

策略解读

再议存款搬家

◆ 策略研究 · 策略解读

证券分析师：王开

021-60933132

wangkai8@guosen.com.cn

执证编码：S0980521030001

事项：

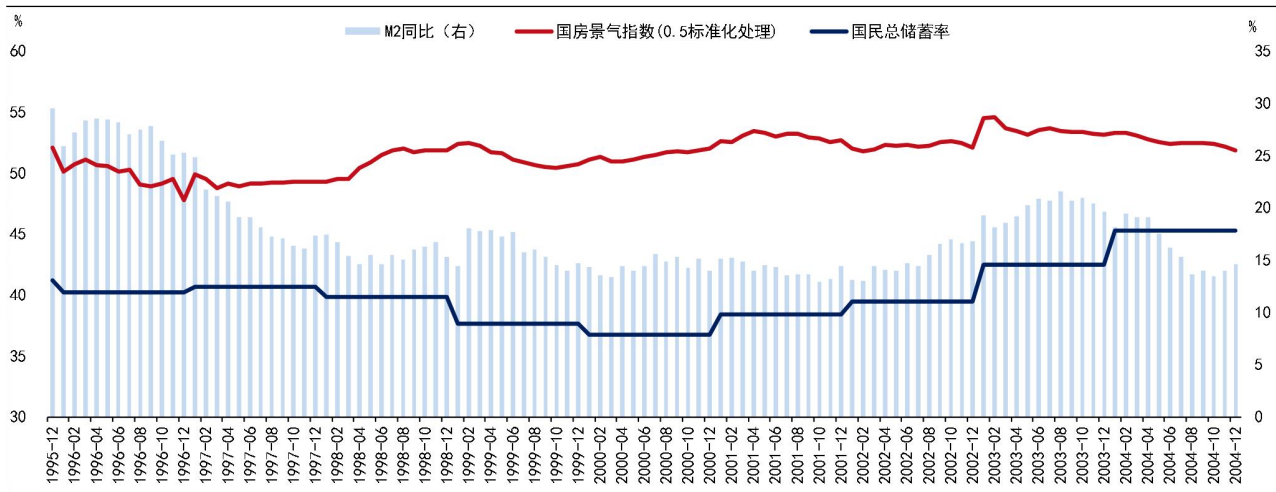
根据历史规律与当前宏观趋势，第八轮居民存款搬家周期已于2025年初启动，资金正持续从银行体系流向权益市场，对A股中长期走势构成强劲支撑。本轮搬家兼具“低利率推力”与“资本市场拉力”，政策层面通过深化金融改革、提升上市公司质量与分红水平，系统性增强A股投资吸引力。与2007年和2015年股市驱动周期类似，本轮资金迁徙预计将推动A股市场企稳回暖，带来增量资金入场、融资余额扩张及投资者开户数增长。居民对经济信心逐步修复，叠加定期存款到期潮，共同促成资产再配置。随着赚钱效应显现和制度红利释放，A股有望迎来中长期良性发展，居民资产结构向权益市场转移趋势或将持续深化。

观点：

◆ 从存款搬家谈起

通过对历史上多轮居民存款搬家周期的剖析，我们可以发现，每一次大规模的资产迁徙都并非偶然事件，而是政策引导、市场环境、居民预期三者同频共振的结果。新一轮的存款搬家浪潮，并非一次孤立的行为突变，而是一场在宏观层面奠定基础、在微观层面顺势而为的历程。本文对于1996年至2004年末的早期阶段，主要依据国民总储蓄率、M2同比增速和国房景气指数三大指标的联动关系进行研判。研究发现，1998年至2000年间发生了一次标志性的居民资产再配置过程，可被视为一段早期“存款搬家”现象。该时期国民总储蓄率出现了连续下滑，从接近40%的水平降至约36%，清晰表明居民储蓄意愿减弱；与此同时，M2增速保持强劲，为资金流动提供了充裕的流动性背景；而尤为关键的是，同期的国房景气指数走出了强劲的上升曲线。这三项指标的协同变化构成了完整的证据链，表明本轮搬离银行体系的资金主要流向了在住房商品化改革推动下、预期向好的房地产市场，标志着中国居民资产配置行为的一个重要转折。

