

政府隐性担保预期对城投债流动性的影响研究

刘珈言¹, 郭丽虹²

(1. 上海财经大学 经济学院, 上海 200433; 2. 上海财经大学 金融学院, 上海 200433)

摘要: 2022年末中央经济工作会议将防范化解地方政府债务风险与加强对融资平台公司的综合治理提升到了极为重要的高度。厘清政府隐性担保预期对城投债的影响, 有利于在防范金融风险 and 防范地方债务风险之间取得平衡, 促进金融与经济的高质量发展。基于外生政策冲击的视角, 文章探究了政府隐性担保预期的下降对城投债流动性的影响。研究发现, 在2014年打破刚兑政策出台后, 政府隐性担保预期的下降导致城投债流动性显著恶化, 而违约风险是政府隐性担保影响城投债流动性的重要渠道。研究还显示, 打破刚兑政策带来的城投债流动性下降, 显著提升了城投公司的债务融资成本以及城投债的二级市场信用利差。研究结论对于防控金融市场风险、逐步推进削弱政府隐性担保相关政策以稳定市场预期具有一定的参考价值。

关键词: 城投债; 政府隐性担保; 债券流动性

中图分类号: F830 **文献标识码:** A **文章编号:** 1009-0150(2024)02-0065-15

一、引言

党的二十大报告指出, “未来五年是全面建设社会主义现代化国家开局起步的关键时期”, 主要目标任务包括“经济高质量发展取得新突破”。金融是支持实体经济发展的关键, 要实现经济高质量发展, 防范化解金融风险尤为重要。2022年末中央经济工作会议强调“防止形成区域性、系统性金融风险”, 同时也要“防范化解地方政府债务风险”, 尤其是“要加强对融资平台公司的综合治理, 推动分类转型”。近年来, 城投债发行规模迅速增长, 年发行规模由2010年的3 018亿元攀升至2022年的5.04万亿元(Wind数据库), 在为地方基础设施建设投资提供大量资金支持的同时, 也加大了对政府隐性担保导致地方债务风险的担忧。与连带责任担保、差额补偿、抵押担保、质押担保等显性担保方式不同, 政府隐性担保通常被定义为, 地方政府为维持城市建设投资公司等地方性融资平台企业债务刚性兑付而作出的不言自明的担保。地方政府并不对城投平台公司偿债承担法律上的代偿责任, 但当企业面临信用危机或重大财务风险事件的冲击时, 往往出于防范系统性风险和稳定经济的考虑, 会提供资金帮助(陈道富, 2015; 罗荣华和刘劲劲, 2016; Liu等, 2017; 马文涛和马草原, 2018; 张路, 2020)。一些文献认为, 政府隐性担保预期的存在可能会导致投资者盲目低估城投平台的风险, 使得城投债的定价与基本面相背离(钟宁桦等, 2021), 进而导致城投平台发债成本降低(陈道富, 2015; 罗荣华和刘劲劲, 2016; Liu等, 2017), 助长地方政府隐性债务规模快速扩张(马文涛和马草原, 2018), 给金融市场带来

收稿日期: 2023-10-17

基金项目: 国家自然科学基金面上项目(72073086)。

作者简介: 刘珈言(1997—), 女, 上海人, 上海财经大学经济学院硕士研究生;

郭丽虹(1970—), 女, 湖北荆州人, 上海财经大学金融学院教授、博士生导师。

不确定性和风险(毛锐等, 2018)。由此可见, 深入分析政府隐性担保预期对城投债的影响, 有助于推动政府隐性担保退出债券市场, 对防范化解地方政府隐性债务风险具有重要意义。

政府隐性担保预期对城投债的影响是多方面的, 已有文献主要集中在对债券评级(钟辉勇等, 2016)、违约风险预期(Chen和Wang, 2015; 汪莉和陈诗一, 2015; 袁乐平和肖妍, 2017; 祝小全等, 2022)、发行利率(汪莉和陈诗一, 2015; 罗荣华和刘劲劲, 2016)以及二级市场风险溢价(钟宁桦等, 2021; 祝小全等, 2022)等方面的影响。理论上, 债券的信用水平、收益率价差等指标与债券的流动性水平高度关联(Mahanti等, 2008; 王永钦等, 2016)。政府隐性担保预期的变化可能造成城投债的信用水平和价格水平等指标出现波动, 进而改变投资者对城投债的持有意愿和交易偏好, 从而影响城投债的流动性水平。然而, 目前鲜有关注政府隐性担保预期对城投债流动性影响的文献, 尤其缺乏政府隐性担保预期如何影响城投债流动性内在机制的研究。

近年来, 我国致力于推动地方融资平台公司的市场化转型。2014年, 新《预算法》和《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》(国发〔2014〕43号)相继发布, 在上述文件的指导下, 一系列深化改革措施出台, 旨在打破市场对于城投债的政府刚性兑付预期, 以提升金融市场的资源配置效率, 遏制地方政府隐性债务的无序扩张(马文涛和马草原, 2018)。但同时, 政府隐性担保预期的退出可能会在短期内冲击债券市场, 降低投资者对于城投债的偿付预期, 进而引发金融市场的抛售行为, 从而带来城投债流动性紧缩风险。充分的流动性是金融市场正常运转和资源配置的前提(Pástor和Stambaugh, 2003; Amihud和Mendelson, 2015), 因此, 厘清政府隐性担保预期对城投债流动性的影响机制, 有利于在防范金融风险 and 防范地方债务风险之间取得平衡, 进而促进金融与经济的高质量发展。

本文以我国2010—2016年发行的城投债为重点关注的研究对象, 基于2014年发布的新《预算法》和《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》(国发〔2014〕43号)这一外部政策冲击(以下简称打破刚兑政策)的视角^①, 探究政府隐性担保预期对城投债流动性的影响及内在机制。研究发现, 在2014年打破刚兑政策出台后, 政府隐性担保预期的下降导致城投债流动性显著恶化, 违约风险是政府隐性担保影响城投债流动性的重要渠道。进一步分析发现, 打破刚兑政策带来的城投债流动性下降, 显著提升了城投公司的债务融资成本以及城投债的二级市场信用利差。本文的研究结论不仅为城投公司合理进行债务融资提供参考, 而且对防范系统性风险、促进经济高质量发展具有实践价值。

本文可能的边际贡献在于: (1) 本文从债券流动性的视角, 考察打破刚兑政策出台后政府隐性担保预期下降对城投债的影响。已有大量研究主要依托是否存在国企背景、地区财政收入状况、地区经济发展水平等代理变量探讨政府隐性担保预期的大小及其影响(汪莉和陈诗一, 2015; 罗荣华和刘劲劲, 2016; 王博森等, 2016; 钟辉勇等, 2016)。与之相比, 本文利用打破刚兑政策出台的准实验机会, 识别了政府隐性担保预期与城投债流动性之间的因果关系, 更好地解决了内生性问题。同时, 研究发现政府隐性担保预期的下降会导致城投债流动性降低, 为城投债相关政策的制定提供了实证依据, 有利于政策在治理政府隐性担保预期与防控城投债流动性风险之间取得平衡。(2) 本文厘清了政府隐性担保预期的下降导致城投债流动性降低的作用机制, 证明违约风险是政府隐性担保影响城投债流动性的重要渠道。已有文献在研究政府隐性担保问题时, 重点关注对城投债违约风险和市场定价的影响, 忽视了政府隐性担保预期的变化对城投债流动性水平的传导作用。本文从违约风险的角度探讨政府隐性担保预期的下降影响

