

非标违约与城投债发行定价

刘津宇, 梁洛铭, 毛捷, 柏金春

[摘要] 本文基于2015—2022年地方融资平台公司城投债发行和非标资产违约数据,通过构建多时期双重差分模型,考察融资平台非标资产违约对城投债定价和平台市场化转型的影响。研究发现,地区首次发生非标资产违约后,属地融资平台的城投债发行利差显著提高,该效应在隐性担保预期高、房地产投资占比高的地区更显著。机制检验显示,非标违约揭示平台信用风险后,投资者对城投债的隐性担保预期下降,推动信用风险被有效纳入城投债的定价中,城投债长期以来的溢价发行现象得到有效平抑,意味着融资平台改革转型过程中,非标资产违约的触发一定程度上能够起到促进平台真实信用风险释放、激活市场定价机制的作用。长期看,非标资产违约产生的定价效应和市场化效应推动了融资平台降低经营风险和提高投资效率。进一步检验显示,地方政府的非市场化救助行为将强化投资者的“刚兑信仰”,导致城投债定价被进一步扭曲,这一发现为近年来制定和实施的一揽子市场化化债政策提供了重要的经验证据。本文为监管层和地方政府深入认识融资平台所面临的化债困境、防范化解重大金融风险及推进融资平台的市场化转型提供了新的视角。

[关键词] 非标资产违约; 城投债; 发行利差; 溢价率; 融资平台

[中图分类号] F123 **[文献标识码]** A **[文章编号]** 1006-480X(2024)10-0043-19

一、引言

中国地方债务规模在过去十余年快速增长,妥善处理地方债务风险成为防范和化解系统性金融风险的关键任务之一。2015年实施的《中华人民共和国预算法》(简称新《预算法》)规定,地方政府仅能通过发行地方政府债券来举债,严禁为任何单位或个人的债务提供担保。自此,地方融资平台公司(简称融资平台)主体的债务原则上应由其自身承担。然而,为了满足经济增长的资金需求,部分地方政府在超出法定债务预算的情况下,采取直接借债或承诺使用财政资金偿还、非法提供担

[收稿日期] 2024-05-25

[基金项目] 国家自然科学基金面上项目“债券市场开放环境下债券定价效率、流动性与风险传染机制研究”(批准号72173022);国家自然科学基金面上项目“专项债的可持续性研究:数据构建、理论分析和效应检验”(批准号72473016);国家社会科学基金项目“中国地方政府债务治理研究:理论框架和政策路径”(批准号23VRC045)。

[作者简介] 刘津宇,对外经济贸易大学中国金融学院教授,经济学博士;梁洛铭,对外经济贸易大学中国金融学院硕士研究生;毛捷,对外经济贸易大学国际经济贸易学院教授,经济学博士;柏金春,对外经济贸易大学国际经济贸易学院博士研究生。通讯作者:毛捷,电子邮箱:maojie@uibe.edu.cn。感谢匿名评审专家和编辑部的宝贵意见,文责自负。

保等方式举债,这些债务形式包括融资平台通过银行贷款、城投债以及非标准化债权类资产(简称非标资产)等有息债务。2017年7月,中央政治局会议首次正式提出“隐性债务”概念,随后中央政府陆续发布一系列文件,进一步明确地方政府隐性债务的定义,以加强对此类风险的管控。地方政府通过融资平台发行的非标资产正是隐性债务的主要构成部分(毛捷和徐军伟,2019)。过去十余年,地方政府通过融资平台进行的投融资主要被用于基础设施建设和民生改善,对区域经济增长和社会发展起到了积极的作用。然而,融资平台通常投资于公益性项目,缺乏稳定的盈利来源,一旦面临偿债压力,自担风险能力不足。此外,融资平台还会挤占地方金融资源,推高民营企业的融资成本,影响经济可持续发展(刘畅等,2020;余海跃和康书隆,2020)。2022年中央经济工作会议明确指出,要加大存量隐性债务处置力度,加强对融资平台的综合治理,推动分类转型。党的二十届三中全会强调,完善政府债务管理制度,建立全口径地方债务监测监管体系和防范化解隐性债务风险长效机制,加快地方融资平台改革转型。推动融资平台市场化转型成为近年来地方政府防范化解隐性债务风险工作的重点。

当前,在地方政府隐性债务管控持续加强、城投化债压力陡升的环境下,融资平台的风险逐渐显现。非标资产违约事件可被视为融资平台造血和偿债能力枯竭的关键性预警信号,向市场传递了重要信息,极大地影响了外部投资者的隐性担保预期和对所属地区融资平台信用风险的判断,进而影响了新发行城投债的定价和融资平台的市场化转型进程。非标资产通常由融资平台通过银信合作下的委托贷款、票据贴现以及银银合作中的同业代付等渠道发行,因涉及多方主体而权责关系复杂不明,一旦出现违约风险,风险承担主体可能会牵涉多家机构,给中国金融市场的健康和有序发展造成负面影响(孟娜娜,2018)。部分追逐高收益的金融机构还会在投资过程中加杠杆,一旦项目资金无法按期回笼,整个资金链可能会突然断裂并迅速向整个金融系统传导风险(张强等,2019)。对于部分依赖非标资产融资的平台,违约事件会削弱其借新还旧的能力,加剧流动性风险(汪潇潇和刘向涛,2020)。非标资产违约事件虽然会带来挑战,但也可能促成积极的转变。长期以来,市场普遍认为融资平台非标准化的举债形式置于地方政府隐性担保之下,这正是造成非标资产“盛行”、投资者愿意通过通道业务等方式为缺乏足够偿债能力的融资平台提供持续现金流的核心原因(刘红忠等,2019)。因此,如果非标资产违约事件的发生能够动摇投资者的刚兑信仰,不仅有助于融资平台债务风险回归市场定价(周世愚,2021),还有助于推动其市场化转型,缓释地方政府隐性债务风险并约束地方政府过度举债的行为(余峰燕等,2020;吉富星等,2023)。

立足这一背景,本文系统地探讨了非标资产违约对城投债定价机制与融资平台市场化转型的影响。通过构建双重差分模型(Difference-in-Differences, DID),剥离出非标资产违约作用于城投债发行利差的净效应,以考察违约事件对属地融资平台发债成本的直接影响,并基于隐性担保预期理论考察非标资产违约的作用机制,辅之以金融势能理论作为支撑。本文还探究了非标资产违约对城投债溢价率(Overpricing)的影响,以考察违约产生的经济后果,是加剧违约地区的发行压力,还是促使定价回归市场信用。同时,本文的讨论不局限于非标资产违约对城投债定价的影响,也关注长期视角下其对融资平台市场化转型的影响。在此基础上,本文进一步分析了政府非市场化救助行为对城投债定价的影响,尝试揭示融资平台与政府关联对市场价格发现机制有效性的影响,理解政府政策如何在危机中发挥作用,以及这些政策如何影响金融市场的持续健康发展,从而为地方政府制定市场化的化债政策提供重要参考。

本文的贡献体现在三个方面:①研究主题契合中国市场改革和转型发展的现实需求,具有重要的现实意义和时效性。本文通过探讨非标资产违约在融资平台市场化转型过程中对其融资成本的

影响,厘清融资平台在信用风险被揭示后的短期和长期经济后果,为推动融资平台的市场化转型提供理论及实践上的支撑。②作为现有文献的重要补充,弥补了学术界对非标资产风险探索的相对不足。由于中国地方政府融资平台的特殊属性及其标准和非标准化债务的隐性“刚兑”标签,无法直接沿用西方债券市场的相关理论框架。尽管城投债的本质属性是企业发行的信用债,但其定价特质、评级和偿债能力异于西方债券市场普遍意义上的信用债(Hu et al., 2018; Chen et al., 2020; Ang et al., 2023; Geng and Pan, 2024)。鉴于城投债无实质性违约,现有研究主要通过识别城投债价格中的风险信息含量(王永钦等, 2016),借助间接指标如地方政府财力水平和人均GDP等评估其违约风险(汪莉和陈诗一, 2015; 罗荣华和刘劲劲, 2016);另外,有一些文献探讨了国有企业和民营企业债券违约对本地企业融资成本和投资效率的影响(王茹婷等, 2022; 王伟同等, 2022; Jin et al., 2023; 胡佳胤等, 2024),以及违约可能产生的风险传染(王叙果等, 2019; 祝小全等, 2022),相比之下,较少有文献针对融资平台非标资产违约展开研究。本文不仅从融资平台非标资产违约维度直接、真实地衡量融资平台融资的信用风险,也能够引发学术界和业界深入认知非标资产所蕴含的“暴雷”危机。③给学术界、业界和监管机构提供了理解城投债定价机制的关键视角。尽管人们广泛关注城投债的定价扭曲、信用风险揭示和融资平台转型,但由于“城投光环”带来的隐性担保溢价难以与发债主体基本面和宏观状况分离评估,且融资平台未出现实质性违约,直接评估其违约风险和刚性兑付的净效应有一定的挑战。此外,城投债非市场化的定价机制妨碍了融资平台的市场化转型,令外部投资者和监管机构难以准确评估其真实信用风险。本文从融资平台在非标资产中的违约行为切入,通过实证分析探讨非标资产引发的违约风险对城投债定价及其长期效应的影响,间接量化刚兑预期的隐性价格,为市场重新评估融资平台风险提供新视角,并为地方政府探索化债和风险治理提供政策参考。

