

“924”周年资管生态回顾暨现代投资银行进化系列之三

储蓄涌活水，资管共潮生

核心观点

居民财富如水，百万亿级别的居民财富再配置尤其是“存款搬家”对资产价格产生显著影响。一方面，居民资产在不同资产、产品和投资渠道进行大规模再平衡，历史上存款搬家经常来自于降息周期或持续的低息环境；另一方面，居民财富行为也会影响资产价格本身，比如股市赚钱效应通常是吸引存款搬家的核心驱动力，存款搬家一旦形成趋势，会对资本市场风险资产价格产生显著推动作用，并进一步强化赚钱效果，形成正反馈循环，直到市场再也找不到增量资金。

存款搬家成为市场新共识，是924以来本轮资本市场行情发动的核心引擎。2024年以来，一方面存款收益水平处于历史低位，尤其是2025年6月存款利率下调后，居民存款再定价全面低于2.0%，另一方面各个行业迎来自己的Deepseek时刻，资本市场“严进入、高分红”等特征凸显，风险资产相对无风险收益性价比显著，于是居民存款搬家涌现，2025年7月以来存款结构出现了显著的“零售存款少增、非银同业多增”的现象，居民资金流动推动风险资产价格上涨并对资产管理、财富管理行业形成新的发展模式。

我们具体从三个方面分析：

居民财富如何变化？一是人口老龄化加剧，这会导致本轮风险偏好提升程度不如之前剧烈，均衡配置理念加强；二是财富集聚度提升，高净值客户拥有更多信息和产品优势，但对长期财富保值增值有更强诉求；三是财富配置资管化，与之前牛市直接加杠杆“赤膊上阵”不同，本轮行情更倾向于通过公募基金、私募资管等方式参与财富配置机会。尤其高层多次强调提振资本市场，持续稳定和活跃资本市场，资本市场成为稳市场、稳预期的重要抓手，这成为居民财富搬家可靠的“蓄水池”。

资管产品如何承接？无风险利率下行，风险偏好抬升，尤其随着固收资产预期回报下降，传统非标资产供给缺失，各类资管机构均考虑进行多元投资、探索“固收+”等收益解决方案。资管机构充分认识投资者风险偏好的差异，根据客户差异化需求提供与其风险收益特征相匹配的产品，比如大部分投资者风险承受能力较低，需要为其提供更多回撤相对可控、收益稳健的产品。同时，存款搬家也是大资管生态扩容的结果，我们重点梳理了公募基金中的ETF、FOF、“固收+”基金、基金投顾；保险中的分红险；银行理财中的“多资产”等产品创设机会。

资产价格如何变化？资管产品快速扩容会对资产价格的定价机制产生深远影响。它不仅仅是资金规模的简单增加，更意味着定价主导力量的转移和市场有效程度的提升。不同类型的资管产品聚焦不同资产，它们的发展为这些资产提供了公开、透明的定价机制和充裕的流动性，提升了整个市场的定价能力。尤其是资本市场，随着要求低波动、稳定回报的中长期资金参与，这有利于市场风格更加均衡，产品创新和策略施展有更多空间。

风险提示：存款搬家不及预期的风险；二级市场大幅波动风险；资本市场全面深化基础性制度改革推进不及预期的风险；金融监管趋严的风险；创新推进不及预期的风险等。

行业研究 · 行业专题

非银金融

优于大市 · 维持

证券分析师：孔祥

021-60375452

kongxiang@guosen.com.cn

S0980523060004

证券分析师：王德坤

021-61761035

wangdekun@guosen.com.cn

S0980524070008

证券分析师：王京灵

0755-22941150

wangjingling@guosen.com.cn

S0980525070007

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《基金销售服务费用管理规定点评-降低投资成本，规范销售秩序》——2025-09-06

《内外共振，走向曙色——下半年市场资金结构分析暨非银金融行业投资机会》——2025-08-28

《现代投资银行进化系列之二-海外投行参与数字金融启示录》——2025-08-04

《存款潮涌，逐险而行——中国居民财富搬家路线图暨非银金融行业投资机会》——2025-07-31

《券商板块点评-从自由现金流角度看券商ROE改善机会》——2025-07-29

内容目录

一、本轮存款搬家与过往有何不同？	6
（一）人口老龄化：居民风险偏好下降	6
（二）财富更集中：“老钱时代”来临	9
（三）财富资管化：居民通过资管产品入市	11
二、哪些产品能分羹本轮存款搬家？	14
（一）公募基金：均衡指数、FOF、“固收+”、基金投顾	14
（二）保险产品：分红险	18
（三）银行理财：多资产理财产品	19
三、产品形式如何影响资产表现	21
（一）标准资产：股债均衡、价值成长均衡	21
（二）另类资产：挖掘投资回报的“意外惊喜”	23
投资建议	25
风险提示	28

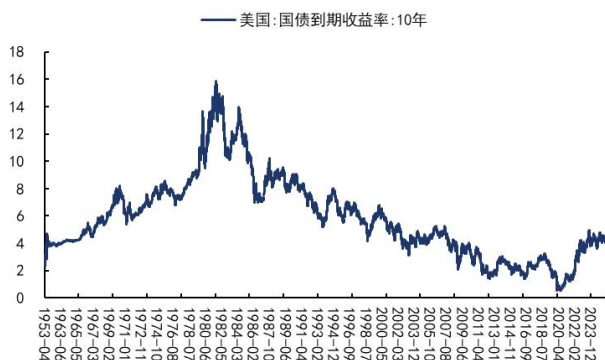
图表目录

图 1: 美国 10 年期国债收益率走势 (单位: %)	5
图 2: 美国居民资产配置结构	5
图 3: 日本 10 年期国债收益率走势 (单位: %)	5
图 4: 日本居民资产配置结构	5
图 5: “居民财富行为变化—资管产品承接—资产价格影响”分析框架	6
图 6: 中国 60 岁以上人口数及占比 (单位: 亿人)	6
图 7: 中国人均 GDP 及与发达国家的比较 (单位: 美元)	6
图 8: 中国居民家庭资产构成占比 (2019 年)	7
图 9: 中国居民家庭资产配置结构变化	7
图 10: 各类资产收益率走势比较	7
图 11: 受调研群众的年化理财收益率预期	8
图 12: 央行城镇储户问卷调查结果显示居民倾向于更多储蓄	8
图 13: 中国居民住户资金流量表: 资金运用 (单位: 亿元)	9
图 14: 中国高净值家庭数量增幅	10
图 15: 中国 CPI 与 PPI 月度同比变化 (单位: %)	10
图 16: 中国新建商品住宅销售价格同比 (单位: %)	11
图 17: 非银金融机构与住户部门存款同比增速比较	11
图 18: 部分国有大行 1 年期定存利率下行 (单位: %)	12
图 19: 部分国有大行 3 年期定存利率下行 (单位: %)	12
图 20: 银行理财产品余额 (单位: 万亿元)	13
图 21: 保险资金运用余额及同比增速 (单位: 万亿元)	13
图 22: 公募基金各个品种规模增长状况 (单位: 亿元)	13
图 23: ETF 份额及净值均保持增长 (单位: 亿份、亿元)	13
图 24: 上交所新增开户数 (单位: 万户)	14
图 25: 两融规模及占比 (单位: 亿元)	14
图 26: 股票、债券、跨境、商品、货币 ETF 净值 (单位: 亿元)	15
图 27: 股票 ETF 净值规模占 A 股流通市值比重	15
图 28: 年初以来中央汇金重仓 ETF 份额变化 (亿份)	15
图 29: 年初以来中央汇金重仓 ETF 资金净流入变化 (亿元)	15
图 30: FOF 基金产品规模今年以来保持快速增长 (单位: 亿元)	16
图 31: “固收+”基金产品规模今年以来保持快速增长 (单位: 亿份、亿元)	16
图 32: 基金投顾与 FOF 投资的差异	17
图 33: 中国人身险保费收入及增速 (单位: 亿元)	18
图 34: 传统险及分红险收益率构成	19
图 35: 分红险收益平滑机制示例	19
图 36: 银行理财余额保持增长 (单位: 亿元)	20
图 37: 银行理财产品的资产配置结构 (截至 2025 年 6 月末)	21

图 38：保险资金的资产配置结构（截至 2025 年 6 月末）	22
图 39：公募基金的资产配置结构（截至 2025 年 6 月末）	22
图 40：公募 REITs 规模快速增长（单位：亿元）	23
图 41：公募 REITs 成交活跃度保持大体稳定（单位：亿元）	23
图 42：1 年期及 3 年期中资美元债（A+）到期收益率	24
图 43：可转债兼具股性与债性	24
图 44：万得转债等权与万得全 A 累计涨跌幅比较（单位：%）	24
图 45：居民财富变化、资管产品承接、资产价格变化的体系总结	25

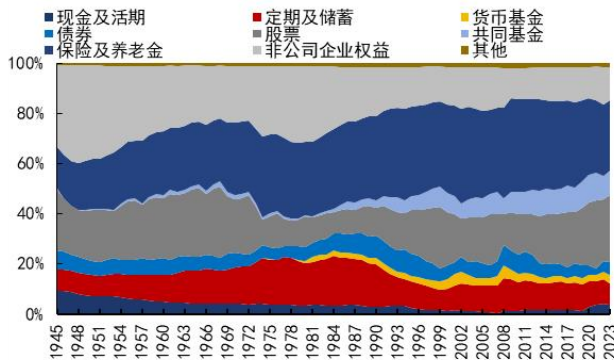
居民财富如水，百万亿级别的居民财富再配置尤其是“存款搬家”对资产定价产生显著影响。一方面，居民资产在不同资产、产品和投资渠道进行大规模再平衡，这通常由政策变革、市场行情或利率环境变化触发，比如历史上存款搬家经常来自于降息周期或持续的低息环境；另一方面，居民财富行为也会影响资产价格本身，比如股市赚钱效应通常是吸引存款搬家的核心驱动力，存款搬家一旦形成趋势，会对资本市场风险资产价格产生显著推动作用，并进一步强化赚钱效果，形成正反馈循环，直到资金消耗殆尽，市场再也找不到增量资金。无论海外还是我国历史阶段，利率中枢下降带来的存款搬家均导致了风险资产配置的扩张。

