



## 存款加速搬家

宏观经济点评  
证券研究报告

宏观经济组

分析师：孙永乐（执业 S1130525030004）

sunyongle@gjzq.com.cn

## 存款加速搬家

9 月第二周市场牛市氛围回归，沪指在回调至 20 日均线后再度向上突破，中小盘成长股领涨，头部 AI 明星股成交热度提升。

在政府债和信贷的拖累下，社融同比增速回落 0.2 个百分点至 8.8%。

8 月 CPI 受食品项拖累回落至-0.4%，PPI 在低基数、反内卷等因素影响下上行至-2.9%。以此估算，本月 GDP 平减指数在-1.4%左右。

近期国债收益率持续调整，9 月 10 日 10 年国债收益率一度突破 1.8%的关键点位。

随着多地家电等以旧换新开始进入限量、摇号状况，抢不到券的消费者无疑会延迟自己的购物意愿。以旧换新对居民消费的刺激作用在正在持续减弱。

### 风险提示

中美贸易摩擦、关税上调和全球供应链调整，或致出口波动及企业利润下滑等风险加大

全球地缘政治局势变化及国际市场波动，可能持续影响大宗商品价格及相关行业经营

关注后续国内基本面变化，跟踪出口后续景气度波动以及对经济的影响

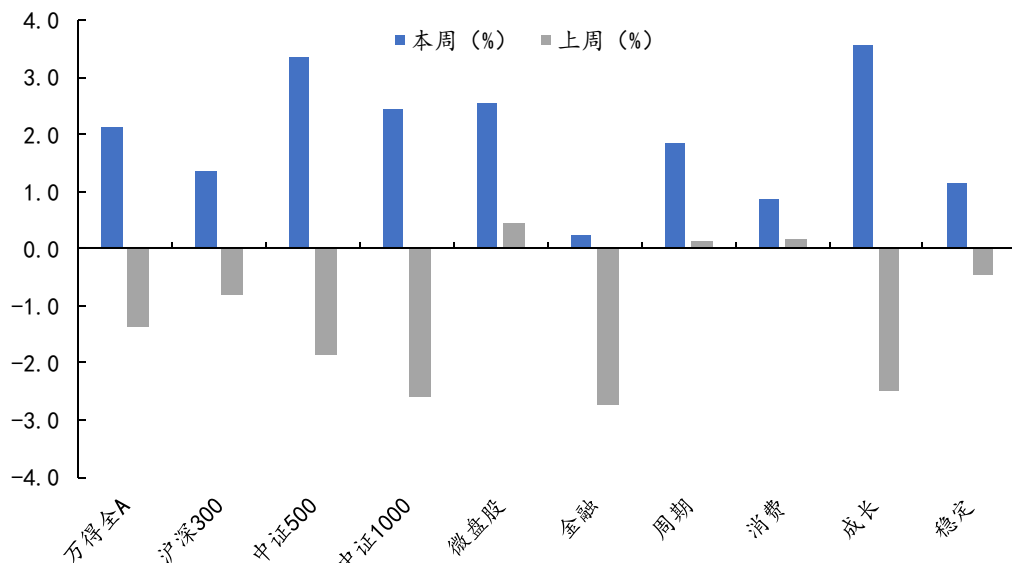


## A 股杠杆与集中度水平进一步上升

9 月第二周市场牛市氛围回归，沪指在回调至 20 日均线后再度向上突破，中小盘成长股领涨，头部 AI 明星股成交热度提升。

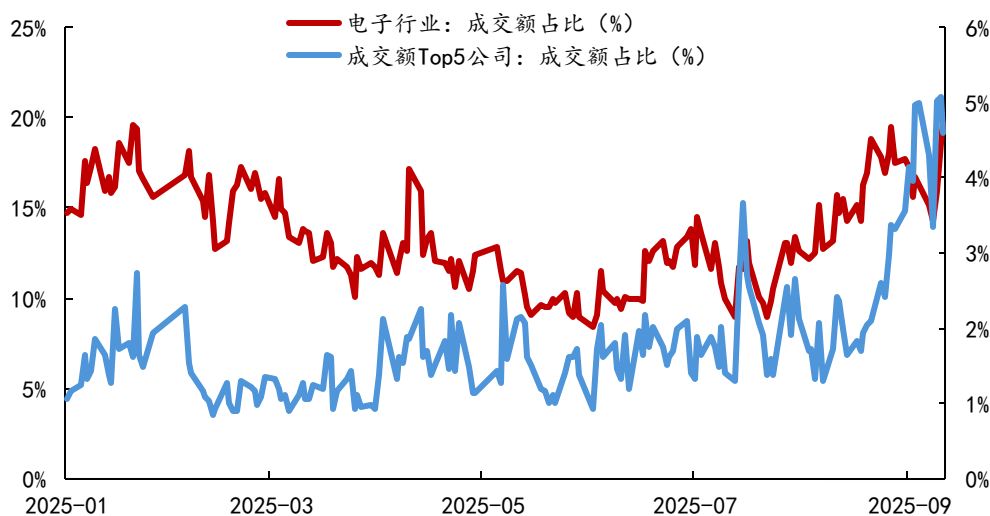
资金面上，本周全市场换手率降至 2.02%，但融资资金余额较上周进一步上升 1.6% 至 2.31 万亿元，主要集中在电力设备、电子等行业板块中，警惕资金抱团可能引发的潜在踩踏效应。外资方面，北向资金本周日均成交额 3002 亿元，较上周下降 13.7%。

