

余额管理，对企业债市场的影响分析

2024年01月28日

主要内容:

中证鹏元资信评估股份有限公司
研究发展部

史晓姝

shixsh@cspengyuan.com

更多研究报告请关注“中证鹏元”微信公众号。



独立性声明:

本报告所采用的数据均来自合规渠道，通过合理分析得出结论，结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

近日，市场消息传出城投企业债将试行“余额管理”，尚未得到官方反馈。本文将从各省市企业债融资情况入手，通过分析各地融资特征，来理解“余额管理”可能产生的影响大小。

对再融资趋势的影响：（1）对近年净融资规模较大的省份，后续融资将受到限制，整体进一步削减企业债市场规模。尤其是福建、浙江、四川、湖北、山东等非重点省份，具体到市级层面，成都、杭州、厦门、深圳等近年净融资为正的省份，和湖州、绍兴等融资呈现增长的城市，后续融资将受到明显限制。由于各市之间的额度不能重新分配，上述省份的存量规模将出现明显下降。（2）对融资持续收缩的省份，“余额管理”对其再融资规模影响不大，但不排除在“额度调节”制度下，放缓收缩，主要是江苏、湖南、安徽、广州等非重点省份。具体到市级层面，73%以上的城市持续3年企业债净融资为负，其中累计净融资较低的10个城市分别是天津、南通、重庆、贵阳、镇江、六盘水、湘潭、徐州、郴州、毕节。（3）具体看12个重点省份，近年以净偿还为主，且当前不能新增债券，短期“余额管理”政策无影响，上述省份加速退出，尤其是内蒙古和天津今明两年到期规模占各自存量的80%以上。

对再融资规模的影响：（1）有146个城市今明两年有偿还债券，规模合计约1,800亿元，在存量中占比13.5%，主要分布在江苏、湖北、安徽、四川、湖南，合计占比57%，具体包括成都、南京、广州、武汉、襄阳等地。（2）12个重点省份到期规模不高，占比16%，主要集中在贵州。

对单个主体影响：主要影响高级别主体再融资需求以及新增主体的融资需求，或可以通过区域内“额度调剂”实现新增。但多数城市区域内到期债券数量和规模有限，无法使用上述方式。

展望：2024年城投企业债新增发行（不含2023年10月20日平移项目），依旧集中在非重点省份中融资需求较大的省份。净融资方面，虽然允许新增企业债融资，但发行规模受限于到期规模，且隐债主体和非存量企业债主体无法新增，2024年城投企业债净融资仍将出现大幅下降，且对未来项目融资提出更高要求。“额度调剂”，或促使区域融资像高级别主体集中。对此，城投企业债的规模收缩趋势已定，短期内，各地在化债基础上或倾向于维持最大存量规模。

一、“余额管理”政策

近日，市场出现城投企业债“余额管理”的消息，目前尚未得到官方反馈。此次针对企业债城投主体，政策大致如下：

1、适用范围

在一个地级市的范围内，实行余额管理。例如，A 企业存续债券到期，决定自己不再发行企业债，省或市里同意的情况下可以将额度转到 B 企业上做“新增”。即可以在要到期企业债额度内，新增注册企业债，但募投还是用于项目投资。

企业债到期余额按名单内和名单外两个“池子”分别计算。即名单外申报主体可新增余额不得超过地级市范围内名单外存量企业债券到期余额。

2、适用主体

(1) 隐债主体无法推进（与公司债审核不同：核心子公司涉隐无影响）。

(2) 不论是否名单内，均需政府出具文件。

3,899 名单内主体：12 个重点省份¹不行；12 个重点省外的主体需要省级政府出文，确认申报规模不超过地市级名单内企业债余额，可以推进审核工作；

3,899 名单外主体：需要省级政府或者授权地市级（国家级新区可以视为地市级）政府需要出具文件；穿透后子公司在 3,899 的，按照 3,899 计算余额。

3、政府出文要求

省级或者授权地市级政府需要出文的，出文内容需要明确以下内容：

(1) 发行主体是否在报送国务院的 3,899 平台名单内；

(2) 地市级区域内具有融资平台性质的企业已经申报企业债券 XX 亿元，未超过相应企业全年企业债券到期规模 XX 亿元；

(3) 保证已申报金额不超过该地区同类主体已发行企业债券到期金额。

(4) 需要写明发行人的全称、社会信用代码、现在申报的企业债券要素、募集资金用途；政府是否予以支持。

¹ 重点省份包括天津、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、广西、贵州、云南、甘肃、青海、宁夏 12 个省份。

