宏观周期系列研究之二：

美国非金融企业部门信用周期的基本特征

联合资信、联合评级宏观研究部

摘要：近 70 年来美国非金融企业部门信用周期总体呈现如下基本特征：第一，周期的时间长度总体呈现出逐渐缩短的趋势。第二，周期波动幅度早期相对较小，近期波动幅度则明显增大。第三，信用周期内波动的频率和幅度有较为明显的增强趋势。第四，信用总量周期与利差周期不同步，后者领先前者 2-3 年左右时间。第五，信用总量增长周期与信用质量周期变化基本同步运行。初步判断当前美国企业部门信用处于新一轮周期扩张阶段的后段，疫情大流行将延长到达拐点的时间，信用总量增长较快，但信用质量面临较大压力，或将于 2021 年左右进入增速下降阶段。

引言

美国是全球最大也是最发达的市场经济体，具有规模最大、发育最成熟的信用市场。对美国信用周期进行长时段的历史观察，分析各周期发展变化的基本特征，探究其信用周期长期变化的驱动力量，有助于我们对信用的周期性变化获得总体的认识。同时，非金融企业部门（以下简称企业部门）是产业和市场的主体，也是国民经济的基础和社会财富的创造主体，更是金融部门服务的重点。企业部门信用状况的优劣，决定了实际经济的运行和风险状况，也关系到包括金融体系在内的整个经济体系的运行效率和风险水平。因此，我们将美国企业部门的信用周期研究作为我们信用周期系列研究的开篇。

信用周期主要研究信用总量增长的周期性变动、以及与之相关的信用质量的周期性变动情况，以期对信用总量走势进行预测，揭示信用风险状况。一个完整信用周期一般包含交替出现的信用扩张和衰退两个阶段。信用总量其实就是债务总量，BIS 将一个经济体的信用总量（Total Credit）定义为非金融部门获得的所有银行贷款和金融市场债务证券融资的总和。本文使用 BIS 及美联储等机构的相关统计数据，对美国企业部门信用的周期性运动进行较为深入的观察。

以下第一部分对美国企业部门信用周期进行多角度观察，第二部分是对美国

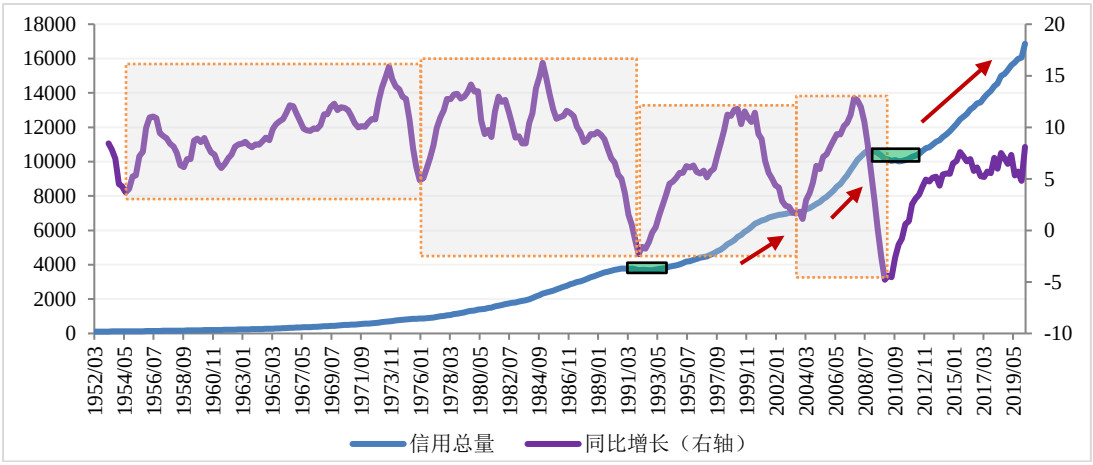
企业部门信用质量历史变化情况的观察，第三部分总结美国企业信用周期的基本特征并对其现状及未来趋势进行初步判断。本文初步判断当前美国企业部门信用处于新一轮周期扩张阶段的后段，疫情大流行将延长到达拐点的时间，信用总量增长较快，但信用质量面临较大压力，或将于 2021 年左右进入增速下降的衰退阶段。