^①新《预算法》和“43号文”的颁布时间较为接近, 且都具有打破城投债刚性兑付特征的作用, 本文参考张牧扬(2022)的做法, 探讨新《预算法》和“43号文”共同的政策效果。

城投债流动性的作用机制——政府隐性担保预期的下降导致城投债的违约风险预期提高,引发投资者的抛售并最终导致城投债流动性下降。本研究拓展了有关政府隐性担保、违约风险和流动性风险的相关讨论,为城投债违约风险和流动性风险的联合防控提供有益的思考。(3)通过对政府隐性担保预期下降的经济后果进行进一步分析,发现打破刚兑政策带来的城投债流动性的下降显著提升了城投公司的债务融资成本以及城投债的二级市场信用利差。本文的研究发现有助于为城投债定价提供参考,进而有利于投资者正确评估城投债、形成合理的市场预期。

二、制度背景与文献综述

(一) 制度背景

1994年分税制改革后,地方政府面临财权和事权失衡的窘境,在城市化进程中举债需求旺盛。然而,1995年版的《预算法》规定地方政府不得发行地方政府债券,因此,组建城投平台公司为基础建设融资成为地方政府融资的主要创新实践(王永钦等,2016)。

城投平台公司与地方政府往往保持着紧密的联系,主要表现为政府对城投企业注入资金、股权或者土地,提供一定的财政补贴,给予项目采购、融资协调等方面的帮助(张路,2020)。地方政府并不对城投平台公司偿债承担法律上的代偿责任,但当企业面临信用危机或者重大财务风险事件冲击时,地方政府出于防范系统性风险和稳定经济的考虑,则会提供资金帮助以维持债券刚性兑付(陈道富,2015;罗荣华和刘劲劲,2016;Liu等,2017;马文涛和马草原,2018;张路,2020)。已有文献通常将公众对于地方政府的上述预期行为,即为维持城市建设投资公司等地方性融资平台企业债务刚性兑付而作出的不言自明的担保,视为“隐性担保”。

为防范化解金融财政风险,2014年8月通过的新《预算法》允许地方政府依法适度举债,并明确规定“除法律另有规定外,地方政府及其所属部门不得为任何单位和个人的债务以任何方式提供担保”。作为新《预算法》的配套文件(王永钦等,2016),同年9月发布的《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》(国发〔2014〕43号)明确规定,“剥离融资平台公司政府融资职能,融资平台公司不得新增政府债务”“明确政府和企业的责任,政府债务不得通过企业举借,企业债务不得推给政府偿还”。新《预算法》和“43号文”旨在打破城投债的刚性兑付特征,意味着城投平台作为企业,存在债务违约乃至破产的可能性,地方政府不得为城投平台的债务进行无限兜底(张牧扬等,2022)。此后,在上述文件的指导下,一系列深化改革措施出台,继续弱化新增城投债的政府隐性担保预期,促进城投平台融资市场化转型与可持续发展(钟辉勇等,2016;钟宁桦等,2021;张牧扬等,2022)^①。

(二) 文献综述与研究假设

2014年打破刚兑政策的出台意味着政府隐性担保最重要的实现机制——政府“担保函”(承诺函)的法律地位被否定,投资者可能会承担城投债延期、违约甚至重组等重大风险,这将削弱投资者对于城投债的政府隐性担保预期(张路,2020;张牧扬等,2022)。一方面,打破刚兑政策出台后,投资者对城投债的政府隐性担保预期有所下降。钟宁桦等(2021)发现新增城投债的政府隐性担保预期在打破刚兑政策出台后的两年内明显减弱;张牧扬等(2022)借助社会信用视角间接证明打破刚兑政策的出台明显削弱了金融市场对城投债的刚兑信仰。另一方面,政府

^①例如,2014年10月末发布的《财政部关于印发地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法的通知》(财预〔2014〕351号),规定了地方政府存量债务清理和认定口径以及政府负有偿还责任的债务甄别原则等内容。2016年10月发布《国务院办公厅关于印发地方政府性债务风险应急处置预案的通知》(国办函〔2016〕88号)。

隐性担保的存在有利于提高城投债的债券评级(钟辉勇等, 2016), 降低市场对于债券违约风险的预期(Chen和Wang, 2015; 汪莉和陈诗一, 2015), 增强城投债关于违约风险传染的避险效应(祝小全等, 2022), 进而导致城投债的发行成本降低(汪莉和陈诗一, 2015; 罗荣华和刘劲劲, 2016), 二级市场风险溢价降低(钟宁桦等, 2021; 祝小全等, 2022)。考虑到债券的信用水平、收益率价差等指标与债券的流动性水平高度关联(Mahanti等, 2008; 王永钦等, 2016), 且充分的流动性是金融市场正常运转和资源有效配置的前提(Pástor和Stambaugh, 2003; Amihud和Mendelson, 2015), 政府隐性担保预期对城投债流动性的潜在影响值得政策制定者高度关注。Black等(2018)研究发现, 与未获得政府担保的债券相比, 获得政府担保的债券流动性能得到显著改善, 证明政府担保确实可以提升企业债券的流动性。可以合理预期, 政府隐性担保预期的下降将对城投债的信用水平和价格水平造成一定的负面影响, 导致投资者降低对城投债的持有意愿和交易偏好, 进而导致债券流动性的下降。基于上述分析, 本文提出假说1。

假说1: 打破刚兑政策出台后, 政府隐性担保预期的下降会导致城投债流动性下降。

在政府隐性担保影响城投债流动性的机制方面, Black等(2018)认为, 政府担保将通过影响债券违约风险, 进而作用于债券流动性。地方政府对城投公司的资产延伸(包括资产划拨、资产注入、资产重组和项目注入等)和风险联保(包括在出具承诺函、安慰函、支持函、综合财力证明文件、项目或者发生风险时的保障与支持文件等), 使得城投公司在实现资产较快增长的同时承担较低的债务违约风险, 故而相较于一般市场公司, 城投公司更容易吸引到金融市场上的应债资金(徐军伟等, 2020)。地方政府对城投公司的风险联保根源于政府隐性担保(韩鹏飞和胡奕明, 2015; 郭玉清等, 2016; 马文涛和马草原, 2018), 政府隐性担保预期的下降可能通过提升债务违约风险的渠道, 削弱城投公司资产与风险的不对称性, 进而降低城投债对资本的吸引力, 导致城投债的流动性恶化。