二、“余额管理”的影响

“余额管理”最直接的影响是，允许城投公司新增企业债，但限制融资规模，即区域内企业债每年的净融资不会为正。第一，与其他债券品种基本仅允许城投公司“借新还旧”不同，虽然都是保持余额不变，但“余额管理”旨在有条件支持新增融资需求，将风险控制在此前水平，在一定程度上保证区域项目建设融资。第二，政策直接影响的是近年对企业债融资需求持续增加的城市，该类城市的新增融资将出现收缩。第三，各城市的存量规模决定了当年新增规模上限，但在地级市内可以进行额度调剂，提高融资灵活性，在一定程度上有利于稳定区域内企业债融资。整体来看，政策偏向收缩。本文将从各省市企业债融资情况入手，通过分析各地融资特征，来理解“余额管理”可能产生的影响大小。

（一）各省级城投企业债融资情况

1、各省净融资情况

根据 Wind 城投分类，以 2020 年-2023 年的发行和偿还数据为样本，这里用净融资来衡量各省融资需求及变化情况。整体看，31 个省（含自治区、直辖市）以城投企业债净偿还为主。

（1）从历年净融资情况看，仅福建连续 4 年净融资为正，其次，浙江、四川、湖北等 7 个省份有 3 年净融资为正，其中浙江 2021 年来连续 3 年净融资为正，其他省份多在 2023 年转负。此外，有 13 个省净融资持续 4 年为负，除江苏、湖南、安徽外，主要为 12 个重点省份，例如，贵州、黑龙江、天津。

（2）从 4 年累计融资情况看，有 12 个省净融资为正，其中，浙江 884.80 亿元，规模远高于其他省，其次是四川，累计净融资为 615.15 亿元。其次，湖北、山东、福建累计净融资在 200-350 亿元。累计净融资为负的有 19 个省，其中，江苏和贵州净偿还规模分别为 824.89 亿元和 638.97 亿元，远高于其他省份。

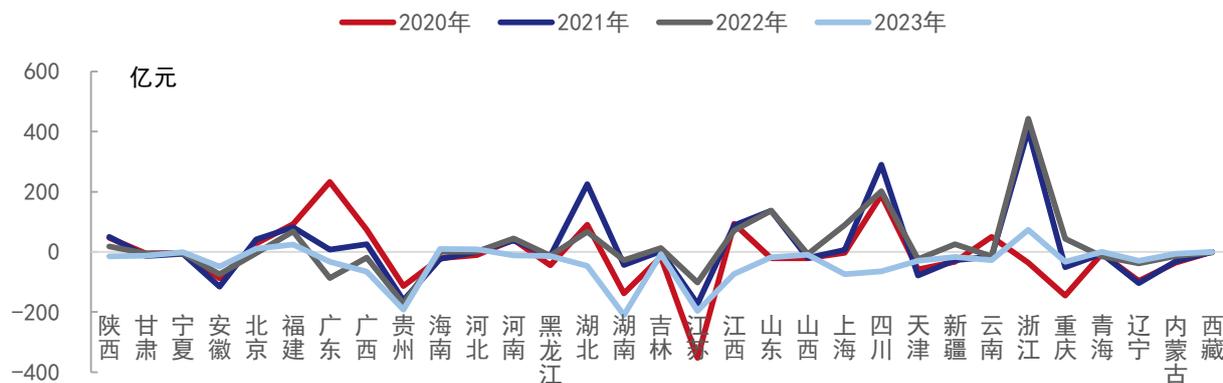
（3）从近年波动看，广东、广西、湖北、江苏、山东、重庆等地的跨年波动较大。

（4）12 个重点省份，除广西、吉林、重庆在个别年份出现净发行，其余城市均表现为净偿还。累计融资方面，除广西外，其余城市均为净偿还，但广西在 2022 年转为净偿还，融资呈现收缩。在当前政策下，12 个重点省份无法发行任何债券品种。

