

居民存款入市：A股主升的增量资金主力

报告日期：2025年08月29日

- 分析师：杨芹芹
- SAC编号：S1050523040001
- 联系人：卫正
- SAC编号：S1050124080020

研 究 创 造 价 值

核心结论： A股牛市多经历起步（普涨，政策利好和低估低配）- 整固（分化，价值蓝筹）- 主升（上攻，科技成长+战略主题）- 赶顶（突破，题材泡沫+消费）四个阶段。随着7月宏观顺风回归，M1回升，M2-M1剪刀差收窄，PPI触底回升，叠加**A股近12月累计涨幅超过20%**，**居民存款加速入市，助力A股主升行情，期间债券震荡调整。**

预防性存款与债券独秀

2022/8-2024/8：债券配置行情，A股单边下行

宏观背景： 经济相对走弱，PPI与M1双双走低，地产与股市承压

居民应对： 提前还贷，预防性存款成为“主流”，资金“不转”

资产表现： 债市开启配置行情，并逐步向类债资产扩散；股市单边下行，红利防御占优。

存款正常化与股债平衡

2024/9-2025/6：债券交易机会，A股震荡行情

宏观背景： 经济震荡回稳，资金活跃度回升

居民应对： 低利率 VS 资产荒的存款正常化

资产表现： 债市交易机会犹存，黄金快速上行，A股哑铃策略占优

居民存款入市与A股主升

2025/7至今：看股做债，债市调整，A股主升

宏观背景： 顺风回归，M1回升，M2-M1剪刀差收窄，PPI触底回升

居民应对： 居民存款搬家，居民存款多减，非银存款大幅多增

资产表现： 风险偏好回升，股债跷跷板效应显现，资产荒压力缓和

交易逻辑： 看股做债，A股主升，债市调整；A股主升：业绩牛债熊，水牛债震荡调整；

居民“超额存款”估算： 自2022年超额部分累积推测值为17万亿

A股上行空间估算： 结合股债比价、融资成交买入占比、居民存款搬家空间、证券化率四种方法估算，当前行情仍处于牛市中段

A股主升阶段行业选择： 业绩牛看消费，水牛看成长，非银多伴随

(1) 地缘冲突升级

(2) 关税摩擦升级

(3) 降息不及预期

目录

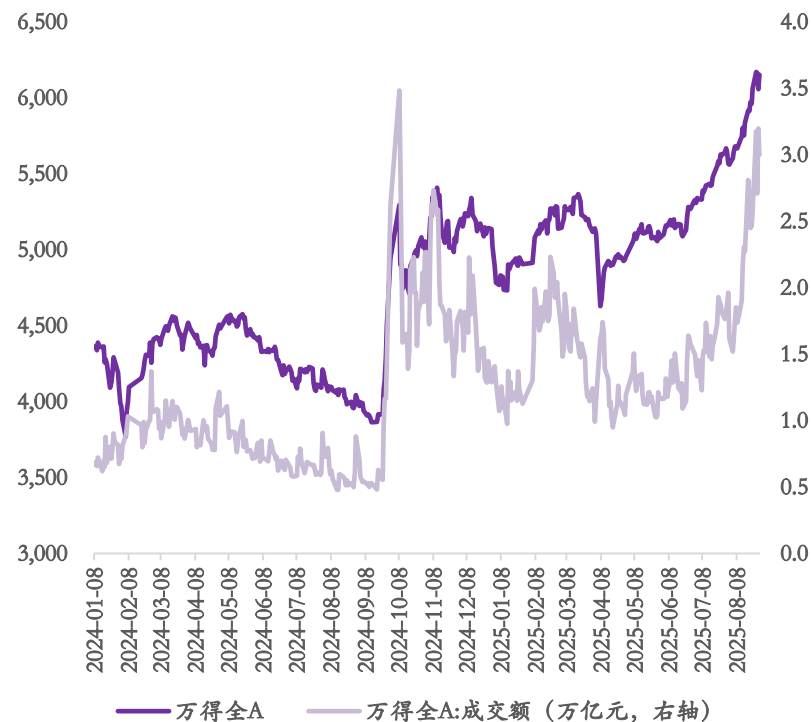
CONTENTS

1. 预防性储蓄与债券独秀
2. 储蓄正常化与股债平衡
3. 居民存款入市与A股主升

引言：A股强势上攻，成交放量，背后是增量资金入市

- 7-8月沪指连破多个关键点位，突破3800点，再创十年新高，成交一度突破3万亿元，背后是风险偏好提升-股债跷跷板-资金再平衡。
- 随着A股赚钱效应凸显，居民存款加速入市，A股进入主升行情。

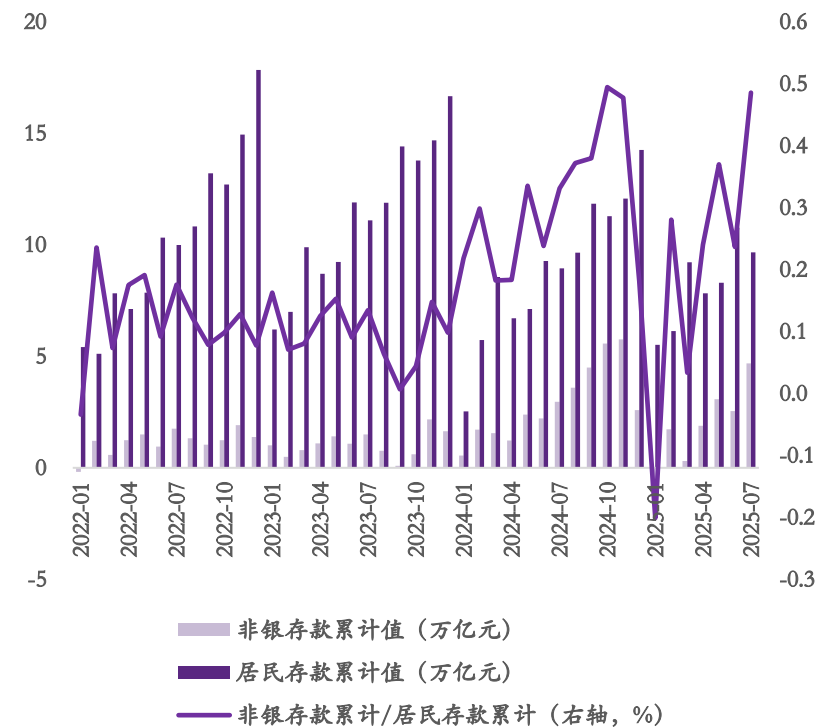
万得全A强势突破，成交加速放量



股债跷跷板效应再现



居民存款加速入市



资料来源：Wind，华鑫证券研究

01

预防性存款与债券独秀

2022/8-2024/8：债券配置行情，A股单边下行

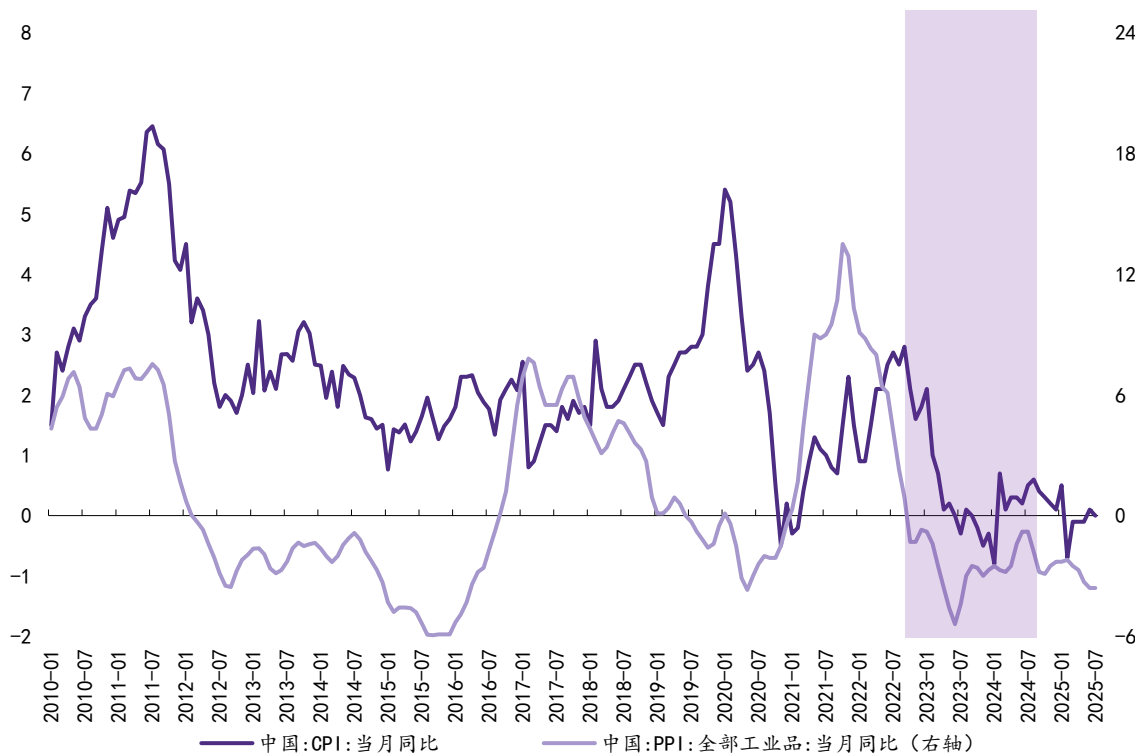
研究创造价值

1.1、宏观背景-经济相对走弱，PPI与M1双双走低，地产与股市承压

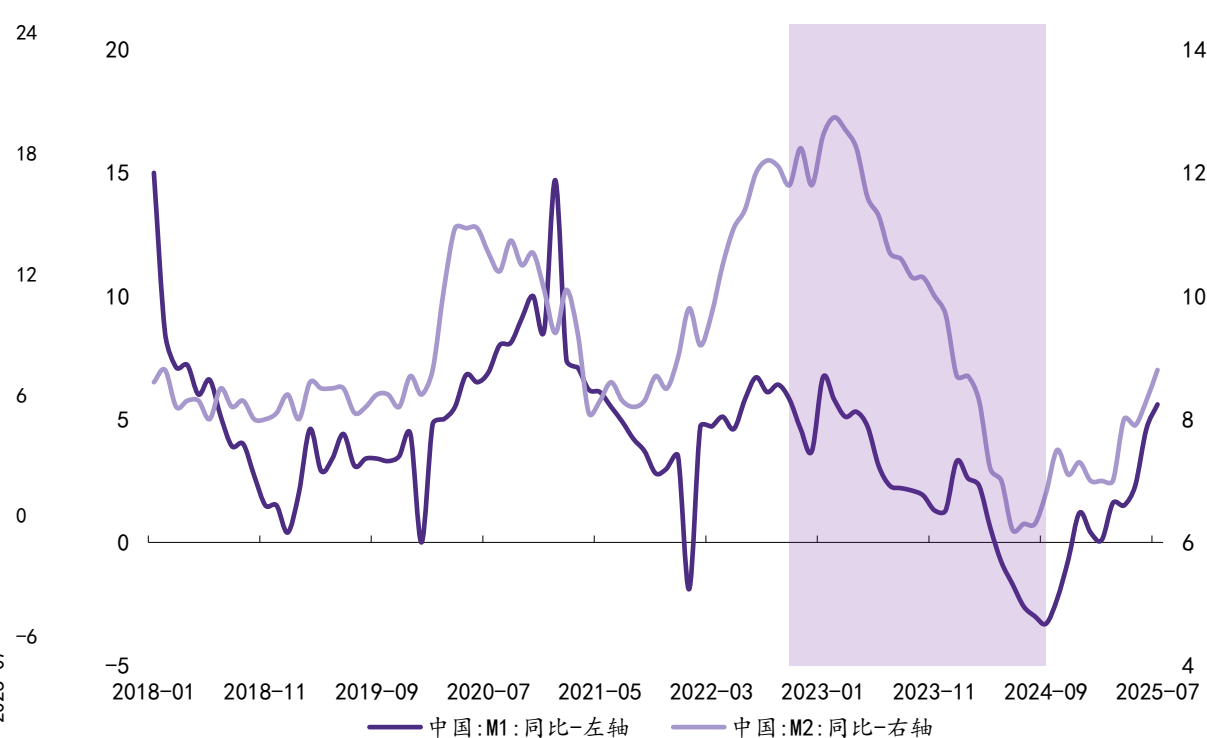
➤ 2022/8-2024/8：疫情冲击后的供需再平衡，经济步入内生性低通胀周期

- **通胀端**：自2022年8月以来CPI和PPI同步回落，2022年10月PPI转负后，经济正式步入新一轮内生性低通胀周期，内外需不振，传统行业和新兴行业产能过剩，企业盈利偏弱，PPI同比持续负增，CPI同比低位运行；
- **货币端**：M1与M2同比迅速下滑，其中M1同比一度下探至负值，货币流动性持续收缩，市场信心走弱，居民预防性存款对于货币的市场流通拖累严重；

2022年10月以来，PPI进入负增周期（单位：%）

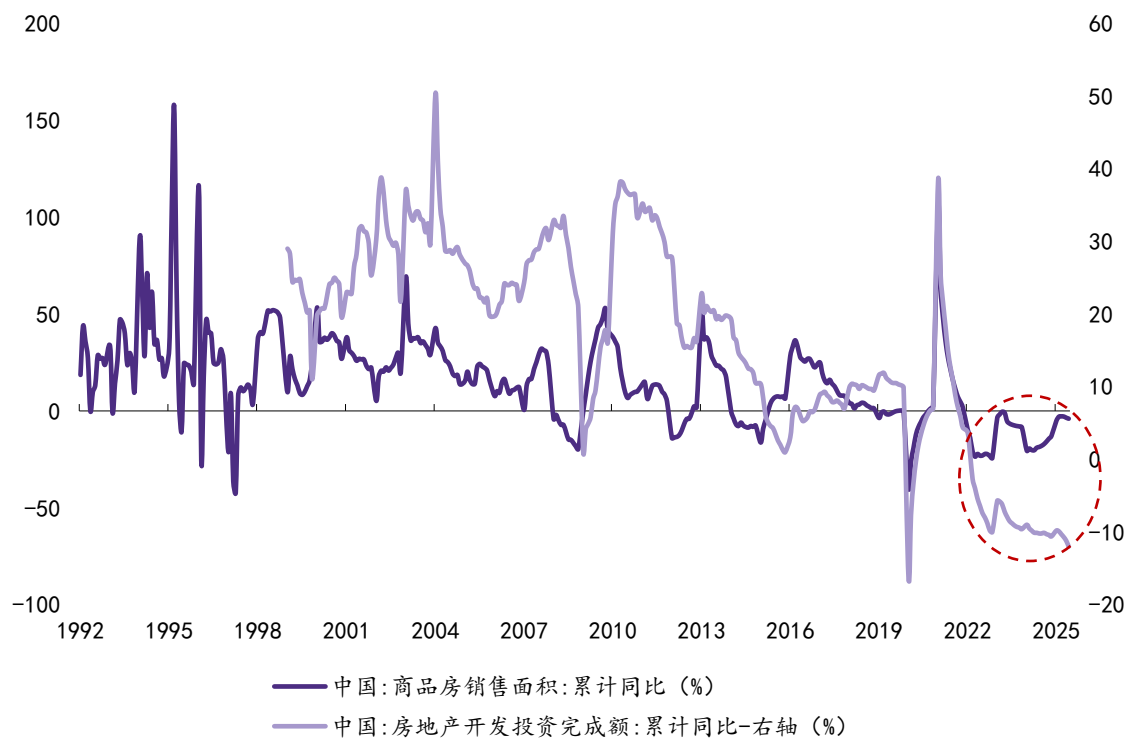


M1与M2同比均迅速下滑（单位：%）

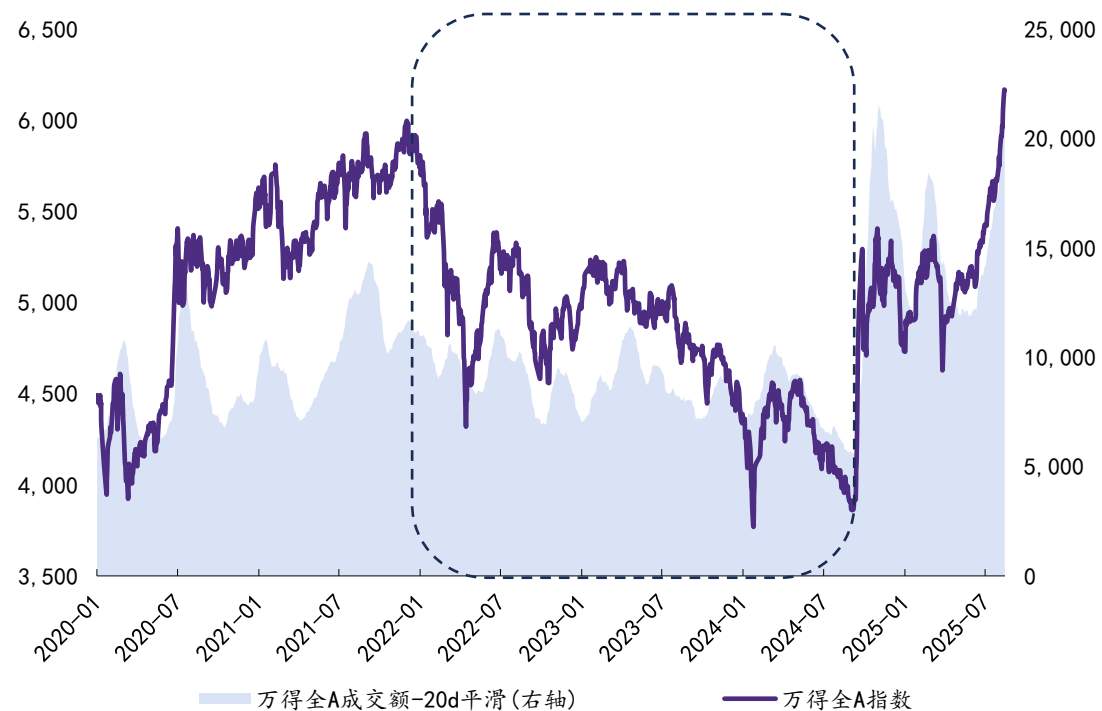


- 资产端：地产周期探底，步入2022年后，国内房地产开发投资完成额与商品房销售面积均进入负增周期；**
A股股市持续承压，市场信心持续走弱，股市行情呈现单边下行趋势；
叠加利率端持续下行，“资产荒”局面逐步显现。

地产加速探底



A股市场经历单边下行阶段

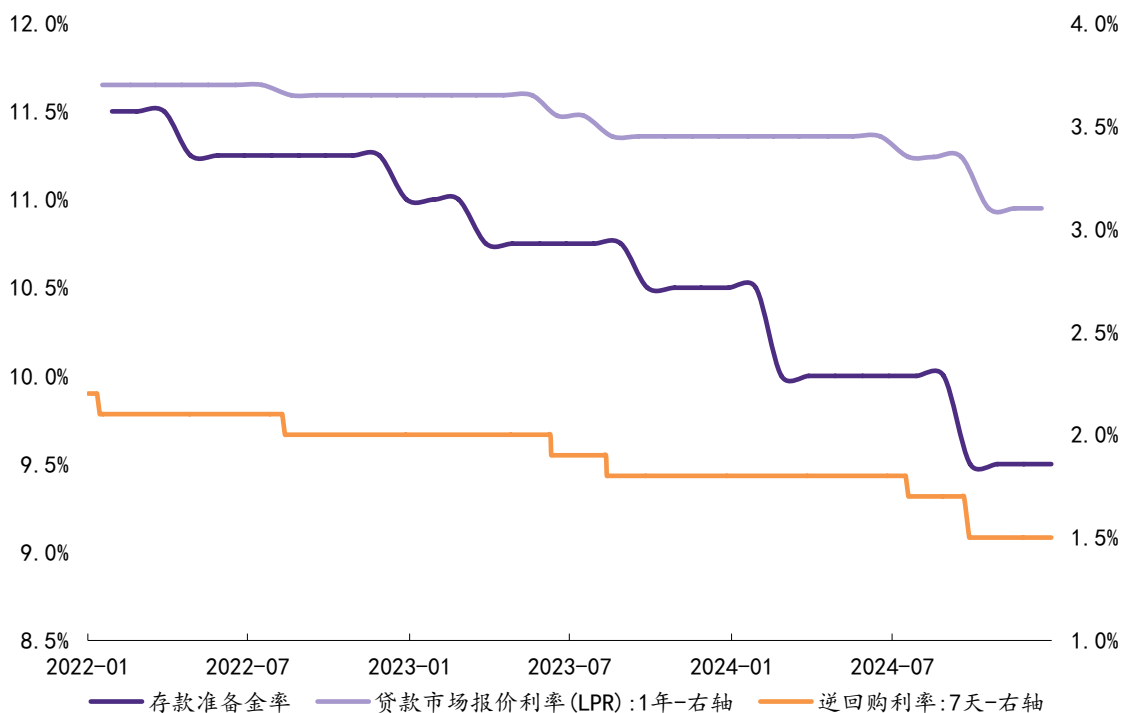


1.2、政策组合-货币+财政+地产联合发力

➤ 宽货币+财政支持+地产松绑联合发力:

- **宽货币:** 2022/8-2024/8共计降准4次, **降准幅度共计为125bp**; 共计降息3次, **降息幅度共计为30bp**;
- **财政支持: 企业纾困+地方政府化债两端发力**, 2022年增值税留抵退税在内的新的组合式税费支持政策实施, 全年办结增值税留抵退税超2.4万亿元, 帮助企业纾困解难; 自2023年35号文发布, 拉开一系列化债政策序幕, 化解地方政府债务风险, 同时逐步盘活地方政府资金;
- **地产松绑:** 中央针对地产行业在住房贷款利率、首付比例等方面持续松绑, 多个一线城市响应号召。

2022/8-2024/8降准与降息分别共计4次和3次



2022/8-2024/8中央核心地产政策梳理

时间	事件	具体内容
2022/9/29	阶段性调整差异化住房信贷政策	符合条件的城市政府, 可自主决定在2022年底前阶段性维持、下调或取消当地新发放首套住房贷款利率下限
2022/11/14	《关于商业银行出具保函置换预售监管资金有关工作的通知》	允许商业银行按市场化、法治化原则, 在充分评估房地产企业信用风险、财务状况、声誉风险等的基础上进行自主决策, 与优质房地产企业开展保函置换预售监管资金业务
2023/8/18	《关于优化个人住房贷款中住房套数认定标准的通知》	推进“认房不认贷”政策
2024/5/17	《关于调整商业性个人住房贷款利率政策的通知》	取消全国层面首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限
2024/5/17	《关于调整个人住房贷款最低首付比例政策的通知》	对于贷款购房的居民家庭, 首套房商贷最低首付比例调整为不低于15%, 二套房商贷最低首付比例调整为不低于25%