一、对美国信用周期的历史考察

1、美国企业部门信用总量及其增长的历史变化

从总量上看，美国企业部门信用总量增速周期表现出时间缩短、波动加大的总体特征。1952 年以来近 70 年，美国企业部门信用总量已经完成了下图中 4 个用灰底矩形框标示的完整周期（矩形框的长度反映周期的时间跨度，高度反映周期内的波动幅度，同时将从左到右的各周期依次编号为第一周期、第二周期等等，以下同），从第一到第四个周期，表现出比较明显的持续时间缩短、波动幅度加大的总体特征。第五个周期启动于 2010 年 1 季度，2015 年 3 季度到达阶段顶点后有所波动，2019 年 1 季度有所下行，2020 年 1 季度再次快速回升，当前尚未出现确定性拐点。另外如下图中红色箭头线所示，1952 年至今近 70 年来，美国信用总量总体上呈扩大趋势，其中 1992 年 2 季度-1998 年 2 季度、2004 年 3 季度-2007 年 3 季度、2010 年 2 季度至今是三个增长较快的时期，对应着美国近 30 年来经济发展的三个繁荣时期。

图1.　美国企业部门信用总量及其增长的历史变化（10 亿美元，%）

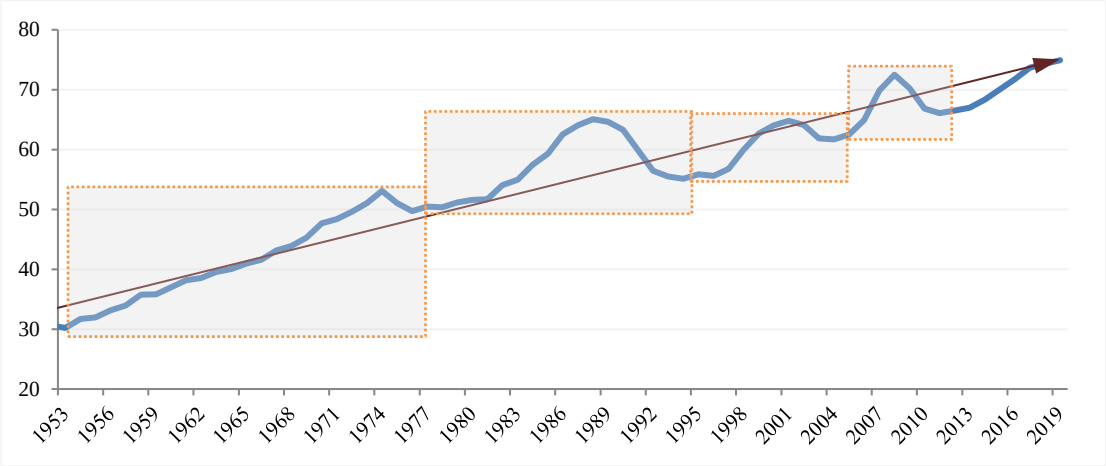


数据来源：联合资信根据 BIS 数据计算

近 70 年来发生两次信用收缩，对应着美国自 1929 年经济大萧条以来的两次较大的经济金融危机。上图用两个黑框绿底的小矩形标示了 1952 年迄今近 70 年来出现的两次信用总量的实际收缩。第一次大收缩发生在 1991 年至 1992 年 4 季度，为期 6 个季度，经历了美国历史上较严重的信用危机及债券违约潮。其间美联储在 1988 年至 1989 年初大幅紧缩货币，以及 1990 年伊拉克攻打科威特导致的油价飙升起了关键作用。第二次信用实际收缩自 2009 年至 2011 年 1 季度，历时 7 个季度，驱动力量来自 2008 年开始的次贷危机。以次级贷款为基础资产的大量衍生品违约引发金融危机，导致债券违约潮。经济衰退和信用违约的增加，打击了企业的融资需求和投资者的信用供给，不可避免地出现了信用急剧收缩的局面。两个收缩期相比，后者较前者持续时间长，收缩幅度更大，收缩期形成的马鞍形下凹要明显得多，表明金融危机对信用的冲击更大。

从美国企业部门信用总量与 GDP 之比看，周期性频率趋于加快，波动幅度基本稳定。企业部门信用总量与 GDP 的比例，是衡量一个经济体或其中一个部门信用水平的相对指标，也被用于衡量杠杆率的高低。从下图可以看出，1953 年以来，美国企业部门信用总量与 GDP 之比总体上呈现出逐渐提高的趋势，同时也具有较为显著的周期性。第一个周期自 1953 年至 1976 年共 23 年，其中前 21 年为上升阶段，后两年为下降阶段，波动幅度超过 20%。此期间美国经济处于战后恢复时期，企业部门信用总量及 GDP 同向增长；随后的三个周期时间跨度及波动幅度上趋于收窄，下降期相对延长，对应 1970 年代末以来美国经济波动有所加剧，信用量和 GDP 增长背离或有发生，期间发生了 1990 年代初的大衰退和 2007-2008 年的金融危机。2011 年以后，美国企业部门信用量与 GDP 之比进入新一轮周期，截止 2019 年底信用量与 GDP 均稳步增长，信用量与 GDP 之比曲线较为平缓；进入 2020 年以后，由于新冠肺炎大流行的冲击，美国 GDP 大幅收缩，信用投放大幅增加，预计曲线斜率将转为陡峭，迅速达到新周期的拐点。