（5）结合到期来看，根据政策理解，这里理解为仅包括到期偿还的类型，不包括提前兑付等其他形式，即需要完成一只企业债的完全兑付，才能有新增发行额度，如果当年没有到期，则没有新发行的额度。2024 年和 2025 年城投企业债市场分别有 900 亿元的债券到期，合计规模在存量中占比 13.5%，主要分布在江苏、湖北、安徽、四川、湖南，合计占比 57%。12 个重点省份到期规模在到期总量中占比约 16%，其中，请务必阅读正文之后的免责声明

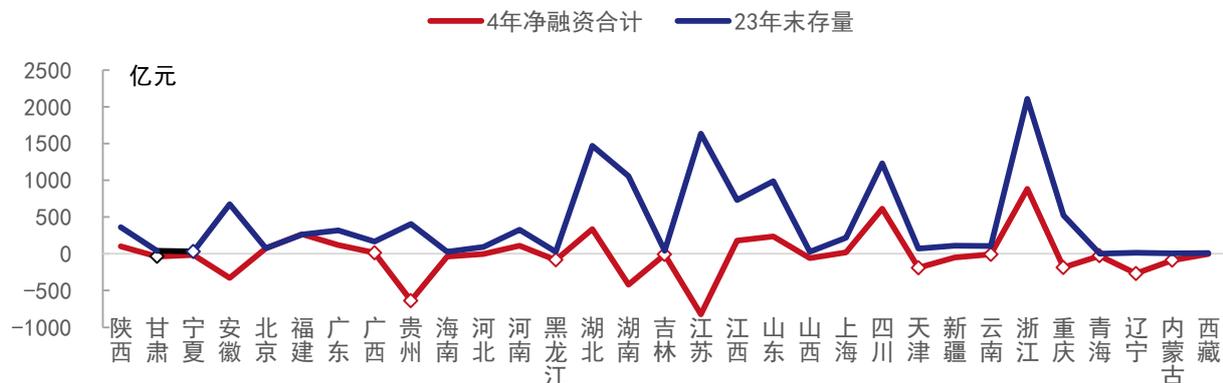
贵州、重庆和天津的到期规模较大，其中 2024 年分别规模分别为 56.13 亿元、44.69 亿元、和 25 亿元。其他省份到期规模较小，单个年度在 15 亿元以下。

图 1 2020 年-2023 年企业债券净融资



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 2 2020 年-2023 年企业债券累计净融资和存续规模



注：图中标记出 12 个重点省份的存量规模

资料来源：Wind，中证鹏元整理

2、存量情况

以 2023 年末存量企业债为样本，共有 30 个省有存续企业债。其中，浙江存续规模最大，为 2,108.55 亿元；其次是江苏、湖北、四川和湖南，存续规模在 1,000-2,000 亿元之间；第三，山东、江西、安徽和重庆存续规模在 500-1,000 亿元；第四，河北、北京、天津、吉林、甘肃等 14 个省的存续企业债规模不足 100 亿元，其中，青海目前已经无存续的企业债。12 个重点省份存量城投企业债规模 1,435.85 亿元，占比 10.9%。其中，重庆、贵州存续规模在 400 亿元以上，广西和云南存量规模 100 亿元以上，其余省份在 100

亿元以下。

结合发行和存量看，安徽、贵州、湖南、江苏的存续债券规模较大，但近年企业债融资持续收缩。而河南、陕西、福建存量规模有限但近年的融资相对积极。结合存量和今明两年到期来看，两年到期规模占存量的比重为 13.5%，其中内蒙古、天津、海南、广东占比分别为 100%、82.3%、66.2%和 42.3%，其他城市的占比在 30%以下。