图表1：九月第二周 A 股市场整体普涨，中小盘成长风格领涨（单位：%）



来源：Wind，国金证券研究所

图表2：电子、光模块等龙头股的资金拥挤度上升（单位：%）

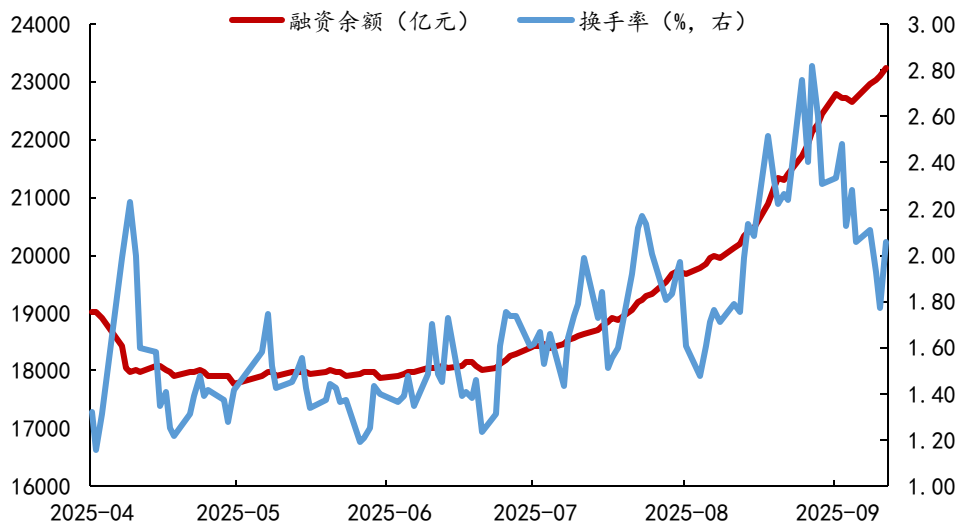


来源：Wind，国金证券研究所

注：取最新收盘日（2025.9.12）成交额最高的五家公司（寒武纪、胜宏科技、立讯精密、新易盛、中际旭创）。