图2. 美国企业部门信用总量与 GDP 之比长期走势（%）



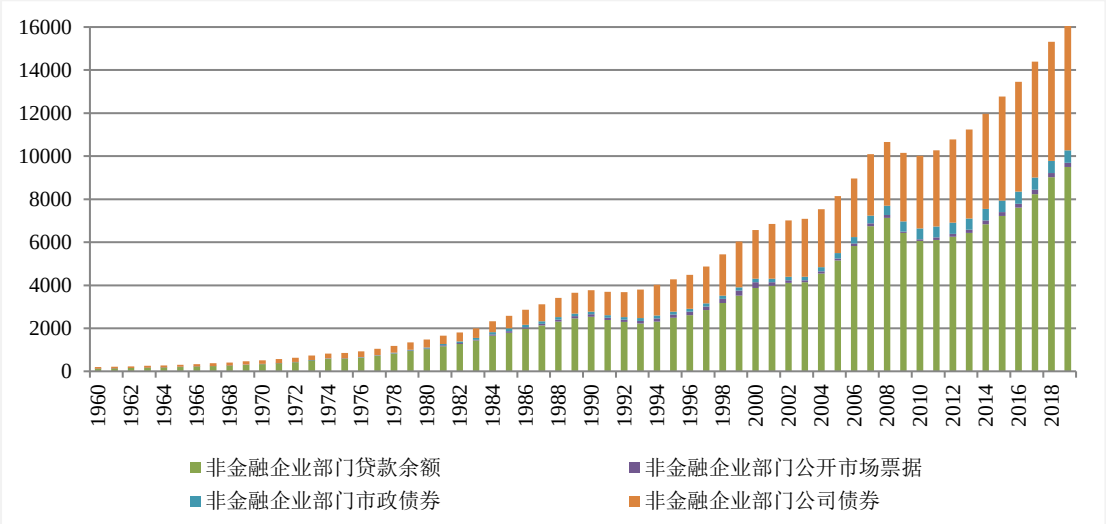
数据来源：联合资信根据 BIS 数据计算

2、美国企业部门信用结构的历史变化

银行贷款仍然是美国企业部门的主要融资渠道，公司债券次之，但债券占比逐步提高。企业贷款和债券融资增速周期性明显，前者波动幅度较大。美国企业债务融资渠道主要是贷款、公司债券（包括市政债券）和票据。如下图显示，商业银行贷款和公司债融资是主要渠道。其中贷款占比最大，公司债券次之。一般认为美国企业主要利用债券融资，这实际上是对大中型的公司制企业而言的；美国更大量的非公司制的中小企业，其实主要依靠的融资渠道仍是银行贷款。

1960-1992 年间，商业银行贷款占企业总债务的比例在 60%以上，最高为 1984 年的 71.65%；1993 至今的大多数年份，该数据在 60%以下，最低是 2015 年的 56.55%。总体上 1960 年以来银行贷款占比略有下降。与此相对应，债券（市政债券和公司债券）、商业票据和其他市场型信用中介提供的融资总量、比例均缓慢上升。