图1：美国 10 年期国债收益率走势（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：美国居民资产配置结构



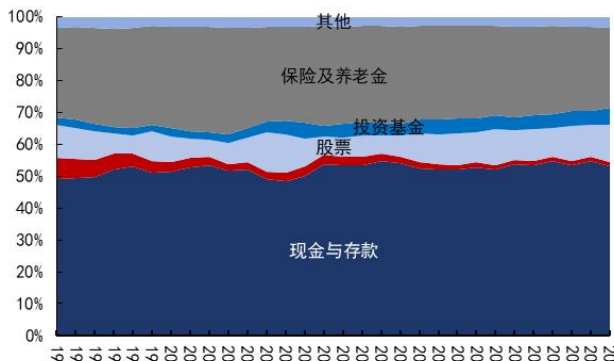
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：日本 10 年期国债收益率走势（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

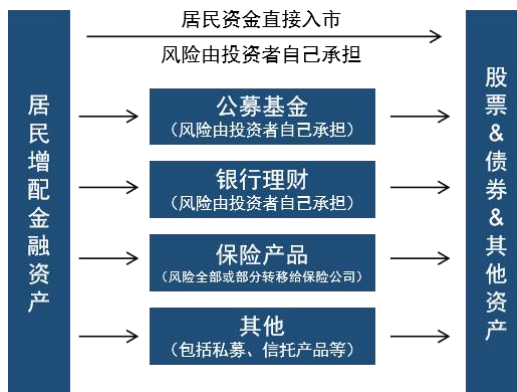
图4：日本居民资产配置结构



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

存款搬家形成了本轮资本市场发展的新共识，也是 924 以来市场行情发动的重要引擎。2024 年以来，一方面存款价格处于历史低位，尤其是 2025 年 6 月存款利率下调后，居民存款再定价全面低于 2.0%，另一方面包括权益、债券、Reits 等风险资产形成了一块块洼地，“富贵险中求”，居民存款搬家涌现，比如 2025 年 7 月以来出现了显著的“零售存款少增、非银同业存款多增”的现象，居民资金流动推动风险资产价格上涨并对资产管理、财富管理行业形成新的发展模式，也是本篇报告我们重点阐述的问题。对此，我们构建了“居民财富行为变化—资管产品承接—资产价格影响”的分析框架。

图5：“居民财富行为变化—资管产品承接—资产价格影响”分析框架



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

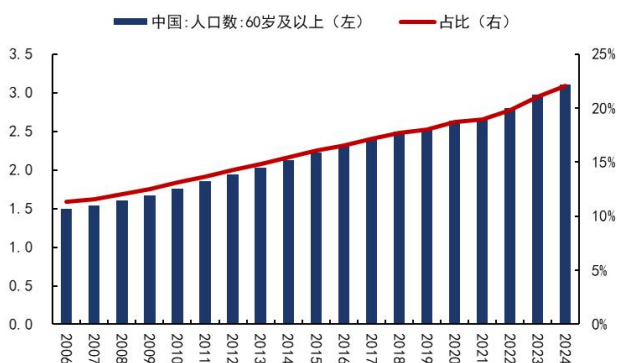
一、本轮存款搬家与过往有何不同？

居民搬家并不鲜见，每一轮资本市场行情背后都离不开居民财富再配置行为，但25年启动的本轮存款搬家和过去以往有显著差异，体现在人口老龄化、财富分布特征和财富配置行为上，相关因素作为长变量会显著影响后续对资产价格的演进。

（一）人口老龄化：居民风险偏好下降

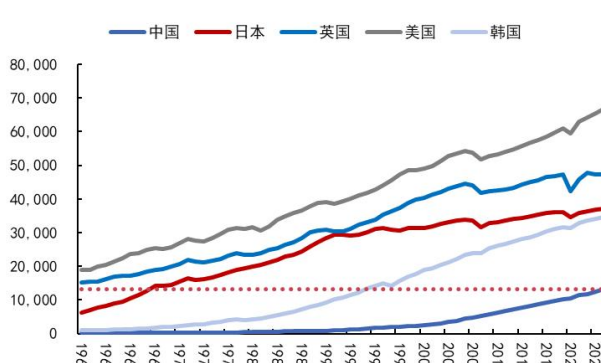
我国人口老龄化进程呈现出规模巨大、速度迅猛和“未富先老”的显著特点。根据联合国人口金字塔的预测，中国60岁以上老龄人口将在2050年左右达到峰值，并维持在3亿至4亿的规模，这一数字将超过全部发达国家60岁以上人口的总和。从老龄化速度来看，中国从步入“老龄化社会”到“老龄社会”仅需约25年左右时间，成为历史上老龄化进度最快的国家之一。此外，经济基础与人口结构不匹配构成了中国老龄化的另一重要特征。在相同老龄化水平下，韩国、日本、美国的人均GDP都在3万美元以上，是中国的两倍多。这种“未富先老”的局面使得中国在应对老龄化挑战时面临更为严峻的资源约束和制度准备不足问题。

图6：中国60岁以上人口数及占比（单位：亿人）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图7：中国人均GDP及与发达国家的比较（单位：美元）

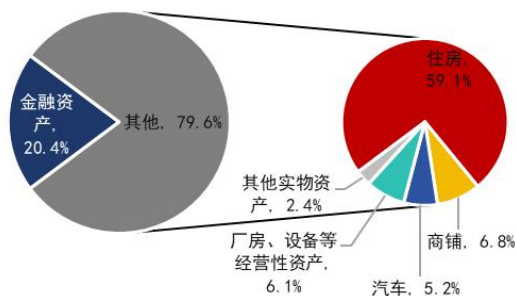


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

人口老龄化正在深刻重塑中国居民的资产配置格局。快速的人口结构变迁对中国经济社会发展带来了深远影响，也直接塑造了居民资产配置行为的转型。传统上，中国居民资产配置呈现出对房地产的持续超配特征。这一现象主要源于过去十五

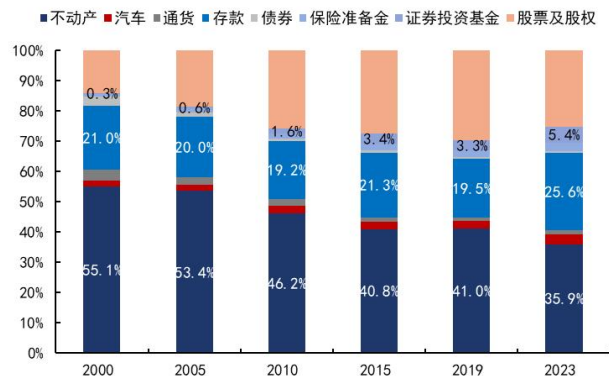
年中国城镇化率的快速提高以及长期流动性过剩背景下大量居民资金流入房地产市场。随着人口老龄化进程加速，居民资产配置正经历历史性转型。2000 年以来，中国居民金融资产比例逐步上升，从 2000 年的约 45% 提高到 2023 年的约 65%。

图8：中国居民家庭资产构成占比（2019 年）



资料来源：央行《2019 年中国城镇居民家庭资产负债情况调查》，国信证券经济研究所整理

图9：中国居民家庭资产配置结构变化



资料来源：燕翔等《优化居民资产配置 服务金融强国建设》，经济参考研究 2024 年第 3 期，国信证券经济研究所整理

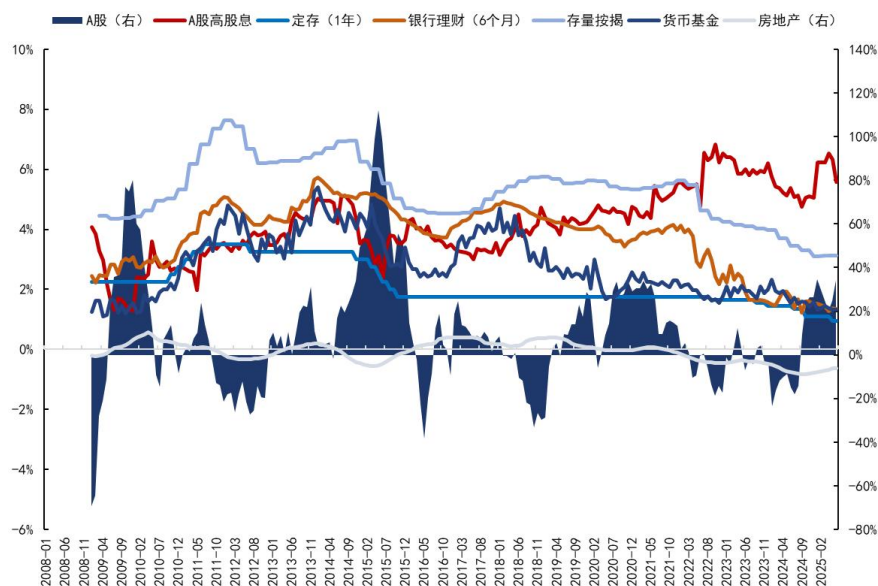
居民资产配置范式转变主要受到三方面因素驱动：

一是生命周期效应。根据生命周期理论，老年人倾向于减持非流动性资产（如房地产）而增持流动性较高的金融资产，以满足日常支出和医疗健康需求；

二是政策引导。资本市场改革开放提速，投资工具和产品日益丰富，近年以来各类私募产品、公募 FOF 及 MOM、基金投顾、REITs 等财富管理产品相继推出，为居民提供了更多金融投资选择；

