

宏观周报 20231203

美国企业再融资压力：“言过其实”？——海外宏观经济周报

2023 年 12 月 03 日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书：S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

相关研究

《明年财政加力的路径与选择》

2023-12-01

《11 月 PMI：复苏尚不稳固》

2023-11-30

- **加息 525bp 经济依然“完好无损”，这显然是史无前例的。**高利率环境下究竟什么在“摇摇欲坠”，再融资压力无疑是当前的一大风险点。
- **从企业再融资需求入手，明年“到期潮”确实“压力山大”。**最大规模的高收益债券 ETF 中约有 25% 的企业有再融资需求。在当前高利率的压力下，金融条件不断收紧，企业压力不断加大。这一现象在小企业尤为明显，利息支出>运营现金流的公司数量大幅增加，这给本就资本开支意愿较低的公司们进一步造成压力和威胁。
- **而不得不承认的是从 2024 年开始大量企业债到期，2026 年达到高峰，**其中主要为投资级债券。对于明年来说，企业在二季度压力“爆表”：明年 7 月份预期投资级到期债务同比增加 344%，非投资级近 140%。
- **从结构上看，2024 年只是“刚刚开始”，2026 年才是高峰。**2024 年到期的穆迪企业债中，投资级（占比 92.93%）要远大于非投资级（占比 7.07%），美国穆迪投资级企业债将在 2024、2025、2026 年分别到期 6516 亿美元、8229 亿美元、8332 亿美元。美国穆迪高收益级企业债将在 2024、2025、2026 年分别到期 496 亿美元、1935 亿美元、3102 亿美元。
- **当前市场“比较淡定”，并未开始定价明年债券违约风险，且这一担忧从今年 Q2 开始还在进一步降温。究其原因：**
- **由债务本身出发，大量企业债“锁定”了低利率，对于偿债压力可以“松口气”。**疫情期间企业“享受”低利率环境，大举发债。从图 5 可以看出，2020 年是发债的高峰。这也直接导致了 3-5 年后（从 2024 年开始）陡然增加的偿债压力。虽然这增大了集中违约的风险，**不过好的方面是 2020 年多增部分以可赎回固定利率债为主，高达 90%，因此这有效的缓解了企业偿债压力。**
- **从企业主体出发，企业利润增速的好转增强了偿债能力。**虽然加息确实使得企业利润承压，不过这一迹象似乎有所好转，企业利润同比已经从 4 月的-8%转正至 0.5%，利润增速的上涨缓解对削弱偿债能力的担忧。而且从企业票息支出/利润这一比例来看，当前较疫前平均水平仍有 17% 的空间。明年即便支出占比有所上涨，压力也当整体在可控范围内。
- **如何进一步来看美国债务违约的压力？**我们不妨参考一些标普的数据：截至 6 月，标普美国非投资级企业债的违约率上涨至 3.2%，不仅处于历史较低水平，且远低于 90 年代初、2001-2002 年、2008-2009 年经济大衰退时期，涨至 10% 以上的违约率。而根据标普预测，基准情形下明年上升至 4.5%，即便在最悲观的情形下违约率上涨至 7%，程度也不足以引发衰退。
- **往后需要密切关注，投资级、（高收益）投机级 OAS 及高收益级-投资级利差。**因为这往往反映的是市场对于美国企业债信用风险的预期定价，且美国企业债 OAS 和美国国债波动率高度相关。因此倘若上述指标迅速走高，这意味着再融资压力加大、企业债券违约压力攀增，市场开始定价超过预期的溢价部分，加剧债市波动。
- **经济活动：美国经济增长速度减缓，欧洲经济持续衰退。**截至 11 月 5 日，美国 WEI 指数初值录得 2.07，截至 10 月 29 当周，美国纽约联储 WEI 指数由 2.23 下修至 1.83。美国经济持续处于增长阶段。但是由最近几周数据表明美国经济增长斜率有所放缓，三季度经济的亮眼表现或难以持续，叠加四季度美国经济的“三大逆风”，经济活动将明显走弱，美联储加息进程或以宣告结束。

截至 11 月 5 日当周德国 WAI 指数初值 0.15，短暂恢复正增长，前值被下修为-0.12。从经济结构来看，欧元区 10 月综合 PMI 终值下降至 46.5，

9 月为 47.2, 持续处于荣枯线以下, 10 月服务业 PMI 终值也下降至 47.8, 9 月为 48.7。主要欧元区国家的制造业和服务业均处于萎缩状态。经济整体仍然呈现衰退趋势。此外, 欧元区 10 月的通胀水平仍然高于目标水平, 欧元区需要在对抗通胀和避免经济衰退中找到平衡点。

- **需求: 美国消费者信心指数下降, 地产活动持续小幅改善。**截至 11 月 5 日当周, 美国红皮书商业零售销售同比下修为 3.1%, 前值 5.3%, 下降 2.2%, 是近 6 周以来的最低水平。而且消费者信心指数也连续 4 个月下降, 消费者消费信心下降, 这也是造成美国经济恢复发展减缓的一个重要原因。

