得此类基金面临着较高的流动性风险。

图表 6 美国银行贷款基金与高收益债基金规模



资料来源：Morningstar, Inc., Federal Reserve.

图表 7 高收益债基金持有的债券构成



注：A 与 AA 规模极少，这里未统计。

资料来源：Morningstar, Inc., Federal Reserve.

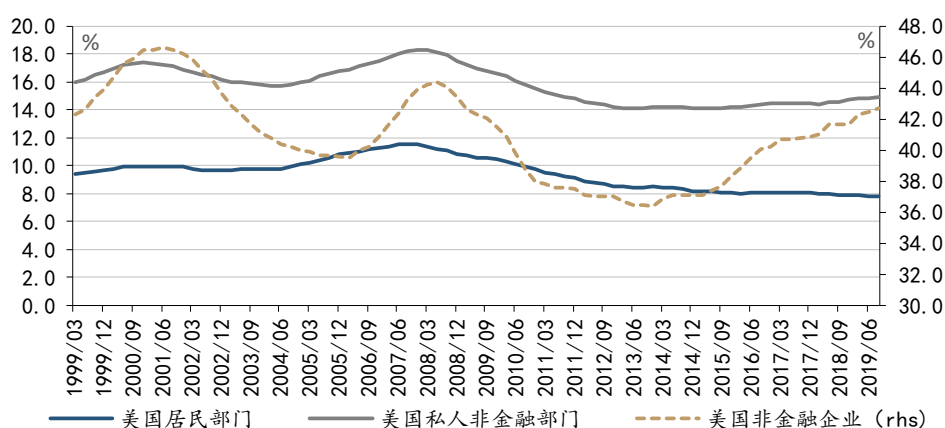
第三，投资级债券的评级构成恶化。根据美国金融稳定报告的统计，目前投资级债券存量中，大约 50% 的评级是投资级的最低等级，即 BBB 级。这一比例接近历史最高水平。这意味着，一旦经济增长放缓，大量投资级债券将面临被降级至投机级的风险，进而导致债券被抛售、债市流动性下降。

2、美国企业债务风险分析

如何认识当前美国企业的债务风险？本节将从企业本身和金融机构两个角度展开分析。

第一，就企业本身而言，美国企业整体偿债能力有所下降，但并不极端，风险主要集中在部分中小企业。从非金融企业偿债负担与收入的比例来看，2019 年第三季度美国非金融企业偿债支出占收入的比例为 42.7%，较 2015 年末提高了 4.4 个百分点，处于 1999 年有数据以来 74.3% 分位数的水平。2019 年 10 月，美国非金融企业债务与净资产的比值为 42.5%，处于 1999 年以来 42.1% 分位数的水平。