三是收益预期变化。在利率下行和房价波动加剧的背景下，房地产的投资吸引力相对下降，居民开始寻找替代性投资渠道。

图10：各类资产收益率走势比较



资料来源：Wind，iFind，国信证券经济研究所整理

“以未致富,以本守之”,居民投资风险偏好的系统性降低是人口老龄化背景下最显著的金融行为变化。生命周期投资理论认为,居民的年龄与风险偏好呈负相关性,其资产配置组合中风险金融资产的占比随年龄呈现出倒U型形态。具体而言,居民在年轻时倾向于配置更多风险资产,而在年迈时则转向更多无风险资产。这种理论机制主要通过三条路径发挥作用:

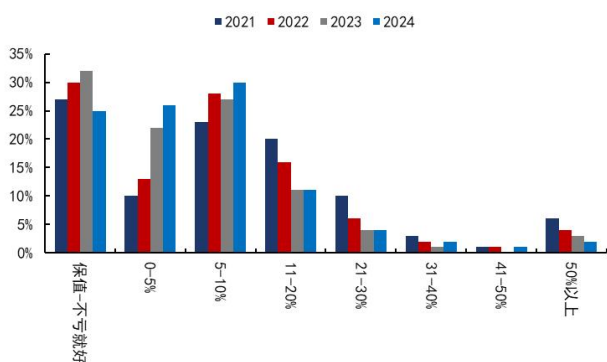
一是收入不确定性路径。随着年龄增长和退休临近,工资性收入面临下滑,而家庭支出保持刚性,这种收支变化促使个人减少高风险投资。

二是风险承受能力路径。老年人因收入来源减少和医疗支出增加,风险承受能力相应降低,投资行为趋于保守。

三是投资目标转变路径。年轻时投资以资产增值为主要目标,年老后则转向资本保值和产生稳定现金流。

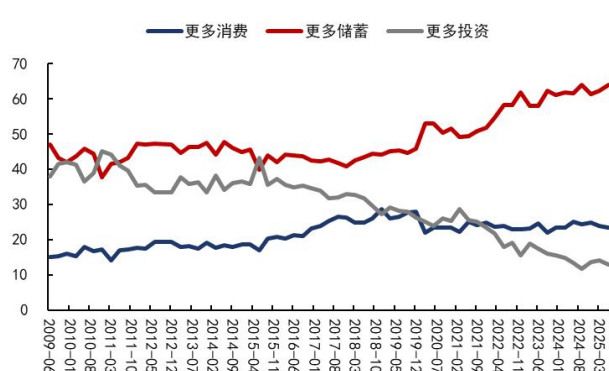
根据《2024年中国居民投资理财行为调研报告》¹,当前中国居民的投资风险偏好处于较低水平。该调研显示,2024年居民预期收益为“保值-不亏就好”和“0%-5%”的占比分别为25%和26%,合计占比超过50%。显示出居民较低的投资收益率预期。同时,央行发布的城镇储户问卷调查结果显示,在消费、储蓄、投资三大行为中,倾向于更多储蓄的居民占比持续提升,更多投资的占比持续下降。

图11: 受调研群众的年化理财收益率预期



资料来源: 上海交通大学&蚂蚁理财智库《2024年中国居民投资理财行为调研报告》, 国信证券经济研究所整理

图12: 央行城镇储户问卷调查结果显示居民倾向于更多储蓄



资料来源: 中国人民银行, 国信证券经济研究所整理

居民风险偏好的变化直接体现在资产配置行为上。央行统计的住户部门资金流量表显示,自2022年至2024年上半年,居民资金运用重点投向存款、保险准备金和证券投资基金(或为债券基金及货币基金),证券保证金、债券及股票投资则有所减少。可见,居民重点配置安全性高、流动性好的资产,对于风险资产配置有所降低。

¹ 《2024年中国居民投资理财行为调研报告》由上海交通大学高级金融学院与蚂蚁理财智库联合发布。

图13: 中国居民住户资金流量表: 资金运用 (单位: 亿元)

时间	通货	存款	证券保证金	保险准备金	债券	股票	投资基金	其他
2005-12	2,128	21,076	270	4,202	240	30	546	1,421
2006-12	2,524	21,284	3,416	4,365	410	672	1,519	179
2007-12	2,741	10,407	8,986	6,221	-236	2,148	3,438	1,393
2008-12	3,402	46,778	-2,937	8,084	-911	2,253	2,936	2,775
2009-12	3,323	43,499	2,273	8,396	746	3,359	-1,018	3,620
2010-12	5,441	44,492	-737	5,638	112	5,158	-90	7,387
2011-12	4,961	47,690	-1,840	11,012	-794	3,278	606	13,823
2012-12	3,245	58,929	-408	13,628	2,629	1,864	3,097	14,076
2013-12	3,250	55,888	-85	13,160	4,117	764	369	13,300
2014-12	1,130	44,788	2,045	13,262	1,224	1,212	3,837	21,503
2015-12	2,101	46,818	4,232	14,446	4,938	3,218	8,927	38,001
2016-12	4,517	59,334	-2,106	16,998	241	4,501	3,975	31,238
2017-12	2,086	49,603	-1,469	19,914	1,338	3,193	6,949	58,907
2018-12	1,969	77,092	-366	22,155	1,047	1,694	5,601	26,511
2019-12	3,537	102,916	1,550	22,095	293	2,113	2,380	33,023
2020-06	2,262	87,342	1,150	11,085	-1,052	998	4,778	7,594
2020-12	6,665	119,936	1,446	17,845	-629	3,319	9,829	24,782
2021-06	83	77,547	813	11,652	-40	1,885	7,789	8,147
2021-12	5,840	105,860	917	23,495	0	4,476	14,925	41,054
2022-06	4,631	108,733	1,379	21,747	-945	1,810	6,015	6,719
2022-12	12,232	188,871	13	31,673	-930	4,192	6,099	-4,543
2023-06	519	122,365	345	23,592	498	1,684	5,985	-14,917
2023-12	7,337	174,137	-600	36,846	-83	2,916	7,926	-1,542
2024-06	3,781	97,571	969	26,651	-1,449	395	9,615	17,077

资料来源: 中国人民银行, 国信证券经济研究所整理

(二) 财富更集中: “老钱时代” 来临

欧美财富管理市场, 通过“老钱”和“新钱”划分资金属性, 是理解财富风险偏好变化的一个重要特征。其中, “老钱” (Old Money) 指的通常是那些通过家族世代传承, 拥有悠久历史和深厚底蕴的财富; 而“新钱” (New Money) 更指依靠个人努力在短期内积累财富的新贵, 相比“新钱”, 老钱更注重低调、品味、传承和社会责任。

当前中国社会财富分配也呈现出显著的集中化趋势。根据 2024 年胡润财富报告, 中国拥有 600 万人民币资产的“富裕家庭”数量为 512.8 万户, 同比减少 0.3%; 千万人民币资产的“高净值家庭”数量为 206.6 万户, 同比减少 0.8%; 亿元人民币资产的“超高净值家庭”数量为 13 万户, 同比减少 1.7%。然而, 在总体数量减少的同时, 财富集中度却不降反升——亿元资产超高净值家庭的总财富占全国富裕家庭总财富的比例达到 58%, 较上年提升 2 个百分点, 凸显了“富者愈富”的马太效应。

从财富结构来看, 不同层级家庭的流动性资产占比存在显著差异。600 万资产家庭中, 仅有 36.0%的家庭拥有可投资资产; 千万资产高净值家庭中, 这一比例升至 52.7%; 而亿元资产超高净值家庭的可投资资产比例高达 60.0%。这种流动性分层表明, 超高净值家庭不仅掌握更多财富, 而且其财富形态更具流动性和投资灵活性, 能够在不同资产类别间快速转换, 从而在经济转型期获得更强的财富保值增值能力。

高净值人群构成的变化同样反映了财富集中化的趋势。企业主群体在高净值人群中的占比从 52%上升至 54%, 在超高净值人群中占比高达 80%, 其企业资产占总财富比例达到 63%。相比之下, 职业股民占比降至 7%, 不动产投资者占比仅 5%, 较 2020 年减少 9.87 万户。这一变化表明, 传统依靠房地产和金融市场投机性投资实现财富增长的路径正在收窄, 而通过企业经营和实业投资成为财富积累的主要

途径，进一步强化了财富向已有资产阶层集中的趋势。

图14: 中国高净值家庭数量增幅



资料来源：胡润百富，国信证券经济研究所整理

中国经济正处于从高速增长向中低速增长的转型阶段，这一转变深刻影响了社会致富机制和财富创造效率。过去几十年依赖大规模国际资本、技术转移和廉价要素投入的增长模式正在面临挑战，经济增速放缓或已成为长期趋势而非短期波动。国家统计局数据显示，近年来我国 CPI 与 PPI 数据持续在低位徘徊，呈现出消费品与工业品价格下行并存的复杂局面，反映出经济转型期的典型特征。

