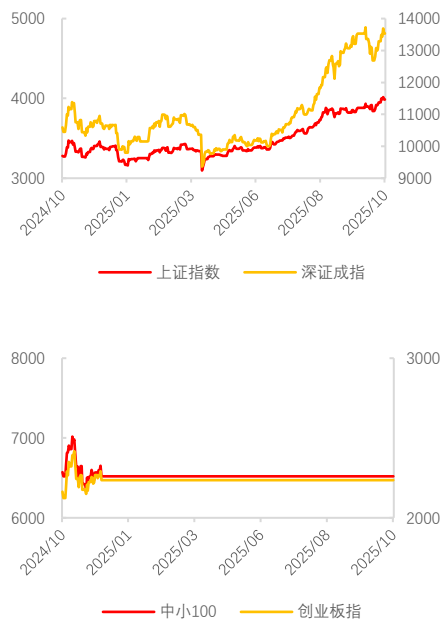


大盘指数



资料来源：聚源，中邮证券研究所

研究所

分析师：黄子莹
SAC 登记编号：S1340523090002
Email: huangziyin@cnpsec.com

近期研究报告

《以时间换空间》 - 2025. 09. 30

策略观点

定价权在谁手：存款搬家和托宾的Q

● 投资要点

关于存款搬家的与困惑。按照“居民存款搬家”进行推导，可以得到“流动性宽松 → 利率下降 → 存款、理财收益降低 → 居民寻求更高收益资产 → 资金流入股市”的资金转移路径。显然“居民存款搬家”的本质是居民将资产从低风险的储蓄存款转向高风险的权益资产，这种资产转移的更应该发生在牛市主升浪的中后期，并且存款搬家的动作也应该随着牛市发展更加而不是触发一轮牛市的扳机。

企业资本更有可能是触发牛市的流动性扳机。实业资本在投资回报率降低乃至无利可图的情况下为了追求更高的投资回报或将停止扩大再生产，转而进入股市去寻求更高的投资回报。对比居民部门资金和产业部门资金，居民部门资金进行资产配置的底层需求是财富增值，在追求收益率的同时也非常看重风险回避，从行为特征上来看更像是趋势的跟随者；而产业部门资金更多由资本逐利的本性驱动，对风险的承受能力更强，更有可能在投资回报率底下的宏观环境中主动求变成为A股的边际流动性增量扣动牛市的扳机。

可以构建一个新的二元流动性框架，在传统框架往往更多考虑居民储蓄对权益市场的基础上也将企业部门的资金行为纳入其中。**于是可以把A股由流动性触发的牛市划分为3个阶段：**

①点火期（企业资本逐利主导）：经济下行 → 政策宽松 → 实业ROIC下降 → 企业资本面临“资产荒” → 资本脱实向虚外溢至股市。

②加速期（居民储蓄搬家主导）：企业资本入市推升市场 → 产生赚钱效应 → 吸引居民资金通过基金、直接开户等方式入市。

③泡沫与转折：两类资金形成正反馈，催生牛市。但当金融监管收紧去杠杆去化或估值泡沫化企业资本撤离时，企业资本率先撤离，正反馈逆转。

资金定价权如何影响市场偏好？在公募类机构资金获得市场定价权后，中小盘股占优的格局会向权重股占优做切换，而风格方面并不能见到高低切的发生，定价权的切换并不能改变市场的交易主线。

行情生命周期如何终结？领先的退出信号是什么？①A股上市公司减持速度加快，即A股市场内既有企业资本的率先撤离可以视为一个阶段性调整的信号；②究竟是调整还是牛市结束，更多还是取决于居民端能否继续提供增量资金。

怎么预测居民的资产配置行为？房地产市场转冷是2021年居民资产配置行为转向的重要背景。在房价下跌的居民资产负债表衰退过程中，居民的资产净值减少，而居民部门处于预防风险和提前偿还贷款等需求，将被迫增加存款在整个资产配置中的比重，直到资产净值重新回到恰当水平。

居民并未开始大规模地存款搬家入市行为。在融资盘、主动偏股型公募和ETF的微观结构上，居民资金在本轮牛市中的参与力度是较弱的，居民存款搬家流入股市的叙事逻辑或许在事实上并不成立。在本文的二元流动性框架下，当前是由企业资本主导的第一阶段的尾声，居民向股市大规模的存款搬家行为尚未发生。

未来看得到居民存款搬家动作吗？目前仍在“房产-房贷”价值缺口扩大的时期，因此认为在政策不出现重大转向的前提下，居民仍然会保持极高的储蓄倾向，并不看好会发生大规模的存款搬家。

没有存款搬家的A股将如何演绎后续行情？在缺乏大规模存款搬家的情况下，A股指数层面向上空间不大，更多关注结构性机会。有两种思路可以选择，一是跟踪产业边际变化进行偏向于择时的交易，二是寻找潜在发酵方向。由于当下是“十四五”收束和“十五五”开篇的特殊时期，认为第二条思路的可操作性更强一些。在“十五五”规划建议所提及的新兴和未来产业中，商业航天和低空经济相对A股整体表现较差，更有可能成为下一步轮动的方向。

● **风险提示：**

统计存在误差、市场学习效应等。

目录

1 从存款搬家的传统叙事到二元流动性框架	5
1.1 关于存款搬家的共识与困惑	5
1.2 企业资本更有可能是触发牛市的流动性扳机	7
2 牛市中的定价权转移与行情生命周期	10
2.1 资金定价权如何影响市场偏好?	10
2.2 行情生命周期如何终结? 领先的退出信号是什么?	13
2.3 怎么预测居民的资产配置行为?	15
3 居民存款搬家的现状和 A 股行情推演	17
3.1 居民并未开始大规模的存款搬家入市行为	17
3.2 未来看得到居民存款搬家动作吗?	19
3.3 没有存款搬家的 A 股将如何演绎后续行情?	20
4 风险提示	22

图表目录

图表 1: 万得全 A 指数与储蓄存款同比增速	6
图表 2: 万得全 A 指数与净存款同比增速	6
图表 3: 偏股型公募基金发行份额(亿)	6
图表 4: 偏股型公募基金发行份额/净存款(%)	6
图表 5: PPI 与工业企业利润同比(%)	7
图表 6: 未来收入信心指数与人均可支配收入(%)	7
图表 7: 居民与非金融企业新增存款(亿元)	8
图表 8: 企事业单位贷款分类(亿元)	9
图表 9: 固定资产投资完成额分类(%)	10
图表 10: 部分主要股指表现(2014-2015)	11
图表 11: 部分主要股指表现(2019-2021)	11
图表 12: 偏股型公募成立数(个)及发行份额(亿)	12
图表 13: 陆股通累计净买入(亿元)与成交占比(%)	12
图表 14: 偏股型公募成立数(个)及发行份额(亿)	12
图表 15: 偏股型公募发行份额与居民净存款之比(%)	12
图表 16: 风格指数表现(2014-2015)	13
图表 17: 风格指数表现(2019-2021)	13
图表 18: 重要股东期望减持金额(亿元)与万得全 A 指数	14
图表 19: 新增拟减持金额(亿元)与万得全 A 指数	15
图表 20: 完成拟减持金额(亿元)与万得全 A 指数	15
图表 21: 偏股型公募发行份额(亿)与净存款比(%)	16
图表 22: 融资余额(亿元)与万得全 A 指数	16
图表 23: 70 个大中城市房屋销售价格指数环比(%)	16
图表 24: 商品房销售面积与销售额月环比(万平方米)	16
图表 25: 居民资产负债表调整示意图	17
图表 26: 2019 与 2021 年牛市万得全 A 指数	18
图表 27: 2019 与 2021 年牛市融资余额	18
图表 28: 偏股型公募新增发行额与 A 股总市值之比(%)	18
图表 29: 存量主动偏股基金的赎回份额(亿)	18
图表 30: ETF 个人与机构累计净买入(亿元)	19
图表 31: 70 个大中城市房屋销售价格指数与个人住房贷款余额	20
图表 32: “十五五”规划建议新兴和未来产业表现	21

