

美国企业债务风险评估

2022年07月27日

美国企业部门杠杆率在金融危机后持续上升。近期美联储快速紧缩，市场开始担忧美国企业部门债务风险，尤其关注债务风险的衍生影响。

► **美国企业部门债务持续积累，市场担忧企业债务危机。**

近期美国企业倾向于通过资本市场完成负债融资，高风险债务的确有所积累。

1980年代以来，债权类证券（主要是公司债）和非银贷款在美国企业融资渠道中的重要性不断提高。高收益债和杠杆贷款分别是以上两种融资渠道的高风险债务代表。近年美国企业部门高收益债和杠杆贷款的发行规模较为可观。

部分指标显示，投资人对美国企业债务风险的担忧近期有所加深。

油气公司在美国高收益债发行人中占据重要位置，讨论高收益债绕不开油气公司。目前油价位于历史较高水平，高收益债利因此偏低，这或可低估了美国企业部门债务风险。一些债务风险指标，如美国投资级公司债 CDS 指数，近期已经快速走高。表明市场开始担忧美国企业部门的债务风险。

► **美国企业部门的债务风险究竟何如？风险虽在累积，然而中短期暂且无忧。**

因为财务状况总体健康，美国企业内部偿债能力较高。疫情之后，美国非金融企业总体负债率有所下降，利息覆盖率则是上升至 2000 年以来最高水平。

因为银行贷款和杠杆贷款融资顺畅，美国企业外部融资能力目前也不错。缩表持续推进，美国商业银行资产负债空间释放，银行可加大信贷投放。同时，加息环境下，杠杆贷款（通常是浮动利率）更受投资人欢迎。

部分企业偿债能力下降，并且高收益债发行渠道也在收缩，企业债务的尾部风险的确在积累。利息覆盖率后 25%分位数的企业，利息覆盖率比率仍为负值，不及 08 年美国金融危机时期。此外，因投资者担忧企业债务压力和通胀水平，公司债发行难度加大。2022 年上半年，企业高收益债发行量已大幅低于去年同期。

总言之，美国企业部门财务状况较为健康，融资压力不大，中短期内债务风险相对可控。但资质较差企业的债务风险已在积累，总体融资条件也在边际走弱。

► **企业债务压力增大，或导致公司债发行受阻，影响上市公司股票回购行为。**

近年来，美国企业进行股票回购的资金来源与公司债发行日益相关。公司债发行量降低势必会影响到其背后支撑的股票回购活动。回购规模的降低或将影响美国上市公司的盈利水平，并降低流入权益市场的资金，进而影响美股走势。

据我们测算，2022 年公司债发行规模或将低于 2021 年 5600 亿美元，进而减少股票回购资金约 1550 亿美元。

► **即使企业债务风险暴露，也难改美联储紧缩的货币政策取向。**

理论上，若未来企业债务风险继上升，美联储或将因为债务风险因素，重新考量货币政策取向。企业债务压力能否推动美国货币政策取向转变？

疫后美联储创设了一系列流动性工具，可直接作用于实体及金融中介，有助于平抑债务风险。因而局部债务风险不足以让美联储改变总量政策取向。

一级市场企业信贷便利(PMCCF)和一级交易商信贷便利(PDCF)是两个典型的例子。此外，这类工具带有强烈的信号意义，可以让美联储不实际投入过多资金的同时，改善企业的融资条件。

► **风险提示：**美国经济下行超预期；对美联储货币政策理解不到位；美国通胀失控风险。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

研究助理 谭浩弘

执业证书：S0100121110017

电话：18221912539

邮箱：tanhaohong@mszq.com

相关研究

- 1.宏观专题研究：客观看待当下中国地产问题-2022/07/26
- 2.宏观专题研究：日本会点燃海外新一轮紧缩交易吗？-2022/07/21
- 3.宏观专题研究：欧债危机？只是风满楼-2022/07/19
- 4.宏观专题研究：经济的上限和下限-2022/07/16
- 5.100BP 加息或正迫近——美国 6 月 CPI 点评-2022/07/14

