

财政监管如何影响债券市场发行定价？ ——基于融资平台转型政策的准自然实验

姚东旻, 董鸿儒, 孟 境, 罗文淇

(中央财经大学 中国财政发展协同创新中心, 北京 102206)

摘 要: 财政监管会对金融市场产生何种影响是财政政策与金融政策协调的重要内容。文章利用始于 2015 年各地发布的“融资平台转型”专项文件作为财政监管政策的典型冲击和事件窗口, 借助 2010—2021 年全国 3 269 家地方融资平台及其所在地级市综合面板数据, 系统使用了因果推断的多种方法, 试图探究针对债券发行主体的财政强监管如何作用于债券一级市场。研究发现, 该类文件传递了明确的“不兜底”“强监管”“促转型”信号, 会对不同风险状况的地方融资平台潜在信用风险产生不同影响, 并表现为债券发行“溢价”(或“折价”)效应: 财政监管政策传递的“不兜底”“强监管”“促转型”信号在短期显著提升了地方融资平台在债券一级市场的加权平均发行利差; 在债务率水平较高且发生过债券违约情况的地区, 地方融资平台加权平均发行利差在政策信号影响下显著上升; 而在债务率水平较低且未发生过债券违约的地区, 则其定价表现相反。这一发现验证了财政监管有助于加强债券一级市场对地方融资潜在信用风险的差异化精确识别, 提供了财政监管对于金融市场定价效率提升的佐证。

关键词: 财政监管; 债券定价; 地方融资平台; 潜在信用风险; 发行利差

中图分类号: F812.2 文献标识码: A 文章编号: 1001-9952(2024)06-0034-15

DOI: 10.16538/j.cnki.jfe.20240413.201

一、引 言

作为财政管理的重要内容, 财政监管国有金融资本既是财政部门履行国有金融资本出资人职责、维护监管公正性与权威性的必然要求, 也是实现财权统一、保障国家金融安全的战略选择。党的二十大报告指出, 要建立现代财政金融体系, 保障金融稳定, 依法规范和引导资本健康发展。因此, 探究财政监管在金融市场发挥的政策效应, 可为进一步完善国有金融资本监管体系、实现财政与金融政策协同提供重要的经验借鉴。在我国, 地方融资平台是一类特殊的地方国有企业。一方面, 地方融资平台因承接地方基础设施建设、土地开发以及保障性住房建设等项目, 具有较强的政府职能属性, 受到财政监管政策的约束; 另一方面, 地方融资平台可以在金融市场发行城投债, 以市场化方式吸引金融资本。地方融资平台作为一个特殊载体, 兼具“财

收稿日期: 2023-11-14

基金项目: 中央财经大学教育教学改革基金 2022 年度资助课题(2022IXJG37)

作者简介: 姚东旻(1985—), 男, 陕西汉中, 中央财经大学中国财政发展协同创新中心教授, 博士生导师;

董鸿儒(1995—), 男, 山东威海人, 中央财经大学中国财政发展协同创新中心博士研究生;

孟 境(2000—)(通讯作者), 女, 河北沧州人, 中央财经大学中国财政发展协同创新中心硕士研究生;

罗文淇(1999—), 女, 辽宁抚顺人, 中央财经大学中国财政发展协同创新中心博士研究生。

政”与“金融”双重属性,是探究财政监管政策对金融市场影响的绝佳样本。

2008年国际金融危机之后,我国实施“四万亿”经济刺激计划,使得地方融资平台通过金融机构在短期吸纳了巨额金融资金,成为地方政府债务的主要载体(沈坤荣和施宇,2022)。在此过程中,地方政府往往直接参与地方融资平台的日常经营决策,给予地方融资平台各类资源支持,由此形成政府信用背书(葛鹤军和缙婷,2011)。这种信用支持具体表现为地方政府通过资产延伸、风险联保等方式增强地方融资平台的融资能力,以此满足地方政府的融资需求,并导致债务规模扩张(徐军伟等,2020)。地方债务规模的扩张会导致财政政策效果的不确定性增加(Yang,2023),对私人投资产生“挤出效应”(余海跃和康书隆,2020),同时还会增加金融体系的脆弱性(李书等,2023)。2010年起,国家层面就已经对融资平台采取债务清理、妥善安排后续融资、加强信贷管理等系列监管措施,但该时期小幅政策收紧所产生的实际效果并不明显。因此,国务院于2014年发布《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》(国发〔2014〕43号,以下简称“43号文件”),通过实施地方政府债务管理改革以及硬化预算约束等财政监管措施,剥离地方融资平台长期存在的政府信用背书。在“43号文件”指引下,2015年起,部分地方政府陆续出台关于推动融资平台市场化转型发展的指导意见,为融资平台脱离政府信用体系、实现市场化运作提出指导意见。那么,上述财政监管地方融资平台政策能否对金融市场产生影响?如果能,财政监管又是如何“跨领域”产生影响的呢?

债券发行利差是债券定价的重要组成部分,同时也是反映发行主体潜在信用风险的重要信号(Merton等,1974;王雄元等,2015),而城投债券信用利差同样可以较好地衡量市场投资者对于地方融资平台信用风险的溢价要求,体现投资者对于标的资产的信用风险预期(苏洁和王勇,2023)。这就意味着,地方融资平台潜在信用风险变化可能是探究财政监管政策如何影响债券发行定价的内在机制。在详细整理全国各地发布的“融资平台转型发展”专项文件之后,围绕地方融资平台潜在信用风险这一概念,本文提出了财政监管影响地方融资平台债券市场定价水平的两条路径:对高风险状况的地方融资平台释放更强的融资约束信号,使其潜在信用风险进一步上升,从而抬高其在债券市场的定价水平;对低风险状况的地方融资平台释放推动转型发展、改善经营状况的预期信号,使其潜在信用风险进一步下降,从而降低其在债券市场的定价水平。为验证上述结论是否成立,本文利用2010—2021年地方融资平台公司的财务数据、城投债数据以及所在地地级市数据构建综合面板数据,^①以地方融资平台加权平均发行信用利差作为衡量债券定价结果的指标,将“融资平台转型发展”专项文件的发布作为财政监管的典型冲击,并通过双重倍差法、倾向得分匹配双重倍差法、交叠双重倍差的稳健估计法、合成双重倍差法等因果推断方法识别财政监管对债券定价的影响。在此基础上,本文进一步通过地方债务率高低以及有无违约事件发生情况综合刻画地方融资平台风险状况的识别策略,并通过分组回归、三重差分法检验政策信号在两条传播路径下的债券定价结果。本文可能的边际贡献主要体现在以下三个方面:第一,本文将地方融资平台的潜在信用风险作为财政监管影响债券发行定价的主要机制,提出了财政监管如何影响债券发行定价水平的分析框架,并通过实证方法来验证分析结果的有效性,适当补充了现有关于财政监管影响债券定价机制的研究成果。第二,本文以