图1：M2同比、房地产景气度和储蓄率对比

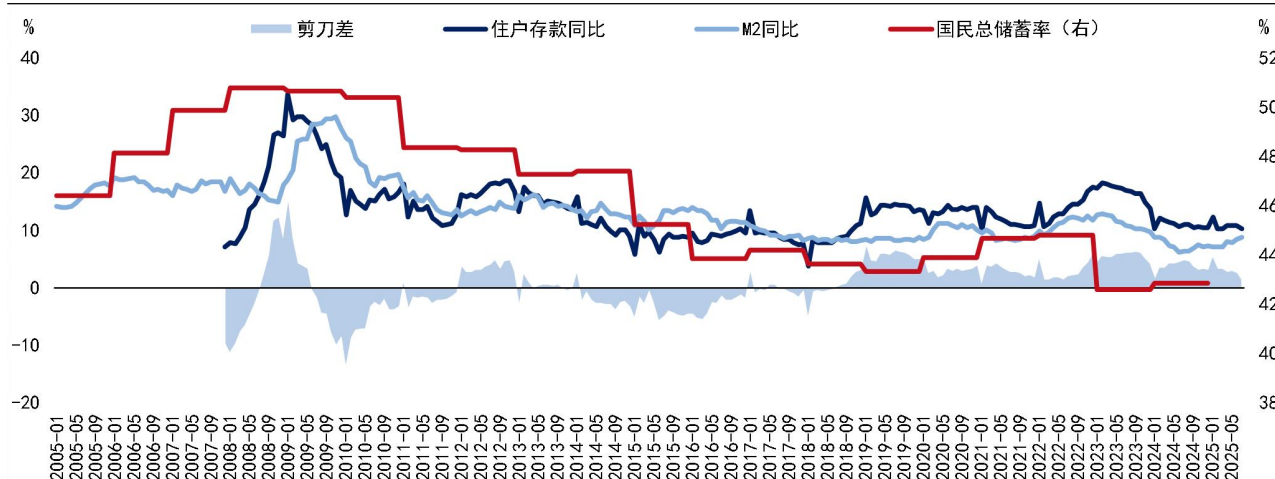


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

自2005年初起，随着央行住户存款数据的持续公布，本文用住户存款同比增速与M2同比增速之差“剪刀差”指标为标准进行划分。当剪刀差为负或出现显著收窄时，表明住户存款增速已系统性低于货币总量增

速，资金正从银行体系流向其他领域，据此可界定存款搬家的起止时点。基于这一客观标准，我们对 2005 年至 2024 年的数据进行了系统梳理，先后划分出七轮完整的存款搬家周期。目前，剪刀差自 2025 年初起已呈现从高位连续、快速回落的态势，表明第八轮存款搬家周期正在发生，居民资产配置的新一轮新变化已然开启。

