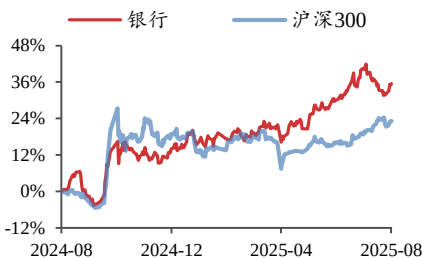


银行

2025 年 08 月 07 日

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

- 《增值税调整对银行配债行为及业绩影响—行业点评报告》-2025.8.3
- 《企业短贷高增与票据利率的窄幅波动—行业点评报告》-2025.8.1
- 《坚守“绝对收益”的现实与未来——理财 2025H1 半年报解读》-2025.8.1

低利率下的居民“存款搬家”及财富配置

——路径、规模与海外镜鉴

刘呈祥（分析师）

liuchengxiang@kysec.cn

证书编号：S0790523060002

吴文鑫（分析师）

wuwenxin@kysec.cn

证书编号：S0790524060002

● 居民财富：此轮“存款搬家”并非风险偏好的主动提升

本轮个人存款“搬家”尚未大规模启动，预计 2025 年下半年迹象初显。2024 年“存款搬家”现象主要由对公存款流出驱动，而个人存款增速仍高于 M2，呈现“定期化”特征，风险偏好尚未显著提升。当前存款利率持续下行（3 年期定存实际利率降至 1.7%）与理财收益差扩大至 82BP，推动居民寻求存款替代品，对于资产的流动性和安全性要求或较高，存款或优先流入“高流动性+低波”资产如低波理财和基金、高股息 ETF 等。2025 年 1-5 月最小持有期型理财产品规模增长最快，反映居民尚未主动拉长久期。

● 空间测算：预计每年分别贡献理财、基金规模 2~3 万亿元

我们初步测算出居民 2025-2030 年每年增配理财、基金的规模各达 2-3 万亿元。假设未来存款流入资管业的资金来自两部分：（1）存款到期再配置：2022-2023 年居民“超额储蓄”规模达 9.21 万亿元，预计 2025-2026 年到期约 4.6 万亿元，这部分资金可能被动配置低波动的理财、基金等资产；（2）增量金融资产流入：随着存款吸引力下降、定存比例不断下降，而基金和股票仓位被动抬升（按照一定假设测算）。

● 机构行为：银行负债端扰动加大；理财谋求多资产配置

“存款搬家”后银行负债稳定性或变弱，理财有望持续增长。（1）银行：长期看大银行的负债稳定性或高于小银行。海外历史经验表明低利率时期存款通常出现“活期化”趋势，银行负债的稳定性下降，阶段性提价发存单的需求仍在。但随着交易性活期存款不断沉淀，负债端趋于稳定，银行负债成本可显著下降。长期看由于大银行结算托管、综合金融占优，负债端稳定性或优于小银行。（2）理财：短期内短债为基本盘，中长期或拓展至多资产，委外需求较大。受制于负债端对流动性的要求，理财投资端短期仍以中短债为主，很难主动拉久期。中长期来看，居民配置多样化趋势不变，理财需扩大能力圈、转向多资产，对于投资公募基金、委外基金专户等需求将不断提升。

● 海外经验：市场深度&政策力度可改变居民风险偏好

海外对比显示，政策引导显著影响资金流向，助力基金扩容和权益上涨。日本 NISA 免税账户推动基金持仓占比提升，美国次贷危机后房地产价格下跌、居民增配股票和共同基金，而德国因监管限制更依赖共同基金间接投资权益。差异化路径显示市场深度与政策力度是改变风险偏好的关键变量。

● 投资建议

低利率环境下居民多元投资的需求提升，集团内协同优势明显的银行将获得更高客户粘性。受益标的如具有先发优势的招商银行、中信银行、光大银行，以及区域资产获取能力较强的银行，如江苏银行、宁波银行等。

● 风险提示：经济增速不及预期；金融监管趋严等。

目 录

1、居民财富：此轮“存款搬家”并非风险偏好的主动提升.....	5
1.1、存款流出：本轮对公公告一段落、个人刚刚开始.....	5
1.1.1、近年居民风险偏好较低，存款出现“定期化”.....	5
1.1.2、预计 2025-2026 年到期的“超额储蓄”约 4.6 万亿元.....	7
1.2、存款流向：短期聚焦低波，中长期或提升风险偏好.....	8
1.2.1、短期：寻找存款替代，优先“高流动性+低波”资产.....	8
1.2.2、中长期：增配金融资产，房地产占比或下降.....	10
1.3、测算增量空间：存款每年流入基金、理财各 2~3 万亿元.....	12
2、机构行为：银行负债端扰动加大，理财谋求多资产配置.....	14
2.1、银行：存款“活期化”渐近，银行负债端迎调整.....	14
2.1.1、期：低利率环境通常催生存款“活期化”.....	14
2.1.2、量：“存款搬家”或影响货币派生，抑制银行扩表.....	16
2.1.3、价：活期存款的沉淀，可显著降低银行负债成本.....	19
2.2、理财：负债端稳步增长，资产端能力圈有望扩大.....	19
2.2.1、短期：短债为基本盘，负债端久期限制较大.....	19
2.2.2、中长期：居民风险偏好或逐步提升，多资产是趋势.....	20
3、海外经验：市场深度&政策力度可改变居民风险偏好.....	21
3.1、日本：经济短暂回暖+免税账户 NISA 推动基金业发展.....	22
3.2、美国：次贷危机后减持房产、长期增配权益.....	24
3.3、德国：偏好固化+政策掣肘，直投权益占比较低.....	29
4、投资建议：关注集团协同&财富管理优势较大的银行.....	31
5、风险提示.....	32
附图：中国、日本、美国、德国居民资产配置一览.....	32

图表目录

图 1：2019 年下半年开始，个人定期存款同比增速上升较快，其后持续处于高位.....	5
图 2：2008 年至今居民存款增速持续高于 M2，居民存款“搬家”尚未大规模开始.....	6
图 3：存款和理财规模 yoy 对比：个人定期、公司定期存款增速下降.....	6
图 4：我国住户金融账户（资金流量）：2022H2、2023H1、2023H2 三个报告期，居民明显增配定期存款.....	7
图 5：2025 年 5 月各期限存款实际利率大幅下降，其中 3Y 定存降至 1.7%.....	8
图 6：固收类理财和 3Y 定存的收益差上升至 82BP.....	9
图 7：存款和理财同比增量对比：2023 年存款“定期化”明显，2024-2025 年存款重新流入理财（亿元）.....	9
图 8：上一轮“存款搬家”推动了开放式非净值型产品的快速增长.....	10
图 9：2025 年 1-5 月增长最快的理财品类仍为“最小持有期”型，居民尚未主动拉长久期（亿元）.....	10
图 10：2013-2017 年理财增长较快，存款持续脱媒.....	11
图 11：我国居民资产存量——2020-2022 年存款比例明显增长，债券、保险小幅增长，非金融资产比例明显下降.....	11
图 12：中国城镇储户问卷调查——2024Q4 投资意愿边际上升、储蓄意愿边际下降.....	12
图 13：中国城镇储户问卷调查——2024Q4 对于三类投资的意愿均有边际回升.....	12
图 14：日本存款利率在 1992-1996 年间从 5.99%快速跌至 0.30%.....	14
图 15：1993-2011 年日本国内持牌银行的总负债无明显增长，其中一般活存增长较快、定存不断减少.....	15
图 16：1991-2006 年日本 M1 增速持续高于 M2，存款活期化现象明显.....	15

图 17: 2008 年次贷危机后, 美国活期存款不断增长, 定期存款持续下降 (亿美元, 季调)	16
图 18: 2009-2020 年德国低利率时期, 全部银行的负债中一般性活期存款比例逐年提升	16
图 19: 2009-2017 年上市银行负债端的存款比例下降; 2018-2024 年存款比例较为稳定, 其中个人定期存款比例上升	17
图 20: 摩根大通 2009-2010 年存款负增长 (亿美元)	17
图 21: 摩根大通 2009-2014 年活期存款占比提升	17
图 22: 德国最高与最低银行间的存款利率利差在 2016 年降至最低 1BP	18
图 23: 德国多数银行 1Y 以上定存规模 2008 年后下降, 仅区域银行、建筑和贷款协会、外资银行上升 (亿欧元)	18
图 24: “存款搬家”使得银行负债结构发生变化	18
图 25: 摩根大通的零售&社区银行存款占比提升明显	19
图 26: 摩根大通付息成本率 2009-2014 年持续下降	19
图 27: 日本三菱 UFJ 银行 2013-2022 年存款成本率始终不高于 0.05%	19
图 28: 截至 2025 年 5 月底理财规模已回升至历史最高点 (万亿元)	20
图 29: 随着理财规模的增大, 信用利差不断收窄 (右轴逆序)	20
图 30: 理财投资基金、权益、QDII 等资产的占比目前并不高	21
图 31: 日本、美国、德国低利率时期的资金流向分化, 主要是市场、政策、居民风险偏好等多因素导致	22
图 32: 日本居民部门资产流量——股权和投资基金份额: 低利率期间规模波动较大 (亿日元)	22
图 33: 2014-2024 年多数年龄段 NISA 账户买入基金最多	23
图 34: 2018-2025 年 NISA 分类账户数	23
图 35: 日本 MRF 逐渐接棒 MMF, 在 2013 年后增长较快 (万亿日元)	23
图 36: 公募基金各类型债券投资规模 (万亿日元)	24
图 37: 公募基金各类型债券投资占比 (%)	24
图 38: 美国居民资产存量——2008-2013 年, 房地产占比下降, 股票、共同基金、养老金储备占比明显增加	24
图 39: 美国居民部门资产流量——债券: 2009-2010 年增持国债 (亿美元)	25
图 40: 截至 2024 年末, 美国共同基金 (含货基, 不含 ETF) 规模达 28.54 万亿美元	25
图 41: 2008 年货基比例上升, 其后应税债基、国内股基、全球股基比例上升	26
图 42: 美国共同基金 (不含货基和 ETF) 投资资产: 2008-2012 年增持债券、减仓股票; 2013 年期相反操作	26
图 43: 美国共同基金 (不含货基和 ETF) 债券仓位: 2008 年起增持国债、公司和外国债券	27
图 44: 2012 年起美股复苏, 共同基金增配权益	27
图 45: 2012 年美债利率降至低位, 共同基金减配债券	27
图 46: 美国公共养老金 (第一支柱) 长期增持股票、国际债券, 减持公司债券、联邦政府债券	28
图 47: 美国养老基金 (第二、三支柱) 长期减配债券、增配股票、共同基金	28
图 48: 美国养老基金 (第二、三支柱) 债券仓位中, 国债、公司和外国债券占比较高	29
图 49: 德国历经 2008-2022 年长达十五年的低利率周期	29
图 50: 低利率时德国居民新发放住房贷款利率持续下降	30
图 51: 2008-2022 年间德国股市、房地产表现持续较好	30
图 52: 德国居民杠杆率在 2009-2010 年短暂提升, 2011-2019 年持续下降	30
图 53: 德国居民部门的资产存量: 2008-2013 年减配权益、增配住宅, 其后小幅增配权益、减配住宅	31
图 54: 德国养老保险基金持仓: 近年不断减配债券、增配共同基金, 直投权益比例较低	31
附图 1: 我国居民部门金融资产流量	32
附图 2: 日本居民部门资产存量	33
附图 3: 美国居民部门资产存量	33
附图 4: 德国居民部门资产存量	34

表 1: 测算 2022H2~2023H2 居民“超额储蓄”共计约 9.21 万亿元 (亿元)	7
表 2: 预计“超额储蓄”2025-2026 年到期约 4.6 万亿元, 其中 2025H2 到期较多 (亿元)	8

表 3: 2025-2030 年居民定存占比或不断下降至 44%，理财、基金、股票占比均持续小幅上升.....	13
表 4: 按照 2025-2030 年居民金融资产年增速为 7.4% 计算各类资产每年增量（亿元）	13
表 5: 预计超额储蓄到期叠加居民资产再配置，有望带动理财、基金 2025-2030 年每年分别增长 2~3 万亿元（亿元）	14
表 6: 受益标的一览	32

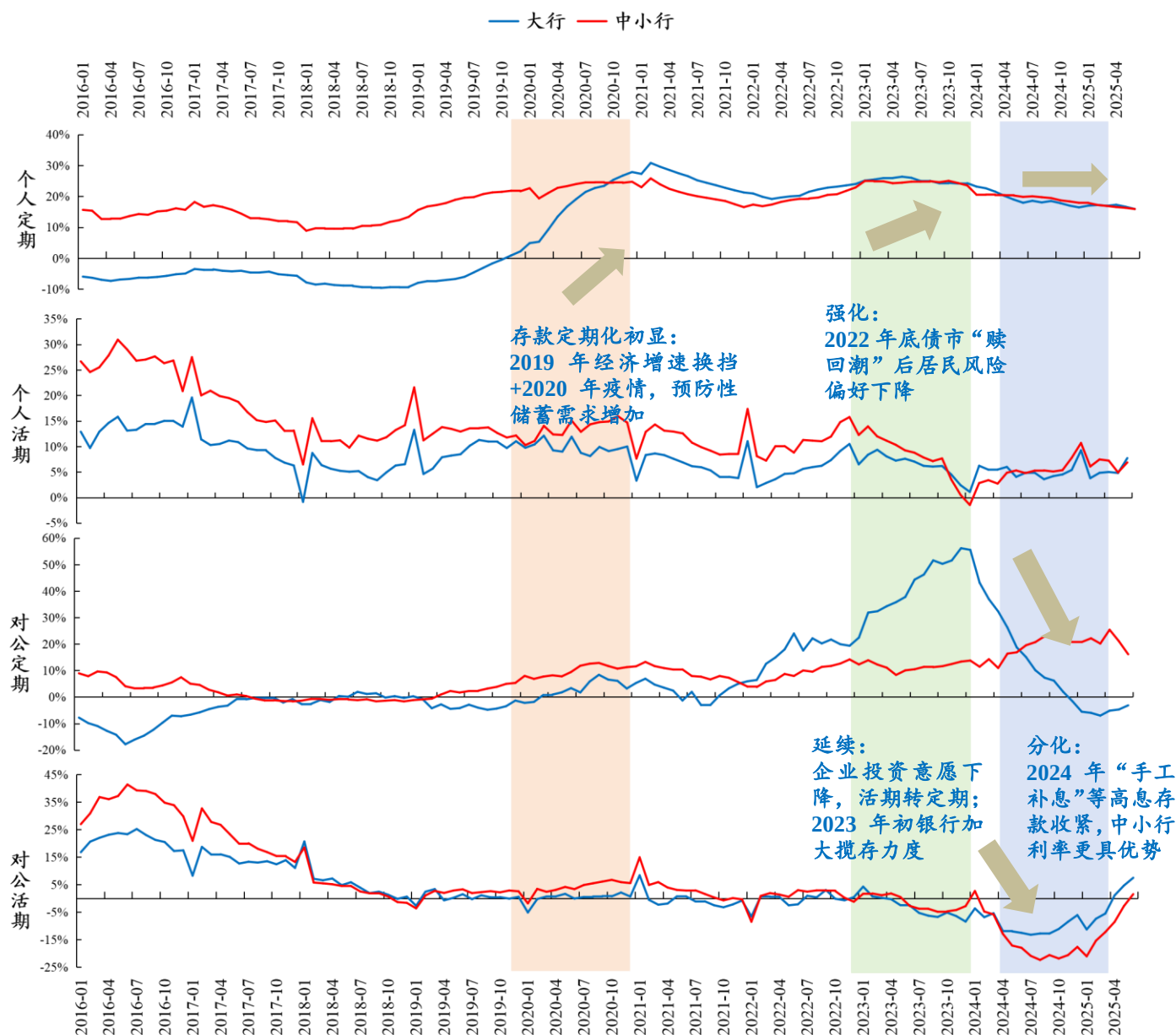
1、居民财富：此轮“存款搬家”并非风险偏好的主动提升

1.1、存款流出：本轮对公活期一段落、个人刚刚开始

1.1.1、近年居民风险偏好较低，存款出现“定期化”

2024 年初开始至今的“存款搬家”主要来源于对公存款。2024 年“手工补息”主要针对利率超出自律上限、授权上限的对公存款，从 2024 年上市银行各类存款成本率来看，成本同比下降较多的是对公活期、对公定期存款。个人存款成本率近年则持续处于小幅下降的态势，受到单个监管政策的影响较小——个人存款议价权低，且定期通常期限较长，重定价较慢。

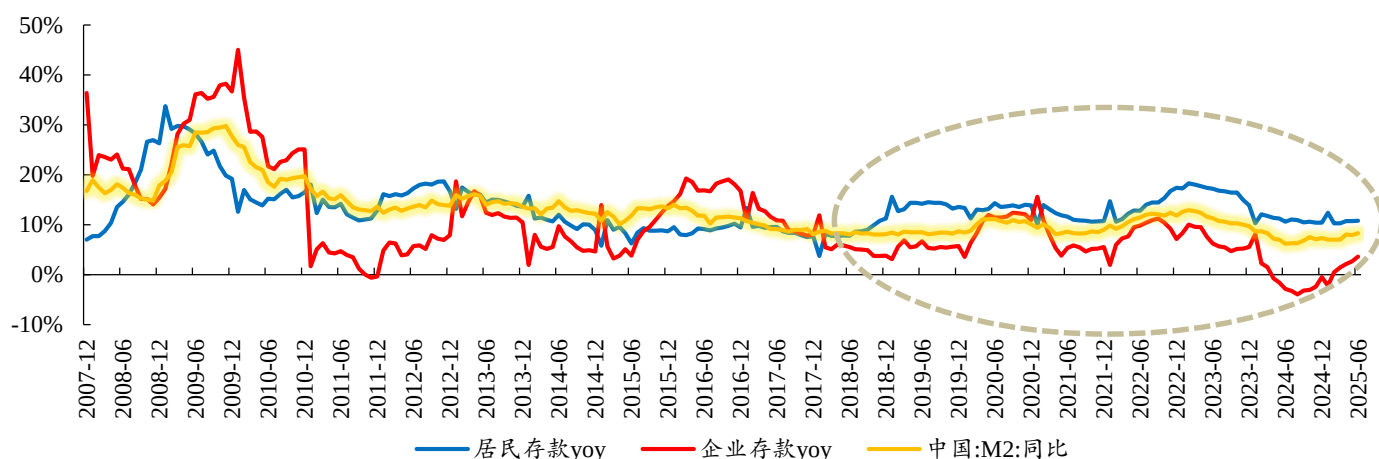
图1：2019 年下半年开始，个人定期存款同比增速上升较快，其后持续处于高位



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：图中数据来自央行每月公布的信贷收支表，大行指四大行+交行+邮储+国开行，中小行指 2008 年末资产<2 万亿的银行，包括股份行和城农商行等）

事实上,居民存款增速已连续 7 年高于 M2,反映风险偏好持续偏低。居民存款、企业存款是 M2 的子集,当存款增速<M2 增速时,可视为存款流出的信号,存款可能流入非银,M2 总量不变,但 M2 结构发生变化。2009-2011 年、2014-2016 年均持续出现居民存款增速<M2 存款增速,判断发生了“存款搬家”现象。随着 2017 年金融去杠杆、实体融资放缓,存款重回表内。2018 年监管加强对货基的管理(如限购政策、收益率下降)、2019 年下半年经济增速换挡、2020 年疫情、2022 年底债市“赎回潮”后,居民存款增速已连续 7 年高于 M2 增速。但存款利率持续下降,是否会带来大范围的“存款搬家”?