二、研究背景与理论分析

1. 融资平台的选择性违约

融资平台会出现选择性违约,主要原因是:①在经济压力增大和地方政府加强债务防控的背景下,资质较差、信用等级较低的融资平台往往难以通过公开市场发债来筹资,如果地方政府没有提供充足的禀赋支持,这些融资平台难以有效应对流动性风险,不得不在两类债务的兑付中划分优先级,以尽可能地维持自身信用和企业的正常运转。②融资平台与地方政府对两类债务的重视程度不同。相比于非标资产,发行于公开市场的城投债一旦违约,对融资平台、区域融资环境及市场信心的负面影响更大。因此,地方政府对融资平台的城投债债务的支持意愿和力度更强,而非标资产由于其私募属性,在面对流动性危机时获得的支持资源远不如公开市场债券(汪潇潇和刘向涛, 2020)。③非标资产缺乏合规性,在监管日趋严格和问责机制不断完善的大背景下,许多地方政府对于往届政府给予融资平台的担保和承诺并不“买账”(徐军伟等, 2020)。

选择性违约行为是否会影响城投债的发行定价,加剧市场的波动? 过往的事实依据给出了肯定的答复。图1展示了2015—2022年全国、贵州省和内蒙古自治区城投债平均票面利率。可以看到,随着2018年以来贵州省和内蒙古自治区非标资产违约事件的频繁发生,地区与全国平均票面利率的差值走扩。不仅如此,融资平台非标资产违约行为还会导致其存续债券在二级市场上的价格迅速下跌。例如,2018年6月科尔沁城投投资管计划违约首日估值收益率上升25个基点,2020年1月韩城城投披露违约信息后,7只存续城投债收益率均超过10%,6只私募债信用利差超过8%。

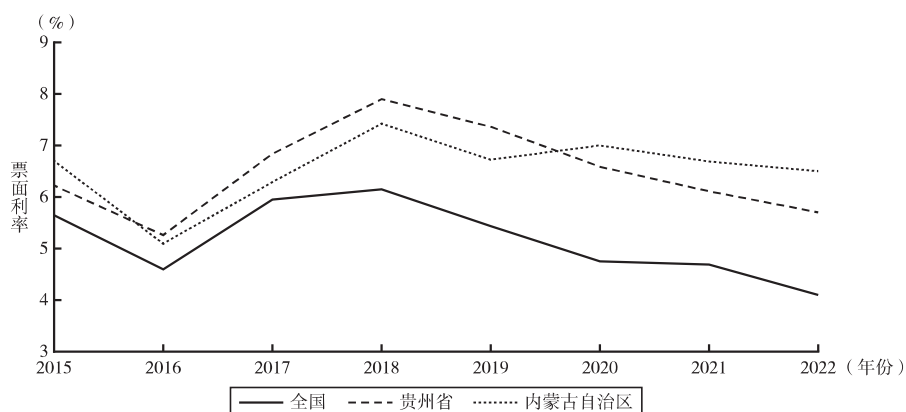


图1 2015—2022年全国、贵州省和内蒙古自治区城投债票面利率

2. 理论分析^①

(1) 非标资产违约的资产定价效应。融资平台作为一种特殊的国有企业,虽然在名义上归属国有企业范畴,但实际上承担着代理政府进行基础设施建设和公益项目融资的职责。因此,融资平台通常被认为具有更强的“政府影子”,即面临更为严重的预算软约束问题。2015年以前,由于缺乏明确的法律规定,地方政府通过融资平台举债的行为导致风险责任主体难以确定,政府理论上承担着推定的“兜底”责任(刘尚希等,2017)。同时,为实现经济增长目标,地方政府常常通过融资平台大肆举债,预期中央政府作为“最后兜底人”将承担债务偿还责任(王叙果等,2012)。融资平台与地方政府以及地方政府与中央政府间的预算软约束问题导致融资平台无论是在城投债还是非标资产的发行过程中均显著依赖政府信用作为信誉保障,如王永钦等(2016)研究发现地方政府的债务风险并没有被充分纳入城投债定价中;刘澜飏等(2022)指出非标业务中普遍存在各类兜底、隐性担保等增信手段。

徐军伟等(2020)认为,地方政府通过调动财政资源帮助融资平台补充资本金或提高其资产质量(资产延伸),向投资者出具承诺函、综合财力证明文件等(风险联保),使得融资平台拥有高于一般公司的信用优势(金融势能),因而商业银行等金融机构更容易被相对于利率债和国有企业债券而具有较高收益率的城投债吸引,甚至愿意加大财务杠杆投资于高风险的非标资产。新《预算法》施行之后,部分地方政府仍向市场传递出“兜底”的信号。因此,尽管地方政府不出具担保函、承诺书等显性担保文件,投资者依然认为当融资平台陷入偿债危机时,地方政府有很强的救助意愿以及充足的救助能力。因此,尽管城投债市场存在较为严重的信息不对称问题,但隐性担保预期会降低非知情投资者对债券违约风险的敏感度(魏明海等,2017),隐性担保预期越高,非标资产和城投债的发行利差越低(钟宁桦等,2021)。

非标资产和城投债因投资主体、信用背景和融资目的等方面的相似性而被视作同类信用资产。然而,非标资产在流动性、合规性及偿还意愿上的独有特征,使其违约成为城投债风险的预警信号,引起投资者对融资平台信用风险评估的重新考量^②。投资者会依据各种财政指标及中央和地方政

^① 理论机制框架参见《中国工业经济》网站(ciejournal.ajcass.com)附件。

^② 投资者隐性担保预期调整的过程中也可能存在非理性行为:面对非标资产违约事件,非完全理性的投资者可能存在“隐性担保永远存在”的心理锚定点,或基于有限的民营企业 and 国有企业债券实质性违约事件的发生频率和历史经验而作出判断决策,产生代表性偏差。详细讨论参见《中国工业经济》网站(ciejournal.ajcass.com)附件。

府对债务风险的态度与应对行为重构隐性担保预期,包括责任主体的重新认定(刘晓蕾等,2021)、政府决策的解读(曹婧,2023)等。非标资产违约揭示了投资者因刚兑预期而忽视的融资平台真实信用风险,并向市场传递出政府不为其担保的信号,这种关系的变化导致融资平台背后的地方政府财务支持走向弱化,使得平台在向投资者传递积极信号时说服力下降(张路,2020)。此外,城投债市场上评级机构与发行人之间的合谋导致债券的评级难以真实反映违约风险,加剧了信息不对称(钟辉勇等,2016)。因此,投资者隐性担保预期在非标资产违约后出现下降,投资者对债券违约风险敏感度增强,不仅更加关注融资平台基本面情况,还会要求更高的回报以补偿风险评估的不确定性,从而导致城投债价格显著下降。由此,本文提出:

假说1:地区首次发生非标资产违约后,属地融资平台新发行城投债的发行利差显著提高。

(2)非标资产违约的市场化效应。长期以来,城投债呈现溢价发行的现象(刘锐和攸频,2020)。从市场投资的角度看,前文所讨论的不合理金融势能和隐性担保是扭曲城投债定价的重要原因。从债券发行的角度看,由于中国的债券期限普遍较短,大多数公司往往需要频繁发行新债,使得发行定价成为发行方的重要融资基准。为此,发行人更注重发行价格而非二级市场价格的波动或承销费用,由此决定是否与承销商维持长期合作关系。这一现象导致在监管机构明令禁止承销商在债券发行中提供回扣之前^①,承销商常常通过提供回扣和自行购买债券的方式人为推高发行价格(Ding et al., 2022)。非标资产违约引发了市场对城投债潜在信用风险的重新评估,促使承销商不得不更加重视风险溢价,以应对投资者对高风险补偿的需求,并确保发行的成功。因此,承销商无论是出于维护与发行方合作关系的目,还是出于投资目的自购债券,都会在溢价发行的风险与关系承销所带来的利益之间权衡,从而使城投债的发行价格更贴近市场定价。利用债券在二级市场首日交易的信用利差与一级市场发行利差的差值衡量溢价率,反映了债券定价和市场预期定价的差距,是衡量债券是否被有效定价的重要指标(Ding et al., 2022)。由此,本文提出:

