

宏观专题

从美国就业恶化，看企业债违约风险

受新冠疫情影响，美国近期就业状况急剧恶化：3月28日当周初请失业金人数达664.8万人，3月新增非农就业下滑至-70.1万人，失业率升至4.4%。鉴于就业恶化会直接影响个人可选消费支出，而可选消费行业是美国最大的高收益债市场，占比高达18%，本报告试图分析美国就业可能的恶化程度，以及对可选消费行业的影响，进而评估美国企业债违约风险。

1、疫情对美国就业的影响程度：

- **美国就业市场结构：**美国私人服务生产部门就业占比71%，私人商品生产部门就业占比14%，政府部门就业占比15%。分行业来看，受疫情冲击较大的教育保健、休闲酒店、零售、其他服务、运输仓储五个行业的就业占比合计达45.1%，意味着美国新冠疫情的大规模爆发，将直接影响到近一半的就业岗位。
- **美国疫情最新状况：**截至4月3日，美国新冠病毒累计确诊人数达27.8万人，已是全球最多的国家。为应对疫情，特朗普3月29日宣布将隔离措施的实施时间延长30天至4月底。当前美国已有40个州+DC特区实施“禁足令”，限制居民外出并强制关停非生活必需机构的经营，这也是近期美国失业人数大幅增加的主要原因。
- **美国潜在失业率测算：**过去两周美国初请失业金人数合计近1000万，而截至2月美国总失业人数为578.7万人，失业率为3.5%，据此计算，美国当前的潜在失业率已达到6%左右。由于官方失业率只统计失业4周以上的失业者，因此3月4.4%的失业率并未反映美国就业真实的恶化程度。我们预计，美国二季度失业率将升至10%以上。

2、美国可选消费行业基本面：

- **美国私人消费结构：**美国私人消费中，必需消费占比32%，可选消费占比68%。个人可选消费支出同比增速与新增非农就业人数走势高度一致，意味着伴随就业大幅恶化，可选消费支出将大幅萎缩。
- **美国可选消费行业财务状况：**截至2019Q4，标普可选消费指数的资产负债率已创历史新高，而由于盈利强劲，负债/EBITDA和流动比率并不算差。但这也反映出，一旦盈利状况出现大幅恶化，可选消费行业的债务压力将急剧上升。
- **就业对可选消费行业的影响：**新增非农就业人数与标普可选消费指数的EBITDA同比、利润率走势均高度一致，伴随美国失业大幅增加，可选消费行业盈利将出现大幅恶化，进而导致债务压力急剧上升。

3、美国可选消费企业债状况：

- **美国可选消费企业债结构：**当前美国可选消费企业债余额达9872亿美元，占总体企业债余额的比重为9.6%；其中投资级债券占比69.5%，高收益债券占比30.5%。美国总体投资级企业债中，可选消费行业占比7.6%，属于中等水平；总体高收益债中，可选消费行业占比18%，是最大的行业。因此，可选消费行业的高收益债若发生违约潮，将对美国整体高收益债市场造成巨大冲击。
- **可选消费企业债到期分布：**2020年美国可选消费行业共有894亿美元企业债到期，明显高于2019年的738亿。按月份来看，1月和3月是第一个到期高峰，且3月高收益债到期规模较大；此外6-7月、9-11月还会迎来两波到期高峰。
- **可选消费企业债违约风险分析：**历史上看，当就业出现显著恶化以后，可选消费企业债违约规模往往也会大幅增加。截至4月3日，可选消费行业投资级和高收益债OAS均已创历史新高。当前美国流动性危机尚未解除，企业融资环境已显著恶化，此时再叠加失业大幅增加，可选消费企业债的违约风险将大幅上升。
- **警惕可选消费违约叠加能源违约：**前期报告中我们曾指出当前极低的油价可能引发美国能源行业违约潮，而可选消费和能源行业的高收益债占美国整体高收益债市场的比重合计达30.2%，若二者双双爆发大规模违约，对经济和资本市场的冲击不容小觑。

风险提示：美国疫情超预期缓和；美国政策力度超预期。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 刘新宇