现有研究普遍发现, 政府隐性担保可以显著降低企业债务的违约风险预期。Chen和Wang(2015)证实了政府隐性担保对于降低债券违约风险预期的间接作用; 汪莉和陈诗一(2015)则发现政府隐性担保本身对城投债违约风险预期的改善作用。此外, 袁乐平和肖妍(2017)发现, 2014年新《预算法》和“43号文”等打破刚兑政策的实施显著增大了城投债的信用风险。综上所述, 我们认为, 政府隐性担保预期的下降, 将导致投资者对城投债发行主体的风险评估更为谨慎, 提升债券违约风险预期。

违约风险预期的提升将进一步导致城投债流动性的下降。从理论层面分析, 当债券信用质量下降时, 更多的投资者可能会选择将其出售以规避违约损失, 投资者的出售决策会对债券资产的流动性水平形成冲击, 加剧流动性风险(Longstaff等, 2005; Ericsson和Renault, 2006)。在实证研究上, Mahanti等(2008)发现信用水平是债券流动性水平的主要影响因素, 信用水平越低, 则流动性越差。还有研究也发现, 流动性水平是违约风险的函数, 违约风险上升会导致债券流动性下降(He和Xiong, 2012; He和Milbradt, 2014; Chen等, 2018)。此外, 部分研究采用债券信用等级作为违约风险的度量指标, 发现债券信用等级的下降会提升债券的交易成本(Edwards等, 2007), 进而降低债券的流动性水平(Bao等, 2011; Bao等, 2018)。基于上述分析, 本文提出假说2。

假说2: 违约风险是政府隐性担保影响城投债流动性的重要渠道。

三、研究设计

(一) 样本数据

本文数据来自Wind数据库。参照已有文献(祝小全等, 2022), 本文的样本债券包含短期融

资券、中期票据、定向工具、企业债和公司债五类信用债券。城投债及其他类型债券、地方融资平台公司及其他公司的划分依据Wind标准识别。为更加准确地识别政府隐性担保预期下降的政策处理效应,本文将样本区间限制在2010—2016年,主要原因如下:2017年出台的后续政策及发生的城投违约事件可能会干扰打破刚兑效应的检验结果。一方面,2017年5月发布的《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》(财预〔2017〕50号)提出,“鼓励政府出资的担保公司依法依规提供融资担保服务,地方政府依法在出资范围内对担保公司承担责任”,这可能会在一定程度上强化市场对于城投债的政府隐性担保预期。另一方面,2017年9月,“14新密财源债”出现技术性违约,这是打破刚兑政策出台后城投债出现的首次违约现象,可能引发市场恐慌,对城投债的流动性水平造成一定冲击。

由于城投债主要在银行间市场交易,本文进一步将主回归样本限制在银行间市场上存在交易记录的债券,并在稳健性检验中增加了交易所市场数据以验证主回归结果的稳健性。本文删除了主要变量缺失的样本,为消除极端值的影响,对样本数据进行了1%的缩尾处理。基准回归中需要控制公司、年月等固定效应,本文进一步剔除了各分类标准下组内仅含1个样本的单个观测值(singleton observation),最终得到16229只样本债券。

(二) 变量选取

1. 被解释变量

本文的债券流动性度量主要考察新发行债券在发行第一年内的流动性^①。考虑到本文的控制组样本中(一般企业),新发行债券发行期限的中位数为1年,将流动性考察的窗口区间设定在新发行1年内可以避免损失大量控制组的观测,以便于进行双重差分回归。参照已有文献(Amihud, 2002; 王永钦等, 2016; Fong等, 2017; Blankespoor等, 2020),同时结合债券交易频率相对较低的特点,本文采用金融学文献中最为广泛应用的Amihud测度和高低价差度量债券流动性。我们将Amihud测度定义为 $(\sum_q |r_{iq}| / vol_{iq}) / N_i$,其中, $|r_{iq}|$ 为新发债券*i*在发行1年内存在交易记录的月份中第*q*月回报率的绝对值, vol_{iq} 为对应的月度交易量, N_i 为年内存在交易记录的月份总数。我们将高低价差指标定义为年内最高交易价格与最低交易价格的差额与高低交易均价的比值。高低交易均价采用最高、最低交易价格的算术平均来度量。Amihud测度和高低价差指标越大,表明债券流动性越差。

2. 核心解释变量

公司组别虚拟变量(UCC_s)与政策时间变量($Post_t$)的交互项为 $UCC_s \times Post_t$ 。 UCC_s 为公司组别虚拟变量,当且仅当债券*i*的发行公司*s*为城投公司(urban construction company)时取1,为其他类型公司时取0。参考袁乐平和肖妍(2017),本文将地方融资平台发行的城投债作为处理组,其他企业发行的一般企业债作为控制组。 $Post_t$ 为政策时间变量,仅在打破刚兑政策发生的2014年及往后年份取1,而在其他年份取0。

3. 控制变量

参考已有文献(朱莹和王健, 2018; 钟宁桦等, 2021; 祝小全等, 2022),本文分别对债券基本特征、企业基本特征和发行人所在地的宏观特征进行控制。(1)债券基本特征。选取债券发行规模、票面利率、发行期限、发行主体是否为上市公司、是否含有赎回选择权、是否含有回售选

^①2015年财政部、中国人民银行和原中国银行业监督管理委员会推出债务置换计划,将2015年以前存量的短期高风险债务置换为以地方政府为举债主体的长期低息的地方政府债券,并纳入地方财政预算范畴内进行统一监管。已有研究表明,债务置换计划推出后,存量城投债的政府隐性担保预期不降反升,尤其是纳入置换计划的存量城投债(钟宁桦等, 2021)。因此,为避免存量债券对打破刚兑效应检验的干扰,本文统一考察新发行债券的流动性变化。

择权、是否存在显性担保、债券评级作为控制变量,债券基本特征变量均为发行时点数据。(2)企业基本特征。选取债券发行主体的资产负债率、总资产周转率、总资产回报率、速动比率以及现金流与债务比作为控制变量。(3)发行人所在地的宏观特征。选取剔除通胀因素的GDP增长率、人均GDP、地方政府财政赤字、地方政府财政收入增长率以及金融发展程度作为控制变量。为尽可能避免逆向因果的影响,参考祝小全等(2022)的做法,企业基本特征变量和发行人所在地的宏观特征变量均为债券发行前一年年末数据。

