

本文不构成任何投资建议与意见，仅代表个人观点。

催更的压力已经感受到。

近期，自遵义信贷展期被爆出后，XX、XX、XX相继传出展期传闻。

债务问题的解决思路，一改延续十余年的借新还旧操作，进而转向债务展期、重组的核心逻辑是什么？

信用风险的实质无外乎两种形态：

- 1、资产负债期限错配和流动性问题
- 2、资产利润率和负债利息率倒挂造成的偿付能力问题。

不论展期还是借新还旧，实际要解决的都是流动性错配的问题，但是两种方法实际的核心差异在于利息率变化方向差异，而背后折射的则是资产端收益率下降的必然性。

因为最基础的逻辑在于：借新还旧是无法实现的降息，而展期必然伴随降息。

两种看似形式相似，但结果之所以会造成降息与否的不同结果，实际上可以理解为资金方承受的风险大小与交易成本。

借新还旧的实质就是寻找新的资金承接原有债务，是希望新的资金去承担原始债务的信用风险，因此新资金必然会要求更高的风险补偿；而债务展期实质是原有资金方降低本金损失的可能性，所以可以理解为利息的降低是对本金回收率的一种提升。

而借新与“展旧”这种比较中，利率的不同变化方向可以理解为风险转移机制下的交易成本。

当然，上面这些逻辑是否正确，供各位批判性的参考。

但是，这一结论是在实证中是可以确定的。

那么回到一开始的信用风险的两种形态，再来比较理解解决流动性问题的两种手段的变化，道理就更清楚不过：

因为资产收益率的更进一步下行，城投所创造的利润率与利息率之间的鸿沟，即使充分考虑正外部性，在现有的格局下，已无法弥合。

所以，收益率无法上行（不要问为什么），只能选择让利息率下行。

那么，我们再进一步区分城投各种债务利率，最简单的排序就是非标>债>信贷。

而实践中，除了排中间的债，其他都已经实质性降息展期。

所以，如果讲道理，债的展期应该先于信贷。

但是这个世界，偏偏就是不讲道理的。