

政策脱钩与市场信念： 来自隐债清零事件的证据^{*}

李 娜 冯美乐 刘 蓉

内容提要：地方政府与融资平台公司存在隐性担保关系，这种市场预期长期存在并成为一种市场信念，进而对政府隐性债务的有序化解造成一定程度的干扰。本文基于信号传递理论，运用非参数与参数相结合的事件研究法，考察隐债清零试点事件对城投债利差的影响。研究发现，市场对隐债清零试点事件所释放的脱钩与救助信号具有非对称性反应，选择性的更相信救助而非脱钩，导致隐性担保预期被强化，城投债利差不升反降。这种选择性相信心理具有异质性特征，在债务率高的地区表现得更为突出。进一步分析表明，支撑市场信念的重要原因在于地方政府基建投资对融资平台公司的融资依赖。本研究揭示出市场信念下政策信号的非对称效应，从市场心理视角为隐性担保预期的易增难减提供了新解释，对于加强市场预期引导、完善隐债治理长效机制具有重要启示。

关 键 词：隐性担保预期 政策脱钩 选择性相信 隐债清零

作者简介：李 娜，西南财经大学财政税务学院、讲师，611130；
冯美乐（通讯作者），西南财经大学财政税务学院、博士研究生，611130；
刘 蓉，西南财经大学财政税务学院、教授，611130。

中图分类号：F812.7 **文献标识码：**A **文章编号：**1002-8102(2023)10-0022-18

一、引 言

地方政府隐性债务化解是防范系统性财政金融风险的关键环节，是维护国家安全和保持社会大局稳定的重要方面。2022 年，中央全面深化改革委员会第二十五次会议上，习近平总书记强调要完善防范化解隐性债务风险长效机制。长期以来，地方融资平台公司（以下简称融资平台）承担着为政府融资的特殊职能，因而市场普遍预期政府对融资平台存在担保或救助关系。这种并

^{*} 基金项目：国家自然科学基金青年项目“基于政府债券质押的货币投放与财政政策联动机制研究”（72303188）；教育部人文社会科学研究项目“减税降费和债务膨胀双重约束下财政资源配置效率测度及优化机制研究”（20YJA790046）；2023 年度西南财经大学“双一流”重大建设项目“财政与金融协同机制研究”。作者感谢匿名审稿专家的宝贵建议，文责自负。冯美乐电子邮箱：mira_von@smail.swufe.edu.cn。

未经由合同或法律规定而存在的隐性担保预期(钟宁桦等,2021),使得市场约束软化,隐性债务滋生。即使在政策释放出明确的“脱钩”意图时,市场对政府担保的预期依然存在,俨然成为一种市场信念难以轻易消解,进而对政府隐性债务的有序化解造成一定程度的干扰。因此,考察隐债化解相关政策对市场心理的影响,有助于揭示政府担保预期的动态变化特征,对加强市场预期引导,完善隐债治理长效机制具有重要意义。

隐性债务化解的一个核心问题在于剥离融资平台的政府融资职能,划清政府与企业的界限,否则化债工作易陷入“边化边增”的反复循环当中。为此,一系列政策文件和高层会议不断释放“脱钩”信号来引导市场预期,试图实现强化市场约束的目的。经统计,2010—2021 年,与“脱钩”意图相关的表述曾出现在 12 部国家层面政策文件中,总共被提及次数多达 18 次。^① 2023 年 1 月 5 日财政部公布人大代表、政协委员建议《关于进一步防范化解地方政府隐性债务风险的提案》的答复函,其中再次提到,稳妥化解隐性债务存量,坚持中央不救助原则,做到“谁家的孩子谁抱”。财政部部长刘昆在接受媒体采访时提到,将进一步打破政府兜底预期,规范融资平台信息披露,严禁与地方政府信用挂钩。^② 如此高频且长时间持续地反复强调,既凸显了“脱钩”的决心,同时也反映出彻底“脱钩”的艰难。2014 年,《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》(以下简称“43 号文”)发布后,虽然中央政府的兜底和救助预期被打破,但地方政府的责任难以切割,市场投资者对地方政府的隐性担保预期依然存在(邹瑾等,2020;王一鸣、王立夫,2022)。

隐性担保预期不仅“难减”而且“易增”,从已有文献和事实特征均能反映出这一现象的存在。钟宁桦等(2021)经过测度发现,“43 号文”明确规定地方政府不得再为融资平台担保,但投资者对城投债“隐性担保”的预期反而增强了。这种面对“脱钩”信号时,隐性担保预期不降反增的“反常”现象,在“全域无隐性债务”试点事件中同样出现。2021 年,广东和上海等地区“全域无隐性债务”(以下简称“隐债清零”)^③政策试点工作正式启动,吹响了省域层面隐债清零的号角,宣告清零任务进入倒计时。这一省域清零事件通过官方渠道“高调”宣布,^④显然在向市场释放一种“脱钩”信号,意图打破市场投资者对政府隐性担保的预期,进而加速融资平台与地方政府的彻底脱钩,促进全国隐性债务化解工作的加快推进。既有文献已证明,隐性担保的存在会降低市场投资主体对融资平台的风险评估,从而压缩举债主体的融资成本(陈道富,2015;罗荣华、刘劲劲,2016;刘晓蕾等,2021)。按照这样的逻辑,在隐债清零试点释放的“脱钩”信号影响下,如果隐性担保预期下降,那么城投债的利差水平将会走高。然而本文发现该事件发生后,广东和上海以及非试点地区的城投债利差不升反降,意味着隐性担保预期可能不仅没有弱化反而有所加强。^⑤

对于上述“反常”现象,钟宁桦等(2021)认为尽管“43 号文”明确了地方政府不得借助融资平台举债,但存量城投债由于被纳入了随后实施的债务置换计划,而被市场解读为一种“救助”信号,进而导致隐性担保预期上升。但该文并未解释未被纳入置换计划的存量城投债其隐性担保预期也在迅速上升的原因,即为何未被实际“救助”的债券也有了救助预期?这似乎反映出两层递进的内涵:第一,政策除了通过直接渠道对试点对象产生影响外,还会通过信号传递渠道形成示范效应

① 受篇幅限制未列示,留存备案。

② 资料来源:人民网,http://paper.people.com.cn/rmrb/html/2023-01/04/nw.D110000renmr20230104_2-02.htm。

③ “全域无隐性债务”政策也常被称为隐债清零政策,本文中的“全域无隐性债务”试点事件与“隐债清零”试点事件为同一语义。

④ 广东省财政厅官网公开宣布开始试点,上海市政府常务会议中单独提及该试点。

⑤ 受篇幅限制,未列示隐债清零事件前后城投债的平均利差变化趋势,留存备案。

进而对非试点对象产生影响;第二,基于信号传递渠道,在脱钩与救助信号混杂的信息事件中,市场投资者存在一种选择性相信心理,即比起“脱钩”更相信“救助”,进而带来脱钩与救助信号效应的非对称性。为了对此进行验证,本文从信号传递渠道研究政策影响,试图为解释隐性担保预期的“易增难减”提供新思路。隐债清零试点事件中,广东和上海宣布启动清零后,广东(含深圳)陆续发行了1121亿元的再融资债券用于化解存量隐性债务,^①是非常典型的包含脱钩与救助信号的混合信息事件。考察该事件的市场反应特征,有助于揭示市场投资者是否存在选择性相信心理进而导致脱钩与救助信号呈现非对称效应。