整体看，企业债融资集中度高，存量规模持续下降。**政策对整个企业债市场的影响有限，其中负面影响集中在近年净融资为正的 12 个省份。**一方面，此类地区融资需求较强，另一方面，存量集中度高，半数地区的存在规模在 400 亿元以下。这导致有融资需求的部分地区没有增量空间。而对于 12 个重点省份，近年以净偿还为主，且当前不能新增债券，“余额管理”政策无影响。同时，对于到期规模占比较高的省份，如果不新发债券，则将加速退出企业债市场，尤其是作为重点省市的内蒙古、天津。

表 1 各省城投企业债净融资和存量规模（单位：亿元）

省份	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	4 年净融资合计	23 年末存量	24 年到期	25 年到期	到期占比
陕西	47.10	49.90	18.44	-15.46	99.98	363.28	25.90	33.60	16.4%
甘肃	-5.40	-13.70	-5.30	-12.60	-37.00	40.80	0.00	0.00	0.0%
宁夏	-3.60	-6.60	-4.90	-1.40	-16.50	31.20	0.00	0.00	0.0%
安徽	-87.80	-116.23	-74.87	-49.21	-328.12	675.58	73.15	26.98	14.8%
北京	27.00	41.00	-4.20	10.00	73.80	75.00	0.00	0.00	0.0%
福建	92.75	81.69	67.77	24.24	266.45	264.40	0.00	16.30	6.2%
广东	232.25	6.95	-87.24	-32.70	119.26	319.01	49.80	85.00	42.3%
广西	73.48	25.11	-19.31	-65.95	13.33	168.12	8.45	15.95	14.5%
贵州	-113.74	-161.23	-171.72	-192.18	-638.87	403.99	56.13	44.00	24.8%
海南	-21.67	-23.43	0.00	9.60	-35.50	29.60	13.00	6.60	66.2%
河北	-10.35	-0.57	0.82	8.22	-1.88	92.54	0.00	2.70	2.9%
河南	39.76	38.05	44.08	-12.21	109.67	326.69	11.06	20.42	9.6%
黑龙江	-44.65	-14.00	-12.38	-14.14	-85.17	27.88	1.00	6.00	25.1%
湖北	90.08	224.89	66.49	-47.36	334.11	1,471.35	105.01	99.62	13.9%
湖南	-138.60	-43.86	-27.79	-210.27	-420.53	1,058.58	64.50	28.57	8.8%
吉林	-16.70	2.10	12.50	-7.50	-9.60	42.40	0.00	0.80	1.9%
江苏	-352.69	-173.62	-101.54	-197.04	-824.89	1,636.64	196.84	95.32	17.9%
江西	93.82	88.29	71.43	-73.57	179.97	731.70	21.22	29.14	6.9%
山东	-21.42	137.28	136.70	-17.92	234.64	987.24	50.76	62.62	11.5%
山西	-20.92	-20.68	-7.58	-9.88	-59.06	28.78	1.68	3.60	18.3%
上海	-2.90	6.15	88.70	-74.00	17.95	217.70	25.70	38.00	29.3%
四川	188.83	289.79	201.46	-64.93	615.15	1,230.81	71.63	129.86	16.4%

请务必阅读正文之后的免责声明

省份	2020年	2021年	2022年	2023年	4年净融资合计	23年末存量	24年到期	25年到期	到期占比
天津	-58.85	-78.18	-24.60	-29.72	-191.35	69.70	25.00	32.35	82.3%
新疆	-33.30	-27.39	25.35	-16.86	-52.20	112.05	4.12	0.84	4.4%
云南	50.25	-16.17	-15.21	-28.07	-9.20	105.46	6.30	13.70	19.0%
浙江	-35.93	405.07	442.61	73.05	884.80	2,108.55	38.76	62.70	4.8%
重庆	-145.15	-50.93	43.73	-33.03	-185.38	525.00	44.69	25.08	13.3%
青海	-6.00	-6.20	-14.60	0.00	-26.80	-	0.00	0.00	-
辽宁	-96.47	-103.91	-38.82	-29.84	-269.03	15.30	2.80	0.00	18.3%
内蒙古	-35.93	-32.48	-13.55	-6.50	-88.46	6.00	6.00	0.00	100.0%
西藏	0.00	0.00	-1.80	0.00	-1.80	11.20	0.00	0.00	0.0%