地产方面, 截至 11 月 12 日, 抵押贷款固定利率为 7.5%, 较上个月下降 0.26 个百分点, 仍然处于高位, 压制美国潜在购房能力。但是当前抵押贷款利率已经连续两个月呈现下降趋势, 地产需求出现边际回暖的迹象。由此可见, 美国地产风险仍然处于可控地位。

- **就业: 美国就业形势走弱, 劳动力市场供需状况持续改善。**截至 11 月 5 日当周, 美国初次申请失业救济人数为 21.7 万人, 前值上修为 22 万人; 截至 10 月 29 日当周, 持续接受失业救济人数由前期的 181.2 万人上升至 183.4 万人, 持续升高。

结合非农就业人数与 10 月失业率来看 (上升至 3.9%), 美国就业增长不及预期, 失业率小幅走高。美国劳动力市场紧张状况有所缓解, 薪资压力减小。当前劳动力市场的松动使得美联储年内加息的概率进一步降低。

- **流动性: 美元流动性边际改善。**本周美国净流动性 (美联储总资产-TGA-逆回购) 边际上行。监测美元流动性的核心指标 Libor-OIS 边际下降, 企业债利差略有下降。截至 11 月 8 日, 美联储资产负债表规模较 11 月 1 日收缩了 59.73 亿美元, 其中国债增加 3.13 亿美元, 美国缩减资产负债表的行为有所减缓。此外, 欧美主要银行的 CDS 指数在本周边际下行, 债券违约风险下降。银行存款上升, 其中中小银行略有回落。整体来看, 美元流动性的有所改善。

