

# 国企违约与市场纪律

——来自地方国企债券违约的证据

胡佳胤 姚洋 宗铸\*

**摘要:** 本文研究国企违约对市场纪律的强化作用。我们利用2014—2021年中国债券市场数据和双重差分回归发现,地方国企债券违约事件显著降低了同省地方国企一级市场债券发行总量和有息负债水平,且对同省城投债的发行有负向溢出,起到了市场化去杠杆的作用。这一效应是长期的,且在二级市场信用利差更大的地方国企中更强,表明投资者感知的信用风险上升约束了国企债券发行。违约事件提升了投资者对国企信用风险的敏感度,强化了国企借债的市场纪律。

**关键词:** 地方国企; 债券违约; 市场纪律

**DOI:** 10.13821/j.cnki.ceq.2024.02.04

## 一、引言

市场纪律 (market discipline) 与行政管控相对,是市场经济下市场参与者发挥约束作用的重要机制。在市场纪律运行良好的金融市场中,投资者能够根据掌握的信息对债务进行准确定价,债务人超出自身信用资质的风险行为都会反映为债务成本的上升甚至是借贷渠道的关闭。金融市场释放出来的价格信号引导和约束债务人的行为,使之与其自身信用资质相符,最终达到市场纪律的约束效果 (Lane, 1993)。

然而,我国债券市场长期存在着市场纪律缺失的问题。国有企业由于其所有制属性以及预算软约束等原因,普遍享有各级政府提供的各种形式的支持,这在金融市场上主要体现为国企享受的政府隐性担保。<sup>①</sup>政府对国企的隐性担保使得市场投资者无须关心借债国企的真实信用风险,从而导致债券市场风险定价扭曲,无法有效约束国企的债务行为。从信用定价来说,债券市场投资者普遍持有“国企信仰”,导致国企债券价格对实际风险缺乏敏感,并造成民企债和国企债的“市场割裂” (Geng and Pan, 2021);从债券市场信贷资源配置来说,隐性担保是国有企业相对于民营企业获得融资优势的一个重要原因,但是却造成国有企业的过度举债投资以及潜在的资源配置低效 (Jin et al., 2021)。

\* 胡佳胤、姚洋,北京大学国家发展研究院、北京大学中国经济研究中心;宗铸,北京大学国家发展研究院。  
通信作者及地址:宗铸,北京市海淀区颐和园路5号北京大学国家发展研究院,100871;电话:13811632693;  
E-mail: zczong@nsd.pku.edu.cn。感谢匿名审稿人的建设性意见,感谢第一届 NCER-CCER 中国经济研讨会与会者的宝贵意见,文责自负。

① 隐性担保的具体形式一般为政府利用其对国有银行等金融机构以及其他国企的影响力,让这些主体为陷入融资困境的国企提供贷款,或者帮助这些企业协调新债发行或者债务展期,甚至对其债务直接兜底。

建立市场纪律要求打破政府对国企的隐性担保,但由于缺乏可信承诺的问题,这往往需要实际违约的发生来扭转市场投资者的预期。值得指出的是,国企债券占我国非金融企业债券市场规模接近90%,而直至2015年才发生第一起国企债券违约。到了2020年下半年,中国债券市场上多家国有企业相继发生债券违约,引起市场震动和广泛关注。国企债券违约意味着什么?如果国企违约是纯粹的“逃废债”,那么则需要严厉制止。但如果国企违约事件的发生能打破投资者对政府为国企提供无限隐性担保的幻想,从而加强市场纪律,那么这或许是中国债券市场乃至整个金融市场长期健康发展所必需的。

本文发现国企违约事件的确起到了强化市场纪律的作用。我们将市场纪律定义为市场通过对国企信用风险的正确定价从而起到约束国企债务发行的作用。<sup>①</sup> 本文的实证策略主要利用了地方国企违约在省级层面的时间异质性和国企民企在享有政府隐性担保上的横截面异质性。理论上,如果地方国企债券违约被市场解读为该地政府对所辖国企提供隐性担保的能力或意愿不足,投资者感知到的违约风险将会上升,并强化市场纪律的约束。受违约省政府监管的地方国企将经历显著的信用利差上升和债券发行下降,而不享有隐性担保的民营企业则不会受到国企违约的显著负面影响。

我们利用各省第一起地方国企违约事件进行多期双重差分(difference-in-differences, DID)分析发现,违约事件使得违约省份地方国企债券发行总量显著下降约50%,并且存在显著的长期影响。地方国企违约对同样依托于本地政府提供支持的城投债<sup>②</sup>发行产生负面的溢出效应,而同一事件并未对同省的民营企业产生负面影响。对企业微观数据的分析表明违约事件有效约束了违约省份地方国企的有息负债水平,起到了对地方国企去杠杆的作用。

在二级市场上,国企债券违约引起同省其他地方国企信用利差上升接近50个基点,表明投资者感知的信用风险上升,市场定价的风险敏感度提升。我们进一步发现市场纪律的约束作用在那些信用利差较高的地方国企债券发行中更强,也即在地方国企债券违约事件后,违约省地方国企和城投公司的信用利差越高,则该省的地方国企和城投公司将经历的一级市场债券发行下降幅度越大。这表明投资者感知的二级市场信用风险上升会传导到一级市场,进一步约束地方国企的债券发行。

本文对国企违约、政府隐性担保和去杠杆政策等领域均有重要的学术和政策贡献。

第一,本文利用中国债券市场数据系统分析了地方国企违约事件对强化市场纪律的影响。关于中国债券市场违约的研究中,Geng and Pan (2021)利用债券二级市场数据研究债券违约对于信用风险价格发现机制的影响,发现我国债券市场存在国企债和民企债信用风险定价的“市场割裂”。此外,由于国企隐性担保的影响,2018年资管新规实施导致的流动性紧缩还造成投资者抛售民企债,寻求国企债作为资金避风港,导致长期存在的“国企债—民企债”信用利差进一步扩大。本文则利用国企违约事件系统地检验

<sup>①</sup> 我们的定义借鉴了Manganelli and Wolswijk (2007),他们在对主权债务市场的讨论中将市场纪律定义为“市场参与者通过对违约风险进行定价从而对政府施加的影响”。

<sup>②</sup> 从法律意义上来说城投公司也是受地方政府监管和提供隐性担保支持的地方国企,但是其作为“地方政府融资平台”的特殊身份使其发行的债券同时有“市政债”和“公司债”的双重属性(Chen et al., 2020),从而使其有别于普通地方国企,并享受更高级别的隐性担保支持,这从城投债至今尚未有公开违约可见一斑。若无特殊说明,下文中提到的地方国企是指非城投公司的普通地方国企。