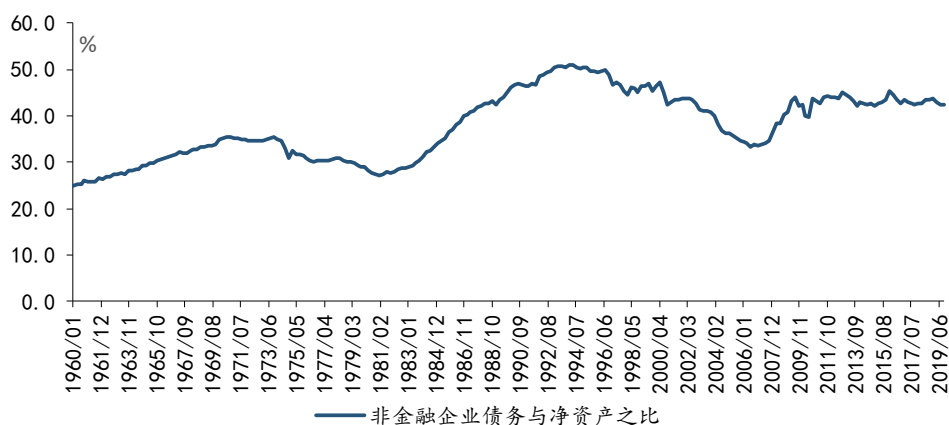
图表 8 美国偿债负担与收入之比



资料来源：BIS, 兴业研究

请务必参阅尾页免责声明

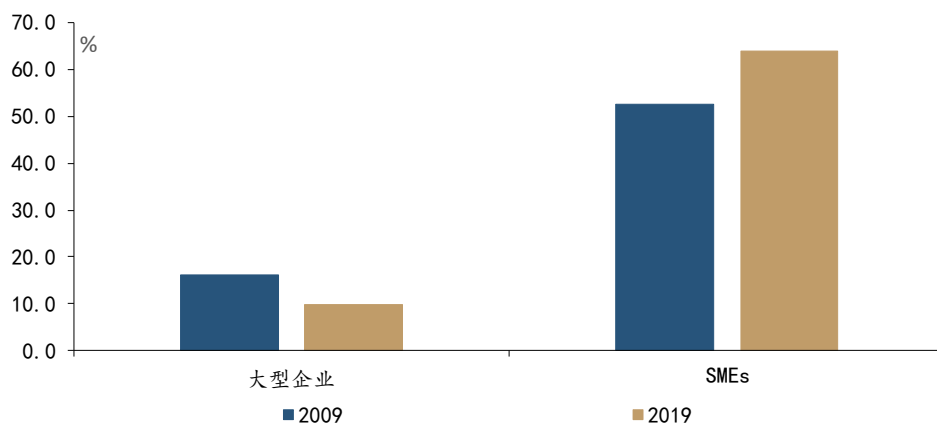
图表 9 美国非金融企业负债与净资产之比



资料来源：Federal Reserve, 兴业研究

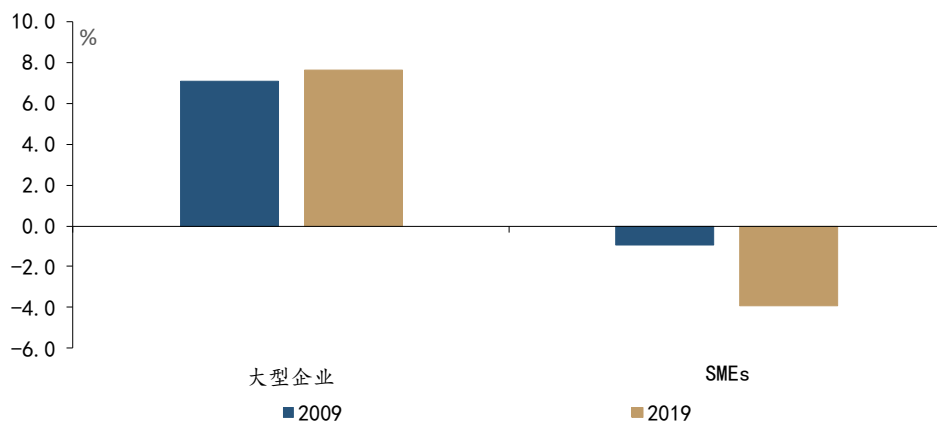
然而，中小企业的债务风险较高。如果用 EBIT 于利息之比低于 1 来表示偿债压力较大，那么，与 2009 年相比，2019 年中小企业中偿债压力较大的企业的债务的比例提高了 11.2 个百分点，而大型企业的这一比例下降了 6.5 个百分点。此外，大型企业的盈利能力也有所改善。从 EBIT 与资产之比来看，2019 年大型企业的这一比例较 2009 年提高了 0.6 个百分点，中小企业则下降了接近 3 个百分点。

图表 10 EBIT 与利息之比低于 1 的非金融企业债务的比例



资料来源：S&P Global Market Intelligence, IMF

图表 11 EBIT 与资产之比

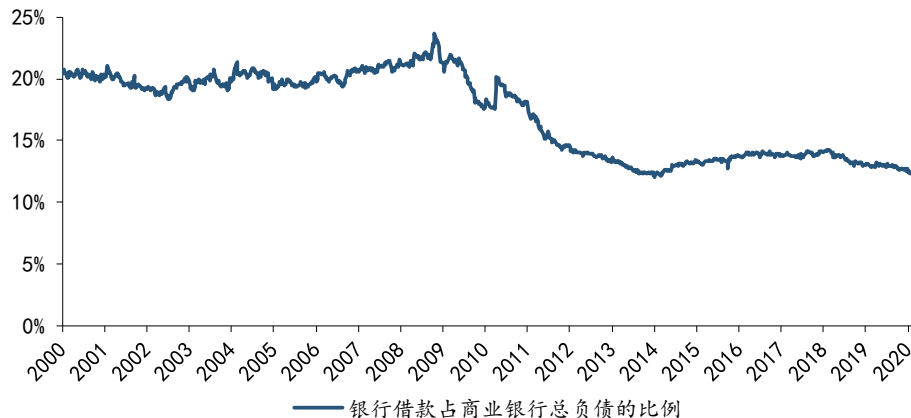


资料来源：S&P Global Market Intelligence, IMF

第二，就金融机构而言，目前美国金融体系的稳定程度显著高于 2008 年金融危机之前。

从银行体系来看，到 2019 年底银行借款占美国商业银行总负债的比例约 12.7%，而 2000 年到 2008 年，这一比例大约在 20% 上下。这意味着目前美国商业银行的负债端更为稳定。

图表 12 美国商业银行负债端更为稳定



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_6463

