

2020 美国危机：三大泡沫的形成与破灭

宏观专题报告

2020年4月7日

报告摘要：

疫情只是一个催化剂，引爆了美国的泡沫。美国问题的根源是其自身经济的脆弱性。

- **谁预测了史诗级的美国失业率飙升和美国危机？**自2019年下半年起，我们推出了一系列关于美国经济的深度报告，预判美国失业率拐点将至，预判美国经济2020年会发生危机。美国经济早就隐患重重，疫情只是一个催化剂，引爆了美国的泡沫。美国经济脆弱性的根源是其企业债务泡沫、股市泡沫、就业市场泡沫三大泡沫。
- **美国三大泡沫是怎样形成的？**美国三大泡沫的形成顺序是“企业债务泡沫-股市泡沫-就业市场泡沫”。最早形成的是企业债务泡沫，突出表现是BBB级企业债超发；企业债务泡沫形成的同时，募集资金用于股票回购，催生了股市泡沫；股市泡沫形成后，通过提振财富效应和消费者信心，又进一步推动了就业市场泡沫的形成。
- **美国三大泡沫将会怎样破灭？**我们推演，美国三大泡沫的破灭顺序是“股市泡沫-就业市场泡沫-企业债务泡沫”。目前美国正处在股市泡沫已经破灭、就业市场泡沫刚开始破灭的阶段，接下来还会有企业债务泡沫的破灭。总体看，美国经济还远远没有摆脱麻烦，2020年将是美国经济的衰退年和危机年。
- **对中国经济将带来哪些影响？**短期内，毫无疑问，中国出口产业链和中国经济都将面临很大的下行压力。但也要看到，由于中国疫情控制较好，中国产业链外迁的风险大大降低了。中长期看，疫情将倒逼中国产业链进一步减轻对美欧的上游依赖度，疫情过后，中国在全球产业链中的地位有望进一步提升。
- **归根结底，这是美国的危机，而不是中国的危机。是美国主导的旧时代的结束，也将是一个新的多极化时代的开始。**
- **风险提示：**
全球经济衰退加剧、中国逆周期调节不及预期、深化改革遭遇阻力等。

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：付万丛

执业证号：S0100119080008

电话：010-85127730

邮箱：fuwancong@mszq.com

相关研究

目录

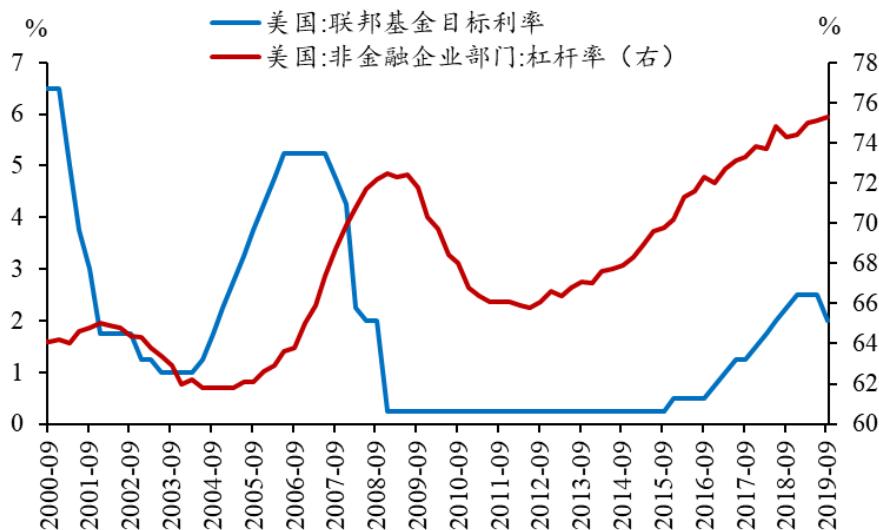
1. 金融危机后长期低利率，催生了企业债务泡沫	3
1.1 美国企业在低利率环境大量举债，债务已经泡沫化.....	3
1.2 企业债务泡沫的突出表现，是 BBB 级企业债券超发.....	4
2. 发债募集资金用于股票回购，催生了股市泡沫	6
2.1 疫情爆发前，美国股市已经脱离了其经济基本面.....	6
2.2 企业债务泡沫和股市泡沫，是同一枚硬币的两面.....	7
3. 股市泡沫带来财富幻觉，催生了就业市场泡沫	9
3.1 美国就业市场虚假繁荣，与真实用工需求背离.....	9
3.2 就业市场泡沫的形成，源于股市泡沫财富效应.....	11
4. 新冠疫情冲击下美国经济三大泡沫将陆续破灭	12
4.1 美国资本市场率先反应，股市泡沫首先破灭.....	12
4.2 失业率即将爆发式上升，就业市场泡沫破灭.....	13
4.3 企业债务负担触顶回落，企业债务泡沫破灭.....	15
5. 对中国产业链的影响：短空长多	16
5.1 短期内外需急剧收缩加大中国经济企稳压力.....	16
5.2 中长期中国产业链在全球地位有望继续提升.....	17
风险提示	18