既有文献认为隐性担保与显性担保的最大不同在于隐性担保存在于投资者预期之中,随着中央政府救助预期的减弱,地区经济与财政状况(罗荣华、刘劲劲,2016;刘晓蕾等,2021)、区域金融资源(吴文锋、胡悦,2022)、地方政府的担保能力和担保意愿(王博森等,2016;王一鸣、王立夫,2022;邱志刚等,2022)成为影响隐性担保预期的重要因素。对此,政府强化纪律和约束能降低隐性担保预期,比如“自发自还”试点(朱莹、王健,2018)、新《预算法》的颁布实施(李升,2019;邹瑾等,2020)、“43号文”的出台(钟宁桦等,2021)。同时,政府的债务置换举措往往被市场理解为救助行动,造成隐性担保预期增强(钟宁桦等,2021;邱志刚等,2022)。但既有文献很少从多重政策信号对市场预期的非对称影响视角研究隐性担保预期问题。围绕政策信号与市场预期关系的研究主要集中在货币政策的预期管理领域,一般认为中央银行向市场传达决策意图能引导通胀预期(Montes和Nicolay,2017)和市场利率预期(Seelajaroen等,2020),其政策宣布的可信度将直接影响政策目标的实现效果(马勇、姚驰,2022)。另外,政府引导基金能发挥“信号传递”效应,传递政府支持发展的信号,进而降低企业信贷资本成本(宫义飞等,2021);在债权方信贷约束还原城投债风险溢价的过程中,金融机构信贷规模发挥了“信号传递”的作用(郭玉清等,2022)。对于市场信号的非对称性研究主要集中在股票市场领域,实证发现在牛市和熊市下,市场对利好和利空消息的反应、媒体的正面和负面报道对IPO股价、企业杠杆水平对资产价格都具有非对称性影响(何兴强、李涛,2007;权小锋、尹洪英,2015;刘晓星、石广平,2018)。那么,救助与脱钩作为一种政策信号对市场所秉持的地方政府隐性担保预期会产生怎样的影响,两种信号同时存在时市场反应是否存在非对称性?对此既有文献鲜有涉及,尚待研究。

与本文研究内容最为相关的有两篇文献。邹瑾等(2020)以新《预算法》为例研究了脱钩信号的市场预期影响,认为脱钩信号的发出有助于打破投资者对中央政府的隐性担保预期。但该文仅从脱钩的单一信号视角进行分析,无法揭示市场的选择性心理作用。钟宁桦等(2021)发现“43号文”出台后新增城投债的隐性担保预期下降,但是因受到债务置换计划的影响,存量城投债的隐性担保预期不降反升。尽管该文的研究包含了“43号文”的脱钩效应和债务置换的救助效应,但其传导路径主要是基于政策的直接作用渠道(脱钩信号直接作用于新增债券,而救助信号直接作用于被纳入置换计划的存量债券),无法反映政策通过信号传递渠道所产生的示范作用。而且两种信号效应分别针对新增和存量两类债券,难以比较当同一类债券面对同时存在脱钩和救助信号的混合信息时市场投资者的预期反应,故而仍然难以揭示市场投资者的选择性心理问题。

本文基于城投债的高频数据,运用非参数与参数相结合的事件研究法(Dobkin等,2018),分析隐债清零试点事件对非试点地区城投债利差的外溢性影响。^② 本文可能的边际贡献是:(1)利用

① 数据来源于中国债券信息网,经作者统计整理得到。

② 本文对该试点事件的外溢性影响进行研究的理由详见后文“实证策略”部分。

混合信息事件进行研究,发现救助与脱钩信号的非对称效应,揭示出市场投资者存在的选择性相信心理;(2)基于信号传递理论从政策信号与市场预期关系的新视角考察隐性担保预期的动态变化特征,丰富了相关文献;(3)探讨政策信号与市场反应的互动关系,为揭示政策信号的发出方式、传递过程、可信度和接受度等多重因素影响政策意图实现的作用机理提供了新证据;(4)对隐债清零试点政策的示范效应进行评估,为加强市场预期引导、完善隐债治理长效机制提供政策参考。

二、政策背景与理论分析

(一)政策背景

2015年,新《预算法》颁布实施之前,地方政府没有合法举债权,但依托融资平台变相举借了大量债务。这样形成的政府债务并不被法律认可,处于不公开、不透明、无约束的高风险状态。尤其在2009年4万亿元经济刺激计划的推动下,债务规模迅速膨胀,财政金融风险不断累积。为了防范和化解风险,2015年开启以“开前门,堵后门”为基本思路的一系列政策举措,形成新增与存量分而治之的债务治理框架(刘蓉、李娜,2021)。为了规范地方政府新增债务的举借方式,“43号文”严格规定融资平台新增债务不属于政府债务,剥离融资平台政府融资职能;新《预算法》第三十五条规定地方政府债券是我国地方政府债务的唯一合法形式。针对存量债务风险的化解,2015—2018年展开庞大的债务置换计划,将截至2014年底经过清理甄别的以非政府债券形式存续的政府性债务置换为政府债券。上述疏堵结合的治理方式有效降低了地方政府融资成本,缓解了财政金融风险。

然而,地方政府获取金融资源求发展的动力机制和市场约束软化的体制特征依然存在,导致变相举债行为并未消失。在2015—2018年债务置换期间,地方政府通过参与PPP、购买服务、政府投资基金,承诺回购社会资本方投资本金、向社会资本方承诺最低收益等变相融资方式,或通过成立不在监管名单内的融资平台违法违规融资等行为屡禁不止。《中共中央 国务院关于防范化解地方政府隐性债务风险的意见》(中发〔2018〕27号)将上述债务明确界定为隐性债务,即地方政府在法定政府债务限额之外直接或承诺以财政资金偿还以及违法提供担保等方式举借的债务。本质上来说,其形成逻辑与2015年之前的政府性债务是类似的,但为了规避监管,2015年后的隐性债务在举债渠道上进一步地复杂化和隐蔽化,融资平台也因此承担了更高昂的举债成本。

隐性债务逐渐成为影响我国经济社会发展的重大风险隐患,不及时化解,容易引发系统性财政金融风险(徐军伟等,2020)。2018年8月,财政部在全国范围内开展隐性债务摸底统计,并依据中发〔2018〕27号文的规定要求地方政府在5~10年内化解隐性债务。防范化解隐性债务风险的总体思路是遏制增量、化解存量。这和“堵后门”的基本思路一致,但在具体措施上进一步“升级”。为了坚决遏制增量,防控措施从财政金融两方面双管齐下,加强了财政部门和金融监管部门之间的信息共享和协同监管。在化解存量方面,再次强调坚持中央不救助原则,做到“谁家的孩子谁抱”。^①同时,显隐债间的置换方案也再次被启用,通过发行再融资债券置换存量隐性债务。但为了避免引发兜底预期,置换采取小规模试点的方式进行。依据“扶助后进”和“奖励先进”的两种思路,分别于2019年针对财政实力弱、债务风险高的化债“困难生”开展了“建制县化债”试点和2021年针对财政实力强、债务风险低的化债“优等生”开展了隐债清零试点。“建制县化债”试点是一种纯粹的债务置换方案,被选中的地区是中西部、东北等债务压力较大的县市。为了避免救

① 参见国务院政策例行吹风会(2021年12月16日)。

助预期被强化,“建制县化债”试点低调进行,直至媒体报道,市场才了解到相关消息。隐债清零试点的启动正值化债工作进入第4个年头的关键时期,从低债务风险地区开始逐步扩围,意图发挥试点地区的带头示范作用,通过“各个击破”的方式推动实现隐性债务的全面化解。同时为了加速隐债清零进程,对试点地区也使用了显隐债置换的化债举措。

隐债清零政策的第一批试点从2021年10月起陆续在广东省、上海市和北京市等地区展开(见图1)。2021年10月9日,广东省省长在省政府常务会议上宣布,经国务院批准,广东省隐债清零试点工作正式启动。2022年1月20日,广东省十三届人大五次会议开幕,广东省省长作政府工作报告时表示已如期实现存量隐性债务“清零”目标。这意味着,广东省在宣布启动隐债清零试点工作3个月后,成为全国首个存量隐性债务“清零”的省份。其中,被用于“偿还存量债务”的再融资债券,成为广东“清零”隐性债务的重要推手。2021年10月15日公布的广东省地方政府再融资债券信息披露文件显示,该批再融资债券用于“偿还存量债务”。10~12月广东省(含深圳)陆续发行了1121亿元此类再融资债券。^①上海市于10月25日公开宣布正式启动隐债清零试点,并在公开信息中提及北京市启动了隐债清零试点工作。^②上海市闵行区在公开信息中明确表示,其使用了再融资债券资金用于化解隐性债务。^③第一批试点后,试点地区进一步扩围,陕西省榆林市定边县和西藏自治区分别于2021年12月17日、2022年1月16日公开宣布开始隐债清零试点工作。