目录

前言	3
1 当下美国企业债务风险备受关注	4
1.1 近年美国企业融资呈现“去银行信贷”趋势	4
1.2 美国企业部门债务风险引发市场担忧	5
2 当前美国企业债务有压力但风险低	8
2.1 内部偿债能力：财务状况总体健康	8
2.2 外部融资能力：信贷融资总体顺畅	9
2.3 小结：无近忧，或有远虑	10
3 当前美国企业债务状况的两点衍生影响	11
3.1 企业债务问题或难阻美联储货币紧缩	11
3.2 美国企业股票回购或放缓，并拖累美股走势	12
4 风险提示	14
插图目录	15

前言

市场对美国企业债务的担忧由来已久。由于美国企业部门杠杆率多年来一直保持上升势头，只要美国经济放缓，或美联储收紧货币政策，关于企业债务危机的讨论便会“重出江湖”。

2022 年上半年，美联储因高通胀已经累计加息 150BP。下半年，市场预期美联储至少仍会加息 175BP。在快速收紧的货币政策下，美国经济增速趋于放缓，许多美国知名企业财报均不及预期，公司债信用利差也显著走扩。美国企业的债务风险也越来越受市场关注。

对于大部分投资者来说，其关注点并不局限在美国的信用债市场。相反地，美国公司债背后所牵涉的股票回购、债务风险暴露后美联储政策的走向等问题，可能才是他们的焦点所在。因此，本文在评估美国企业部门的偿债风险之外，还尝试分析当前企业债务状况对资本市场与货币政策的衍生影响。

1 当下美国企业债务风险备受关注

探讨债务风险之前，我们要先了解美国企业的负债结构，以及融资方式的变迁。

1.1 近年美国企业融资呈现“去银行信贷”趋势

1980 年开始，美国企业融资开始向资本市场倾斜，对银行的直接依赖程度降低。

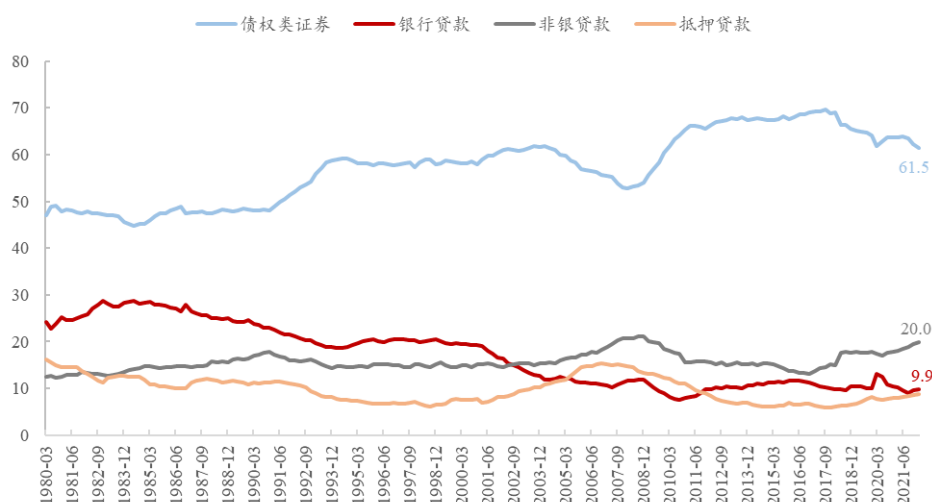
银行向企业提供融资主要通过两种方式：银行工商业贷款和抵押贷款。1980 年以来，企业从银行融资的比重开始不断下滑。

在美国非金融企业的负债端，银行工商业贷款和抵押贷款占对外融资的比重分别从 1980 年一季度的 24.2%、16.2%，下降到 2022 年一季度的 9.9%、8.7%。与之对应的是，债权类证券融资和非银贷款的比重分别从 47.1%、12.5% 上升至 61.5%、20.0%。

