

城投债市场纪律研究：关联担保与地方政府隐性担保视角的文献综述

对外经济贸易大学中国金融学院博士生 张靖璐

摘 要：城投债作为地方融资的重要渠道，其市场纪律有效性直接影响城投公司经营性债务是否会转化为地方隐性债务。考虑到城投债兼具企业债券属性与准市政债特征，从关联担保和地方政府隐性担保两个视角出发，围绕信用风险定价与信用评级有效性两个方面，系统梳理城投债市场纪律的相关研究。首先地方隐性债务的相关概念、风险测度及持续扩张的成因，为理解城投债的形成背景与隐性担保预期奠定基础。在此基础上，从宏观经济、发行人特征和债券契约条款等方面，综述债券信用利差的一般影响因素。其次，围绕城投债信用利差，系统梳理化债政策、隐性担保预期、第三方担保及违约事件等因素对信用利差的影响，并重点关注关联担保的信用利差效应及担保网络中的信用风险传染。进一步地，聚焦非标违约引发的地方政府隐性担保预期变化，梳理相关文献对城投债信用利差能否有效反映发行人基本面风险的研究，并从信用评级对信用利差的解释能力出发，综述违约事件对信用评级有效性的影响。最后，对现有文献进行评述，归纳已有研究的主要结论与不足。本文研究结论有助于深化对关联担保与地方政府隐性担保影响城投债市场纪律的认识，为理解城投债信用风险定价与评级机制、完善地方债务风险的市场化约束机制提供新的视角。

关键词：关联担保；担保网络；隐性担保；市场纪律；债券定价；信用评级

一、引言

自二十世纪八十年代以来，“城镇化”是我国的一个重要发展战略，地方政府在经济发展的浪潮中如何筹集城市建设所需的资金，成为亟待解决的问题。在此之前，我国城市基础设施建设主要依赖财政资金。然而，随着城建资金需求量大，且部分城建项目缺少直接的财务收益，财政资金在我国城镇化建设领域中供应不足。为缓解这一困境，1988年，国务院发布了《关于投资管理体制的近期改革方案》，提出实行“拨改贷”政策，强调在基本建设领域发挥银行信贷资金的作用。这为银行资金进入城建领域提供了政策依据。尽管如此，由于当时承接银行贷款的市场主体尚未形成，这一时期城建领域资金来源依然主要依靠财政投入。直到1994年实行分税制后，“财权上收，事权下放”，地方财政财政资金投入与城建资金需求之间形成了巨大缺口，城建资金紧缺的矛盾日益突出。在此背景下，地方政府创设出了地方融资平台（又称“城投平台”或“城投公司”）这一形式来筹集资金，解决资金供给不足的问题。各省（区、市）相继组建城投公司，负责地方投资项目的固定资产投资，包括地方基本建设基金和其他配套资金的运用和管理。随着城镇化进程的推进，地方政府债务规模快速扩张，从2014年的14.8万亿增长至2022年的35.1万亿元。地方政府融资平台作为地方政府隐性债务的主要举债载体之一（蒲丹琳和王善平，2014），其债券发行规模更是不断攀升，且城投平台举债已成为地方政府隐性债务的主要组成部分。城投平台债务规模的快速扩张不仅加剧了地方政府的偿债压力，还使得债务风险日益显现。在防范化解地方政府债务风险的背景下，如何识别城投债的风险形成机制、完善风险定价与监管安排，已成为值得深入研究的重要问题。现有研究较多从地方财政状况、债务治理和风险化解等角度考察地方政府债务风险，本文则聚焦城投债，从关联担保和地方政府隐性担保预期两个方面，考察担保关系及隐性担保预期变化对城投债信用风险定价的影响。

研究关联担保与地方政府隐性担保预期对城投债信用利差的影响，具有以下几方面的理论价值与现实意义。第一，考察关联担保的信用利差效应，有助于评估关联担保的实际增信作用及其潜在风险。关联担保是债券发行中常见的增信方式，但担保人与发行人之间的关联关系可能使担保的风险分散作用受到限制，甚至加剧风险在关联企业之间的传递。如果关联担保未能有效降低融资成本，反而对应更高的信用利差，就有必要进一步分析其背后的作用机制。这不仅有助于深化对关联担保经济后果的认识，也能够为完善债券发行增信安排、从融资工具条

款层面防范地方政府隐性债务风险提供参考。第二，研究城投公司关联担保网络及其风险传染效应，有助于识别担保关系背后的系统性风险。城投公司之间频繁发生的关联担保形成了复杂的担保网络，使单个企业的信用风险可能沿担保关系向其他企业传导，并进一步影响相关债券的风险定价。考察担保网络的结构特征及其风险传染效应，有助于揭示单个发行人财务指标难以充分反映的关联风险，为识别城投债潜在风险、完善地方政府隐性债务风险监测与防控机制提供依据。第三，考察地方政府隐性担保预期变化对城投债信用利差与信用评级质量的影响，有助于理解隐性担保预期与信用风险识别之间的关系。城投债兼具企业债券属性与一定的准市政债特征，投资者和评级机构可能基于地方政府支持预期评估发行人的信用风险。非标债务违约可能改变市场对地方政府隐性担保的预期，进而影响城投债信用利差及信用评级。以非标违约为切入点，分别考察隐性担保预期变化对城投债信用利差及其基本面风险反映程度、信用评级质量的影响，有助于揭示隐性担保预期变化对债券市场风险定价与信用风险识别的不同作用，为完善城投债风险定价机制和信用评级制度提供经验证据。

本文其余部分安排如下：第二部分梳理地方隐性债务的相关概念、风险测度及持续扩张的成因，为理解城投债的形成背景与隐性担保预期奠定基础；第三部分从宏观经济、发行人特征和债券契约条款等方面，综述债券信用利差的一般影响因素；第四部分聚焦城投债信用利差，首先梳理化债政策、隐性担保预期、第三方担保及违约事件对信用利差的影响，进而讨论关联担保的信用利差效应与担保网络中的风险传染，并进一步考察非标违约后信用利差对发行人基本面风险的反映，以及信用评级对信用利差的解释能力是否发生变化，以分析违约事件对信用风险定价与信用评级有效性的影响；第五部分对现有文献进行总结与评述，归纳已有研究的主要结论与不足，进而明确本文的研究切入点。

二、地方隐性债务风险研究

（一）地方隐性债务风险的概念和测度

1.地方隐性债务的概念

最近十几年来，地方政府债务问题逐渐成为我国财政经济领域的重大问题。关于地方隐性债务，Hana（1999）、刘尚希等（2003）把债务划分为显性债务、隐性债务、直接负债以及或有负债四种类型。纳入政府预算的政府债券属于典型的显性债务，而政府借助企业等（例如融资平台公司）举债属于典型的隐性债务

（刘尚希等，2012）。卢文鹏和尹晨（2004）发现，我国政府的或有债务和隐性债务来源于政府对国有商业银行、国有政策性银行、资产管理公司、其他金融机构、国有企业、社保基金等提供的隐性担保。赵全厚（2018）提出，对于地方融资平台债务，有明确出函担保的属于政府隐性债务。政府购买服务项目中涉及精准扶贫、易地搬迁服务及棚户区改造项目所形成的债务。PPP 项目中，若社会资本方未能正常履约或经营失败，并由政府依法承担相应责任，相关债务也可能被认定为政府隐性债务。此外，国有企业所负债务、非国有企业在接近破产时获得政府救助而形成的相关负债，以及政府独资或参股设立的资产管理公司、投资建设公司等主体形成的债务，亦属于政府隐性债务的相关范畴。刘尚希（2018）认为地方政府隐性债务大部分为或有负债，债务不等同于地方政府性债务风险，只有在债务使用效率低的情况下才会形成负债。国外也存在对政府隐性债务问题的研究。吉富星（2019）提出社保基金缺口、养老金缺口和医疗保险缺口应该纳入地方隐性债务。毛捷和徐军伟（2019）则认为，地方政府隐性债务主要包括两类：一是未计入地方政府存量债务，但地方政府未来可能承担偿还或救助责任的债务；二是地方政府部门及国有企事业单位新增的、通过违法违规方式形成的债务。李丽珍和安秀梅（2019）认为，地方政府隐性债务并非仅限于法律或合同明确规定的债务，还包括政府基于既定公共支出政策，或因公众预期、道义责任和政治压力而可能承担的偿付或救助责任。根据形成原因和责任性质，作者将地方政府隐性债务划分为五类：社会保障资金缺口形成的债务、公共投资项目形成的未来支出责任、预算内支出拖欠、违法违规融资及担保形成的债务，以及地方政府可能承担救助责任的相关债务。其中，前三类主要属于直接隐性债务，后两类则属于或有隐性债务。沈坤荣和施宇（2022）根据具体表现形式把地方政府隐性债务分为以下几类：地方融资平台形成的债务、政府与社会资本合作（PPP）项目相关债务、政府购买服务项目负债、政府投资基金所形成的债务、地方商业银行不良贷款，以及地方国有企业承担的相关债务等。

2.地方隐性债务风险的测度

关于地方隐性债务风险的度量，已有文献主要用地方政府隐性债务规模与城投债信用利差两个代理变量来测度。首先是地方政府隐性债务规模的衡量。部份学者对中国地方政府隐性债务进行了规模测度。考虑到地方政府隐性债务最为重要的载体是地方政府融资平台，通常以加总的融资平台发行的城投债余额作为代理指标（范剑勇和莫家伟，2014；毛捷和黄春元，2018；钟辉勇和陆铭，2015）。

然而，这种单一口径很可能低估地方政府隐性债务规模，因此还应将银行贷款等其他有息债务纳入考量。陈文川等（2019）、刘晓蕾等（2021）和蔡庆丰等（2024）通过加总地方政府下属融资平台有息债务总额的方法，使用三种方法构建地方政府隐性债务负担率指标，分包括地方政府总隐性债务除以当地政府一般预算收入、地方政府总隐性债务除以当地 GDP 和地方政府总隐性债务除以地方社会固定资产投资投入。还有一些学者们构建了政府隐性债务风险指标，郭敏等（2020）对 Arslanalpa and Liao（2014）提出的银行部门或有债务风险的衡量方法进行拓展，以此度量政府隐性或有债务风险。考虑到地方政府通过融资平台发行城投债已成为地方隐性债务的主要来源，大量研究将城投债作为典型的隐性债务工具，以城投债信用利差作为衡量地方隐性债务风险指标。其计算方式为城投债发行利率减去相同期限国债到期收益率（秦凤鸣等，2016；朱莹和王健，2018；罗宏等，2023）。