^① 本文利用融资平台加权平均发行信用利差作为核心被解释变量,数据生成主要遵循以下步骤:第一,统计城投债发行时所在年度以及债券到期日期所在年度,生成债券存续期矩阵;第二,根据每笔债券存续期限,将债券发行信用利差计入每一个存续年度之内;第三,按照债券发行额占当年发行人总发行规模的比例,逐笔计算城投债发行额度的权重;第四,逐笔计算城投债在存续年度内的加权平均发行信用利差,随后按照发行人口径进行加总,形成融资平台层面的加权平均发行信用利差。

各地出台的融资平台转型专项文件作为政策研究的主要对象,补充了财政监管政策评价的研究内容。第三,本文借助伪面板数据生成思路,将城投债数据以发债个体为单位加权平均生成融资平台的面板数据,并将地方融资平台作为研究个体,探究财政监管如何影响地方融资平台层面的债券定价结果,丰富了地方融资平台微观运行机制的研究内容。

二、文献综述与制度背景

(一) 财政监管对债券市场的影响

大量研究表明财政监管政策能够影响债券市场的交易行为。国外研究发现,美国州政府的财政决策以及债券发行限制等政策会对当地市政债券的借贷成本产生显著影响(John, 1994; Poterba 等, 2001); 限制性契约条款有助于降低债券风险溢价(Bradley 和 Roberts, 2015); 财政支出规则的不确定性可以预测债券市场的超额回报(Bretschger 等, 2020)。此外,德国 NRW 州启动的一项“财政重整计划”使得政府债务规模明显缩减(Christofzik 和 Kessing, 2018)。在我国,地方政府、地方融资平台与金融市场关联紧密(刘骥和卢亚娟, 2016), 它们之间复杂的关系势必会影响金融市场的资源配置(朱军等, 2018)。因此,国内学者集中评估了针对地方融资平台的一系列财政监管政策的效果,并着重分析其对债券市场产生的影响。

从财政监管的内容来看,已有文献大致可以归纳为以下两类:第一类是借助以“43 号文件”为代表的系列监管措施展开政策效果评价。相关研究认为,随着地方政府监管工作的推进,地方融资平台体现出了一定的利率敏感性,城投债整体发行定价的市场化水平有所提高(刘天保等, 2017; 王敏和方铸, 2018)。具体来看,“43 号文件”引领的地方政府性债务管理改革不仅抑制了政府性债务的增长,而且还缓解了地方融资平台信贷融资对于民营企业融资的“挤出效应”(梁若冰和王群群, 2021)。针对《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]的研究发现,监管政策中提出的违规举债问责政策使城投债信用利差明显上升(聂卓等, 2023)。此外,部分学者收集了 2018 年国家出台的系列隐性债务治理政策,并通过实证检验发现,地方隐性债务甄别与上报的“穿透式监管”政策能够有效抑制地方隐性债务扩张并且降低地区信用风险(王彦超等, 2023)。第二类研究则主要围绕政府债务治理的相关事件展开。例如,2014 年实施的地方债“自发自还”模式有助于强化金融市场对于地方政府发债行为的约束,进而降低城投债的风险溢价(朱莹和王健, 2018); 地方政府债务恳谈会向市场传递的救助预期导致城投债发行利差在一级市场上呈现收窄现象(曹婧, 2023); 2021 年实施的隐债清零试点政策同时释放出脱钩与救助的非对称信号,在选择性相信救助的前提条件下,城投债的隐性担保预期被强化,从而使得城投债发行利差下降(李娜等, 2023)。

(二) 监管政策影响债券定价的机制研究

依据 Merton 在 1974 年提出的利率风险结构理论,债券定价主要包含三个核心要素,即无风险利率、债券条款和发行主体违约概率。在此基础之上,大量研究发现债券的担保条款、区域、主体评级、含权状况等因素对债券发行利差具有显著影响(Fons 和 Kimball, 1991; Fisher, 2010), 这些因素通过改善(或恶化)了发行主体的潜在信用风险,最终引起债券发行利差的下降(或上升)。因此,发行主体潜在信用风险状况是各类因素中引起债券发行利差发生变化的重要机制。国内学者围绕地方融资平台特有的政府隐性担保特征进行了广泛的研究,政府隐性担保是指政府与债务主体间直接或间接存在的特殊关系,这种关系并未直接出现在债务契约之中,而是通过地方政府的救助意愿以及救助能力得以体现,并最终影响着债券定价(王博森等, 2016)。从本质上来说,隐性担保是发行主体获得信用担保从而降低信用风险的一类特殊形式。但现有关

于隐性担保的研究仍缺乏系统的理论框架，这在无形之中泛化了“隐性担保”的概念范围，增加了结论的模糊性(钟宁桦等, 2021)。从已有研究来看，广义的隐性担保具有三个层次的含义：隐性担保预期、隐性担保能力以及隐性担保意愿。首先，隐性担保预期主要指城投债或国有企业债券信用利差与一般民营企业债以及公司债之间信用利差的差异，是对政府隐性担保行为的一种度量方法(钟宁桦等, 2021; 柳永明和殷越, 2024)。其次，隐性担保能力主要指地方政府自身经济发展状况、财政实力以及债务置换能力等反映地方政府债务救助能力的经济指标，是影响债券发行定价的重要因素(汪莉和陈诗一, 2015; 邱志刚等, 2022)。城投非标违约、国企违约事件的频繁发生，也能够从侧面体现出地方政府隐性担保能力较弱的事实，并由此导致债券信用利差的上升(韩鹏飞和胡奕明, 2015; 王伟同等, 2022)。最后，隐性担保意愿主要指政策内容本身所传达的地方政府的救助意愿，这种救助意愿需要借助隐性担保能力来体现(曹婧, 2023)。隐性担保意愿所传递的“脱钩信号”以及“救助信号”会引起市场投资者的预期调整，从而使得债券定价发生相应变化(邹瑾等, 2020; 李娜等, 2023)。除隐性担保的相关研究之外，也有部分学者认为外生事件的发生会驱使投资者情绪波动，从而引起债券发行定价的变化(苏洁和王勇, 2023)。

现有关于财政监管政策与城投债市场关系的研究成果已较为丰富，尤其是隐性担保意愿的相关研究从政策内容出发，很好地搭建了政策信号、政府隐性担保能力、隐性担保预期以及债券定价之间的关联。但是，现有研究往往忽视了发行主体潜在信用风险这一内在机制的变化过程，忽略了市场投资者基于政府行为信号调整自身投资行为的动态过程，从而未充分考虑地方融资平台作为发债主体的特征差异。

