下载日志已记录，仅供内部参考

“924”政策两周年（上）：修复资产负债表之路

报告发布日期 2026 年 09 月 22 日

证券分析师
黄汝南 执业证书编号：S0860525120004
香港证监会牌照：BTB507
huangrunan@orientsec.com.cn
010-66210535
孙金霞 执业证书编号：S0860515070001
香港证监会牌照：BXO238
sunjinxia@orientsec.com.cn
021-63326320
陈至奕 执业证书编号：S0860519090001
香港证监会牌照：BUK982
chenzhiyi@orientsec.com.cn
021-63326320
孙国翔 执业证书编号：S0860523080009
香港证监会牌照：BXR433
sunguoxiang@orientsec.com.cn
021-63326320
刘姜枫 执业证书编号：S0860526010002
liujiangfeng@orientsec.com.cn
021-63326320

联系人
邵睿思 执业证书编号：S0860126070043
shaoruisi@orientsec.com.cn
010-66210535

相关报告
搬走美债利率高塔上的一块“砖”：——宏观周观点 20260920 2026-09-21
供给边际改善，修复动能待夯实：——2026 年 8 月经济数据点评 2026-09-16
修复“两张表”：提高居民消费率的关键路径：——“通往再平衡之路”系列之九 2026-08-03

研究结论

- 924 政策发布两周年之际，我们重新回顾过去两年的政策演进与经济变化发现，市场此前可能低估了部分政策的中长期效果。我们认为，**924 政策并非依赖增量资金直接刺激总需求，而是以政府化债、居民地产风险化解、企业经营和融资环境修复为抓手，推动三大部门资产负债表由收缩转向修复。随着三大部门修复取得阶段性进展，也为下一步私人部门主动扩表创造了条件。**

- **924 之前中国经济经历地产下行后居民部门率先缩表，传导至企业部门缩表，叠加政府部门债务风险累积，三大部门先后陷入缩表或风险暴露的困境。**政府加杠杆拉动投资的传统逆周期政策难以奏效。
  - ✓ 居民部门缩表源于：房价下跌、资产负债利率倒挂、现金流预期转弱推动资产负债表重构，居民主动去杠杆。
  - ✓ 企业部门缩表源于：内需走弱与部分行业供给扩张，企业经营现金流持续恶化，净融资现金流转负，形成“偿债优先”的策略，资本开支和经营回款现金流同步收缩，企业进入资产负债表修复阶段。
  - ✓ 政府部门也经历扩表到风险累积到化债的历程。因疫情期间准财政端大规模扩张、土地财政下滑累积隐性债务风险。

- **924 改变了什么：**
  - ✓ **政府部门现金流循环改善，化债效应或被低估。**一是，化债缓释地方现金流压力，使地方可以腾挪资金用于稳增长、保民生。化债专项债的确挤压投资，但不等于政策失效，而是财政政策目标从形成实物工作量暂时转向修复现金流循环。二是，自 2025 年清欠政策发力后，中小企业应收账款同比明显下降，城投与非城投应收账款周转天数同步改善，说明清欠缓解了地方债务风险和收支压力向企业现金流恶化的扩散。
  - ✓ **企业部门进入结构性扩表。**924 首先修复的是企业部门的融资条件和风险约束，企业净融资现金流转正；但经营现金流改善仍取决于需求和价格周期，扩表目前集中于 AI 产业周期、出海和服务消费等高景气行业，能否向传统制造业扩散、转化为全行业主动扩表，尚待验证。
  - ✓ **居民部门修复初现曙光。**从资产端看，居民净资产变化于 2024 年 Q3 触底回升，源于地产估值拖累减轻、股票估值效应形成弥补。从行为端看，居民部门资产负债表修复出现早期信号，**不加杠杆的购房支出企稳**。资产负债表由快速缩表转向边际企稳，但全面修复仍有赖于房地产估值企稳。

- 下一阶段政策重心有望从防缩表逐步转向促扩表、扩内需：**政府部门化债政策预计仍将“打补丁”，地方“开源”待破题。**企业扩表有待涨价、盈利转化为居民就业收入改善和更广泛的行业资本开支回升。居民部门修复初现曙光，但全面修复仍取决于地产企稳、收入预期和权益财富效应的接续。

- 风险提示：地产修复不及预期；化债及清欠政策落地不及预期；企业盈利与价格传导不及预期；资本市场波动加大。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

