

本轮美国经济衰退的风险在哪里

证券研究报告

2020 年 02 月 28 日

泡沫之路，危机的起点

金融危机后美联储一年内将利率下调为 0，这一利率区间维持了整整 7 年，低息周期之长为美联储历史上首次。几乎是在同时，美联储推出非常规货币政策，通过购买国债的方式向市场投入超过 4 万亿美元，鼓励各行业举债扩张，带动包括制造业、服务业、产品和出口等多项经济数据的触底反弹。但这些债务创造了 GDP，却没有创造出相应的利润——美国企业的利润仍停留在 2014 年的水平。

以中国为首的新兴市场增速回落带来的有效需求不足（以美元计），和互联网浪潮的进一步深化对一些传统行业的跨国企业产生了收入和利润上的冲击，面对经营上的逆风，这些企业没有选择将债务用于资本开支，而是通过回购和发放股利粉饰业绩（EPS），维持股价；另一方面，传统行业的停滞使得新兴产业如信息科技、医疗健康业变得更具有吸引力，大量廉价资金的涌入催生了一个个独角兽，鉴于其市场规模和垄断地位，投资者对其巨额亏损态度宽容。

然而企业不能永远加杠杆继续回购，投资者也不能永远容忍企业亏损。亏损企业将不得不通过 IPO 退出，那么公开市场盈利将被拖累，亦或因为估值低而放弃上市，主动选择战略收缩、裁员节省开支。随着资金面的捉襟见肘，美国企业的选择面将越来越窄，美国经济在连续扩张十年之久后，也将完成均值回归。

风险提示：美国经济超预期回升；美联储宽松超预期

作者

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



信贷活动产生经济周期。经济好的时候，大家借钱，导致经济活动热度不断的上升。经济不好的时候，大家减少投资、还钱，就会导致经济以更加剧烈的速度下行。**由于信贷同时创造了购买力和债务，因此增加信贷是好是坏，取决于能否把借款用于生产性目的，从而创造出足够多的收入来还本付息。**——《债务危机》

一、危机的信号

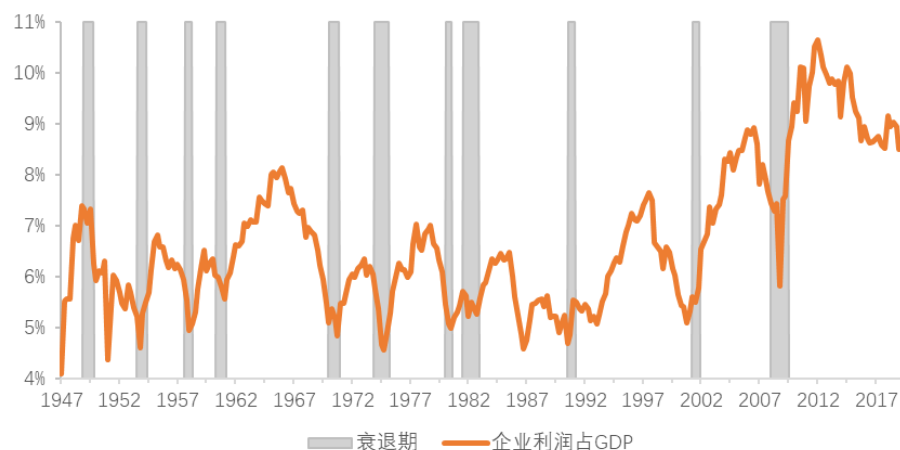
2018 年以来，美国经济表现出超过其他经济体的强劲。一个短期可见的原因是特朗普在经济周期的高点推行了大规模减税的积极财政政策，这么做是反常的，因为通常财政政策是逆周期的，通常在经济衰退来临的时候，才会大规模减税、扩大财政支出、扩张财政赤字。2018 年末，美股和全球市场都出现了明显的下跌，对 2019 年美股的悲观是一致预期，但 2019 年美股创 2013 年以来最大涨幅。2019 年美股的上涨到底是 2009 年以来十年上涨的延续，还是 2018 年震荡调整之后新一轮上涨的开始，仍然是一个有争议的问题，但没有争议的是，2019 年美股上涨的主要原因是美联储态度发生巨大转向，半年内连续三次降息并重启扩表支撑了摇摇欲坠的估值，但更多美国企业的基本面表现出恶化而不是改善。

