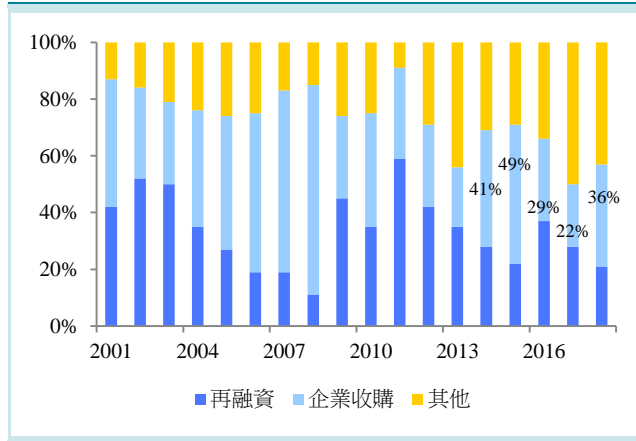


## 美國槓桿貸款市場現況與風險

### 美國企業槓桿貸款成長明顯加快

去年底以來，美國監管部門持續呼籲應重視企業槓桿貸款市場風險。首先是前 Fed 主席 J. Yellen 提出美國銀行法規持續鬆綁，導致金融風險再次提升，尤其融資條件不斷放寬，包含以企業未來預估獲利作為 Debt/EBITDA 的計算基礎，造成企業槓桿率被嚴重低估，以及取消對貸款企業財務比率的定期檢視機制，降低額度續展時的核貸要求等，都進一步造成企業貸款規模快速膨脹。Fed 在去年 11 月及今年 5 月公布的金融穩定報告，也都持續強調企業債務處於歷史高位，首先在 11 月提出近年金融機構的貸款展延意願明顯提升，激勵財務結構欠佳的企業大幅舉債，造成銀行貸款品質惡化，是目前美國金融系統最主要風險，5 月又另外表示，資產估值存在偏高風險，使得負債壓力較高企業之新增貸款占總企業負債比重接近 2008 年金融海嘯前峰值，需持續警惕金融機構不良資產壓力是否因此提升。槓桿貸款，廣義而言是指信評低於投資等級企業，以資產作抵押向金融機構取得融資，故其本質上是與高收益債相似，籌資用途都主要集中在借新還舊、企業收購兩大目的。其與高收益債最大差異在於約定還款期限通常較短，約定票面利率亦相對較低，故一般會更多被應用在因應企業收購的資金需求。以近 5 年觀察，高收益債籌資目的用於企業收購占比平均約 23%，但槓桿貸款募得資金在該用途比例卻高達 35%。

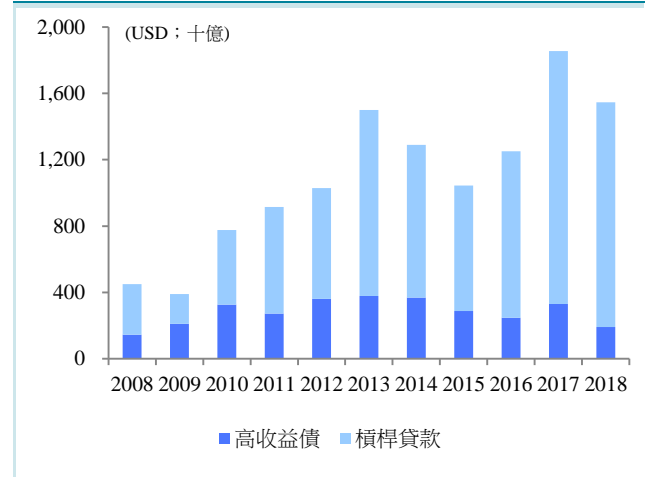
圖 1：美國企業槓桿貸款主要籌資用途占比



資料來源：J.P. Morgan

2014 年以來美國企業併購活動因景氣推升、減稅利多等正面因素刺激持續活絡發展，也連帶造成企業槓桿貸款發行規模於 2016~18 年平均都維持 25% 以上成長速度。雖然 2018 年因金融市場劇烈震盪，投資人避險情緒增溫影響，不論是企業槓桿貸款及高收益債年度發行量都同步放緩，但整體存量方面，企業槓桿貸款近幾年相對高收益債的快速膨脹情形，仍讓市場擔憂債信評級較差的企業信用風險從高收益債大量轉移至槓桿貸款，該現象若未能改善，可能在金融市場引發更大危機。

