

存款“搬家”，股债何往？

证券研究报告

2026年01月08日

利率专题

1、2025年，从增长的非银存款说起

2025年，非银存款延续高增长，规模创近年来新高。从官方口径出发，非银存款的资金均来自金融体系，细分上述主体的资金来源，主要涵盖商业银行和实体经济两大渠道，银行维度本质上是同业业务，包括：银行对非银的同业投资、同业拆借、同业借款、买入返售等，相应地，非银对银行同样有资金融出，包括：配置银行发行的存单、金融债、股票等，以及在银行账户存放的自有资金、受托资金、证券保证金等。

当前新增的非银存款主要或从实体经济净流入，并且可能更多来自居民部门，背后反映的是：（1）此前可能有相当一部分流动性“停滞”在居民部门；（2）存款搬家或更多发生于居民部门；（3）企业存款的抬升或意味着“停滞”的居民存款开始进入实体经济循环，并转为企业存款。

2、存款“搬家”后，流向哪里？

2025年，在存款利率下调、债市低利率的环境之下，居民存款“搬家”持续，并且下半年随着股债行情的切换，资金流向出现了新的分化。存款除了直接流入股市之外，主要流向理财与基金等资管类产品。

产品负债端在对流动性与收益性的侧重中产生资金流向的分化：一是大量资金流入每日开放、最小持有期、货币基金等短期固收类产品；二是在股强债弱行情下，追求较高收益的资金推升股票型、混合型资管产品规模。

一个共性特征在于，不论是理财、货基还是更具弹性的混合类产品，基本增配了银行存款、买入返售等高流动性资产，以管理流动性并应对潜在赎回压力，而一般存款通过该种回流银行体系，也一定程度缓冲了存款脱媒对银行负债端的直接压力。

但金融市场内部流动性的结构分化在股债行情的驱动下加速演绎：一是股市走强下，权益类产品对固收类产品的直接分流效应；二是混合类产品一定程度深化了股债市场的连接，使得股市调整行情更易通过“调整-赎回-抛售”链条波及债市。

3、2026年，资金流向再平衡

2026年，存款搬家的趋势或延续，支撑主要源于两个方面：短期内居民可支配收入中用于消费的占比或难见大幅跃升，居民资产配置中流向地产的增量资金规模或也难与此前时期相较，这便构成了存款搬家的存量资金来源；第二，在存款利率下调、经济预期改善、市场风险偏好提振的环境之下，居民存款仍具备持续流向资管产品及权益市场增厚收益的动力。

2025年四季度以来，还面临着高息存款面临集中到期的现象，以国股行为例，截至2025年中报，3M-1Y期限存款规模同比增长约6.3万亿元，占比超越1-5Y期限，攀升至首位，这部分存款集中于2025H2和2026H1到期。2025Q4，存款“搬家”的影响或相对有限，展望2026年，存款搬家形成的负债端缺口可能仍会放大资金的阶段性摩擦，以及由此形成的存单供给或也将对存单行情形成一定扰动；积极的因素在于，非银配置诉求也将对存单和银行负债端形成利好，同时若高息存款到期后继续留存于银行体系，会进一步改善银行负债端的成本，缓释息差收窄压力。

于债市而言，非银负债端的扩容趋势或得以延续，利好理财持仓较多中短普信品种，而混合类产品的扩容则将同时为股债两个市场提供增量资金，还需要关注的是，混合类产品也在一定程度上强化了股债市场的联动，尤其是当股市走弱触发集中赎回时，赎回压力可能更易外溢至债券市场。2026年供给或继续放量，银行虽有一定的配置诉求，但需要考虑到承接能力的问题；关注信贷回落和银行负债流失的相对速度，这或将影响负债端的稳定性和可用于债券投资的空间。于股市而言，或将继续受益于存款入市和混合类产品增配权益带来的增量资金。但这类资金流入的持续性和规模，很大程度上取决于股市自身的赚钱效应和投资者风险偏好的持续性。一旦股市赚钱效应减弱或市场风险偏好回落，资金或将更多向固收类资产倾斜；而若股市调整触发混合类产品的集中赎回，进而放大债券市场抛压，或演绎“股债同跌”的行情，此时，资金或出于避险需求倾向于回流银行体系。

风险提示：政策不确定性、基本面变化超预期、海外地缘政治风险。

作者

谭逸鸣 分析师
SAC 执业证书编号：S1110525050005
tanyiming@tfzq.com

刘昱云 分析师
SAC 执业证书编号：S1110525070010
liuyuyun@tfzq.com

何楠飞 分析师
SAC 执业证书编号：S1110525070004
henanfei@tfzq.com

近期报告

- 《固定收益：2025 土地市场，量续跌，价企稳 - 土地市场追踪系列专题》 2026-01-06
- 《固定收益：1月，转债扬帆-可转债定期策略》 2026-01-05
- 《固定收益：2025 转债策略表现如何？-转债量化月报》 2026-01-05

内容目录

1. 2025 年，从增长的非银存款说起	4
2. 存款“搬家”后，流向哪里？	6
2.1. 理财规模扩容，混合类成为新增长点	6
2.2. 零售端流入或支撑货基扩容	9
2.3. 股票型、混合型基金规模增长	11
2.4. 直接流入股市	11
3. 2026 年，资金流向再平衡	13
3.1. 存款搬家趋势或延续	13
3.2. 高息定存到期后？	13
3.3. 影响如何评估？	14
4. 风险提示	16

图表目录

图 1: 新增非银存款和居民存款情况 (亿元)	4
图 2: 非银存款和居民存款存量同比 (%)	4
图 3: 非银存款结构及资金流动情况	5
图 4: 非银资金净流入情况: 12M MA (亿元)	5
图 5: 居民存款与名义 GDP 变动 (%)	5
图 6: 理财存量规模情况 (万亿元)	6
图 7: 各类理财产品规模环比变动 (亿元)	6
图 8: 固收类理财不同运作方式产品存续规模 (亿元)	7
图 9: 固收类理财中不同运作方式产品规模同比变动 (亿元)	7
图 10: 封闭式产品穿透前资产配置 (亿元)	7
图 11: 封闭式产品穿透后资产配置 (亿元)	7
图 12: 最小持有期产品穿透前资产配置 (亿元)	7
图 13: 最小持有期产品穿透后资产配置 (亿元)	7
图 14: 权益类和混合类理财规模及占理财规模比重 (亿元, %)	8
图 15: 权益类和混合类理财规模变动值 (亿元)	8
图 16: 混合类理财产品穿透前资产配置 (亿元)	8
图 17: 混合类理财产品穿透后资产配置 (亿元)	8
图 18: 理财买入各期限信用债情况 (亿元)	9
图 19: 中短票信用利差 (BP)	9
图 20: 货基与其他产品收益率对比 (%)	10
图 21: 货币基金规模环比增长: 季节性 (亿元)	10
图 22: 机构型货基净申赎率各分位点数值 (%)	10
图 23: 个人型货基净申赎率各分位点数值 (%)	10
图 24: 货币基金各类资产配置结构 (%)	10