图2: 2008 年至今居民存款增速持续高于 M2,居民存款“搬家”尚未大规模开始

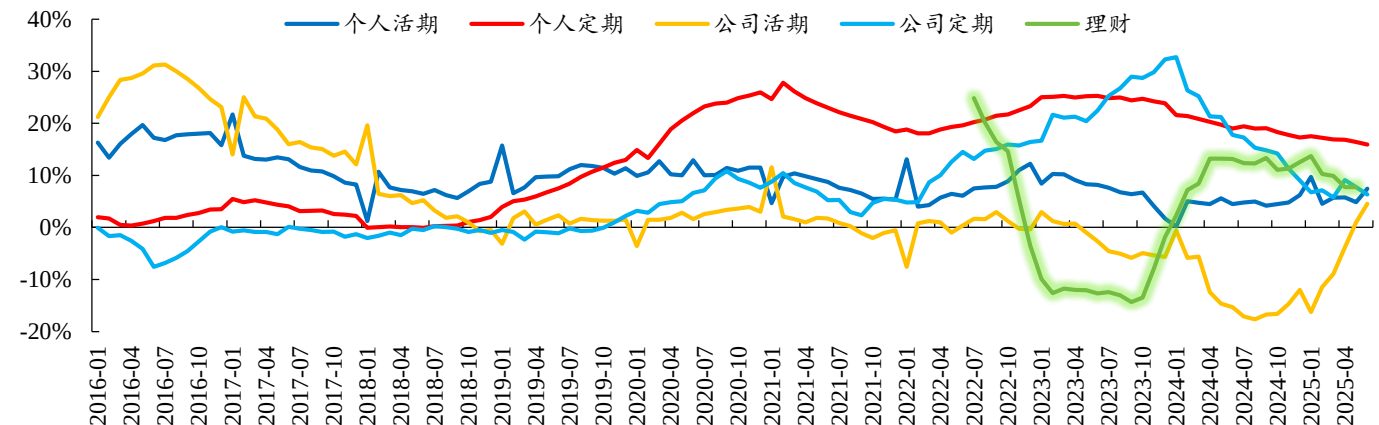


数据来源: Wind、开源证券研究所

本轮居民“存款搬家”将是资产荒下的被动流出,并不意味着居民风险偏好上升。2022 年至今存款挂牌利率已多轮下调,截至最新国有行 3Y 定存挂牌利率已不足 1.5%,低于部分现金管理类理财产品,我们认为本轮“存款搬家”将带来存款的“活期化”,也就是居民在资产荒背景下被动配置非存款的资产,风险偏好被动提升,随之而来的是对流动性的要求或明显提升,安全性的要求也并不会明显降低。

目前尚处于居民存款“搬家”初期。银行净息差压力下,存款成本继续下降仍是趋势,存款挂牌利率的下调或尚未结束,随着 2022-2023 年起存的个人定期存款逐步到期,预计 2025 年底至 2026 年会逐步迎来个人存款的“搬家”。

图3: 存款和理财规模 yoy 对比: 个人定期、公司定期存款增速下降

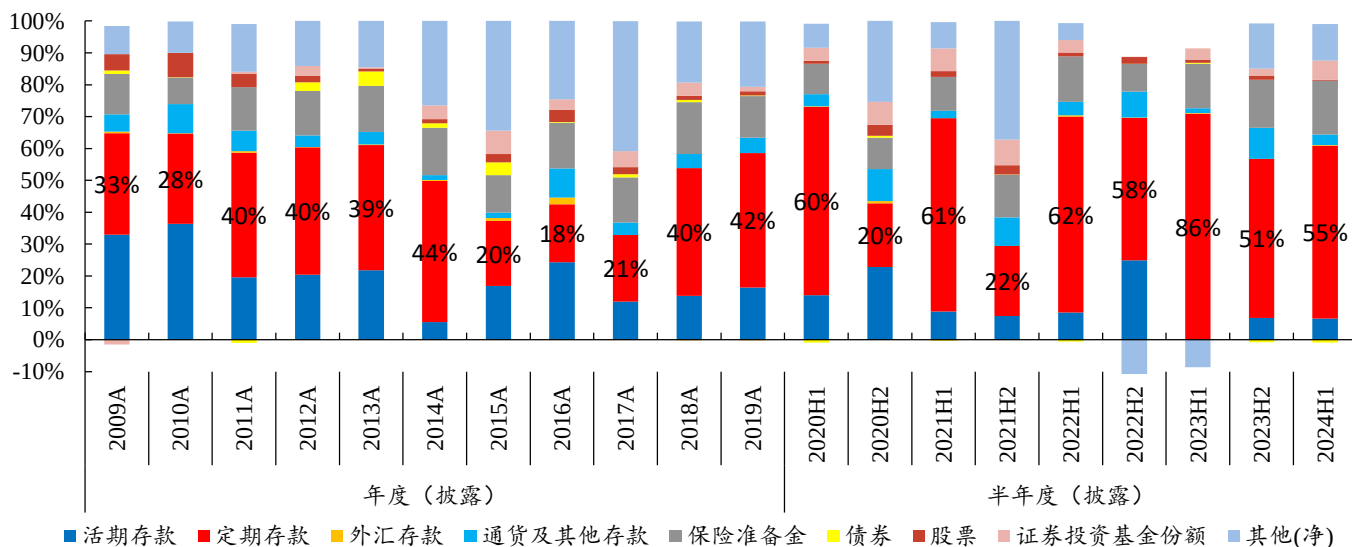


数据来源: Wind、普益标准、开源证券研究所

1.1.2、预计 2025-2026 年到期的“超额储蓄”约 4.6 万亿元

初步测算，居民 2022-2023 年“超额储蓄”约 9.21 万亿元。根据我国住户金融账户资金流量，2022 年下半年开始定存比例明显上升，占居民金融资产的 58%，同比上升 36pct，该“超额储蓄”现象延续到 2023 年上半年。主要是 2022 年 11 月债市“赎回潮”后居民风险偏好收缩，疤痕效应延续了约一年，直到 2023 年四季度理财规模才逐步开始回升，标志着居民超额储蓄现象缓解。

图4：我国住户金融账户（资金流量）：2022H2、2023H1、2023H2 三个报告期，居民明显增配定期存款



数据来源：iFind、开源证券研究所（注：2024H2、2025H1 尚未披露，图中为假设值；其余报告期为披露值）

“超额储蓄”测算过程：假设“超额储蓄”是超出潜在水平的居民定存规模。2020 年是居民风险偏好下降的拐点，可将 2020-2021 年的定存比例视作“潜在水平”。

- 1、潜在定存比例①：2022H2 取 2020H2&2021H2 的定存比例均值（2023H2 计算方法相同），2023H1 取 2020H1& 2021H1& 2022H1 的定存比例均值；
- 2、潜在定存规模②=①×当期住户部门金融账户资金流量；
- 3、超额储蓄③=当期住户部门金融账户资金流量中的实际定存规模 - 潜在定存规模②

测算结果：2022H2-2023H2 三个报告期的“超额储蓄”分别为 2.58 万亿元、3.42 万亿元、3.21 万亿元，合计约 9.21 万亿元。假设超额储蓄中 1Y、2Y、3Y、5Y 等比例分布，可推测出 2025-2028 年到期的规模。

表1：测算 2022H2~2023H2 居民“超额储蓄”共计约 9.21 万亿元（亿元）

	潜在定存比例①	潜在定存规模②	超额储蓄③	假设超额储蓄的占比				估算超额储蓄的规模			
				1Y 定存	2Y 定存	3Y 定存	5Y 定存	1Y 定存	2Y 定存	3Y 定存	5Y 定存
2023H2	20.99%	18,230	25,832	30.00%	30.00%	30.00%	10.00%	7,750	7,750	7,750	2,583
2023H1	61.15%	85,654	34,200	30.00%	30.00%	30.00%	10.00%	10,260	10,260	10,260	3,420
2022H2	20.99%	18,368	32,081	30.00%	30.00%	30.00%	10.00%	9,624	9,624	9,624	3,208

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：1、“潜在定存比例①”= 此前可比报告期的定存比例均值，比如 2022H2、2023H2 取 2020H2&2021H2 的定存比例均值，2023H1 取 2020H1& 2021H1& 2022H1 的定存比例均值；2、“潜在定存规模②”=①×当期住户部门金融账户资金流量；3、超额储蓄③=当期住户部门金融账户资金流量中的实际定存规模 - 潜在定存规模②）

预计 2025-2026 年到期的“超额储蓄”一共约 4.6 万亿元。“超额储蓄”产生的背景主要是理财产品下跌，该部分资金的逐利属性较强，到期后存款利率已较 2022-2023 年当时下降较多(2022Q4 2Y 定存实际利率约 2.5%, 3Y 实际利率为 3%)。因此假设这部分超额储蓄到期后全部配置为其他资产，理财、基金、股票和其他类各占 1/4，则可在 2025 年分别为这些资产带来约 7000 亿元增量资金。

表2：预计“超额储蓄”2025-2026 年到期约 4.6 万亿元，其中 2025H2 到期较多（亿元）

	2025H1	2025H2	2026H1	2026H2	2027H1	2027H2	2028H1	2028H2
2022H2、2023H1、2023H2 超额储蓄预计到期	10,260	17,374	10,260	7,750	0	3,208	3,420	2,583
假设到期后均匀配置以下资产：								
理财（25%）	2,565	4,343	2,565	1,937	0	802	855	646
基金（25%）	2,565	4,343	2,565	1,937	0	802	855	646
股票（25%）	2,565	4,343	2,565	1,937	0	802	855	646
其他（25%）	2,565	4,343	2,565	1,937	0	802	855	646

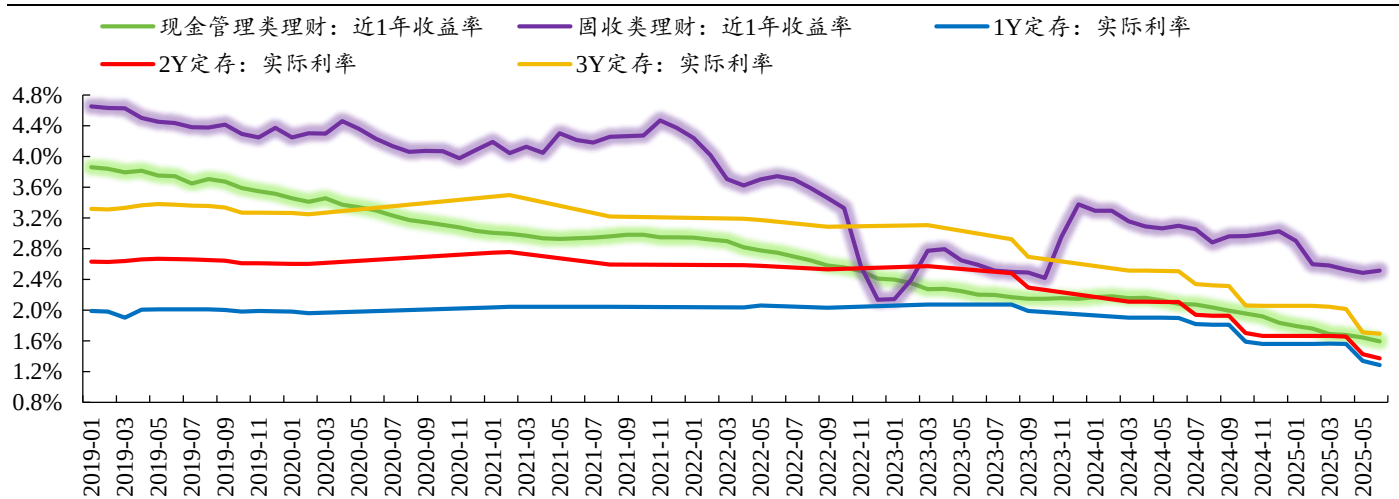
数据来源：Wind、开源证券研究所（注：超额储蓄到期日区间根据前述表格假设的各期限超额储蓄占比推算而来）

1.2、存款流向：短期聚焦低波，中长期或提升风险偏好

1.2.1、短期：寻找存款替代，优先“高流动性+低波”资产

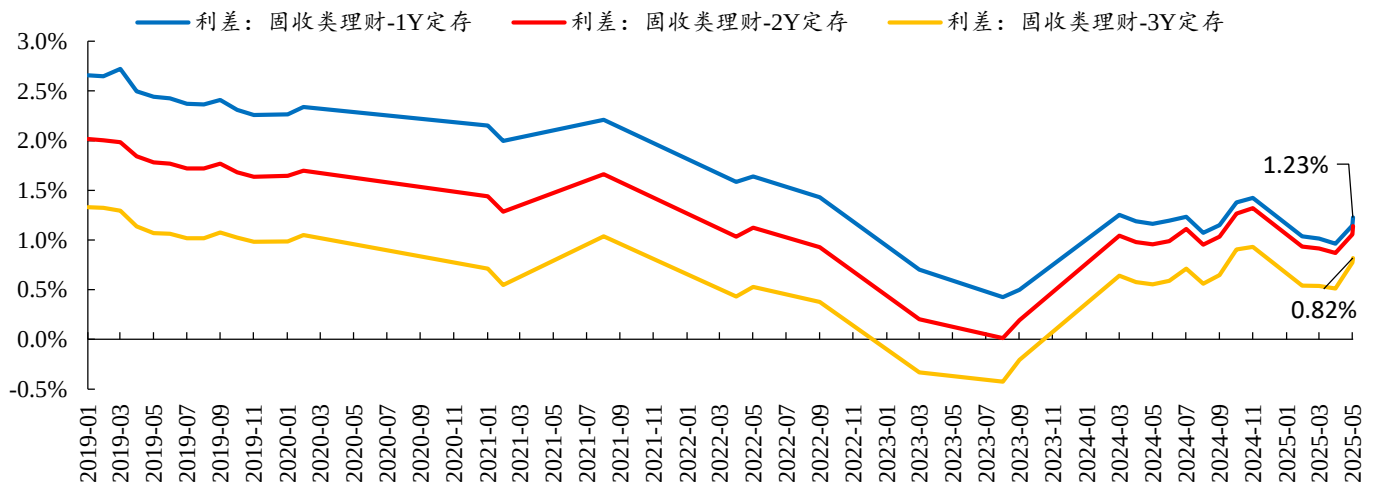
本轮存款流出，主要是寻找“存款替代”品种，优先短期限低波资产。2025 年 5 月大行新一轮下调存款挂牌利率后，存款实际利率大幅下降，其中 3Y 定存降至 1.7% 附近，与活期存款的收益差缩窄。居民定存到期后，需寻找“存款替代”资产，对于安全性的要求仍会较高。比较可能的做法是优先尝试低波、流动性好的产品——如短期限低风险的理财、基金、高股息 ETF 等。以理财为例，截至 2025 年 6 月，固收类理财(如最短持有期型)平均年化收益率为 2.5%，较 3Y 定存有 80BP 的收益差，且前期较短的封闭期后可每日赎回，在不发生大面积回撤的情况下，对于居民的吸引力不断提升。

图5：2025 年 5 月各期限存款实际利率大幅下降，其中 3Y 定存降至 1.7%



数据来源：普益标准、融 360、开源证券研究所

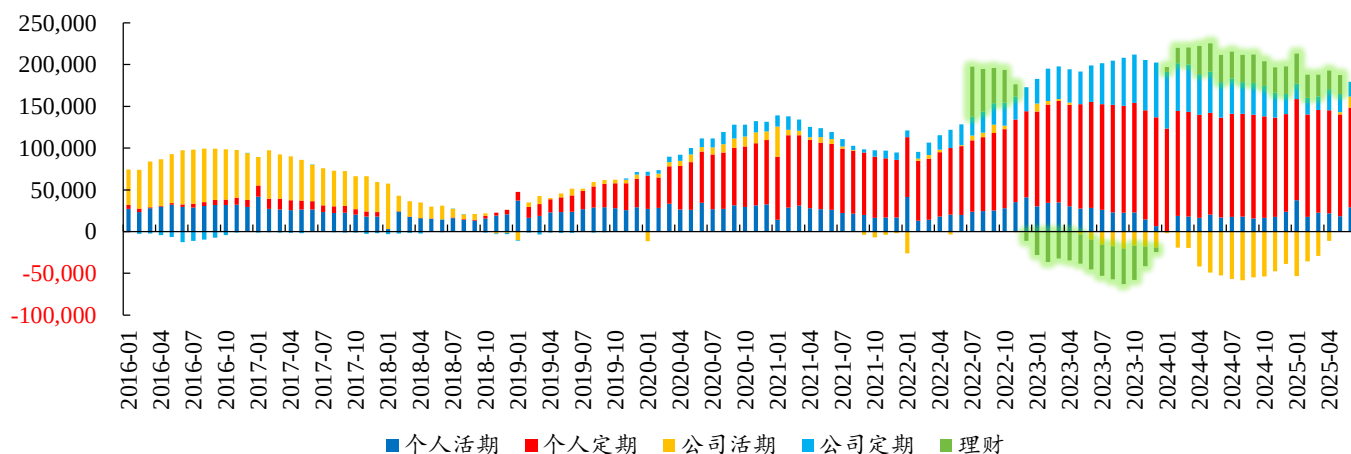
图6：固收类理财和3Y定存的收益差上升至82BP



数据来源：普益标准、融360、开源证券研究所

而一旦出现大幅回撤，资金或快速回流至表内存款，典型的如2022年底。2022年底债市大幅波动后，2个月内理财规模从最高点31万亿元骤降至26万亿元，并且2023年前三个季度理财规模几乎没有增长，到2023年10月才开始小幅增长，意味着债市赎回潮对居民产生的“疤痕效应”持续了约11个月（2022年11月~2023年10月），期间银行表内存款明显多增形成“超额储蓄”。这也印证了前文的观点，即居民风险偏好并未主动提升，同时对理财“净值化”的理解更进一步。

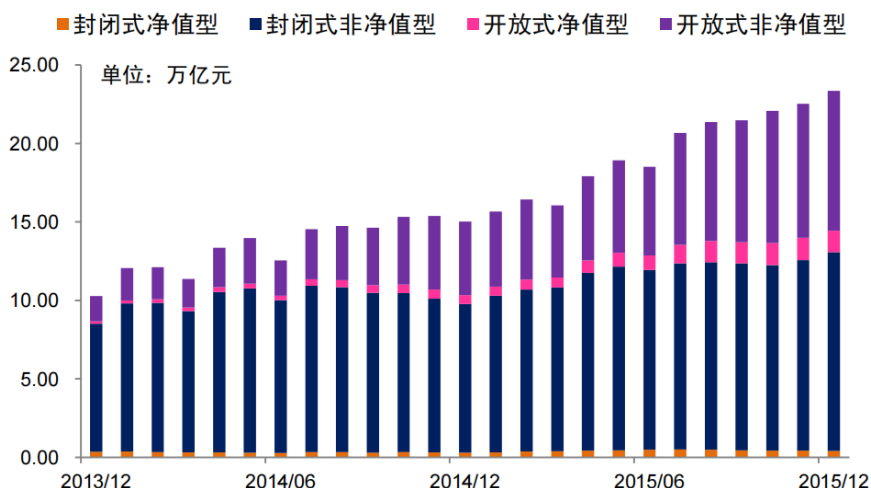
图7：存款和理财同比增量对比：2023年存款“定期化”明显，2024-2025年存款重新流入理财（亿元）



数据来源：Wind、普益标准、开源证券研究所

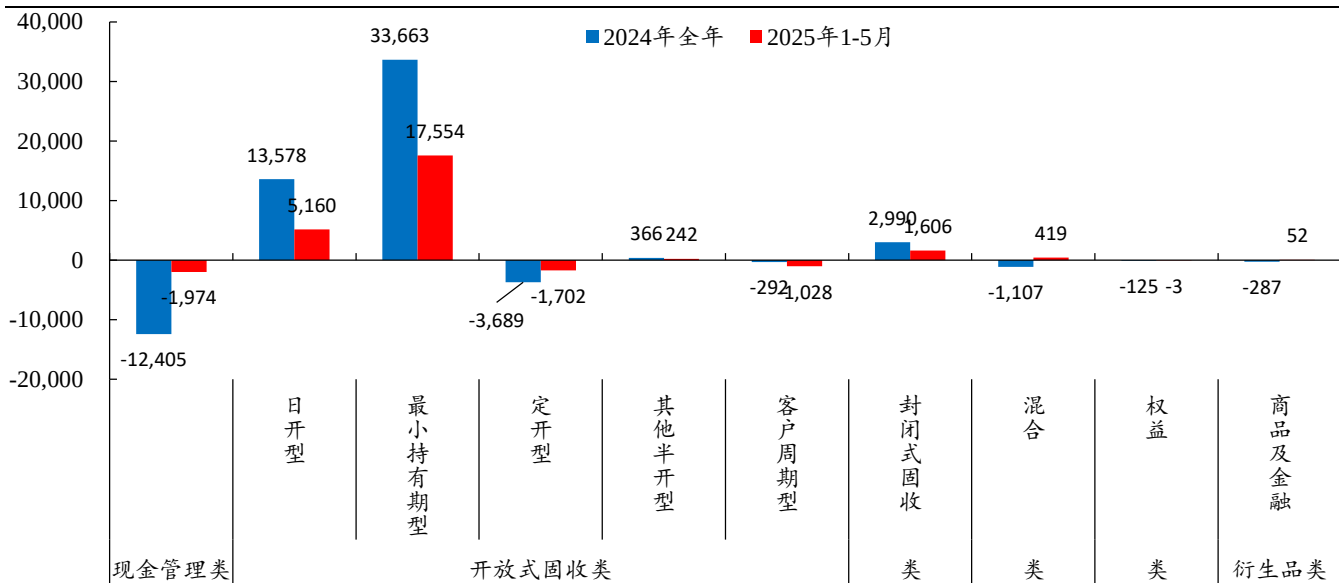
经历了上一轮债市“赎回潮”后，居民短期内尚无明显拉久期的迹象。2022年底之前居民对于理财产品仍存有“刚兑”预期，但经历“破净潮”之后居民逐渐认识到理财并不完全等价于存款，为保持灵活的申赎，短期内居民将仍以短期限产品作为配置方向，主动拉长久期的可能性不高。回顾上一轮存款脱媒（2013-2016），彼时理财产品增长较快的也为开放式产品。我们统计2025年前五个月，增长最快的理财品类仍为“最小持有期”型固收类，其次为日开型固收类。