1. 金融危机后长期低利率，催生了企业债务泡沫

1.1 美国企业在低利率环境大量举债，债务已经泡沫化

过去十年美国长期实行低利率，美国企业大量举债。2008-2009 年金融危机使美国经济遭受了惨重伤害，为了走出危机的泥潭，美联储于 2008 年 12 月将基准利率降至零，并实施了三轮量化宽松（QE）。由于通胀持续低迷，直到 2015 年三季度 PCE 出现上升趋势后，美联储才于当年底加息结束零利率政策。至此，美联储已实施零利率足足七年之久。长期低利率意味着负债融资成本较低，企业有很强的负债冲动，由此造成企业债务不断扩张，埋下了新一轮危机的种子。截至 2019 年三季度，美国非金融企业部门杠杆率达到 75.3%，超过上一轮高点（72.5%，2008 年四季度），创历史新高（图 1）。

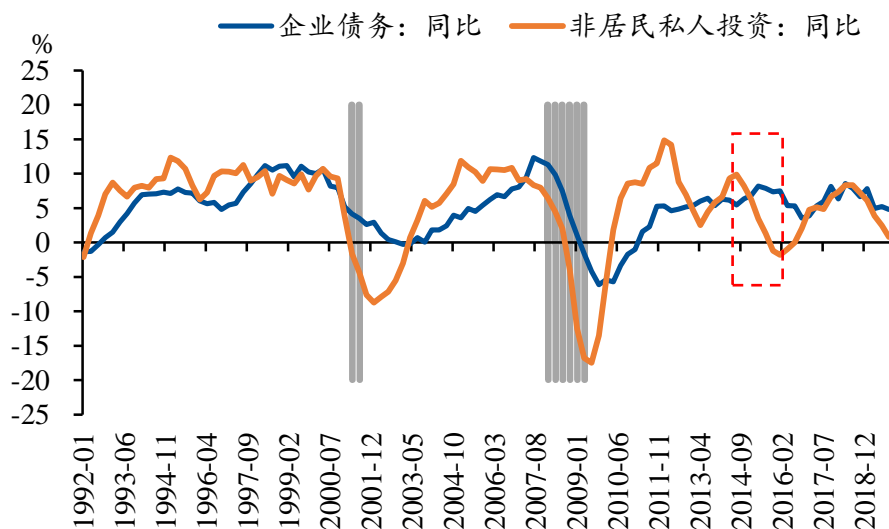
图 1：低利率环境下美国企业大量举债，企业部门杠杆率创历史新高



资料来源：Wind，BIS，民生证券研究院

就在企业债务快速增长的同时，企业投资持续疲软，表明企业债务已经泡沫化。私人投资增速在前两轮经济周期表现较强，大部分时间里高于债务增速，尤其是克林顿执政时期。但是，这一轮周期却出现相反的情况，举债不投资饱受诟病，导致一度出现企业营收衰退。根据 BEA 数据显示，企业税前利润在 2014 年三季度达到峰值后一直震荡下滑。因而，此轮周期的 GDP 平均增速处历次周期的中下游，出现了许多靠低息举债过日子的“僵尸企业”。值得注意的是，2015 年全球经济处于下行阶段，在缺乏投资机会的情况下，债务增速仍旧上行，显示美国企业债务已经呈现出泡沫化的特征（图 2）。

