疫情对全球企业股息率和违约率的影响

川财证券 CHUANCAI SECURITIES

————他山之石·海外精译第 230 期

❖ **背景：新冠疫情爆发后，全球不少企业的经营出现了挑战。**

新冠疫情影响了全球很多企业的股息率和违约率。为了解外资机构对疫情对全球企业股息率和违约率的影响看法，我们编译整理了 Capitalgroup 的 Shannon Ward 以及 SSGA 的 Esther M Baroudy、John Flynn、Viki Farmaki、Eric Greenshields 和 Peter Torok（分别发表于 2020 年 8 月 19 日和 8 月 10 日）的观点，供市场参考和交流。

❖ **疫情导致的企业违约上升**

Capitalgroup 的 Shannon Ward 表示企业违约率已经在过去很长一段时间里维持在低位了。正常的违约率是每年 3%左右。而多年来，违约率一直低于这个水平，现在违约率正处于上升阶段。预计违约率将持续上升，直到明年。随着疫情停工给企业带来的沉重打击，公司不得不承担新的债务，从循环信用额度中获得借款和/或依靠政府的救济计划勉强维持。但是，疫情持续的时间越长，它们就越有可能耗尽这些流动资金，并被迫与贷方达成新协议或申请破产。

图 1： 在几年低于历史平均水平后，违约率大幅上升



资料来源：Capitalgroup，川财证券研究所

Capitalgroup 的 Shannon Ward 认为在迄今为止所看到的违约和破产中，那些由于疫情封锁而被迫大幅削减开支的公司占了相当大的比例。GNC 和 J. C. Penney 这样的零售商，还有 Chesapeake Energy 这样的处理持续低油价的能源公司也是例子。这些公司在疫情发生前就处于挣扎状态。实体零售公司一直在应对向电子商务的大规模转变。违约的发生通常不只由一个因素催化，而是由许多事情共同迫使公司走向险境，并且是由杠杆所决定的。许多最近违约的公司在过去几年中承担了大量债务。在连锁效应中，拥有购物中心的商业房地产公司也可能面临困境，因为它们依赖零售商的租金来偿还自己的债务。那些依赖于购物中心流量的小商店，因为没有强大的在线业务，所以随着大型主

证券研究报告

所属部门 | 总量研究部

报告类别 | 他山之石

报告时间 | 2020/08/28

分析师

陈雳
证书编号：S1100517060001
chenli@cczq.com

王一棠
证书编号：S1100520060001
wangyitang@cczq.com

联系人

张君伟
证书编号：S0380419090013
zhangjunwei@cczq.com

川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034

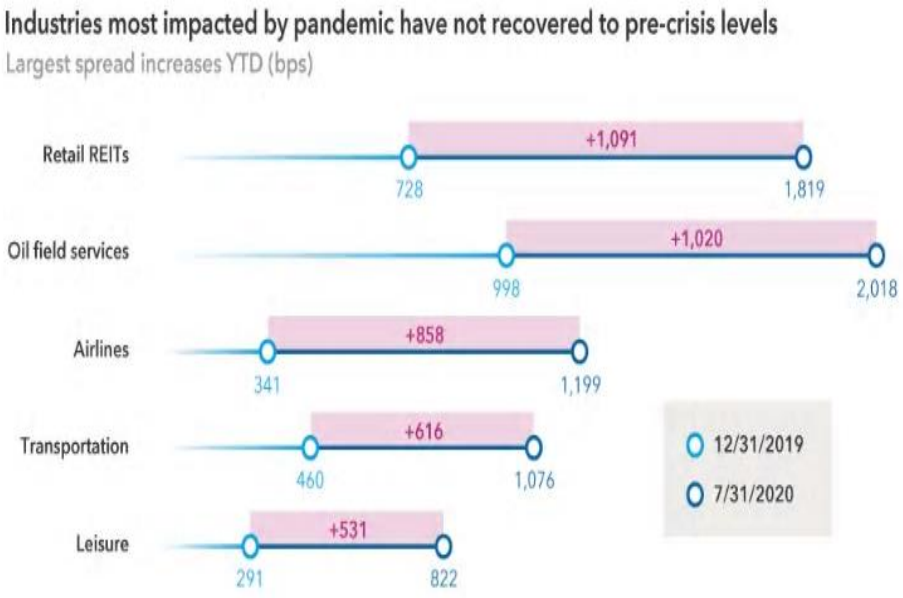
上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 32 层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

