

美国高收益债违约潮，“暗流”涌动

2022年以来，美国企业债信用利差快速走阔，但健康的财务指标下、违约风险似乎仍被市场低估。美国企业债的违约风险、溢出影响？本文分析，可供参考。

➤ 一问：美国企业债市场的新变化？利差快速走阔、评级大量下调

2022年以来，美国企业债信用利差迅速走阔，高收益企业债信用评级调降比例明显上升，引发了市场对企业债违约风险的担忧。1) 去年以来，美国高收益企业债信用利差由 2.78bp 走阔至 1 月 16 日的 407bp，大幅上行 129bp；2) 标普评级的高收益级企业债年内共有 405 支被下调评级；截至 4 季度高收益企业债下调/上调评级比例走高至 275%，下调数上升至 175 支。

历史回溯来看，信用利差持续走阔、评级大规模下调，往往正是“违约潮”爆发的“先兆”。1990年、2001年、2008年、2020年的美国经济衰退期，美国高收益企业债违约率均攀升至 10% 以上。在此之前，信用利差的持续走阔和评级的大规模下调均发出了预警：危机爆发前，2000年、2007年、2019年，高收益企业债信用利差均超 500bp，单季评级下调也均超 200 家。

➤ 二问：当下美国高收益债风险？滚续成忧、高利息支出进一步恶化企业盈利

疫情期间，资金成本持续下行鼓励低效率部门加杠杆行为，大量“僵尸”企业大举发债；而当下，流动性紧缩使这类企业债务“滚续”成忧。2020 至 2021 年，美国高收益企业债发行规模高达 9086 亿，规模创历史新高。而随着美国流动性环境收紧，这类企业债务“滚续”能力将受明显约束。未来 3 年间，美国企业债到期规模逐年增加，而高收益企业债发行已经明显降温。

同时，美国衰退已至，盈利的恶化将提升美国高收益企业债的违约风险；二级市场的冲击对融资成本的抬升，更将冲击这类企业本已“脆弱”的利润。从美国经济领先指标、制造业 PMI 新订单指数来看，美国经济已步入衰退阶段，企业盈利仍将下滑。而二级市场共同基金的抛售、美债流动性恶化的溢出或进一步推高企业发债成本，成为压垮美国高收益债“最后一根稻草”。

➤ 三问：美联储的工具储备？风险传染短期可控，市场情绪冲击值得关注

不同于过往，当下联储有着更为丰富的工具箱应对，或可以缓解债务违约向投资级的溢出。2020 年新冠疫情爆发期，美联储创设或重启了一系列新型货币政策工具，其中 PMCCF 和 SMCCF 分别用于在一级市场和二级市场购买投资级企业债。该工具的使用，有效缓解了违约风险由高收益级向投资级的传染。2020 年投资级信用债违约金额仅为 7%，远低于 2001 和 2008 年。

“便宜钱”时代“低效”企业杠杆的快速累积，使得本轮美国企业债违约潮的结构性特征会更为突出；情绪冲击下避险资产受益，风险资产调整。1) 科技、非必需消费等行业，在本轮违约潮中风险或将最先暴露；2) 违约潮爆发时，标普 500 指数多趋于调整；违约风险更高的行业，相对市场表现更糟糕；3) 避险情绪驱动，黄金、美债等避险资产市场表现会有短期提振。

风险提示：美联储货币政策收紧超预期、美国经济衰退超预期

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

李欣越 联系人
lixinyue@gjzq.com.cn

内容目录

一、美国企业债市场的新变化？利差快速走阔、评级大量下调	3
二、当下美国高收益债风险？滚续成忧、高利息支出恶化企业盈利.....	4
三、美联储的工具储备？风险传染短期可控，市场情绪冲击值得关注	7