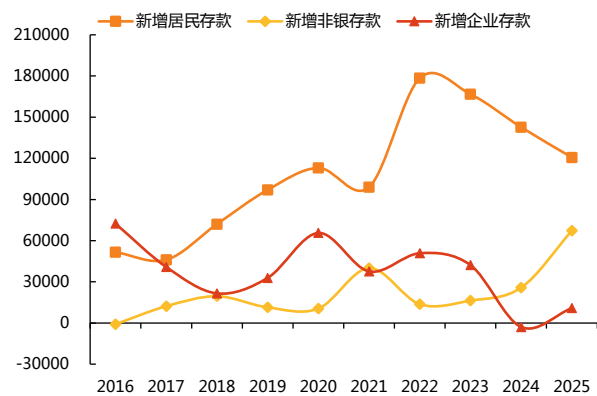
图 25: 货币基金债券类资产配置结构 (%)	10
图 26: 各类基金规模存续规模 (亿元)	11
图 27: 各类基金规模存续规模变动 (亿元)	11
图 28: 基金资产配置情况 (亿元)	11
图 29: 混合型基金资产配置情况 (亿元)	11
图 30: 融资余额和非银存款余额 (亿元)	12
图 31: 北交所打新 (亿元)	12
图 32: 居民金融投资和购房支出占收入比重 (%)	13
图 33: 居民储蓄率 (%)	13
图 34: 国股行定期存款规模同比变动 (亿元)	14
图 35: 国股行定期存款规模 (亿元)	14
图 36: 商业银行资金运用同比变动 (%)	15
图 37: 商业银行净稳定资金比例 (%)	15

2025 年，非银存款高增，背后是存款“搬家”大趋势与股债行情切换的交织，本文聚焦：
（1）回顾 2025 年，存款怎么“搬”，有哪些影响？（2）展望 2026 年，存款“搬家”的趋势及影响如何评估？

1. 2025 年，从增长的非银存款说起

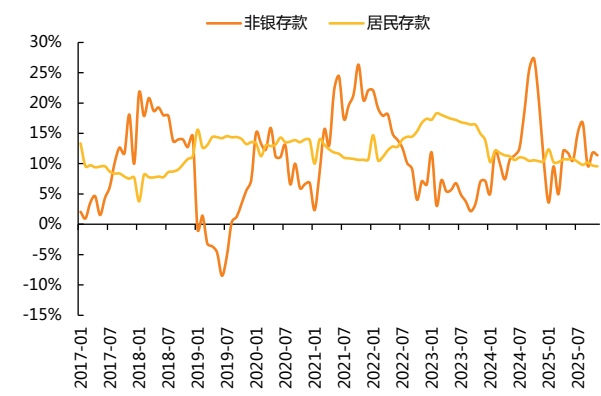
2025 年，非银存款延续高增长，规模创近年来新高。截止 11 月末，累计新增非银存款已达 6.74 万亿元的水平，远超 2024 全年维度的新增规模 2.59 万亿元；与之相对应的是，今年累计新增居民存款 12.06 万亿元，相较 2024 年 14.26 万亿元的水平继续回落。

图 1：新增非银存款和居民存款情况（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：非银存款和居民存款存量同比（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

从官方口径出发，非银存款的资金均来自金融体系，包括银行业非存款类金融机构、证券、保险、境外机构、资管类产品等主体在银行账户中的存款。

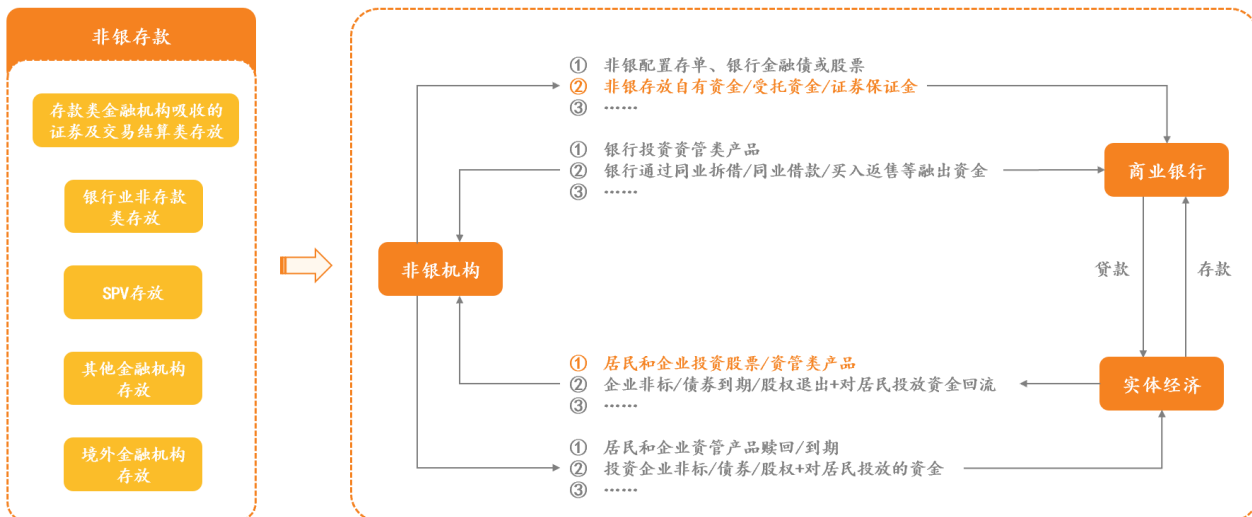
“存款类金融机构吸收的证券及交易结算类存放、银行业非存款类存放、SPV 存放、其他金融机构存放以及境外金融机构存放。”

进一步细分上述主体的资金来源，主要涵盖商业银行和实体经济两大渠道：

银行维度本质上是同业业务，包括：银行对非银的同业投资、同业拆借、同业借款、买入返售等，相应地，非银对银行同样有资金融出，包括：配置银行发行的存单、金融债、股票等，以及在银行账户存放的自有资金、受托资金、证券保证金等。

实体经济维度，包括企业和居民两个部门与非银的资金融通，主要是基于两部门融资需求和投资需求而产生的资金流动，比如：居民购买/赎回资管类产品、居民投资股票、居民普惠性融资需求、企业的债券/股权/非标融资、企业债务偿还/股权退出等。