表1报告了本文的主要研究变量及其定义。

表1 变量定义

变量名称	变量符号	变量说明
Amihud测度	<i>Amihud</i>	$Amihud_i = (\sum_q r_{iq} / vol_{iq}) / N_i$, 其中, $ r_{iq} $ 为新发债券 i 在发行1年内存在交易记录的月份中第 q 月回报率绝对值的绝对值, vol_{iq} 为对应的月度交易量, N_i 为年内存在交易记录的月份总数
高低价差	<i>High_low</i>	$High_low_i = (High_i - Low_i) / \left(\frac{High_i + Low_i}{2} \right)$, 其中, $High_i$ 为新发债券 i 在发行1年内的最高交易价格, Low_i 为新发债券 i 在发行1年内的最低交易价格
城投公司	<i>UCC</i>	债券发行主体是否为城投公司, 若为城投公司, 则取1, 否则取0
债券发行规模	<i>Size</i>	债券发行规模(单位: 亿元)的对数
票面利率	<i>CR</i>	债券发行的票面利率(单位: %)
发行期限	<i>Age</i>	债券发行期限(单位: 年)
非上市公司	<i>NList</i>	债券发行主体是否为非上市公司, 若为非上市公司, 则取1, 否则取0
特殊条款_赎回	<i>Call</i>	若特殊条款包含赎回则对应的虚拟变量, 则取值为1, 否则为0
特殊条款_回售	<i>Put</i>	若特殊条款包含回售则对应的虚拟变量, 则取值为1, 否则为0
显性担保	<i>Guarantor</i>	刻画显性担保的虚拟变量, 如果债券有担保方, 则取值为1, 否则为0
债券评级	<i>Rating</i>	发行债券的债项评级分类变量, 参考Huang等(2023), 债项评级缺失时用发行主体评级补缺
资产负债率	<i>Leverage</i>	总负债/总资产(单位: %)
总资产周转率	<i>TATO</i>	营业总收入/总资产
总资产回报率	<i>ROA</i>	净利润/总资产(单位: %)
速动比率	<i>QR</i>	(流动资产-存货)/流动负债
现金流与债务比	<i>Cash_debt</i>	经营活动产生的现金流量净额/债务合计
剔除通胀因素的GDP增长率	<i>dGDP</i>	GDP增长率, 剔除通胀因素(单位: %)
人均GDP	<i>GDPper</i>	人均GDP(单位: 元/人)的对数
地方政府财政赤字	<i>Deficit</i>	(地方政府财政支出-财政收入)/当地GDP
地方政府财政收入增长率	<i>Growth</i>	地方政府公共财政总收入同比增长率(单位: %)
金融发展程度	<i>FD</i>	地区内银行贷款余额/当地GDP
公司固定效应	<i>C</i>	-
年份与月份固定效应	Γ	-

表2报告了主要变量的描述性统计。由表2可知, 大约25.9%的样本债券为本文的准处理组债券, 即城投公司发行的债券。债券基本特征与企业基本特征的方差较大, 表明不同类型公司间可能存在较大差异, 后文采用双重差分方法来应对潜在的内生性问题。

(三) 模型设定

本文主要采用双重差分方法来估计政府隐性担保预期的下降对城投债流动性的影响, 具体模型设定如下:

表2 主要变量的描述性统计

变量	样本量	均值	标准差	最小值	最大值
<i>Amihud</i>	16 229	0.014	0.018	0.000	0.460
<i>High_low</i>	16 229	0.054	0.044	0.000	1.702
<i>UCC</i>	16 229	0.259	0.438	0.000	1.000
<i>Size</i>	16 229	2.194	0.868	-1.609	5.521
<i>CR</i>	16 229	4.992	1.432	2.100	9.900
<i>Age</i>	16 229	2.749	2.610	0.019	15.000
<i>NList</i>	16 229	0.187	0.390	0.000	1.000
<i>Call</i>	16 229	0.025	0.157	0.000	1.000
<i>Put</i>	16 229	0.049	0.217	0.000	1.000
<i>Guarantor</i>	16 229	0.080	0.272	0.000	1.000
<i>Leverage</i>	16 229	60.774	15.931	17.713	88.114
<i>TATO</i>	16 229	2.663	2.810	-3.411	13.126
<i>ROA</i>	16 229	0.537	0.529	0.014	2.675
<i>QR</i>	16 229	0.994	0.858	0.150	5.680
<i>Cash_debt</i>	16 229	0.053	0.113	-0.321	0.411
<i>dGDP</i>	16 229	9.361	2.253	3.000	17.400
<i>GDPper</i>	16 229	10.925	0.455	9.306	11.590
<i>Deficit</i>	16 229	0.070	0.073	0.010	1.210
<i>Growth</i>	16 229	12.595	8.505	-33.400	58.110
<i>FD</i>	16 229	1.324	0.456	0.590	2.200

$$Y_{ist} = \alpha + \beta UCC_s \times Post_t + C_s + \Gamma_t + X_{ist} \Theta + \varepsilon_{ist} \quad (1)$$

其中, i, s, t 分别指债券、公司与时间。 Y_{ist} 为流动性指标, 度量新发行城投债在发行第一年内的流动性。 UCC_s 为公司组别虚拟变量, 当且仅当债券 i 的发行公司 s 为城投公司时取1, 为其他类型公司时取0。 $Post_t$ 为政策时间变量, 仅在打破刚兑发生的2014年及往后年份取1, 而在其他年份取0。 C_s, Γ_t 分别代表公司固定效应和时间固定效应(年度与月度固定效应), 用以控制公司与时间层面不可观测的异质性对估计结果的影响。 X_{ist} 是债券、公司与地区层面随时间变化的特征变量, ε_{ist} 代表误差项。本文将标准误聚类在公司 s 层面。由于城投债主要在银行间市场交易, 本文进一步将主回归样本限制在银行间市场上存在交易记录的债券。

四、实证结果分析

(一) 基准回归结果

表3报告了基准回归的结果。实证结果显示, 在打破刚兑政策出台后, 政府隐性担保预期的下降导致城投债的流动性显著降低, 估计结果在不同流动性度量指标下是高度一致的。对比政策实施前城投债流动性指标 *Amihud* 测度和高低价差的均值(即0.019与0.085), 在政策冲击下政府隐性担保预期的下降使得城投债的 *Amihud* 测度和高低价差分别提升了0.004和

表3 政府隐性担保预期的降低对城投债流动性的影响估计

变量	<i>Amihud</i>	<i>High_low</i>
$UCC_s \times Post_t$	0.004*** (0.001)	0.013*** (0.002)
控制变量	是	是
公司、年度、月度 固定效应	是	是
样本量	14 944	14 944
R^2	0.469	0.517

注: 括号内为聚类到公司层面的标准误; **、*、* 分别表示1%、5%、10%的显著性水平。下同。

0.013, 主回归估计系数均在1%的水平上显著, 由于Amihud测度和高低价差指标越大, 表明债券流动性越差, 由Amihud测度和高低价差衡量的城投债流动性明显下降, 主回归估计系数在经济学意义上也是显著的。实证结果证实了假说1的成立, 即由于打破刚兑政策明确城投公司债务不得推给政府偿还, 降低了市场投资者对于城投债的政府隐性担保预期, 进一步导致投资者对于城投债偿付预期的降低。为避免未来可能的违约损失, 投资者对城投债的交易积极性有所减弱, 最终可能导致债券流动性恶化。

(二) 稳健性检验

1. 替换因变量

基准回归中选用的因变量Amihud测度与高低价差指标主要为度量债券流动性风险的较为直接的综合测度(王永钦等, 2016)。为检验基准回归结果的稳健性, 参考已有文献(Dick-Nielsen等, 2012; 王永钦等, 2016; 郑怡君等, 2022), 我们将因变量替换为度量债券交易活跃