- **风险提示:** 全球通胀超预期上行, 美国经济提前进入显著衰退, 巴以冲突局势失控, 美国银行危机再起金融风险暴露。

内容目录

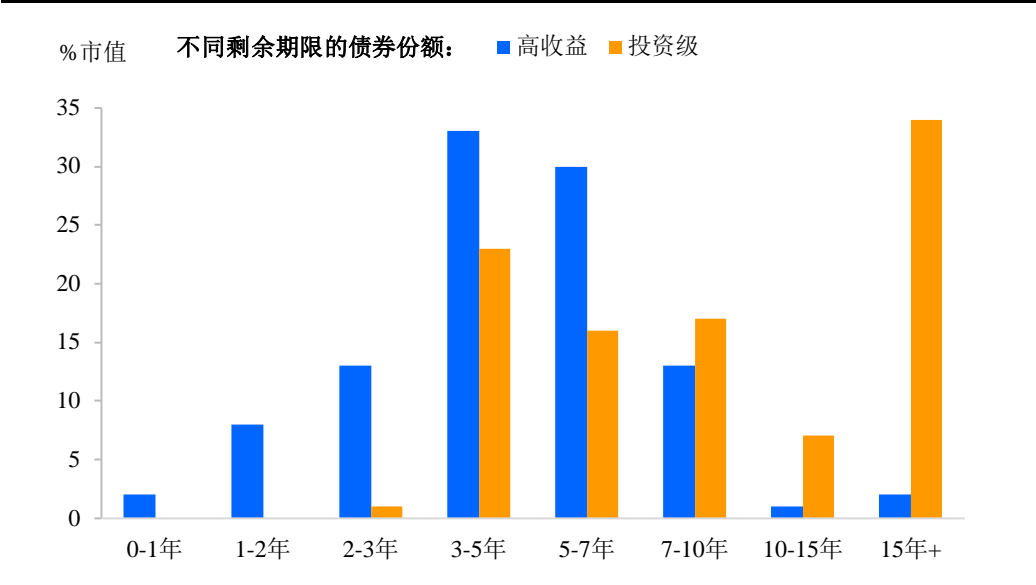
1. 周度高频跟踪7

2. 风险提示13

图表目录

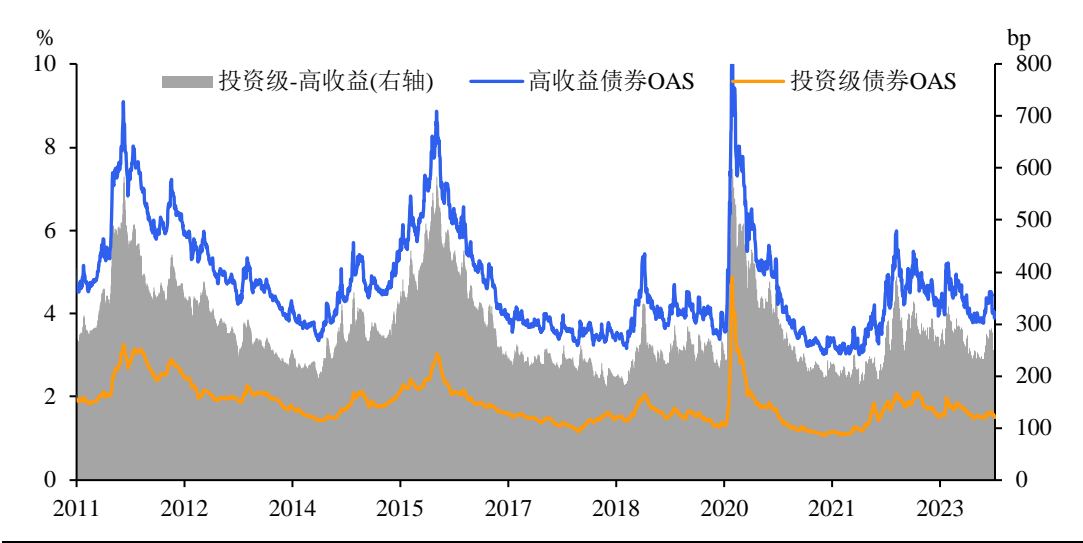
图 1:	企业在未来 3—5 年的再融资需求大	5
图 2:	市场对于企业债违约表现“淡定”	5
图 3:	从 2024 年开始大量企业债到期	6
图 4:	到期的主要为投资级债券	6
图 5:	2020 年为发债高峰	6
图 6:	发行的债券以固定利率为主	6
图 7:	美国企业净利润同比转正	6
图 8:	企业利息支出占利润比处于历史较低水平	6
图 9:	海外经济数据跟踪	7
图 10:	美欧经济分化	8
图 11:	美国消费边际放缓	8
图 12:	美国订餐活动低位徘徊	8
图 13:	美国航班数量边际下行	8
图 14:	纽约交通拥堵指数边际下降	9
图 15:	美国抵押贷款利率边际下行	9
图 16:	地产需求边际改善	9
图 17:	美国劳动力市场有所松动	9
图 18:	美国流动性高频跟踪指标	10
图 19:	本周美国净流动性边际上升	10
图 20:	Libor-OIS 边际下行	10
图 21:	美联储资产负债表回落	12
图 22:	美国商业银行存款规模上升	12
图 23:	FRA-OIS 利差下降, 银行间流动性较为宽松	12
图 24:	企业信用风险边际下行	12
图 25:	北美 CDX 指数下行	13
图 26:	欧洲 Itraxx 指数下行	13
图 27:	美国主要银行 CDS 指数边际下行	13
图 28:	欧洲主要银行 CDS 指数边际下行	13

图1：企业在未来 3—5 年的再融资需求大



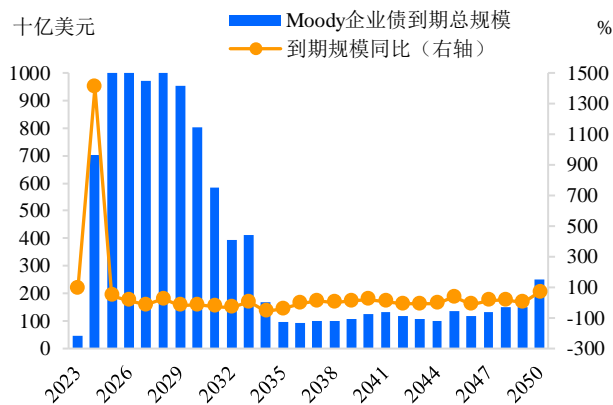
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图2：市场对于企业债违约表现“淡定”



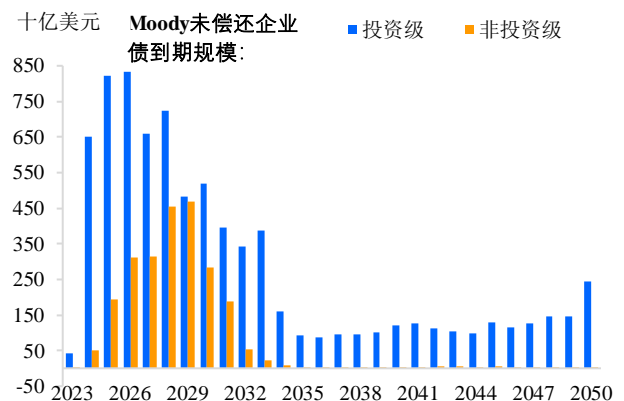
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图3: 从2024年开始大量企业债到期



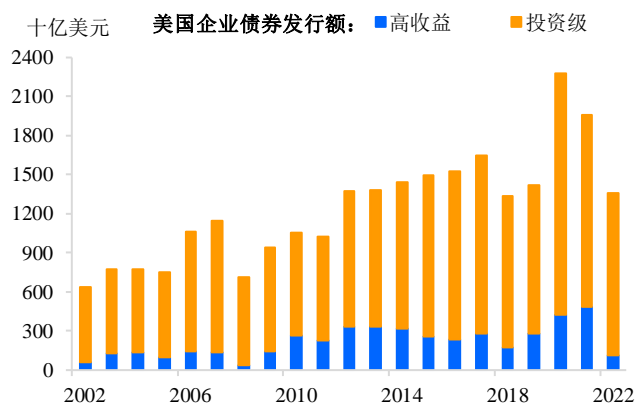
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图4: 到期的主要为投资级债券



