

杠杆贷款和 CLO 暗藏的尾部风险

证券研究报告

2020 年 05 月 01 日

作者

相比次级贷款和企业债，杠杆贷款具有第一留置权和抵押物支持两个缓冲垫，这使得杠杆贷款比相同公司发行的次级贷款和企业债权更加安全，历史违约率也更低。

本次疫情导致底层资产违约相关性升高，但到期偿还压力整体不大，违约风险较高的行业主要是能源。

银行持有的 CLO 评级整体较高，根据惠誉预测的违约率测算 100/150 亿美元的 CLO 违约，在美国银行整体的 17.8 万亿资产中占比较小，整体而言难以对美国银行业构成太大威胁。

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



2007-08 年的金融危机起源于美国房地产市场的泡沫的破裂，住房抵押贷款大面积违约，30 余家次级抵押贷款公司停业；购买了以次级贷款为底层资产的 CDO、MBS、RMBS 等金融衍生品的金融机构受到严重冲击，雷曼兄弟破产、美林被收购、“两房”被美国政府接管，金融机构不良资产问题最终引发一场全球性金融危机。

2020 年新冠病毒（COVID-19）全球性蔓延，由于其高传染性、高致死率各国为控制疫情蔓延均付出了极重代价，截至 2020 年 4 月 29 日，全球感染者超 310 万，累计死亡超 21 万，并且疫情尚未得到有效控制，随着新冠疫情对经济各部门冲击加深，停工停产、全球性供应链冲击、需求低迷等因素导致各行各业受到不同程度的冲击。

2008 年金融危机是居民过度加杠杆的结果，底层资产经过结构化分层、打包再加杠杆之后成为“有毒资产”，在当时 CDO 等金融衍生品是危机的主要推手。危机后 CDO 等衍生品的数量下降，但杠杆贷款和以杠杆贷款为底层资产的 CLO 等产品的数量逐年攀升，目前全球共有近 2.4 万亿的杠杆贷款与 7400 亿的 CLO 产品，主要为金融机构持有。

在美联储推出巨量货币刺激和针对性的信贷支持政策（如 PMCCF、SMCCF）的情况下，目前看投资级信用市场暂时稳住了，但是高收益级信用市场、杠杆贷款和结构化 CLO 的流动性并未明显改善。这些产品是否可能在此次全球性疫情的冲击下发生大面积违约并成为“有毒资产”，导致金融机构遭受大幅损失甚至倒闭，进而引发一场局部性甚至全局性金融危机呢？

我们认为：

- 相比次级贷款和企业债，杠杆贷款具有第一留置权和抵押物支持两个缓冲垫，这使得杠杆贷款比相同公司发行的次级贷款和企业债权更加安全，历史违约率也更低。
- 本次疫情导致 CLO 底层资产的违约风险相关性¹升高，但到期偿还压力整体不大，违约风险较高的行业主要是能源。
- 银行持有的 CLO 评级整体较高，根据惠誉预测的违约率测算 100/150 亿美元的 CLO 违约，在美国银行整体的 17.8 万亿² 资产中占比较小，整体而言难以对美国银行业构成太大威胁。

一、杠杆贷款与 CLO 市场情况

1. 杠杆贷款基本介绍

杠杆贷款（Leveraged Loan）是指金融机构将资金融出给本身就拥有很多债务、低评级、高杠杆（“杠杆”一词的由来）的公司，也可以称为优先担保贷款（senior secured loans）。它首先由一家或几家商业/投资银行（称为“安排人”，arrangers）组织、安排和管理。然后将其出售（或“银团贷款”，syndicated）给其他银行或机构投资者。杠杆贷款的资金主要用于（1）并购（M&A）例如杠杆收购（LBOs）（2）资产负债表的资本重组例如股票回购、发放股利等（3）债务再融资（4）其他公司业务目的。