图 3：非银存款结构及资金流动情况



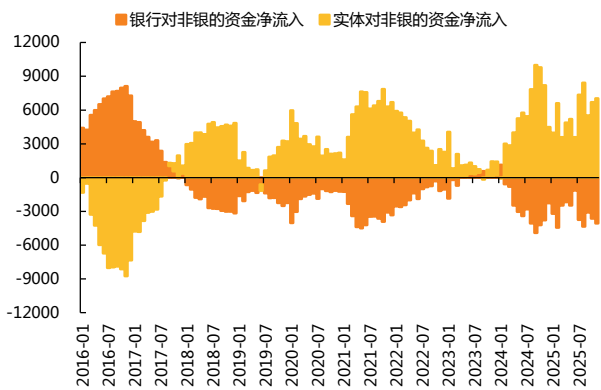
资料来源：非银存款口径来自中国人民银行，天风证券研究所

当前新增的非银存款主要或从实体经济净流入，并且可能更多来自居民部门，根据图 1：（1）新增居民存款呈现震荡抬升趋势、企业存款震荡回落；（2）过去 10 年，新增居民存款与非银存款呈现出一定的反向变动特征，而与企业存款则是近似同向变动；（3）上述趋势在 2025 年发生了变化，企业存款与居民存款反向变动，而非银存款同向变动。

背后反映的是：（1）此前可能有相当一部分流动性“停滞”在居民部门；（2）存款搬家或更多发生于居民部门；（3）企业存款的抬升或意味着“停滞”的居民存款开始进入实体经济循环，并转为企业存款。

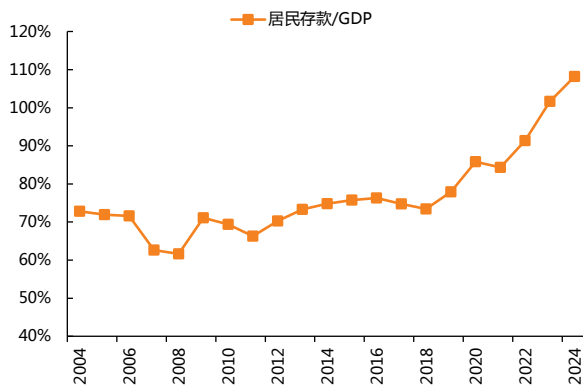
居民部门持续流入的支撑在于近年来居民存款规模的攀升，其占 GDP 之比也有明显抬升，2022 年以来存款利率的多轮下调，催生这部分存款的再配置诉求。

图 4：非银资金净流入情况：12MMA（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：居民存款与名义 GDP 变动（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 存款“搬家”后，流向哪里？

2025 年，在存款利率下调、债市低利率的环境之下，居民存款“搬家”持续，并且下半年随着股债行情的切换，资金流向出现了新的分化。

存款除了直接流入股市之外，主要流向理财与基金等资管类产品：

产品负债端在对流动性与收益性的侧重中产生资金流向的分化：一是大量资金流入每日开放、最小持有期、货币基金等短期固收类产品；二是在股强债弱行情下，追求较高收益的资金推升股票型、混合型资管产品规模。

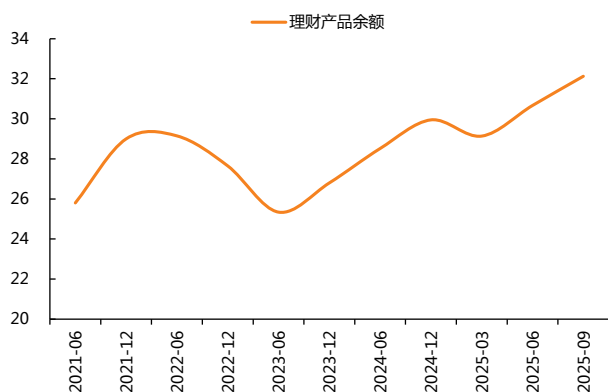
一个共性特征在于，不论是理财、货基还是更具弹性的混合类产品，基本增配了银行存款、买入返售等高流动性资产，以管理流动性并应对潜在赎回压力，而一般存款通过该种回流银行体系，也一定程度缓冲了存款脱媒对银行负债端的直接压力。

但金融市场内部流动性的结构分化在股债行情的驱动下加速演绎：一是股市走强下，权益类产品对固收类产品的直接分流效应；二是混合类产品一定程度深化了股债市场的连接，使得股市调整行情更易通过“调整-赎回-抛售”链条波及债市。

2.1. 理财规模扩容，混合类成为新增长点

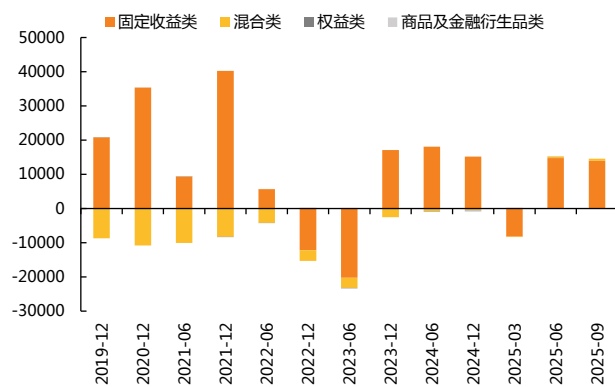
理财负债端持续流入，截至 2025 年三季度，存续规模达到 32.13 万亿元，较 2024 年末的 29.95 万亿元增长 2.18 万亿元。

图 6：理财存量规模情况（万亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：各类理财产品规模环比变动（亿元）

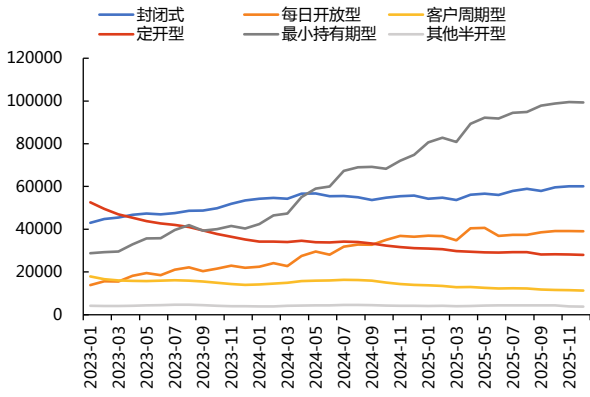


资料来源：Wind，天风证券研究所

第一，固收类产品仍是重要的规模增长极，2025 年三季度，固收类理财规模环季增长 1.4 万亿元，负债端两级分化特征较为明显。

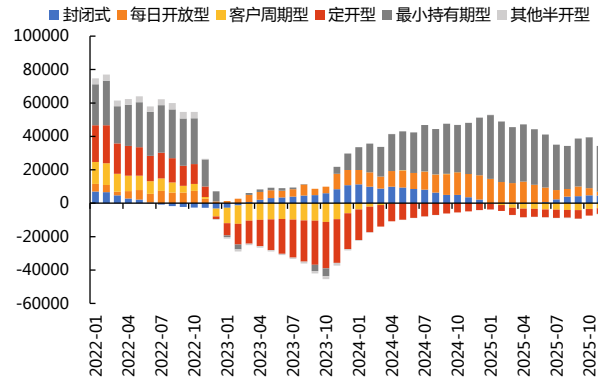
一方面，最小持有期型和每日开放型贡献主要增量，反映了负债端面临一定的短期化趋势；**另一方面，**封闭式产品规模小幅增长，能够一定程度降低市场波动阶段的赎回压力，提升负债端的稳定性，同时也顺应了资产端拉久期趋势。