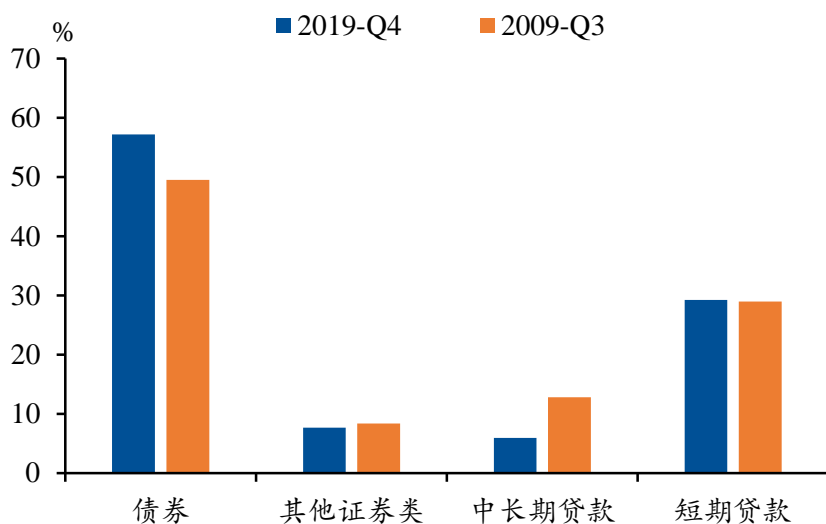
图 2：美国企业在缺乏投资机会时继续增加负债，债务已经泡沫化



资料来源：Fed，民生证券研究院

美国企业债务的主体是债券，这与金融危机后银行监管趋严有关。美国在 2008-2009 年金融危机之后对银行监管趋严，为防止银行业系统性风险再次爆发，2010 年 7 月出台了《多德-弗兰克法案》。按照规定，美联储每年都要对各家大型银行进行压力测试考核，导致银行对企业贷款审核收紧，逐渐将企业推向了资本市场进行直接融资。上一轮经济周期中，非金融企业债券的平均增速仅为 1.75%，从 2009 年三季度至 2019 年四季度，债券平均增速为 5.92%，中长期贷款增速则从 8.13% 大幅下降至 2.88%。因而，企业债券占比在总体债务中占比超过一半（图 3）。

图 3：美国企业债务的主体是债券，债券在总体债务中占比超过一半



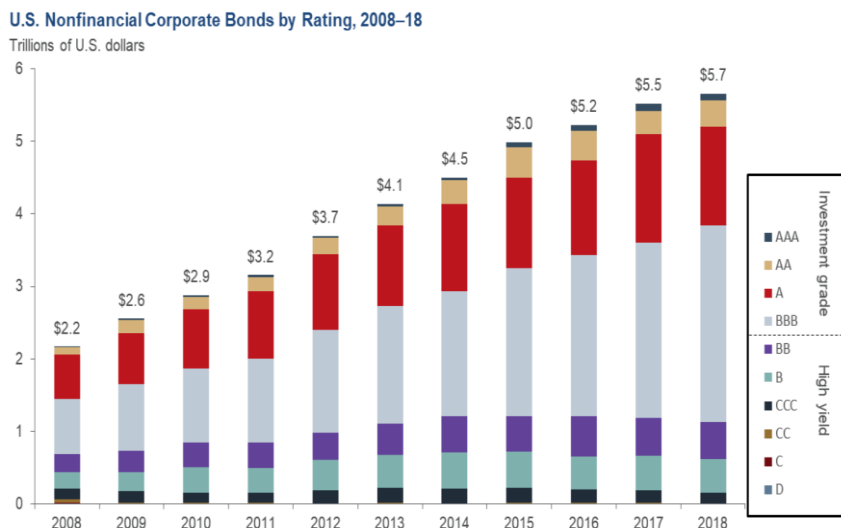
资料来源：Fed，民生证券研究院

1.2 企业债务泡沫的突出表现，是 BBB 级企业债券超发

企业债务泡沫的突出表现，是 BBB 级企业债券超发。企业部门杠杆率创历史新高，已经充分反映出，过去十年是美国企业疯狂举债的十年。如果单看这一指标还不足以证明美国存在