图表目录

图表 1: 美国企业债信用利差快速走阔	3
图表 2: 各期限美国企业债利差均有扩大.....	3
图表 3: 投机级企业债信用评级升降情况.....	3
图表 4: 单季度企业债信用评级升降情况.....	3
图表 5: 违约潮往往伴随着信用利差的快速走阔.....	4
图表 6: 大规模评级下调后往往伴随着违约潮.....	4
图表 7: 1990 年以来四次经济衰退中均发生了违约潮.....	4
图表 8: 违约企业债以投机级为主.....	4
图表 9: 近年来美国企业债发行规模快速上升	5
图表 10: 罗素 3000 指数中僵尸企业占比提升	5
图表 11: 美股信用债到期压力即将显现	5
图表 12: 去年以来，高收益债发行明显减速.....	5
图表 13: 油价暴跌后能源企业违约数量往往快速增加	5
图表 14: 利息保障倍数在违约潮来临前处于高位.....	5
图表 15: 盈利恶化，往往在经济衰退后才会显现.....	6
图表 16: 美国经济即将步入衰退阶段.....	6
图表 17: 高收益企业债近期遭受 ETF 和基金的抛售	6
图表 18: 一级交易商持有的远期头寸.....	6
图表 19: 降息并不会立刻带来信用利差的走低.....	6
图表 20: 高收益债发行利率远高于存量债务票息率.....	6
图表 21: CCFs 的作用机制.....	7
图表 22: 美联储创新型货币政策工具的使用.....	7
图表 23: SMCCF 购买债券等级分布	7
图表 24: 2020 年违约潮中投资级占比明显下降.....	7
图表 25: 罗素 3000 指数各行业僵尸企业比例.....	8
图表 26: 各行业高收益企业债发行占比.....	8
图表 27: 美国不同行业高收益债信用利差.....	8
图表 28: 美国不同行业高收益债信用利差历史分位数.....	8
图表 29: 美债违约时，美股多会受到情绪冲击	8
图表 30: 能源行业企业债的偿债指标仍较为健康.....	8
图表 31: 违约潮期间，美债期限利差多趋于走阔.....	9
图表 32: 违约潮期间，黄金价格会有提振.....	9

2022 年以来，美国企业债信用利差快速走阔，但健康的财务指标下、违约风险似乎仍被市场低估。美国企业债的违约风险、溢出影响？本文分析，可供参考。

一、美国企业债市场的新变化？利差快速走阔、评级大量下调

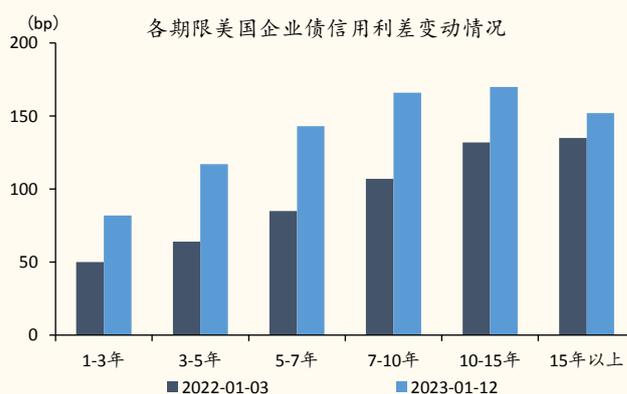
2022 年以来，美国企业债信用利差迅速走阔，引发了市场对企业债违约风险的担忧。1 月 3 日以来，美国投资级与投机级企业债期权调整价差（OAS），分别由 93bp 和 278bp 走阔至 124bp 和 407bp，分别上行了 31bp 和 129bp。分期限来看，7-10 年期信用利差上行幅度最大，其中 3-5 年期、5-7 年期、7-10 年期分别走阔了 53bp、58bp、59bp，其他期限也出现了 30bp 以上幅度利差上行。