（二）地方隐性债务持续扩张的成因

学界主要从需求侧和供给侧两个方面解释地方债务扩张及隐性债务形成的原因。主张需求侧因素导致隐债新增的研究主要从以下四个方面展开：一是政府间事权与支出责任划分不清晰（龚强等，2011）。马海涛和吕强（2004）研究发现，政府间事权与支出责任划分不明晰以及事权错位导致一些原本由中央政府承担的支出职责被转嫁到了地方政府，同时部分原属地方政府职责的支出项目又由中央政府代为承担。中央政府的这种行为加剧了地方政府财政支出的压力，进而导致地方政府债务迅速扩张。唐洋军（2011）研究表明，分税制改革不彻底导致了政府间事权划分不明确和事权错位的问题。在这一过程中，财权大幅上收至中央政府，而事权则被逐级下放至地方政府，结果导致了地方财政的紧张局势，进而加剧了地方政府债务的负担。二是融资平台企业承担了政策性投资任务。郭敏等（2020）基于我国经济分权体制以及国企政策功能定位，提出城投公司主要承担地方政府城市基础设施建设相关的投融资职能。因而，城投公司债务是地方政府隐性或有负债的重要组成来源。三是增长与考核压力下的基础设施建设。马海涛和马金华（2011）提出，2006 年之前，财政管理体制造成地方政府财力严重不足，这是导致地方政府债务的直接原因；2006 年之后，经济增长的融资需求导致地方政府负债大幅上升。曹婧等（2019）研究发现，相较于财政压力，晋升压力和发展压力对城投债扩张的促进作用更为显著。具体而言，市委书记年龄处于特定区间的地级市更倾向于发行城投债，并扩大融资规模；在经济发展压力较大的地区，晋升压力对城投债规模的推动作用更为明显。彭冲和陆铭（2019）提出虽

然新城建设能够通过扩大投资带动短期经济增长,但也可能增加地方政府债务负担,进而对经济长期稳健发展形成潜在约束。吴海军等(2023)基于融资优序理论研究发现,经济增长压力是推动地方融资平台非标债务扩张的主要原因。而且,经济增长压力大的城市倾向于通过融资平台优先扩张非标债务,而非城投债。四是地方预算软约束与财政监管不力。预算软约束会强化地方政府的举债动机(周学东等,2014)。姜子叶和胡育蓉(2016)运用财政分权理论研究了预算软约束影响地方政府过度举债的形成机理,发现在资产性补贴和预算外收入的预算软约束下,当预算外收入与资产性补贴紧密联系呈现顺周期关系时,地方政府债务也随之呈现顺周期性。王永钦等(2016)提出,由于存在软预算约束,地方政府在举债决策中未充分考虑债券对经济体和金融体系的负外部性,在均衡中会有过多的债务。但随着中央在预算与支出领域实施“承担更大责任”的改革,上述问题已经得到相当程度的缓解。

主张供给侧因素导致隐债新增的研究则包括两个子类:一是地方政府在满足投资者增信要求方面的资源与努力,包括财政隐性担保(王博森等,2016;钟宁桦等,2021;曹婧,2023)、财政与地方金融资源的共同隐性担保(吴文锋和胡悦,2022)、土地注资(张路,2020)。张路(2020)认为,地方政府在融资平台首次发行债券之前,地方政府往往提前会通过增加资本注入等方式改善其资产与经营条件。这些投资包括土地注入,以及协助融资平台达到债券发行的门槛要求,以便快速扩大其规模。徐军伟等(2020)发现由于地方政府对城投公司的资产延伸和风险联保,使其资产与风险存在不对称,相较于一般市场主体具有优势,从而导致地方政府隐性债务持续增长。

从近几年的情况看,中央在地方债务管理层面出台了大量“堵后门、开前门”的政策措施,上述因素的不利影响亦得到了相当程度的缓解。二是融资平台自行创设的隐债融资工具,在实践中又可以区分为两种情况,第一种是在不同融资工具间通过监管套利型通道业务来新增隐债。孙国峰和贾君怡(2015)研究发现,为满足房地产企业和地方政府融资平台的融资需求,银行通过投资业务、同业业务等方式开展影子银行业务,将信贷资金转化为影子银行融资。Chen et al.(2020)基于中国地方政府面临银行债务到期续作压力的情况,指出地方政府融资需求的增加导致了城投债的发行增加,同时也推动了包括信托贷款和理财产品在内的更多影子银行业务增长,这是影子银行业务激增的主要原因。张路和陈珏津(2023)认为,融资平台通过银信通道,借助类似信托公司或证券公司这样的“通道”从

商业银行获取融资，进而导致了地方隐债增长。但随着政府在金融领域对功能性监管的强化，该渠道也在逐步萎缩。第二种是利用单一融资工具业务的审核标准漏洞新增隐债。该渠道的主要途径是通过对增信条款及增信工具的扭曲性使用，来实现隐债融资工具市场化发行。毛捷等（2024）利用网络分析方法研究发现，融资平台间相互联保通过信息共享、声誉激励、风险约束和隐性担保机制推动了融资平台债务增长。贾君怡等（2023）则研究认为，融资平台采用专业担保可以有效防范地方隐债风险，而采用关联担保则会导致隐债增长。但值得注意的是，虽然上述增信安排属于企业的市场行为，但这些行为产生于特定的监管环境，是发行人面对既定监管规则下的理性选择，针对其成因的分析应进一步溯源到监管规则中的问题。然而，已有文献较少在债务融资工具层面研究增信安排监管不当导致的隐债新增机制。虽然目前政府在城投债发行工作中通过“重回行政审批式”监管，在短期内抑制住了城投隐债新增，但同时也带来了福利损失，从长期看，应该通过完善相关规则重返市场型监管，进一步发挥金融市场在抑制地方隐债新增中的作用。

三、债券市场纪律的内涵

（一）市场纪律的概念

参考 Manganelli and Wolswijk（2007）和胡佳胤等（2024）对市场纪律的定义，市场纪律是市场经济条件下由市场参与者通过价格机制对债务主体形成外部约束的重要制度安排。在理想状态下的城投债市场中，市场纪律能够充分发挥约束作用，债务主体的信用风险能够被市场参与者及时识别与定价。在债券市场中，市场纪律主要体现为市场定价对信用风险的反映，以及信用评级对债务主体信用质量的识别。前者关注市场参与者能否将信用风险充分反映在债券价格和信用利差中，后者关注信用评级能否准确反映债务主体的信用状况。基于此，本文从债券定价有效性和信用评级有效性两个方面梳理相关研究。

本文从债券定价有效性和信用评级有效性两个维度分析城投债市场纪律。一是债券定价有效性。二是债券信用评级有效。信用评级能够综合反映债务主体的信用状况及其偿债能力，为投资者识别和评估信用风险提供参考。评级有效性不仅体现在评级结果能否准确区分不同债务主体的信用质量，也体现在评级能否及时反映债务主体信用状况的变化。在市场纪律有效的情况下，信用评级应能够较为准确地反映发行人的基本面风险，而非过度受到外部担保预期等

非基本面因素的影响。若评级未能充分反映信用风险变化，其作为风险识别信号的作用便会减弱，进而影响市场定价和对债务主体的约束效果。

（二）债券定价有效性

债券定价有效性是市场纪律研究的重要内容，主要关注债券价格及信用利差能否充分反映债务主体的信用风险。投资者能够利用可获得的信息对城投债信用风险进行识别与定价，一旦债务主体从事超出自身信用承受能力的举债行为，其融资成本将上升，信用利差扩大，甚至融资渠道可能受到限制，从而形成内生的融资约束机制，确保债务主体行为与自身信用承受能力相匹配（Lane，1993）。关于信用利差影响因素的研究，现有文献主要从宏观经济环境、发行人特征和债券自身特征等方面进行分析。

一是宏观经济特征。关于宏观政策及制度环境对债券信用利差的影响，现有研究主要从货币政策、制度保护、地方经济基础和政府治理能力等方面展开。货币政策是债券信用利差的重要宏观影响因素。Zhu（2013）利用联邦基金利率期货区分目标利率意外与政策路径意外，发现信用利差主要对目标利率意外作出反应，且这一影响因债券期限而异，在经济衰退时期更为显著。郭晔等（2016）基于中国债券市场数据，发现未预期货币政策冲击会影响债券信用利差。王永钦和吴娴（2019）利用中国人民银行扩大中期借贷便利（MLF）担保品范围的政策作为准自然实验，发现新增纳入担保品范围的债券抵押融资能力提升后，其一级和二级市场利差均显著下降，且对小微企业债券的影响尤为明显。此外，抵押品稀缺程度的缓解还带动银行间市场公司信用类债券和金融债券利差整体下降。进一步地，央行担保品管理框架也会影响债券定价。黄振和郭晔（2021）发现，债券被纳入央行合格担保品范围后，其信用利差显著下降。陈国进等（2021）绿色债券被纳入央行合格担保品范围后，其信用利差显著下降。总体来看，相关研究表明，货币政策及央行担保品管理框架能够通过影响债券的抵押融资能力和市场流动性，进而影响债券信用利差。除货币政策外，财政政策也会影响债券风险溢价。Bretscher et al.（2020）研究发现，政府支出水平及其不确定性能够预测债券超额收益，并通过影响通胀风险溢价和期限溢价作用于收益率曲线。法律保护是影响债权人风险承担与债券融资成本的重要制度因素。La Porta et al.（1997）、Qian and Strahan（2007）指出，债权人法律保护有助于促进资本市场融资。王永钦和薛笑阳（2022）利用中国在各地设立破产法庭这一自然实验所作的实证研究发现，破产法庭的设立强化了对债权人的保护，并降低了债券信用利差。