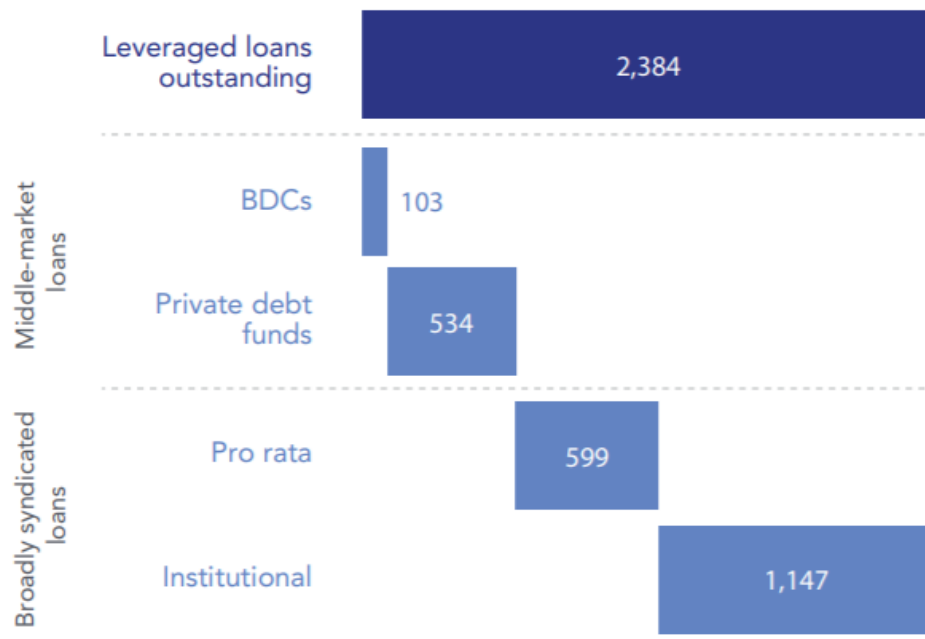
广义的杠杆贷款可以分为三种：（1）银行持有的循环信贷及摊销定期贷款（Pro Rata Loans）（2）机构投资者持有的长期贷款（TSBs, Institutional Leveraged Loans），前两者由于贷款的组织形式又称为大型银团贷款（Broadly Syndicated Loan, BSL）（3）非银行借贷的中型市场贷款（Middle Market Loans）。根据美国金融研究所（OFR）的估计，截至 2018 年底美国广义杠杆贷款市场

¹ 一组有关资产中，一个资产违约引起其他资产违约的可能性

² 截至 2019 年 12 月，美联储数据

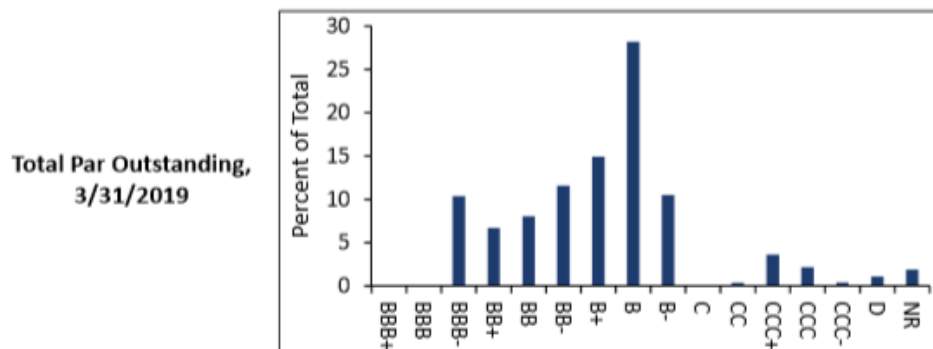
的规模达 2.4 万亿美元,其中大型银团贷款(BSL)占比 73%,尤其是 Institutional Leveraged Loans 规模近 1.2 万亿,是杠杆贷款领域关注的焦点,也是狭义上的杠杆贷款(由于数据的可得性后文主要关注狭义杠杆贷款)。按照标普的评级标准,杠杆贷款的评级均为非投资级(BBB- 及以下),主要是 B 级。