力店的离去，它们将继续遭受打击。

图 2： 受疫情影响最大的行业尚未恢复到危机前的水平



资料来源：Capitalgroup，川财证券研究所

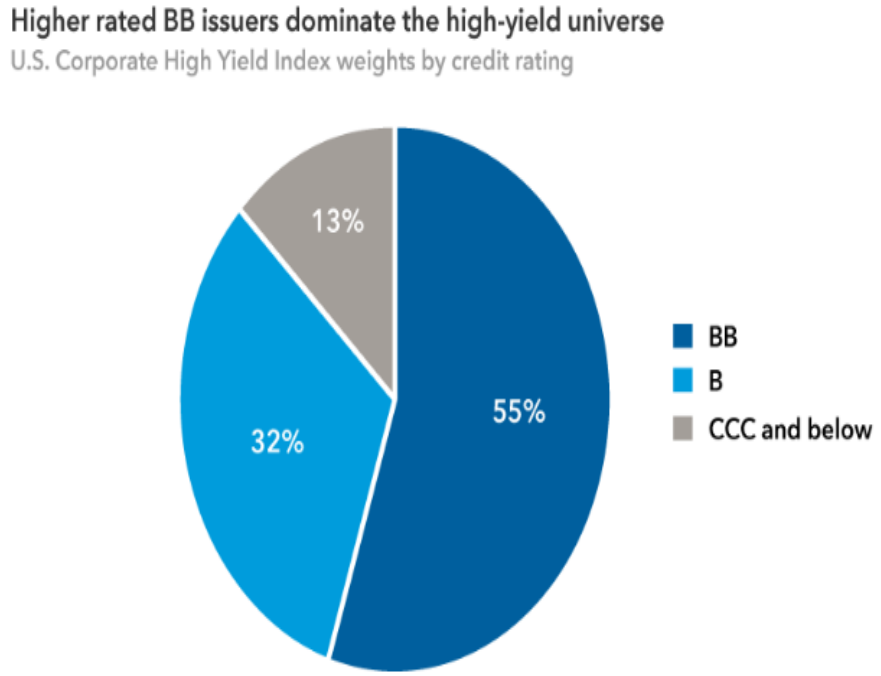
❖ **违约率与高收益债券**

Capitalgroup 的 Shannon Ward 指出此时会有一些高收益债券公司出现。Sprint 就是一个很好的例子。一些业内人士认为，该公司是美国四大无线运营商中最弱的一家，其过度杠杆化的资产负债表使它们难以在改进网络上进行投资。另一些人则认为，该公司及其频谱具有战略价值，也就是说其债券在交易中的折价幅度是非常大的。T-Mobile 同意收购该公司，并最终获得监管机构批准进行合并时，Sprint 的债券价值飙升。这一过程花了好几年的时间才最终完成，并且中途多有曲折。此外，监管部门对收购的批准确实可以改变债券的价格。在这种情况下，Shannon Ward 曾持有一家印刷公司的债券，该公司同意与一家质量更高的竞争对手合并。外界普遍预计这一合并将获得监管部门的批准，但出乎意料的是，这起并购被认为是反竞争的，交易就此落空。在政府对并购进行审查期间，公司的业绩在长期的不确定性的影响下遭受了损失；当并购被取消时，债券价格下跌了。

Capitalgroup 的 Shannon Ward 表示在 3 月和 4 月市场崩盘最严重的时期，评级较高的高收益发行人和所谓的“堕落天使”（公司从投资级别降级为高收益）中存在着大量机会。但这些高质量债券大多已恢复到危机前的水平了。截至 2020 年 7 月 31 日，BB 评级市场已增长至高收益市场的约 55%。高收益率评级公司中也存在着大量机会。不少这些公司中应该有能力应对这次的疫情。但必须小心，因为其中一些公司可能无法恢复至疫情前的水平。这也是我们一家接一家，逐个排查安全性的投资方式能够大放异彩的原因。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

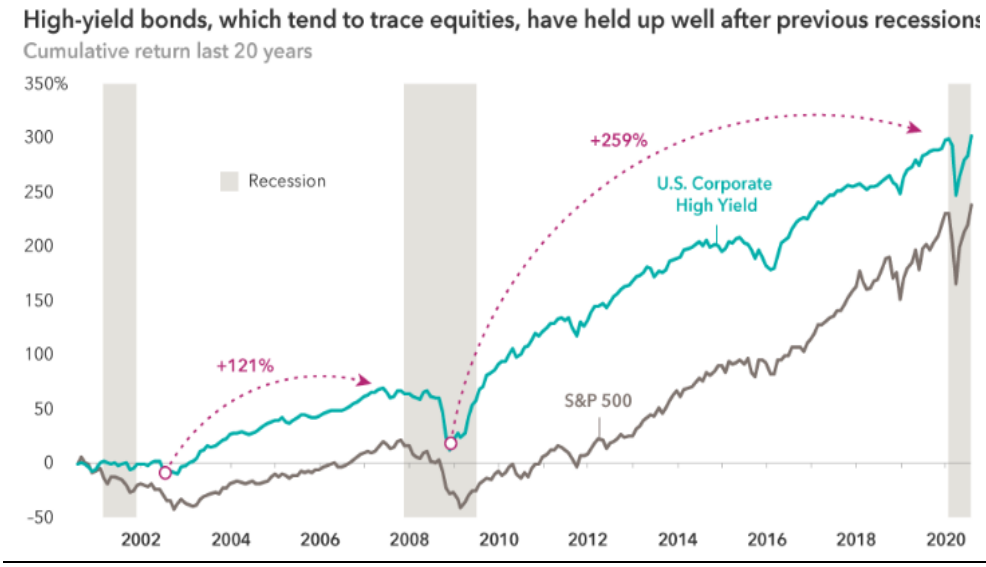
图 3： 更高的评级（BB）发行人主导了高收益领域



资料来源：Capitalgroup，川财证券研究所

美联储是来解决系统性问题的。美联储不希望看到美国国债市场失灵，抵押贷款崩溃，大型投资级公司无力偿还债务等情况出现。债券购买计划在 4 月重新开放了市场，并帮助许多公司筹集了应对经济衰退所需的现金。它们也给了其他贷款人放贷的信心，因此美联储实际购买的债务数量有限。美联储还为受疫情影响最大的行业（例如航空公司和医院）制定了特别计划。其中一个项目提供了针对一类医疗保险（Medicare）收据的预付款，这样医疗保健提供者就能更快地拿到现金。然而，随着债务评级的下降，美联储的影响日益减弱。美联储这次的措施主要集中在保持市场流动性和允许继续提供资本上。这不是像当时看到的那样直接救助企业。美联储正试图提供所需的支持，以便公共市场能够弥合危机。美联储并没有在大公司崩溃时去收拾残局，而是走在了事情发生之前，提前完成了任务，因此整个行业才不会崩溃。这是一种较好的处理办法。人们关注的焦点是破产和违约等头条新闻，这是可以理解的。不过，尽管违约率在不断上升，深陷困境的公司也只占高收益领域公司的一小部分。即使违约率上升，高收益资产类别的回报率在过去几个月依然强劲。截至 2020 年 7 月 31 日，跟踪的高收益指数已经从 3 月的最低点反弹了 25.5%，今年上涨了 0.64%。特别是从长期来看，高收益债券的回报可能会使投资者愿意承担更高的本金损失风险；而与其他债务投资相比，高收益债券的收益会有显著更高；对一些投资者来说，高收益债券也是多元化投资组合的一部分。

图 4： 高收益债券（倾向于追随股票）在前几次衰退之后表现良好



资料来源：Capitalgroup，川财证券研究所

❖ **疫情期的股息率**

SSGA 的 Esther M Baroudy、John Flynn、Viki Farmaki、Eric Greenshields 和 Peter Torok 指出在大流行病爆发从而造成的经济下行的压力下，企业股息分红的不确定性上升。为了抵抗经济下行的风险，公司将会重新评估他们的分红能力，某些公司的管理者甚至会让他们的财政部门暂停发放股息。然而，随着时间的推移，收益和分红将会回到危机前的水平，一些具有更好的市场占有率、更好的企业管理和更好的金融构架的公司将会给投资者带来更好的未来回报。由大流行病带来的经济下滑将会给一些公司的发展及分红带来很大的负面影响，因此一些具有股息分红的产品在大流行病期间更容易得到投资者青睐，销售额度将保持为正。