图2：住户存款和 M2 同比轧差走势



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

我们对前 7 轮的居民存款搬家回顾总结如下：

表1：历史上八轮“存款搬家”复盘梳理

轮次	时间范围	划分标准（核心依据）	周期特点与宏观背景驱动因素
第一轮（早期周期）	1998 年初-2000 年底	国民储蓄率趋势性下滑+国房景气指数持续回升。 储蓄率从 39.8%降至 36.7%；国房指数从 98.6 点升至 104.0 点。剪刀差数据虽不全，但逻辑链条完整。	住房改革与降息驱动。1998 年住房商品化改革启动，取消福利分房，同时央行多次降息并征收利息税。居民储蓄意愿大幅降低，释放出的资金主要流向刚刚起步的房地产市场，标志着居民资产配置从单一存款转向房产的元年。
第二轮（股市驱动）	2005 年初-2007 年末	剪刀差由正转负，趋势性下降。 2006 年中开始偶现负值，2007 年 3 月（-4.23%）后深度转负并持续。	股权分置改革牛市。A 股迎来史上最大牛市，赚钱效应显著。居民储蓄大规模涌入股市，存款增速显著低于货币总量增速，形成了经典的由资本市场引发的存款搬家。
第三轮（政策刺激）	2007 年底-2010 年初	剪刀差在短暂回升后，再次深度转负。 2009 年 6 月（-0.26%）转负，2010 年 1 月创历史极值（-13.40%）。	金融危机与“四万亿”刺激。为应对全球金融危机，我国推出大规模投资计划，货币环境极度宽松（M2 增速近 30%）。资金大量流向基建及相关投资领域，而非沉淀在存款中。
第四轮（恢复调整）	2010 年中-2013 年末	剪刀差从极端负值修复至零轴附近波动。 负值程度持续收窄，但在 2011-2012 年间多次小幅转负。	后危机时代的调整。经济逐步恢复，刺激政策退出。资金在存款与其他资产间摇摆，股市表现平淡，楼市调控加码，存款搬家进入间歇期和观望期。
第五轮（金融创新）	2014 年初-2015 年末	剪刀差再次趋势性转负并长期维持。 2013 年初即转负，2014-2015 年持续为负，最低点达 -5.58%（2015 年 6 月）。	互联网金融与杠杆牛。“余额宝”等产品崛起，高收益和便捷性吸引了庞大资金流入货币基金。同时，A 股经历暴涨暴跌，资金在理财与股市间快速流动，居民理财意识普遍觉醒。
第六轮（去杠杆与疫情）	2017 年-2020 年	剪刀差先负后正，波动剧烈。 2018 年初因去杠杆大幅转负，同年下半年快速回正；2019 年又从高位趋势性下降。	资管新规与黑天鹅冲击。资管新规落地，打破刚兑，推动理财净值化转型。资金寻找新出路，后被 2020 年初新冠疫情带来的不确定性打断，资金短暂回流存款避险。
第七轮（低利率时代）	2020 年中-2024 年底	剪刀差从高位趋势性下降并转入长期负值。 2021 年中正式转负，持续至 2024 年底。期间虽有反弹，但整体处于负值区间。	“资产荒”与持续降息。货币政策宽松，银行存款利率多次下调，居民寻求更高收益资产。资金持续、大规模地流向银行理财、债券基金等低风险资管产品，持续时间最长。
第八轮（新周期起点）	2025 年初至今	剪刀差从高位显著、连续下降。 从 2025 年 1 月的 5.36%大幅回落至 7 月的 1.47%，降幅达 3.89 个百分点，符合“明显减少”标准。	新周期的开端。预计由资本市场改革深化、潜在存款利率下调以及新的赚钱效应（如股市回暖）共同驱动。居民资产配置可能正再次向非存款金融资产倾斜，新一轮搬家周期正在开启。

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

◆ 历史周期的共性：“推拉”模型框架的构建

纵观前七轮存款搬家，其发生和发展均遵循一个清晰的“推拉”模型框架。其一，“推力”可视将为资金导出金融体系流向实体的力量，“推力”的核心在于降低存款资产的相对吸引力，其主要构成如下：（1）