假说2:地区首次发生非标资产违约后,属地融资平台新发行城投债的溢价率显著降低。

(3)非标资产违约的长期效应。长期以来,国有企业缺乏自身发展能力的主要原因被认为是政策性负担和预算软约束问题(林毅夫等,2004),融资平台面临同样的困境(郁芸君等,2020)。非标资产违约在纠正城投债定价的同时,打击了投资者信心,引发了短期市场波动。然而,长期看,非标资产违约的负面冲击是否会持续影响融资平台的投资环境,进而阻碍其市场化转型并引发系统性金融风险,仍是一个值得探讨的问题。一些研究认为,如果政府不加干预,融资平台债务违约可能导致地区融资环境收紧,而高度依赖借新还旧且缺乏“自我造血”能力的融资平台将面临更大的违约风险,进而可能引发突发性违约和风险传染(刘尚希等,2017;郁芸君等,2020)。事实上,自2014年10月《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》(国发〔2014〕43号)明确提出中央政府实行不救助原则以来,相关的硬化预算约束政策陆续出台,明确表明中央不为地方债务兜底的态度。自2017年起,中央相继下发多个文件,开启地方政府隐性债务的甄别认定,并在2019—2020年间开展了两轮隐性债务化解工作。从更广泛的意义说,在预算约束逐步硬化及坚决遏制隐性债务的政策背景下,城投债市场将逐渐对地方政府和融资平台的举债行为形成更强的实质性约束,从而有助于逐步提高债券市场和整个金融体系的定价效率(王永钦等,2016)。因此,长远看,非标资产违约事件的信用风险揭示有助于进一步硬化融资平台与地方政府之间的预算约束,推动市场化转型。一方面,随着地方政府逐渐减少对融资平台的干预,融资平台的政策性负担相应减轻,导致其对基础

^① 参见《关于修改〈证券发行与承销管理办法〉的决定》(证监会令〔第135号〕)。

设施和其他公益性项目的投资减少,进而更加注重追求长期稳定的经济回报。这种转变不仅有助于提升企业的投资效率,还能有效降低债务违约概率(冀云阳等,2021),进而有利于融资平台融资成本的降低和风险的化解。另一方面,非标资产违约产生的资产定价和市场化效应也将推动融资平台优化资本结构,强化内部管理,进一步提升“自我造血”能力和竞争力。由此,本文提出:

假说3:长期看,非标资产违约的定价和市场化效应有效推动了融资平台的市场化转型。

三、研究设计

1. 模型设定

(1)非标资产违约与城投债发行利差的变化。非标资产不在银行间和交易所市场公开交易,信息披露合规性要求较低,公开市场能获取的非标资产违约信息大多源于债权人与融资平台博弈中的主动公开以及法院裁判文书的公布(汪潇潇和刘向涛,2020)。在首次违约事件发生前,市场很难对违约事件做出准确预测,因此,首次违约事件可被视为一个接近于外生的冲击,为评估非标资产违约对城投债发行利差的影响提供了良好的准自然实验环境。本文定义发行利差(*Spread*)为城投债的发行利率(*IssueYield*)与插值法下期限相匹配的国开债收益率(*CBDYield*)的差值,用来衡量城投债发行的风险溢价:

$$Spread = IssueYield - CBDYield \quad (1)$$

发行利差上升,意味着债券风险增加,城投债价格下降。本文以 *Spread* 为被解释变量,构建如下多期 DID 回归模型检验非标资产违约的定价效应:

$$\begin{aligned} Spread_{i,j,k,t} = & \beta_0 + \beta PostDefault_{k,t} + \alpha_1 BondCts_{j,t} + \alpha_2 FirmCts_{i,t-1} + \alpha_3 BondMktCts_{-1} \\ & + \alpha_4 MacroCts_{-1} + \alpha_5 FiscalCts_{k,t-1} + \gamma_i + \theta_j + \delta_j \\ & + \zeta_i + \xi_m + \lambda_i + \mu_{i,k} + \epsilon_{i,j,k,t} \end{aligned} \quad (2)$$

其中,*i*、*j*、*k*、*t*分别表示样本观测所对应的融资平台、城投债、所在地区(地级市)及债券发行日期;*PostDefault*表示非标违约事件冲击的虚拟变量,如果城投债发行时所在地区已发生过违约事件,取值1,否则取值0。控制变量为债券特征(*BondCts*)、融资平台财务状况(*FirmCts*)、债券市场环境(*BondMktCts*)、宏观市场环境(*MacroCts*)以及地区经济状况(*FiscalCts*)。回归模型控制了发行方评级(γ_i)、债券评级(θ_j)、债券类型(δ_j)、发行方(ζ_i)、行业(λ_i)、地区($\mu_{i,k}$)与月度(ξ_m)固定效应。

(2)非标资产违约的作用机制检验^①。本文基于隐性担保预期理论,考察非标资产违约提高融资平台发行成本的作用机制。为了更好地衡量市场对地方政府担保能力和潜在救助意愿的预期,参考钟宁桦等(2021)提出的“利差估计法”量化隐性担保预期(*ImpGur*),即利用民营企业债和公司债的样本估计债券特征、融资平台财务状况等变量与债券发行利差的相关关系,进而代入城投债的相关特征,以此估计市场化下城投债的发行利差水平,并将利差的估计值与真实值相减,差值即为

^① 学术界对隐性事物的认知是“验证性”的(孟世超和王擎,2023),因此,在使用政府财力指标或利差估计法等方法测量隐性担保预期时,容易遇到双向因果的问题。大部分研究仅能通过城投债的利差变化来反映隐性担保预期变化的作用,而难以精确捕获隐性担保预期在城投债利差变动之前的动态变化,故实证上难以排除“城投债利差的变化反过来影响隐性担保预期”的可能性。深入理解信念修正过程,对于准确理解和预测隐性担保预期的变化至关重要。在本文框架中,融资平台的金融势能动态变化能够反映非标资产违约事件后隐性担保预期可能的变化,有助于缓解上述隐忧。长期以来,融资平台依赖地方政府积累的信用优势是导致投资者普遍预期融资平台能够获得地方政府救助的主要原因之一。基于此,如果在融资平台债务违约前金融势能已逐渐消退,一旦违约发生,投资者将重新评估融资平台的信用风险,那么对其隐性担保的预期会随之变化。

隐性担保预期。分别利用式(2)和式(3),以 $ImpGur$ 为被解释变量,分析非标资产违约对投资者隐性担保预期产生的影响及动态变化:

$$ImpGur_{i,j,k,t} = \beta_0 + \sum_{l=3, l \neq 1}^3 \theta_l (Default_i \times Year_{k,l}) + \sum_{i=1}^5 \alpha_i Controls + \gamma_i + \theta_j + \delta_j + \zeta_i + \xi_m + \lambda_i + \mu_{i,k} + \epsilon_{i,j,k,t} \quad (3)$$

其中, $Default_i$ 表示地区违约的虚拟变量,如果融资平台 i 所在地区发生过非标资产违约事件,取值1,否则取值0; $Year_{k,0}$ 表示城市 k 首次发生非标资产违约的年份,以 $Year_{k,-1}$ 非标违约前1年为检验的基期; $\sum_{i=1}^5 \alpha_i Controls$ 表示控制变量。

进一步,本文参考徐军伟等(2020),用资产延伸($AssetExtension$)乘以风险联保($RiskGuar$)度量金融势能($FinPotential$),其中,资产延伸使用净资产增长率与净资产收益率的比值来刻画;风险联保用新增负债总额与新增净资产的比值来刻画。同样利用动态效应模型检验上述指标的动态变化, ξ_{yr} 表示年度固定效应:

$$Y_{i,k,t} = \beta_0 + \sum_{l=3, l \neq 1}^3 \theta_l (Default_i \times Year_{k,l}) + \alpha_1 FirmCts_{i,t-1} + \alpha_2 FiscalCts_{k,t-1} + \zeta_i + \xi_{yr} + \lambda_i + \mu_{i,k} + \epsilon_{i,k,t} \quad (4)$$

(3) 非标资产违约对城投债定价效率的影响。定义城投债溢价率($Overpricing$)为二级市场首日交易的信用利差($Spread_{first\ trade}$)与发行利差($Spread$)的差值:

$$Overpricing = Spread_{first\ trade} - Spread \quad (5)$$

一般而言,一、二级市场定价差异大小是衡量债券发行定价合理性的重要标准(刘锐和攸频,2020), $Overpricing$ 越接近0,说明债券定价效率越高。分别以 $Overpricing$ 、 $Spread_{first\ trade}$ 和 $Spread$ 作为被解释变量,利用式(2)检验非标资产违约对城投债溢价率的影响。城投债普遍为溢价发行,故当 $Overpricing$ 显著下降时,城投债定价效率在违约后显著提高。为考察违约冲击如何作用于市场定价机制,本文借鉴余峰燕等(2020)的方法,将承销商与地方政府的关系分为地方政府对承销商具有区域管辖权、地方政府作为承销商的主要股东以及作为实际控制人三种情形,构建主承销商声誉、竞争环境、连续承销指标作为新的控制变量,通过分组回归,考察违约在承销市场的作用机制。

(4) 非标资产违约的长期效应。由于主要关注非标资产违约的事后持续性影响,本文将事前各期合并作为检验的基期,构建 $Default$ 与事后不同时期的交乘项,通过如下动态效应模型考察非标资产违约的长期效应:

$$Spread_{i,j,k,t} = \beta_0 + \beta_1 (Default_i \times Year_{0-1年}) + \beta_2 (Default_i \times Year_{1-2年}) + \beta_3 (Default_i \times Year_{2-3年}) + \beta_4 (Default_i \times Year_{>3年}) + \sum_{i=1}^5 \alpha_i Controls + \gamma_i + \theta_j + \delta_j + \zeta_i + \xi_m + \lambda_i + \mu_{i,k} + \epsilon_{i,j,k,t} \quad (6)$$