(三)制度背景

地方融资平台债务是地方政府隐性债务的重要组成部分，中央政府高度重视地方融资平台的债务问题，出台了一系列财政监管政策以化解地方政府隐性债务(颜色和张沁萱, 2023)。2014年，国务院发布“43号文件”，旨在通过强化预算约束来剥离平台的政府信用，从而降低社会融资成本。“43号文件”打破了融资平台长期与一般国有企业之间存在的差异化发展状态，此外，文件还要求加强对融资平台的监管力度，确保不发生区域性和系统性风险。自此，地方融资平台面临着如何与地方政府脱钩并找准自身发展定位等重要问题，这标志着地方融资平台迈向转型发展的新阶段。为落实“43号文件”有关剥离融资平台政府融资职能的要求，同时为融资平台后续发展指明方向，2015年1月河南省人民政府办公厅首次出台《关于促进政府投融资公司改革转型发展的指导意见》。文件强调要坚决落实“43号文件”中有关剥离地方融资平台的政府融资职能的要求，在不承担政府举债融资功能的前提下，推动政府投融资公司由过度依赖财政性融资向政府引导的市场化融资转变。

本文从北大法宝、各地地方政府门户网站、券商研报等公开渠道收集全国各地出台的地方融资平台转型发展的专项文件。本文选取政策文本的标准如下：一是文件名称以地方融资平台转型作为核心主题，是由地方政府自主发布的专项文件；二是专项文件中同时包含地方债务管理与地方融资平台转型的具体指引内容，并且对地方融资平台转型提出明确的规划方案；三是专项文件对外公开，即属于市场投资者可以在公开网络渠道下获取的有效信息。从“不兜底”信号的具体内容来看，所有地方融资平台转型发展意见均明确提出地方融资平台不再承担政府融资职能、厘清政府与企业边界等打破兜底预期的相关内容。“强监管”信号的具体内容主要体现为地方政府所采取的一系列保障措施，包括建立多层次风险监测预警机制、成立领导小组、加强绩效考核、建立管理清单以及责任清单等方式，不断强化各部门责任担当，压实主体责任。“促转型”信号指明了地方融资平台转型发展的方向，即通过有效的自我发展与盈利成为自主

经营的市场化主体，并助力区域战略性新兴产业的发展。因此，这一政策信号与前两类信号不同，它反映出地方政府对于能够向市场化、产业化方向转型的地方融资平台的支持态度。结合以上分析，融资平台转型发展意见在“43号文件”基础之上进一步对债务管理工作进行规划，并通过一系列有力的监管政策措施切实防范债务风险。

以文件核心内容作为事实证据，本文推演了一个财政监管信号影响地方融资平台潜在信用风险的分析框架(如图1所示)。考虑到不同地方融资平台在存量债务规模方面存在差异，所以“不兜底”信号、“强监管”信号以及“促转型”信号对于不同风险状况的融资平台可能会产生不同的影响。具体来看，对于存量债务负担较轻的地方融资平台而言，固有风险较低，即使不依赖政府支持，也能够顺利化解存量债务并按照政策指引顺利实现转型、强化实体经营能力，这也使得其潜在信用风险降低；对于存量债务负担较重的地方融资平台而言，固有风险较高，当地方政府重申不兜底、强化监管、推动地方融资平台市场化转型的治理原则时，地方融资平台的融资困境会加剧，潜在信用风险也会进一步上升。

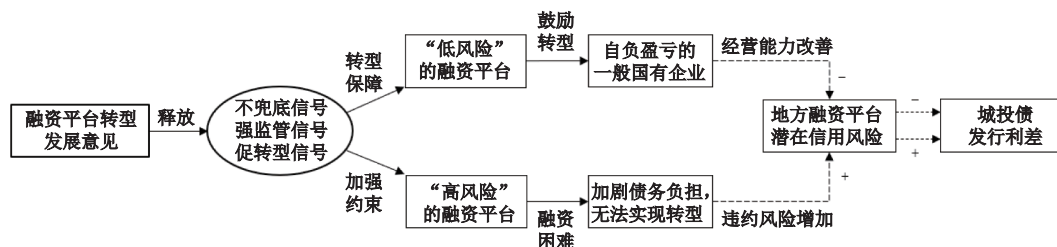


图1 政策信号在风险渠道下的传导机制

综上所述，融资平台转型发展意见的内容本身会传递政府“不兜底”“强监管”“促转型”信号，并且政策信号对于不同风险状况的地方融资平台来说会引起其潜在信用风险发生不同变化，最终在债券市场体现为不同的债券定价水平。

三、典型事实发现与理论假说

(一)政策信号存在的事实发现

典型事实 1: 地方融资平台市场化转型发展意见传递了打破兜底预期、对融资平台强化监管以及推动融资平台实现市场化转型的信号。

本文依次统计 14 篇专项文件的发文层级、生效时间、体现政策信号内容的文字数量、适用该文件的地方融资平台数量等信息。如表 1 所示，专项文件共包含河南省、湖南省、安徽省、陕西省、山东省、广西壮族自治区以及甘肃省政府出台的省级文件 7 篇，包含兰州市、日照市、毕节市、青州市、南通市、衢州市以及张家界市出台的市县级文件 7 篇。同时，本文根据政策内容以及地方融资平台所在地等信息，识别出适用转型发展意见的地方融资平台共 820 家，即认为这部分地方融资平台受到转型发展意见所传递的“不兜底”“强监管”“促转型”信号的影响，并将其作为准自然实验的“处理组”。对于未在公开渠道发布专项意见的地区来说，其下属的地方融资平台没有受到与“处理组”同样的政策信号影响，因此将其视为准自然实验的“控制组”，“控制组”共包含地方融资平台 2 473 家。此外，本文进一步统计了 14 篇专项文件中体现“不兜底”“强监管”“促转型”信号相关内容的字数占比，以此来反映每篇文件中两类信号的关注度。由表 1 不难发现，所有专项文件均能直观地体现各类政策信号，“不兜底”与“强监管”信号内容平均占比为 38.47%，“促转型”信号内容平均占比为 19.10%。

表 1 融资平台转型发展意见存在“不兜底”“强监管”“促转型”信号的证据

文件 ^①	地区	适用范围	辐射平台数量	不兜底、强监管内容占比	促转型内容占比	政策生效年份							
						2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
1	河南	省	111	21%	14%								
2	兰州	市	11	79%	19%								
3	湖南	县	18	32%	34%								
4	安徽	省	138	21%	23%								
5	日照	市	10	24%	13%								
6	毕节	市	13	26%	27%								
7	青州	市	3	32%	6%								
8	南通	市	71	54%	40%								
9	陕西	省	77	41%	28%								
10	衢州	市	12	64%	11%								
11	张家界	市	5	18%	17%								
12	山东	省	267	57%	17%								
13	广西	自治区	62	46%	8%								
14	甘肃	市县	22	28%	10%								
数量总计/平均占比			820	38.47%	19.10%	控制组平台数量总计							2 473

