太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2020-04-02

宏观研究报告

美国商业周期和债务压力

——太平洋证券经济周期系列之六

核心观点：不考虑疫情，美国商业周期处于磨底上探阶段。其中，同步指标显示美国商业周期处于底部区间，但领先指标自 2019 年 10 月开始拐点向上。

目前美国市场的风险在于企业部门。近年来，美企业加杠杆、居民去杠杆，企业部门风险主要在高收益债。

美国高收益债存在明显周期性规律，当前处于违约小周期，违约高峰大概率出现在 2020 年末至 2021 年。美国高收益债大周期为朱格拉周期，小周期为 3 年左右的商业周期。1997 年至今美国高收益债经历了 3 个大违约周期，每个大违约周期又伴随着几个小的违约周期，违约高峰滞后于美国商业周期底部。2020 年 1 季度美国高收益债与 10 年国债利差攀升，美国高收益债进入一个新的违约小周期。

2019 年美国低评级债券发行量较大，BB+及以下的公司债发行规模大增。高收益债主要分布在能源、通信和可选消费三个大行业，**能源高收益债是主要风险暴露点，**巴克莱行业能源高收益债利差已超 2008 年水平。

综上，商业周期磨底上探，债券违约小周期，疫情又加剧违约。

近年，美国企业偿债能力下降，能源行业压力剧增。2010-2018 年美国非金融行业整体偿债能力大幅下降。能源行业周期性波动较大，油价下跌对能源行业偿债能力打击较大。

评级公司已经开始下调评级。评级公司在债券违约前就大幅下调评级，穆迪等已开始大幅下调评级，违约率后期会上升。

美联储宽松政策对高收益债影响力度相对有限。美联储宽松后流动性紧张和美元荒有所缓解，部分高等级的债券也开始企稳，但美联储的工具无法触及投资级以下的企业。美联储呼吁银行利用自身的资本和流动性缓冲，但银行对于占用风险资本的关注要远甚于其他方面。银行在利率曲线倒挂等情况下提供流动性也并非良策，借短博长这种传统盈利模式变为亏损。

高收益债违约将引起投资级债券等波动加大。债券具有杠杆性和传导性，高收益债违约会引起部分投资级债波动加大甚至违约。

高收益债与股市相关性强，大量发债回购股票及负债率高的公司存在风险。低利率环境下美国企业发债回购股票对美股近几年上涨贡献较大，疫情打破传统借债回购路径，盈利预期下降、债务压力增大，高收益债违约预期将在股票市场逐步 price in，能源等行业受到冲击，股市其他行业也会受到不同程度的影响。

风险提示：疫情超预期

宏观研究报告

证券分析师：杨晓

电话：010-88325259

E-MAIL：yangxiao@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518090004

相关研究：

系列一：2015-2018 年房地产周期对经济周期的冲击与影响

系列二：2019 年房地产各线城市销售和投资预测

系列三：“消失”的房地产周期—太平洋证券经济周期

系列四：房地产投入产出模型：房地产回落将主要影响那些行业？

系列五：房地产政策调控空间

目录

一、美国商业周期所处阶段和存在问题 4
1、美国商业周期处于磨底上探阶段 4
2、美国市场的风险在于企业部门 5
二、美国企业债务周期特点和现状 6
1、美国企业债历史违约情况 6
2、高收益债规模、评级、行业情况 7
3、美国高收益债持有机构 9
4、高收益债违约处理机制 10
三、美国高收益债压力和对市场的影响 11
1、美国企业偿债能力变化 11
2、高收益债评级变化 12
3、美联储货币宽松影响 12
4、高收益债对债市和股市影响 13

图表目录

图 1 美国工业总产出指数和全部工业部门产能利用率 4
图 2 美国制造业、非制造业 PMI 4
图 3 美国工业生产扩散指数 5
图 4 中国、美国非金融企业杠杆率 5
图 5 中国、美国居民杠杆率 6
图 6 美国高收益债历史违约情况 6
图 7 美国投资级和高收益债与 10 年国债利率 7
图 8 美国投资级债券和高收益债发行 8
图 9 美国 2017-2019 债券发行评级 8
图 10 不同行业美国投资级债券和高收益债发行 9
图 11 2020 年 1-12 月高收益债到期量 9
图 12 美国高收益债持有机构占比 10
图 13 美国非金融行业偿债能力 vs 能源行业偿债能力 11
图 14 巴克莱能源行业高收益债和其他行业高收益债 OAS 12
图 15 美国 3 月以来货币政策 13
图 16 2010-2018 年股票回购和负债 14