资料来源：Wind，中证鹏元整理

（二）各市企业债融资情况

1、各市净融资情况

以2020年-2023年的发行和偿还数据为样本，涉及285个地级市。具体来看，企业债融资持续3年以上收缩的城市占比约73%。

表2 企业债净融资城市分布情况（单位：个、亿元）

净发行年份数量	城市数量	主要省份列举	主要城市列举及累计净融资规模	特征
0	125	贵州、江苏、湖南、辽宁	天津（-191）、南通（-187）、贵阳（-144）、镇江（-138）、六盘水（-122）、湘潭（-104）、郴州（-99）	累计净融资均为负
1	82	云南、河北	重庆（-185）、徐州（-102）、淮安（-64）、马鞍山（-57）、淮南（-52）；昆明（39.5）、周口（18）、石家庄（11）	累计融资多表现为净偿还，25个城市为净发行
2	42	河南、江西	郑州（71）、长沙（65.7）、台州（30.8）、长春（30.6）；株洲（-38）、盐城（-36）、连云港（26.7）、苏州（23.7）	累计净融资多为正，有11个城市净融资为负，含多个省会城市
3	25	湖北、广东、浙江、陕西	深圳（250）、西安（163）、绍兴（151）、武汉（147.5）、襄阳（91）	累计净融资均为正，除省内经济发达城市外，也包括部分第二梯队城市
4	11	四川、浙江、山东	成都（645）、杭州（296）、厦门（266）、宜宾（197）、济南（183）、湖州（156）	累计净融资均为正，集中在省会城市或省内发达城市

资料来源：Wind，中证鹏元整理

（1）从历年净融资情况看，持续净发行的城市多为省会或发达城市，净偿还地区与经济关联度不高，是市场主要趋势。成都、杭州、厦门、济南、嘉兴、丽水等11个城市连续4年净融资为正，集中在四川、

请务必阅读正文之后的免责声明

浙江和山东。深圳、西安、绍兴、武汉等 25 个城市有 3 年净融资为正，集中在湖北、广东和浙江。从融资趋势看，杭州、湖州、绍兴、济南、宁波在 2021 年来净融资规模迅速增长。而常德、淮南、兴义、许昌等 19 个城市 2021 年来净融资连续为负，融资持续收缩。

(2) 从 4 年累计融资情况看，有 92 个城市净融资为正，其中，成都 645 亿元，规模远高于其他省，其次是杭州、厦门和深圳，累计净融资规模在 200-300 亿元；宜宾、济南、西安、湖州等 8 个城市累计净融资规模在 100-200 亿元。累计净融资较低的 10 个城市分别是天津、南通、重庆、贵阳、镇江、六盘水、湘潭、徐州、郴州、毕节，均为净偿还，规模多在 100-200 亿元。

(3) 从近年波动看，部分城市连续两年净融资呈现相反情况。例如，2020-2023 年，连云港净融资规模分别为 1.43 亿元、-11.62 亿元、6.44 元和-22.96 亿元。

(4) 12 个重点省份涉及 84 个城市，其中 12 个城市 2020 年来累计融资为正，主要分布在广西和云南。其中，南宁、昆明、长春累计净融资分别为 86.45 亿元、39.54 亿元和 30.60 亿元，高于其他城市。净偿还的城市主要集中在贵州、天津和重庆，其中天津、重庆、贵阳、六盘水的累计净偿还规模在 100 亿元以上。