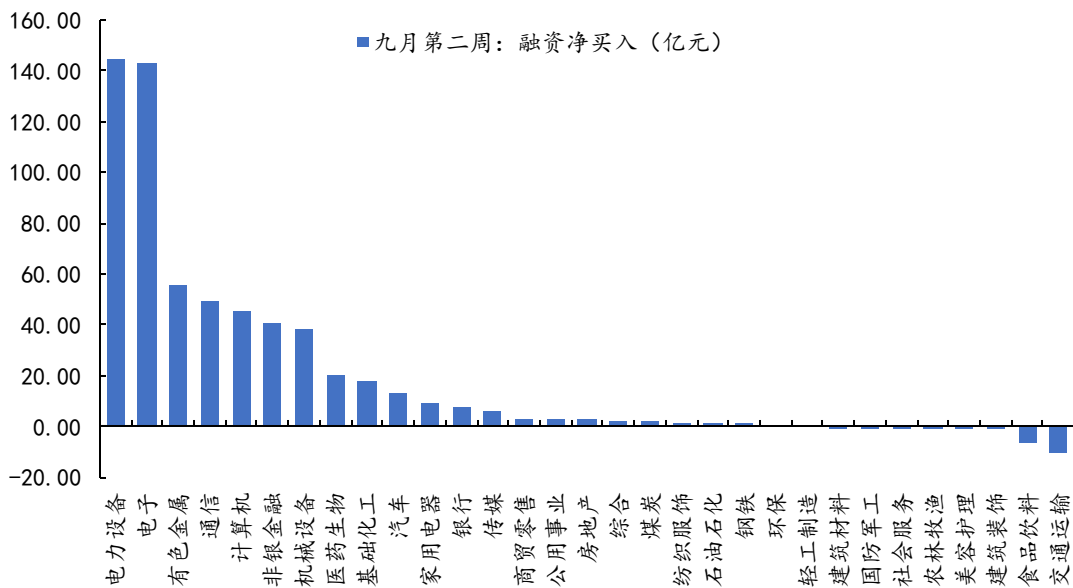


图表3: A股融资余额、换手率 (单位: 亿元, %)



来源: Wind, 国金证券研究所

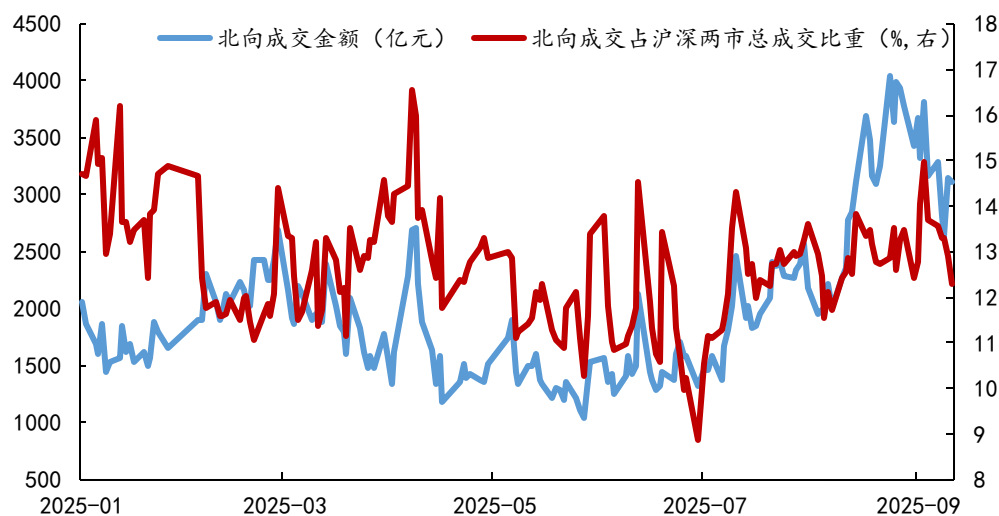
图表4: 融资资金主要净流入电力设备、电子、有色金属、通信等行业 (单位: 亿元)



来源: Wind, 国金证券研究所



图表5: 北向资金成交额、占比继续下降 (单位: 亿元, %)