数据来源:作者根据公开文件内容整理

(二)融资平台转型发展意见发布后影响城投债发行定价的事实

典型事实 2: 融资平台转型发展意见出台后城投债发行利差明显变高,且该变化在地方政府债务率较高地区和发生过违约事件地区的城投债中更加明显。

为初步观察融资平台转型发展意见的出台对城投债发行利差是否产生影响,本文根据 Choice 数据库统计了 2010—2021 年间所有城投债的日均发行利差,并根据城投债所在地区是否发布了融资平台转型发展意见来分别绘制折线图。从图 2a 中不难发现,尽管城投债的日均发行利差存在较大幅度的波动,但从 2015 年首部专项文件发布后,出台政策地区的城投债日均发行利差走势基本高于未出台政策地区。为进一步观测不同风险状况的地方融资平台受到政策信号的影响程度是否也存在不同,本文分别对比了地方债务率水平较高与较低、1 年内本省发生过违约事件与未发生过违约事件地区的城投债发行利差变化情况,结果如图 2b 所示。在低债务

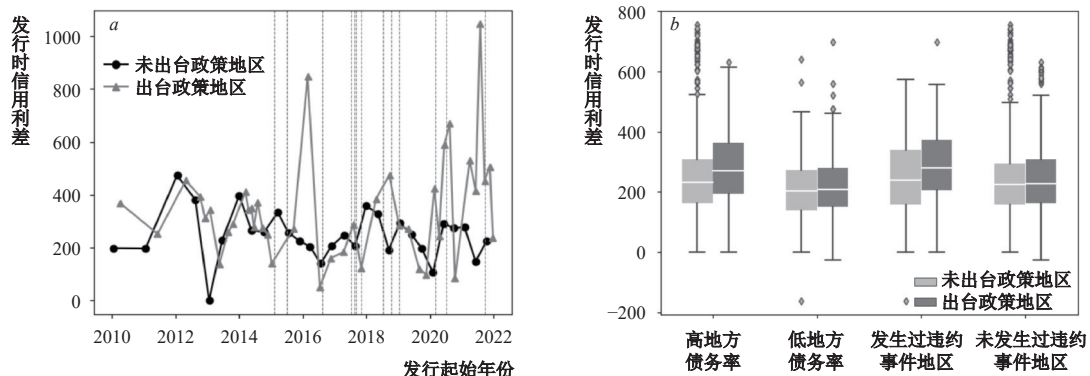


图 2 融资平台转型发展意见出台前后对比图

① 受篇幅限制,文章未逐一展示文件名称,感兴趣的读者可向作者索取。

率、未发生过违约事件的地区,政策出台前后城投债发行利差变化并不明显,而对于高债务率地区以及发生过违约事件的地区而言,城投债发行利差在政策出台后有明显上升趋势。

(三)假说提出

债券定价的核心在于确定信用利差(又称风险收益率)大小,即债券投资者要求的风险补偿水平(李永等,2018)。而债券的潜在信用风险又是引起债券发行利差发生变化的关键因素,已有研究普遍将债券发行利差作为债券违约风险的代理变量(史永东等,2021)。因此,潜在信用风险是导致债券发行利差发生变化的重要因素。当地方融资平台潜在信用风险上升时,投资者会要求更高的风险溢价,城投债的发行利差会升高;反之则会下降。当下,我国地方融资平台整体上依然存在高度依赖借新还旧、转型困难的风险特征(闫铮等,2021)。所以对于大部分地方融资平台来说,“不兜底”信号以及“强监管”信号会对其融资行为产生约束,地方融资平台后续融资需求难以得到保障,“促转型”信号的支持效果难以显现,因此市场投资者形成地方融资平台潜在信用风险升高的预期,并要求更高的风险补偿。由此,本文提出假说 1。

假说 1: 财政监管政策传递的“不兜底”“强监管”“促转型”信号会导致地方融资平台加权平均发行利差整体上升。

现有研究普遍从政府隐性担保的视角来理解地方融资平台的债务风险问题,而隐性担保的本质是来自对未来地方政府救助能力的预期,即投资者通过判断地方政府能否以及是否愿意救助地方融资平台债务,从而评估地方融资平台的风险状况。在此过程中,地方债务负担是投资者在城投债定价中关注的重要信息,偿债压力较大的地方政府更可能对融资平台采取不救助原则,从而加剧地方融资平台违约可能性(刘晓蕾等,2021)。同时,自 2015 年我国第一只国有企业债券发生实质性违约之后,全国地方国有企业债务违约以及城投非标融资违约数量不断上升。根据企业预警通数据统计,截至 2021 年全国共发生地方国有企业债务违约事件 81 起,城投非标融资违约事件 160 起。地方国有企业违约和城投非标融资违约事件的发生意味着地方融资平台的“刚性兑付”信仰被实质性打破,使得投资者对于违约风险的警觉意识加强(王茹婷等,2022)。违约事件的发生也会引起连锁反应并触发区域系统性风险,而这种连锁反应发生的主要原因是违约事件会引起市场对于区域信用环境的担忧,并呈现出短期的外溢效应(王伟同等,2022)。

综上所述,地方政府债务负担以及违约事件的发生情况均能从一定程度上反映地方融资平台原有的风险状况,这也为市场投资者提供了直观的风险识别标准。当综合考虑地方债务水平以及违约事件的发生情况时,对于地方政府债务率水平较高且发生过违约事件地区而言,地方融资平台具有高风险状况的特征,会受到“不兜底”与“强监管”信号的严格约束,使其潜在信用风险进一步上升,从而体现为更高的风险溢价补偿;相反,未发生违约事件并且地方政府债务率水平较低地区的地方融资平台具有低风险状况的特征。“促转型”信号释放后,与高风险类地方融资平台相比,投资者对低风险的地方融资平台违约的担忧较弱。同时,市场投资者认为该地融资平台较容易实现市场化转型目标,整体的违约风险较低。出于风险规避的心理,低风险地区城投债券的吸引力更大,这使得投资需求上升,债券信用利差下降。为此,本文提出假说 2。

假说 2: 高地方债务率且发生过违约事件地区的地方融资平台受到政策信号影响后加权平均发行利差上升,低地方债务率且未发生过违约事件地区的地方融资平台加权平均发行利差下降。

四、研究设计

(一)数据来源与模型设定

为验证理论假说,本文以地方融资平台为研究对象,利用 Choice 数据库获取全国地方融资平台的名单、2010—2021 年城投债数据以及地方融资平台年度财务数据。同时,将城投债数据与