邮箱：liuxinyu@gszq.com

相关研究

1、《美国企业债月度到期规模一览》2020-3-17

2、《警惕低油价引发美国企业债违约潮》2020-3-14

3、《美联储紧急降息的背后：美国疫情究竟多严重？》
2020-3-4

4、《2020年美国就业状况的6个核心问题》2019-12-31

5、《2020年美国经济展望：日薄西山》2019-12-21



内容目录

一、疫情对美国就业的影响程度.....	3
1.美国就业市场结构.....	3
2.美国疫情最新状况.....	3
3.美国潜在失业率测算.....	4
二、美国可选消费行业基本面.....	5
1.美国私人消费结构.....	5
2.美国可选消费行业财务状况.....	6
3.就业对可选消费行业的影响.....	7
三、美国可选消费企业债状况.....	8
1.美国可选消费企业债结构.....	8
2.可选消费企业债到期分布.....	8
3.可选消费企业债违约风险分析.....	9
风险提示.....	10

图表目录

图表 1: 美国就业市场整体结构.....	3
图表 2: 美国就业市场细分行业结构.....	3
图表 3: 美国新冠病毒确诊人数增长迅速.....	3
图表 4: 美国新冠病毒确诊人数已是全球最高(截至4月3日).....	3
图表 5: 白宫宣布的防疫指导措施.....	4
图表 6: 截至4月3日美国已有40个州+DC特区出台“禁足令”.....	4
图表 7: 美国后续失业率将大幅上升.....	5
图表 8: 美国各州“禁足令”时间及就业占全美比重.....	5
图表 9: 美国私人消费结构.....	6
图表 10: 美国个人可选消费支出同比增速与新增非农就业高度一致.....	6
图表 11: 标普可选消费指数资产负债率走势.....	6
图表 12: 标普可选消费指数负债/EBITDA走势.....	6
图表 13: 标普可选消费指数流动比率走势.....	7
图表 14: 标普可选消费指数利润率走势.....	7
图表 15: 新增非农就业与可选消费行业盈利增速走势高度一致.....	7
图表 16: 新增非农就业与可选消费行业利润率走势高度一致.....	7
图表 17: 美国初请失业金人数与新增非农就业高度负相关.....	7
图表 18: 美国可选消费企业债评级结构.....	8
图表 19: 美国可选消费企业债子行业结构.....	8
图表 20: 美国投资级企业债行业结构.....	8
图表 21: 美国高收益企业债行业结构.....	8
图表 22: 美国可选消费企业债月度到期分布.....	9
图表 23: 历次美国就业大幅恶化后可选消费行业均出现违约潮.....	9
图表 24: 美国可选消费企业债信用利差已创历史新高.....	9

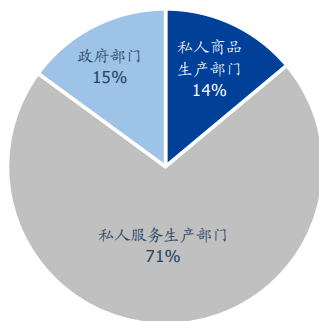
一、疫情对美国就业的影响程度

1. 美国就业市场结构

截至2020年2月，美国非农就业人口为1.53亿，从大类部门来看，私人服务生产部门就业占比71%，私人商品生产部门就业占比14%，政府部门就业占比15%；从细分行业来看，教育保健、政府部门、专业和商业服务、休闲酒店、零售是就业最多的5个行业，占比均超过10%；公用事业、采矿、信息、运输仓储、批发是就业最少的5个行业，占比均低于4%。

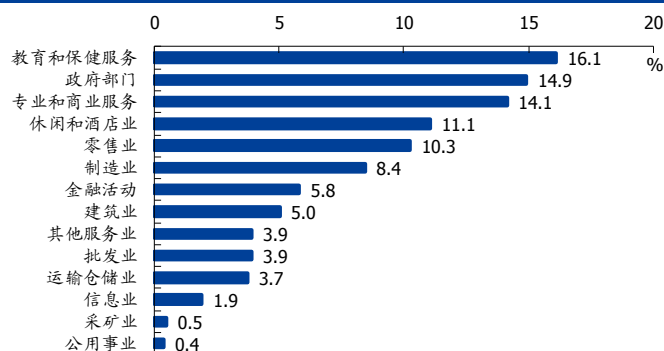
各行业中，教育保健、休闲酒店、零售、其他服务、运输仓储受疫情冲击最严重，而这五个行业的就业占比合计达45.1%，这意味着新冠疫情在美国大规模爆发，将直接影响到近一半的就业岗位。