来源: Wind, 国金证券研究所

## 居民存款继续搬家

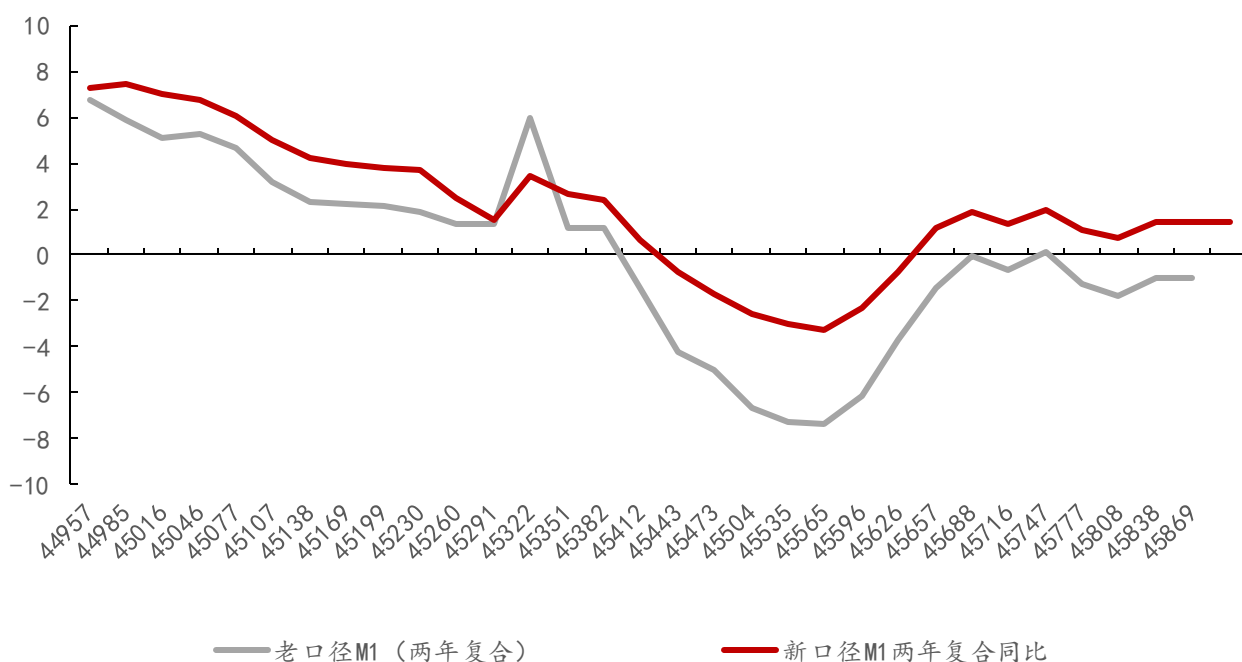
在政府债和信贷的拖累下,社融同比增速回落0.2个百分点至8.8%。按照wind口径估算,剩余政府债发行规模为3.6万亿左右,去年同期发行规模为5.7万亿。即使考虑到财政表示会提前下达部分2026年新增地方政府债务限额,后续政府债或继续拖累社融表现。

M1同比增速在低基数情况下回升至6%,但M1同比两年复合增速仅1.4%,持平7月表现,环比0.2%,略低于2021-2023年三年环比平均增速。M1同比增速虚高。考虑到9月基数依旧偏低,M1同比或维持高位,10月或开始走弱。

实体部门融资意愿不足,居民端,地产持续偏弱,财政贴息在以旧换新政策退坡时对居民消费意愿提振力度有限,居民贷款同比少增1597亿。企业贷款同比偏弱主要是去年票据冲量,基数较高,8月新增中长期贷款4700亿元,几乎持平去年,关注后续财政发力对企业贷款的带动。本月财政存款同比减少近3700亿,表明财政支持力度并不弱。

居民存款同比减少6000亿,非银存款同比多增5500亿,连续2个月大幅多增,居民存款搬家趋势延续。

图表6: M1同比增速 (单位: %)