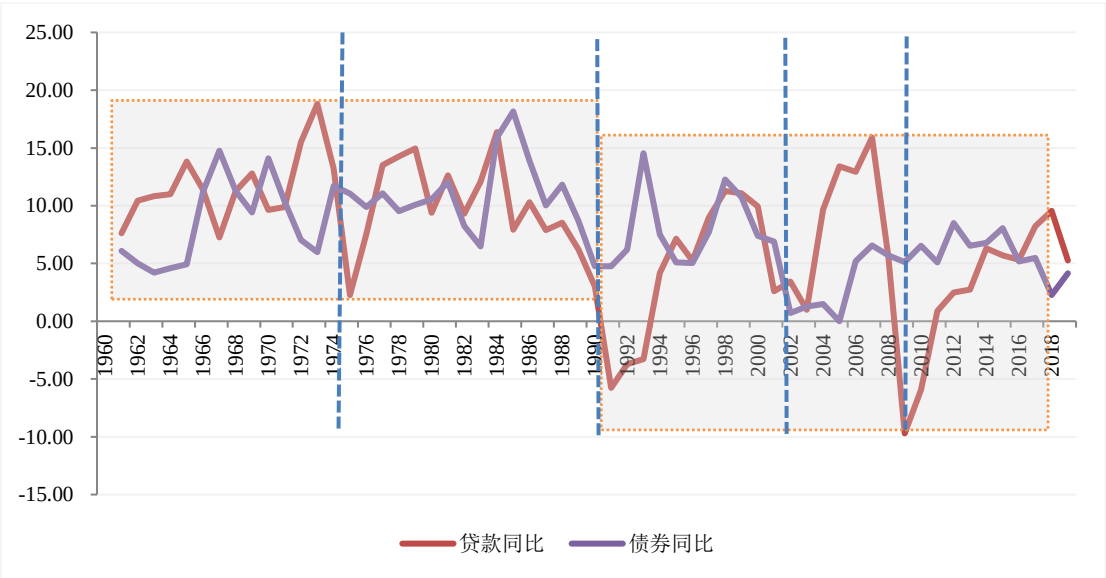
图3. 1960 年以来美国非金融企业部门融资结构（百万美元）



数据来源：美联储网站

企业贷款融资和债券融资增速总体上同向变动，大体上经历了四个周期，当前处于新周期的前扩张阶段。同时下图也显示出，非金融企业部门债券融资增长较为稳定，波动较小，而贷款增速变化较大。总体上可以划分为两个阶段：1990 年之前，债券融资增速在 10%上下波动；1990 年之后，增速有所下滑，平均在 5%上下。银行贷款增速的波动相对较大，1990-1992 年、2008-2011 年二次出现负增长，是企业信用总量收缩的主要原因。

图4. 1960 年以来美国非金融企业部门两类融资增长情况（%）



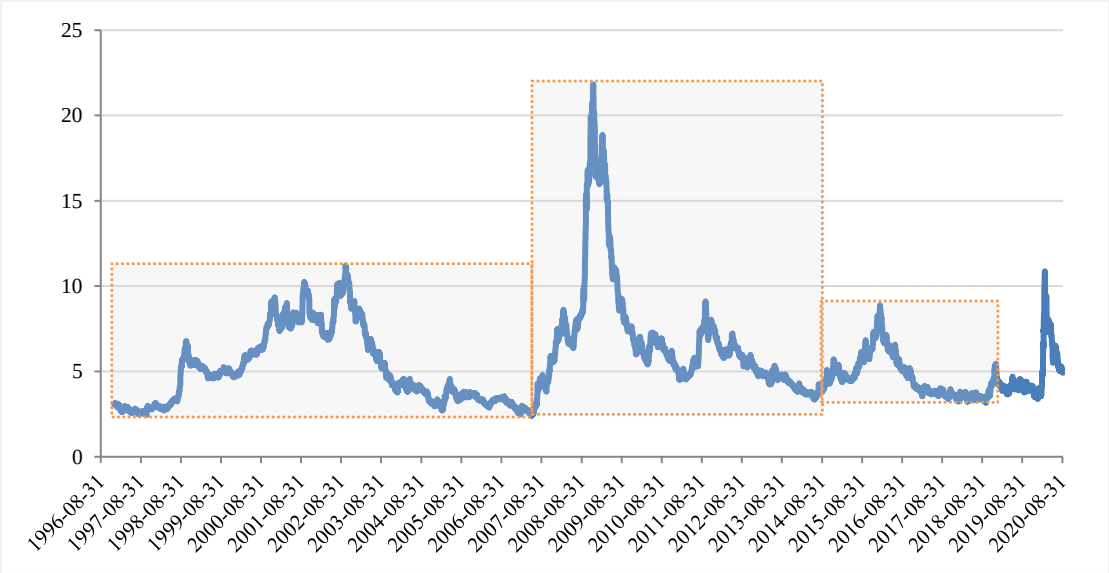
数据来源：联合资信根据美联储数据计算

二、美国企业部门信用质量的历史变动情况

1、公司债券信用质量历史变动

高收益公司债利差波动较大，表现出周期时间缩短，波动幅度变化较大的特点，说明债券融资环境波动加大，信用质量稳定性趋弱。债券利差的走势也是利率水平变动的表现。从可得数据的 1996 年 12 月以来的 20 多年里，利差的短期小幅波动不断，但从长期来看，基本上包含了 1997-2007 年、2007-2010 年和 2010-2014 年三个较为完整的周期。第二个周期中，2007-2008 年的金融危机时期，信用剧烈收缩，利差迅速走扩。2018 年以后至今，可视作一个尚未完成的周期。总体上看，债券利差历史走势显示出的周期特征，与前文信用总量变化所呈现的周期性基本一致，债券融资环境的质量的波动性较大，稳定性趋弱。