图8：上一轮“存款搬家”推动了开放式非净值型产品的快速增长



数据来源：银行业理财登记托管中心、开源证券研究所

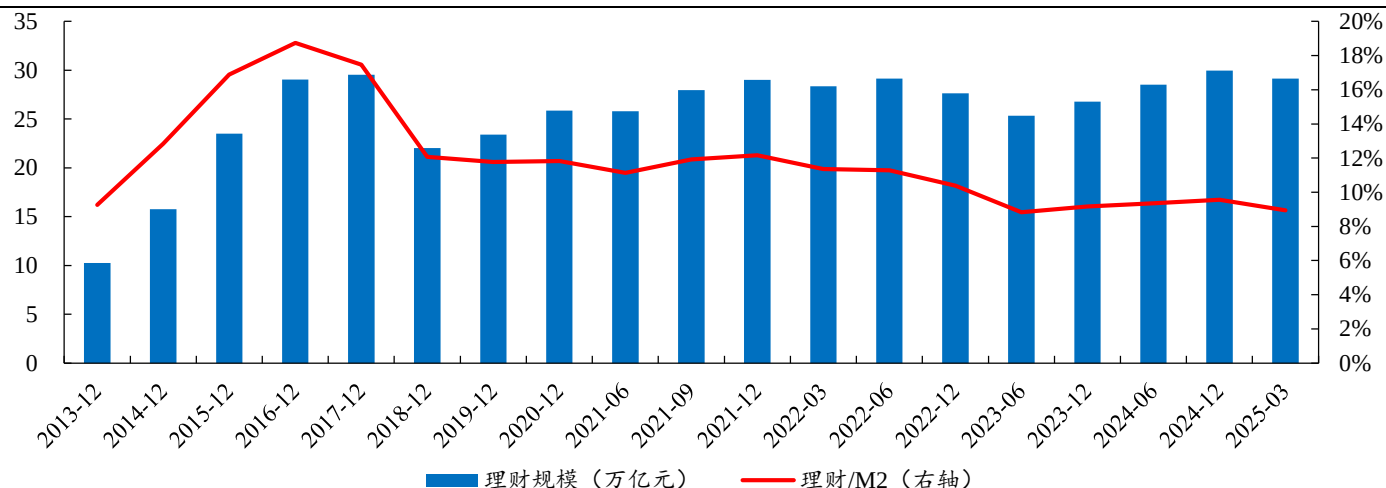
图9：2025年1-5月增长最快的理财品类仍为“最小持有期”型，居民尚未主动拉长久期（亿元）



数据来源：普益标准、开源证券研究所（注：根据周度数据汇总，2025年1-5月指2025年1月1日至5月25日）

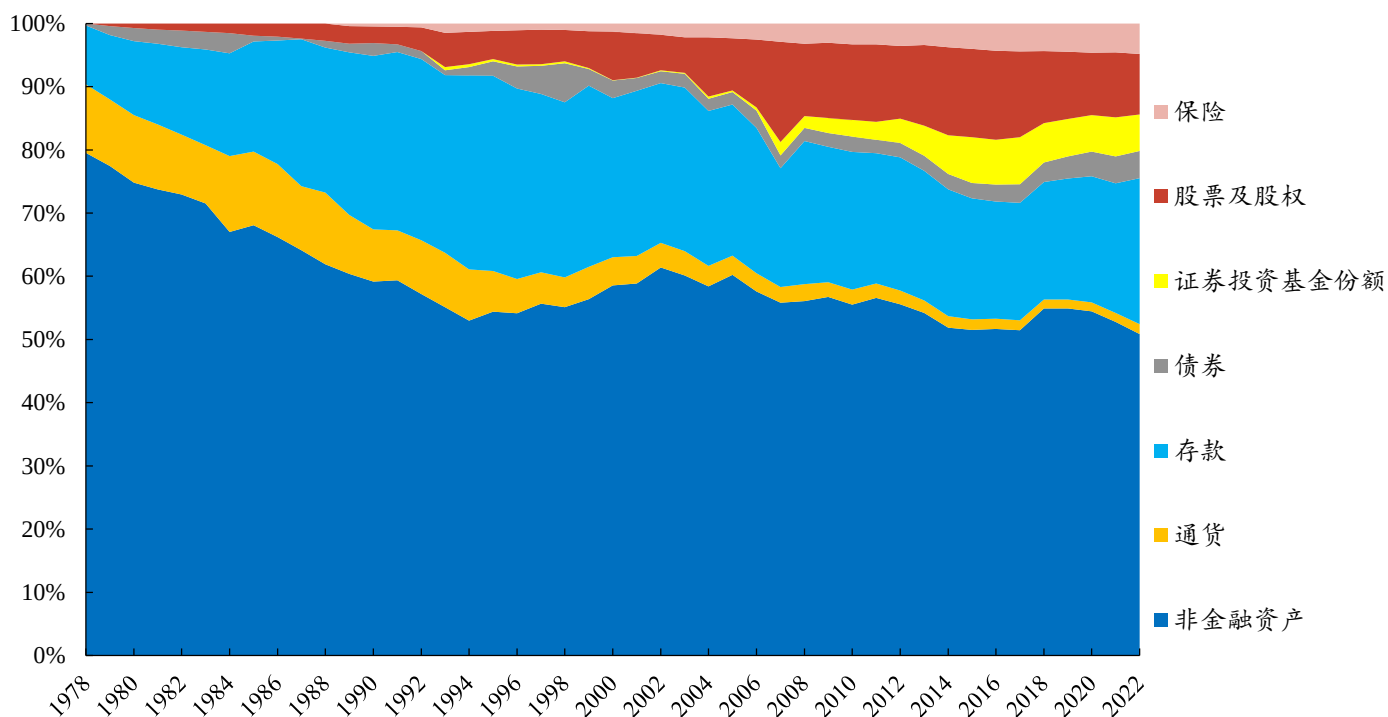
1.2.2、中长期：增配金融资产，房地产占比或下降

本轮“存款搬家”或较上一轮更长、且主要增配非住宅的金融资产。上一轮存款“搬家”（2013-2016年）源于表外融资+互联网金融崛起。本轮存款出表的金融环境已变得不太一样，存款出表后的流向主要是标准化的金融资产如净值型理财、基金和股票，绕开监管的高息资产已不多，因此受到监管严格收束而存款被迫回表的可能性不高。更多的可能在于股市和债市的大幅波动，投资者避险心理下或短暂回流存款，中长期来看若经济持续复苏，利率向上反转，或使得部分存款回表。

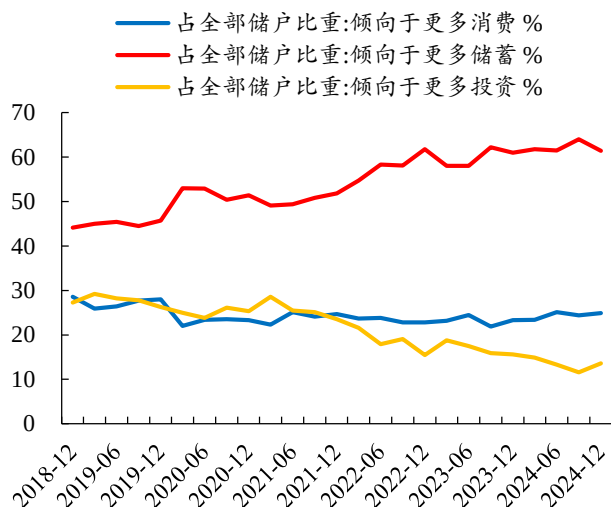
图10：2013-2017 年理财增长较快，存款持续脱媒


数据来源：银行业理财登记托管中心、Wind、开源证券研究所

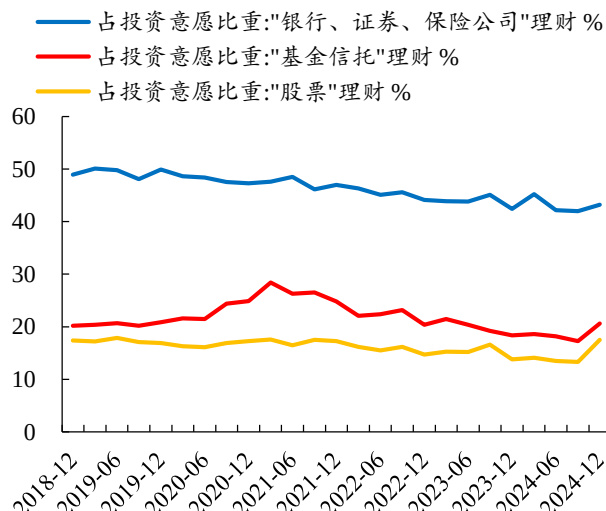
我国居民基金和股票的配置比例仍低，市场行情推动风险偏好阶段性上升。截至2022年底，我国居民的非金融资产占比明显下降，主要是房地产调整的影响，而存款占比仍然较高，基金、权益仓位仍然较低。根据2024Q4中国城镇储户问卷调查的结果，储户增加投资特别是股票投资的意愿边际提升，随着居民资产配置理念不断提升，未来多资产投资或为趋势，有望增加理财、基金和股票市场的体量。

图11：我国居民资产存量——2020-2022 年存款比例明显增长，债券、保险小幅增长，非金融资产比例明显下降


数据来源：iFind、开源证券研究所（注：相同口径下的2023-2024年数据未披露）

图12：中国城镇储户问卷调查——2024Q4 投资意愿边际上升、储蓄意愿边际下降


数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：中国城镇储户问卷调查——2024Q4 对于三类投资的意愿均有边际回升


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3、测算增量空间：存款每年流入基金、理财各2~3万亿元

为了测算存款每年流入各资管行业的体量，我们假设：

- 居民金融总资产：**由于2020-2023年CAGR为7.40%，假设2024-2030年每年增速均为7.40%；
- 定存：**2024年上半年居民金融资产（流量）中定存比例为55%（由于下半年通常低于上半年，假设2024年全年为50%）；假设到2030年定存比例降至2020-2021年平均水平（44%），平均每年下降1pct；
*由于2024年上半年居民存款占比(55%)已环比开始下降，但仍高于2009-2021年最高值，我们认为存款比例的下降是循序渐进的过程，或降至2020-2021年平均水平（风险偏好下降初期、但未经历债市大跌的时期）；
- 现金和活期存款：**假设恒为2020-2021年的均值（18.64%）；
- 股票、基金（乐观情形下）：**“资产荒”下居民被动提高股票和基金仓位，假设股票、基金仓位至2030年均逐步升至2017-2023年的最高水平（排除2016年及之前股市行情的影响）；
- 外汇存款、保险、债券：**假设三者均恒为2009-2023年均值；
- 理财及其他：**由以上假设倒算该项比例。

表3：2025-2030 年居民定存占比或不断下降至 44%，理财、基金、股票占比均持续小幅上升

住户金融账户资金 流量	现金、活期 存款	定期存款	外汇存 款	保险准备 金	债券	股票	基金	理财及其 他	合计
2030E	18.64%	44.21%	0.33%	13.33%	0.95%	2.28%	7.59%	12.67%	100.00%
2029E	18.64%	45.18%	0.33%	13.33%	0.95%	2.14%	7.01%	12.43%	100.00%
2028E	18.64%	46.14%	0.33%	13.33%	0.95%	1.99%	6.42%	12.20%	100.00%
2027E	18.64%	47.11%	0.33%	13.33%	0.95%	1.85%	5.84%	11.96%	100.00%
2026E	18.64%	48.07%	0.33%	13.33%	0.95%	1.71%	5.25%	11.72%	100.00%
2025E	18.64%	49.04%	0.33%	13.33%	0.95%	1.57%	4.66%	11.49%	100.00%
2024E	18.64%	50.00%	0.33%	13.33%	0.95%	1.43%	4.08%	11.25%	100.00%
2023	7.67%	72.23%	0.07%	16.24%	-0.04%	1.28%	3.49%	-0.94%	100.00%
2022	23.81%	60.57%	0.26%	13.33%	-0.39%	1.76%	2.57%	-1.91%	100.00%
2021	13.58%	43.40%	-0.15%	11.95%	0.00%	2.28%	7.59%	21.35%	100.00%
2020	23.70%	45.03%	0.37%	9.74%	-0.34%	1.81%	5.37%	14.32%	100.00%
2019	21.19%	42.36%	-0.15%	13.16%	0.17%	1.26%	1.42%	20.59%	100.00%
2018	18.16%	40.26%	-0.16%	16.33%	0.77%	1.25%	4.13%	19.27%	100.00%
2017	15.82%	21.00%	-0.03%	14.17%	0.95%	2.27%	4.95%	40.88%	100.00%
2016	33.57%	18.19%	2.03%	14.32%	0.20%	3.79%	3.35%	24.54%	100.00%
2015	18.62%	20.32%	0.94%	11.78%	4.03%	2.62%	7.28%	34.43%	100.00%
2014	7.01%	44.23%	0.35%	14.90%	1.38%	1.36%	4.31%	26.46%	100.00%
2013	25.72%	39.25%	0.19%	14.50%	4.54%	0.84%	0.41%	14.56%	100.00%
2012	23.94%	40.01%	0.11%	14.04%	2.71%	1.92%	3.19%	14.08%	100.00%
2011	26.52%	39.93%	0.42%	13.99%	-1.01%	4.16%	0.77%	15.22%	100.00%
2010	45.64%	28.38%	0.07%	8.36%	0.17%	7.65%	-0.13%	9.87%	100.00%
2009	39.52%	32.85%	0.57%	13.08%	1.16%	5.23%	-1.59%	9.18%	100.00%

数据来源：iFind、开源证券研究所（注：2009-2023 年为披露值，2024 年仅披露上半年数据，故采用估计值；表中 2024-2030 年各资产比例为估计值，具体估算步骤见前述正文）

表4：按照 2025-2030 年居民金融资产年增速为 7.4% 计算各类资产每年增量（亿元）

住户金融账户资金 流量	现金、活期 存款	定期存款	外汇存 款	保险准备 金	债券	股票	基金	理财及其 他	合计	合计分阶 段 CAGR
2030E	69,724	165,366	1,217	49,840	3,564	8,517	28,399	47,395	374,021	7.40%
2029E	64,920	157,333	1,133	46,407	3,319	7,437	24,403	43,304	348,255	
2028E	60,448	149,622	1,055	43,210	3,090	6,465	20,822	39,553	324,264	
2027E	56,284	142,226	982	40,233	2,877	5,591	17,619	36,112	301,925	
2026E	52,406	135,140	914	37,461	2,679	4,808	14,759	32,958	281,126	
2025E	48,796	128,355	851	34,881	2,494	4,105	12,209	30,067	261,759	
2024E	45,435	121,863	793	32,478	2,323	3,477	9,940	27,418	243,726	
2023	17,410	163,916	148	36,846	-83	2,916	7,926	-2,143	226,936	7.40%
2022	56,569	143,917	617	31,673	-930	4,192	6,099	-4,529	237,608	
2021	26,692	85,300	-292	23,495	0	4,476	14,925	41,970	196,566	
2020	43,424	82,493	684	17,845	-629	3,319	9,829	26,227	183,192	
2019	35,580	71,129	-256	22,095	293	2,113	2,380	34,574	167,908	10.09%
2018	24,649	54,633	-221	22,155	1,047	1,694	5,601	26,143	135,701	
2017	22,224	29,513	-48	19,914	1,338	3,193	6,949	57,438	140,521	
2016	39,843	21,595	2,413	16,998	241	4,501	3,975	29,132	118,698	
2015	22,839	24,932	1,148	14,446	4,938	3,218	8,927	42,234	122,682	
2014	6,240	39,369	309	13,262	1,224	1,212	3,837	23,548	89,001	
2013	23,344	35,621	173	13,160	4,117	764	369	13,215	90,763	
2012	23,235	38,830	109	13,628	2,629	1,864	3,097	13,667	97,059	
2011	20,878	31,440	333	11,012	-794	3,278	606	11,982	78,735	
2010	30,760	19,128	45	5,638	112	5,158	-90	6,651	67,402	
2009	25,369	21,087	366	8,396	746	3,359	-1,018	5,894	64,199	

数据来源：iFind、开源证券研究所

测算结果：居民 2025-2030 年每年增配基金、理财分别约 2~3 万亿元。2022-2023 年超额储蓄逐步到期，叠加 2025-2030 年居民新增的金融资产配置发生变化，两者合计将增加理财、基金、股票、股票、其他类分别 2.2 万亿元、1.9 万亿元、1.1 万亿元、3.49 万亿元、2.19 万亿元资金。

表5：预计超额储蓄到期叠加居民资产再配置，有望带动理财、基金 2025-2030 年每年分别增长 2~3 万亿元（亿元）

估算各类资产增量		2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
2022H2-2023H2 超额储蓄到期后 再配置	理财	6,909	4,502	802	1,501	0	0
	基金	6,909	4,502	802	1,501	0	0
	股票	6,909	4,502	802	1,501	0	0
	保险	0	0	0	0	0	0
	其他	6,909	4,502	802	1,501	0	0
2025-2030年居民 资产配置流量	理财	15,034	16,479	18,056	19,776	21,652	23,697
	基金	12,209	14,759	17,619	20,822	24,403	28,399
	股票	4,105	4,808	5,591	6,465	7,437	8,517
	保险	34,881	37,461	40,233	43,210	46,407	49,840
	其他	15,034	16,479	18,056	19,776	21,652	23,697
合计	理财	21,942	20,981	18,858	21,277	21,652	23,697
	基金	19,117	19,261	18,421	22,323	24,403	28,399
	股票	11,014	9,310	6,393	7,965	7,437	8,517
	保险	34,881	37,461	40,233	43,210	46,407	49,840
	其他	21,942	20,981	18,858	21,277	21,652	23,697

数据来源：开源证券研究所

股票资产中，高股息低估值的银行股有望继续被增配。由于本轮居民风险偏好并未主动提升，主要是低利率+结构性行情驱动，我们认为居民或从风格较为稳健的立场、基金和权益资产开始尝试，银行股、ETF 等高股息、中低波动的资产或优先受益。

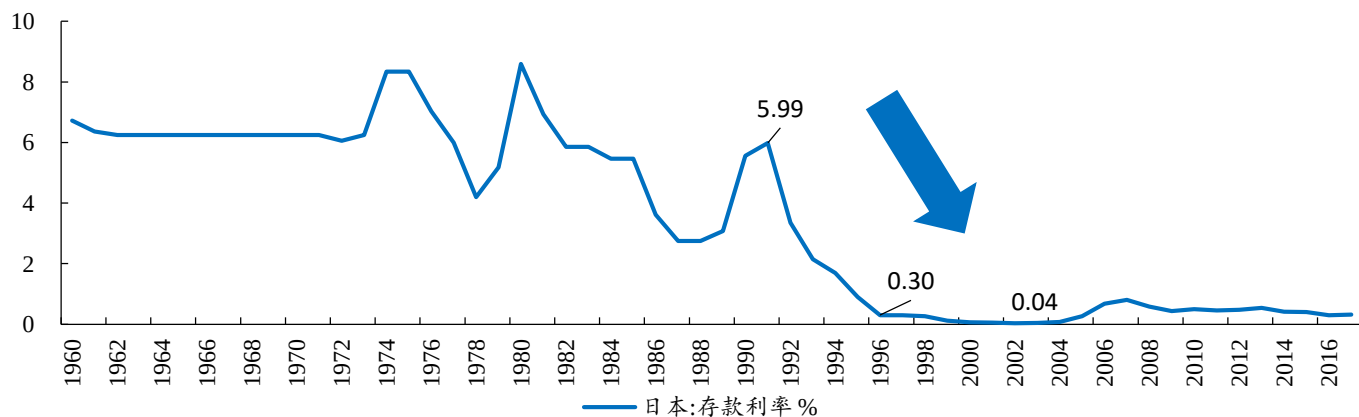
2、机构行为：银行负债端扰动加大，理财谋求多资产配置

2.1、银行：存款“活期化”渐近，银行负债端迎调整

2.1.1、期：低利率环境通常催生存款“活期化”