图 1: 杠杆贷款的分类及数量(十亿美元)



资料来源: S&P Global Market Intelligence, OFR, 天风证券研究所

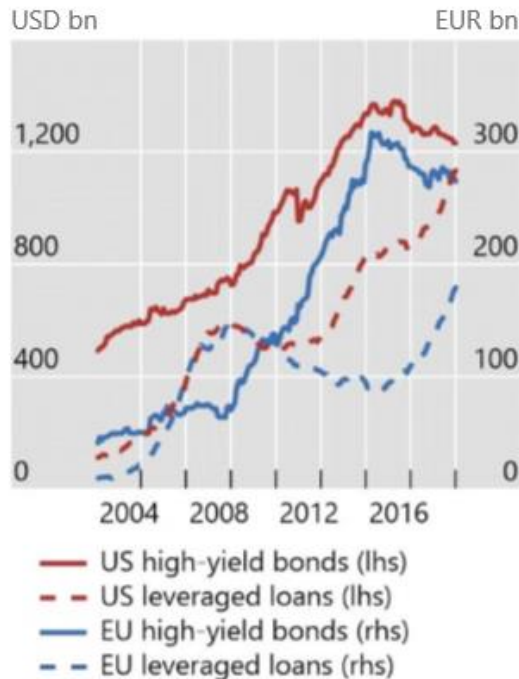
图 2: 杠杆贷款的评级大部分是 BBB- 及以下



资料来源: S&P Global Market Intelligence, OFR, 天风证券研究所

近年来,杠杆贷款的市场规模不断扩大,尤其是随着高收益债市场发行数量的下降,美国、欧洲这两大杠杆贷款主要市场均呈现大幅上升趋势。尤其是美国市场,从 2007 年杠杆贷款存量金额仅 5540 亿美元到 2019 年 5 月近 1.2 万亿美元,总量攀升了 2 倍有余。

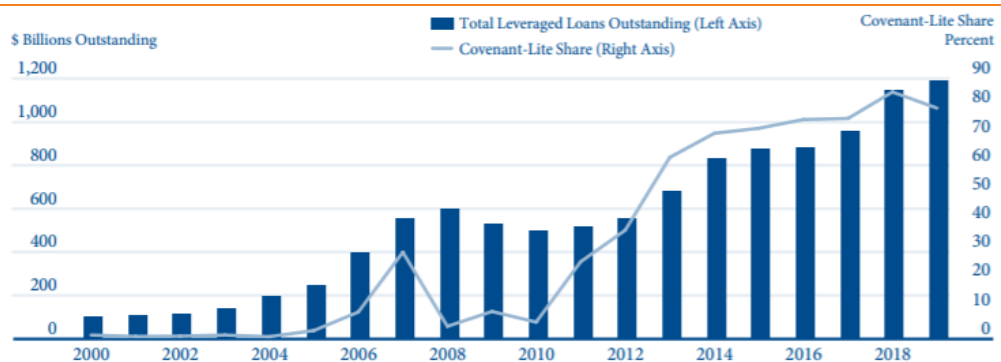
图 3：美国和欧洲杠杆贷款/高收益债变化趋势



资料来源：S&P Global Market Intelligence, SIFMA, AFME, FSB, 天风证券研究所

杠杆贷款市场的快速发展呈现出贷款合约约束下降的特征，合同组织方式上采取“轻契约”的形式（covenant-lite）比例越来越大，当前美国 80% 杠杆贷款的合同采取 covenant-lite 形式。相比一般的“维护契约”（maintenance covenant），“轻契约”是一种触发契约（Incurrence covenant），只有发行人采取行动例如支付股息、进行收购、发行更多债务时才需要按照合约规定进行财务测试，而“维护契约”更为严格，要求发行人按照合约每季度都要进行某些财务测试。“轻契约”合同对借用人有利但对出借人保护力度下降，标普研究表明“轻契约”贷款要比“非轻契约”贷款的平均违约回收率低 9.5%（分别为 66% 和 75.5%³）。