债权类证券指的是美国企业从资本市场直接发债融资。同时，非银贷款的借款人以共同基金、对冲基金等投资机构为主，同样属于资本市场。

我们可以说美国非金融企业的“融资天平”逐渐从商业银行向资本市场倾斜。

图1：美国企业融资对银行贷款依赖降低（单位：%）



资料来源：美联储，民生证券研究院

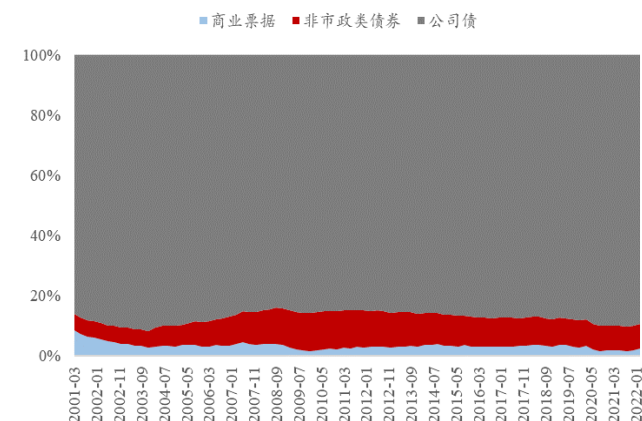
债权类证券融资中，以公司债为主。2022 年上半年公司债发行有所下滑。

债权类证券是目前美国非金融企业最为主要的融资手段，债权类证券又主要分为三类：商业票据、市政债券和公司债。公司债一直以来都是美国非金融企业最主要的债权证券融资通道，截至 2022 年 1 季度，比重达 89.3%。

2020-2021 年，由于美联储实行零利率政策，美国公司债发行量大幅飙升，2020 年美国公司债发行额达 2.27 万亿美元。

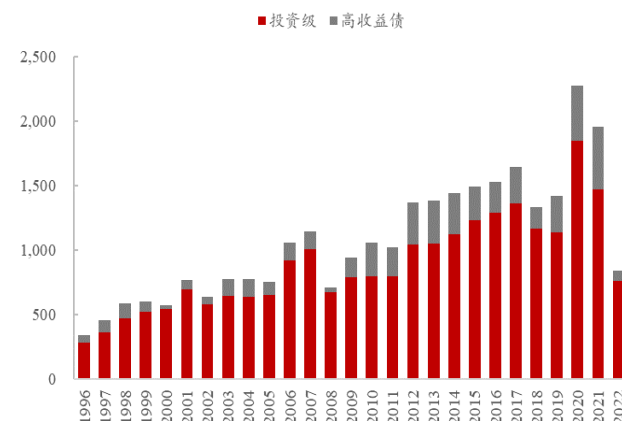
2022 年以来，由于美联储快速加息，叠加经济下行的担忧，美国公司债发行额明显下降，上半年发行额仅录得 8385 亿美元，低于 2021 年同期的 1.14 万亿美元。2022 年上半年美国公司债发行量的下降主要是受高收益债拖累。