(5) 到期方面，有 146 个城市今明两年有偿还债券，规模合计约 1,800 亿元。其中，103 个城市的两年偿还规模在 10 亿元以下；偿还规模在 100 亿元以上的城市有成都、南京、广州。单独看 2024 年偿还情况，有 111 个城市有到期企业债，总规模约 900 亿元。其中，有 91 个城市偿还规模在 10 亿元以下，南京、重庆、襄阳、广州、成都的偿还规模在 30 亿元以上。12 个重点省份有 24 个城市在今明两年有到期企业债，规模分别为 150 亿元和 138 亿元，主要集中在贵州。

2、各市存量情况

以 2023 年末存量企业债为样本，有存量企业债的城市共计 227 个，另有 58 个城市 2020 年来基本处于净偿还状态，目前已无存续企业债，多位于内蒙古、新疆、辽宁、广东和甘肃。

从企业债存续分布情况看，约 68% 左右的城市企业债余额在 20 亿元以内，仅 14.5% 的城市企业余额在 100 亿元以上，前十大城市分别为成都（708 亿元）、重庆（525 亿元）、杭州（476 亿元）、长沙（464 亿元）、武汉（398 亿元）、绍兴（364 亿元）、湖州（321 亿元）、南京（288 亿元）、襄阳（257 亿元）、嘉兴（249 亿元）。12 个重点省中，有 49 个城市有存续企业债，除重庆和天津外，主要集中在贵州的贵阳、遵义、凯里、六盘水和兴义，规模合计 338 亿元。

结合到期和存续来看，227 个城市中有 10 个城市今明两年到期规模占存量的比重为 100%，12 个城市占比在 50% 及以上；有 8 个城市占比在 40%-50% 之间，其中包括 2 个重点省份城市都匀和毕节。12 个重点

请务必阅读正文之后的免责声明

省份的 49 个重点城市中，10 个城市的到期占比在 50%以上，分别是绥化、北海、包头、天津、昆明、安顺、营口、防城港、哈尔滨和牡丹江，其中，绥化、北海和包头占比为 100%；毕节、都匀（黔南州）、柳州和六盘水的到期占比在 40%-50%之间。到期占比较低（含无偿还情况）的城市主要分布在甘肃、广西、云南、辽宁。

表 3 企业债存量分布情况（单位：亿元、个）

各城市存量规模	城市数量	该类型存量规模	24 年到期规模	25 年到期规模	24 年可回售规模
0-20	155	806.27	65.08	42.88	44.80
20-40	49	1,480.66	118.28	100.39	51.84
40-60	17	877.55	57.62	49.21	16.90
60-80	20	1,412.30	94.13	78.61	55.10
80-100	11	980.45	95.98	35.48	30.40
100-150	12	1,496.64	52.11	118.58	70.30
150 以上	21	6,122.67	420.30	454.60	84.80

资料来源：Wind，中证鹏元整理

表 4 2024-2025 年城投企业债偿还分布情况（单位：亿元、个）

各城市到期规模	城市数量	该类型到期规模合计	主要城市列举
0-5	37	81.77	连云港、湘西州、红河、临沂、怀化、泰安、舟山、渭南
5-10	37	263.35	广元、滁州、常德、常州、无锡、宣城、十堰、九江
10-15	25	303.23	苏州、潍坊、淮安、昆明、威海、许昌、宿迁、上饶
15-20	10	176.05	眉山、西安、海口、扬州、郴州、徐州、泰州、遵义、湖州、济南
20 以上	14	898.25	南京、成都、广州、武汉、襄阳、重庆、上海、天津

资料来源：Wind，中证鹏元整理

表 5 2024 年城投企业债偿还分布情况（单位：亿元、个）

各城市到期规模	城市数量	该类型到期规模合计	主要城市列举
0-5	57	158.82	抚州、杭州、滁州、邵阳、安庆、湘西州
5-10	33	234.72	宿迁、咸阳、淮南、眉山、扬州、嘉兴
10-15	11	129.33	徐州、海口、遵义、南通、淮安、潍坊
15-20	1	17.04	郴州
20 以上	9	363.59	南京、重庆、襄阳、广州、成都、武汉、青岛、上海、天津