在这个情况下，我们把自相矛盾的软硬数据和善变的资本市场先放在一边，回到一个朴素的问题上——美国经济是否已经有了出现危机的迹象？如果有，这次风险从哪儿开始？在问题开始之前，我们建议先不要对“危机”这个词感到恐慌，特别是经历了 2008 年全球金融危机的投资者，因为每次“危机”的结果都不尽相同，例如 1990 和 2001 年的影响就远比 2008 年轻微，而且经历了 2008 年这样大规模危机之后，金融监管和全球政策协同对处理大规模危机的经验也有了明显提升。危机的后果取决于危机产生的原因以及采用什么样的应对措施，重要的是在危机到来时有所准备。

世界上没有两次完全一样的危机，但每一次危机爆发的原因都有相似性——债务庞氏化。在一个典型经济周期的前半程，企业能够通过信贷赚取足够的利润，而后半程，企业利润增长停滞，此时 GDP 虽然还在增长，但是由不产生收入的债务增长支撑，当企业利润无法覆盖债务时，危机也就随之而来。历史上，当企业债务增速超过 GDP 增速、但企业利润增速不及 GDP 增速时，危机可能就在不远处。

金融危机后美联储一年内将利率下调为 0，这一利率区间维持了整整 7 年，低息周期之长为美联储历史上首次。同时美联储推出非常规货币政策，通过购买国债的方式向市场投入超过 4 万亿美元，鼓励各行业举债扩张，带动包括制造业、服务业、产品和出口等多项经济数据的触底反弹。但这些债务创造了 GDP，却没有创造出相应的利润——美国企业的总利润仍停留在 2014 年的水平，企业利润占 GDP 停留在 2005 年的水平。

图 1：当企业利润增长不及 GDP 增长时，经济可能会发生衰退

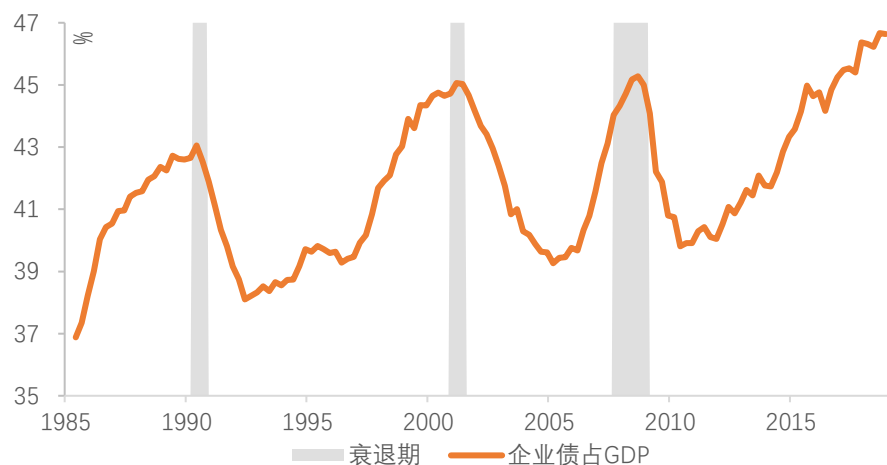


资料来源：Federal Reserve Economic, 天风证券研究所

企业的债务危机正在临近。

第一， 美国企业负债相对水平位于历史高点。十年来，企业在低利率的环境中不断增加负债， 非金融企业部门债务占 GDP 的比例从 2010 年的 40% 上升至创纪录的 47%。

