

策略周评 20250823

居民存款搬家的两个认知偏差

2025 年 08 月 23 日

证券分析师 陈刚

执业证书：S0600523040001

cheng@dwzq.com.cn

研究助理 林煜辉

执业证书：S0600124060012

linyh@dwzq.com.cn

近期 A 股持续走强，沪指周五收盘突破 3800 点、续创十年新高。市场广泛地将指数上涨归因于“居民存款”搬家带来的流动性逻辑。我们就此提出两个思考：

- 1) 本轮市场上涨驱动的核心来自于存款搬家的流动性逻辑吗？
- 2) 新增开户数量是否能够准确刻画本轮散户入市的行为？

■ 驱动本轮指数上涨的本质是内外叙事的转变

流动性之所以能够从外部资金条件成为驱动市场上涨的因素，必然是叙事发生了变化。诚然，随着定期存款、理财产品收益率下行，居民部门确实存在资产配置结构调整的内在需求，这在长期维度上是成立的。但值得注意的是，这一逻辑的存在与演进并非始于近期，而是长期趋势力量，却为何成为了近期市场上涨的理由？我们认为，这本质上是短期宏观层面内外部的叙事都发生了转变。

6 月以来，市场形成了两大关键叙事逻辑。内部来看，反内卷+需求刺激的政策组合拳改善了市场的盈利预期。7 月习总书记强调“依法依规治理企业低价无序竞争，推动落后产能有序退出”，反内卷顶层设计逐步清晰，政策导向持续强化；同时以雅江水电站为代表的大基建项目开工打开了需求扩张的空间，这共同强化了市场对经济供需格局优化、ROE 企稳的预期。市场基于 2016 年的经验和宽松的流动性环境，对盈利拐点进行快速定价，周期权重接力银行成为指数上行的动力。随着反内卷和需求刺激的政策持续推进，PPI 有望率先触底回升，进而推动企业盈利改善，将成为指数进一步上行的重要动力。

外部来看，弱美元是市场开启行情的重要宏观因素。美联储开启降息周期以来，美元和 A 股对应有三个关键节点。第一个节点是 2024 年 9 月降息落地后，我国政策空间也打开，A 股交易内外宏观政策转向，指数迎来反弹；第二个节点是 2025 年 1 月，伴随着美国经济放缓，美元指数于 110 点见顶回落，同时 A 股开启“东升西落”交易。第三个节点是 2025 年 6 月下旬，美元指数跌破 4 月低点，沪指三连阳向上突破，随后维持慢牛趋势。在强美元和中美利差走扩的背景下，资金将会进行类 Carry trade 交易，压制估值。而随着 6 月末美元跌破前低，外部叙事条件成立，海外流动性边际转向宽松、人民币资产吸引力提升。

流动性是市场上涨的必要条件而非充分条件，后市行情更重要的是关注叙事的持续性。对于内外部两个重要叙事而言，短期都将进入重要的验证窗口期。内部叙事关键是关注接下来的 PPI 数据。当前 PPI 已经连续两个月筑底，6 月、7 月均同比负增 3.6%，若后续 PPI 仍未出现明确的回升信号，则表明政策落地到物价回升并未如预期般顺畅，则盈利修复的节奏可能仍有波折。外部叙事需要关注 9 月美联储议息会议。虽然鲍威尔在杰克逊霍尔央行进行了偏鸽派的发言、暗示将要降息，但是此前 A 股投资者普遍对降息有更为乐观的预期。因此，9 月降息落地确定性较高，但降息幅度可能不及市场的最乐观预期。

■ 新增开户数难以准确刻画本轮牛市中的散户入市行为

流动性作为交易的结果，也可以反映市场的交易状态。基于居民存款搬家逻辑，当前市场形成两点共识：一是从新增开户数据来看，大规模入场仍未发生，指向行情仍有一定的空间；二是若散户资金大规模入场，大盘有望迎来加速上涨甚至逼空的行情，而这也被视作行情进入尾声的信号。

由此，沪深交易所新增开户数据成为市场重点关注的指标。但需明确的是，有效跟踪的核心在于选择适配的指标。因为在不同的市场环境，散户的入市路径与行为特征存在显著差异。若指标选择与市场环境错配，将难以准确捕捉散户动向，进而影响判断的有效性。

