存款搬家深度复盘

2025 年 8 月 26 日

- 中国作为储蓄大国，居民存款是金融体系最核心的资金来源，近期 A 股表现持续强劲，不少观点认为这与居民存款搬家有关。通过历史复盘我们发现，**不是每次存款搬家都会带来牛市，但牛市一般伴随着存款搬家。换句话说，存款搬家不必然是牛市的充分条件，但却是判定牛市确立的主要条件之一。**

- **如何识别存款搬家？**存款搬家是居民将银行存款转移到其他资产的过程，因此一要看到存款下降，二要看到存款流向其他资产，对应在数据上要同时满足两个条件，**一是居民存款增速连续下降 3 个月以上，二是居民存款增速<M2 增速**。条件一确保存款增速下行趋势确立，条件二则确保了居民存款的下降是因为流向了其他资产类别进而流向了企业或非银部门，而不是由货币总量的放缓所致。依此标准进行筛选，1996 年至今我国共发生过七轮居民存款搬家。

- **七轮存款搬家可以划分为三类：1）对抗通胀型**：第二轮（2004.1-2004.5）和第三轮（2006.1-2007.10），两轮都处在经济顺周期，通胀处于高位，实际利率下降伴随着资本市场制度改革直接提升了股市吸引力。**2）涌入理财型**：第五轮（2011.1-2011.9）和第七轮（2015.6-2018.6），经济增速转轨，存款实际收益率下降，居民存款追逐更高收益率的资产，进入以银行为主要载体的理财产品或者信托产品，也有部分流入地产，股市反而下跌。**3）信心修复型**：第一轮（1999.9-2000.5）、第四轮（2009.6-2010.1）和第六轮（2013.8-2014.12），这三轮都发生在经济或市场信心经历一段时期低迷之后，由政策托底或新叙事的出现触发居民信心修复，重新配置资金。

- **我们认为本轮有望出现的居民存款搬家，属于第三类信心修复型，有望呈现健康的“慢牛”**。924 以来的宏观政策转向托底经济，科技叙事以及“十五五”将带来的改革红利将显著提升市场信心。但居民信心修复仍是一个慢变量，**本轮权益市场有望呈现健康的“慢牛“。这也意味着股市较难形成泡沫并促发货币政策转向，逆周期政策仍意在托底而非强刺激，长债收益率上行空间有限。房地产下行周期可能还没有结束，房价在本轮较难与股市形成共振。**

- **有多少存款可以搬家？**2020 年以来，由于大流行冲击、地产下行等原因影响，居民积累了较多超额储蓄。1990~2019 年的三十年间，新增存款占名义 GDP 的比重基本稳定在 9%~10%，2020~2024 年的这一比重平均增加了 2 个百分点以上，据此测算，我们认为居民超额储蓄约有 13~23 万亿元。如果这一部分资金能够稳步流入股市的话，对于资本市场的流动性将形成重大支撑，体量有望超过历史上数千亿至 2-3 万亿的存款搬家规模。**另外，过去存款搬家的过程中，地产往往有一定分流作用，而目前楼市仍处于磨底阶段，短期内存款涌入楼市的概率不高，股市的赚钱效益或使楼市面临抛压，从而为资本市场带来更多增量资金。可以根据以下四个指标来观测本轮存款搬家的进度**：1）居民存款增速连续下降 3 个月以上；2）居民存款增速<M2 增速；3）居民存款当月新增 3 个月移动平均值仍为负值；4）非银存款滚动 12 个月求和持续上行。

- **风险提示：**对存款搬家概念理解不到位的风险；政策超预期变动的风险；经济和市场波动风险

分析师

章俊 首席经济学家
☎：010-8092-8096
✉：zhangjun_yj @chinastock.com.cn
分析师登记编码：S0130523070003

张迪
☎：010-8092-7737
✉：zhangdi_yj@chinastock.com.cn
分析师登记编码：S0130524060001

詹璐
☎：0755-8345-3719
✉：zhanlu @chinastock.com.cn
分析师登记编码：S0130522110001

赵红蕾
☎：010-8092-7606
✉：zhaohonglei_yj@chinastock.com.cn
分析师登记编码：S0130524060005

研究助理：薄一程

中国作为储蓄大国，居民存款是金融体系最核心的资金来源，近期 A 股表现持续强劲，从资金流动性的视角出发不少观点认为这与居民存款搬家有关。7 月住户存款同比多减 7800 亿元，非银存款同比多增 1.39 万亿元，本轮居民“存款搬家”或已开始，尚未全面加速，判断本轮可能的特征及空间对判断本轮牛市风格及关键时间节点至关重要。历史上共出现过七轮“存款搬家”，通过复盘过去七轮的居民存款为什么搬、往哪搬、触发机制是什么，我们将七轮“存款搬家”分为三类，并鉴往知来对当下正在起步的第八轮可能的特征和方向做出判断。

一、中国存款搬家的全景概览

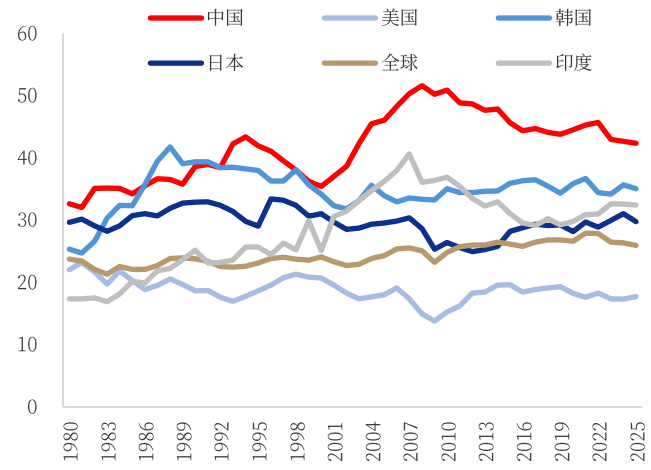
（一）存款搬家的研究意义与理论基础

1.存款搬家的概念与含义

“存款搬家”指的是居民部门将银行存款转移到其他资产类别的过程，包括股市、房地产、银行理财、信托、货币基金、保险和海外资产等，是居民资产的再配置。从宏观角度看，它反映了资金从低风险、低收益的存款，搬向更高收益、更高风险的资产的逻辑，是存款货币体系和资本市场之间的转换器。

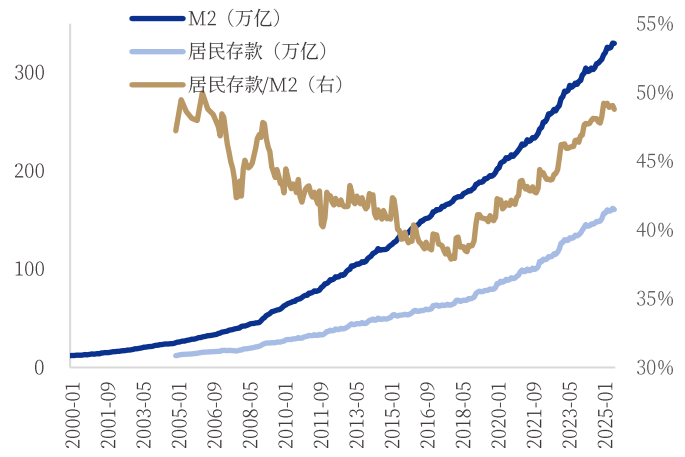
中国作为典型的高储蓄率国家，居民存款在整个金融体系中长期占据主导地位。横向比较上，中国国民储蓄率长期维持在 40%以上，远高于全球平均水平；绝对体量上，居民存款体量庞大，截至 2025 年上半年，居民存款余额超过 160 万亿元人民币，约占 M2 的一半。由于我国当前金融资产的多元化程度不高，存款往往是居民资金的起点和中转站，也就使得存款成为资本市场的“蓄水池”，当存款从银行体系流出时，它往往会成为股市、房地产、理财市场的重要增量资金来源。在对存款搬家的历史复盘中，我们发现，虽然不是每次存款搬家都会带来牛市，但牛市一定伴随着存款搬家，居民资金直接或间接进入资本市场，放大了股市的流动性。

图1：中国国民储蓄率长期偏高（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图2：中国居民存款的“蓄水池”地位



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

2.存款搬家的经济逻辑：利率、通胀、资产收益差

存款为什么搬家？其核心逻辑在于收益比较，利率、通胀和资产间的收益差是影响资产相对收益最关键的几个因素。

利率的作用：存款利率是存款的核心收益，当央行降息或银行存款利率下行时，存款的吸引力下降，资金寻求替代资产。**通胀的作用：**当通胀上行而存款利率没有同步上调时，居民存款的实际利率下降甚至为负，资金被迫搬家。1980 年代的美国、1990 年代的日本，也都出现过类似现象，高通胀+低存款利率推动居民资产流向股票和房地产。**资产收益差的作用：**存款和其他资产之间的收益差，是存款搬家的直接动力。当股市、房价、理财产品的收益率显著高于存款利率时，居民存款大规模搬向股市楼市和理财市场，以追求更高资产收益。

