

债务之忧：从美国失业率拐点到下一次危机来临

——“美国失业率拐点”系列之二

宏观专题报告

2019年08月12日

报告摘要：

美国失业率触底回升是企业债务负担触顶的领先指标，当前企业债务负担已超上一轮峰值，触顶概率逐渐上升。十年来大量增发的 BBB 债券为危机埋下种子。结合 BIS 相关数据和资料，我们推算美国企业债务周期将在 2020 年三季度触顶。

● 美国失业率低点领先于企业债务负担顶点，企业债务周期可能已进入中后阶段

失业率触底回升往往预示着衰退将要来临，领先债务负担顶点三个季度左右。企业在债务过重时，一般会先通过裁员减少人力成本支出，缓解流动性压力。失业率上升导致居民消费支出下降，使得企业营收压力加大，债务负担继续上行，两者形成恶性循环，最终导致债务进入去杠杆阶段。因而，失业率低点会早于债务顶点。当前美国企业部门杠杆率已超上一轮周期峰值，企业债务触顶的概率在上升。

● BBB 企业债券存在超发危险，债务周期触顶或在 2020 年三季度

BBB 企业债券是推动企业债务增长的主要动力。从 2008 年以后，企业债券增量超 3 万亿美元，其中 BBB 债券增量就达 2.2 万亿美元，占比从 08 年的 36.4% 上升至 18 年的 47.4%。该类债券仅高于垃圾债一个等级，随时有降级风险。企业发债融资大量用于股票回购、分红和兼并等非发展途径，推动标普 500 指数十年翻了接近三倍。债务备付率 (debt-to-service ratio) 进入上行触顶阶段，可能在 2020 年三季度达到峰值。根据 BIS 数据显示，美国债务备付率在 2011 年至 2014 年处于复苏下行阶段，2015 年后不断上行。随着美联储降息周期开启，备付率通常会继续上行一段时间探寻顶部。我们依据 BIS 公式乐观推算，该指标将在 2018 年 Q4 的 7 个季度以后达到峰值，即 2020 年三季度。

● 美国其他负面因素也在积累

美国其他负面因素包括但不限于美联储独立性受质疑、贫富分化加剧、民粹主义及保护主义盛行等。尽管美联储始终强调其仍具有独立性，但这一观点因特朗普不断对其施压而饱受质疑。金融危机后，美国贫富分化加剧，民粹主义愈演愈烈，叠加贸易保护主义盛行，各种负面因素聚集，或加大美国经济走向衰退风险。

● 未来展望：警惕 2020 年美国衰退风险

美国经济增速放缓加速企业债务泡沫破裂，两者相互促进可能导致经济衰退。尽管当前美国经济基本面没有出现明显恶化，但随着经济增速放缓和债务负担增加，企业债务泡沫的破裂恐将难以避免，导致经济进入萎缩乃至衰退的地步。如果中美贸易争端继续升级，叠加美联储降息空间有限，一连串连锁反应将迫使美联储开启新一轮量化宽松。美联储和财政部都无法直接干预股市或购买股票，美股出现崩盘，加上评级公司的潜在评级下调风险，美国企业去杠杆周期恐将更快到来。

● 风险提示：

美国经济加速下行、降息效果不及预期、中美贸易争端升级等。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：xieyunliang@mszq.com

研究助理：毛健

执业证号：S0100119010023

电话：021-60876720

邮箱：maojian@mszq.com

相关研究

目录

1. 美国失业率触底回升领先于企业债务周期触顶.....	3
1.1 美国失业率低点出现往往预示着经济衰退将要来临.....	3
1.2 失业率低点是企业债务负担顶点的领先指标.....	3
1.3 美国企业债务周期更明显，现阶段可能已进入中后期.....	4
2. 美国企业债务在危机边缘游走.....	5
2.1 BBB 企业债存在超发风险.....	5
2.2 美国非金融企业偿债压力将要触顶.....	6
2.3 美国企业债务压力可能在 2020 年三季度达到上一轮峰值.....	7
3. 美国其他负面因素也在逐渐积累.....	8
3.1 美联储独立性问题屡受挑战，企业债务管不了.....	8
3.2 财富和收入差距扩大，民粹主义或将愈演愈烈.....	8
3.3 经济下行压力滋生美国保护主义，全球贸易争端频发.....	10
4. 未来展望：警惕 2020 年美国的经济衰退风险.....	11
风险提示.....	12