一、924：修复三大部门资产负债表的政策组合 4

二、924 之前：居民缩表向企业缩表传导 5

三、两年之变：三大部门修复曙光初现 8

3.1 政府部门：改善现金流循环 8
3.2 企业部门：结构性扩表 9
3.3 居民部门：修复初现曙光 10

四、下一阶段：从防缩表到促扩表 11

风险提示 12

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1：924 核心政策：锚定政府化债、居民地产风险化解、企业经营和融资环境修复的政策组合 5
图 2：2021 年居民中长消费贷同比下行，开启两年缩表进程，并逐步传导至企业部门，2023Q2 企业中长贷增速见顶回落 5
图 3：2023 年 Q2 开始，企业活期存款增速大幅回落，拖累 M1 5
图 4：2021 年后，居民地产投资和加杠杆意愿明显减弱 6
图 5：新增房贷利率和存量房贷利率倒挂 6
图 6：企业偿债时期（净融资现金流同比<0），销售劳务和资本开支现金流同比往往下行 7
图 7：2020-2023 年城投债相较于疫情前大规模放量，准财政端加杠杆积累地方债务风险 7
图 8：从行政清欠到化债协同，专项债和再贷款工具下的新一轮清欠 8
图 9：2025 年以来，中小微企业应收账款同比持续下降，规模越小、降幅越大 9
图 10：清欠政策发力后，城投与非城投应收账款周转天数同步改善 9
图 11：2024 年 Q4 企业筹资和经营活动现金流同比增量见底回升 10
图 12：2024 年以来上市公司应收账款周转天数有所上升 10
图 13：已进入扩表阶段：有色、电子、计算机、汽车、交通运输、商贸零售、社会服务 10
图 14：新增住宅销售额-居民新增中长期贷款企稳 11
图 15：居民净资产变化在 2024 年 Q3 触底，股票和地产估值效应回升 11
图 16：地产估值拖累减轻，居民地产资产净流入有企稳迹象 11
图 17：随股价上涨，居民股票资产净流入持续增加 11

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

924 政策发布两周年之际，我们重新回顾过去两年的政策演进与经济变化发现，市场此前可能低估了部分政策的中长期效果。我们认为，924 政策并非依赖增量资金直接刺激总需求，而是以政府化债、居民地产风险化解、企业经营和融资环境修复为抓手，推动三大部门资产负债表由收缩转向修复。随着政府现金流循环改善、企业结构性扩表和居民修复初现曙光，三大部门资产负债表修复取得阶段性进展，也为下一步私人部门主动扩表创造了条件。

一、924：修复三大部门资产负债表的政策组合

924 之前中国经济经历地产下行后居民部门率先缩表，传导至企业部门缩表，叠加政府部门债务风险累积，三大部门先后陷入缩表或风险暴露的困境。在此背景下，传统的逆周期政策虽然能够托住总需求，却越来越难以解决私人部门不愿意加杠杆的问题。2023 年，政策仍主要延续政府加杠杆拉动基建投资和总需求改善的传统逆周期调节思路。2023 年 10 月下旬增发 1 万亿国债、年底 3500 亿 PSL 支持“三大工程”，把拉动投资作为主要抓手。但从效果来看，2023 年至 2024 年 H1，基建投资支撑基本面回升，但是企业和居民融资需求依然持续走弱，说明当时逆周期政策没有改变宏观环境的核心问题——私人部门缩表。

924 政策分别从政府化债、居民地产风险化解、企业经营和融资环境修复三个维度出台一揽子安排，对冲三大部门的资产负债表压力。这或许是 924 似乎没有直达实体经济的增量资金政策，依然带来实体基本面的改善的重要原因。而所谓的扭转预期，改变的是私人部门根据未来现金流、资产价格和债务负担形成的行为判断。政府化债方面，以 10 万亿化债方案为核心，同步发行特别国债支持国有大行补充核心一级资本。居民地产风险化解方面，提出“房地产市场止跌回稳”，从房贷利率、地产政策、保交楼多端发力，需求端松绑、供给端兜底。企业方面，以货币宽松与资本市场制度创新为抓手，修复企业经营预期与融资环境。货币总量宽松降低融资成本，创设货币政策工具提振资本市场和信心，加大逆周期调节力度改善经营预期。

过去基于对传统逆周期政策的理解，市场会形成惯性期待，认为 924 应有一笔增量资金落地直接拉动经济增长。但是 924 并没有以此先行，而是优先风险处置，修复私人部门资产负债表、再促扩表。2025 年 H1 叠加外部风险抬升，逆周期政策加码并前置，也部分对冲了化债导致的基建投资收缩。以上政策逻辑背后体现的是国家治理能力的提升。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 1：924 核心政策：锚定政府化债、居民地产风险化解、企业经营和融资环境修复的政策组合

出台时间	发布机构	会议名称	核心内容摘要
9月24日	央行、金融监管总局、证监会	国新办新闻发布会	▪ **降准**：下调存款准备金率0.5个百分点，释放长期流动性约1万亿元。 ▪ **降息**：下调7天逆回购利率0.2个百分点，引导LPR和存款利率同步下行。 ▪ **地产金融**：降低存量房贷利率（平均约0.5%）；统一房贷最低首付比例至15%。 ▪ **资本市场创新**：创设SFISF（互换便利）和股票回购增持再贷款工具。
9月26日	中共中央政治局	中央政治局会议	▪ 明确提出“要加大财政货币政策逆周期调节力度”。 ▪ 首次提出“要促进房地产市场止跌回稳”。 ▪ 强调要努力提振资本市场，大力引导中长期资金入市。
10月8日	国家发改委	国新办新闻发布会	▪ 提前下达2025年1000亿元中央预算内投资计划和1000亿元“两重”建设项目清单。 ▪ 聚焦宏观政策调节、扩大内需、助企帮扶、地产稳市、股市提振五个方面。
10月12日	财政部	国新办新闻发布会	▪ **大规模化债**：拟一次性增加较大规模债务限额置换地方政府存量隐性债务。 ▪ **补充银行资本**：发行特别国债支持国有大型商业银行补充核心一级资本。 ▪ **地产财政支持**：允许专项债用于土地储备及收购存量商品房。
10月17日	住建部等五部委	国新办新闻发布会	▪ **四个取消**：取消限购、限售、限价、普通/非普通住宅标准。 ▪ **四个降低**：降低公积金贷款利率、首付比例、房贷利率、税费负担。 ▪ **两个增加**：新增实施100万套城中村及危旧房改造；年底前“白名单”项目贷款规模增加至4万亿元。
11月8日	全国人大常委会、财政部	新闻发布会	**“10万亿”化债方案落地：** ▪ 批准增加6万亿元地方政府债务限额置换存量隐性债务。 ▪ 连续五年每年安排8000亿元新增专项债用于化债，共4万亿元。 ▪ 累计直接增加化债资源10万亿元，显著减轻地方政府压力。