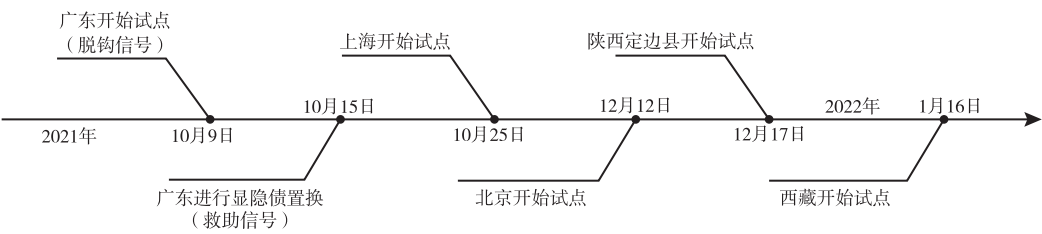


图1 隐债清零试点时间线

从上述政策背景梳理可以看到,要建立防范化解隐性债务风险的长效机制,防止隐性债务继续新增,必须规范地方政府举债方式,剥离融资平台的政府融资功能,清除隐性债务形成的制度环境。各项政策和文件都十分明确地表达了这一“脱钩”意图。同时,为了保证已经累积的存量债务风险得到有序疏解,需采取适当措施化解存量债务。因此遏增化存同时并举,是积极化解隐性债务风险的务实举措。然而,在存量债务规模庞大而财政困难形势突出时,存量债务不得不在一定程度上依赖债务置换方式进行。通过发行地方政府债券对隐性债务进行置换需要得到中央层面的批准,因此显隐债间的置换容易被市场解读为一种“救助”信号,进而可能消解“脱钩”信号所发挥的“堵后门”作用,造成隐债治理困难。

(二)理论分析

根据信号传递理论,信号是传递发送方真实意愿信息的表述、行为或特质,试图改变其他个体的旧有信念和意向(Spence,1973;Jervis,1976)。在信号传递过程中,信号强度和可信度都是信号的重要特质,将影响最终的信号效应大小(李肆,2020)。隐债清零试点事件的信号传递机制如图2

① 数据来源于中国债券信息网,经作者统计整理得到。
② 参见《关于提请审议〈上海市2021年市级预算调整方案(草案)〉的议案的说明》。
③ 参见《上海市闵行区〈关于2021年区本级决算和2022年上半年预算执行情况的报告〉》。

所示。作为一项清零政策,事件本身清晰地传递出政府与融资平台的“脱钩”信号,而清零过程依赖显隐债间的置换措施向市场传递出一种“救助”信号(尽管这并非信号发送方本意,但作为一种行为信号被市场捕捉和识别)。该事件混合两种完全相反的信号,呈现以脱钩为前提的救助、以救助为手段的脱钩特征。脱钩信号会降低隐性担保预期,救助信号会提高隐性担保预期,二者的信号效应可能产生互相干扰。事件中两种信号的发射强度有所不同,“脱钩”信号通过正式会议和报告直接传递给市场,而“救助”信号需通过解读债券发行的信息披露文件才可获知。可见,脱钩是政策高调宣布引导市场预期意图达成的最终目的,信号发射强度高;救助行为低调施行,是实现目的不得不依赖的手段之一,信号发射强度弱。一般来说,信号强度越高越有利于信号效应的实现。

然而,信号发射强度只反映了信号发送主体的单方面意图,信号接收方即信号发送客体如何解读和接受,将影响最终信号效应的实现。罗伯特·杰维斯(2017)认为,信号只能通过它们被解读的方式来产生影响,信号产生作用需要依赖发射信号主客体之间的共同理解。既然信号无法脱离信息传递过程,那么信号的可置信问题就显得十分重要。信号可信度低,则市场对信号不敏感,随后的决策和行为受信号影响的程度小,反之则反。如果两种对市场作用方向完全相反的信号同时出现,而市场认为高强度信号的可信度低,低强度信号的可信度高,则会凸显市场的一种选择性相信心理,呈现信号效应的非对称变化,造成市场反应结果与信号发送者意图和预期不一致,甚至相悖的情况。隐债清零试点事件中,如果市场认为高调宣布的高强度“脱钩”信号可信度低,低调施行的低强度“救助”信号可信度高,由此对救助敏感、脱钩不敏感,则说明市场对两种信号存在选择性相信心理,呈现脱钩信号对隐性担保预期的弱化作用小、救助信号对隐性担保预期的强化作用大的非对称效应,造成隐性担保预期“易增难减”这种与政策意图相悖的情况。

隐性担保的存在会降低市场投资主体对融资平台的风险评估,从而压缩举债主体的融资成本(陈道富,2015;罗荣华、刘劲劲,2016;刘晓蕾等,2021)。因此,隐性担保预期与城投债利差呈反向变动关系,当投资者关于隐性担保的预期增强时,城投债的利差会进一步降低,反之则反(郭玉清等,2022;祝小全等,2022;曹婧,2023)。故在前述的传导机制中,隐性担保预期的非对称变化会引致城投债利差的非对称变动,即脱钩信号对隐性担保预期的弱化作用小、救助信号对隐性担保预期的强化作用大的非对称效应,会在市场中呈现城投债利差上升不明显而下降很明显的状况。

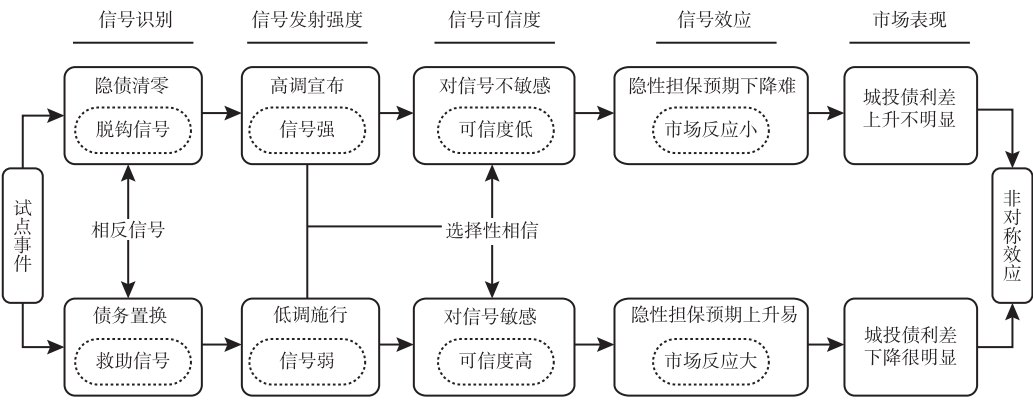


图2 隐债清零试点事件的信号传递机制

资料来源:作者绘制。

命题假说:相对于高调宣布的高强度“脱钩”信号,市场对低调施行的低强度“救助”信号更加敏感,选择性地更相信救助而非脱钩,呈现救助与脱钩信号的非对称效应。

三、实证策略、模型设定与变量选取

(一)实证策略

本文考察对象选择非试点地区,实质上是针对试点政策的外溢性影响进行研究,这样做的理由有以下方面。(1)纳入试点的广东、上海和北京都是经济实力强、债务风险低的地区,可见试点地区的选择是基于清零可能性大、易于实现为标准进行的,具有明显的非随机性。因此针对试点地区进行研究很难解决内生性问题,且不具有全国代表性。(2)隐性债务化解工作自2018年8月开始启动,经过三年多的时间,对于隐性债务规模小的广东和上海地区来说,化解工作本身就进入了倒计时阶段,债务清零的宣布可能只是“顺势而为”而非实质性影响。因此这次隐债清零试点的高调宣布可能更重要的是一种示范效应,意图以此推动和加速其他地区隐性债务的化解工作。那么针对非试点地区来进行研究,能更准确地对此次清零政策的示范效果进行评估。(3)为了保证此次清零行动的顺利实现,政策宣布前很可能对试点地区进行多方调研、考察和评估,因此无法排除该隐债清零信息被试点地区提前知晓的可能。而非试点地区与试点地区没有直接关联,提前知晓的可能性基本可以排除,因此针对非试点地区的政策效应评估会更加准确。(4)对于非试点地区,该事件并非直接作用于自身,因此如果存在外溢性影响,其传导机制只可能依赖市场预期渠道,是更纯粹的信号效应,能更直接地反映政策对隐性担保预期的影响。而且,本文借鉴 Dobkin 等(2018)、Chen 和 Lan(2020)所使用的事件研究法对隐债清零试点事件的因果效应进行分析,能揭示隐性担保预期的动态变化趋势,分离出脱钩信号与救助信号的不同市场反应。在非试点地区视角下样本中没有严格的处理组,且广东开始隐债清零试点对于市场投资者来说具有突发性,这为本文运用事件研究法从市场角度探索该事件的因果效应提供了很好的机会。