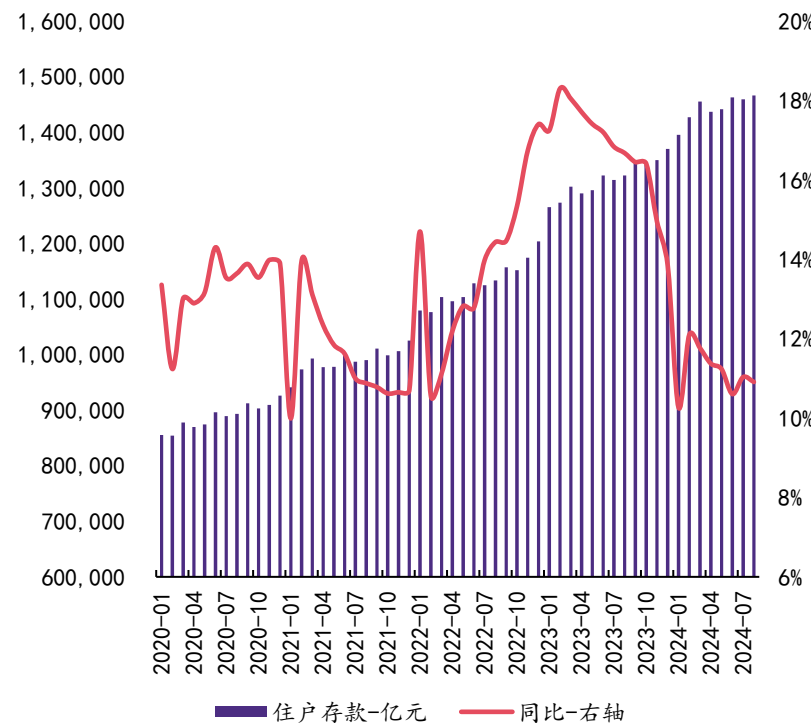
资料来源: Wind, 中国人民银行, 央视网, 住房和城乡建设部, 华鑫证券研究

1.3、居民应对-提前还贷，预防性存款成为“主流”，资金“不转”

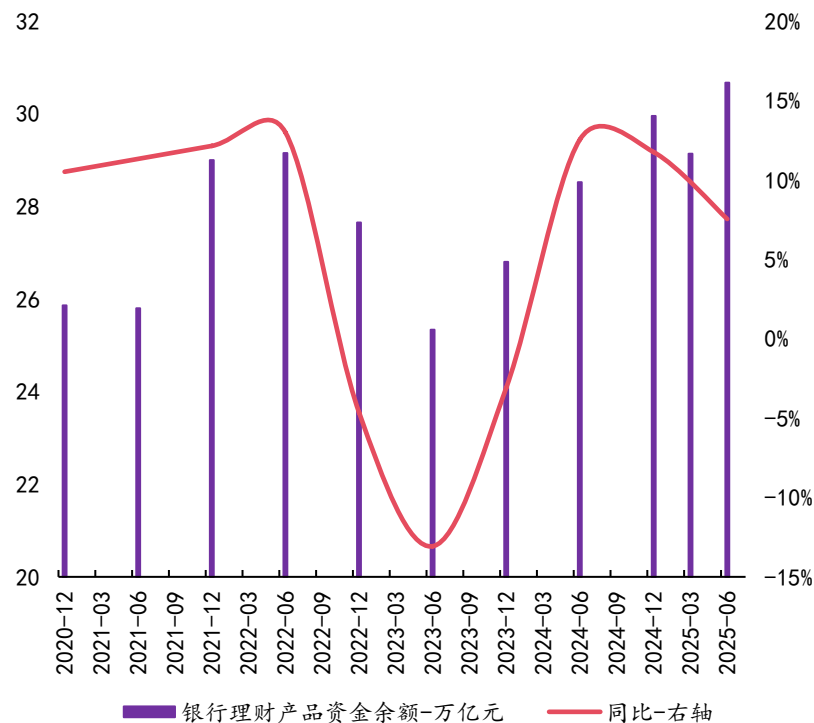
➢ 进入2022年后，地产周期探底+股市单边下行+步入低利率时代，缺少优质回报资产的“资产荒”以及消费投资信心不足的格局逐步形成，居民端预防性存款逐步形成趋势

- 从住户存款绝对数额来看，进入2022年后，同比变动持续攀升至历史相对高位，悲观情绪在2023年达到顶峰；
- 从银行理财资金余额来看，自2022年下半年，银行理财余额规模显著经历萎缩阶段，进入2024年后才有所缓释，因优质理财产品数量的减少以及居民投资信心的不足，居民卖出理财产品转为防御型存款；
- 从居民端杠杆来看，受房价走低去杠杆倾向、新旧房贷利差扩大、投资收益降低、信心不足预防性情绪扩张等因素共同作用，2023年迎来居民端“提前还贷潮”。

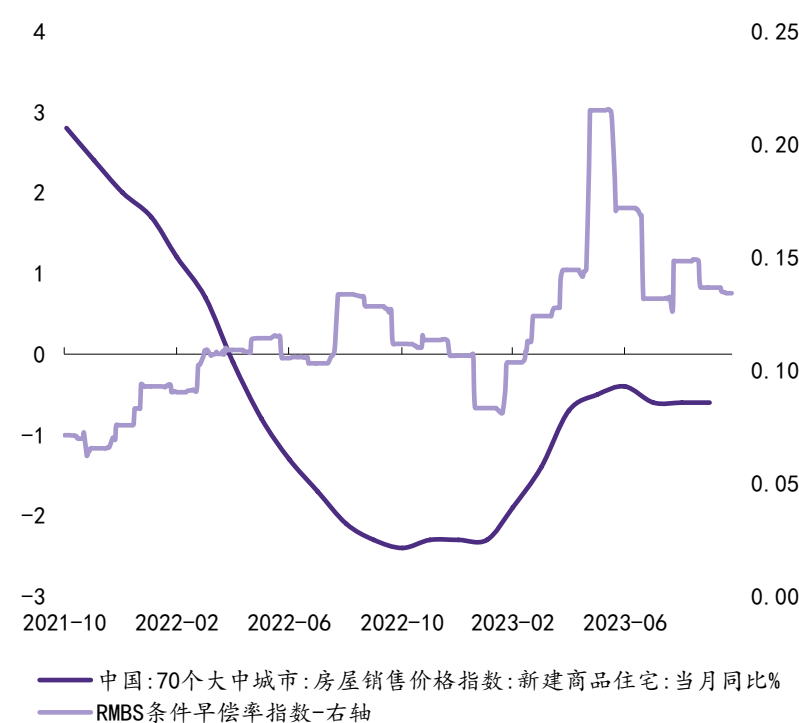
本轮居民预防性存款情绪在2023年达到顶峰



银行理财规模显著缩量



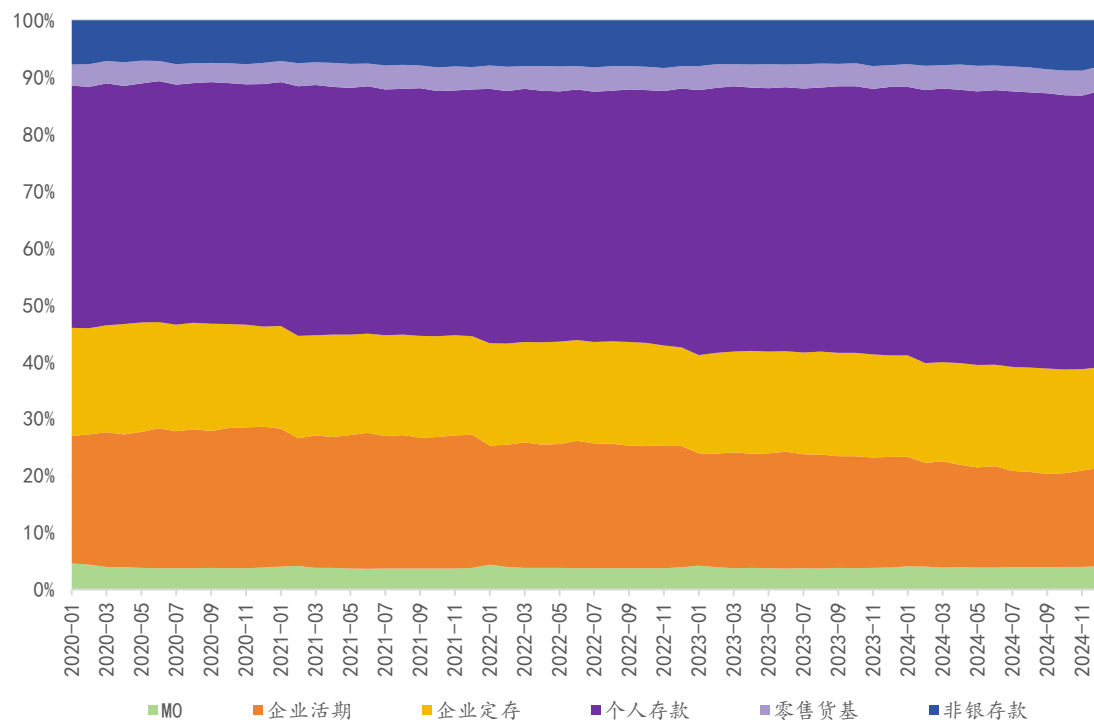
2023年出现居民端“提前还贷潮”



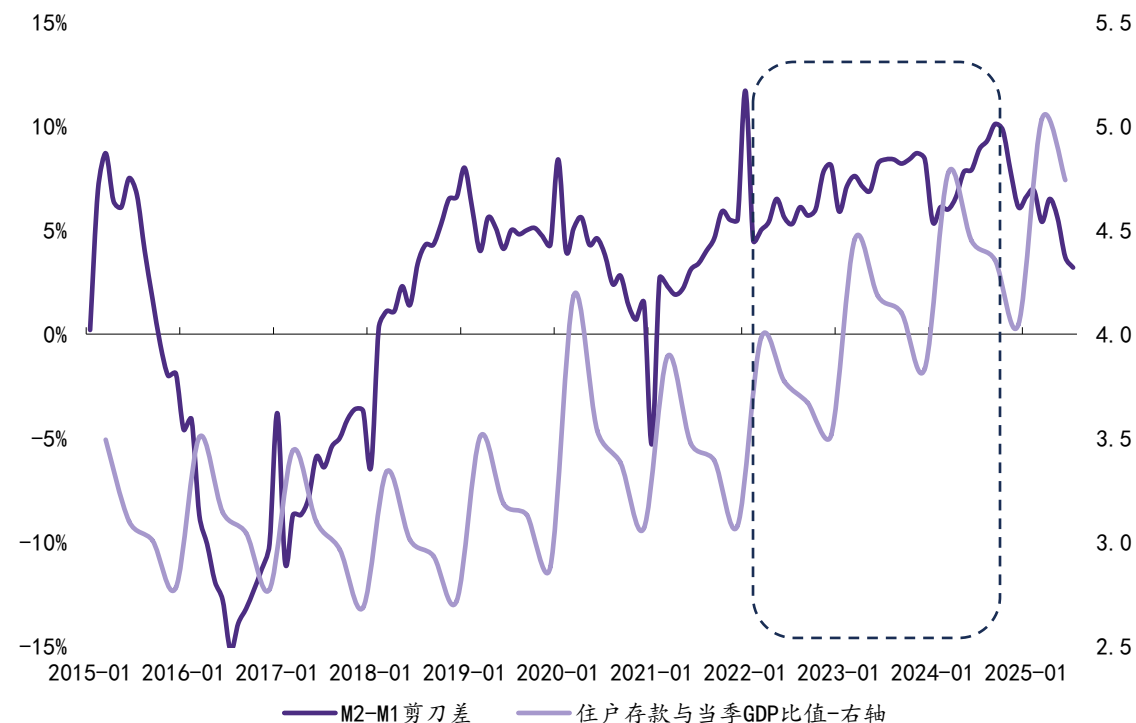
资料来源：Wind，华鑫证券研究

- **从M2拆解来看**，居民通过增加存款来应对远期现金流压力，预防性存款情绪升温，个人存款/M2占比逐步扩大；
- **从M2-M1剪刀差来看**，即使在宽货币的政策背景下，因居民少消费、企业少投资，市场资金流动相对停滞。

个人存款影响占比提升，预防性储蓄情绪占主导地位



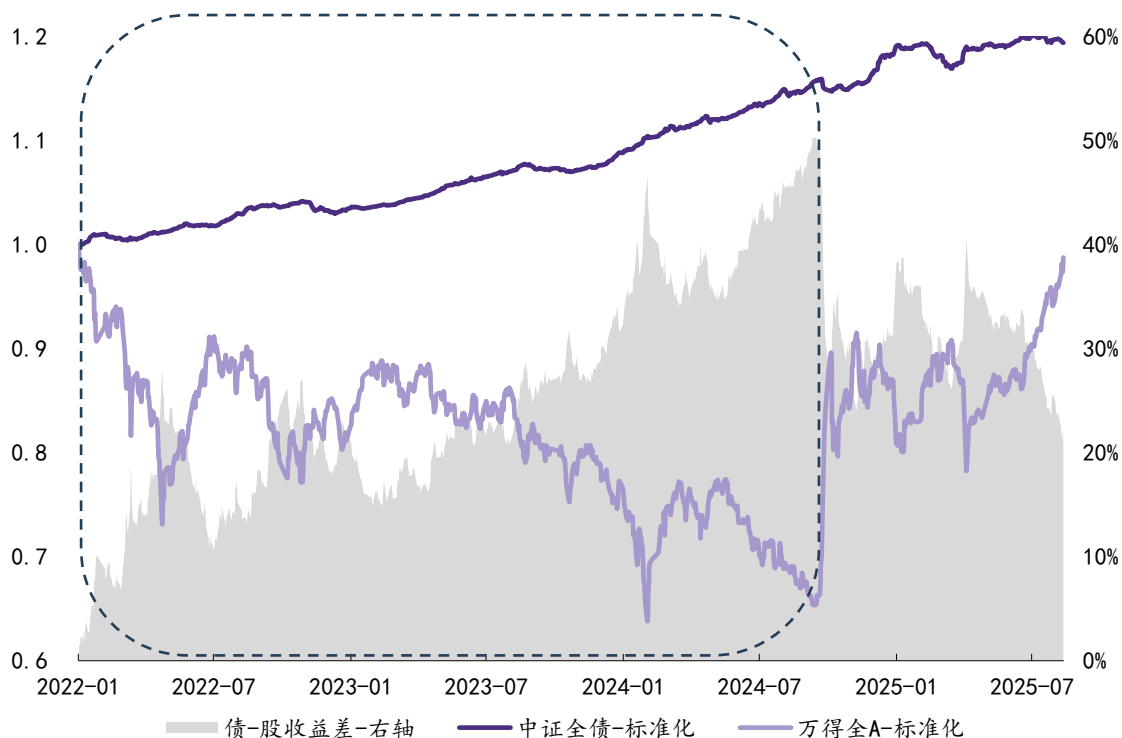
M2-M1剪刀差走扩，资金“不转”



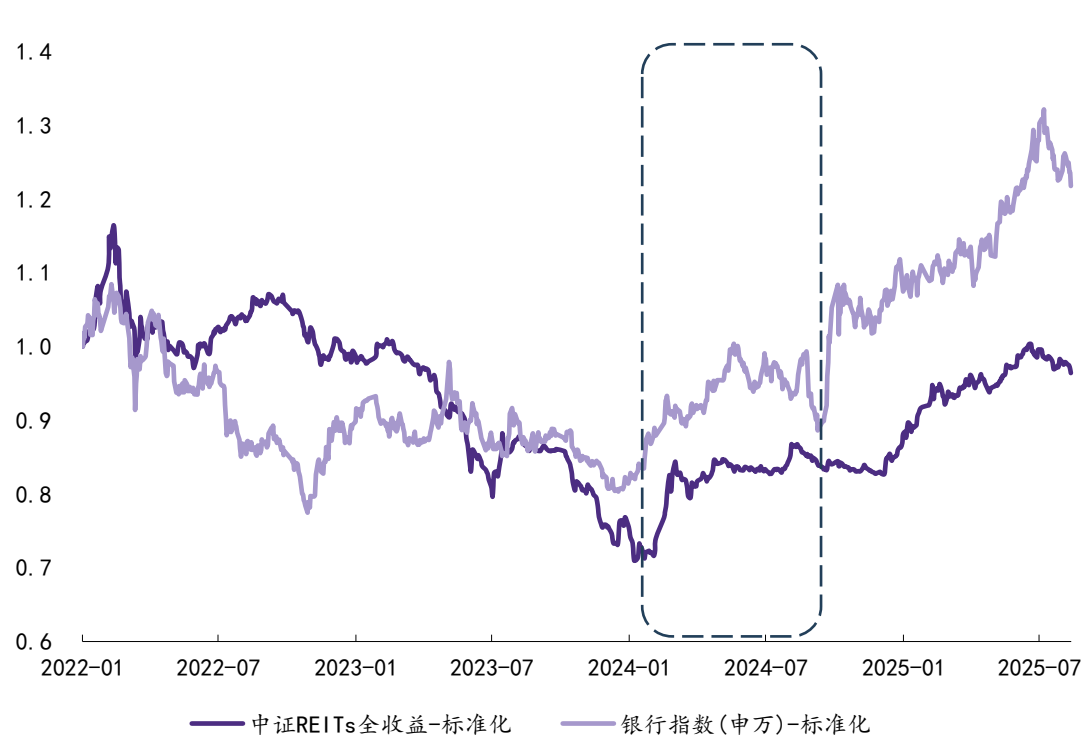
1.4、资产表现-债市开启配置行情，并逐步向类债资产扩散

- 在经济类通缩-实行货币宽松-政策利率下行-国债收益率下行-纯债价格上行的螺旋逻辑中，债券的配置价值凸显
 - 自2022年至2024年8月，市场资金投资情绪相对悲观且谨慎，类通缩背景下具备防御型特征的债券工具脱颖而出，相较于单边向下的股市，债市开启配置行情。
- 在逐步成型的“资产荒”大背景下，资金向REITs、固收+、高股息银行股扩散
 - 政策利率下调逐步带动债券到期收益率接近历史低位，“资产荒”的格局进入2024年后开始明晰，资金依然保持保守型投资策略风格，关注度向同样具备防御型特征的类债投资工具转移。

债券相对股票的配置性价比持续提升



资金后续向类债投资工具REITs和高股息银行股板块扩散

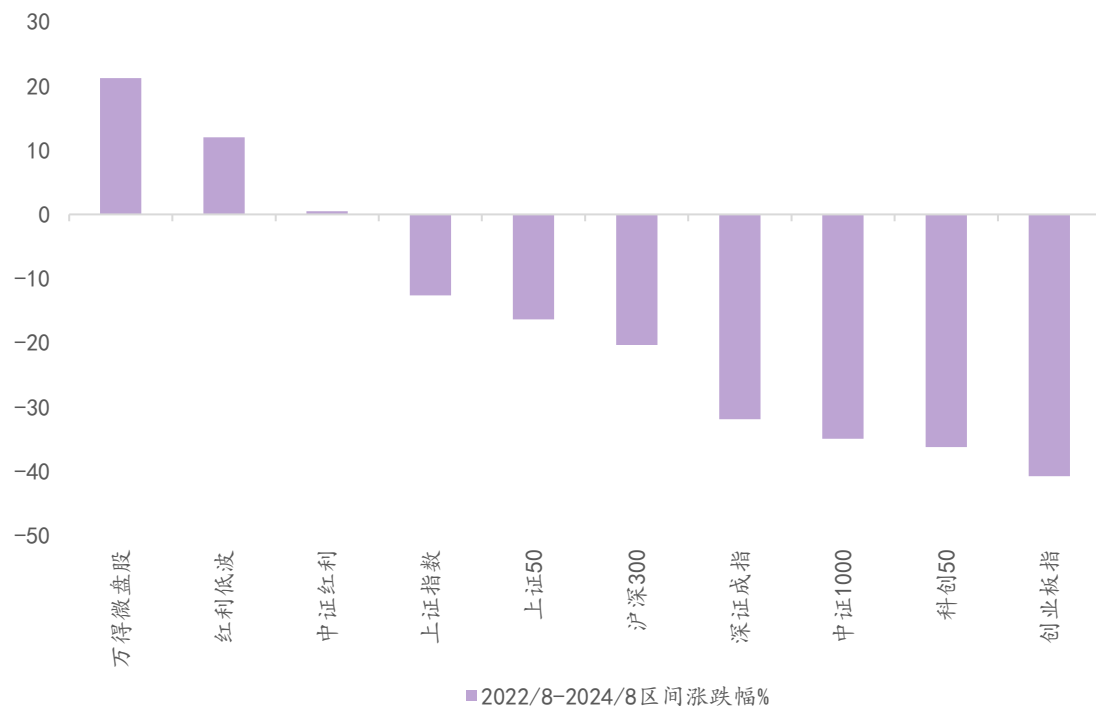


资料来源：Wind，华鑫证券研究

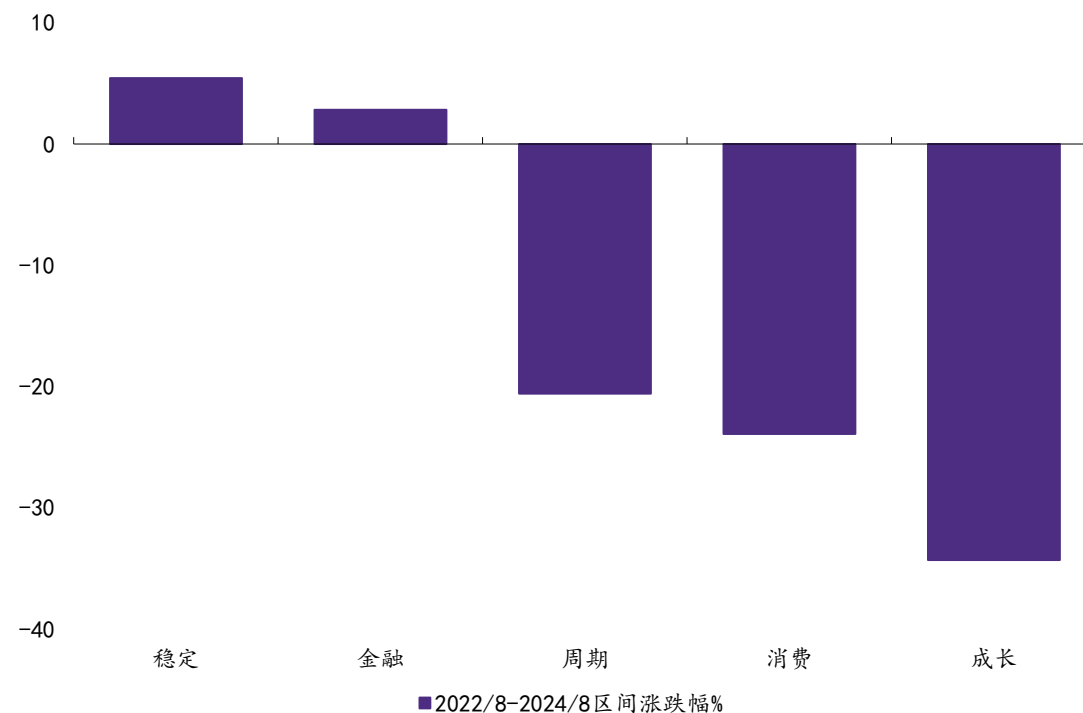
➤ A股单边下行，以防御型策略为主

- 从宽基指数区间涨跌幅来看，仅有微盘与红利板块实现正收益，微盘股行情主由量化资金推动，多数资金以配置防御型红利板块为主；
- 从投资风格来看，股市资金风格偏好稳定及金融风格。

仅有微盘与红利板块实现正收益



类通缩背景下，A股稳定风格占优



➤ **A股以防御型策略为主，红利行业领涨**

- 从一级行业超额收益（相对万得全A）角度看，**防御型板块上游煤炭与石油石化，金融银行、下游家电龙头与公用事业板块跑赢大盘**，通信行业受数字经济、海外AI链映射等行业自身催化，同样表现不俗。