数据来源：国务院新闻办公室，发改委，财政部，东方证券研究

二、924 之前：居民缩表向企业缩表传导

理解 924 政策组合，需要先回到政策出台之前——彼时中国私人部门已经经历了两年多的缩表过程，三大部门先后承压。

924 之前，中国私人部门经历了居民缩表到企业缩表的传导，实体融资需求收缩主要矛盾从地产切换至实体经营。2021-2022 年居民部门率先缩表，地产下行拖累居民部门，居民中长期消费贷同比持续下降，此时企业短贷和中长贷同比相继上行暂时构成社融、信贷的支撑，因此 2021-2022 年社融、信贷同比增速呈震荡格局，信用扩张尚能维持。但是，**2023 年 Q2 开始，企业中长贷增速见顶回落，企业缩表成为实体经济主要矛盾，**与实体经营相关的企业中长贷、住户经营贷持续收缩，显示融资需求收缩的主导因素从地产切换至实体经营。企业信贷融资需求放缓进一步削弱货币派生能力，同时存量定期存款逐渐被消耗，企业资金活化程度由此走弱。从宏观数据层面观察到居民缩表到企业缩表演进过程，是我们进一步挖掘的起点。

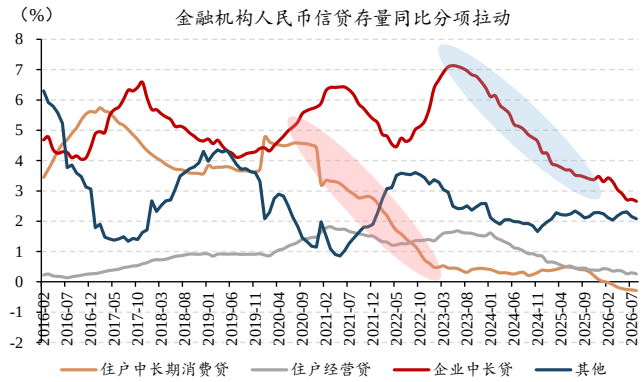
图 2：2021 年居民中长消费贷同比下行，开启两年缩表进程，并逐步传导至企业部门，2023Q2 企业中长贷增速见顶回落

图 3：2023 年 Q2 开始，企业活期存款增速大幅回落，拖累 M1

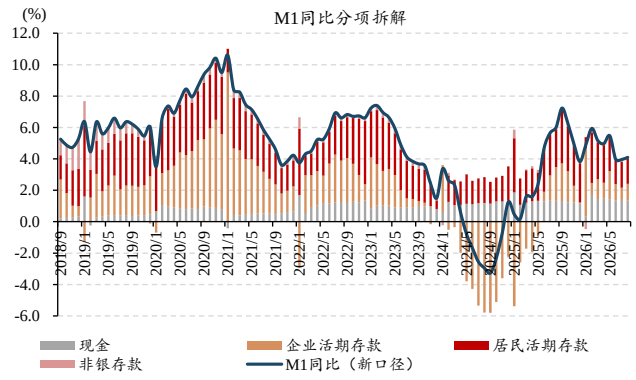


有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考



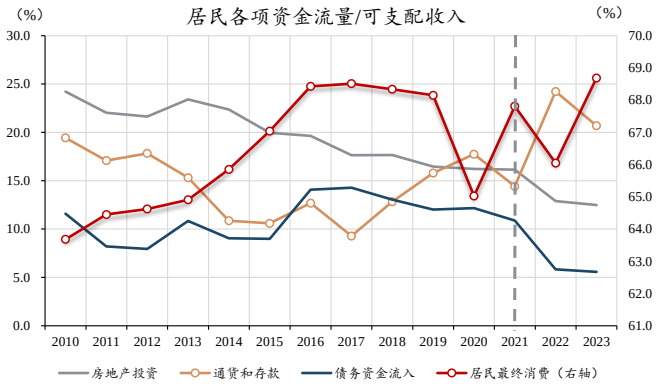
数据来源：Wind，东方证券研究。注：其他包括住户短期消费贷、企业短贷和票据、非银机构贷款。