相关研究

《重视小金属“涨价”投资机会——主题掘金（250821）》

2025-08-21

《星座组网、招标提速，重视商业航天产业趋势——主题掘金（250819）》

2025-08-20

牛市分为全面牛市和结构牛市，两种牛市中散户入市行为有显著差异。

- 全面牛市演绎的是普涨行情，典型的是 2006-2007 年和 2015 年的大牛市。在“遍地是黄金”的行情中，散户多选择直接入市。在这两轮全面牛市中，上交所新增开户数绝对值和同比增速均出现了明显的高峰，2007 年 5 月单月新增开户数接近 300 万户；2015 年 4 月至 6 月，上交所新增开户数均在 700 万户附近。另一个侧面作证是 2024 年 9 月宏观政策转向后，在自媒体时代，牛市的论调快速发酵，2024 年 10 月新增开户数量也接近 700 万，散户直接入市的积极性明显提升。全面牛市的特征是行业轮动迅速，个股普涨概率高，对于散户而言，投资的胜率也较高，且赚钱效应明显，因此更偏向于直接入市。此时，跟踪沪深交易所新增开户数量能够较好的追踪散户入市的节奏。
- 结构牛市则是主线行情，部分板块将有显著的超额收益，典型的是 2019 年-2021 年的核心资产行情。由于散户选股能力偏弱，在结构性行情中容易偏离主线，不仅无法赚取收益，还可能产生亏钱效应。因此，在这样的牛市环境中，散户选择间接入市，即通过公募基金、私募基金、ETF 等渠道进入市场。核心资产行情中，上交所新增开户数量并未出现明显增加，但偏股基金新成立份额却达到了历史峰值。这种现象背后的逻辑就是结构性行情中板块收益分化明显，散户直接投资的风险收益比下降，通过专业机构参与市场成为更优选择。此时，跟踪公募、私募以及 ETF 基金规模来刻画散户行为更为合适。

中国经济正处于新旧动能转换关键期，传统增长模式逐步让位于新质生产力，这一进程决定了市场将演绎结构性行情。在此背景下，若仅以新开户数量衡量当前市场热度，容易陷入逻辑陷阱。因为结构性行情中散户更倾向于通过基金、ETF 等间接方式入市，新开户数已无法全面反映散户真实入场规模，单纯以此判断市场热度，难免低估当前市场的实际参与程度与资金潜力。

■ 总结与后市展望

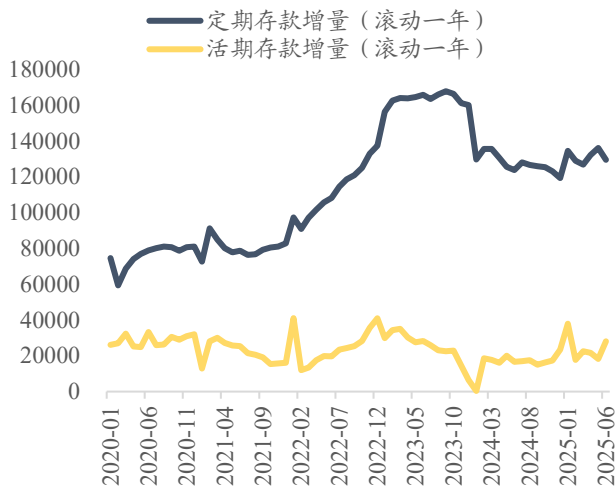
企业盈利复苏和弱美元的叙事均将在 9 月进入关键的验证窗口期。叙事短期可能有波折，但中期确定性较强，因此我们对市场依然持乐观态度，A 股慢牛趋势不改。市场依然会围绕产业趋势强劲的板块进行交易，主线方向“强者恒强”。这一方面是因为经济新旧动能切换时期，景气有明显分化；另一方面从增量资金来看，散户入市仍处于初步阶段，机构资金依然有较强的定价能力、主导主线趋势行情。而随着行情演绎，散户更可能通过间接入市的方式参与市场，进一步强化机构的定价权，形成抱团效应。