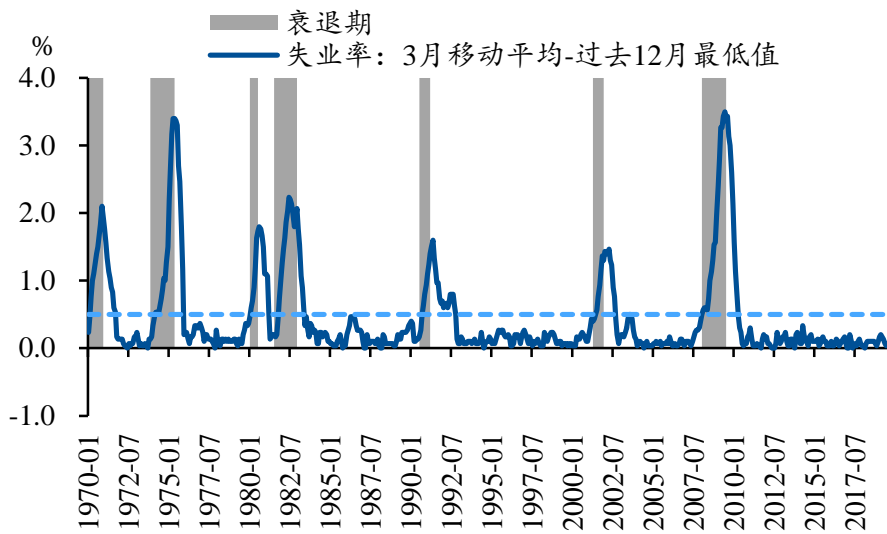
债务本身没有问题,在经济扩张时期加杠杆可以促进经济增长,但是在经济下行时期,举债速度过快以致超过自身负担,去杠杆甚至是经济衰退恐将难以避免。

1. 美国失业率触底回升领先于企业债务周期触顶

1.1 美国失业率低点出现往往预示着经济衰退将要来临

失业率低点出现是经济衰退开始的一个重要标志。确认美国经济衰退最直接的方法是等待美国国家经济研究局(NBER)宣布衰退来临,但这种方式具有滞后性。经济衰退的预测指标有许多种,最为著名的是国债利率倒挂,失业率相对被轻视。失业率具有作为衡量衰退指标的基础,快速上升往往是经济衰退的征兆。美国布鲁金斯研究所(Brookings Institution)发现:即便失业率处于低位,如果三月失业率移动平均值比过去12个月最低值高出0.5(0.4)个百分点,则经济已经处于或即将进入衰退的概率高达97%(76%)。根据历史数据观察,在每次衰退来临前数月,失业率波动依旧较小,一旦突破异动“红线”,失业率将迅速上升,意味着经济陷入衰退(图1)。

图 1: 失业率大幅跳升标志衰退期开启



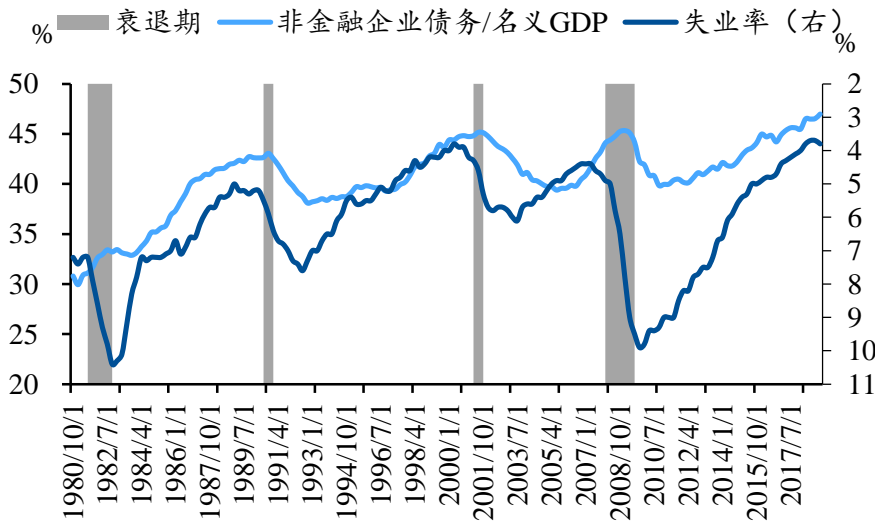
资料来源: NBER, Brookings Institution, 民生证券研究院

