

# 银行业点评

## 存款搬家如何演绎：基于实体部门资金运转

优于大市

### ◆ 行业研究 · 行业快评

证券分析师：王剑 021-60875165  
证券分析师：田维伟 021-60875161  
证券分析师：陈俊良 021-60933163  
证券分析师：刘睿玲 021-60375484  
证券分析师：张绪政 021-60875166

### ◆ 银行

wangjian@guosen.com.cn  
tianweiwei@guosen.com.cn  
chenjunliang@guosen.com.cn  
liuruilin@guosen.com.cn  
zhangxuzheng@guosen.com.cn

### ◆ 投资评级：优于大市（维持）

执证编码：S0980518070002  
执证编码：S0980520030002  
执证编码：S0980519010001  
执证编码：S0980525040002  
执证编码：S0980525040003

### 核心观点：

2025年1-7月企业和居民合计获得资金约20.05万亿元，其中银行投放贷款（包括核销和ABS）约12.93万亿元，企业债券融资1.42万亿元，财政净支出投放资金5.61万亿元。资金去向来看，居民部门存款新增9.66万亿元，非金融企业存款增加约1947亿元，金融投资净增（轧差项）约9.95万亿元。进一步分析表明，实体部门融资需求依然偏弱，且企业和居民间的资金循环效率较低，财政加大逆周期调节力度。

伴随存款利率下调等因素，2024-2025年上半年实体部门存款搬家流向理财等现象较为明显，2025年7月以来伴随反内卷等宏观叙事强化，资本市场表现较好，风险偏好提升后存款流向权益市场。考虑到2022年以来的存款高增很大比例来自于财富管理意识较强的一线城市居民，且2022-2023年新增的大量高息存款在2025-2026年集中到期，意味着如果风险偏好能够一直保持在较高水平，存款搬家路径是比较顺畅的。不过经济预期才是影响市场风险偏好的核心驱动因素，后续需持续关注政策落地及政策效果。

### 评论：

#### 2025年1-7月实体部门资金运转结果

2025年1-7月实体部门资金来源和流向结果见表1，企业和居民合计获得资金约20.05万亿元，其中银行投放贷款（包括核销和ABS）约12.93万亿元，企业债券融资1.42万亿元，财政净支出投放资金5.61万亿元。资金去向来看，居民部门存款新增9.66万亿元，非金融企业存款增加约1947亿元，金融投资净增（轧差项）约9.95万亿元。

资金来源方面，实体部门融资需求依然偏弱，财政加大逆周期调节力度。（1）总量上，2025年1-7月实体部门资金来源总量和2023年水平差不多，明显高于2024年。2025年贷款增量相较于2024年略有增长，明显低于2023年；财政净支出则明显高于2023-2024年水平。这表明了在经济复苏不及预期的背景下，2025年公司进一步加大了财政逆周期调节力度；（2）贡献度上，2023-2025年贷款增量占资金来源总额的77.6%、75.4%和64.5%，财政净支出增量占资金来源总额的16.0%、22.7%和28.0%。

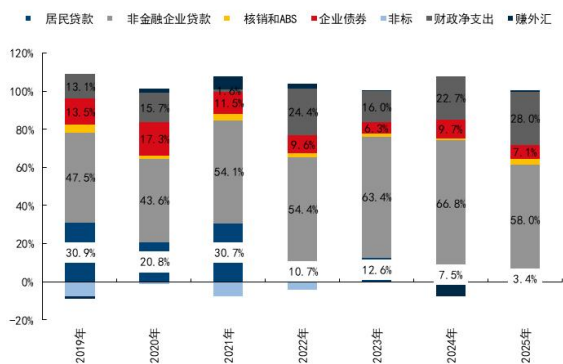
资金流向上，居民和企业金融投资比例提升，存款占比下降。2023-2025年1-7月资金流向居民存款的比例分别为53.9%、53.7%和48.2%，其中，新增居民存款中定期存款占比分别为108.0%、98.1%和94.9%；受手工补息被叫停等冲击，2024年非金融企业活期存款流失较明显，2023-2025年1-7月资金流向非金融企业存款的比例分别为16.2%、-20.1%和1.0%，资金流向非金融企业定期存款的比例分别为19.1%、9.6%和2.6%。整体而言，2025年资金流向居民存款和非金融企业存款的比例下降，流向金融投资的比例上升，2023-2025年1-7月资金流向金融投资的规模分别为6.13万亿元、10.86万亿元和9.95万亿元，占资金来源总额的比例分别为29.8%、65.2%和49.6%。