事实上，2025 年以来的市场也遵循了这样的交易结构。春季躁动期间，算力、机器人受益于技术突破以及中国科技资产重估逻辑领涨市场；4 月至 6 月期间，创新药 BD 出海进入商业收获期走出趋势行情、泡泡玛特带动新消费板块活跃；7 月海外算力高景气，龙头披露业绩、利润实现爆发式增长，算力通信方向跑出显著超额；8 月以来，国产芯片受益于 AIDC 渗透率提升的叙事走强，本周五在 DeepSeek 通过工程优化提高国产芯片适配性的催化下更是出现高潮，寒武纪再度涨停。因此，后续依然需要关注具备景气 and 叙事逻辑的趋势主线。

从行业配置来看，具备主线气质方向的是 1) 半导体自主可控方向，包括国产芯片和芯片设备端；2) 中期政策支撑下的反内卷和顺周期链条；3) BD 出海进入商业收获期的创新药；4) 北美算力飞轮加速后受益的海外算力板块；5) 消费结构转变、供给创生需求的优质新消费公司；6) 行业加速发展的人形机器人。

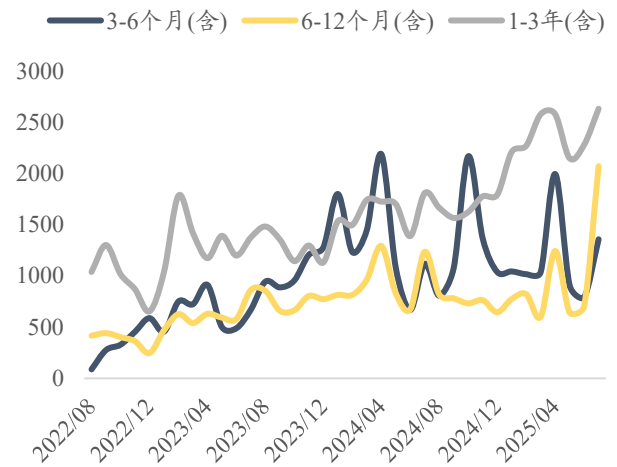
- 风险提示：国内经济复苏速度不及预期；联储降息不及预期；宏观政策力度不及预期；科技创新不及预期；地缘政治风险。

图1：今年下半年居民存款到期高峰（单位：亿元）



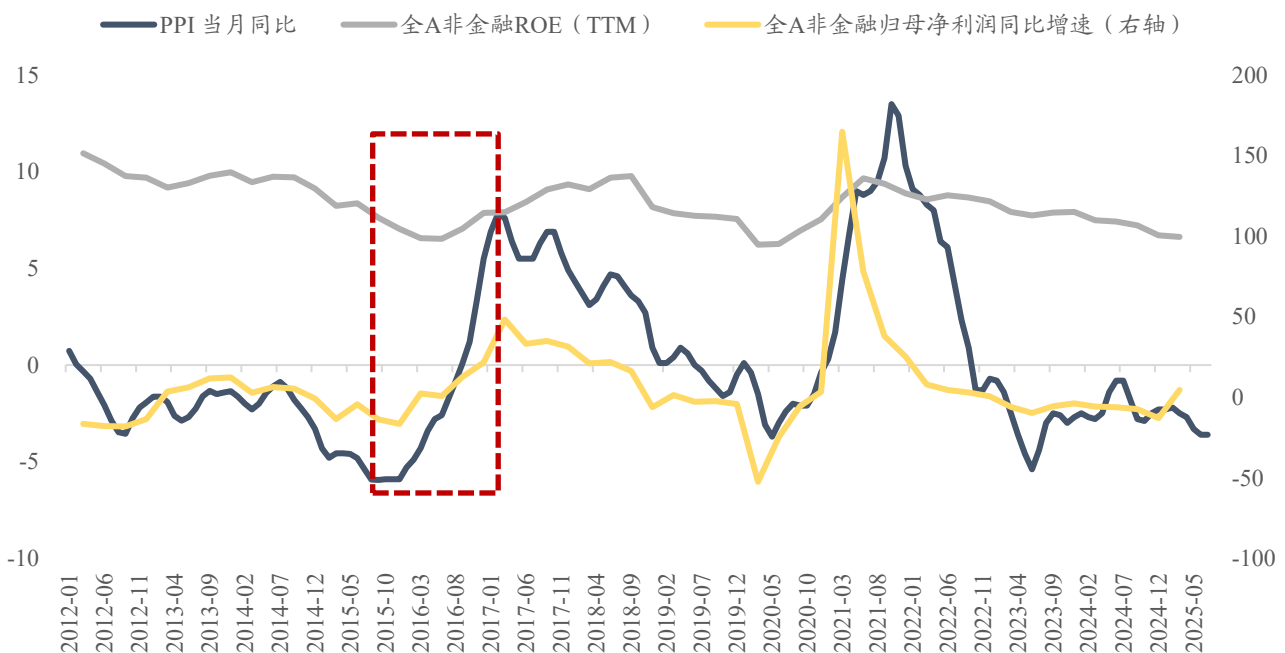
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：未来一年将有大规模理财到期（单位：亿元）