表4 替换因变量的稳健性检验

变量	Turnover	Notrd
$UCC_s \times Post_t$	-3.220*** (0.544)	1.057*** (0.205)
控制变量	是	是
公司、年度、月度 固定效应	是	是
样本量	18 744	18 898
R^2	0.215	0.465

度的换手率(Turnover)与无交易月数(Notrd)指标, 该类指标可作为流动性的间接测度, 进而考察打破刚兑政策对城投债流动性的影响。其中, 换手率=新发债券在发行1年内的交易额/新发债券在发行1年内的平均存续规模, 换手率指标越高, 表明债券流动性越好; 无交易月数=新发债券在发行1年内不存在交易记录的月数, 无交易月数指标越高, 表明债券流动性越差。表4报告了替换因变量的稳健性检验结果。从表4可知, 2014年打破刚兑的政策冲击使得城投债的换手率指标下降3.220, 无交易月数指标上升1.057, 均表明政府隐性担保预期的下降使得城投债流动性变差, 估计结果与基准回归相一致, 表明本文结论具有稳健性。

2. 其他稳健性检验

本文还进行以下稳健性检验^①: (1) 拓展回归样本, 加入交易所市场数据进行再检验; (2) 单独检验处理组债券流动性在政策发生后的变动情况, 以验证基本回归结果不受处理组和控制组之间的特征差异影响; (3) 将回归样本进一步限制在地方国企与央企层面, 排除普通企业样本中的民营企业等类型, 以进一步提升处理组与控制组债券之间的可比性; (4) 在样本中删除2014年(政策颁布当年)的观测值, 并进一步将事前样本年份限制在2012—2013年、事后样本年份限制在2015—2016年, 以在一定程度上解决事件前后年份不一致可能带来的样本选择偏误等问题; (5) 调整标准误差聚类层级。上述检验均证实了本文结果的稳健性。

(三) 双重差分法估计的有效性分析

为检验双重差分方法主回归估计的有效性, 本部分首先采取事件分析方法检验DID平行趋势假设, 继而进行安慰剂检验以排除序列自相关问题及潜在遗漏变量问题的干扰。

1. 事件分析与平行趋势检验

由于双重差分方法的识别依赖于平行趋势假设, 本文进一步采用事件研究方法, 将 $Post_t$ 变量替换为一系列代表不同事件年份的虚拟变量对平行趋势进行检验, 并探究政府隐性担保预期下降的动态处理效应。

由图1可见, 在打破刚兑政策发生前, 城投公司与非城投公司的债券流动性满足平行趋势

^①因篇幅限制, 其他稳健性检验结果未予汇报, 留存备索。

假设,所有事前年份的估计系数都接近于0,且统计不显著^①。而在政策落地后,两组公司的债券流动性立即出现了显著差异,具体表现为城投债的流动性显著下降(Amihud指标与高低价差指标显著提升)。

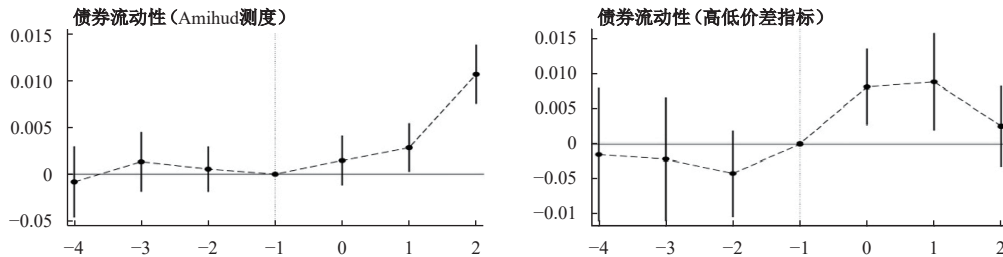


图1 事件分析

注:实线代表95%的置信区间。纵轴表示债券流动性测度,横轴代表距离2014年打破刚兑政策生效的年数。默认的参考年份是2013年(图中坐标轴“-1”),即政策生效前一年。

2. 安慰剂检验

DID估计量由于受到潜在的序列自相关问题的干扰,而可能错误拒绝原假设,导致有偏的方差估计和过度显著的估计系数。此外,潜在的遗漏变量问题也可能会产生有偏的估计系数。为排除上述问题的干扰,我们参考已有文献(Chetty等, 2009; La Ferrara等, 2012; Li等, 2016; Chen等, 2022)进行安慰剂非参数检验。具体来说,在保留事件冲击年份为2014年不变、保留控制组与处理组比例不变的前提下,随机抽取样本公司作为随机处理组,使用与主回归模型相同的式(1)进行500次安慰剂回归,得到安慰剂处理效应分布。通过考察安慰剂处理效应估计是否显著异于0、安慰剂处理效应估计是否显著异于基准回归估计,可以验证基准回归结果的稳健性。

由图2可见,安慰剂分布高度集中在0附近,且主回归估计系数远在安慰剂分布之外,表明打破刚兑的政策效应是非常显著的(Chetty等, 2009),潜在的遗漏变量偏误和双重差分法序列自相关问题不会影响本文的结论。

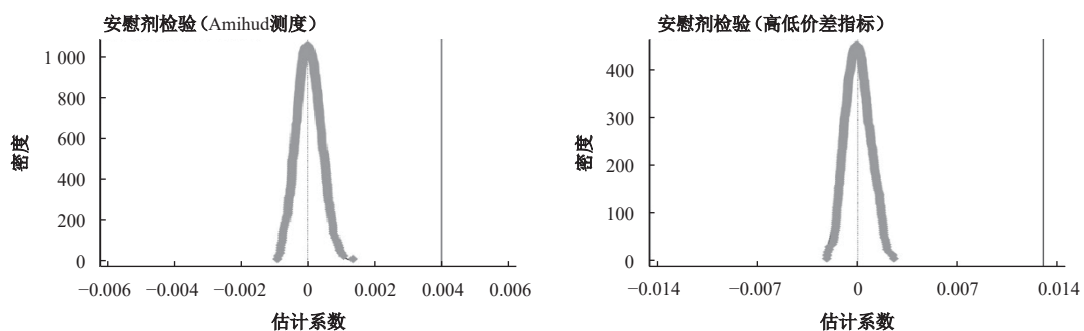


图2 安慰剂检验

注:图2报告了500次随机分配处理组身份进行安慰剂回归的结果。图中央散点构成的曲线为安慰剂效应分布,图右侧竖直实线为主回归估计系数。

^①当因变量取“高低价差指标”时,为实现更好的事前平行趋势以证明城投公司与非城投公司的可比性,本文利用精确匹配方法进行了数据预处理。具体来说,本文首先依据控制变量中所有的离散分类变量,将城投与非城投公司精确匹配起来,再依据匹配结果调整样本权重进行事件分析回归。

五、机制分析

本部分检验隐性担保预期的下降是否会通过提升债券预期违约风险,进而导致其流动性的恶化。如前所述,已有研究表明,政府隐性担保的存在会提升市场对于债券发行人偿付能力的预期,降低债券的违约风险,同时,预期违约风险的上升又将进一步导致债券流动性的下降。