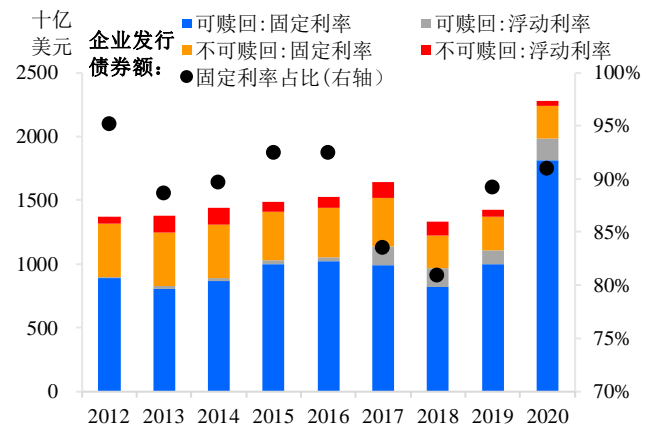
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图5: 2020年为发债高峰



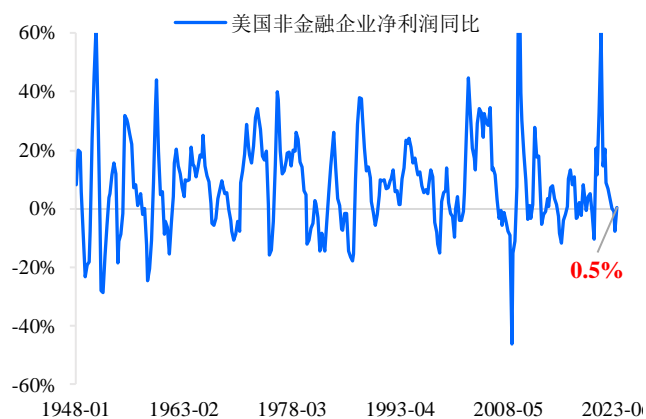
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图6: 发行的债券以固定利率为主



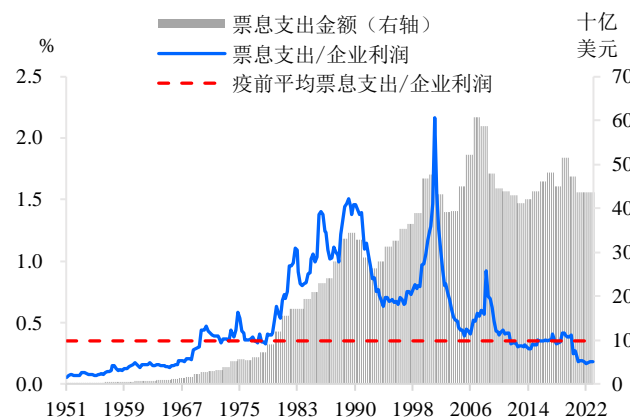
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图7: 美国企业净利润同比转正



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图8: 企业利息支出占利润比处于历史较低水平



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

1. 周度高频跟踪

除美国财政预算决议审批流程及收支结构之外，本周我们不妨围绕着高频数据一览海外经济全貌。根据跟踪的高频数据，我们将它们主要分为四大部分：经济活动、需求、就业以及金融。

图9：海外经济数据跟踪

【东吴宏观】美国当周核心数据回顾 (2023. 11. 6-2023. 11. 12)									
	单位	边际变化	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	重要性
房地产									
新屋开工年化数 (季调)	万套	↑ 8.90			135.80	126.90	145.10	141.80	★★★
营建许可年化数 (季调)	万套	↓ -7.00			147.10	154.10	144.30	144.10	★★★
新屋开工年化环比 (季调)	%	↑ 19.56			7.01	-12.54	2.33	-10.42	★★
就业									
新增非农就业人数	万人	↓ -18.60		15.00	33.60	18.70	23.60	20.90	★★★
新增非农就业人数:私人部门	万人	↓ -16.40		9.90	26.30	17.90	14.50	14.90	★★
新增非农就业人数:制造业	万人	↓ -5.20		-3.50	1.70	1.60	-0.20	0.70	★★
居民收支									
实际个人消费支出年化环比 (季调)	%	↑ 0.33			0.38	0.06	0.60	0.25	★★
景气调查									
密歇根大学消费者信心指数	1966年2季=100	↓ -3.40	60.40	63.80	67.90	69.50	71.60	64.40	★★★
密歇根大学消费者预期指数	1966年2季=100	↓ -2.40	56.90	59.30	65.80	65.50	68.30	61.50	★★
密歇根大学消费者现状指数	1966年2季=100	↓ -4.90	65.70	70.60	71.10	75.70	76.60	69.00	★★
密歇根大学1年通胀预期	%	↑ 0.20	4.40	4.20	3.20	3.50	3.40	3.30	★
密歇根大学5年通胀预期	%	↑ 0.20	3.20	3.00	2.80	3.00	3.00	3.00	★
国际收支									
贸易差额 (季调)	亿美元	↓ -28.85			-615.42	-586.57	-647.18	-637.18	★★★
商品贸易帐 (季调)	亿美元	↓ -16.98			-863.01	-846.03	-899.29	-879.93	★★★
【东吴宏观】海外高频数据周度回顾 (2023. 11. 6-2023. 11. 12)									
	单位	边际变化	2023/11/12	2023/11/5	2023/10/29	2023/10/22	2023/10/15	2023/10/8	2023/10/1
经济活动									
美国纽约联储WEI指数		↑ 0.24		2.07	1.83	1.98	1.92	1.99	1.67
德国WAI指数		↑ 0.27		0.15	-0.12	-0.19	-0.20	-0.17	-0.19
瑞士WEI指数		↓ -0.08					0.20	0.28	0.20
消费									
美国红皮书商业零售销售:周同比	%	↓ -2.20		3.10	5.30	5.00	4.60	4.00	3.50
美国Open Table入座订餐人数:周同比	%	↑ 3.37	-2.50	-5.87	-3.25	-4.53	-6.03	-3.92	-3.88
出行									
美国执行航班:周环比	%	↓ -9.34	-14.1	-4.8	-0.5	-1.0	1.4	0.1	0.5
TSA安检人数:周环比	%	↑ 5.04	-1.23	-6.27	-4.02	-1.45	4.21	1.56	-0.09
美国纽约交通拥堵指数:周环比	%	↓ -4.06	-4.89	-0.84	-0.25	5.54	-4.02	5.37	-6.85
地产									
美国30年期抵押贷款固定利率	%	↓ -0.26	7.50	7.76	7.79	7.63	7.57	7.49	7.31
美国MBA市场综合指数:周同比	%	↑ 2.13		-17.01	-19.14	-17.85	-18.43	-16.33	-18.52
美国MBA购买指数:周同比	%	↑ 1.33		-20.66	-21.99	-20.82	-20.95	-19.35	-21.54
就业									
美国当周初次申请失业金人数 (季调)	万人	↓ -0.30		21.70	22.00	21.20	20.00	21.10	20.90
美国持续领取失业金人数 (季调)	万人	↑ 2.20			183.40	181.20	178.30	172.70	170.50
美国失业率:持有失业保险人群 (季调)	%	↑ 0.00			1.20	1.20	1.20	1.20	1.20