1 从存款搬家的传统叙事到二元流动性框架

1.1 关于存款搬家的共识与困惑

一直以来流动性都是 A 股策略研究中相当重要的一环，但在既有研究框架中对流动性影响 A 股的作用机制一般都简单线性地视为利好，即宽松的流动性环境能够提振 A 股表现。或许在 A 股早期确实存在这样朴素的反应关系，但就目前更为复杂多变的 A 股市场而言，对“流动性牛市”的理解需要更进一层。

在“流动性牛市”中，最为典型的理论是“居民存款搬家”，认为居民进行资产再配置的行为可以作为流动性牛市的扳机。如果单纯看居民存款和 A 股之间的关系，如图 1 所示确实存在着微弱的负相关性。但显然无法简单根据居民新增存款的变动来进行 A 股投资，在 2014 和 2024 年两次居民新增存款负增长后虽然都出现了牛市，但也有陷入熊市的 2017-2018 年和有盛转衰的 2021 年下半年。再

有 2014 和 2024 年从居民新增存款增速转负到牛市启动之间经过了漫长的蛰伏期，这和当下行情启动领先于居民新增存款增速转负的情形也差异颇大。

按照“居民存款搬家”进行推导，可以得到“流动性宽松 → 利率下降 → 存款、理财收益降低 → 居民寻求更高收益资产 → 资金流入股市”的资金转移路径。显然“居民存款搬家”的本质是居民将资产从低风险的储蓄存款转向高风险的权益资产，这种资产转移的更应该发生在牛市主升浪的中后期，并且存款搬家的动作也应该随着牛市发展更加而不是触发一轮牛市的扳机。于是可以从单纯的“存款—A 股”视角扩展开去，从居民风险承受能力的角度去思考居民资产配置，以居民储蓄存款与住户贷款为居民净存款，如图 2 所示为居民净存款与万得全 A 指数之间有着更为明显的负相关性，尤其是在 2021 年后由居民新增贷款减少导致的净存款大幅增长更好地刻画出了当时居民资产负债表萎缩对 A 股带来的压力。此处颇为有趣的是虽然居民净存款增速和万得全 A 指数走势在长时间维度上存在着负相关性，但聚焦 2014、2019 和 2024 年三次牛市启动时，我国居民净存款增速反而处在快速上升或持续高位的状态。由此不免令人怀疑居民存款搬家真的是触发牛市的扳机吗？

图表1：万得全A指数与储蓄存款同比增速



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表2：万得全A指数与净存款同比增速



资料来源：Wind，中邮证券研究所

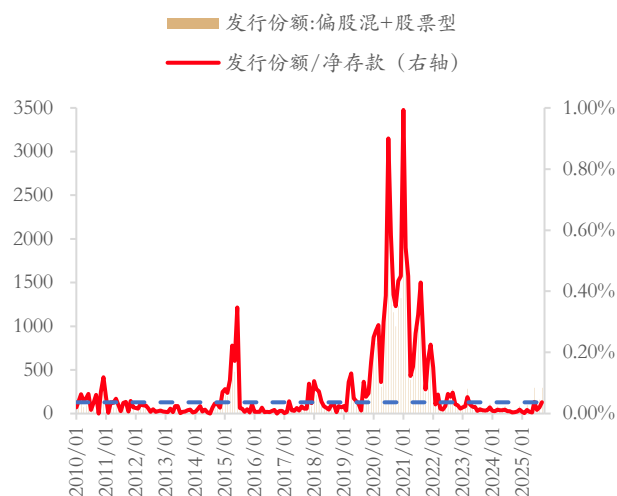
从公募基金发行规模来看，居民资金的时间点明显要晚于牛市启动，有着越涨越买的特性。公募基金的发行可以从侧面反应居民入市的热情，如图3所示为偏股混合型和股票型基金月度发行份额和万得全A指数的对应关系，可见偏股型公募基金发行份额在市場上涨后才会进入发行高峰期，居民入市更倾向于买涨不买跌，居民入市更倾向于是助推牛市走向高潮的催化剂，而非点燃牛市的扳机。以偏股型公募基金发行份额与净存款之比来衡量居民入市的热度，当前该比例为0.10%，为2010年以来的75.2分位数，和历次牛市主升浪初期的水平相当。

图表3：偏股型公募基金发行份额(亿)



资料来源：Wind，中邮证券研究所

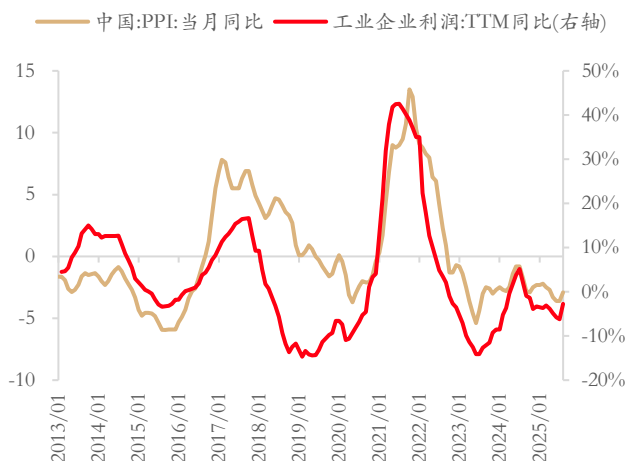
图表4：偏股型公募基金发行份额/净存款(%)



资料来源：Wind，中邮证券研究所

居民存款搬家触发牛市在逻辑上也存在较大缺陷。A 股的牛市往往发生在经济增速放缓时，如图 5 所示 2014、2019 和 2024 年牛市启动前国内均处在 PPI 和工业企业利润长期为负的通缩和工业部门承压环境。并且这种压力也传导了居民的收入端，如图 6 所示 2014 和 2024 年时储户调查问卷显示居民对未来收入信心萎靡，城镇居民人均可支配收入增速在 2014 年显著下滑而在 2024 年则也持续维持低增速。2019 年开始牛市也是在可支配收入增速长期下移的背景下展开的，更遑论期间还受到了新冠疫情影响。由此也就引出了居民存款搬家触发牛市最大的矛盾点，居民在经济下行且预期收入减少的宏观背景下为什么要选择进行存款搬家去承受更高的风险呢？

图表5： PPI 与工业企业利润同比(%)



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表6：未来收入信心指数与人均可支配收入(%)



