

2024年1月31日

中证鹏元资信评估股份有限公司
工商企业评级部
翁欣 李咏旺 袁媛

更多研究报告请关注“中证鹏元”微信公众号。



独立性声明：

本报告所采用的数据均来自合规渠道，通过合理分析得出结论，结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

热点简评：从信用角度看，近期城投非标逾期背后的逻辑发生了什么变化？

主要内容：

近期债券市场对 2025 年之前标债保刚兑预期加强，情绪高涨，城投债收益率一路下行，其中弱资质区域利差降幅尤其明显。于此同时，“35 号文”之后弱资质区域非标舆情又频繁发生，多地城投因非债券类债务逾期，触发交叉违约及救济条款。城投出现非标、商票、借款逾期违约而标债正常履约的“同债不同权”现象，标债和非标信用割裂。**从信用角度看，近期城投非标逾期频发背后的逻辑发生了什么变化？**

过去一旦区域发生非标舆情，往往代表该区域遇到流动性风险。非标逾期的负面情绪传播迅速，演化成较大的信用风险事件。受此影响，地方政府普遍将非标债务如约兑付视为维护信用的重要工作，出现流动性风险时，不排除动用非常规力量保证非标兑付，甚至还有个别省份将非标“零违约”视为不破金身。

一揽子化债之后，非标和标债的信用关联度明显弱化，“不得对高息非标债务进行简单刚兑”成为明线，非标逾期不再是政治不正确。“35 号文”第一次在普适性的政策层面，对非标展期降息的做法予以首肯，鼓励城投平台和金融机构谈判，以盘活流动性。非标交叉违约增多，非标与标债“同债不同权”加剧，一方面是因为城投平台不乏流动性压力，另一方面也是化债过程中金融机构和城投对于“展期降息”博弈加剧的体现。

一揽子化债后非标展期将逐步常态化，非标逾期和舆情不再像过去那样容易引起市场恐慌，对债券市场定价影响减弱。非标舆情的信用意义除了流动性压力之外也体现了金融机构和城投对于“展期降息”的博弈，亦或作为化债的手段，因此后续需用更动态的视角来观察。

一揽子化债措施推出后，地方债务风险得到明显缓释，但城投融资仍面临压力。近期可以观察到，一方面债券市场对 2025 年之前标债保刚兑预期加强，市场情绪高涨，城投债收益率一路下行，弱资质区域利差降幅尤其明显。另一方面，“35 号文”之后弱资质区域非标舆情又频繁发生，多地城投发生非债券类债务逾期，触发交叉违约及救济条款。**城投出现非标、商票、借款逾期违约而标债正常履约的“同债不同权”现象，标债和非标信用割裂。从信用角度看，近期城投非标逾期频发背后的逻辑发生了什么变化？**

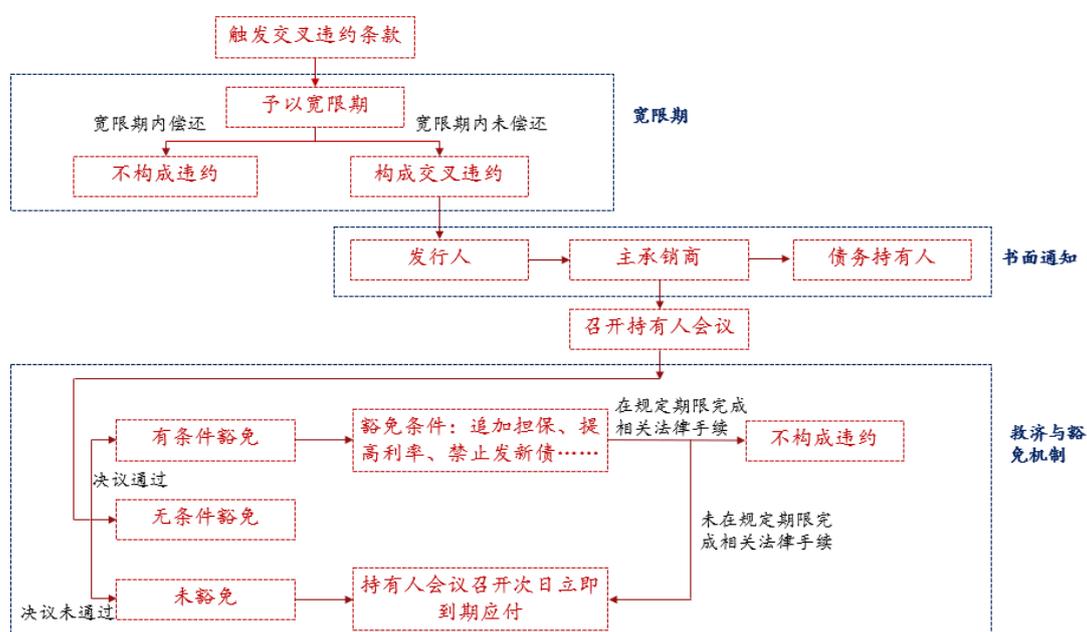
过去一旦区域发生非标舆情，往往代表该区域遇到流动性风险。非标逾期的负面情绪传播迅速，且传播面广，可能传导至当地乃至上级行政区域的债券市场，以及银行信贷市场，从而演化成较大的信用风险事件，因此非标逾期及舆情被认为是信用风险判断的重要参考指标。受此影响，地方政府普遍将非标债务如约兑付视为维护信用的重要工作，出现流动性风险时，不排除动用非常规力量保证非标兑付，甚至还有个别省份将非标“零违约”视为不破金身。