针对城投债的研究，部份文献从地方经济基础、财政状况和政府治理能力等角度分析其对城投债融资成本的影响。潘俊等（2015）考察金融生态环境、地方经济基础与地方政府治理水平对地方政府债务融资成本的影响，发现良好的金融生态环境、较好的地方经济基础和较高的政府治理水平有助于降低地方政府债务融资成本。罗荣华和刘劲劲（2016）也发现，地方财政状况越好，地方政府的担保能力与支持意愿越强，从而有助于降低城投债融资成本。陈文川等（2019）从政府债务审计出发，发现审计后显性地方政府债务风险显著下降，但地方政府通过城投债等隐性融资渠道举债所形成的隐性债务风险反而上升。进一步地，吴洵和俞乔（2017）研究发现，地方债务率越高、财政收入增长率越低、基础设施投资占比越高、房地产开发投资占比和房价越低，城投债风险溢价越高；此外，GDP增长率上升与省级城投债风险溢价正相关，但与市级城投债风险溢价负相关。谢世清和张梦鸽（2023）则发现，经济增长率、通货膨胀率和货币市场利率对城投债整体信用利差的影响不显著，而股票市场指数与城投债整体信用利差负相关。

二是发行人特征因素。从发行人层面看，现有研究主要关注会计信息质量、财务表现和产权性质对债券信用利差的影响。首先，在会计信息方面，朱松（2013）研究发现，企业会计信息质量越高，其信用评级越高，债券融资成本越低。王博森和施丹（2014）进一步选取了 17 个财务指标衡量发行人会计信息，发现会计信息能够影响公司债定价，且这一影响在非城投债发行主体和银行间市场发债主体中更为显著。其次，在财务表现方面，Jiang（2008）研究发现，企业达到或超过零盈余、上年盈余及分析师盈余预测等基准，有助于降低债券发行利差，并提高信用评级上调的概率，且这一效应在违约风险较高的企业中更为显著。最后，在产权性质方面，Sánchez-Ballesta and García-Meca（2011）从股东身份角度考察企业债务融资成本的影响因素，发现政府持股有助于降低债务融资成本。方红星等（2013）发现，国有产权企业由于享受隐性担保，能够降低投资者违约风险，从而导致公司债券有更低的信用利差。

三是债券契约条款。在前期研究方面，关于债券契约条款的学术研究源自公司代理成本理论 Jensen and Meckling（1976）。他们认为，为了缓解内部股东与外部投资者之间的代理问题，需要引入针对内部股东的监督与决策限制措施。只要这些措施所增加的收益大于它们带来的成本，它们的引入就能够降低代理问题引发的福利损失。Smith and Warner（1979）最早将上述思想应用在债券合约的限制性条款分析中。Bradley and Roberts（2015）则把该分析框架命名为 ATC

(Agency Theory of Covenants, 契约条款代理理论, 以下简称为 ATC) 并提出, 只要拟引入的契约条款导致投资者预期信用违约损失的下降大于它所带来的福利损失, 该契约条款就应该被引入。

针对债券契约及契约条款有效性的实证研究主要分为两个层次, 一是司法基础设施的制约作用。二是既定司法基础设施前提下对债券契约条款影响作用的考察。相关实证研究主要通过考察各类特殊条款对债券利差的影响, 来评价它们在债券契约中的适当性。如果引入某个条款带来利差上升, 则意味着它提高了代理成本, 而如果导致利差下降, 则意味着它降低了代理成本。Miller and Reisel(2012) 利用 1989—2006 年第一季度的公司债样本所作的实证研究显示, 引入“限制融资活动”和“限制投资活动”条款能够保护债权人未来收益, 从而降低融资成本。

陈超和李镕伊(2014)、史永东和田渊博(2016)和史永东等(2018)基于中国发行的公司债样本, 构建了契约条款保护指数, 发现引入债券契约条款能够缓解管理人与债权人之间的代理冲突, 从而降低债券信用利差。还有一些文献发现, 在他们所考察的场景中, 相关条款的引入增加了代理成本。Billett et al.(2010) 利用美国杠杆收购标的公司发行的债券样本所作的实证研究发现, 投资者对引入控制权变更条款的债券有更高的违约风险预期, 其融资成本更高。Mansi et al.(2021) 以 1984—2014 年发行的债券为样本所作的实证研究显示, 引入包括“评级下降触发”等与违约相关的条款会增加企业破产风险, 并提高债券信用利差。刘辰嫣和肖作平(2022) 利用 2016—2020 年发行的公司债样本进行实证研究发现, 债券合约中设置严格的“事件类限制性条款”会加剧信息不对称程度, 增加企业技术性违约的可能性, 进而提高债券信用利差。从以上分析看, 不同研究实证得到的影响方向并不相同, 这既可能来源于不同条款间原本就存在的机制差异, 也可能与不同债券所涉金融市场及投资者的差别有关。

(三) 信用评级有效性

信用评级是债券市场的重要信息中介。信用评级有效性研究主要关注评级结果能否合理反映债务主体的信用质量, 以及评级能否有效区分不同信用风险水平的发行人。相关研究主要从以下四个因素角度分析评级质量的决定: 一是评级机构专业能力对评级质量的影响。部分文献认为我国评级机构能够根据企业真实的财务数据和掌握的私有信息调整评级, 债券信用评级有效(寇宗来和千茜倩, 2021; 杨国超和刘琪, 2022)。马榕和石晓军(2016)则认为, 当外部监管和声誉机制约束作用较弱时, 评级机构虽然有能力和甄别发行企业的盈余管理行为, 但会为了

自身的利益而忽视企业盈余管理行为，给予虚高的评级。二是评级机构的声誉机制对评级质量的影响。评级机构为了维持自身的声誉，会提供更加可信的评级，评级质量较高（Xia, 2014；孟庆斌等，2018）。三是评级机构的独立性对评级质量的影响。很多学者提出在“发行人付费”模式下，评级机构独立性不够，往往通过出具更高的评级来迎合客户，导致信用评级膨胀（Cornaggia and Cornaggia, 2013；Baghai and Becker, 2018）。与发行人付费的评级相比，中立性的评级机构的评级质量更高（孟庆斌等，2018；吴育辉等，2020）。四是评级机构竞争对评级质量的影响。Becker and Milbourn（2011）发现，评级机构竞争会导致评级质量的下降。国内学者利用中国的数据发现，评级机构为了获得更大的市场份额，会倾向出具更高的评级，导致评级质量降低（徐晓萍等，2018；林晚发等，2022）。

四、城投债市场纪律研究

（一）地方政府化债政策与城投债信用利差

在前期研究中，大部分文献从防范化解债务风险的角度对城投债展开研究。目前地方政府隐性债务风险治理是“控增量”与“化存量”并行。一是控制增量风险。朱莹和王健（2018）基于地方政府债券“自发自还”试点的准自然实验所作的实证研究发现，该试点能降低城投债的风险溢价，且这一降风险作用在财政透明度高和财政较平衡的地区更显著。邱志刚等（2022）研究发现，地方政府债务置换通过补充偿债资金能够替代借新还旧和补充流动资金的城投债，进而减少相关城投债的融资需求及发行规模。但在担保能力较弱地区，债务置换强化隐性担保预期，降低城投债融资成本，进而促进投资类城投债发行。

二是化解存量风险。随着地方政府债务规模无序扩张，债务风险持续累积，融资平台也面临加快整合转型的要求。在这一过程中，拓宽融资来源、妥善化解存量债务成为融资平台转型发展亟待解决的问题（徐鹏程，2017）。郁芸君等（2022）基于城投债的融资目的从基建投资转变为借新还旧的事实研究发现，借新还旧只能暂缓偿债压力，无法从根本上防范化解城投债的风险。可见，化解地方隐性风险还需要通过城投公司自身的转型，增强自身的造血能力、风险抵御能力和提高媒体监督力度实现。佟岩等（2024）提出，融资平台持股上市公司显著降低了城投债的发行利差。相较于参股上市公司，控股上市公司可以帮助融资平台在更大程度上降低发行利差，当融资平台公益性职能较强、地方政府救助能力较弱、地区制度环境较差，以及持股公司的财务状况较好、市场竞争地位较高、股利分

配较多时的降利差效果更为显著。王秋石等（2024）研究发现，地方融资平台能够通过整合重组降低违约风险。同时，随着整合后的集团逐步推进市场化，融资平台对隐性担保预期的依赖也有所降低。还有一些学者们从财政、金融以及财政与金融协调角度对城投债融资成本进行了分析。张牧扬等（2022）从税收政策角度检验了增值税税率下调对地方政府债务的影响，他们发现，增值税税率下调抑制了地方政府债务增长。刘若鸿等（2023）通过构建地方融资平台政治关联数据库发现，弱化政治关联能够通过提高投资效率和缓解政策性负担，从而降低城投债发行利差。聂卓等（2023）研究发现，违规举债问责政策导致城投债利差相对普通地方国有企业债券的利差上升了，他们认为，违规举债问责有助于有效约束地方政府通过融资平台违规举借隐性债务的行为和降低上级救助预期所产生的“隐性担保”。罗宏等（2023）认为，汇总资产减值能够作为衡量地方政府未来财政状况及偿债压力的重要信息，汇总资产减值越高意味着市场投资者对城投债的隐性担保预期越小。吴文锋和胡悦（2022）从财政和金融政策协调角度研究发现，融资平台公司举债主要借助政府信用的金融化，并通过借新还旧维持存量债务，丰富的地方金融资源可以降低市场对融资平台债务风险的担忧，进而缩小城投债信用利差。

（二）地方政府隐性担保预期与城投债信用利差

关于隐性担保的前期研究。大多学者们对隐性担保定价进行了研究。我国市场长期存在的政府隐性担保与刚性兑付预期使得我国金融市场无法有效发挥风险定价能力（陈道富，2015；纪志宏和曹媛媛，2017）。卢文鹏和尹晨（2004）发现隐性担保扭曲了被担保主体的激励结构，易引发道德风险，从而导致更高的财政风险。Heppke-Falk and Wolff（2008）基于德国接受救助事件研究发现，接收救助预期越高，风险溢价越低。韩鹏飞和胡奕明（2015）分别考察了政府隐性担保对国有企业和城投公司债券信用利差的影响，他们发现，地方政府隐性担保可以消除债权人对国有企业债务违约的顾虑，有助于降低了国有企业债券的风险。但却增加了地方融资平台债券的风险，原因是尽管地方政府帮助融资平台取得债务资金，但这一举措损害了债权人的利益，增加了债券投资者的风险，从而提高了债券的信用利差。汪莉和陈诗一（2015）通过构建理论模型研究发现，地区经济发展状况会影响隐性担保对城投债融资成本的作用。在经济发展情况不好时，投资者隐性担保预期较小，隐性担保对债券发行成本无显著影响。而随着区域经济状况好转，隐性担保预期增强，有助于降低债券发行成本。王博森等（2016）