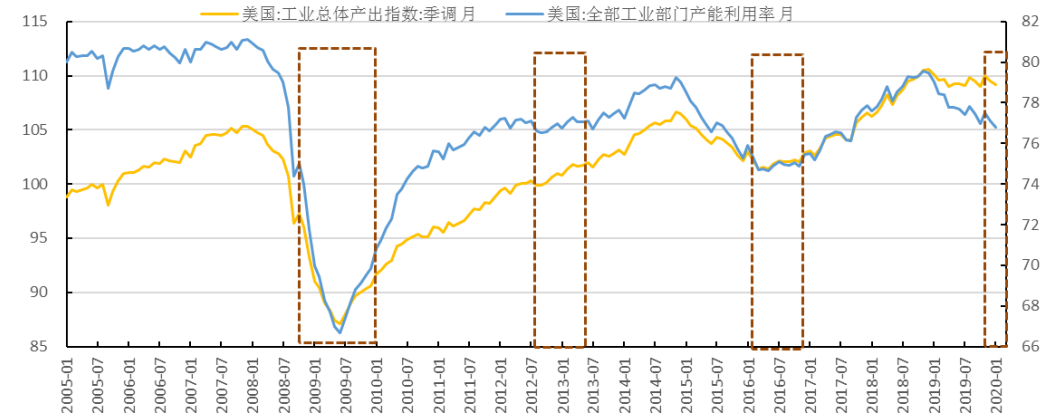
一、美国商业周期所处阶段和存在问题

1、美国商业周期处于磨底上探阶段

不考虑疫情，美国商业周期处于磨底上探阶段。其中，同步指标显示美国商业周期处于底部区间，但领先指标自 2019 年 10 月开始拐点向上。

美国工业总产出指数和全部工业部门产能利用率从2018年12月开始进入下行期，目前仍处于磨底阶段。

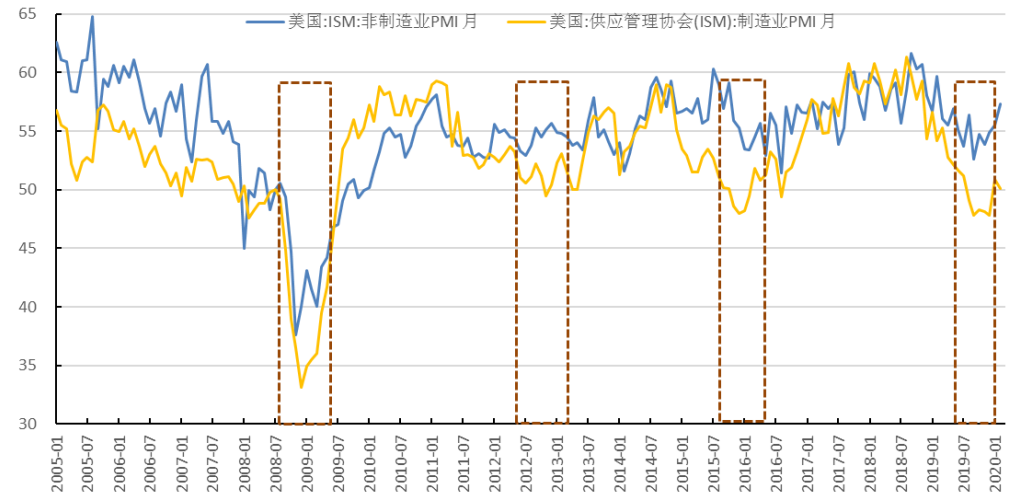
图 1 美国工业总产出指数和全部工业部门产能利用率



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

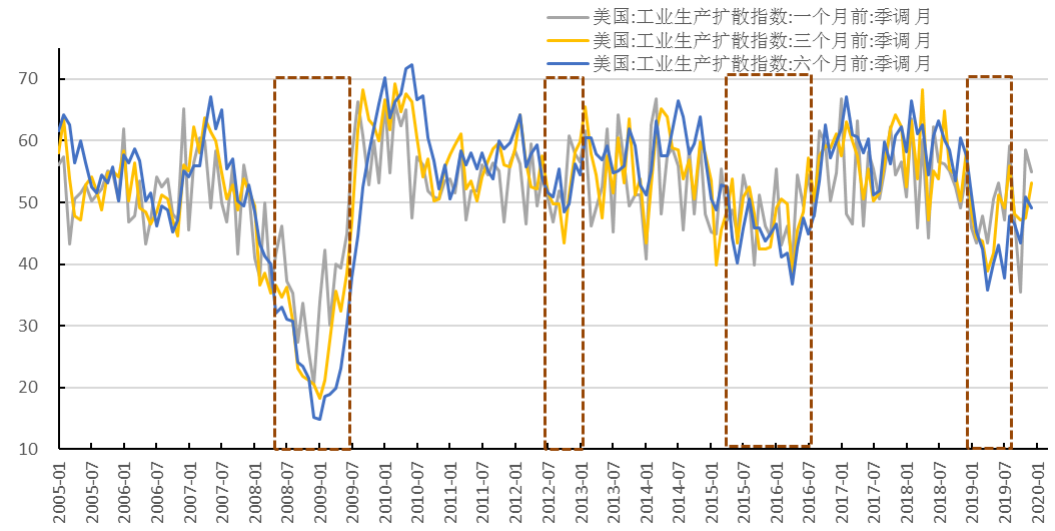