数据来源：Wind，东方证券研究

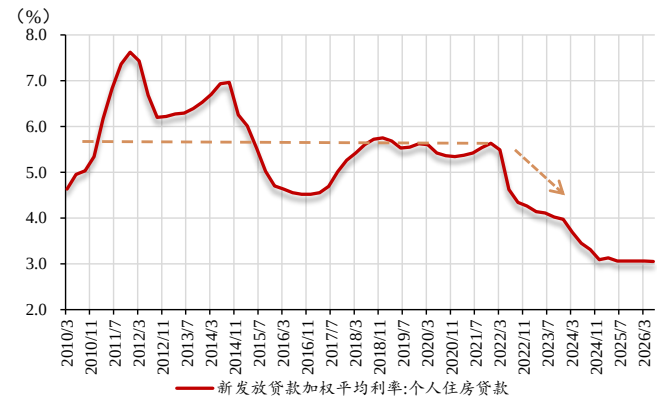
<u>居民部门缩表源于：房价下跌、资产负债利率倒挂、现金流预期转弱推动资产负债表重构，居民主动去杠杆。①资产端，房地产预期转弱，居民财富效应下降，加杠杆意愿减弱；其他金融资产收益率下降，存款成为高性价比资产配置选择。②负债端，高存量房贷负担与新增贷款利率下降形成反差，推动居民提前还贷、主动去杠杆。</u>房地产价格预期和资产回报下降，而部分存量房贷利率仍处于较高水平，居民持有债务的成本相对上升。新增贷款利率预期下降，使提前偿还存量贷款的相对收益提高，推动居民主动还贷。**<u>③现金流端，收入预期下降，居民投资更加谨慎，新增负债需求进一步收缩。</u>**基于此前报告《修复“两张表”:提高居民消费率的关键路径》所构建的居民经济行为分析框架，2021-2023 年，居民每年获取的可支配收入分配至地产投资的占比累计下滑 3.7pp，流向存款和消费的资金占比分别提升 2.9、3.7pp，而债务资金的流入占比从 12.2%降至 5.6%，近乎腰斩。

图 4：2021 年后，居民地产投资和加杠杆意愿明显减弱



数据来源：Wind，东方证券研究

图 5：新增房贷利率和存量房贷利率倒挂



数据来源：Wind，东方证券研究

<u>企业部门缩表源于：内需走弱与部分行业供给扩张，企业经营现金流持续恶化，导致债务压力被动抬升，企业优先偿债。</u>2021 年起，企业经营现金流率先恶化，源于地产周期下行、居民资产负债表收缩导致内需走弱，企业销售回款下降。2022 年-2023 年 H1 疫情反复、叠加全球主要经济体加息、制造业周期走弱，进一步压低经营现金流，但企业资产负债表尚未立即收缩，仍然通过

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

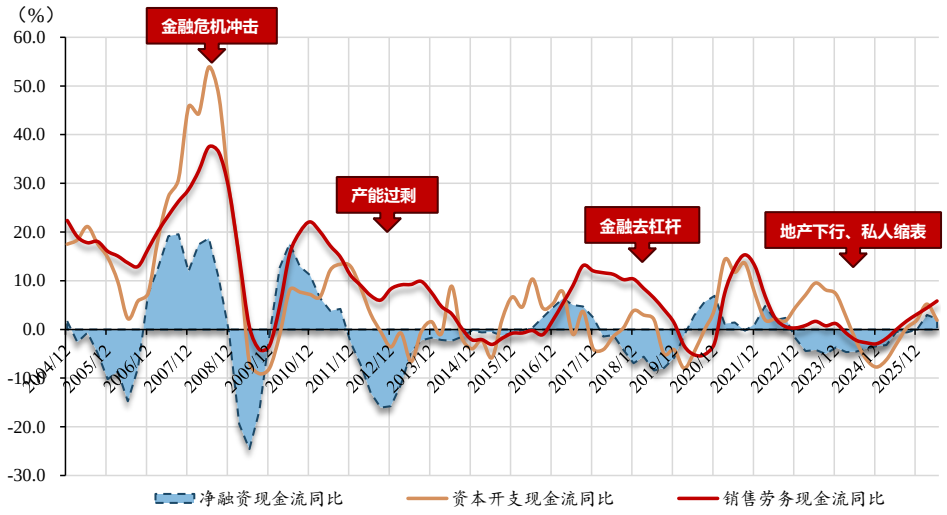
下载日志已记录，仅供内部参考

融资维持资本开支；同时，部分高技术制造业在产业升级和政策支持下资本开支扩张，但加剧后续供需错配，压制经营现金流。

真正的拐点是 2023 年 Q2 以后，随着对于疫后经济修复的预期反转，企业净融资现金流转负，形成“偿债优先”的策略，资本开支和经营回款现金流同步收缩，企业进入资产负债表修复阶段。

与历史上的企业去杠杆周期相比，2023-2024 年的特殊性在于，传导链条更明显地表现为地产—居民—企业的跨部门传导，“地产下行→居民资产负债表收缩→企业经营现金流恶化→偿债压力被动抬升、优先化债→资本开支压缩”是重要的传导链条。