资料来源：Wind，中邮证券研究所

1.2 企业资本更有可能是触发牛市的流动性扳机

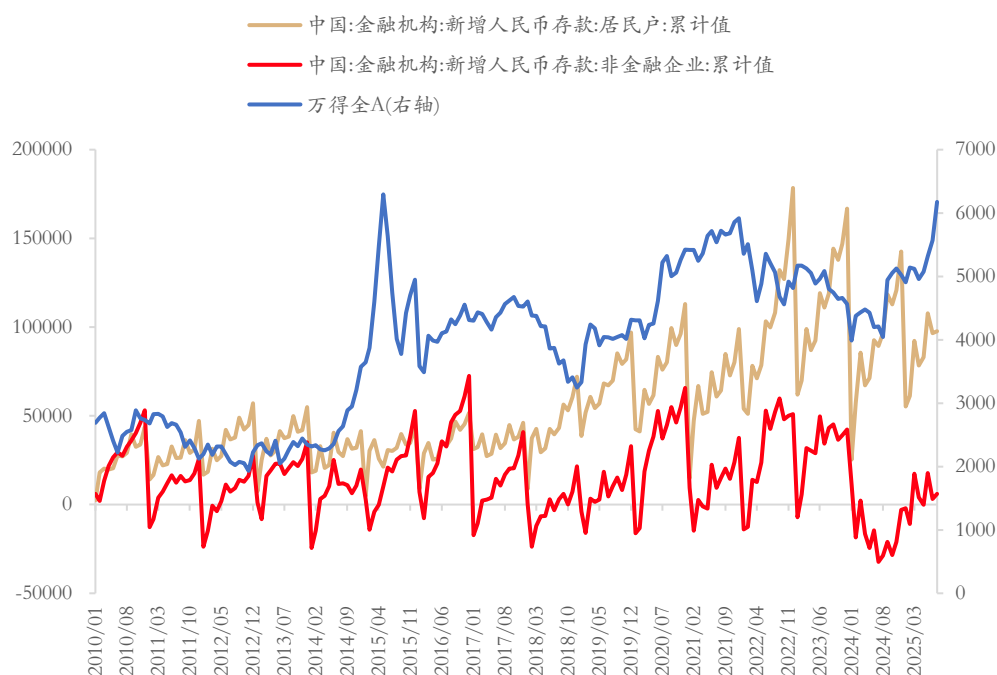
在此提出一个新的视角：真正触发 A 股牛市的流动性扳机更多来自实业资本，而非居民储蓄。在初级宏观中托宾 Q（公司的市场价值/资产重置成本）被用来衡量实体经济和虚拟经济之间的性价比，托宾 Q 大于 1 时，企业为新增投资更有经济性，企业会倾向于收购而非投资。回到 A 股上，实业资本在投资回报率降低乃至无利可图的情况下为了追求更高的投资回报或将停止扩大再生产，转而进入股市去寻求更高的投资回报。

对比居民部门资金和产业部门资金，居民部门资金进行资产配置的底层需求是财富增值，在追求收益率的同时也非常看重风险回避，从行为特征上来看更像

是趋势的跟随者；而产业部门资金更多由资本逐利的本性驱动，对风险的承受能力更强，更有可能在投资回报率底下的宏观环境中主动求变成为 A 股的边际流动性增量扣动牛市的扳机。

当然以上局限于逻辑推导的范畴，还需给出更多实证上的证据。如图 7 所示，在 2014 年 6 月、2019 年 2 月和 2024 年 9 月的牛市开始之前均可发现非金融企业新增人民币存款的明年低增，企业部门的新增存款异动要较居民部门明显许多，尤其是 2024 年在 9.24 行情启动之前非金融企业的新增存款反常地持续负增。这暗示着相比居民部门存款，企业部门存款的异常变动或许和触发牛市之间的联系更为紧密。

图表7：居民与非金融企业新增存款（亿元）



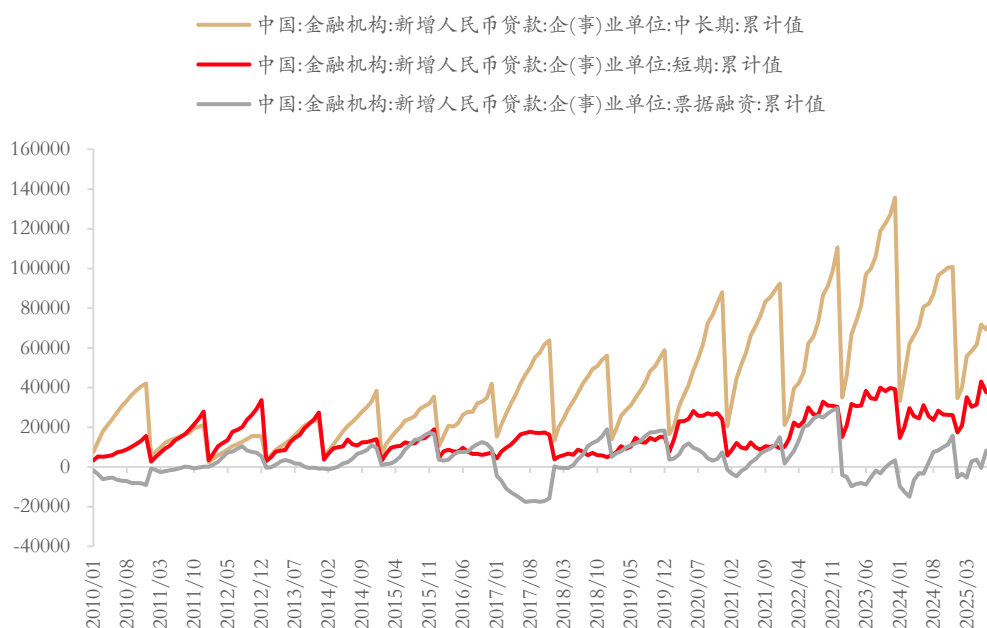
资料来源：Wind，中邮证券研究所

再将目光投向宏观背景，想要完成“企业存款搬家”的逻辑闭环需要至少观察到两个节点：①企业资本转移的动力，即企业部门收益率下降、②企业资本的去向。其中①已在上文中通过工业企业利润和 PPI 两个宏观指标得以证实，现在将注意力集中到企业资本的动向上去。由于企业资本入市渠道以信托、私募基金、专项计划等为主，无法细化跟踪其进入 A 股的具体情况，在此选择反证的方式。

如图 8 所示，在 2014、2019 和 2024 企业存款低增的同时，企业融资端有 3 个特点：①已经或正在经历一个企业中长贷高增周期；②企业短期贷款正在经历

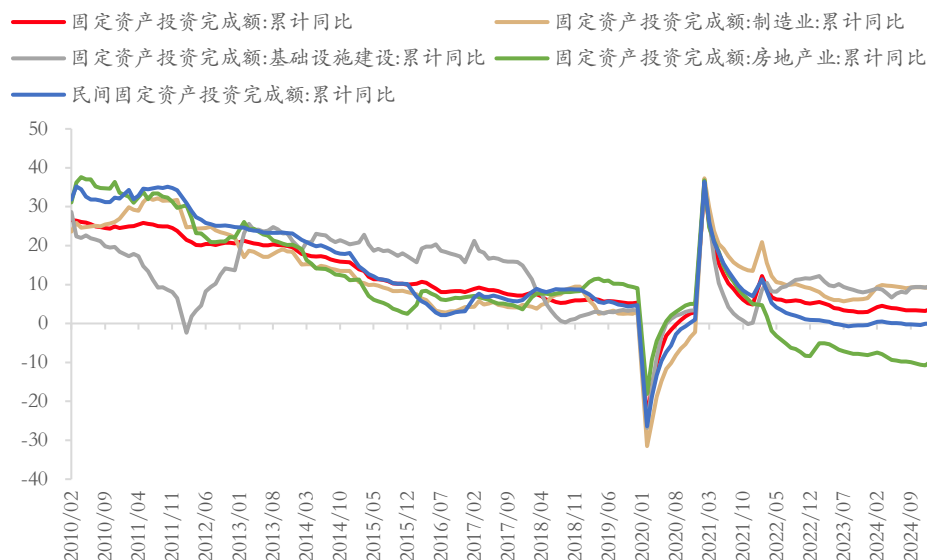
下行；③企业票据融资正在经历冲高。由于企业部门没有储蓄和消费需求，其存款去向只有投资与偿还贷款，融资端的特点指向“金融扩张与实体收缩”的矛盾搭配。其内在逻辑在于，中长期贷款的高增主要用于债务滚动而非资本开支，短期贷款的主动少增印证了实体需求的疲弱，而票据融资的冲高则成为资金脱实向虚、进行金融套利的典型通道。三者共同作用，导致企业部门新增的资金在银行体系内快速流转，却难以沉淀为实体存款，最终形成了“企业存款搬家”至金融资产的逻辑闭环。