3.对中国经济金融结构转型的深远战略意义

存款搬家不是偶发现象，而是制度、宏观和市场逻辑共同作用的必然结果。从制度角度看，每一次重大改革（股改、国九条、资管新规）都会引发存款的再分配；从宏观角度看，利率与通胀的变化决定了存款的相对吸引力；从市场角度看，股市、地产、理财的相对收益差，决定了存款的流向。在未来，随着中国进入低利率时代，存款搬家将成为常态化现象，股市将逐渐成为核心承接地，理财与养老金提供“中间地带”选择，房地产的吸金效应或减弱。当居民存款搬向资本市场，将使得资金更多流向高效率行业、创新企业，提升了资本配置效率，是中国从储蓄大国向金融强国转型的必要条件。

居民存款向资本市场搬家对宏观经济也有很深远的战略意义。首先，有助于居民更好分享国家经济发展红利，当居民资金更多配置在资本市场，居民财富增值与企业成长、经济发展紧密联系，得以分享经济转型和产业变革的发展红利；其次，有助于推动向消费驱动型增长的转型，流动性放量会推动牛市行情出现，进而使得居民财产性收入增加，财富效应改善居民收入预期提高消费信心与意愿，有助于中国从“投资拉动”向“消费驱动”转型。

由此，存款搬家不仅是居民追逐收益的资本市场行为，更是中国经济金融结构转型的关键桥梁。当居民从“储蓄思维”走向“资产配置思维”，庞大的居民存款变为投资活水，居民财富才能与国家经济增长更加紧密相连。换句话说，没有居民存款搬家的持续推进，中国从储蓄大国到金融强国的转型就缺乏资金基础与社会心理条件。

（二）七轮存款搬家历史全景

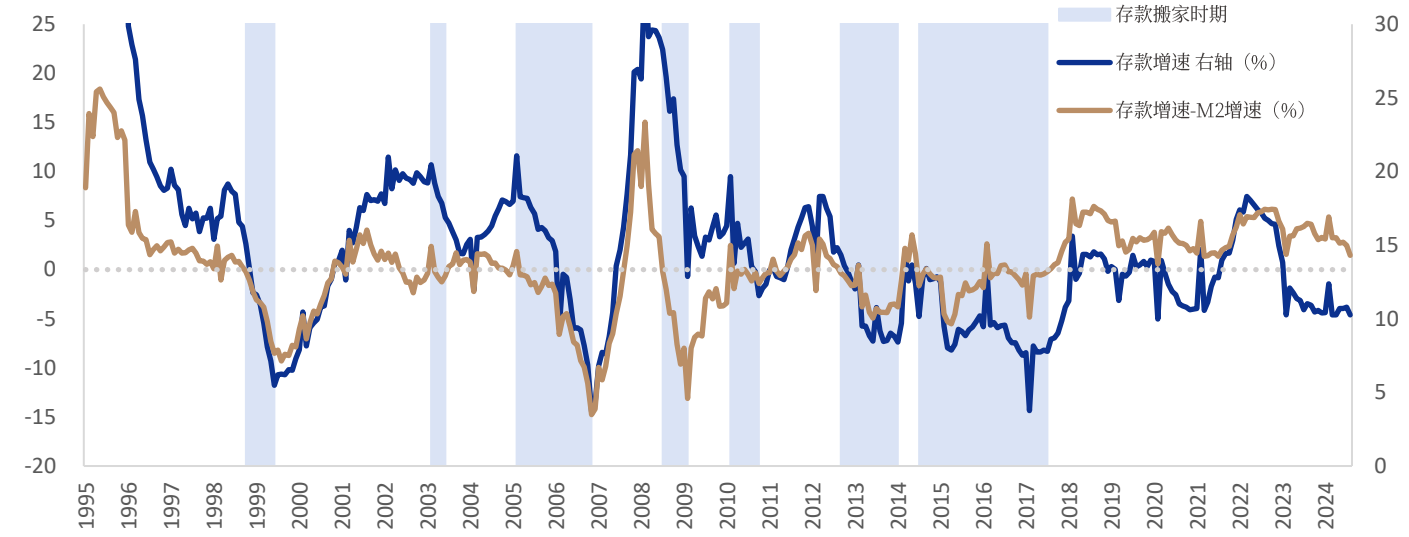
如何识别存款搬家？我们使用两个条件找寻中国历史上居民存款搬家的时期：居民存款增速连续下降 3 个月以上，且居民存款增速<M2 增速。

条件一：居民存款增速连续下降 3 个月以上。存款搬家首先意味着居民存款增速的下行，连续 3 个月以上则大概率可以确认是一个趋势而不是一个短暂的波动。相反，如果存款增速上行，则可以认为居民存款仍在加速沉淀，而不存在搬家。

条件二：存款增速<M2 增速，如果只满足条件一只能说明居民存款累积的速度变慢，而这种下降可能来自于货币供应量增速的下降，而并非是由于居民存款流向其他部门。因此在只满足条件一还不够，还需同时满足条件二，需要居民存款增速低于 M2 的增速，这相当于居民存款增速低于企业部门或非银部门，或者同时低于两者。这种情况下这居民存款在流入其他部门，即存款搬家。

我们按照同时满足这两个条件进行筛选，发现 1996 年至今中国共发生过 7 轮居民存款搬家，分别是第一轮 1999.9-2000.5 ；第二轮 2004.1-2004.5 ；第三轮 2006.1-2007.10；第四轮 2009.6-2010.1；第五轮 2011.1-2011.9 ；第六轮 2013.8-2014.12；第七轮 2015.6-2018.6。

图3：1996 年以来 7 轮存款搬家



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

7 轮存款搬家可划分为 3 类：对抗通胀型、涌入理财型、信心修复型。我们从触发条件、宏观背景、资金流向特征等角度将 7 轮存款搬家划分为三类。

对抗通胀型存款搬家：第二轮 2004.1-2004.5 和第三轮 2006.1-2007.10。两轮都处在经济顺周期，CPI 和 PPI 处于高位，实际利率下降，且两轮都有资本市场改革做为背景，2004 年首版“国九条”出台，2006-2007 年则是股权分置改革红利。在此背景下居民存款主要流向了股市，第二轮除股市外还涌入了楼市。

涌入理财型存款搬家：第五轮 2011.1-2011.9 和第七轮 2015.6-2018.6。这两轮遇到经济增速放缓，存款实际收益率（存款利率减去通胀）下降，居民存款追逐更高收益率的资产，两轮居民存款都进入理财，第七轮除理财外居民资金还流入了股市楼市。

信心修复型存款搬家：第一轮 1999.9-2000.5、第四轮 2009.6-2010.1 和第六轮 2013.8-2014.12。这三轮都发生在经济或市场信心经历过一段时期低迷之后，由政策托底或新叙事出现，触发居民信心修复，重新配置资金。第一轮 1999 年的 5.19 行情始于 5 月 18 日证监会传达高层关于股市发展意见；第四轮则有“四万亿”的逆周期政策出台；第六轮则出现互联网金融兴起，沪港通、新国九条带来制度红利。这三轮的居民存款搬家都是进入股市为主。