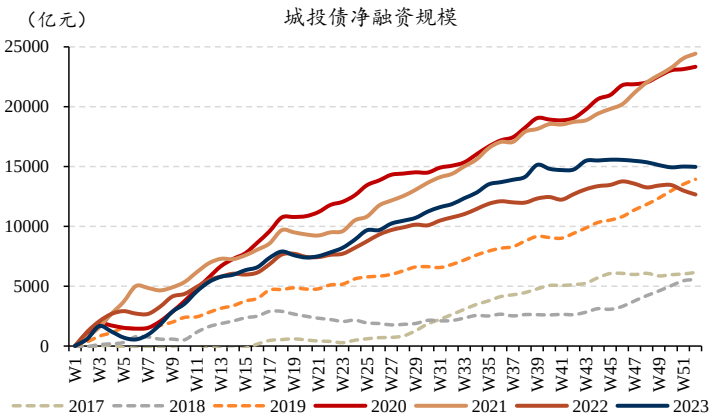
图 6：企业偿债时期（净融资现金流同比<0），销售劳务和资本开支现金流同比往往下行



数据来源：Wind，东方证券研究。注：以上为上市公司数据，剔除金融和石油石化；净融资现金流同比=股债融资现金流同比-偿债付息现金流同比。

政府部门也经历扩表到风险累积到化债的历程。为对冲疫情，财政政策积极扩张、城投债融资政策边际放松，推动政府债和城投债放量。但 2021 年起土地财政收入断崖式下滑，而财政支出刚性支出，地方收支缺口持续扩大，逐渐累积隐性债务风险。最终 2023 年 7 月政治局会议定调、10 月落地“一揽子化债方案”，进入化债阶段。

图 7：2020-2023 年城投债相较于疫情前大规模放量，准财政端加杠杆积累地方债务风险



有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

数据来源：Wind，东方证券研究

三、两年之变：三大部门修复曙光初现

针对上述缩表与风险累积，924 政策组合顺势推出。落地两年，中国经济运行发生了怎样的变化？我们从政府、企业、居民三个部门逐一复盘。

3.1 政府部门：改善现金流循环

政府部门：以化债及清欠账款，缓释地方债务压力，腾挪资金用于稳增长、保民生，并阻断风险向企业传导。市场在“924”政策发布初期对化债预期不高，主流看法一是债务置换本质是“换水而非放水”，难以带来立竿见影的基本面改善；二是规模相对不足，远低于城投平台公益性项目相关有息债务的规模。

我们认为，市场低估了化债政策的效应。一是化债缓释地方现金流压力，使地方可以腾挪资金用于稳增长保民生，修复资产负债表。再融资滚续缓解还本的流动性压力，用低利率显性债置换高利率隐性债，可同步降低地方付息压力。当然，化债对项目建设专项债形成挤占，短期挤压投资。但是，专项债投资属性下降，不等于政策失效，而是财政政策目标从形成实物工作量暂时转向修复财政和企业现金流循环。

二是推进清理拖欠企业账款，阻断风险传导。地方拖欠账款是压制企业（尤其是中小企业）经营现金流的重要来源，清欠直接改善企业回款，阻断地方债务风险和收支压力向企业现金流恶化的扩散。自 2025 年清欠政策发力后，大中小企业应收账款同比增速均持续下降，因地方欠款集中在中小微主体，规模越小的企业应收账款同比降幅越大，表明清欠工作成效明显；由于地方收支压力上行时，城投项目回款放缓，进而拖欠下游非城投企业货款，城投与非城投应收账款周转天数同步改善，说明清欠缓解了地方收支压力向企业传导的风险。