圖 2：美國企業槓桿貸款相對高收益債發行量年度變化



資料來源：Bloomberg

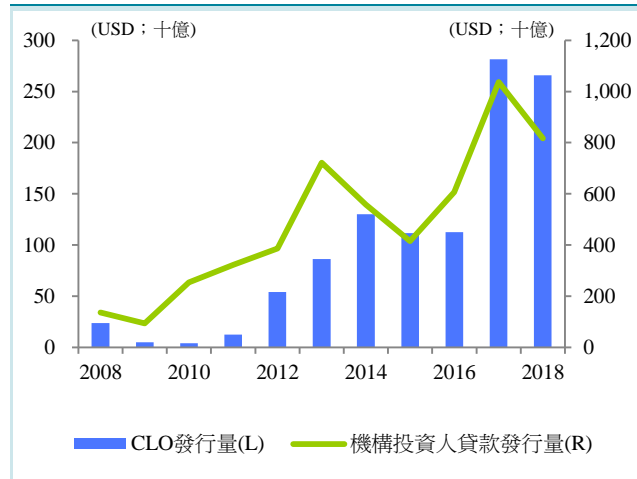
### 槓桿貸款與 CLOs 商品之連結

槓桿貸款的舉借資金來源，原則上可分為傳統商業銀行及基金管理機構、投資銀行等機構投資人兩大類，其中由機構投資人提供之融資，往往會與擔保貸款憑證商品 (CLO) 做連結，將企業貸款整合為金融商品銷售給市場投資人。過去槓桿貸款大多是透過銀行聯貸取得資金，但近兩年槓桿貸款資金來自機構投資人占比明顯提升，平均高達 6~7 成，也進而促成美國 CLO 市場總發行量在 2017~18 年快速成長，連續兩年維持在 2,600 億美元以上的歷史新高規模。就次級市場觀察，過去兩年美國企業槓桿貸款指數 (S&P/LSTA US Leveraged Loan Index) 相對擔保貸款憑證指數 (CLO Debt Index) 及美國高收益債指數 (Barclays U.S. Corporate High Yield Bond Index) 變化，亦顯示前兩者變化趨勢幾乎正



向連動，隱然呼應近 2 年隨企業槓桿貸款快速增加，CLO 市場也再次明顯回溫，但同時間美國高收益債指數表現卻相對疲弱。

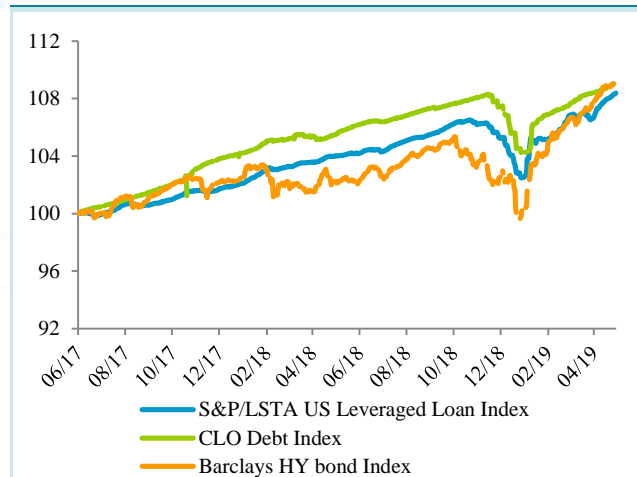
圖 3：美國機構投資人貸款相對 CLO 商品發行量變化



資料來源：Reuters, SCI

依過去經驗顯示，多數時間企業槓桿貸款指數低於高收益債指數表現，主要在於槓桿貸款的受償順位優先於高收益債，且具有擔保品支持，而此項條件也通常伴隨槓桿貸款的約定票面利率會低於高收益債發行，故以報酬率角度而言，其市場購買意願不應有超出高收益債情況。但若搭配考量兩者的利率條件差異，槓桿貸款自始以來大多是以浮動利率做設計，而高收益債則多以固定利率為主，故在過去兩年間 Fed 加快升息腳步環境下，槓桿貸款所擁有的浮動利率優勢，便讓市場對其期望報酬有更多期待，進而導致需求推升。