图 4：美国杠杆贷款及“轻契约”贷款的比例变化趋势



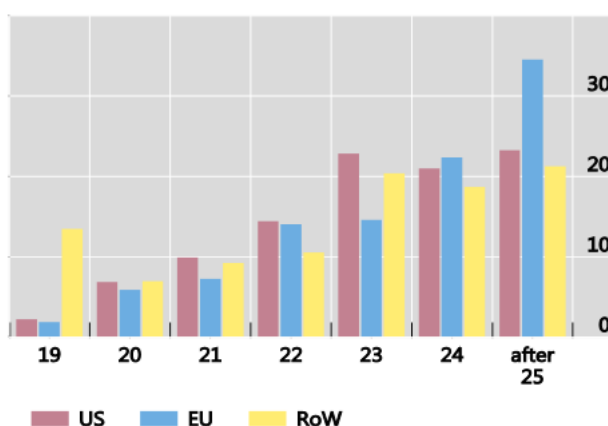
资料来源：S&P Leveraged Commentary and Data, FDIC, 天风证券研究所

近两年杠杆贷款到期压力不大。全球的杠杆贷款有不超过 20% 的比例将在 2021 年前到期，仅考虑美国、欧洲杠杆贷款市场，大约有 50%~60% 的杠杆贷款于 2022 年~2024 年面临到期。

³ Lenders blinded by cov-lite? Highlighting data on loan covenants and ultimate recovery rates, S&P, April, 2018.

图 5：杠杆贷款到期日程

Maturing amounts, as share of total, by year



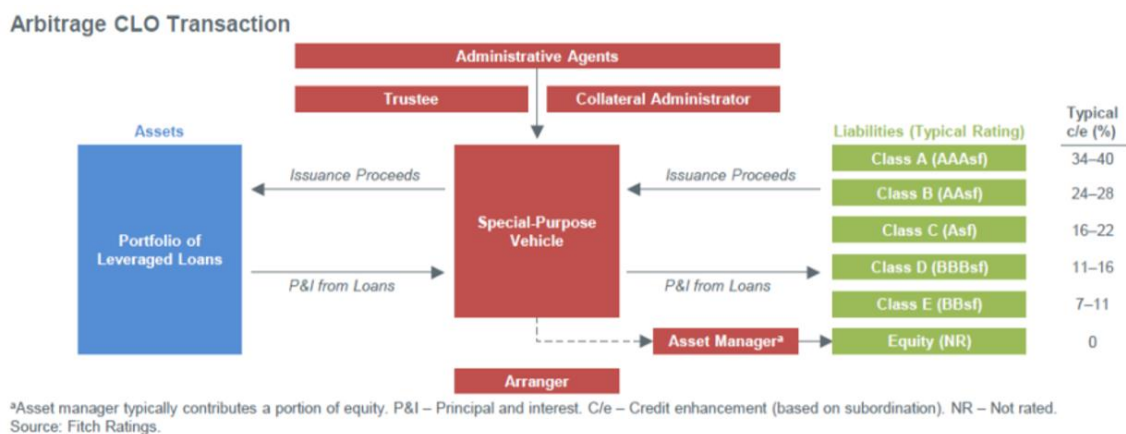
资料来源：Bloomberg，ECB，FSB，天风证券研究所

注：RoW = Rest of World

2. CLO 基本介绍

担保贷款凭证(Collateralized Loan Obligation, CLO)是一种结构化产品,属于资产支持证券(ABS)的一种,由特殊目的载体(SPV)发行。SPV 建立一个资产池,主要由杠杆贷款等低评级贷款构成的组合,并通过发行不同级别的债券(优先级、夹层)以及股权进行融资,这些证券的发行以资产池作为担保,资产池的收益按照优先级债券、夹层债券、股权层的顺序进行分配。CLO 由专门的 CLO 资产经理人进行管理,且资产经理人要作为 CLO 产品的股权级投资者。