融资平台财务数据匹配，构建以地方融资平台为个体的面板数据。在宏观层面的控制变量中，地级市政府的地方政府债券余额数据来自 Choice 数据库，地级市层面的 GDP、户籍人口数量、一般公共预算收入和一般公共预算支出数据由作者通过《中国城市统计年鉴》和地方政府统计局网站整理所得。国内 7 天银行间回购定盘利率(R007)数据来源于 WIND 数据库，而微观层面的地方融资平台年度财务数据均来自于 Choice 数据库。本文选取双重差分模型(Difference-in-Difference, DID)作为基准模型，以观察融资平台转型发展意见的出台对城投债发行利差是否存在影响。具体模型设定如下：

$$WACS_{it} = \alpha + \beta_1 Post1_t + X'_{it}\phi + \mu_i + \delta_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中， $WACS_{it}$ 为核心被解释变量，表示融资平台 i 在 t 年的加权平均发行利差。 $Post1_t$ 是核心解释变量，表示是否为政策颁布后第一年的虚拟变量，这一设计的主要原因如下：首先，事件冲击对于债券市场定价的影响效果往往具有短期特点，而本文将地方融资平台作为研究个体并使用地方融资平台的年度数据，1 年是可选的最短事件窗口期；其次，考虑到处理组获得政策处理效应的时间节点存在差异，选择冲击后 1 年的政策处理效应作为实证检验的关键变量，能够在一定程度上减小事件发生后其他干扰因素的影响。 X'_{it} 为融资平台的宏观层面控制变量以及微观层面控制变量； μ_i 为融资平台个体固定效应； δ_t 是融资平台的年度固定效应。

(二)主要变量定义与统计描述

为综合地反映地方融资平台的债券定价水平，本文借鉴邹瑾等(2020)的研究，将核心被解释变量定为融资平台年度加权平均发行利差($WACS_{it}$)。首先，本文按照城投债的发行利差和债券存续年度构建了利差矩阵，即将城投债发行利差计入其在存续期间的每一年；其次，参考 Deaton(1985)提出的以“群”为个体构造面板数据的思路，按照城投债发行主体和所在年度的分组方式对城投债的发行利差进行加权平均处理，构造融资平台按年度归集的“伪面板”数据。这样做的好处是可以将地方融资平台作为本文的研究主体，避免了因城投债截面数据结构的特点而引起的个体测量误差，防止样本的流失(杨琦，2019)。对每一个融资平台来说，具体计算方法如下：

$$WACS_t^A = \sum_{i=1}^n w_{it} \times CS_{it}, \quad t^* = \{t | t \in [Issueddate_i, Maturitydate_i]\} \quad (2)$$

其中， i 为发行人 A 当年所包含的所有存量城投债(未到期的城投债)； n 代表发行人在会计年度 t 中持有的存量城投债数量； w_{it} 为债券 i 发行额占发行人当年总体发行规模的权重； CS_{it} 为第 i 只债券在其存续期间的发行利差，由债券发行利率与同期国债收益率之差计算所得； $Issueddate_i$ 代表债券 i 发行时所在年度， $Maturitydate_i$ 代表债券 i 到期时所在年度，如果发行人会计年度 t 正好在该只债券的存续年度期内，那么当年该只债券的发行时信用利差计入发行人 A 在第 t 年整体的加权平均值中。

控制变量方面，本文借鉴了邱志刚等(2022)的做法，选择地级市层面的宏观经济数据以及微观企业的财务数据作为控制变量。^①宏观经济变量包括地级市政府 GDP 的对数、户籍人口总数的对数、地级市政府一般公共预算收入与支出的对数、地级市政府综合债务规模的对数、地级市政府债务率水平以及国内 7 天银行间回购定盘利率。在衡量地方政府债务规模时，本文参考洪源和胡慧姣(2023)有关地方政府债务划分的思路，综合考虑地方政府显性债务规模与隐性债务规模，将地方政府债券余额与该地区城投债余额加总作为地级市政府综合债务规模的衡量方式。地方政府债务率水平等于地方政府综合债务规模除以当地地级市政府的一般公共预算收入。在选取微观企业层面的控制变量时，本文依次以融资平台发行主体信用评级等级、加权平

^① 受篇幅限制，文章未展示描述性统计，感兴趣的读者可向作者索取。

均净资产收益率水平、资产规模的对数、资产负债率水平来代表融资平台的信用状况、盈利能力、企业规模以及企业偿债压力等基本面情况。

(三)实证策略

第一步:采用多时点双重差分模型初步检验转型发展意见的出台是否对融资平台的加权平均发行利差产生影响。基准回归中的处理组为2015—2021年间出台过地方融资平台转型发展意见的地方政府所管辖的地方融资平台,共计820家。控制组为全国范围内未出台此类政策地区下属的地方融资平台,共2473家。

第二步:本文拟运用安慰剂检验、倾向得分匹配、替换被解释变量、交叠DID的稳健估计量、Bacon分解、合成双重差分等多种实证方法,进一步验证基准回归结果的有效性与稳健性。

第三步:为验证地方融资平台潜在信用风险这一核心机制,本文通过分组回归以及三重差分的方法,识别政策信号是否会对不同风险的地方融资平台产生差异化影响。同时,本文引入债券认购倍数这一市场投资需求指标,以验证债券认购倍数的变动情况是否与债券信用利差变动情况相反。

五、回归结果与分析

(一)基准回归结果

表2展示了融资平台转型政策对发行利差的基准回归结果。在控制了地方融资平台个体和年份固定效应后,政策效应的系数显著为正,这表明与未受到监管政策信号影响的地方融资平台相比,受到财政监管政策信号影响的地方融资平台的加权平均发行利差显著升高。由此可见,专项文件传递的政策信号确实能够引起地方融资平台债券定价水平发生变化。在加入控制变量后,促进效果依然显著。假说1得到验证。

表2 基准回归结果

	被解释变量:加权平均发行利差		被解释变量:加权平均发行利率	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Post</i> ₁	43.094*** (3.065)	35.742*** (2.665)	0.622** (2.406)	0.499** (2.026)
加入控制变量	否	是	否	是
个体固定效应	控制	控制	控制	控制
年份固定效应	控制	控制	控制	控制
样本量	21 782	21 782	21 782	21 782
<i>R</i> ²	0.503	0.548	0.577	0.611

注: *、**和***分别表示在10%、5%和1%的水平上显著,括号内为聚类标准误下的*t*值。下同。

(二)估计有效性分析

1. 平行趋势检验。判断双重差分法是否有效的重要前提是能否通过平行趋势检验,即融资平台转型政策颁布前,处理组和控制组的债券发行利差变动趋势相同或不存在系统性差异。为此,本文借鉴Jacobson等(1993)的做法,采用事件分析法进行平行趋势假设检验,模型设定如下:

$$WACS_{it} = \alpha + \beta_k \sum_{k=5}^{-1} Pre_k + \beta_0 Current + \beta_1 Post_1 + X'_{it} \phi + \mu_i + \delta_t + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

其中, *Post*₁表示当年政策是否颁布后第一年的虚拟变量, *Current*表示是否是政策颁布当年的虚拟变量, *Pre*_{*k*}表示是否是政策颁布前第*k*年,其他部分和基准回归模型一致。考虑到融资平台转型的政策效应存在一定的非持续性,本文将政策颁布前1年设为基准组。结果显示,^①融资平台