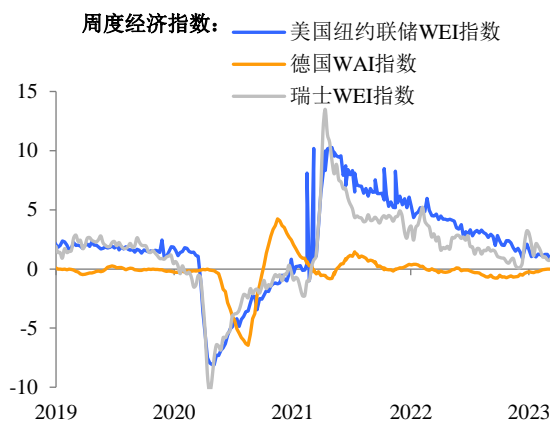
数据来源：Wind，CEIC，东吴证券研究所

经济活动：美国经济增长速度减缓，欧洲经济持续衰退。截至11月5日，美国WEI指数初值录得2.07，截至10月29当周，美国纽约联储WEI指数由2.23下修至1.83。美国经济持续处于增长阶段。但是由最近几周数据表明美国经济增长斜率有所放缓，三季度经济的亮眼表现或难以持续，叠加四季度美国经济的“三大逆风”，经济活动将明显走弱，美联储加息进程或以宣告结束。

截至11月5日当周德国WAI指数初值0.15，短暂恢复正增长，前值被下修为-0.12。从经济结构来看，欧元区10月综合PMI终值下降至46.5，9月为47.2，持续处于荣枯线以下，10月服务业PMI终值也下降至47.8，9月为48.7。主要欧元区国家的制造业和

服务业均处于萎缩状态。经济整体仍然呈现衰退趋势。此外，欧元区 10 月的通胀水平仍然高于目标水平，欧元区需要在对抗通胀和避免经济衰退中找到平衡点。

图10: 美欧经济分化



注：日期截止至 2023 年 11 月；
数据来源：CEIC，东吴证券研究所

图11: 美国消费边际放缓



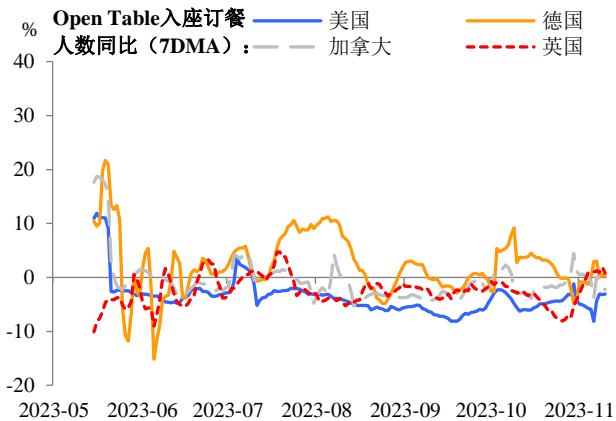
注：日期截止至 2023 年 11 月；阴影表示美国衰退；
数据来源：Wind，东吴证券研究所

需求：美国消费者信心指数下降，地产活动持续小幅改善。截至 11 月 5 日当周，美国红皮书商业零售销售同比下修为 3.0%，前值 5.3%，下降 2.2%，是近 6 周以来的最低水平。而且消费者信心指数也连续 4 个月下降，消费者消费信心下降，这也是造成美国经济恢复发展减缓的一个重要原因。