1.2 失业率低点是企业债务负担顶点的领先指标

失业率低点领先企业债务顶点三个季度左右。在债务周期触顶前,负债较重的企业一般做两件事:一是变卖资产套现来缓解流动性压力,避免债务违约;二是裁员降薪,节约人力成本支出。失业率拐点出现后,居民因收入下降而开始缩衣紧食,消费支出亦会出现下滑,造成企业营收压力进一步上升,推动债务负担继续上行。最终的结果就是债务泡沫破裂,去杠杆阶段开启。我们观察发现,1980年以后美国失业率拐点和债务顶点相差约3

个季度左右,例如2008年金融危机的失业率拐点出现在当年一季度,债务负担顶点在2009年一季度(图2)。

图2: 失业率低点领先企业债务负担顶点三个季度左右



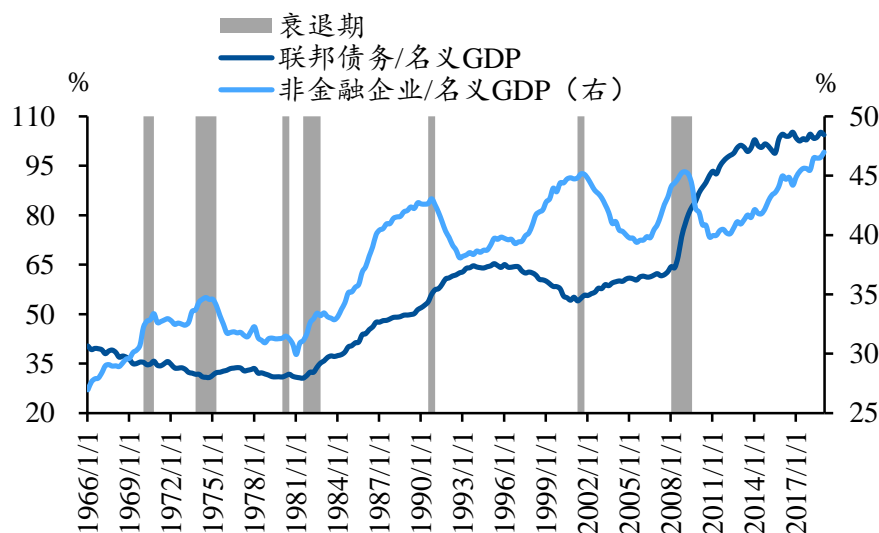
资料来源: FED, Wind, 民生证券研究院

1.3 美国企业债务周期更明显, 现阶段可能已进入中后期

相较政府和居民部门, 企业债务周期更加明显。美国政府为了刺激经济复苏和应对老年化社会, 不断提高自身杠杆来弥补财政赤字。虽然联邦债务存有隐忧, 但美国政府可以通过债务置换 (spread over time) 等手段缓和自身危机, 叠加美国政府的高信用, 危险性和爆发概率均较低。居民在经历2008年金融危机以后, 忧患意识明显加强, 债务负担降至1980年以来最低。相对的, 企业没有政府财政功能, 也不会学习居民不断降低杠杆和停止扩张。因而, 企业债务周期更为明显。一旦企业过度举债, 经济下行乃至衰退将会使其变得异常脆弱。

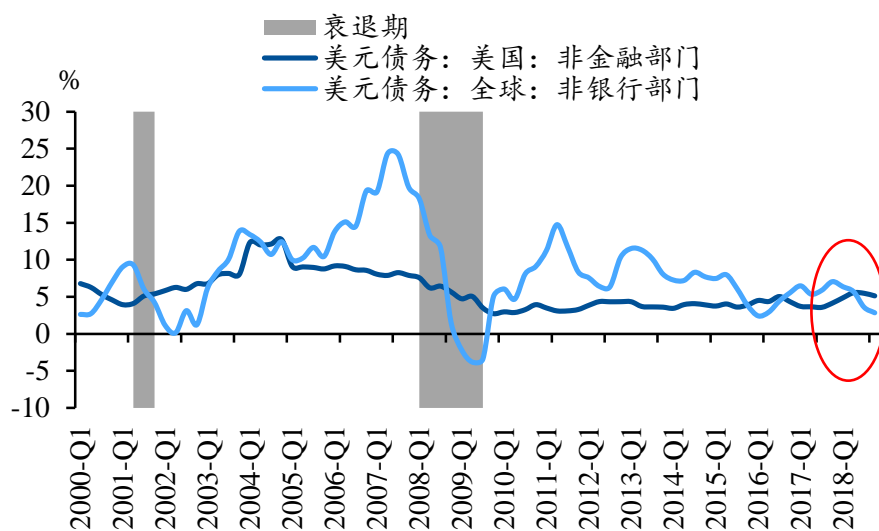
美国企业债务可能已进入中后期。从债务负担发展轨迹来看, 我们发现债务周期存在典型的四个阶段: 危机后复苏式下行、货币政策收紧后压力式上行、货币政策转宽松后上行触顶和去杠杆式快速下滑。当前, 美国非金融企业债务占名义GDP的比值已经超过2008年的峰值, 触顶可能性逐渐上升(图3)。货币政策收紧不代表企业债务增速会放缓。2015年年初美联储开始加息进程, 美国企业部门举债速度并未受多大影响, 债务负担持续上升, 反而是美国以外的企业受影响较大(图4)。