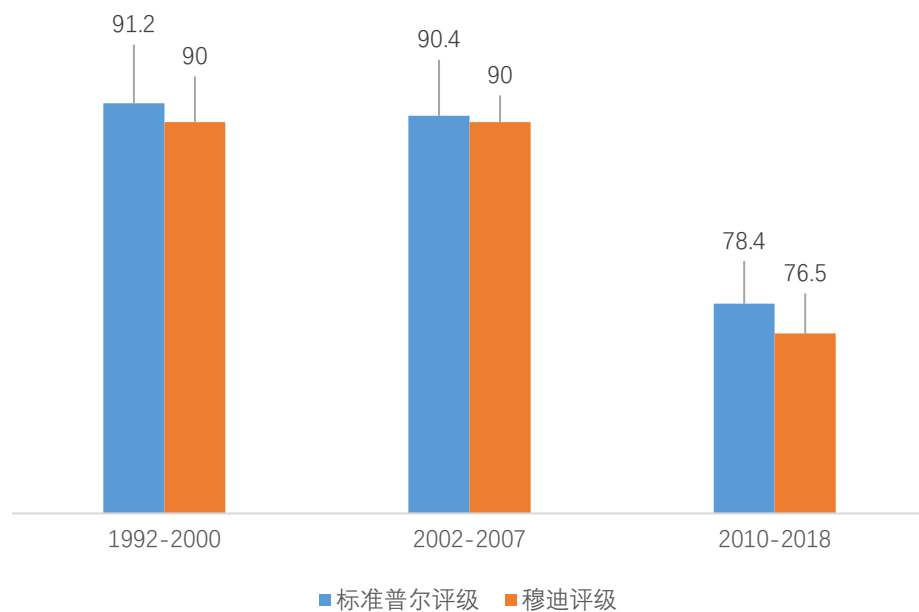
图 2：非金融企业债务占 GDP 比例超过历史高点



资料来源：Federal Reserve Economic, 天风证券研究所

第二，企业的负债质量正在下降。根据标准普尔（S&P）和穆迪的评级数据，当前扩张周期期间发行的债务质量低于之前的两次复苏。在 1992-2000 和 2002-2007 复苏期间，公司债券发行中投资级评级占比均在 90% 以上。然而，在目前的复苏（2010-2018）期间，投资级债券的比例已下降至 77%。

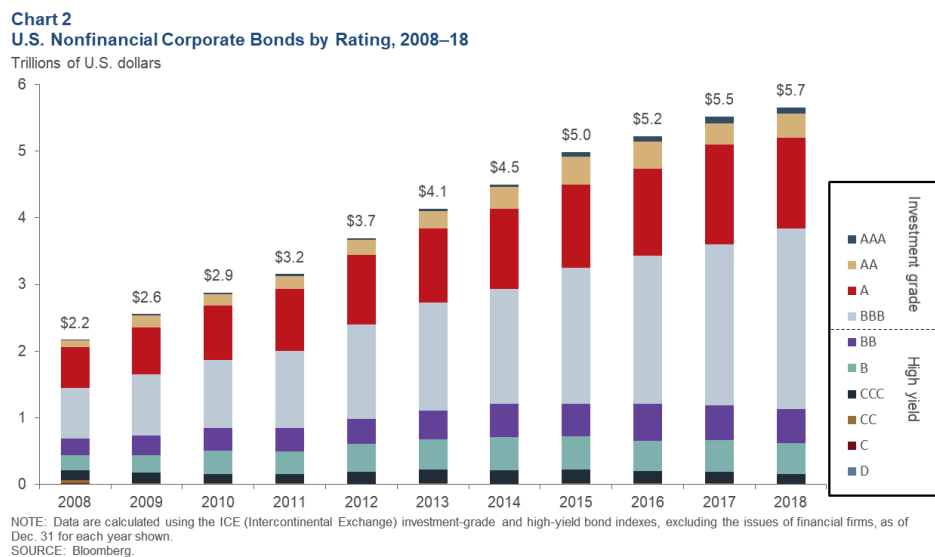
图 3：投资级债券比重下降



资料来源：Thomson Reuters，天风证券研究所

而在投资级债券里，最低级别评级的 BBB 占比超过 60%，而 BBB 极易落入垃圾债范畴，引发保守投资者如养老保险机构的抛售。包含 BBB 的“类垃圾债”级别占公司债整体从 2010 年的 43% 升至如今的 75%。