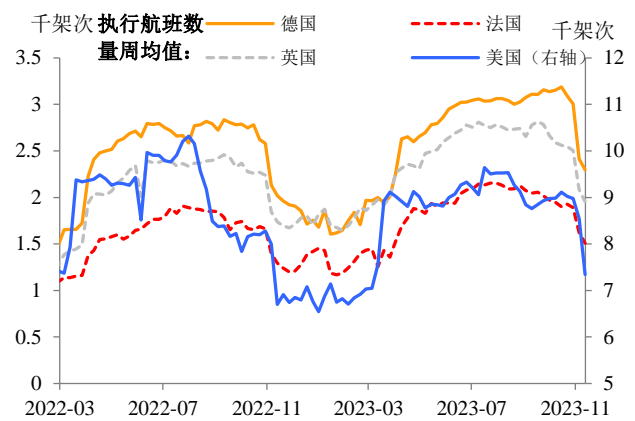
地产方面，截止 11 月 12 日，抵押贷款固定利率为 7.5%，较上个月下降 0.26 个百分点，仍然处于高位，压制美国潜在购房能力。但是当前抵押贷款利率已经连续两个月呈现下降趋势，地产需求出现边际回暖的迹象。由此可见，美国地产风险仍然处于可控地位。

图12: 美国订餐活动低位徘徊

图13: 美国航班数量边际下行

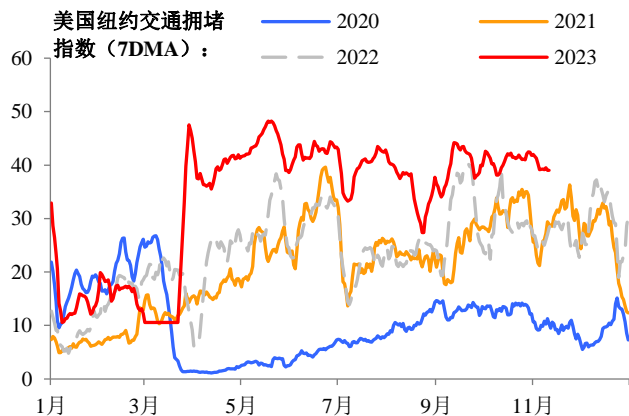


数据来源：CEIC，东吴证券研究所



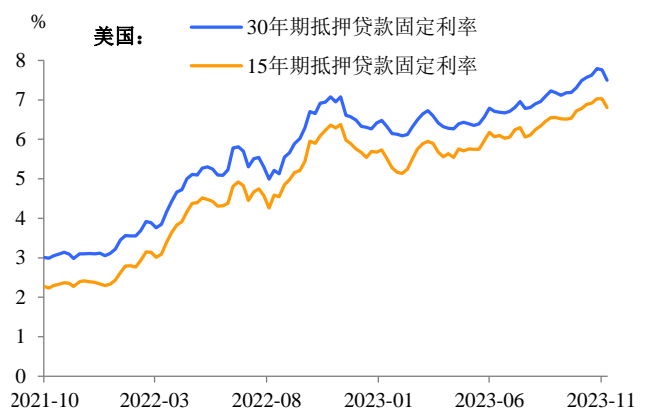
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图14：纽约交通拥堵指数边际下降



数据来源：CEIC，东吴证券研究所

图15：美国抵押贷款利率边际下行



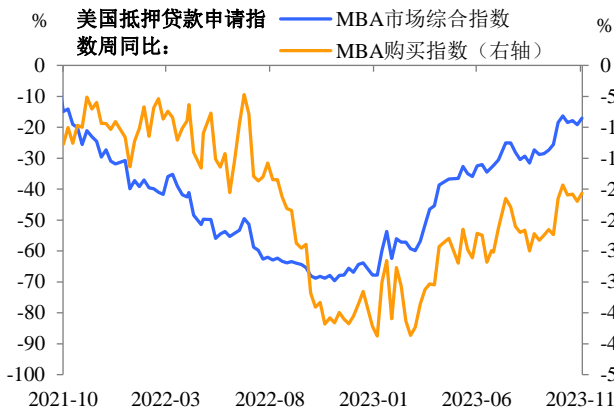
数据来源：Wind，东吴证券研究所

就业：美国就业形势走弱，劳动力市场供需状况持续改善。截至11月5日当周，美国初次申请失业救济人数为21.7万人，前值上修为22万人；截至10月29日当周，持续接受失业救济人数由前期的181.8万人上升至183.4万人，持续升高。

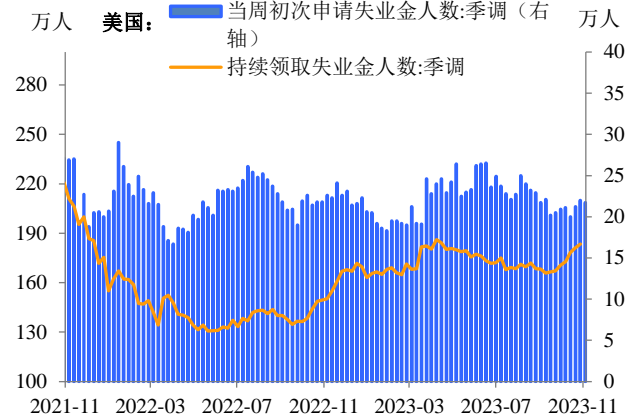
结合非农就业人数与10月失业率来看（上升至3.9%），美国就业增长不及预期，失业率小幅走高。美国劳动力市场紧张状况有所缓解，薪资压力减小。当前劳动力市场的松动使得美联储年内加息的概率进一步降低。