其中, $Year_{0-1年}$ 、 $Year_{1-2年}$ 、 $Year_{2-3年}$ 以及 $Year_{>3年}$ 表示违约后的四个时间窗口。同时,本文参照廖理等(2009)测度经营风险的方法,采用历史4年营业收入的标准离差率度量企业经营风险($operrisk$),取值越高,表示融资平台经营风险越高;参照 Richardson(2006)计算融资平台的投资效率($efficiency$), $efficiency$ 取值越大,表示投资效率越低。本文分别以 $operrisk$ 和 $efficiency$ 为被解释变量,采用式(6)所示的模型考察定价和市场化效应对融资平台市场化转型的影响。

2. 数据来源与描述性统计

本文使用的非标资产违约数据来自企业预警通数据库与 Wind 数据库。本文将两个数据库的

违约数据合并后,根据网上公开信息确认违约事件的真实性和有效性^①。城投债数据、融资平台财务数据以及宏观市场环境数据来自 Wind 数据库,债券市场环境数据来自国泰安(CSMAR)数据库,地区经济发展与财政状况数据来自历年《中国城市统计年鉴》以及各地级市国民经济与社会发展公报。为避免“自发归还”试点政策在试点和非试点地区所产生的差异化影响(朱莹和王健,2018),本文选择的样本区间为 2015—2022 年,并对数据做如下处理:①剔除西藏自治区和在中国港澳台地区发行的债券样本。②连续变量在 1% 和 99% 的水平上进行缩尾处理。③对债券评级做如下处理:无债券评级定义为 0, A+ 评级定义为 1, AA- 评级定义为 2, 依照债券评级体系依次递增,最高评级 AAA 定义为 5;对发行人评级做如下处理:BB 评级定义为 0, BB+ 评级定义为 1, 依照发行企业评级体系依次递增,最高评级 AAA 定义为 10。主要变量定义和描述性统计参见表 1。^②

表 1 主要变量说明

变量类型	变量符号	变量含义
被解释变量	<i>Spread</i>	一级市场发行利差(单位:%)
	<i>Overpricing</i>	上市首日信用利差与发行利差的差值(单位:%)
主要解释变量	<i>PostDefault</i>	非标资产违约冲击的虚拟变量
	<i>PostSupport</i>	非标资产违约后政府非市场化“救市”行为的虚拟变量
	<i>SupportDefault</i>	非标资产违约及政府非市场化“救市”后再违约的虚拟变量
债券特征	<i>amount</i>	发行总额(单位:亿元)
	<i>term</i>	债券的发行期限(单位:年)
	<i>guar</i>	取值 1 表示有担保,取值 0 表示无担保
	<i>bond_rating</i>	债券发行时的信用评级
债券市场环境	<i>term_spread</i>	期限利差,10 年国债利率与 1 年国债利率的差值(单位:%)
	<i>cdbspot</i>	基准利率,10 年期国债的到期收益率(单位:%)
融资平台特征和财务状况	<i>size</i>	公司规模,总资产(单位:百万元)的自然对数
	<i>cash</i>	现金规模,现金(单位:百万元)的自然对数
	<i>lev</i>	杠杆水平,总资产比总负债(单位:%)
	<i>ROA</i>	资产回报率,净利润比总资产
	<i>stmistoseg</i>	营业利润率,主营业务利润比主营业务收入(单位:%)
	<i>quick</i>	速动比率,速动资产比流动负债
宏观市场环境	<i>issuer_rating</i>	企业发行债券时的信用评级
	<i>gc1shibor</i>	GC001 加权平均利率与上海银行间同业拆放利率的差值(单位:%)
地区经济状况	<i>stockindex</i>	上证综指日度收益率(单位:%)
	<i>gdp_grw</i>	GDP 增长率(单位:%)
	<i>TaxInc</i>	地方政府税收收入(单位:百万元)的自然对数
	<i>DeficitRatio</i>	财政赤字率
	<i>GovFundInc</i>	政府性基金收入(单位:百万元)的自然对数
	<i>RealEstateGDP</i>	房地产开发投资额/地区生产总值
	<i>Loans</i>	金融机构各项贷款余额(单位:百万元)的自然对数
<i>CovDebt</i>	地方政府债务(单位:百万元)余额自然对数	

① 这里排除了那些因非融资平台正常融资行为而产生的非标资产违约事件,如“泰州临港经济园私募投资基金”违约案,经司法机关综合研判,该案被认定为是一起企业与基金公司及国家工作人员合谋,诈骗侵占国有资产 2.99 亿元的重大案件。

② 主要变量的描述性统计参见《中国工业经济》网站(ciejournal.ajcass.com)。

四、实证分析

1. 非标资产违约对城投债发行利差的影响

表2报告了基准回归结果。第(1)列只控制债券评级和类型、企业评级和行业以及月份固定效应,未加入其他控制变量;第(2)列加入债券特征、债券市场环境、公司财务状况、宏观市场环境和地区经济状况的控制变量;第(3)一(5)列分别进一步控制了发行企业和地区固定效应。根据表2的实证结果,第(1)列中 *PostDefault* 的回归系数显著为正,表示地区首次发生非标资产违约事件后,属地新发行城投债的发行利差显著提高,在控制一系列变量后,这一效果依然显著,假说1得以验证。以第(5)列为准,非标资产违约后,融资平台新发行城投债发行利差平均提高了约0.44%,说明违约冲击会显著提高融资平台的举债成本。从控制变量看,融资平台的现金规模(*Cash*)和政府税收收入(*TaxInc*)的回归系数显著为负,说明投资者更看重融资平台和地方政府的短期偿债能力;所在地区的金融机构各项贷款余额(*Loans*)的回归系数显著为负,说明金融机构对实体经济支持能力较强的地区非标违约的负面影响较小;政府性基金收入(*GovFundInc*)的回归系数显著为负,说明政府在土地出让、基础设施投资等专项领域的资金筹集能力与投资力度越强,非标资产违约造成的影响越小;控制变量的回归结果与预期相符。上述结论从侧面说明了违约发生后,信用风险被更有效地纳入了城投债定价之中。^①

表2 非标资产违约与城投债发行利差

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	<i>Spread</i>	<i>Spread</i>	<i>Spread</i>	<i>Spread</i>	<i>Spread</i>
<i>PostDefault</i>	0.8679*** (0.1098)	0.5576*** (0.0850)	0.4418** (0.1786)	0.4027*** (0.1383)	0.4418** (0.1803)
控制变量	否	是	是	是	是
其他固定效应	是	是	是	是	是
发行企业固定效应	否	否	是	否	是
地区固定效应	否	否	否	是	是
观测值	12861	12861	12861	12861	12861
R ²	0.4140	0.5817	0.8920	0.7276	0.8920

注:括号内为发行企业聚类稳健标准误;*、**和***分别表示双侧检验下的10%、5%和1%显著性水平,以下各表同。

为保证双重差分的有效性,本文进行了平行趋势检验。本文采用年度作为时间窗口,以减少短期波动带来的噪声,更准确地评估处理组与对照组在非标资产违约发生前是否具有相同的趋势。定义非标资产违约事件前后各区间段虚拟变量:违约事件冲击前的时期定义为 *pre*,违约当期定义为 *current*,违约当期后的时期定义为 *post*,并以违约事件发生日期前1期(年) *pre₁* 作为检验的基期,检验结果如图2所示。可以发现,事件前处置组和对照组的系数均较小且不显著异于0,非标资产违约对城投债发行利差显著提升的效应主要在冲击发生之后,这表明在违约事件发生前,实验组和对照组之间有相似的变化趋势,满足双重差分模型的平行趋势假设。

^① 纳入控制变量的回归结果参见《中国工业经济》网站(ciejournal.ajcass.com)附件。

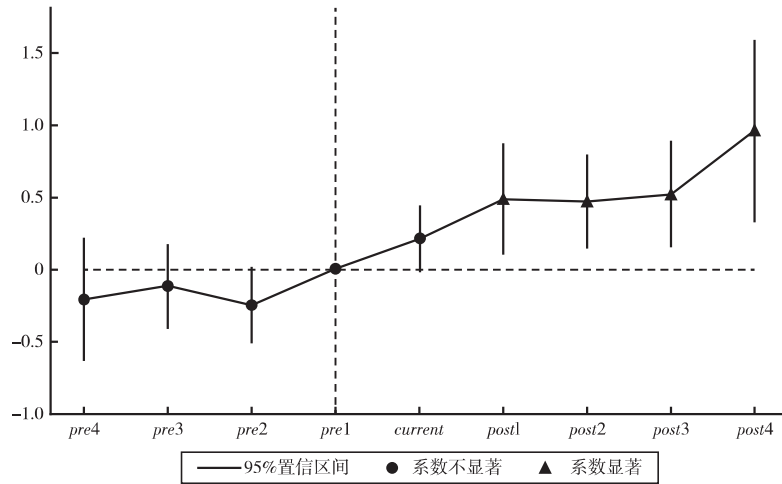


图2 非标资产违约前后各区间段的处置效应

2. 非标资产违约的作用机制

本文基于隐性担保预期理论,检验了非标资产违约的作用机制,并借助金融势能理论,阐释了非标资产违约后投资者信念与预期的修正过程,估计结果如表3所示。表3第(1)、(2)列分别考察了民营企业信用债券的发行利差和城投债隐性担保预期在违约冲击下的平均变化。结果显示,非标资产违约发生后,民营企业信用债的发行利差未出现显著变化,但投资者对城投债的隐性担保预期显著下降,表明城投债的定价开始更多地反映融资平台的基本面和市场环境等因素的影响。非标资产违约作为一种关键信用风险信息的释放,在一定程度上打破了刚兑环境,使得城投债的真实