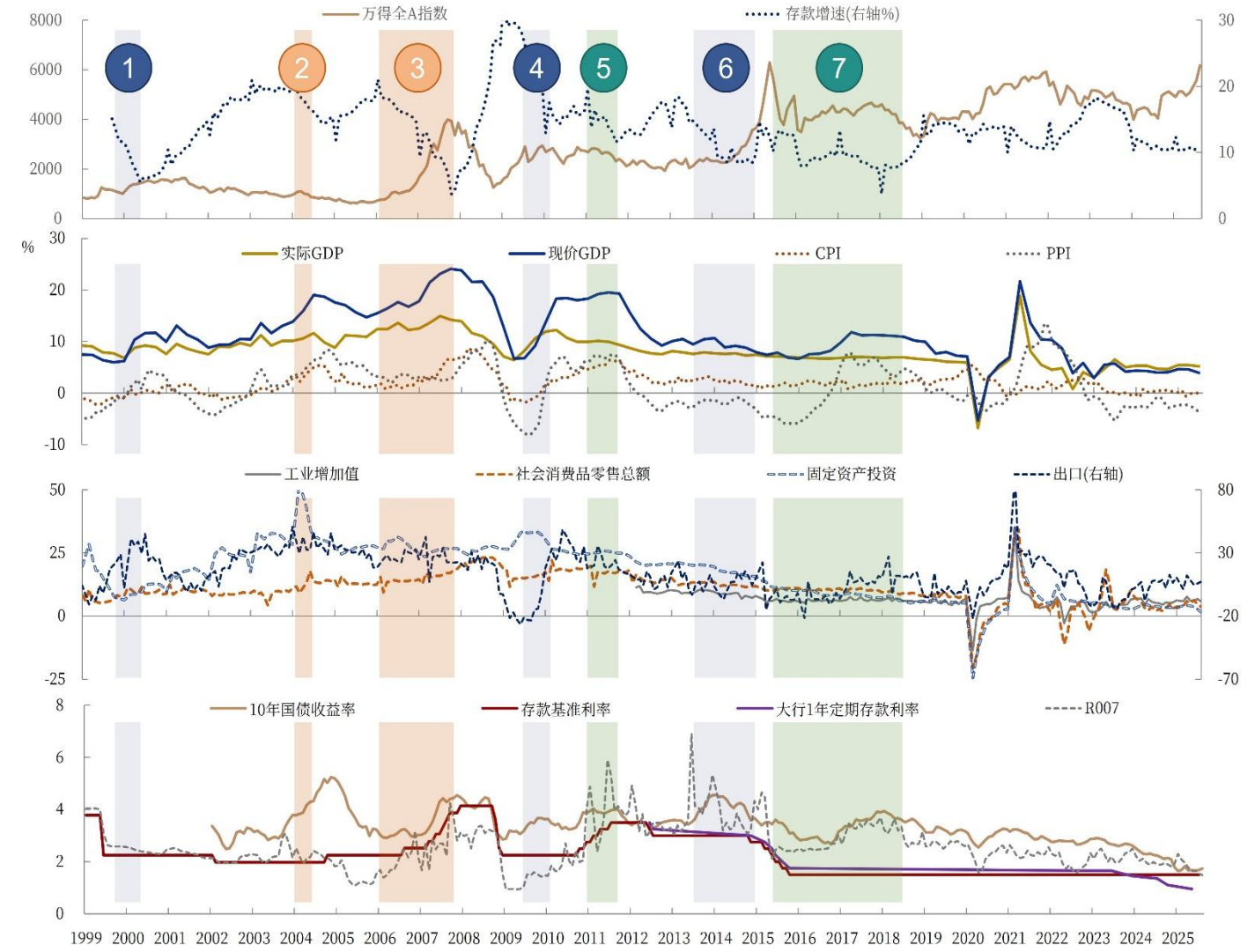
表1：7 轮存款搬家梳理

序号	时间段	类型	时长	股市涨幅 %	10 年国债收益率变动 BP	房价变动 %	存款利率变动	R007 变化 BP	CPI、PPI %	经济基本面情况
1	1999 年 9 月-2000 年 5 月	信心修复型	9 个月	20.91		0.4	1999 年 6 月大幅降息 153BP	-21	CPI 均值-0.4、PPI 均值 0.2	亚洲金融危机冲击未完全消退，中国经济处于复苏初期，投资消费逐步恢复，东亚复苏带动出口大幅反弹，物价低位
2	2004 年 1 月-2004 年 5 月	对抗通胀型	5 个月	5.6	52	4.5	2002 年 2 月降息 27BP	4	CPI 均值 3.3、PPI 均值 4.6	“入世”红利推动出口、投资高增，GDP 增速超过 10%，消费平稳，物价明显抬头
3	2006 年 1 月-2007 年 10 月	对抗通胀型	22 个月	475	121	19	期间加息 162BP	217	CPI 均值 2.8、PPI 均值 2.9	外需强劲，出口和投资保持高增速，居民收入增长、消费升级
4	2009 年 6 月-2010 年 1 月	信心修复型	8 个月	19.9	59	6	2008 年 11 月-12 月累计降息 162BP	51	CPI 均值-0.5、PPI 均值-5.3	全球金融危机后，外需下滑拖累出口，“四万亿”财政刺激拉动投资上行，汽车家电下乡等政策拉动消费，CPI 由负转正

5	2011 年 1 月-2011 年 9 月	涌入理财型	9 个月	-15.5	16	1.6	2010 年 10 月-2011 年 9 月累计加息 125BP	18	CPI 均值 5.8、PPI 均值 7.1	国内投资过热、消费偏稳、出口也保持在较高增速，全球大宗商品价格上涨带来输入型通胀
6	2013 年 8 月-2014 年 12 月	信心修复型	17 个月	68.3	5	-2.1	2012 年 5 月-2014 年 12 月累计降息 75BP	19	CPI 均值 2.2、PPI 均值-1.8	GDP 增速降至 8%以下，地产回落，基建投资托底，出口增速较前期放缓，CPI 较为温和，PPI 持续为负
7	2015 年 6 月-2018 年 6 月	涌入理财型	36 个月	-39	17	16.5	2014 年 10 月-2015 年 10 月累计降息 150BP	122	CPI 均值 1.8、PPI 均值 1.2	GDP 下行至 6%-7%，出口 15-16 年低迷、17-18 年回升，地产投资小幅回暖，基建投资整体保持高位，消费对 GDP 贡献上升，CPI 温和，PPI 受益于供给侧改革一度大涨

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

图4：7 轮存款搬家

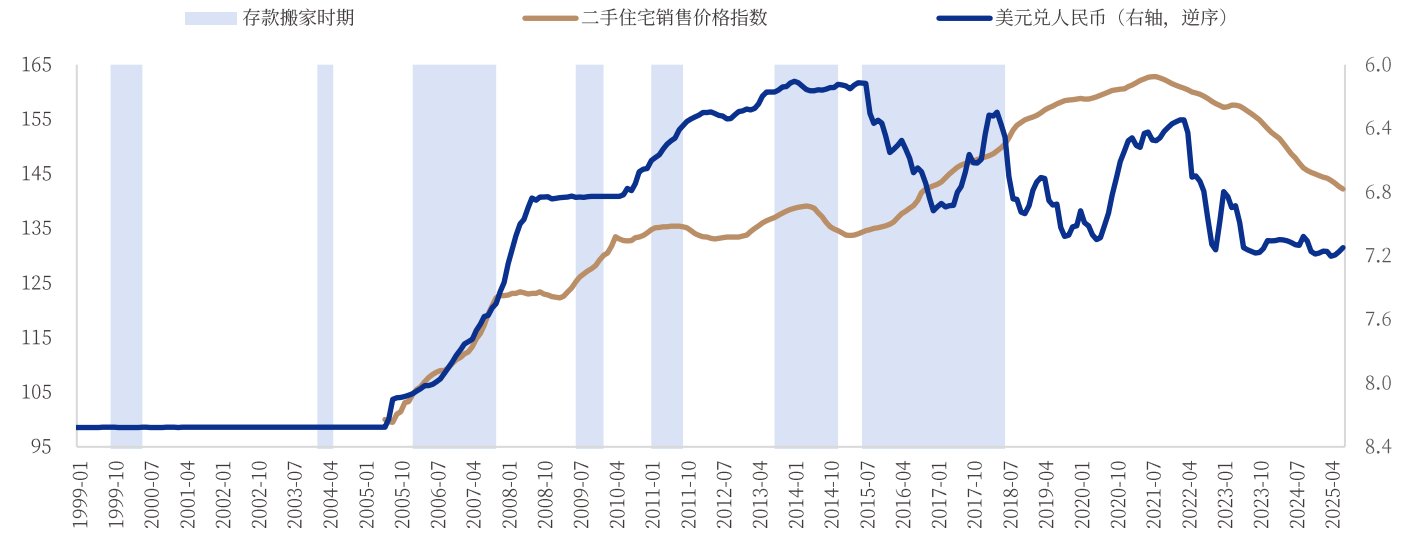


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

三类存款搬家时期的资产表现存在差异：对抗通胀型时期，股市、楼市均出现较为明显的涨幅。资金利率和长债收益率亦出现大幅上行。涌入理财型时期，股市上涨幅度有限，楼市出现