表1: 2025 年 1-7 月实体部门资金来源和去向

	1-7 月累计值				
	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
实体部门贷款					
(包括核销和 ABS)	143,076	144,478	159,659	125,523	129,370
居民贷款	49,859	23,017	25,993	12,500	6,807
其中, 居民中长期贷款	38,274	17,086	13,928	11,900	10,600
非金融企业贷款	87,954	116,820	130,419	111,259	116,260
其中, 企业中长期贷款	71,137	65,659	99,812	82,100	69,100
核销和 ABS	5,263	4,641	3,247	1,764	6,303
企业债券	18,645	20,522	12,992	16,108	14,257
非标	-12,476	-8,625	101	-941	-1,292
财政净支出	2,611	52,448	32,840	37,733	56,061
赚外汇	10,687	5,932	178	-11,891	2,139
<b>合计</b>	<b>162,543</b>	<b>214,755</b>	<b>205,770</b>	<b>166,532</b>	<b>200,535</b>
居民存款	60,929	99,888	110,907	89,406	96,608
其中, 定期及其他存款	62,155	93,763	119,787	87,667	91,643
非金融企业存款	8,361	41,591	33,275	-33,430	1,947
其中, 定期及其他存款	19,630	44,893	39,277	16,051	5,309
取现	403	5,684	1,424	5,396	4,651
金融投资	95,220	72,103	61,273	108,599	99,524
未贴现银行承兑汇票	-2,370	-4,511	-1,108	-3,439	-2,195
<b>合计</b>	<b>162,543</b>	<b>214,755</b>	<b>205,770</b>	<b>166,532</b>	<b>200,535</b>

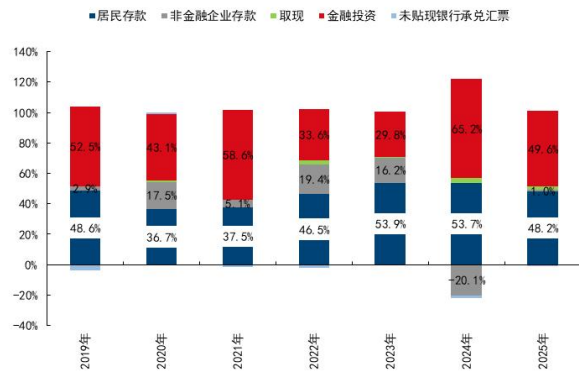
资料来源: WIND, iFind, 国信证券经济研究所整理

图1: 近年 1-7 月实体部门资金来源结构



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图2: 近年 1-7 月实体部门资金去向结构



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

## 存款搬家演变路径分析

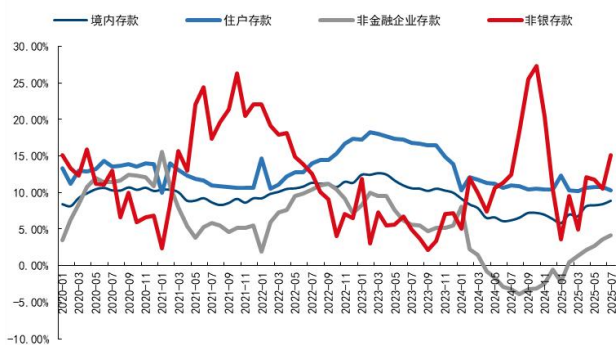
### ◆ 实体部门资金循环效率依然没有改善，存款“非银化”加剧

一般情况下，企业获得大量资金后会扩大投资生产，向员工支付薪酬福利、向自然人股东分红以及向个人上游购货等，相应的资金流向居民；然后，居民会进行消费、投资等活动，资金又会回流企业，企业进一步扩大投资生产，形成良性循环。因此，在外部驱动力（比如技术革命、监管政策等）没有发生重大变化，在稳定的宏观经济形态中实体部门流向应该还是比较稳定的。但 2022 年以来实体部门资金流向居民存款的比例处在 2019 年以来的历史高位，我们判断主要是居民部门信心疲软，资金流向居民部门后，居民部门消费和投资意愿偏弱导致资金循环效率大幅下降。2025 年实体部门资金流向居民部门的比例虽然有所下降，但企业部门存款增量却处在 2019 年以来低位（2024 年企业存款受手工补息被叫停冲击），这表明居