圖 4：美國企業槓桿貸款指數相對高收益債指數、CLO 指數變化

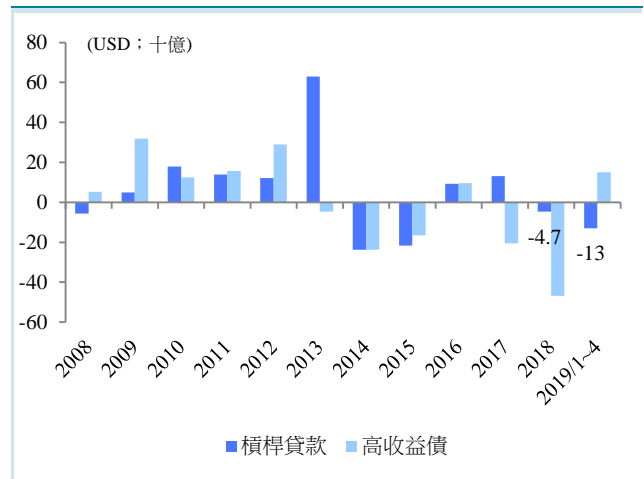


資料來源：Bloomberg

說明：以 2017/6 為基準點觀察

而此項發展也讓市場擔憂由於槓桿貸款與 CLO 產品高度連結，且 CLO 的產品結構又與 2008 年引發金融海嘯的次貸商品有幾分相似，在投資人對其複雜性及隱含風險缺乏充分了解下，為了追求更高投資報酬而提高對 CLO 產品的接受意願，可能部分程度代表債信評級較差的企業信用風險已被明顯低估。所幸今年以來隨 Fed 貨幣政策論調明顯轉趨鴿派，市場預期至年底前 Fed 基準利率都將維持不變、甚有降息可能，已連帶影響近期美國企業槓桿貸款指數走升幅度明顯落後高收益債，投資人焦點也逐步轉向槓桿貸款的市場熱度能否獲得延續。就共同基金資金流向觀察，今年 1~4 月在美國企業槓桿貸款市場資金流出規模已達 130 億美元，超出去年全年度水準，並同步轉向增加高收益債市布局，除了顯示投資人對於槓桿貸款的風險意識已逐步增強，亦可能代表相關 CLO 產品需求應可望在未來幾季逐步減緩。

圖 5：共同基金在美國企業槓桿貸款及高收益債市之資金流向變化



資料來源：Lipper、J.P. Morgan

說明：2019/1~4 月統計截至 4/24

## 槓桿貸款仍舊具有高回收率優勢

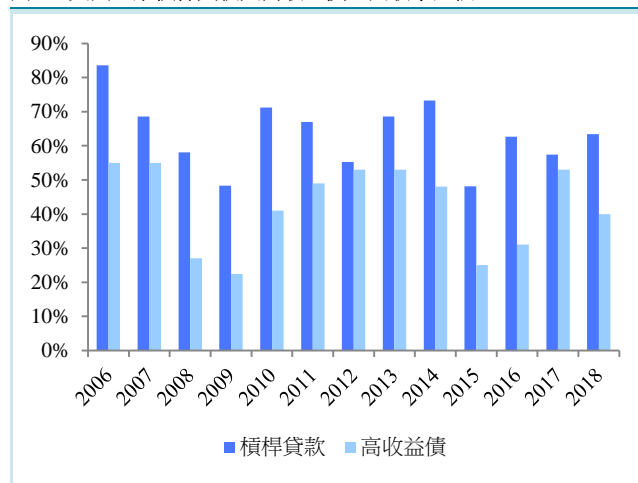
就需求面角度而言，企業槓桿貸款除了具有高殖利率特性，也同時具有比高收益債更好的資產保全優勢，而此部分亦可能是近幾年企業槓桿貸款增加獲得市場青睞的關鍵之一。雖然兩者金融工具，同樣都是以非投資等級企業做為發行主體，因此在違約率表現上應大致相同，但實際上以近 10 年水準比較，高收益債平均違約率為 3.1% 較槓桿貸款平均水準約 2.9% 微幅高出，即便在 2007~08 年金融海嘯前後期間，當時高收益債違約率由 0.4% 快速跳升至 6.3%，槓桿貸款違約率則由 0.2% 提



高至 3.7%，亦顯示後者在面臨金融環境劇烈震盪時，變化相對平緩。

此外，若以企業已發生債務違約或面臨破產清算情況下，兩者債權人可拿回本金機率之回收率做比較，根據 J. P. Morgan 統計過去 10 年高收益債平均回收率大約 4 成，其中最大宗發行商品-優先無擔保債券之平均回收率亦僅約 3 成，但槓桿貸款的回收率卻高達 6 成以上，亦顯示槓桿貸款額外具有的最大特點，包含其受償順位優於其他類型債務，並且具有資產擔保優勢，都有效促成其擁有相對高收益債更低的投資風險。