图15: 中国 CPI 与 PPI 月度同比变化（单位：%）

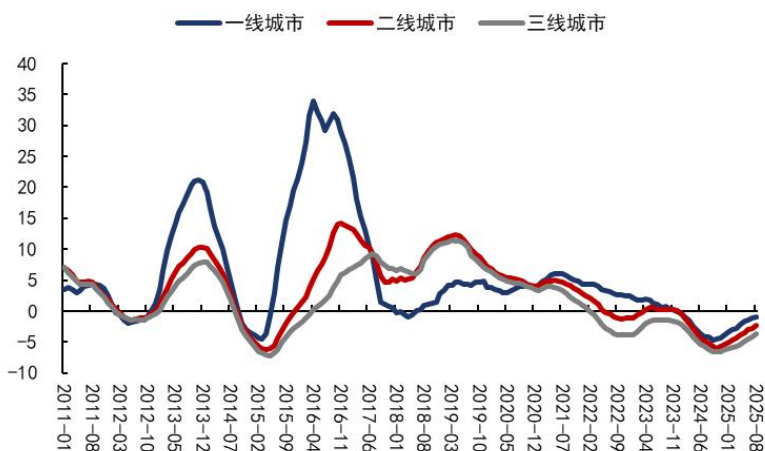


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

房地产市场的深度调整显著削弱了传统造富能力。全国百城新建住宅价格指数连续超 20 个月同比下降，二手房挂牌量持续增加。这种调整使得依靠房产增值实现

财富跨越的传统路径受阻，特别是三四线城市和非核心地段的房产价值显著缩水。

图16: 中国新建商品住宅销售价格同比（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

从造富主体来看，传统行业财富创造能力衰减，新兴科技行业虽有所崛起但尚未形成全面替代。房地产、煤炭行业富豪数量减少，而 AI、新能源领域虽出现了少数财富激增的案例，但这些行业更多表现为“赢家通吃”特征，造富范围有限且集中度较高。企业主虽然在高净值人群中占比提升，但其面临的宏观经济压力和市场挑战也在增加，特别是中小企业盈利能力受到经济下行期的严峻考验。

（三）财富资管化：居民通过资管产品入市

在财富集中化和经济增速放缓的双重背景下，中国居民部门出现了大规模的存款搬家现象，即资金从银行体系流向非银金融领域。中国人民银行公布的 2025 年 7 月金融数据显示，居民存款减少 1.11 万亿元，同比多减 7,800 亿元；而非银行业金融机构存款单月新增 2.15 万亿元，创 2015 年有数据记录以来的同期最高水平。这种“一增一减”的结构性变化标志着居民资产配置正在发生历史性转变。

图17: 非银金融机构与住户部门存款同比增速比较



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

利率下行是触发存款搬家的最直接因素。自 2022 年以来，国内存款利率经过多轮调降，活期存款利率已降至 0.2%-0.3%，部分定期存款利率也跌破 2%。2025 年 5 月，新一轮降息政策落地后，1 年期存款利率正式跌破 1%，长期限存款利率调降幅度更大——国有大行 3 年期定存挂牌利率已不足 1.5%，低于部分现金管理类理财产品。这种利率下降现象使得居民被迫寻求更高收益资产。

图18: 部分国有大行 1 年期定存利率下行（单位：%）

日期	工商银行	建设银行	农业银行	中国银行
2012-06-08	3.50	3.50	3.50	3.50
2012-07-06	3.25	3.25	3.25	3.25
2014-11-22	3.00	3.00	3.00	3.00
2015-03-01	2.75	2.90	2.75	2.75
2015-05-11	2.50	2.55	2.50	2.50
2015-06-28	2.25	2.25	2.25	2.25
2015-08-26	2.00	2.00	2.00	2.00
2015-10-24	1.75	1.75	1.75	1.75
2022-09-15	1.65	1.65	1.65	1.65
2023-06-08	1.65	1.65	1.65	1.65
2023-09-01	1.55	1.55	1.55	1.55
2023-12-22	1.45	1.45	1.45	1.45
2024-07-25	1.35	1.35	1.35	1.35
2024-10-18	1.10	1.10	1.10	1.10
2025-05-20	0.95	0.95	0.95	0.95

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图19: 部分国有大行 3 年期定存利率下行（单位：%）

日期	工商银行	建设银行	农业银行	中国银行
2012-06-08	4.65	4.65	4.65	4.65
2012-07-06	4.25	4.25	4.25	4.25
2014-11-22	4.00	4.00	4.00	4.00
2015-03-01	3.75	3.75	3.75	3.75
2015-05-11	3.50	3.50	3.50	3.50
2015-06-28	3.25	3.25	3.25	3.25
2015-08-26	3.00	3.00	3.00	3.00
2015-10-24	2.75	2.75	2.75	2.75
2022-09-15	2.60	2.60	2.60	2.60
2023-06-08	2.45	2.45	2.45	2.45
2023-09-01	2.20	2.20	2.20	2.20
2023-12-22	1.95	1.95	1.95	1.95
2024-07-25	1.75	1.75	1.75	1.75
2024-10-18	1.50	1.50	1.50	1.50
2025-05-20	1.25	1.25	1.25	1.25

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

资产荒环境下的收益焦虑加剧了存款搬家压力。在广谱利率下行与房地产投资属性弱化的双重催化下，居民缺乏高收益投资标的，处于“资产荒”环境。与此同时，A 股股息率近年来逐步提升，具有一定的投资吸引力；银行理财子公司产品净值回升、公募基金发行回暖形成鲜明的同步效应。这种收益差异使得居民对存款的“收益焦虑”加剧，寻求更高收益资产的动力增强。

监管政策变化也为存款搬家提供了制度基础。2024 年 4 月，《关于禁止通过手工补息高息揽储 维护存款市场竞争秩序的倡议》发布，明确禁止银行以任何形式向客户承诺或支付突破存款利率授权上限的补息。这规范了银行存款市场秩序，限制了大型企业“低贷高存”的空转套利机会，推动了存款收益率的理性回归。

资本市场赚钱效应则是存款搬家的最终催化剂。2025 年 6 月 23 日以来，A 股市场启动新一轮强势上涨，上证指数从 3360 点附近起步，在一个多月内连续突破多个重要整数关口。市场的快速突破有效凝聚了信心，并通过显著的赚钱效应吸引增量资金加速入场，形成“指数上涨-资金流入-成交放量”的正反馈机制。

居民存款搬家主要通过多元化渠道实现，不同风险偏好和资金规模的投资者选择各异。这些资金主要通过以下路径进行转移：

银行理财与保险渠道：对于 3 年以上定期存款资金而言，储户通常选择银行理财和保险产品作为存款替代品。截至 2025 年 6 月末，银行理财产品余额达 30.67 万亿元，同比增长 7.54%；保险资金运用余额为 36.23 万亿元，同比增长 17.8%。这类产品凭借其信用背书和专业能力，通过拓展资产配置范围争取更高风险溢价，同时通过组合管理降低波动，力求满足储户的“类存款”体验需求。

图20: 银行理财产品余额 (单位: 万亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

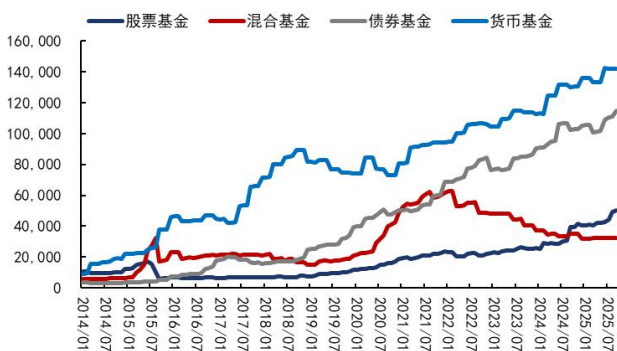
图21: 保险资金运用余额及同比增速 (单位: 万亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

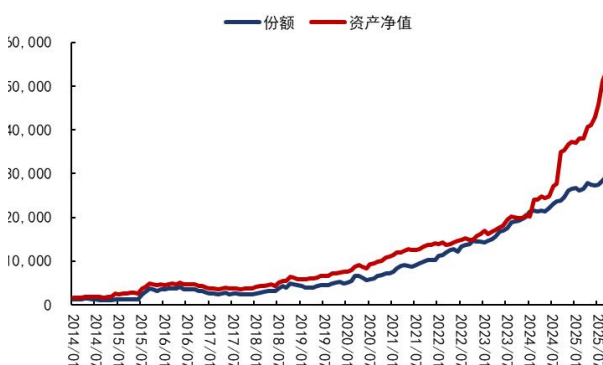
公募基金渠道: 特别是股基、债基和货币基金成为短期资金的重要去向。截至 2025 年 8 月末, 全市场 ETF 规模达 5.12 万亿元, 其中股票型 ETF 占比超 70%。债券 ETF 规模达到 5,643 亿元, 迎来蓬勃发展的黄金时代。ETF 以其"一篮子股票"的标准化配置、实时交易机制和低成本优势, 成为短期资金的"快速进出通道"。

图22: 公募基金各个品种规模增长状况 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图23: ETF 份额及净值均保持增长 (单位: 亿份、亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

直接入市渠道: 风险偏好较高的投资者通过直接开设证券账户进入股市。2025 年以来, 股市新开户数据仍然保持良好。2025 年 8 月当月, 上交所开户 265 万户, 前 8 个月累计开户 1,721 万户、累计同比+47.9%。两融资金是今年以来股市最大的资金流入方之一。截至 9 月 18 日, 两融余额 24,025 亿元, 占 A 股流通市值比重达 2.54%。两融绝对规模已创历史新高, 但占股票市值比重与历史高位尚有较大差距 (2015 年时占比曾达到 4.5%左右)。

图24: 上交所新增开户数 (单位: 万户)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图25: 两融规模及占比 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

二、哪些产品能分羹本轮存款搬家?