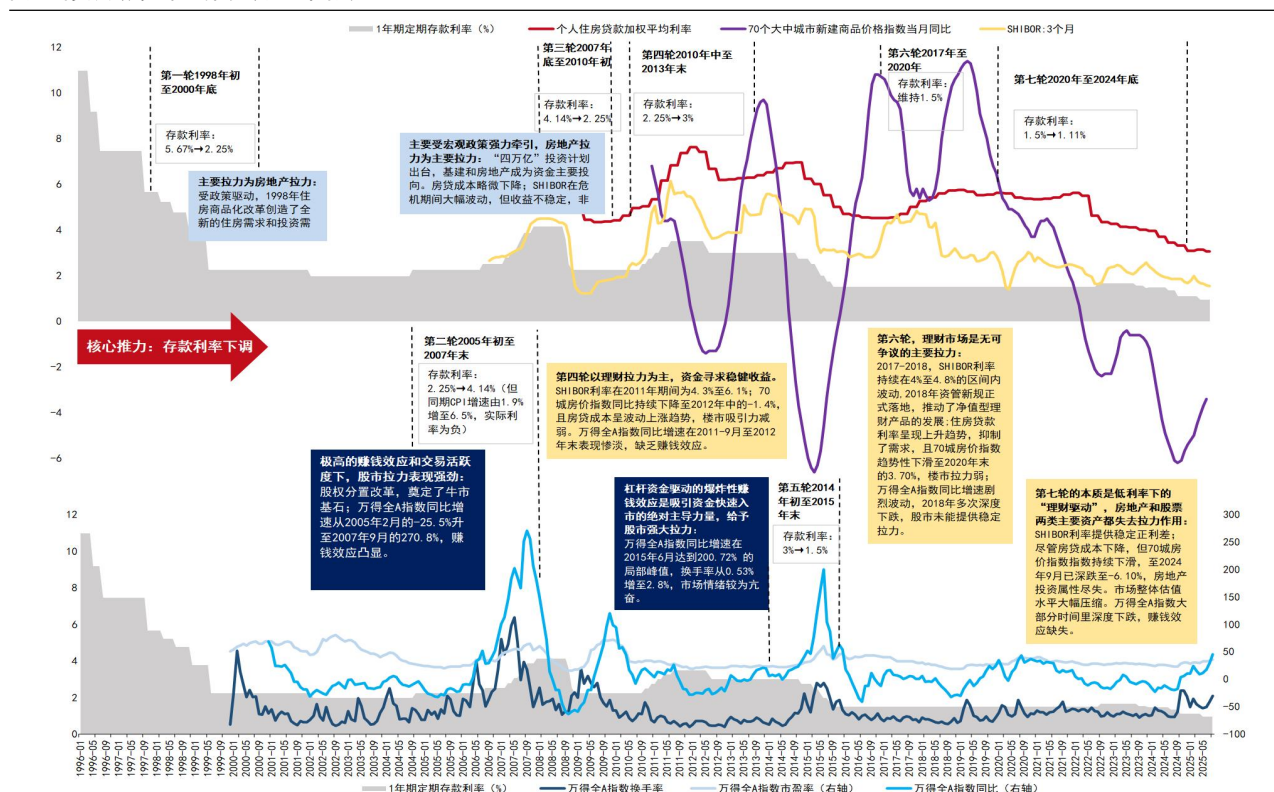
政策利率推力（核心工具）：存款利率的持续下调是最直接、最强大的推力。通过降低无风险收益率，政策制定者有意引导资金离开银行体系，进入实体经济与资本市场，以降低社会融资成本。（2）**监管规则推力：**监管政策的变革直接堵住了资金“高息揽储”的旁路。最典型的案例是2024年监管部门对银行“手工补息”等不规范行为的集中叫停。此举彻底消除了部分存款产品的“超额收益”，使得一大批追求稳健高收益的资金不得不另寻出路。（3）**通胀隐性推力（长期因素）：**当名义存款利率低于通货膨胀率（CPI）时，实际利率为负，导致存款购买力实际上在缩水，隐性驱动着居民将资金投向能跑赢通胀的资产。

其二是“拉力”，将资金吸入资本市场的力量，其核心在于提升风险资产的预期吸引力，其主要构成如下：

（1）**资本市场拉力的财富效应：**股票、基金等市场的赚钱效应是最强大的拉力。历史周期反复证明，当股市出现显著的、持续的上涨行情时（如2007年、2015年），存款搬家的规模和速度会达到顶峰。本轮周期中，A股市场的企稳回暖以及部分板块的结构性行情，开始重新创造赚钱效应，吸引了增量资金的关注。（2）**理财创新拉力替代效应：**财富管理市场的深度和广度拓展，为居民提供了丰富的存款替代品。从早期的货币基金，到如今的银行理财子产品、纯债基金、固收+产品等，这些产品在风险可控的前提下，提供了高于存款利率的中长期收益率，成为了吸纳搬家资金的主要“蓄水池”。（3）**消费与产业政策拉力的机会成本：**促消费、促产业升级的政策通过提升居民的未来收入预期和创造新的投资机会，间接形成拉力。当消费者对自身就业和收入增长信心充足时，更倾向于减少预防性储蓄，增加即期消费或投资。国家对新能源、半导体等战略产业的扶持，也创造了新的投资主题，吸引了部分风险偏好较高的资金。