圖 6：美國企業槓桿貸款與高收益債之回收率比較



資料來源：J.P. Morgan

## 留意企業收購目的之槓桿貸款風險

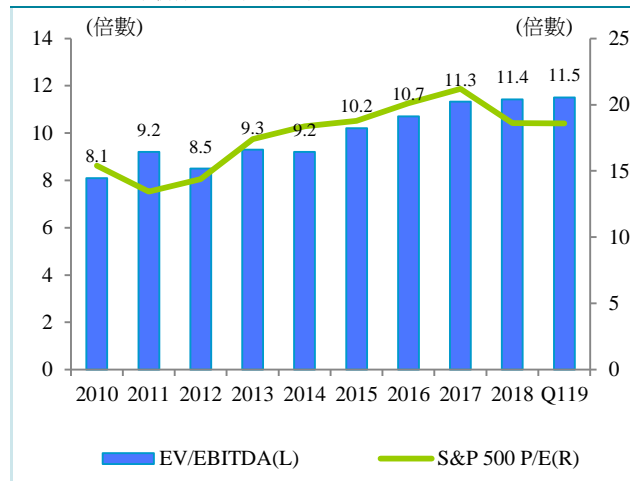
然回歸供給面角度，由於近兩年槓桿貸款快速成長主要來自企業收購需求增加推動，故其相關風險便不能單純考慮貸款企業的營運週轉議題，而需搭配考量其所從事的企業收購之併購效益能否如預期顯現，以及併購價值是否有高估現象。加上槓桿貸款又與 CLO 產品高度連結，讓提供融資資金來源的機構投資人可藉由出售相關結構性金融商品重獲資金，再投入承作更多槓桿貸款融資，故在此循環運作下，便可能造成高風險的企業收購目的之槓桿貸款有過度浮濫現象。

雖然今年以來因全球景氣前景擔憂，企業併購交易活動已明顯放緩，以北美地區觀察，過去 5 年的併購交易總額平均維持在 2.3 兆美元以上，平均年增率約 21%，併購交易件數亦每年維持正成長，而今年 1~4 月北美地區

併購交易件數卻出現近 6 年來首次下滑，較去年同期減少 3.4%，整體併購交易規模的年減幅度更是高達將近 2 成，但截至目前企業併購估值倍數仍維持在過去 10 年平均水準之上。

企業併購交易的買賣雙方於議價過程中，通常會搭配企業價值(EV)相對 EBITDA 倍數來評估價格合理性。據 PitchBook 統計，近十年美國企業收購活動的 EV/EBITDA 倍數從 8.1x 提高至 11.5x，自 2015 年以來已連續四年高於近十年平均水準約 9.9x，同時間美國股市本益比也在 2014~17 年間快速攀升，反映企業併購估值倍數與股市評價表現具有一定程度的正向連結。但過去一年因金融市場波動加大，投資人對股市評價轉趨保守，S&P 500 指數本益比截至目前已連續 2 季落在 19x 水準之下，惟企業併購市場的評價熱度卻維持在相對高位。此亦顯示資產估值仍存在偏高風險，如企業收購效益未能如預期顯現或市場景氣明顯轉壞，造成企業現金流短缺，基於企業收購目的所產生的槓桿貸款之違約率便恐因此大幅提升，其相關 CLO 商品價值亦將受到波及，若產品出現價格崩跌現象，引發投資人提前大量贖回，金融機構因此面臨的鉅額資金周轉壓力，亦可能對整體市場造成劇烈衝擊。

圖 7：美國企業併購估值倍數變化



資料來源：Bloomberg、PitchBook

王威鈞

經濟研究處資深研究員  
jenson.wang@fubon.com

鄧惠文

經濟研究處資深研究員  
abby.teng@fubon.com



## 免責聲明：

本報告由富邦金控經濟研究處編製，其中所載內容、數據及預測乃秉持誠信原則提供，並取自可靠資料來源，惟本公司並不就其準確性、完整性及即時性作出任何明示或默示之保證，亦不負任何責任或義務。本報告內容僅供參考，並不提供做為任何投資依據，亦不為獲利之保證；所提及之各項內容、數據及預測皆有時效性限制，本公司可隨時予以更改或撤回，恕不另行通知。本公司對因信賴此報告所為之行為或不行為所生之各項損失、成本、損害賠償及費用，亦不負擔任何法律責任。富邦金控保留報告內容之一切著作權，非經本公司同意，不得以任何形式或方式引用、轉載、翻印本報告全文或部分內容。