来源：wind，国金证券研究所

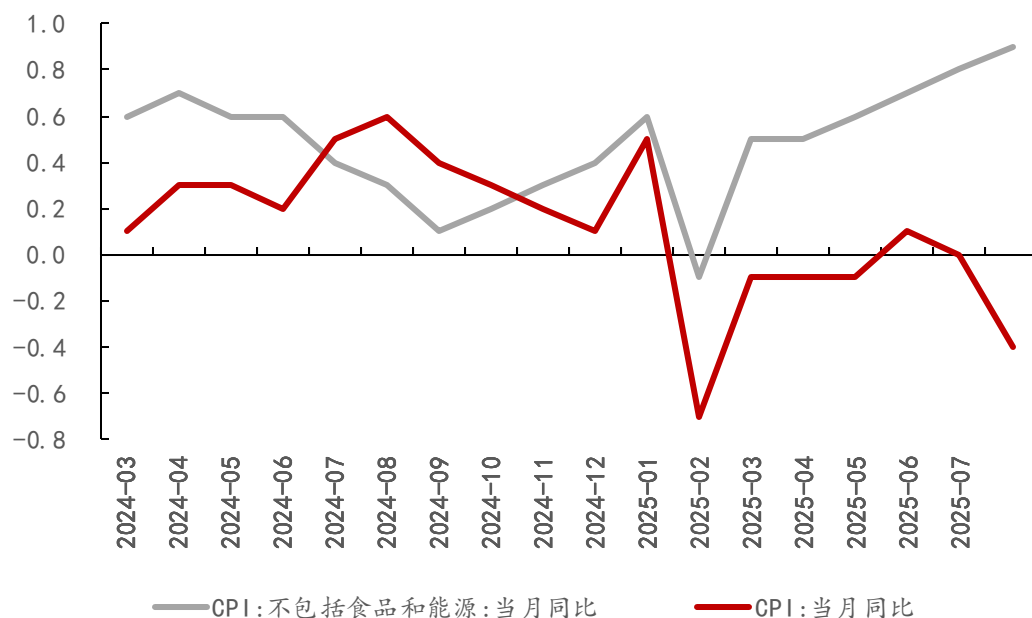
## 基数带来的物价变动

8 月 CPI 受食品项拖累回落至-0.4%，PPI 在低基数、反内卷等因素影响下上行至-2.9%。以此估算，本月 GDP 平减指数在-1.4%左右。

CPI 中核心商品、服务、食品、燃料同比增速分别为 1.3%、0.6%、-4.3%、-7.1%。核心商品维持高位一是以旧换新相关商品价格好转，二是黄金价格大幅上行。往后来看，黄金对商品的支持力度或加大，但以旧换新消费有所走弱，价格涨幅持续性有待观望。去年蔬菜、猪肉价格在三季度维持高位，高基数下，9 月食品项继续拖累 CPI。预计 9 月 CPI 同比或继续负增长。

PPI 同比回升主要是中、上游价格有所好转，其中与反内卷相关的黑色产业链和煤炭产业链对 PPI 同比拖累收敛 0.5 个百分点。中游行业 PPI 同比-0.3，降幅收窄 0.2 个百分点，可能与新能源车等行业价格治理以及部分新兴行业提价有关，如集成电路封装测试系列价格上涨 1.1%，船舶及相关装置制造价格上涨 0.9%。但受需求拖累，下游价格继续偏弱。随着反内卷交易退坡，大宗商品价格环比有所降温，但考虑到去年低基数，预计 9 月 PPI 同比继续小幅回升。