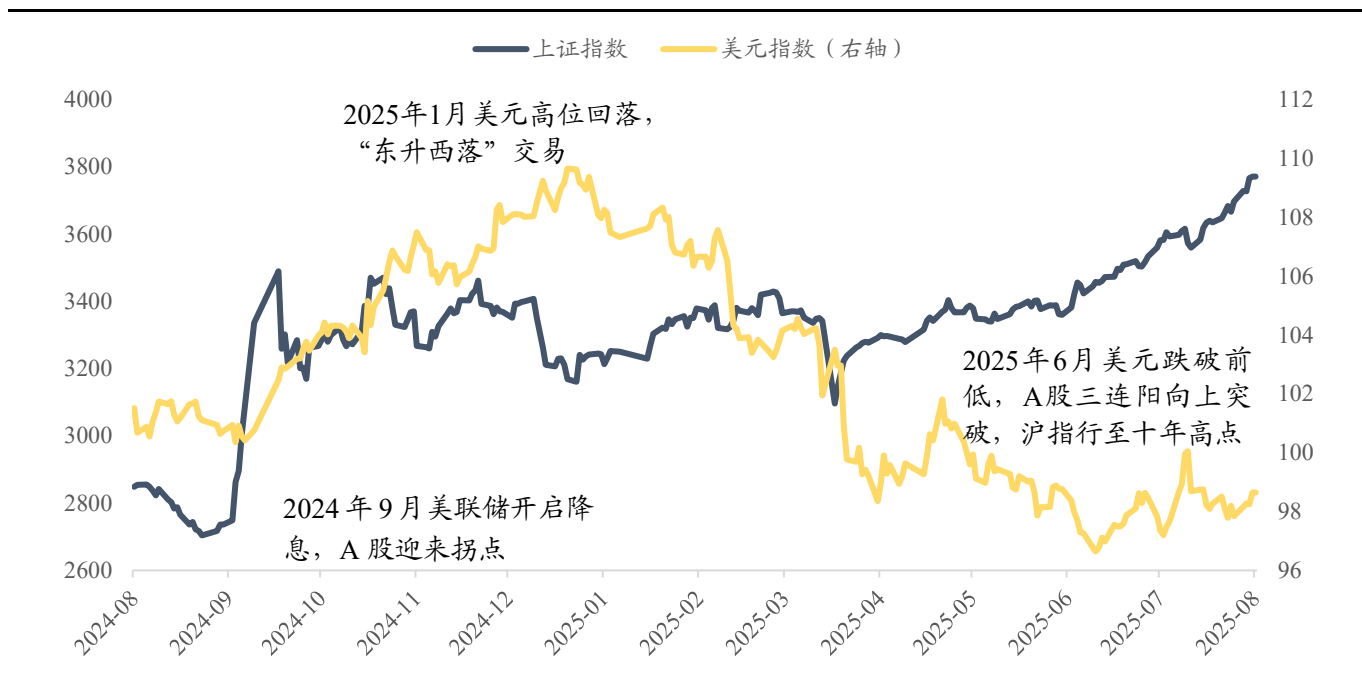
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3：基于供给侧改革的经验，市场预期PPI迎来拐点后全A利润也将同步回升（单位：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4：美联储开启降息周期以来美元走势的三个关键节点（单位：点）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