运用卡尔曼滤波法实证考察了不同信用评级、不同债券种类间隐性担保水平，他们发现，相比于 AA+评级和地方国有企业债券，AA 评级及中央企业债券有更高的隐性担保水平。Sola and Palomba（2016）研究发现，地方政府的财政基本面影响地方政府债券风险溢价，持有更多债务和赤字的地方政府债券有更高的市场溢价，但在中央政府提供明确或隐含担保的情况下，会减弱地方政府债券融资成本对财政基本面的反应，地方政府债券市场定价机制的效果较差。Beck et al.（2017）也有类似的结论，他们认为，救助预期的存在会降低地方政府基本面对地方政府债券定价的影响。罗荣华和刘劲劲（2016）认为地方政府财力状况反映了其担保能力和担保意愿，地方政府财力状况越好，城投债的发行利差越小。许友传（2018）提出，中国式兜底预期恶化了债务融资市场的逆向选择，导致低风险借款人的信用风险溢价倾向于被“高估”，进而推升其债务融资成本；高风险借款人的信用风险溢价则倾向于被“低估”，进而拉低高风险行业、部门或项目的债务融资成本。刘畅等（2020）从实证角度考察了地方政府融资平台对中小企业融资的影响，研究发现，融资平台设立产生的挤出效应主要体现在国有大型商业银行，对农村金融机构的中小企业贷款则影响不显著。钟宁桦等（2021）利用利差估计法和虚拟变量法度量隐性担保预期所作的实证研究发现，隐性担保预期越强，债券融资成本越低。曹婧（2023）以地方政府召开债务恳谈会所传递出来的隐性担保意愿信息，综合考察了隐性担保意愿、担保能力与城投债信用利差的关系，研究发现，债务恳谈会对城投债的影响在一二级市场出现了分化，债务恳谈会在一级市场表现为隐性担保，降低了城投债发行利差，在二级市场则表现隐性担忧，提高了城投债发行利差。

（三）违约事件、隐性担保预期与城投债市场纪律

1. 违约事件的风险传染效应

部份文献关注银行间的风险传染效应。Das et al.（2007）提出，企业之间存在着广泛的经济联系，形成了各类紧密的网络组织。在这样的网络结构中，信用风险并非相互独立的随机事件，而是可以沿着企业网络组织进行传染的群体事件。Aharony and Swary（1996）基于银行倒闭事件发现，银行风险具有明显的溢出效应，且银行间空间距离越远、资本实力越强，这种风险扩散越弱，而规模更大的银行受到的影响相对更为明显。Allen and Gale（2000）和 Brusco and Castiglionesi（2007）则指出，跨地区银行间的资产联系和金融开放为金融风险跨区域扩散提供了渠道，使局部银行危机可能进一步波及其他地区。王永钦等（2014）利用中

国华东地区某地级市商业银行所辖全部网点的贷款台账数据,运用网络图论的工具研究发现,衡量该企业在整个担保网络中的重要程度的“居中度”指标越高,企业所获得的贷款额度和实际金额就越高。而企业在担保网络中涉及的关联企业数量对两者并无显著影响。Acemoglu et al. (2015) 提出较小的负面冲击下,较高的银行间关联度有助于分散风险、增强金融体系稳定性;但当冲击超过一定程度后,高度关联的网络结构反而可能加速风险扩散,放大金融体系的脆弱性。

还有一些文献关注企业间的风险传染效应。Kiyotaki and Moore (1997) 提出小部分企业受到负面冲击后,风险可能沿上下游企业之间形成的商业信用网络扩散,并通过企业间的关联关系产生连锁反应 (Cabral et al., 2017)。Hertzel et al. (2008) 考察了企业破产风险在供应链的溢出效应,研究发现,单个企业破产不仅会影响供应链中的其他企业,而且对下游供应商的冲击尤为明显。Jorion and Zhang (2009) 基于交易对手风险理论考察了违约风险传染效应,研究发现,债务人破产不仅会使债权人的股票超额收益率下降,还会推高其信用违约互换 (CDS) 利差,从而进一步加剧债权人的破产风险。李李丽和周宗放 (2015) 提出,集团内部信用风险的扩散程度与风险关联及传染特征密切相关,提高风险治理效率则有助于降低风险在集团内部的进一步扩散。另外,有学者注意到了风险通过担保关系传播的现象, Cook and Spellman (1996) 通过构建第三方担保债务模型研究发现,公司风险会受到担保方风险的影响。Delli Gatti et al (2009) 从企业间网络关系出发分析债务违约风险的扩散机制,认为企业间的关联程度会影响风险在网络中的传播范围和程度,当发生外部冲击则可能通过企业间网络关系发生风险传染。沈丽等 (2019) 基于地方金融风险压力指数刻画省际金融风险关联网络,研究发现,各省份在网络中的关联特征存在明显差异,且省际关联程度越高,金融风险越容易扩散,并可能进一步扩大风险传染的影响范围及其破坏程度。张一林等 (2022) 研究发现,企业互联互保形成的担保网络可能加剧债务风险的交叉传染。当一家企业发生违约时,其互保企业不仅面临新增债务负担,还可能因债权银行集中追偿而陷入流动性困境,进而通过担保关系和银行债权关系将风险进一步传导至其他企业,最终形成“多米诺效应”,并可能演变为区域性金融与经济危机。

2. 违约事件、隐性担保预期与城投债信用利差

随着债券市场违约事件增加,学者们开始关注债券市场打破刚兑的影响。张雪莹和王玉琳 (2019) 运用短时窗事件研究法发现,随着地方政府债务治理政策

的推进和落实，政府隐性担保对城投债信用利差的降低效应逐渐减弱，城投债与民企债券信用利差间的差距明显缩小。Jin et al.（2023）研究发现 2015 年我国在岸债券市场首次发生国有企业违约后，与非国有企业相比，国有企业的债券发行量大幅度降低。这说明在地方政府隐性担保预期降低后，市场往往会减持国企债券。刘珈言和郭丽虹（2024）基于 2014 年打破刚兑政策出台的外生冲击研究发现，隐性担保预期下降导致城投债流动性恶化，从而提高了城投债信用利差。蔡庆丰和吴奇艳（2022）研究发现，国有企业刚性兑付逐步打破后，国有企业原有的融资成本优势有所减弱，国企与民企之间的融资成本差异随之收窄，企业部门融资成本的结构分化得到改善。

关于债务工具违约的溢出效应的研究。郭超（2016）运用违约强度过程和图聚类方法所构造的信用风险传染模型能够在某些发债企业发生信用事件时，及时地预警需要被重点关注的其他发债企业。张春强等（2019）基于公司发债定价和风险传染视角发现，在公司发债前，行业内违约会显著提升公司发债定价水平，且这种提升作用随着发债前同行业违约次数越多、时间越近越大。此外，更多的由外部经济环境恶化所导致的违约事件影响也更大。Hu et al.（2021）研究发现，债券违约事件的负向影响会传染至同行业其他企业，债券市场违约存在行业溢出效应。同时，违约事件的不可预期程度越高、债券市场流动性越小，传染效应越强。除了考察债券违约的行业溢出效应，还有不少研究对债券违约在同区域内的传染效应进行了分析。

祝小全等（2022）发现债券违约传染存在避险效应和溢出效应，债券违约后，出现避险效应，投资者会从民企债逃向隐性担保预期强的城投债。在二级市场上，债券违约对不同类型债券的信用利差产生了差异化影响，城投债交易利差收窄，而民营企业债交易利差扩大，表明违约事件存在明显的信用风险溢出效应。在一级市场上，债券违约增加了城投债的发行，而降低了非城投债的发行。杨希雅和石宝峰（2022）也发现，债券违约存在区域传染效应，且对民营企业债券的影响更大。刘晓蕾等（2023）也发现了债券违约的信息效应和逃离效应，即债券违约不仅会给当地债券有负面影响，还会导致投资者由私企债逃向至更为安全的国企债。徐金球（2023）分析了地方融资平台融资租赁债务违约的风险传染效应，发现一方面，违约事件会削弱当地其他城投平台的债务融资能力；另一方面，区域内地方国有企业的再融资条件也会随之恶化，表现为发债成本上升和融资期限缩短。这意味着融资租赁债务违约不仅对违约主体本身产生负面影响，还会通过区

域关联效应对属地其他融资主体的信用状况和融资环境造成冲击。胡佳胤等（2024）研究了地方国企违约对同省地方国企一级市场发行和二级市场交易的影响，发现地方国企违约降低了同省地方国企一级市场的发行和有息负债水平，提高债券二级市场的交易利差。还有文章债券型基金作为切入点分析了债券型基金的“踩雷”效应及其传染作用。吴育辉等（2023）研究发现，基金“踩雷”后引发的资金外流可能迫使其出于流动性需求抛售其他非违约债券，而非基于基本面变化调整持仓，从而对相关债券价格形成显著压力。此外，基金“踩雷”产生的传染效应还可能进一步扩散至相关发行主体及其他基金，既影响非违约债券发行人的后续发行决策和发行利差，也可能使持有相同债券的其他基金业绩显著下降。虽然前期文献已经认识到债券违约会影响同一行业、同一区域内的其他债券风险，甚至还会通过共同的基金持有人影响其他债券的违约风险，但对城投非标资产风险及其风险溢出效应的探讨相对不足。