图5. 1996 年以来美银美国高收益企业债利差走势（%）

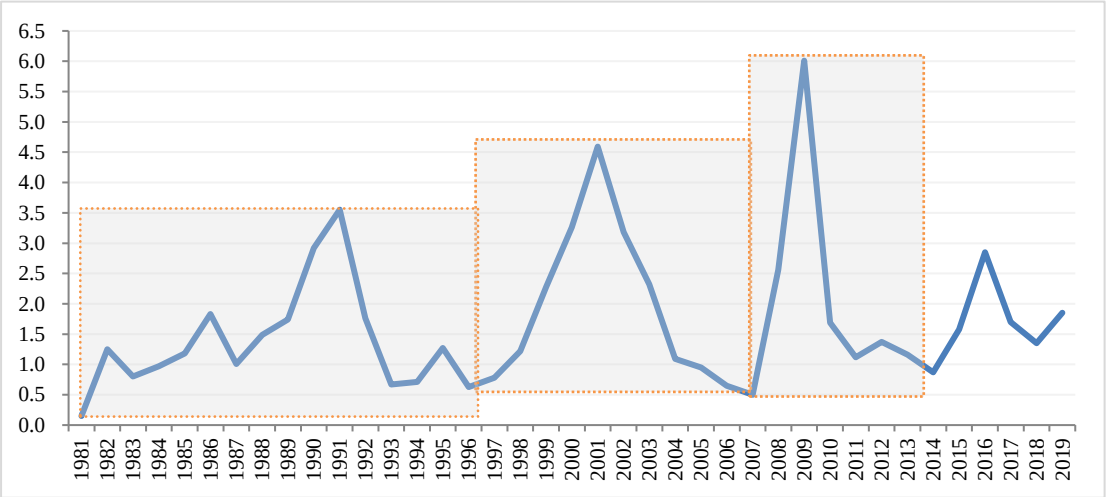


数据来源：根据美联储数据计算

债券市场违约同样表现出周期性波动，近年有增加之势。从上世纪 70 年代至今，美国共发生四次债务违约高潮，第一次是 1990-1991 年，第二次是 2000-2002 年，第三次是 2007-2009 年，第四次是 2015-2016 年。第一次信用违约潮主因是 1990 年美国经济出现衰退、美联储紧缩货币、伊拉克入侵科威特战争等；第二次违约潮主因互联网泡沫破灭、911 事件冲击、LTCM 破产冲击；第三次金融危机始于房地产泡沫下居民高杠杆的破裂和影子银行的无序扩张，美联储加息、利

率的抬升则点燃了危机的导火线；次贷的进一步蔓延，是信贷风险开始向资本市场传递；而随着美联储释放流动性、启动 QE 政策、政府加杠杆救市，危机开始逐渐缓解。第四次是近期美国信用违约的峰值，但正值经济复苏期。主要由于油价持续走低以及美联储开始退出量化宽松政策，再融资成本提升且难度加大。2017-2018 年因全球经济温和增长、油价回升、企业盈利和流动性总体保持健康水平，违约率连续两年下降。2019 年违约率再度抬升，与贸易摩擦及部分企业前期过度杠杆有关。进入 2020 年，随着新冠肺炎疫情的全球大流行，且美国成为疫情最严重地区，美国的信用质量再一次劣化，债务违约开始增加。但在美国政府及美联储各项救助及经济刺激政策的作用下，信用质量劣化情况并不突出。下图反映了 1981 年至 2019 年美国公司债市场违约率经历的 3 个周期，可以看出周期持续时间延长和波动幅度增大的发展态势。2015 年进入新一轮周期，尽管疫情大流行对企业信用的冲击很大，但在 Fed 空前的宽松政策和金融救助措施的作用下，违约率将迅速赶顶但不会大幅度上升，出现信用危机的可能性较小。