图 8：固收类理财不同运作方式产品存续规模（亿元）



资料来源：普益标准，天风证券研究所

图 9：固收类理财中不同运作方式产品规模同比变动（亿元）

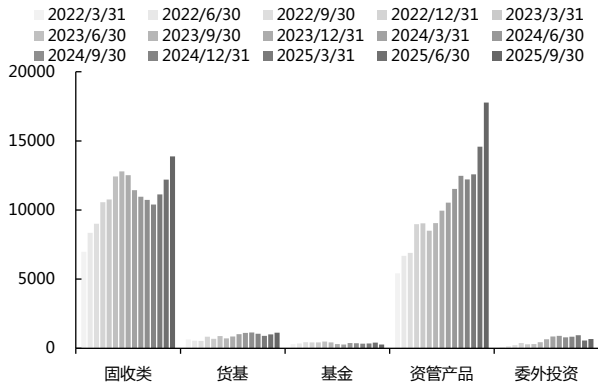


资料来源：普益标准，天风证券研究所

聚焦资产端配置情况，穿透前，2025 年封闭式产品、最小持有期产品配置资管产品规模持续增长，背后是在理财净值化转型“软着陆”的过程中，产品流动性管理需求的提升；此外，固收类资产也是封闭式产品的主要配置方向之一，核心诉求或在于增强收益。

穿透后，债券均是两类产品的主要配置选择，而基于负债端特征的差异，封闭式产品主要通过锁定期限一定程度规避负债端波动，并将增配非标、固收资产等作为增厚收益的手段；最小持有期产品主要通过配置高流动性资产灵活应对负债端资金进出，因而对存款的配置规模仅次于债券资产。

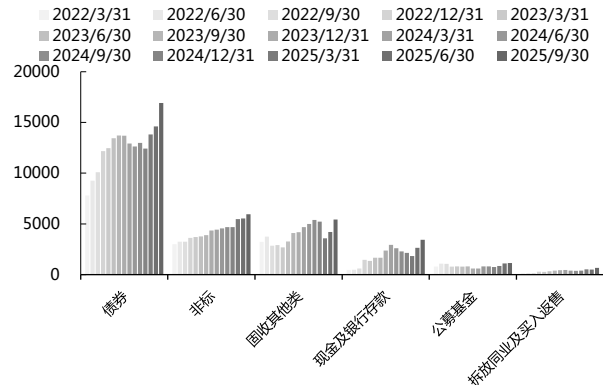
图 10：封闭式产品穿透前资产配置（亿元）



资料来源：普益标准，天风证券研究所

注：仅列示主要配置资产，下同

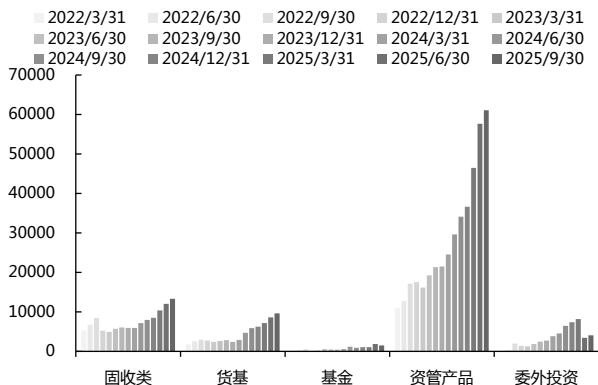
图 11：封闭式产品穿透后资产配置（亿元）



资料来源：普益标准，天风证券研究所

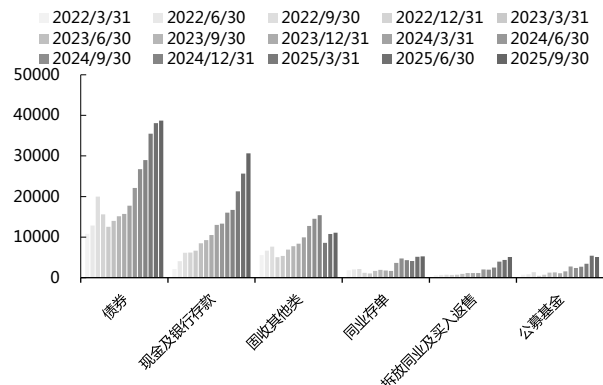
注：仅列示主要配置资产，下同

图 12：最小持有期产品穿透前资产配置（亿元）



资料来源：普益标准，天风证券研究所

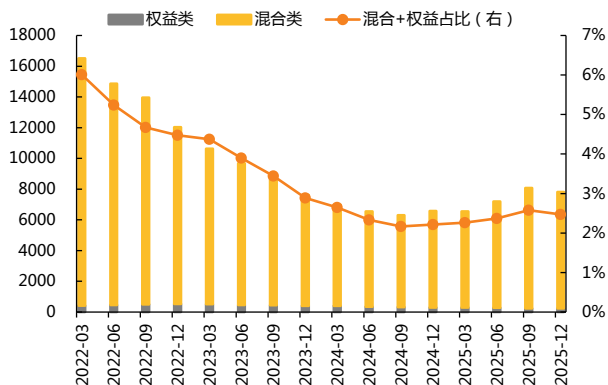
图 13：最小持有期产品穿透后资产配置（亿元）



资料来源：普益标准，天风证券研究所

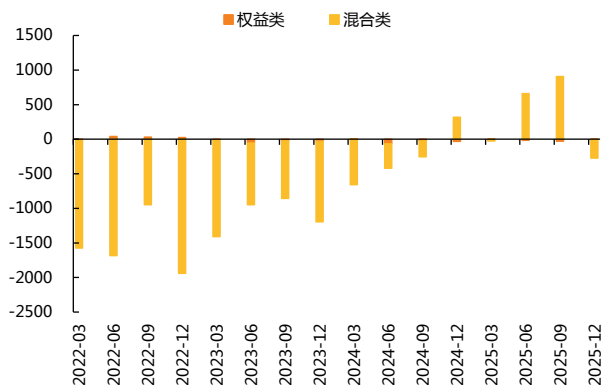
第二，混合类理财成为新的规模增长点。尽管该产品规模及占比仍处低位，但在 2025 年下半年增长明显，背后可能是低利率环境压缩纯债类产品收益空间，叠加该阶段股强债弱的行情，引致更多资金流入表现较优的混合类理财。