表3 非标资产违约的作用机制检验

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	民营企业信用 债券发行利差	隐性担保预期 <i>ImpGur</i>	隐性担保预期 <i>ImpGur</i>	资产延伸 <i>AssetExtension</i>	风险联保 <i>RiskGur</i>	金融势能 <i>FinPotential</i>
<i>PostDefault</i>	0.1113 (0.2688)	-0.3720** (0.1865)				
<i>Default</i> × <i>Year</i> ₋₃			0.2409 (0.1880)	0.0513** (0.0226)	-0.0661 (1.2968)	0.0054 (0.0254)
<i>Default</i> × <i>Year</i> ₋₂			0.2072 (0.1266)	0.0195 (0.0200)	0.4169 (1.0677)	-0.0138 (0.0300)
<i>Default</i> × <i>Year</i> ₀			-0.1104 (0.1220)	0.0038 (0.0142)	-0.1744 (1.1271)	-0.0442** (0.0211)
<i>Default</i> × <i>Year</i> ₁			-0.4044** (0.1998)	0.0004 (0.0201)	-1.3045 (0.8614)	-0.0483** (0.0243)
<i>Default</i> × <i>Year</i> ₂			-0.3447** (0.1647)	-0.0158 (0.0229)	1.0695 (1.0393)	-0.0329* (0.0185)
<i>Default</i> × <i>Year</i> ₃			-0.3415* (0.1772)	-0.0324 (0.0242)	-0.5752 (1.1694)	-0.0476** (0.0190)
控制变量	是	是	是	是	是	是
固定效应	是	是	是	是	是	是
观测值	2754	12861	12861	12405	12405	12405
R ²	0.8158	0.9987	0.9987	0.3763	0.2083	0.3969

注:第(1)–(3)、(4)–(6)列括号内分别为按发行企业和按地区聚类稳健标准误。

信用风险逐渐被纳入其定价体系。第(3)一(6)列进一步检验了隐性担保预期、资产延伸、风险联保和金融势能的动态变化。结果表明,违约事件前后,融资平台与地方政府之间的风险联保未发生显著变化,在一定程度上说明在地方政府债务终身问责制下,地方政府可能已经减少甚至停止对融资平台的风险联保行为;融资平台的资产延伸下降、走弱之势在事前已经出现小幅度的彰显,金融势能在违约事件当年显著消退,而投资者的隐性担保预期水平则在事后1年才出现明显下降。这一方面表明,投资者对融资平台与地方政府间的资产延伸变动并不敏感,侧面印证了违约事件的风险揭露作用;另一方面表明,金融势能作为隐性担保预期的背后潜在动因,其逐步消退可能先于市场爆发式的风险揭露(如非标资产违约事件),但金融势能的消退并未立即打破刚兑预期,且投资者也并不能及时、准确的意识到这一点。

表3的结果与本文的理论框架契合。在非标资产违约发生之前,地方政府已逐步减少甚至停止通过各种方式帮助融资平台化解或平抑风险。这使得融资平台不再能够依赖政府的财政信誉或承担民生责任来实现低成本融资,而必须依靠自身资产维持正常经营并应对各类风险。随着政府支持的减弱,融资平台的信用优势逐渐削弱,间接引发了非标资产的违约。违约事件的发生促使投资者重新评估融资平台的信用风险,并对其能否继续获得地方政府隐性担保的预期进行调整。

3. 非标资产违约对城投债溢价率的影响^①

本文分别以 *Overpricing*、*Spread* 和 *Spread_{first trade}* 为被解释变量考察非标资产违约对城投债定价效率的影响。由于发行日和上市交易日的的时间间隔长短可能会影响模型估计的准确性,本文参照 Ding et al.(2022)的做法以15个交易日的样本为基准结果,并分别测试时间间隔不超过5和10个交易日样本的估计结果,以保证结果的稳健性。结果如表4所示,地区首次发生非标资产违约事件后,城投债在上市后的首个交易日定价未发生显著变化,溢价率的显著下降主要归因于城投债发行利差的上升。违约前,处置组城投债上市后首个交易日的信用利差较发行利差平均高出0.76%,而在违约后这一差距缩小至0.49%,表明违约冲击未导致城投债的发行定价过度偏离二级市场的预期价格,进一步印证了打破刚性兑付有助于政府信用回归市场信用的观点,由此验证了假说2。

表4 非标资产违约与城投债溢价率

变量	15个交易日			5个交易日	10个交易日
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	<i>Spread</i>	<i>Spread_{first trade}</i>	<i>Overpricing</i>	<i>Overpricing</i>	<i>Overpricing</i>
<i>PostDefault</i>	0.4315** (0.1830)	-0.1488 (0.1539)	-0.5990*** (0.2306)	-0.5869*** (0.2074)	-0.5962** (0.2393)
控制变量	是	是	是	是	是
固定效应	是	是	是	是	是
观测值	11462	11462	11462	9997	11277
R ²	0.8932	0.6871	0.5116	0.5620	0.5172

本文进一步从承销市场的角度探讨了非标资产违约如何提升城投债的定价效率。研究结果表明,无论承销商与融资平台所在地的政府之间是否存在区域管辖或股权关系,非标资产违约都会抑制城投债的溢价发行(*PostDefault*系数均显著为负)。以区域管辖关系为例,违约发生前,关系承销

^① 非标资产违约前后城投债的平均溢价率以及从承销市场角度考察非标违约对城投债溢价率影响的回归结果参见《中国工业经济》网站(ciejournal.ajcass.com)附件。

下的城投债呈现更严重的溢价发行现象：处置组上市后首个交易日的信用利差较发行利差平均高出 1.19%，比非关系承销的债券高出约 0.50%。违约发生后，相比非关系承销，违约的定价效应和市场化冲击在关系承销中表现得更加显著：关系承销地区的溢价率较违约前降低 0.45%，而非关系承销中的溢价率仅下降 0.25%。这一发现不仅表明地方政府以多重身份介入市场所形成的特殊承销关系容易引发严重的道德风险（余峰燕等，2020），还表明非标资产违约迫使承销商在溢价风险与关系利益之间权衡，从而有效抑制了地方政府与承销商之间的道德风险，提升了城投债的定价效率。

4. 非标资产违约的长期效应

随着城投债定价机制的完善和市场价格发现机制有效性的提升，融资平台的市场化转型究竟是在朝着预期的方向推进，还是与理论逻辑存在偏差？为解答这一问题，本文系统考察了不同阶段非标资产违约冲击对融资平台经营风险与投资效率的影响。表 5 报告了检验的结果，第(1)列的结果与本文基准结果和平行趋势检验显示的长期效应一致，即总体而言，融资平台非标违约所揭示的信用风险能够对城投债的定价产生相对持续的影响。从第(2)列结果可以发现，非标资产违约发生后，融资平台的经营风险逐年降低，且该变化相对而言比较持续；第(3)列的结果则说明，长期看（即 $Default \times Year_{2-3年}$ 和 $Default \times Year_{>3年}$ ），融资平台的投资效率相比违约前显著提高。这一结果说明，违约产生的定价效应并没有随着时间的推移而减弱，一方面有效限制了缺乏资质的融资平台以低成本发债和对金融资源的挤占，另一方面促使融资平台努力提升投资效率、降低经营风险以降低自身融资成本，假说 3 得到验证。上述效应的发现也回应了以往研究对于“非标违约发生—投资者规避—金融生态恶化—再融资受阻—债务风险扩大”风险累积传导的担忧。

表 5 非标资产违约的长期效应

变量	(1) <i>Spread</i>	(2) <i>operrisk</i>	(3) <i>efficiency</i>
$Default \times Year_{0-1年}$	0.2524* (0.1310)	-0.0347** (0.0136)	-0.0030 (0.0029)
$Default \times Year_{1-2年}$	0.5213** (0.2222)	-0.0465*** (0.0176)	-0.0036 (0.0038)
$Default \times Year_{2-3年}$	0.4807*** (0.1777)	-0.0461** (0.0188)	-0.0095*** (0.0033)
$Default \times Year_{>3年}$	0.4921*** (0.1880)	-0.0290 (0.0227)	-0.0084** (0.0041)
控制变量	是	是	是
固定效应	是	是	是
观测值	12861	10951	11648
R ²	0.8922	0.5703	0.4158

5. 稳健性检验^①

(1) 变换被解释变量、不同模型设定和样本子集的检验。①采用国债作为无风险利率，重新计算发行利差和溢价率。②控制发行方评级×月度、行业×月度以及行政级别×月度高阶固定效应，排除可能因发行方评级、行业季节性因素、市场情绪和市场政策在不同时间段的变动所带来的干扰。③控制周度效应，以捕捉更短期内的系统性变化和避免某些重大事件、政策或公告通常在特定周天