图 6：CLO 产品架构图



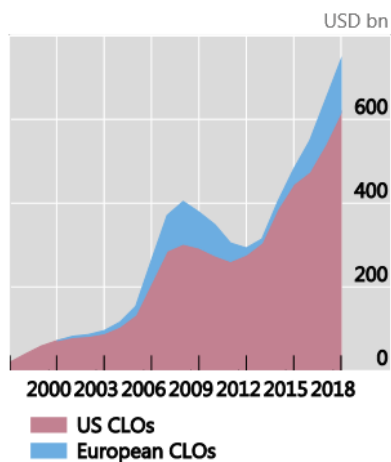
资料来源：Fitch Ratings，天风证券研究所

CLO 作为一种典型的结构化产品,其优点主要在于:首先, CLO 产品有专业的投资经理人进行资产管理,且经理人以自有资产投资于 CLO 产品的股权层;其次,结构化产品负债端分层(Tranch)设计,一方面可以满足不同风险收益偏好投资者的需求,另一方面分层结构以及信用增级可以使 CLO 产品的分级高于其底层资产的评级,吸引高级别需求的投资者。结构化产品的优势吸引了众多投资者与投资管理人,促成 CLO 产品规模快速上涨的同时也提高了其底层资产市场如杠杆贷款的流动性。

但任何金融产品都具有两面性, CLO 产品具有资产池多样化配置、收益高、结构性分层的优势,

但同时其作为金融衍生品工具本身更复杂，且投资产品信用较低，在市场动荡的环境中面临很高风险，尤其对 CLO 股权级投资者，资产池信用、价值恶化的情况下，损失风险相当高。

图 7：美国/欧洲 CLO 产品的变化趋势

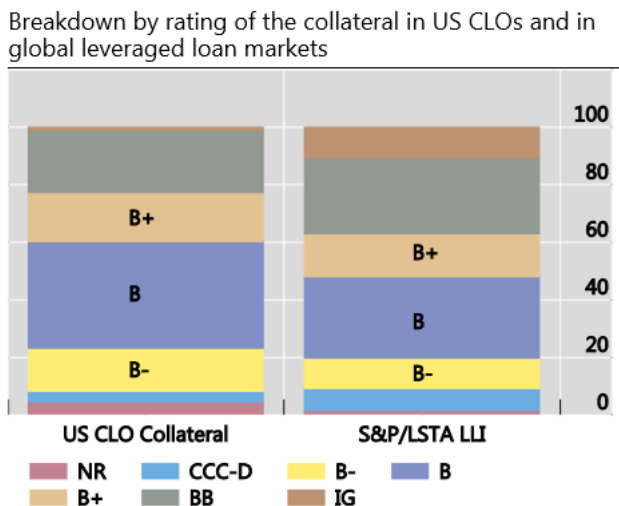


资料来源：Bloomberg，AFME，SIFMA，FSB，天风证券研究所

根据美国金融稳定局（FSB）的数据，截至 2018 年底，全球 CLO 市场的余额相比 2008 年金融危机前攀升了两倍，达 7400 亿美元，2018 年底美国 CLO 市场的余额达 6170 亿美元。

CLO 资产端主要购买评级为 B 级的贷款，相比于整体杠杆贷款市场，CLO 资产池的抵押品质量更低，也意味着更高的信用风险，如 BB 评级以下的资产在杠杆贷款市场占比为 62%，但这一比例在 CLO 中接近 80%。CLO 为了尽量分散风险，其资产池一般包括 200~250 支企业贷款，且企业贷款所属行业一般覆盖 10~12 个。