前瞻指标 PMI、工业生产扩散指数和制造业(NAICS)同比从 2019 年 10 月开始触底上行。若不考虑外部冲击，美国本身商业周期处于磨底上探阶段。因疫情冲击影响，美国商业周期或将在一段时间内受到影响，暂时难以实现上行。

图 2 美国制造业、非制造业 PMI



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

图 3 美国工业生产扩散指数

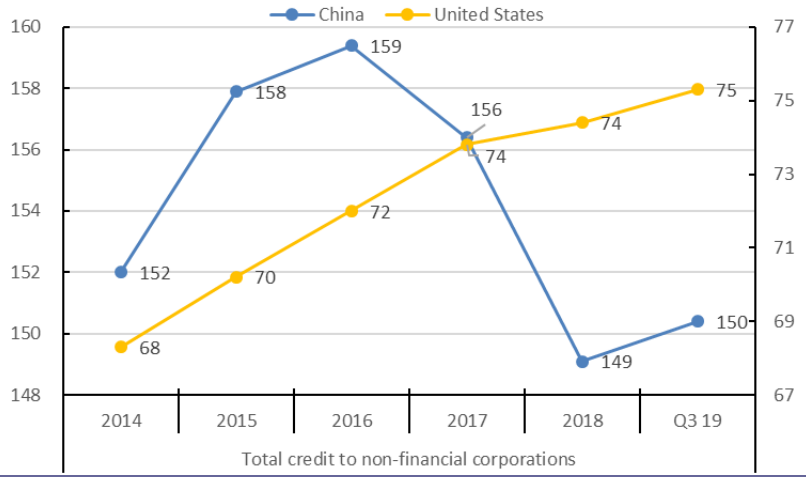


资料来源：Wind，太平洋证券研究院

2、美国市场的风险在于企业部门

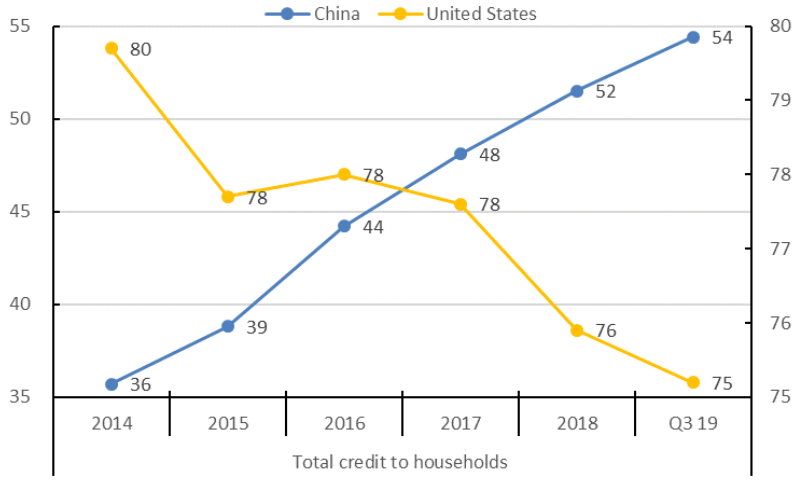
目前美国市场的风险在于企业部门。杠杆率较高部门是市场的主要风险源，如 2008 年金融危机主要源于居民部门高杠杆。近年来，美企业加杠杆、居民去杠杆，目前美国市场的风险明显在于企业部门。中国自供给侧改革以来企业部门杠杆率下降，相应居民杠杆率大幅上升，因此中国对于房地产市场相对谨慎。