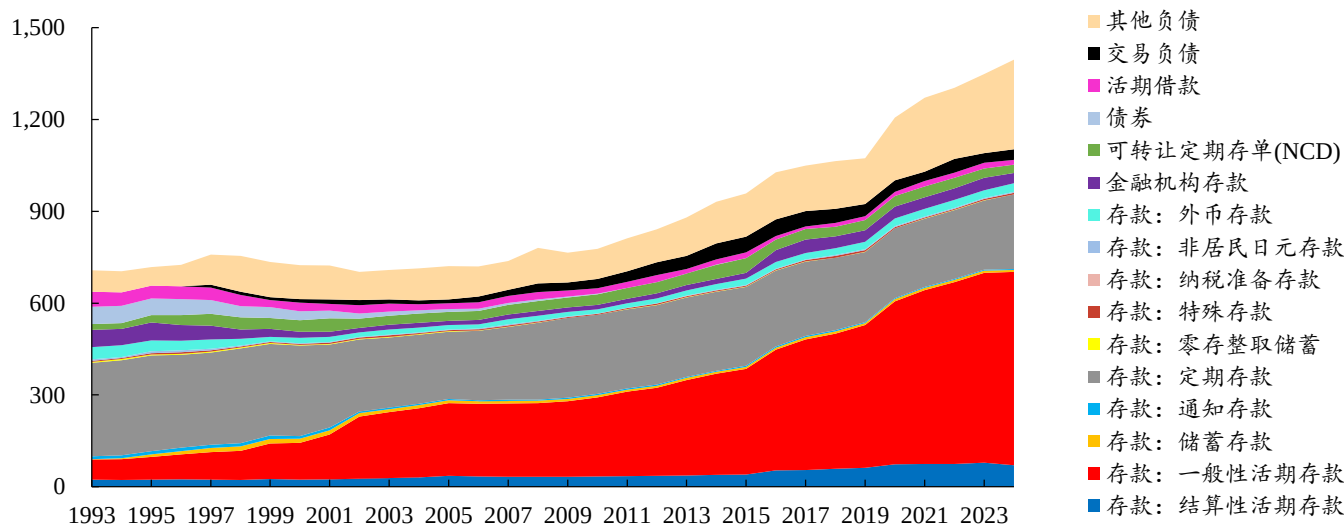
日本低利率时期，存款长期活期化，源于实体需求低迷+长期超宽松货币政策。日本存款利率从 1991 年的 5.99% 快速降至 1996 年的 0.3%，其后存款利率始终在 1% 以下，我们观察日本国内持牌银行的负债结构，1993-2023 年期间活期存款不断增加，而定期存款规模不断收缩，即所谓的“存款活期化”显现明显。随着央行极度宽松的货币政策，基础货币量大幅增加，也推动了活期存款总量上升。

图14：日本存款利率在 1992-1996 年间从 5.99% 快速跌至 0.30%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：1993-2011 年日本国内持牌银行的总负债无明显增长，其中一般活存增长较快、定存不断减少



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：图中结算性活期、一般性活期、储蓄、通知、特殊、纳税准备金存款均计入 M1；定期存款、零存整取储蓄存款、定期存单计入 M2 但不计入 M1）

由于日本 M1、M2、M3 的计算公式分别为：

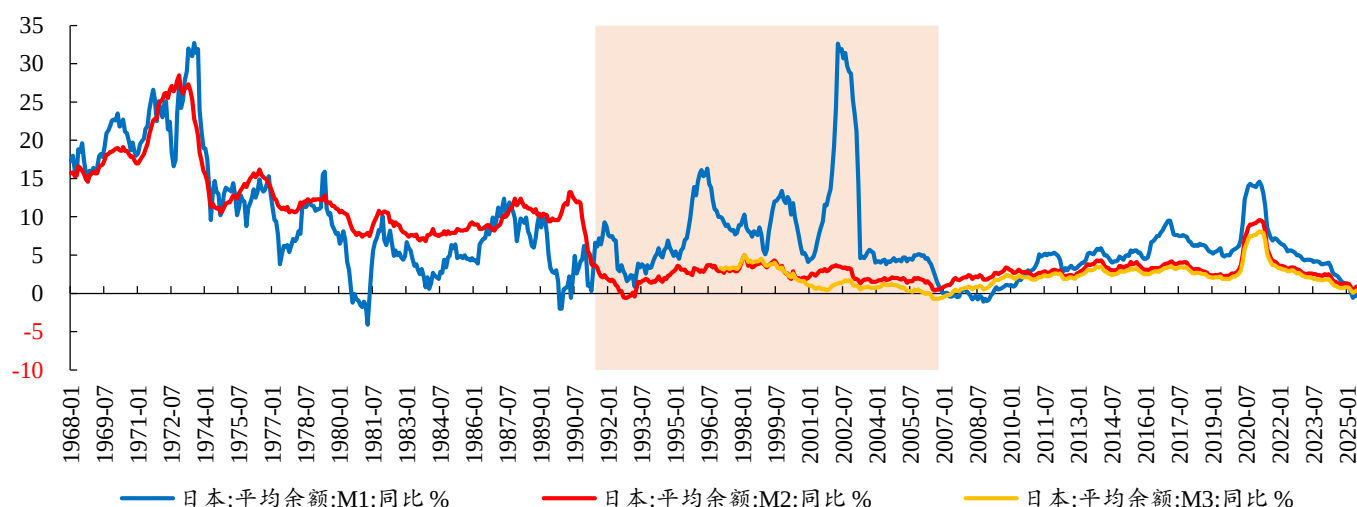
$M1 = \text{流通中现金} + \text{即付存款（结算性活期、一般性活期、储蓄、通知、特殊、纳税准备金存款）}$ ；

$M2 = M1 + \text{定期存款（含零存整取储蓄）} + \text{定期存单}$ ；

$M3 = M2 + \text{邮政储蓄存款} + \text{信用合作社存款} + \text{劳动金库存款} + \text{农业合作社存款} + \text{渔业合作社存款} + \text{金钱信托}$ ；

存款“活期化”后，日本 M1 增速长期高于 M2。由于彼时货币供应持续扩张，M1 总量持续增长，M1 增速在 1991 年开始超过 M2 增速。存款活期化的背后是大量资金闲置，并未使得实体经济实质复苏，而是加剧了“流动性陷阱”。

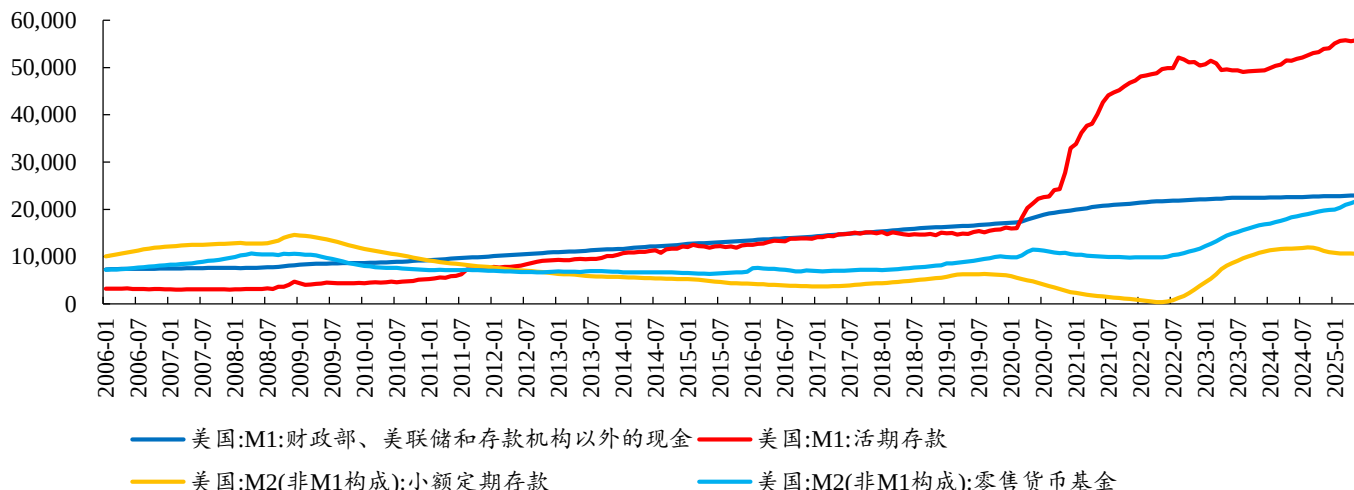
图16：1991-2006 年日本 M1 增速持续高于 M2，存款活期化现象明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

美国 2008 年金融危机后：交易性活期存款占比加速上升，定期存款占比下降。
2008 年次贷危机后，2009 年活期存款和现金持续增长，而小额定期存款、零售货币基金有所下降，主要是当时避险需求增加，叠加低利率环境下定期存款的收益吸引力下降，居民对多资产投资的需求增加，交易性活期存款比例不断上升。

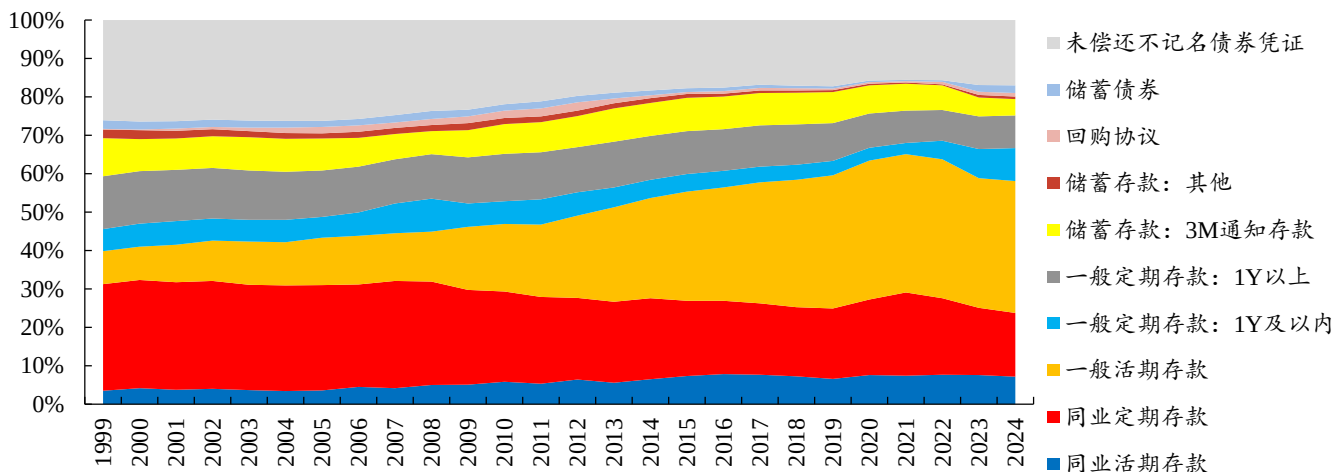
图17：2008 年次贷危机后，美国活期存款不断增长，定期存款持续下降（亿美元，季调）



数据来源：Wind、开源证券研究所

德国低利率时期亦呈现明显的“存款活期化”特征。2009-2020 年德国低利率时期，全部银行的负债中一般性活期存款比例逐年提升，在负债端的比例从 16.42% 升至 36.11%，占比接近翻倍。而原先占比较大的同业定期存款占比快速下降，同时同业活期存款也小幅上升，体现了明显的“存款活期化”特征。

图18：2009-2020 年德国低利率时期，全部银行的负债中一般性活期存款比例逐年提升



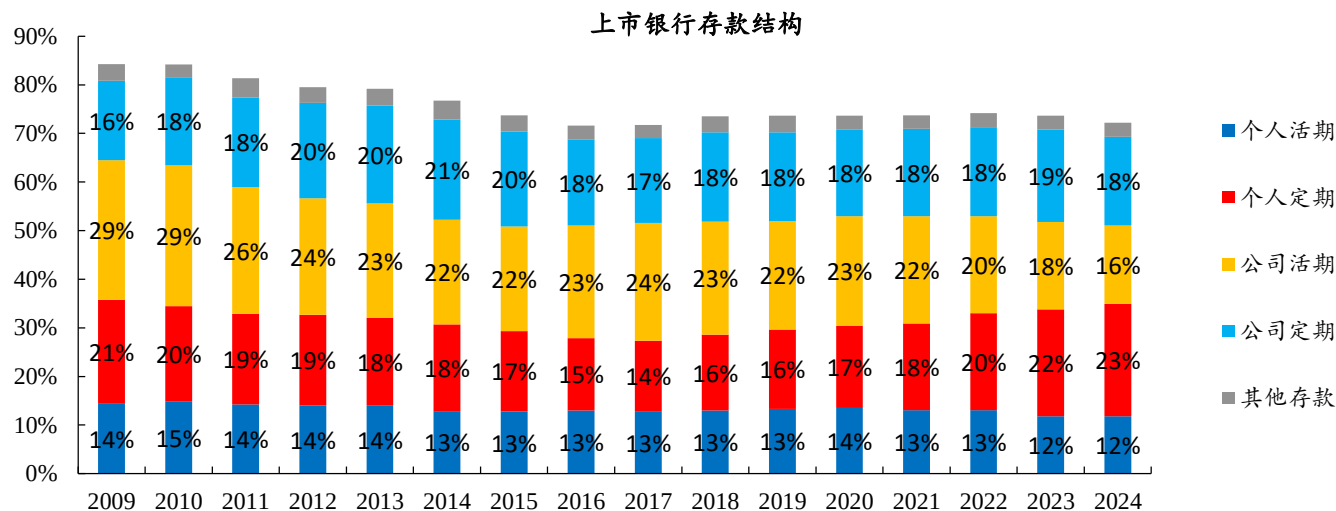
数据来源：Wind、开源证券研究所（注：同业存款仅包括银行机构的存款，不包括非银存款）

2.1.2、量：“存款搬家”或影响货币派生，抑制银行扩张

过去几年的个人存款“定期化”一定程度加强了银行负债稳定性。2018 年以来我国个人存款的“定期化”表现在银行负债端，是个人定期存款占比从 2017 年的 14%

逐步提升至 23%，大大增强了负债的稳定性。但随着后续存款利率下降而“活期化”，银行负债端压力是否会加大？

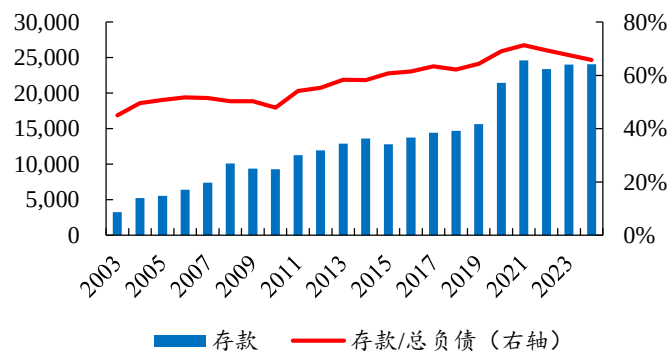
图19：2009-2017 年上市银行负债端的存款比例下降；2018-2024 年存款比例较为稳定，其中个人定期存款比例上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

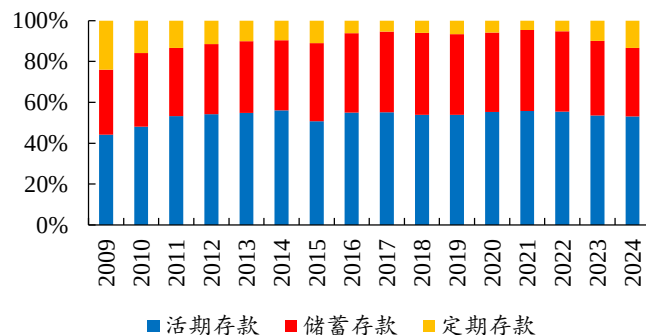
但存款“活期化”或短期内增加银行负债压力，中长期趋于动态平衡。从美国的银行负债端来看，2007-2008 年次贷危机期间存款占比短暂下降、借入资金占比上升，但其后存款占比不断提升，其中个人和公司存款比例持续增大。为什么低利率并未造成大量存款流失？低利率环境下，各银行之间的存款利率差距不断缩小，存款的流动性分层缓解，转而投资基金、股票、保险等其他资产，使得银行账户沉淀越来越多的活期存款，形成存款的动态平衡。

图20：摩根大通 2009-2010 年存款负增长（亿美元）



数据来源：摩根大通银行财报、开源证券研究所

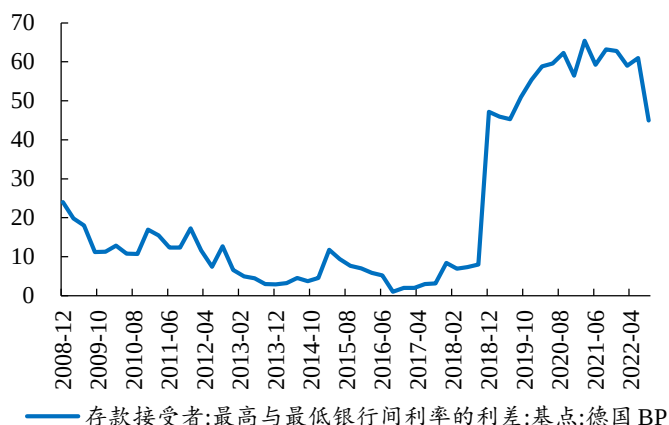
图21：摩根大通 2009-2014 年活期存款占比提升



数据来源：摩根大通银行财报、开源证券研究所

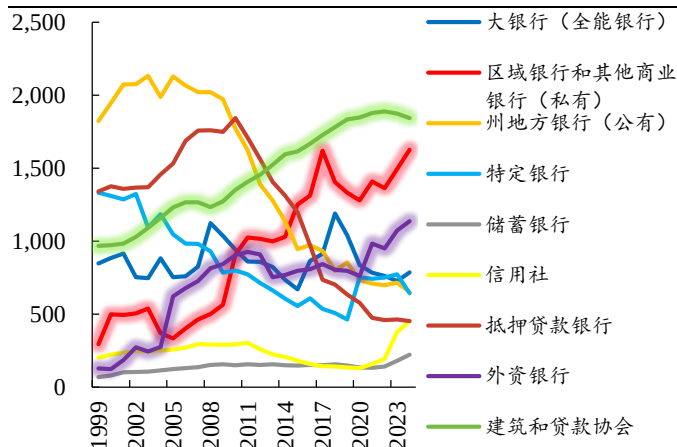
低利率初期中小银行因利率优势占优，长期大银行因综合金融优势占优。德国低利率初期（2008-2017）部分区域银行由于能提供比大银行更高的定期存款利率，其1Y定期存款规模在2008年次贷危机后不降反升，从而支撑了区域银行不断扩表。但随着2016年存款利差（最高银行与最低银行）不断缩窄直到1BP，区域银行的存款利率失去吸引力，使得1Y定期存款规模有所下降，扩表速度放缓。

图22：德国最高与最低银行间的存款利率利差在 2016 年降至最低 1BP



数据来源：Wind、开源证券研究所

图23：德国多数银行 1Y 以上定存规模 2008 年后下降，仅区域银行、建筑和贷款协会、外资银行上升（亿欧元）



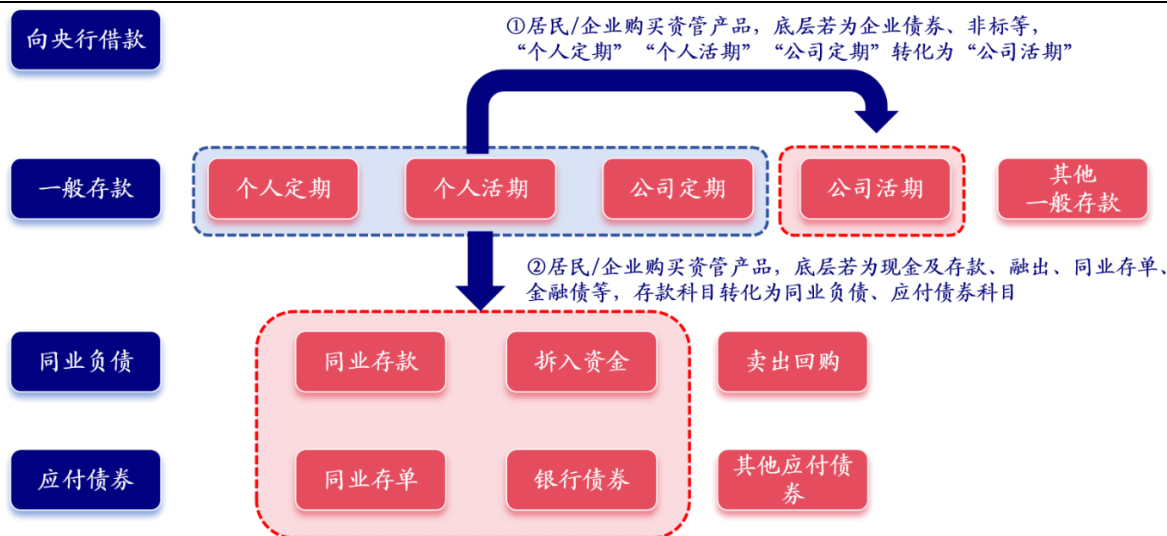
数据来源：Wind、开源证券研究所

负债结构的变化，减少了存款派生，银行仍需阶段性提价吸收同业负债。若不考虑准备金的影响，“存款搬家”并不影响银行体系内的负债总量。存款流入资管产品后，资管产品底层可投资同业存款、同业存单，或通过给企业融资的方式转化为企业存款重新进入银行体系。但是负债结构显然发生了变化，对单家银行来说，存款流出后不一定能回到自家银行，若存款流向资管产品，资管产品的投向可影响 M2 总量，影响存款的派：

- (1) 若资管产品投资政府债，而政府不支出的话，相当于短期回收了流动性，长期支出后不影响；
- (2) 若资管产品投资银行金融债、NCD，银行可能获得资金并用于偿还存量债务，这两项不计入 M2，存款减少后未被等额替代为新的存款，导致 M2 总量下降，直接削弱 M2 派生。从而抑制银行扩表。