图6.　1981 年以来美国债券违约率变动情况（%）

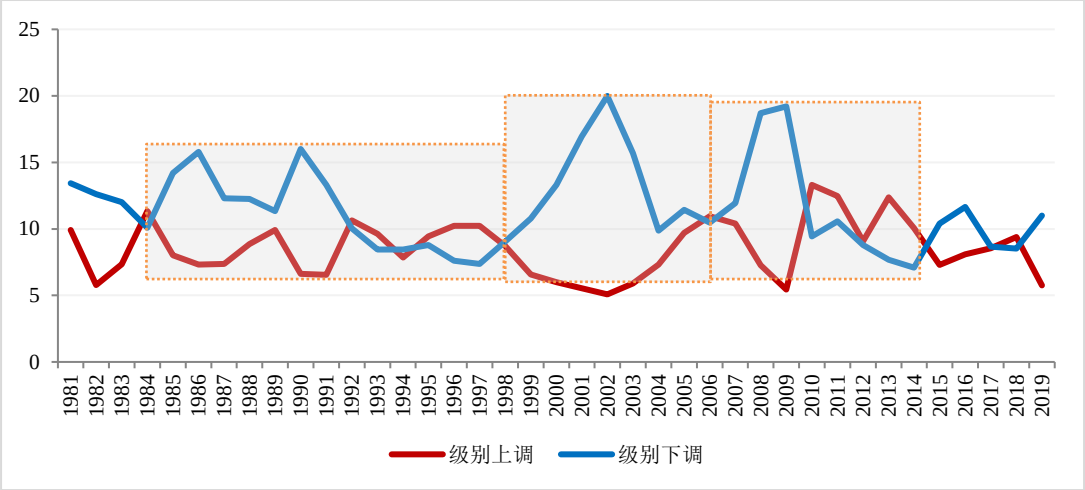


数据来源：联合资信根据相关资料整理计算

债券发行人信用级别的调整是从另一个角度对当前总体的信用质量的反映。1981-2019 年的近 40 年里，有两个时期发行人信用等级调低数迅速增加，同时调高数迅速减少，可视为信用质量严重劣化的两个阶段。2010 年之前，总体上表现出下调家数多于上调家数，说明总体信用质量较差。但其中 1995-1998 年的 6 年间，总体上调家数大于下调家数，说明这个时期的信用质量相对较好。这个相对较好阶段正是美国新经济繁荣的阶段。然后从 2010 年以后，美国经济进入金

融危机后的复苏阶段，信用质量趋于稳定，级别上下调整较为缓和，2011-2014年上调数量相对较多。

图7. 1981 年以来美国债券发行人评级上调与下调占比（%）

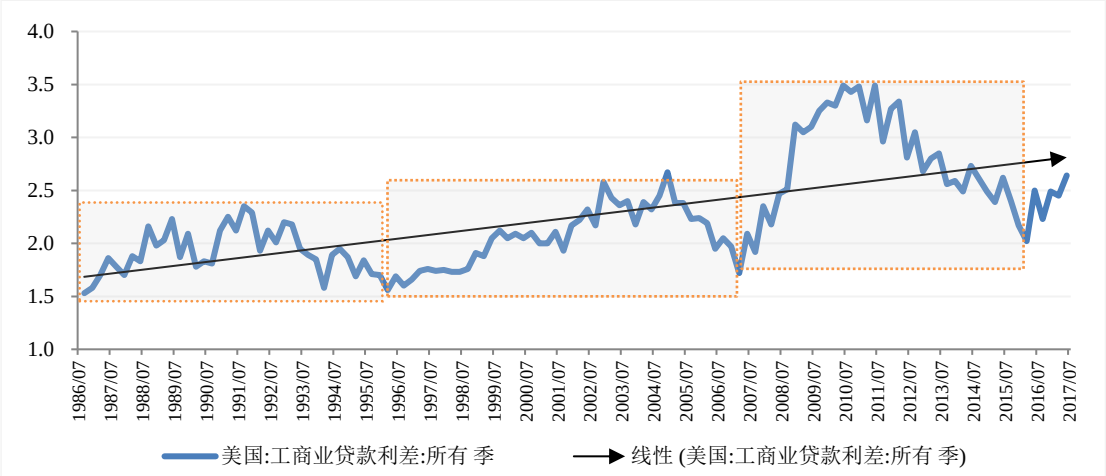


数据来源：联合资信根据相关资料整理计算

2、企业贷款利差及贷款市场质量历史变动情况

工商企业贷款利差趋于走扩，利率长期上行，利率周期拉长，波动幅度扩大，说明中小企业贷款环境长期处于动荡之中。工商企业贷款利差扩大，利率上升。1986-2017 年，美国工商企业贷款利差经历了 1986-1996 年、1996-2007 年和 2007-2016 年三个大的周期。三个周期的利差变化幅度从左到右有明显扩大，说明工商业贷款环境趋于动荡。最右边周期里，利差变化幅度最大，主要是受到 2007-2008 年金融危机的冲击，企业贷款利率急速上升，导致贷款规模迅速收缩。从时间跨度上看，三个周期的时间基本都为 10 年左右，与总量周期的时间相差不大。2016 年下半年，贷款利差重回升势，由于数据有限，无法直接观察此后贷款利差走势。但从政策面分析，主要是在 2017 年中以后美联储货币政策转向小幅收紧，导致了 2019 年上半年资产价格大幅下降，Fed 于 2019 年下半年开始重回宽松轨道，信用进入新一轮扩张。进入 2020 年，受到疫情冲击，美国政府出台 CARES Act 等刺激救助法案，Fed 将联邦基金利率再次案下调到 0.25%的历史地位。