图 4 中国、美国非金融企业杠杆率



资料来源：BIS，太平洋证券研究院

图 5 中国、美国居民杠杆率



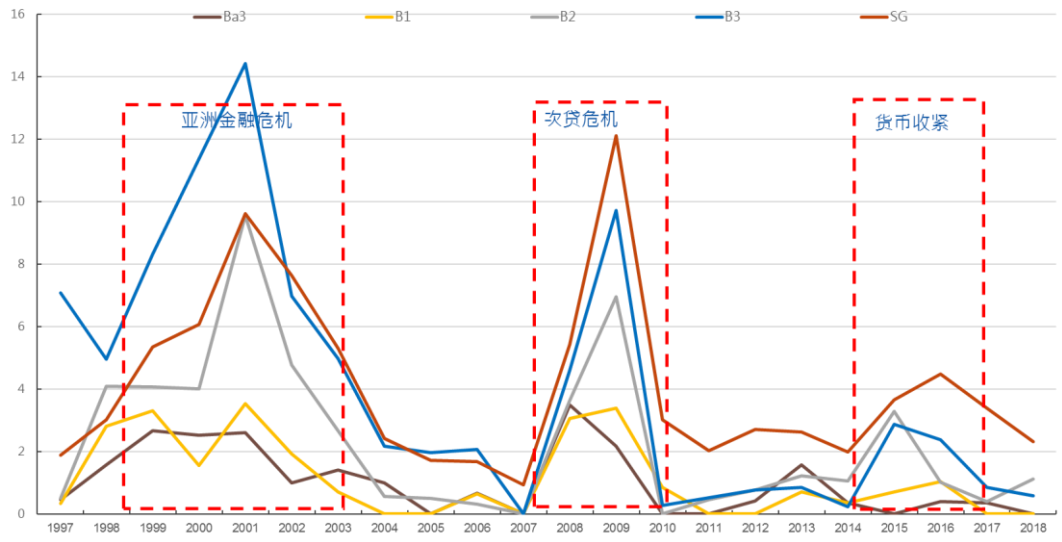
资料来源：BIS，太平洋证券研究院

二、美国企业债务周期特点和现状

1、美国企业债历史违约情况

美国高收益债存在明显周期性规律，美国高收益债大周期为朱格拉周期，小周期为美国 3 年左右的商业周期。1997 年至今，美国高收益债经历过 3 个大的违约周期，违约高峰分别为 2001 年、2009 年和 2016 年，时长大概是一个朱格拉周期。每个大的违约周期又伴随着几个小的违约周期，如 2006 年和 2013 年，时长 3 年左右，违约高峰滞后于美国商业周期底部。