① 受篇幅限制,文章有效性分析及稳健性检验结果未展示,感兴趣的读者可向作者索取。

转型政策出台前各年的系数没有显著差异，满足平行趋势假设。

2. 安慰剂检验。为排除政策冲击的随机性影响，本文借鉴马述忠等(2023)的做法，通过从样本中随机抽取处理组进行安慰剂检验。具体而言，从全样本的3 293个地方融资平台中随机抽取820个地方融资平台作为“伪”处理组，将剩余2 473个融资平台作为没有受到政策影响的“伪”控制组，再次进行估计。结果表明，政策冲击与融资平台虚拟变量交互项的估计系数集中在0附近且服从正态分布，明显远离真实回归系数，说明潜在的其他因素并不会对本文基准回归结果带来较大程度的干扰。

王永钦和吴娴(2019)在开展有关央行政策对于债券市场微观数据影响的准自然实验时，提出债券利差的下降可能是由市场的周期性变化而非政策导致的。因此，本文借鉴王茹婷等(2022)的做法，将政策冲击年份前置1年与2年。结果显示，政策处理效果并不会随虚拟时间的前置而发生变化，进一步验证了基准回归和平行趋势检验的有效性。

(三)稳健性检验

1. PSM-DID 估计检验。本文采用倾向得分匹配法(PSM)构建可比控制组进行实证分析。根据匹配后的样本，在依次采用最近邻匹配、1:5 匹配、核匹配和半径匹配方法后，均能得到政策处理效应显著为正的结论。

2. 替换被解释变量。本文以地方融资平台加权平均发行利率量化债券定价水平并进行稳健性测试。结果显示，融资平台转型政策实施1年后，地方融资平台的加权平均发行利率显著上升，表明政策信号能够提高地方融资平台的债券定价水平，与本文基准回归结果保持一致。

3. Bacon 分解与交叠 DID 稳健估计量。本文参考 Goodman-Bacon(2021)提出的 DID 估计量分解法，检验双向固定效应下多时点双重差分估计的偏误程度。结果表明，多时点双重差分模型估计结果较少受到处理效应异质性问题所带来的影响。此外，本文进一步借鉴 Callaway 和 Sant'Anna(2021)的做法，采用交叠 DID 稳健估计量的计算方法重新检验政策的处理效应，并基于事件分析法判断稳健估计的动态趋势变化是否与基准回归结果保持一致。结果表明，融资平台转型发展意见的发布依然显著提高了地方融资平台的加权平均发行利差。

4. 合成双重倍差法(SDID)估计。SDID 方法同样适用于多时点的政策冲击情形，并能够计算出更加稳健的处理组平均处理效应(ATT)(Bhalotra 等, 2023)。为确保结果的稳健性，本文分别使用了 Bootstrap 与 Placebo 两种方法，同时在每种方法下分别考虑加入控制变量与不加入控制变量的情况。结果显示，所有情况下的 ATT 结果均显著为正，即融资平台转型发展意见的发布提高了地方融资平台加权平均发行利差。

六、机制检验

(一)单一因素的异质性分析

1. 考虑地方政府债务率水平的影响。鉴于融资平台转型发展意见传递的“不兜底”“强监管”“促转型”信号会产生异质性影响，本文根据各地方政府债务率的中位数来划分高债务率组与低债务率组，以考察专项文件对地方融资平台加权平均发行利差的影响在不同债务率水平下的差异。表3列(1)与列(2)的分组回归结果表明，在高债务率地区，政策出台1年后，地方融资平台加权平均发行利差显著增加了39.386个基点；而低债务率地区，政策出台后的影响不显著。这说明地方债务率水平的不同能够在一定程度上反映地方融资平台的风险状况，是构建风险识别策略的有效指标。鉴于分组后两组样本的分布以及方差不一致，本文采用基于 Bootstrap 的费舍尔组合检验并将抽样次数设定为1 000次，进行组间系数的差异检验。组间差异系数表

明,虽然高债务率地区融资平台在出台了转型发展意见之后,加权平均发行利差显著上升,但没有证据表明高债务率地区的地方融资平台相较于其他地区而言受到更大程度的影响。

表3 风险条件分析

	高债务率组	低债务率组	三重差分	发生违约组	未违约组	三重差分
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
$Post_{i_group}$			64.634 ^{**} (2.521)			82.125 ^{***} (2.907)
$Post_{it}$	39.386 ^{**} (2.276)	-2.756(-0.146)	-9.298(-0.499)	59.368 ^{***} (2.591)	-18.345(-1.509)	-6.053(-0.500)
组间差异系数	42.142		-	77.713 ^{***}		-
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
融资平台固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年份固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	14 053	7 286	21 339	6 748	14 396	21 339
R^2	0.742	0.718	0.732	0.805	0.771	0.732

2. 考虑违约事件的影响。本文根据地方融资平台所在省份当年是否发生过地方国企债券违约和城投非标违约事件,将样本划分为发生违约事件和未发生违约事件两组,考察在区域违约事件的短期影响下,融资平台转型发展意见的出台对地方融资平台加权平均发行利差的影响。表3列(4)与列(5)的分组回归结果表明,发生违约事件地区的地方融资平台,在政策实施后其加权平均发行利差显著上升了59.368个基点;而未发生违约事件地区的地方融资平台并没有受到政策信号的影响。组间差异系数的结果可以证明,相较于未发生违约事件地区,发生违约事件地区的地方融资平台受到政策的显著差异化影响。

3. 基于三重差分的分析。鉴于分组回归会将全样本拆为不同组别分别进行回归,导致分组后各组样本分布与方差存在差异(李金昌等,2023)。因此,本文使用三重差分方法进一步验证分组回归的结果,在基准模型中引入三重交乘项,具体模型为:

$$Cs_{cit} = \alpha + \beta Post_{i_group_{it}} + \eta Post_{it} + X'_{it}\phi + \lambda_c + \mu_i + \delta_t + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

其中, $Post_{i_group_{it}}$ 为引入的三重差分项,具体表示高债务率组或发生违约事件组与基准回归中虚拟变量 $Post_{it}$ 的交乘项。表3列(3)与列(6)的回归结果显示,三重交乘项系数 β 显著为正,这说明高债务率或发生违约事件能显著提高地方融资平台的加权平均发行利差。上述结果均可证明,地方政府债务率水平的高低以及是否发生过违约事件都会使得地方融资平台转型发展意见的出台对融资平台加权平均发行利差产生异质性影响,从而验证了假说2。

(二)政策信号在风险识别策略下的传播路径分析

1. 风险等级的分组回归分析。在前文的基础上,本文进一步利用地方政府债务率水平高低与是否发生违约事件两个条件变量进行组合,识别出两类具有不同风险特征的地方融资平台,以此来验证政策信号能否对两类风险状况的地方融资平台潜在信用风险产生不同的影响并表现为不同的机制。表4列(1)、列(2)、列(4)与列(5)的结果显示,^①对于高风险状况的地方融资平台而言,转型政策的发布显著提升了这一类融资平台的加权平均发行利差,而在其他组别中这种影响并不显著。对于低风险状况的地方融资平台而言,专项文件发布1年后,融资平台加权平均发行利差显著下降。组间差异系数检验结果进一步论证了两类风险状况的地方融资平台