^① 稳健性检验结果参见《中国工业经济》网站(ciejournal.ajcass.com)附件。

发生而对估计结果的影响;控制季度效应,避免短期的市场波动可能导致估计结果的偏误(王伟同等,2022)。^④控制国有企业债券违约变量(*SOEDefault*)和民营企业债券违约变量(*NonSOEDefault*),以规避这类违约事件引起的风险外溢对估计结果的影响。^⑤加入地方政府财政透明度变量(*Transparency*),以避免地区间信息不对称程度差异引起的投资者隐性担保预期差异对城投债定价的影响(潘俊等,2016)。^⑥剔除显性担保样本,以排除不同担保方式在担保力度和担保公司信誉上的异质性对城投债发行利差和溢价率的影响(陈暮紫等,2022)。^⑦剔除城投债发行数量低于5的地级市样本,以规避可能存在的严重非市场化定价问题。

(2)内生性检验。^①工具变量回归:本文参考吴敏和周黎安(2018),选取55岁作为划分官员职业前景的关键节点,构建市长就职年龄的虚拟变量 $OfficialAge_{k,55}$ 作为工具变量。如果 k 市市长上任时年龄低于55岁,取值1,否则为0。通过工具变量回归进行内生性检验,以缓解潜在的样本选择偏误问题。^②倾向得分匹配—双重差分(PSM-DID):使用非标资产违约冲击的虚拟变量对控制变量进行Logit回归,得到倾向得分;采用卡尺匹配和核密度匹配方法进行处理组和控制组的匹配。

(3)DID的异质性处理效应。非标资产违约事件在不同地区均有发生,而各地区的信用环境和金融抗风险能力存在较大差异,因此,违约事件对不同处置组的影响可能存在异质性,进而导致模型识别的处置效应存在偏误(De Chaisemartin and D'Haultfoeuille, 2020; Goodman-Bacon, 2021)。本文采用De Chaisemartin and D'Haultfoeuille(2020)提出的分解方法,通过分解得到的正负权重数值来判断交叠双重差分估计量的稳健性。

在上述稳健性检验中,各项结果均与基准回归结果一致,进一步证明了本文结论的稳健性。

五、进一步检验

1. 地方政府非市场化“救市”行为对城投债定价的影响

在探讨城投债市场中非标资产违约的影响时,必须考虑地方政府的干预行为及其对债券定价的深远影响。在当前金融监管日益严格的大环境下,地方政府的救助行为不仅可能影响城投债的市场定价,还可能改变市场对政府干预的整体预期,尤其是在巨大市场压力下,部分地方政府采取了非市场化的“事后兜底”处理方式,可能进一步巩固市场的刚性兑付预期。因此,深入研究这一问题,对于理解政府政策如何在危机中发挥作用以及这些政策如何影响金融市场的稳定健康发展具有重要意义。为此,本文聚焦违约事件发生后地方政府对融资平台给予明确的非市场化支持手段^①并于1年之内兑付违约债务的样本,研究非标资产违约后地方政府非市场化“救市”行为对城投债定价的影响。在金融监管愈加严格的大环境下,非标资产的非合规性导致地方政府有关部门缺乏针对个别债券或发行人做出“救市”决策的动机,因此,可以认为政府的“救市”行为具有外生性。由于“救市”行为发生后融资平台仍可能发生违约,为避免再违约对效应估计产生影响,本文采用三重差分的方法识别政府“救市”行为对城投债定价的影响。

本文定义政府“救市”行为指示变量 $PostSupport$,若城投债发行于政府对融资平台援助之后,取值1,否则取值0^②;定义政府“救市”后再次发生违约的指示变量 $SupportDefault$,若城投债发行于再

^① 明确支持手段包括但不限于给予融资平台政府补贴用于还款、政府下属其他融资平台提供偿还款。

^② 地方政府“救市”行为基本发生在违约发生后1周以内,如南京丰盛集团的“三日危机”。由于债券发行时间的非密集性,可以大致将首次违约发生时点作为政府“救市”行为的外生冲击节点。

违约之后,取值1,否则取值0。本文构建如下回归模型:

$$Spread_{i,j,k,t} = \beta_1 PostSupport_{k,t} + \beta_2 SupportDefault_{k,t} + \sum_{i=1}^5 \alpha_i Controls + \gamma_i + \theta_j + \delta_j + \zeta_i + \xi_m + \lambda_i + \mu_{i,k} + \epsilon_{i,j,k,t} \quad (7)$$

这里引入行政级别固定效应^①,以防止由于融资平台隶属的行政单位与其所在地区之间的差异而导致的政府干预行为差异,影响模型估计的准确性。表6汇报了估计结果,第(1)、(2)列中 *PostSupport* 的系数显著为负,第(3)—(6)列中 *PostSupport* 的系数显著为正,说明地方政府对融资平台采取的非市场化援助行为会进一步强化投资者的隐性担保预期,从而降低城投债的发行利差,推高溢价率。这表明,当地方政府通过调配资金帮助融资平台缓解到期债务并防止区域债务危机时,市场投资者可能会错误解读地方政府的决策,从而导致地区城投债券定价扭曲程度进一步加深,而其可能造成的后果也十分严重:地方政府盲目的非市场化“救市”行为之下,以第(2)、(6)列为准,融资平台的再违约将导致发行利差平均增加约1.37%,溢价率平均降低1.73%,影响程度均显著高于首次违约,说明政府非市场化“救市”后的再违约存在明显的放大效应。

表6 非标资产违约与政府非市场化“救市”行为

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>Spread</i>	<i>Spread</i>	<i>ImpGur</i>	<i>ImpGur</i>	<i>Overpricing</i>	<i>Overpricing</i>
<i>PostSupport</i>	-0.5764*** (0.1568)	-0.5778*** (0.1562)	0.7049*** (0.2122)	0.7069*** (0.2119)	1.0153*** (0.3292)	1.0244*** (0.3311)
<i>SupportDefault</i>	1.3704*** (0.2318)	1.3673*** (0.2317)	-1.3268*** (0.2395)	-1.3239*** (0.2394)	-1.7270*** (0.3339)	-1.7296*** (0.3354)
控制变量	是	是	是	是	是	是
其他固定效应	是	是	是	是	是	是
城市固定效应	是	否	是	否	是	否
行政级别固定效应	否	是	否	是	否	是
观测值	12861	12769	12861	12769	11462	11378
R ²	0.8939	0.8937	0.9988	0.9988	0.5140	0.5138

注:括号内为发行方和地区聚类稳健标准误。

地方政府的非市场化救助行为本质上体现了融资平台的预算软约束,即通过财政补贴或其他形式的直接支持救助陷入亏损或债务危机的国有企业。虽然这种非市场化手段短期内能缓解融资平台的财务压力,但同时可能助长市场对政府救助的依赖,削弱融资平台自主解决问题的动力,进而引发更多的后续债务和风险。此外,这种行为还可能误导市场预期,使投资者错误地认为政府会无条件介入处理企业债务问题,导致投资者对风险的敏感性下降,并进一步扭曲风险评估,降低资源配置效率。为稳妥化解债务风险,应采用市场化的化债策略,例如,遵循市场化原则进行债务展期、借新还旧或债务置换,逐步打破刚性兑付,剥离融资平台的政府融资功能,强化其预算约束。

2. 非标资产违约定价机制的异质性影响

这里考察非标资产违约冲击是否在不同地区存在异质性影响。不同地方政府的担保能力和担

^① 行政级别划分为省级、市级和县级,其中,国家新区、省(开发区)归入省级分类,地市(开发区)归入市级分类,区县(开发区)归入县级分类。

保意愿存在差异,造就了不同地区投资者差异性的隐性担保预期。预期较低的地区,违约事件对其冲击程度有限,城投债价格可能不会出现明显波动;反之,预期较高的地区受违约事件冲击影响更大,隐性担保预期的大幅下降可能会导致城投债价格显著下降。本文基于钟宁桦等(2021)提出的隐性担保机制函数,构造地区投资者隐性担保预期值($ImpGur_{expect}$),并依据其中位数将样本划分为隐性担保预期高和预期低两组。表7第(1)、(2)列结果表明非标资产违约对隐性担保预期高的地区冲击更大,印证了非标资产违约的作用机制。

表7 非标资产违约的异质性影响

分组	隐性担保预期高	隐性担保预期低	房地产投资占比高	房地产投资占比低
变量	(1) <i>Spread</i>	(2) <i>Spread</i>	(3) <i>Spread</i>	(4) <i>Spread</i>
<i>PostDefault</i>	0.6762*** (0.2149)	-0.0464 (0.1134)	1.1048*** (0.3069)	0.0228 (0.0894)
控制变量	是	是	是	是
固定效应	是	是	是	是
观测值	6535	6326	6365	6496
R ²	0.8898	0.8960	0.9072	0.9215
组间系数差异	Chow Test = 28.5400***		Chow Test = 22.3900***	
$H_0: Gur_1 = Gur_0$	t = 9.3912***		t = -4.1378***	