了国企违约对不同所有制企业的影响，发现国企违约打破了投资者的隐性担保预期，有利于纠正债券市场存在的“国企债—民企债”信用风险定价扭曲和信用资源配置扭曲。Jin et al. (2021) 发现中国债券市场第一起国企违约事件导致国有企业整体（相对民营企业）投资下降 2.4%，并且通过债务约束机制提升了国企的投资效率。该文更多是从国企公司治理的角度探讨了国企违约对于提升国企投资效率的意义，而本文则更关注市场纪律：地方国企违约有助于打破隐性担保预期，警醒投资者注意地方国企的真实信用风险，而投资者感知的风险上升会进一步约束地方国企的债券发行，强化地方国企借债的市场纪律。Hu et al. (2021) 利用债券二级市场数据研究发现在我国债券违约存在产业内传染效应，并且债券违约会导致违约产业的一级市场债券融资成本上升。本文则从地方国企违约可能反映地方政府对所辖国企提供隐性担保的能力或意愿不足出发，系统检验了国企违约对于打破政府隐性担保预期、强化市场纪律的重要意义。地方国企违约事件后各类企业的异质性反应也与“隐性担保层级”（王博森等，2016）的猜想一致。

第二，本文指出了国企违约对市场化去杠杆的积极作用。我们发现国企违约带来的市场纪律加强，显著降低了地方国企在债券市场的优势地位，有助于通过金融市场自发的约束机制来降低国企负债。不少研究表明，在隐性担保加持下，现有去杠杆政策往往导致“国进民退”。纪洋等（2018）、张一林等（2018）以及刘莉亚等（2019）发现，近年来国有企业负债率总体稳定甚至略有上升，而民营企业负债率总体下降，经济不确定性、信贷紧缩和隐性担保的交互作用是主要原因。Geng and Pan (2021) 发现，“资管新规”的颁布导致市场流动性收紧，投资者在“国企信仰”支持下寻求国企债券作为资金避风港，大幅减少对民企债的需求，导致债券市场上民企和国企的“市场割裂”进一步扩大。市场流动性的收紧还迫使大量上市民营企业控股股东通过股权质押融资，与股价下行相叠加，形成 A 股民营企业经营困境（Li et al., 2019）。本文发现地方国企违约事件降低了违约省份地方国企的有息负债水平，起到了对地方国企去杠杆的作用，且对同省民企债券融资没有显著负面影响。本文为有效推动国有部门去杠杆提供了市场化的新思路：在地方政府和地方国企债务长期居高不下并形成潜在系统性风险的情形下，加强国企融资的市场纪律或许可以成为当前去杠杆政策的补充甚至替代。

第三，本文对隐性担保和市场纪律的国际文献提供了具有普适意义的中国证据。海外学界主要关注政府对“大而不倒”（Too Big to Fail）金融机构的隐性担保导致市场纪律缺失的问题（Acharya et al., 2016；Hett and Schmidt, 2017）。例如，Acharya et al. (2016) 指出，在美国信用债市场上，“大而不倒”金融机构享受的政府隐性担保削弱了市场纪律的约束。市场纪律的约束作用还普遍适用于主权债务（Hallerberg et al., 2007；Manganelli and Wolswijk, 2007）和地方政府债务（Bayoumi et al., 1995；Mochida, 2008），对维持政府财政纪律有重要作用。本文则以中国债券市场国企违约事件进行实证分析，为打破隐性担保和加强市场纪律间的关联提供了重要的实证证据。

本文余下内容安排如下：第二部分是数据和实证策略，第三部分探究了地方国企违约事件对于约束国企一级市场债券发行的影响，第四部分研究了地方国企违约事件对提升二级市场定价风险敏感度的作用，第五部分是稳健性和异质性分析，第六部分是本文结论。

## 二、数据和实证策略

### (一) 债券违约数据

我国债券市场在过去十余年快速发展。国企债券占我国非金融企业债券市场规模接近90%，但是直到2015年才发生第一起国企债券违约，且此后多年内也仅有少数几起国企债券违约发生。我们从Wind终端获取了2014年1月—2021年6月中国债券市场违约债券和违约发行人数据以及债券发行人的股权控制关系，并通过各大主流媒体网站核实各起债券违约事件。我们将实际控制人为地方国资委的企业确定为地方国企，并通过Wind平台城投公司名单确认城投公司，剩余发行者则定义为民营企业。在我们样本的5239家非金融企业信用债发行人中，有1576家地方国企、2706家城投公司和957家民营企业。

图1对比了国企和民企历年债券违约情况。相比之下，2014年以来每年都有大量的民企债券违约。始于2017年的金融去杠杆政策，尤其是2018年出台的资管新规，引起市场流动性收紧，其直接结果是长期在金融市场受到挤压的民营企业成为实质的去杠杆对象，在债券市场上反映为2018年民企违约潮爆发。相比之下，有限的国企违约反映了国企享有的隐性担保（Geng and Pan, 2021）。

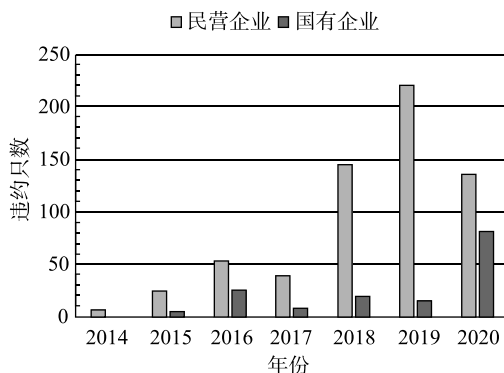


图1A 债券市场违约债券只数

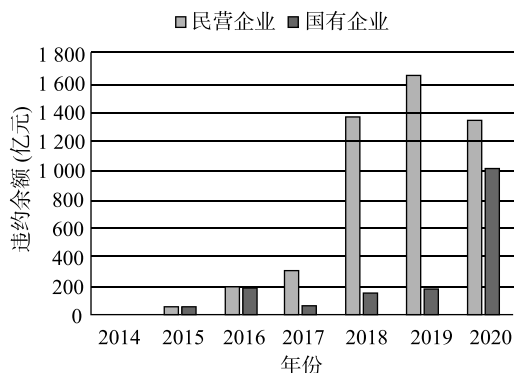


图1B 债券市场违约债券余额

### (二) 债券市场数据

本文从Wind终端获取了2014年1月—2021年6月总计90个月度的中国债券市场非金融企业发行公司债、企业债以及中期票据三类债券的二级市场交易数据和一级市场发行数据，其中包括月末最后一个交易日的债券价格、到期收益率、债券评级以及债券发行时的票面利率、发行评级、发行量、发行期限以及发行人名称、发行人所在省份等变量。我们将债券评级AAA赋值为1，AA+赋值为2，AA赋值为3，AA-赋值为4，其余评级情况以此类推。