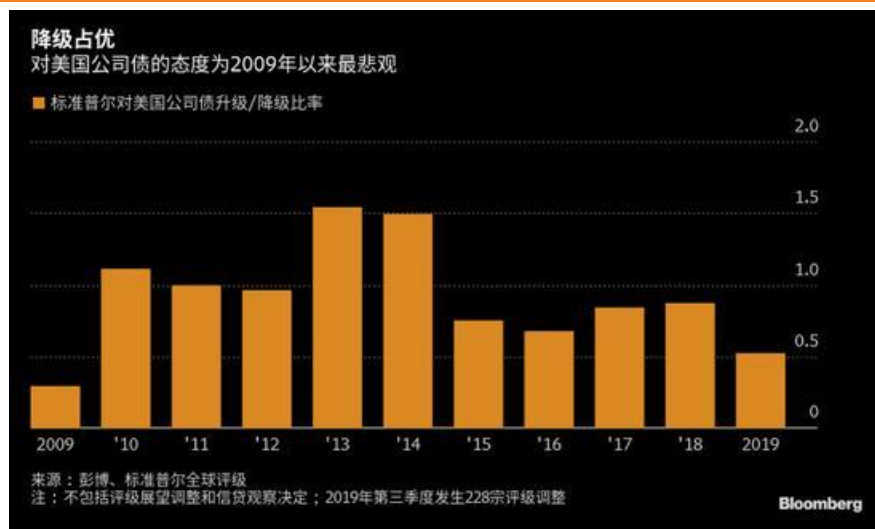
图 4：非金融公司债券评级



资料来源：Bloomberg，ICE，天风证券研究所

2019 年美国企业债评级的下调比例已经升至 2009 年以来最高。2019 年，标准普尔下调了 676 家发行人的评级，上调 352 家，升级/降级比率为 0.52，为 2009 年以来最低，其中有 580 家的降级发生在高收益债类别，也就是说，低评级企业的债务状况在进一步变差。

图 5：去年美国公司债信用评级上调与下调之比为 2009 年以来最低



资料来源：Bloomberg，标准普尔全球评级，天风证券研究所

第三，企业的违约风险正在累积。

企业利润只要能覆盖利息，债务大概率就不会违约。但美国企业的总利润仍停留在 2014 年的水平，企业利润占 GDP 停留在 2005 年的水平，按照美国经济分析局（BEA）国民收入基本账户（NIPA）对企业利润的统计方法，美国企业利润在 2013 后基本没有增长。不过美国上市公司的财报却显示：标普 500 公司 non-GAAP EPS 盈利在记录新高附近。国民收入基本账户（NIPA）标准和上市公司标准的企业盈利分歧主要来源于两点：1.非公开市场企业亏损；2.公开市场股票回购。这两个原因引发利润数据分歧的原因，同时可能也是引发美国企业债务危机的根源，我们将在后文详细解释。

“僵尸上市企业”的占比数量达到了危机前的高点。我们将“三年时间里 EBITDA 与利息比率低于 1，市值超过 5 亿美元的美国上市企业”定义为僵尸企业（zombie company）。自 1990 年以来，美国股市的僵尸企业数量成比例地增加，达到全部上市企业的 8%，已经接近 2004 年的水平。当时的情况是，美联储 2004 年开始加息，金融货币条件收紧，负债成本上升，一部分企业出现资不抵债，被迫重组或宣布破产，表面上看 2006 年之后僵尸企业的数量下降了，但实际上是企业债务通缩和被动去杠杆的过程，成为金融危机的直接原因之一。金融危机之后，美联储通过降息和 QE 压低长端利率，使得高杠杆企业有了更多的生存空间，僵尸企业的比例再度回升。