上游资源与大金融的防御型板块相对占优

行业	证券代码	区间超额涨跌幅（2022/8-2024/8）	行业	证券代码	区间超额涨跌幅（2022/8-2024/8）		
上游资源	煤炭	801950.SI	16.8%	成长	电子	801080.SI	3.8%
	石油石化	801960.SI	21.8%		通信	801770.SI	33.5%
	有色金属	801050.SI	-5.5%	下游消费	医药生物	801150.SI	-6.2%
	钢铁	801040.SI	-10.1%		社会服务	801210.SI	-11.0%
	基础化工	801030.SI	-16.4%		轻工制造	801140.SI	-8.8%
中游制造	建筑材料	801710.SI	-23.5%		农林牧渔	801010.SI	-15.5%
	机械设备	801890.SI	-3.1%		纺织服饰	801130.SI	-3.0%
	建筑装饰	801720.SI	-2.1%	商贸零售	801200.SI	-23.1%	
	交通运输	801170.SI	7.7%	美容护理	801980.SI	-26.9%	
大金融	银行	801780.SI	28.0%	食品饮料	801120.SI	-10.3%	
	非银金融	801790.SI	14.8%	汽车	801880.SI	-3.4%	
	房地产	801180.SI	-22.1%	家用电器	801110.SI	20.6%	
成长	国防军工	801740.SI	-4.4%	环保	801970.SI	-11.4%	
	电力设备	801730.SI	-29.9%	综合	801230.SI	-10.0%	
	计算机	801750.SI	-2.7%	公用事业	801160.SI	17.8%	
	传媒	801760.SI	11.1%				

02

存款正常化与股债平衡

2024/9-2025/6：债券交易机会，A股震荡行情

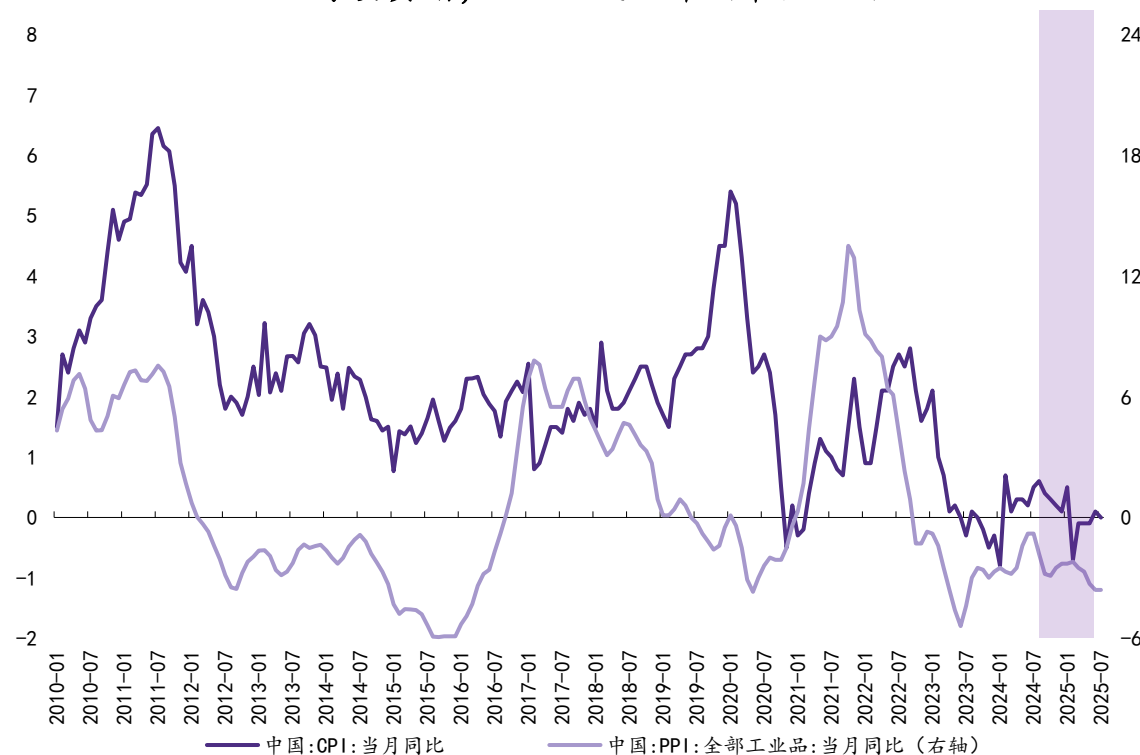
研究创造价值

2.1、宏观背景-经济震荡回稳，资金活跃度回升

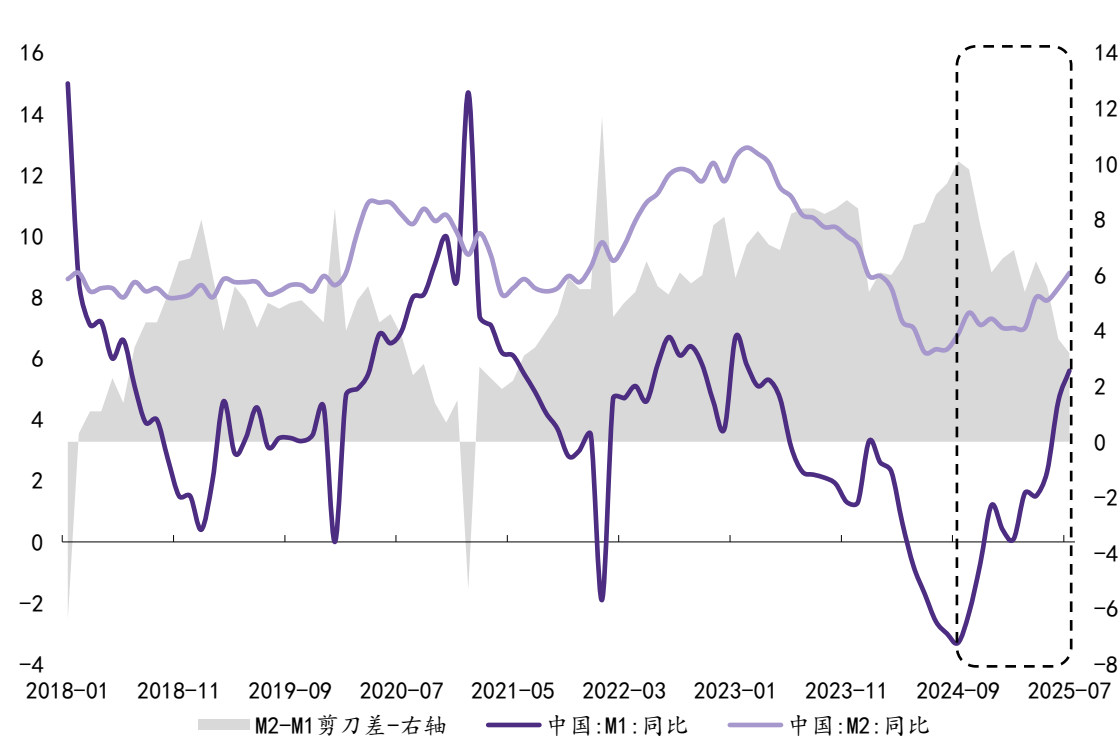
➤ 2024/9-2025/6：经济震荡企稳，CPI触底后回升，M2-M1剪刀差持续收窄

- 通胀端：虽然经济依然处于低通胀周期，但是CPI同比再度触底后回弹，PPI同比降幅先收窄后再度扩大；
- 货币端：M1与M2同比触底回升重回正增长，M2-M1剪刀差持续收窄，市场资金活跃度回升，经济活动边际回暖。

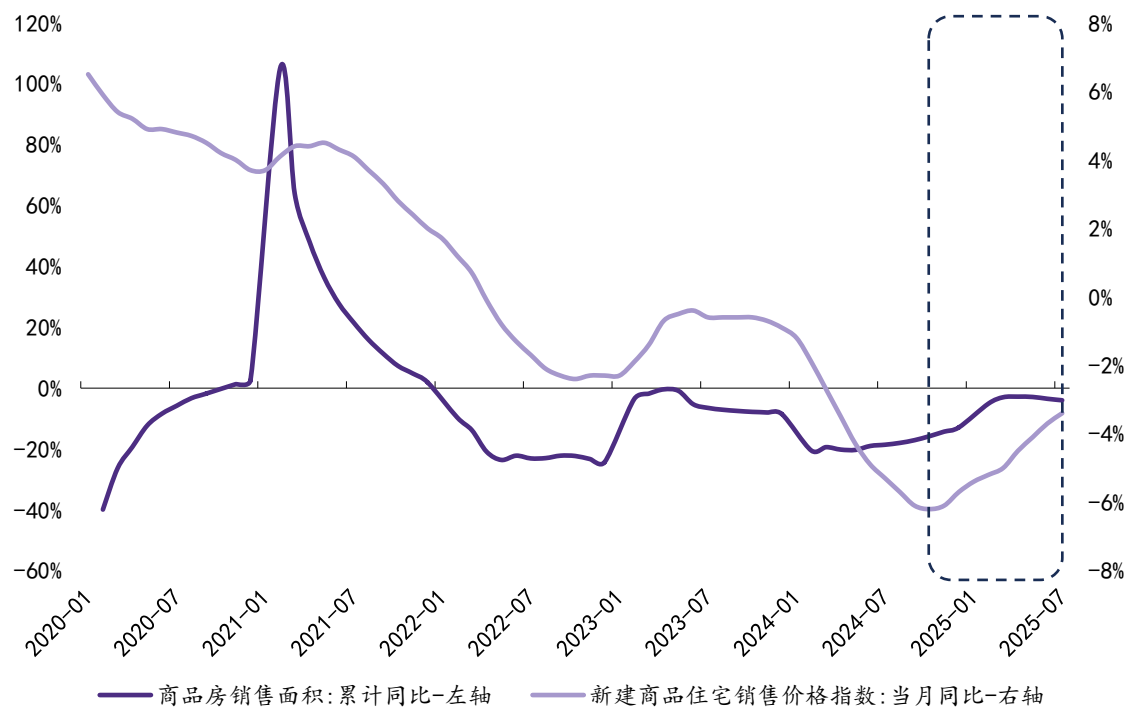
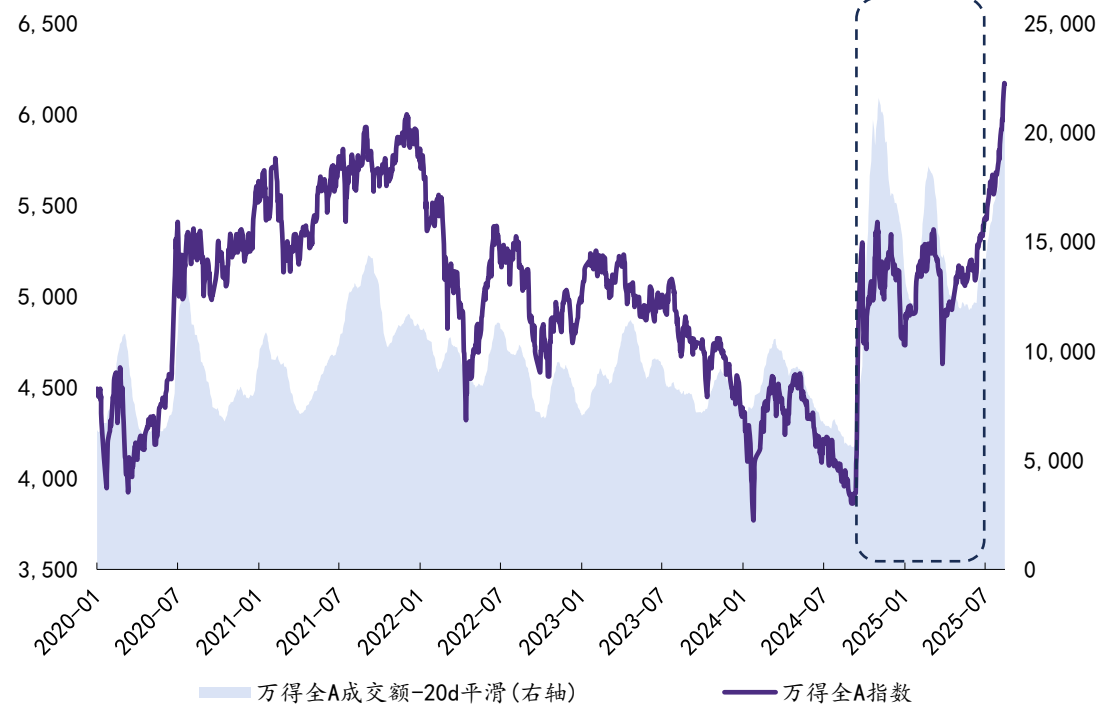
PPI持续负增，CPI触底回升（单位：%）



M2-M1剪刀差持续收窄（单位：%）



- 资产端：地产板块量重回负增走扩，价有望延续回稳态势**，受一系列地产政策放松刺激，商品房销售累计同比短暂负增收窄后再度走扩，但新建商品住宅销售价格当月同比负值持续收窄；
A股受9.24政策转向刺激，实现急速拉涨极致行情后震荡横盘运行，震荡阶段经历DS时刻引领的中国资产重估与“对等关税”超预期的急跌回涨行情，哑铃策略占优，主题行情快速轮动。

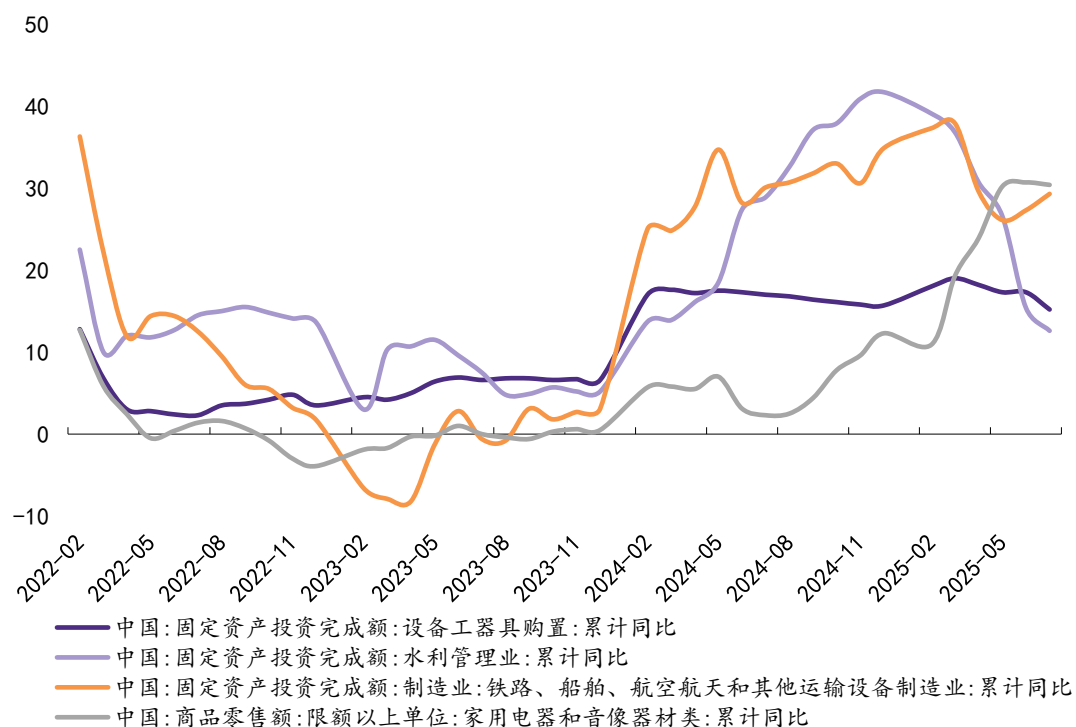
地产短暂小阳春后销售面积同比再度负增走扩

A股市场经历9.24急速拉涨行情后震荡运行


2.2、政策组合-货币适度宽松，财政与地产持续发力

➤ 政策发力点从货币转向财政，地产政策持续放松：

- **货币相对收敛：**虽然在“适度宽松”的整体货币政策基调之下，政策表述从“降低存款准备金率，实施有力度的降息”，到“择机降息降准”，再转向“适时降息降准”，**货币政策调控的优先度逐步有所减弱**，2024/9-2025/6共计降准2次，降准幅度共计为100bp；共计降息2次，降息幅度共计为35bp；
- **财政加大发力：**政策表述上在“积极”的基础上增加“更加”，**发行超长期特别国债助力“两重两新”政策落地**，以更大力度稳投资、促消费、稳经济；
- **地产持续放松：**政治局会议再次明确促进房地产市场“止跌回稳”的政策决心，调整住房限购政策，降低首套、二套存量房贷利率，多个一线城市响应号召发布刺激政策，助力地产行业短期一度快速负增收窄。

“两重两新”对于相关行业的投资与消费拉动效果显著



2024/9-2025/6核心地产政策梳理

时间	事件/发布主体	具体内容
2024/9/26	政治局会议	要促进房地产市场止跌回稳，严控增量、优化存量、提高质量，加大“白名单”项目贷款投放力度，支持盘活存量闲置土地。调整住房限购政策，降低存量房贷利率，抓紧完善土地、财税、金融等政策
2024/9/29	央行	存量房贷降息:首套、二套房存量房贷利率批量下调，平均降幅50BP
2024/9/29	上海、广州、深圳	广州彻底退出限购;上海、深圳进一步优化房地产市场政策，首套房最低首付比例为15%，二套房为25%
2024/10/8	发改委新闻发布会	严控增量、优化存量、提高质量，加大“白名单”项目贷款投放力度，运用专项债券等支持盘活存量闲置土地，调整住房限购政策，释放刚性和改善性住房需求
2024/10/17	住建部等五部门房地产新闻发布会	政策组合:存量(四个取消、四个降低，降低购房限制和成本)、增量(货币化安置、白名单扩容、专项债存量收储、存量土地收购贷款支持)
2024/11/13	财政部、税务总局、住建部	税收优惠新政:购买家庭唯一及第二套住房，140平方米及以下按1%税率征收契税;取消普宅标准后，2年及以上住房一律免征增值税;土地增值税预征率下限统一降低0.5个百分点
2024/11/18	北京、上海	取消普宅和非普宅标准
2025/3/16	《提振消费专项行动方案》	更好满足住房消费需求:适时降低住房公积金贷款利率，扩大住房公积金使用范围，支持缴存人在提取公积金支付购房首付款的同时申请住房公积金个人住房贷款，加大租房提取支持力度

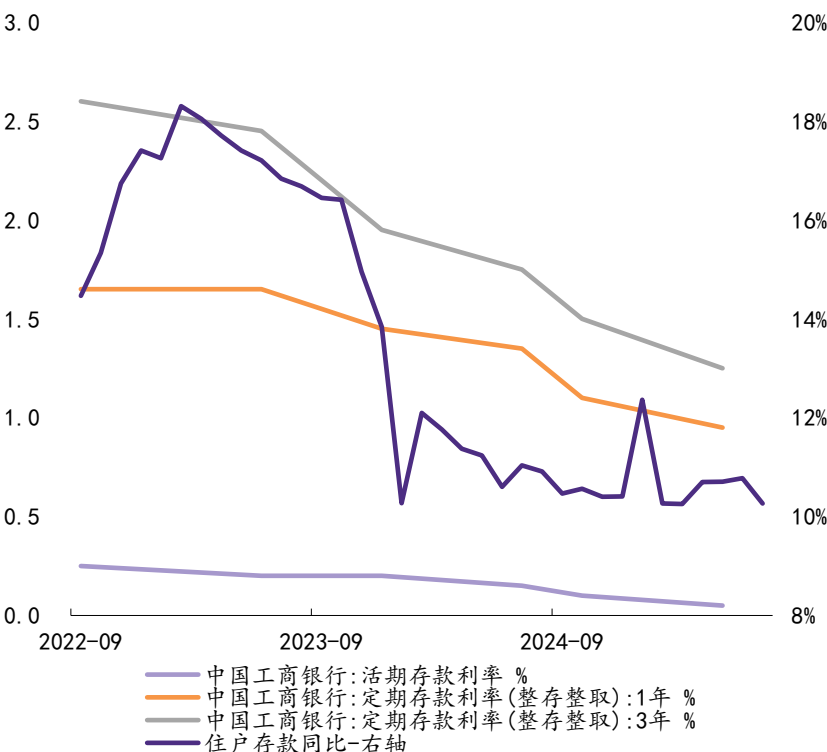
资料来源: Wind, 人民日报, 央视新闻, 第一财经, 中国政府网, 经济参考报, 证券日报, 华鑫证券研究

2.3、居民应对- 低利率 VS 资产荒的存款正常化

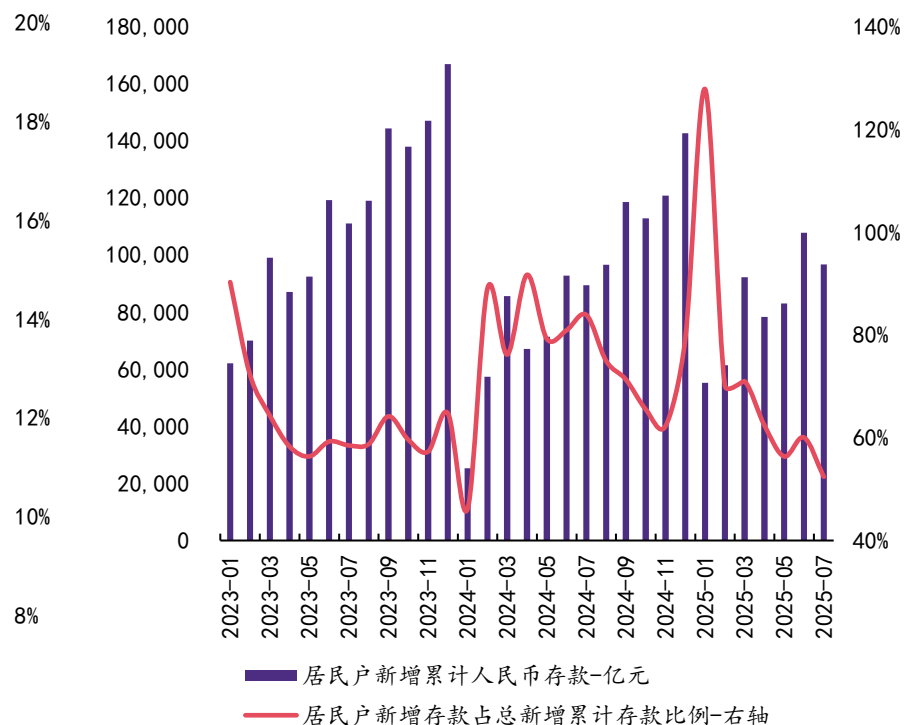
➤ 宏观政策转向，风险偏好逐步回升，低利率与“资产荒”倒逼存款正常化：

- 政策利率下降带动存款利率降至历史低位，资产荒进一步凸显；
- 在9.24股市行情催化下，住户存款与非银存款同比增速差在2024年10月达到阶段性负极值，同时银行理财规模同比达到高位，居民端实现从预防性悲观存款情绪向风险偏好回暖的转变，居民存款逐步正常化。