我们以同一交易日国开行债券的到期收益率曲线作为参考曲线，通过期限匹配以后以各债券到期收益率减去匹配的国开行债券收益率计算该债券的信用利差。我们参考Geng and Pan (2021) 删掉了历史上有过债券违约事件的发行人所发行的所有债券样本，以避免由于违约债项以及违约企业本身造成的市场影响。我们的样本不包含短期融资



券、定向工具等短期债券，同时在样本中我们删去一年内到期的观测值以避免期限较短债券的异常反应。最后，为了排除异常值的影响，我们对主要连续变量进行前后 1% 分位数的缩尾处理。

表 1 Panel A 汇报了债券相关变量的描述统计情况。我们的数据样本共包含 270 444 个当月有交易的“债券-月度”二级市场观测值以及 18 405 只债券的发行数据，二级市场信用利差均值为 1.867%，月末债券评级均值为 2.052，接近评级水平 AA+；个券发行额均值为 10.72 亿元，平均发行期限约 5 年，票面利率均值约 5.5%。表 1 Panel B 汇报了发债企业季度财务变量的描述统计情况，样本期内发债企业资产负债率均值为 0.566；有息负债率定义为有息负债相对总资产的比值，有息负债即包括了银行贷款和公开市场债券等有息债务的总和，该变量均值为 0.33。

表 1 债券相关变量和发债企业财务变量描述统计

	含义	观测值	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
Panel A: 债券相关变量描述统计							
<i>Credit Spread</i> (%)	信用利差	270 444	1.867	1.418	-0.184	1.469	7.393
<i>Rating</i>	债项评级	270 444	2.052	0.852	1	2	19
<i>Outstanding</i> (亿元)	债券余额	270 444	11.64	8.176	2	10	50
<i>Maturity Remain</i> (年)	债券剩余期限	270 444	3.488	1.710	1.055	3.145	9.340
<i>Turnover</i>	换手率	270 444	0.192	0.301	0	0.090	1.820
<i>IssueAmount</i> (亿元)	债券发行量	18 405	10.72	7.960	0.150	10	150
<i>Maturity</i> (年)	债券发行期限	18 405	5.140	2.050	1.500	5	27
<i>CouponRate</i> (%)	票面利率	18 405	5.499	1.383	2.050	5.410	12
<i>Guarantee</i>	是否有明确担保	18 405	0.169	0.375	0	0	1
<i>Cross</i>	是否跨市场交易	18 405	0.278	0.448	0	0	1
<i>Perpetual</i>	是否永续债	18 405	0.070	0.256	0	0	1
<i>Option</i>	是否内嵌期权	18 405	0.674	0.469	0	1	1
Panel B: 发债企业季度财务变量描述统计							
<i>Size</i>	企业规模	78 007	5.463	1.104	2.718	5.400	8.297
<i>Leverage</i>	资产负债率	78 007	0.566	0.155	0.158	0.582	0.878
<i>Debt</i>	有息负债率	78 007	0.330	0.143	0.012	0.329	0.659
<i>Income</i>	营业收入	78 007	0.190	0.273	0.001	0.076	1.501
<i>Incomegrowth</i>	营收增速	78 007	0.263	0.882	-0.787	0.089	6.460
<i>Cash</i>	现金比率	78 007	0.108	0.070	0.005	0.095	0.362
<i>ROE</i>	净资产收益率	78 007	0.039	0.072	-0.214	0.022	0.312

### (三) 省级债券发行数据和宏观数据

由于各省经济规模差异较大，因此本文参考 Chen et al. (2020) 方法，将各省各月度内债券发行量（剔除有过债券违约的企业所发行债券）除以 2013 年 GDP 规模，同时

为了回归参数易于解读,将该比例乘以100,即回归中的被解释变量为“(省-月度债券发行量/2013GDP)×100”。表2的Panel A汇报了各类企业按上述方法构造的债券发行数据的描述统计情况(仅包含当月有债券发行的观测值)。

本文中所用到的各省(直辖市)年度GDP、年度人均GDP、年度GDP增速以及年度一般财政预算收入、年度一般财政预算支出等宏观数据来自国家统计局公开数据。我们以各省(直辖市)年度一般财政预算支出与年度一般财政预算收入的差值度量该地区政府财政赤字状况,表2中Panel B汇报了2013—2020年各省(市)年度财政赤字占GDP比例( $FD/GDP$ )、年度人均GDP( $GDPPC$ )以及年度GDP增速( $GDP\ Growth$ )三个省级年度宏观变量的描述统计情况。

表2 省级债券发行总量和宏观变量描述统计

企业类型	观测值	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
Panel A: 2014—2021年各类企业省级月度债券发行总量						
地方国企	1 634	0.164	0.196	0.001	0.096	1.247
城投公司	2 083	0.276	0.260	0.005	0.190	1.247
民营企业	1 170	0.109	0.127	0.001	0.060	0.954
Panel B: 2013—2020年各省年度宏观变量						
$FD / GDP$	240	0.150	0.111	0.0170	0.128	0.586
$GDPPC$ (万元)	240	5.783	2.816	2.520	4.891	15.660
$GDP\ Growth$ (%)	240	7.016	2.388	0.500	7.500	12.200

#### (四) 实证策略

我们以无地方违约事件省份的地方国企作为控制组,利用多期DID设定分析各省第一起地方国企违约事件对同省其他地方国企信用定价和债券发行的影响。计量设定(1)中以债券发行回归设定为例,被解释变量 $Issuance_{pt}$ 表示 $p$ 省的地方国企在年-月 $t$ 的债券发行总量(经2013年GDP调整), $PostTreat_{pt}$ 项是本文关注的主要解释变量,该变量在 $p$ 省发生第一起地方国企债券违约事件以后为1,其他情况则为0,系数 $\delta$ 估计了第一起地方国企违约事件对同省其他地方国企债券发行总量的影响; $\pi_p$ 表示省份固定效应, $\gamma_t$ 为时间固定效应; $X_{pt}$ 为省级宏观变量, $\epsilon_{pt}$ 表示误差项。

$$Issuance_{pt} = \delta PostTreat_{pt} + \beta X_{pt} + \pi_p + \gamma_t + \epsilon_{pt}. \quad (1)$$

我们进一步通过动态DID设定进行事前平行趋势检验。计量设定(2)中,对于违约省份 $p$ ,在其发生地方国企债券违约前的第 $k$ 月 $before_{pt}^{-k}$ 项为1,否则为0;在其发生违约当月 $current_{pt}$ 项为1,否则为0;在其发生违约后的第 $k$ 月 $after_{pt}^{+k}$ 项为1,否则为0,超过违约后10个月的时间归并到10月,上述设定将违约事件发生10个月以前(包含10个月)所有时期作为基准期。回归中控制省份固定效应和年-月固定效应,稳健标准误聚类在省份。

$$Issuance_{pt} = \sum_{k=1}^{k=9} \beta_{-kl} before_{pt}^{-k} + current_{pt} + \sum_{k=1}^{k=10} \beta_{+kl} after_{pt}^{+k} + \beta X_{pt} + \pi_p + \gamma_t + \epsilon_{pt}. \quad (2)$$