3.违约事件、隐性担保预期与评级质量的影响

还有部份学者研究了债券违约对评级质量的影响。在债券违约对中国债券评级质量影响的研究中，现有研究结论并不一致。Mo et al.（2021）聚焦于2014年3月中国债券市场首次违约事件，利用2009—2019年信用债发行样本所作的实证研究发现，中国债券市场首次出现违约后，获得AAA评级的债券数量增多，同一评级对应发债企业的杠杆率更高，利润率和偿债能力更低。这表明中国债券市场出现违约后，评级虚高的问题变得更加严重。而傅鹏和黄春忠（2021）基于2013—2017年债券发行样本所作的实证研究发现，首次违约发生后，债券评级有效性在总体上有显著提升，但同时呈现出结构分化特征，评级机构对非城投企业倾向于收紧评级标准，而对存在政府隐性担保的城投企业则倾向于放松评级标准。王叙果等（2019）在发现国企债券违约会削弱评级虚高现象的同时，还得到了“评级降利差作用会下降”这一看似矛盾的结论。此外，还有部分研究从评级机构行为的角度出发，探讨了债券违约对评级质量的影响（黄小琳等，2017；麦勇等，2020）。

（三）第三方担保与城投债信用利差

1.第三方担保对城投债信用利差的影响

在第三方担保条款影响债券利差的研究方面，韩鹏飞和胡奕明（2015b）以企业债和公司债为样本所作的实证研究显示，第三方担保能够降低监督成本和强化发行人偿还动力，从而降低债券信用利差。千茜倩等（2023）利用非公开发行

的定向工具和私募债的样本进行研究发现，有担保债券的发行成本更高，但在控制企业自身风险带来的高成本效应后认为，担保能有效降低债券融资成本。林晚发等（2022）则以交易所发行的债券为样本进行研究发现，监管部门在公募发行和质押环节对债项评级的要求推动了发行人通过增加担保进行“评级包装”，并导致担保正溢价。第三方担保并未发挥风险缓释作用，反而增加了风险。

针对城投债市场，第三方担保的定价效应同样存在差异。钟辉勇等（2016）以城投债为样本进行研究发现，第三方担保只会提高债券的信用评级，不能有效降低其信用利差，城投债市场存在虚假担保的情况。部分研究则注意到不同保证担保方式间的差异性。陈玉洁和王剑锋（2021）研究发现，专业担保能降低城投债信用利差，而非专业担保和抵质押担保未表现出类似的融资成本降低效应。贾君怡等（2023）通过分别考察专业担保和关联担保与城投债信用利差的关系后发现，融资担保机构提供的专业担保能有效降低城投债风险溢价，而地方融资平台提供的关联担保表现“担保正溢价”。

2.担保网络与信用风险传染

在前期的研究中，借助复杂网络方法探讨风险传染的文献主要集中在金融风险领域。Battiston et al.（2012）运用复杂网络方法研究金融机构间的风险关联，发现即使是较小的局部冲击，也可能通过金融曝险网络的多重关联路径被逐步放大，最终演变为系统性违约。钱茜等（2019）发现，针对网络风险状态实施相应的管控措施，有助于推动风险网络由有风险状态向无风险状态转变；即使网络本身处于相对稳定状态，管控措施仍能够加快风险消退，并降低风险传染过程中受影响企业的峰值。吴德胜等（2021）基于双层交易对手风险传染模型发现，非金融企业部门内部债务关系的高度关联可能成为区域系统性风险的重要来源。还有一些学者运用复杂网络方法研究了担保网络对企业行为的影响。曹廷求和刘海明（2016）研究发现，信用担保网络可能诱发企业过度投资及控股股东机会主义行为，并对公司绩效产生不利影响，且这一负面作用在政府干预程度较高、金融机构市场化程度较低的环境下更加明显。刘海明等（2016）则研究了担保网络的风险传染效应，发现，企业受到负面冲击后，风险可沿担保关系向其他企业扩散，进而增加其诉讼和再融资风险、降低现金储备，并最终对企业绩效造成不利影响。吕静等（2022）进一步从网络结构视角研究担保风险传染，发现负面冲击和企业间关联程度上升均会强化网络风险传染，其中负面冲击主要通过担保链实现风险扩散，表明担保关系是风险跨企业传递的重要路径。

关于城投公司担保网络风险传染效应的研究。刘金东等（2023）以城投公司信托融资为研究对象，探讨了担保圈对信托违约风险扩散的作用。研究发现，信托违约风险会沿担保网络扩散，形成“火烧连营”效应，同时相邻地方政府之间也存在风险追随和模仿的空间溢出。政信类信托融资形成了项目地与发行地相互关联的网络结构，项目地与发行地的一致进一步增加了风险跨区域传递的可能性。总体来看，风险扩散主要表现为城市内部沿担保圈传导、相邻城市间扩散以及项目地向发行地的隔空传递，多重传导机制共同加剧了城投信托融资的区域集聚和系统性风险隐患。韩忠明等（2022）构建了江苏省和贵州省的担保网络，并对两省城投债担保网络的特征、系统性重要机构的识别以及风险传染路径进行了研究。研究结果表明，两省担保网络的风险特征存在较大差异，江苏省担保网络具有较强的风险缓释能力，而贵州省则因地方融资平台深度参与形成较为紧密的区域担保联系，风险在区域内部集聚和扩散的可能性更高。这一研究揭示了城投债发行担保关系的潜在系统性风险隐患，表明担保网络的复杂性和关联性在一定程度上可能加剧区域或行业内的风险传递，尤其是在担保主体为地方融资平台且风险管理不足的情况下。毛捷等（2024）探讨了地方政府融资平台债务持续增长的原因。基于复杂网络分析方法进行研究发现，城投公司担保网络通过信息共享、风险约束、声誉机制和隐性担保等渠道推动融资平台债务增长，并进一步增加系统性风险隐患。

还有部分国内学者们针对担保网络传染效应进行了案例研究，万良勇和魏明海（2009）对河北担保圈的形成机制进行了分析，发现大股东的利益输送动机是担保圈形成的重要微观基础，而地方政府对信贷资源的干预、商业银行在政府与市场双重约束下的非市场化行为，以及金融监管独立性不足等因素，则进一步塑造了担保圈形成的制度环境。戴静静（2014）以浙江的绍兴和台州为研究对象发现，高社会资本会提高融资风险网络的平均中心度，降低网络破碎程度，并会致使网络凝聚程度提升，进而加剧企业间风险传染。吴宝等（2011）通过对山东海龙关联担保案例的分析发现，公司内部治理缺陷是巨额关联担保形成的重要原因，而政府干预所导致的金融生态失衡则构成其产生的制度基础。邢伟刚（2019）提出，企业之间通过互保或联保以获得银行融资，从而实现企业的快速扩张。然而，一旦经济扩张减速或转为下降，担保链圈内的企业会相互拖累，甚至可能引发区域信用风险，从而影响整个区域的经济的发展。

五、文献评述

综上所述，现有研究主要从地方政府隐性担保、债券契约安排以及信用风险传导等方面考察城投债信用风险的形成机制和市场影响。已从不同角度揭示了信用支持机制、风险关联结构及违约事件对债券市场的影响但现有研究存在以下不足：

首先，已有研究在揭示地方隐债新增成因方面取得了重大进展，但在解释和应对隐债新增实践领域出现的一些新情况和新问题时，还存在如下不足：第一，相关文献尽管认识到担保增信不当是城投企业新增隐债的重要因素，但尚未将其进一步归因到监管规则层面，不利于找到从根源上抑制地方隐债新增的办法。第二，虽然有研究将产业债担保正溢价归因于评级准入和质押回购资格准入方面的要求，但一方面将第三方担保作为一个整体，未对其中的专业担保和关联担保进行区分，另一方面并未讨论针对城投债的发行准入监管要求。第三，尽管有研究区分并考察了关联担保与专业担保这两种方式在城投债领域的增信效果差异，但只是把关联担保正溢价的成因归结于关联担保人担保能力的不足，尚未进一步解释在信用增信效果有限甚至可能增加融资成本的情况下，发债主体仍选择采用关联担保的内在动因。由此，关于关联担保为何在增信效果有限的情况下仍被广泛采用，其形成动因及经济功能尚缺乏系统分析。针对前期研究中存在的问题，本文以城投债市场中的“关联担保正溢价”现象为切入点，将研究视角聚焦于关联担保本身，考察“关联担保正溢价”的深层次原因与作用机制。因此，本文在识别关联担保风险溢价事实的基础上，不再重复检验不同担保方式的增信能力，而是围绕关联担保的融资功能展开分析，重点考察回答“既然关联担保无效但为何还要采用？”问题。在理论分析的基础上，本文利用 2008 年至 2024 年城投债的数据，系统考察关联担保对债券发行利差的影响，并进一步结合强制担保政策和中央化债政策，分析的关联担保功能扭曲的制度成因与政策影响。研究发现，城投债关联担保存在显著正溢价现象，即关联企业提供的担保不仅未能有效缓释信用风险，反而提高了债券发行信用利差。机制分析表明，关联担保正溢价主要源于部分低资质发行主体利用关联担保满足发行要求：资质较弱的发行主体更倾向于采用关联担保，关联担保能够提高债券发行成功率，但并未改善发行主体后续信用质量，反而伴随更高的信用风险。同时，2012 年出台的针对特定企业债券发行的强制加担保要求加剧了关联担保的功能扭曲。异质性分析发现，关联担保正溢价在地方财政压力较大地区、市（县）级城投企业以及低信用资质担保企业中

更为显著。最后，本文考察中央化债政策的影响，发现隐性债务问责政策和一揽子化债方案均显著削弱了关联担保正溢价，表明中央化债政策有效压缩了通过关联担保形成隐性融资的空间，也说明部分以经营性债务形式存在的城投债融资可能包含一定的隐性债务属性。

其次，虽然现有文献虽然已认识到城投公司担保网络的风险传染效应，但大多仅局限于分析个别省份的担保网络特征，尚未对全国层面的城投公司担保网络特征进行系统性分析。现有研究主要关注城投公司局部性网络特征，未能全面呈现全国范围内城投公司担保网络的整体结构和风险传播路径。另外，尽管已有研究构建了全国层面的城投公司担保网络，探讨了其在债务新增方面的作用，但未深入分析担保网络的风险传染效应。尤其是对关联担保网络与城投债违约风险以及如何通过关联担保网络促进风险传染这方面的研究还十分有限。这表明，现有文献在全面理解担保网络的风险传播机制方面仍存在一定的不足。针对已有研究的不足，本文手工收集全国范围内城投公司的担保关系数据，构建城投公司关联担保网络，并运用复杂网络分析方法考察担保网络的整体结构及其风险效应。在此基础上，进一步以城投非标违约作为风险冲击，检验关联担保网络是否构成风险传染渠道，并分析网络关联程度对风险传导的影响。