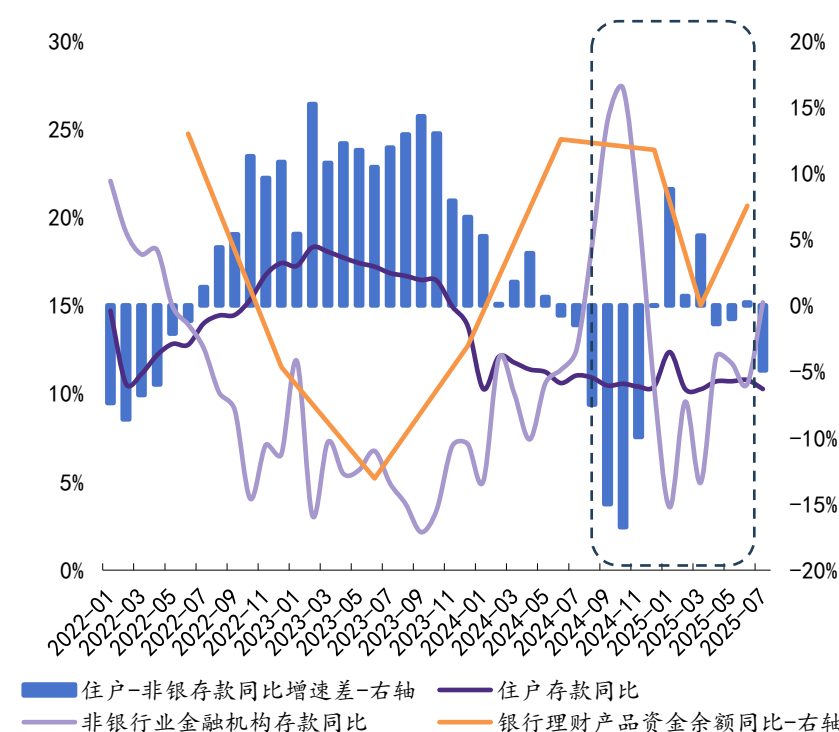
存款低利率，居民存款增速逐步回落



新增居民累计存款占总新增累计存款比例震荡下行



居民储蓄逐步正常化

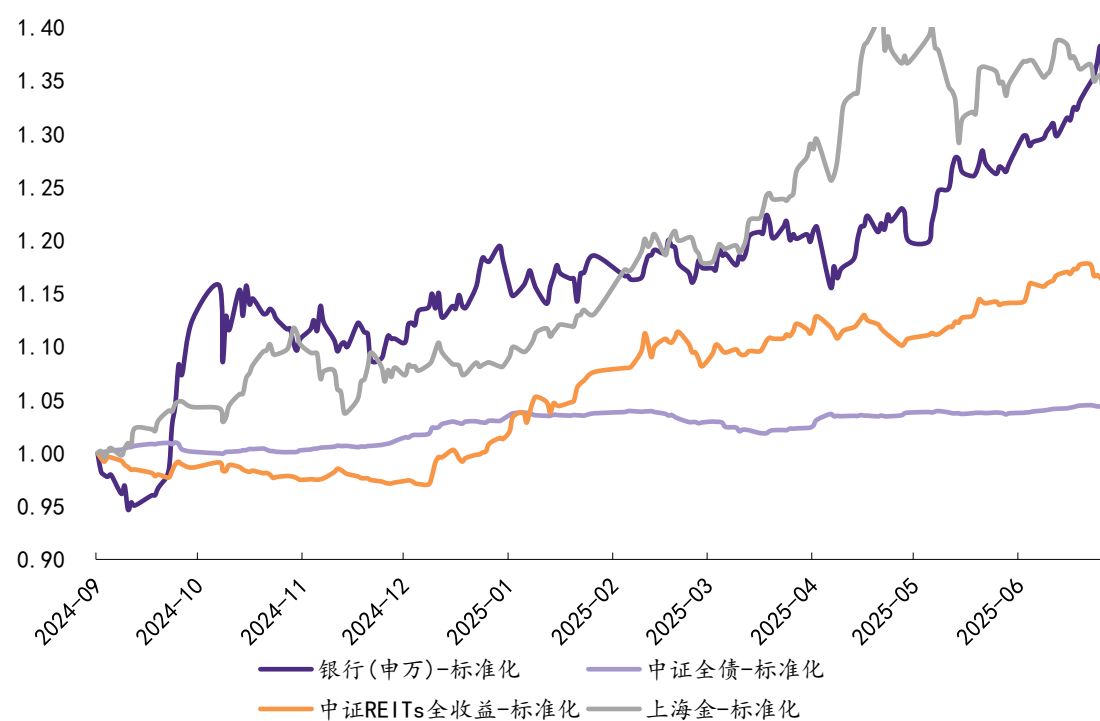
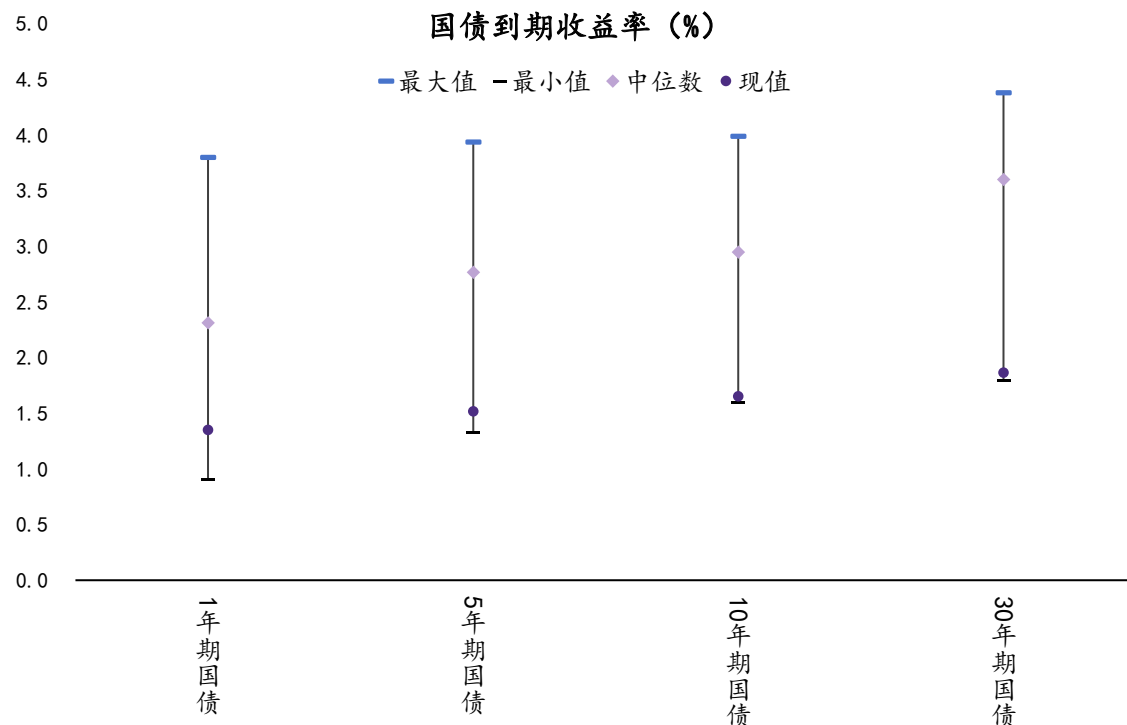


2.4、资产表现-债市交易机会犹存，黄金快速上行，A股哑铃策略占优

➤ 债券交易机会犹存，低利率“资产荒”背景，叠加国际事件持续冲击，类债投资工具与黄金行情迅速攀升

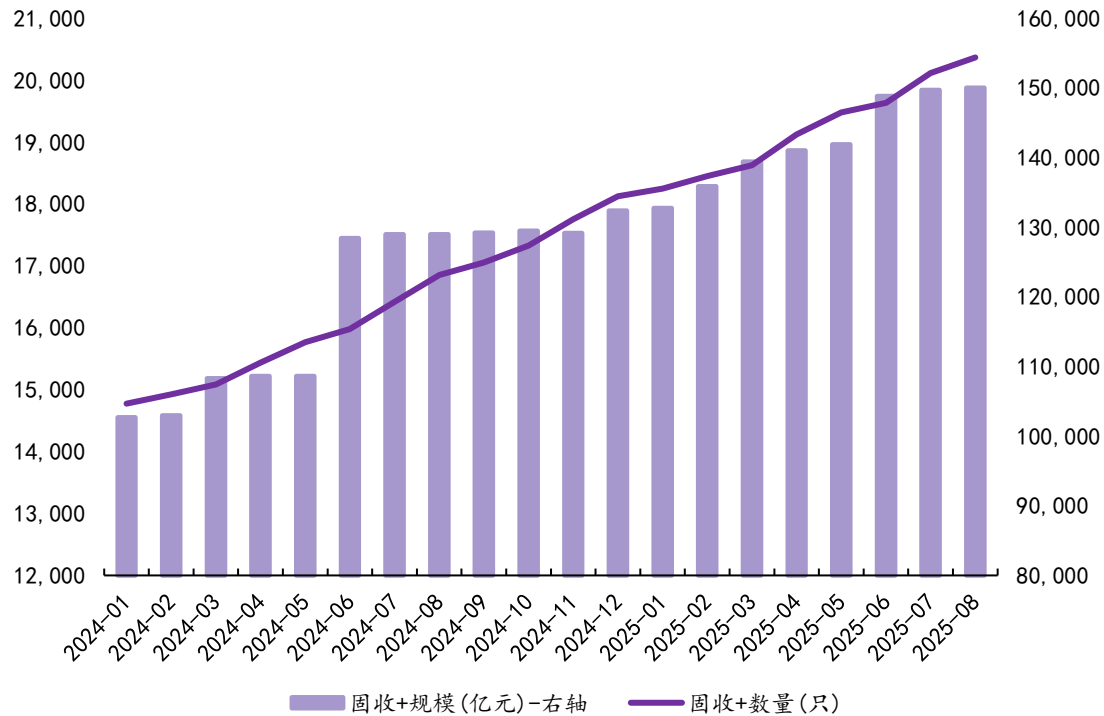
- 资金投资风险偏好有所回升，但市场整体交易逻辑仍是类通缩；
- 债券交易虽有机会，但随着债券收益率降至历史低位，资金向类债资产扩散，REITs、固收+、银行股受益；

债券到期收益率已降至5年低位，类债REITs、银行股，以及沪金配置性价比凸显

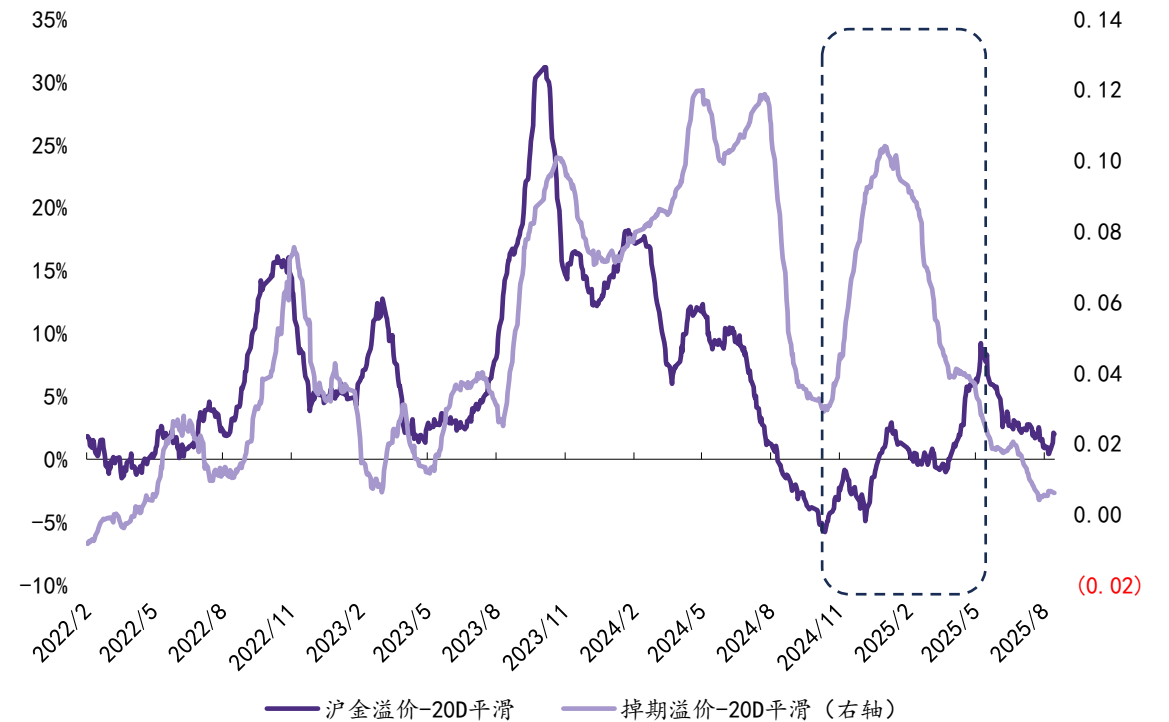


- 债市行情向固收+扩散，固收+规模持续增加；
- 因对等关税冲击，避险情绪升温，“安全资产”黄金配置性价比同样凸显，溢价走阔。

固收+产品配置吸引力提升，规模显著放量



黄金配置价值凸显，溢价走阔

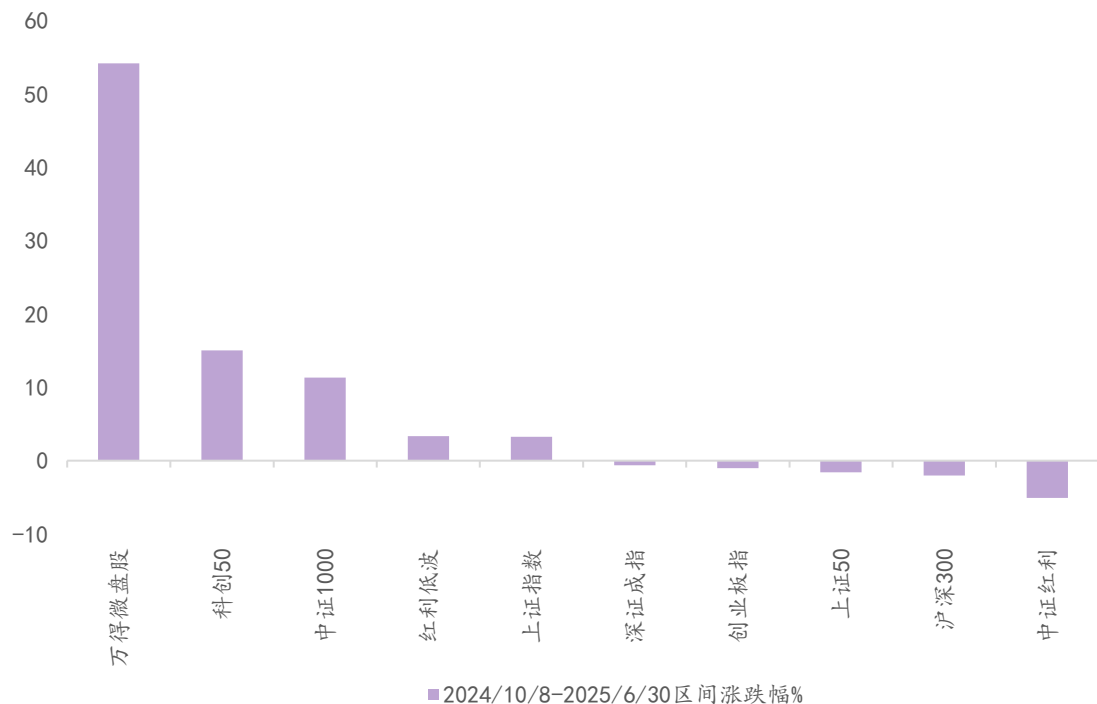


资料来源：Wind，华鑫证券研究

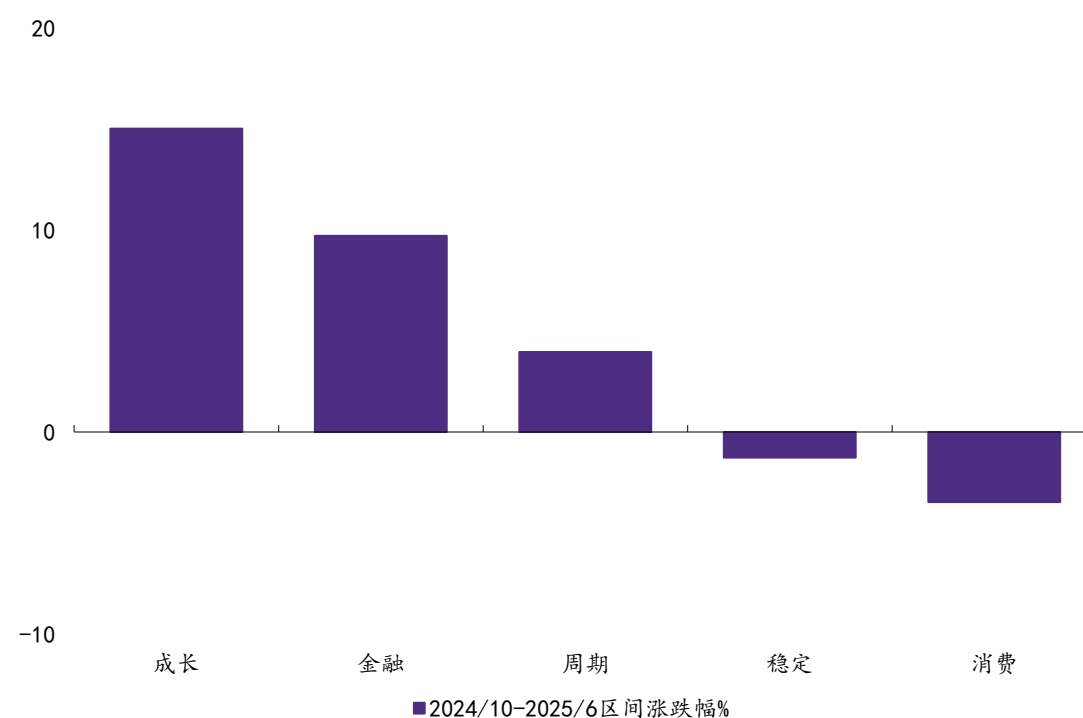
➤ A股哑铃策略占优，价值端高股息缩圈至银行，成长端小微盘行情领衔

- 从宽基指数区间涨跌幅来看，投资策略由主防御风格逐步转化为哑铃策略，风险偏好有所回升，价值端以红利板块主导，成长端小微盘、科创50、中证1000领衔；
- 从投资风格来看，再度验证股市哑铃策略占优，成长风格领先，金融风格主由高股息红利银行板块拉动，区间涨幅次之；

A股哑铃配置策略优势尽显



成长风格领先，高股息银行板块带领金融风格次席



- 从一级行业超额收益（相对万得全A）角度看，红利端以银行板块领衔，成长端计算机、通信、传媒、电子、国防军工等涨幅居前。

红利端银行领衔，成长端TMT、军工等涨幅领先

行业	证券代码	区间超额涨跌幅（2024/10-2025/6）	行业	证券代码	区间超额涨跌幅（2024/10-2025/6）		
上游资源	煤炭	801950.SI	-26.8%	成长	电子	801080.SI	11.3%
	石油石化	801960.SI	-15.7%		通信	801770.SI	11.5%
	有色金属	801050.SI	-0.4%	医药生物	801150.SI	-8.5%	
	钢铁	801040.SI	-8.6%	社会服务	801210.SI	-4.6%	
	基础化工	801030.SI	-3.9%	轻工制造	801140.SI	-0.1%	
中游制造	建筑材料	801710.SI	-11.6%	农林牧渔	801010.SI	-8.9%	
	机械设备	801890.SI	8.4%	纺织服饰	801130.SI	1.7%	
	建筑装饰	801720.SI	-5.9%	商贸零售	801200.SI	7.7%	
	交通运输	801170.SI	-11.1%	下游消费	美容护理	801980.SI	-13.0%
大金融	银行	801780.SI	11.3%	食品饮料	801120.SI	-22.7%	
	非银金融	801790.SI	-6.8%	汽车	801880.SI	5.6%	
	房地产	801180.SI	-21.5%	家用电器	801110.SI	-9.8%	
成长	国防军工	801740.SI	10.6%	环保	801970.SI	4.9%	
	电力设备	801730.SI	-8.9%	综合	801230.SI	14.6%	
	计算机	801750.SI	13.4%	公用事业	801160.SI	-12.9%	
	传媒	801760.SI	11.5%				

03

居民存款入市与A股主升

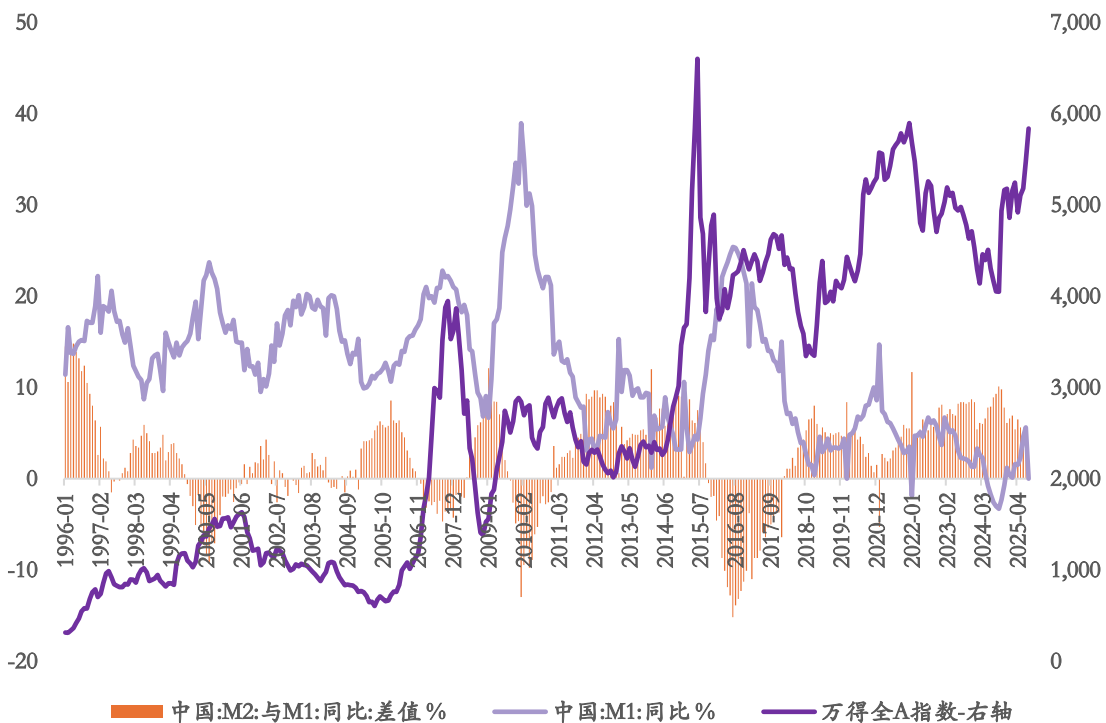
2025/7至今：看股做债，债市调整，A股主升

研究创造价值

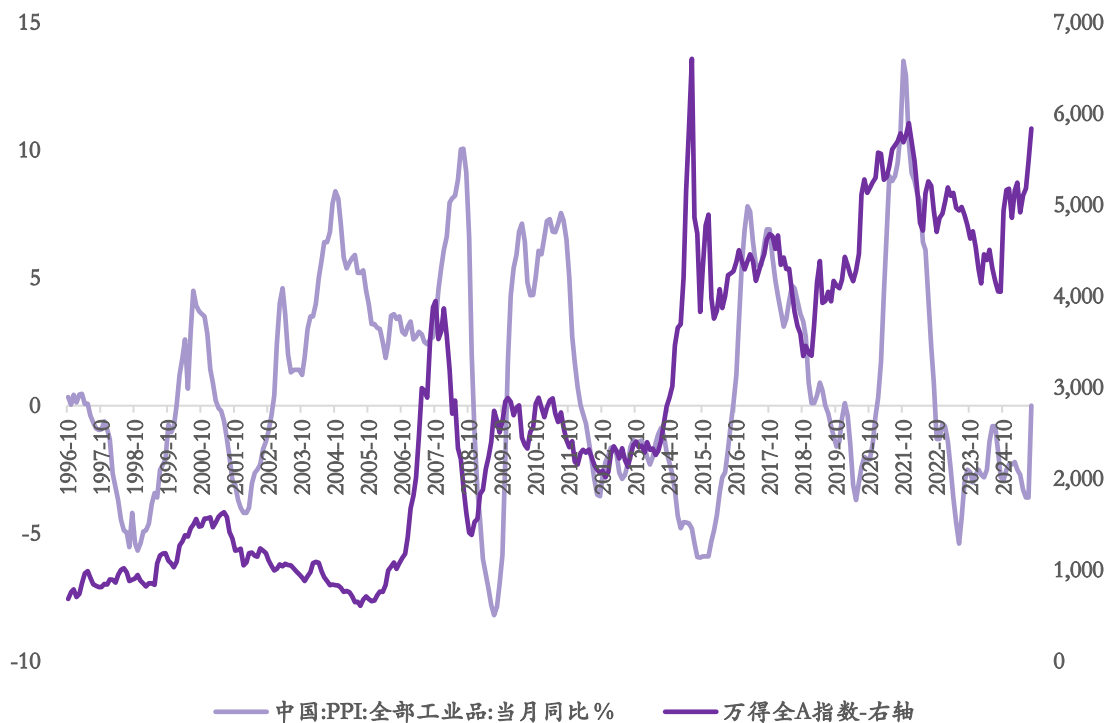
3.1、宏观背景-顺风回归，M1回升，M2-M1剪刀差收窄，PPI触底回升

- M1增速（实体流动性）与大盘高度相关。7月M1同比增速进一步扩大，资金活化好转。
- PPI是A股盈利中重要的价格因素，与全A、非金融上市公司盈利高度相关。7月PPI同比走平-3.6%，环比降幅收窄，为3月以来首次，预计PPI拐点出现，降幅进一步收窄。