图表1：美国就业市场整体结构



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表2：美国就业市场细分行业结构

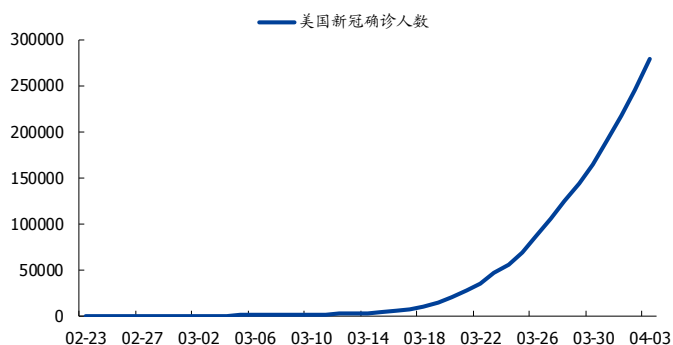


资料来源：Wind，国盛证券研究所

2. 美国疫情最新状况

截至4月3日，美国新冠病毒累计确诊人数为27.8万人，已是全球最多的国家。3月初美国确诊人数仅为100人左右，我们在3月4日发布的报告《美联储紧急降息的背后：美国疫情究竟多严重？》中指出，美国后续确认人数增长速度可能超出市场预期，主要有两方面原因：1.美国在疫情爆发之初并未采取严格的隔离措施，导致疫情加速扩散；2.美国检测规模将迅速扩大(3月初仅检测3000多人，截至4月3日已检测130万人)。

图表3：美国新冠病毒确诊人数增长迅速



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表4：美国新冠病毒确诊人数已是全球最高（截至4月3日）

国家	累计确诊	累计治愈	治愈率	累计死亡	死亡率
美国	278492	9897	3.6%	7166	2.6%
意大利	119827	19758	16.5%	14681	12.3%
西班牙	119199	30513	25.6%	11198	9.4%
德国	91159	24981	27.4%	1306	1.4%
法国	83029	14135	17.0%	6520	7.9%
伊朗	53183	17935	33.7%	3294	6.2%
英国	38691	209	0.5%	3611	9.3%
比利时	16770	2872	17.1%	1143	6.8%
加拿大	12545	2321	18.5%	208	1.7%
奥地利	11544	2022	17.5%	168	1.5%

资料来源：Wind，国盛证券研究所

伴随美国疫情加速爆发，特朗普 3 月 13 日宣布国家进入紧急状态，随后 3 月 15 日白宫出台了 15 天减缓疫情传播的指导文件（Coronavirus Guidelines for America），主要内容是实施人员隔离；3 月 29 日，特朗普宣布将隔离措施的实施时间延长 30 天至 4 月底。在此基础上，美国目前已有 40 个州+DC 特区实施“禁足令”（Stay-at-Home Order），除限制人员外出外，还强制性关停了非生活必需机构的经营，这也是近期美国失业人数急剧增加的主要原因。

图表 5：白宫宣布的防疫指导措施

针对病人和老人	针对普通人
1.遵照当地政府部门的指导	1.尽可能在家工作或上学
2.如果感觉不适，应待在家中，不要去工作，并联系医护人员	2.医疗卫生、食品生产等关键职业者，应正常工作，但要遵照 CDC 的指导
3.如果孩子身体不适，应让他们待在家中，不要送去学校，并联系医护人员	3.避免 10 人以上的聚集活动
4.如果家中有人确诊，全家人都要待在家中，不要去工作或上学，并联系医护人员	4.避免在餐厅就餐，可以打包或订外卖
5.老人应待在家中，并远离其他人	5.避免非必要的旅行、购物和社交活动
6.有其它重大健康问题者，会面临更大危险，应待在家中并远离其他人	6.除医护人员外，避免去养老院、护理中心等场所
	7.养成良好的卫生习惯，包括勤洗手、勤消毒等

资料来源：White House，国盛证券研究所

图表 6：截至 4 月 3 日美国已有 40 个州+DC 特区出台“禁足令”

美国各州的“禁足令”（Stay-at-Home Order）	
具体要求	1.出行限制：多数州仅允许居民外出购买生活必需品或就医，个别州允许出门散步但要求与其他人保持距离；禁止 10 人以上的聚集活动；除卫生保健和公共安全等关键职业外，其他从业者或学生应在家办公或学习。 2.经营限制：生活必需类如药店、杂货店、银行、外卖等可以继续经营，非必需类如餐厅、酒吧、商场、学校等须强制关停。
实施地区 (40 州+DC)	阿拉斯加、亚利桑那、加州、科罗拉多、康涅狄格、特拉华、DC 特区、佛罗里达、佐治亚、夏威夷、爱达荷、伊利诺伊、印第安纳、堪萨斯、肯塔基、路易斯安那、缅因、马里兰、马萨诸塞、密歇根、明尼苏达、密西西比、蒙大拿、内华达、新罕布什、新泽西、新墨西哥、纽约、北卡、俄亥俄、俄克拉荷马、俄勒冈、宾州、罗德岛、田纳西、德州、弗吉尼亚、佛蒙特、华盛顿、西弗吉尼亚、威斯康星