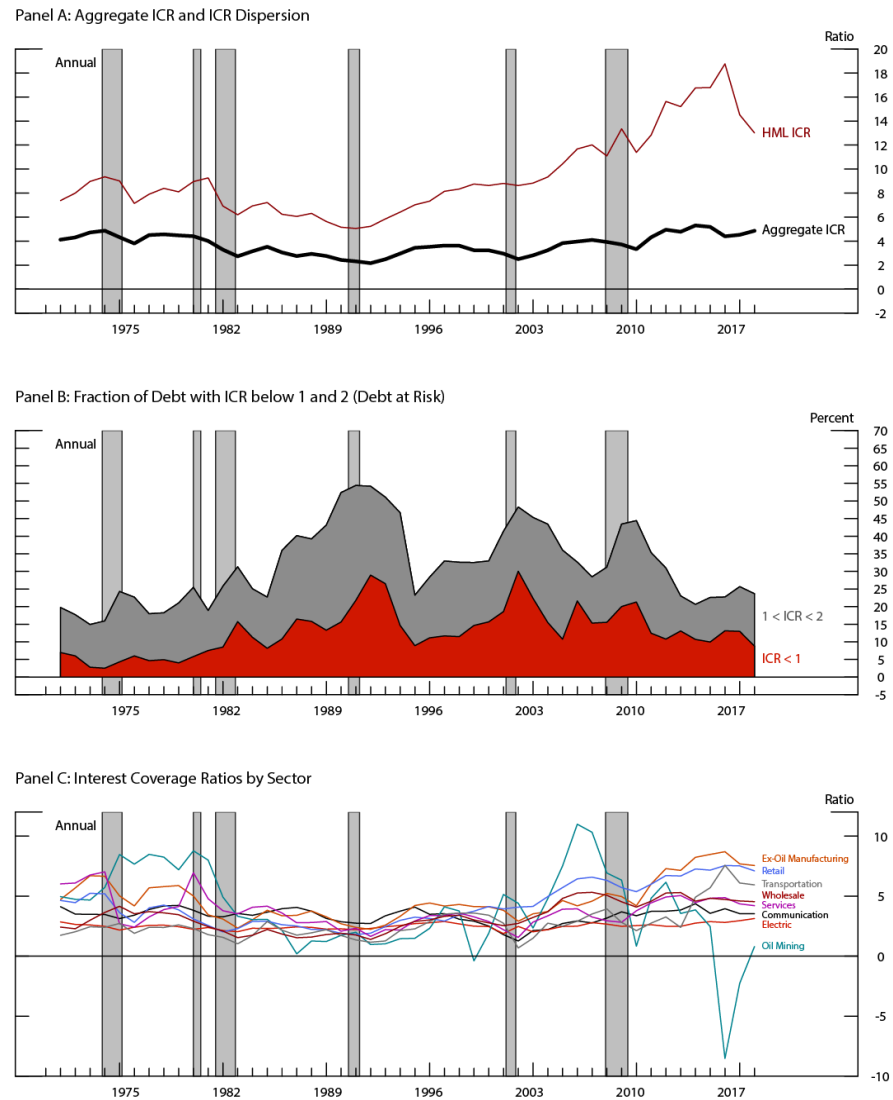
图 6：僵尸企业占比回升



资料来源：Factor research，天风证券研究所

美联储 2019 年一月的工作报告显示美国企业整体利息覆盖率在 4.5 左右 (下图 A: aggregate ICR), 处于历史较高水平, 且 ICR 低于 2 的企业比例处于历史低位。但风险的累积并不平均, 不同行业、不同公司的偿债能力有较大差异。美联储用利息覆盖率离散程度 (HML ICR) 代表利息覆盖率在不同行业的异化, 该指标在 1990 年后一路上扬, 特别是在 2010 年后加速, 能源价格下跌和回升导致的油气行业的利息覆盖率大幅波动主导了该指标在 2016 年的触顶和后续的回落。但即使除去油气行业, 利息覆盖率在不同行业表现分化的特质依然较为明显。