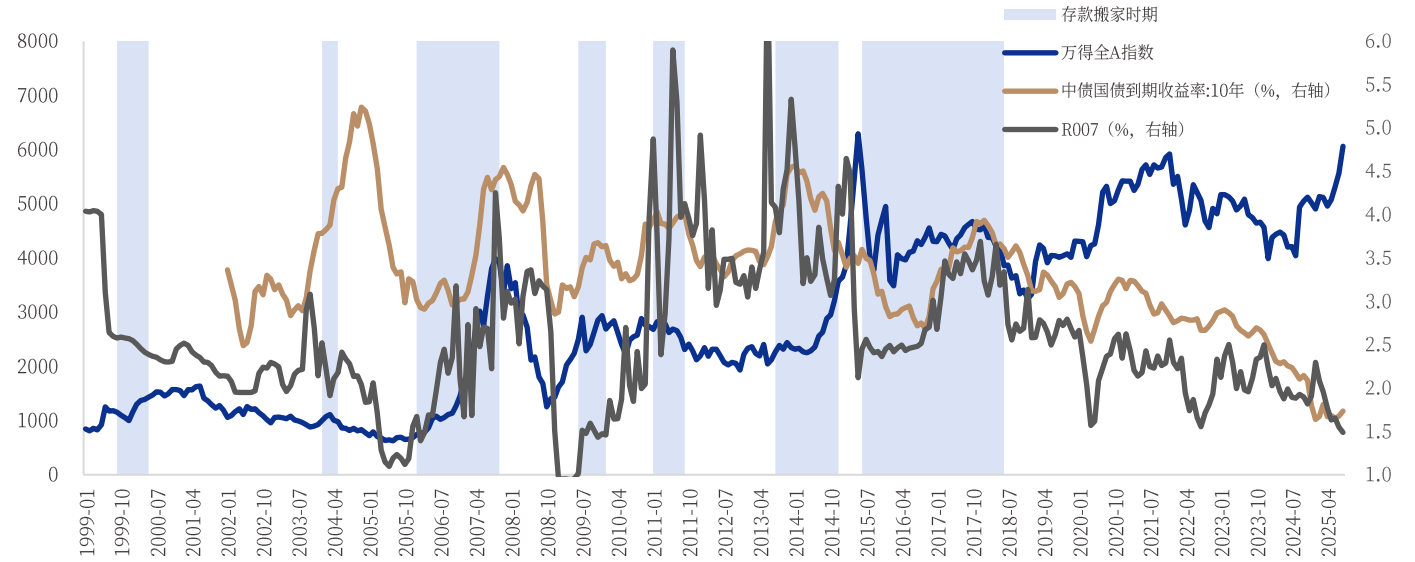
明显的上涨，长债收益率上行最为温和。信心修复型，股市表现相对更好，房价并没有明显的上行趋势。长债收益率则差别较大，10 年期国债收益率在第四轮上升 59BP，在第六轮仅上行 5BP。

图5：7 轮存款搬家期间的房价指数和美元兑人民币汇率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图6：7 轮存款搬家期间的万得全 A 指数、10 年期国债收益率、R007



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

二、对抗通胀型存款搬家

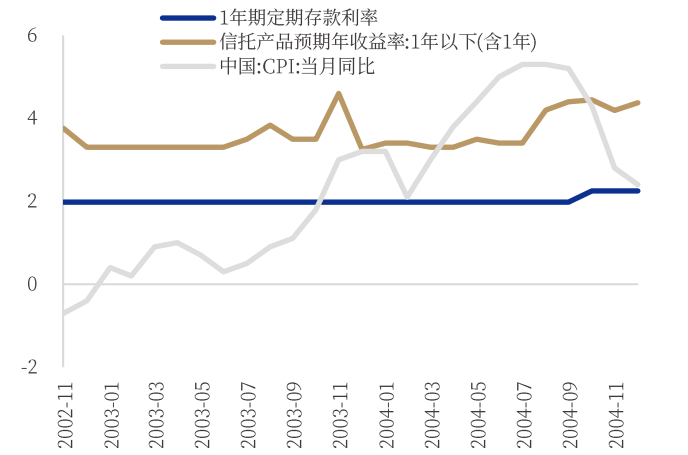
（一）第二轮（R2）：2004.1-2004.5——“国九条”下的市场重启

2004 年，中国经济处于高速增长阶段。2001 年加入 WTO 后，出口和投资需求被充分释放，2003-2004年间投资与出口增速维持在20%-30%的高位，直接带动GDP增速稳定在10%左右，经济全面进入顺周期的高景气状态。在这种背景下，政策利率自 2002 年 2 月下调 27BP 后长期

维持稳定，而伴随经济复苏与价格回升，CPI 持续上行，使得居民存款的实际利率在 2003 年底转为负值。负利率环境显著削弱了存款的吸引力，居民开始主动寻求更高回报的资产配置渠道，追逐收益、保值增值成为资金“搬家”的直接动因。

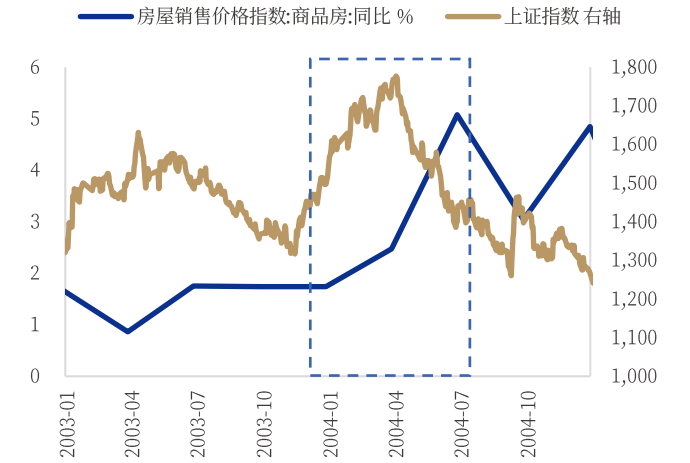
与此同时，制度改革成为关键触发因素。2004 年 1 月国务院发布首份《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》（即第一次“国九条”），明确资本市场在资源配置和经济发展中的重要地位，释放了资本市场制度性红利的强烈信号。这一政策导向与宏观顺周期环境形成共振，显著提升了资本市场的吸引力。从结果来看，本轮存款搬家不仅带动股市从低迷中企稳反弹，也对房地产市场形成有力支撑。

图7：CPI、存款利率、理财及信托产品预期收益率（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图8：2004 上半年股市楼市均有所上行



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（二）第三轮（R3）：2006.1–2007.10——顺周期与股权分置改革共振

2006–2007 年，中国经济延续加入 WTO 后的高增长态势，出口、投资和消费“三驾马车”全面繁荣，经济整体处于强顺周期阶段，CPI 持续上行。

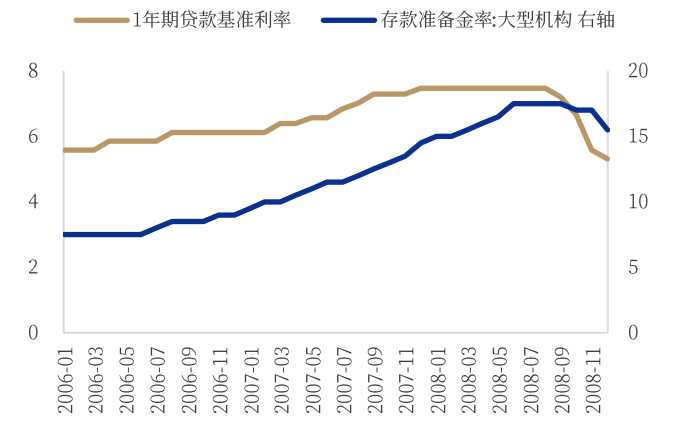
货币政策层面，2006–2007 年间，央行实施稳健的货币政策，并从下半年适度收紧流动性，以应对经济过热和流动性过剩的风险。2006 年初，存款准备金率保持 7.5%，一年期贷款基准利率维持在 5.58%，整体利率水平处于相对低位。随着经济持续增长和资本市场活跃，央行自 2006 年 7 月起多次上调存款准备金率，到 2007 年 10 月已升至 13%，同期一年期贷款基准利率也上调至 7.29%。这一系列政策动作反映出央行在保持经济平稳增长的同时，逐步收紧流动性、引导资金合理配置的意图。

资本市场层面，2005 年 4 月启动的**股权分置改革**成为资本市场的制度性拐点。长期以来，A 股市场存在着“同股不同权”的股权分置格局：大部分国有股、法人股等为非流通股，无法在二级市场交易，而流通股股东则承担主要市场风险，导致两类股东利益严重不一致，成为市场发展的根本性制度障碍。2005 年 4 月 29 日，证监会公布《关于上市公司股权分置改革试点的指导意见》，首批四家公司进入试点；6 月国务院批准在更大范围推广试点；此后股改加速推进，到 2006 年底大部分上市公司完成股权分置改革，2007 年基本全面完成。股改不仅消除了股权结构扭曲，改善了公司治理机制，也恢复了市场化定价的有效性，极大增强了资本市场的制度吸引力和投资者信心。

随着制度红利的逐步释放和流动性环境的宽松，大量居民存款开始“搬家”。尽管同期地产价格也有明显走高，但股市成为最主要的资金承接地。上证综指自 2006 年初约 1100 点一路升