图2：债权证券融资以公司债为主（单位：%）



资料来源：美联储，民生证券研究院

图3：美国公司债发行规模（单位：十亿美元）



资料来源：SIFMA，民生证券研究院，数据截至2022年2季度

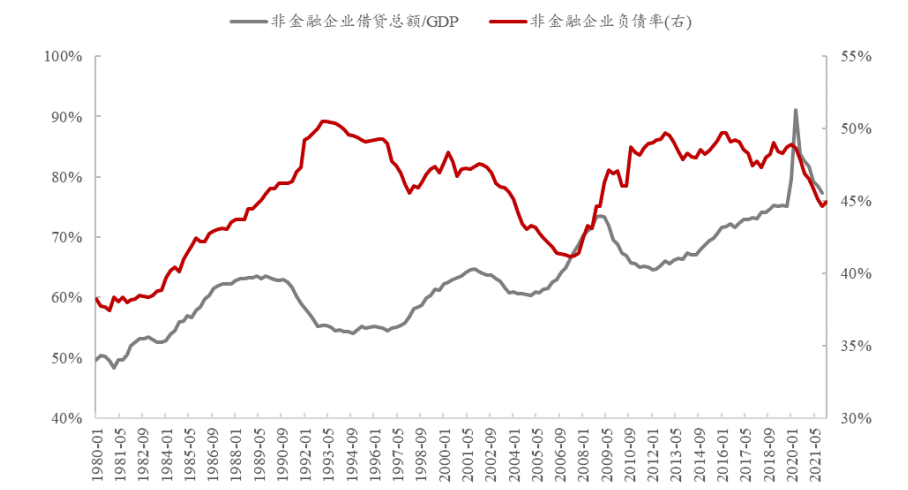
1.2 美国企业部门债务风险引发市场担忧

与美国居民部门在2008年金融危机后长达十余年的去杠杆不同，美国非金融企业部门杠杆率在金融危机后继续攀升。

截至2021年4季度，BIS统计的美国非金融企业部门杠杆率77.3%，高于金融危机时的峰值。另外，虽然美国非金融企业负债率在疫情后有所下降，但主要是所持企业权益上升较快所致。

高企的债务杠杆，连带隐含的债务偿付压力，目前市场高度关注美国企业部门债务风险。

图4：美国非金融企业部门杠杆率（单位：%）



资料来源：BIS，美联储，民生证券研究院

担忧之一，低利率催生了美国企业部门高风险债务规模增长过快的风险。

美国企业借用杠杆贷款，并发行高收益债，高风险债务扩张较快。

机构杠杆贷款属于“团体贷款”（Syndicated Loans）的一种，其中（以标普标准为例）评

级低于 BB+，或贷款利率高于 LIBOR 利率 125BP 以上，且具有分层机构的贷款，属于“杠杆贷款”。由此可见，杠杆贷款的借款人一般资质较差，故贷款风险较高。

近 20 年来，美国杠杆贷款市场不断壮大。疫情之后，借零利率的“东风”，美国杠杆贷款和高收益债发行均较为可观，企业积累了一定的高风险债务。

图5：美国企业融资对银行贷款依赖降低，公司债融资比例上升（单位：十亿美元）



资料来源：美联储，S&P，民生证券研究院

担忧之二，高油价之下美国企业债务风险被暂时隐藏。

美国企业高收益债中，发行者为油气公司的比重较高。如果只看总体的利差指标，当前高企的油价可能会使美国企业债务风险被低估。

历史上我们常常看到高收益债利差和油价呈现显著的负相关关系。首先是因为高收益债利差本身是经济热度的领先指标，当经济需求较差时，投资者抛售高收益债。油价同样对即期的供需比较敏感，因此两者联动性较高。

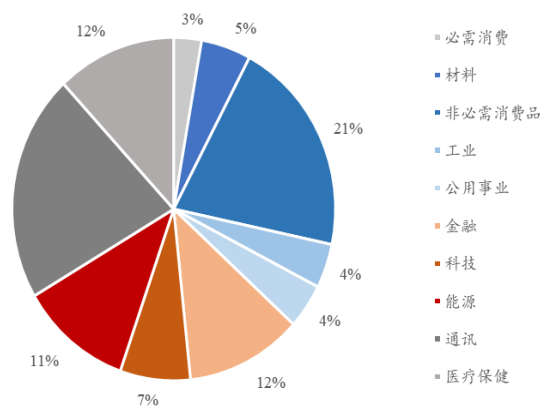
另外，油气公司在美国高收益债发行中扮演着十分重要的角色，**目前美元计价的高收益债中，面值总额的 11% 为能源公司。**油价和油气公司的利润与偿债能力息息相关，因此油价和高收益债利差关系同样密切。