图 14：权益类和混合类理财规模及占理财规模比重（亿元，%）



资料来源：普益标准，天风证券研究所

图 15：权益类和混合类理财规模变动值（亿元）

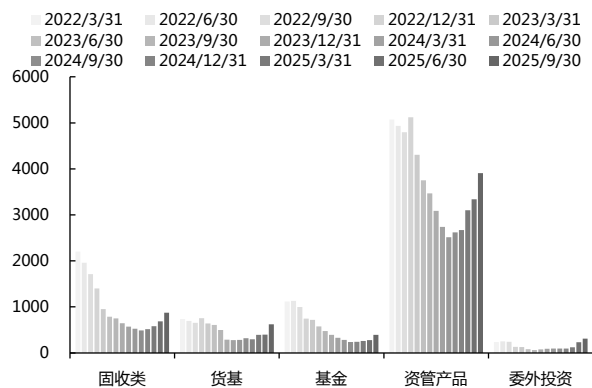


资料来源：普益标准，天风证券研究所

聚焦资产配置情况，穿透前，混合类理财主要配资管类产品，且 2025 年前三季度明显增配，其他主要配置品种（固收类、货基、基金、委外投资）规模也均有增长；**穿透后**，配置权益和债券资产规模基本持平，且有明显增长；现金及银行存款、固收其他类、公募基金持仓规模基本持平，仅次于权益和债券，且也出现了明显增长。

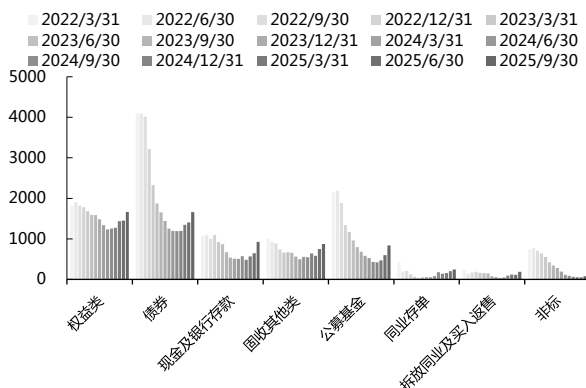
这一持仓结构的变化背后，主要有几点原因：**其一**，权益市场表现强势推升混合类理财整体规模；**其二**，低利率环境之下需要通过增配权益类资产提升收益弹性；**其三**，增配权益类资产或主要“借道”资管类产品；**其四**，在增配权益类产品的同时，固收类资产配置规模也并未下滑，或出于平滑净值波动的考虑，增配现金及银行存款等高流动性资产则是在增配权益的同时强化流动性管理，以应对潜在的赎回。

图 16：混合类理财产品穿透前资产配置（亿元）



资料来源：普益标准，天风证券研究所

图 17：混合类理财产品穿透后资产配置（亿元）



资料来源：普益标准，天风证券研究所

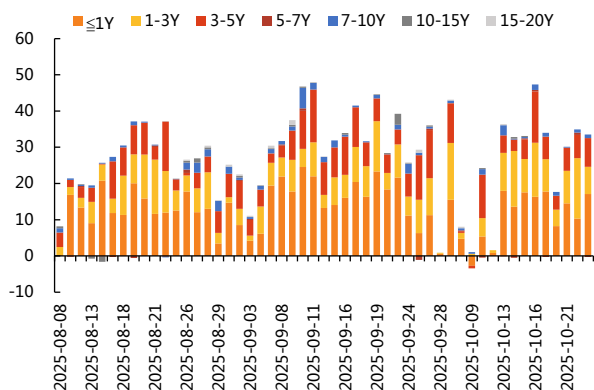
基于资产配置情况，进一步链接至资金的流向，可以大致归纳为三种类型：进入实体经济、流转于金融体系内部、二次委托后进入实体经济或流转于金融体系内部。

进入实体经济部分，主要或通过配置一级市场债券、非标资产等渠道，该种情形下，往往会对银行间流动性形成挤占，推升资金利率，但或也意味着此前以居民存款形存在的流动性通过理财产品的渠道开始进入实体循环，只是当下而言这部分规模可能并不占主导。

流转于金融体系的部分，主要表现为非银存款在机构间的再平衡：

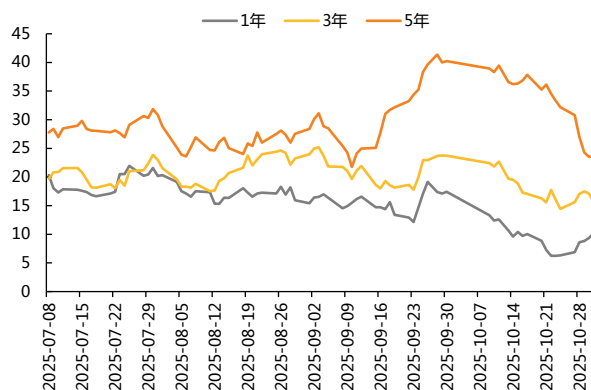
二级市场对各类资产的投资，当前理财整体对于权益类资产的持仓规模相对有限，债券和其他固收类资产是近几年主要的持仓方向，其稳定性会受到债市行情影响，但增量资金的涌入整体利好债市，这在 2024 年尤为突出，并且也催化了今年特定品种的阶段性行情，比如：8-9 月，债市在公募基金销售费用新规担忧发酵下赎回情绪持续释放，在理财等机构买入力量的支撑下，短端普信相对抗跌。

图 18：理财买入各期限信用债情况（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 19：中短票信用利差（BP）



资料来源：Wind，天风证券研究所

配置存款、拆放同业及买入返售，主要或起到调剂机构流动性余缺的作用，稳定性更高一些，这部分资金能够起到补充银行同业负债、平滑流动性缺口的功能，现阶段在理财负债端持续流入、资产端增配该类资产的趋势之下，这一特征或将愈发凸显。

此外，穿透后仍有部分资金流向公募基金等进行委外投资，资金的流向由持仓结构最终决定，可能会重复上述路径。

2.2. 零售端流入或支撑货基扩容

2025Q3，货币基金存量规模超季节性增长，新发债基的贡献并不多，主要在于存量产品负债端扩容且更多由零售端流入，或对应着存款“搬家”的趋势：

一方面，2025 年 5 月末新一轮存款利率调降，尽管货基收益率也会随之下行，但仍有性价比，且具备流动性优势，或推动存款“搬家”至货基；

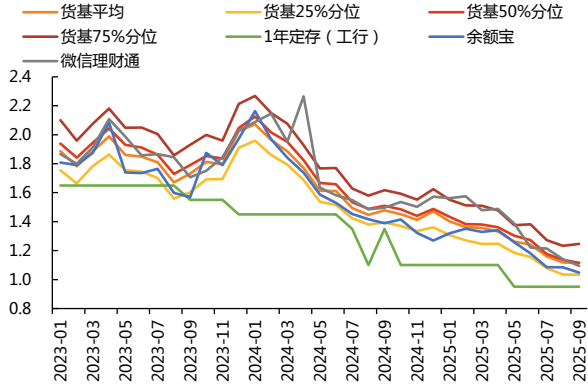
另一方面，或受到 2025 年四季度高息定存集中到期的影响，部分资金可能逐渐有“搬家”至资管类产品的趋势。