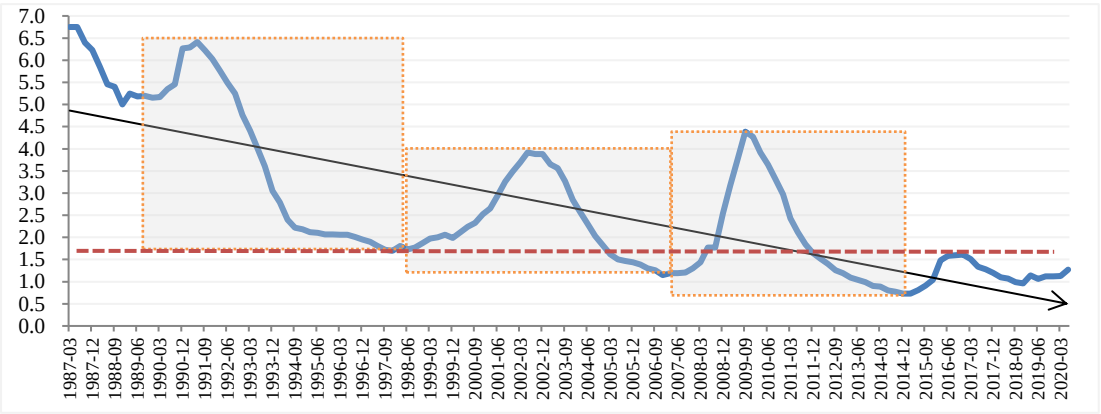
图8. 美国工商企业贷款利差走势（%）



数据来源：根据美联储数据计算

贷款拖欠率总体呈下降趋势，周期时间和幅度变化不大，2015 年以来的开始的新周期持续处于 2%以下的低位。贷款拖欠率也是反映信用质量的一个重要指标。1987 年至今，美国工商企业贷款拖欠率的高点依次出现在 1987 年 1 季度、1991 年 2 季度、2002 年 2 季度和 2009 年 3 季度，经历三个完整的周期。在第一个周期里，美国工商企业贷款拖欠率于 1991 年 2 季度达到顶点后开始大幅下降，1995 年下降到 2%以下的低风险区间；第二个周期的顶点出现在 2002 年 2 季度，较上个周期的顶点下降幅度较大；第三个周期经历 2008 年金融危机，拖欠率从 2007 年 2 季度的 1%左右迅速攀升至 2009 年 3 季度的 4.39%，此后迅速回落，于 2001 年 3 季度回到 2%以下的较低区间。2015 年以来进入新一轮周期，拖欠率保持在较低水平，2020 年 2 季度为 1.27%，表明疫情大流行对工商业信用质量的冲击不大，可能是美国政府和 Fed 的宽松救助政策发挥了作用。

图9. 1987 年以来美国银行贷款拖欠率变化情况（%）



数据来源：联合资信根据相关资料整理计算

三、美国企业部门信用周期的基本特征及未来展望

1、美国企业部门信用周期的基本特点

归纳以上从不同角度对美国企业部门信用周期的观察，对美国企业部门信用周期可以概括为：

第一，周期的时间长度总体呈现出从左到右逐渐缩短的趋势。从信用总量增速、信用总量与 GDP 之比及构成信用总量的各信用市场规模的周期性变动看，信用周期的时间长度总体呈现出从左到右逐渐缩短的趋势，越早的周期时间跨度越长，最高达 20 年；较近的周期时间跨度较短，一般为 5 年左右。但目前尚未完成的第五个周期已经历时 10 年，或许是新冠肺炎疫情大流行的扰动效应。但这个特征在利率及信用质量方面的周期性变化值中并不明显，在这些方面信用周期的时间长度表现出 10 年左右的等长化趋势，如企业贷款利率周期、银行贷款拖欠率周期、债券发行票面利率及利差周期等。