图表8：企事业单位贷款分类（亿元）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

当然会有严谨的读者在此提出挑战，企业融资端的以上3个特点和企业存款少增也完全可以指向信贷发放后快速完成投资支出，未在企业存款账户上停留。但如图9所示，在2014、2019和2024三次牛市对应的是固投增速偏弱的宏观背景，这也就意味着企业存款的减少并不指向更多的投资支出。

图表9：固定资产投资完成额分类（%）


资料来源：Wind，中邮证券研究所

至此，可以构建一个新的二元流动性框架，在传统框架往往更多考虑居民储蓄对权益市场的基础上也将企业部门的资金行为纳入其中。于是可以把A股由流动性触发的牛市划分为3个阶段：

- ① 点火期（企业资本逐利主导）：经济下行 → 政策宽松 → 实业 ROIC 下降 → 企业资本面临“资产荒” → 资本脱实向虚外溢至股市。
- ② 加速期（居民储蓄搬家主导）：企业资本入市推升市场 → 产生赚钱效应 → 吸引居民资金通过基金、直接开户等方式入市。
- ③ 泡沫与转折：两类资金形成正反馈，催生牛市。但当金融监管收紧去杠杆去化或估值泡沫化企业资本撤离时，企业资本率先撤离，正反馈逆转。

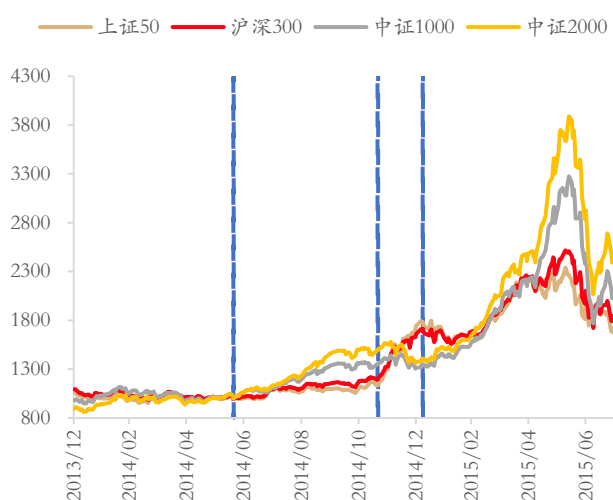
2 牛市中的定价权转移与行情生命周期

在构建新的二元流动性框架之后，还有两项工作需要完成：一是界定资金定价权发生转移后市场偏好是否也会随之转移；二是寻找行情结束的原因做好退出路径的规划。

2.1 资金定价权如何影响市场偏好？

在此主要考虑三方面资金的角力：①风险偏好高的企业资本、②更注重基本面投资的机构投资者、③依靠融资和场外配资等杠杆进场的亢奋散户。并引入一个被市场广泛接受的资金行为特征假设：以公募为代表的机构投资者对上证 50 和沪深 300 成分这样的权重股有更强的定价权，而企业资本和散户在中证 1000 和中证 2000 这样的偏小市值个股中更为活跃。如图 10-11 所示，在 2014-2015 年和 2019-2021 年的牛市中均出现了相似的强弱切换，这背后或许是不同性质资金主导定价权时资金偏好的具体体现。

图表10： 部分主要股指表现（2014-2015）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

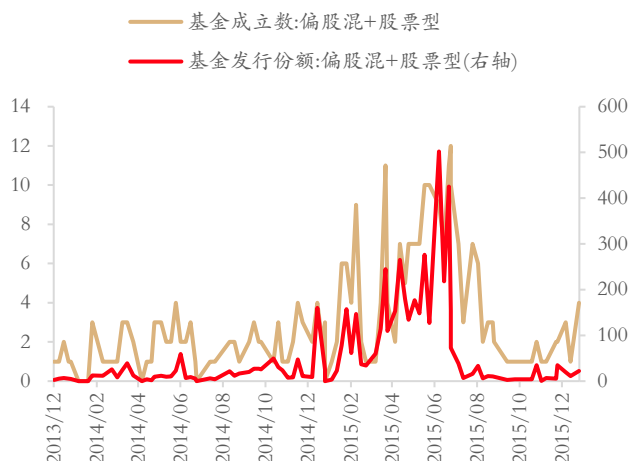
图表11： 部分主要股指表现（2019-2021）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

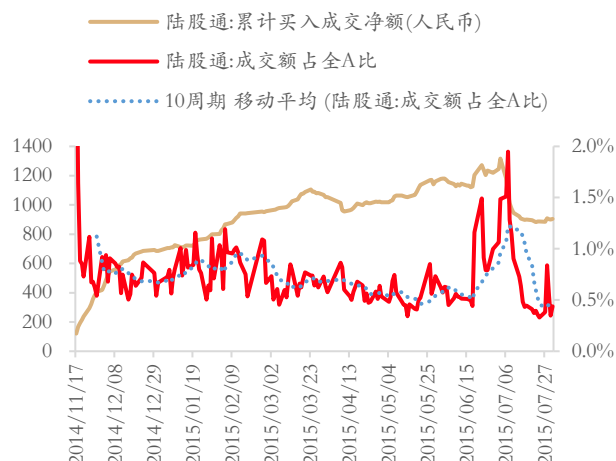
2014 年 11 月底至 2015 年 1 月初的这次高低切背后就是边际增量资金夺取定价权带来的。虽然如图 12 所示偏股型基金的成立数量和规模在当时不足抢夺 A 股定价权，但在 2014 年 11 月 17 日启动的沪股通成为了一个契机，在北向资金集中进入 A 股的窗口期中定价权被机构类资金抓在手中完成了这次高低切，而随着北向资金流入规模减缓和场外配资推动 A 股成交额再上台阶，市场定价权也再次转移。

图表12： 偏股型公募成立数（个）及发行份额（亿）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

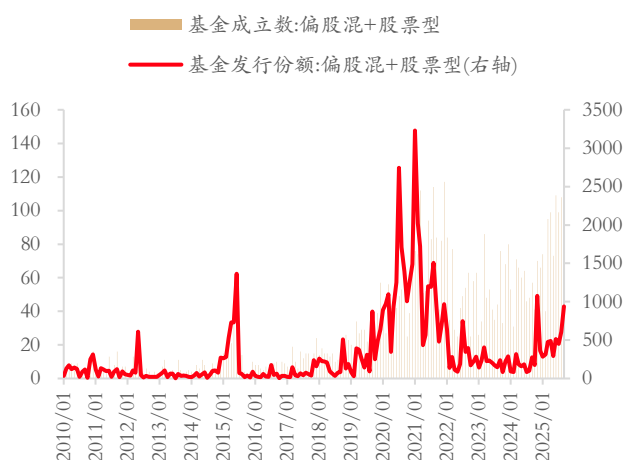
图表13： 陆股通累计净买入（亿元）与成交占比（%）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