M1、M1-M2剪刀差与A股走势正相关



PPI与A股走势正相关



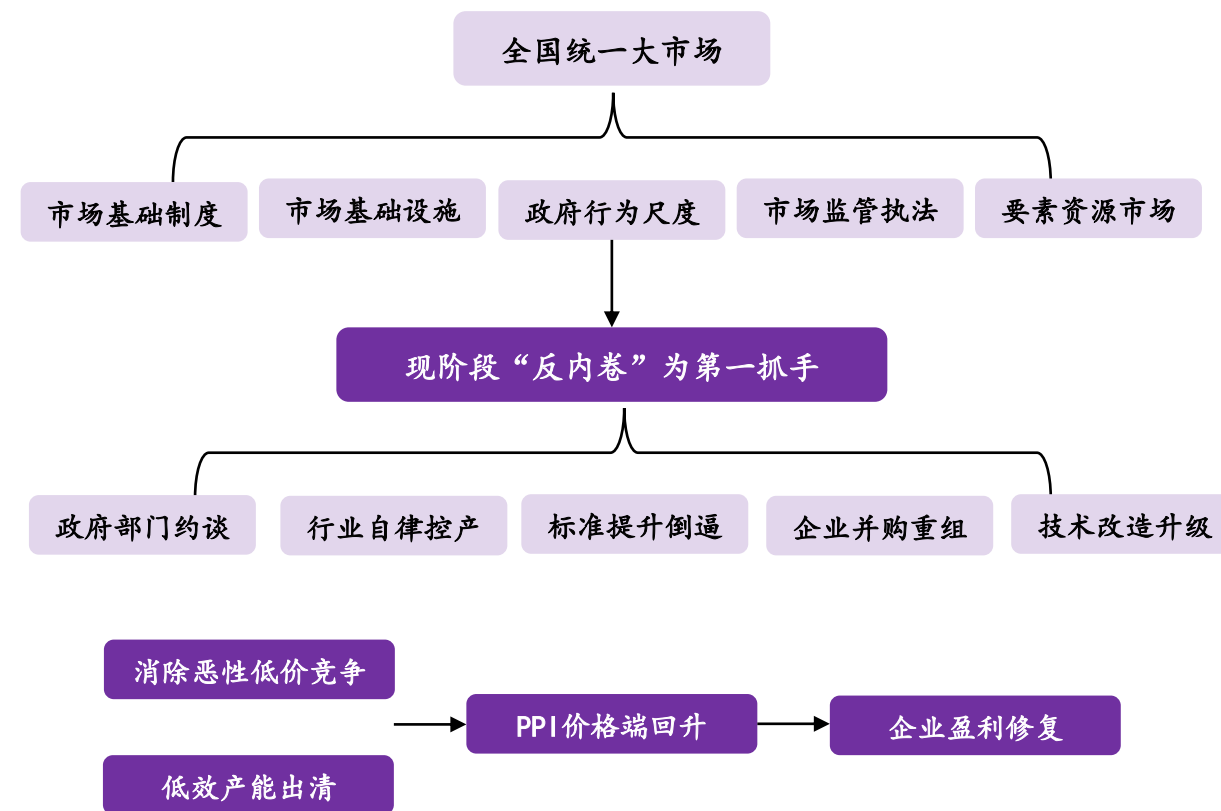
3.2、政策组合：降息降准+政策性金融工具+反内卷+十五五

➤ 反内卷概念经历多事件政策催化，最终由7月1日中央财经委员会第六次会议提升政策预期，交易逻辑从类通缩-反内卷-再平衡-再通胀传导。

反内卷政策：从传统行业到新兴行业，从行业自律到依法依规治理

时间	会议	相关内容
2024/7/30	政治局会议	要强化行业自律，防止“内卷式”恶性竞争。强化市场优胜劣汰机制，畅通落后低效产能退出渠道。
2024/12/12	中央经济工作会议	综合整治“内卷式”竞争，规范地方政府和企业行为。
2025/3/5	政府工作报告	加快建立健全基础制度规则，破除地方保护和市场分割，打通市场准入退出、要素配置等方面制约经济循环的卡点堵点，综合整治“内卷式”竞争。
2025/6/27	新修订《中华人民共和国反不正当竞争法》	平台经营者不得强制或者变相强制平台内经营者按照其定价规则，以低于成本的价格销售商品，扰乱市场竞争秩序。
2025/6/29	人民日报《金社平文章：在破除“内卷式”竞争中实现高质量发展》	近年来，我国以新能源汽车、锂电池和光伏产品为代表的“新三样”产品蓬勃发展，优质的绿色产能降低了全球绿色转型成本，为全球能源供应的多元化格局贡献了重要力量。但也要看到高投入、低产出的“内卷式”竞争，于产业健康发展无利，也非高质量发展的本义。
2025/7/1	求是《深刻认识和综合整治“内卷式”竞争》	新兴行业出现供需结构性矛盾。与过去恶性竞争主要集中在钢铁、水泥、轻工产品等传统产业不同，当前一个突出现象是，光伏、锂电池、新能源汽车、电商平台等新兴行业也深陷其中。
2025/7/1	中央财经委员会第六次会议	纵深推进全国统一大市场建设，要聚焦重点难点，依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出。
2025/7/18	2025年上半年工业和信息化发展情况新闻发布会	实施新一轮钢铁、有色金属、石化、建材等十大重点行业稳增长工作方案，推动重点行业着力调结构、优供给、淘汰落后产能，具体工作方案将在近期陆续发布。
2025/7/24	《中华人民共和国价格法修正草案》公开征求意见	主要涉及完善政府定价相关内容、进一步明确不正当价格行为认定标准、健全价格违法行为法律责任三方面内容。

本轮反内卷政策思路：消除恶性竞争或产能出清-价格回升-盈利修复

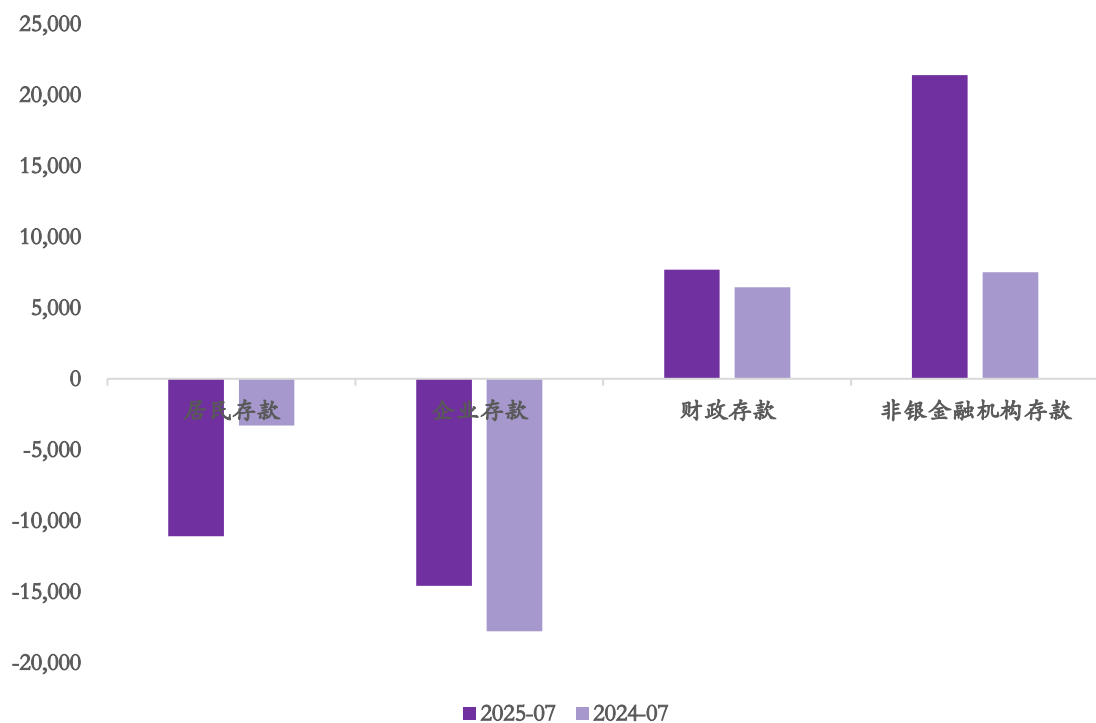


3.3、居民应对-居民存款搬家，居民存款多减，非银存款大幅多增

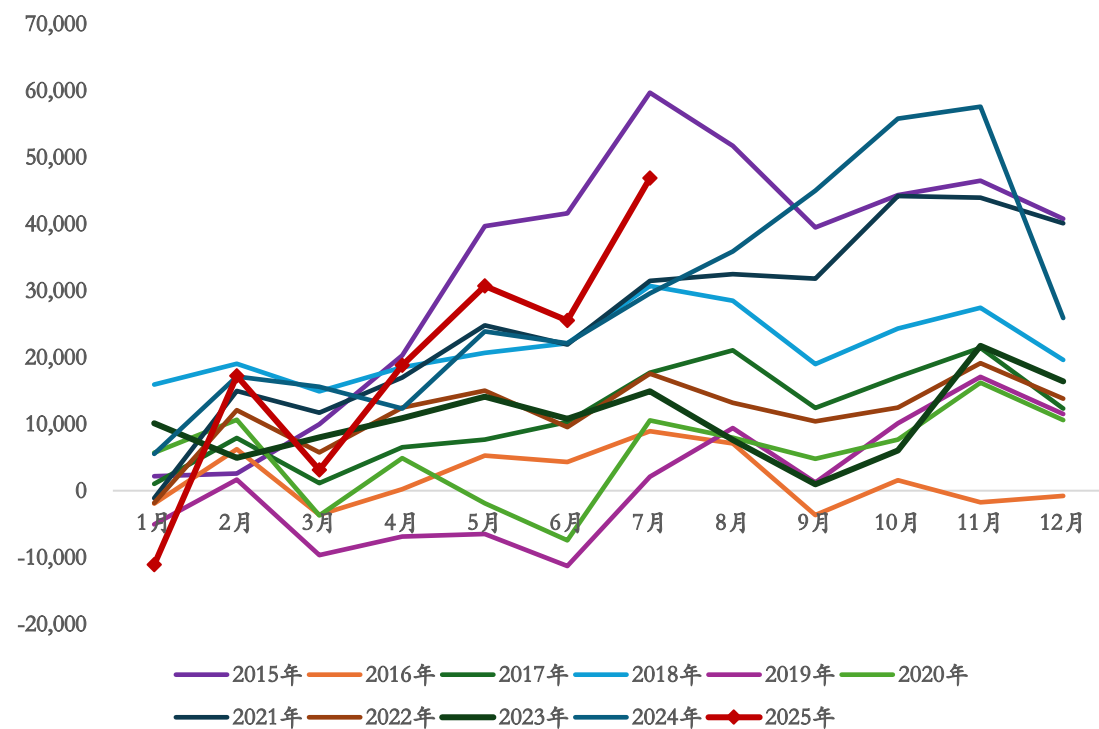
➤ 7月社融中的居民存款搬家信号：

- 从存款结构来看，居民存款负增1.11万亿，非银存款多增2.14万亿，居民存款搬家的趋势较为明显。
- 今年1-7月，非银存款累计增加4.69万亿，创下了除2015年以外的新高。其中2月、4月、5月和7月非银存款增量均超万亿，2月最高为2.83万亿，7月2.14万亿为年内次高。

7月社融积极信号：居民存款多减，非银存款大幅多增（单位：亿元）

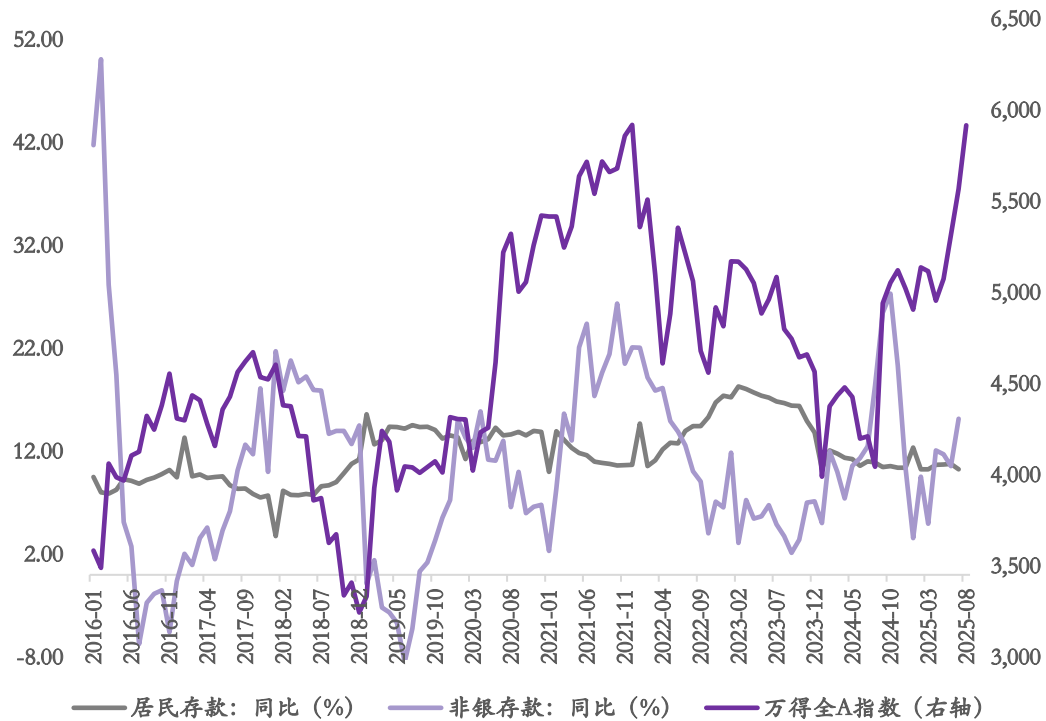


2025年1-7月非银存款累计增加4.69万亿，创下除2015年以外的新高

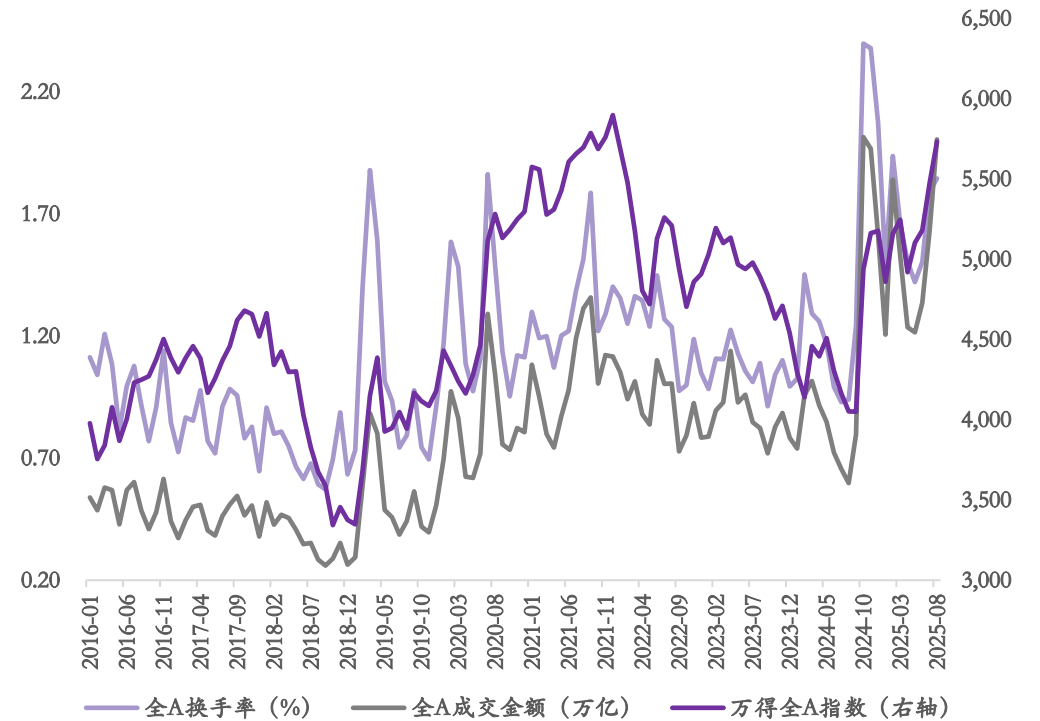


➤ 居民存款同比回落，非银存款同比回升，居民存款搬家入市，成为A股市场的重要增量资金，换手率和成交额攀升，助力A股上行。

居民存款同比回落+非银存款同比回升，A股上行



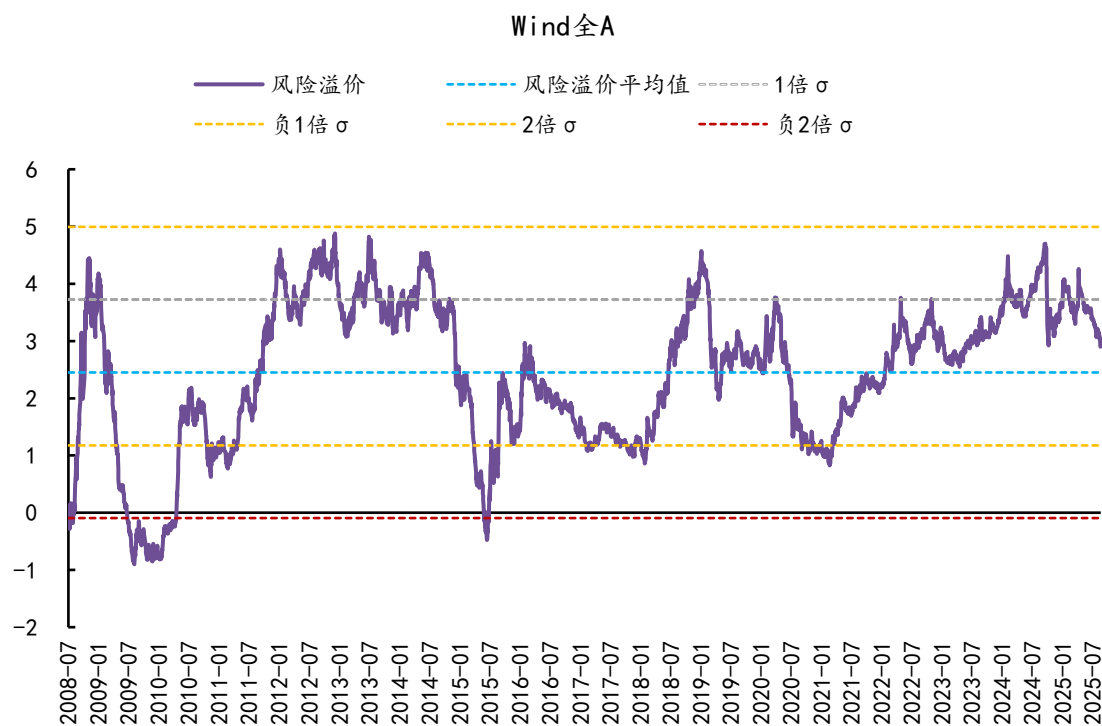
换手率和成交额攀升，A股同步上行



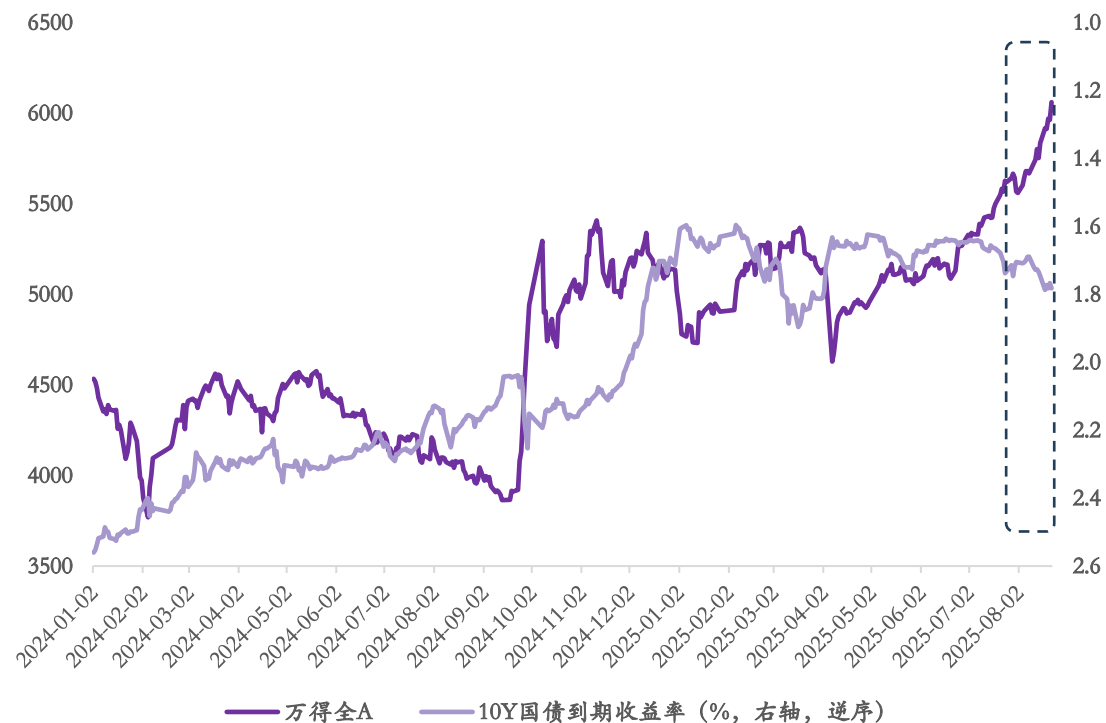
3.4、资产表现：风险偏好回升，股债跷跷板效应显现，资产荒压力缓和

- 居民存款入市的驱动因素：
- A股市场赚钱效应增强，成交活跃度提升，流动性改善，风险偏好得以提振；
- 股市回报率提升，且相对债市收益更为可观，股债跷跷板效应显现，看股做债，资产荒压力缓和。