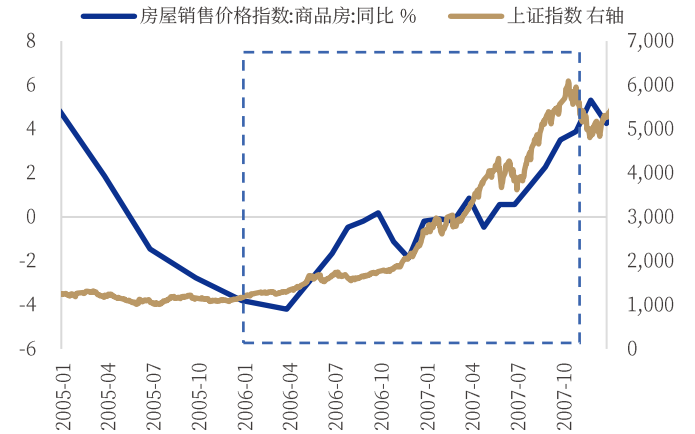
至 2007 年 10 月的 6124 点，创下历史新高。这一轮行情不仅是中国资本市场历史上最为猛烈的一次爆发式牛市，也是宏观繁荣与制度改革共振下，存款搬家集中化流向股市的典型。

图9：1 年期贷款基准利率与存款准备金率（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图10：2006-2007 股市楼市均显著上行



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

第二轮与第三轮存款搬家均发生在经济高景气阶段，GDP、投资、出口和消费均保持强劲增长，宏观基本面为资金流向资本市场提供了支撑，CPI 和 PPI 处于高位且呈上行趋势，实际利率下降。同时，两轮行情都受到重大制度改革推动：第二轮由 2004 年首版“国九条”引导，第三轮由股权分置改革推动，制度红利提升了市场吸引力和投资者信心。不同之处在于货币政策：第二轮政策利率维持相对稳定，居民存款实际利率偏低甚至为负，推动资金寻求更高收益的资产；第三轮在前期流动性宽松的背景下，央行为应对经济过热逐步上调存款准备金率和贷款基准利率。但总体来看，高通胀带来的实际利率下降和资本市场改革都增强了股市吸引力。

三、涌入理财型存款搬家

（一）第五轮（R5）：2011.1-2011.9——存款实际利率进入负值后的迁移

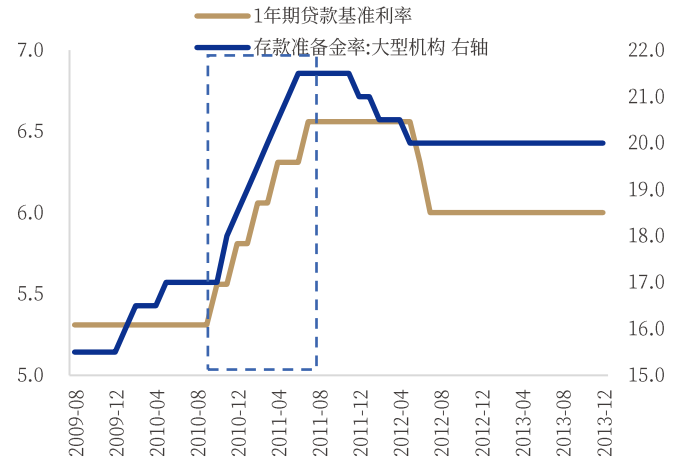
2011 年，中国经济在经历了前期政策刺激下的高速增长后，总体运行态势呈现增速放缓与通胀高企并行。保持物价稳定成为宏观调控的首要目标，是当年政府工作的重中之重 。为让通胀回落到合理水平，人民银行将货币政策基调从“适度宽松”转为“稳健” ，并呈现稳健偏紧缩。2010 年央行先后 5 次上调存款准备金率，累计上调 300BP,2 次加息总计 50BP。2011 年 1 月居民存款开始出现明显的搬家趋势。2011 年 1 月-6 月，央行连续 6 个月上调存款准备金率，累计上调 300BP，大型机构的存款准备金率高达 21.5%。2011 年 1 月-7 月，央行总计 3 次加息，累计加息 75BP。

尽管央行实施加息，存款利率的上行仍落后于通胀的上涨幅度，居民存款的实际利率进入负值区间，追逐收益，寻求资产保值增值成为这轮存款搬家的主要驱动力。居民资金流出存款，进入理财产品、信托产品。股市表现低迷未成为承接资金的主要通道。

居民存款之所以搬家去往理财产品和信托产品，在于后者可以提供的远高于同期存款利率的预期收益率。因此 2011 年，银行理财产品和信托产品迎来了爆发式增长。

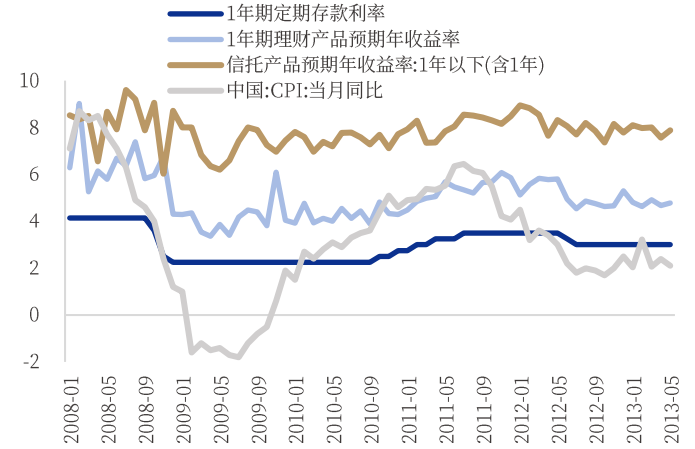
这轮存款搬家催生和助推了中国“影子银行”体系的空前扩张。自 2011 年下半年起，特别是 10 月份之后，中国银监会密集出台了一系列针对理财产品销售、信息披露、风险匹配的监管规定，旨在规范市场、保护投资者 。

图11：1 年期贷款基准利率与存款准备金率（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图12：CPI、存款利率、理财及信托产品预期收益率（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（二）第七轮（R7）：2015.6-2018.6——金融创新与房地产上行周期

2015 年中国经济面临一定的下行压力，CPI 维持在较温和的水平，货币政策趋于宽松。央行自 2014 年 11 月开启了新一轮降息周期，2014 年 11 月至 2015 年 10 月，央行进行了 6 次降息，总计 165BP，同期工行的一年期定期存款利率从 3.25%降至 1.75%。银行存款利率降至历史低位，这触发了居民存款开启新一轮存款搬家。

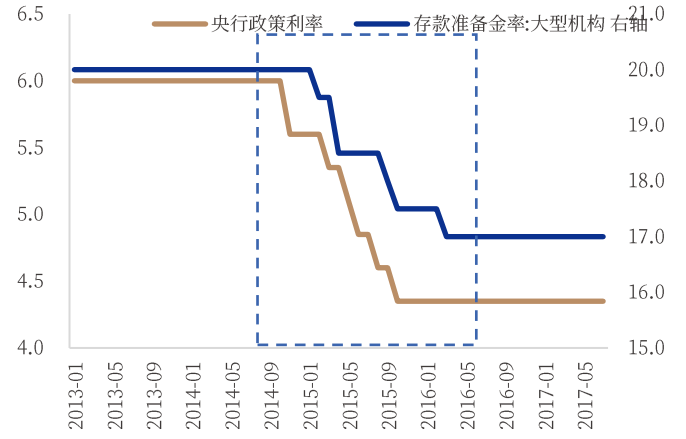
2015 年 6 月，股市出现剧烈波动，这减弱了居民对股市的投资信心，居民开始追逐安全资产。在此背景下，本轮居民存款搬家其中一个重要流向是理财、各类“宝宝类”产品和 P2P 网贷。这一时期**金融创新与互联网金融的崛起的时代，货币市场基金、余额宝等各类宝宝类产品和 P2P 网贷平台迎来快速发展期**。这个时期的居民存款搬家呈现“互联网化”。

本轮存款搬家的另一个重要流向则是进入楼市。这一时期房价出现快速上涨。2014-2015 年，房地产库存水平较高，房地产政策趋于宽松，调降首付比例等政策刺激了购房需求。2016-2017 年**一二线城市房地产价格**出现快速上涨，吸引居民存款流入。**“棚改货币化”** 政策则直接将拆迁补偿资金注入居民手中，并定向流入三四线楼市。

这一次的存款搬家，深度重塑了中国的金融业态和居民资产结构，其影响深远。一方面**推动了“大资管时代”的到来，**整个资产管理行业迎来爆发式增长。但同时也加速了金融“脱媒”。**居民存款**涌入楼市，推高了居民部门杠杆率。**2018 年 4 月发布了《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》**。这份纲领性文件旨在打破“刚性兑付”、消除多层嵌套和资金池操作，引导行业回归“受人之托、代客理财”的本源，标志着野蛮生长时代的结束。居民存款搬家也随之进入尾声。