^① 将是否发生违约事件以及地方债务率水平高低情况进行组合后,进一步可以识别出四类风险特征的融资平台分组:高地方债务率水平以及发生过违约事件组(高风险)、低地方债务率水平以及发生过违约事件组、高地方债务率水平以及未发生违约事件组、低地方债务率水平以及未发生违约事件组(低风险)。本文关心的是前文提出的分析框架是否成立,因此只考虑高风险状况以及低风险状况两类。

发行定价受到政策影响的程度显著异于其他组别。

2. 基于三重差分的风险等级分析。本文使用三重差分进一步考察高风险状况与低风险状况的融资平台发行定价受到的影响情况。表 4 列(3)与列(6)的结果显示，对于高风险状况的地方融资平台而言，三重交乘项系数正向显著，说明相较于其他组别，高风险状况的地方融资平台受到政策冲击后，债券加权平均发行利差显著上升，且上升幅度更大。对于低风险状况的地方融资平台而言，三重交乘项系数负向显著，说明相较于其他组别，无违约事件发生并且当地债务率水平较低的融资平台受到政策冲击后，加权平均发行利差显著下降。由此可以判断，转型发展意见所传递的“不兜底”“强监管”“促转型”信号，对不同风险状况的融资平台发行定价存在完全相反的作用效果。

表 4 风险等级分析

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	高风险组 ^①	其他组 ^②	三重差分	低风险组	其他组 ^③	三重差分
$Post_t_group$			97.773*** (2.972)			-65.240*** (-2.848)
$Post_t$	49.073** (2.308)	-6.424 (-0.507)	-3.784 (-0.305)	-48.660*** (-2.768)	36.615** (2.296)	49.982*** (3.115)
组间差异系数	55.497***		-	-85.275***		-
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
融资平台固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年份固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	5 005	16 199	21 339	5 483	15 798	21 339
R^2	0.808	0.756	0.732	0.750	0.746	0.732

(三) 证据补充：城投债投资需求

已有研究表明，在风险规避的心理作用下，投资者会因风险厌恶的心理降低对高风险金融产品的投资需求，从而导致债券发行利差的升高(徐浩萍和杨国超, 2013)。因此，本文进一步将城投债的超额认购倍数作为核心被解释变量，^④再次验证政策信号是否会在不同风险渠道中产生不同的影响结果，以进一步增强分析框架的可信度。具体来说，如果政策信号对于债券发行定价的影响是由于地方融资平台的潜在信用风险而发生了变化，那么市场投资者因风险厌恶心理势必会减少对高风险债券的投资需求，同时增加对低风险债券的投资需求，最终体现为发行利差的相应变化。由于城投债超额认购倍数在数据规模方面较为有限，因此本文未将数据合成至融资平台层面，而是采用了如下传统的混合截面 DID 方法：

$$Sub_i = \alpha + \beta_1 DID_i + X'_i \phi + \mu_i + \delta_i + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

其中， Sub_i 表示城投债 i 发行时的超额认购倍数， DID_i 表示城投债 i 的发行人是否为融资平台转型发展意见的适用对象，同时该笔债券是否为政策出台后发行的条件虚拟变量。表 5 列(1)与列(2)的结果显示，对于发行人为高风险状况的城投债券来说，城投债超额认购倍数的系数显著下

① 高风险组为同时满足高地方债务率水平与发生违约事件地区所对应的地方融资平台；同理，低风险组的地方融资平台代表所在地区未发生违约事件并且具有较低债务率水平。

② 列(2)的其他组是相对于高风险组而言，包括低地方债务率水平以及发生过违约事件组、高地方债务率水平以及未发生违约事件组、低地方债务率水平以及未发生违约事件组三类样本。

③ 列(5)其他组是相对于低风险组而言，包括高地方债务率水平以及发生过违约事件组、低地方债务率水平以及发生过违约事件组、高地方债务率水平以及未发生违约事件组三类样本。

④ 城投债券认购倍数的数据同样来自于 Choice 数据库，剔除缺失样本之后得到城投债券认购倍数的截面数据 15 102 笔；超额认购倍数的计算方法为，债券投资者实际有效参与购买金额减去拟定发行金额后除以拟定发行金额的比率。

降；与之相对，表5列(3)与列(4)的回归结果显示，对于发行人为低风险状况的城投债券来说，其超额认购倍数显著上升。因此，城投债投资需求的变化方向与前文地方融资平台债券发行定价变化方向逻辑相符，这也进一步说明以地方融资平台潜在信用风险来解释这种结果的合理性。

表5 城投债认购倍数分组回归结果

	(1) 高风险组	(2) 其他组	(3) 低风险组	(4) 其他组
<i>DID</i>	-0.278***(-3.310)	-0.081(-0.510)	0.309**(2.190)	-0.162**(-1.870)
组间差异系数	-0.197***		0.471***	
控制变量	控制	控制	控制	控制
融资平台固定效应	控制	控制	控制	控制
年份固定效应	控制	控制	控制	控制
样本量	4 042	7 727	2 761	9 056
<i>R</i> ²	0.480	0.453	0.507	0.421

七、结论及政策建议

本文围绕财政监管政策与债券发行定价之间的因果关系探讨了诸多问题，并形成如下研究结论：第一，财政监管政策传递的“不兜底”“强监管”“促转型”信号会显著影响地方融资平台债券的发行利差水平，即财政监管政策不仅在制度层面限制了融资平台的融资行为，而且在债券市场渠道抬高了融资平台的债券发行定价水平。第二，政策信号对地方融资平台发行定价的影响结果在不同的风险渠道下出现分化，这主要是因为地方融资平台的潜在信用风险是监管政策影响债券定价的重要机制，监管政策对高风险状况的地方融资平台采取严格管控措施，对低风险状况的地方融资平台推进其成为自负盈亏的市场化运营主体，从而引起这两类地方融资平台的潜在信用风险出现方向相反的变化，最终体现为不同的债券定价结果。

基于以上分析，本文提出如下政策建议：一是加强制度设计，合理规范与引导金融资本的市场流动。一方面，积极发挥财政监管政策对于市场投资行为的引导作用，维护国家金融市场的健康发展；另一方面，建立产权明晰、政企分开、管理规范的平台管理制度，构建政府投资与市场投资相适应的新型投融资体制，为加速平台转型提供良好的制度环境。

二是要充分考虑不同地方融资平台存在的风险异质性，坚持分类施策，不断完善地方融资平台监管体系，细化分类监管的政策要求。具体而言，应分阶段推进高风险融资平台转型。以不发生系统性风险为前提，通过债务展期、置换和重组等方式缓释融资平台风险，在此基础上借助财政监管打破政府兜底预期，引导政府信用回归市场信用。对于低风险融资平台，要加快建立市场化运作机制，及时纳入地方国企治理体系。