市场风险偏好回升，股债比价偏向股票（单位：%）



A股表现远好于中债

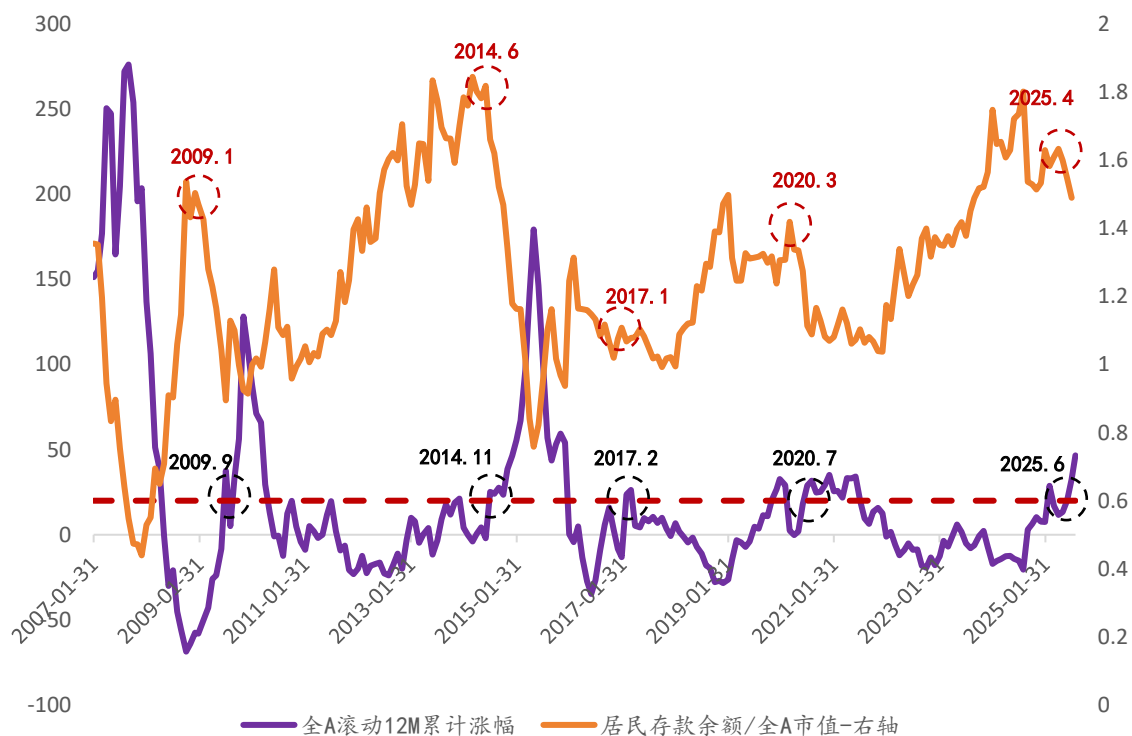


3.4.1、交易逻辑：看股做债，A股主升，债市调整

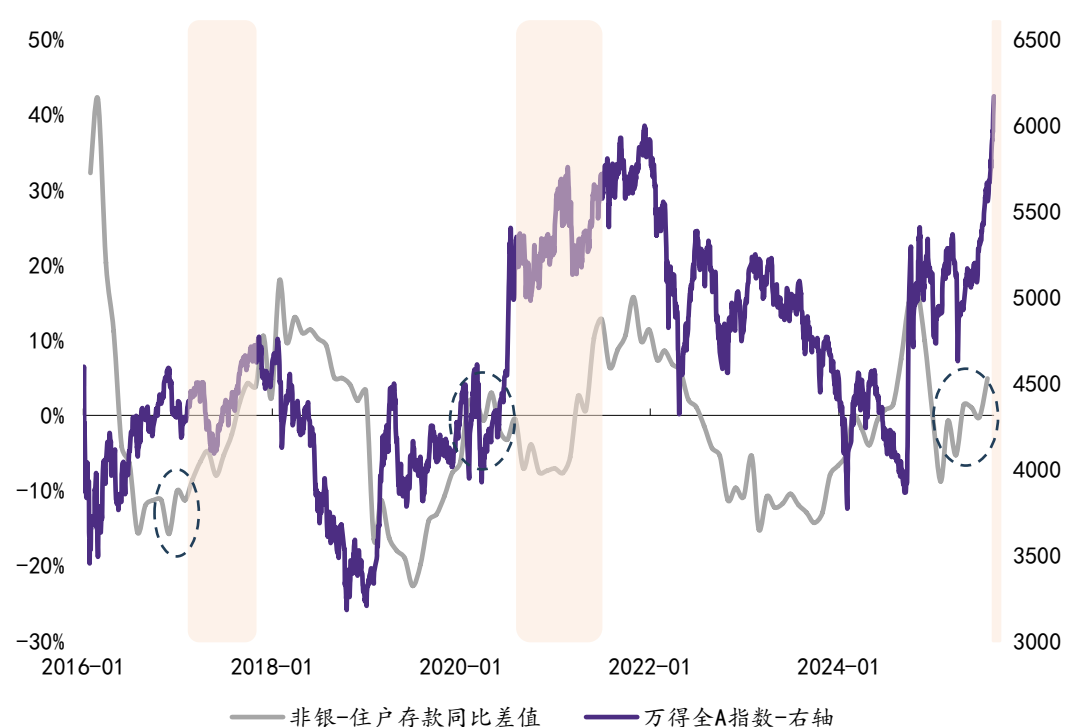
➤ A股主升行情伴随居民存款的加速入市：

- **住户存款与万得全A市值比值：**将万得全A滚动12月累计涨幅首次稳定触及20%阈值作为牛市行情主升阶段的开启信号，居民存款余额与全A市值比值的高位拐点下冲作为居民存款搬家的信号，居民搬家信号平均出现于主升开启信号的前4个月。全A滚动收益自底部提升至20%阈值的过程中，上涨趋势与股市赚钱效应逐步明晰，吸引居民存款加速入市，同时资金增量也助推A股进入主升阶段。
- **非银-住户存款同比增速差值：**将非银-住户存款同比增速差从负值快速收窄作为居民存款搬家的信号，存款搬家信号先于主升行情开启，同样证明存款增量资金助推行情进入主升阶段。

A股赚钱效应显现，居民存款加速入市



居民存款增量助推行情进入主升阶段

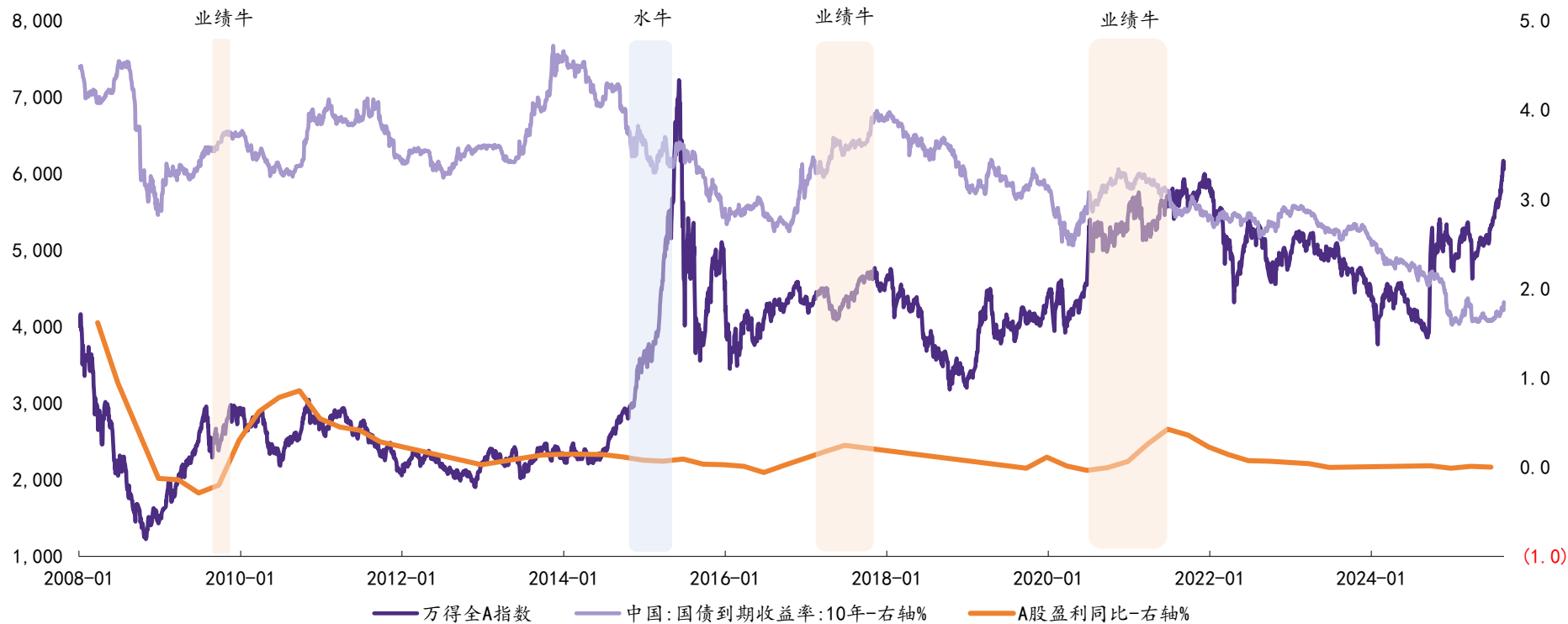


资料来源：Wind，华鑫证券研究所

A股主升：业绩牛债熊，水牛债震荡调整

➢ **A股主升行情多伴随债市调整，业绩牛债熊，水牛债震荡调整**：从历史复盘来看，2009、2014、2017、2020年四轮A股主升行情中，仅有2015年为水牛行情，其他三轮行情均从水牛逐步升级为业绩牛。**业绩牛主升前，债券转熊，10年国债收益率大幅上行；水牛主升期间，债券表现主要为横盘调整，国债收益率整体小幅下行。**

A股主升行情多伴随债市调整，业绩牛债熊，水牛债震荡调整



A股主升阶段	万得全A 区间涨幅变动(bp)	国债利率 变动	业绩验证 节点	业绩增速 变动
业绩牛 2009.9- 2009.11	8.10%	11	2009Q3	8.52%
水牛 2014.11- 2015.5	113.58%	-11	2015Q1	-0.97%
业绩牛 2017.2- 2017.11	5.48%	47	2017Q2	7.29%
业绩牛 2020.7- 2021.6	23.86%	23	2019Q4	10.15%

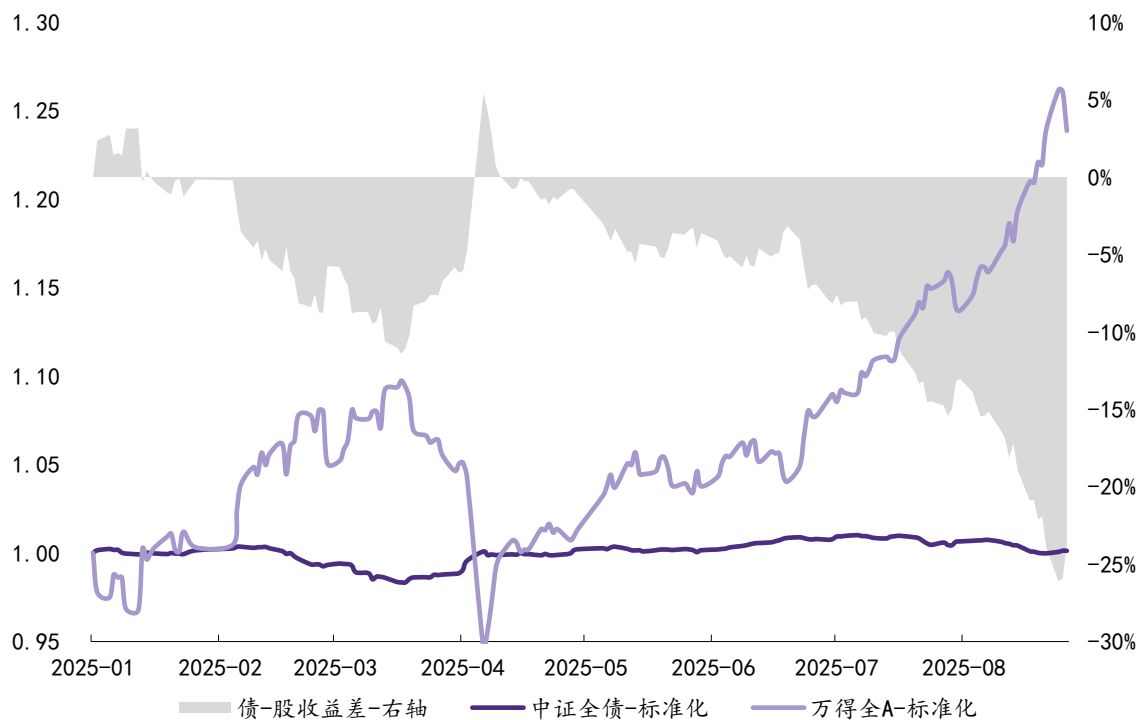
资料来源：Wind，华鑫证券研究所

现阶段股债跷跷板效应显著，债市资金流向股市

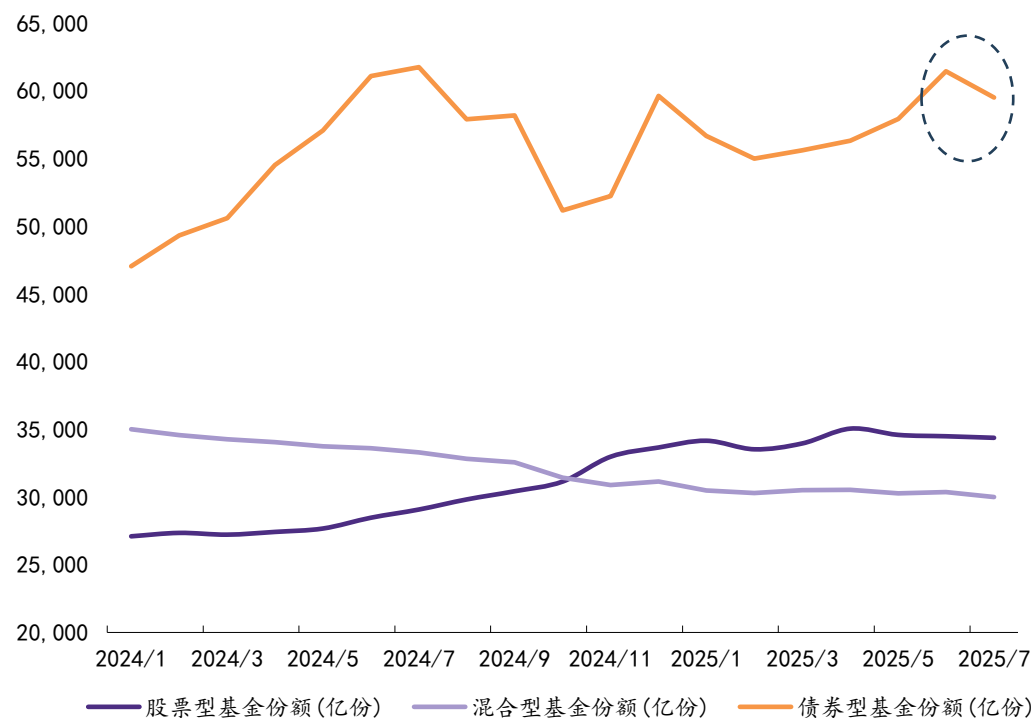
➤ 现阶段股债跷跷板效应显著：伴随股债收益差进一步放大，跷跷板效应凸显，债市资金逐步流向股市，成为现阶段股市增量资金的重要来源之一

- 2025年7月债券型基金赎回趋势显著，股票型基金和混合型基金份额略有回落主因行情上涨部分偏权益基金止盈赎回。

现阶段债-股收益差持续负值走扩



7月债券型基金赎回趋势显著

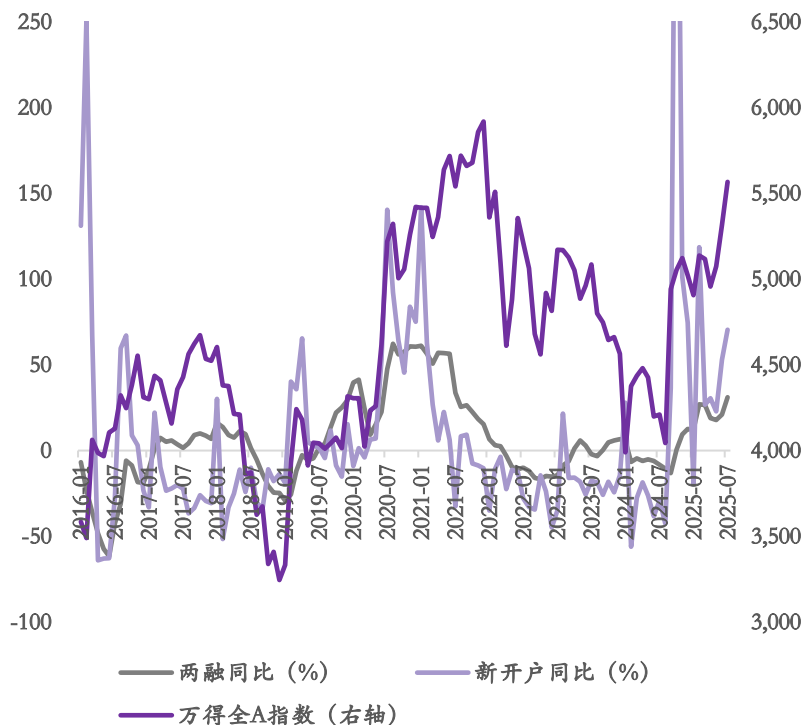


3.4.2、居民存款入市路径：两融和机构新开户激增，成为A股主升的增量资金

➤ 居民存款入市的传导逻辑：

➤ 历史复盘发现，居民存款搬家入市，对应的两融、新开户同比激增，助力A股上行。且当前新开户增量主要是机构，个人后续空间可期。

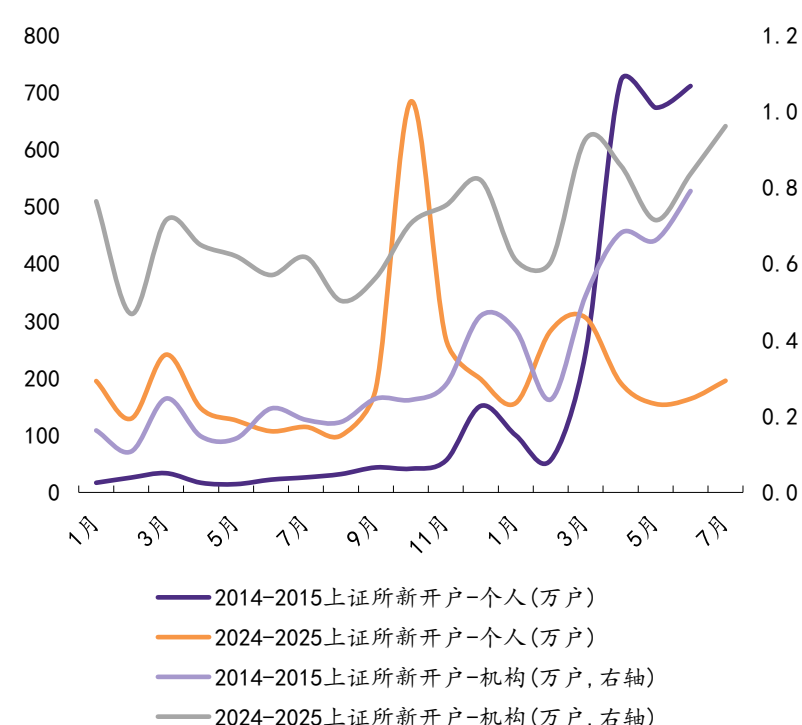
两融余额和新开户同比激增，助力A股上行



两融余额连续突破2万亿，创10年新高



现阶段新开户增量主要是机构

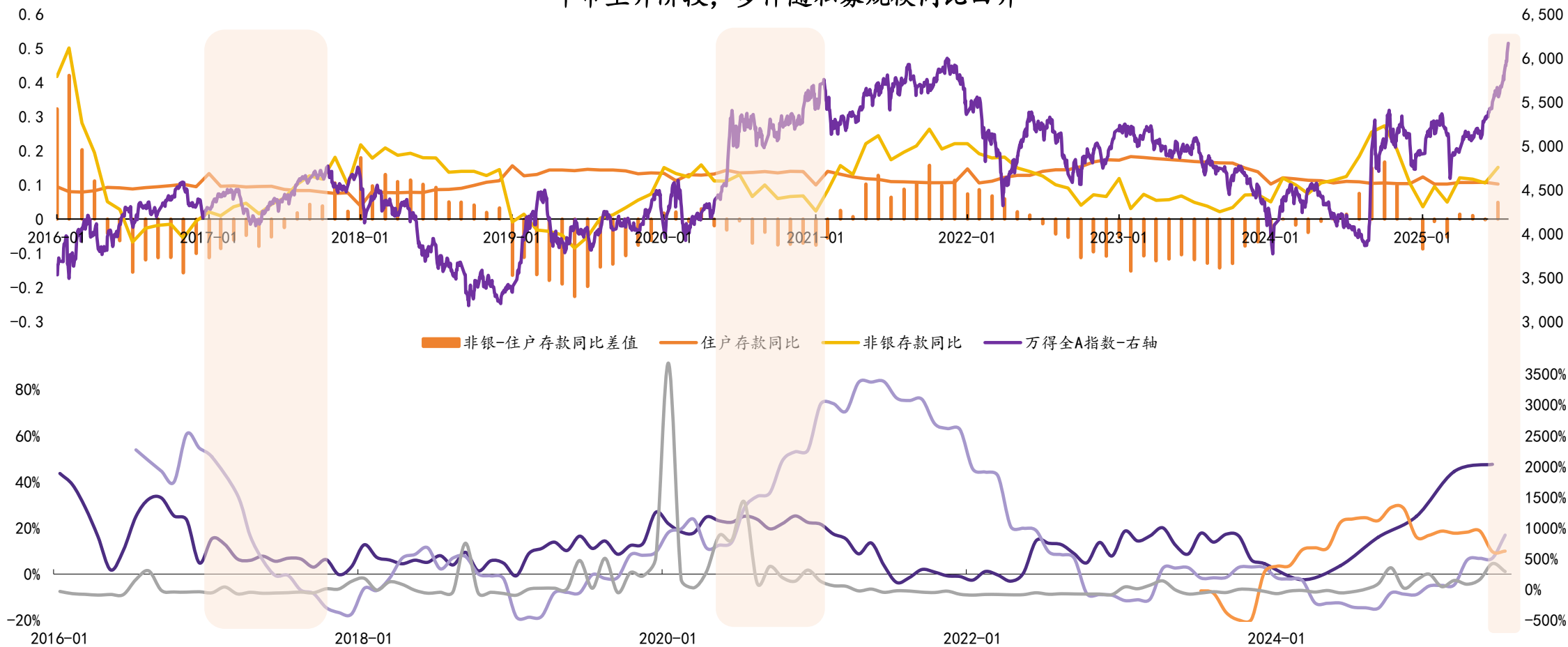


资料来源：Wind，上交所，华鑫证券研究所

A股主升阶段，私募规模同比处于较高水平

- 2017年A股主升行情，私募规模同比增速虽有回落，但处于偏高水平，增速一度超过50%；
- 2020年7月-2021年底A股主升行情，私募规模同比增速持续回升，一度超过70%；
- 2025年7月以来A股进入主升行情，私募规模同比回升，已超过10%。