民部门和实体企业部门资金的循环依然不顺畅，实体部门获得资金后更多流向了非银部门，因此非银存款规模大幅提升。

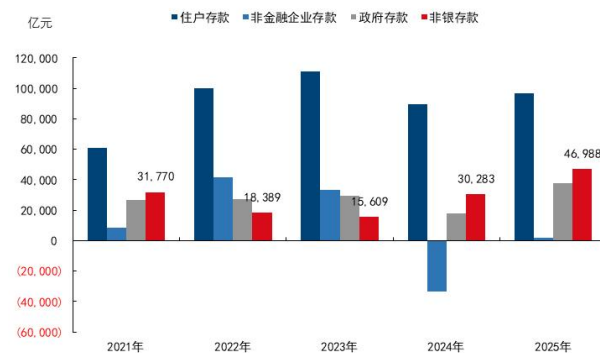
整体而言，居民部门消费信心提振或仍需政策进步进一步加码。当前城镇居民人均可支配收入增速以及消费倾向都没有恢复到 2019 年及之前水平，因此消费依然面临较大的压力，仍需需求端政策的进一步加码。

图3: 不同部门存款增速



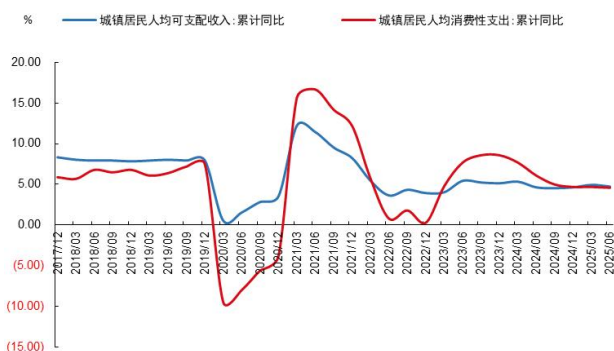
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图4: 近年 1-7 月各部门累计新增存款



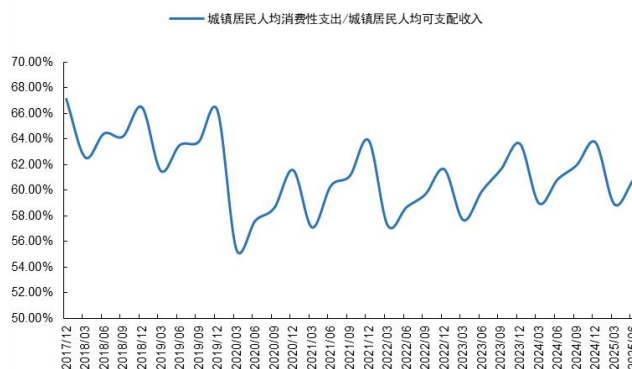
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图5: 城镇居民可支配收入和支出增速