考虑到双重差分回归结果可能存在遗漏变量而导致的潜在内生性问题，比如违约事件本身可能是由各省宏观经济状况的变化驱动的。我们以同一省份的民营企业<sup>①</sup>作为参照基准构造三重差分（triple-differences, DDD）回归设定，在双重差分基础上，增加了同一省份“国有企业-民营企业”的差分，以排除各省时变宏观经济因素的影响。我们还通过控制“省份-年月”固定效应以排除在“省份-年月”层面变化的宏观因素对估计结果的影响（Fang et al., 2020; Huang et al., 2020; 刘畅等, 2020）。

设定（3）是以违约省份民营企业和无违约省份作为控制组的 DDD 计量设定。 $s$  是企业类型下标，对于地方国企， $Localsoe_s$  项为 1，否则为 0；对于中央国企， $centralsoe_s$  项为 1，否则为 0；对于城投公司， $LGFV_s$  项为 1，否则为 0。通过  $PostTreat_{pt}$  项与分别表示各类国企的二元变量  $Localsoe_s$  和  $LGFV_s$  进行交互， $\delta$  即为 DDD 设定下（以违约省民营企业和无违约省份作为参照）估计的违约事件分别对各类国企的影响； $\sigma_{pt}$ 、 $\rho_{st}$  和  $\theta_{ps}$  分别表示省份-年月固定效应、企业类型-年月固定效应和省份-企业类型固定效应，以吸收时变的省级变量、各企业类型的时变因素以及各省各企业类型固有特征的影响，我们分别汇报了控制省份-年月固定效应和不控制省份-年月固定效应的结果，当控制省份-年月固定效应时  $PostTreat_{pt}$  项会被该固定效应吸收。

$$Issuance_{pt} = \delta PostTreat_{pt} \times Localsoe_s(LGFV_s) + PostTreat_{pt}(\sigma_{pt}) + \rho_{st} + \theta_{ps} + \beta X_{pt} + \epsilon_{pt}. \quad (3)$$

### 三、违约事件约束地方国企债券发行

表 3 汇报了 DID 基准回归结果。第（1）、（2）列回归结果表明在发生地方国企违约后，以无违约省份地方国企作为对照组，违约事件导致违约省份地方国企债券发行总量显著下降。全样本中各省地方国企债券发行总量（经 2013 年 GDP 调整，下同）月度均值为 0.164，有过地方国企违约的八个省份在违约前的地方国企债券发行总量月度均值为 0.162。表 3 中第（1）列结果表明违约导致被解释变量下降 0.087，相比违约省份违约前的地方国企债券发行总量月度均值 0.162，其经济意义为债券发行量下降 54%（ $0.087/0.162=54\%$ ）；若以表 3 第（2）列结果 0.074 计算，债券发行量下降 46%（ $0.074/0.162=46\%$ ）。平均来说，地方国企违约事件会导致同省其他地方国企债券发行总量下降接近 50%。

表 3 多期 DID 回归：地方国企违约事件对债券发行总量影响

	地方国企		城投公司		民营企业	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>PostTreat</i>	-0.087***	-0.074**	-0.064*	-0.047	0.003	0.009
	(0.027)	(0.027)	(0.033)	(0.034)	(0.007)	(0.007)

<sup>①</sup> 通常认为民营企业缺乏政府提供的隐性担保（Geng and Pan, 2021; Jin et al., 2021），实际上在我们的样本期间，多省的民营企业在各个时期都有数量较多的债券违约事件发生，而且我们基准 DID 回归结果表明民营企业并未受到地方国企违约事件的显著影响，因此民营企业成为一个较好的“无隐性担保”参照基准。

(续表)

	地方国企		城投公司		民营企业	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>FD/GDP</i>		0.178 (0.363)		0.051 (0.541)		0.146 (0.160)
<i>GDPPC</i>		0.022 (0.017)		0.049*** (0.015)		0.016*** (0.006)
<i>GDP Growth</i>		0.006 (0.006)		-0.010* (0.006)		0.006*** (0.002)
年月 FE	是	是	是	是	是	是
省份 FE	是	是	是	是	是	是
观测值	2 700	2 700	2 700	2 700	2 700	2 700
Adj. $R^2$	0.401	0.406	0.493	0.501	0.395	0.404

注：\*、\*\*和\*\*\*分别表示10%、5%和1%的显著性水平，括号中报告系数相应标准差，稳健标准差聚类在省份层面，奇数列不包含其他控制变量，所有列都控制了省份固定效应和年-月固定效应。

除了普通地方国企，城投公司也是受地方政府监管的国有企业。如果地方国企债券违约被市场解读为地方政府提供隐性担保的能力和意愿有所不足，那么同样依托于地方政府提供支持的本省城投公司可能也会受到类似的影响。而理论上来说本身缺乏隐性担保支持的同省民企（Geng and Pan, 2021；Jin et al., 2021）债券则不会受到地方国企违约的显著影响。表3中第（3）、（4）列回归结果表明，地方国企违约对同样依托于本地政府提供支持城投债发行产生溢出效应，同样的计算方法下，地方国企违约导致同省城投债发行下降约20%。这表明作为一类特殊券种，在没有债券违约的情况下，相比普通地方国企债，城投债的市场反应相对来说还很有限。表3中第（5）、（6）列的核心系数回归结果为正但不显著，表明同一违约事件并未对同省的民营企业产生负面影响。

图2绘制了动态DID回归参数，竖向虚线表示95%置信区间，回归结果表明事前平行趋势满足。以第一起地方国企违约事件10期以前作为基准期，在发生违约事件前，总体上违约省份地方国企和无违约省份地方国企在债券发行总量上不存在显著差异。<sup>①</sup>而从发生违约事件的当月起，违约省地方国企债券发行总量相对于控制组显著下降，说明金融市场主要是对实际发生的违约事件产生反应。图2B中城投公司债券发行量动态DID结果与地方国企组相似，说明地方国企债券违约对同省城投债发行产生显著溢出效应。而图2C则表明虽然违约省和无违约省民企债券发行满足事前平行趋势，但是地方国企违约并未对同省民营企业债券发行造成显著负面影响。

<sup>①</sup> 动态DID回归结果中，相对基准期而言，事前违约省份债券发行有一定的下降趋势，不排除在个别违约事件之前国企可能违约的信息已在金融市场发酵，因此事前有了一定的市场反应，但总体来说，违约实际发生后的显著变化表明市场主要还是对实际违约事件的发生作出反应。