再考虑到近年理财等资管产品的投向以现金及存款、NCD、融出等资产较多，并不一定直接进入实体，可能影响货币政策传导的有效性。

图24：“存款搬家”使得银行负债结构发生变化

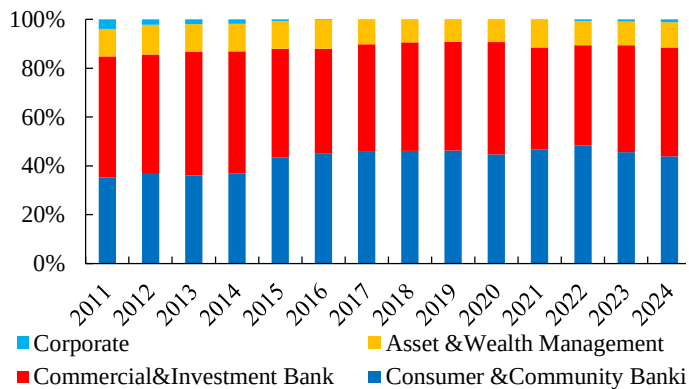


资料来源：开源证券研究所

2.1.3、价：活期存款的沉淀，可显著降低银行负债成本

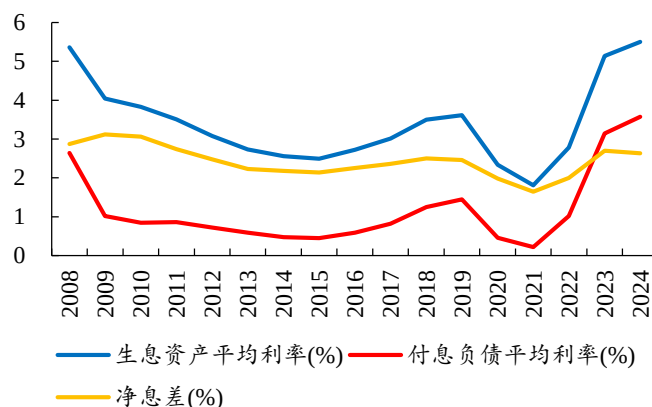
存款“活期化”后，银行负债成本通常明显下降。以摩根大通为例，2009-2010年存款总量略有下降后，2011年重启增长，避险情绪退去之后活期存款增长较快，再加上银行扩张社区银行、营销零售存款，存款的稳定性得到提升，实现了“价降”的同时存款总量保持稳定增长。

图25：摩根大通的零售&社区银行存款占比提升明显



数据来源：摩根大通银行财报、开源证券研究所

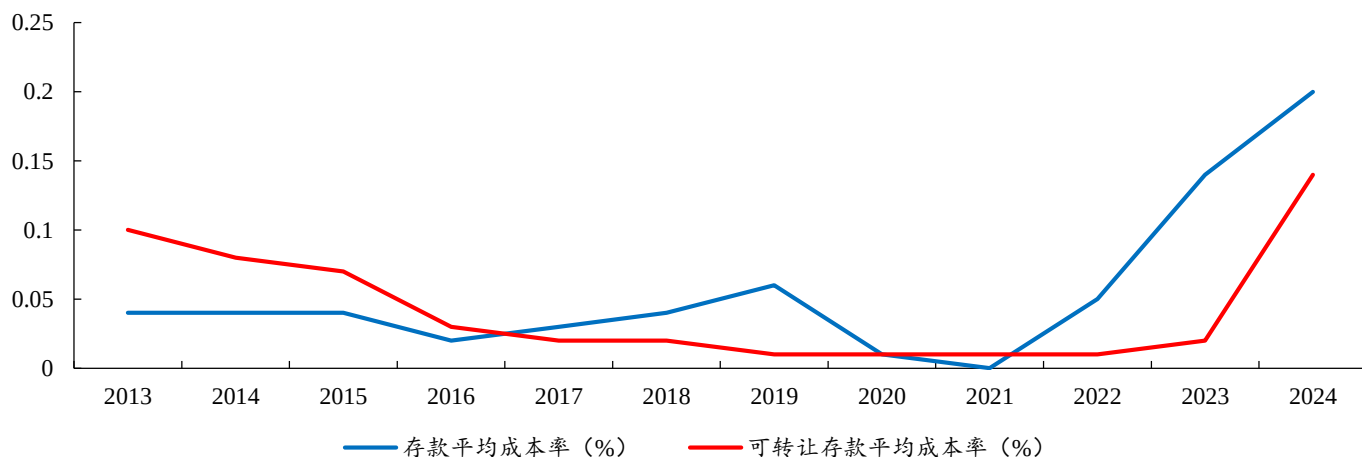
图26：摩根大通付息成本率 2009-2014 年持续下降



数据来源：摩根大通银行财报、开源证券研究所

日本存款活期化后，银行存款成本长期处于低位。活期存款逐渐成为负债结构的绝对主力，使得日本的部分银行负债成本大幅下降。以日本三菱 UFJ 银行为例，2013-2022 年存款成本率始终不高于 0.05%。为了增加活期存款的稳定性，一些银行开始重视零售客群，零售存款较为分散、稳定性高于对公，即使活期化也不会大规模外流。

图27：日本三菱 UFJ 银行 2013-2022 年存款成本率始终不高于 0.05%



数据来源：银行财报、开源证券研究所

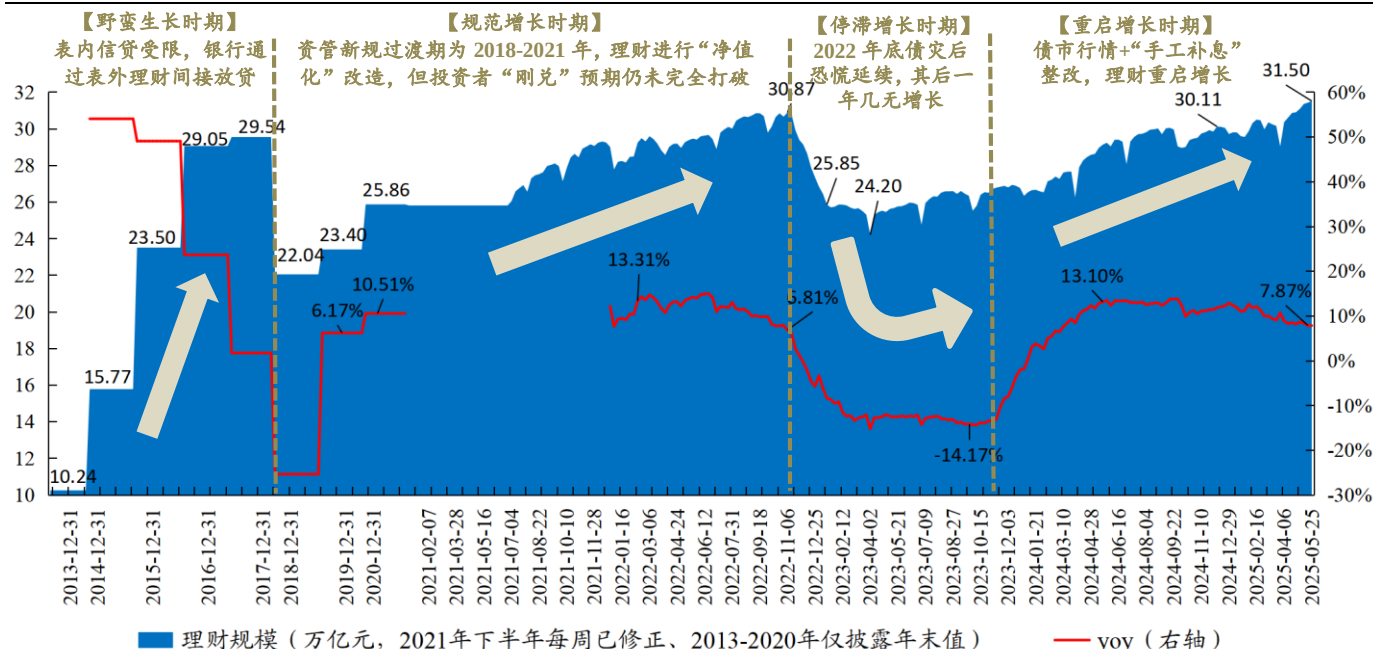
2.2、理财：负债端稳步增长，资产端能力圈有望扩大

2.2.1、短期：短债为基本盘，负债端久限制较大

受制于负债端对流动性的要求，理财投资端短期仍以中短债为主。增量资金仍

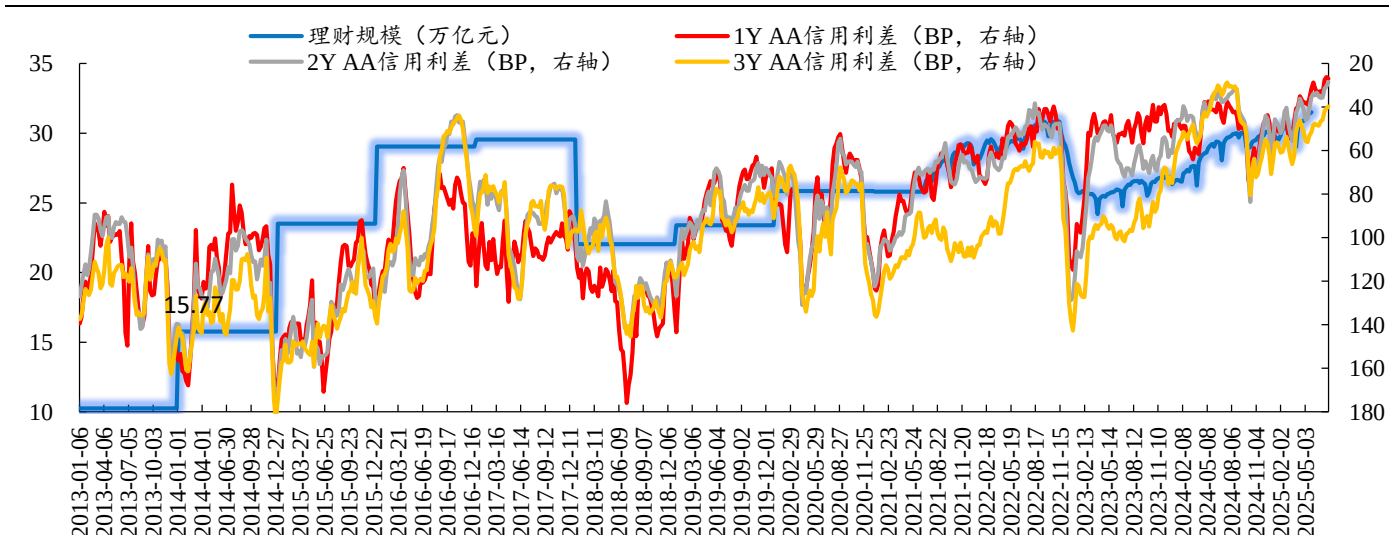
偏好短期限产品,对应理财底层资产也很难主动拉久期,仍将以3Y以内中短债为主。随着信托平滑工具收紧,理财为减少净值波动,或提前缩小风险敞口,主动降低整体久期。但若债市行情较为确定的情况下,不排除阶段性拉久期的可能性。

图28: 截至2025年5月底理财规模已回升至历史最高点(万亿元)



数据来源: 银行业理财登记托管中心、普益标准、开源证券研究所 (注: 1、2021年下半年各周规模, 普益标准收录值偏差较大, 已根据银行业理财登记托管中心披露的关键时点数修正, 以减小偏差; 2021年上半年各周规模未披露, 采用2021-06-30规模; 2、普益标准暂未收录2013-2020年规模, 图中采用银行业理财登记托管中心披露的年末规模; 3、自2018年开始, 银行业理财登记托管中心仅统计非保本(2018之前是保本+非保本), 该口径原因导致理财规模2018年同比下降明显)

图29: 随着理财规模的增长, 信用利差不断收窄(右轴逆序)



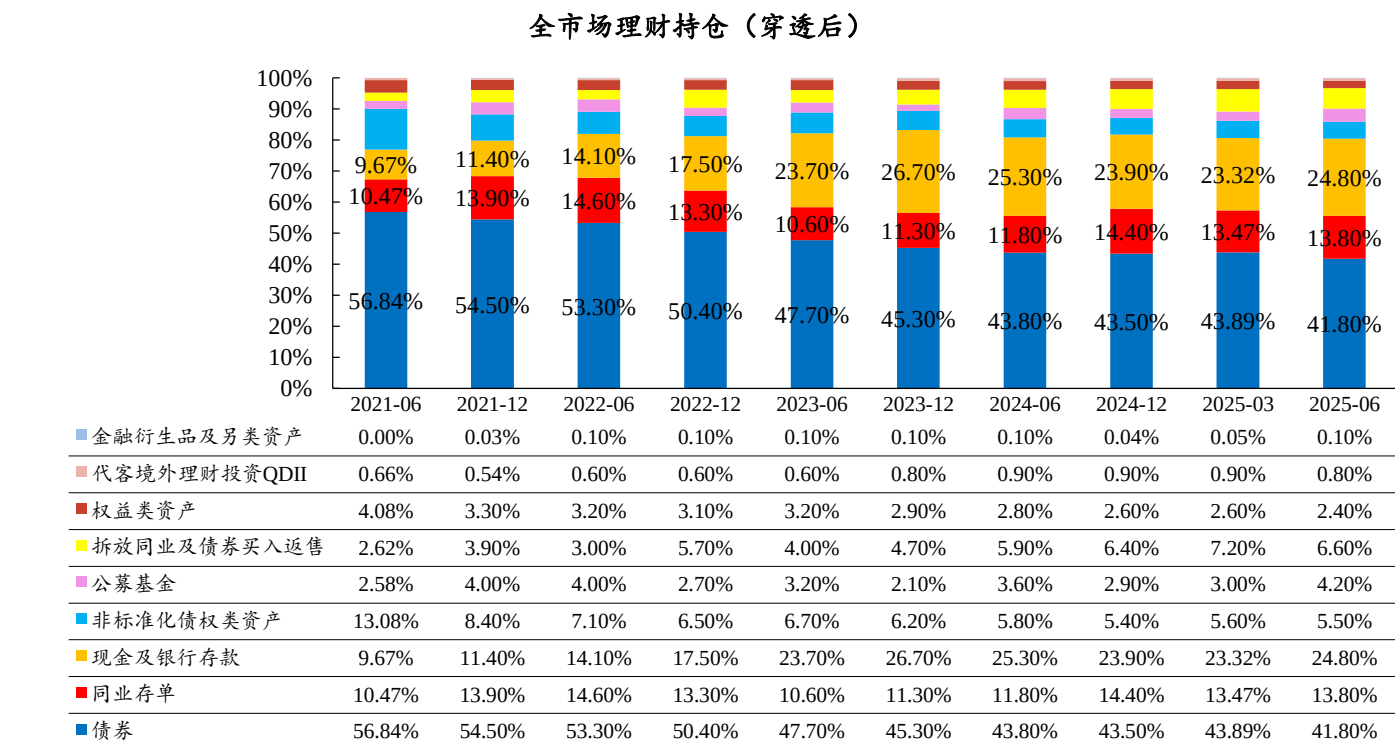
数据来源: Wind、银行业理财登记托管中心、普益标准、开源证券研究所 (注: 图中理财规模与前述理财规模图中的数据一致; 信用利差为中短票据与同期限国债到期收益率之差)

2.2.2、中长期: 居民风险偏好或逐步提升, 多资产是趋势

监管收紧委外、债市低利率环境下, 理财需扩大能力圈、转向多资产。而由于请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

中债登开户限制、QDII 额度较少、资本利得无法免税等硬性劣势，理财在中长期仍有较多配置基金、委外基金专户的需求。信用债 ETF 可解决流动性问题。随着债券“南向通”的扩容，理财机构多资产投资的“牌照”不断增加。此外，可转债、REITs 等资产也成为“固收+”理财近年增配的热门品种。

图30：理财投资基金、权益、QDII 等资产的占比目前并不高

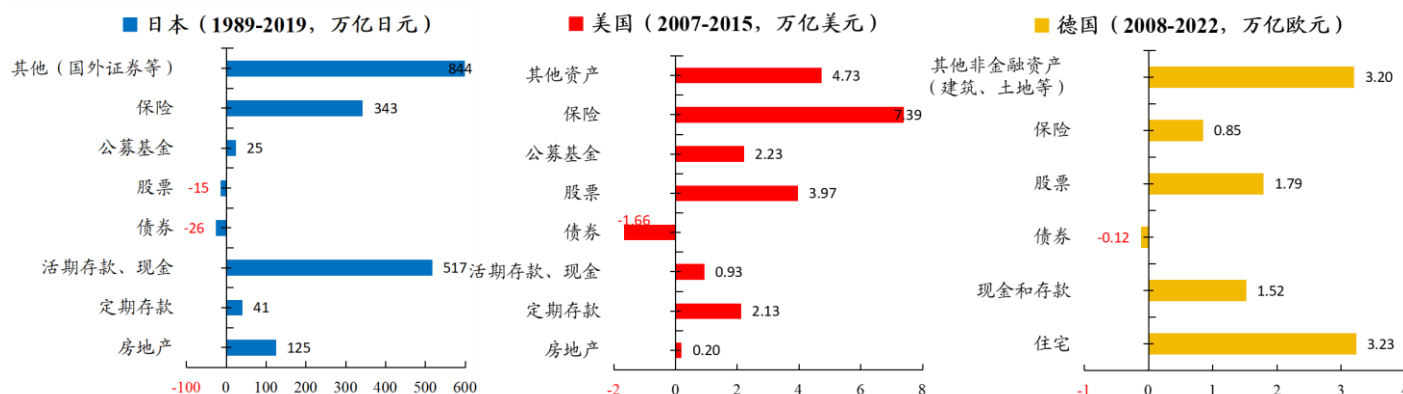


数据来源：银行业理财托管登记中心、开源证券研究所

3、海外经验：市场深度&政策力度可改变居民风险偏好

各国低利率时期的居民财富风险偏好，与市场深度、政策力度关联度较大。由于日本低利率时期较长，经济恢复节奏缓慢，居民风险偏好长期较低，1988-2019 年主要增配的资产为活期存款、保险、国外证券，但期间 NISA 免税账户的诞生、经济刺激政策出台阶段性激活了股市的情绪。美国则较快走出次贷危机后的低利率时期，2007-2015 年在股票、基金、保险、其他资产均有增配。德国不同的是，其房地产价格在低利率初期未出现暴跌，居民持有住宅、建筑和土地的比例一直较高，但由于德国间接融资体系、险资投资权益的比例限制，股票投资更多是通过基金间接进行。

图31：日本、美国、德国低利率时期的资金流向分化，主要是市场、政策、居民风险偏好等多因素导致

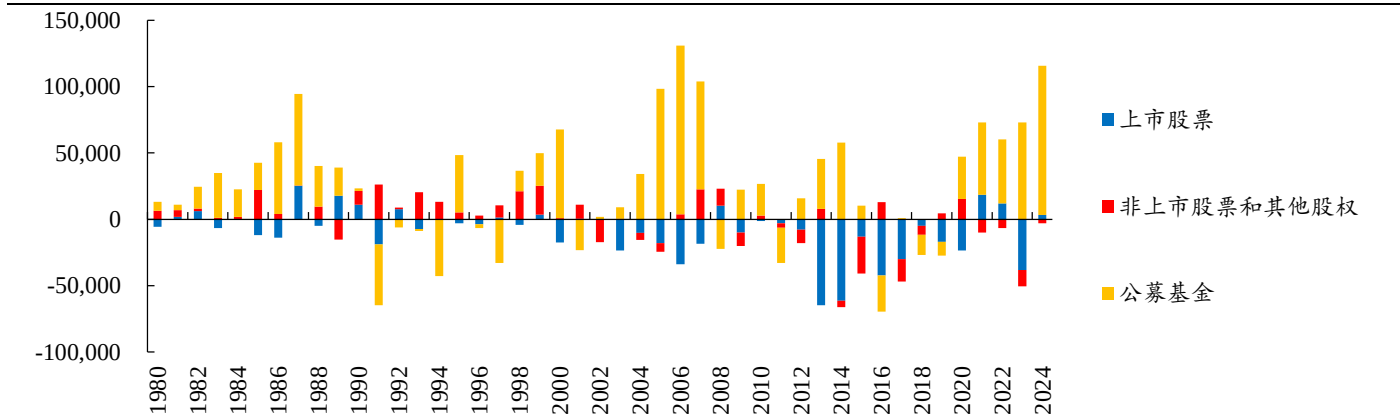


数据来源：Wind、开源证券研究所（注：1、图中数据计算方法：日本“定期存款”=2019年日本定期存款存量 - 按1988年定期存款比例计算的2019年居民资产中定期存款应有存量，其余资产同理；2、日本“房地产”资产存量未披露，采用居民住房贷款数据）