资管产品具有多重特征,比如“风险-收益”和“流动性”是其核心两个维度。其中,风险与收益通常呈现正相关关系,如获得潜在高收益回报需要投资高成长但回报不确定的权益资产、高信用风险债券等;同时,通过承担一定低流动性风险也能获得更高的收益回报,比如另类资产如私募股权基金通常设有较长的封闭期,如3到5年甚至更长,期间资金无法退出,这类产品通过牺牲流动性来换取更高回报的机会。

资管新规后,资管产品的刚性兑付已被打破,净值型产品时代来临。尤其是资管产品多是净值型的,这导致产品公允价值会随着底层资产的价格波动而波动,“保本保收益”的时代已结束,投资者需要自行承担盈亏风险:对于投资期限短、风险承受能力低的客户,那么“低风险、高流动性”的产品如货币基金、短债理财可能更适合客户需求;而如果客户追求资产长期增值且能承受较大净值波动,更多的资产更应让位于权益、另类等风险资产。

如前文分析,本轮存款搬家,居民风险偏好提升不如之前,同时有较多高净值客户资金有均衡配置的理财习惯,实现收益同时降低波动率,我们更多以此关注能实现相关目标的资管产品,这包括公募基金中的均衡指数、FOF、“固收+”乃至基金投顾业务,保险资管产品中的分红险、银行理财中的多资产产品等。

(一) 公募基金: 均衡指数、FOF、“固收+”、基金投顾

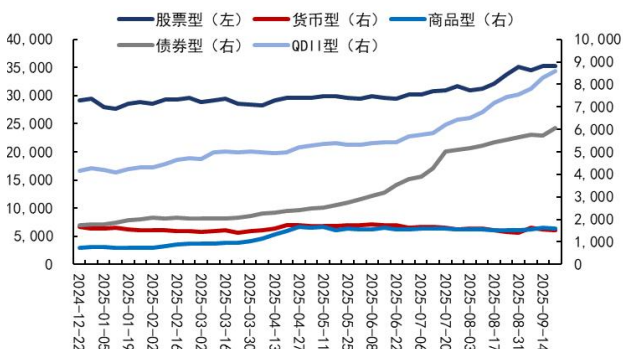
公募基金产品作为承接居民存款搬家的重要工具,正在中国资本市场中发挥越来越重要的作用。指数基金、FOF基金、“固收+”基金和基金投顾服务构成了多层次、多元化的产品体系,满足不同风险偏好投资者的需求。这些产品不仅提供了存款替代方案,还在推动中国居民资产配置从房地产主导向金融资产主导的历史性转型中发挥关键作用。

1、指数基金

指数基金,特别是ETF,凭借其透明度高、成本低廉和交易便捷的特点,成为承接存款搬家资金的核心工具之一。截至2025年8月末,中国股票型ETF规模达3.50万亿元,占全A总市值约3.0%(美国约8.0%)。指数基金的发展为居民提供了从储蓄向投资转换的高效通道。指数基金的核心优势在于其工具属性。中国

指数基金市场已形成多元化产品体系，包括宽基 ETF、行业 ETF、跨境 ETF 等不同类型。宽基 ETF 为稳健型投资者提供大盘指数跟踪工具；行业 ETF 聚焦半导体、新能源等成长赛道；跨境 ETF 为投资者提供全球化配置选择。这种产品格局满足了不同风险偏好投资者的需求。

图26: 股票、债券、跨境、商品、货币 ETF 净值 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

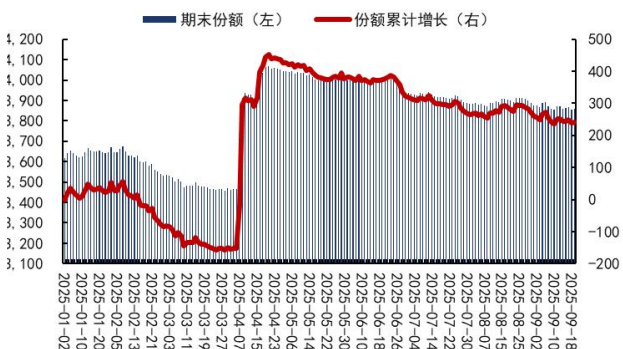
图27: 股票 ETF 净值规模占 A 股流通市值比重



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

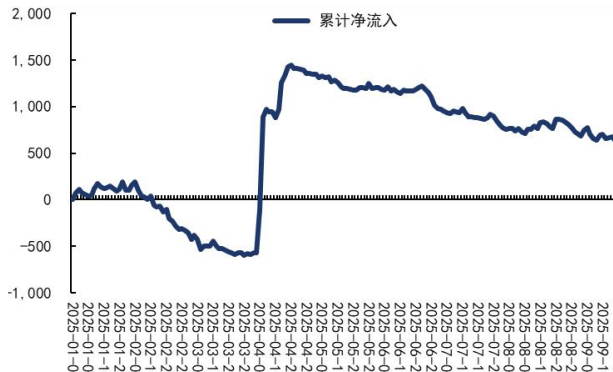
指数基金的市场效应不仅体现在资金承接上，还表现为市场稳定器功能。这种机构资金与居民资金的协同流入，降低了市场波动性，提升了定价效率。比如，中央汇金等机构投资者便以持有股票 ETF 的形式稳定股票市场。

图28: 年初以来中央汇金重仓 ETF 份额变化 (亿份)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图29: 年初以来中央汇金重仓 ETF 资金净流入变化 (亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

2、FOF 基金

FOF 基金作为一种双层分散风险的投资工具，在居民存款搬家过程中提供了多元资产配置解决方案。FOF 基金以广泛的基金市场为标的，可以实现跨区域、跨品种、跨类别的多元化资产配置，从而降低组合对单一区域、单一品种、单一资产的风险敞口。截至 2025 年 8 月末，FOF 约 1,700 亿元、较年初增加 360 余亿元。

FOF 基金的创新趋势主要体现在策略多元化和目标定位精准化两方面。FOF 产品致力于帮助投资者解决选择难题，以其多元配置的优势提供一个相对可靠的解决方案。该产品在固收类资产打底的基础上，还可以“+”更多的多元资产，投资范围覆盖债券、权益、基金、QDII、商品、黄金等多资产，能够充分利用不同资产类别之间的低相关性甚至负相关性。

FOF 基金的核心价值在于其投资理念的进化——从追求更高的收益，到注重资产配置，追求更高质量的收益。对于普通投资者而言，FOF 实际上是帮助解决“买什么”和“何时买”这两个关键问题。原理是通过科学搭配，避免因单一资产的涨跌而让组合产品剧烈起伏，让组合投资表现保持相对稳健。

头部代销渠道是 FOF 规模增长的关键推动力。比如招商银行“TREE 长盈计划”通过定制多资产配置 FOF 产品、设定严格准入标准，并依托其强大的渠道能力，主导了多只爆款 FOF 的发行。

图30: FOF 基金产品规模今年以来保持快速增长（单位：亿元）

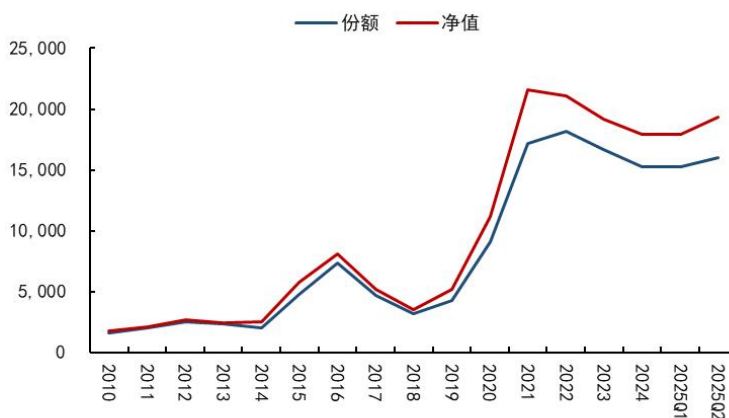


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

3、“固收+”基金

“固收+”基金作为平衡风险与收益的创新产品，成为低风险偏好型资金流出银行存款后的重要过渡选择。在低利率环境下，固收资产的预期回报下降，进行多元投资、大力发展“固收+”基金，成为基金管理公司业务发展的战略选择。这类产品在债券收益下滑之际，适度加入股票、商品等风险资产有望增厚收益，形成“股债平衡”效果。

图31：“固收+”基金产品规模今年以来保持快速增长（单位：亿份、亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2025 年以来，“固收+”基金快速发展。一方面，债券收益率下行至低位水平，为“固收+”基金的发展提供了适宜环境。从业绩表现来看，2025 年 1—5 月，“固收+”基金与纯债基金相比具有一定的优势，风险调整后收益（夏普比率）等指标表现较优。另一方面，政策层面的支持力度在加大。2025 年 5 月，中国证监会发布的《推动公募基金高质量发展行动方案》明确指出，要加大含权中低波动型产品、资产配置型产品的创设力度。截至 2025 年二季度末，全市场“固收+”类产品规模²达 1.93 万亿元，较年初增长 7.6%。

表1: 2024 年以来各类基金收益、回撤及夏普比率

基金类别	区间收益 (%)		区间最大回撤 (%)		夏普比率 (年化)	
	2024 年	2025 年前 5 月	2024 年	2025 年前 5 月	2024 年	2025 年前 5 月
偏债混合基金	5.52	0.90	-3.45	-2.26	0.86	0.23
“固收+” 一级债基	4.88	0.87	-0.64	-0.44	2.72	0.74
二级债基	5.07	0.89	-2.55	-1.64	0.95	0.27
纯债基金 中长纯债基	4.75	0.37	-0.67	-0.88	4.26	-0.54

资料来源：邹维娜等《低利率环境下“固收+”基金发展探讨》，国信证券经济研究所整理

4、基金投顾

基金投顾业务的核心是“买方投顾”模式，即通过收取投顾费作为基础盈利模式，提供以客户为中心的全流程陪伴服务，我国基金投顾业务自 2019 年 10 月试点启动以来，目前已成为财富管理行业的重要组成部分。基金投顾的核心价值在于解决投资者面临的三大难题：一是很难驾驭股票、债券、商品等多种资产，无法实现多资产轮动；二是在单一策略中面对如何“选好基”的问题；三是缺乏获取稀缺策略和稀缺产品的优势。