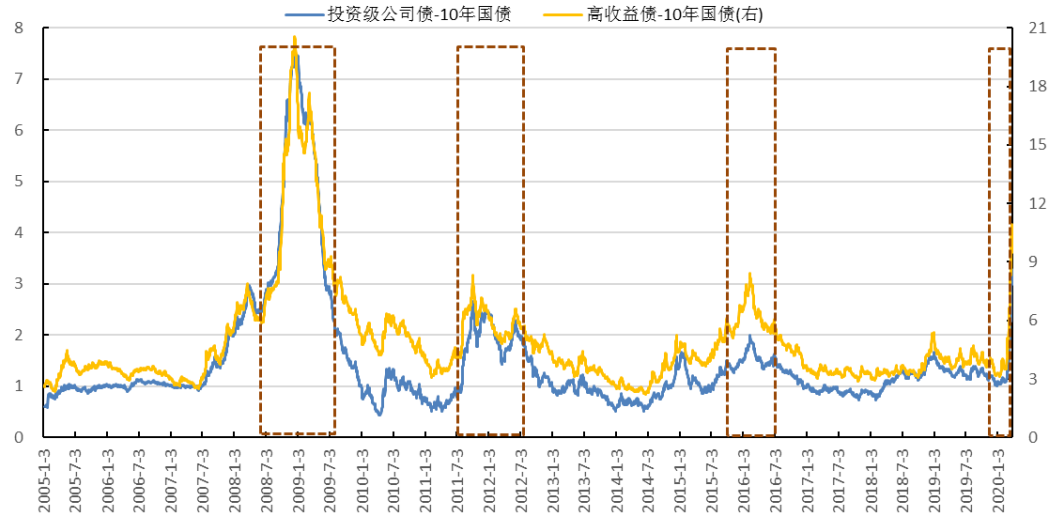
图 6 美国高收益债历史违约情况



资料来源：穆迪，太平洋证券研究院

当前处于违约小周期，违约高峰大概率出现在 2020 年末至 2021 年。投资级和高收益债与 10 年国债利差峰值分别为 2008 年末、2011 年末、2016 年初，对应着违约高峰为 2009 年、2013 年和 2016 年，由此可见符合商业周期规律。2020 年 1 季度美国投资级和高收益债与 10 年国债利差再次达到新的高峰，综合来看，美国高收益债当前进入一个新的违约小周期，违约高峰大概率出现在 2020 年末至 2021 年。

图 7 美国投资级和高收益债与 10 年国债利率

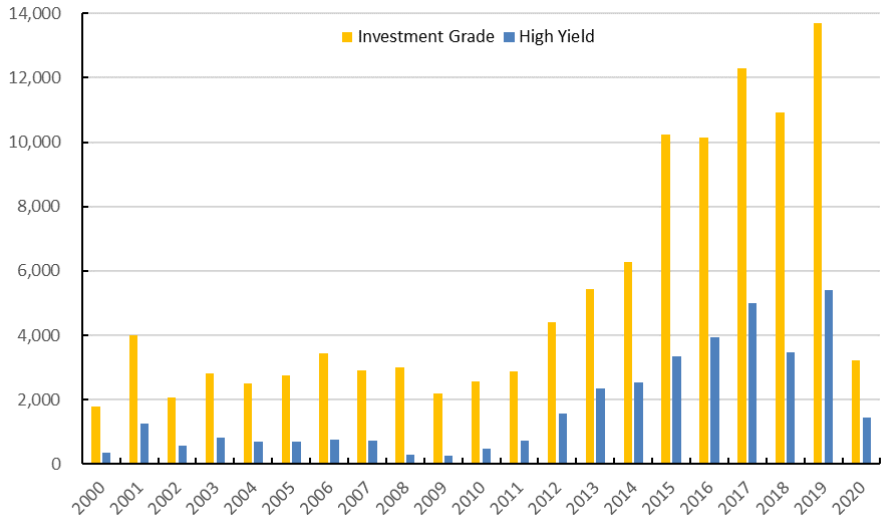


资料来源：Bloomberg，太平洋证券研究院

2、高收益债规模、评级、行业情况

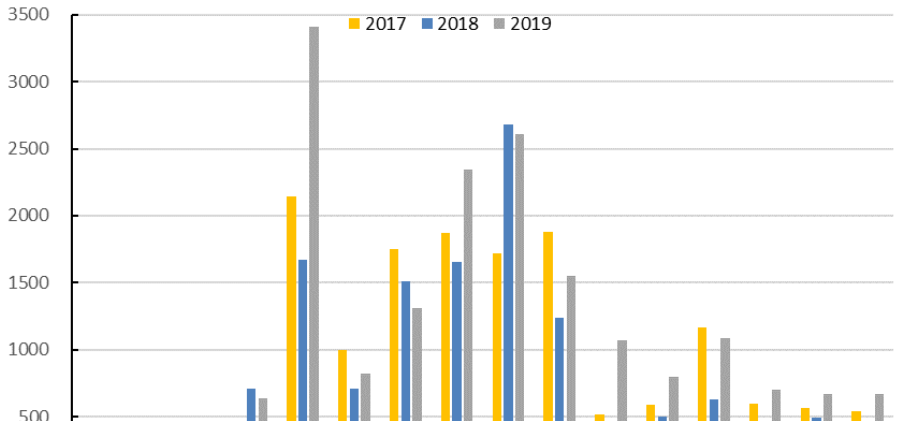
2019 年美国公司债发行量大增，发行评级下移。2019 年美联储重启降息，投资级债券和高收益债发行均达到历史高峰。2019 年美国公司债市场最明显的变化即是发行债券的评级逐步下降，相对于 2017 年，2019 年 BBB 级和 BB+及以下的公司债发行规模大增，而 AAA、AA+、AA、A+、A-发行量均下降。

图 8 美国投资级债券和高收益债发行



资料来源：Bloomberg，太平洋证券研究院

图 9 美国 2017-2019 债券发行评级



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_6093