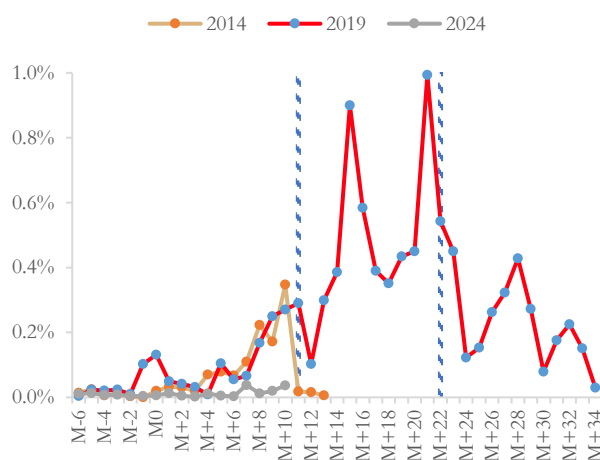
2019 年开始的牛市周期中大小市值风格高低切的动力更多来自内资机构。在 2019-2021 年的牛市周期中，权重指数在 2020 年 3 月至 2021 年 2 月的时间窗口中表现要更好，而这也是历史上居民借公募基金入市强度最大的阶段。如图 4 所示，在 2020 年下半年偏股类型的公募基金发行份额达到了远高于其他阶段的高峰。同时图 15 所示的偏股型公募发行份额与居民净存款之比也远超 2014-2015 年牛市高峰，以 2019 年 2 月为 M0，对应的权重股占优时间为 M11-M22，这和居民“存款—公募基金”配置转移最强的时间段是恰好吻合的。至此，权重指和中小盘指之间的强弱切换显然是受机构资金（公募基金或采用类似投资方法论的北向资金等）入市强度左右的。

图表14： 偏股型公募成立数（个）及发行份额（亿）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

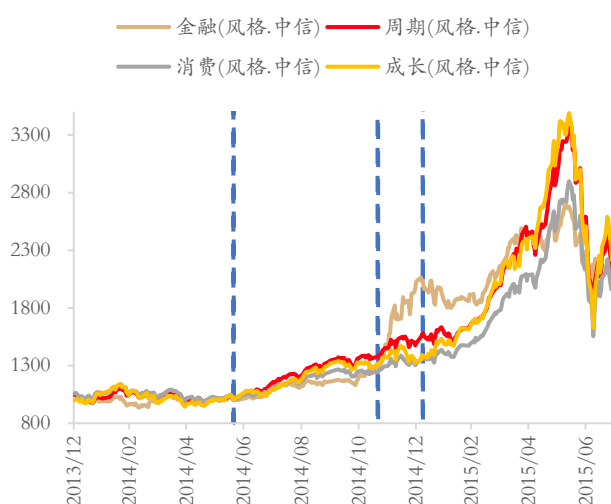
图表15： 偏股型公募发行份额与居民净存款之比（%）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

而在风格方面，定价权的变动并没有导致风格高低切的发生。如图 16-17 所示为 2014-2015 年和 2019-2021 年两次牛市期间各风格之间的相对强弱关系，仅有 2014 年 10 月在北向资金涌入时出现了金融风格的相对大幅走强，同期的其他风格强弱变化并没有发生改变。在 2019-2021 年时间跨度更长的牛市周期中，随着公募基金逐渐掌握定价权，市场依然呈现消费和成长占优的风格特征，并且在公募定价能力最强的 2020 年 3 月-2021 年 2 月中，消费和成长风格的相对优势进一步扩大，并没有出现风格之间的高低切。

图表16： 风格指数表现（2014-2015）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表17： 风格指数表现（2019-2021）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

综上所述，在公募类机构资金获得市场定价权后，中小盘股占优的格局会向权重股占优做切换，而风格方面并不能见到高低切的发生，定价权的切换并不能改变市场的交易主线。

2.2 行情生命周期如何终结？领先的退出信号是什么？

A 股 2014-2015 年和 2019-2021 年两次大牛市的行情终结和流动性也有着密切联系。其中 2014-2015 年严查场外配资和杠杆资金收紧的故事已经广为人知，并且也带有明显的时代特征，对于当下而言参考意义不大，因此也不就 2014-2015 年牛市结束的流动性特征展开讨论，将笔墨集中到 2019-2021 年上去。

从宏观层面来看，居民净存款增速和 A 股走势确实存在着较强的相关性，但这对于判断离场时机是没有多大意义的，净存款数据是月度的慢变量，当净存款

减少的趋势得以印证时市场或早已开始调整，净存款与股市的关系在判断趋势时更有意义，而不是确定拐点。

既然本篇报告是在探究流动性牛市中的定价权转移问题，当然是更希望能找到一些直接肯定的边际变化。在此前提出的流动性牛市 3 阶段框架中，认为企业资本脱实向虚在流动性触发的牛市开始阶段扮演了相当重要的角色，那么其在牛市结束的尾声中是否也发挥了作用呢？虽然无法最终之前假设中进入股市的企业资本的动向，但上市公司股东的增减持行为提供了一个观察反向托宾 Q 的视角，即原始在股市中的企业资本对于未来持股性价比的判断。

如图 18 所示，以重要股东公布减持预案当日的股价与拟减持上限的乘积为重要股东期望的减持金额，这可以用以刻画企业资本视角下的 A 股性价比。在 A 股快速上涨时重要股东的拟减持预案也会跟随增加，不过单纯重要股东期望减持金额的增长并不会指向 A 股牛市的终结，毕竟这一指标的增长仅意味着企业资本的减持意愿，还没有到企业资本实施减持退出的阶段。在 2019-2021 年的 A 股牛市中，两次明显的重要股东期望减持金额下行反而是市场调整的先行信号。

图表18：重要股东期望减持金额（亿元）与万得全 A 指数

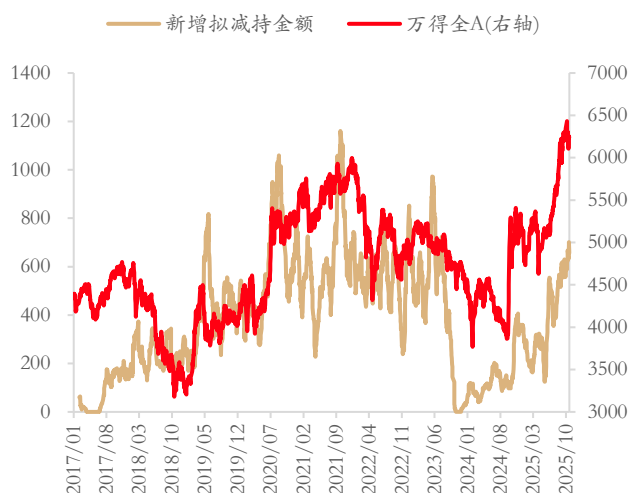


资料来源：Wind，中邮证券研究所

上市公司重要股东集中减持会触发 A 股短期调整。再进一步，如图 19-20 所示，在上文所述的两个和 A 股下跌同步的重要股东期望减持金额下行期主要是由重要股东减持进度加快导致的。在 2021 年 2 月和 12 月的 A 股调整期间都能观测