(一) 隐性担保与违约风险

首先,本文检验打破刚兑政策出台后,政府隐性担保预期的下降是否导致城投债违约风险上升。我国城投债市场几乎不存在违约案例,因而难以利用公开数据精确估计城投债的违约风险(王永钦等,2016)。参考王永钦等(2016)的做法,本文采用发行主体信用评级作为债券违约风险的近似度量。样本公司主体信用评级范围为A、A+、AA-、AA、AA+、AAA-、AAA七个等级,本文定义AAA-、AAA为高信用评级,并构建当期高信用评级(*High_rating*)来度量债券当期违约风险。具体来说,公司信用评级取公司当年最高信用评级,当且仅当公司信用评级为AAA-、AAA时,当期高信用评级(*High_rating*)取1,而在其他情况下取0。本文将因变量设定为当期高信用评级(*High_rating*),使用主回归模型检验打破刚兑政策对债券违约风险的影响,回归在公司层面进行。控制变量包含企业基本特征和地区宏观特征,并控制公司与时间固定效应,检验结果如表5所示。由表5可见,在打破刚兑政策冲击发生后,以发行主体评级度量的城投债违约风险出现了显著上升,说明隐性担保预期的下降确实导致城投债违约风险上升。

表5 政府隐性担保与违约风险

变量	High_rating
$UCC_s \times Post_t$	-0.010*** (0.006)
控制变量	是
公司、年度、月度固定效应	是
样本量	7 225
R^2	0.983

(二) 违约风险与流动性变化

本文进一步考察违约风险是否为政府隐性担保影响城投债流动性的重要渠道。具体而言,相较于低违约风险的公司,具有高违约风险的公司受到政府隐性担保变动的影响是否存在差异。若违约风险是政府隐性担保影响城投债流动性的重要渠道,则高违约风险的城投债受打破刚兑政策的影响将更为显著,流动性下降也更为明显,这是由于违约风险更高的城投公司可能更为依赖政府隐性担保这一风险管理手段。

为此,本文在主回归方程(1)的基础上加入DID变量与债券事前违约风险的交互项,以检验影响机制是否成立。具体来说,本文构建事前低信用评级(*Low_rating*)来度量债券事前违约风险的高低。当且仅当公司信用评级为AAA-、AAA以外的其他评级时,事前低信用评级(*Low_rating*)取1,而在其他情况下取0。为避免反向因果的影响,本文采用2013年政策实施前的信用评级指标作为债券事前违约风险的近似度量,也即事前低信用评级(*Low_rating*)依据发债主体在2013年的信用评级确定。

表6汇报了机制检验结果。DID变量与债券违约风险变量的交互项 $UCC_s \times Post_t \times Low_rating_s$ 的系数显著为正,表明政府隐性担保预期的下降对高违约风险(低评级)城投债流动性的影响相对更大。上述发现在不同流动性测度下是一致的,证实了影响机制的成立,即违约风险是政府隐性担保影响城

表6 违约风险与流动性变化

变量	Amihud	High_low
$UCC_s \times Post_t$	-0.000(0.001)	0.008*** (0.002)
$UCC_s \times Post_t \times Low_rating_s$	0.007*** (0.002)	0.006** (0.003)
控制变量	是	是
公司、年度、月度固定效应	是	是
样本量	14 944	14 944
R^2	0.470	0.518

投债流动性的重要渠道。

为更直观地呈现出政府隐性担保预期的下降对不同违约风险的城投债流动性的影响,本文通过分组进一步进行机制检验^①。具体来说,本文将样本债券分为两类,即发行主体在2013年的信用评级为AAA-、AAA的归类为低违约风险债券,其他归类为高违约风险债券。在此基础上,进一步对不同事前违约风险的城投债进行分样本回归。回归结果与假说2相符,证明违约风险是政府隐性担保影响城投债流动性的重要渠道。

综上所述,以信用评级为因变量的回归分析表明,城投公司在受到打破刚兑政策冲击后违约风险显著上升,而具有高事前违约风险的城投债的流动性受到政策冲击的影响更为显著。这表明违约风险是政府隐性担保影响城投债流动性的重要作用机制。

(三) 经济后果分析

为进一步考察政府隐性担保预期下降的经济后果,本文参考已有文献(Lindqvist和Vestman, 2011; Huang和Liu, 2023),分两步进行经济后果分析。首先,本文的基准回归已经证明,在打破刚兑政策冲击下,政府隐性担保预期的下降将导致城投债流动性的显著下降,具体来说,Amihud测度升高0.004,高低价差指标升高0.013。然后,本文进一步探讨债券流动性对债券利差(包括信用债券的一级市场发行利差和二级市场信用利差)的影响。回归模型设定如下,同时引入控制变量,以尽可能减少潜在内生性问题的影响。

$$EC_{ist} = \alpha + \beta Liquidity_{ist} + C_s + \Gamma_t + X_{ist}\Theta + \varepsilon_{ist} \quad (2)$$

其中, EC_{ist} 度量经济后果(一级市场发行利差与二级市场信用利差),一级市场发行利差($Spread1$)为债券发行时票面利率与同期限国开债到期收益率之差,二级市场信用利差($Spread2$)为债券发行1年末的到期收益率与同期限国开债到期收益率之差; $Liquidity_{ist}$ 代表流动性测度指标(Amihud测度与高低价差指标); C_s 为公司固定效应(用以剔除公司层面异质性的影响); Γ_t 代表时间固定效应(年度与月度固定效应),用以控制时间层面不可观测的异质性对估计结果的影响; X_{ist} 是债券、公司与地区层面随时间变化的特征变量; ε_{ist} 代表误差项。

为了与基准回归保持一致,本部分将基于银行间市场数据进行回归。另外,为避免双向因果问题,本部分将样本限制在不受打破刚兑政策影响的部分债券,即城投公司在2013年及之前发行的债券以及其他公司债券。

表7的回归结果显示,Amihud测度的均值每升高1个单位,将分别导致一级市场发行利差增大3.909%,二级市场信用利差增大3.278%;高低价差指标的均值每升高1个单位,将分别导致一级市场发行利差增大8.580%,二级市场信用利差增大1.585%。结合主回归分析的结果,从Amihud测度来看,在打破刚兑政策冲击下,政府隐性担保预期的降低将在整体层面导致城投债的一级市场发行利差增大1.564bp(=0.004×390.9bp),二级市场信用利差增大1.311bp(=0.004×327.8bp);从高低价差指标来分析,政府隐性担保预期的降低将在整体层面导致城投债的一级市场发行利差增大11.154bp(=0.013×858.0bp),二级市场信用利差增大2.061bp(=0.013×158.5bp)。上述结果表明,政府隐性担保预期的下降将导致城投债流动性降低,进而导致城投债发行成本以及城投债信用利差上升,最终对城投公司的融资活动和二级市场债券投资者的资产配置行为带来不利影响。