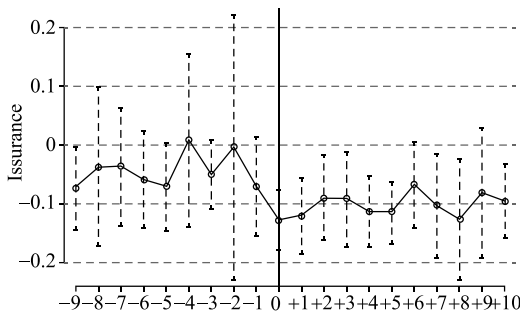


图 2A 债券发行动态 DID—地方国企

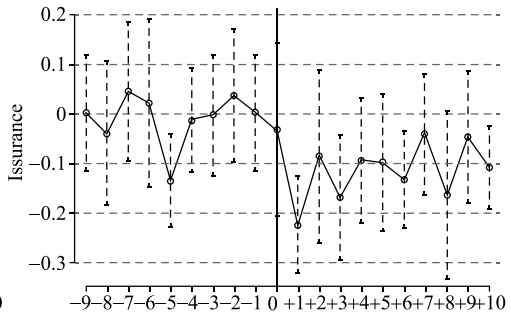


图 2B 债券发行动态 DID—城投公司

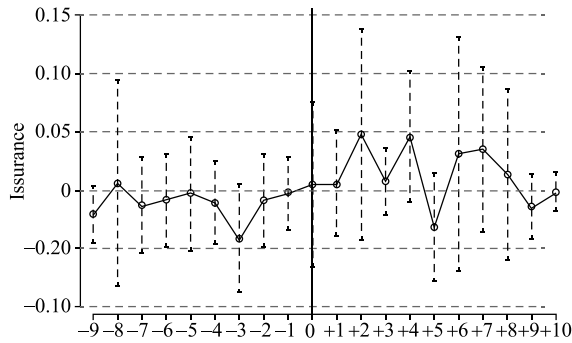


图 2C 债券发行动态 DID—民营企业

注：图中圆点表示动态 DID 点估计结果，竖向虚线绘出 95% 置信区间，回归中控制省份固定效应和年-月固定效应，稳健标准误聚类在省份。

表 4 汇报了三重差分 (DDD) 估计结果，我们发现前文 DID 基准回归结果在 DDD 回归中仍然稳健，表明我们的 DID 基准结果受时变的省级宏观因素等遗漏变量影响较小。表 4 中第 (1)、(2) 列按照计量设定 (3) 在包含地方国企和民营企业的样本中回归，第 (3)、(4) 列包含城投公司和民营企业；奇数列中未控制“省份-年月”固定效应，偶数列控制了设定 (3) 中的三个二次交互项固定效应。

表 4 多期 DDD 回归：地方国企违约事件对债券发行总量影响

	地方国企		城投公司	
	(1)	(2)	(3)	(4)
$PostTreat \times Local\ soe$	-0.084*** (0.024)	-0.084*** (0.024)		
$PostTreat \times LGFV$			-0.066** (0.034)	-0.066** (0.034)
省份-年月 FE	否	是	否	是
企业类型-年月 FE	是	是	是	是
企业类型-省份 FE	是	是	是	是
观测值	5 400	5 400	5 400	5 400
Adj. $R^2$	0.394	0.416	0.555	0.543

注：\*、\*\*和\*\*\*分别表示 10%、5%和 1%的显著性水平，括号中报告系数相应标准差，稳健标准差聚类在省份层面。奇数列中未控制“省份-年月”固定效应，偶数列控制了设定 (3) 中的三个二次交互项固定效应，此时省份固定效应和年月固定效应被二次交互固定效应吸收。

#### 四、国企违约强化市场纪律对债务的约束作用

市场纪律的运行内在地包含投资者对债务风险的感知和对债务人债务行为的约束作用两个环节。上一部分中我们发现,相对于非违约省份对照组而言,地方国企违约事件导致违约省份地方国企债券发行总量显著下降。我们认为这是国企违约强化市场纪律的体现,即违约引起投资者对地方国企真实信用风险的关注,信用风险的上升约束了相关主体的债券发行。在本部分中我们将通过分析违约事件对地方国企信用风险定价的影响,进一步论述市场纪律的作用机制。

##### (一) 地方国企违约与信用风险定价

我们利用二级市场交易数据分析违约事件对地方国企信用风险定价的影响<sup>①</sup>。我们认为地方国企违约会被投资者解读为地方政府对其所监管的国企提供隐性担保的能力和意愿的不足。按照这一观点,在感知到市场风险以后,投资者会在二级市场上抛售所持有的违约省份地方国企债券和城投债,此时相对未发生过地方国企违约事件省份的地方国企,受违约省政府监管的地方国企将经历显著的信用利差上升。

表5汇报了二级市场信用利差的DID基准回归结果。我们发现相对控制组企业来说,地方国企违约后同省地方国企债券信用利差显著上升。表5中第(1)、(2)列回归结果表明,相比无违约省份的地方国企,平均来说违约事件导致违约省地方国企信用利差上升约50个基点。这表明地方国企违约引起了投资者对地方政府对所辖国企提供隐性担保的能力和意愿的关注,警醒投资者注意地方国企真实信用风险,而这有利于风险定价机制的市场化运行。

表5中第(3)、(4)列回归结果说明地方国企违约对同省城投债信用定价产生显著的溢出效应,违约事件后同省城投债信用利差上升约20个基点,但在城投债还处于刚性兑付的情况下,相比普通地方国企债,城投债的市场反应还很有限。而第(5)、(6)列的核心系数并不显著,表明同省民营企业债券并未受到该事件的显著影响。各类企业的异质性市场反应与我们的理论预测是一致的,即投资者会将地方国企债券违约更多地解读为当地政府提供隐性担保的能力和意愿有所不足,从而影响到受地方政府直接监管的地方国企和城投公司的信用利差,而不会影响到本身不享有政府隐性担保的民企。

<sup>①</sup> 我们选择二级市场而非一级市场来看风险定价,是因为地方国企违约后的一级市场债券发行存在比较大的选择性偏误:在违约事件后,多省的地方国企事后样本不足,而还能继续在一级市场发行债券的企业多为自身信用资质较高的企业。因此,我们难以直接研究违约事件对地方国企发行利差的影响。另外,一级市场利率的形成会同时受发行者和投资者的影响,而二级市场利率的变化主要来自投资者的市场反应,反映的是投资者的风险感知,能够避免发行者的影响。