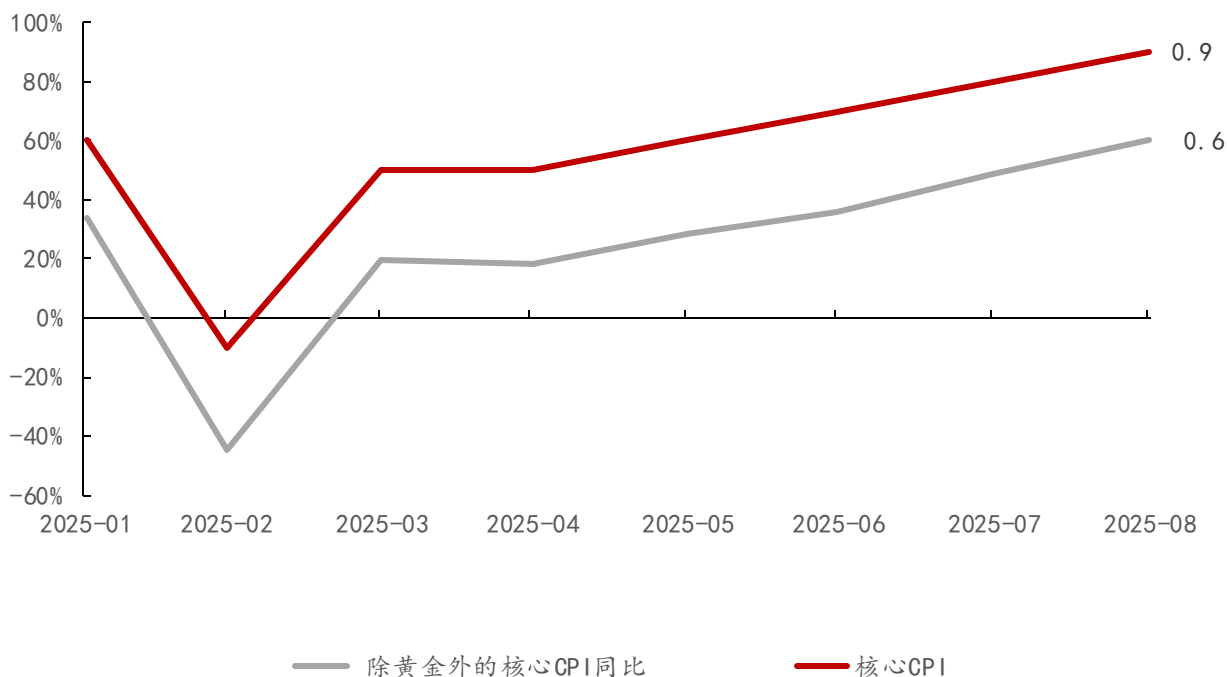
图表7：核心 CPI 与 CPI 的分化（单位：%）



来源：同花顺 iFind，国金证券研究所



图表8：除黄金之外的核心CPI同比估算（单位：%）



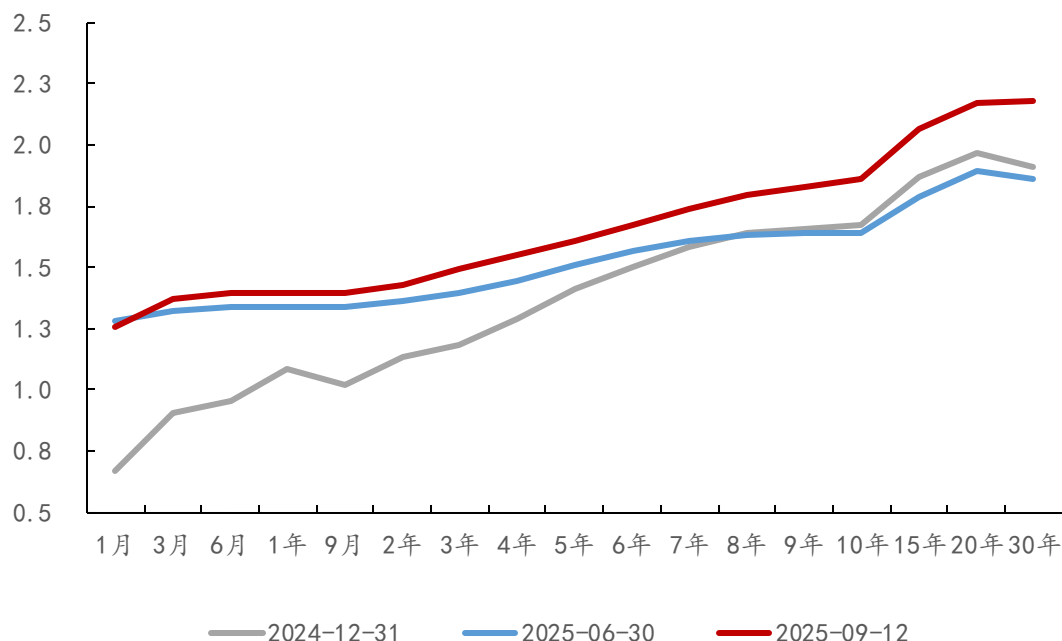
来源：wind，国金证券研究所

## 国债突破 1.8%

近期国债收益率持续调整，9月10日10年国债收益率一度突破1.8%的关键点位，30年国债收益率也上行接近2.1%。此次债券市场调整我们认为可能有这么几点因素：一是《公开募集证券投资基金销售费用管理规定（征求意见稿）》调整了债基的赎回费率，此前债基的赎回费率多数以7日为界，7日以内赎回费率为1.5%，7日以上为0。调整后为7日以内赎回费率为1.5%，30日以内赎回费率1%，6个月以内赎回费率0.5%。