企业债务泡沫，那么继续观察美国企业发债的结构，就能更加清楚地看到泡沫的存在。过去十年，美国企业发行最多的债券是 BBB 债券，从存量看，2008 年 BBB 债券在全部企业债中占比为 36.4%，到了 2018 年已经达到 47.4%，十年间提高了 11 个百分点；从增量看，过去十年企业债券增量约 3.4 万亿美元，其中 BBB 债券增量接近 2 万亿美元，占比接近 60%（图 4）。

图 4：过去十年，美国企业发行最多的债券是 BBB 债券

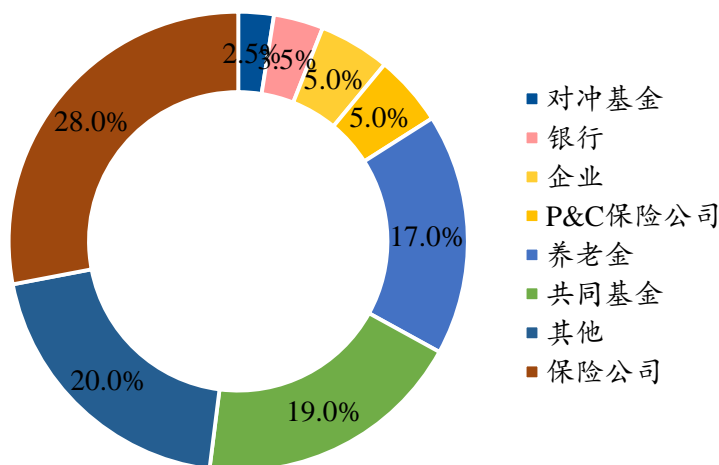


资料来源：FED Dallas, Robert S. Kaplan, Bloomberg, 民生证券研究院

BBB 级企业债券超发，意味着企业负债结构严重恶化。企业债券可以分为投资级别债券和高收益债（垃圾债）两大类，前者包括 AAA、AA、A、BBB 等评级相对较高的债券，后者包括 BBB 级以下的债券。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，BBB 债券超发，表明企业债券的信用水平在下降。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 级企业债券之所以能够超发，是因为其满足了低利率时代下发行主体和持有主体的共同需要。从发行主体看，因为美国制造业衰退早已开始，BBB 发行主体里不乏美国知名制造业企业，如福特、波音（现在已经是垃圾债级别）等。从持有主体看，BBB 债券仍是投资级别债券，既符合许多养老金、保险公司和共同基金的配置要求，又能提供较高收益率。2019 年，养老金、共同基金和保险公司持有的美国 BBB 债券规模占总体估计在 60% 到 68% 之间（图 5）。如果 BBB 债券主体公司遭遇下调评级，机构投资者可能不得不抛售相应债券。