目前对于事件研究法的应用大多集中于金融领域(Fama 等,1969;Wagner 等,2018;刘行、叶康涛,2018;沈永建等,2020)。Dobkin 等(2018)首次使用非参数和参数相结合的事件研究法识别了入院对医疗支出、收入等经济后果的因果效应;Chen 和 Lan(2020)将该方法应用到具体政策的因果识别上,关注了家庭联产承包责任制改革对拖拉机和役畜等技术变革的因果效应。这种非参数和参数相结合的事件研究法的优点有以下方面。第一,相比于传统事件研究法,该方法首先使用非参数统计方法对被解释变量的变动趋势进行了直观描述,并以此为依据设定参数事件研究模型中的反事实趋势,从而将参数模型的估计结果解释为因果效应。由于非参数统计方法完全由数据驱动,不依赖对总体分布的严格假设(杨林涛,2014),其精度和稳健性较高,故运用该方法构造的反事实趋势较为准确,相应地因果效应也更加精确。第二,相比于多期双重差分等相关的计量模型,事件研究模型的估计结果可以直观地展示出被解释变量的动态变化,尤其是这种非参数和参数相结合的事件研究法可以细致刻画混合信息事件下的动态效应。对于本文所关注的隐债清零试点这一混合信息事件而言,试点地区宣布试点的同时并未宣布化债措施,^①因而在事件后的较短时间内,投资者接收到的只有明确的脱钩信号;而化债举措施行后,投资者才捕捉到该事件同时也包含的救助信

① 广东省于2021年10月9日公开宣布开始试点,于10月15日的地方政府再融资债券信息披露文件中说明此次发债的用途是偿还存量债务(市场解读为“救助”),该再融资债券于10月22日成功发行。

号。运用该方法对此事件进行考察能反映市场对两种信号的敏感程度和预期心理的变化过程。

本文参考 Dobkin 等(2018)、Chen 和 Lan(2020)的研究,运用非参数和参数相结合的事件研究法,基于高频数据进行实证检验。首先,关于事件日的选取。广东省作为首个试点地区,其启动隐债清零试点的时间点也正是市场投资者开始接收到有关隐债清零信息的时点,故将广东省公开宣布试点的日期作为事件时间是合适的。其次,Dobkin 等(2018)指出如果要将参数事件研究模型的估计结果解释为因果效应,需在控制其他变量之后保证事件发生时间与被解释变量无关。显而易见的是,清零试点日期的确定与市场投资者行为之间没有直接关联,因此城投债信用利差(被解释变量)与事件发生时间无关,满足因果效应识别的前提假定。

(二)数据

本文所使用的城投债二级市场日度交易高频数据及地区层面数据均来源于 Wind 数据库。此外,本文通过公开信息手工收集了省级层面的非标债券违约和建制县化债试点相关数据。为了更好地排除其他政策的影响,^①在样本区间范围的选取上,本文将样本起点设定在事前 30 个交易日,并把截止时点设定在陕西省定边县启动清零试点^②之前,即时间跨度为 2021 年 8 月 24 日(事件前 30 个交易日)至 2021 年 12 月 17 日(事件后 50 个交易日)。

本文基于研究目的对样本进行了如下筛选:第一,本文关注的是隐债清零试点事件对非试点地区的影响,故删除了广东省、上海市和北京市的城投债样本;第二,删除利差计算方法不一致的含权债交易数据;第三,到期日较近时,到期收益率受价格波动的影响较大(王永钦、吴炯,2019),故删除债券到期日小于 1 年的样本;第四,对于重复出现的跨市场交易债券,删除经纪商渠道的交易数据。最后的样本包括 5960 只城投债共 29874 次交易的数据。本文对所有连续的解释变量进行了对数化处理,并对被解释变量和债券层面的连续变量进行了两端 1% 水平的截尾处理,以避免极端值的干扰。

(三)模型设定

本文参考 Dobkin 等(2018)、Chen 和 Lan(2020)的研究,依据实证策略建立非参数和参数相结合的事件研究模型。

非参数事件研究模型为:

$$Spread_{it} = \alpha_i + \sum_{r \geq -6, r \neq -1}^{10} \mu_r + X_{it}\beta + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中, i 代表债券, t 代表交易日期, r 代表事件相对时间,以 5 个交易日为间隔(王永钦、吴炯,2019)生成 μ_r 虚拟变量。具体地,设事件发生日为 m ,若城投债的交易日 t 在时间段 $[m+5k, m+5k+4]$ 中,则 r 为 k 。例如,当在时间段 $[m-5, m-1]$ 之间时; r 为 -1 ,当在时间段 $[m, m+4]$ 之间时, r 为 0 ;当在时间段 $[m+5, m+9]$ 之间时, r 为 1 。被解释变量 $Spread$ 表示债券信用利差, α_i 是债券个体固定效应,吸收了债券的发行利率、发行期限、发行规模、是否有担保或赎回条款、债券发行人财务状况等因素, X_{it} 代表其他控制变量, ε_{it} 代表随机扰动项。本文主要关注的是各期 μ_r 的系数(将 -1 期作为基期),该系数反映了信用利差的相对变化。

① 排除银保监会于 2021 年 8 月初公布的《银行保险机构进一步做好地方政府隐性债务风险防范化解工作的指导意见》(15 号文)补充通知对本文结论的干扰。

② 陕西省是继广东省和上海市之后首个非省域宣布开始“全域无隐性债务”试点的地区。具体地,陕西省榆林市定边县于 2021 年 12 月 17 日公开宣布开始“全域无隐性债务”试点。本文所关注的是广东、上海等省域开始“全域无隐性债务”试点的事件。

参数事件研究模型为：

$$Spread_{it} = \alpha'_i + \delta r + \sum_{r=0}^{10} \mu'_r + X_{it}\beta' + \varepsilon'_{it}$$

(2)

其中, r 所代表的预趋势函数的设定是以非参数模型的估计结果为依据的。当该趋势项捕捉到式(1)估计结果所显示的前期趋势时,就可以将参数模型中事后各期的 μ'_r 解释为因果效应,即若事后 $Spread$ 的变动继续沿着事件前的趋势,那么参数模型中 μ'_r 的估计结果就衡量了信用利差的真实变动和反事实变动的差距。 α'_i 是债券个体固定效应, ε'_{it} 代表随机扰动项。

(四) 变量选取

本文将城投债信用利差定义为债券到期收益率与无风险收益率之差,由债券到期收益率减去基于线性插值法求出的同日同剩余期限的无风险收益率得到(韩鹏飞、胡奕明,2015;祝小全等,2022),并将国开债收益率视为无风险收益率^①(纪志宏、曹媛媛,2017;缪延亮等,2021)。

模型中的主要控制变量从以下几个方面考虑。(1) 同期其他政策。2019 年起“建制县化债”政策在部分财力较弱、债务风险高的省份低调开始试点,其推行试点的主要方式是发行特殊再融资债券^②,这可能会使得市场对纳入试点地区城投债的隐性担保预期增加,信用利差下降。经手工整理得知,在样本区间内仅有贵州省发行了一批特殊再融资债券。为了尽可能排除这些因素的干扰,本文加入了建制县试点的虚拟变量予以控制。(2) 同期其他事件。各地的非标债券违约事件可能会导致该地区城投债隐性担保预期减弱,信用利差上升,^③进而可能造成清零事件的因果效应被低估。本文加入该省份该月是否有非标违约事件的虚拟变量予以控制。(3) 债券特征和债券发行地区特征变量,包括债券流动性(用 $Amihud$ 非流动性指标来测度)、日收盘价、剩余期限,以及月度一般公共预算收入和月度土地成交价款。其他不随时间变化、不随债券变化的因素均被固定效应所吸收。表 1 呈现了主要变量的说明与基本特征。