表 5 多期 DID 基准回归：地方国企违约对信用利差影响

	地方国企		城投公司		民营企业	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>PostTreat</i>	0.502*** (0.115)	0.474*** (0.142)	0.259*** (0.064)	0.181*** (0.052)	0.024 (0.147)	-0.107 (0.182)
控制变量	是	是	是	是	是	是
年月 FE	是	是	是	是	是	是
省份 FE	是	否	是	否	是	否
债券 FE	否	是	否	是	否	是
观测值	61 366	61 366	156 308	156 308	36 567	36 567
Adj. R <sup>2</sup>	0.686	0.840	0.580	0.787	0.565	0.775

注：\*、\*\*和\*\*\*分别表示10%、5%和1%的显著性水平，括号中报告系数相应标准误，稳健标准误在个券和年-月两个维度做了双重聚类。

一个可能影响我们结论的假说是，投资者对地方国企违约事件的反应不一定是针对地方政府隐性担保被打破，而可能是针对地方国企违约事件里蕴含的其他维度的信息，比如违约国企属于去产能行业。Hu et al. (2021) 发现我国债券市场上违约存在显著的产业间传染效应，且这一效应在违约主体为国有企业时更为显著。为了排除这一影响，我们在二级市场基准 DID 回归中加入“产业-年月”固定效应（证监会大类行业）以吸收产业层面的时变影响，此时基准 DID 回归结果依然稳健<sup>①</sup>，这说明产业维度的信息不足以解释国企违约事件后二级市场的反应。另外，如果上述溢出效应理论成立的话，那么基准 DID 的回归结果会低估违约事件对同省地方国企产生的影响，也即违约事件的实际影响还要更大，这会加强而不是削弱本文的核心结论。

## （二）二级市场利差对一级市场发行的影响

投资者感知的信用风险上升会传导到一级市场，约束地方国企的债券发行。在表 6 的 Panel A 中，我们检验了各省各类企业的二级市场信用利差和省级月度债券发行量的关系。我们发现，当省份  $p$  在年-月  $t$  有更高的二级市场信用利差时，其一级市场债券发行量平均来说会显著更低<sup>②</sup>，该结果在三类企业中都成立，表明当投资者感知到风险上升时也会减少一级市场上的债券购买量。在表 6 的 Panel B 中，我们在表 3 基准 DID 回归的基础上加入 *PostTreat* 和地区信用利差 *Spread* 的交互项  $PostTreat \times Spread$ ，该交互项在地方国企和城投公司组中显著为负的系数表明，违约事件发生后，某违约省地方国企和城投公司信用利差越高，则该省的地方国企和城投公司将经历的一级市场债券发行下降幅度越大。表 5 和表 6 的回归结果共同证实了市场纪律的约束作用。

<sup>①</sup> 篇幅所限，具体回归结果可联系通信作者获取，关于违约对信用利差影响的动态 DID 分析和 DDD 分析也可向通信作者邮件获取。

<sup>②</sup> 此处被解释变量是以各省 2013 年 GDP 进行规模调整的各省各类企业的月度债券发行量，解释变量 *Spread* 是以债项余额作为权重计算的省级月度二级市场信用利差。

表6 信用风险与债券发行关系

Panel A	地方国企		城投公司		民营企业	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Spread</i>	-0.024*** (0.007)	-0.020*** (0.007)	-0.052*** (0.020)	-0.042* (0.022)	-0.003** (0.001)	-0.002* (0.001)
控制变量	否	是	否	是	否	是
年月 FE	是	是	是	是	是	是
省份 FE	是	是	是	是	是	是
观测值	2 700	2 700	2 700	2 700	2 700	2 700
Adj. $R^2$	0.377	0.381	0.486	0.494	0.395	0.404
Panel B	地方国企		城投公司		民营企业	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>PostTreat</i>	-0.005 (0.021)	0.003 (0.021)	0.103 (0.064)	0.106 (0.068)	0.011 (0.013)	0.017 (0.013)
<i>PostTreat</i> × <i>Spread</i>	-0.022*** (0.005)	-0.021*** (0.005)	-0.083*** (0.025)	-0.076** (0.029)	-0.003 (0.003)	-0.002 (0.003)
控制变量	否	是	否	是	否	是
年月 FE	是	是	是	是	是	是
省份 FE	是	是	是	是	是	是
观测值	2 700	2 700	2 700	2 700	2 700	2 700
Adj. $R^2$	0.406	0.410	0.513	0.520	0.423	0.432

注：\*、\*\*和\*\*\*分别表示10%、5%和1%的显著性水平，括号中报告系数相应标准差，稳健标准差聚类在省份层面，奇数列不包含其他控制变量，所有列都控制了省份固定效应和年-月固定效应。

### (三) 债券违约与国企去杠杆

国企违约带来的市场纪律加强，显著降低了地方国企在债券市场上的优势地位，有助于通过金融市场自发的约束机制来降低国企负债，且不会对民营企业造成显著负面影响。表7以发债企业的季度有息负债率<sup>①</sup>作为被解释变量，Panel A中在与基准回归相同的DID实证策略下发现国企违约后，违约省地方国企和城投公司的负债率显著下降，而民营企业并未受到事件的负面冲击。这一发现为我们提出的“强化市场纪律以实现国企去杠杆”的政策建议提供了微观证据。Panel B中我们在Panel A基础上加入*PostTreat*和企业季度信用利差*Spread*的交互项*PostTreat* × *Spread*，该交互项在地方国企和城投公司组中显著为负的系数表明，违约事件发生后，信用利差越高的地方国企和城投公司经历的有息负债下降幅度越大，表明了市场纪律的约束作用。

由于缺乏银行借款违约和银行借款利率等重要数据，本文对于违约强化市场纪律的

<sup>①</sup> 有息负债率=有息负债/总资产，有息负债即包括了银行贷款和公开市场债券等有息债务的总和，度量了企业通过金融市场获取的外部债务。



论述主要还是从债券市场出发得出，但通过市场纪律约束债务行为却具有广泛的意义。从备选融资手段，比如银行贷款的角度来说，这意味着也要打破银行业对于国企和城投公司的隐性担保预期，从而通过市场纪律来约束银行借款行为。<sup>①</sup> 总之，本文的研究发现为有效推动国企去杠杆提供了市场化的新思路：在地方国企和城投债务长期居高不下并形成潜在系统性风险的情形下，加强国企融资的市场纪律或许可以成为当前去杠杆政策的补充甚至替代。

另一方面，由于政商地位的不对等和司法制度的不完善，地方国企、城投平台和政府部门去杠杆带来的资金短缺问题有可能会通过供应链传导到实体经济部门，尤其是中小民营企业。例如，Hu et al. (2022) 发现，行政去杠杆政策带来的城投平台融资收缩会引发政府采购项目中中标民企的财务困境，而这一负面影响在中标国企中并不显著，反映出去杠杆政策可能会进一步扩大国企相对于民企的优势地位。去杠杆带来的意料之外的连锁反应值得学者持续关注。