图 5: BBB 债券的主要持有人集中在养老金、共同基金和保险公司



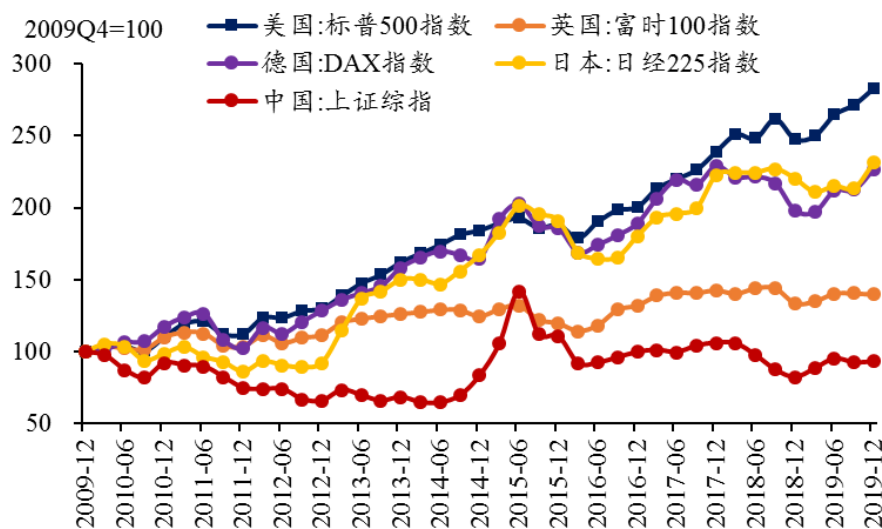
资料来源: Barclays, Fed, Bloomberg, 民生证券研究院

2. 发债募集资金用于股票回购，催生了股市泡沫

2.1 疫情爆发前，美国股市已经脱离了其经济基本面

美国经济的第二个泡沫，就是其股市泡沫。横向全球对比来看，过去十年，美股走出了罕见的长牛，表现在全球主要股市中一枝独秀。我们选取了几个全球代表性股指，使用算术平均法将它们变频为季度数据，并将 2009 年四季度标准化为 100，可以看到：截至 2019 年四季度，与十年前相比，标普 500 指数上涨了 2.83 倍，遥遥领先于其他股指；日经 225 指数、德国 DAX 指数和英国富时 100 指数分别上涨了 2.31 倍、2.27 倍、1.40 倍；上证综指低于十年前，是主要股指中唯一一个下跌的（图 6）。

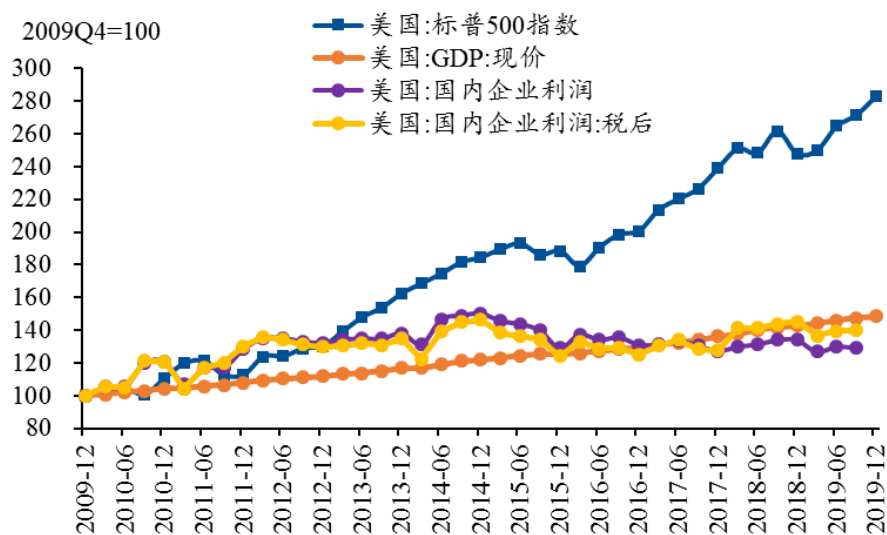
图 6: 过去十年，美股表现在全球主要股市中一枝独秀



资料来源: Wind, 民生证券研究院

疫情爆发前，美国股市已经严重脱离了其经济基本面。我们将美国现价 GDP、国内企业利润、国内企业税后利润等指标也进行标准化处理，同样规定 2009 年四季度为 100，并与前述标普 500 指数进行对比，可以看到：本次新冠疫情爆发前，美国股市已经严重脱离了其经济基本面，2009Q4-2019Q4，标普 500 指数上涨了 2.83 倍，而美国现价 GDP 仅上涨了 1.49 倍；甚至在 2017 年后，美国企业利润增速放缓的背景下，美股仍然逆势上涨（图 7）。这些情况表明，过去十年美股的上涨，并不具备经济基本面的坚实支撑，而是一种泡沫化的存在。