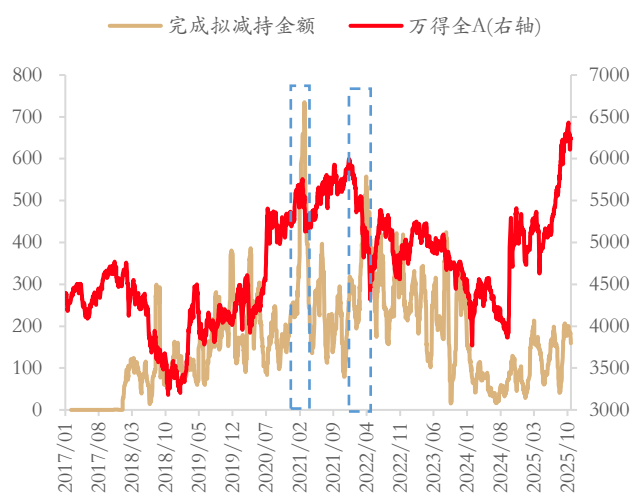
到重要股东完成减持动作的加快。2021 年 2 月的调整在后续得到修复，而 2021 年 12 月开始调整后则进入了趋势性的下跌行情，是短期调整还是趋势性下跌的差异可能更多源自 2021 年下半年居民净存款转向大幅高增，A 股缺乏新增资金作为支撑。

图表19： 新增拟减持金额（亿元）与万得全 A 指数



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表20： 完成拟减持金额（亿元）与万得全 A 指数



资料来源：Wind，中邮证券研究所

在此，可以对流动性视角下的行情结束机制和退出信号做出总结：①A 股上市公司减持速度加快，即 A 股市场内既有企业资本的率先撤离可以视为一个阶段性调整的信号；②究竟是调整还是牛市结束，更多还是取决于居民端能否继续提供增量资金。

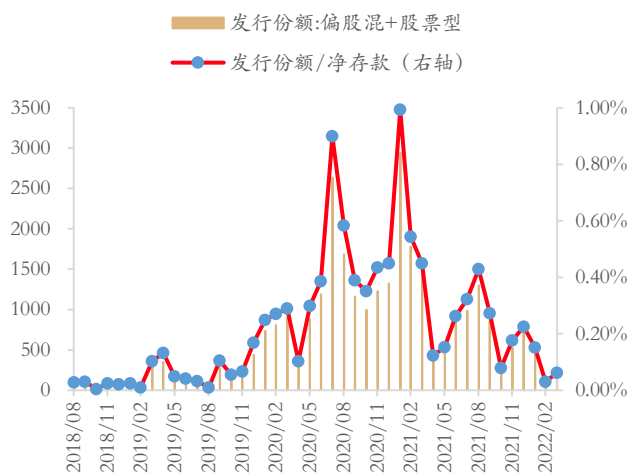
2.3 怎么预测居民的资产配置行为？

目前距离完成流动性视角下牛市终结条件判断还剩下最后一个问题有待解决：居民的存款搬家行为在何宏观条件下会迎来终结乃至逆转？在前文中已经提及股票型公募基金的发行份额占居民净存款的比重在 2021 年一季度后开始转弱，而如图 21 所示，至 2021 年 9 月后公募基金发行已经回落至 2020 年初的水平。同时也能注意到融资余额不再增长，如图 22 所示，在 2021 年 9 月中旬之后 A 股的融资余额就增长乏力，这之前持续性流入的态势是截然不同的。如果仅是偏股型公募的发行不顺还可以理解为居民参与股市的渠道发生变动，但同时融资余额

增速的停滞就值得去怀疑另一种可能性，是否是什么宏观环境上的变化导致居民存款搬家过程的中断？

图表21： 偏股型公募发行份额（亿）与净存款比（%）

图表22： 融资余额（亿元）与万得全 A 指数



资料来源：Wind，中邮证券研究所

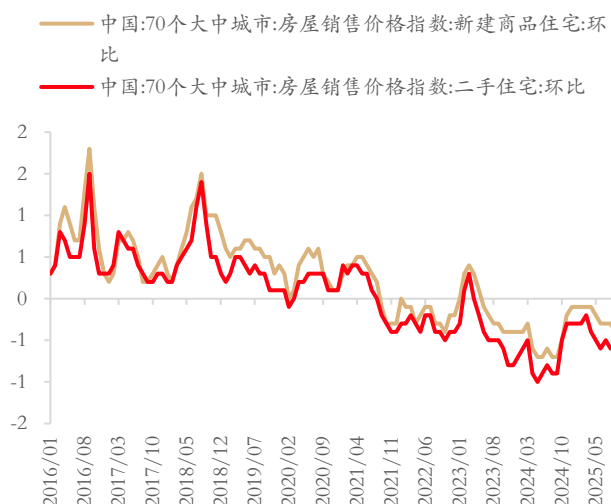


资料来源：Wind，中邮证券研究所

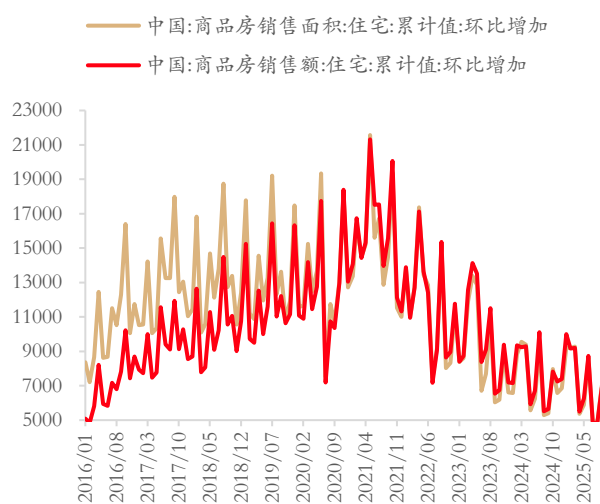
房地产市场转冷是当时居民资产配置行为转向的重要背景。如图 23 所示，在 2021 年 9 月开始我国 70 个大中城市的新建商品住宅和二手住宅价格指数都环比转负，开启了持续至今长达 5 年的房价下行周期。另有如图 24 所示，在成交价下行的同时住宅商品房的销售面积和销售额都快速萎缩，在 2021 年的四季度就已经能观察到月度数据的快速走低。