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图6: 居民部门边际消费倾向

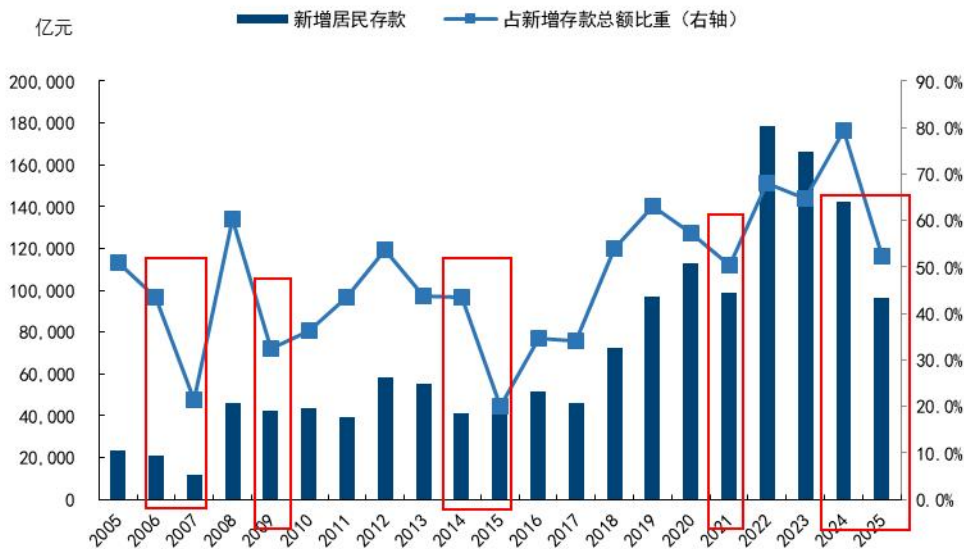


资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

### ◆ 存款为什么搬家，是否有延续性？

回顾历史，2005 年以来我国出现过五次明显的居民存款搬家，分别为 2006-2007 年，2009 年，2012-2015 年，2021 年，2024-2025 年。从历轮存款搬家来看，低利率是推动存款搬家的因素之一，但资本市场表现才是核心驱动因素。其中，2007 年利率上行，资本市场大涨驱动存款大规模搬家；2014-2015 年则是利率下降与资本市场上涨双轮驱动，其中资本市场上涨更为重要；2024-2025 年上半年主要是利率下行驱动，存款利率调降，固收类理财产品吸引力提升，居民大规模的申购固收类理财产品等，驱动债市利率进一步下降，存款搬家与债市利率下降形成了明显的正反馈。

图7：居民存款搬家与资本市场表现存在一定相关性



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理。注：2025年为截止7月数据。

图8：十年期国债收益率



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图9：理财产品存量余额

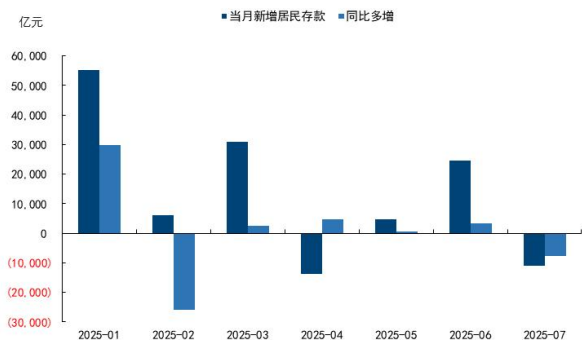


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

7月存款搬家流向从固收类资产转向流向权益市场，主要是权益市场回暖驱动。7月以来伴随反内卷等宏观叙事发生积极变化，远期经济基本面预期改善，资本市场持续向好；同时，由于债券市场利率中枢处在较低水平难以进一步下行，固收类理财产品收益率吸引力下降，引导资金进一步流向权益市场。

资本市场表现是存款流向的关键因素，目前反内卷政策加码等驱动资本市场回暖的因素仍在延续，稳增长政策后续还有望进一步加码，结合后文分析指出的，（1）此轮新增存款来自于财富管理意识更强的一线城市居民比例更大，使得存款流向权益市场的路径会更顺畅；（2）大量高利率定期存款集中到期，居民资产配置需求强，若资本市场持续表现较好，7月以来出现的存款流向权益市场的现象大概率延续。

图10: 2025年7月居民存款搬家现象加剧



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图11: 理财产品收益率明显下降



资料来源: 普益标准, 国信证券经济研究所整理

表2: 工商银行存款挂牌利率

	工商银行挂牌利率							
	2015/10/24	2022/9/15	2023/6/8	2023/9/1	2023/12/22	2024/7/25	2024/10/18	2025/5/20
活期	0.30%	0.25%	0.20%	0.20%	0.20%	0.15%	0.10%	0.05%
3个月	1.35%	1.25%	1.25%	1.25%	1.15%	1.05%	0.80%	0.65%
半年	1.55%	1.45%	1.45%	1.45%	1.35%	1.25%	1.00%	0.85%
一年	1.75%	1.65%	1.65%	1.55%	1.45%	1.35%	1.10%	0.95%
二年	2.25%	2.15%	2.05%	1.85%	1.65%	1.45%	1.20%	1.05%
三年	2.75%	2.60%	2.45%	2.20%	1.95%	1.75%	1.50%	1.25%
五年	2.75%	2.65%	2.50%	2.25%	2.00%	1.80%	1.55%	1.30%
协定存款	1.00%	0.90%	0.90%	0.90%	0.70%	0.60%	0.20%	0.10%
通知存款								
一天	0.55%	0.45%	0.45%	0.45%	0.25%	0.15%	0.10%	0.10%
七天	1.10%	1.00%	1.00%	1.00%	0.80%	0.70%	0.45%	0.30%