表 1 变量说明与基本特征

变量	变量说明	均值	标准差	最小值	最大值
被解释变量					
利差	城投债到期收益率与对应的国开债到期收益率之差(%)	2.360	2.406	0.144	17.839
控制变量					
债券特征					
日收盘价	该城投债在当日的收盘价(元)	91.804	19.710	17.5	120.104
剩余期限	该城投债在当日的剩余期限(年)	2.764	1.459	1	17.934
非流动性指标	该城投债在当日的 $Amihud$ 指标	0.223	1.256	0	16.327
地区特征					
一般公共预算收入	该地区 2021 年的月度一般公共预算收入(亿元)	361.801	219.816	20.3	947

① 防止税收差异对结果的干扰。
② 特殊再融资债券是指其用途表述为“用于偿还存量债务”的一类再融资债券。
③ 事实上,后文估计结果显示隐性清零试点事件之后城投债信用利差下降,隐性担保预期持续增加,故非标违约事件如果会对本文结果产生干扰,也可能只是导致系数被低估。

续表 1

变量	变量说明	均值	标准差	最小值	最大值
土地成交价款	该地区 2021 年的月度土地成交总价(亿元)	67.065	124.124	0	776.138
建制县试点	该地区在当月为进行建制县试点发行特殊再融资债券则赋值为“1”,否则为“0”	0.014	0.119	0	1
非标违约	该地区在当月有发生非标债券违约事件则赋值为“1”,否则为“0”	0.0004	0.021	0	1

四、选择性相信的实证结果和稳健性检验

(一)实证结果

本文绘制了非参数事件研究模型中得到的各期 μ_r (反映利差的变动)的估计结果,并将方程(2)的参数事件研究模型估计的预趋势项(r)叠加到图中。^①由图3可知,信用利差在隐债清零试点事件后先在短时间内小幅上升,后持续大幅下降;其在事前呈现线性上升趋势,这一反事实趋势被参数事件研究的预趋势项很好地捕捉到了,故可将参数事件研究的结果解释为因果效应(Dobkin 等,2018;Chen 和 Lan,2020)。结合反事实趋势线与利差变动趋势可知,事件因果效应在事后2期内表现为利差相对上升,之后表现为利差相对下降且较为持久。

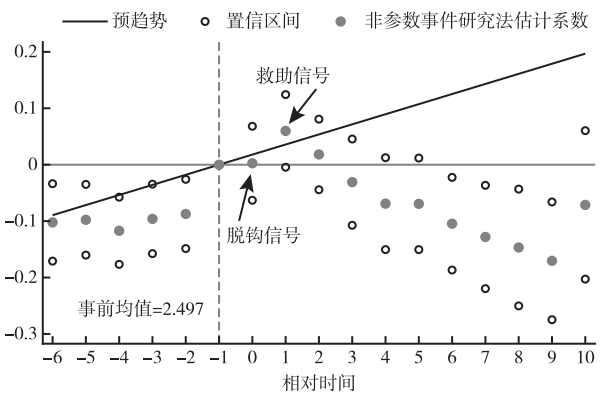


图 3 隐债清零试点事件的非对称效应

注:“事前均值”为被解释变量在基期($t = -1$ 期)的均值,图形中的“脱钩”信号时点为广东省公开宣布开始隐债清零试点的时间,“救助”信号的时点为广东省特殊再融资债券的信息披露文件发布的时间。下同。

表2报告了模型的主要估计结果。第(1)列为非参数事件研究模型的估计结果,第(2)、(3)列为参数事件研究模型的估计结果。为了排除不同省份、不同债券不同期的其他政策冲击,进一步控制了债券-月、省份-月的联合固定效应。本文主要关注参数事件研究的结果,以更直观地解释事件的因果效应。由回归结果可知,隐债清零试点事件导致利差短期内小幅上升但大多不显

^① 本文也用非线性函数形式对预趋势项进行设定,并据此估计参数事件研究模型,但其结果存在二次项不稳健、三次项及以上均不显著的情况,留存备索。

著,3 期之后持续显著下降,反映出隐性担保预期先减弱后持续增强的趋势。具体地,各期 μ_r' 的估计系数在事后的第 21 个交易日之前($r < 3$ 期)均为正,其值均较小(相比 $r > 3$ 期时系数的绝对值)。由第(3)列可知,与事前相比,利差最多上升了 7.1 个基点(约为基期的 2.8%),即城投债的信用利差小幅上升,说明隐性担保预期轻微减弱了。但从事后的 21 个交易日($r > 3$ 期)开始各期 μ_r' 的估计系数显著为负,其绝对值不断增加,利差下降幅度在第 9 期达到最大(28.6 个基点,约相当于基期的 11.5%),即城投债信用利差显著下降,说明隐性担保预期持续显著加强。上述结果与图形所示一致。

对这个结果可能的解释是,广东省在启动试点时并未公布化债的具体措施,仅传递出脱钩信号。此时城投债的隐性担保预期有所减弱但程度不大,说明市场对该脱钩信号不敏感,呈现“将信将疑”态势。但当试点地区进行显隐债置换的化债措施被市场捕捉到时($r = 1$ 期),隐性担保预期立即转向增强趋势,两期后便已低于了事前程度(见图 3),并随着时间推移不断扩大。这说明市场将显隐债置换解读为救助信号,并对此信号十分敏感,呈现“深信不疑”态势。值得注意的是,救助信号被市场捕捉的时点仅在脱钩信号释放一期之后,因此事后大部分时期处于两种相反信号同时被市场捕捉的阶段。最终隐性担保预期的不断增强是“多空”信息交战的结果,展现出两种相反信号的非对称效应,反映出市场投资者更相信救助而非脱钩的选择性相信心理。

表 2 隐债清零试点事件的非对称效应

事件相对时间(r)	非参数模型	参数模型	
	(1)	(2)	(3)
0 期	0.003 (0.033)	0.042 (0.029)	0.031 (0.030)
1 期	0.060 * (0.033)	0.079 ** (0.032)	0.071 ** (0.033)
2 期	0.018 (0.032)	0.016 (0.035)	0.012 (0.035)
3 期	-0.031 (0.039)	-0.032 (0.040)	-0.049 (0.042)
4 期	-0.069 * (0.042)	-0.087 * (0.046)	-0.104 ** (0.048)
5 期	-0.069 * (0.041)	-0.108 ** (0.050)	-0.121 ** (0.051)
6 期	-0.105 ** (0.042)	-0.164 *** (0.055)	-0.174 *** (0.056)
7 期	-0.128 *** (0.047)	-0.198 *** (0.060)	-0.212 *** (0.062)
8 期	-0.147 *** (0.053)	-0.222 *** (0.065)	-0.244 *** (0.068)
9 期	-0.170 *** (0.053)	-0.269 *** (0.071)	-0.286 *** (0.073)
10 期	-0.071 (0.067)	-0.189 ** (0.084)	-0.205 ** (0.086)

续表 2

事件相对时间(<i>t</i>)	非参数模型	参数模型	
	(1)	(2)	(3)
事前趋势		0.021 *** (0.005)	0.018 *** (0.006)
债券固定效应	Yes	Yes	Yes
债券-月固定效应	Yes	No	Yes
省份-月固定效应	Yes	No	Yes
Adj. R ²	0.948	0.920	0.919
样本量	29874	28761	28761

注：***、**和*分别表示在1%、5%和10%的水平下显著,括号内为稳健标准误。下同。

(二)稳健性检验^①

1. 更换被解释变量

借鉴钟宁桦等(2021)所使用的“利差估计法”来测度隐性担保预期,其基本思路是以相似的一般企业债为反事实,估计城投债被低估的信用利差,并以此来直接度量隐性担保预期的强度。在得到隐性担保预期之后,采用前述事件研究法估计隐债清零试点事件的非对称效应。估计结果与基准回归结果基本一致。