期间，可能也有一定规模的资金从其他产品转向货基，但主要表现为非银存款在机构间的流动，主要或有两点因素推动：

7 月至年末，股市走强，债市震荡特征愈发凸显，部分低风险偏好的资金流出债基后可能存在过渡需求，货基或是较为适配的选项。

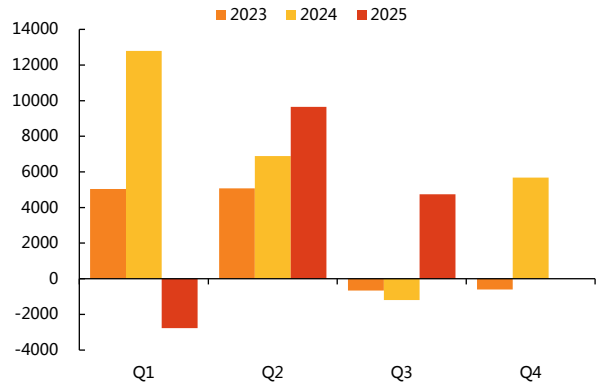
9 月初，基金销售费率新规（征求意见稿）落地，当中关于赎回费的调整不涉及货基，其流动性优势得到进一步强化，或也吸引部分机构资金的提前布局。

图 20：货基与其他产品收益率对比（%）



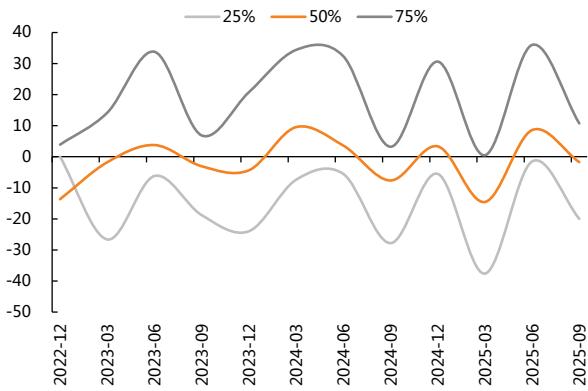
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 21：货币基金规模环比增长：季节性（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

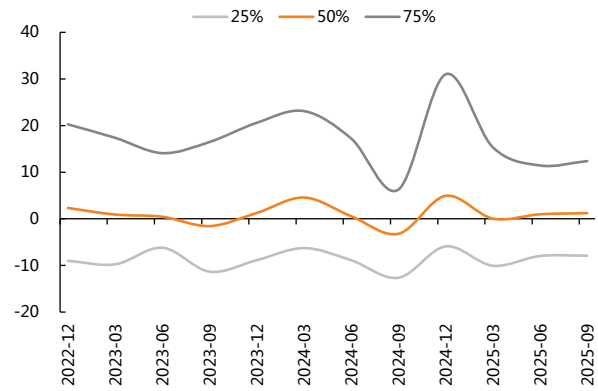
图 22：机构型货币基金净申购率各分位点数值（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

注：机构投资者持有占比在 80%及以上划分为机构型基金

图 23：个人型货币基金净申购率各分位点数值（%）



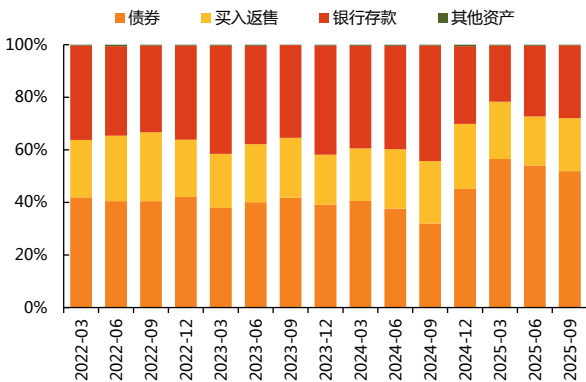
资料来源：Wind，天风证券研究所

注：机构投资者持有占比在 80%以下划分为个人型基金

从资产配置上看，以债券（以同业存单为主）、买入返售和银行存款为主，2025Q3 减持债券（减配存单、增配政金债）、增配银行存款和买入返售，同时拉长配置资产期限，主要原因或在于，7 月以来资金持续处于“低位低波”状态，存单利率窄幅震荡，配置的性价比降低，通过增持政金债并适当拉长组合久期，以增厚收益。

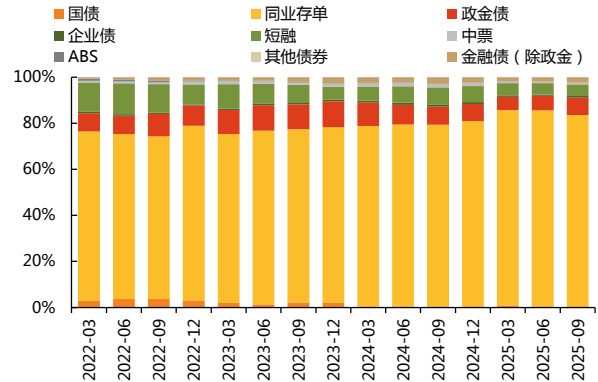
而三季度在债市震荡走弱的背景下，增配存款和买入返售，有利于降低负偏离压力，这两项作为高流动性资产，也能够应对潜在的赎回需求。

图 24：货币基金各类资产配置结构（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 25：货币基金债券类资产配置结构（%）



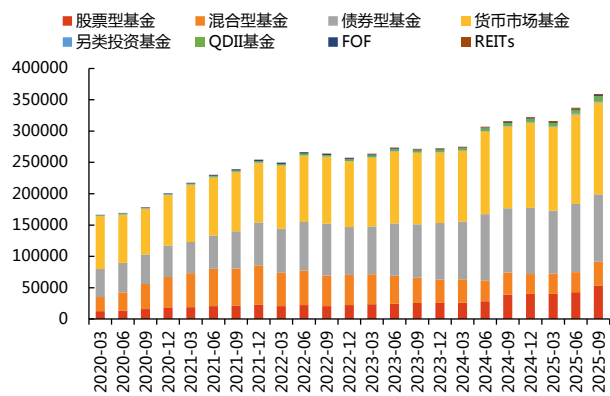
资料来源：Wind，天风证券研究所

2.3. 股票型、混合型基金规模增长

2025 年，基金规模再创新高，截至年末突破 36 万亿元（除去货基为 21.8 万亿元），较 2024 年末增长超 4 万亿元（除去货基为 3.2 万亿元）；其中，货币基金之外，股票型、混合型基金也成为规模增长的主力，而债券基金规模增长反而不及往年。