图6：高收益债利差和油价相关（左：% ，右：美元）



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

图7：能源公司在高收益债中比重较高



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院，数据截至 2022.07.20

由于地缘政治、能源转型和长期资本开支不足等一系列因素，目前全球能源价格仍维持在高位。偏高的能源价格让油气公司发行的高收益债不再具有高风险，因此即使市场预期美国经济衰退，美国高收益债利差上升幅度仍比较有限，当前仍远不及疫情初水平。偏高的油价带来的较低利差或让美国企业债务风险被低估。

但另一些债务风险指标，如北美投资级公司债 CDS 指数，在近期已经快速走高，十分接近 2020 年新冠疫情爆发时的水平。

图8：高收益债利差上升幅度有限（左：BP，右：%）



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

图9：市场交易公司债违约概率大幅上升



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

2 当前美国企业债务有压力但风险低

2008 年美国金融危机后，美国非金融企业部门的杠杆率继续上升，且累积了一定的高风险债务。那么如何衡量企业部门的债务风险？一般来说，企业通过两大途径筹措还债资金。一是内部融资，即通过自身经营现金流偿还债务；二是外部融资，即通过融资“借新还旧”。下文我们从这两个途径对美国企业部门的债务压力进行分析

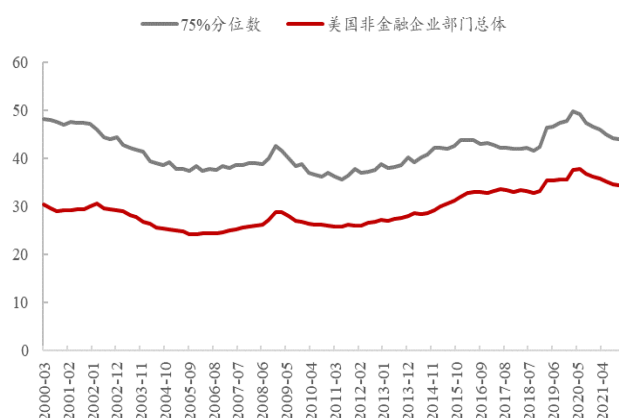
2.1 内部偿债能力：财务状况总体健康

疫情以来，美国企业部门债务负担有所下降。负债率下行，利息覆盖率反弹，中位数利息覆盖率为 2000 年以来最高。

截至 2021 年底，美国非金融企业负债率（债务/总资产）较疫情前有所下降，总体负债率（34.36%）高于 08 年金融危机时的水平。美国非金融企业利息覆盖率（EBITDA/利息支出）较疫情期间反弹明显，总体利息覆盖率（3.82）达到了 2000 年以来的最高水平。

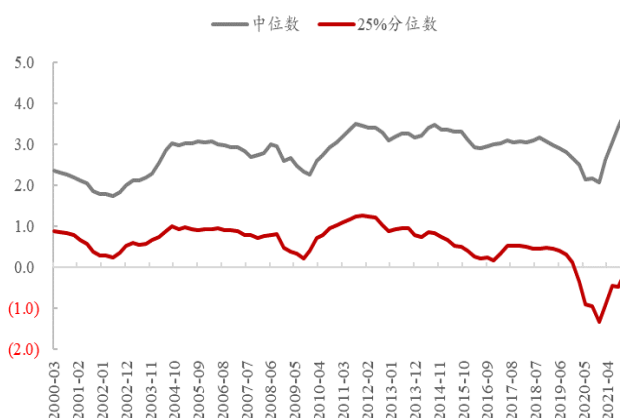
但在利息覆盖率上，结构分化明显。利息覆盖率后 25%分位数的企业该比率仍为负值，不及 08 年美国金融危机时期。

图10：非金融企业负债率（单位：%）



资料来源：美联储，S&P，民生证券研究院

图11：非金融企业利息覆盖率（单位：倍）



资料来源：美联储，S&P，民生证券研究院

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_44493