注: Gur_1 和 Gur_0 分别表示分组中取值高和取值低的组的城投债隐性担保预期($ImpGur$)平均值。

然而,投资者的隐性担保预期水平并不总是一致的,在政府担保意愿增强但救助能力走弱的情
况下,市场刚兑信仰走向分化(曹婧,2023)。近年来房地产市场萎靡,地方政府难以通过“以地融
资”的方式获得预算外收入,依赖房地产投资驱动经济增长的地区更是面临严重的财政压力(张莉
等,2018)。在此情形下,政府担保意愿与担保能力相背离,那么非标资产违约如何影响城投债定
价?本文以过去3年房地产投资占比增长率平均值衡量房地产与地区经济结构,并依据样本中位
数将样本划分为房地产投资占比高和低两组。从表7第(3)、(4)列结果可以看到,房地产投资占比
高的地区虽然隐性担保预期更低,但受违约冲击的影响要显著大于房地产投资占比低的地区。一
般而言,房地产投资占比高的地区的财政状况受房地产市场的影响较大,而房地产市场的波动容易
引发债务风险(刘尚希等,2017)。非标资产违约的发生促使投资者更加谨慎地评估融资平台的信
用风险。因此,尽管在违约发生前,投资者对房地产投资占比高地区的融资平台隐性担保预期低于
房地产投资占比低的地区,但房地产市场的波动可能加剧了投资者对这些地区融资平台信用风险
的担忧。这进一步说明,非标资产违约的定价效应主要源于城投债信用风险被纳入定价考量。

六、结论与政策启示

融资平台市场化转型是解决地方政府隐性债务风险、实现城投债定价市场化的一剂“良药”。
本文从融资平台市场化转型过程中频发的非标资产违约事件入手构建计量模型,在打破刚性兑付
的大环境下,探究融资平台选择性违约行为对城投债定价和融资平台市场化转型的影响。研究发

现：①地区首次发生非标资产违约后，虽然属地融资平台发债成本增加，但是有效纠正了长期以来城投债的扭曲定价，提高了定价效率，这一效应在隐性担保预期高与房地产投资占比高的地区更为显著。②地方政府与融资平台的逐渐脱钩降低了融资平台的信用优势，间接导致违约事件的发生。非标资产违约动摇了投资者的刚兑信仰，隐性担保预期大幅下降，并抑制了承销商的道德风险。③长期看，非标资产违约所暴露的融资平台信用风险促使平台主动降低经营风险、提升投资效率，有效地推动了平台的市场化转型。这一过程不仅有助于融资平台更好地摆脱非标违约事件对其融资成本的负面影响，还能引导其迈向市场化健康发展的轨道。④地方政府采取非市场化的干预救助方式，如政府财政支持以及地方政府控股的其他融资平台代偿，来处理融资平台的违约事件，可能会进一步强化投资者的刚兑信仰，导致城投债定价进一步扭曲，市场价格发现机制失效。本文的研究结果有力地支持了地方债务风险相关理论，即明确城投债的债务主体，打破刚性兑付，有利于提高市场资源配置效率，化解存量地方债务风险。本文的研究结论可以得出以下政策启示：

(1) 为确保债券市场的高质量发展及地方债问题的有效治理，监管层需精准把握打破刚兑的节奏和力度，防范融资平台刚兑信仰打破后的财政金融风险互溢，有效统筹高质量发展与高水平安全。本文研究表明，融资平台改革转型过程中非标资产违约事件能够在一定程度上起到促进平台真实信用风险释放、激活市场定价机制的作用，遏制融资平台的野蛮式债务扩增，但同时可能会加剧债券市场波动，恶化地区信用风险和融资环境，增加风险传染扩散的可能性。这就要求地方政府加强地方债务风险处置，开展大口径地方政府债务摸底和甄别，将融资平台各类非标债务纳入监管，避免非标违约风险持续释放，造成财政风险向金融风险传导。一方面，对于非标债务规模大、财政能力弱的地区，地方政府应加强财政金融协同，支持融资平台通过债务展期、借新还旧、债务置换和债务重组等市场化手段缓解短期债务压力，坚守不发生系统性风险的原则。另一方面，有效地识别融资平台负债中地方政府负有偿付责任的债务，并通过合理安排一般公共预算收入、盘活存量资产、发行特殊再融资债券等方式化解债务。对于融资平台自身的经营性债务，要坚持不救助原则，压实平台自身偿债责任，通过提高举债融资成本倒逼平台改革转型，增强其造血能力和市场化经营能力。

(2) 地方政府应重视非标违约冲击下的响应方式和治理策略选择，避免通过粗暴的、非市场化的救助方式缓释平台到期债务压力和融资成本负担，以免向市场错误释放“兜底”信号，恶化预算软约束下的定价扭曲。省市级地方政府一方面应加强财政纪律，严格执行预算管理和债务限额制度，另一方面应压实责任，加大问责力度或提供激励与奖补，阻断地方政府授意辖区内其他融资平台或国有企业为处于债务危机的融资平台代偿债务。同时，地方政府可以积极建设政银企对接交流平台，通过举办恳谈会、研讨会等活动，引导投资者基于企业的财务健康状况和市场表现做出理性的投资决策。在此基础上，地方政府可以推动金融机构与融资平台就延期还款和降低利息进行协商，或通过使用低息资金置换高息非标资产等方式减轻融资平台的短期偿债压力，为其向市场化方向转轨创造条件。地方政府同时应加强风险监测与预警机制，确保市场流动性适度，社会融资规模和货币供应量与经济增长及价格水平预期相匹配，通过透明的财政报告和独立的审计机构确保公共资源有效利用，积极有效地恢复市场的投资信心。

(3) 地方政府应根据融资平台所在地区的财政资源、经济基础条件和市场化程度，因地制宜，分类推进市场化转型，以提升其自生能力和治理水平。本文研究发现，非标资产违约事件推动了地区融资平台采取多种措施降低经营风险并提升投资效率，因此，财政资源充足、经济基础条件优越的地方应加快推动融资平台改革转型，在融资端剥离平台的政府投融资职能，从而推动预算软约束的

硬化。同时,在投资端,地方政府应积极鼓励属地融资平台在市场机制下发挥综合优势,不断提高专业化的管理能力和市场化投资能力,在乡村振兴、城市更新改造、县域城镇化发展等重大战略中发挥积极作用。而对于所在地区经济发展相对落后、资质较差的融资平台,其市场化转型阻力往往较大,即使地区打破了刚性兑付预期,其在市场机制下提升投资效率和降低经营风险也面临重重困难。对此,地方政府可以根据平台特征实行合并、重组融资平台等策略,或考虑在化解债务后关停缺乏发展前景的融资平台。此外,应考虑健全融资平台公司以及债券承销过程中的信息披露机制,减少投资者面临的信息不对称问题,从而遏制融资平台操纵财务信息的动机。在当前预算约束逐步硬化及坚决遏制隐性债务的政策背景下,逐步形成城投债发行、评级和定价对地方政府和融资平台举债行为的实质性约束,从而提高中国债券市场和整个金融体系的运行效率,稳妥、长效地化解地方债务风险。

〔参考文献〕

- [1]曹婧.刚兑信仰分化:隐性担保预期与城投债定价[J].世界经济,2023,(6):85-107.
- [2]陈暮紫,王美惠,杨晓光.第三方担保对城投债增信作用的前后背离研究[J].管理科学学报,2022,(11):85-108.
- [3]胡佳胤,姚洋,宗铸.国企违约与市场纪律——来自地方国企债券违约的证据[J].经济学(季刊),2024,(2):395-411.
- [4]吉富星,刘兆璋,徐浩然.融资平台市场化转型面临的困境和可行路径研究[J].经济纵横,2023,(5):98-108.
- [5]冀云阳,毛捷,文雪婷.地方公共债务与资本回报率——来自新口径债务数据和三重机制检验的经验证据[J].金融研究,2021,(6):1-20.
- [6]廖理,廖冠民,沈红波.经营风险、晋升激励与公司绩效[J].中国工业经济,2009,(8):119-130.
- [7]林毅夫,刘明兴,章奇.政策性负担与企业的预算软约束:来自中国的实证研究[J].管理世界,2004,(8):81-89.
- [8]刘畅,曹光宇,马光荣.地方政府融资平台挤出了中小企业贷款吗[J].经济研究,2020,(3):50-64.
- [9]刘红忠,茅灵杰,许友传.地方政府融资平台融资结构演变的多重博弈[J].复旦学报(社会科学版),2019,(4):125-136.
- [10]刘澜飏,李博韬,王博.非标资产、信用转换与影子银行风险[J].经济研究,2022,(5):70-86.
- [11]刘锐,攸频.地方政府债券发行溢价研究[J].证券市场导报,2020,(6):51-59.
- [12]刘尚希,石英华,武靖州.制度主义公共债务管理模式的失灵——基于公共风险视角的反思[J].管理世界,2017,(1):5-16.
- [13]刘晓蕾,吕元稹,余凡.地方政府隐性债务与城投债定价[J].金融研究,2021,(12):170-188.
- [14]罗荣华,刘劲劲.地方政府的隐性担保真的有效吗?——基于城投债发行定价的检验[J].金融研究,2016,(4):83-98.
- [15]毛捷,徐军伟.中国地方政府债务问题研究的现实基础——制度变迁、统计方法与重要事实[J].财政研究,2019,(1):3-23.
- [16]孟娜娜.非标资产的演化历程、积极作用与风险防控[J].南方金融,2018,(11):59-66.
- [17]孟世超,王擎.政府隐性担保的测度问题:一个文献述评[J].世界经济,2023,(2):209-240.
- [18]潘俊,王亮亮,吴宁,王禹.财政透明度与城投债信用评级[J].会计研究,2016,(12):72-78.
- [19]魏明海,赖婧,张皓.隐性担保、金融中介治理与公司债券市场信息效率[J].南开管理评论,2017,(1):30-42.
- [20]汪莉,陈诗一.政府隐性担保、债务违约与利率决定[J].金融研究,2015,(9):66-81.
- [21]汪潇潇,刘向涛.从非标违约看城投信用风险[J].金融市场研究,2020,(1):57-63.
- [22]王茹婷,彭方平,李维,王春丽.打破刚性兑付能降低企业融资成本吗[J].管理世界,2022,(4):42-64.