图 8：从行政清欠到化债协同，专项债和再贷款工具下的新一轮清欠

清理拖欠企业账款政策——四阶段演进总览

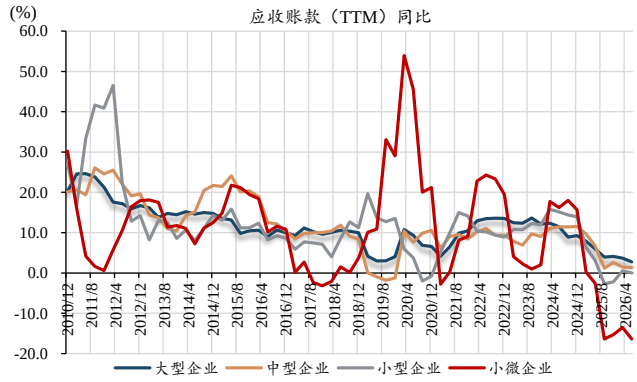
阶段	核心任务	主导主体	清欠对象	资金来源	清欠手段	阶段成效
第一阶段 1990年3月—1992年7月	**清理三角债，搞活国营大中型企业**	中央统筹、地方落实	企业间“三角债”为核心，重点是大中型建设项目、技改项目拖欠款，优先保障“双保”企业和国营大中型企业	①企业自筹（压缩投资规模、暂缓项目）； ②发债社会募集； ③银行注入清欠贷款和财政支持	①源头入手，付方启动；收款还欠，连环清理； ②建立滞纳金惩戒机制； ③“谁投资、谁清理、谁还欠”原则	国家注入510亿元，解开企业债务链2000多亿元，投入1元清欠4元拖欠。1991年底前基本清理完毕，比计划提前一年
第二阶段 2004年1月—2006年12月（部署始于2003.11）	**解决建设领域拖欠工程款和农民工工资**	中央统一目标、地方分级推进，按投资渠道明确责任主体	建设领域拖欠工程款，重点解决地产开发项目和政府投资工程项目拖欠工程款，同步解决拖欠农民工工资问题	①中央或地方政府划出专项比例资金； ②中央和地方落实补助资金； ③企业自筹	①分领域、分阶段差异化清欠目标（中央项目2004年底、地方项目2005年底、社会投资2006年底）； ②明确“谁欠款、谁偿还”； ③运用经济和法律手段	各地偿还拖欠工程款1834亿元，占历史拖欠98.6%，清付农民工工资330亿元
第三阶段 2018年11月—2020年12月	**关注民营、中小企业清欠**	国务院减轻企业负担部际联席会议办公室监督指导，各省级政府负总责	清理政府及其所属机构、大型国企（含政府平台公司）因业务往来与民营企业形成的逾期欠款，优先清理拖欠农民工工资和民生、安全方面的工程项目欠款	①政府部门落实预算资金拨付； ②央企处置盘活存量资产筹措资金； ③金融机构提供融资支持	①全面排查建立台账，“限时清零”； ②严重拖欠列入失信“黑名单”，中央财政扣转国库存款或减少转移支付； ③两步走（优先清理项2019年1月底，全面完成2019年底）； ④2020年出台《保障中小企业款项支付条例》，60日付款上限	到2020年12月底，累计督办企业投诉问题线索3万余件，累计清偿政府部门和大型国有企业拖欠民营企业和中小企业逾期欠款8500多亿元
第四阶段 2025年12月—预计2027年6月（部署始于2023.9）	**解决拖欠企业账款、农民工工资问题**	省级政府负总责，多部门协同，依法治理、分类监管	①覆盖政府拖欠企业账款、企业间相互拖欠的“连环套”问题，央企国企带头偿还； ②重点保障机关、事业单位和大型企业支付中小企业账款权益； ③化解地方政府融资平台经营性债务风险	①地方政府**专项债**； ②银行提供**专项再贷款**； ③优化债务重组和置换办法化解债务风险	①中办国办《意见》顶层框架； ②专项债+专项再贷款双工具； ⑤分行业明确合理账期，失信惩戒	最高法公布，2025年结案9166件，执行到位账款311.42亿余元

数据来源：中国政府网，工信部，国务院新闻办公室，最高人民法院，新华网等，东方证券研究

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

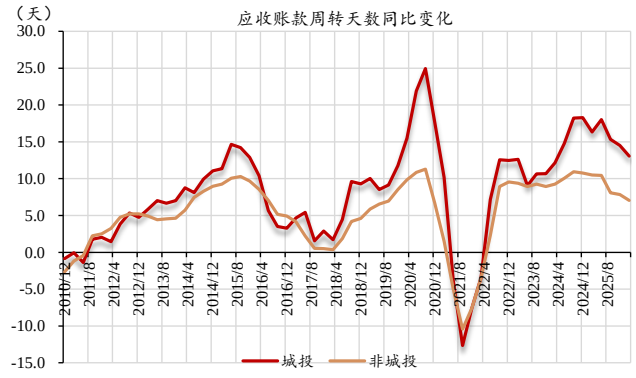
下载日志已记录，仅供内部参考

图 9：2025 年以来，中小微企业应收账款同比持续下降，规模越小、降幅越大



数据来源：iFinD，东方证券研究

图 10：清欠政策发力后，城投与非城投应收账款周转天数同步改善



数据来源：iFinD，东方证券研究

3.2 企业部门：结构性扩表

924 首先修复的是企业部门的融资条件和风险约束，而不是直接修复企业盈利；企业经营现金流的进一步改善，仍依赖于需求和价格周期。当前真正尚待验证的，是融资条件改善和经营现金流修复能否从少数高景气行业扩散至传统制造业，并最终转化为全行业范围的主动扩表。

924 对筹资现金流的影响更为直接，首先修复的是企业融资条件和风险约束，而非直接修复盈利。924 降准降息、提振资本市场政策降低融资成本和改善金融条件，企业筹资现金流同比见底回升（图 11），股债融资现金流同比增速回升快于偿债付息分红现金流（图 6）。