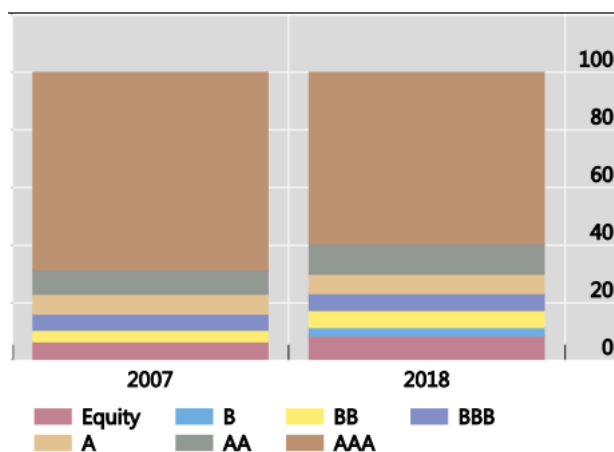
图 8：美国 CLO 抵押品及杠杆贷款市场的评级



资料来源：S&P LSTA，ECB，天风证券研究所

目前 CLO 负债端的资本结构已经相比 2007 年有较大的变化，其中 AAA 级占比 60%，相比 2007 年有所减少，而股权级由 7%增加至 9%。更少的优先级（AAA 级）、更多的股权级以及夹层资本（AA 至 B 级）意味着优先级有更稳健的结构支撑。

图 9：CLO 产品负债端的资本结构变化



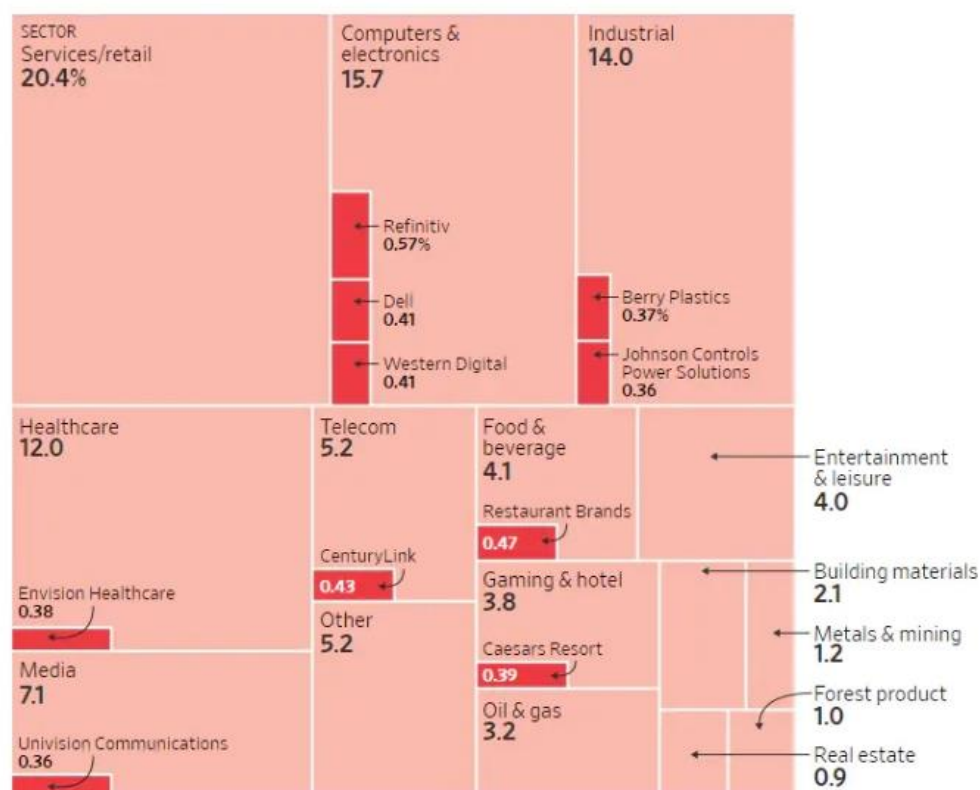
资料来源：S&P LSTA, FSB, 天风证券研究所

3. 杠杆贷款的行业和持有者分布

杠杆贷款的行业分布集中度较高，占比前四的行业：服务与零售（20.4%）、计算机和电子（15.7%）、工业（14%）、卫生保健（12%），其总发行量达整个杠杆贷款市场的 62%。