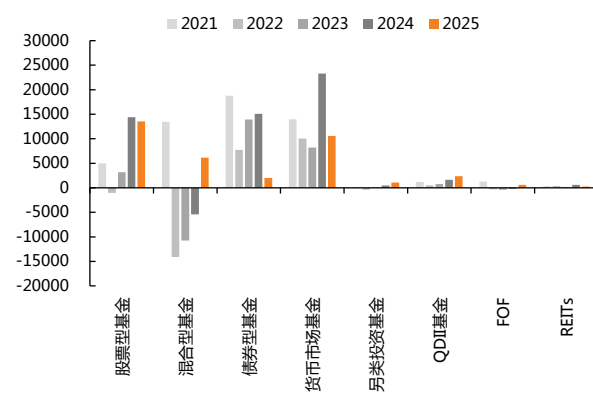
基金规模的整体扩容也在一定程度上印证了存款“搬家”的趋势，但与防御性流入理财、货基不同的是，流入股票型、混合型等产品的资金进攻性相对更强。

图 26：各类基金规模存续规模（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 27：各类基金规模存续规模变动（亿元）

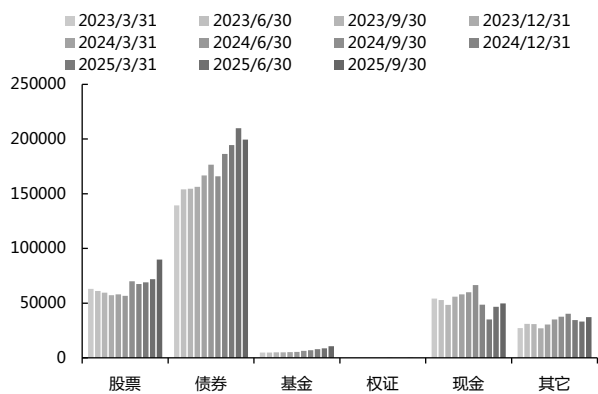


资料来源：Wind，天风证券研究所

值得关注的是，混合型基金规模环比超季节性增长的背后，或也在一定程度上加深了股债联动。当股市下跌时，含权混合类基金净值会随之回撤，进而或触发负债端的集中赎回行为，尤其是混合型基金的投资者对净值波动容忍度相对低于纯股基金投资者，赎回压力增加之下，基金可能更倾向于优先抛售利率债、高等级信用债等流动性较好的资产。

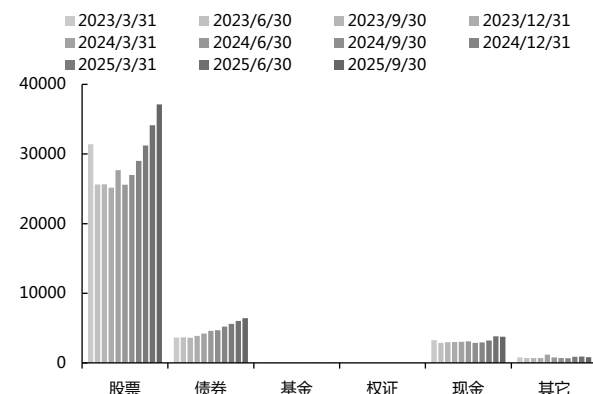
因此，股市调整行情也将通过负债端赎回和基金抛售行为进一步波及债市。

图 28：基金资产配置情况（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 29：混合型基金资产配置情况（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

2.4. 直接流入股市

7 月以来，在政策预期和赚钱效应驱动下，部分居民存款或加速流向股票市场，推升非银存款规模。尽管这在银行负债端更多体现为结构而非总量的变动，但存款的活期化和非银化趋势，在一定程度上放大了资金的阶段性摩擦：

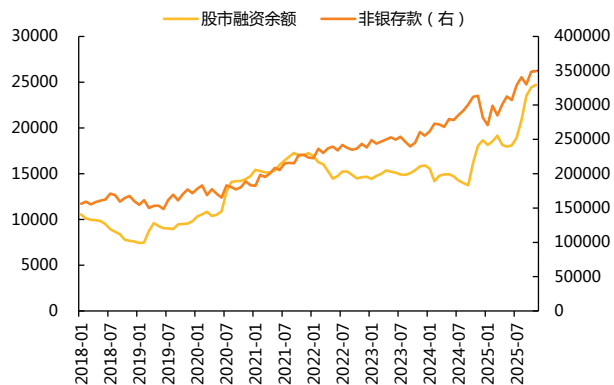
一方面，定期存款转为活期存款或是非银存款后，稳定性有所降低，银行流动性的管理难度增加，一定程度抑制其融出意愿；

另一方面，于单家银行而言，流失的定期存款并非必然转为本行的保证金存款，此外，若

仅考虑保证金存款短期内大幅增长，缴准规模的增加也将对超储形成一定消耗。

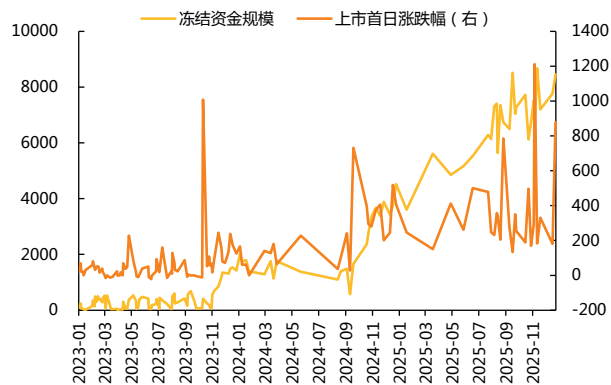
2025 年，北交所打新对资金面的扰动效应亦备受市场关注，但扰动并非源于一级市场股权融资将居民存款最终抽离至实体经济，致使流动性总量下降，而是北交所新股申购需要冻结资金，权益市场走强持续提振打新情绪，随着网上冻结资金规模屡现新高，使得交易所阶段性的资金面紧张状态更易外溢至银行间。

图 30：融资余额和非银存款余额（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 31：北交所打新（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

3. 2026 年，资金流向再平衡

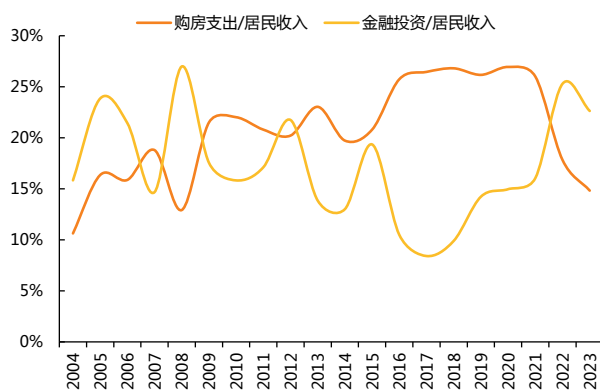
3.1. 存款搬家趋势或延续

近年来，在经济增长动能切换、经济预期转变和地产市场深度转型的过程中，居民资产配置行为相应发生变化，表现为普遍降低地产和高波动金融资产的投资，并增加预防性储蓄，从而推升了居民存款规模。

而 2022 年以来存款利率的多轮下调，催生了部分存款的再配置诉求，金融投资占比相应逐步回升，由于这部分资金更多流入固收类资产，一定程度催化了这几年的债牛行情，也使得债券类资产收益率和利差压缩至相对偏低水平。