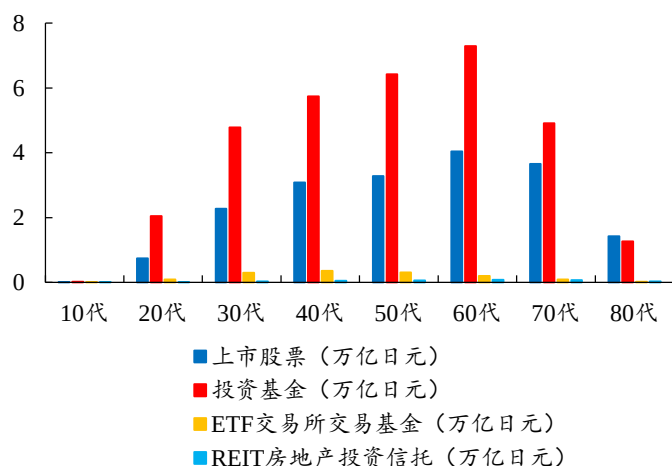
3.1、日本：经济短暂回暖+免税账户 NISA 推动基金业发展

日本免税账户 NISA 的诞生，曾有效抬升了居民风险偏好。日本公募基金也被称为“证券投资信托”(stocks and investment trusts)。在 2003-2007 年、2012-2014 年、2020-2024 年等时间段内，由于经济短暂复苏、政策明显发力，市场信心增强，居民几度增持公募基金。2014 年日本政府主导创立免税投资账户(NISA, Nippon Individual Savings Account)，允许个人在指定账户内投资特定金融资产（如上市股票、投资基金、ETF 及 REITs），对所获资本利得与分红收益免征所得税及居民税，一定程度上也推动了股市、公募基金的发展。

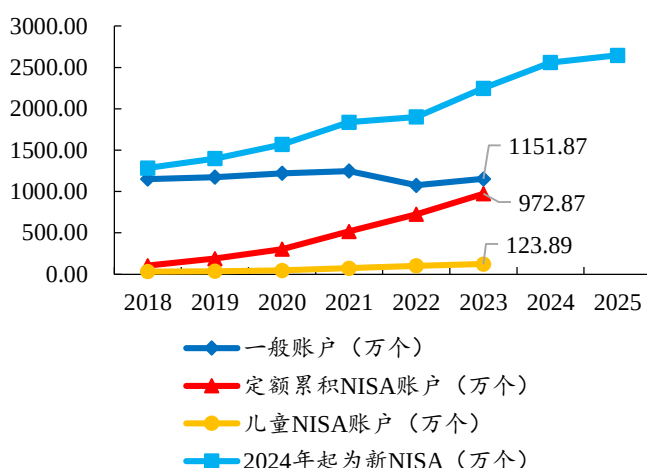
图32：日本居民部门资产流量——股权和投资基金份额：低利率期间规模波动较大（亿日元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

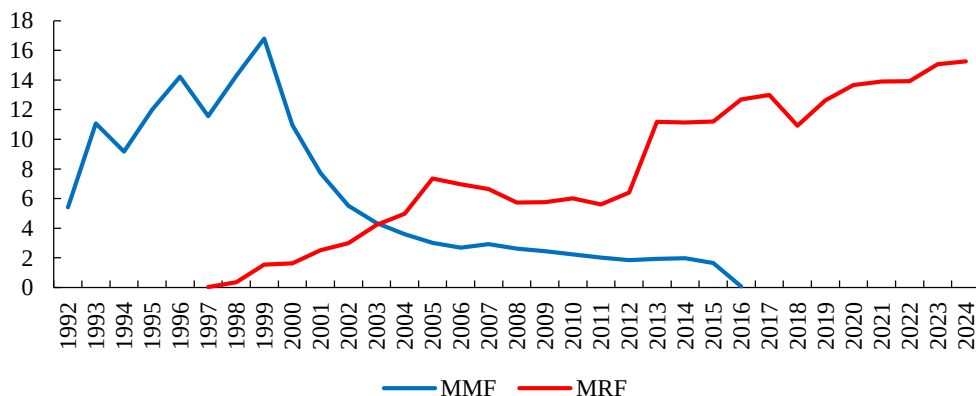
图33：2014-2024年多数年龄段NISA账户买入基金最多


数据来源：日本金融厅、开源证券研究所

图34：2018-2025年NISA分类账户数


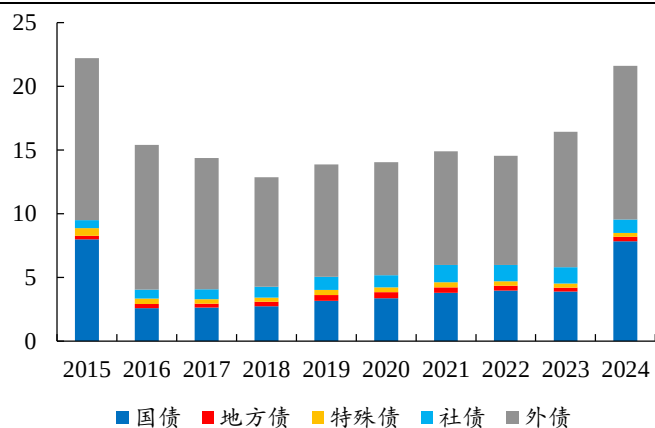
数据来源：日本金融厅、日本投资基金协会、开源证券研究所

费率更低、流动性强的 MRF 逐渐代替 MMF，成为债基主力。货币市场基金（MMF, Money Market Fund）虽在 1999 年达到 16.8 万亿日元的峰值，但随后因收益率丧失竞争力而规模减半；真正逆势扩张的是货币储备基金（MRF, Money Reserve Fund），它从 1997 年几乎可忽略不计的规模，飙升至 2016 年的 12.7 万亿日元，主要是 MRF 相比于 MMF 费率更低（央行减免其管理费、承担负利率损失），且严控投债久期、评级，因此逐渐取代破净较多的 MMF，成为新的货币管理工具。

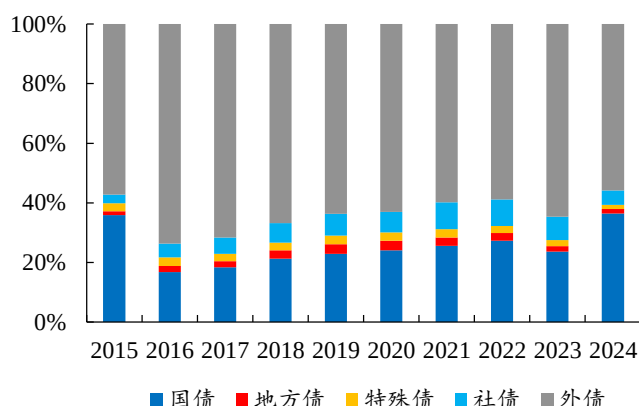
图35：日本 MRF 逐渐接棒 MMF，在 2013 年后增长较快（万亿日元）


数据来源：日本投资信托协会、开源证券研究所

日本公募基金以海外债券+日本国债为主要持仓。日本公募基金债券投资以海外债券为主（占比 50%-70%），因国内低利率迫使资金出海；国内债券中国债占主导（90% 以上），因安全性和政策干预；MRF（货币储备基金）因流动性强占固收基金 97%；企业债占比不足 10%，因信用利差低和风险规避。

图36：公募基金各类型债券投资规模（万亿日元）


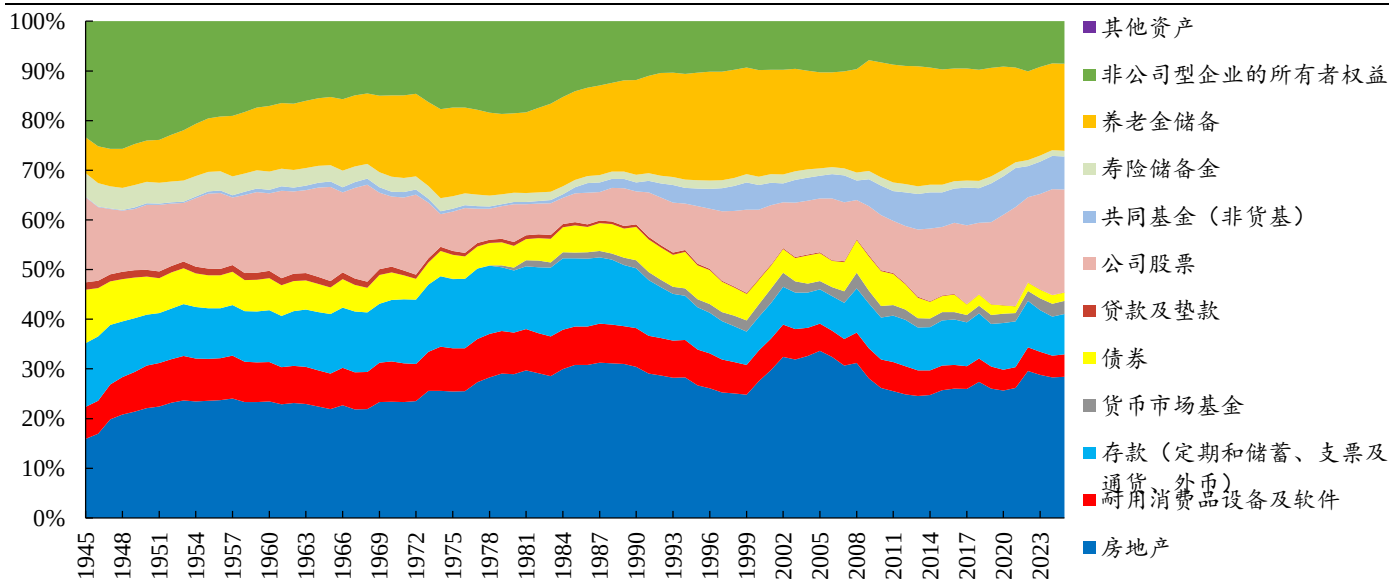
数据来源：日本投资基金协会、开源证券研究所

图37：公募基金各类型债券投资占比（%）


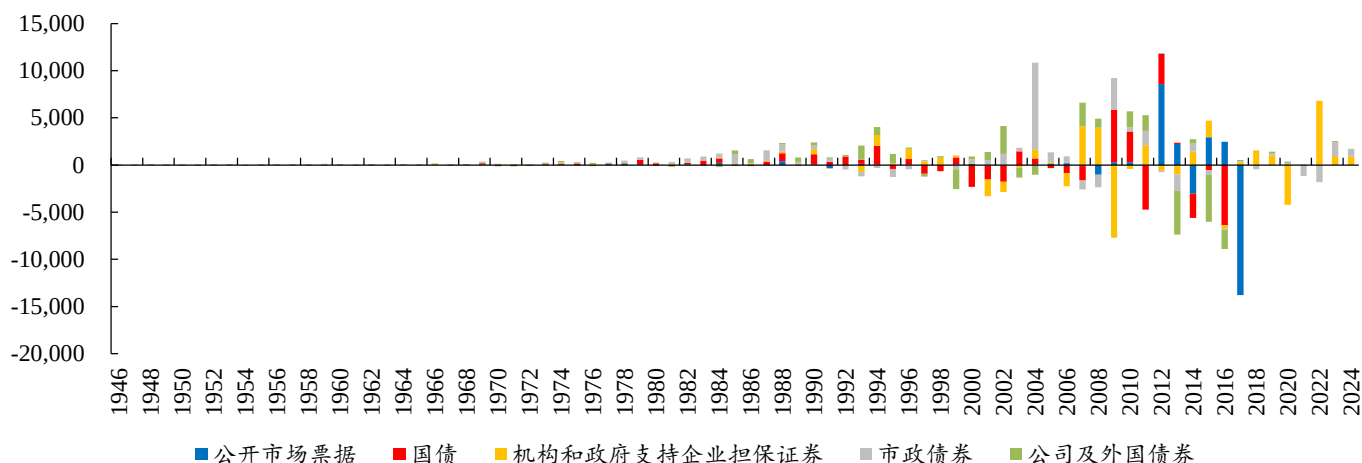
数据来源：日本投资基金协会、开源证券研究所

3.2、美国：次贷危机后减持房产、长期增配权益

2007 年次贷危机后，美国短期增配国债，长期增配股票、共同基金、养老金。在利率急速下行阶段（2007-2008 年），由于房地产资产价格暴跌，房地美等政府支持企业债券（GSEs）风险暴露，在 2009 年遭遇大幅减持，国债受到居民大幅增持。但随着 2011 年 8 月，标普将美国主权信用评级从 AAA 下调至 AA+，投资者出于避险需求减持美债，转而增持了股票、共同基金、养老金储备等金融资产，三占比从 2008 年到 2013 年分别上升了 5.44pct、3.16pct、2.94pct。

图38：美国居民资产存量——2008-2013 年，房地产占比下降，股票、共同基金、养老金储备占比明显增加


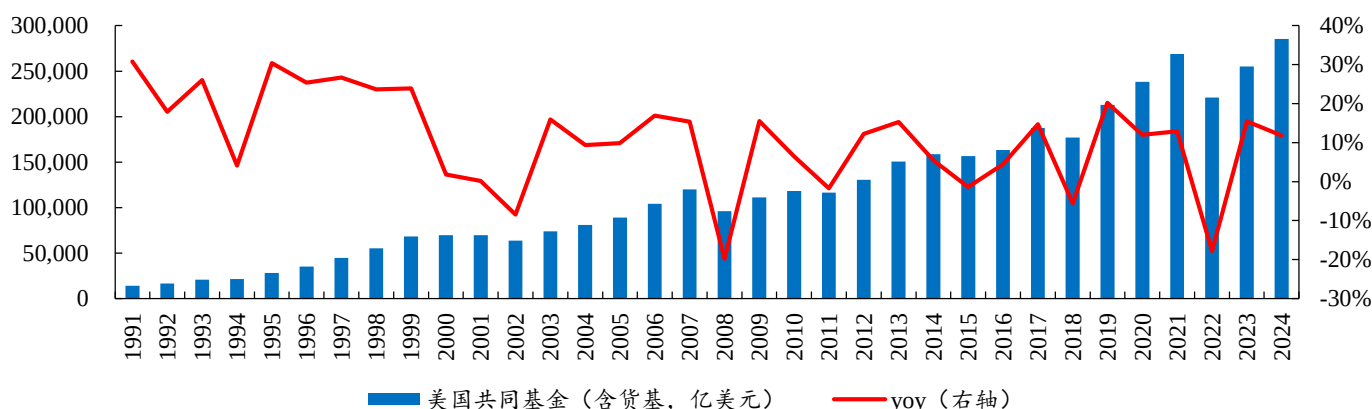
数据来源：Wind、开源证券研究所

图39：美国居民部门资产流量——债券：2009-2010 年增持国债（亿美元）


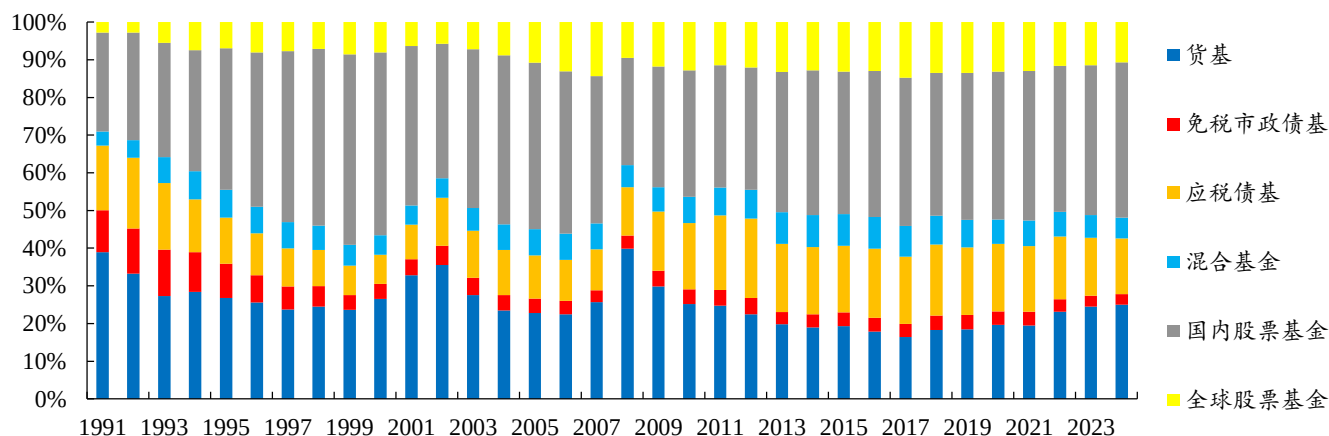
数据来源：Wind、开源证券研究所

2007 年次贷危机后货基占比短暂上升→债基短暂繁荣→股基接棒成为市场主流。

（1）截至 2024 年末，美国共同基金（含货基，不含 ETF）规模达 28.54 万亿美元。2008 年次贷危机后，货基因恐慌性赎回面临严重流动性危机（如 Reserve Primary Fund 跌破净值），迫使美联储推出 AMLF（资产支持商业票据货币市场共同基金流动性工具）和 MMLIFF（Money Market Investor Funding Facility）等工具救助。但 2010 年美国推出《货币市场基金改革规则》要求基金每日、每周流动资产分别不低于 10% 和 30%、限制低质量债券的持仓比例，2014 年重点推行机构优质货币基金采用浮动净值计价，2009 年货基规模达峰值后开始下降；（2）应税债基占比在 2007-2012 年持续上升，2012 年达到峰值 21.52%，较 2007 年占比翻倍。其后随着利率下降，再加上股票型基金吸引力提升，应税债基占比稳定在 20% 以内；（3）股票型基金 2007-2008 年占比下降，但 2010 年开始低利率推动股市牛市，股票型基金占比稳定提升，截至 2024 年末股票型基金（国内股票基金+全球股票基金）占比超 50%。

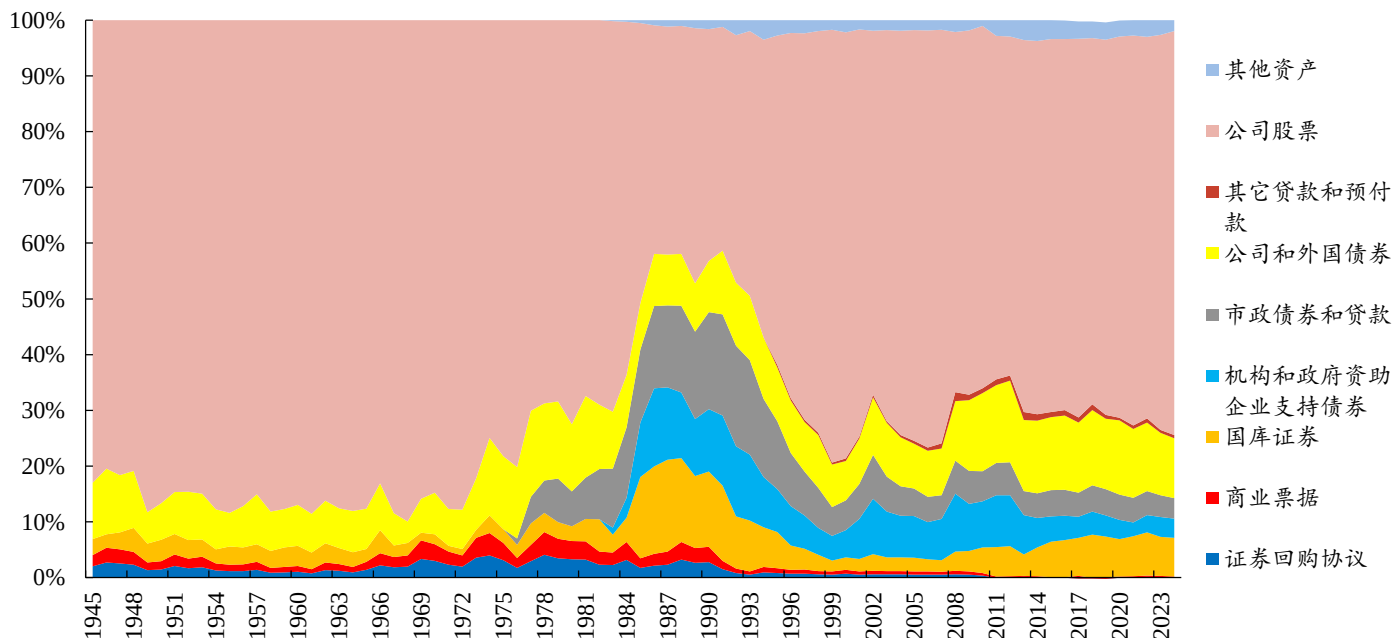
图40：截至 2024 年末，美国共同基金（含货基，不含 ETF）规模达 28.54 万亿美元