再次，虽然已有文献已经认识到了债券违约的溢出效应，但仍然存在不足。第一，相关文献主要关注了标债违约事件的影响，较少关注城投非标违约及其对所属地区其他债券的影响。虽然也有文献关注到了到了融资租赁这一非标债务的风险溢出效应，但徐金球(2023)主要强调融资租赁违约信息传递效应，尚未充分考虑地方政府隐性担保机制在其中发挥的作用。第二，虽然刘津宇等(2024)从隐性担保预期角度分析了非标违约对城投债定价的影响，发现非标违约事件会削弱市场对地方政府隐性担保的预期，从而推动城投债风险在定价中得到更充分反映。但该文章主要关注非标违约对城投债定价的影响，尚未进一步考察非标违约的影响是否会从二级市场传导至一级市场发行。第三，既有研究通常主要关注地区首次非标违约事件，较少将后续持续发生的违约事件纳入分析框架，因而难以全面刻画非标违约事件对城投债市场的动态影响。同时，部分研究假定首次违约对城投债定价具有较长的持续影响期限，但单一违约事件的市场冲击往往具有明显的阶段性，过长的事件窗口可能混入更多其他不可观测因素，从而影响研究结论的可靠性。针对上述不足，本文从地方政府隐性担保预期弱化的视角出发，系统考察城投非标违约对城投债市场的影响。第一，本文将样本期内发生的全部城投非

标违约事件纳入分析，并根据研究对象的不同设置违约事件影响窗口。在一级市场发行分析中，将影响窗口界定为债券发行前 90 天；在二级市场交易分析中，则将影响窗口界定为交易日前 30 天，以更有针对性地识别非标违约事件对城投债发行和交易的短期影响。第二，本文将研究范围由二级市场定价拓展至一级市场发行，系统考察城投非标违约对城投债二级市场交易利差和一级市场发行的影响，从而进一步揭示非标违约事件如何通过削弱地方政府隐性担保预期，推动信用风险在债券定价中得到更充分反映，并形成对城投主体的融资约束。最后，虽然前期文献已经认识到了债券违约的溢出效应，但仍然存在不足。第一，部分文献研究城投非标违约溢出效应时主要是首次非标违约事件为研究对象，考察其对评级质量的影响。然而，该类研究通常仅关注首次非标违约这一单一事件，考虑到单一违约事件的市场冲击往往具有明显的阶段性特征，过长事件窗口的设定可能引入较多不可观测因素，忽视后续违约事件持续发生所形成的市场约束效应，难以全面刻画债券违约对评级质量影响的动态过程。第二，已有文献主要关注了标债违约事件的影响，较少关注城投非标违约及其对所属地区评级质量的影响。尽管傅鹏和黄春忠（2021）发现债券违约发生后，评级机构对存在政府隐性支持预期的城投企业可能出现评级标准相对宽松的现象，但其分析并未进一步揭示其中的隐性担保预期机制，也未将非标违约纳入统一分析框架。基于此，本文从地方政府隐性担保预期的视角出发，系统考察城投非标违约事件如何通过影响隐性担保预期，进而作用于城投债评级质量，从而在违约溢出效应与评级行为研究之间建立更为清晰的逻辑联系。

本文从城投非标债务违约反映地方政府对所辖城投公司提供隐性担保不足的角度出发，以债券发行前 90 天内债券发行人所在省份是否发生城投非标违约事件刻画非标违约变量，考察城投公司非标违约对城投债评级质量的影响及其作用机制。该研究为隐性担保的相关研究提供了新的视角，并为地方隐性担保对城投债的影响机制提供了实证支持。本文的主要研究发现包括：第一，城投非标违约显著提升了同省城投债的评级质量，表明非标违约事件能够通过冲击地方政府隐性担保预期，促使评级结果更加充分地反映城投债风险。第二，机制分析表明，城投非标违约主要通过削弱非标违约发生省份的隐性担保能力与隐性担保意愿，从而降低市场对地方政府兜底的预期，进而提高城投债的评级质量。第三，异质性分析发现，非标违约对评级质量的改善作用在关联担保债券以及由声誉较低评级机构评级的样本中更加显著，表明隐性担保预期弱化对评级质量的影响还受到

债券增信安排和评级机构治理环境的影响。第四，进一步分析发现，地方国企债券违约对同省城投债评级质量未产生显著影响，说明相较于地方国企债违约，城投非标违约对地方政府隐性担保预期具有更直接、更明显的冲击。

参考文献

- [1] 蔡庆丰和吴奇艳, 2022, 《打破“刚兑”与企业融资成本结构分化——基于国有企业债务违约的经验证据》, 《经济管理》第 11 期, 第 125~147 页。
- [2] 蔡庆丰、吴奇艳和吴冠琛, 2024, 《地方隐性债务、银行风险感知与企业信贷可得性》, 《中国工业经济》第 1 期, 第 112~130 页。
- [3] 曹婧, 2023, 《刚兑信仰分化: 隐性担保预期与城投债定价》, 《世界经济》第 6 期, 第 85~107 页。
- [4] 曹廷求和刘海明, 2016, 《信用担保网络的负面效应: 传导机制与制度诱因》, 《金融研究》第 1 期, 第 145~159 页。
- [5] 曹婧、毛捷和薛熠, 2019, 《城投债为何持续增长: 基于新口径的实证分析》, 《财贸经济》第 5 期, 第 5~22 页。
- [6] 陈道富, 2015, 《我国融资难融资贵的机制根源探究与应对》, 《金融研究》第 2 期, 第 45~52 页。
- [7] 陈超和李榕伊, 2014, 《债券融资成本与债券契约条款设计》, 《金融研究》第 1 期, 第 44~57 页。
- [8] 陈文川、杨野、白佳明和余应敏, 2019, 《债务审计对地方政府债务风险的影响——基于 2008~2016 年省级面板数据的实证检验》, 《审计研究》第 4 期, 第 29-38+47 页。
- [9] 陈国进、丁赛杰、赵向琴和蒋晓宇, 2021, 《中国绿色金融政策、融资成本与企业绿色转型——基于央行担保品政策视角》, 《金融研究》第 12 期, 第 75~95 页。
- [10] 陈玉洁和王剑锋, 2021, 《城投债融资成本与担保增信的分类有效性》, 《海南大学学报(人文社会科学版)》第 5 期, 第 82~90 页。
- [11] 戴静静, 2014, 《政府干预下失衡的金融生态环境——以山东海龙担保圈为例》, 《中国管理信息化》第 12 期, 第 71~73 页。
- [12] 范剑勇和莫家伟, 2014, 《地方债务、土地市场与地区工业增长》, 《经济研究》第 1 期, 第 41~55 页。
- [13] 方红星、施继坤和张广宝, 2013, 《产权性质、信息质量与公司债定价——来自中国资本市场的经验证据》, 《金融研究》第 04 期。
- [14] 傅鹏和黄春忠, 2021, 《结构性违约、信用分层与评级机构的策略性反应——来自中国信用债市场的证据》, 《南方经济》第 11 期, 第 60~79 页。
- [15] 龚强、王俊和贾坤, 2011, 《财政分权视角下的地方政府债务研究: 一个综述》, 《经济研究》第 7 期, 第 144~156 页。

- [16] 郭超, 2016, 《债券市场信用风险传染模型研究》, 《投资研究》第 6 期, 第 120~129 页。
- [17] 郭敏、段艺璇和黄亦炫, 2020, 《国企政策功能与我国地方政府隐性债: 形成机制、度量与经济影响》, 《管理世界》第 12 期, 第 36~54 页。
- [18] 郭晔黄振王蕴, 2016, 《未预期货币政策与企业债券信用利差——基于固浮利差分解的研究》, 《金融研究》第 6 期, 第 67~80 页。
- [19] 韩鹏飞和胡奕明, 2015a, 《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》第 3 期, 第 116~130 页。
- [20] 韩鹏飞和胡奕明, 2015b, 《债券增信定价的实证研究——来自中国债券市场的经验证据》, 《投资研究》第 2 期, 第 90~111 页。
- [21] 韩忠明、邢浩祯、于明哲和贾君怡, 2022, 《基于复杂网络视角的城投债担保风险传导研究》, 《地方财政研究》第 10 期, 第 64-75+105 页。
- [22] 胡佳胤、姚洋和宗铸, 2024, 《国企违约与市场纪律——来自地方国企债券违约的证据》, 《经济学(季刊)》第 2 期, 第 395~411 页。
- [23] 黄振和郭晔, 2021, 《央行担保品框架、债券信用利差与企业融资成本》, 《经济研究》第 1 期, 第 105~121 页。
- [24] 黄小琳、朱松和陈关亭, 2017, 《债券违约对涉事信用评级机构的影响——基于中国信用债市场违约事件的分析》, 《金融研究》第 3 期, 第 130~144 页。
- [25] 吉富星, 2019, 《隐性债务治理与政府融资规范》, 《中国金融》第 3 期, 第 67~68 页。
- [26] 纪志宏和曹媛媛, 2017, 《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》第 2 期, 第 1~10 页。
- [27] 贾君怡、于明哲、陈经伟和白羽娇, 2023, 《第三方担保与地方隐性债务风险化解: 基于专业担保与关联担保的对比研究》, 《中国软科学》第 5 期, 第 171~187 页。
- [28] 姜子叶和胡育蓉, 2016, 《财政分权、预算软约束与地方政府债务》, 《金融研究》第 2 期, 第 198~206 页。
- [29] 寇宗来和千茜倩, 2021, 《私有信息、评级偏差和中国评级机构的市场声誉》, 《金融研究》第 6 期, 第 114~132 页。
- [30] 李丽珍和安秀梅, 2019, 《地方政府隐性债务: 边界、分类估算及治理路径》, 《当代财经》第 3 期, 第 37~47 页。
- [31] 李丽和周宗放, 2015, 《企业集团信用风险动态传染机理研究》, 《管理评