2. 更换估计模型

为了证明结果的稳健性,本文也使用了双重差分方法对隐债清零试点的整体影响进行了验证。考虑到城投债发行主体的特殊性,本文以普通地方国有企业发行的非金融债为对照组构造了双重差分模型。结果显示,相较于普通地方国企的非金融债券,隐债清零试点之后城投债的信用利差下降得更多,多降低约9.2个基点。这反映出在脱钩信号与救助信号的选择性相信中,市场更加相信救助信号,导致非试点地区城投债的隐性担保预期增强。这一结论与基准回归结果一致,结果稳健。

3. 其他稳健性检验

(1)重新计算利差变量。基础回归以国开债收益率作为基准利率,本文进一步以国债收益率为基准利率,重新计算得到信用利差 *Spread_g*,采用上述事件研究法进行研究。(2)仅保留事件前后都存在交易数据的债券样本,以更好地反映出该事件对信用利差的前后影响。(3)更改样本区间。在基础回归中样本的事前区间被选择为30个交易日。事前区间过长可能会导致反事实估计受到混杂因素的干扰,本文进一步地把事前样本区间缩短至20个交易日,即样本区间缩短为2021年9月6日至2021年12月17日,从而更好地排除其他的因素的影响,得到更准确的因果效应。

以上稳健性检验的结果显示,参数事件研究估计的预趋势都很好地捕捉到了事前趋势,可以将参数事件研究的结果解释为因果效应。回归结果同样反映出市场对于救助与脱钩信号的非对称反应,与基准回归结果一致。

^① 受篇幅限制,未报告回归结果,留存备索。

五、进一步分析

(一) 选择性相信的异质性分析

隐债清零试点选择的是如广东省这样经济实力强、债务风险低的地区,其对非试点地区的政策示范效果很可能随地区境况的不同而有所差异。与广东等试点地区情况越接近的地区,更容易受到该事件的影响而产生“清零”紧迫感,选择性相信可能并没那么突出;与广东等试点地区情况差异越大的地区,则很难在该事件中“对号入座”,选择性相信可能会更严重(即更加不相信脱钩)。为了对此进行考察,将样本按城投债所属省份的隐性债务率^①分组,采取前述事件研究法展开研究。具体地,若该省(直辖市)债务率高于债务率水平的中位数,则划分为“高债务率”组,否则划分为“低债务率”组;并且进一步按四分位数分组,划分了“最高债务率”和“最低债务率”两个组别。从图4可知,各组别城投债的信用利差在事前均呈现上升趋势,这种趋势被参数事件研究的预趋势项很好地捕捉到了。总的来看,债务率较高地区城投债(a和c)的信用利差在事件后主要呈现下降趋势,其因果效应所导致的利差变动为负;而债务率较低地区城投债(b和d)的信用利差在事后主要呈水平波动趋势,其因果效应所导致的利差变动幅度较小。

由参数事件研究的主要估计结果可知,^②第一,对于债务率较高的地区,在只接收到脱钩信号的时间段里($r=0$ 期),利差未发生明显上升或下降,说明隐性担保预期变动不大,市场对脱钩信号不敏感;但当进一步接收到救助信号之后,城投债的信用利差不断下降且显著,说明市场对救助信号十分敏感,隐性担保预期显著上升。从系数来看,相比于事前趋势,城投债利差下降幅度最多达到44.3个基点,约相当于基期的16%,并且总体而言最高债务率地区下降幅度更大。这意味着面对最高债务率地区的城投债时,隐性担保预期下降得更多,市场此时更加相信救助信号,选择性相信心理更严重。第二,对于低债务率地区,各期 μ_t' 的系数大多是负向,但利差下降并不明显,仅有少数几期显著,说明隐性担保预期变化不大。这意味着市场在面对低债务率地区的城投债时选择性相信更弱。

上述结果说明隐债清零试点事件对不同债务率省份城投债的隐性担保预期的影响存在显著差异,表明市场在面对不同债务率地区时会存在异质性选择性相信。债务率较高的地区实质性“脱钩”难度大,故市场更难相信脱钩信号,更加相信救助信号,但面对低债务率地区的城投债时,这种选择性相信明显减弱。

(二) 选择性相信的原因分析

信号是否“可信”依赖解读者的解读意图和背景(罗伯特·杰维斯,2017),面对众多消息,人们会选择性相信那些符合自己偏好或者符合自己猜测的消息(赫泉玲、肖剑,2013)。选择性相信作为一种思维方式和心理倾向,在市场投资领域普遍存在。于辉等(2014)发现在确定贷款利率时银行会出于自身利益的考虑而有选择性地相信借款企业提供的信息。管涛(2018)在研究货币超发与货币贬值的关系时强调预期的重要性,认为“相信货币超发必然带来人民币贬值”是在看空情绪下市场的选择性相信行为,会引发恐慌性贬值。隐债清零试点事件中,市场对脱钩信号与救助信号的选择性相信产生的原因是什么?为什么认为高强度的脱钩信号可信度更低,低强度的救助信号可信度反而更高呢?

① 隐性债务率=2020年地区融资平台有息债务余额/2020年地方政府综合财力。采用2020年的隐性债务率是为了防止内生性的影响。

② 受篇幅限制,未报告回归结果,留存备索。

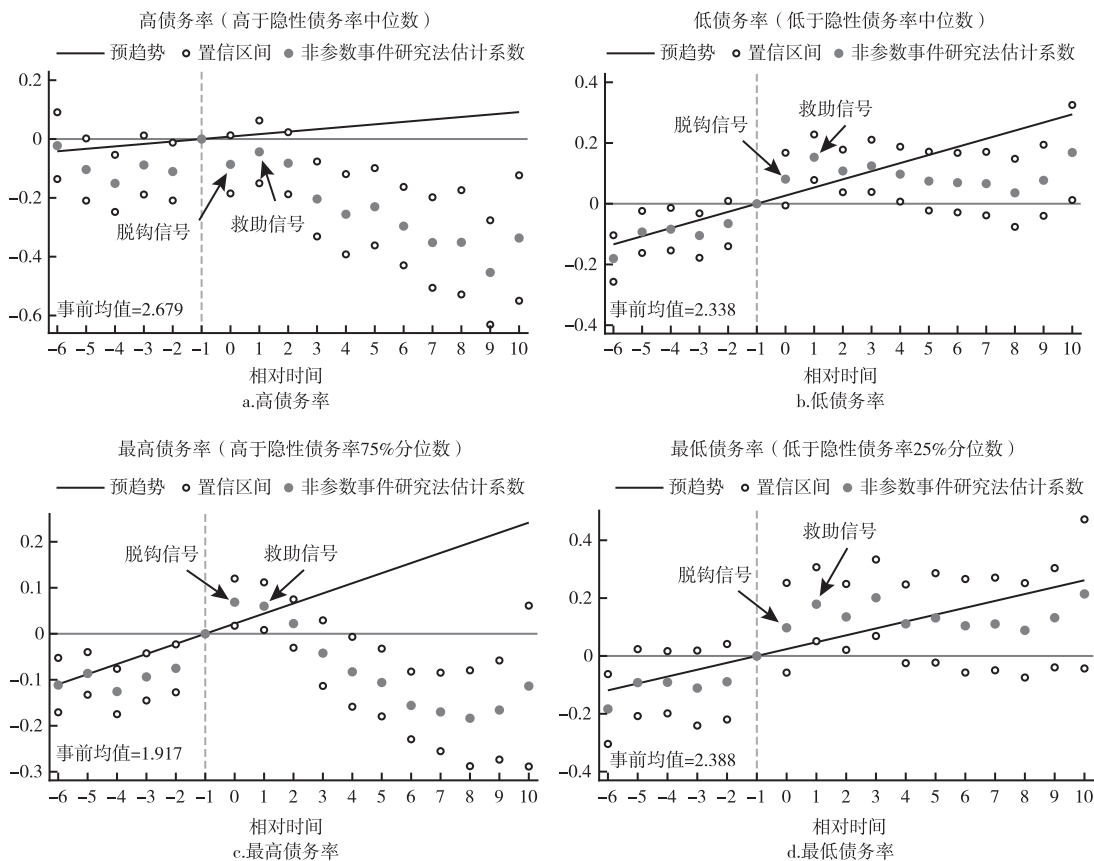


图4 选择性相信的异质性分析

融资平台的实质是地方政府为突破现有财政分权下的财力约束,通过间接金融分权实现对金融资源配置的重要依托(毛捷、徐军伟,2021)。尽管2015年后法律和政策为地方政府融资需求开辟了地方政府债券这条新的途径,但以融资平台为依托的固有举债模式难以在短期内彻底改变。尤其当经济处于下行阶段,基础设施建设成为拉动投资稳定经济的主要手段,叠加财政困难情况突出,融资平台仍然是地方政府筹措基础设施建设资金的重要渠道。由此可见,政府与融资平台难以彻底“脱钩”的一个重要原因是地方政府仍需依靠融资平台去撬动金融资源,为基础设施建设等投资项目筹措资金。鉴于政府与融资平台这样的密切关系,市场投资者很难相信融资平台的实质性脱钩,当融资平台发生风险时会预期政府将实施救助。