牛市主升阶段，多伴随私募规模同比回升

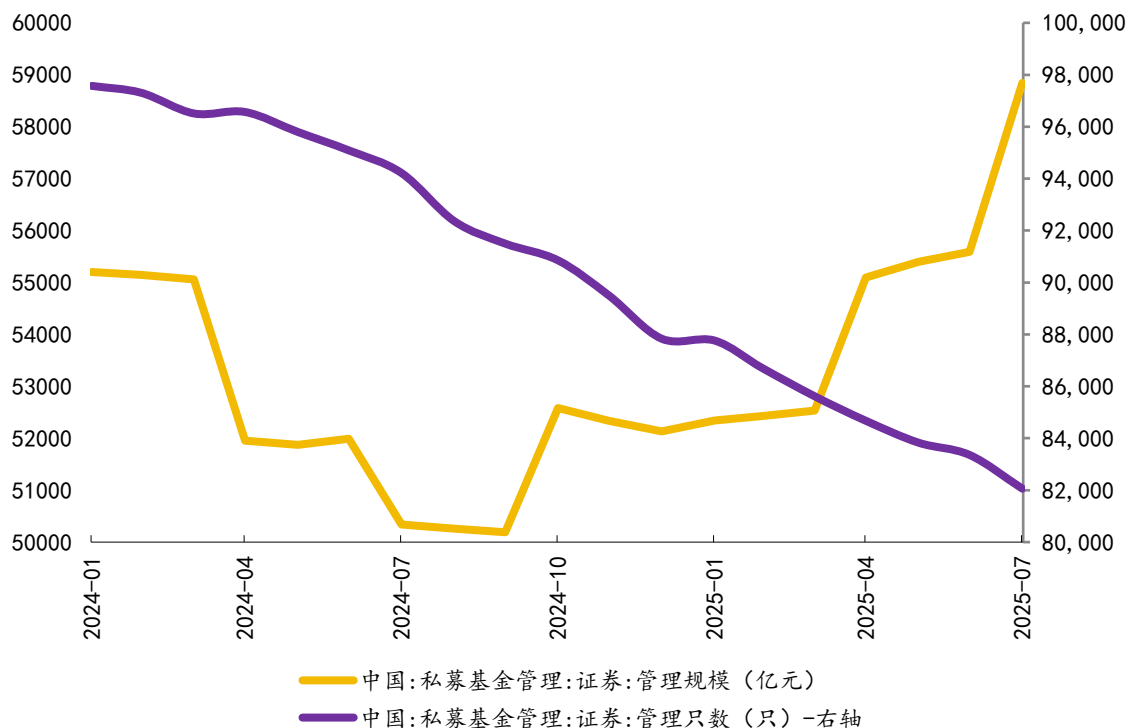


资料来源: Wind, 华鑫证券研究所

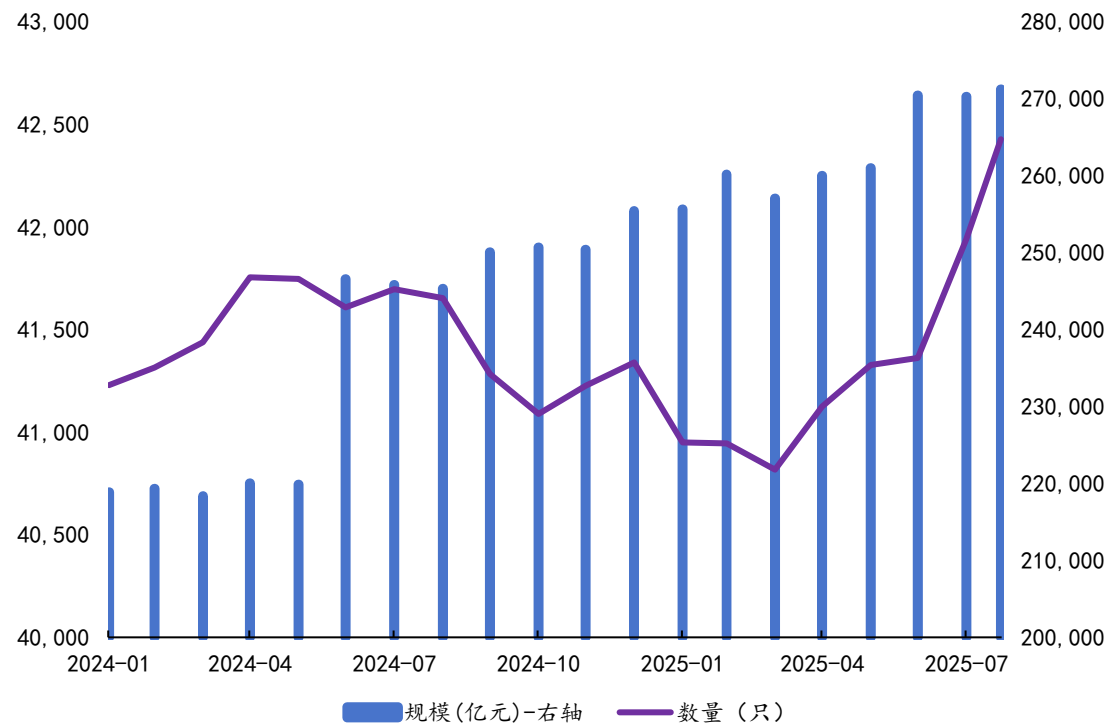
私募基金&银行理财：管理规模稳步攀升

- 私募基金：虽然私募基金在强监管下优胜劣汰的趋势仍在延续，但是整体规模正在逐步攀升；
- 银行理财：在低利率的大背景下，8月银行理财数量和规模持续提升。

私募基金管理规模逐步攀升



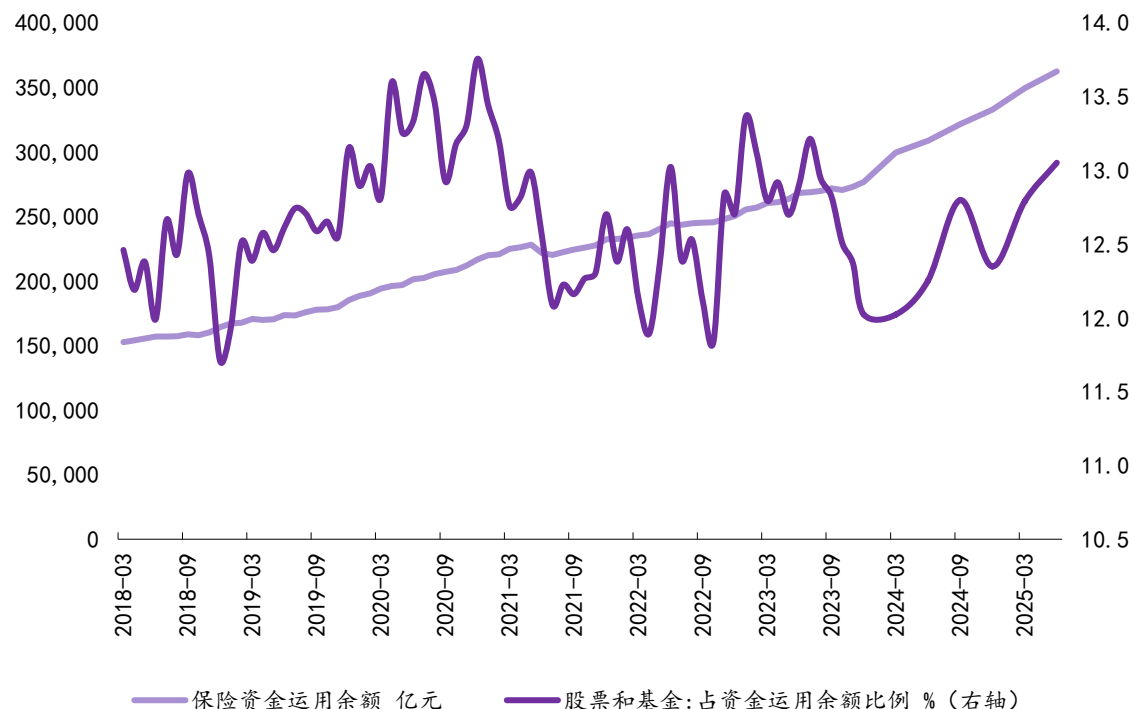
2025年8月银行理财规模持续提升



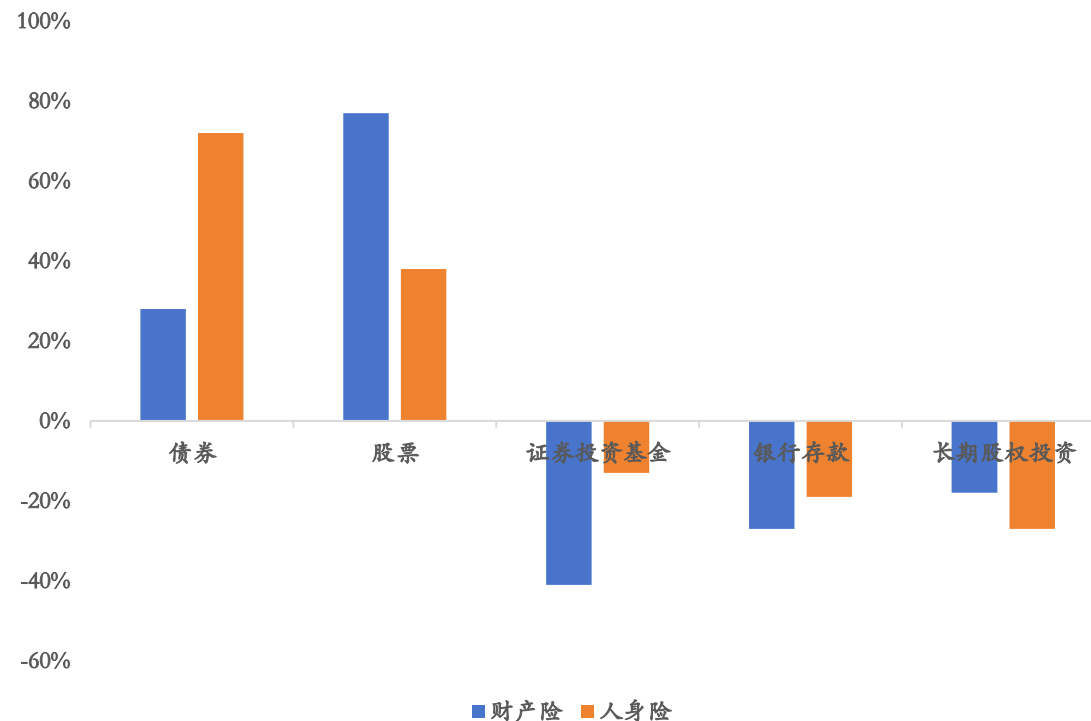
保险：H1加速入市趋势显著，加配态势预期延续

▶ 伴随中国资产重估行情，以及《大力推动中长期资金入市》的政策引导下，2025H1险资加速入市。在现阶段股债跷跷板效应显现，A股赚钱效应凸显的背景下，预计自2025年6月后，险资依然保持入市趋势。

险资资金加速入市趋势显著



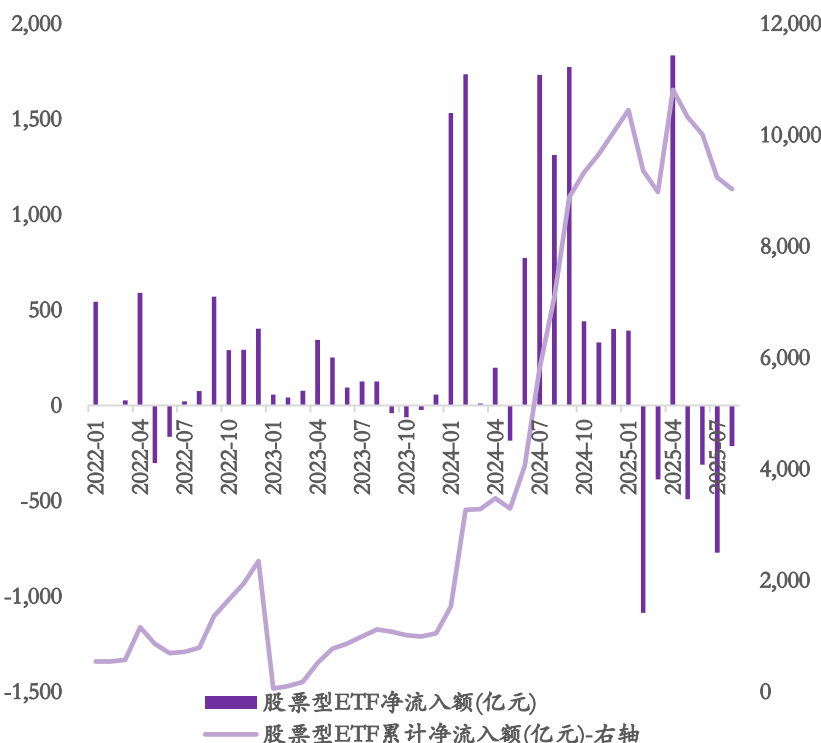
2025Q2相较Q1险资各类资产配置比例变化情况



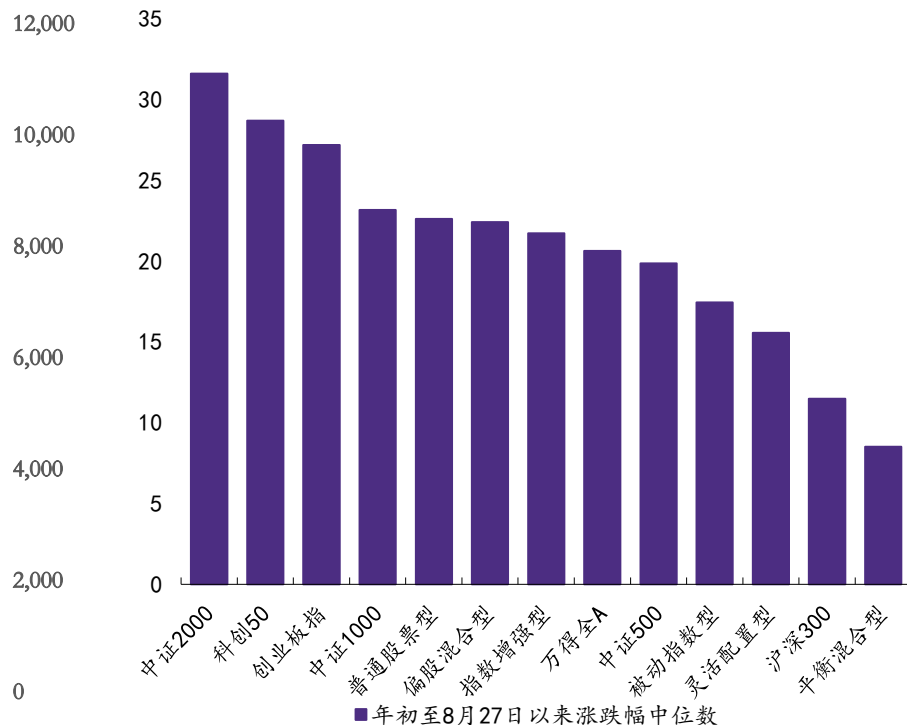
公募基金：止盈节奏逐步缓和，新基金发行小幅回暖

随着A股上涨行情，公募股票型ETF止盈赎回趋势在7月尤为显著，进入到8月后开始放缓。同时，新基金发行开始小幅回暖，伴随着赚钱效应愈发凸显，公募基金节奏有望实现从“赎回潮”逐步转向“认购潮”，后续公募增量资金可期。

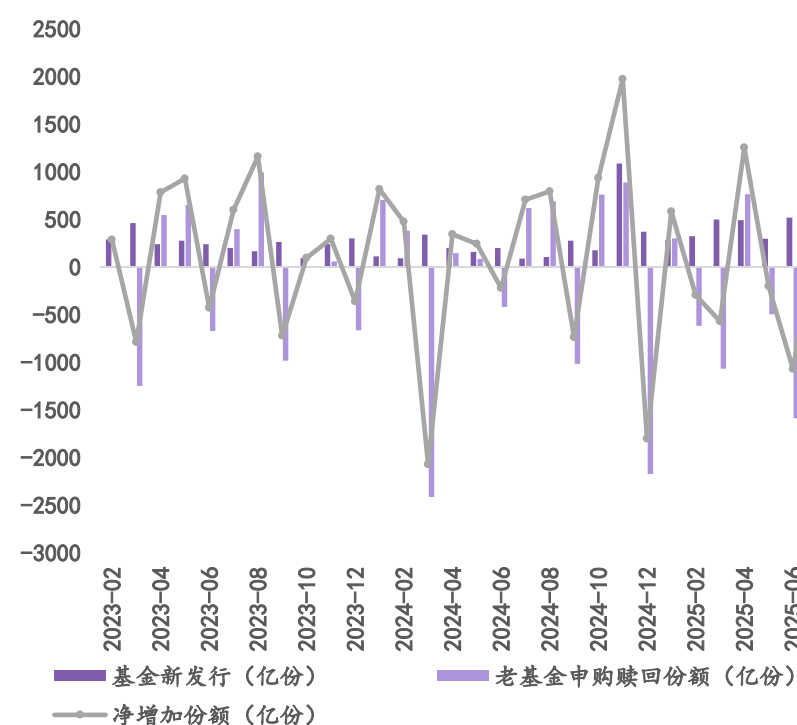
股票型ETF止盈赎回趋势减缓



偏股基金赚钱效应显现



新基金发行逐步回暖

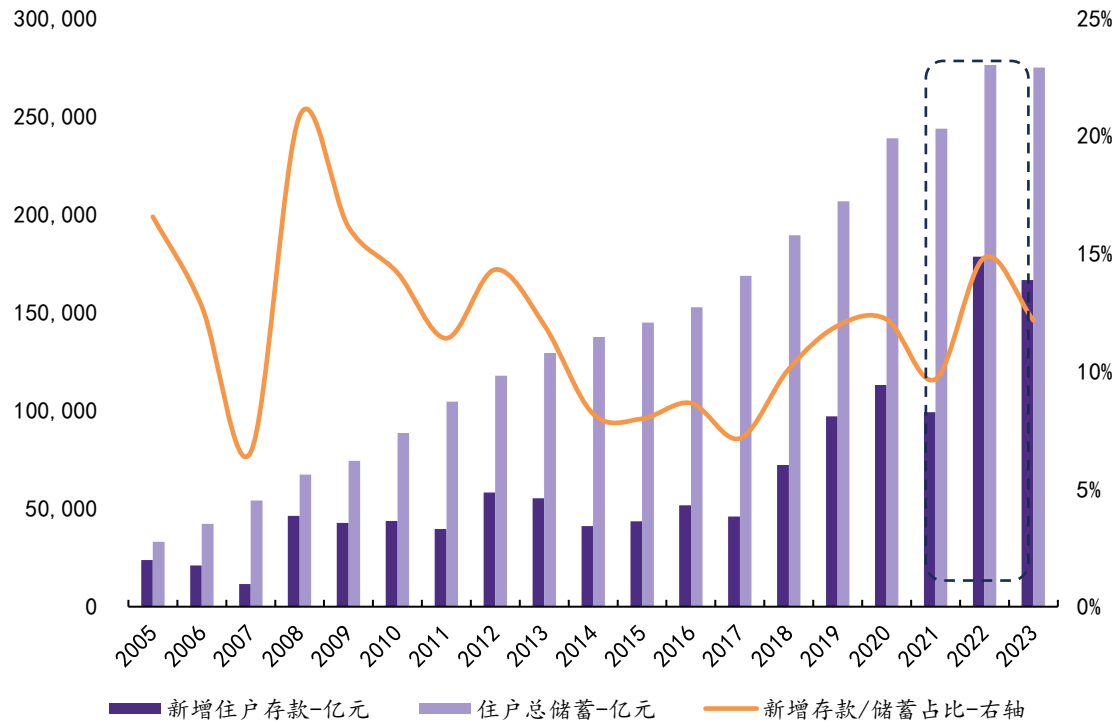


资料来源：Wind，华鑫证券研究所

3.4.3、居民“超额存款”估算：自2022年超额部分累积推测值为17万亿

- **储蓄与存款的辨析：**住户部门储蓄为住户部门货币收入中没有被用于消费的部分，而住户部门存款是居民对于储蓄部分金融资产配置中的其中一种方式。由住户部门储蓄=住户部门可支配收入-住户部门最终消费可得出，对于储蓄的分析更多聚焦于收入和消费支出偏好的变化。而本文更加聚焦于居民对于储蓄内部资产配置策略转变的分析，所以对于超额部分的估算，将聚焦于超额存款的推算，而非超额储蓄的推算。
- **超额存款的时间起点自2022年开始推算：**以每年新增存款占当年储蓄数据占比视角来看，本轮新一轮“超额存款”可以将2022年作为开端，疫情后经济复苏不及预期以及经济周期下行均为居民“超额存款”的主要宏观推因。同时，城镇储户问卷调查结果也可证明，自2022年以来，城镇储户偏向于存款的倾向进入新一轮抬升周期。

本轮储蓄中存款配置占比自2022年出现异动上行

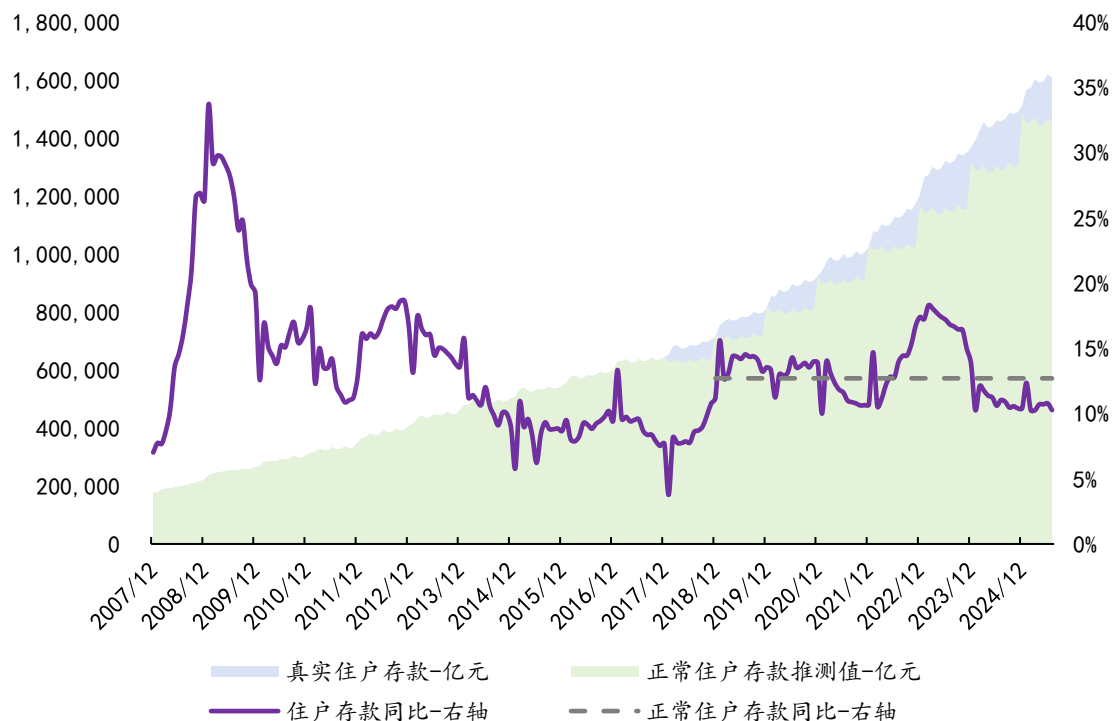
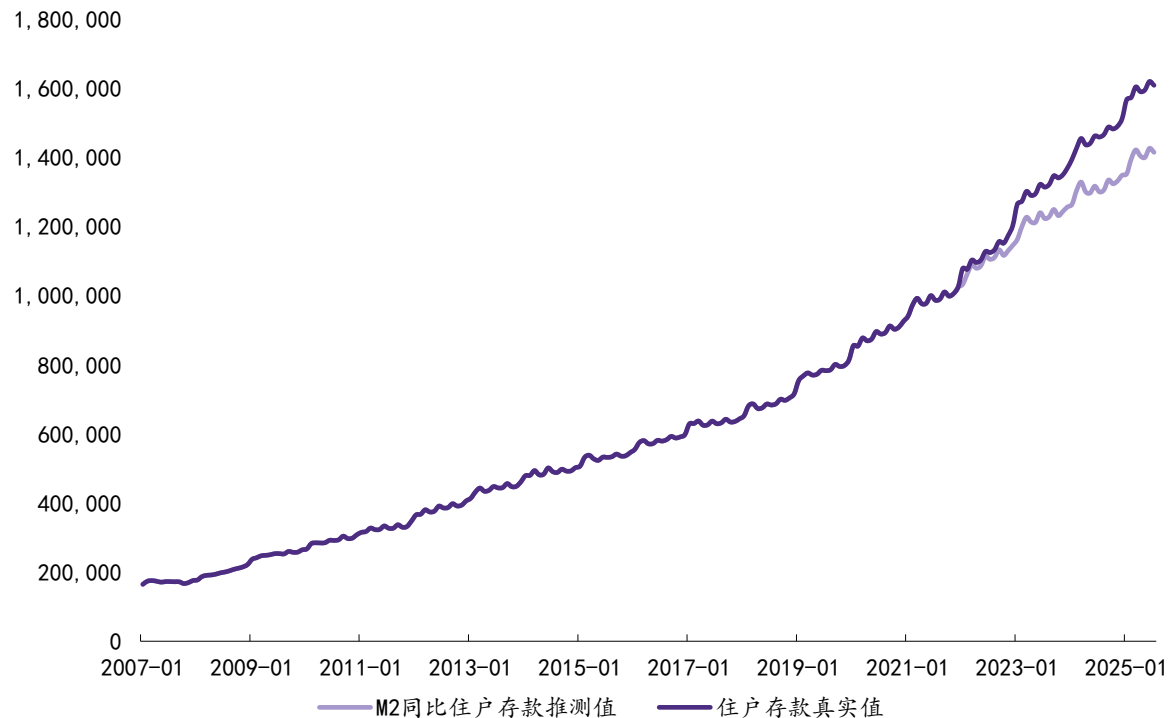