资料来源：Wind，中证鹏元整理

（三）对单个发行人的影响

目前，存量城投企业债发行人共计 1,230 家，其中，重点省份 172 家，占比 14%。

从文中分析看出，12 个重点省份企业债融资早已出现收缩，短期内将加速退出，区域再融资明显受限。对于非重点省份城投公司来说，目前其他品种债券基本仅可以借新还旧，而企业债可以新增发行，用于新项目建设。但由于政策仅适用于到期债券，企业债分期还本的特征导致，单只债券到期规模较小，即发行人可以新增的规模有限，对于项目建设来说，需要通过其他渠道筹措资金。对于当年没有到期债券的发行人，则无法直接发行新的债券，尤其对高级别主体的影响较大。

另外，“余额管理”对新增主体产生一定条件限制。从企业债发行看，2023 年城投企业债 192 家发行人，其中有 98 家为 2018 年来首次发行企业债，占比 51.0%，较前两年大幅提升，近五年新增主体比例平均为 44%。在首次发行人中，2023 年有 32 家为首次在债券市场上融资，占比 32.7%，同比上升 5 个百分点。其中 90.6% 为 AA 及以下级别，同比上升 21 个百分点。可以看出，每年接近 4 成比例的发行人为首次发行企业债，且 2022 年来约 30% 的发行人为首次发行债券，未来，新进入主体数量或大幅减少，需要通过“额度调剂”实现新增，且规模相对有限。

对于上述情况，可以通过调节区域内项目融资情况，根据当年债券到期以及项目情况，重新分配额度。但多数城市区域内到期债券数量和规模有限，无法使用上述方式。

图 3 2018-2023 年城投企业债新增主体情况



注：按发行人数量统计；
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 4 2018-2023 年城投企业债新增主体发行债券情况



注：按发行规模统计；
资料来源：Wind，中证鹏元整理

（四）举例

例如，假设 X 省有存续城投发行 4 家，A、B 和 C 为名单内城投主体，其中 C 为隐债主体，D 为名单外城投主体。存续名单内城投债券 4 只，2023 年末存续规模 16 亿元，A-a 债券 2 亿元、A-b 债券 3 亿元，B-a 债券 5 亿元，C-a 债券 6 亿元。其中 2024 年到期的是 A-a 债券 2 亿元和 C-a 债券 2 亿元，同时分期兑付 A-b 和 B-a 债券本金 1.2 亿元和 2 亿元。存续的名单外债券 1 只 D-a，存续规模 6 亿元，2024 年将分期兑付 2 亿元。在此背景下，A 公司可以选择新增 2 亿元企业债，或选择不再发行，经相关政府同意，将 2 亿元额度转移给 B 企业，但不能给 D；C 作为隐债主体当前不能新增。如果 A 或 B 企业选择新增 2 亿元企业债，2024 年末存续名单内城投企业债变为 6.8 亿元（2+1.8+3）。可以看出城投企业债余额的递减趋势已定，在长期政策不确定的背景下，短期内区域内主体或倾向于保持现有规模，尤其对于发行条件较好、融资需求较大的地区。例如，2024 年 C 主体隐债完成偿还，或可在 2025 年获得发行资格。

表 6 X 省企业债分析（单位：亿元）

类型	发行人	存续债券	2023 年末存续规模	2024 年偿还情况	2024 年新增规模	2024 年末存续规模
名单内	A	A-a	2	2 亿元到期	2	2
		A-b	3	1.2 亿元分期兑付		1.8
	B	B-a	5	2 亿元分期兑付		3
	C-隐债	C-a	4	4 亿元提前到期		
名单外	D	D-a	6	2 亿元分期兑付		4
合计			20	11.2	2	10.8

资料来源：Wind，中证鹏元整理

三、结论与展望

（一）结论

“余额管理”对企业债市场的整体影响有限，影响整体偏负面，限制再融资规模，同时对区域融资灵活度的提高有限。此政策，或为一个过渡性政策，后续将跟随隐性债务化解工作的推进而进行调整。