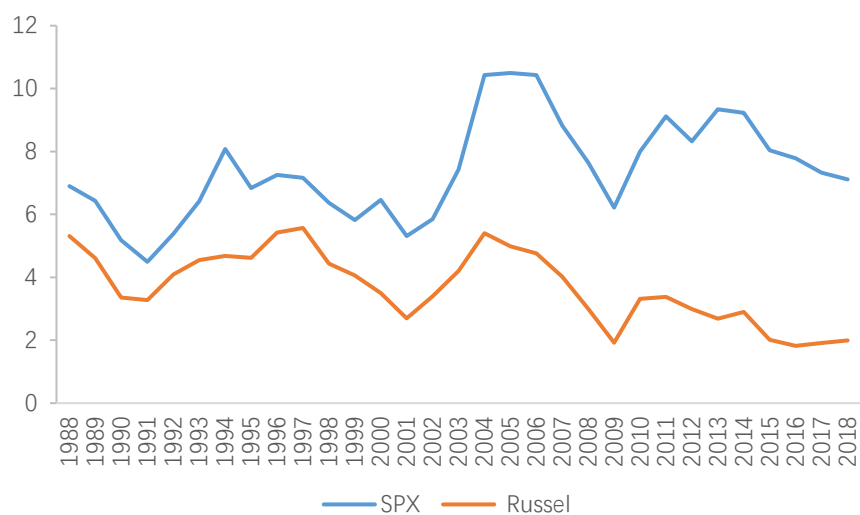
图 7: 美联储用利息覆盖率离散程度



资料来源: Federal Reserve Economic, 天风证券研究所

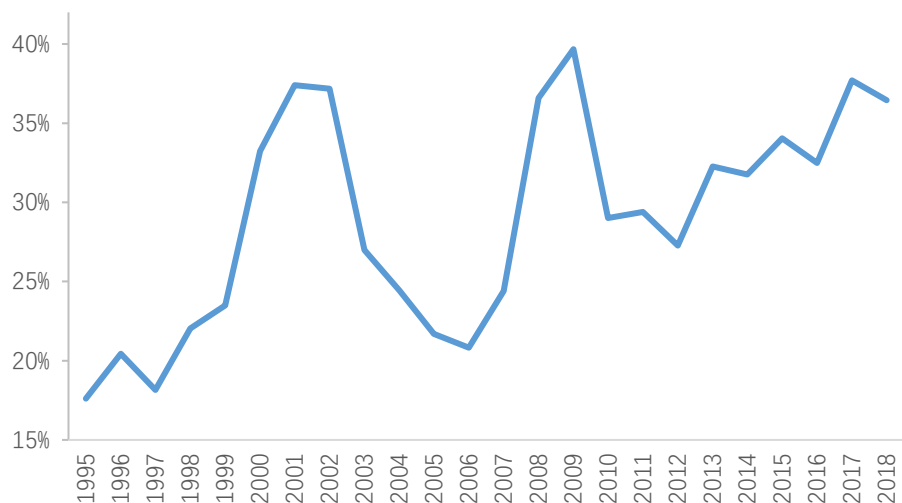
中小企业的债务风险已经超过危机前水平。中小企业的利息覆盖率比大企业更低, S&P 500 企业利息覆盖率中位数为 7.1, 相比之下, Russel 2000 企业利息覆盖率中位数不到 2, 为历史最低水平。Russel 2000 中亏损的企业比例达到 36.5%, 已经远远超出历次危机前的水平。

图 8: 标普 500 和 Russel2000 利息覆盖率中位数



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

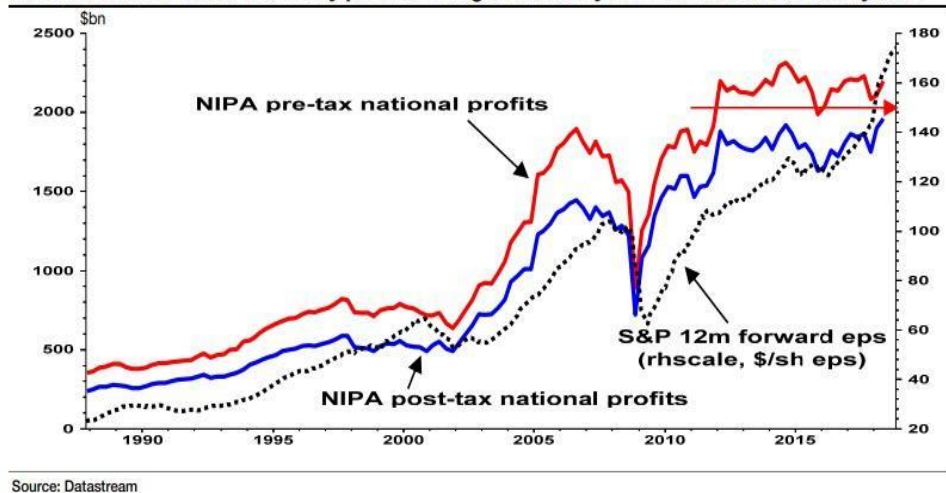
图 9：Russel 2000 中亏损企业百分比



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

图 10：NIPA 企业利润与标普 500 EPS 的分歧

Who to believe? Whole economy profits have gone virtually nowhere for the last few years.



资料来源：Datastream, 天风证券研究所

另一方面，从负债用途的角度，我们也注意到了相同的现象：美国上市公司的负债是主要用于一级市场的并购/LBO 和二级市场的回购/发放股利。

Compustat 计算了 2010-2018 年美国上市公司资产变动和负债变动的相关性系数，整体而言，增加的负债和资本开支或无形资产投资这类提高生产力或直接产生生产性收入的资产的相关性很低，不超过 6%，而和再融资或股票回购、发放股利所增加资产的相关性超过 30%。从垃圾债和杠杆贷款发行的债务数据来看，2009 年之后，再融资占据了企业债务用途的很大比例；2014 年之后，用于并购/LBO 和回购/发放股利的企业债务占比有了明显提升。

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_6957