数据来源：Wind、开源证券研究所

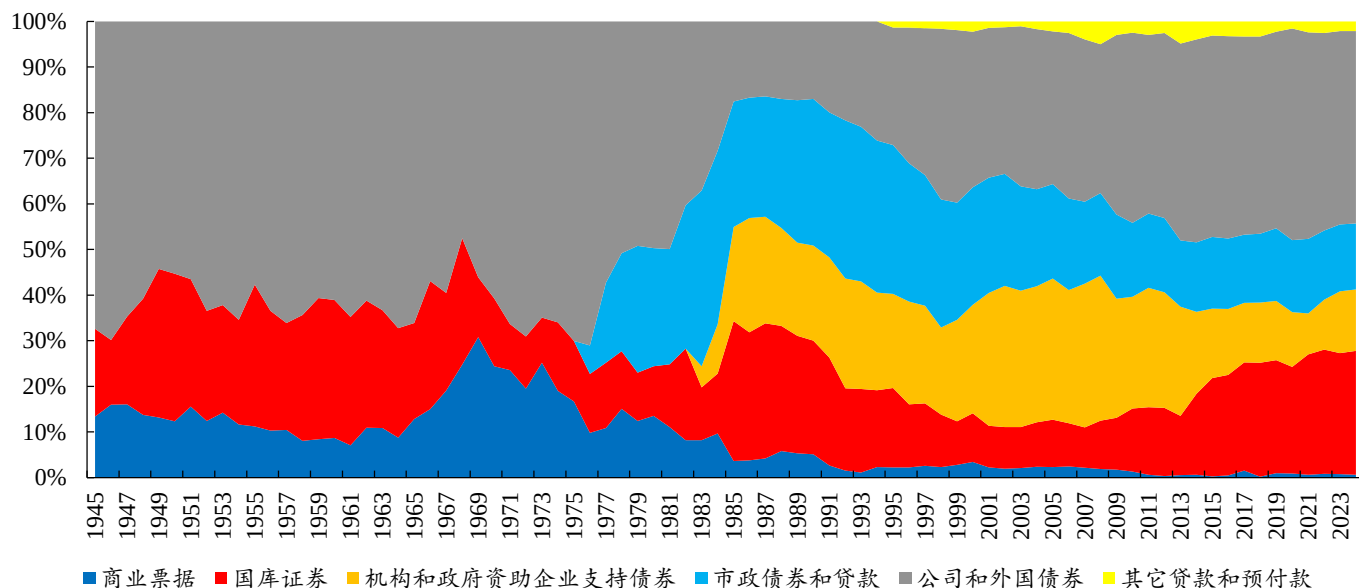
图41：2008 年货基比例上升，其后应税债基、国内股基、全球股基比例上升


数据来源：Wind、开源证券研究所

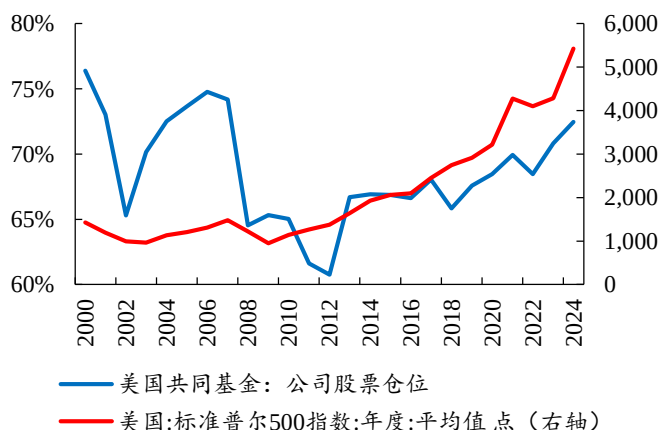
由于美国经济恢复较快，共同基金于危机后第五年（2012）开始增持股票。美联储通过大规模购买长期国债压低长端利率，进一步推高国债需求，共同基金因此增持国债，同时增持公司和国外债券以获取高票息。房利美、房地美等政府支持企业债券（GSEs）风险暴露，遭遇共同基金减持；市政债券因流动性骤降、违约担忧上升，也遭到共同基金明显减持。2013 年开始债券利率下探到历史低位，共同基金开始持仓股票，2012 年到 2024 年底股票仓位由 61% 上升到 72%，基本接近次贷危机前的水平（2007 年为 74%）。

图42：美国共同基金（不含货基和 ETF）投资资产：2008-2012 年增持债券、减仓股票；2013 年期相反操作


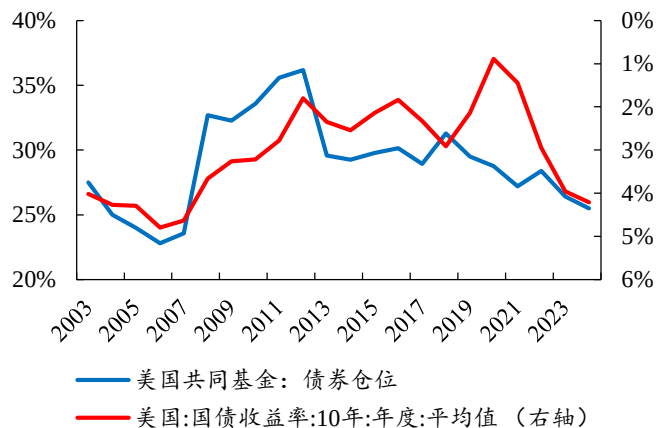
数据来源：Wind、开源证券研究所

图43：美国共同基金（不含货基和ETF）债券仓位：2008年起增持国债、公司和外国债券


数据来源：Wind、开源证券研究所

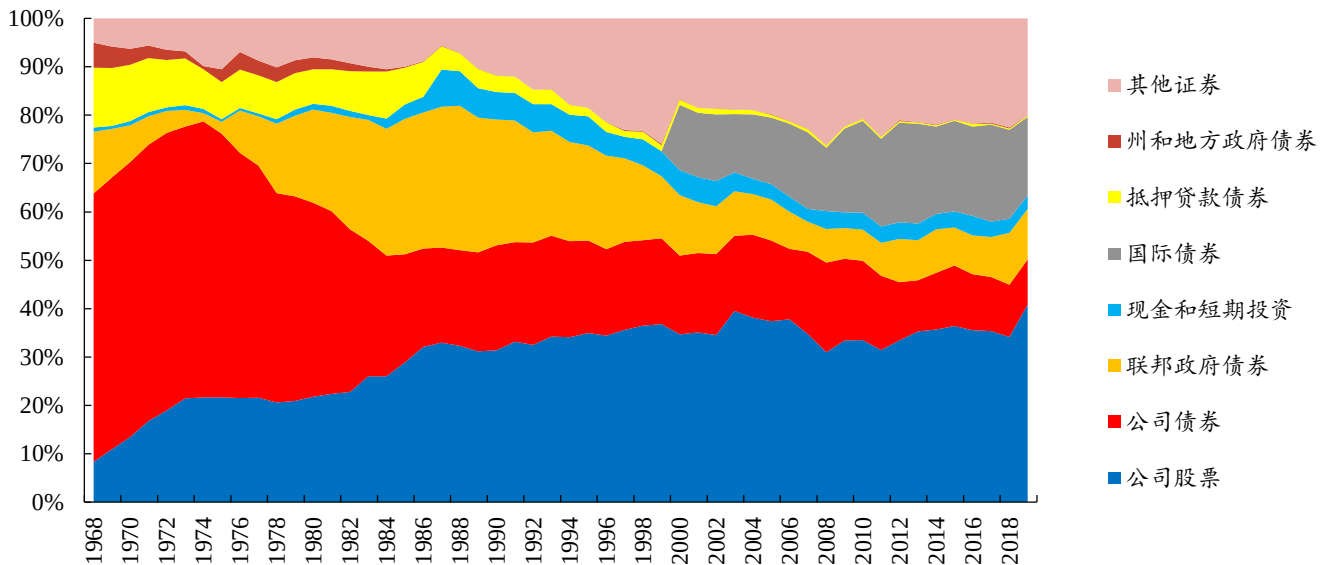
图44：2012年起美股复苏，共同基金增配权益


数据来源：Wind、开源证券研究所

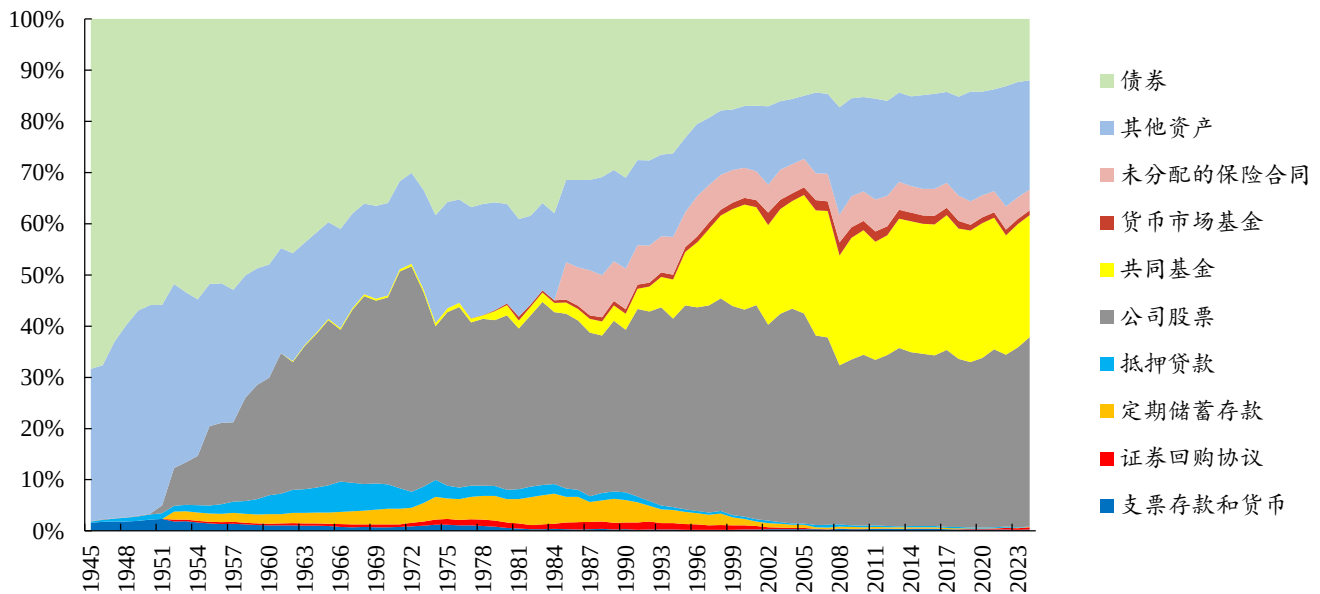
图45：2012年美债利率降至低位，共同基金减配债券


数据来源：Wind、开源证券研究所

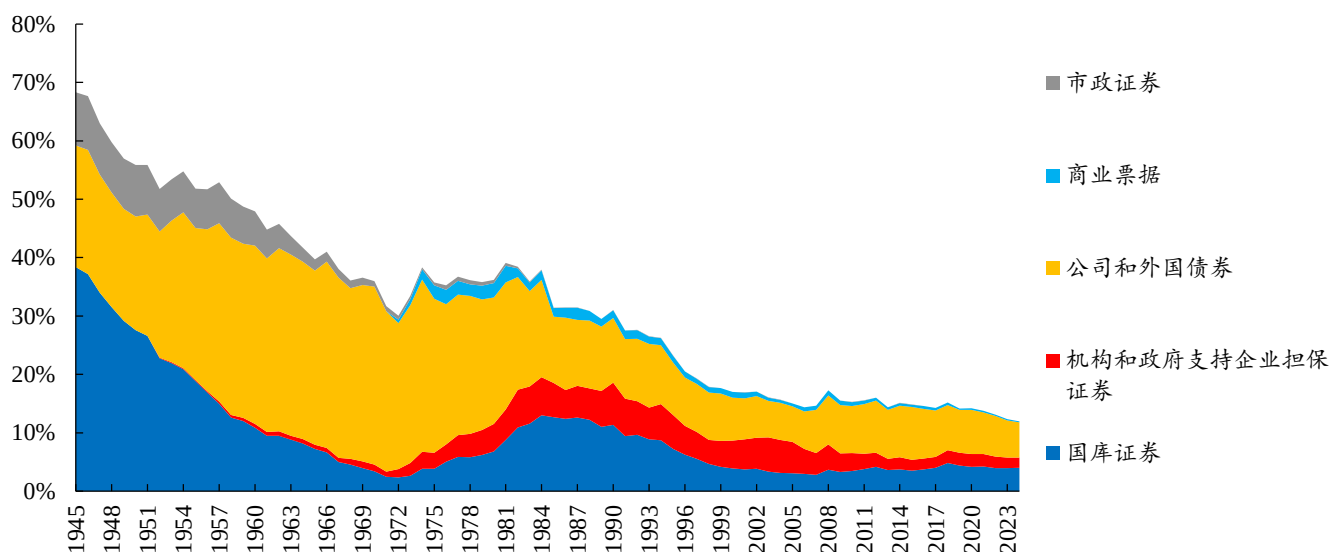
危机后，美国养老金对权益资产的持仓长期增大。危机后美股估值处于低位，养老金通过增持股票（尤其是大盘蓝筹股和成长股）捕捉市场复苏红利，重点布局科技和医疗保健等抗周期行业。同时，为降低对美国本土市场的依赖，养老金增持欧元区和新市场主权债，以获取更高票息和汇率收益，2012年国际债券占比达21%，较2008年的13%有明显提升。此外，危机暴露企业违约风险，养老金削减高收益公司债持仓。

图46：美国公共养老金（第一支柱）长期增持股票、国际债券，减持公司债券、联邦政府债券


数据来源：Wind、开源证券研究所

图47：美国养老基金（第二、三支柱）长期减配债券、增配股票、共同基金


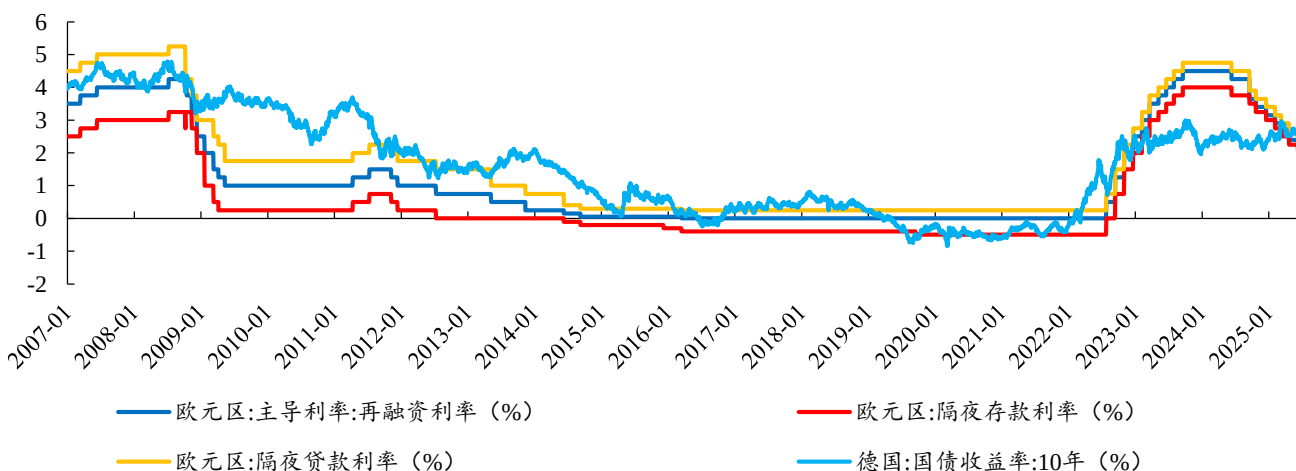
数据来源：Wind、开源证券研究所

图48：美国养老基金（第二、三支柱）债券仓位中，国债、公司和外国债券占比较高


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.3、德国：偏好固化+政策掣肘，直投权益占比较低

德国低利率亦始于次贷危机，但经济恢复晚于美国。2008-2022 年德国历经 15 年的低利率时期，其中 2016 年 10Y 国债首次跌破 0%。2008 年美国次贷危机迅速蔓延至欧洲，导致欧元区经济遭受重创，欧洲央行采取一系列激进降息措施，包括多次连续下调基准利率。此后，受欧债危机持续影响，第二轮降息周期自 2011 年末持续至 2014 年 6 月，欧洲央行在这一阶段继续维持超低利率政策，德国十年期国债收益率于 2016 年 6 月首次跌破零值，疫情期间再度跌为负利率。直到 2022 年面对不断上升的通胀压力，欧洲央行开始转变货币政策方向，逐步收紧货币政策，启动加息周期，德国的低利率周期暂时结束。

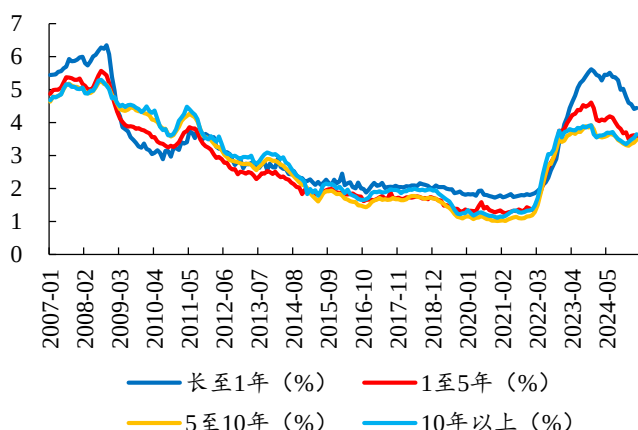
图49：德国历经 2008-2022 年长达十五年的低利率周期


数据来源：Wind、开源证券研究所

德国居民偏好稳定，2008-2013 年小幅减配权益、增配住宅。在低利率时期（2008-2013 年），德国居民部门的资产配置表现出显著的稳定性，这主要源于其保守的金融文化和制度性保障。首先，德国居民长期偏好实物资产，尤其是住宅房地

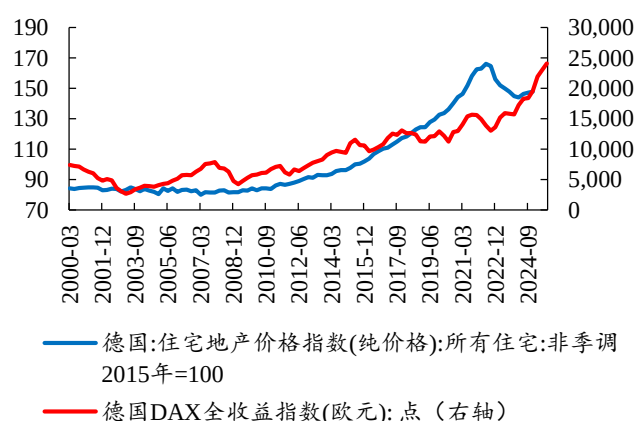
产，因其稳定的租金收益和抗通胀特性，而低利率环境进一步降低了购房融资成本，2009年起对房租收入征收25%的资本利得税，但长期持有资产的税率较低，鼓励居民通过长期投资股市或房地产获取收益。其次，德国严格的租赁法规和高首付比例（通常超过40%）抑制了房地产投机，使得住宅市场供需平衡，资产价值波动较小，增强了配置的可持续性。低利率初期由于欧债危机期间股市震荡，德国居民减配股票等风险资产，但2015年开始增配权益，减配住宅。

图50：低利率时德国居民新发放住房贷款利率持续下降



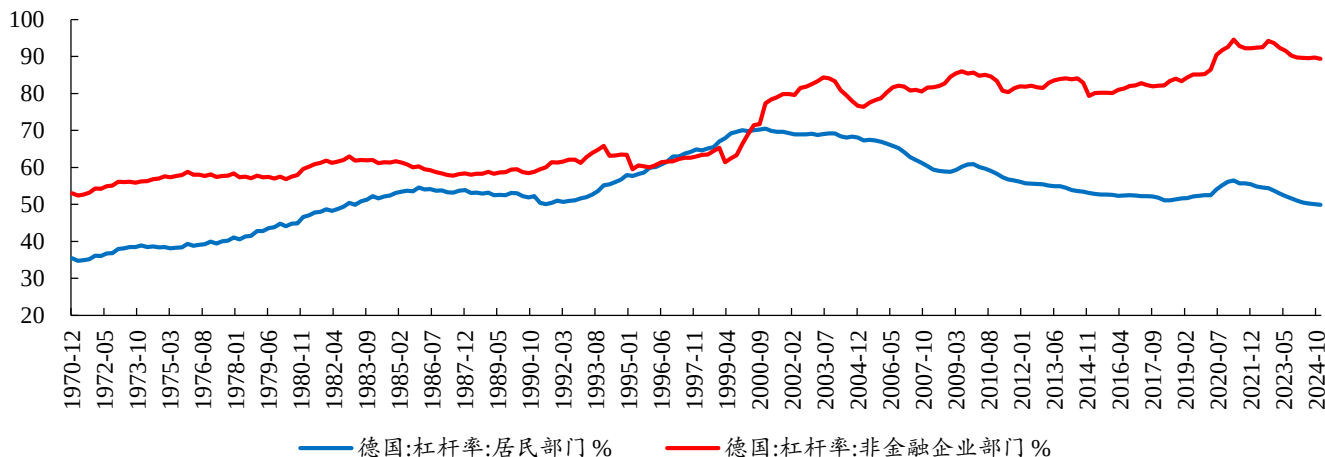
数据来源：CEIC、开源证券研究所

图51：2008-2022年间德国股市、房地产表现持续较好



数据来源：Wind、开源证券研究所

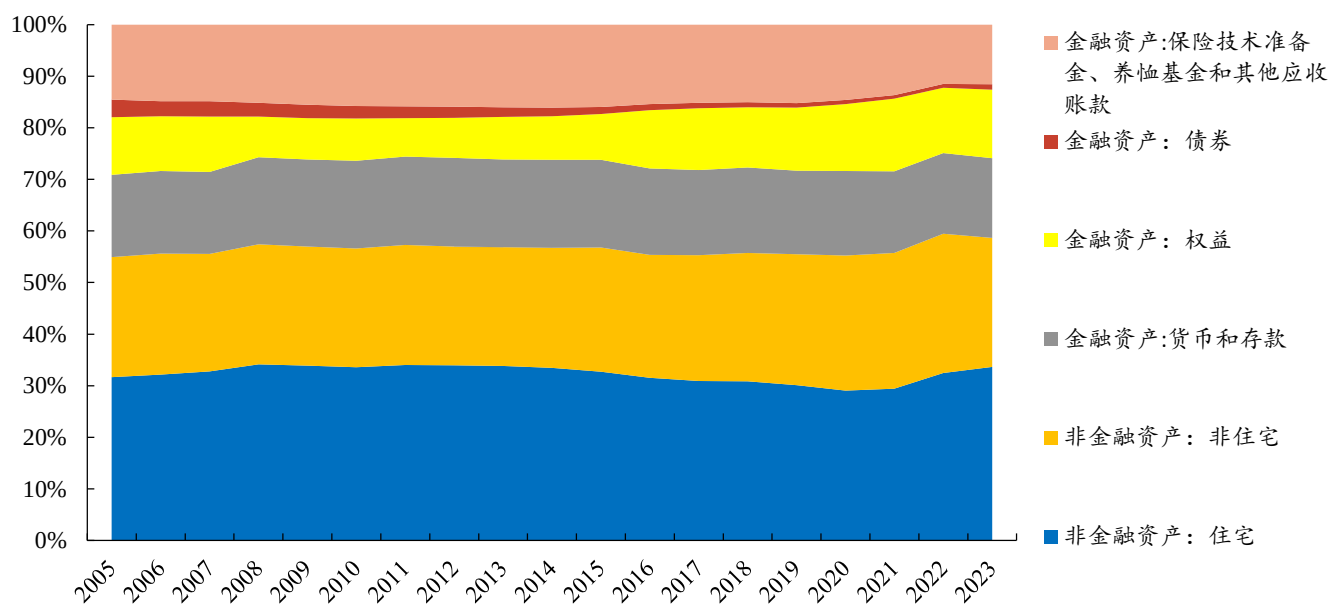
图52：德国居民杠杆率在2009-2010年短暂提升，2011-2019年持续下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