资料来源：CNN，国盛证券研究所

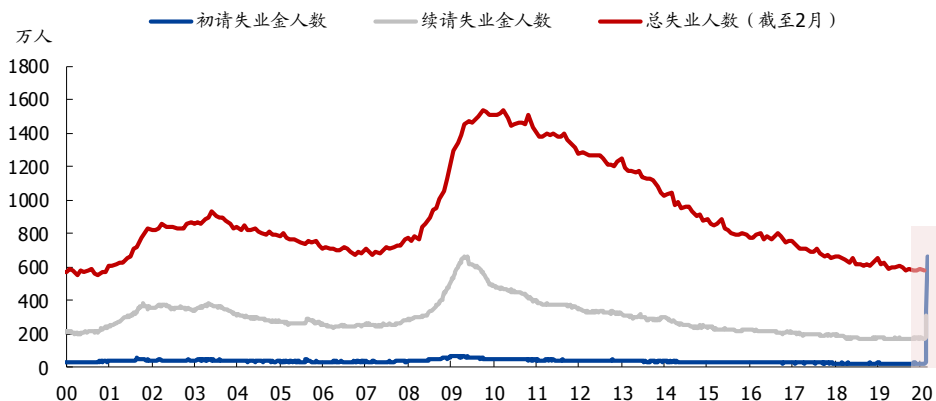
3. 美国潜在失业率测算

截至 3 月 21 日当周，美国初请失业金人数为 330.7 万，是之前历史最高水平的 4.8 倍；截至 3 月 28 日当周，美国初请失业金人数为 664.8 万，续请失业金人数为 302.9 万。美国失业金领取对象仅限于被解雇的人员，主动离职或暂时停工不在申领范围内，因此这一数据意味着过去两周美国已有近 1000 万人失去工作。此外，只有雇主为雇员购买失业保险的单位，雇员被解雇后才可以申请失业金，因此实际失业人数还会更多。

截至2月，美国失业人数总计为578.7万人，失业率为3.5%，据此计算，美国当前的潜在失业率已达到6%左右。但由于美国官方失业率(U3)的统计口径是当前没有工作、且过去4周积极寻找工作者，因此初请失业金人数与失业率之间存在4周的时滞，3月4.4%的失业率并未反映美国就业真实的恶化程度。

美国已经实施“禁足令”的州，有26个在3月28日之前生效，这26州的就业占全美比重合计为52.3%；另外14州+DC特区在3月29日之后生效，就业占比合计为38.7%。因此，“禁足令”对初请失业金数据的影响尚未完全显现。由于特朗普已将隔离措施延长至4月底，原本一些州的“禁足令”到期时间可能随之推迟，此外剩余州也有可能实施“禁足令”，从而美国就业数据后续将出现更大幅度的恶化。我们预计，美国二季度失业率将升至10%以上。

图表7：美国后续失业率将大幅上升



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表8：美国各州“禁足令”时间及就业占全美比重

州	生效时间	结束时间	就业占比	州	生效时间	结束时间	就业占比	州	生效时间	结束时间	就业占比
加利福尼亚	3月19日	待定	11.8%	西弗吉尼亚	3月24日	待定	0.5%	马里兰	3月30日	待定	2.0%
伊利诺伊	3月21日	至少到4月30日	3.9%	夏威夷	3月25日	4月30日	0.4%	北卡罗莱纳	3月30日	待定	3.1%
新泽西	3月21日	待定	2.8%	爱达荷	3月25日	暂定4月15日	0.5%	弗吉尼亚	3月30日	待定	2.7%
纽约州	3月22日	待定	5.8%	佛蒙特	3月25日	至少到4月15日	0.2%	亚利桑那	3月31日	待定	2.2%
康涅狄格	3月23日	待定	1.2%	威斯康星	3月25日	4月24日	1.9%	内华达	4月1日	至少到4月30日	0.9%
路易斯安那	3月23日	延长至4月30日	1.3%	科罗拉多	3月26日	至少到4月11日	2.0%	俄克拉荷马	4月1日	4月30日	1.1%
俄亥俄	3月23日	至少到4月6日	3.5%	肯塔基	3月26日	待定	1.3%	宾夕法尼亚	4月1日	4月30日	3.9%
俄勒冈	3月23日	待定	1.3%	明尼苏达	3月27日	4月10日	1.9%	缅因	4月2日	4月30日	0.4%
华盛顿	3月23日	待定	2.4%	新罕布什尔	3月27日	5月4日	0.5%	田纳西	4月2日	4月14日	2.1%
特拉华	3月24日	5月15日	0.3%	阿拉斯加	3月28日	暂定4月11日	0.2%	德克萨斯	4月2日	4月30日	8.7%
印第安纳	3月24日	4月6日	2.1%	蒙大拿	3月28日	待定	0.3%	佛罗里达	4月3日	4月30日	6.4%
马萨诸塞	3月24日	5月4日	2.4%	罗德岛	3月28日	4月13日	0.3%	佐治亚	4月3日	4月13日	3.2%
密歇根	3月24日	至少到4月14日	3.0%	DC特区	3月30日	待定	0.2%	密西西比	4月3日	待定	0.8%
新墨西哥	3月24日	待定	0.6%	堪萨斯	3月30日	至少到4月19日	0.9%				