为进一步解决反向因果可能导致的内生性问题,本文参考张牧扬等(2022),在式(2)的基础上考察解释变量对下一期因变量的影响。考虑到本文的实证情景,本部分在公司样本层面定义利差,以同一公司、在下一期发行、存续的所有债券的平均利差作为公司下一期利差的度量。

^①因篇幅限制,机制检验分样本回归结果未予汇报,留存备索。

在此基础上,本文沿用上一部分等式(2)进行回归,回归结果如表7所示。由于Amihud等流动性度量仍然在债券层面进行计算,故而本部分仍然在债券层面进行回归。表7中,滞后一期的高低价差指标的确会显著影响一级市场的发行利差。具体而言,高低价差指标的均值每升高1个单位,将导致一级市场发行利差增大0.472%。结合主回归分析的结果,在打破刚兑政策冲击下,政府隐性担保预期的降低将在整体层面导致城投债的一级市场发行利差增大0.189bp(=0.004×47.2bp)。上述结果表明,债券流动性水平的降低对下一期的一级市场发行利差具有明显的增大作用。

表7 债券流动性与市场利差

变量	一级市场		二级市场		一级市场(滞后)		二级市场(滞后)	
	Spread1	Spread1	Spread2	Spread2	Spread1'	Spread1'	Spread2'	Spread2'
<i>Amihud</i>	3.909*** (0.419)		3.278*** (0.568)		-0.073 (0.399)		-18.371 (14.481)	
<i>High_low</i>		8.580*** (0.268)		1.585*** (0.399)		0.472* (0.259)		11.671 (9.246)
控制变量	是	是	是	是	是	是	是	是
公司、年度、月度固定效应	是	是	是	是	是	是	是	是
样本量	6 153	6 153	6 646	6 646	9 500	9 500	7 052	7 052
R^2	0.775	0.793	0.742	0.741	0.813	0.813	0.475	0.475

六、结论与政策建议

党的二十大报告指出,要实现经济高质量发展,防范化解金融风险尤为重要。2022年末中央经济工作会议亦强调要“防范化解地方政府债务风险”,尤其是“要加强对融资平台公司的综合治理,推动分类转型”。厘清政府隐性担保预期对城投债的影响,有利于在防范金融风险和防范地方债务风险之间取得平衡,进而促进金融与经济的高质量发展。借助2014年发布的新《预算法》和“43号文”相关政策以及双重差分方法,本文实证探究了政府隐性担保预期的下降对城投债流动性的影响。研究发现:(1)在打破刚兑政策出台后,政府隐性担保预期的下降导致城投债流动性显著降低。这说明削弱城投债背后的政府隐性担保预期在短期内会对投资者造成较大的冲击,引发投资者对城投债的担忧以及抛售行为,进而导致城投债流动性水平下降,须警惕可能造成的流动性紧缩风险。(2)机制分析表明,违约风险是政府隐性担保影响城投债流动性的重要渠道。政府隐性担保预期的下降可以提高投资者对于城投债的违约风险预期,投资者为规避预期的违约损失而采取的出售决策将进一步降低城投债的流动性,在治理政府隐性担保预期的过程中须警惕城投债违约风险上升和流动性恶化的联动风险。(3)本文进一步考察了政府隐性担保对城投债流动性影响的经济后果,发现打破刚兑政策带来的债券流动性下降,显著提升了城投公司的债务融资成本以及城投债的二级市场信用利差。这说明在地方融资平台公司的市场化转型过程中,城投公司因其背后的政府隐性担保而享有的流动性优势和价格优势有所减弱,将在一定程度上降低其对应债资金的吸引力。

基于以上结论,本文提出如下政策建议:(1)政府应当作为城投公司债券发行管理的“有为政府”,对城投公司的债务风险、举债规模、扩张速度等关键指标施加监管和限制。一方面,有关部门应该严格审核政府投资项目的资金来源,从源头上控制隐性债务的产生,以解决政府投资建设项目盲目举债等问题。另一方面,政府应当从公司治理着手推动城投公司治理转型,提升公司经营效率。具体来说,可以分类整合城投平台及其下属各层级子公司,优化管理层级关

系,并且下放相关决策权力,将部分事项审批制转变为备案制度。有关部门亦可适当向城投公司注入有效的运营资产资源,推动城投公司市场化改革与战略转型。(2)对地方投融资平台公司而言,应当明确战略发展定位,积极开展市场化转型与经营改革,以内生发展推动城投债流动性和信用水平的提升。首先,有关企业必须健全投融资预算制度及债务的优化,做到投资计划与风险承受能力相匹配,合理控制债务规模增长。其次,对于市场化项目,合理设定经营业绩考核目标,全力完善绩效考核机制,提升运营能力。可以考虑剥离政府非经营性项目投融资职能,建立政府授权投资经营制度。最后,通过盘活经营性资产及资源,城投公司可以提升生产经营效率与收入稳定性。例如,通过收购城投公司可以快速扩大自身的资产规模,提升资产质量和经营效率,进而增强公司的市场竞争力和可持续发展能力,降低其发行债券的违约风险。再如,通过以资产证券化等方式积极盘活存量资产,城投公司可以扩大投融资来源,降低资产负债率与债务风险。(3)对投资者而言,应该在政府的引导下对地方融资平台公司的偿债风险形成合理预期,增强对城投债信用水平和流动性水平的独立判断能力,理性定价城投债的收益和风险,并做到风险分散以规避重大投资风险。

主要参考文献:

- [1] 陈道富. 我国融资难融资贵的机制根源探究与应对[J]. 金融研究, 2015, (2).
- [2] 郭玉清, 何杨, 李龙. 救助预期、公共池激励与地方政府举债融资的大国治理[J]. 经济研究, 2016, (3).
- [3] 韩鹏飞, 胡奕明. 政府隐性担保一定能降低债券的融资成本吗?——关于国有企业和地方融资平台债券的实证研究[J]. 金融研究, 2015, (3).
- [4] 焦健, 张雪莹. 担保对信用债流动性的影响研究[J]. 证券市场导报, 2018, (9).
- [5] 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).
- [6] 马文涛, 马草原. 政府担保的介入、稳增长的约束与地方政府债务的膨胀陷阱[J]. 经济研究, 2018, (5).
- [7] 毛锐, 刘楠楠, 刘蓉. 地方政府债务扩张与系统性金融风险的触发机制[J]. 中国工业经济, 2018, (4).
- [8] 王博森, 吕元稹, 叶永新. 政府隐性担保风险定价: 基于我国债券交易市场的探讨[J]. 经济研究, 2016, (10).
- [9] 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).
- [10] 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).
- [11] 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).
- [12] 袁乐平, 肖妍. 地方债管理新政对城投债信用风险的影响研究[J]. 金融发展研究, 2017, (6).
- [13] 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).
- [14] 张牧扬, 潘妍, 余泳泽. 社会信用、刚兑信仰与地方政府隐性债务[J]. 金融研究, 2022, (10).
- [15] 郑怡君, 吴文锋, 胡悦. 中国信用债流动性及定价: 来自国际比较的证据[J]. 系统工程理论与实践, 2022, (9).
- [16] 钟辉勇, 钟宁桦, 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).
- [17] 钟宁桦, 陈姗姗, 马惠娴, 等. 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).
- [18] 祝小全, 陈卓, 施展, 等. 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).
- [19] 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).
- [20] Amihud Y. Illiquidity and stock returns: Cross-section and time-series effects[J]. *Journal of Financial*