德国居民增配权益幅度有限，主要由于股市泡沫破灭历史、风险偏好保守等。20世纪90年代末，德国曾掀起炒股热潮，尤其是1996-2000年私有化改革期间，德国电信等“全民股票”被疯狂追捧。但2000年互联网泡沫破裂后，德国DAX指数从8100点暴跌至2200点以下，居民对权益市场信心骤降。同时，德国企业融资主要依赖银行贷款而非股市，股市活跃度有待提升。此外，德国人以理性、严谨著称，德国文化强调“缓慢积累财富”，对股市投机持一定的保守态度。

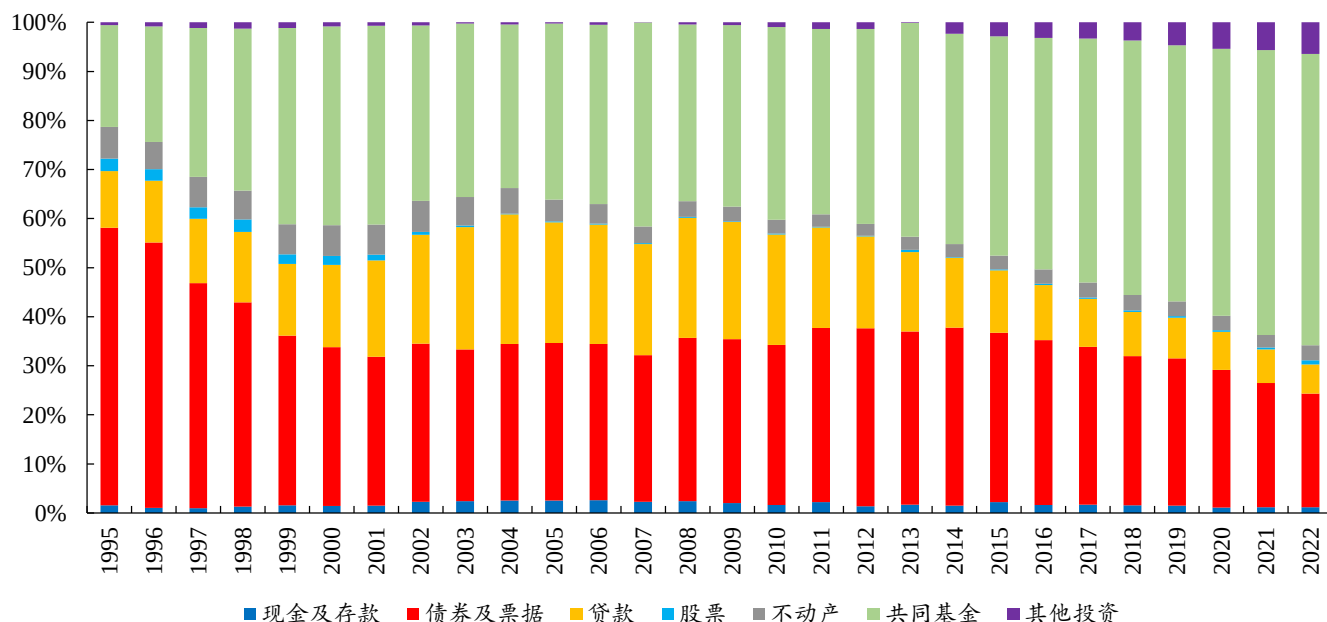
图53：德国居民部门的资产存量：2008-2013年减配权益、增配住宅，其后小幅增配权益、减配住宅



数据来源：Wind、开源证券研究所

再加上养老金直投股票受限，大幅增配共同基金。欧央行长期维持低利率甚至负利率政策（2014-2022年），2016年10年期德债收益率一度跌破0%，无法满足养老金长期支付需求，保险机构被迫提高风险偏好，但由于投资权益计提较高比例的资本，直投股票受限，保险机构普遍通过共同基金（尤其是股票型基金）进行权益投资，在低利率环境中提供更高潜在回报，截至2022年共同基金占到将近6成。

图54：德国养老保险基金持仓：近年不断减配债券、增配共同基金，直投权益比例较低



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、投资建议：关注集团协同&财富管理优势较大的银行

低利率环境下居民多元化投资的需求提升，集团内协同优势较大、资产获取能力请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

力强、拥有财富管理护城河的银行将获得更高的客户粘性。受益标的如具有先发优势的招商银行、中信银行、光大银行，以及区域资产获取能力较强的银行，如江苏银行、宁波银行等。

表6：受益标的一览

	银行名称	PB (LF)		ROE(%)	总营收同比增长 (%)			归母净利润同比增长 (%)			EPS			评级
		2025-08-06	2025E		2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	
600036.SH	招商银行	1.12	0.98	3.53	(0.48)	0.39	2.84	1.22	0.74	3.46	5.88	5.93	6.13	未评级
601998.SH	中信银行	0.67	0.63	2.86	3.76	3.71	2.45	2.33	0.36	3.30	1.26	1.27	1.31	买入
601818.SH	光大银行	0.51	0.48	2.28	(7.05)	1.10	1.12	2.22	0.05	0.20	0.71	0.71	0.72	增持
600919.SH	江苏银行	0.91	0.83	4.13	8.78	6.36	7.51	10.76	6.27	10.67	1.74	1.84	2.04	未评级
002142.SZ	宁波银行	0.9	0.8	3.55	8.2	7.5	8.8	6.2	5.9	8.6	4.1	4.35	4.72	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：1、未评级标的均采用 Wind 一致预期；2、盈利预测及估值数据均基于 2025-08-06 收盘价）

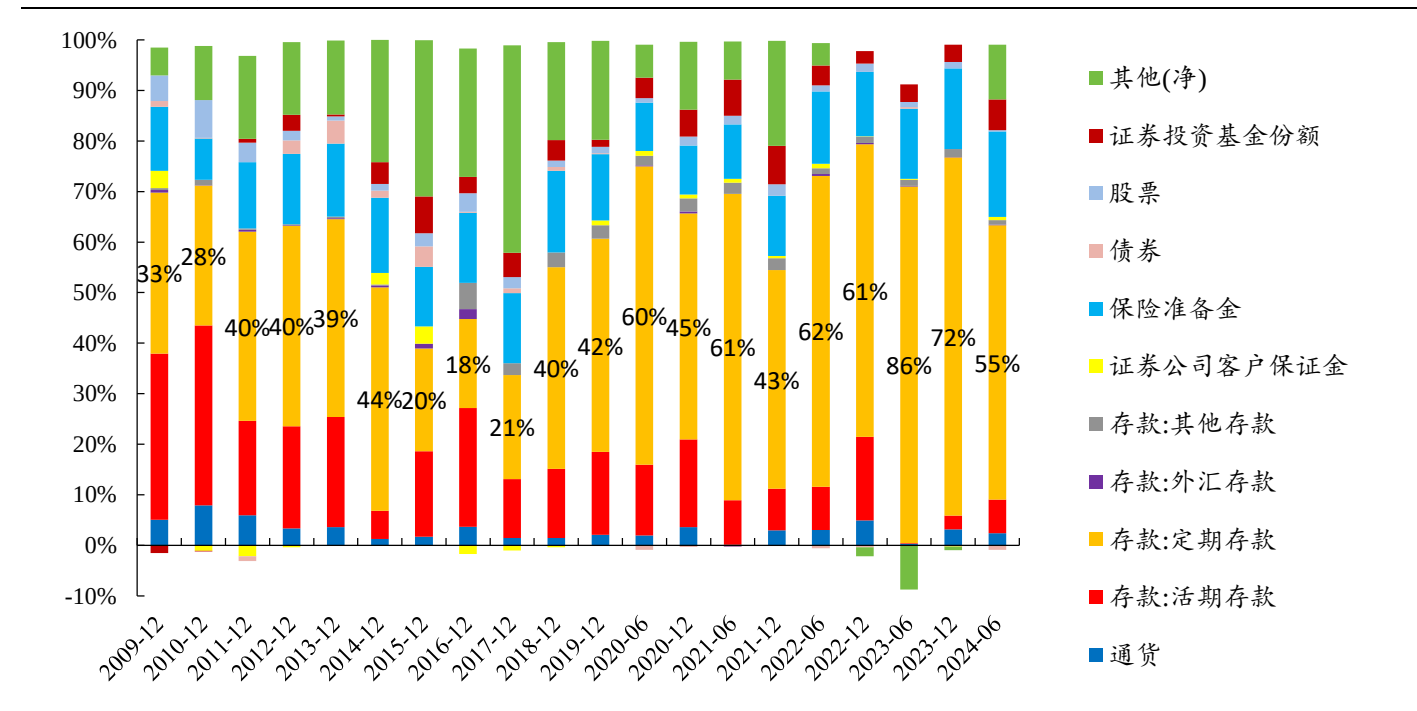
5、风险提示

经济增长不及预期：经济增速若不及预期，资产获取难度增加，资管产品收益率或持续下降；居民财富若增长较慢，也将影响其配置公募基金、股票的意愿；

金融监管趋严：部分未获得理财子牌照的中小银行，后续或面临无法新发产品的风险。

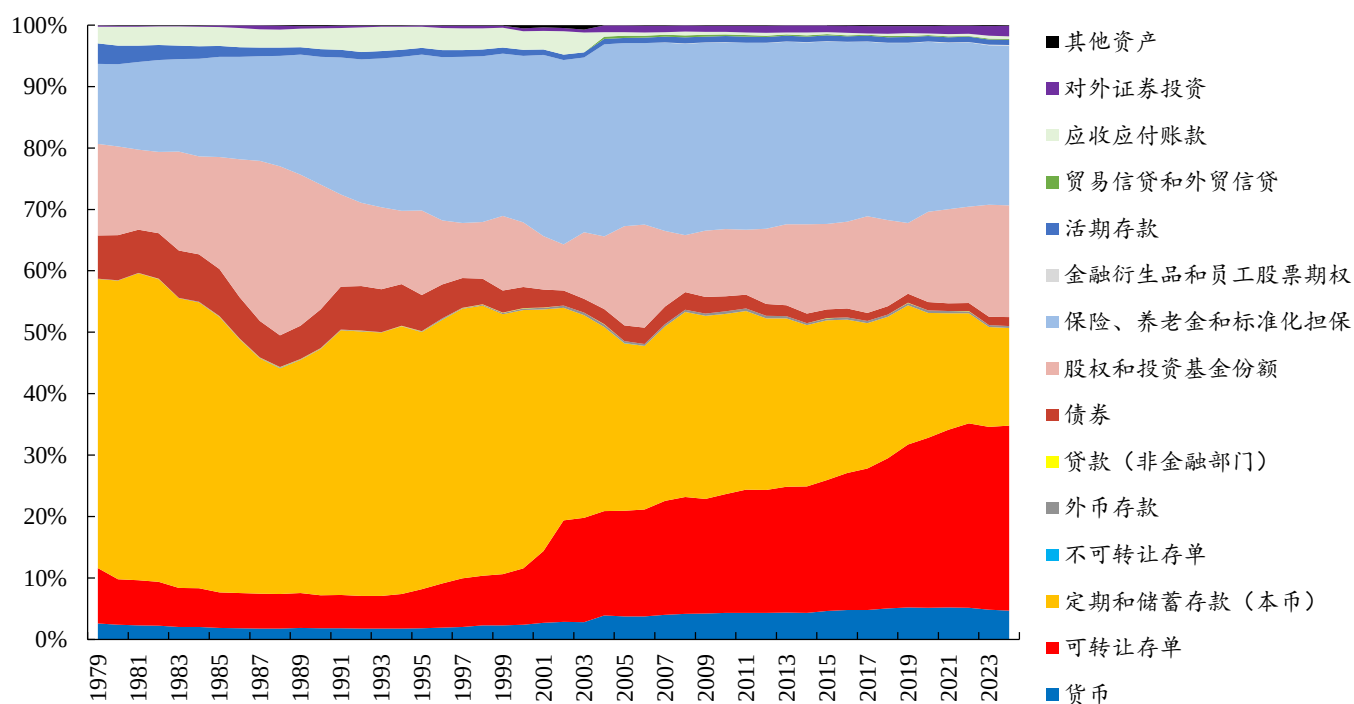
附图：中国、日本、美国、德国居民资产配置一览

附图 1：我国居民部门金融资产流量



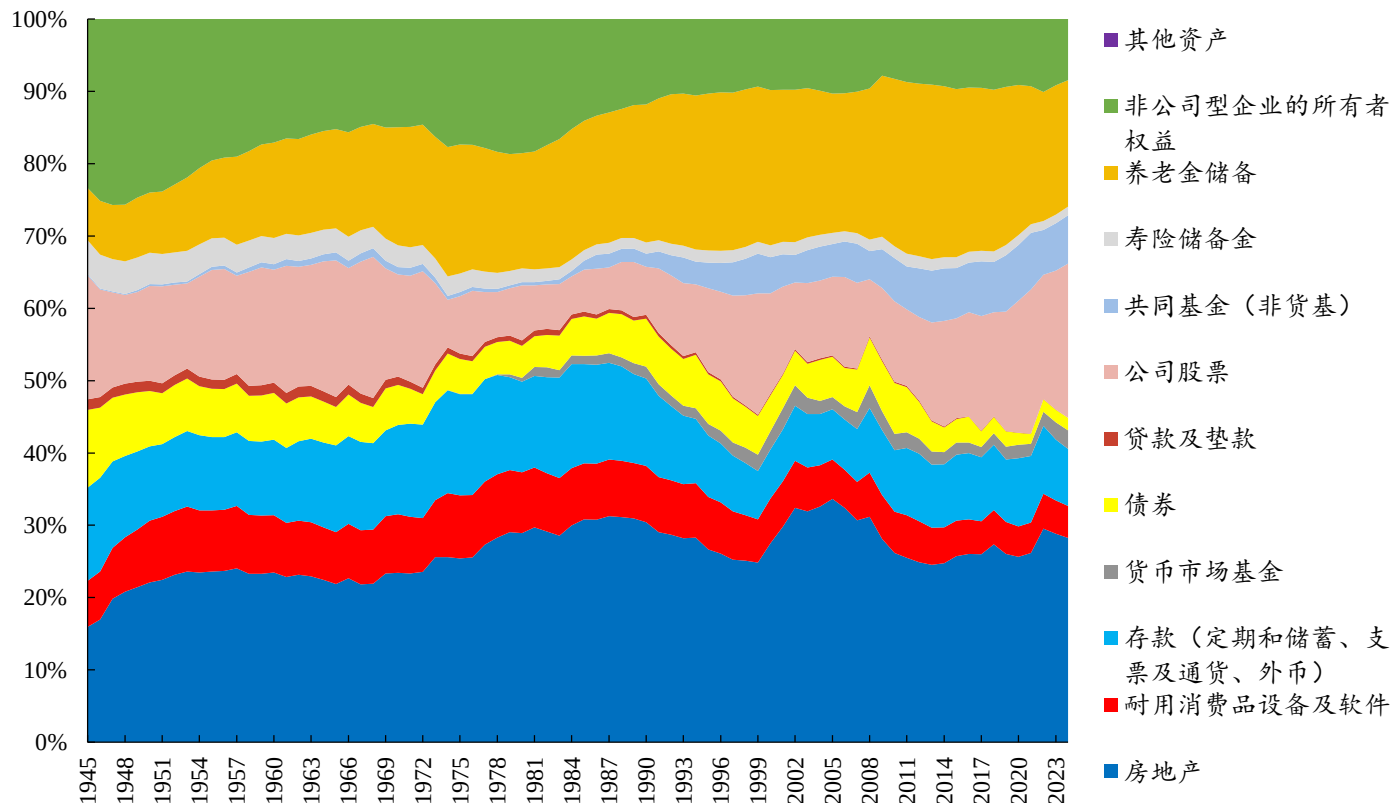
数据来源：iFind、开源证券研究所

附图 2：日本居民部门资产存量



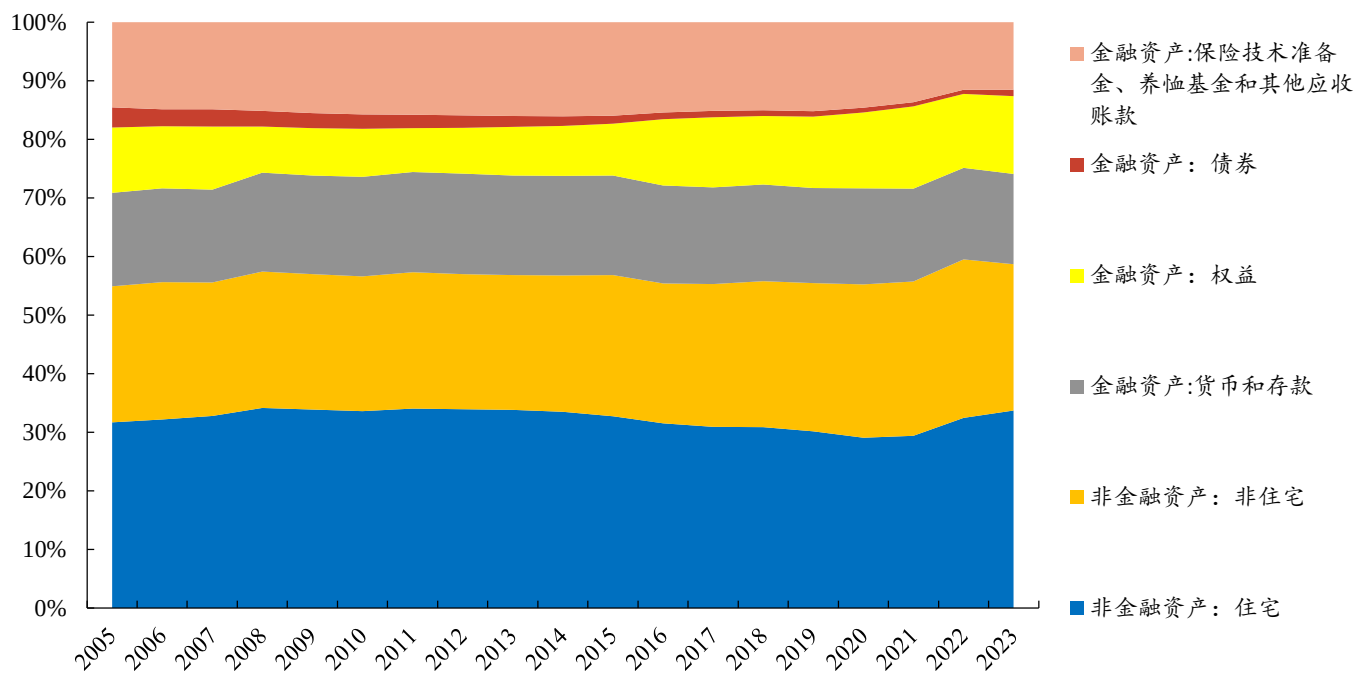
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 3：美国居民部门资产存量



数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 4：德国居民部门资产存量



数据来源：Wind、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn