美国企业借贷狂潮是否会造成持续性损害？

川财证券 CHUANCAI SECURITIES

————他山之石·海外精译第 227 期

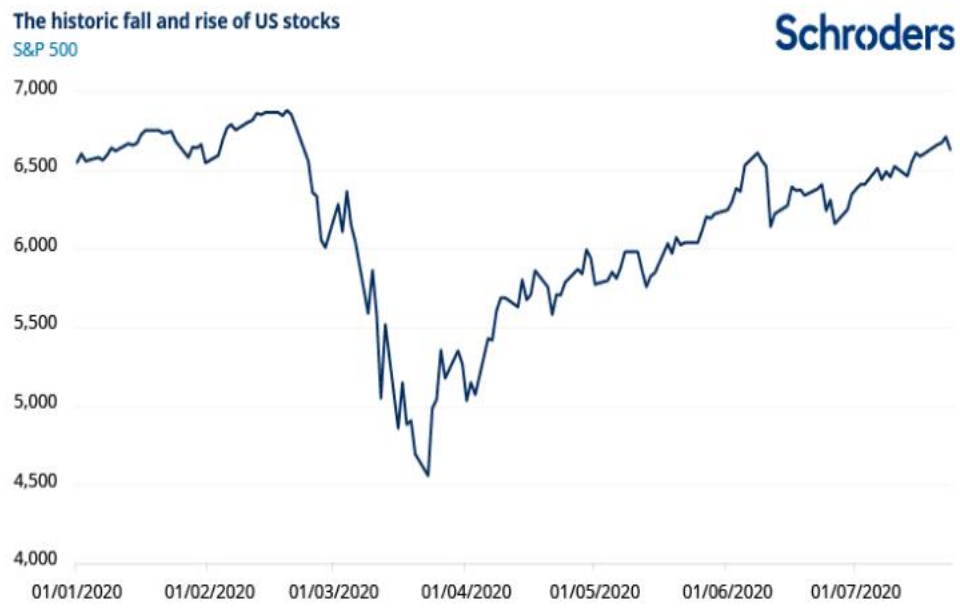
❖ **背景：今年的新冠疫情冲击了大批美国企业。**

受疫情影响，年初以来美国投资级企业债的发行额已突破万亿美元，达到了历史新高。为了解外资机构对美国企业借贷狂潮带来的影响的看法，我们编译整理了 AllianceBernstein 的 Susan Hutman 和 Schroders 的 David Brett（分别发表于 2020 年 7 月 28 日和 7 月 31 日）的观点，供市场参考和交流。

❖ **美国公司的大量发债**

Schroders 的 David Brett 指出自今年年初的新冠疫情爆发以来，股市出现了一些剧烈震荡，美国股市近 11 年来创纪录的牛市行情在今年 2 月初戛然而止。因为经济停滞了，随之而来的是美股历史上最短、最剧烈的调整。随着政府和央行迅速采取行动支持经济，经济很快出现了快速回暖。

图 1： 美股今年以来的历史走势



资料来源：Schroders，川财证券研究所

AllianceBernstein 的 Susan Hutman 则认为一切没有看上去的那么乐观，在短短几个月内美国发行一万亿美元的债券是非常值得注意的。借款狂潮的出现源于一系列事件，包括疫情的不确定性、低利率以及美联储加大对公司债券市场的支持。发行债券本身并没有所谓好坏之分，但那些因自身情况而负债累累的行业和部门，在“后疫情时代”可能面临着更加艰难的道路。此处提到的“过度借贷”是什么意思呢？比较每家公司的借款额与 2021 年底到期的债务总额，其目的是要确定哪些公司可能会出现借机借贷超过今天所需的借款额，以偿付未来两年到期的债务的这种情况。将这些数据汇总起来后，就可以看出哪些行

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 | 2020/08/07

分析师

陈雳
证书编号：S1100517060001
chenli@cczq.com

王一棠
证书编号：S1100520060001
wangyitang@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

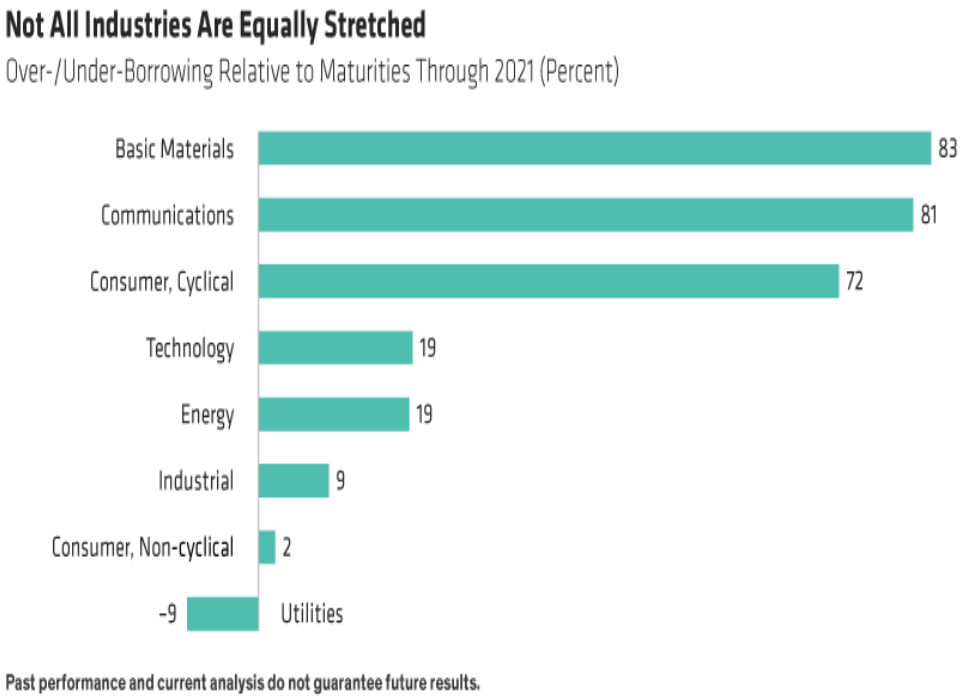
上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

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

业可能出现过度借贷了。例如，基础材料行业的借款超过了偿还即将到来的债务所需的 80%。另一方面，非周期性的消费者在利用债务市场时更加明智。对于那些过度借贷的公司来说，了解他们这样做的动机是非常重要的。例如，一些公司只是利用低利率来建立流动性缓冲；另有一些则利用这些债务来提高杠杆率，或作为弥补一段时期内自由现金流的桥梁。

图 2： 并非所有企业都陷入困境



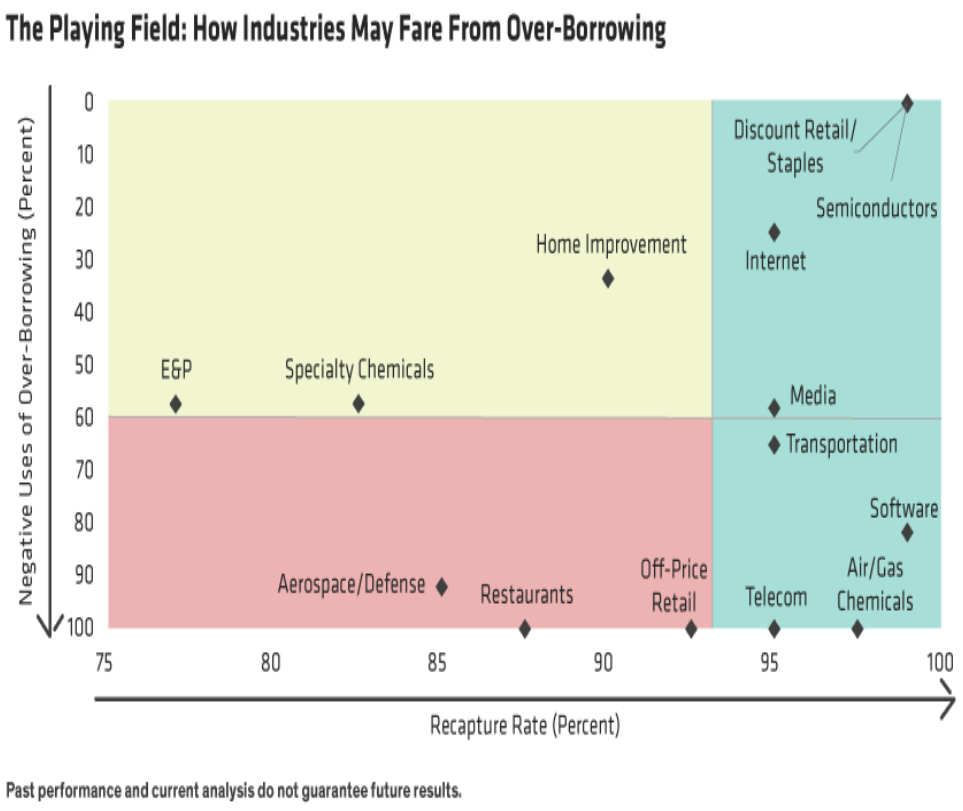
资料来源：AllianceBernstein，川财证券研究所

❖ **“资本回收率”是后疫情时代恢复元气的关键**

AllianceBernstein 的 Susan Hutman 认为仅仅知道一家公司为何过度借贷是不够的。各国应对疫情的封锁举措严重扰乱了经济，而要判断这些额外的借款可能会在哪些方面造成问题，需要了解每家公司随着时间的推移清偿这些新增债务的能力会怎样变化。为此，创建“资本回收率”指标是很关键的：这是一项用于衡量预计到 2022 年底销售恢复的程度（与 2019 财年的销售水平相比）。

通过考虑资本回收率和公司过度借贷的原因，可以识别出哪些行业在未来出现问题的风险最大。一家公司越是需要更多的借贷来度过一段负自由现金流时期，它们就越难恢复到疫情以前的水平。更为关键的是，那些资本回收率较低、较 2019 年销售水平反弹最少、需求波动较大的行业，可能会因过度借贷而感到更大的痛苦。

图 3： 竞争环境：不同行业应对过度借贷



资料来源：AllianceBernstein，川财证券研究所

❖ 强势产业继续保持强势

AllianceBernstein 的 Susan Hutman 认为那些不需要借钱来为运营提供资金的过度借款人处于最有利的位置。毫不意外的发现，这些行业要么直接受益于新冠疫情的危机，要么并未受其影响。例如，半导体和零售折扣店/主食店都是需求旺盛的强势行业，没有受到疫情大流行的阻碍。实际上，新的家庭办公室、食品和卫生纸囤积创造了需求。预计这些行业将强势反弹，资金回收率将达到95%至 100%或更高。大多数互联网公司也属于这一类别。最后，以广告和娱乐为关注焦点的媒体公司具有很高的预期回收率，在很大程度上继续看好该行业。对于位于上图中右下角的行业，其借贷动机似乎并不重要。所有这些行业的高预期回收率表明，它们应该能够在预测范围内减少增量债务。不过，这一区域的公司的过度借贷主要是为了加杠杆或增强流动性。

❖ 泡沫中的行业

AllianceBernstein 的 Susan Hutman 还指出过度借贷的行业可能需要被更仔细地考察。如果销售反弹速度超过预期，它们将有机会在削减新增债务的同时修复资产负债表。对于能源勘探与生产行业而言，大多数新发行的债券都是大型综合性石油公司的流动性缓冲。不过，尽管它们的发行主要是为了弥补负的自由现金流，但流动性的增加应该也有助于该集团抵御当前油价的波动。对于特

种化学制品而言，尽管覆盖负自由现金流的资金仅占发行量的三分之一左右，但是较低的预期回收率仍让投资者产生犹疑。

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 AllianceBernstein 的 Susan Hutman 和 Schroders 的 David Brett 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