为量化分析上述“推拉”力，我们选取了以下关键指标：一年期定期存款利率作为核心“推力”指标，“拉力”指标则分为三类——反映房地产吸引力的个人住房贷款加权平均利率和70个大中城市新建商品住宅价格指数走势，反映股市吸引力的万得全A指数市盈率、换手率及同比涨幅，以及反映理财市场吸引力、代表货币基金等现金管理类资产收益的Shibor 3个月利率。

图3：存款搬家的“推拉”力指标分析



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

通过对前七轮存款搬家周期的分析，我们根据推拉主导模式的不同（地产、股市、基金理财），将其归纳为三个具有鲜明共性的类型，如下表所示：

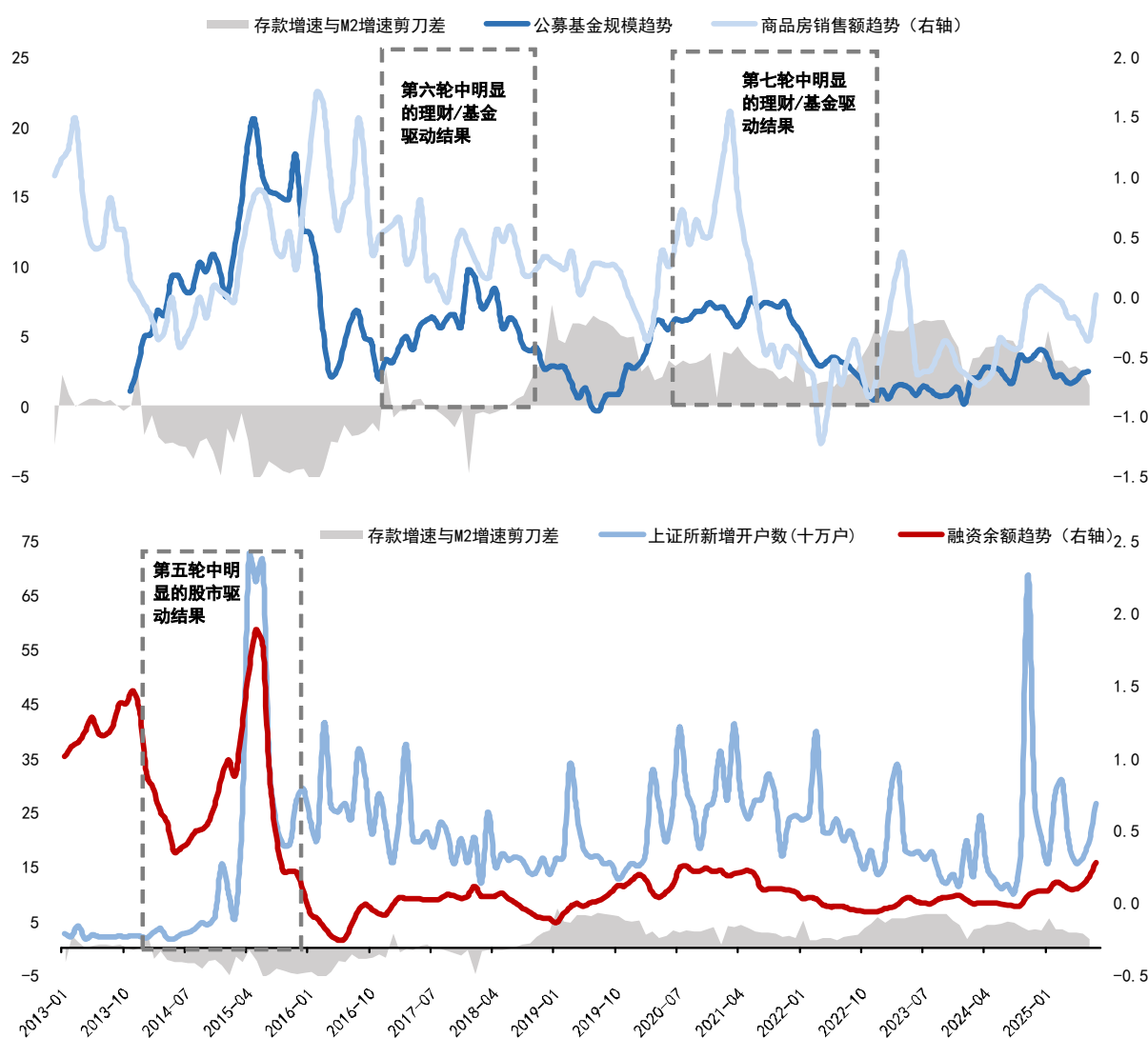
表2: 历史前 7 个轮次的组别划分

组别名称	核心推力特征	核心拉力特征	包含的历史轮次	划分依据与典型时期
房地产驱动型	存款利率快速、大幅下调	房贷利率降低, 房价进入上涨周期	第一轮、第三轮	政策强制刺激驱动(1998 房改、2009 “四万亿”), 资金大规模流向楼市。
股市驱动型	存款利率平稳或小幅下调	股市估值提升, 交易活跃, 赚钱效应显著	第二轮、第五轮	资本市场改革催生牛市(2005 股改、2014-2015 杠杆牛), 资金急速涌入股市。
资管驱动型	存款利率长期、缓慢下行至历史低位	货基、理财等替代品收益优势凸显, 资管产品丰富	第四轮、第六轮、第七轮	低利率环境与“资产荒”下, 资金寻求稳健收益, 持续流入资管产品。

资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

基于不同驱动情境的搬家路径验证: 存款搬家的最终去向需要通过结果指标来验证。融资余额和上证所新增开户数的趋势直接衡量了资金流入股市的活跃度; 公募基金规模趋势增长反映了资金流向资管产品的情况; 而商品房销售额同比则刻画了资金进入房地产市场的规模。