如果上述原因成立的话,那么应该能观察到市场对融资平台举债依赖度更高的地区,选择性相信会更严重;同时,与基建类行业更相关的融资平台,市场的选择性相信也会更严重。本文建立如下模型对此进行考察:

$$Spread_{it} = \beta_1 post_t \times M_i + \beta_2 M_i + \beta_3 post_t + \varphi_{it} chp_{it} + \gamma_i + \lambda_t + \eta_{it} \quad (3)$$

其中, i 代表债券, t 代表交易日期。 $post_t$ 是广东省开始隐债清零试点事件的虚拟变量,当债券的交易日期大于等于2021年10月9日时 $post_t$ 赋值为1,否则为0; M_i 为选择性相信的原因变量(融资平台依赖度或所属行业); chp_{it} 为债券与省份相关特征的控制变量,控制债券和省级层面随

时间变化的特征, γ_i 为债券固定效应, λ_t 为日期固定效应, η_{it} 为随机扰动项。本文所关注的是交互项 $post_i \times M_i$ 的系数 β_1 。

回归结果如表 3 所示。表 3 中第 (1) ~ (2) 列、(3) ~ (4) 列分别是融资平台依赖度 (imp)^① 和所属行业 ($indus$)^② 两个原因变量的估计结果。由表 3 可知, $post$ 与 imp 、 $indus$ 的交互项均显著为负。这表明省域启动隐债清零试点后, 对融资平台依赖度越高的地区、与基建类行业越相关的融资平台所发行的城投债利差下降越大, 说明隐性担保预期增加越多, 市场选择性相信越严重。由此可见, 地方政府与融资平台的密切关联是产生选择性相信的重要原因。

表 3 选择性相信的原因

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
$post \times imp$	-0.333 *** (0.101)	-0.308 *** (0.096)		
$post \times indus$			-0.050 ** (0.021)	-0.057 ** (0.022)
债券特征	Yes	Yes	Yes	Yes
省份特征	Yes	Yes	Yes	Yes
债券固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
日期固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
省份 - 月固定效应	No	Yes	No	Yes
债券 - 月固定效应	No	Yes	No	Yes
Adj. R ²	0.930	0.929	0.929	0.928
样本量	27361	27361	27361	27361

六、结论与启示

政府隐性担保预期的普遍存在造成市场约束软化, 隐性债务不断扩张。尽管一系列政策文件和高层会议不断释放“脱钩”信号来引导市场预期, 试图实现强化市场约束的目的, 但市场对政府担保的信念难以轻易消解, 造成隐性担保预期“易增难减”, 给当前隐债治理带来一定程度的干扰。本文基于信号传递理论, 利用隐债清零试点事件, 采用城投债二级市场的高频日交易数据, 借鉴 Dobkin 等 (2018)、Chen 和 Lan (2020) 的研究, 运用非参数与参数相结合的事件研究法, 对“脱钩”信号与“救助”信号的市场效应进行考察。研究发现, 相对于高调宣布的高强度“脱钩”信号, 市场对低调施行的低强度“救助”信号更加敏感, 选择性地更相信救助而非脱钩, 呈现救助与脱钩信号的非对称效应。这种选择性相信具有明显的异质性特征, 在债务率更高的地区会更突出, 表明隐债清零试点的示范效应随着省域间差异的扩大而减弱。选择性相信之所以存在, 是因为市场不相信地方政府能彻底切断对融资平台的融资依赖。

① 融资平台依赖度 (imp) = 融资平台有息债务总和 / (融资平台有息债务总和 + 地方政府显性债务规模), 均采用 2020 年末的数据进行计算, 融资平台采用 Wind 口径。
② 根据城投债发行人所属行业生成虚拟变量 $indus$, 若所属行业为与基建行业更相关的公用事业、交通运输和基础建设类, 则将 $indus$ 赋值为 1, 否则赋值为 0。

以上发现揭示出市场投资者的选择性相信心理,对加强市场预期引导、完善隐债治理长效机制具有重要启示。

第一,为了消除隐性担保预期,应逐步打破刚性兑付。在隐性债务治理过程中,以债务置换为代表的化存举措和以划清界限为代表的遏增举措,将向市场传递救助与脱钩的双重信号,引发市场预期波动,这无疑增加了隐性债务化解的难度。在市场投资者普遍存在较强的选择性相信心理时,仅通过政策文件和会议等语言形式传递脱钩信号,恐难以扭转市场隐性担保预期。要想彻底打破兜底预期,应尝试以行动形式释放“脱钩”信号。比如,打破刚性兑付,即以实际行动的“不救助”树立彻底脱钩的可置信承诺。但为了避免打破刚性兑付引发融资环境的大面积破坏和区域性风险,可考虑从经济实力相对较高、风险承受力相对较好的地区先开始尝试。在某一地区范围内,应从市场已形成基本共识、风险已逐步释放的平台开始,积极实施破产和重组。

第二,隐债清零试点从省域内部逐步推进更能发挥示范效应。在面对广东省隐债清零试点事件时,低债务率地区的城投债信用利差无明显变化,说明隐性担保预期并未出现明显上升或下降,市场投资者的选择性相信心理并不严重;而高债务率地区的城投债信用利差则下降显著,反映出隐性担保预期明显上升,即更不相信脱钩。这种差异化的反应显示出政策的示范效应在情况相近的地区更为明显。由于目前各省份债务、经济情况均有差异,省域清零工作的示范作用可能会存在局限,且部分地区推行省域范围的全面清零本就较为困难。而省域内部某个市或县的清零工作则相对较易开展,且省内其他地区更容易接收到这种脱钩信号。因此除了省域清零外,隐债清零政策还应从各省内部逐步开展,比如,可以从省内易清零的市或县开始试点,推动市场预期的良性变化,逐步实现全省隐债清零。

第三,创新基建投融资模式。地方政府过于依赖融资平台进行基建投融资是市场选择性相信心理存在的重要原因。因此应创新基建投融资模式,切断地方政府与融资平台的固有关系纽带。基础设施建设具有资金投入大、建设周期长的特点,需要大量中长期资金的支持。对于基础设施建设这类公益性或准公益性项目,应更多使用国债或地方政府债券融资,使用低息、长周期的资金,同时利用 PPP、产业基金和片区开发等多样化方式创新基建投融资模式。

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》,《世界经济》2023 年第 6 期。
2. 陈道富:《我国融资难融资贵的机制根源探究与应对》,《金融研究》2015 年第 2 期。
3. 宫义飞、张可欣、徐荣华、夏雪花:《政府引导基金发挥了“融资造血”功能吗》,《会计研究》2021 年第 4 期。
4. 郭玉清、姜晓妮、毛捷、汪昊:《债权方信贷约束的风险治理效应:基于信号传递视角》,《世界经济》2022 年第 9 期。
5. 管涛:《货币供应与汇率:中国“货币超发”必然导致人民币贬值吗?》,《金融研究》2018 年第 12 期。
6. 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》,《金融研究》2015 年第 3 期。
7. 何兴强、李涛:《不同市场态势下股票市场的非对称反应——基于中国上证股市的实证分析》,《金融研究》2007 年第 8 期。
8. 赫泉玲、肖剑:《网络民意的形成机制及其理性表达的引导策略》,《情报科学》2013 年第 4 期。
9. 纪志宏、曹媛媛:《信用风险溢价还是市场流动性溢价:基于中国信用债定价的实证研究》,《金融研究》2017 年第 2 期。
10. 李肆:《环境政策执行偏差的破解——基于信号传递理论的解释》,《中国人口·资源与环境》2020 年第 12 期。
11. 李升:《地方政府投融资方式的选择与地方政府债务风险》,《中央财经大学学报》2019 年第 2 期。
12. 刘蓉、李娜:《地方债务密集度攀升的乘数和双重挤出效应研究》,《管理世界》2021 年第 3 期。
13. 刘晓蕾、吕元稹、余凡:《地方政府隐性债务与城投债定价》,《金融研究》2021 年第 12 期。
14. 刘晓星、石广平:《杠杆对资产价格泡沫的非对称效应研究》,《金融研究》2018 年第 3 期。