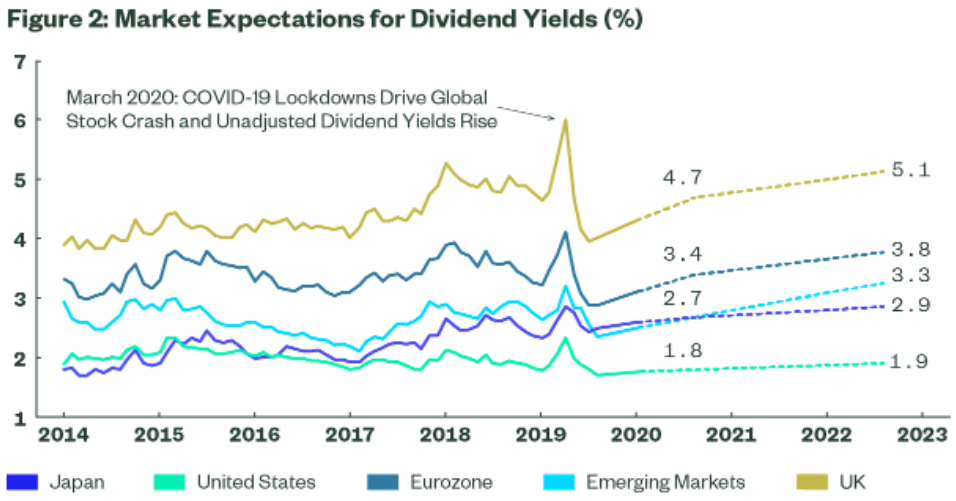
图 5： 美国注册的 Smart-Beta ETF

USD mn	July	Year to Date	Trailing 3 Months	Trailing 12 Months	Year to Date (AUM %)
Dividend	-889	-937	-2,250	14,934	-0.42
Growth	59	-555	32	-644	-9.47
Low Volatility	-1,078	-5,970	-2,973	1,878	-6.82
Momentum	217	-499	37	-1,582	-3.09
Multi-Factor	-84	-2,841	-1,045	-2,223	-5.37
Quality	88	4,757	1,642	10,616	16.21
Size	-248	-3,388	727	-2,646	-15.92
Value	-214	-1,954	-2,467	105	-4.53

资料来源：SSGA，川财证券研究所

SSGA 的 Esther M Baroudy、John Flynn、Viki Farmaki、Eric Greenshields 和 Peter Torok 指出在金融机构方面，一些司法辖区内的的监管部门甚至会要求银行和保险公司在一段时间内削减或者暂停有关的股利派息。欧洲在这边一直走在市场的前列——欧洲央行已经指示各银行暂停 2021 年 1 月 1 日之前所有的股息发放和股票回购。2020 年以后的股息支付前景将会在今年第四季度再次评估，评估结果将取决于经济数据。尽管欧洲央行的评估结果是银行业总体是具有弹性，但是欧洲央行不希望银行最终采取亲周期性行为。因此，银行被赋予了重建资本缓冲，防范不良贷款上升的灵活性。在美国，尽管美联储在今年 6 月份的压力测试中添加了一些额外的限制条件，但是大多数银行仍有很大的可能性在第三季度继续给投资者派发股利。当然，在一些特殊情况下，股息的派发将会受到影响和限制，股息有可能在 2021 年上半年之前都不允许从目前的水平上调。由于当前新冠疫情的影响，美联储可能在第四季度再一次对银行系统进行额外的压力测试，美联储所有采取的行动都将取决于当下经济的走势。不同国家地区的股息收益率各不相同。举例来讲，美国的股息率在历史上相对于其他地区来说是比较低的，并且这些年来一般都保持在 2%的水平。此外，美国的公司也总是使用其他的工具为他们的股东返还现金，其中包括股票回购和特别股息等手段。