- [23]王伟同,辛格,周佳音.债务违约、属地信用与风险外溢[J].世界经济,2022,(12):201-224.
- [24]王叙果,沈红波,钟霖佳.政府隐性担保、债券违约与国企信用债利差[J].财贸经济,2019,(12):65-78.
- [25]王叙果,张广婷,沈红波.财政分权、晋升激励与预算软约束——地方政府过度负债的一个分析框架[J].财政研究,2012,(3):10-15.
- [26]王永钦,陈映辉,杜巨澜.软预算约束与中国地方政府债务违约风险:来自金融市场的证据[J].经济研究,2016,(11):96-109.
- [27]吴敏,周黎安.晋升激励与城市建设:公共品可视性的视角[J].经济研究,2018,(12):97-111.
- [28]徐军伟,毛捷,管星华.地方政府隐性债务再认识——基于融资平台公司的精准界定和金融势能的视角[J].管理世界,2020,(9):37-59.
- [29]余峰燕,李温玉,梁琪.中国城投债市场制度环境与地方关系承销研究[J].管理科学学报,2020,(8):78-100.
- [30]余海跃,康书隆.地方政府债务扩张、企业融资成本与投资挤出效应[J].世界经济,2020,(7):49-72.
- [31]郁芸君,张一林,陈卓,蒲明.缓兵之计?地方债务展期与隐性违约风险——来自地方融资平台“借新还旧”的经验证据[J].经济学(季刊),2022,(3):955-976.
- [32]张莉,年永威,刘京军.土地市场波动与地方债——以城投债为例[J].经济学(季刊),2018,(3):1103-1126.
- [33]张路.地方债务扩张的政府策略——来自融资平台“城投债”发行的证据[J].中国工业经济,2020,(2):44-62.
- [34]张强,夏陈亮,隋学深.非标准化债权资产业务的典型模式、风险特征及应对策略[J].南方金融,2019,(2):31-40.
- [35]钟辉勇,钟宇桦,朱小能.城投债的担保可信吗?——来自债券评级和发行定价的证据[J].金融研究,2016,(4):66-82.
- [36]钟宇桦,陈姗姗,马惠娴,王姝晶.地方融资平台债务风险的演化——基于对“隐性担保”预期的测度[J].中国工业经济,2021,(4):5-23.
- [37]周世愚.地方政府债务风险:理论分析与经验事实[J].管理世界,2021,(10):128-138.
- [38]祝小全,陈卓,施展,何治国.违约风险传染的避险效应与溢出效应:隐性担保预期的视角[J].经济研究,2022,(11):174-190.
- [39]朱莹,王健.市场约束能够降低地方债风险溢价吗?——来自城投债市场的证据[J].金融研究,2018,(6):56-72.
- [40]Ang, A., J. Bai, and H. Zhou. The Great Wall of Debt: Real Estate, Political Risk, and Chinese Local Government Financing Cost[J]. Journal of Finance and Data Science, <https://doi.org/10.1016/j.jfds.2023.100098>, 2023.
- [41]Chen, Z., Z. He, and C. Liu. The Financing of Local Government in China: Stimulus Loan Wanes and Shadow Banking Waxes[J]. Journal of Financial Economics, 2020, 137(1): 42-71.
- [42]De Chaisemartin, C., and X. D'Haultfoeuille. Two-way Fixed Effects Estimators with Heterogeneous Treatment Effects[J]. American Economic Review, 2020, 110(9): 2964-2996.
- [43]Ding, Y., W. Xiong, and J. Zhang. Issuance Overpricing of China's Corporate Debt Securities [J]. Journal of Financial Economics, 2022, 144(1): 328-346.
- [44]Geng, Z., and J. Pan. The SOE Premium and Government Support in China's Credit Market[J]. Journal of Finance, 2024, 79(5): 3041-3103.
- [45]Goodman-Bacon, A. Difference-in-differences with Variation in Treatment Timing [J]. Journal of Econometrics, 2021, 225(2): 254-277.
- [46]Hu, G., J. Pan, and J. Wang. Chinese Capital Market: An Empirical Overview[J]. Critical Finance Review, 2018, 10(2): 125-206.
- [47]Jin, S., W. Wang, and Z. Zhang. The Real Effects of Implicit Government Guarantee: Evidence from Chinese State-Owned Enterprise Defaults[J]. Management Science, 2023, 69(6): 3650-3674.
- [48]Richardson, S. Over-investment of Free Cash Flow[J]. Review of Accounting Studies, 2006, 11: 159-189.

Non-standard Debt Contracts Default and the Pricing of Municipal Corporate Bonds

LIU Jin-yu¹, LIANG Luo-ming¹, MAO Jie², BAI Jin-chun²

(1. China School of Banking and Finance, University of International Business and Economics;

2. School of International Trade and Economics, University of International Business and Economics)

Abstract: Promoting the market-oriented transformation of local government financing vehicles (LGFVs) is a crucial step in China's efforts to mitigate and manage local implicit debt risks. Over the past decade, LGFVs have played a pivotal role in financing infrastructure development and social welfare projects through the issuance of municipal corporate bonds (MCBs) and non-standard debt instruments, which contribute to regional economic growth and social development. However, since LGFVs primarily invest in public welfare projects that generate limited and unstable cash flow, they struggle to manage debt independently. As a result, local governments have accumulated significant implicit debts, while crowding out of financial resources has driven up private sector financing costs, posing threats to China's high-quality economic development. Although MCBs have not experienced any substantial defaults in recent years, frequent defaults on non-standard debt contracts of LGFVs have aroused wide attention. On one hand, such defaults severely destabilize financial markets. On the other hand, they shake investors' rigid payment expectations, leading to the re-pricing of LGFV formal debts, i.e., MCBs. The non-standard debt default events promote the market-oriented transformation of LGFVs, accelerate the exposure of implicit debt burdens on local governments, and curb excessive local government borrowing.

Based on data on MCB issuance and non-standard debt defaults by LGFVs from 2015 to 2022, this paper uses a multi-period difference-in-differences (DID) model to assess the impact of LGFV non-standard debt defaults on MCB pricing and the market-oriented transformation of LGFVs in China. The findings reveal that after the first occurrence of non-standard default in a region, the issuance spread of MCBs by local LGFVs rises sharply. This effect is more pronounced in areas with strong implicit guarantee expectations and heavy reliance on real estate investment. The mechanism analyses indicate that non-standard defaults speed up the exposure of LGFVs' credit risks, reducing investors' reliance on implicit guarantees and incorporating these risks more accurately into MCB pricing. These changes help correct the long-standing overpricing of MCBs and effectively activate market-based pricing mechanisms. Additionally, non-standard defaults have prompted LGFVs to lower operational risks and improve investment efficiency. Further analysis shows that non-market-oriented bailouts by local governments after non-standard default events may reinforce investors' rigid payment expectations, further distorting MCB pricing. The findings offer valuable empirical support for China's market-based debt resolution policies since 2023.

This study makes contributions from three perspectives. Firstly, this paper sheds light on the market-oriented transformation of LGFVs by examining how non-standard debt defaults influence their financing costs. The analysis clarifies the short-term and long-term economic consequences of credit risk exposure for these entities. Secondly, the study offers valuable insights for academia, related industries, and regulators by addressing the challenge of disentangling bond pricing from issuers' fundamentals and macroeconomic conditions, given the implicit guarantee premium. This paper quantifies the implicit cost of rigid payment expectations and demonstrates how non-standard defaults affect MCB pricing and its long-term impact. These findings provide fresh perspectives on assessing LGFV risks and offer practical policy guidance for local governments in debt resolution and risk management. Thirdly, this paper focuses on the unique characteristics of LGFVs and the risks tied to non-standard debt defaults, which is an area underexplored in existing literature. Developing a theoretical framework and providing empirical evidence, this paper bridges a critical gap and lays the foundation for future studies in this field.

Keywords: non-standard debt contracts default; municipal corporate bonds; issuance spread; overpricing; local government financing vehicles

JEL Classification: G12 G38 H81

[责任编辑:覃毅]