表 7 多期 DID 回归：地方国企违约对企业有息负债影响

Panel A	地方国企		城投公司		民营企业	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>PostTreat</i>	-0.023**	-0.020**	-0.024***	-0.021***	0.009	0.008
	(0.010)	(0.008)	(0.006)	(0.005)	(0.014)	(0.009)
控制变量	否	是	否	是	否	是
年月 FE	是	是	是	是	是	是
企业 FE	是	是	是	是	是	是
观测值	21 367	21 367	39 231	39 231	17 409	17 409
Adj. $R^2$	0.779	0.848	0.738	0.809	0.722	0.797
Panel B	地方国企		城投公司		民营企业	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>PostTreat</i>	0.006	0.005	0.005	0.004	0.005	0.010
	(0.016)	(0.012)	(0.007)	(0.006)	(0.020)	(0.014)
<i>PostTreat</i> × <i>Spread</i>	-0.007*	-0.007***	-0.010***	-0.009***	0.001	0.001
	(0.004)	(0.003)	(0.002)	(0.002)	(0.005)	(0.004)
控制变量	否	是	否	是	否	是
年月 FE	是	是	是	是	是	是
企业 FE	是	是	是	是	是	是
观测值	18 370	18 275	34 015	33 900	14 614	14 559
Adj. $R^2$	0.813	0.860	0.786	0.828	0.776	0.825

注：\*、\*\*和\*\*\*分别表示10%、5%和1%的显著性水平，括号中报告系数相应标准差，稳健标准误聚类在企业层面。控制变量包括表1 Panel B中所有企业财务变量。限于文章篇幅，本文并未详细汇报其他变量的系数，感兴趣的读者可向作者邮件获取完整回归结果。

① 感谢匿名审稿人提出的相关宝贵意见。

## 五、稳健性检验和进一步讨论

### (一) 稳健性检验

在一级市场债券发行分析部分,为了得到更为细致的动态 DID 趋势图,我们回归中采用的是月度面板数据,但月度面板数据可能会受到较多数值为 0 的观测值的影响,因此我们通过将数值为 0 观测值作为缺省值处理以及构造了季度面板数据进行回归分析,主要结论依然稳健。另外,考虑到有违约省份和无违约省份可能存在的系统性差异,参考刘畅等(2020)的实证策略,我们在基准 DID 回归中控制了处理组的线性时间趋势,以尽可能剔除违约省份相对无违约省份存在的系统性差异,此时主要结果依然稳健。此外,在二级市场信用定价分析中我们使用了国开行债券收益率曲线作为参考曲线计算债券信用点差,我们的回归结果在以中国国债收益率曲线作为参考曲线时依然稳健。

### (二) 政府事后处理方式的异质性分析

在首次地方国企违约事件发生后,各地方政府的事后处理也存在较大的异质性。有些地方政府采取了相对市场化的破产清算或破产重整方案<sup>①</sup>,而有的地方政府在巨大的市场压力下采取了“事后兜底”的处理方式。比如在四川煤炭产业集团首次违约之后,四川省政府快速介入并对该公司提供了流动性支持,之后又通过省国资委直属企业四川省投资集团和交通银行等国有银行向其提供资金支持以偿还投资者(Amstad and He, 2018)。再比如在 2020 年,随着河南永煤、华晨集团等企业相继发生 3A 级债券违约,市场开始了关于国有企业“逃废债”的争论。2020 年末,国务院金融委等国家部委表态将“依法严肃查处欺诈发行、虚假信息披露、恶意转移资产、挪用发行资金等各类违法违规行,并严厉处罚各种‘逃废债’行为”<sup>②</sup>。河南省政府也开始了积极的“事后兜底”:河南省副省长发声“严惩各种‘逃废债’行为”,河南省国资委最终表态支持永煤集团的债务偿还,先行兑付违约债券本金的 50%,剩余债务最终协调达成债务展期。

政府“事后兜底”的出现会减缓违约事件的影响,尤其是当市场将地方国企违约事件更多解读为“逃废债”等无序行为时,政府的出面表态有利于投资者恢复信心。我们将四川省和河南省两个在地方国企违约事件发生后明确表示了对违约企业相关债务偿还进行支持的省份确定为有“事后兜底”的省份( $GI=1$ ),在一级市场基准 DID 回归的基础上加入交互项  $PostTreat \times GI$ 。表 8 显示,该交互项在地方国企和城投公司两组样本中的系数显著为正,表明如果地方政府采取了明确的“事后兜底”,相比没有“事后兜底”的省份,违约事件导致该省所辖国企的债券发行量下降会显著更低。我们的回归结果表明,政府明确的“事后兜底”方案的确能够恢复投资者的市场信心,避免违约事件产生过度的市场波动。

<sup>①</sup> 比如广西有色金属集团在债券违约之后,先是经历了长达半年的债务重组,最终于 2016 年 9 月法院宣告该公司正式进入破产清算程序,成为中国银行间市场债券发行人中第一家破产清算企业;东北特殊钢集团 2016 年 3 月债券违约之后,由于辽宁省政府并未明确表态支持债务偿还,一度有市场传言“债券持有人会议”提议全面停止购买辽宁省政府及辽宁地区国债券的议案,但东特钢集团最终还是开启了破产重整。

<sup>②</sup> 详见: [http://www.gov.cn/guowuyuan/2020-11/22/content\\_5563309.htm](http://www.gov.cn/guowuyuan/2020-11/22/content_5563309.htm), 访问时间: 2021 年 10 月 15 日。

表 8 政府事后兜底影响

	地方国企	城投公司	民营企业
	(1)	(2)	(3)
<i>PostTreat</i>	-0.086*** (0.029)	-0.089** (0.036)	0.005 (0.007)
<i>PostTreat</i> × <i>GI</i>	0.065** (0.028)	0.179** (0.070)	0.022* (0.012)
控制变量	是	是	是
年月 FE	是	是	是
省份 FE	是	是	是
观测值	2 700	2 700	2 700
Adj. R <sup>2</sup>	0.377	0.486	0.395

注：\*、\*\*和\*\*\*分别表示 10%、5%和 1%的显著性水平，括号中报告系数相应标准差，稳健标准差聚类在省份层面，奇数列不包含其他控制变量，所有列都控制了省份固定效应和年-月固定效应。

企业违约后走向破产等更为市场化的方案引起的显著市场反应可能会导致同省其他国有企业面临融资困境、违约风险上升，但是对于长期经济效率的提升来说，市场化的方案是不可或缺的（Amstad and He, 2018）。而各地方政府在处理应对违约事件时，一方面要“守住不发生系统性金融风险的底线”，尤其要避免“逃废债”等无序违约事件对市场的不良影响，另一方面也要考虑对增加道德风险和弱化市场纪律的长期影响。