图16：地产需求边际改善

图17：美国劳动力市场有所松动



数据来源：Wind，东吴证券研究所



数据来源：Wind，东吴证券研究所

流动性：美元流动性边际改善。本周美国净流动性（美联储总资产-TGA-逆回购）边际上行。监测美元流动性的核心指标 Libor-OIS 边际下降，企业债利差略有下降。截至11月8日，美联储资产负债表规模较11月1日收缩了59.73亿美元，其中中国债增加3.13亿美元，美国缩减资产负债表的行为有所减缓。此外，欧美主要银行的CDS指数在本周边际下行，债券违约风险下降。银行存款上升，其中中小银行略有回落。整体来看，美元流动性的有所改善。

图18: 美国流动性高频跟踪指标

【东吴宏观】美国流动性周度回顾 (2023. 11. 6-2023. 11. 12)							
(亿美元)	11/08	11/01	10/25	10/18	10/11	10/04	周度变化
美联储							
总资产	78607	78667	79078	79332	79521	79558	↓ -60
其他贷款	1547	1632	1650	1696	1746	1791	↓ -85
一级信贷	22	30	32	30	26	28	↓ -7
银行定期融资计划	1129	1091	1091	1088	1089	1077	↑ 39
其他信贷工具	1547	1632	1650	1696	1746	1791	↓ -85
逆回购	13439	13965	14031	14489	15298	16320	↓ -527
准备金	33604	33146	32640	32502	33157	32407	↑ 458
TGA	7635	7530	8477	8411	7130	6790	↑ 105
商业银行							
现金		34041	33538	33341	34186	33138	↑ 503
消费贷		19073	19115	19014	19034	19026	↓ -42
住房贷款		25685	25657	25635	25636	25602	↑ 28
商业地产贷款		29493	29453	29441	29414	29423	↑ 41
工商业贷款		27542	27438	27518	27563	27554	↑ 105
存款		173573	172016	172251	173534	173331	↑ 1557
大银行存款		108043	106624	106917	107927	107681	↑ 1419
小银行存款		52945	52669	52719	52870	52874	↑ 276
货币市场基金	57121	56952	56325	56076	57065	57080	↑ 169

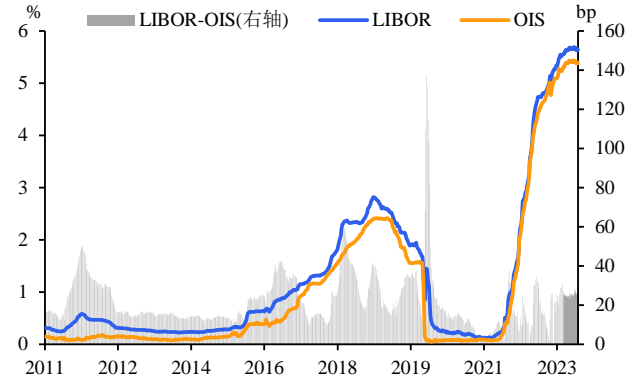
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图19: 本周美国净流动性边际上升

图20: Libor-OIS 边际下行

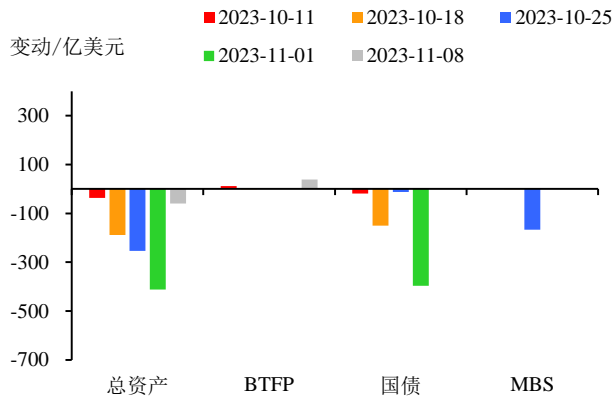


数据来源：Wind，东吴证券研究所



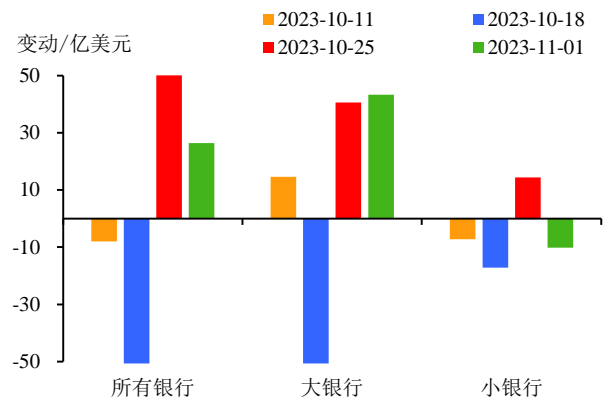
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图21: 美联储资产负债表回落