资料来源: 工商银行官网, 国信证券经济研究所整理

从新增居民存款区域分布来看, 东部沿海区域新增存款贡献更大, 这或许也意味高收入群体新增存款贡献较大, 由于高收入群体投资意愿更高, 因此激发出的资产配置弹性或将强于消费。根据各省市新增住户存款占金融机构新增住户存款总额占比来看, 2022-2023年占比明显提升的主要是以江浙为主的东部沿海区域, 这与实际情况也比较吻合, 一线城市消费支出增速下降更明显, 主要是一线城市财富效应减弱且面临子女教育、职业不稳定等多重压力, 不得不降低消费和投资。

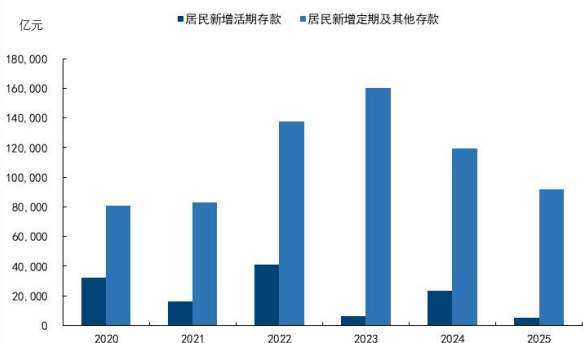
因此, 存款搬家上我们倾向于更容易流向高风险的资产配置而非消费领域, 目前制约消费的收入不稳定性以及房贷等因素并没有明显改善, 因此会继续压制消费倾向的提升; 对于资产配置而言, 一线城市居民财富管理意识更强, 在资本市场回暖的背景下, 一线居民金融投资风险偏好大概率有所提升。当然, 伴随资本市场财富效应的逐步显现, 也将有效拉动消费, 进而形成财富增值与促进消费的正反馈。

**图12: 部分省（市）新增住户存款占金融机构新增存款总额比重**

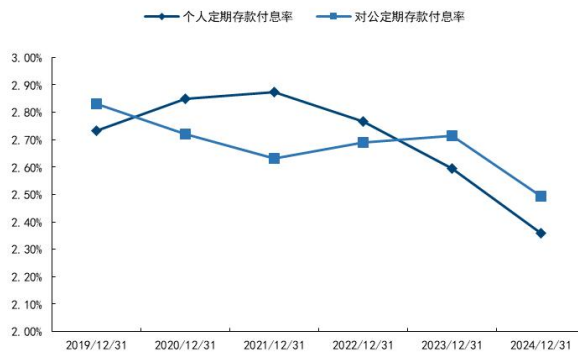
	各省（市）新增住户存款占比						2019-2021年 均值	2022-2024年 均值	变动
	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年			
北京	5.00%	4.97%	4.30%	5.54%	4.31%	4.60%	4.76%	4.81%	0.06%
河北	6.39%	5.89%	6.95%	5.16%	5.81%	5.10%	6.41%	5.36%	-1.05%
山西	2.26%	2.60%	3.00%	2.55%	2.49%	2.30%	2.62%	2.44%	-0.18%
内蒙古	1.67%	1.52%	1.86%	1.71%	1.62%	1.54%	1.68%	1.63%	-0.06%
辽宁	6.12%	6.35%	3.41%	3.08%	3.41%	3.21%	5.29%	3.24%	-2.06%
吉林	1.98%	2.26%	2.12%	1.59%	1.76%	na	2.12%	na	na
上海	4.87%	4.41%	4.39%	5.60%	4.52%	4.05%	4.56%	4.72%	0.17%
江苏	7.20%	7.64%	8.05%	8.89%	9.19%	9.23%	7.63%	9.10%	1.48%
浙江	7.50%	6.93%	5.98%	8.27%	9.24%	7.12%	6.80%	8.21%	1.40%
安徽	3.21%	3.55%	4.25%	3.94%	4.02%	4.41%	3.67%	4.12%	0.45%
福建	2.74%	2.74%	2.21%	2.87%	2.61%	2.44%	2.56%	2.64%	0.07%
江西	2.55%	2.72%	2.74%	2.55%	2.70%	2.94%	2.67%	2.73%	0.06%
山东	6.82%	7.73%	7.90%	6.69%	7.70%	na	7.49%	na	na
河南	4.56%	4.89%	5.78%	4.74%	na	na	5.08%	na	na
湖北	3.59%	3.69%	4.60%	4.08%	4.17%	4.29%	3.96%	4.18%	0.22%
湖南	3.12%	3.06%	3.70%	3.24%	3.31%	na	3.29%	na	na
广东	8.93%	8.87%	8.71%	8.94%	7.84%	8.16%	8.84%	8.32%	-0.52%
广西	1.71%	1.77%	2.03%	1.43%	1.54%	1.74%	1.84%	1.57%	-0.27%
海南	0.32%	0.46%	0.51%	0.39%	0.46%	0.54%	0.43%	0.46%	0.04%
重庆	2.01%	2.08%	2.05%	1.81%	2.02%	2.16%	2.05%	1.99%	-0.05%
四川	4.95%	5.38%	5.61%	4.77%	5.05%	5.88%	5.31%	5.23%	-0.08%
贵州	0.97%	1.10%	1.46%	1.18%	1.21%	1.25%	1.17%	1.21%	0.04%
云南	1.47%	1.58%	1.61%	1.38%	1.52%	1.59%	1.55%	1.50%	-0.06%
西藏	0.04%	0.11%	0.07%	0.12%	0.10%	0.10%	0.07%	0.10%	0.03%
陕西	2.62%	2.73%	2.82%	3.05%	2.77%	3.08%	2.72%	2.97%	0.25%
甘肃	1.27%	1.13%	1.14%	1.05%	1.15%	1.24%	1.18%	1.15%	-0.03%
青海	0.17%	0.23%	0.25%	0.25%	0.26%	0.26%	0.22%	0.25%	0.04%
宁夏	0.35%	0.44%	0.33%	0.35%	0.41%	0.40%	0.37%	0.39%	0.01%
新疆	0.99%	1.38%	1.36%	1.05%	1.12%	1.14%	1.24%	1.11%	-0.13%