图 6： 不同地区市场预测的股息分红率



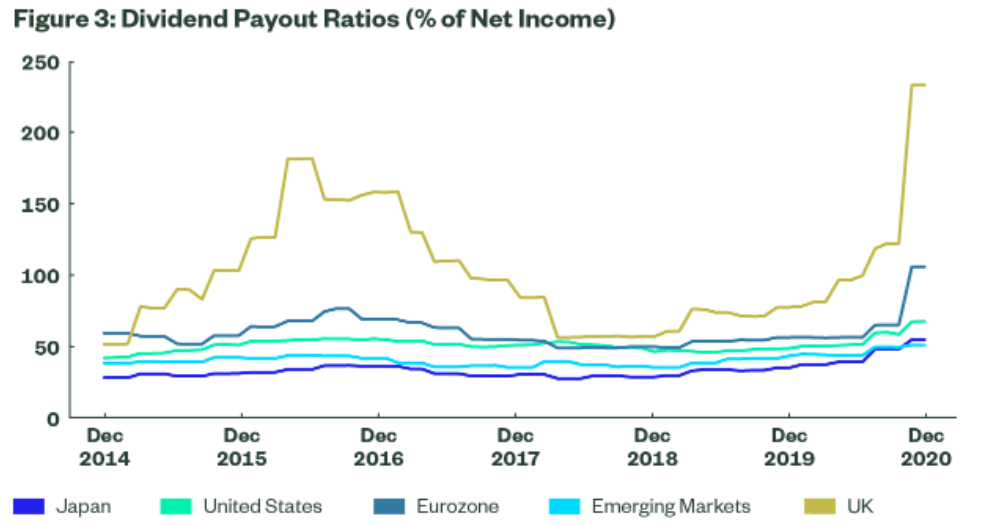
资料来源：SSGA，川财证券研究所

SSGA 的 Esther M Baroudy、John Flynn、Viki Farmaki、Eric Greenshields 和 Peter Torok 还指出相比之下，历史更加悠久、资本市场更加成熟的英国能源和金融公司传统上将会派发大量股息。因为养老基金是这些公司的大股东，他们要求上市公司定期支付股息红利。最近，这些能源和金融行业的大型英国上市公司的股价比其他行业更低，所以股息收益率将会更高，这进一步推动了整个英国市场的整体股息收益率的提高。对日本公司而言，尽管有来自投资者

的压力，但是其仍在以相对保守的股息收益率和派息率运营。新型市场的公司看似好像一直在为未来的股息增长储备现金，但实际上它们的股息收益率更为客观。

SSGA 的 Esther M Baroudy、John Flynn、Viki Farmaki、Eric Greenshields 和 Peter Torok 认为未来的现金股利支付模式将取决于近期到中期的各种因素。当疫情得到控制经济开始复苏的时候，不同的行业变化也将不一样。对于拥有强劲和多样化全球收入的食品和制药公司而言，尽管发生了新冠疫情，但他们可能仍然会保持支付股利。雀巢和罗氏就是很好的两个例子；对于受投资和资本支出周期性影响的企业，比如工业和材料企业，它们可能不得不等到经济环境变得更加稳定之后，再恢复派息；但是对于一些行业的公司来说，它们可能发现其未来很多年的盈利都将受损，因此其无法支付股利，比如说能源、航空和酒店行业。英国石油公司和荷兰皇家壳牌公司均打算削减现金派息，反映出了能源行业面临的严峻挑战；对于金融领域的公司来说，监管机构将扮演更加重要的角色。就投资者而言，欧洲央行本可以更加清楚的说明恢复派息的标准，美联储也是一样的情况，在未来派息情况更加明朗之前，美联储即将进行的审查可能会打压银行股股价。收入和盈利能力稳定增长、投资需求有限的成熟企业，可以为股东提供更多的现金。这些公司可以承诺固定和定期的股息政策，甚至可以承诺增加股息。但是这类公司相对稀少，在当下的环境中，其稳定性可以让它们的股票获得很高的的评级。而成长型公司通常会将其所有收益投资于业务，以促进增长。他们倾向不支付任何股息，而是选择股票回购计划（通过减少公司的股票数量从而提高每股收益）。Alphabet 可以作为一个代表，其一直将重大股票回购作为优先事项。

图 7： 不同经济体派息率



资料来源：SSGA，川财证券研究所

SSGA 的 Esther M Baroudy、John Flynn、Viki Farmaki、Eric Greenshields 和 Peter Torok 表示派息率也并不能每次都能准确反应公司真实的支付能力。

举个例子，在英国，能源公司有很高的非现金费用，折旧就是一个很好的体现。在某种程度上来说，评估未来经营现金流产生的可持续性可能是一个更适合的支付能力的衡量。在一个不确定性更大的世界里，一些公司可能会实行股票回购或其他的类似计划，而不是向股东去支付现金。随着时间的推移，收益和股息的支付都将回到新冠疫情爆发前的水平。然而，只有当公司董事会相信其盈利强劲，并且能保持稳定的增长趋势时，公司才有可能采用这种股息发送方式。与此同时，拥有大规模固定收益计划和大量股权敞口的美国和其他国家，将可能会发现自己面临难以弥补的收入缺口。

风险提示

美联储政策超预期，全球地缘政治风险超预期，全球经济增长不及预期，全球范围内黑天鹅事件。

本期报告编译自了 Capitalgroup 的 Shannon Ward 以及 SSGA 的 Esther M Baroudy、John Flynn、Viki Farmaki、Eric Greenshields 和 Peter Torok 发表于其官方网站的文章。本文不代表川财研究观点，公开英文报告的中文摘译资料仅供市场参考学习交流，不用于任何商业用途。如有异议，请联系修改或删除。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务协议关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。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。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议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客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，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，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的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。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000029399