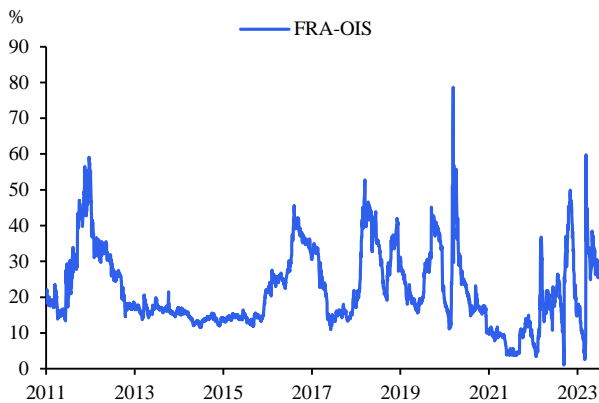
数据来源: 美联储官网, 东吴证券研究所

图22: 美国商业银行存款规模上升



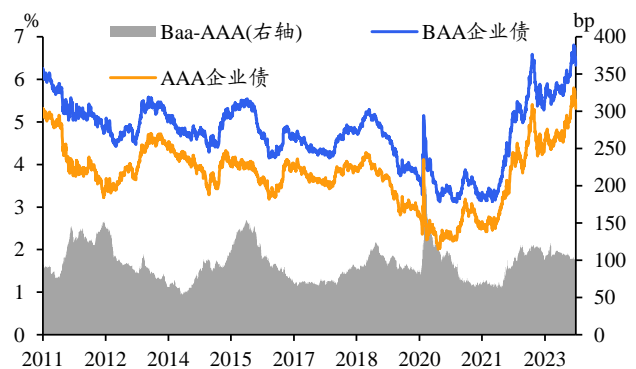
数据来源: 美联储官网, 东吴证券研究所

图23: FRA-OIS 利差下降, 银行间流动性较为宽松



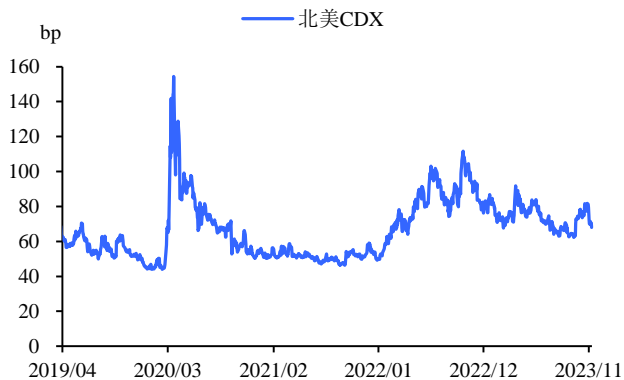
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图24: 企业信用风险边际下行



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图25: 北美 CDX 指数下行



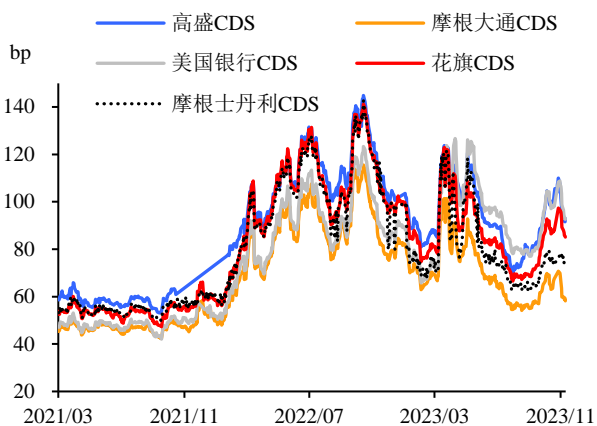
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图26: 欧洲 Itraxx 指数下行



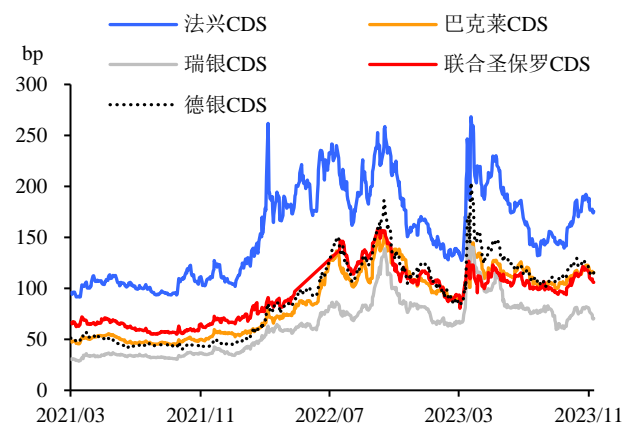
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图27: 美国主要银行 CDS 指数边际下行



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图28: 欧洲主要银行 CDS 指数边际下行



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2. 风险提示

欧美通胀韧性大超预期, 美联储及欧央行货币政策紧缩大超预期, 欧美陷入衰退概率大幅增加, 美国中小银行再现挤兑风波。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>