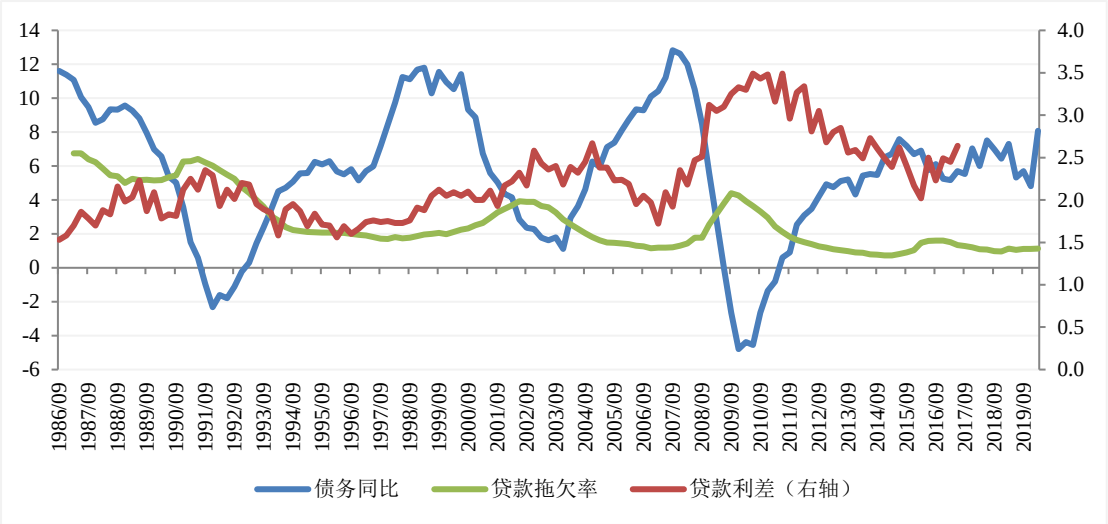
第二，从周期波动幅度上看，信用总量早期周期的波动相对较小，近期波动幅度则明显增大。如信用总量增长、银行贷款和债券融资增长等指标的此特征明显，而利率和利差周期的此特征不明显，信用质量近期周期几乎没有这个特征。

第三，信用周期内波动的频率和幅度有较为明显的增强趋势。综合各周期的时间长度和波动幅度看，随着总量积累的规模越来越大，信用周期内波动的频率和幅度有较为明显的增强趋势，1952 年以来的近 70 年中，两次信用规模实际收缩均发生在近 30 年内就是明证，也说明金融及信用的衰弱性有所加强。

第四，信用总量周期与利差周期不同步，后者领先前者 2-3 年左右时间。如下图所示，在经济低迷信用增速放缓或收缩的情况下实行宽松政策，下调利率，随后引起信用扩张加速；反之则上调，引起信用扩张速度下行。这主要是货币政策发挥逆周期调节作用的结果。

第五，信用总量周期与信用质量周期变化基本同步。从下图可以看到，在信用总量增速开始下降或收缩后，信用质量趋于劣化；在信用收缩或增速触底回升后，信用质量趋于优化。

图10. 信用总量周期、利率周期及信用质量周期比较（%）



数据来源：联合资信根据相关资料整理计算

2、当前美国企业部门信用周期的位置及趋势

综合以上观察，初步判断当前美国企业部门信用已经进入新一轮周期的上升过程。总量上，绝对信用量在极度宽松政策的作用下快速增长；相对量上看，由于 GDP 大幅下降，导致企业部门杠杆率大幅上升，宏观金融稳定性压力有所增加。信用质量上看，债券利差和银行贷款不良率在 2019 年底触底回升，说明信用质量有劣化的倾向。未来随着超宽松政策的逐步退出及经济延续下降，企业信用需求大概率维持弱化趋势，信用风险可能逐步提高。

受疫情冲击压力，美国企业部门信用总量或将维持缓慢增长，但信用质量面临较大压力，或将于 2021 年左右进入周期后半段。在疫情大流行对美国经济造成严重冲击，2020 年 2 季度美国 GDP 同比折年率大幅下降 9.1%、6 月失业率较 3 月大幅提高 6.7 个百分点至 11.1%。这个背景下，宽松的货币政策和积极的财政刺激政策难以减弱，从而促使信用供给继续增加，推动信用总量缓慢增长；另一方面，由于疫情长期未被有效控制，经济增长不确定性增大，形成了企业债务负担加剧及经济效益下滑共存的局面，从而使企业部门总体的信用质量面临较大压力。

近期美联储议息会议宣布，维持接近零利率政策，基准利率走廊在 0%至 0.25%区间不变，且在 2023 年前不升息，重申将使用其全部工具来支持经济复苏，保持购债规模力度。可以预计，在政策的有力刺激和推动下，美国企业部门此轮信

用周期将继续在扩张阶段延续，或将于 2021 年左右进入增速下降阶段。