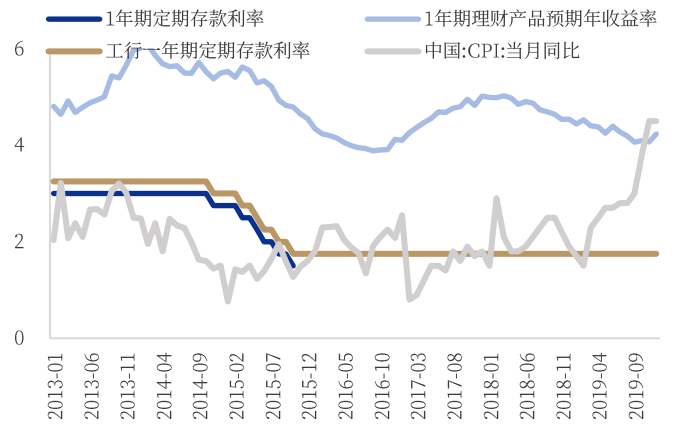
涌入理财型的这两轮发生的背景是经济增速转轨，存款实际收益率下降，居民存款追逐更高收益率的资产，进入以银行为主要载体的理财产品或者信托产品，也有一部分流入地产，股市反而下跌。

图13：央行政策利率与存款准备金率（%）



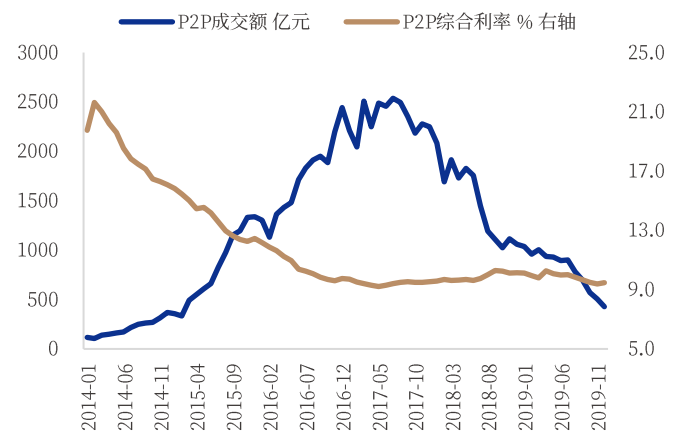
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图14：CPI、存款利率、理财预期收益率（%）



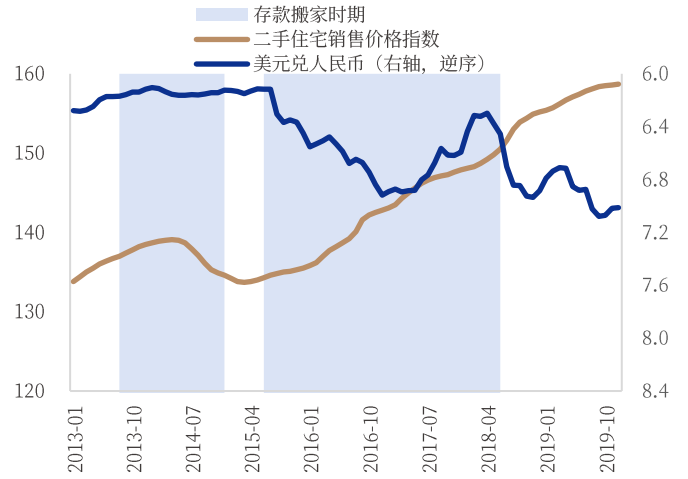
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图15：P2P 成交额及综合利率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图16：二手住宅销售价格指数与人民币汇率



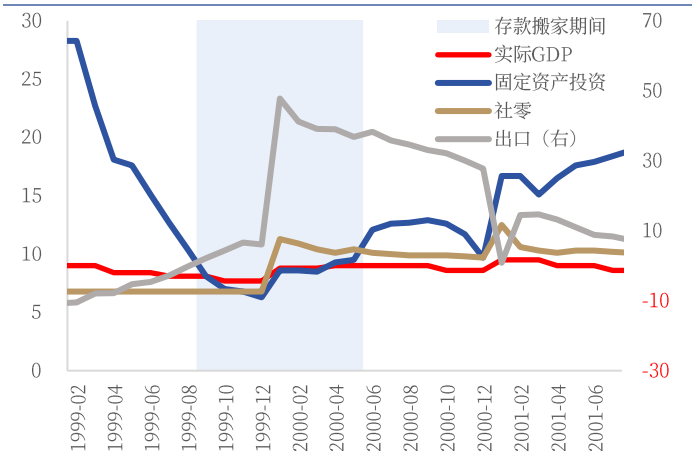
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

四、信心修复型存款搬家

（一）第一轮（R1）：1999.9-2000.5——亚洲金融危机后的市场重启

1997 年亚洲金融危机导致区域货币贬值，中国坚持人民币不贬值，外贸受到较大冲击，国内经济承压，1998–1999 年 CPI 为负，接近通缩边缘。央行连续降息，将一年期存款利率从 97 年 9 月的 7.5%左右降至 99 年 6 月的 2.25%，随着出口动能回暖经济基本面逐渐复苏。资本市场的政策转向直接触发存款搬家，1999 年 5 月 18 日证监会传达高层关于股市发展意见，“5.19 行情”爆发，存款收益的持续下降叠加股市重大利好，直接推动居民存款流向股市。上证综指从 1999 年 5 月的 1000 点附近上涨至 2000 年下半年的 2000 点左右，这一波行情成为中国资本市场真正意义上的“第一轮大牛市”。

图17：第一轮存款搬家期间经济基本面情况（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

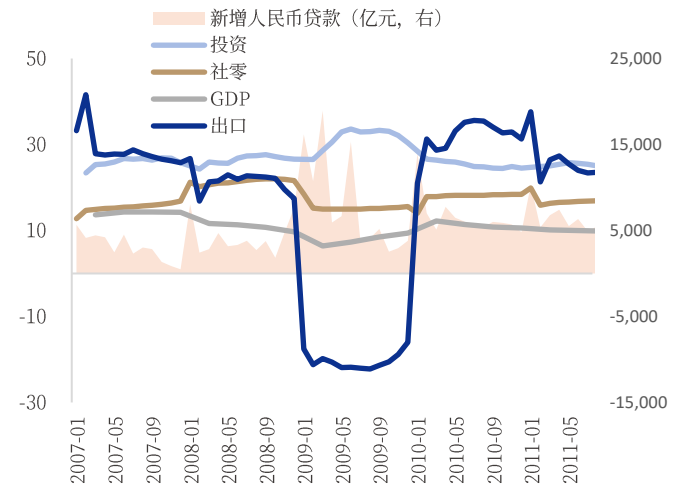
图18：存款利率与股指表现

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（二）第四轮（R4）：2009.6-2010.1——金融危机后的“四万亿”刺激

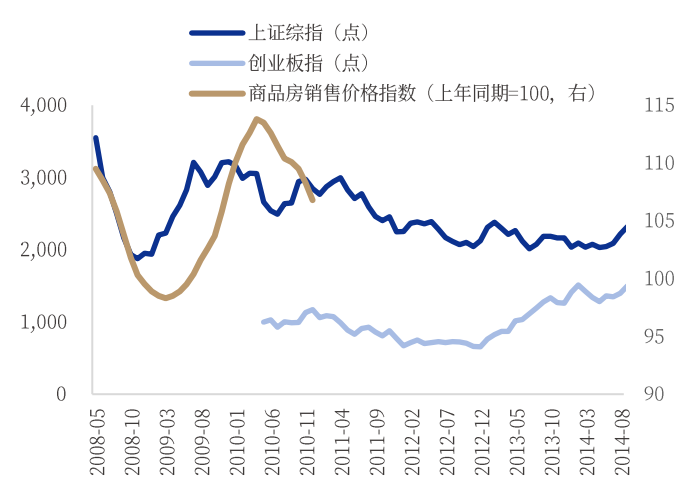
2008 年全球金融危机爆发，中国出口骤降，GDP 增速从 2007 年的 14.2%跌至 2008 年的 9.7%。 政府推出“四万亿”财政刺激，投资上行，汽车家电下乡等政策拉动消费，CPI 由负转正，流动性极度宽松，2009 年新增人民币贷款 9.6 万亿，几乎较 2008 年翻倍，创造历史记录。2009 年 6 月，管理层提出要“扩大内需、发展资本市场”，直接提振股市信心。流动性极度宽松的情况下叠加政策引导，居民存款流向股市和楼市，带来股市与地产的“双繁荣”，上证综指从 2008 年底的 1700 点反弹至 2009 年 8 月的 3478 点，涨幅超过 100%，创业板于 2009 年 10 月开市，带动新一波资金热情，房地产市场成交量和房价也快速回升。