图 10：发行杠杆贷款的行业/部分企业分布与占比

Composition of S&P/LSTA Leveraged Loan Index by sector



资料来源：S&P Global Market Intelligence, 天风证券研究所

大部分杠杆贷款由 CLO、保险公司、对冲基金、贷款共同基金等持有，总占比高达 88.3%，其余主要由银行特别是美国银行持有。下表为杠杆贷款持有者除银行外的其他金融机构相对比例情况，CLO 是杠杆贷款最大的买入者，50%以上的份额由 CLO 买入。

表 1：1994-2019 年杠杆贷款持有者占比情况

Year	Asian Bank	Canadian Bank	European Bank	U.S. Bank	Finance Company	Securities Firm	CLO, Insurance Co', and Loan, Hedge, and High-Yield Funds
1994	17.2%	5.3%	18.6%	29.5%	4.9%	1.1%	23.5%
1995	14.1%	4.7%	19.1%	33.1%	5.1%	1.4%	22.6%
1996	11.0%	5.9%	17.4%	29.7%	3.1%	2.9%	30.0%
1997	11.1%	3.5%	15.8%	29.3%	4.1%	3.8%	32.4%
1998	7.1%	7.3%	21.0%	27.8%	4.5%	1.8%	30.6%
1999	3.7%	4.6%	14.7%	28.3%	6.5%	0.5%	41.7%
2000	4.3%	5.0%	10.1%	25.4%	4.3%	1.6%	49.3%
2001	1.5%	2.6%	8.4%	23.6%	9.2%	2.2%	52.4%
2002	1.7%	2.2%	9.1%	17.5%	7.6%	2.0%	59.9%
2003	1.1%	1.6%	6.5%	14.4%	9.2%	0.6%	66.6%
2004	3.8%	1.5%	11.4%	12.0%	6.4%	1.4%	63.6%
2005	3.1%	1.2%	8.5%	12.3%	7.0%	1.1%	66.9%
2006	2.3%	0.9%	7.5%	7.5%	5.9%	2.0%	73.9%
2007	2.2%	1.2%	5.8%	5.5%	3.8%	2.3%	79.2%
2008	2.3%	2.3%	9.0%	10.8%	6.9%	3.5%	65.2%
2009	0.6%	3.4%	7.2%	14.3%	4.6%	4.7%	65.1%
2010	1.6%	1.6%	4.6%	8.3%	4.6%	1.9%	77.4%
2011	2.1%	1.9%	5.1%	8.5%	4.2%	1.3%	77.0%
2012	1.3%	0.9%	3.2%	6.3%	2.3%	1.2%	84.8%
2013	1.1%	0.9%	3.4%	7.0%	2.3%	1.7%	83.6%
2014	0.8%	0.8%	2.9%	4.4%	1.5%	1.5%	88.2%
2015	1.7%	1.1%	2.5%	6.9%	1.4%	1.6%	84.8%
2016	1.3%	1.2%	2.7%	5.0%	1.2%	1.9%	86.8%
2017	1.5%	1.0%	2.4%	4.3%	0.9%	1.2%	88.6%
2018	0.8%	0.6%	2.5%	3.9%	1.5%	1.0%	89.8%
2019	0.9%	0.5%	2.7%	4.9%	1.8%	1.0%	88.3%

资料来源：S&P Global Market Intelligence，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_5451