此前，机构往往将短债债基作为流动性管理工具（持有时间往往较短），此次改革后，投资者可能需要支付至少0.5%的赎回费，考虑到债基收益率本身较低，其对机构的吸引力预计大幅下滑。二是股债跷跷板继续影响债券收益率，目前股票市场情绪依旧较为乐观，A股盘中一度突破前高，在这样的情况下，债券面临一定压力。三是债券情绪偏弱，在债券收益率持续调整的情况下可能出现了小规模恐慌性抛售。



图表9：国债收益率曲线“熊陡”（单位：%）



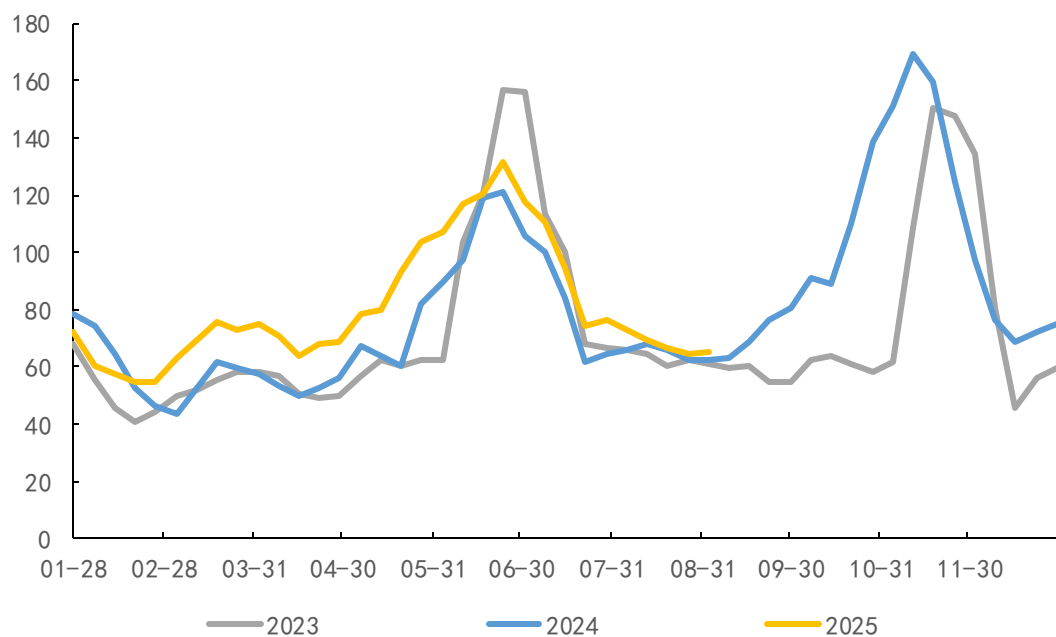
来源：同花顺 iFinD，国金证券研究所

## 家电消费的压力初现

下半年“以旧换新”政策继续退坡，如2025年8月30日零时起，广州暂停实施汽车“置换更新”补贴政策。9月20日之后，上海将家电家居以旧换新补贴活动方式更改为报名+摇号。