图表23： 70 个大中城市房屋销售价格指数环比（%）

图表24： 商品房销售面积与销售额月环比（万平方米）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

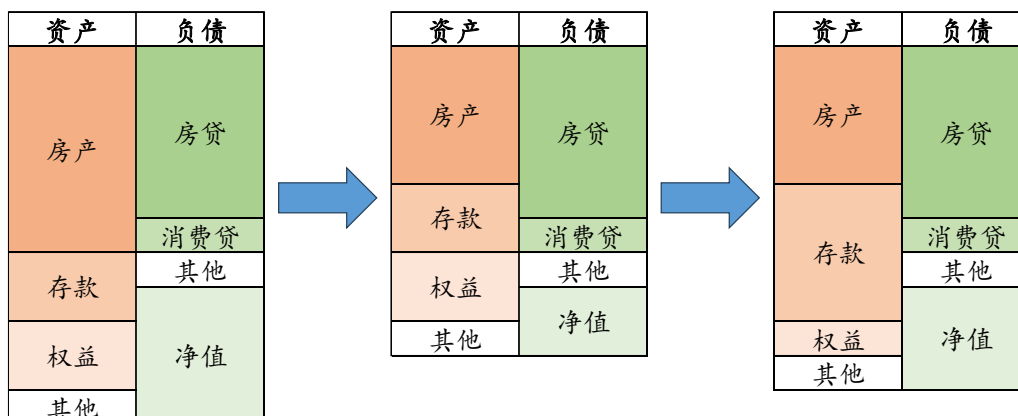


资料来源：Wind，中邮证券研究所

房市下行对 A 股市场的拖累主要通过居民资产负债表调整产生。如图 25 所示，在房价下跌的居民资产负债表衰退过程中，居民的资产净值减少，而居民部

门处于预防风险和提前偿还贷款等需求，将被迫增加存款在整个资产配置中的比重，直到资产净值重新回到恰当水平。

图表25：居民资产负债表调整示意图



资料来源：中邮证券研究所

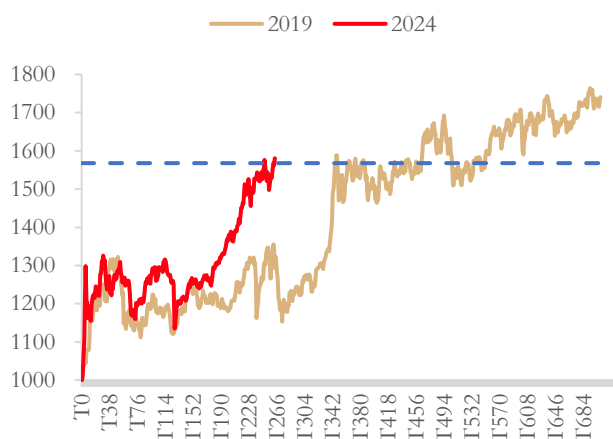
居民资产负债表修复是一个宏大且复杂的命题，在此就不讨论政策层面可能的修复手段，这不是本篇报告所要研究的范围。得到“居民资产负债表衰退对 2021 年牛市结束中起到了重要作用”这一结论对于本篇报告所要讨论的流动性和定价权问题已经足够了。

3 居民存款搬家的现状和 A 股行情推演

3.1 居民并未开始大规模的存款搬家入市行为

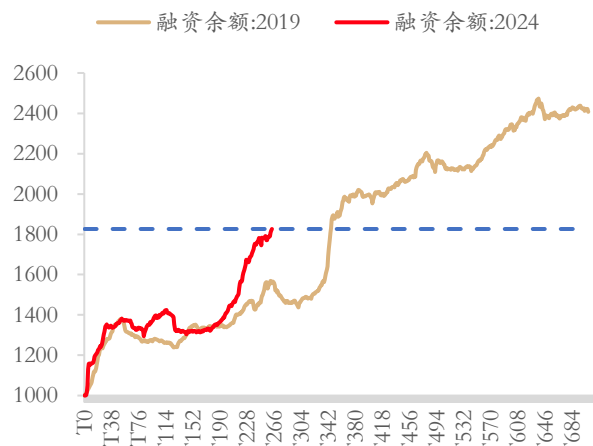
至此，已经完成了二元流动性框架的逻辑闭环，接下来把注意力转向对当下市场的判断中去。如果将 2025 年 6 月开始的行情视为是 2024 年 9.24 行情的延续，当下的重点显然是要判断居民存款搬家的现状和未来状态，毕竟如图 26 所示，当前市场的阶段性涨幅已经接近 2020 年 6 月的水平，后续进入了以居民存款搬家为资金来源由公募类机构主导的结构性慢牛行情。同时值得注意的是本次牛市中融资盘的参与力度相较 2019 年牛市要偏弱，如图 27 所示，经标准化后的融资余额增幅要弱于 2020 年 6 月水平，即本轮牛市可能以更小的居民参与力度达到了同样的涨幅。在二元流动性框架下，这就延申出当下一个颇为重要的判断问题：“假设当前是企业资本主导的一阶段的尾声，后续能顺利切换至居民存款搬家催生的二阶段吗？”

图表26： 2019 与 2021 年牛市万得全 A 指数



资料来源：Wind，中邮证券研究所

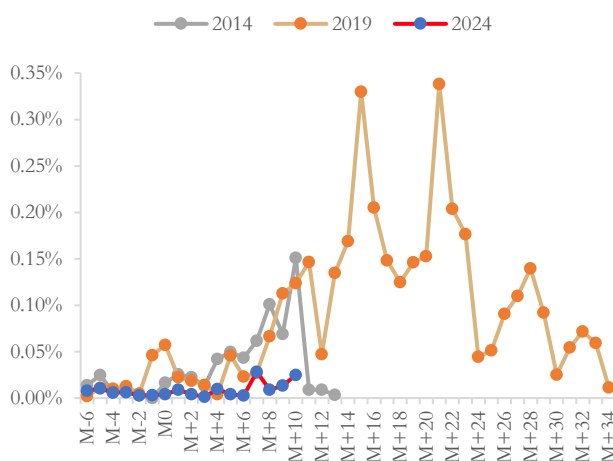
图表27： 2019 与 2021 年牛市融资余额



资料来源：Wind，中邮证券研究所

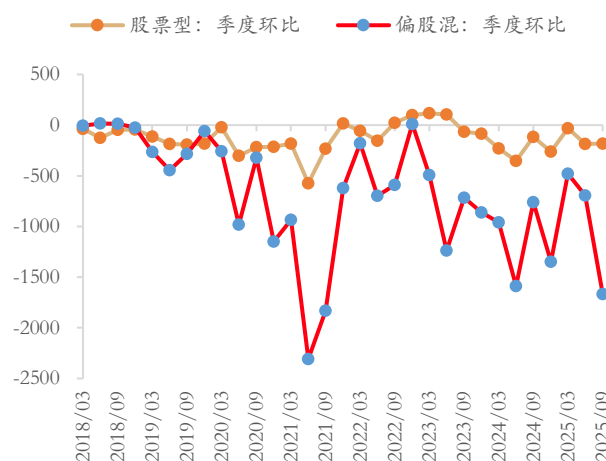
居民参与力度偏低还体现在主动偏股基金的遇冷上。如图 28 所示为 2014、2019 和 2024 年三轮牛市期间月度主动偏股基金（普通股票型+偏股混合型）的新增发行额与 A 股总市值之比，可见 2014 和 2019 年这一比值整体抬升的趋势非常接近，而 2024 年 9.24 行情启动至今这一比例明显低于过往两个牛市周期，说明居民通过认购新发主动偏股基金参与市场的力度偏弱。在新发基金规模偏低的同时，存量基金依然有明显的净赎回动作，如图 29 所示，在 2025 年三季度存量主动偏股基金的赎回动作明显加强，居民也没有通过存量基金入市。

图表28： 偏股型公募新增发行额与 A 股总市值之比（%）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表29： 存量主动偏股基金的赎回份额（亿）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

当然在目前市场环境下还需要考虑居民通过 ETF 积极入市的可能性，基金的个人投资者和机构投资者分别所持份额比例为基础进行估算，如图 30 所

示为估算所得的两种投资者净买入 ETF 的金额。本次牛市过程中居民并没有出现大幅净买入 ETF 的动作，居民累计净买入的增长斜率和 2018 年以来的历史均值大致相同，反而是机构资金出现了多次明显的大幅加仓行为。