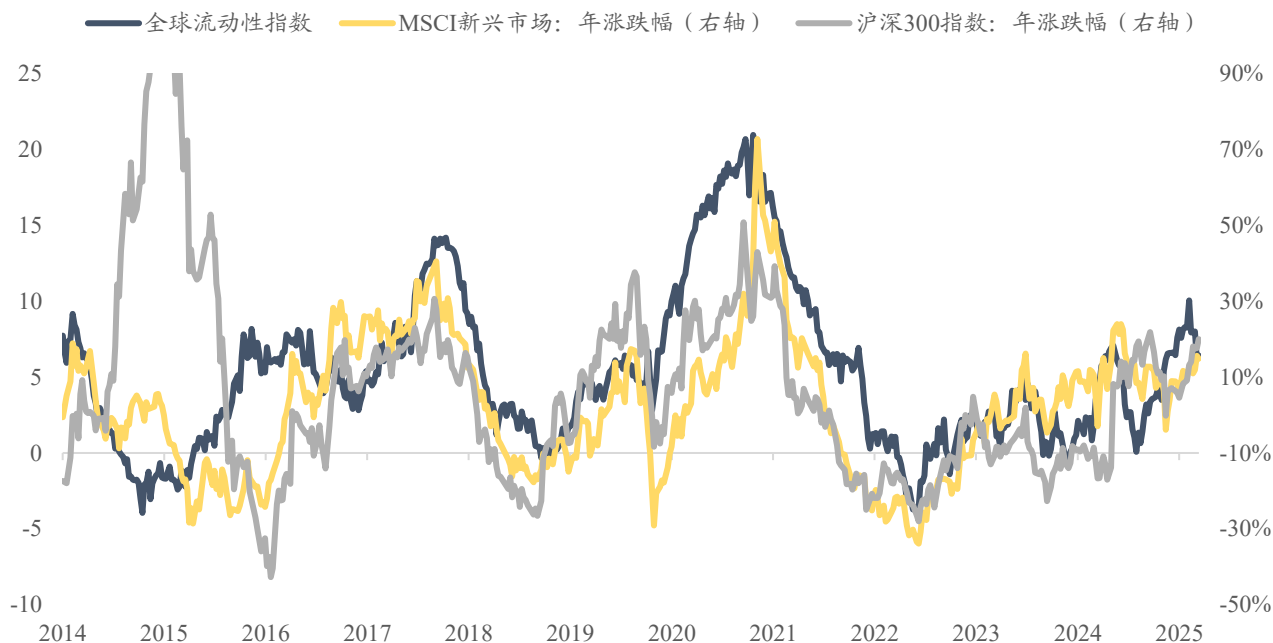
图5：美元指数和全球流动性呈现明显的负相关关系（单位：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

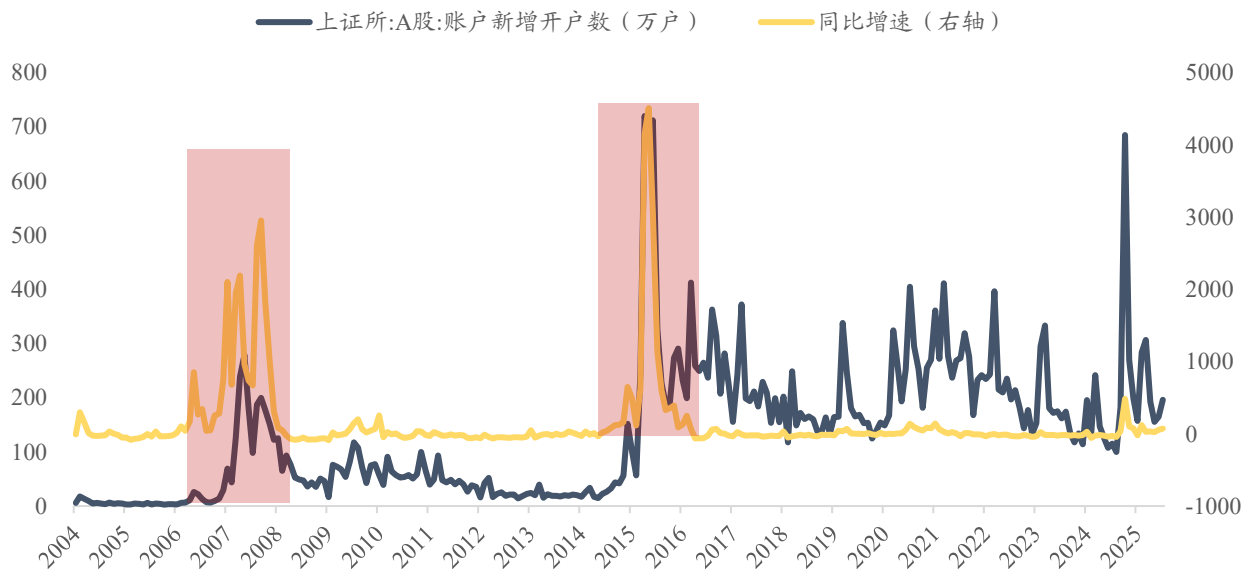
注：全球流动性指数为全球货币供应量(M2)增长指标，统计了全球 21 家主要央行的货币供应增长情况，货币总量包括现金、支票存款、储蓄存款、货币市场账户、基金以及低于 10 万美元的存款，后同