图表 1：美国企业债信用利差快速走阔



来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表 2：各期限美国企业债利差均有扩大



来源：Bloomberg，国金证券研究所

投资级与投机级企业债信用评级的调整，也同样印证了市场的担忧。2022 年以来，标准普尔评级的美国投资级、投机级企业债，分别有 70 支和 405 支被下调评级。2022 年 4 季度投资级、投机级企业债下调评级支数/上调评级支数的比例分别走高至 103% 和 275%，共有 175 支信用债评级调降，均创 2020 年以来新高。美国投机级企业债评级表现不断恶化，越来越高比例债券遭遇评级下调。

图表 3：投机级企业债信用评级升降情况



来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表 4：单季度企业债信用评级升降情况



来源：Bloomberg，国金证券研究所

历史回溯来看，信用利差持续走阔、评级大规模下调，往往正是“违约潮”爆发的“先兆”。1990 年、2001 年、2008 年、2020 年的美国经济衰退期，高收益企业债均出现了违约潮。伴随美国 GDP 增速的大幅下行，四次衰退中，美国高收益企业债违约率均攀升至 10% 以上。而在此之前，信用利差的持续走阔和评级的大规模下调均发出了预警；其中，危机爆发前的 2000 年、2007 年、

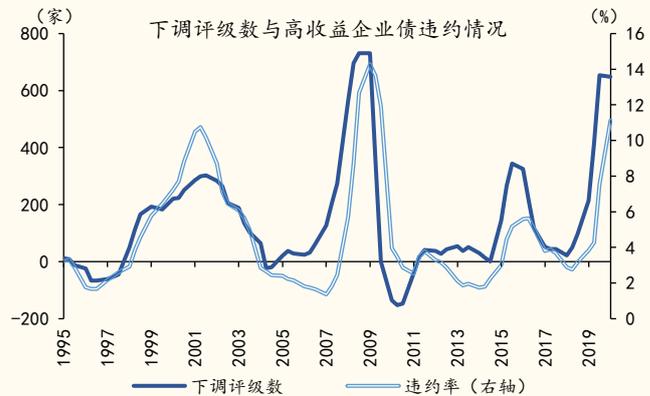
2019年，高收益企业债信用利差已走阔至500bp以上；单季下调评级数也均超200家。当下，高收益企业债信用利差已来到410bp，单季下调也高达175支。

图表 5：违约潮往往伴随着信用利差的快速走阔



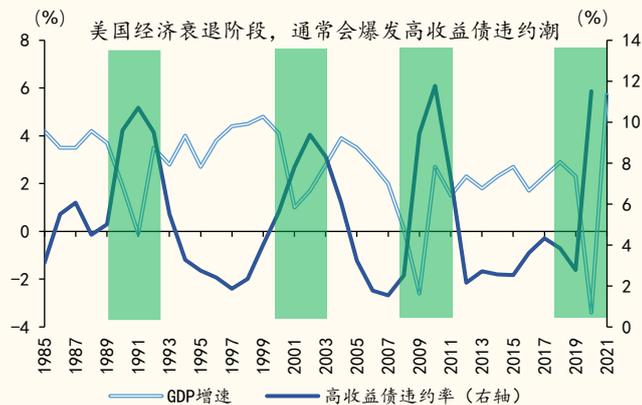
来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表 6：大规模评级下调后往往伴随着违约潮



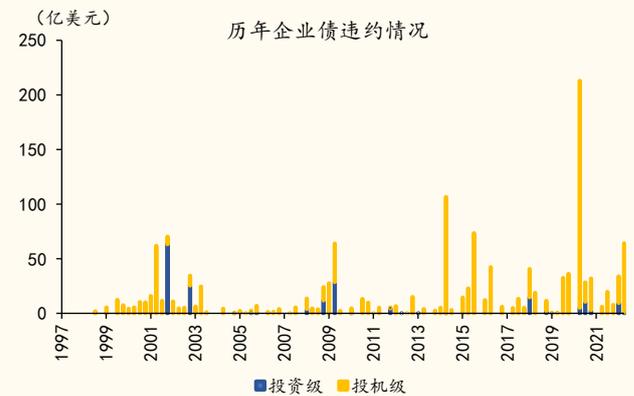
来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表 7：1990 年以来四次经济衰退中均发生了违约潮