图32: 基金投顾与 FOF 投资的差异

	公募 FOF	基金投顾
相同点	底层投资于一揽子公募基金产品，通过组合管理的方式实现预定的投资目标（收益率、波动率、回撤等）	
表现形式	公募基金产品	基金投顾服务
业务模式	标准化产品的销售	“千人千面”，根据客户需求提供定制化服务
组合费用	卖方代理的基金申购费、基金管理等费用	买方代理的顾问服务费
不同点	持仓披露	白盒策略为主，持仓可见或买入可见
考核方式	产品净值增长率	客户回报、客户体验
陪伴服务	定期报告	前中后的全程陪伴，灵活多样的陪伴服务
资金权属	所有权和操作权	所有权归属客户，操作权转移（赋权）给投顾

资料来源：嘉实财富，国信证券经济研究所整理

基金投顾服务作为一种服务导向的资产配置模式，在居民存款搬家过程中发挥着引导作用。投顾服务与 ETF 结合，帮助居民从“散户思维”转向“资产配置思维”。

² 此处我们统计的“固收+”基金包括偏债混合基金、混合一级债基和混合二级债基。

这种服务模式通过提供专业投资建议和组合管理，降低了投资者自行选择基金的难度，提高了长期持有概率。基金投顾主流服务模式包括算法驱动的智能投顾和人工主导的专业投顾。智能投顾依托算法模型为投资者提供标准化的资产配置组合，如 60:40 股债恒定策略。专业投顾则提供更个性化的服务，根据投资者的风险偏好、理财目标和流动性需求，制定专属配置方案。

（二）保险产品：分红险

保险行业在承接存款搬家资金方面表现出强劲增长。金融监管总局数据显示，2025 年 1-7 月人身险公司原保费收入同比增长 7.5%。储蓄型保险成为资金主要承接渠道，特别是分红险、增额终身寿险等产品受到市场青睐。

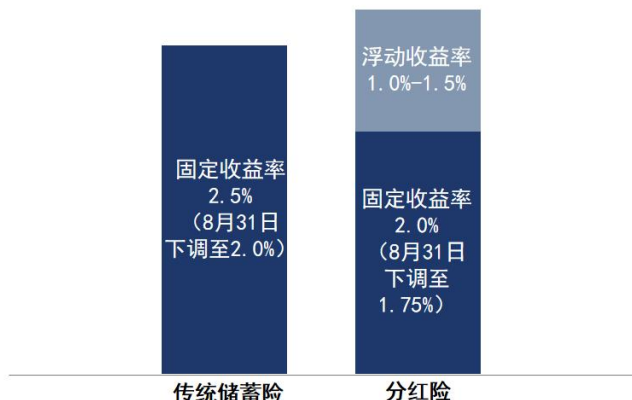
图33：中国人身险保费收入及增速（单位：亿元）



资料来源：金管局，国信证券经济研究所整理

在利率下行和市场波动的双重环境下，分红险展现出多重竞争优势，使其成为承接存款搬家的理想工具。这些优势不仅体现在收益潜力方面，更表现在风险保障、资产配置和税务规划等综合功能上。**分红保险是一种兼具保障与投资属性的寿险产品，其核心在于投保人有权通过保单形式分享保险公司投资业务所产生的盈余分配。**这类盈余分配机制为“保单红利”。从本质上来看，分红险通过构建保险公司与投保人之间“风险共担、利益共享”的独特机制，将保单利益划分为“固定收益部分”与“浮动收益部分”，使投保人在获得基本保障基础上实现财富增值。如下图所示，以当前我国分红险现行收益率为例，保底收益率上限为 2.0%，浮动收益率部分约为 1.0%至 1.5%，因此对应的实际结算收益率约为 3.0%至 3.5%，远高于增额终身寿险这类固定收益型产品的 2.5%。在原保监会的统计口径中，分红寿险、分红养老险、分红两全险及其他有分红功能的险种都被列入分红险范围。分红险因其“低保底+高浮动”的特点，满足险企与客户共担风险的要求，有效降低险企的刚性兑付成本，因此在利率下行时期，分红险具有较大的发展潜力。

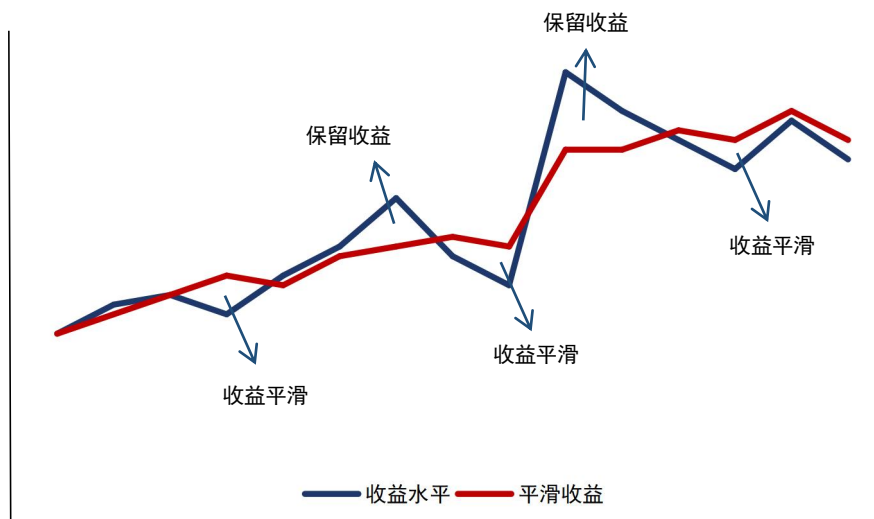
图34：传统险及分红险收益率构成



资料来源：金管局，国信证券经济研究所整理

分红险具备分红特别储备机制以平滑收益曲线。分红险账户通常独立运作，具备较高的风险容忍度，并且设有特别储备。特别储备是指将分红险账户中实际投资回报大于演示利率的部分单独储备，用于跨周期调节分红水平，避免由于短期市场波动影响客户收益。险企在特别储备为负时限制分红，避免透支未来收益，确保长期稳健经营。在收益较差年份，险企可通过释放特别储备资金平滑分红险实际分红水平，确保相对稳定的分红。

图35：分红险收益平滑机制示例



资料来源：原银保监会，国信证券经济研究所整理

（三）银行理财：多资产理财产品

银行理财产品在承接存款搬家资金方面表现出强大潜力。截至 2025 年 6 月末，银行理财存续规模达到 30.67 万亿元，同比增长 7.5%。

图36: 银行理财余额保持增长 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

多资产策略理财产品是一种创新型的资产配置方案, 它通过同时投资于多个不同类别的资产 (如债券、股票、商品、境外资产等), 并根据市场环境动态调整各类资产的比例, 以达到分散风险、平滑波动、增强收益的投资目标。这类产品的核心在于利用资产间的低相关性甚至负相关性来降低组合整体风险, 同时通过灵活的资产配置捕捉不同市场的投资机会。

目前市场上的多资产策略理财产品主要包括以下主流类型:

红利策略: 投资于现金流稳定、长期持续分红、估值相对较低的优质资产, 是一种长期策略。这类产品通常采用“票息资产+红利”策略, 通过固收打底, 配置0%-20%的红利资产, 直投高分红的上市公司、红利策略的公募基金或自研的红利指数, 起到收益增强的效果。

指数策略: 以固收资产打底, 投资相关指数资产或指数基金, 部分产品搭配量化指增策略。这类产品通常采用“固收+期权”结构, 除固收类生息资产外, 同时配置指数相关的场外期权与券商收益凭证。

全球配置策略: 在债券资产打底的基础上, 通过覆盖全球资产周期提升组合夏普比, 把握全球资产的投资机会。这类产品利用国内与国际资产的低相关性, 有效分散风险。

多元均衡策略: 强调精选多种降低组合风险和提升组合收益机会的策略, 讲究多资产、多策略的配合。这类产品适合不满足纯债收益, 可承受一定波动换取收益弹性, 但对资产方向没有明确偏好的投资者。

与公募基金相比, 多资产策略理财产品也具有独特优势。 公募基金多以相对收益为目标, 注重业绩排名, 可能导致投资策略过于激进。而银行理财多资产策略产品以绝对收益为目标, 更加注重投资人的持有体验和收益稳定性。此外, 银行理财在多资产配置方面具有传统优势, 特别是在非标资产、另类投资等领域经验丰富, 能够为产品提供更多元的收益来源。

三、产品形式如何影响资产表现

资管产品快速扩容会对资产价格的定价机制产生深远影响。它不仅仅是资金规模的简单增加，更意味着定价主导力量的转移和市场有效程度的提升。不同类型的资管产品聚焦不同资产，它们的发展为这些资产提供了公开、透明的定价机制和充裕的流动性，提升了整个市场的定价能力。我们具体从股票、债券等标准化资产和股权、REITs 等另类资产分别进行说明。

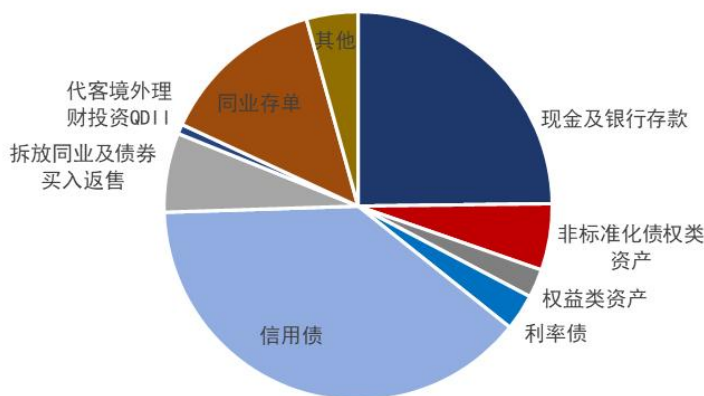
（一）标准资产：股债均衡、价值成长均衡

居民存款搬家与财富资管化，对于股债市场表现有深刻影响。以银行理财为例，其作为存款搬家的核心承接渠道之一，其产品转型与资产配置策略对标准化资产市场尤其是债券投资影响深远。当前，银行理财正从传统固收类产品向多资产策略转型。近期，多家理财公司扎堆研发 R3 级（中等风险）产品，热度远超纯债产品。“固收+”产品成为零售端热门选择，通过 5%-10% 仓位配置指数增强、量化中性产品，多数能实现 2.5%-3.0% 的业绩比较基准。这类产品通常采用债券打底、少量权益增强的策略。