三是进一步完善城投债券的市场化定价机制。一方面，全面完善融资平台信息披露制度，督促平台公司及时向信贷市场和社会公众披露资产负债、对外担保、经营业绩等财务信息，不断提高融资平台经营透明度，切实解决信息不对称问题；另一方面，强化市场约束，规范政府投资行为，严禁地方财政部门以非市场化方式干预债券发行，建立取代政府信用的市场化征信体系，充分发挥市场机制在信贷资源分配中的作用。

主要参考文献：

[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]葛鹤军, 缙婷. 中国地方政府融资平台信用风险研究[J]. 经济学动态, 2011, (1): 77-80.
- [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): 116-130.
- [4]洪源, 胡慧姣. 地方政府自主发债是否有利于提升地区经济发展质量?——基于地方债全面“自发自还”改革的准自然实验分析[J]. 金融研究, 2023, (5): 77-95.
- [5]李娜, 冯美乐, 刘蓉. 政策脱钩与市场信念: 来自隐债清零事件的证据[J]. 财贸经济, 2023, (10): 22-39.
- [6]李永, 王亚琳, 邓伟伟. 投资者情绪、异质性与公司债券信用利差[J]. 财贸研究, 2018, (3): 100-110.
- [7]梁若冰, 王群群. 地方债管理体制与企业融资困境缓解[J]. 经济研究, 2021, (4): 60-76.
- [8]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.
- [9]刘骥, 卢亚娟. 转型期地方政府投融资平台债务风险分析与评价[J]. 财贸经济, 2016, (5): 48-59.
- [10]柳永明, 殷越. 国企债券违约、隐性担保预期与唤醒效应——来自永煤违约事件的证据[J]. 财经研究, 2024, (3): 122-137.
- [11]马述忠, 吴鹏, 房超. 东道国数据保护是否会抑制中国电商跨境并购[J]. 中国工业经济, 2023, (2): 93-111.
- [12]邱志刚, 王子悦, 王卓. 地方政府债务置换与新增隐性债务——基于城投债发行规模与定价的分析[J]. 中国工业经济, 2022, (4): 42-60.
- [13]沈坤荣, 施宇. 地方政府隐性债务的表现形式、规模测度及风险评估[J]. 经济学动态, 2022, (7): 16-30.
- [14]史永东, 郑世杰, 袁绍锋. 中债估值识别了债券信用风险吗?——基于跳跃视角的实证分析[J]. 金融研究, 2021, (7): 115-133.
- [15]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): 155-167.
- [16]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.
- [17]王敏, 方铸. 我国地方政府债券发行成本的影响因素分析——基于 2015-2017 年 3194 只债券的实证证据[J]. 财政研究, 2018, (12): 35-47.
- [18]王茹婷, 彭方平, 李维, 等. 打破刚性兑付能降低企业融资成本吗?[J]. 管理世界, 2022, (4): 42-56.
- [19]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.
- [20]王雄元, 张春强, 何捷. 宏观经济波动性与短期融资券风险溢价[J]. 金融研究, 2015, (1): 68-83.
- [21]王彦超, 吴雨珊, 刘芷蕙, 等. 宏观审慎、地方政府隐性债务监管与系统性风险防范——基于微观企业风险的网络传导机制研究[J]. 中国工业经济, 2023, (8): 23-41.
- [22]王永钦, 吴嫄. 中国创新型货币政策如何发挥作用: 抵押品渠道[J]. 经济研究, 2019, (12): 86-101.
- [23]徐浩萍, 杨国超. 股票市场投资者情绪的跨市场效应——对债券融资成本影响的研究[J]. 财经研究, 2013, (2): 47-57.
- [24]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视角[J]. 管理世界, 2020, (9): 37-59.
- [25]颜色, 张沁萱. 财政监管对区县级城投平台融资方式的影响研究——基于私募债券发行数据的分析[J]. 财政研究, 2023, (4): 82-96.
- [26]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.
- [27]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): 5-23.
- [28]朱军, 李建强, 张淑翠. 财政整顿、“双支柱”政策与最优政策选择[J]. 中国工业经济, 2018, (8): 24-41.
- [29]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.
- [30]Bhalotra S, Clarke D, Gomes J F, et al. Maternal mortality and women's political power[J]. *Journal of the European Economic Association*, 2023, 21(5): 2172-2208.

- [31] Callaway B, Sant'Anna P H C. Difference-in-differences with multiple time periods[J]. *Journal of Econometrics*, 2021, 225(2): 200–230.
- [32] Goodman-Bacon A. Difference-in-differences with variation in treatment timing[J]. *Journal of Econometrics*, 2021, 225(2): 254–277.

How does Fiscal Regulation Affect Bond Market Pricing? Evidence from a Quasi-natural Experiment Based on Financing Platform Transformation Policies

Yao Dongmin, Dong Hongru, Meng Jing, Luo Wenqi

(Center for China Fiscal Development, Central University of Finance and Economics, Beijing 102206, China)

Summary: The Report to the 20th National Congress of the Communist Party of China pointed out the need to establish a modern fiscal and financial system, ensure financial stability, and regulate and guide the healthy development of capital in accordance with the law. Thus, exploring the policy efficacy of fiscal regulation in financial markets is crucial for further refining the regulatory system of state-owned financial capital and achieving synergy in fiscal and financial policies.

This paper takes the “Financing Platform Transformation” policy documents issued across various regions since 2015 as a typical policy shock and event window to explore how stringent fiscal regulation targeted at bond issuers affects the primary bond market. Employing comprehensive panel data from 3 269 local financing platforms and their respective prefecture-level cities from 2010 to 2021, the study systematically applies multiple causal inference methods, and finds that these documents convey clear signals of “no bailouts” “stringent regulation” and “promoting transformation”, which have different impacts on the potential credit risk of local financing platforms with different risk conditions, and manifest as a “premium” (or “discount”) effect on bond issuance. Specifically, the policy signals significantly increase the weighted average issuance spread in the short term for local financing platforms in the primary bond market; in regions with a higher debt level and prior bond defaults, the weighted average issuance spread significantly increase under the impact of the policy signals; in regions with a lower debt level and no prior bond defaults, the pricing exhibits the opposite trend.

The marginal contributions of this paper are as follows: First, it considers the potential credit risk of local financing platforms as the main mechanism, proposes an analytical framework on how fiscal regulation affects bond pricing, and validates the effectiveness of the analysis through empirical methods, supplementing existing research on the impact mechanism of fiscal regulation on bond pricing. Second, it takes policy documents on financing platform transformation issued by various regions as the main research object, enriching the content of fiscal regulation policy evaluation. Third, it weights the bond data by issuing entity to create panel data for financing platforms and explores how fiscal regulation affects bond pricing at the local financing platform level, enriching the research on the micro-operational mechanism of local financing platforms.

Key words: fiscal regulation; bond pricing; local financing platforms; potential credit risk; credit spread

(责任编辑 景 行)