## 六、结 论

中国债券市场存在着大量享有政府隐性担保的发债主体，导致投资者对债券发行主体的违约风险不敏感，风险定价失灵，信用债市场纪律缺失。本文发现地方国企债券违约这一打破政府隐性担保的事件对重塑市场纪律有积极意义。我们通过整理 2014 年 1 月—2021 年 6 月中国债券市场月度交易数据，并利用各省第一起地方国企违约事件做双重差分和三重差分回归分析，发现违约事件导致违约省份地方国企债券的发行量下降接近 50%，在一级市场起到了约束债券发行的重要作用。在二级市场上，市场投资者对地方国企违约事件也有着强烈反应：违约事件使违约省份地方国企的信用利差上升接近 50 个基点，进一步反映出投资者感知到的信用风险在地方国企违约事件后有了大幅上升并体现在了市场定价中。我们还发现投资者感知的信用风险上升会传导到一级市场，从而约束地方国企的债券发行。

我们的研究表明市场纪律有可能成为行政去杠杆政策的补充乃至替代手段。市场纪律的缺失是地方国企和城投债务长期居高不下的一个重要原因。国企管理人员和地方政府官员存在多种过度举债动机（纪志宏等，2014；Jin et al., 2021；Xiong, 2018），而债券市场投资者的“国企信仰”、“城投信仰”从资金供给侧提供了支持。在这种情况下，市场纪律的加强或许能更有效地推动国企部门实现去杠杆。国企违约事件打破了投资者对地方国企的隐性担保预期，市场纪律的强化有助于以市场化的方式破除地方国企债券融资的“预算软约束”问题，约束地方国企和城投平台利用债券市场的举债行为，从而有效降低国企和地方政府的负债水平。

## 参考文献

- [1] Acharya, V. V., D. Anginer, and A. J. Warburton, "The End of Market Discipline? Investor Expectations of Implicit Government Guarantees", Working Paper, 2016.
- [2] Amstad, M., and Z. He, *Handbook on China's Financial System Chapter 6: Chinese Bond Market and Interbank Market*, Princeton University Press, 2018.
- [3] Bayoumi, T., M. Goldstein, and G. Woglom, "Do Credit Markets Discipline Sovereign Borrowers? Evidence from US States", *Journal of Money, Credit and Banking*, 1995, 27 (4), 1046-1059.
- [4] Chen, Z., Z. He, and C. Liu, "The Financing of Local Government in China: Stimulus Loan Wanes and Shadow Banking Waxes", *Journal of Financial Economics*, 2020, 137 (1), 42-71.
- [5] Fang, H., Y. Wang, and X. Wu, "The Collateral Channel of Monetary Policy: Evidence From China", NBER Working Paper No. 26792, 2020.
- [6] Geng, Z., and J. Pan, "The SOE Premium and Government Support in China's Credit Market", NBER Working Paper, 2021.
- [7] Hallerberg, M., R. Strauch, and J. Von Hagen, "The Design of Fiscal Rules and Forms of Governance in European Union Countries", *European Journal of Political Economy*, 2007, 23 (2), 338-359.
- [8] Hett, F., and A. Schmidt, "Bank Rescues and Bailout Expectations: The Erosion of Market Discipline During the Financial Crisis", *Journal of Financial Economics*, 2017, 126 (3), 635-651.
- [9] Hu, J., S. Liu, Y. Yao, and Z. Zong, "Government Deleveraging and Corporate Distress", CCER Working Paper, 2022.
- [10] Hu, X., H. Luo, Z. Xu, and J. Li, "Intra-Industry Spillover Effect of Default: Evidence from the Chinese Bond Market", *Accounting & Finance*, 2021.
- [11] Huang, Y., M. Pagano, and U. Panizza, "Local Crowding-Out in China", *The Journal of Finance*, 2020, 75 (6), 2855-2898.
- [12] 纪洋、王旭、谭语嫣、黄益平, "经济政策不确定性、政府隐性担保与企业杠杆率分化", 《经济学》(季刊), 2018年第2期, 第449—470页。
- [13] 纪志宏、周黎安、王鹏、赵鹰妍, "地方官员晋升激励与银行信贷——来自中国城市商业银行的经验证据", 《金融研究》, 2014年第1期, 第1—15页。
- [14] Jin, S., W. Wang, and Z. Zhang, "The Real Effects of Implicit Government Guarantee: Evidence from Chinese SOE Defaults", Available at SSRN 2916456, 2021.
- [15] Lane, T. D., "Market Discipline", IMF Working Paper, 1993.
- [16] Li, F., J. Qian, H. Wang, and L. Zhu, "Stock Pledged Loans, Capital Markets, and Firm Performance: The Good, the Bad and the Ugly", Working Paper, 2019.
- [17] 刘畅、曹光宇、马光荣, "地方政府融资平台挤出了中小企业贷款吗?", 《经济研究》, 2020年第3期, 第50—64页。
- [18] 刘莉亚、刘冲、陈垠帆、周峰、李明辉, "僵尸企业与货币政策降杠杆", 《经济研究》, 2019年第9期, 第73—89页。
- [19] Manganelli, S., and G. Wolswijk, "Market Discipline, Financial Integration and Fiscal Rules", Available at SSRN 978373, 2007.
- [20] Mochida, N., "Subnational Borrowing in Japan: From Implicit Guarantee to Market Discipline and Fiscal Rule", Working Paper, 2008.
- [21] 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", 《经济研究》, 2016年第10期, 第155—167页。
- [22] Xiong, W., "The Mandarin Model of Growth", Working Paper, 2018.
- [23] 张一林、蒲明, "债务展期与结构性去杠杆", 《经济研究》, 2018年第7期, 第32—64页。

---

## SOE Defaults and Market Discipline

### —Evidence from Local SOE Bond Defaults in China

HU Jiayin YAO Yang ZONG Zhu\*  
(Peking University)

**Abstract:** We investigate the impact of state-owned enterprise (SOE) defaults on strengthening market discipline. Using China's bond market data between 2014–2021 and difference-in-differences regressions, we find that default events significantly reduce local SOEs' bond issuance and their interest-bearing liabilities, with a negative spillover to the issuance of municipal corporate bonds. This effect is long-term and is more pronounced among local SOEs with larger credit spreads in the secondary market, indicating that the rising credit risk perceived by investors constrains SOE bond issuance. Default events increase investors' sensitivity to SOE credit risks and strengthen the market discipline of SOE borrowing.

**Keywords:** local SOEs; bond defaults; market discipline

**JEL Classification:** G14, G18, G38

---

\* Corresponding Author: Zong Zhu, National School of Development, Peking University, No. 5 Yiheyuan Rd, Haidian District, Beijing 100871, China; Tel: 86-13811632693; E-mail: zzong@nsd.pku.edu.cn.