对再融资趋势的影响：（1）对近年净融资规模较大的省份，后续融资将受到限制，整体进一步削减企业债市场规模。尤其是福建、浙江、四川、湖北、山东等非重点省份，具体到市级层面，成都、杭州、厦门、深圳等近年净融资为正的省份，和湖州、绍兴等融资呈现增长的城市，后续融资将受到明显限制。由于各市之间的额度不能重新分配，上述省份的存量规模将出现明显下降。（2）对融资持续收缩的省份，“余额管理”对其再融资规模影响不大，但不排除在“额度调节”制度下，放缓收缩，主要是江苏、湖南、

请务必阅读正文之后的免责声明

安徽、广州等非重点省份。具体到市级层面，73%以上的城市持续 3 年企业债净融资为负，其中累计净融资较低的 10 个城市分别是天津、南通、重庆、贵阳、镇江、六盘水、湘潭、徐州、郴州、毕节。（3）具体看 12 个重点省份，近年以净偿还为主，且当前不能新增债券，短期“余额管理”政策无影响，上述省份加速退出，尤其是内蒙古和天津今明两年到期规模占各自存量的 80%以上。

对再融资规模的影响：（1）有 146 个城市今明两年有偿还债券，规模合计约 1,800 亿元，在存量中占比 13.5%，主要分布在江苏、湖北、安徽、四川、湖南，合计占比 57%，具体包括成都、南京、广州、武汉、襄阳等地。（2）12 个重点省份到期规模不高，占比 16%，主要集中在贵州。

对单个发行人的影响：主要影响高级别主体再融资需求以及新增主体的融资需求，或可以通过区域内“额度调剂”实现新增。但多数城市区域内到期债券数量和规模有限，无法使用上述方式。

（二）展望

2024 年城投企业债新增发行（不含 2023 年 10 月 20 日平移项目），依旧集中在非重点省份中融资需求较大的省份。净融资方面，虽然允许新增企业债融资，但发行规模受限于到期规模，且隐债主体和非存量企业债主体无法新增，2024 年城投企业债净融资仍将出现大幅下降，且对未来项目融资提出更高要求。“额度调剂”，或促使区域融资像高级别主体集中。对此，城投企业债的规模收缩趋势已定，短期内，各地在化债基础上或倾向于维持最大存量规模。

免责声明

- 本报告由中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“本公司”）提供，旨在派发给本公司客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
- 本报告基于我们认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。需要强调的是，报告中观点仅是相关研究人员根据相关公开资料作出的分析和判断，并不代表公司观点。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。
- 本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。本公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。
- 本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中证鹏元研发部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。

中证鹏元资信评估股份有限公司

深圳	北京	上海
地址：深圳市深南大道 7008 号 阳光高尔夫大厦（银座国际） 三楼 电话：0755-82872897 传真：0755-82872090	地址：北京市朝阳区建国路甲 92 号世茂大厦 C 座 23 层 电话：010-66216006 传真：010-66212002	地址：上海市浦东新区民生路 1299 号丁香国际商业中心西塔 9 楼 903 室 总机：021-51035670 传真：021-51917360
湖南	江苏	四川
地址：湖南省长沙市雨花区湘 府东路 200 号华坤时代 2603 电话：0731-84285466 传真：0731-84285455	地址：南京市建邺区江东中路 108 号万达西地贰街区商务区 15 幢 610 室 电话：025-87781291 传真：025-87781295	地址：成都市高新区天府大道北 段 869 号数字经济大厦 5 层 5006 号 电话：028-82000210
山东	陕西	香港
地址：山东自由贸易试验区济 南片区经十路华润中心 SOHO 办公楼 1 单元 4315 室 总机：0531-88813809 传真：0531-88813810	地址：西安市莲湖区桃园南路 1 号丝路国际金融中心 C 栋 801 室 电话：029-88626679 传真：029-88626679	地址：香港中环皇后大道中 39 号丰盛创建大厦 10 楼 1002 室 电话：+852 36158343 传真：+852 35966140