论》第1期,第48~56页。

- [32] 林晚发、刘岩和赵仲匡,2022,《债券评级包装与“担保正溢价”之谜》,《经济研究》第2期,第192~208页。
- [33] 刘尚希,2018,《以拆弹的精准和耐心化解地方隐性债务风险》,《地方财政研究》第8期,第4~6页。
- [34] 刘畅、曹光宇和马光荣,2020,《地方政府融资平台挤出了中小企业贷款吗?》,《社会科学文摘》第6期,第12~14页。
- [35] 刘若鸿、邓晓兰和许晏君,2023,《弱化政治关联降低城投债发行利差了吗?》,《中南财经政法大学学报》第1期,第65~82页。
- [36] 刘珈言和郭丽虹,2024,《政府隐性担保预期对城投债流动性的影响研究》,《上海财经大学学报》第2期,第65~79页。
- [37] 刘尚希、郭鸿勋和郭煜晓,2003,《政府或有负债:隐匿性财政风险解析》,《中央财经大学学报》第5期,第7~12页。
- [38] 刘晓蕾、刘俏、李劭和朱妮,2023,《债券违约的区域性影响——信息效应与逃离效应分析》,《金融研究》第8期,第74~93页。
- [39] 刘晓蕾、吕元稹和余凡,2021,《地方政府隐性债务与城投债定价》,《金融研究》第12期,第170~188页。
- [40] 刘金东、陶然和姜令臻,2023,《城投公司信托融资的风险扩散效应及其应对——基于担保圈的视角》,《公共行政评论》第3期,第161-180+199-200页。
- [41] 刘海明、王哲伟和曹廷求,2016,《担保网络传染效应的实证研究》,《管理世界》第4期,第81-96+188页。
- [42] 刘辰嫣和肖作平,2022,《事件类限制性条款与债券信用利差——基于公司债市场的经验研究》,《会计研究》第9期,第140~151页。
- [43] 刘尚希、赵全厚、孟艳、封北麟、李成威和张立承,2012,《“十二五”时期我国地方政府性债务压力测试研究》,《经济研究参考》第8期,第3~58页。
- [44] 卢文鹏和尹晨,2004,《隐性担保、补偿替代与政府债务——兼论我国的财政风险问题》,《财贸经济》第1期,第55-61+97页。
- [45] 吕静、王营和郭沛,2022,《担保网络风险传染机制:路径分析与实证检验》,《管理评论》第3期,第66~78页。
- [46] 罗宏、陈韵竹和刘天红,2023,《资产减值信息与地方政府隐性债务风险预测》,《管理世界》第8期,第132~154页。
- [47] 罗荣华和刘劲劲,2016,《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》第4期，第83~98页。
- [48] 马海涛和吕强，2004，《我国地方政府债务风险问题研究》，《财贸经济》第2期，第12~17页。
- [49] 马海涛和马金华，2011，《解决我国地方政府债务的思路》，《当代财经》第7期，第43~49页。
- [50] 马榕和石晓军，2016，《中国债券信用评级结果具有甄别能力吗？——基于盈余管理敏感性的视角》，《经济学(季刊)》第1期，第197~216页。
- [51] 麦勇、张天杰和郑秀君，2020，《债券违约对涉事评级机构评级公信力的影响研究》，《金融发展》第1期，第24~42页。
- [52] 毛捷、韩瑞雪和刘冲，2024，《融资平台债务增长的新机理研究：担保网络的视角》，《经济研究》第1期，第72~92页。
- [53] 毛捷和黄春元，2018，《地方债务、区域差异与经济增长——基于中国地级市数据的验证》，《金融研究》第5期，第1~19页。
- [54] 毛捷和徐军伟，2019，《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》，《财政研究》第1期，第3~23页。
- [55] 孟庆斌、张强、吴卫星和王宇西，2018，《中立评级机构对发行人付费评级体系的影响》，《财贸经济》第5期，第53~70页。
- [56] 聂卓、王梓旭和毛捷，2023，《举债问责与隐性担保：来自城投债交易利差的证据》，《中山大学学报(社会科学版)》第4期，第194~206页。
- [57] 潘俊、王亮亮和沈晓峰，2015，《金融生态环境与地方政府债务融资成本——基于省级城投债数据的实证检验》，《会计研究》第6期，第34~41+96页。
- [58] 彭冲和陆铭，2019，《从新城看治理：增长目标短期化下的建城热潮及后果》，《管理世界》第8期，第44~57+190~191页。
- [59] 蒲丹琳和王善平，2014，《官员晋升激励、经济责任审计与地方政府投融资平台债务》，《会计研究》第5期，第88~93+95页。
- [60] 千茜倩、钟宜文和寇宗来，2023，《评级、担保与债券发行成本——基于中国非公开发行债券经验的理论分析》，《经济研究》第11期，第99~116页。
- [61] 钱茜、周宗放和李永奎，2019，《管控策略对关联企业网络稳定状态的影响——基于关联信用风险传染的视角》，《中国管理科学》第6期，第21~29页。
- [62] 秦凤鸣、李明明和刘海明，2016，《房价与地方政府债务风险——基于城投债的证据》，《财贸研究》第5期，第90~98页。
- [63] 邱志刚、王子悦和王卓，2022，《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》第4期，第42~60页。

- [64] 沈丽、刘媛和李文君, 2019, 《中国地方金融风险空间关联网络及区域传染效应:2009-2016》, 《管理评论》第 8 期, 第 35~48 页。
- [65] 沈坤荣和施宇, 2022, 《地方政府隐性债务的表现形式、规模测度及风险评估》, 《经济学动态》第 7 期, 第 16~30 页。
- [66] 史永东和田渊博, 2016, 《契约条款影响债券价格吗?——基于中国公司债市场的经验研究》, 《金融研究》第 8 期, 第 143~158 页。
- [67] 史永东、王三法和齐燕山, 2018, 《契约条款能够降低债券发行利率吗?——基于中国上市公司债券的实证研究》, 《证券市场导报》第 2 期, 第 49~58 页。
- [68] 孙国峰和贾君怡, 2015, 《中国影子银行界定及其规模测算——基于信用货币创造的视角》, 《中国社会科学》第 11 期, 第 92-110+207 页。
- [69] 唐洋军, 2011, 《财政分权与地方政府融资平台的发展:国外模式与中国之道》, 《上海金融》第 3 期, 第 19~26 页。
- [70] 佟岩、李鑫和徐国铨, 2024, 《地方融资平台持股上市公司与城投债发行定价》, 《南开经济研究》第 4 期, 第 107~126 页。
- [71] 万良勇和魏明海, 2009, 《金融生态、利益输送与信贷资源配置效率——基于河北担保圈的案例研究》, 《管理世界》第 5 期, 第 6-16+46+187 页。
- [72] 汪莉和陈诗一, 2015, 《政府隐性担保、债务违约与利率决定》, 《金融研究》第 9 期, 第 66~81 页。
- [73] 王永钦、陈映辉和杜巨澜, 2016, 《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》, 《经济研究》第 11 期, 第 96~109 页。
- [74] 王博森、吕元稹和叶永新, 2016, 《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》第 10 期, 第 155~167 页。
- [75] 王永钦、米晋宏、袁志刚和周群力, 2014, 《担保网络如何影响信贷市场——来自中国的证据》, 《金融研究》第 10 期, 第 116~132 页。
- [76] 王叙果、沈红波和钟霖佳, 2019, 《政府隐性担保、债券违约与国企信用债利差》, 《财贸经济》第 12 期, 第 65~78 页。
- [77] 王秋石、万睿、范文诚和魏志华, 2024, 《地方融资平台整合重组、隐性担保预期与违约风险》, 《当代财经》第 2 期, 第 57~70 页。
- [78] 王永钦和吴嫻, 2019, 《中国创新型货币政策如何发挥作用:抵押品渠道》, 《经济研究》第 12 期, 第 86~101 页。
- [79] 王永钦和薛笑阳, 2022, 《法治建设与金融高质量发展——来自中国债券市场的证据》, 《经济研究》第 10 期, 第 173~190 页。
- [80] 王博森和施丹, 2014, 《市场特征下会计信息对债券定价的作用研究》, 《会