一揽子化债之后，非标和标债的信用关联度明显弱化，“不得对高息非标债务进行简单刚兑”成为明线，非标逾期不再是政治不正确。城投债务重组全面推进，政策指引下金融机构对城投平台大规模实施“置换”和“展期降息”，并要求“不得对高息非标债务进行简单刚兑”。根据“35 号文”要求，“稳妥化解重点省份融资平台非标债务风险。重点省份融资平台已通过债务重组、债务置换接续贷款或债券融资的，应与债权人或投资人协商对存续非标利率适度打折，不得对高息非标债务进行简单刚兑”。这是第一次在普适性的政策层面，对非标展期降息的作法予以首肯，鼓励城投平台和金融机构谈判，以盘活流动性，避免因兑付形成流动性缺口。

非标交叉违约增多，非标与标债“同债不同权”加剧。近期多地城投公告因非债券类债务逾期，触发交叉违约及救济条款，城投公司的解决方式一般为在宽限期内兑付一部分、展期重组一部分，同时积极与债券持有人沟通和解或者豁免。城投出现非标、商票、借款逾期违约而标债正常履约的“同债不同权”现象，标债和非标信用割裂。交叉违约条款触发后，处置分三个阶段：第一阶段书面通知，发行人通知主承销商，主承销商通知本期债务融资工

具全体持有人；第二阶段予以发行人宽限期，发行人在宽限期内兑付不构成违约，未能及时偿还则形成违约，触发交叉违约条款；第三阶段救济与豁免机制，主承销商召开债务融资工具持有人会议，会议结果包括有条件豁免（完成救济措施，包括追加担保、提高利率和禁止新发债等，并应在规定时间完成法律手续）、无条件豁免和未获豁免。

图 1 交叉违约触发后处置程序



资料来源：交易商协会，中证鹏元整理

交叉违约及非标舆情增多，一方面是因为城投平台不乏流动性压力，另一方面也是化债过程中金融机构和城投对于“展期降息”博弈加剧的体现。中证鹏元了解到，一揽子化债之后，许多金融机构纷纷加强风控措施，对风险区域业务进行退出，利用交叉违约条款对业务期限及风控条款进行重新谈判，甚至借助舆论倒逼城投进行兑付。这些风险区域城投过往非标利率通常较高，甚至不少远超 10%以上，因此非标机构希望见好就收，借助化债的窗口期将本金利息安全退出。对于城投来说，在政策支持下对存量高息非标不希望简单刚兑，其本身盈利能力也不足以支持高息付息，因此城投希望和金融机构算总账，对本金展期并将过往利息进行重新计算，重新谈判出合理利率区间。这其中涉及一轮一轮谈判、宽限期、豁免条

请务必阅读正文之后的免责声明

件等，涉及投资机构及背后的投资人较多，容易因谈判不一致而触发舆情。金融机构在此过程中也会借助舆论倒逼城投达成一致，因此舆情也是化债过程中金融机构和城投对于“展期降息”博弈加剧的体现。

目前非标博弈主要在非重点省份且流动性偏紧的地区。对于 12 个重点省份，在政策指导下无论是政府债置换还是银行非标展期降息，推进或更加顺利。而对于非重点省份且流动性偏紧的区域，包括山东、河南、四川（金堂）、西安（曲江）等，各机构博弈进一步加剧。结合近期曲江、周口、青岛等案例可以看出，部分非标最终获得兑付，舆情博弈或能取得一定效果。

一揽子化债在政策层面对非标展期降息的做法予以首肯，之后非标展期将逐步常态化。非标逾期和舆情不再像过去那样容易引起市场恐慌，对债券市场定价影响减弱。整体来看，随着化债的推进，非标舆情的信用意义除了流动性压力之外也体现了金融机构和城投对于“展期降息”的博弈，亦或作为化债的手段，因此后续需用更动态的视角来观察。

免责声明

- 本报告由中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“本公司”）提供，旨在派发给本公司客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
 - 本报告基于我们认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。需要强调的是，报告中观点仅是相关研究人员根据相关公开资料作出的分析和判断，并不代表公司观点。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。
 - 本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。本公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。
 - 本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中证鹏元，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。
-

中证鹏元资信评估股份有限公司

深圳	北京	上海
地址：深圳市深南大道7008号阳光高尔夫大厦（银座国际）三楼 电话：0755-82872897 传真：0755-82872090	地址：北京市朝阳区建国路世茂大厦C座23层 电话：010-66216006 传真：010-66212002	地址：上海市浦东新区民生路1299号丁香国际商业中心西塔9楼903室 总机：021-51035670 传真：021-51035670
湖南	江苏	四川
地址：湖南省长沙市雨花区湘府东路200号华坤时代2603 电话：0731-84285466 传真：0731-84285455	地址：南京市建邺区江东中路108号万达西地贰街区商务区15幢610室 电话：025-87781291 传真：025-87781295	地址：成都市高新区天府大道北段869号数字经济大厦5层5006号 电话：028-89102569 传真：
山东	陕西	香港
地址：山东自由贸易试验区济南片区经十路华润中心SOHO办公楼1单元4315室 总机：0531-88813809 传真：0531-88813810	地址：西安高新区唐延路的金辉国际广场902室 电话：029-88626679 传真：029-88626679	地址：香港中环皇后大道中39号丰盛创建大厦10楼1002 电话：+852 36158342 传真：+852 35966140