来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表 8：违约企业债以投机级为主



来源：Bloomberg，国金证券研究所

二、当下美国高收益债风险？滚续成忧、高利息支出恶化企业盈利

疫情期间，资金成本持续下行鼓励低效率部门加杠杆行为，大量“僵尸”企业大举发债；而当下，流动性环境的紧缩使这类企业债务“滚续”成忧。2020至2021年，美国高收益企业债发行规模分别达4236亿、4850亿，规模创历史新高。宽松流动性环境下，过于“轻易”的举债掩盖了部分“僵尸”企业风险暴露，罗素3000指数成分股中EBITDA无法覆盖利息指数的企业占比不减反增。而随着美国流动性环境收紧，这类企业债务“滚续”能力将受到明显约束。未来3年间，美国企业债到期规模逐年增加，而高收益企业债发行已经明显降温。

图表 9: 近年来美国企业债发行规模快速上升



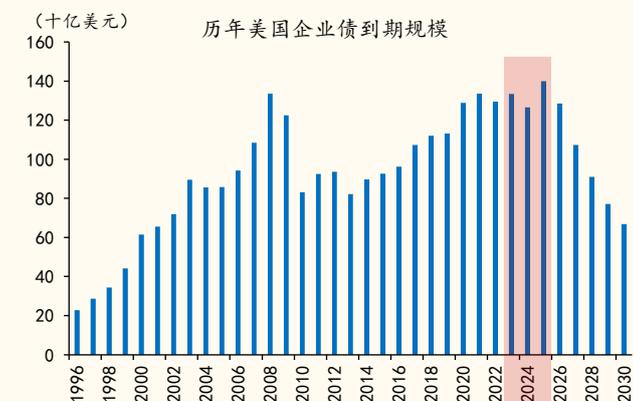
来源: SIFMA, 国金证券研究所

图表 10: 罗素 3000 指数中僵尸企业占比提升



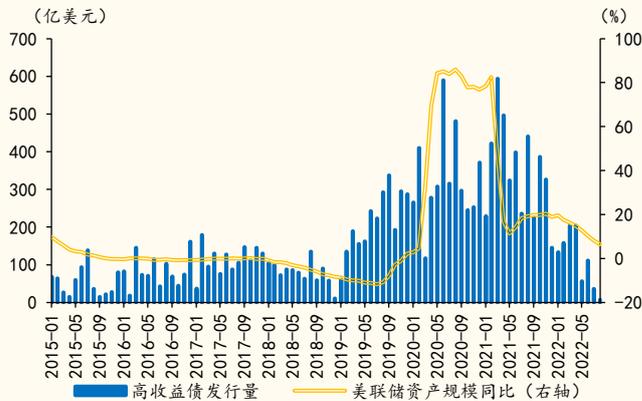
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表 11: 美股信用债到期压力即将显现



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

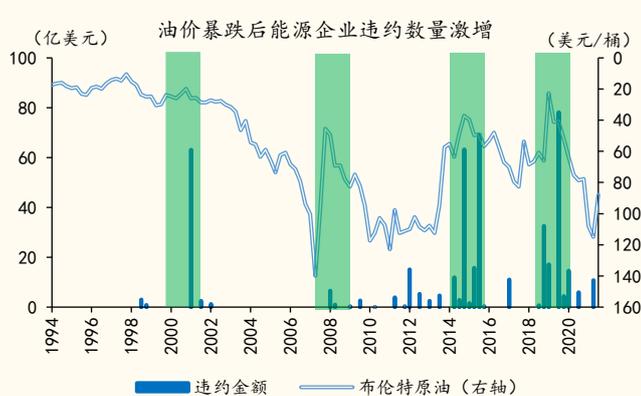
图表 12: 去年以来, 高收益债发行明显减速



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

另一方面, 利息保障倍数的高位从不意味着违约潮的缺席; 美国衰退已至, 企业盈利的恶化将显著提升美国高收益企业债的违约风险。以能源业为例, 历史上 2000 年、2008 年、2015 年、2020 年的 4 次能源业违约潮均发生在原油价格暴跌阶段。企业盈利的恶化, 会快速削弱美国企业偿债能力; 如利息保障倍数等偿债能力指标虽然在违约潮到来前往往仍处于相对健康的区间, 但会伴随着盈利下滑在短期内快速走低。当下, 从美国经济的领先指标、制造业 PMI 新订单指数来看, 美国经济或已步入衰退阶段, 企业盈利仍将面临持续下滑。

图表 13: 油价暴跌后能源企业违约数量往往快速增加



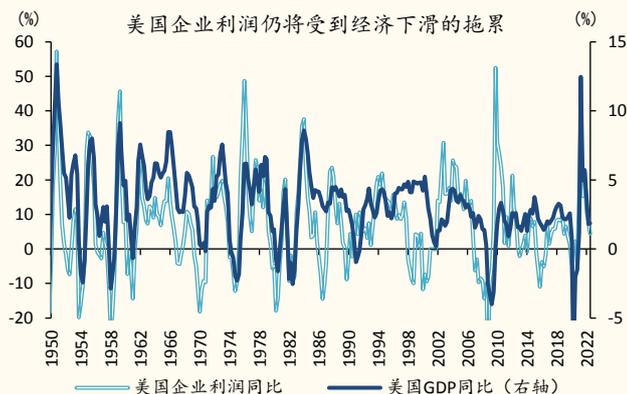
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表 14: 利息保障倍数在违约潮来临前处于高位



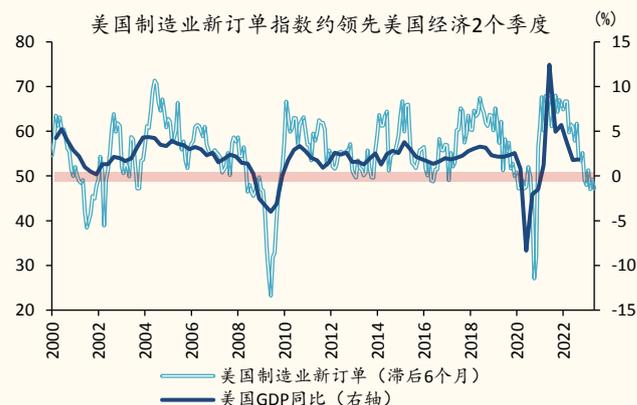
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表 15: 盈利恶化, 往往在经济衰退后才会显现



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表 16: 美国经济即将步入衰退阶段



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

而二级市场上美国高收益债的抛售潮、流动性恶化或将进一步推高企业发债成本, 进一步冲击这类企业本已“脆弱”的企业利润。1) 去年以来, 美国 ETF、共同基金的持续抛售下, 高收益企业债信用利差已持续走阔。2) 当下美债市场深度不足, 美债流动性遭遇冲击时, 一级交易商会快速减持信用债头寸, 造成信用债流动性的恶化, 进一步推升高收益债的信用利差。当下, 高收益债平均发行利率 8.33% 已远高于 5.64% 的存量债平均票息利率; 二级市场利率持续攀升对融资能力的进一步削弱, 或成为压垮美国高收益债市场的“最后一根稻草”。

图表 17: 高收益企业债近期遭受 ETF 和基金的抛售



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表 18: 一级交易商持有的远期头寸



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表 19: 降息并不会立刻带来信用利差的走低

图表 20: 高收益债发行利率远高于存量债务票息率

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_51538