- [Markets](#), 2002, 5(1): 31–56.
- [21] Amihud Y, Mendelson H. The pricing of illiquidity as a characteristic and as risk[J]. [Multinational Finance Journal](#), 2015, 19(3): 149–168.
- [22] Bao J, O'Hara M, Zhou X. The Volcker Rule and corporate bond market making in times of stress[J]. [Journal of Financial Economics](#), 2018, 130(1): 95–113.
- [23] Bao J, Pan J, Wang J. The illiquidity of corporate bonds[J]. [The Journal of Finance](#), 2011, 66(3): 911–946.
- [24] Black J R, Hoelscher S A, Stock D. How a credit enhancement affects bond liquidity and default risk of the firm[J]. [The Journal of Fixed Income](#), 2018, 28(3): 24–37.
- [25] Blankespoor E, deHaan E, Marinovic I. Disclosure processing costs, investors' information choice, and equity market outcomes: A review[J]. [Journal of Accounting and Economics](#), 2020, 70(2-3): 101344.
- [26] Chen H, Cui R, He Z G, et al. Quantifying liquidity and default risks of corporate bonds over the business cycle[J]. [The Review of Financial Studies](#), 2018, 31(3): 852–897.
- [27] Chen S Y, Ding X X, Lou P Y, et al. New evidence of moral hazard: Environmental liability insurance and firms' environmental performance[J]. [Journal of Risk and Insurance](#), 2022, 89(3): 581–613.
- [28] Chen S Y, Wang L. Will political connections be accounted for in the interest rates of Chinese urban development investment bonds?[J]. [Emerging Markets Finance and Trade](#), 2015, 51(1): 108–129.
- [29] Chetty R, Looney A, Kroft K. Salience and taxation: Theory and evidence[J]. [American Economic Review](#), 2009, 99(4): 1145–1177.
- [30] Dick-Nielsen J, Feldhütter P, Lando D. Corporate bond liquidity before and after the onset of the subprime crisis[J]. [Journal of Financial Economics](#), 2012, 103(3): 471–492.
- [31] Edwards A K, Harris L E, Piwowar M S. Corporate bond market transaction costs and transparency[J]. [The Journal of Finance](#), 2007, 62(3): 1421–1451.
- [32] Ericsson J, Renault O. Liquidity and credit risk[J]. [The Journal of Finance](#), 2006, 61(5): 2219–2250.
- [33] Fong K Y L, Holden C W, Trzcinka C A. What are the best liquidity proxies for global research?[J]. [Review of Finance](#), 2017, 21(4): 1355–1401.
- [34] He Z G, Milbradt K. Endogenous liquidity and defaultable bonds[J]. [Econometrica](#), 2014, 82(4): 1443–1508.
- [35] He Z G, Xiong W. Rollover risk and credit risk[J]. [The Journal of Finance](#), 2012, 67(2): 391–430.
- [36] Huang J Z, Liu B B, Shi Z. Determinants of short-term corporate yield spreads: Evidence from the commercial paper market[J]. [Review of Finance](#), 2023, 27(2): 539–579.
- [37] Huang W, Liu H. Early childhood exposure to health insurance and adolescent outcomes: Evidence from rural China[J]. [Journal of Development Economics](#), 2023, 160: 102925.
- [38] La Ferrara E, Chong A, Duryea S. Soap operas and fertility: Evidence from Brazil[J]. [American Economic Journal: Applied Economics](#), 2012, 4(4): 1–31.
- [39] Li P, Lu Y, Wang J. Does flattening government improve economic performance? Evidence from China[J]. [Journal of Development Economics](#), 2016, 123: 18–37.
- [40] Lindqvist E, Vestman R. The labor market returns to cognitive and noncognitive ability: Evidence from the Swedish enlistment[J]. [American Economic Journal: Applied Economics](#), 2011, 3(1): 101–128.
- [41] Liu L X, Lyu Y, Yu F. Implicit government guarantee and the pricing of Chinese LGFV debt[R]. SSRN Working Paper No. 2922946, 2017.
- [42] Longstaff F A, Mithal S, Neis E. Corporate yield spreads: Default risk or liquidity? New evidence from the credit default swap market[J]. [The Journal of Finance](#), 2005, 60(5): 2213–2253.
- [43] Mahanti S, Nashikkar A, Subrahmanyam M, et al. Latent liquidity: A new measure of liquidity, with an application to corporate bonds[J]. [Journal of Financial Economics](#), 2008, 88(2): 272–298.
- [44] Pástor L, Stambaugh R F. Liquidity risk and expected stock returns[J]. [Journal of Political Economy](#), 2003, 111(3): 642–685.

A Study on the Impact of Government Implicit Guarantee Expectations on Urban Investment Bond Liquidity

Liu Jiayan¹, Guo Lihong²

(1. School of Economics, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China;

2. School of Finance, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China)

Summary: At the end of 2022, the Central Economic Work Conference elevated the prevention and resolution of local government debt risks and the strengthening of comprehensive governance of financing platform companies to an extremely important level. Clarifying the impact of government implicit guarantee expectations on urban investment bonds is conducive to achieving a balance between preventing financial risks and local debt risks, and promoting high-quality development of finance and economy.

Based on the perspective of exogenous policy shocks, this paper explores the impact of the decline in government implicit guarantee expectations on the liquidity of urban investment bonds. The study finds that after the implementation of the “breaking the rigid exchange” policy in 2014, the decline in government implicit guarantee expectations led to a significant deterioration in the liquidity of urban investment bonds. Mechanism analysis shows that default risk is an important channel for government implicit guarantee to affect bond liquidity. The decrease in government implicit guarantee expectations can increase investors’ expectations of default risk for urban investment bonds. The selling decisions taken by investors to avoid expected default losses will further reduce bond liquidity. Further analysis reveals that the “breaking the rigid exchange” policy leads to a decrease in bond liquidity, significantly increasing the debt financing costs of urban investment companies and the credit spread in the secondary market of urban investment bonds.

Therefore, government departments should gradually promote policies related to weakening implicit guarantee expectations, strictly monitor the liquidity risk impact caused by the rising default risk of urban investment bonds, and especially focus on regulating the liquidity of some urban investment bonds that are sensitive to changes in implicit guarantee expectations. Urban investment companies should reduce their reliance on implicit government guarantees in the process of debt financing, focus on improving their profitability, and actively adapt to market-oriented reforms. Investors should form reasonable expectations for the debt repayment risk of local financing platform companies under the guidance of the government, and price the returns and risks of urban investment bonds rationally.

Key words: urban investment bonds; government implicit guarantee; bond liquidity

(责任编辑: 王西民)