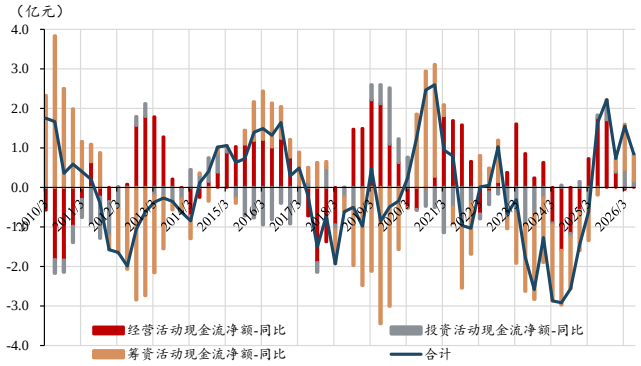
924 对经营现金流的影响相对间接，经营修复仍主要取决于需求和价格周期。924 之后企业销售现金流有所改善是反内卷、出口需求、AI 产业周期、价格冲击多个周期因素共同作用的结果。**需要注意的是，销售现金流的改善尚未完全转化为企业回款效率的改善。**从上市公司数据来看，924 之后企业应收账款周转天数并未同步下降，反而有所上升，这意味着企业回款能力未全面改善。

当前企业盈利和资本开支的改善仍有较高行业集中度，已进入扩表阶段的行业（三类现金流转正）包括有色金属、电子、计算机、汽车、交通运输、商贸零售、社会服务，对应 AI 产业周期、出海和服务消费主线，其他行业仍在修复或缩表时期。融资条件和经营现金流的改善能否从少数高景气行业扩散，并转化为资本开支扩张、经营现金流持续增强，是判断企业部门是否真正走出缩表周期的关键。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 11：2024 年 Q4 企业筹资和经营活动现金流同比增量见底回升



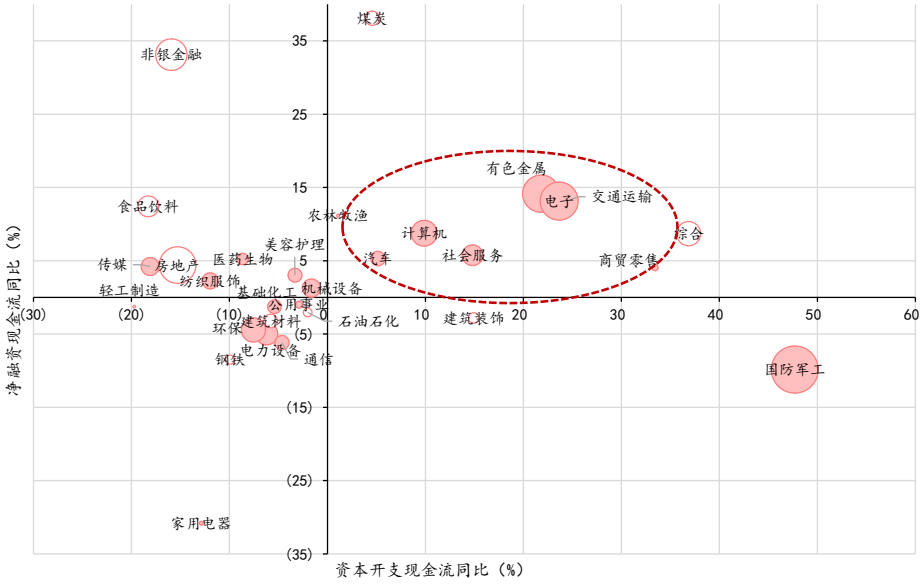
数据来源：Wind，东方证券研究

图 12：2024 年以来上市公司应收账款周转天数有所上升



数据来源：Wind，东方证券研究

图 13：已进入扩表阶段：有色、电子、计算机、汽车、交通运输、商贸零售、社会服务



数据来源：Wind，东方证券研究。注：气泡大小为销售劳务现金流同比。销售劳务、资本开支和净融资现金流同比均为近 2 季度均值，若>0，部分说明在持续扩张。

3.3 居民部门：修复初现曙光

居民部门资产负债表正从快速缩表向边际企稳阶段过渡。修复的早期信号已经出现，但全面修复仍有赖于房地产估值的企稳。

从资产端看，地产估值拖累减轻，权益资产财富效应弥补，居民净资产触底回升。根据此前报告《修复“两张表”：提高居民消费率的关键路径》所建立的框架，Δ 净资产≈Δ 资产估值+金融投资+非金融投资-债务资金流入。我们将居民房地产和股票资产的存量变化拆解为估值变化和当期资产净流入，分别对应资产价格和居民配置行为。由此可以拆解，中国居民部门净资产变化在 2024 年 Q3 后触底回升主要有三股力量：一是，房地产价格降幅收窄，当期估值损失减少；二是，权益类

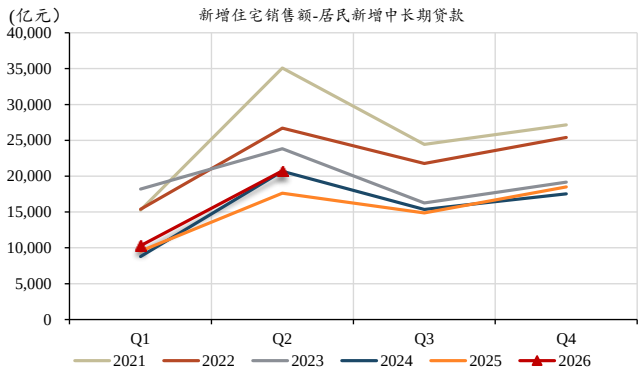
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