图 7：疫情爆发前，美国股市已经严重脱离了其经济基本面

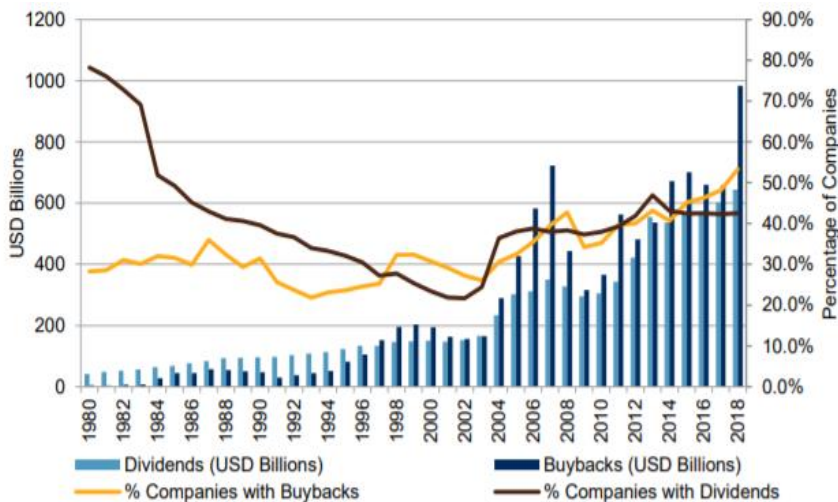


资料来源：Wind，BEA，民生证券研究院

2.2 企业债务泡沫和股市泡沫，是同一枚硬币的两面

美国上市公司热衷于股票回购，通过回购推高股价，形成股市泡沫。从规模上看，2004 年以来上市公司回购额开始逐渐超过分红，近四年更是远超分红；从公司占比上看，越来越多的上市公司采取回购手段向股东返还现金，比例从最低的 20% 左右一路上升到 50% 以上，而分红公司数量则已经不足一半。同样是将钱返还给股东，回购与分红相比有四大好处：1) 回购更加灵活，分红往往难以停止；2) 灵活性有助于公司的流动性评级；3) 回购信号更佳，公司通过回购释放 EPS 被低估的信号（图 8）；4) 税收优势，股民可以在股价上升后使用税率更低的资本利得税，而非收入所得税。

图 8：上市公司大规模实施回购，释放 EPS 被低估的信号



资料来源：S&P Global，民生证券研究院

大规模回购，正是疫情爆发前美股不断创新高的“秘密武器”。回购的结果，是形成了高 EPS 和低估值的假象。因此，一般情况下，回购操作可以推高股价，两者形成一种奇特的景象，股价越高，公司更要买自家的股票（Buying when prices are high），最终导致股价表现越来越脱离真实的企业基本面。值得注意的是，公司的决策者往往都拥有股权激励，通过回购操作可以更高效地提高股价以及他们的报酬。在公布回购计划后，“未卜先知”的投资者就可以择时出售股份，其中包含投资银行、对冲基金以及公司内部的高管们。在这个意义上，可以说，回购背后是人性的贪婪。

回购操作资金中很大一部分来自于企业债务融资，企业债务泡沫和股市泡沫成为同一枚硬币的两面。在投资疲软的时候，企业仍愿意加大力度发债融资，既有债券投资者的收益饥渴支撑，又有回购操作的现金需求支撑。根据 JP Morgan 的统计，债务融资在上市公司的回购金额中占比持续上升，在 2016 年和 2017 年连续突破互联网泡沫时的峰值（图 9）。股价上升后，又可进一步提升发债融资能力。回购和发债相互促进，只要泡沫不破裂，回购就可以一直推高股价。这种情景与次贷危机在本质上是类似的：只要房价一直涨，所有者权益就会一直被推高，房贷债务就可以一直滚动，房贷资质会越来越差。不同的是，这一次轮到企业部门。

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_6068



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>