图4: 基于存款搬家不同情境的路径分析



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理, 注: 同比指标中公募基金规模趋势值以 2014-01 为基期, 融资余额趋势和商品房销售额趋势两个指标以 2013-01 为基期。

对这三组的结果指标分析印证了上述划分的合理性。房地产驱动组在对应时期(如 2009 年)商品房销售额趋势值飙升, 清晰表明楼市是这类资金的核心去向。股市驱动组则表现为融资余额与新增开户数的暴增,

例如在 2015 年，反映了资金“闪电入市”。而资管的特点是公募基金规模持续、稳健地扩张，尤其在 2017 年后的周期中，即便股市和楼市表现平淡，公募基金规模趋势向上明显，成为吸纳搬家资金的“主力军”。

新一轮存款搬家的历史参照与前景展望：对历史上多轮存款搬家周期进行细致的分组研究，核心目的之一在于为研判正在发生的新一轮资金迁徙提供参照系。通过构建“推拉式”分析框架并结合结果指标验证，我们发现当前正在展开的第八轮存款搬家，其特征与历史上的“股市驱动组”最为相似，尤其是与 2007 年及 2014-2015 年的周期具有一定的可比性。

从推力层面看，当前一年期定期存款利率已降至历史低水位，这与股市驱动组中利率环境提供的强大推力背景一致。低利率政策持续挤压传统存款的收益空间，构成资金寻求出走的坚实基础。从拉力层面看，本轮搬家的核心引力正呈现出向资本市场集中的趋势。这不仅是基于万得全 A 指数同比涨幅等指标已显现出的回暖迹象，更深层次的动力源于一场深刻的资本市场制度改革。从中央金融工作会议提出“金融强国”建设目标，到“新国九条”强调强化上市公司分红和提升投资价值，一系列旨在完善资本市场基础制度、增强内在稳定性的政策措施，正在系统性地重塑 A 股市场的投资生态和估值体系。这种通过顶层设计提升股市长期回报预期的努力，与 2005 年股权分置改革和 2014 年“新国九条”催生牛市的政策逻辑一脉相承，构成了本轮搬家不同于其他组别的、独特的强大政策拉力。