计研究》第 04 期。

- [81] 吴德胜、曹渊、汤灿和郝希阳, 2021, 《分类管控下的债务风险与风险传染网络研究》, 《管理世界》第 4 期, 第 35~54 页。
- [82] 吴文锋和胡悦, 2022, 《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》第 8 期, 第 143-162+207 页。
- [83] 吴宝、李正卫和池仁勇, 2011, 《社会资本、融资结网与企业间风险传染——浙江案例研究》, 《社会学研究》第 3 期, 第 84-105+244 页。
- [84] 吴育辉、刘晓玲和戚树森, 2023, 《池鱼之殃: 债券型基金“踩雷”的传染效应研究》, 《世界经济》第 8 期, 第 186~210 页。
- [85] 吴海军、杨其静和阳镇, 2023, 《增长压力、商住用地出让与融资平台债务扩张》, 《金融研究》第 11 期, 第 59~77 页。
- [86] 吴洵和俞乔, 2017, 《地方政府债务风险溢价研究》, 《财政研究》第 1 期, 第 89-102+113 页。
- [87] 吴育辉、翟玲玲、张润楠和魏志华, 2020, 《“投资人付费”vs.“发行人付费”: 谁的信用评级质量更高?》, 《金融研究》第 1 期, 第 130~149 页。
- [88] 谢世清和张梦鸽, 2023, 《城投债信用利差的宏观影响因素研究》, 《宏观经济研究》第 2 期, 第 51-59+101 页。
- [89] 邢伟刚, 2019, 《担保链圈融资模式风险》, 《区域治理》第 35 期, 第 179~181 页。
- [90] 徐鹏程, 2017, 《新常态下地方投融资平台转型发展及对策建议》, 《管理世界》第 8 期, 第 8~13 页。
- [91] 徐金球, 2023, 《地方城投平台融资租赁债务违约与风险传导》, 《云南财经大学学报》第 10 期, 第 54~66 页。
- [92] 徐军伟、毛捷和管星华, 2020, 《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》第 9 期, 第 37~59 页。
- [93] 徐晓萍、阮永锋和刘音露, 2018, 《市场竞争降低评级质量了吗——基于新进入评级机构的实证研究》, 《财贸经济》第 11 期, 第 96~111 页。
- [94] 许友传, 2018, 《中国式兜底预期与结构分化的债务估值体系》, 《财经研究》第 9 期, 第 41~51 页。
- [95] 杨国超和刘琪, 2022, 《中国债券市场信用评级制度有效性研究》, 《经济研究》第 10 期, 第 191~208 页。
- [96] 杨希雅和石宝峰, 2022, 《债券违约是否存在区域传染?——基于中国债券市场融资成本视角》, 《运筹与管理》第 11 期, 第 186~193 页。
- [97] 郁芸君、张一林、陈卓和蒲明, 2022, 《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》，《经济学(季刊)》第3期，第955~976页。
- [98]张路，2020，《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》，《中国工业经济》第2期，第44~62页。
- [99]张春强、鲍群和盛明泉，2019，《公司债券违约的信用风险传染效应研究——来自同行业公司发债定价的经验证据》，《经济管理》第1期，第174~190页。
- [100]张路和陈珏津，2023，《地方债务融资、监管套利与中国式影子银行的兴起》，《南开经济研究》第4期，第143~162页。
- [101]张牧扬、潘妍和范莹莹，2022，《减税政策与地方政府债务——来自增值税税率下调的证据》，《经济研究》第3期，第118~135页。
- [102]张雪莹和王玉琳，2019，《地方政府债务治理与政府隐性担保效果——基于债券市场数据的分析》，《证券市场导报》第1期，第28-36+46页。
- [103]张一林、郁芸君和蒲明，2022，《担保圈危机、债务挤兑与区域风险治理》，《世界经济》第9期，第83~105页。
- [104]赵全厚，2018，《地方政府隐性债务浅析》，《财政科学》第5期，第44-47+54页。
- [105]钟宁桦、陈姗姗、马惠娴和王姝晶，2021，《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》第4期，第5~23页。
- [106]钟辉勇和陆铭，2015，《财政转移支付如何影响了地方政府债务？》，《金融研究》第9期，第1~16页。
- [107]钟辉勇、钟宁桦和朱小能，2016，《城投债的担保可信吗？——来自债券评级和发行定价的证据》，《金融研究》第4期，第66~82页。
- [108]周学东、李文森、刘念、周源、姜子叶、彭恒文、陈冀和唐晓婕，2014，《地方债务管理与融资规范研究》，《金融研究》第10期，第34~49页。
- [109]朱莹和王健，2018，《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》第6期，第56~72页。
- [110]朱松，2013，《债券市场参与者关注会计信息质量吗》，《南开管理评论》第3期，第16~25页。
- [111]祝小全、陈卓、施展和何治国，2022，《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》第11期，第174~190页。
- [112]Acemoglu, D., A. Ozdaglar, and A. Tahbaz-Salehi. 2015. “Systemic Risk and Stability in Financial Networks”, *American Economic Review*, 105(2): pp.564~608.

- [113]Aharoni, Joseph, Itzhak Swary. 1996. “Additional evidence on the information-based contagion effects of bank failures”, *Journal of Banking & Finance*, 20(1): pp.57~69.
- [114]Allen Franklin, Douglas Gale. 2000. “Financial Contagion”, *Journal of Political Economy*, 108(1): pp.1~33.
- [115]Arslanalp Serkan, Yin Liao. 2014. “Banking sector contingent liabilities and sovereign risk”, *Journal of Empirical Finance*, 29: pp.316~330.
- [116]Baghai Ramin P., Bo Becker. 2018. “Non-rating revenue and conflicts of interest”, *Journal of Financial Economics*, 127(1): pp.94~112.
- [117]Battiston, S., M. Puliga, R. Kaushik, P. Tasca, and G. Caldarelli. 2012. “DebtRank: Too Central to Fail? Financial Networks, the FED and Systemic Risk”, *Scientific Reports*, 2(1): pp.541.
- [118]Beck Roland, Gianluigi Ferrucci, Arno Hantzsche and Matthias Rau-Göhring.2017. “Determinants of sub-sovereign bond yield spreads – The role of fiscal fundamentals and federal bailout expectations”, *Journal of International Money and Finance*, 79: pp.72~98.
- [119]Becker Bo, Todd Milbourn. 2011. “How did increased competition affect credit ratings? ”, *Journal of Financial Economics*, 101(3) :pp.493~514.
- [120]Billett, M.T., Z. Jiang, and E. Lie. 2010. “The effect of Change-in-control covenants on takeovers: Evidence from leveraged Buyouts”, *Journal of Corporate Finance*, 16(1): pp.1~15.
- [121]Bradley, M. and M.R. Roberts. 2015. “The Structure and Pricing of Corporate Debt Covenants”, 5(02): pp.1550001. .
- [122]Bretscher Lorenzo, Alex Hsu, Andrea Tamoni. 2020. “Fiscal policy driven bond risk premia”, *Journal of Financial Economics*, 138(1): pp.53~73.
- [123]Brusco, S. and F. Castiglionesi. 2007. “Liquidity Coinsurance, Moral Hazard, and Financial Contagion”, *The Journal of Finance*, 62(5): pp.2275~2302.
- [124]Cabrales Antonio, Piero Gottardi, Fernando Vega-Redondo. 2017. “Risk Sharing and Contagion in Networks ” , *The Review of Financial Studies* , 30(9): pp.3086~3127.
- [125]Chen, F., J.-Z. Huang, S. Sun, and T. Yu. 2020. “Why do firms issue guaranteed

- Bonds?”, *Journal of Banking & Finance*, 119: pp.105396.
- [126]Cook, D.O. and L.J. Spellman. 1996. “Firm and Guarantor Risk, Risk Contagion, and the Interfirm Spread among Insured Deposits”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31(2): pp.265~281.
- [127]Cornaggia J. ,Kimberly J Cornaggia. 2013. “Estimating the Costs of Issuer-Paid Credit Ratings”, *The Review of Financial Studies*, 26(9): pp.2229~2269.
- [128]Das, S.R., D. Duffie, N. Kapadia, and L. Saita. 2007. “Common Failings: How Corporate Defaults Are Correlated”, *The Journal of Finance*, 62(1): pp.93~117.
- [129]Delli Gatti, D., M. Gallegati, B.C. Greenwald, A. Russo, and J.E. Stiglitz. 2009. “Business fluctuations and bankruptcy avalanches in an evolving network Economy”, *Journal of Economic Interaction and Coordination*, 4(2): pp.195~212.
- [130]Hana P. 1999. “Contingent Government Liabilities: A Hidden Fiscal Risk”, *Finance & Development* 36(1): pp.46。
- [131]Heppke-Falk, K.H. and G.B. Wolff. 2008. “Moral Hazard and Bail-Out in Fiscal Federations: Evidence for the German Länder”, *Kyklos*, 61(3): pp.425~446.
- [132]Hertzel Michael G., Zhi Li, Micah S Officer and Kimberly J Rodgers. 2008. “Inter-firm linkages and the wealth effects of financial distress along the supply chain” , *Journal of Financial Economics*, 87(2): pp.374~387.
- [133]Hu, X., H. Luo, Z. Xu, and J. Li. 2021. “Intra - industry spill - over effect of default: Evidence from the Chinese bond Market” , *Accounting & Finance*, 61(3): pp.4703~4740.
- [134]Jensen Michael C and William H Meckling.1976. “Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure”, *Journal of Financial Economics*, 3: pp. 305~360.
- [135]Jiang J. 2008. “Beating Earnings Benchmarks and the Cost of Debt”, *The Accounting Review*, 83(2): pp.377~416.
- [136]Jin Shuang, Wei Wang, Zilong Zhang. 2023. “The Real Effects of Implicit Government Guarantee: Evidence from Chinese State-Owned Enterprise Defaults”, *Management Science*, 69(6): pp.3650~3674.
- [137]Jorion P. and G Zhang. 2009. “Credit Contagion from Counterparty Risk” *The Journal of Finance*, 64(5): pp.2053~2087.

- [138]Kiyotaki N. and Moore. 1997. “Credit Chains” , *Journal of Political Economy*, 2: pp.211~248.
- [139]La Porta, R., F. Lopez - De - Silanes, A. Shleifer, and R.W. Vishny. 1997. “Legal Determinants of External Finance” , *The Journal of Finance*, 52(3): pp.1131~1150.
- [140]Lane T D. 1993. “Market Discipline”, *Staff Papers*, 40.1: pp.53-88.
- [141]Manganelli Simone, Guido Wolswijk. 2007. “Market discipline, financial integration and fiscal rules: what drives spreads in the euro area government bond market? ” *ECB Working Paper*, 2007.
- [142]Mansi, S.A., Y. Qi, and J.K. Wald. 2021. “Bond covenants, bankruptcy risk, and the cost of Debt”, *Journal of Corporate Finance*, 66: pp.101799.
- [143]Miller, D.P. and N. Reisel. 2012. “Do Country-level Investor Protections Affect Security-level Contract Design? Evidence from Foreign Bond Covenants”, *Review of Financial Studies*, 25(2): pp.408~438.
- [144]Mo Guiqing, Zhi Gao and Lei Zhou. 2021. “China’s no-bailout reform: Impact on bond yields and rating standards”, *Journal of Banking & Finance*, 133: pp.106282.
- [145]Qian, J. and P.E. Strahan. 2007. “How Laws and Institutions Shape Financial Contracts: The Case of Bank Loans”, *The Journal of Finance*, 62(6): pp.2803~2834.
- [146]Sánchez-Ballesta Juan Pedro, Emma García-Meca. 2011. “Ownership Structure and the Cost of Debt”, *European Accounting Review*, 20(2): pp.389~416.
- [147]Smith Clifford W, Jerold B Warner. 1979. “On financial contracting: An analysis of bond covenants”, *Journal of Financial Economics*, 7(2): pp.117~161.
- [148]Sola Sergio, Geremia Palomba. 2016. “Sub-nationals’ risk premia in fiscal federations: Fiscal performance and institutional design”, *Journal of International Money and Finance*, 63: pp.165~187.
- [149]Xia Han. 2014. “Can investor-paid credit rating agencies improve the information quality of issuer-paid rating agencies? ”, *Journal of Financial Economics*, 111(2): pp.450~468.
- [150]Zhu, X. 2013. “Credit Spread Changes and Monetary Policy Surprises: The Evidence from the Fed Funds Futures Market”, *Journal of Futures Markets*, 33(2): pp.103~128.