自2022年城镇储户存款倾向开始再度显现显著上升趋势（单位：%）



资料来源：Wind，华鑫证券研究所

- **方法一：使用住户存款周期复合同比增速推测**，假设2019-2021年为上一轮“超额存款”周期，计算周期复合存款同比增速为12.70%，以该增速测算自2022年以来正常住户存款值，截止至2025年7月底，**住户存款的超额部分已累积15.5万亿**；
- **方法二：使用M2同比值进行正常住户存款值推测**，推测值假设若未有“超额存款”等现象的扰动，住户存款同比将于M2同比保持一致，及假设住户存款在M2中的影响占比未发生变化。依此方法推算，自2022年以来，截止至2025年7月底，**住户存款的超额部分已累积19.4万亿**。
- 两者求平均得出，**住户存款的超额部分累积值为17.4万亿**。

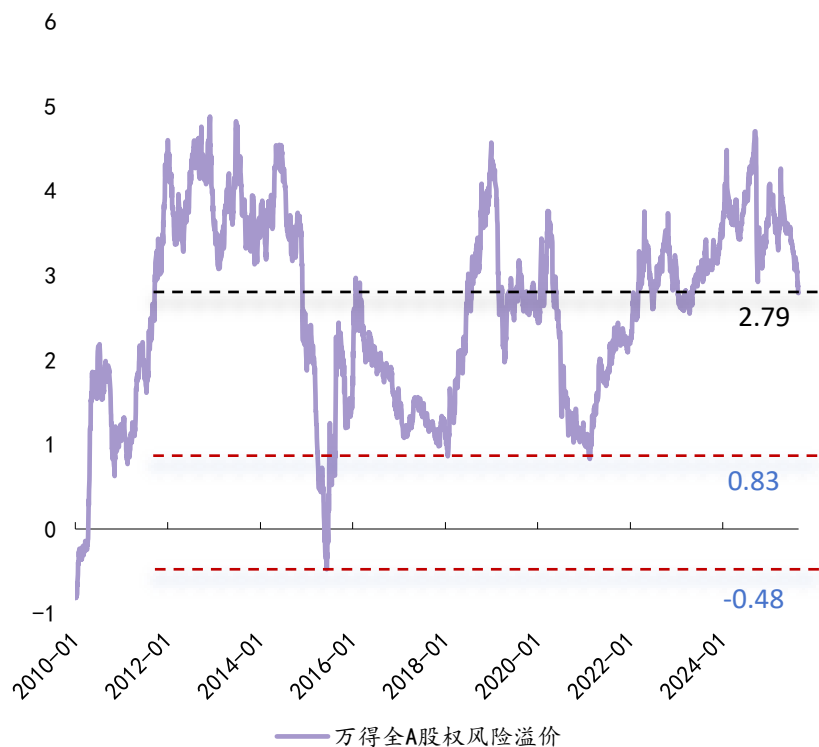
住户存款周期复合同比增速推测：居民超额存款15.5万亿

M2同比进行潜在正常住户存款值推测：居民超额存款19.4万亿


资料来源：Wind，华鑫证券研究所

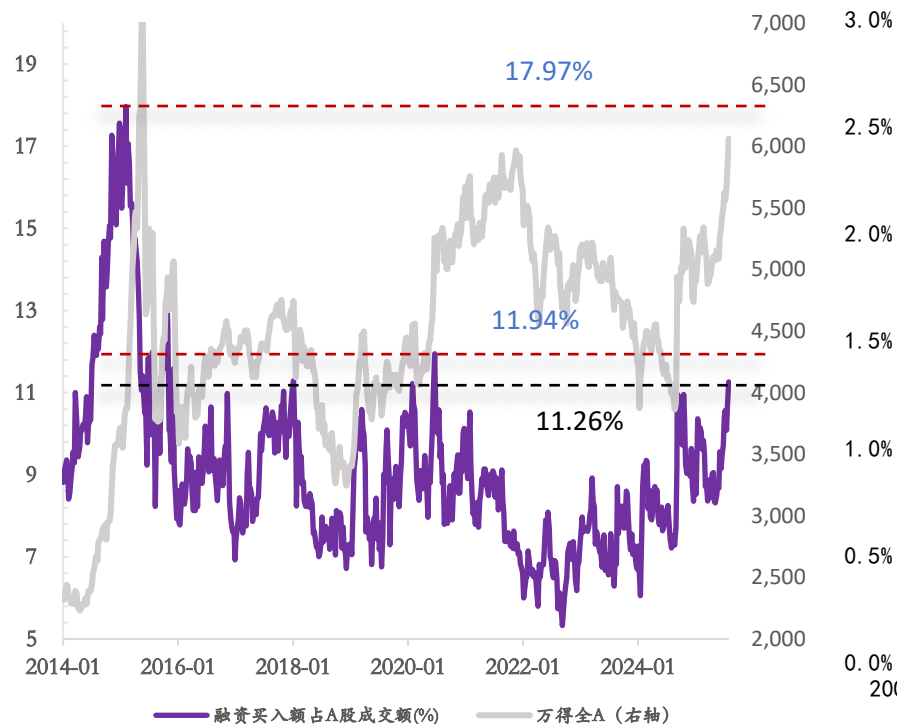
3.4.4、A股上行空间估算：五种方法，当前行情仍处于中段

- **方法一：从股债性价比角度看，将万得全A与10年国债利率之间的风险溢价作为A股上行区间参考指标，参考2015年行情指标低点为-0.48%，2021年行情指标低点为0.83%，截止至2025年8月22日，该项指标为2.79%，A股估值仍具潜力上涨空间；**
- **方法二：从风险资金角度看，将周度融资买入额占A股成交额比例作为A股上行区间参考指标，参考2015年行情指标极值为11.94%，2021年行情指标极值为17.97%，截止至2025年8月22日，该指标为11.26%，融资资金仍有进一步增量空间；**
- **方法三：从量能角度看，将单日成交额与全A市值比值作为A股上行区间参考指标，参考2015年行情指标高位与低位倍数为8.35倍，2021年行情高位与低位倍数为3.55倍，截止至2025年8月22日，行情高位与低位倍数为2.64倍，A股仍具上冲动力；**

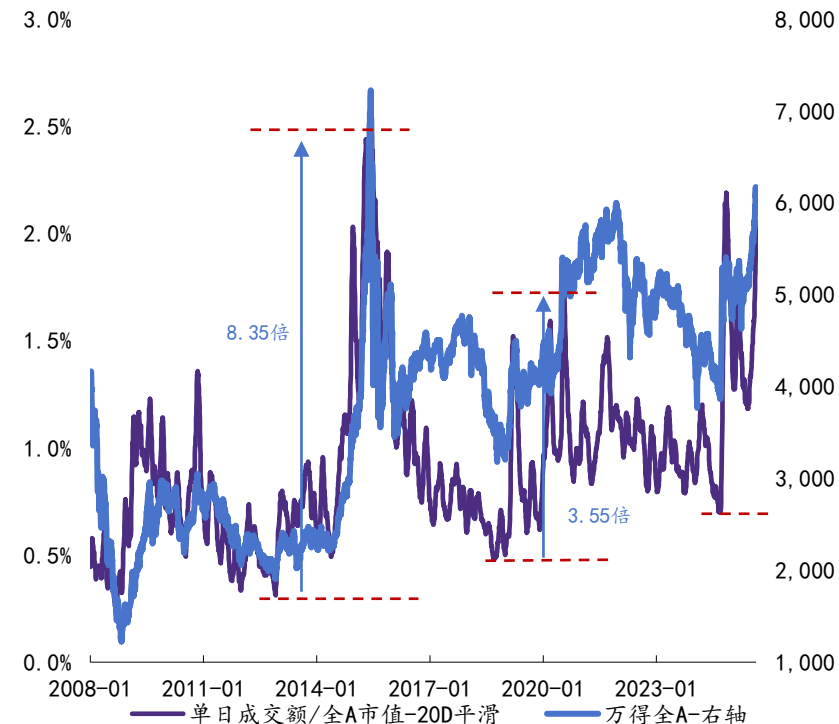
股权风险溢价测算上行区间（单位%）



融资买入额占比测算上行区间



成交额与全A市值比值测算上行区间



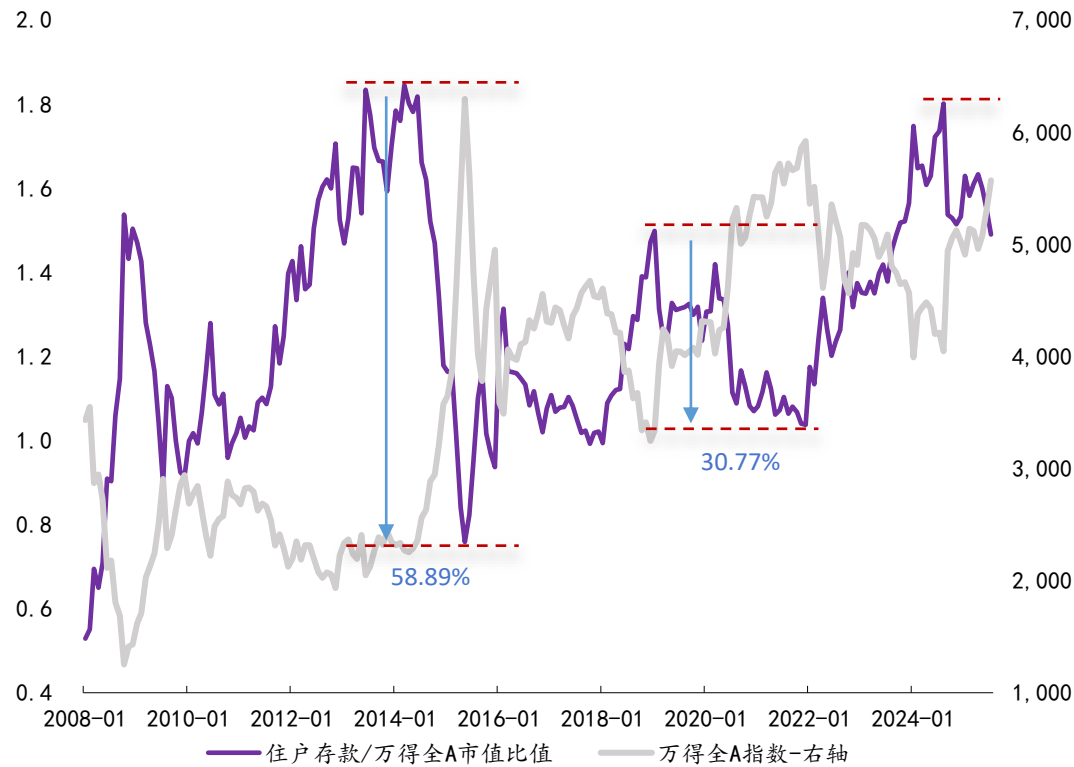
资料来源：Wind，华鑫证券研究所

诚信、专业、稳健、高效

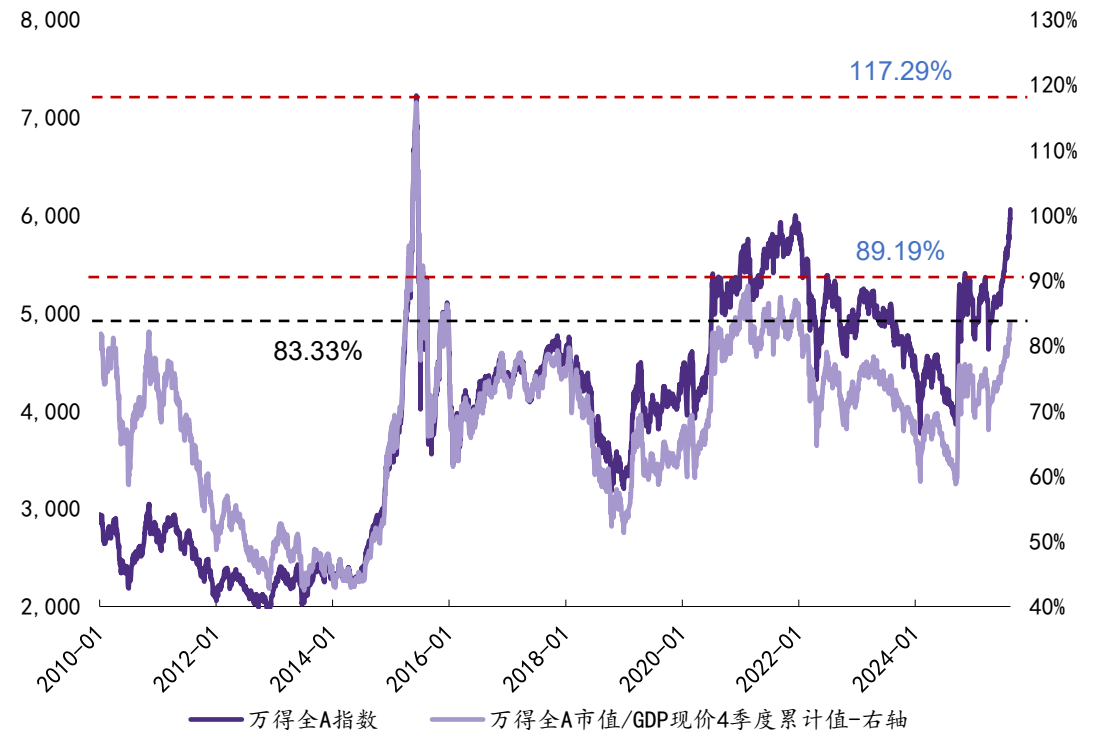
请阅读最后一页重要免责声明

- **方法四：从居民存款入市推动角度看，将住户部门存款/万得全A市值**作为A股上行区间参考指标，参考2015年行情指标自高点下降到低点降幅为58.89%，2021年行情指标最大降幅为30.77%。本轮该指标高点为1.80，截止至2025年7月，该项指标为1.49，下降幅度为17.29%，仍有存款入市的指标降幅空间；
- **方法五：从证券化率角度看，将万得全A市值/GDP现价4季度累计值的巴菲特指标**作为A股上行区间参考指标，参考2015年行情指标极值为117.29%，2021年行情指标极值为89.19%，截止至2025年8月22日，该指标为83.33%，A股仍有进一步上涨的空间。

居民存款比值测算上行区间



巴菲特指标测算上行区间



3.4.5、A股主升阶段行业选择：业绩牛看消费，水牛看成长，非银多伴随

业绩牛消费胜率高，水牛着成长弹性好，非银多伴随牛市上涨

➤ 业绩牛主升阶段终端消费行业超额表现优异，水牛科技主线

涨幅领先：选取2008-2009年、2016-2017年和2019-2021年业绩牛，以及2013-2015年水牛行情的主升阶段，计算申万一级行业相较万得全A的区间超额收益：

- 业绩牛主升阶段因A股盈利回暖，宏观周期反转，利好下游消费板块，食品饮料等终端消费行业领涨胜率较高；
- 水牛主升阶段因由宽资金流动性推动，基本面考量地位下降，预期考量成为关键，更具故事性的消费电子相关成长行业大幅跑赢大盘；
- 金融板块常伴随牛市实现较高涨幅：以非银为代表的“金融牛市旗手”表现优异。

行情阶段	2008-2009年	2013-2015年	2016-2017年	2019-2021年	
开始时间	2009年9月	2014年11月	2017年2月	2020年7月	
结束时间	2009年11月	2015年5月	2017年11月	2021年6月	
上游资源	煤炭	14.0%	-56.0%	5.6%	24.8%
	石油石化	-13.4%	-54.5%	-14.6%	24.1%
	有色金属	0.7%	-39.7%	5.0%	33.8%
	钢铁	-3.2%	-2.2%	16.8%	20.3%
	基础化工	-6.5%	-21.1%	-7.8%	35.6%
中游制造	建筑材料	4.7%	-28.8%	3.7%	-5.8%
	机械设备	3.4%	9.4%	-13.2%	5.4%
	建筑装饰	-11.3%	45.9%	-8.2%	-21.3%
	交通运输	-6.6%	-0.4%	-0.5%	-10.2%
大金融	银行	-4.0%	-53.9%	4.8%	-4.3%
	非银金融	1.2%	12.7%	15.1%	-21.4%
	房地产	6.1%	-7.7%	-3.2%	-34.5%
成长	国防军工	-15.6%	4.0%	-25.4%	8.3%
	电力设备	2.0%	-6.3%	-11.5%	78.6%
	计算机	6.3%	62.4%	-9.9%	-33.9%
	传媒	3.1%	30.8%	-25.4%	-38.7%
	电子	9.1%	-24.9%	10.5%	-1.6%
	通信	-9.2%	12.8%	-2.4%	-43.4%
下游消费	医药生物	9.3%	-32.0%	-2.7%	-6.1%
	社会服务	-0.3%	-17.6%	-9.4%	37.4%
	轻工制造	3.9%	2.9%	-13.8%	-4.0%
	农林牧渔	2.8%	-21.0%	-16.3%	-30.6%
	纺织服饰	7.4%	7.2%	-25.3%	-16.9%
	商贸零售	8.6%	-0.2%	-17.2%	-41.0%
	美容护理	1.0%	-61.5%	-7.7%	20.4%
	食品饮料	4.5%	-44.3%	32.9%	27.1%
	汽车	20.6%	-35.4%	-7.9%	34.6%
	家用电器	22.7%	-11.1%	29.5%	-11.4%
	环保	11.8%	-9.0%	-7.1%	-23.8%
	综合	4.9%	-17.5%	-20.6%	-0.1%
	公用事业	-7.1%	-16.0%	-11.1%	-11.3%
领涨板块	消费	成长+金融	消费+金融	上游+消费	
领涨行业	家电、汽车、煤炭	计算机、建筑装饰、传媒	家电、食品饮料、钢铁	电力、社服、化工	

资料来源：Wind，华鑫证券研究所

3.4.5、2013-2015行情主升：大盘向小盘偏移，金融前期领队，后续成长主线接力

- 2014年10月-2015年5月主升阶段，规模趋势从大盘向小盘偏移，投资风格前期金融领航，中后期成长接力金融落后，行业计算机、建筑装饰、传媒表现强势
- **规模趋势：**2014年10月-2015年5月大盘领先，后续切换至小盘主导行情，主升尾段大小盘快速切换，整体主升阶段小盘涨幅领先；
 - **投资风格：**前期金融和稳定风格领先，自2014年12月大盘行情结束，切换至以科技为主线的成长风格，整体主升阶段稳定+成长投资风格领先；
 - **行业轮动：**2014年10月-2015年5月大盘行情中，因地产周期反转，地产上下游行业表现优异，同时“金融牛市旗手”非银涨幅领先，消费与成长涨幅相对落后。后续切换至2015年1月-2015年5月的小盘行情，金融涨幅开始落后，科技主线TMT行业计算机、传媒接力，主升尾段军工延续发力。整体主升阶段科技主线TMT板块计算机、传媒，以及地产拉动建筑装饰行业涨幅领先，金融非银、稳定风格交运、成长机械同样涨幅靠前。

大盘向小盘偏移，前期金融领涨后期掉队，主线成长接力

时间	2014年10月	2014年11月	2014年12月	2015年1月	2015年2月	2015年3月	2015年4月	2015年5月	2014年10月-2015年5月
规模趋势	大盘			小盘			大盘	小盘	小盘
投资风格	稳定+金融	金融	金融+稳定	成长+消费	成长	成长+周期	稳定	成长	稳定+成长
前十领涨行业	交通运输	非银金融	非银金融	计算机	计算机	计算机	建筑装饰	计算机	计算机
	钢铁	银行	建筑装饰	传媒	传媒	社会服务	交通运输	国防军工	建筑装饰
	非银金融	房地产	银行	农林牧渔	通信	建筑装饰	国防军工	电子	传媒
	银行	建筑装饰	钢铁	家用电器	建筑装饰	电力设备	传媒	轻工制造	非银金融
	建筑装饰	交通运输	公用事业	电子	综合	纺织服饰	机械设备	通信	机械设备
	机械设备	钢铁	房地产	纺织服饰	轻工制造	商贸零售	石油石化	综合	交通运输
	公用事业	计算机	交通运输	轻工制造	汽车	轻工制造	通信	农林牧渔	纺织服饰
	医药生物	公用事业	煤炭	电力设备	环保	机械设备	煤炭	纺织服饰	钢铁
	家用电器	煤炭	食品饮料	汽车	纺织服饰	农林牧渔	公用事业	电力设备	通信
	房地产	商贸零售	国防军工	美容护理	电子	交通运输	纺织服饰	机械设备	国防军工

杨芹芹：经济学硕士，8年宏观策略研究经验。曾任如是金融研究院研究总监、民生证券研究员，兼任CCTV新闻和财经频道、中央国际广播电台等特约评论，多次受邀为财政部等政府机构和金融机构提供研究咨询，参与多项重大委托课题研究。2021年11月加盟华鑫证券研究所，研究内容涵盖海内外经济形势研判、政策解读与大类资产配置(宏观)、产业政策与行业配置(中观)、全球资金流动追踪与市场风格判断(微观)，全方位挖掘市场机会。

孙航：3年宏观策略研究经验，从事海外宏观和大类资产的配置研究。金融硕士，2022年5月入职华鑫研究所。

卫正：宏观策略组员，金融硕士，2024年8月入职华鑫证券研究所。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	>20%
2	增持	10%—20%
3	中性	-10%—10%
4	卖出	<-10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	>10%
2	中性	-10%—10%
3	回避	<-10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。



华鑫证券

CHINA FORTUNE SECURITIES

研创造价值