资产估值得益于 924 之后股票价格上涨，弥补地产的拖累；三是，资产财富效应改善后，居民风险偏好回升，从此前“超额存款”转向常态化配置风险资产。

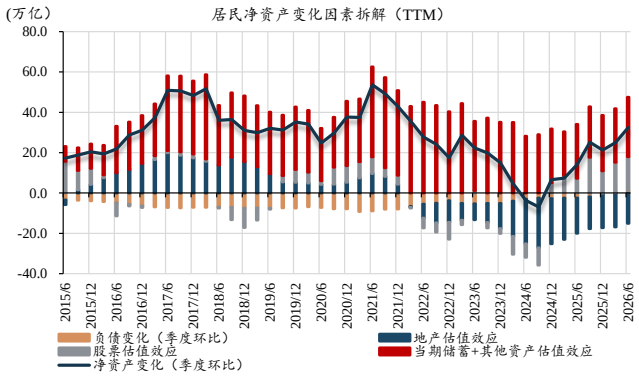
从行为端看，居民部门资产负债表修复出现早期信号，不加杠杆的购房支出企稳。居民购房支出一部分来源储蓄资金，另一部分来源新增住房贷款。2021 年以来，随着房地产市场调整，居民新增中长贷收缩快于新增住宅销售。2024 年 Q3 以来，尽管居民中长贷依然收缩，但与住宅销售额的差距企稳，这意味着居民更多使用储蓄资金购房，也即不加杠杆的购房支出不再持续收缩，资产负债表由快速缩表向边际企稳过渡。

图 14：新增住宅销售额-居民新增中长期贷款企稳



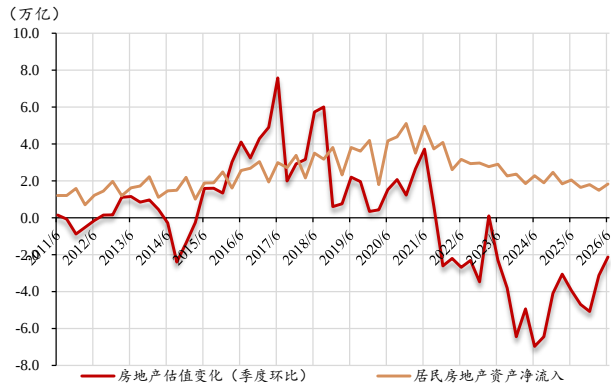
数据来源：Wind，东方证券研究

图 15：居民净资产变化在 2024 年 Q3 触底，股票和地产估值效应回升



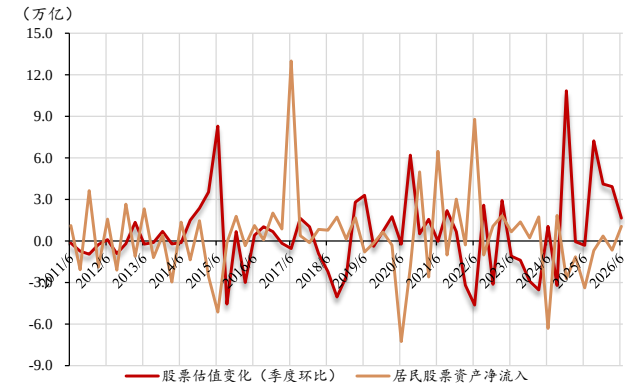
数据来源：Wind，东方证券研究

图 16：地产估值拖累减轻，居民地产资产净流入有企稳迹象



数据来源：Wind，东方证券研究

图 17：随股价上涨，居民股票资产净流入持续增加



数据来源：Wind，东方证券研究

四、下一阶段：从防缩表到促扩表

站在两周年节点，经济运行的主要矛盾已经从资产负债表收缩逐步转向修复能否持续、扩表能否扩散。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

展望下一阶段，政府部门化债政策预计仍将“打补丁”，地方“开源”待破题。因存量债务约束尚未完全解除，土地财政在住房销售制度改革后或进一步承压，地方财政修复不能仅靠债务置换，更需要“开源”，未来地方财源重塑的重点可能在于消费税下划、地方附加税改革及新业态税收征管。

企业能否由结构性扩表走向更广泛的扩表，关键在涨价能否扩散、利润能否传导。企业部门已走出最差的偿债优先阶段，但扩表仍高度结构化。下一阶段关键在于涨价、盈利能否进一步转化为居民就业收入改善和更广泛的行业资本开支回升。

居民部门修复初现曙光，但全面修复仍取决于地产企稳、收入预期和权益财富效应的接续。居民部门已由快速缩表转入边际企稳，但距离重新加杠杆扩表仍有距离。对于居民部门而言，地产企稳、收入预期和权益财富效应仍是关键。

风险提示

1、地产修复不及预期：可能导致居民资产负债表修复进程反复，消费和内需恢复慢于预期；

2、化债及清欠政策落地不及预期：化债与清欠推进不及预期，叠加土地出让收入继续大幅下滑，地方财政支出与企业回款改善斜率放缓；

3、企业盈利与价格传导不及预期：企业盈利和资本开支改善难以从高景气行业扩散，结构扩表无法升级为有效扩表；

4、资本市场波动加大，居民财富效应对冲地产拖累的效果减弱。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。