在资产配置上，银行理财呈现双重倾向：一方面增加利率债和高等级信用债配置，以提供稳定收益基础；另一方面适度提升权益资产占比，通过主动管理或委外管理获取超额收益。截至 2025 年 6 月末，银行理财最主要投资于信用债，资产占比 38.8%。此外，权益资产占比 2.4%，占比仍处于低位。

银行理财对债券市场的影响主要表现为配置需求增加和期限结构变化。近期以来，理财资金增配利率债和高级别信用债，推动债券收益率下行。特别是中短期利率债需求旺盛，因为理财负债端期限较短，需要匹配高流动性资产。股市层面，理财资金或可通过“固收+”产品间接进入股市，成为重要的增量资金来源。

图 37：银行理财产品的资产配置结构（截至 2025 年 6 月末）

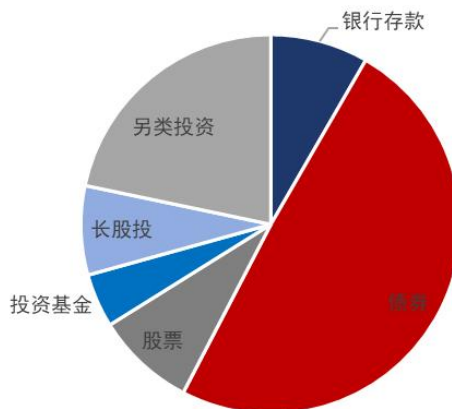


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

保险资金作为长期机构投资者，在承接存款搬家资金过程中表现出独特的配置偏好和行为特征。保险资金的配置偏好具有明显长期性和稳定性特征：一是偏好高股息资产，如银行股、公用事业股等，以满足其负债端收益要求；二是增加利率债配置，特别是超长期利率债，以匹配长期负债；三是通过基金等产品间接参与

成长股投资，分散风险。近年来，保险资金权益投资呈现结构性变化：一方面增配稳定分红的价值股；另一方面通过 ETF 等工具加大行业配置力度，特别是金融、公用事业等稳定行业。债券配置方面，保险资金持续增配超长期利率债，对长债配置比例显著高于其他机构投资者。

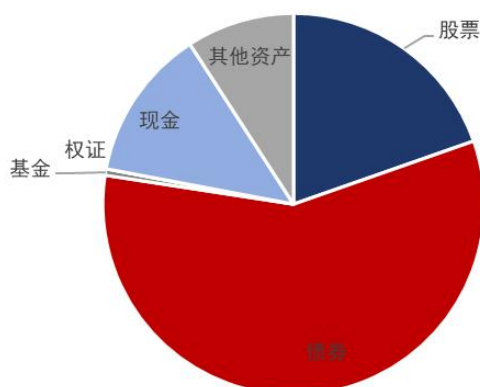
图38: 保险资金的资产配置结构（截至 2025 年 6 月末）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

公募基金是存款搬家最直接的传导渠道，其产品结构和资金流向对股债市场产生即时影响。公募基金对债券市场的影响主要体现在流动性支撑和期限结构变化上。2025 年上半年，债券型基金大幅增配中短期利率债和高级别信用债，为债市提供重要流动性支撑。但另一方面，基金负债端稳定性较差，一旦市场调整可能面临较大赎回压力，加剧债市波动。对股票市场而言，公募基金成为成长板块定价核心。2025 年以来，基金持续加仓 TMT、新能源、医药等成长行业，集中持仓有助于成长板块估值提升。

图39: 公募基金的资产配置结构（截至 2025 年 6 月末）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

（二）另类资产：挖掘投资回报的“意外惊喜”

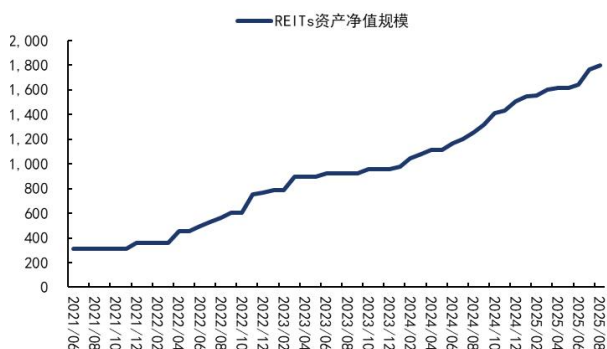
REITs、中资美元债、转债、数字资产等另类资产也将在承接居民存款搬家过程中发挥重要作用。以“固收+”基金、多资产理财等产品为例，除了传统股票资产，可转债资产已经成为“固收+”基金增厚收益的重要品种，在一级债基、二级债基投资中有较多运用。随着国内低利率环境的持续以及投资者对于各类资产认知的深入，不动产投资信托基金（REITs）、黄金、跨境等资产也将越来越多纳入固收+基金的投资范围，为投资者创造丰富的收益来源。

REITs 在本轮存款搬家浪潮中成为了重要的“中间地带”，填补了传统存款与股票之间的风险收益空白。REITs 兼具不动产属性与证券流动性，凭借稳定的现金流回报和中等风险特征，成为连接储蓄资金与实体资产的关键纽带。

从收益特征看，REITs 具有明显优势：当前存量公募 REITs 的年化分红率普遍在 4%-6% 之间，显著高于三年期银行定期存款利率，且收益稳定性较强。截至 2025 年中，已上市 REITs 中 90% 以上实现了存续期内分红承诺，这种“类债券”的收益确定性对风险偏好保守的储蓄投资者具有天然吸引力。

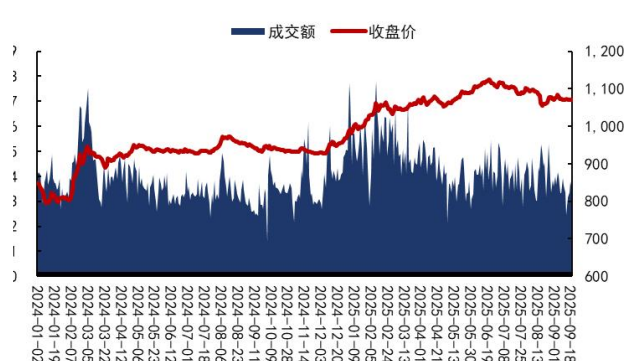
市场规模方面，REITs 正处于快速扩容期。截至 2025 年 8 月末，国内公募 REITs 市场总规模达 1,800 亿元，较年初增长约 300 亿元，规模创历史新高。成交活跃度也保持稳定，反映出资金入场积极性提升。

图40：公募 REITs 规模快速增长（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图41：公募 REITs 成交活跃度保持大体稳定（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

中资美元债作为连接国内企业与国际市场的桥梁，是本轮存款搬家过程中机遇与风险并存的复杂选择。一方面，大部分投资者仍旧难以识别中资美元债的信用风险；另一方面，全球利率环境变化也可能带来战略性配置机会。从收益角度看，中资美元债可能提供较高的票息收益，特别是在房地产等领域，但信用风险也相对较高。存款搬家带来的资金流入可能主要集中在高信用等级短期品种，因为风险厌恶型资金可能更偏好安全性而非收益性。

图42: 1 年期及 3 年期中资美元债 (A+) 到期收益率

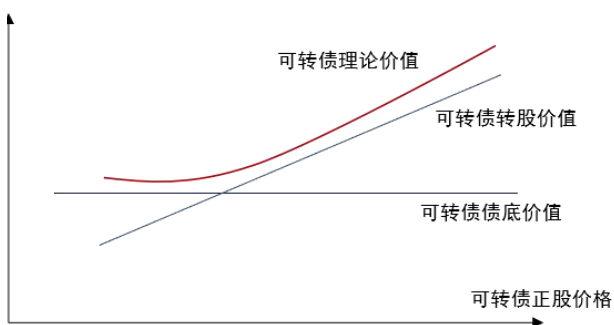


资料来源: Wind, 中债估值, 国信证券经济研究所整理

可转债作为一种兼具债权和股权特性的混合型证券，在本轮存款搬家过程中可能成为风险偏好适中资金的理想选择。可转债提供了下行保护（债券特性）和上行潜力（转换期权），在股市上涨环境中能够分享股价上涨收益，在股市震荡或下跌时又有债券利息作为安全垫。

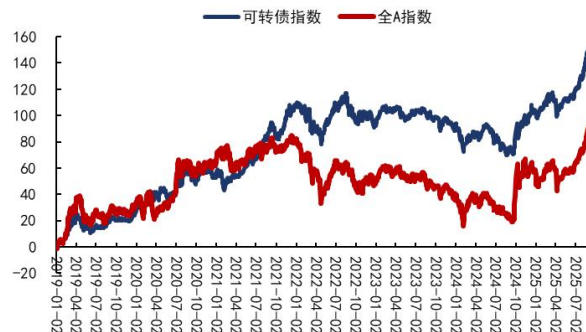
可转债市场可能迎来增量资金涌入，特别是在存款搬家中期阶段。当资金从纯债资产向权益资产迁移时，“固收+”产品成为重要载体，而可转债正是“固收+”策略的核心配置资产之一。可转债的独特价值在于其风险收益特征与居民理财需求的高度匹配：既能提供高于普通债券的收益潜力，又具有相对可控的下行风险。