图19：第四轮存款搬家期间经济基本面情况（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图20：第四轮存款搬家主要流向股市和楼市



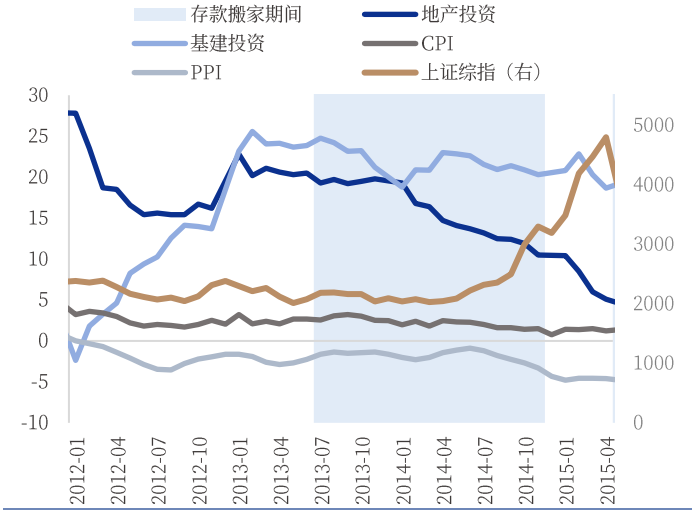
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（三）第六轮（R6）2013.8-2014.12——互联网金融兴起与制度红利

2013-14 年经济增速降速至 7.5%左右，地产回落，基建投资托底，出口增速较前期放缓，CPI 较为温和，PPI 持续为负，通缩压力加大。2013 年 6 月“钱荒”，银行间拆借利率飙升，居民对银行安全性产生疑虑。余额宝等货币基金横空出世，年化收益率一度超过 6%，远高于存

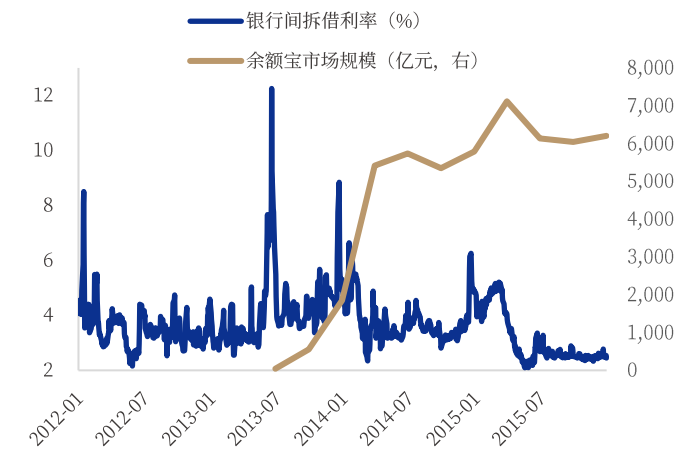
款利率，吸引大量居民资金。2014 年沪港通开通、新国九条出台，提升了股市预期。存款搬家初期搬向余额宝等货币基金，随着沪港通等政策利好，资金搬向股市，推动牛市启动。货币基金规模爆发，余额宝在短短一年内突破 5000 亿。上证综指从 2014 年 7 月的 2000 点附近上涨至 2015 年初的近 5000 点。

图21：第六轮存款搬家期间基本面及市场表现（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图22：“钱荒”与互联网金融兴起推动存款搬家



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

这三轮存款搬家都出现在经济或市场信心经历过一段时期低迷之后，由政策托底或新叙事出现，触发居民信心修复，重新配置资金，由此我们归类为“信心修复型存款搬家”。三轮均带来不同程度的牛市，且行情启动均相对平稳，市场渐进修复，风险可控。

五、当下这轮存款搬家如何展望与观测

（一）当下更像哪一轮？

当前经济仍处于转型攻坚期，经济复苏仍显乏力：出口承压，通缩压力持续，内需持续疲软，投资增速回落，消费者信心仍未得到长足修复，地产市场亦未企稳，居民财富效应受到侵蚀，在此背景下股市被政策寄予“稳预期、强信心”的重任。

触发居民存款搬家进入股市的三大条件已初步具备：一是低利率确立。2023 年以来央行连续降息降准，2024-2025 年存款利率下行至历史低位，理财、货基收益率也同步走低，存款边际吸引力显著下降。**二是政策层不断强化股市地位。**2024 年新版“国九条”出台，强调提升资本市场定位、完善退市制度、鼓励长期资金入市。今年 7 月政治局会议提出“增强国内资本市场的吸引力和包容性”，凸显了资本市场在国家战略全局中的定位升级。**三是股市赚钱效应开始显现。**2025 年 7 月以来，A 股指数显著反弹，市场热度快速升温，机构与散户资金同步流入，居民风险偏好有所修复。

与过去七轮存款搬家相比，本轮存款搬家更像第三类即信心修复型，都出现在经济持续低迷、政策呵护资本市场的阶段，924 以来的宏观政策转向以托底经济的下行风险，科技叙事以及“十五五”将带来的改革红利将显著提升市场对于中国权益资产的信心。但居民信心修复仍是一个慢变量，本轮权益市场有望呈现健康的“慢牛”。这也意味着股市较难形成泡沫并促发货币政策转

向收紧，逆周期政策仍意在托底，而非强刺激，长债收益率上行空间有限。房地产下行周期可能还没有结束，房价在本轮较难与股市形成共振。

图23：当下与过去“信心修复型存款搬家”的对比

当下与过去三轮“信心修复型存款搬家”的异同					
轮次	触发条件	宏观背景	资金流向	相似之处	不同之处
第一轮 (1999–2000)	连续降息，“5·19行情”爆发	经济复苏初期，通缩缓解	存款→股市	都出现在经济或市场信心经历过一段时期低迷之后，政策呵护资本市场，新叙事出现，触发居民信心修复，政策或制度红利引导	当时股市制度初建，规模小，资金量有限
第四轮 (2009–2010)	“四万亿”刺激，流动性极度宽松	金融危机后，财政刺激拉动投资和消费	存款→股市+地产		R4资金双流向（股市+地产），而2025年地产吸金力不足
第六轮 (2013–2014)	互联网金融兴起，沪港通等制度红利	经济换挡期，CPI温和，PPI持续为负	存款→理财/货基→股市		2025年没有互联网理财爆发，而是公募基金成为主要承接地

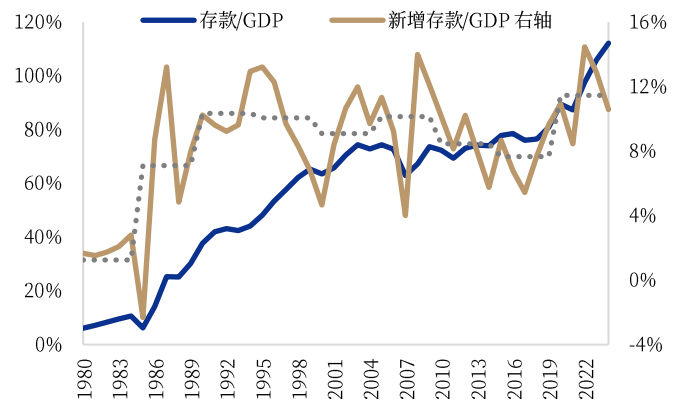
资料来源：中国银河证券研究院

（二）有多少存款可以搬家?

我们用存款与 GDP 之间的比例关系来观测居民储蓄行为。1990 年-2019 年的三十年间，中国居民新增存款占名义 GDP 的比重基本保持在 9%~10%的区间内，说明居民部门的储蓄与经济规模扩张之间呈现出一种相对稳定的比例关系，这一稳定性为我们提供了判断储蓄行为是否偏离常态的“基准锚”。

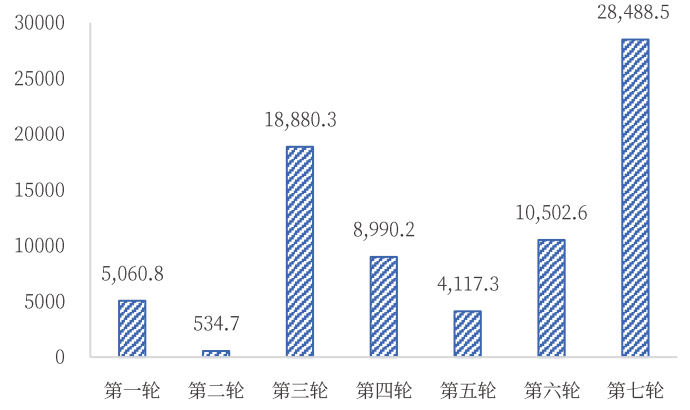
然而，2020 年-2024 年的五年间，这一比重整体上升至 11%~12%，并在 2022 年达到 14.5%的高点，较基准水平明显抬升。造成这种偏离的原因主要有三方面：其一，经济生产和消费场景受限抑制了社会活动，居民被动增加储蓄；其二，2021 年以后房地产市场下行，理财亏损、股市震荡，居民风险偏好下降；其三，收入增速放缓与就业压力上升，居民预期趋于谨慎，更倾向于持有安全存款。结合中国经济体量的绝对规模测算，这五年间居民部门多储蓄了 13~23 万亿元，也就是我们所说的超额储蓄。如果这一部分资金能够稳步流入股市的话，对于资本市场的流动性将形成重大支撑，体量有望超过历史上数千亿至 2-3 万亿的存款搬家规模。