据此研判，本轮存款搬家的最终目的地，将大概率重现“股市驱动型”的经典路径，即资金有序向权益资产转移。后续有望继续看到证券客户交易结算资金余额的趋势性回升、融资融券余额的显著扩张以及新增投资者开户数量的持续增长。当然，在居民资产配置行为日益多元化的今天，资金流向并非完全排他。部分风险偏好较低的资金仍会延续过去几年的习惯，流入净值型银行理财、债券基金等低波动产品，形成“理财与股市双向分流”的格局。综合来看，基于剪刀差的陡峭下行斜率以及强有力的政策催化，我们认为股市将成为吸纳本轮搬家资金的主渠道，其相对吸引力与资金流入强度预计将显著高于理财市场。

本轮搬家的一个关键特殊性在于，它不仅是推拉式作用的结果，更是居民信心层面的一次关键转变。与其说是居民的风险偏好发生了激进转向，不如说是对经济前景和资本市场长期信心的逐步修复。此前数年，受经济下行与疫情反复等因素影响，居民风险偏好极度收缩，表现为“超额储蓄”的积累。而当前，宏观经济的企稳向好与政策的持续发力，正在逐步扭转此前保守的预期，使得居民愿意将资金从“安全但低效”的存款中取出，投向“虽有风险但更具潜力”的领域。这种信心重塑与一个关键时点形成了完美共振：2024 年末至 2025 年，恰逢史上最大规模的定期存款到期潮。过去几年积累的巨额定期存款集中到期，为居民提供了资产再选择的绝佳机会。是继续转存并接受更低的利率，还是投向其他领域？政策与市场提供的“推拉式”在这个时候给出了清晰的指引，居民顺理成章地“顺势而为”，完成了大规模的资产结构调整。

这一系列变化清晰地表明，本轮搬家并非一次孤立的政策突变，而是政策层面长期谋划引导与居民层面理性选择共同作用下的必然结果，是一场蓄势待发的顺势而为。更重要的是，在相关推拉力的持续作用下，居民的储蓄与投资习惯可能正在发生一场更深层次的转变。我们不仅关注到存量存款的搬家和到期资金的迁徙，更不能忽视未来增量资金的力量，如每月新增的收入，其分配路径也可能悄然改变。如果越来越多的新增资金通过定投基金、购买理财等方式直接进入资本市场，这将意味着居民资产配置行为的结构性的转变正在被固化，其对于促进内需、优化融资结构和资本市场长期发展的影响将更为深远。

综上所述，第八轮居民存款搬家是历史规律的又一次展现。它再次证明了当“低利率推力”与“股市政策与赚钱效应拉力”同时具备时，中国居民的资产配置偏好会发生清晰的转向。接下来的关键，在于资本市场能否持续兑现改革的红利，以稳健的长期回报真正留住这些迁徙的资金，从而实现居民财富增值与资本市场高质量发展之间的良性循环。

◆ 风险提示：

（1）**市场高频波动风险**。鉴于数据局限性和市场复杂性，本报告中的情景假设和判断多为定性分析，并非精确预测。实际市场走势可能受到多种因素影响，包括宏观经济政策、国际市场环境、突发事件等。

（2）**市场动态性变化调整风险**。市场实际运行是动态变化的，资金流向和投资者行为会随着市场环境的变化而调整。因此，本报告的结论需要持续跟踪和动态调整。

相关研究报告：

《策略解读-交易资金眼中的牛市》——2025-09-02

《策略解读-时隔半年，再次看多黄金》——2025-08-30

《策略快评-2025 年 9 月各行业金股推荐汇总》——2025-08-28

《策略解读-科创牛：规律和展望》——2025-08-28

《策略解读-3800 点之后怎么看》——2025-08-24

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±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±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（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有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