图表30：ETF 个人与机构累计净买入（亿元）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

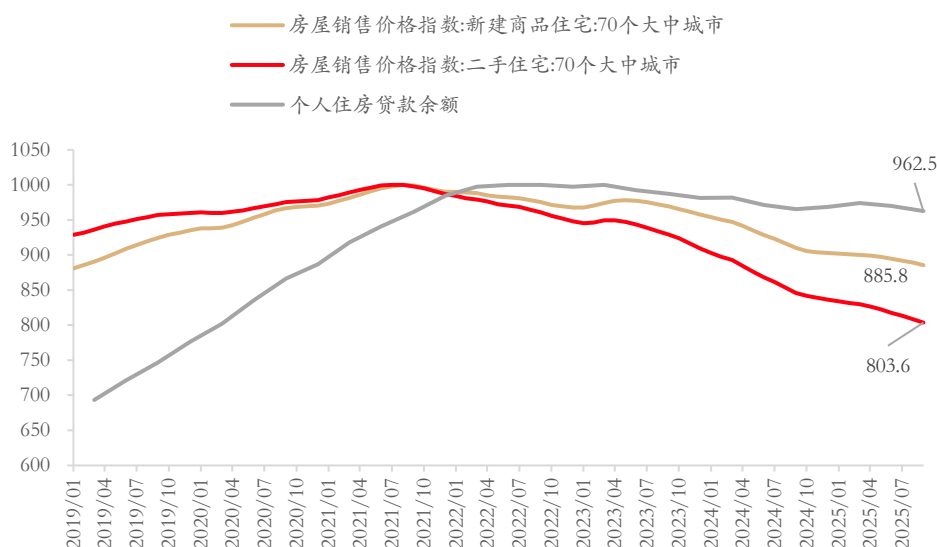
综上所述，在融资盘、主动偏股型公募和 ETF 的微观结构上，居民资金在本轮牛市中的参与力度是较弱的，居民存款搬家流入股市的叙事逻辑或许在事实上并不成立。在本文的二元流动性框架下，当前是由企业资本主导的第一阶段的尾声，居民向股市大规模的存款搬家行为尚未发生。

3.2 未来看得到居民存款搬家动作吗？

在当前时点，判断居民是否会有明显的存款搬家动作就显得尤为重要，这将决定未来一段时间的市场定价权在谁手中。在前文中已经讨论了资产负债表对股市流动性的影响机制，那么最简单的“房价回升→居民资产净值修复→存款搬家进入股市”逻辑路径就显而易见。但是这条路径严重依赖房价回升的强假设，在此不将其视作基准情形。

在房价不回升的假设下，居民净资产的回升就严重依赖储蓄行为，形成的超额存款一方面在资产项上给居民以安全感，另一方面也用于提前偿还贷款以减少负债压力。在此种情形下拐点的形成不一定依赖于资产端的存款是否足够，更有可能是取决于房产和房贷在居民资产负债表上的再平衡。如图 31 所示，目前个人住房贷款较高点下降了约 3%，而新房和二手房的价格指数较高点下降了约 11.5%和 20%。如果将价格下跌的幅度视作房产减值幅度，那么目前仍在“房产-房贷”价值缺口扩大的时期，因此认为在政策不出现重大转向的前提下，居民仍然会保持极高的储蓄倾向，并不看好会发生大规模的存款搬家。

图表31：70 个大中城市房屋销售价格指数与个人住房贷款余额



资料来源：Wind，中邮证券研究所。注：以最高点进行标准化

此处还有一种可能性需要做提示，如果决策层将提升资本市场的财产性收入放到一个比较高的位置，那么通过有形的手增加居民资产负债表中的权益项也同样可以增加居民的资产净值。通过有形的手拉高权益项改善资产净值后，相应地可以期待居民部门减少储蓄，将更多的收入用到消费而不是储蓄上去。

3.3 没有存款搬家的 A 股将如何演绎后续行情？

在缺乏大规模存款搬家的情况下，A 股指数层面向上空间不大，更多关注结构性机会。由于居民没有能力做大规模的存款搬家，牛市第一阶段无法顺畅地向第二阶段过渡，不能指望指数再通过放量的方式完成突破。如果把股市上涨的底

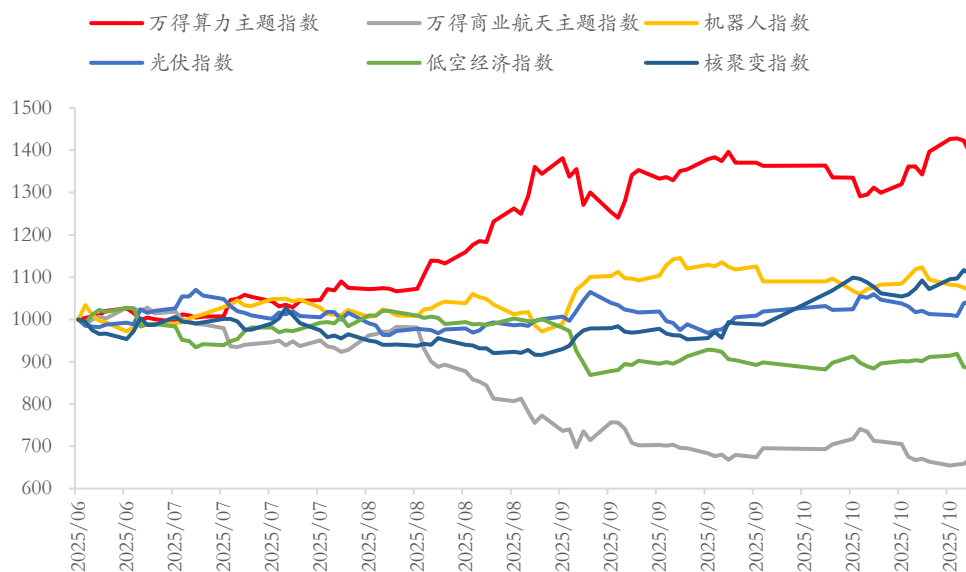
层机制抽象为“股票被卖给了更乐观的资金”，那么除了新增来自场外的乐观资金外，还有一种可能性是让场内资金变得更乐观。

在 A 股市场中，场内资金变得更乐观的原因大致可以总结为：①基本面的好转和②政策规划的利好。其中①对应到 AI 产业链和反内卷，②对应到

“十五五”规划中人工智能+、商业航天、低空经济、具身智能等产业。但自 2025 年 6.23 行情以来，这两条线索对应的板块都已经有所表现，想要得到市场中各类参与主体的一致认同难度不小，因此更倾向于 A 股会进入结构性的轮动行情。

在轮动行情中，有两种思路可以选择，一是跟踪产业边际变化进行偏向于择时的交易，二是寻找潜在发酵方向。由于当下是“十四五”收束和“十五五”开篇的特殊时期，认为第二条思路的可操作性更强一些。在“十五五”规划建议所提及的新兴和未来产业中，商业航天和低空经济相对 A 股整体表现较差，更有可能成为下一步轮动的方向。

图表32：“十五五”规划建议新兴和未来产业表现



资料来源：Wind，中邮证券研究所

4 风险提示

统计存在误差、市场学习效应等。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括:证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编: 100050

上海

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编: 200000

深圳

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编: 518048