图 3：美国政府提升负债刺激经济，企业负债占比已超上一轮峰值



资料来源：FED，民生证券研究院

图 4：加息后美国企业发债速度先升后降，全球发债融资难度加大



资料来源：BIS，民生证券研究院

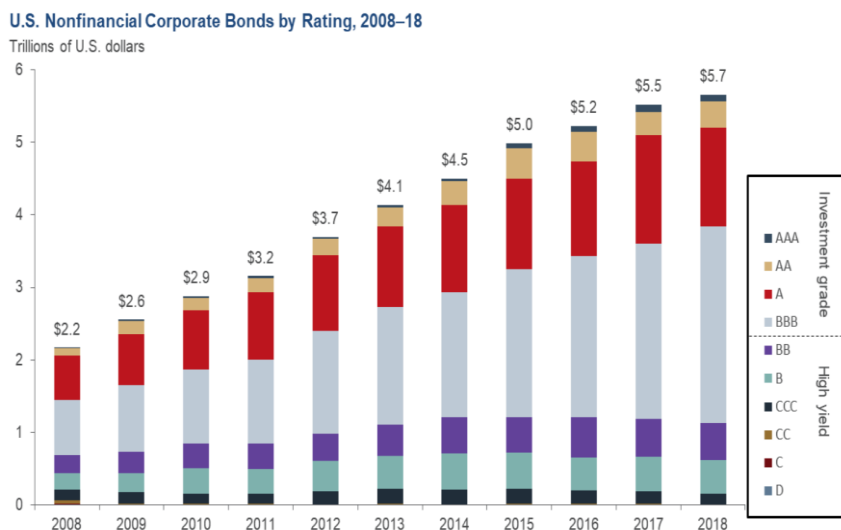
2. 美国企业债务在危机边缘游走

2.1 BBB 企业债存在超发风险

BBB 企业债占比上升快，多数企业发债不为发展。企业债务主要由债券和贷款组成。在债券方面，美国非金融企业债务总额从 2008 年的 2.2 万亿美元上升至 2018 年的 5.7 万亿美元，主要增长点为投资级别债务，特别是 BBB 企业债。BBB 企业债属于最低投资级别债券，仅仅高于高收益级别（垃圾债）一个等级。一旦企业基本面恶化并遭遇评级公司

下调其评级，还债压力将迅速上升，出现违约现象。BBB 企业债在过去十年里增加了近 2 万亿美元，占比从 2008 年的 36.4% 上升至 2018 年的 47.4%（图 5）。大多数企业发债并不是以经营和发展为目的，而是主要用于股票回购、分红和公司兼并等，从而推动股价上升，进一步提升发债融资能力。这是标准普尔 500 指数在十年内翻了接近三倍的主要原因之一（图 6）。

图 5：美国 BBB 企业债增发是拉动企业债务上升的主因



资料来源：FED Dallas President Robert S. Kaplan, Bloomberg, 民生证券研究院

图 6：标准普尔 500 从 2009 年谷底到 2019 年最高顶翻了近三倍



资料来源：Wind, 民生证券研究院

2.2 美国非金融企业偿债压力将要触顶

债务备付率（debt-to-service ratio）体现企业偿债压力。在此，我们使用国际清算组织（BIS）的美国非金融企业债务备付率来分析美国债务周期和当前状况。具体的公式为：

$$DSR_t = \frac{i_t}{(1 - (1 + i_t))^{-s_t}} * \frac{D_t}{Y_t}$$

i 是企业债务平均利率， s 是企业债务平均偿还期， D 是企业债务总量， Y 是企业总收入（BIS 使用美国 GDI 按照比例换算近似替代企业收入）。备付率低意味着企业偿债能力强，债务相对收入的压力较小。假设利率和偿还期是固定的，当债务增长快于收入增长时，债务备付率会逐渐上升，正如当前美国处于经济增速放缓阶段。需要注意的是，通过降息来降低债务利率一般难以抑制备付率上升，主要原因是低成本会吸引更多企业发债。