随着多地家电等以旧换新开始进入限量、摇号状况，抢不到券的消费者无疑会延迟自己的购物意愿。以旧换新对居民消费的刺激作用在正在持续减弱。8月高频数据显示主要家电销量同比增长从7月末的18%快速下滑至8月4.7%。9月1-7日，全国乘用车市场零售30.4万辆，同比去年9月同期下降10%，汽车销量明显下滑。需要关注的是，去年9月开始，家电、汽车等销量在以旧换新的支撑下明显上行，高基数或明显拖累9月以旧换新商品销量同比。

图表10：主要家电销量承压（单位：%）



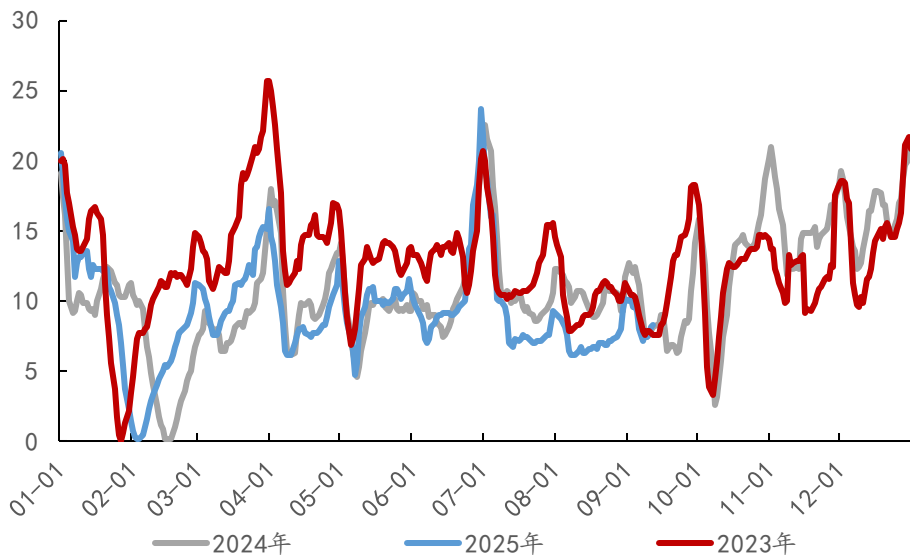


来源：同花顺 iFinD，国金证券研究所

## 地产销量尚未明显好转

本轮北京、上海、深圳政策陆续放松对地产销量的刺激力度显著弱于去年 924。9 月第二周一线城市商品房成交面积 8.3 万平方米，去年同期为 8.1 万平方米。关注地产政策后续的变化。

图表11：地产销量边际好转（单位：%）



来源：同花顺 iFinD，国金证券研究所

## 风险提示

中美贸易摩擦、关税上调和全球供应链调整，或致出口波动及企业利润下滑等风险加大  
全球地缘政治局势变化及国际市场波动，可能持续影响大宗商品价格及相关行业经营  
关注后续国内基本面变化，跟踪出口后续景气度波动以及对经济的影响





## 特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

| 上海                                | 北京                                 | 深圳                                     |
|-----------------------------------|------------------------------------|----------------------------------------|
| 电话：021-80234211                   | 电话：010-85950438                    | 电话：0755-86695353                       |
| 邮箱：researchsh@gjzq.com.cn         | 邮箱：researchbj@gjzq.com.cn          | 邮箱：researchsz@gjzq.com.cn              |
| 邮编：201204                         | 邮编：100005                          | 邮编：518000                              |
| 地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号<br>紫竹国际大厦 5 楼 | 地址：北京市东城区建国门内大街 26 号<br>新闻大厦 8 层南侧 | 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心<br>18 楼 1806 |



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究