图43: 可转债兼具股性与债性



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图44: 万得转债等权与万得全 A 累计涨跌幅比较 (单位: %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

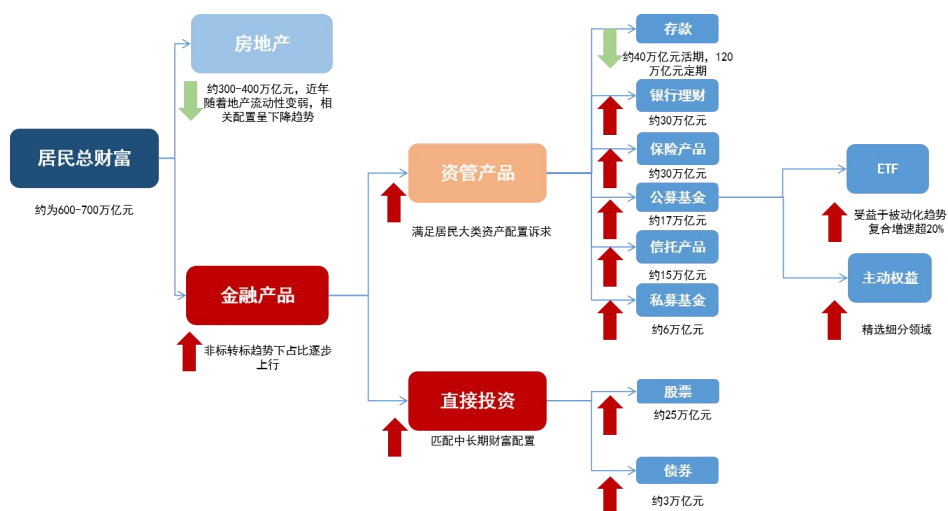
数字资产作为最具投机性的非标准资产，可能吸引一小部分风险偏好较高的存款搬家资金。虽然数字资产不在传统理财范畴内，但随着年轻一代成为财富主体，对数字资产的配置需求可能逐渐上升。数字资产的价值主张基于高收益潜力和与

传统资产低相关性。在存款搬家背景下，一小部分资金可能尝试配置数字资产以追求更高收益。然而，数字资产面临诸多挑战：监管不确定性、价格剧烈波动、安全风险以及估值困难等。2025年6月，中国香港特别行政区发表《香港数字资产发展政策宣言 2.0》，重申特区政府致力将香港打造成数字资产领域中的全球创新中心，“稳定币”与“代币化现实世界资产（RWA）”正成为香港数字资产的战略核心。在香港积极推进数字资产等创新业务的进程中，中资机构加速布局，或将为中资机构在战略布局中带来转型机遇。

投资建议

居民存款搬家过程的不断推进，我们构建了“居民财富行为变化—资管产品承接—资产价格影响”的分析框架，如下图所示。

图45：居民财富变化、资管产品承接、资产价格变化的体系总结



资料来源：Wind，中债估值，国信证券经济研究所整理资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理。注：这里资管规模删除了面向机构业务部分（toB），如货币基金和债券基金中银行和保险委托管理的部分。

根据日本、美国等发达国家的居民资产配置变化趋势，我们可以得出伴随经济发展和人口变化，居民资产配置有两个规律：第一，住房资产等非金融资产占总资产的比例下降；第二，利率下行与“资产荒”驱动居民存款搬家。我们假设这种规律亦适用于我国居民资产配置结构变化，并对居民存款搬家的影响做了测算。

测算关键假设：

（1）居民总资产数据：根据2019年的央行调查，我国城镇居民家庭总资产中位数约为160万元/户，其中约60%为住房资产，我们参考其作为城镇居民家庭总资产平均值。考虑到农村地区经济不发达，农民家庭总资产中位数或远低于160万元/户，我们假设为80万元/户。结合城镇化率数据和央行调查结果数据，我们得出我国全体居民家庭总资产平均值为136万元/户。2019年时，我国全体居民约4.9亿户，如此则得出2019年我国居民总资产为666.40万亿元。由于我国居民总资产增速与GDP增速息息相关，因此我们假设2019年至2024年，我国居民总资产年化复合增速为5%，得出2024年末时我国居民总资产为810.01万亿元。我们假设2024至2030年，我国居民总资产增速亦保持5%。

（2）住房资产数据：基于2019年我国居民总资产为666.40万亿元、住房资产占

比约 60%，得出 2019 年住房资产规模为 399.84 万亿元。考虑到 2019 年至 2024 年我国房价有所起伏，我们假设 2024 年时居民住房资产价值为 2019 年的 90%，即 359.86 万亿元，占居民总资产比重降至 44.4%。根据国际经验，我们假设 2024 年至 2030 年住房资产占比逐年下降。

(3) 金融资产数据：以居民总资产数据减去非金融资产数据得到，2024 年至 2030 年金融资产占比稳步提升。其中现金及存款占比逐年下降，公募基金、银行理财、寿险准备金及直接投资的股票等资产占比逐年上升。

测算结果见下表：

表2：居民增配金融资产及存款搬家测算（单位：万亿元）

	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
居民总资产	810.01	850.51	893.04	937.69	984.58	1,033.81	1,085.50
yoy	—	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
住房资产	359.86	374.23	384.01	393.83	403.68	413.52	423.34
yoy	—	4.0%	2.6%	2.6%	2.5%	2.4%	2.4%
占比	44.4%	44.0%	43.0%	42.0%	41.0%	40.0%	39.0%
其他非金融资产	88.71	92.26	94.67	97.09	99.52	101.94	104.36
yoy	—	4.0%	2.6%	2.6%	2.5%	2.4%	2.4%
占比	11.0%	10.8%	10.6%	10.4%	10.1%	9.9%	9.6%
金融资产	361.44	384.03	414.37	446.77	481.38	518.34	557.79
yoy	—	6.2%	7.9%	7.8%	7.7%	7.7%	7.6%
占比	—	45.2%	46.4%	47.6%	48.9%	50.1%	51.4%
现金及存款	152.12	157.45	167.82	178.71	190.15	202.15	214.75
yoy	—	3.5%	6.6%	6.5%	6.4%	6.3%	6.2%
占比	42.1%	41.0%	40.5%	40.0%	39.5%	39.0%	38.5%
公募基金	16.56	19.20	22.79	26.81	31.29	36.28	41.83
yoy	—	16.0%	18.7%	17.6%	16.7%	16.0%	15.3%
占比	4.6%	5.0%	5.5%	6.0%	6.5%	7.0%	7.5%
上市公司股票	25.00	28.80	33.15	37.98	43.32	49.24	55.78
yoy	—	15.2%	15.1%	14.6%	14.1%	13.7%	13.3%
占比	6.9%	7.5%	8.0%	8.5%	9.0%	9.5%	10.0%
寿险准备金	30.00	33.03	36.05	39.76	43.81	48.21	52.99
yoy	—	10.1%	9.2%	10.3%	10.2%	10.0%	9.9%
占比	8.3%	8.6%	8.7%	8.9%	9.1%	9.3%	9.5%
银行理财	29.95	32.64	35.22	37.98	40.92	44.06	47.41
yoy	—	9.0%	7.9%	7.8%	7.7%	7.7%	7.6%
占比	8.3%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%
公积金+借出款	54.22	53.76	55.94	58.08	60.17	62.20	64.15
yoy	—	-0.8%	4.0%	3.8%	3.6%	3.4%	3.1%
占比	15.0%	14.0%	13.5%	13.0%	12.5%	12.0%	11.5%
其他	53.60	59.14	63.40	67.46	71.73	76.20	80.88
yoy	—	10.3%	7.2%	6.4%	6.3%	6.2%	6.1%
占比	14.8%	15.4%	15.3%	15.1%	14.9%	14.7%	14.5%

资料来源：Wind，央行《2019 年中国城镇居民家庭资产负债情况调查》，国信证券经济研究所整理

我们回到板块的投资逻辑，具体从非银金融中的券商和保险进行说明。

券商板块：当前证券板块的低估值、高弹性正在被市场发掘。4 月 8 日以来，证券板块涨幅未取得明显超额，呈一定滞涨。一是因为近年来券商重资本业务占比提升，业绩弹性释放往往稍滞后于市场放量；二是因为此前寿险板块杠杆高、弹性大、标的少，分流大部分资金。这种情况近期快速缓解，证券补涨较强势。当前，从资金面角度，活跃的两融资金、ETF 资金持续流入证券行业，为证券行情助力。券商指数距离 9.24 后高点（11 月 8 日）尚有空间，伴随市场指数向上突破，券商指数突破前高概率加大。从业绩角度，上市券商中报已发，大部分券商净利润实现高增，自营及经纪业务是业绩增长主力，券商基本面改善已处进行时。从估值角度，市场活跃度大幅提升背景下，券商作为高贝塔品种估值有望跟随指数上行。证券行业资金面、业绩面、估值面三击行情可期。

存款搬家为券商开拓了新业务机遇。一方面，居民资产直接入市，推升股市活跃度与股价，对券商展业产生直接正面影响；另一方面，居民财富资管化，券商与各大资管机构合作关系紧密，亦有利于业务规模扩张。重点推荐：一是资金使用效率高、机构客户储备强、业务条线全面的券商，受益标的：中信证券；二是 AI 革新，互联网券商受益于技术革新的持续推进，受益标的：东方财富。

保险板块：建议关注负债端及业绩兑现稳健的中国平安及中国财险。

风险提示

存款搬家不及预期的风险；二级市场大幅波动风险；资本市场全面深化基础性制度改革推进不及预期的风险；金融监管趋严的风险；创新推进不及预期的风险等。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032