美国非金融企业偿债能力下滑，压力不久将要触顶。美国在 2011 年至 2014 年处于第一阶段，即危机后复苏阶段。此时利率较低，债务压力经过大规模去杠杆后处于低位，经济增速开始上行，债务备付率逐渐下降。当货币政策收紧后，发债成本加重，债务增速并没有明显下降，反而经济增速开始放缓，导致债务备付率快速上升，美国从 2015 年开始加息至 2019 年 7 月处于第二阶段，即压力式上行阶段（图 7）。当前，随着全球货币政策趋向宽松，即便美联储强调只是周期中的调整（mid-cycle adjustment），现实状况依然使得不少人认为十年来第一次降息标志宽松周期开启。短期内，我们预计备付率将继续上升探索顶部。

图 7：美国非金融企业偿债压力继续上行



资料来源：BIS，民生证券研究院

2.3 美国企业债务压力可能在 2020 年三季度达到上一轮峰值

美国非金融企业债务压力可能在 2020 年三季度达到上一轮峰值。首先，这一轮债务周期的顶部数值无法确定。从上两个峰值来看，2008 年的峰值低于 2001 年的峰值，所以现阶段的峰值存在低于 2008 年峰值的可能性，意味着非金融企业距离去杠杆阶段会更近。如果这一轮峰值等于 2008 年峰值，我们测算美国企业债务压力可能将在 2020 年三季度触

顶。根据 BIS 的计算公式，假设债务到期日（BIS 默认为 13 年）和债务利率（Bank Prime Loan Rate）保持不变，我们保守估计债务季度年化增速为 5%（BIS 数据显示 2011 年至 2018 年的平均增速为 10%，后阶段增速受周期因素影响可能会慢于复苏阶段），名义 GDI 年化季度增速为 4%（2011 年至 2018 年名义 GDI 平均增速，后阶段增速慢于复苏阶段），则从 2018 年四季度的 41.4 达到 2008 年第二季度的 44.3 需要 7 个季度（速算公式 $N=\ln(44.3/41.4)/0.01=7$ ），也就是 2020 年的三季度。我们在这里没有考虑降息和债务增速之间的动态均衡关系。如果利率下降吸引企业加速举债，叠加经济增速放缓加剧，顶部可能会来得更快一些。

3. 美国其他负面因素也在逐渐积累

3.1 美联储独立性问题屡受挑战，企业债务管不了

美联储鹰派降息受外界质疑其独立性。历届总统都爱在大选之前呼吁美联储降息，短期提振经济帮助在任者赢取选票，特朗普是其中的佼佼者。即便在降息以后，特朗普依然再次“甩锅”给美联储，指责其降息不够，拖累美国经济扩张。虽然美联储主席鲍威尔在不同场合反复强调独立性，但公众质疑并没有减少。独立性受损对今后美联储货币政策实施效果将是一大伤害。另外，今年早些时候特朗普就曾尝试“解雇”鲍威尔，只保留其理事职务，依据就是联邦储备法案中的“除非总统出于正当理由对其免职（unless sooner removed for cause by the President）”。一个“理由(for cause)”留下无限遐想。

美联储对企业债务已有警觉。美联储在危机中可以购买两房债务和国债等指定债务，但是对企业部门向来无能为力。美联储没有获得国会授权购买股票和企业债券，所以企业债务周期会更加明显。早在今年 3 月，达拉斯联储主席卡普兰就发文表示“企业债务在经济放缓中被加重（corporate debt as a potential amplifier in a slowdown）”，债务危机爆发也会提高经济衰退概率。当前美国企业违约率尚处于稳定状态，评级公司也没有大面积下调评级。但是，评级公司调整比较滞后，例如两房在被美国政府纾困前依然获得 3A 评级。

一旦山理证券公司对 BBB 乃至更高的企业进行下调，企业将被迫缴纳更多资本作为抵押

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_10787