图6: 全球流动性宽松将对风险资产形成利好, 尤其是新兴市场的权益资产 (单位: %)



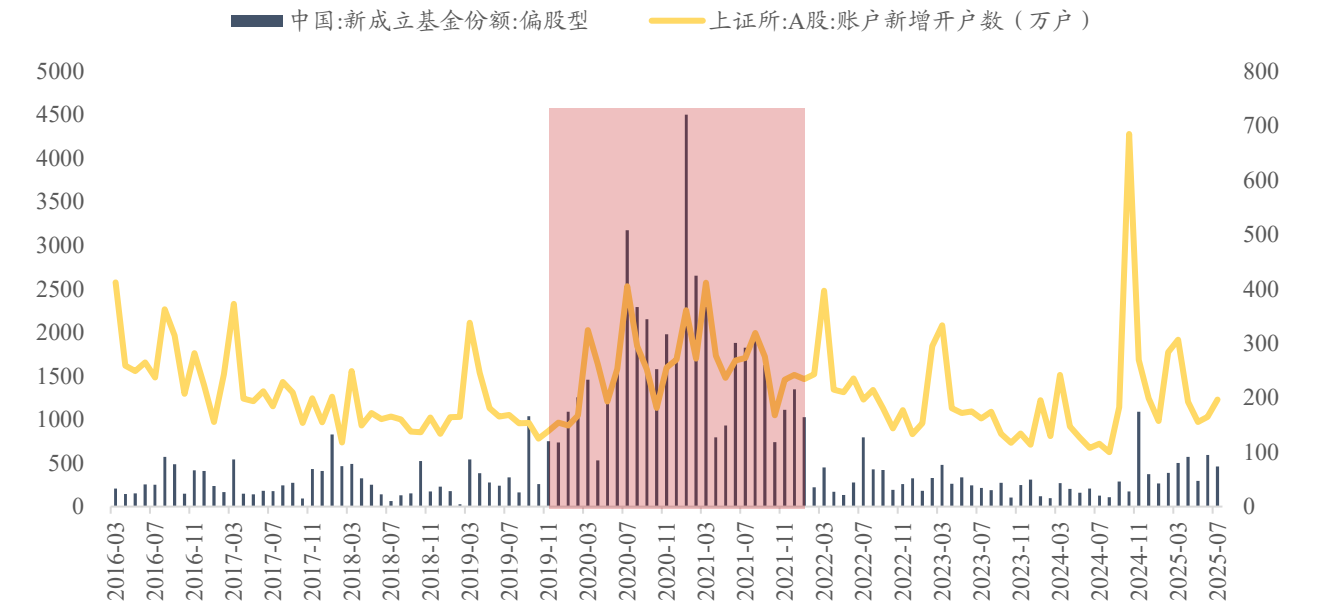
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 散户入市的高峰通常发生在全面牛市 (单位: 万户; %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8：典型的结构性牛市中，散户会通过间接渠道入市（单位：亿份；万户）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>