图24：存款与 GDP 比值变动情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图25：历史上七轮存款搬家规模测算（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（三）如何观测存款搬家进展

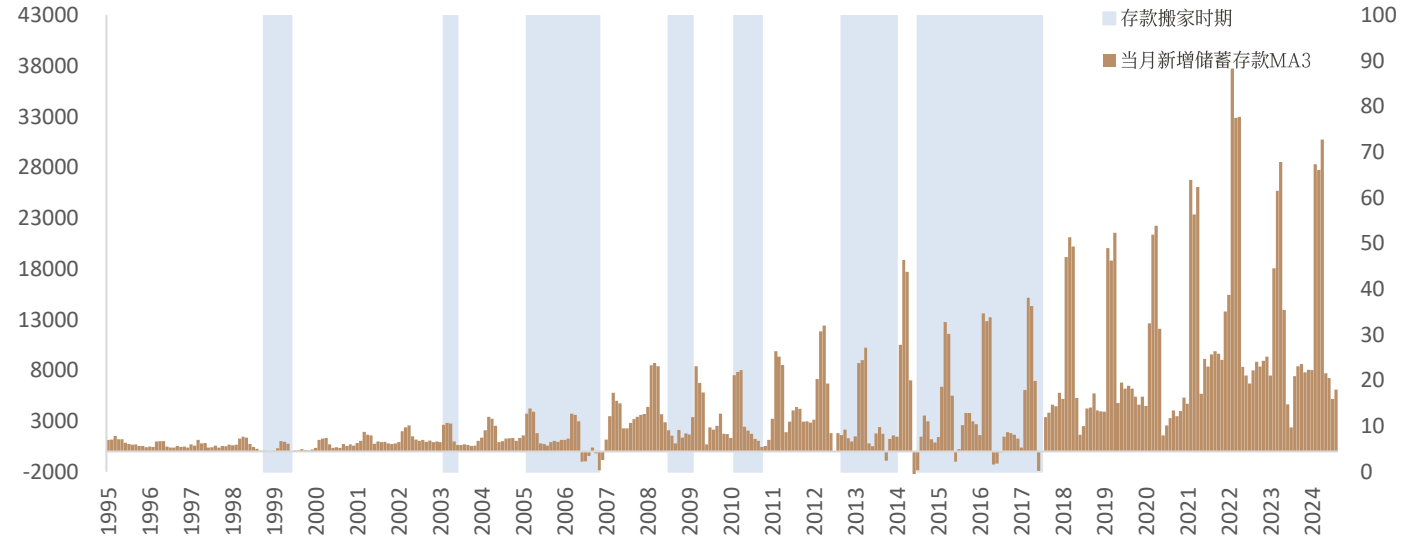
我们梳理了四个指标来观测本轮存款搬家的进度。包括我们前文提到的两个指标：

指标一：居民存款增速连续下降 3 个月以上。2025 年 4 月-6 月，存款增速几乎保持在 10.7%附近，没有明显变化。7 月存款增速下行至 10.3%,环比 6 月下行 0.5 个百分点。8 月 A 股多个指数创出历史新高，可能居民存款会延续 7 月的流向，存款增速继续下行，我们认为居民存款搬家已经处于进行时。

指标二：居民存款增速<M2 增速。2025 年年初以来，居民存款增速与 M2 增速的剪刀差在持续收窄，从 1 月的 5.4 个百分点已收缩至 7 月的 1.5 个百分点。8 月该比值可能会持续收窄，如果落入负值区间，则是居民存款搬家的进一步的确认。

指标三：居民存款当月新增 3 个月移动平均值仍为负值。居民存款当月新增多数时间都为正值，如果出现负值则说明居民存款在减少。如果说单月为负值可能是来自扰动，我们认为如果当月新增 3 个月移动平均值仍为负值则说明居民存款在持续流失，是一个比较强的确认居民存款搬家的指标。我们观察数据发现，历史上存款搬家超过 1 年时长的时期较大概率出现居民存款当月新增 3 个月移动平均值仍为负值的情况，如果出现这种情形，可以意味着是一轮持续时间较长的搬家。

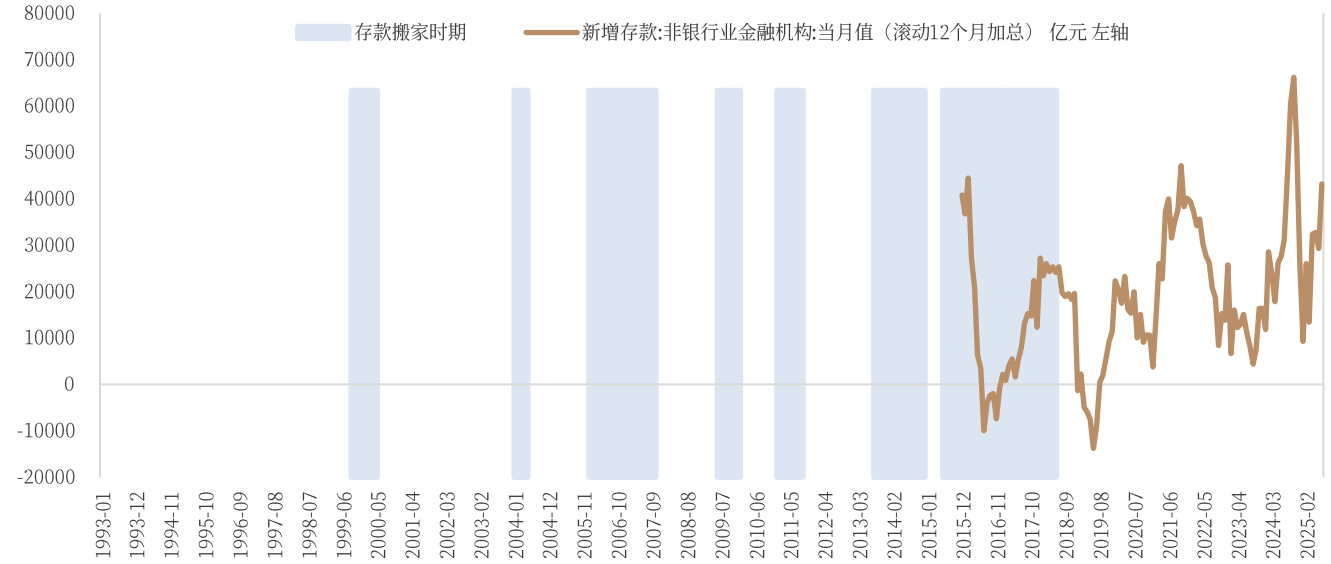
图26：7 轮存款搬家期间的当月新增储蓄存款 MA3(亿元)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

指标四：非银存款滚动 12 个月求和持续上行。我们认为在前面三个指标确认居民已开启存款搬家之后，如果能同时观察到非银存款滚动 12 个月求和持续上行。则是居民存款搬家进入股市的重要证据之一。之所以滚动 12 个月是为了剔除非银存款的季节性。我们观察到进入 2025 年以来，非银存款滚动 12 个月求和持续上行，7 月份的数值位于历史较高水平。

图27：7 轮存款搬家期间的非银存款滚动 12 个月加总



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

风险提示

对存款搬家概念理解不到位的风险；政策超预期变动的风险；经济和市场波动风险。

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

章俊：首席经济学家。张迪：首席宏观分析师。詹璐：宏观分析师。赵红蕾：宏观分析师。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：	相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：	相对基准指数涨幅在-5%～10%之间
		回避：	相对基准指数跌幅 5%以上
	公司评级	推荐：	相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐：	相对基准指数涨幅在 5%～20%之间
		中性：	相对基准指数涨幅在-5%～5%之间
		回避：	相对基准指数跌幅 5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程　曦　0755-83471683　chengxi_yj@chinastock.com.cn
苏一耘　0755-83479312　suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如　021-60387901　luyunru_yj@chinastock.com.cn
李洋洋　021-20252671　liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田　薇　010-80927721　tianwei@chinastock.com.cn
褚　颖　010-80927755　chuying_yj@chinastock.com.cn