15. 刘行、叶康涛:《增值税税率对企业价值的影响:来自股票市场反应的证据》,《管理世界》2018年第11期。
16. [美]罗伯特·杰维斯:《信号与欺骗:国际关系中的形象逻辑》,徐进译,中央编译出版社2017年版。
17. 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》,《金融研究》2016年第4期。
18. 马勇、姚驰:《通胀目标调整、政策可信度与宏观调控效应》,《金融研究》2022年第7期。
19. 毛捷、徐军伟:《地方融资平台公司的市场化转型研究——制度溯源、个性刻画与实现路径》,《财贸经济》2021年第3期。
20. 缪延亮、郝阳、费璇:《利差、美元指数与跨境资本流动》,《金融研究》2021年第8期。
21. 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》,《中国工业经济》2022年第4期。
22. 权小锋、尹洪英、吴红军:《媒体报道对IPO股价表现的非对称影响研究——来自创业板上市公司的经验证据》,《会计研究》2015年第6期。
23. 沈永建、梁方志、蒋德权、王亮亮:《社会保险征缴机构转换改革、企业养老支出与企业价值》,《中国工业经济》2020年第2期。
24. 王博森、吕元祺、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》,《经济研究》2016年第10期。
25. 王一鸣、王立夫:《中国城投债市场信用利差同步性研究——基于中央和地方政府隐性担保视角》,《经济问题探索》2022年第1期。
26. 王永钦、吴炯:《中国创新型货币政策如何发挥作用:抵押品渠道》,《经济研究》2019年第12期。
27. 吴文锋、胡悦:《财政金融协同视角下的地方政府债务治理——来自金融市场的证据》,《中国社会科学》2022年第8期。
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》,《管理世界》2020年第9期。
29. 杨林涛:《非参数统计视角下的异方差检验设计及其应用》,《数量经济技术经济研究》2014年第11期。
30. 于辉、刘鹏飞、孙彩虹:《信息可信与贷款利率确定问题的供应链鲁棒模型分析》,《中国管理科学》2014年第8期。
31. 钟宇桦、陈姗姗、马惠娟、王妹晶:《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》,《中国工业经济》2021年第4期。
32. 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》,《金融研究》2018年第6期。
33. 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》,《经济研究》2022年第11期。
34. 邹瑾、崔涛涛、顾辛迪:《救助预期与地方政府隐性债务风险——基于城投债利差的证据》,《财经科学》2020年第9期。
35. Chen, S., & Lan, X., Tractor vs. Animal: Rural Reforms and Technology Adoption in China. *Journal of Development Economics*, Vol. 147, 2020, 102536.
36. Dobkin, C., Finkelstein, A., Kluender, R., & Matthew, J., The Economic Consequences of Hospital Admissions. *American Economic Review*, Vol. 108, No. 2, 2018, pp. 308–352.
37. Fama, E. F., Fisher, L., Jensen, M. C., & Roll, R., The Adjustment of Stock Prices to New Information. *International Economic Review*, Vol. 10, No. 1, 1969, pp. 1–21.
38. Jervis, R., *Perception and Misperception in International Politics*. Princeton: Princeton University Press, 1976.
39. Montes, G. C., & Nicolay, R. T., Does Clarity of Central Bank Communication Affect Credibility? Evidences Considering Governor-specific Effects. *Applied Economics*, Vol. 49, No. 32, 2017, pp. 1–18.
40. Seelajaroen, R. P., Budsaratragoon, P., & Jitmaneeeroj, B., Do Monetary Policy Transparency and Central Bank Communication Reduce Interest Rate Disagreement. *Journal of Forecasting*, Vol. 39, 2020, pp. 368–393.
41. Spence, M., Job Market Signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 87, No. 3, 1973, pp. 355–374.
42. Wagner, A. F., Zeckhauser, R. J., & Ziegler, A., Unequal Rewards to Firms: Stock Market Responses to the Trump Election and the 2017 Corporate Tax Reform. *AEA Papers and Proceedings*, Vol. 108, 2018, pp. 590–596.

Policy Decoupling and Market Belief: Evidence from the Event of Zeroing Hidden Debt

LI Na, FENG Meile, LIU Rong (Southwestern University of Finance and Economics, 611130)

Summary: There is an implicit guarantee relationship between local governments and local government financing

vehicle companies (LGFVs), which is considered to have been existent for a long time and become a market belief, thus causing some interference to the orderly resolution of government implicit debts. Based on the signal transmission theory, we adopted daily trading data of the secondary market of LGFV bonds, and used the event study method to investigate the market effects of “no-bailout” and “bailout” signals in the Zeroing Hidden Debt (ZHD) pilot event.

Asthe policy name indicates, the policy clearly conveys the “no-bailout” signal, while the zeroing process relies on debt swaps that replace hidden debt with government bonds, which conveys a “bailout” signal not intended by the sender. The emission intensity of the two signals is different. The “no-bailout” signal was directly transmitted to the market through formal meetings and reports, while the “bailout” signal could only be received from interpretations of the documents disclosed by bond issuers. It can be seen that “no-bailout” is the ultimate goal of high-profile policy announcements to guide the expectation of the market, and the signal emission intensity is high, while the low-key bailout behavior is one of the means to achieve the goal, and the signal emission intensity is weak.

The intensity of signal emission, however, only reflects the unilateral intention of the sender, and how the receiver interprets and then accepts it will affect the final signal effect. It is found that the market is more sensitive to the low-key “bailout” signal than the high-profile “no-bailout” signal, and shows a selective belief in “bailout,” reflecting the asymmetric effect of those two signals. The selective belief has obvious heterogeneity characteristics, which are more prominent in areas with higher debt, indicating that the demonstration effect of the ZHD pilot will weaken with the expansion of inter-provincial differences. Further analysis shows that selective belief exists because the market does not believe that local governments can completely cut off their dependence on LGFVs.

The possible marginal contributions of this paper are as follows. (1) It uses mixed information events to identify the asymmetric effect of “bailout” and “no-bailout” signals, and reveals the selective belief psychology of market investors. (2) Based on the signal transmission theory, it investigates the dynamic characteristics of implicit guarantee expectation from a new perspective of the relationship between policy signals and market expectations, and enriches the existing literature. (3) It explores the interactive relationship between policy signals and market reaction, and provides new evidence for revealing the mechanism about how multiple factors, such as the sending mode, transmission process, credibility and acceptance of policy signals, affect the realization of policy intentions. (4) It evaluates the demonstration effect of the ZHD pilot, and provides policy reference for resolving hidden debts.

The policy implications of this paper are as follows. (1) When market investors generally have strong selective belief, it is difficult to reverse the market implicit guarantee expectation only by transmitting “no-bailout” signals orally by means of policy documents and meetings. Instead, we should try to release the “no-bailout” signal through concrete actions, while avoiding a larger negative impact. (2) Heterogeneity analysis shows that the demonstration effect of the policy is more obvious in similar areas, so the ZHD policy should be gradually carried out from within provinces in addition to implementation at the provincial level. (3) We should reform the infrastructure investment and financing model, and cut off the inherent relationship between local governments and LGFVs.

Keywords: Implicit Guarantee Expectation, Policy Decoupling, Selective Belief, Zeroing Hidden Debt

JEL: G18, H63, H81