资料来源：Wind，CNN，国盛证券研究所

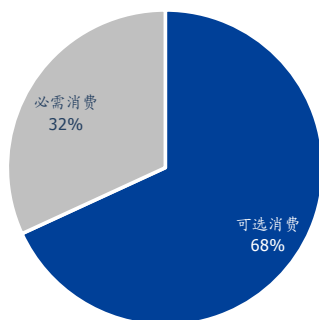
二、美国可选消费行业基本面

1. 美国私人消费结构

私人消费可分为必需消费与可选消费，其中必需消费包括食品饮料、烟草、药品、家庭用品、个人护理用品、住房与公用事业，除此之外都属于可选消费。

截至2月，美国私人消费支出折年数约为15万亿美元，其中必需消费占比32%，可选消费占比68%。可选消费表现主要取决于就业状况，数据显示，美国个人可选消费支出同比增速与新增非农就业人数走势高度一致。因此，当前美国就业的大幅恶化，意味着私人可选消费支出将出现大幅萎缩。

图表 9: 美国私人消费结构



资料来源: CEIC, 国盛证券研究所

图表 10: 美国个人可选消费支出同比增速与新增非农就业高度一致



资料来源: CEIC, 国盛证券研究所

2. 美国可选消费行业财务状况

截至2019Q4，标普可选消费指数的主要财务指标表现如下：

- 资产负债率：已创历史新高，且大幅高于07年和00年危机时期；
- 总负债/EBITDA：处于历史中位数水平，但仍高于07年和00年；
- 净负债/EBITDA：处于历史较低水平，但小幅高于07年；
- 流动比率：处于历史中位数水平，与07年和00年相当；
- 利润率：处于历史较高水平，明显高于07年和00年。

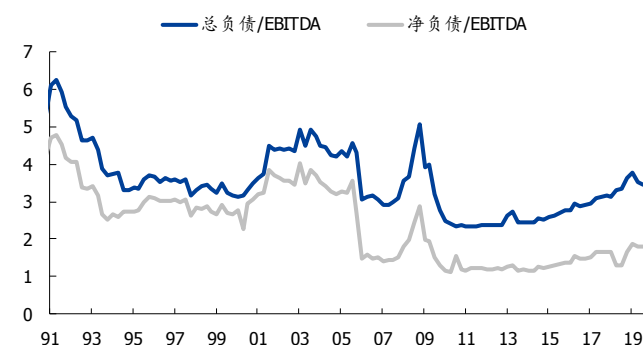
综合来看，截至2019Q4，美国可选消费行业负债率较高，而由于盈利强劲，偿债压力和现金流状况并不算差。但这也反映出，一旦盈利状况出现大幅恶化，可选消费行业的债务压力将急剧上升。

图表 11: 标普可选消费指数资产负债率走势



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表 12: 标普可选消费指数负债/EBITDA 走势



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表 13: 标普可选消费指数流动比率走势



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表 14: 标普可选消费指数利润率走势



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

3. 就业对可选消费行业的影响

数据显示, 新增非农就业人数与标普可选消费指数的 EBITDA 同比、利润率走势均高度一致, 而新增非农就业人数与初请失业金人数高度负相关。根据前面的分析, 后续美国失业人数大概率将继续增加, 从而可选消费行业盈利将出现大幅恶化, 而这意味着可选消费行业的债务压力将急剧上升。

图表 15: 新增非农就业与可选消费行业盈利增速走势高度一致



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表 16: 新增非农就业与可选消费行业利润率走势高度一致



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表 17: 美国初请失业金人数与新增非农就业高度负相关

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_6012