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理。注：各省份统计口径略有差异。

**2022-2023年居民定期存款高增，且当时存款利率处在较高水平。其中三年期定期存款在2025-2026年到期，结合上文我们分析指出的此轮存款高增很大比例来自于财富意识较强的居民，大量高息存款到期需要重新配置，为存款流向权益市场提供基础。**

**图13: 2022-2023年居民定期存款高增**


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理。注：数据截至2025年7月。

**图14: 上市银行存款成本**


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## 投资建议

当期宏观经济依然偏弱，居民和实体企业资金循环依然不畅，财政逆周期调节政策力度加大，实体部门资金来源总量高增。但伴随存款利率的持续下调，2024-2025年上半年居民存款搬家流向理财等现象较为明显，2025年7月由于反内卷等宏观叙事的强化，远期经济乐观预期有所强化，资本市场表现回暖，驱动存款搬家流向权益市场，与权益市场表现形成有效的正反馈。

整体而言，在资金驱动和远期经济基本面预期改善的背景下，市场风险偏好有所提升，我们建议下半年向低估值的优质顺周期个股要超额收益，建议精选基本面有望率先走出拐点的优质个股，以及边际现改善迹象估值处在低位的个股，重点关注宁波银行、常熟银行、长沙银行、渝农商行和招商银行等。当然，在以保险为代表的绝对收益资金依然面临较为严重的资产荒的背景下，业绩稳健的个股依然具有很高的胜率，但在顺周期优质个股业绩筑底可期以及市场风险偏好有所提升的背景下，或难有超额收益。

## 风险提示

若宏观经济大幅下行，可能从多方面影响银行业，包括经济下行时期货币政策宽松对净息差可能产生负面影响，包括宏观经济下行时期借款人偿债能力下降可能会对银行资产质量产生不利影响等

## 相关研究报告：

- 《大行分红率还有多少提升空间？-行业快评》——2025-08-15
- 《金融出海之跨境支付：竞争格局与案例分析》——2025-08-14
- 《银行理财 2025 年 8 月月报-“股债跷跷板”下的应对》——2025-08-10
- 《银行业投资策略-下半年向优质顺周期个股要超额收益》——2025-08-04
- 《关注后续发行人申请情况——香港金管局稳定币发行人监管制度文件点评》——2025-07-30

## 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.GSI）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

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提及的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