

垃圾债

证券研究报告
2020年05月27日

与美国企业违约、破产现况

作者

新冠疫情对全球企业经营现金流造成明显冲击，当前美国企业违约率和破产率与 2008 年 Q3 前后可比。随着经济进一步放缓，预计企业违约率和破产率将进一步攀升。

但由于 2019 年后各国货币政策取向宽松，垃圾债发行放量置换了存量到期债券，不管是美国还是欧洲，2020 年到期规模均较低，企业紧迫的到期偿付压力较小。

另一方面，美联储三月开始的一系列货币政策暂时缓解了企业的再融资压力，当前一级市场企业发债速度远超 2008 年，企业偿债高峰又一次延后。但主街贷款计划由于救助原则的限制可能对高收益债市场支持有限。

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；美国大选超预期



受“新冠”疫情影响，美国金融市场出现较大范围的流动性危机，这给 09 年后持续加杠杆的企业带来明显的现金流冲击。但在美联储一系列救助政策后，企业再融资压力暂得以缓解。怎么看待美国企业债务后续违约情况？我们认为

垃圾债潜在存量规模较大。目前美国和欧洲高收益债存量分别为 1.3 万亿美元和 6000 亿欧元。除此之外美国投资级债券中 2.8 万亿美元的 BBB 级别债券在经济下行期极易变成“堕落天使”，成为潜在的垃圾债券增量。

垃圾债短期内到期压力较小。由于 2019 年开始各国货币政策取向宽松，垃圾债发行放量置换了存量到期债券，不管是美国还是欧洲，2020 年到期规模均较低。目前到期规模峰值将出现在 2024 年。

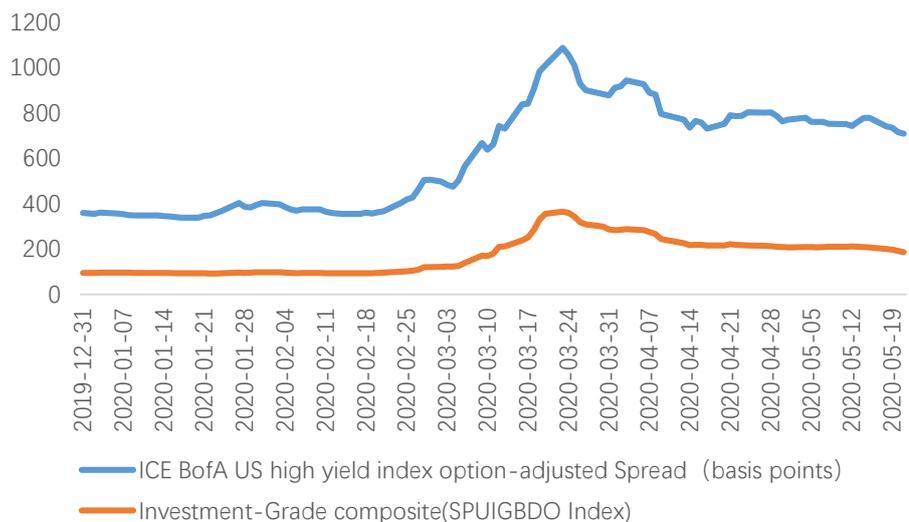
目前违约率和破产率与 2008 年 Q3 前后可比，随着危机逐渐深入，违约率和破产率将进一步攀升。但美联储一系列救助政策使得一级市场发行融资较为顺畅，**目前美国公司债市场的一级发行远超 2008 年同期水平。**二级市场信用利差明显收窄，但高收益级公司债利差仍然处于相对较高的水平。但主街贷款计划由于救助原则的限制可能对高收益债市场支持有限。

分行业来看，全球商业服务、机械设备、石油燃气、金属矿业和纺织服装等行业企业现金流较为紧张，均有超过 50% 的企业没有足够现金流支付 2020 年债务；美国的可选消费和能源板块高收益债务到期压力较大。

一、高收益债的规模

高收益债，也被称为“垃圾债”，是由信用评级较低的公司发行的、经评级机构评级低于投资级（标普评级低于 BBB-）的公司债务。由于信用评级等级较低，为补偿投资者的风险，高收益债的发行利率要高于投资级债券。

图 1：2020 年至今美国投资级和投机级信贷利差

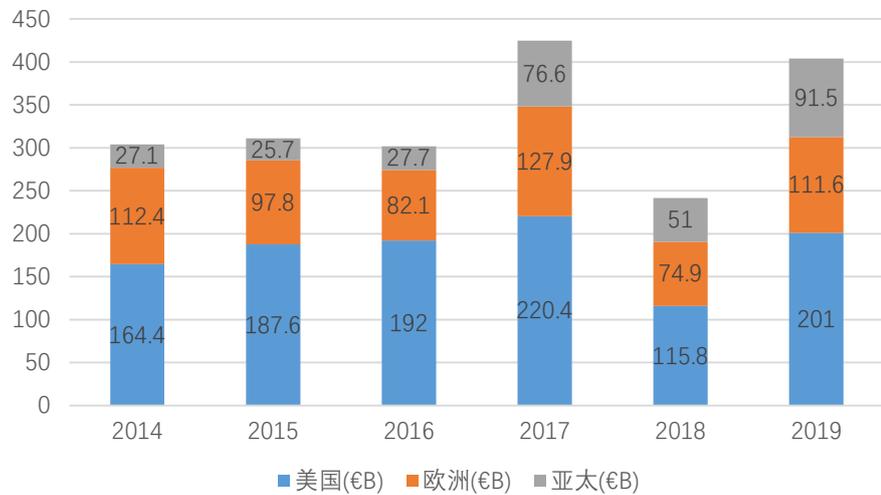


资料来源：S&P Global Rating Research，天风证券研究所

1.1 发行规模

全球高收益债市场主要集中于美国和欧洲，近年来亚太地区高收益债发行量以及占比不断上升，但整体来看美国和欧洲市场仍然是高收益债市场的核心，下文主要研究美国、欧洲高收益债市场的情况。

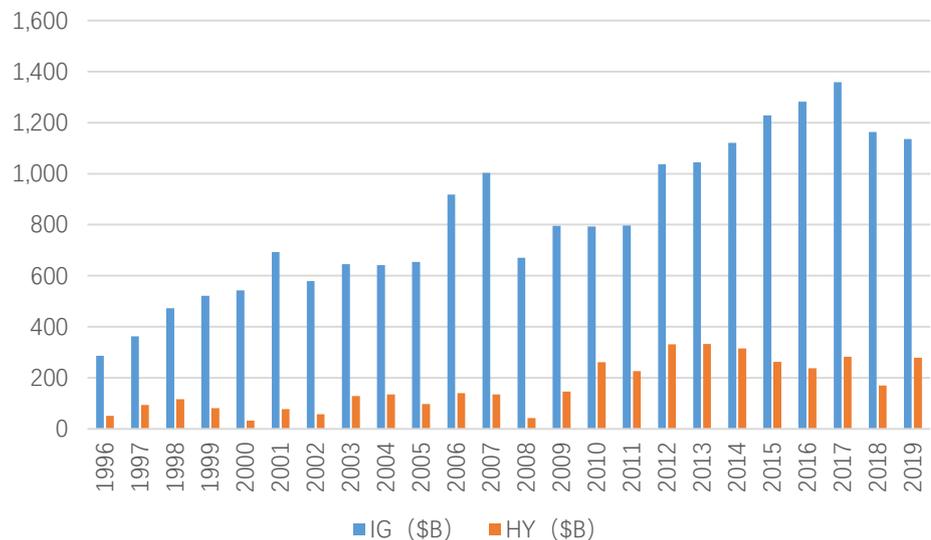
图 2：全球高收益债 2014-2019 年发行量对比



资料来源：Dealogic，天风证券研究所

高收益债市场在 08 年金融危机后开始复苏，2013 年发行量达到顶峰，触及 3320 亿。近些年随着其他杠杆融资工具尤其是杠杆贷款和低评级投资级债券（BBB）的广泛应用，高收益债的发行有所下降。2019 年，美国高收益债的发行量达 2782 亿。

图 3：美国企业债（投资级 IG、高收益 HY）1996-2019 年发行量

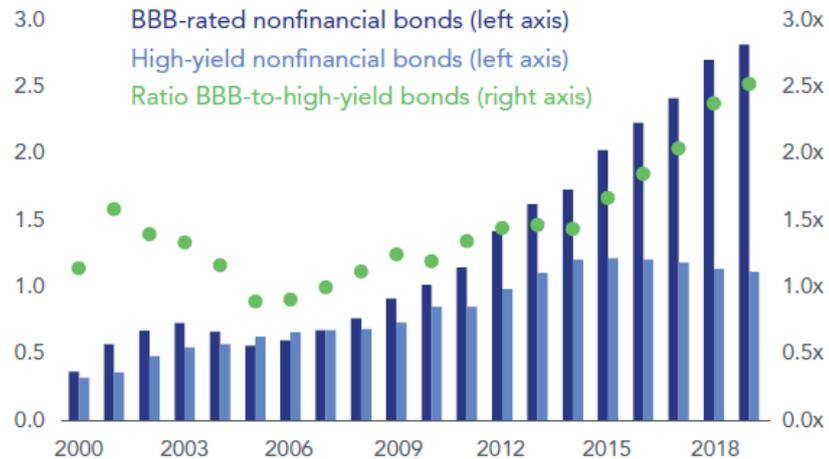


资料来源：SIFMA，天风证券研究所

Notes: IG=Investment Grade, HY=High Yield

图 4：投资级债券中已发行的 BBB 级非金融企业债券数量已增至高收益级债券的 2.5 倍

Figure 13. BBB-rated Bond Growth Outstrips High-yield Bond Growth (\$ trillions, multiple)



Note: Data are year-end for 2000-2018 and through September 30 for 2019. Based on ICE BofAML U.S. Non-Financial High Yield Index (HONF) and BBB U.S. Non-Financial Corporate Index (C4NF).

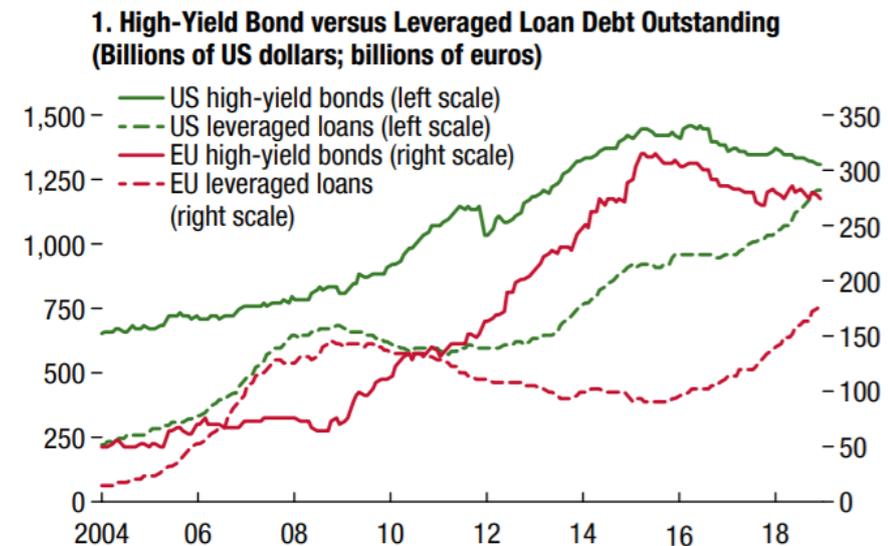
Sources: ICE Data Services, Bloomberg Finance L.P., Office of Financial Research

资料来源: Bloomberg, ICE, 天风证券研究所

1.2 存量规模

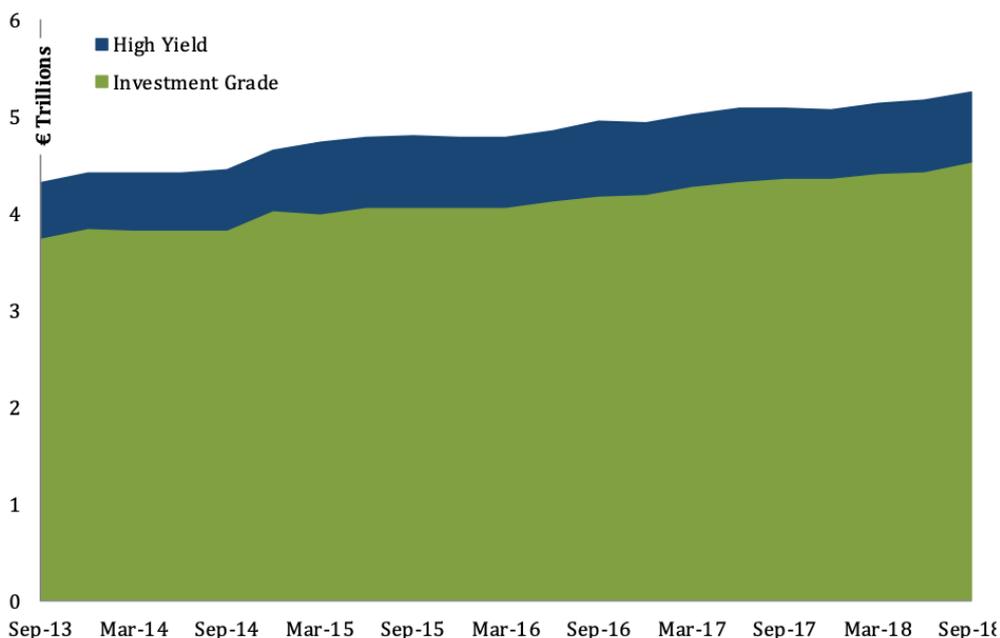
高收益债存量即未偿还余额。美国高收益债存量在 2016 年达到高峰随后下降，据惠誉测算，截至 2020 年 3 月美国高收益债规模达 1.3 万亿美元。14 年以来至今欧洲高收益债规模相对稳定，截至 2019 年 12 月，总量近 6000 亿欧元。

图 5: 美国高收益债未偿还余额



资料来源: Bloomberg Finance L.P. IMF 2019.4 Global Financial Stability Report, 天风证券研究所

图 6: 欧洲企业债（投资级、高收益债）未偿还余额

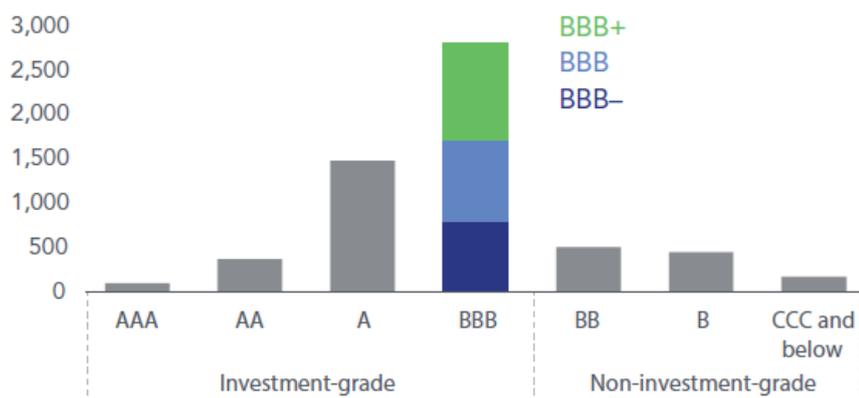


资料来源: Bloomberg, AFME, SIFMA, 天风证券研究所

值得注意的是大量投资级债券可能通过评级下调成为潜在的垃圾债。截至 2019 年 Q3, ICE BofAML 美国非金融企业指数中, 投资级企业债约为 4.8 万亿美元, 其中 2.8 万亿美元被评为 BBB 级。而在这在 2.8 万亿美元 BBB 级债券中, 约有 7950 亿美元企业债被评为 BBB-, 距离高收益垃圾债一步之遥。

图 7: BBB 级投资级债券很容易通过评级下调成为潜在的垃圾债

Figure 12. Distribution of Investment-grade and Non-investment-grade Bonds (\$ billions)



Note: Credit ratings for bonds included in the ICE BofAML U.S. Non-Financial Index (CFOX) and the U.S. Non-Financial High Yield Index (HONF).

Sources: ICE Data Services, Bloomberg Finance L.P., Office of Financial Research

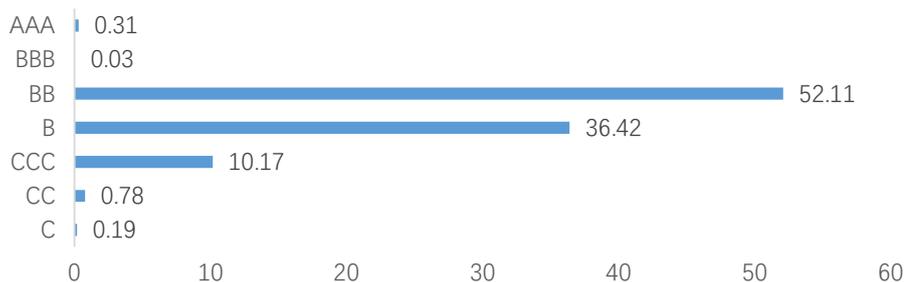
资料来源: Bloomberg, ICE, 天风证券研究所

1.3 评级分布

美国高收益债评级主要为 BB、B 和 CCC 级, 分别占比 52.11%, 36.42%和 10.17%, 评级等级中最低的 CC 和 C 占比少, 总和不超过 1%, 规模近 130 亿。相比美国, 欧洲高收益债的评

级分布集中在较高等级，主要为 BB 级和 B 级，分别占比 70.45%和 23.84%，B 级以下的高收益债占比仅 5.5%，总量达 330 亿欧元。

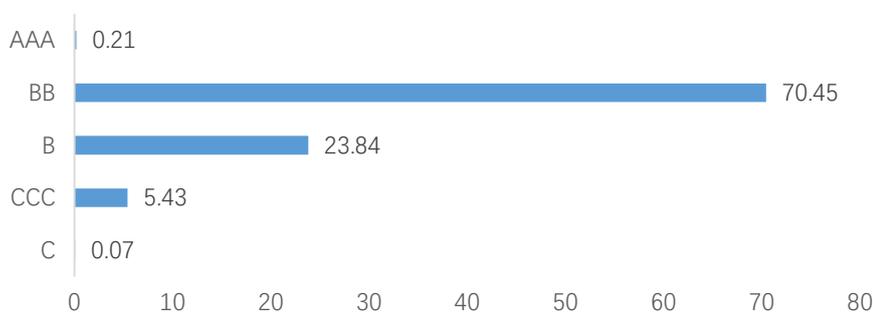
图 8：美国高收益债评级分布情况



资料来源：ICE BofA，天风证券研究所

Notes：截至 2020 年 4 月 20 日

图 9：欧洲高收益债评级分布情况



资料来源：ICE BofA，天风证券研究所

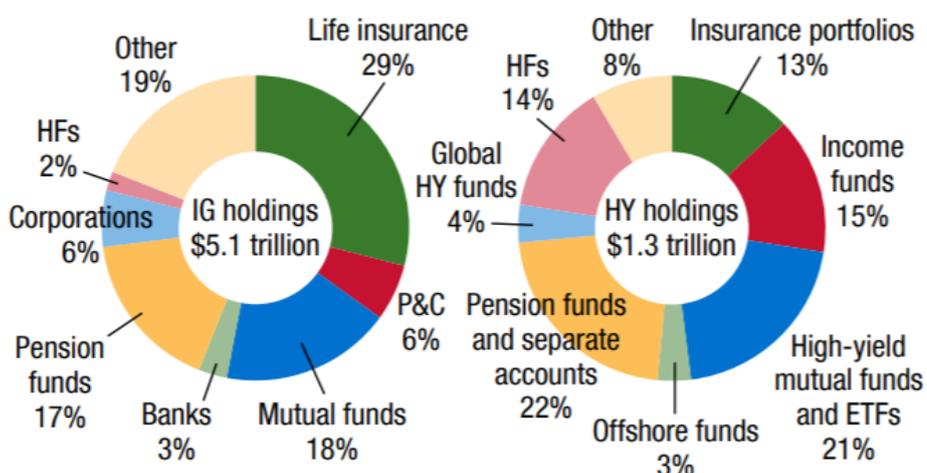
Notes：截至 2020 年 4 月 20 日

1.4 美国高收益债投资者结构

垃圾债高收益高风险的特点使得它的投资者主要是金融市场中为追求高收益的基金持有，以美国高收益债投资者结构为例，养老基金、高收益共同基金以及 ETFs 是垃圾债的主要投资者，占整个市场的 43%，其余主要为收益基金、对冲基金、保险以及全球其他高收益基金持有。银行不是高收益债的主要投资者，因此不必担心垃圾债违约潮带来的银行间流动性危机。

图 10：美国企业债（投资机、高收益）投资者结构

2. Indicative Holdings of US Corporate Bonds



资料来源：IMF 2019.4 Global Financial Stability Report，天风证券研究所

Notes: "other" includes endowments, foundations, sovereign wealth funds, offshore funds, households, and bonds held by foreign entities. HF = hedge funds; HY = high yield; IG = investment grade. P&C = property and casualty.

二、到期分布

债券到期意味着企业需要大量现金来支付债务的本金和利息，如果企业的流动性不足，需要借助再融资偿还债务，若信贷环境恶化，可能造成资不抵债的再融资风险。

图 11：垃圾债券到期规模

Refunding Needs¹ Support MIS Long-term Fundamentals

>\$2.3 Trillion in Debt Maturities: North America Moody's-Rated Corporate Bonds and Loans¹



>\$1.8 Trillion in Debt Maturities: EMEA Moody's-Rated Corporate Bonds and Loans²



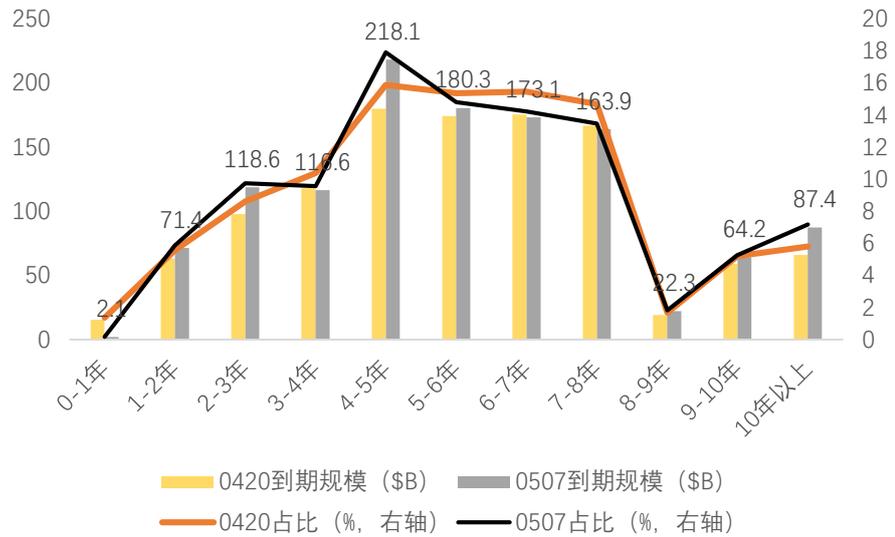
1. Non-financial corporates.
2. Source: Moody's Investors Service, January 2020. Data represents U.S. & Canadian MIS rated corporate bonds & loans.
3. Source: Moody's Investors Service, July 2019.

资料来源：Moody's，天风证券研究所

Moody 于 2020 年 1 月计算的北美（包括美国和加拿大）垃圾级债券的到期规模 2020 年达 300 亿，2021 年达 580 亿。

而据美国洲际交易所(ICE)的数据,美国高收益债市场的剩余到期年限主要集中于 4-8 年,对应 2024-2027 年间到期,到期规模总占比超过 60%。另一方面,对比 4 月 20 日到期规模与最新 5 月 7 日到期规模,分布略有不同,主要反映在:剩余不足 1 年到期的的高收益债余额由 156 亿美元降至 21 亿美元,而剩余 2-3 年到期、4-5 年到期的的高收益债规模分别增加了 210 亿、380 亿美元,债券的到期与新发行改变了其到期分布,3 月垃圾债仅发行 35 亿美元,而 4 月这个数字飙升至 337 亿。目前 2020 年到期规模大幅下降。

图 12：美国高收益债到期分布与占比变化



资料来源: ICE BofA, 天风证券研究所

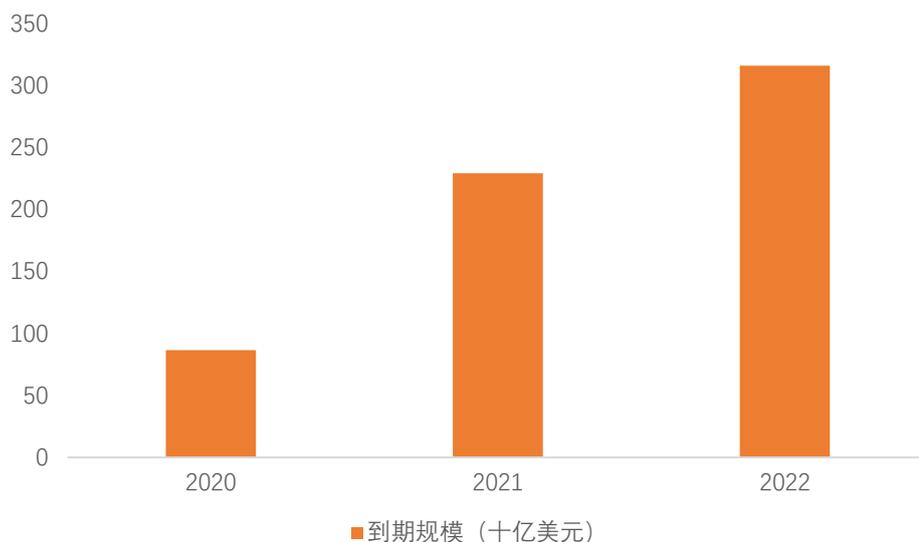
图 13: 今年以来投资级债券和垃圾债发行情况(十亿美元)

	Investment Grade	High Yield	Total
Dec	23.4	19.6	43.0
2020			
Jan	140.7	37.2	177.9
Feb	94.3	27.8	122.1
Mar	235.3	3.5	238.8
Apr	261.8	33.7	295.5

资料来源: SIFMA, 天风证券研究所

而据 Bloomberg 数据, 2020 年美国高收益债到期规模近 865 亿美元 (5 月 20 日后为 730 亿美元), 远低于 2021、2022 年到期规模。具体分析 2020 年到期情况, 第三季度和第四季度垃圾债到期压力相对较大。

图 14: 2020-2022 年垃圾债到期规模 (十亿美元)



资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

图 15: 2020 年垃圾债到期规模 (十亿美元)

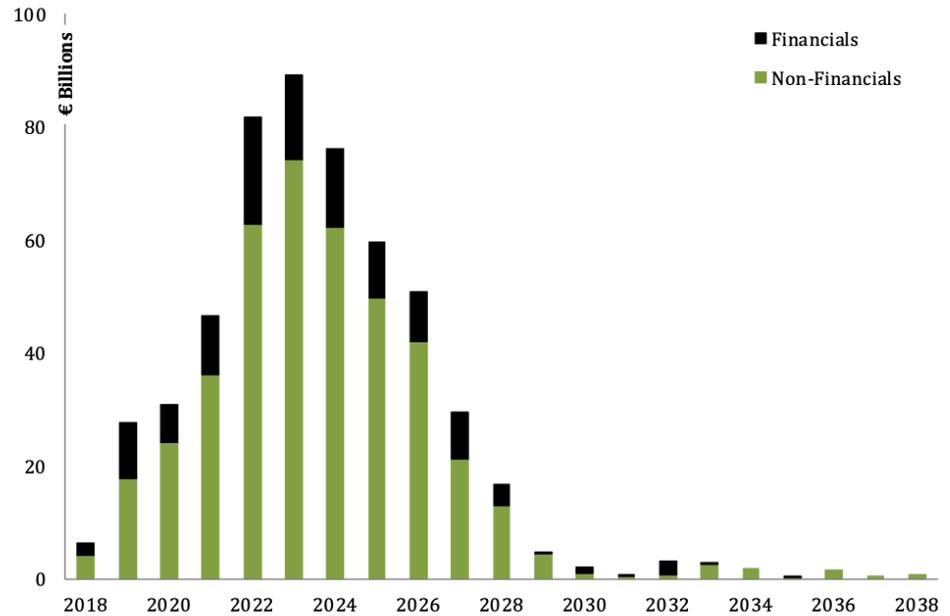


资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

欧洲垃圾债的到期日程集中在 2022-2026 年, 2020 年将到期 190 亿欧元, 2021 年到期 280 亿欧元。

图 16: 欧洲高收益债各年到期规模

3.4 European Corporate Bonds HY Maturity Wall: 3Q 2018



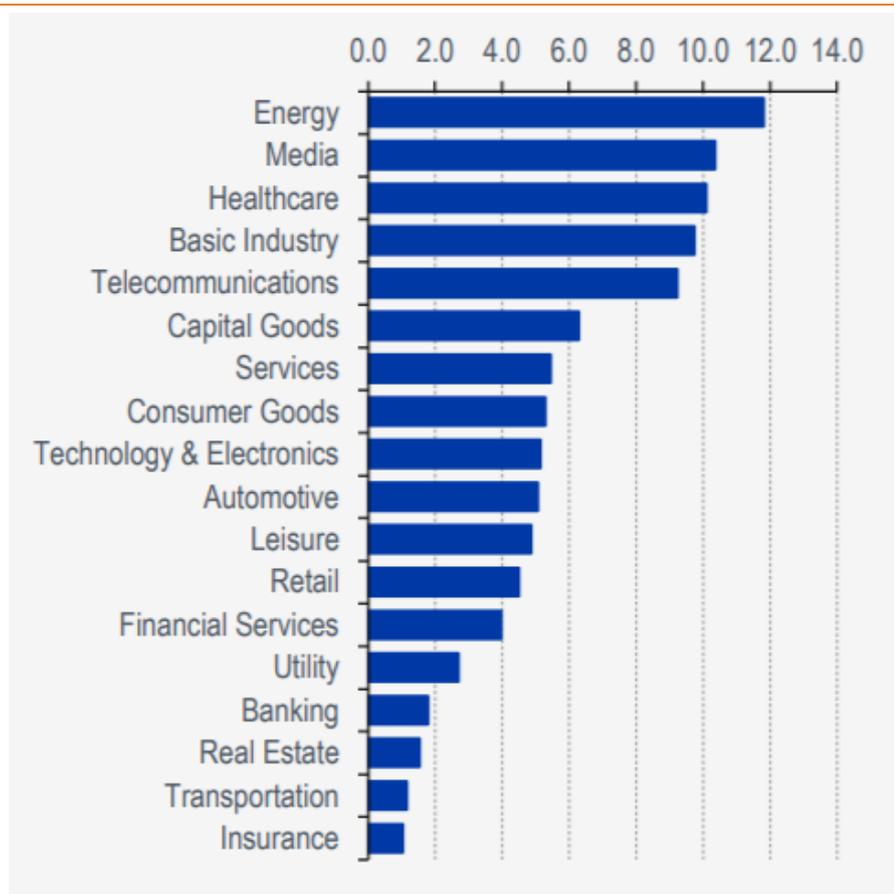
Source: Bloomberg, AFME, SIFMA

资料来源: Bloomberg, AFME, SIFMA, 天风证券研究所

2.1 高收益债行业分布

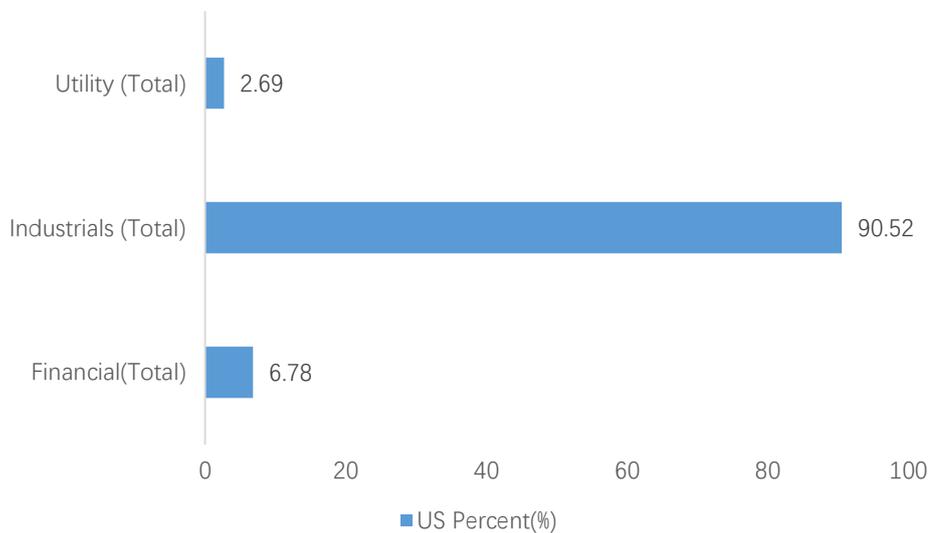
美国和欧洲发行高收益债的行业分布不同。对于美国，发行高收益债总量占比最高的前五大行业分别为能源、媒体、医疗保健、基础工业（主要包含建筑、化学、金属采矿等）、通讯，总占比超过 50%，工业总体占高收益债市场的 90.52%，金融和公用事业占比少；对于欧洲，最明显的不同在于金融行业发行高收益债占比最高，达 33.1%，且发行总量最高的前三大行业总占比超过 60%，其余两个行业为通讯（16.4%）和可选消费（11.7%）。

图 17: 美国高收益债的行业分布及占比(%)



资料来源: ICE BofA, 天风证券研究所

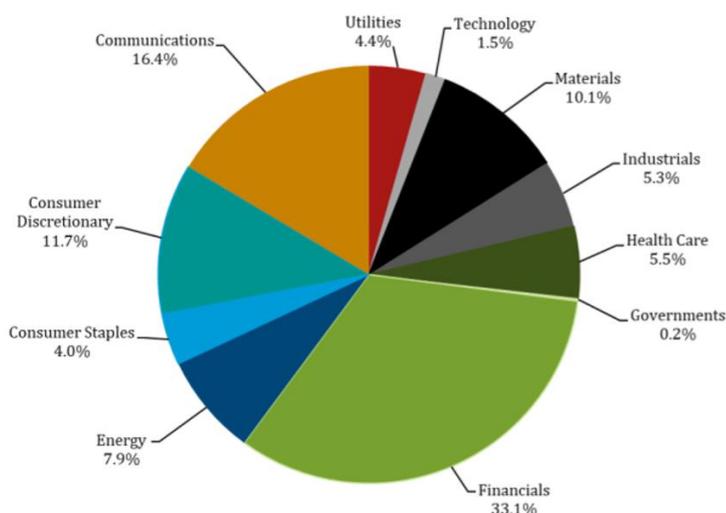
图 18: 美国公用事业、工业、金融业高收益债占比



资料来源: ICE BofA, 天风证券研究所

图 19: 欧洲发行高收益债的行业分布

3.5 European Corporate HY Bonds Outstanding By Sector: 4Q 2019



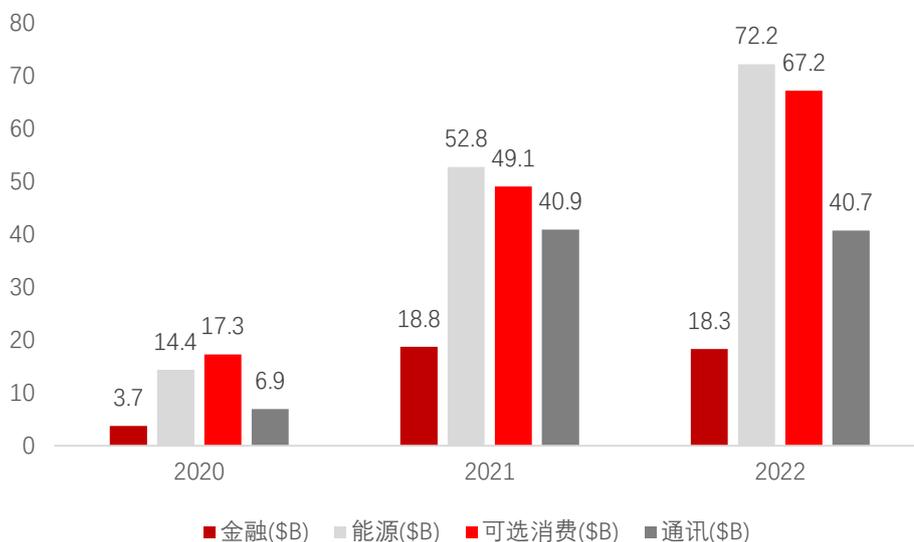
Source: Bloomberg, AFME, SIFMA

资料来源: Bloomberg, AFME, SIFMA, 天风证券研究所

2.2 高收益债的到期情况

能源、可选消费、通讯、金融四大行业 2020 年到期规模占总量比近 60%，近三年到期规模分别为 1394/1336/886/408 亿美元。

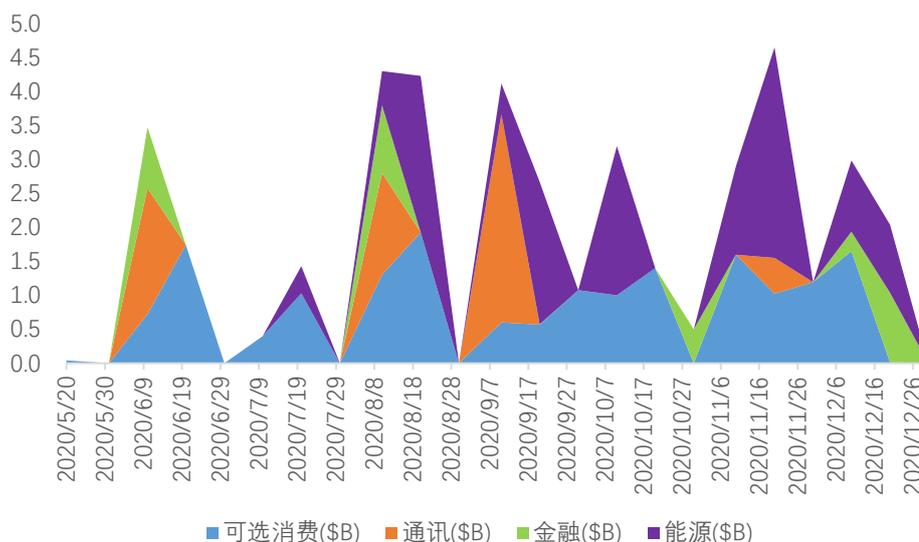
图 20: 主要行业近三年到期分布(十亿美元)



资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

具体分析 2020 年情况, 可选消费和金融行业在 2020 年剩余月中到期分布较为平均, 通讯行业, 到期主要分布在第二、三季度, 能源行业到期主要分布在第三、第四季度。

图 21: 主要行业 2020 年到期分布面积堆积图



资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

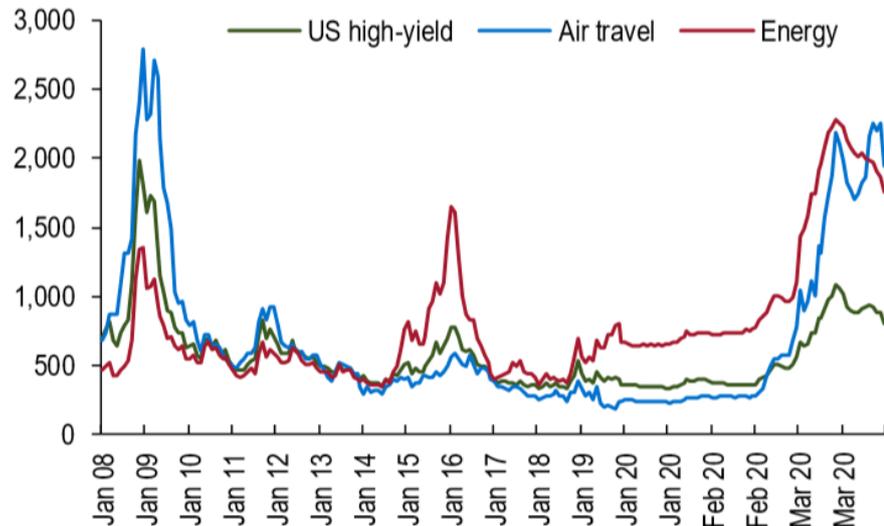
三、全球疫情对高收益债市场的冲击

3.1 高收益债利差的动态变化

新冠疫情造成的“大封锁”令全球经济承压，需求端萎靡、供给端受挫，企业营收能力大幅下降，尤其是受疫情影响严重的行业比如能源、交通、可选消费、餐饮服务等。信贷的顺周期特性使得本就资金短缺的企业融资更加困难，融资利差走扩，而本身信用评级低的公司发行的高收益债利差更是陡升，美国的高收益债利差在能源、航空板块高利差的推动下升至金融危机后新高。

图 22: 2008 年以来美国航空、能源板块及总体高收益债利差

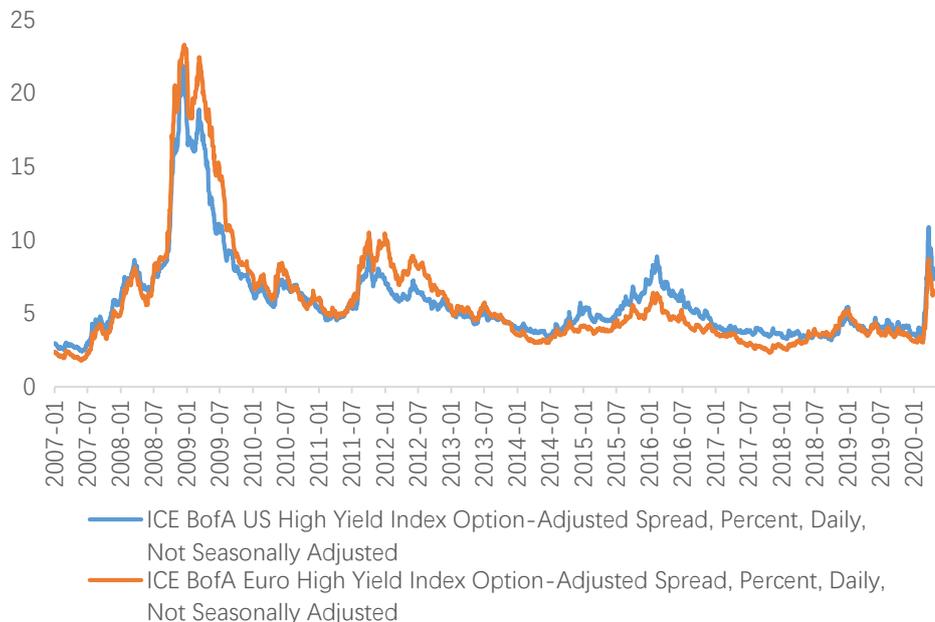
3. US High-Yield Corporate Spreads (Basis points)



资料来源：Bloomberg Finance L.P., S&P Global Ratings, IMF staff calculations, 天风证券研究所

ICE BofA 高收益债指数追踪高收益债市场的总体表现，期权调整的利差（OAS）可以反映市场信贷紧张情况。2020 年进入 3 月份，随着新冠疫情肆虐对经济冲击程度加深，信贷利差急剧上升。各国央行、财政部紧急出台针对疫情的货币、财政救助政策，资金紧张情况得到缓解、市场情绪有所缓和，信贷利差呈现收缩趋势。

图 23：ICE BofA 美国、欧洲高收益债指数期权调整利差（%）



资料来源：FRED, 天风证券研究所

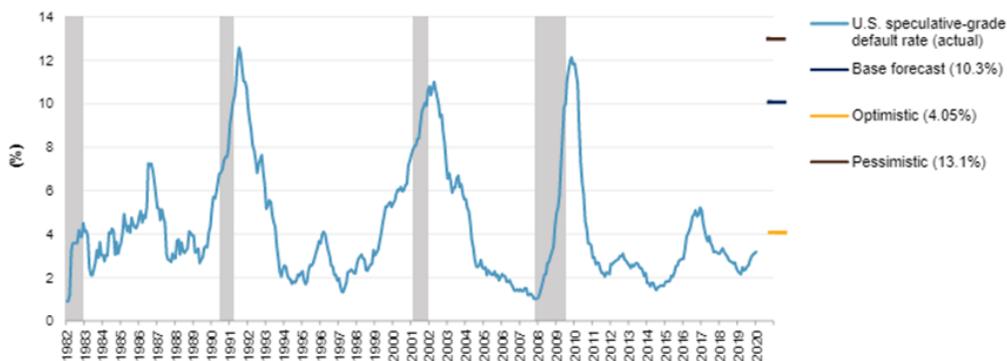
3.2 评级公司关于垃圾债违约预测

据标普预测，基准假设下美国高收益债 2020 年全年违约率为 10.3%，违约规模达 1339 亿。穆迪对美国高收益债市场的违约率更加悲观，预计 2020 年底违约率达 13%，而到 2021 年三月，最近 12 个月滚动违约率（LTM）高达 14.4%，逼近 08 年金融危机之后 2009 年 11 月

的违约率 14.7% (LTM)。

图 24: 标普对美国高收益债市场违约预测

U.S. Trailing-12-Month Speculative-Grade Default Rate And December 2020 Forecast



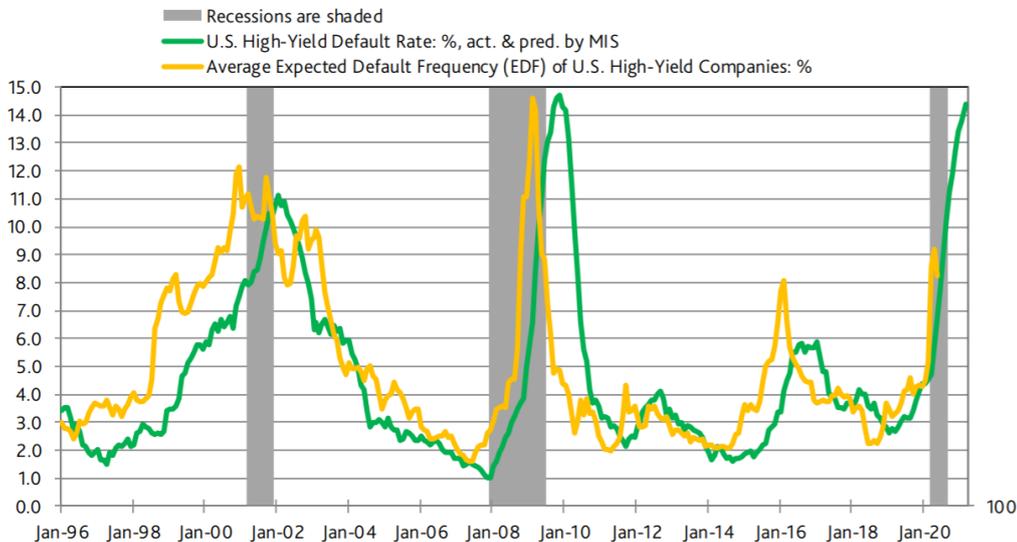
Note: Shaded areas are periods of recession as defined by the National Bureau of Economic Research.
Sources: S&P Global Ratings Research and S&P Global Market Intelligence's CreditPro®.
Copyright © 2020 by Standard & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved.

资料来源: S&P Global Rating Research, S&P Global Market Intelligence's Creditpro, 天风证券研究所

图 25: 穆迪对美国高收益债市场的违约预测

Figure 2: Average High-Yield Expected Default Frequency (EDF) Metric Now Favors an 11% Midpoint for Q1-2021's Default Rate

sources: Moody's Investors Service, NBER, Moody's Analytics

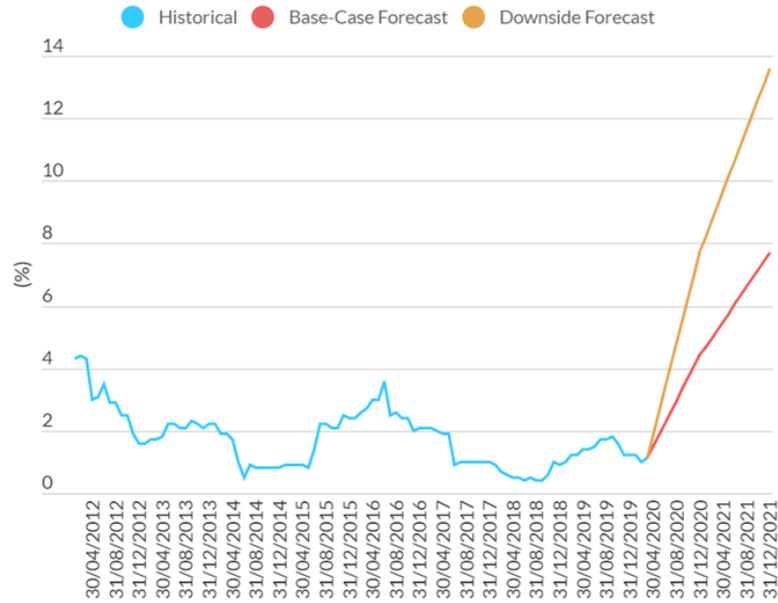


资料来源: Moody's Investors Service, NBER, Moody's Analytics, 天风证券研究所

关于欧洲市场的违约预测, 惠誉 3 月 31 日基于欧洲封锁时间将持续 2-3 个月, 且未来 5-6 周疫情最严重这一基本假设, 预测欧洲高收益债 2020 年违约率在 4%-5%之间, 2021 年违约率达 8%。预计垃圾债违约规模 2020 年为 270 亿欧元, 2021 年达 480 亿欧元。

图 26: 欧洲高收益债违约率及 2020 年违约预测

European High-Yield Bonds Default Rate Forecast



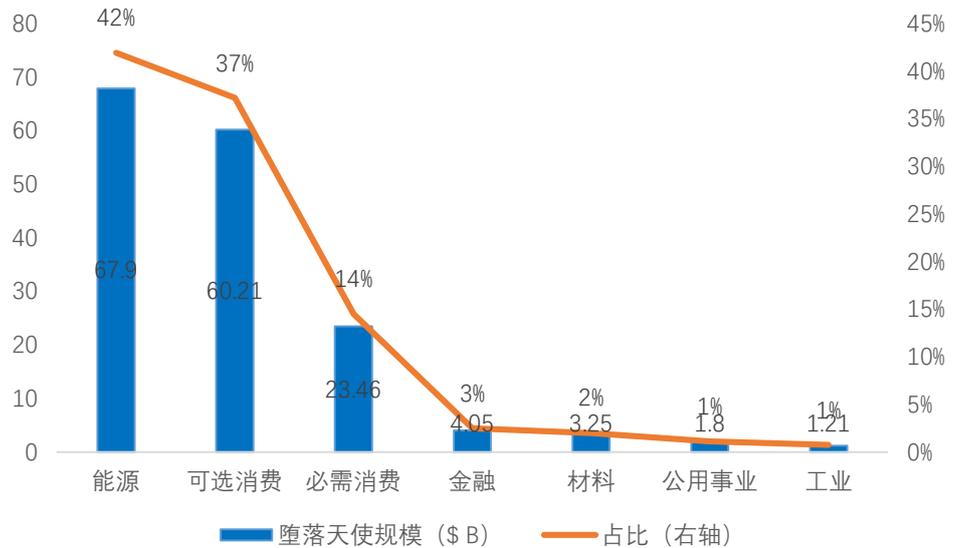
Source: Fitch Ratings

资料来源: Fitch Ratings, 天风证券研究所

3.3 评级下调：“堕落天使”行业分布

由于疫情对经济的冲击，经济“大封锁”、需求低迷，很多公司营收、债务、现金流陷入困境，本身评级为投资机的公司近期被评级机构调降为垃圾级，这类公司发行的债券被称为“堕落天使”。据 Bloomberg 统计，近 3 个月“堕落天使”的规模超过 1600 亿，主要集中于能源和可选消费行业，尤其对于能源行业，疫情和石油价格的双重打击，能源行业的“堕落天使”数量达 675 亿，占比 42%。

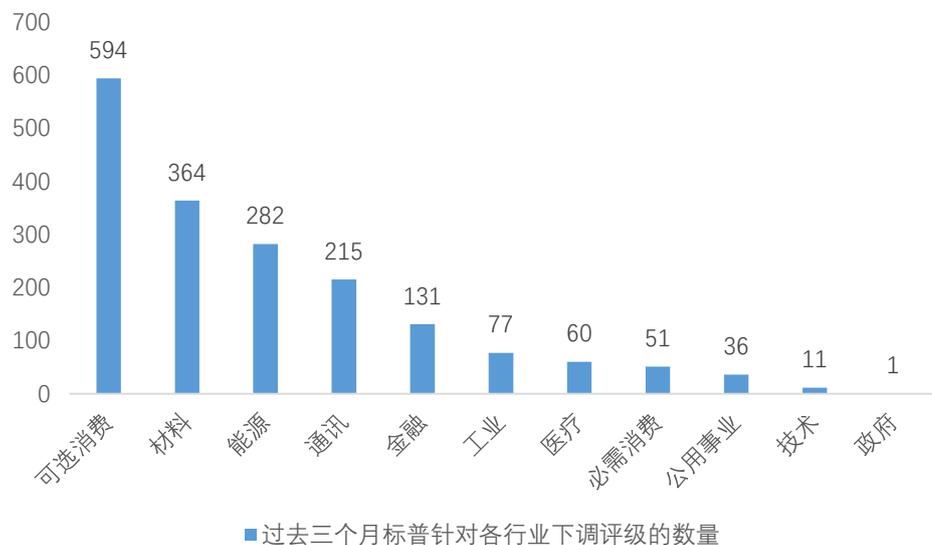
图 27: 过去三个月“堕落天使”行业分布以及占比



资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

除了“堕落天使”的情况，疫情之下大量公司被评级机构下调评级或面临评级被下调的风险。过去三个月共 1822 家公司被标普下调评级，其中可选消费、材料、能源、通讯行业的公司受影响最大，分别有 594、364、282、215 家公司被下调评级。

图 28: 过去三个月标普对各行业公司评级下调数量



资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

四、美国企业情况

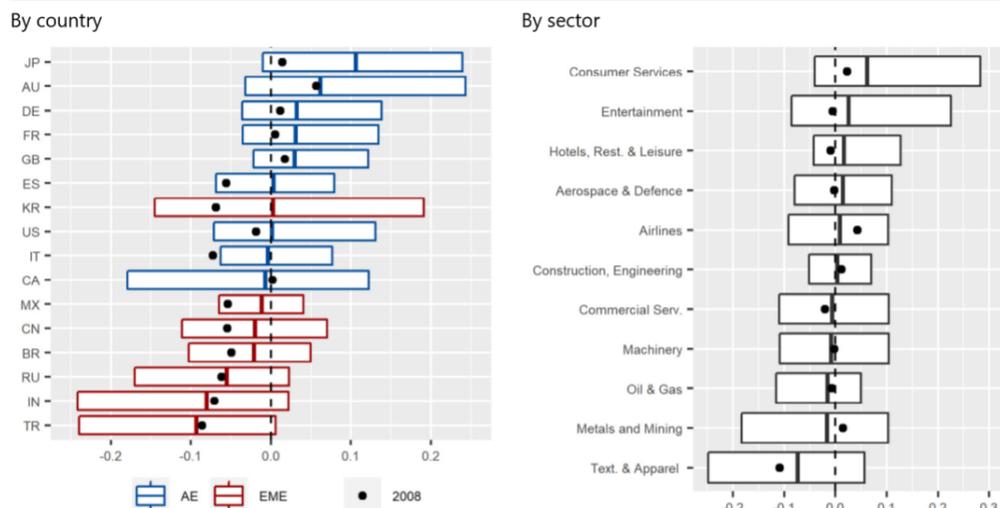
4.1 美国企业及行业的现金流情况

BIS 根据 2019 年上市公司财务报表计算，以 2019 年现金资产（现金、现金等价物及短期投资产品）减去 2020 年到期债务还本付息（短期债务+当期偿还的长期债务+利息支出）的差值与企业总资产的比值反映现金流紧张情况。整体看，将近 50% 美国企业的 2019 年的现金或现金等价物不足以支付 2020 年的到期债务及相应利息。虽然当前美国企业的现金流紧张情况稍好于 2008 金融危机之前，但在发达国家中仅好于加拿大，西班牙、意大利

的企业现金流情况相当（下图左）。

分行业看，由于行业本身经营特点与资本管理方面差异，不同行业的现金流情况表现各异。商业服务、机械设备、石油燃气、金属矿业和纺织服装等行业均有超过 50%的企业没有足够现金流支付 2020 年债务，而消费者服务、娱乐、酒店住宿休闲等行业的现金流情况较好。（下图右）。

图 29：现金减债务与企业总资产的比例



¹ Box plot showing median, 25th and 75th percentile of cash (cash, equivalents and short-term investments) minus debt service (short-term debt + current portion of long-term debt + interest expenses) as a ratio of total assets for firms with either debt falling due in 2020 or with positive interest expenses. Box plots based on 2019 data. Black dots show median ratios for 2008.

Sources: S&P Capital IQ; BIS calculations.

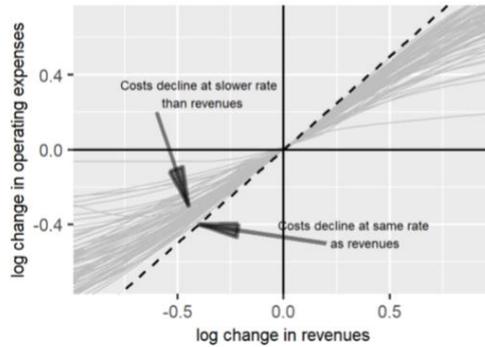
资料来源：S&P Capital IQ，BIS Calculations，天风证券研究所

“大封锁”期间，企业收入大幅削减，但支出并不会同比例下降。根据 BIS 的模型计算，疫情期间的经营成本与收入的弹性为 0.6，即收入减少 1，而成本只减少 0.6；此外受固定成本的影响，不同行业的成本弹性不同，比如石油燃气、航空、酒店餐饮等行业的成本弹性更小，成本随收入下降的比例更低。

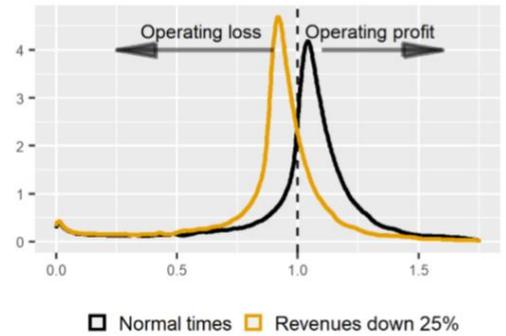
根据历史数据的相关性，GDP 增速每下降 1 个百分点，企业营收下降 3%。当前 IMF 预测 2020 年发达经济体 GDP 将下降 8%-9%，由此预计企业部门 2020 年营收将减少 25%，平均成本弹性 0.6，BIS 估计 2020 年企业营业利润为亏损 18%，持续的亏损会进一步消耗企业的自由现金流。

图 30：收入下滑加剧企业现金流紧张情况

Response of operating expenses to changes in revenues²



Ratio of total revenue to operating expenses³



¹ Operating income defined as total revenues less operating expenses. ² Quarterly changes in log revenues and log operating expenses. Smoothed grey lines of the elasticity estimated with a generalised additive model for 62 industries. Dashed line is 45 degree line. ³ Ratio above (below) one indicates positive (negative) operating profit. Normal times assumption: Total revenue and operating expenses at 2019 levels. "Revenues down 25%" assumption: Total revenues down 25% compared with 2019 levels; 0.6 elasticity of operating costs to revenues. Sources: S&P Capital IQ; BIS calculations.

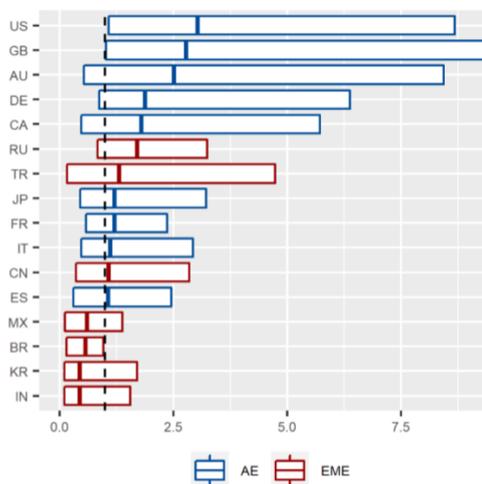
资料来源：S&P Capital IQ，BIS Calculations，天风证券研究所

未提取的信贷额度对于现金流紧张的企业是一个支撑。一方面，超过 75% 的美国企业未提取的信贷额度可以覆盖 2020 年到期的债务，且有 50% 的企业未提取信贷额度对 2020 年债务覆盖比例超过 2.5 倍。另一方面，从美国银行 3 月资产负债表数据可以看出大量信贷额度被提取，由于信贷额度的剩余期限较短，很多企业需要在 2020 年更新其信贷额度期限，但 4 月以来企业破产率、债务违约数量上升，在经济收缩的情况下，银行出于风控要求，可能对于更新或延长企业信贷额度的决策更加谨慎。

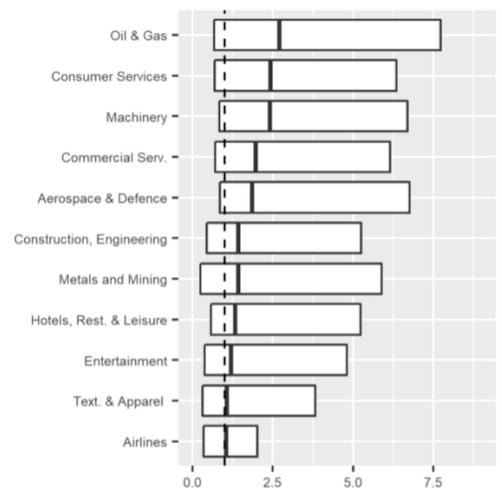
分行业看，消费者服务业的现金流情况较好，也有较多未提取的信贷额度。石油燃气、机械行业等行业的流动性比较紧张，但也有较多未提取的信贷额度支撑。而金属采矿、纺织服装和航空等行业，未提取的信贷额度支撑有限。

图 31：未提取信贷额度覆盖 2020 年债务比例

Undrawn credit lines to debt service: by country



Undrawn credit lines to debt service: by sector



¹ Box plots showing median, 25th and 75th percentile of the ratio of undrawn credit as a share of debt service (short-term debt + current portion of long-term debt + interest expenses); undrawn credit excludes commercial paper programs. ² Data reported for at least one quarter in 2019. Based on a more limited set of firms which report undrawn credit. See Table A1 for more details on coverage.

Sources: S&P Capital IQ; BIS calculations.

资料来源：S&P Capital IQ，BIS Calculations，天风证券研究所

4.2 美国企业的债务违约和破产情况

截至4月18日，垃圾债四月的违约量达143.5亿，远远高出2020年整个一季度40.7亿的违约规模，按照当前垃圾债市场1.3万亿的存量规模，2020年第一季度的违约率为0.31%，第二季度当前的违约率为1.1%。参考08年金融危机，经济衰退早期，违约率往往较低，但随着危机逐渐深入，高收益债违约比例逐步攀升。08年四季度之前，违约率始终未超过1%，甚至更低，直到四季度，违约率攀升至2.9%，而到了2009年第二季度，高收益债的季度违约率高达4.05%。当前的违约率情况和2008年有相似之处，但由于触发违约率上升的内外部成因不同，未来垃圾债违约的走向也未必相同，尤其是美联储在应对此次疫情造成的流动性危机方面，货币政策工具多管齐下。

图 32: 2020 年以来高收益债违约统计

Figure 11: Recent defaulted and distressed names

Date	Ticker Name	Sector	Event	Face	Price
YTD defaults					
1/31/2020	MDR MCDERMOTT	Energy	Bankruptcy	1,300	13
1/31/2020	CHK CHESAPEAKE ENERGY CORP	Energy	Distressed exchange	1,244	52
2/29/2020	TAPENE TAPSTONE ENERGY	Energy	Forbearance agreement	300	1
3/31/2020	WLL WHITING PETROLEUM	Energy	Bankruptcy	774	7
3/31/2020	HOS HORNBECK OFFSHORE	Energy	Bankruptcy	450	6
Total/Average				4,068	16
April defaults					
	FTR FRONTIER COMM	Telecoms	Bankruptcy	13,498	47
	LKSD LSC COMMUNICATIO	Media	Bankruptcy	450	12
	QHC QUORUM HEALTH CO	Healthcare	Bankruptcy	400	25
Total/Average				14,348	28

资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

图 33: 2007-2009 年高收益债季度违约率

Quarterly Default Rate Comparison – Altman/SC and Moody's, High-Yield Debt Market, 1989–2009 (Dollars in Billions) (Continued)

Quarter		Par Value Debt		Quarterly Default Rates (%)	Moody's 12-Mo. Issuer Based	
		Outstanding Debt (\$)	Defaulted Debt (\$)		Altman/NYU-SC 12M Moving Average (%)	Moody's 12-Mo. Issuer Based Moving Average (%)
2007	1Q	1053.90	0.87	0.08	0.52	1.80
	2Q	1066.80	1.82	0.17	0.56	1.92
	3Q	1075.40	0.88	0.08	0.50	1.67
	4Q	1069.90	1.91	0.18	0.51	0.90
		5.47				
2008	1Q	1089.90	3.57	0.33	0.76	1.74
	2Q	1083.40	10.68	0.99	1.56	2.43
	3Q	1091.00	5.02	0.46	1.95	3.40
	4Q	1086.80	31.49	2.90	4.65	4.43
		50.76				
2009	1Q	1083.60	39.86	3.68	8.01	8.12
	2Q	1082.60	43.86	4.05	11.09	11.60
	3Q	1152.95	9.60	0.83	11.53	13.41
	4Q	1177.41	30.51	2.59	10.74	13.22
		123.82				

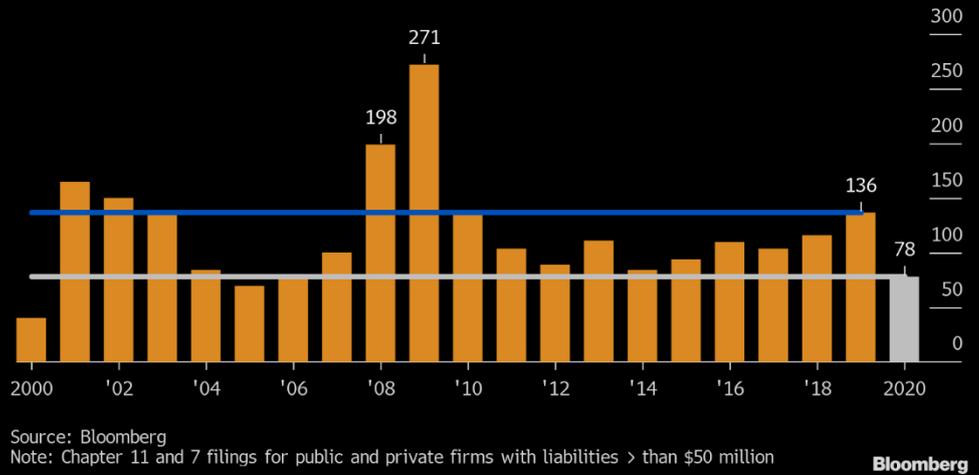
资料来源：Moody's, NYU Salomon Center, 天风证券研究所

从公司破产情况看，进入 2020 年公司破产数量上升，到目前为止（5.7 日）共有 78 家负债超过 5000 万美元的企业申请破产，已与 08 年企业破产速度可比。

图 34：公司破产家数

Fast Clip

U.S. corporate bankruptcies are on pace to approach 2009 level

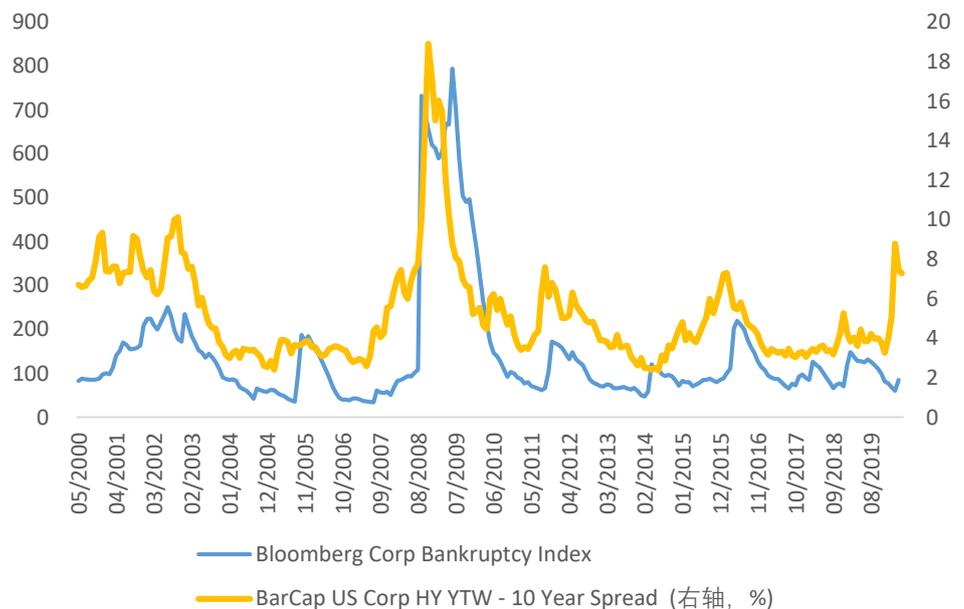
■ Annual filings / Year-to-date May 7 (intraday)


资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

Notes: Chapter 11 and 7 filings for public and private firms with liabilities > than \$50 million

相比小公司而言，大公司境况稍好。彭博破产指数（Bloomberg Corp Bankruptcy Index）衡量负债超过 1 亿美元的美国公司的破产情况的严重程度，主要从破产数量和破产公司的负债规模两方面考察。当前指数相较历史水平仍处于历史低位，但领先指标垃圾债信用利差已超过 16 年高位。

图 35：公司破产指数与垃圾债信用利差



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

五、今年迄今美国货币财政政策的对冲效果

5.1 美联储救市政策引入后高收益债市场的表现

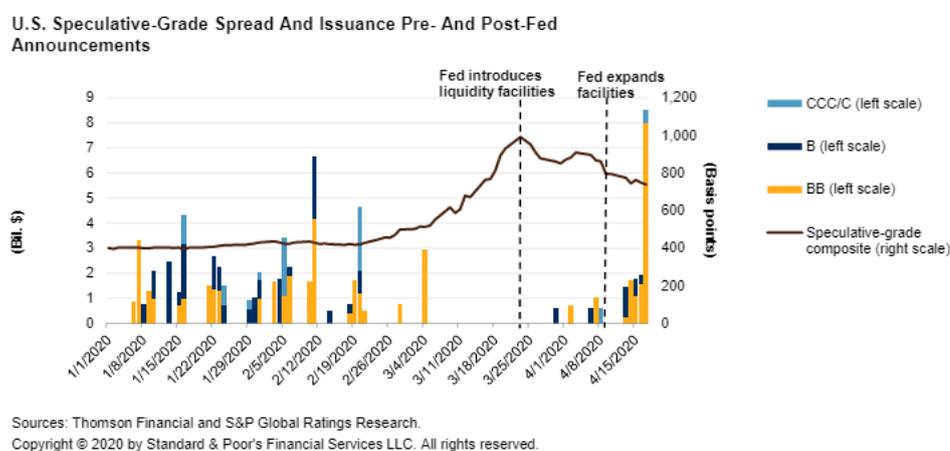
高收益债市场的利差、发行情况随经济环境、政策走势反映灵敏，进入 3 月，高收益债受

疫情、石油价格双重影响利差开始飙升，尤其是到 3 月 25 日，垃圾债的利差达到顶峰，整个三月中下旬高收益债的发行量为零。

美联储于 3 月 23 日引入一系列流动性救市工具，其中一级、二级市场公司信贷额度（PMCCF、SMCCF）分别针对一级市场中投资机公司提供融资支持、购买二级市场中投资机公司的企业债以及投资于投资机企业债的 ETF，美联储的救市政策缓解了市场紧张情绪，公司债利差随之下降，高收益债利差也出现回调，但高收益债发行市场仍未恢复，整个 3 月的高收益债发行量仅 35 亿，且都集中在三月早期。

4 月 9 日，美联储扩大了 PMCCF、SMCCF 和定期资产支持证券（TALF）的规模和范围，即美联储可以购买“堕落天使”垃圾级债券以及 ETF，高收益债市场的利差进一步下降，高收益债的发行市场也开始恢复，整个 4 月，高收益债的发行额达 337 亿。但高收益债的发行呈现一些新的特征，相比以往有担保的证券比例大幅增加。

图 36：美联储的救市政策前后与高收益债发行表现

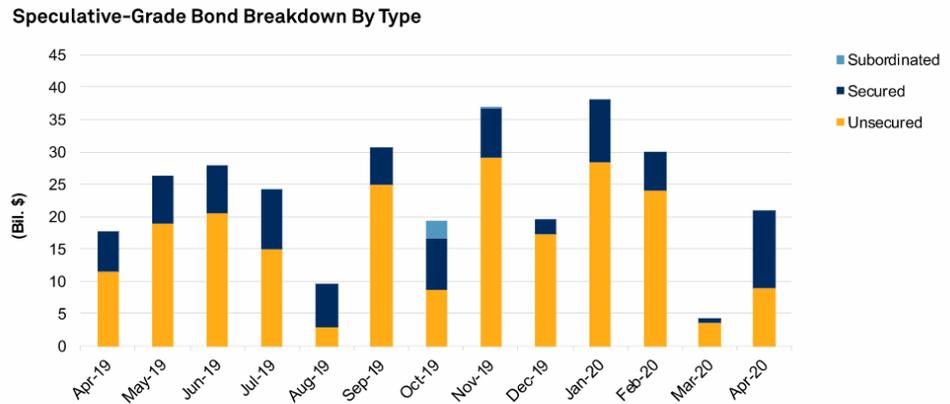


资料来源：Thomson Financial, S&P Global Rating Research, 天风证券研究所

图 37：2019 年至今公司债月度发行情况



图 38：高收益债担保情况



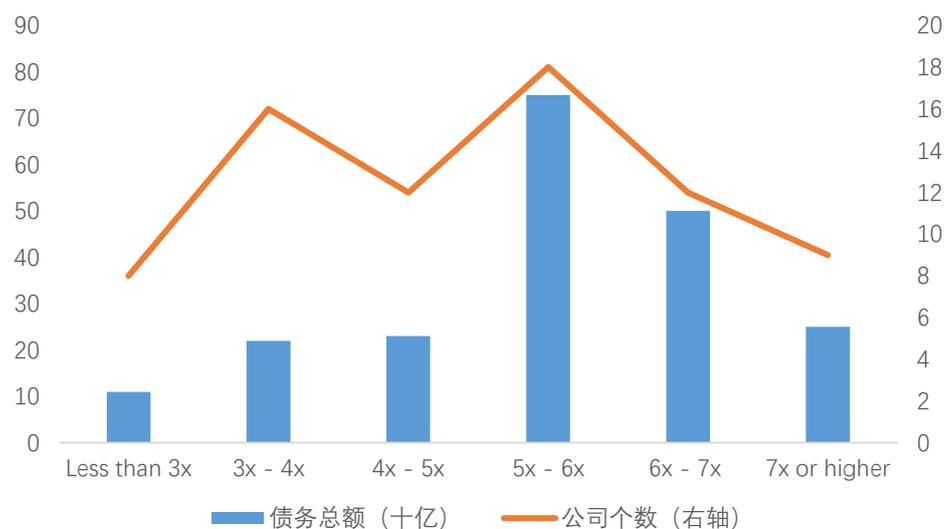
Source: LCD, an offering of S&P Global Market Intelligence.
Copyright © 2020 by Standard & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved

资料来源：LCD, an offering of S&P Global Marketing intelligence, 天风证券研究所

5.2 主街贷款计划（Main Street Lending Program）对高收益债市场的支撑作用有限

主街贷款计划是针对无法从薪资保护计划（PPP）获得资金或需要额外金融救助的中小企业的贷款便利。主街贷款计划由三个部分组成，分别为，主街新贷款便利（MSNLF）、主街优先级贷款便利（MSPLF）和主街扩展贷款便利（MSELF），主街贷款便利对贷款的数量和杠杆规模均有限制。MSNLF 和 MSPLF 可以发放的贷款量在 50 万到 2500 万之间，MSELF 可发放 1000 万到 2 亿的贷款；MSNLF 对公司杠杆的限制为，企业现存的债务加上未提取的其他信贷总额不能超过 4 倍的税前息前折旧前摊销前利润（EBITDA），而 MSPLF 和 MSELF 则要求不能超过 6 倍。但大部分高收益债公司的杠杆水平在 5 倍甚至更高，全市场有近 800 亿的垃圾债的杠杆在 6 倍以上，即基本面较差、评级较低的公司将无法通过主街贷款便利获得贷款。

图 39：垃圾债公司杠杆率和债务总额分布情况



资料来源：Bloomberg Barclays, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com