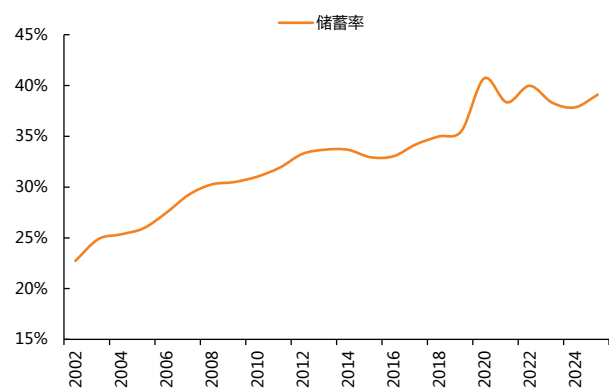
展望 2026 年，存款搬家的趋势或延续，支撑主要源于两个方面，第一，居民消费意愿和习惯的变化或相对渐近，近年来居民储蓄率整体处于窄幅震荡状态，短期内居民可支配收入中用于消费的占比或难见大幅跃升，居民资产配置中流向地产的增量资金规模或也难与此前时期相较，这便构成了存款搬家的存量资金来源；第二，在存款利率下调、经济预期改善、市场风险偏好提振的环境之下，居民存款仍具备持续流向资管产品及权益市场增厚收益的动力。

图 32：居民金融投资和购房支出占收入比重（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 33：居民储蓄率（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

在上述背景之下，我们进一步聚焦 2026 年资金流向上的一些边际变化，市场较为关注的便是 2025 年下半年以来高息定存的集中到期。

3.2. 高息定存到期后？

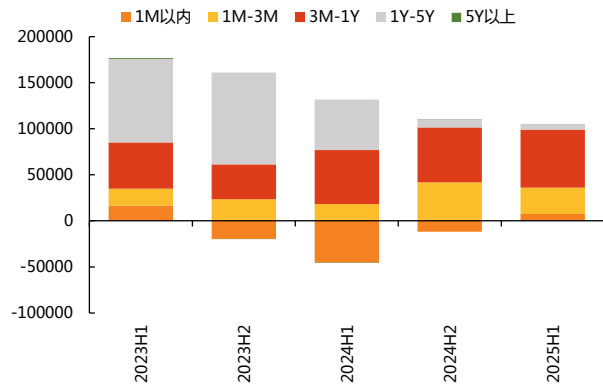
2022 年四季度，理财产品净值回撤和“赎回潮”引致大量资金从理财市场流出，并以高息存款、大额存单等形式流入银行体系，2025 年四季度以来，这部分高息存款面临集中到期。

以国股行为例，截至 2025 年中报，3M-1Y 期限存款规模同比增长约 6.3 万亿元，占比超越 1-5Y 期限，攀升至首位，这部分存款主要便集中于 2025H2 和 2026H1 到期。

若大部分留存于银行体系进行重定价，将改善银行负债端成本，缓释息差压力，进而或有助于拓宽货币政策的空间。

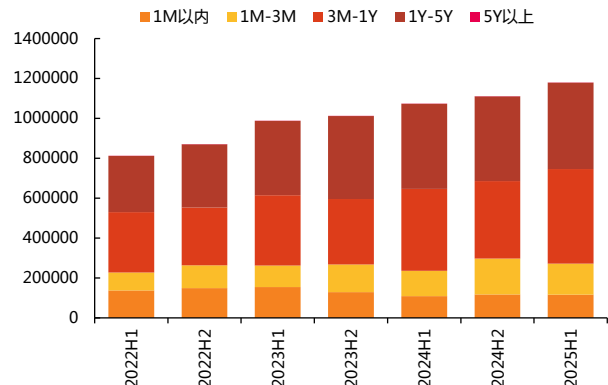
若大部分选择“搬家”至资管类产品，银行或通过增发存单等形式补充主动负债，资管类产品仍有配置存单和存款的需求，因而部分资金或将再度回流银行体系，但稳定性或有所弱化。与此同时，或也将为负债成本带来一定的优化空间，以存单为例，2025 年发行利率中枢整体下移，下半年 1 年国股行基本在 1.65% 附近运行，因而或在一定程度上改善银行负债端综合成本。

图 34：国股行定期存款规模同比变动（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 35：国股行定期存款规模（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

3.3. 影响如何评估？

观察 2025Q4，存款“搬家”的影响或相对有限，理财存续规模较去年同期继续增长，或印证了存款“搬家”现象的存在，但银行负债端压力相对中性，资金利率低位低波运行，存单发行未出现明显的提价现象，国有大行净融出规模也持稳。

展望 2026 年，于资金面而言，需要关注的是，存款搬家形成的负债端缺口可能仍会放大资金的阶段性摩擦，以及由此形成的存单供给或也将对存单行情形成一定扰动；积极的因素在于，非银的配置诉求也将对存单和银行负债端形成利好，同时若高息存款到期后选择继续留存于银行体系，那么会进一步改善银行负债端的成本，缓释息差收窄压力。

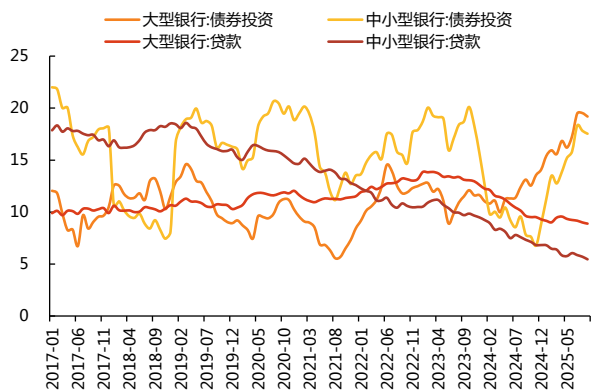
于债市而言，非银负债端的扩容趋势或得以延续，利好理财持仓较多中短普信品种，而混合类产品的扩容则将同时为股债两个市场提供增量资金，但配置的固收类更多或集中于高流动性品种，还需要关注的是，混合类产品也在一定程度上强化了股债市场的联动，表现为股债行情同向演绎而非“跷跷板”效益，尤其是当股市走弱触发集中赎回时，赎回压力可能更易外溢至债券市场。

存款“搬家”对银行债券投资的影响或需要持续关注资负两端变化，2025 年银行债券投资同比高增，背后是信贷需求回落之下，银行资产端增加了债券投资的规模；聚焦 2026 年，一是供给或继续放量，银行虽有一定的配置诉求，但需要考虑到承接能力的问题；二是关注信贷回落和银行负债流失的相对速度，这或将直接影响负债端的稳定性和可用于债券投资的空间。

于股市而言，或将继续受益于存款入市和混合类产品增配权益带来的增量资金。需要关注的是，这类资金的性质决定了其更多或是行情趋势的强化力量，而非触发因素。资金流入的持续性和规模，很大程度上取决于股市自身的赚钱效应和投资者风险偏好的持续性。

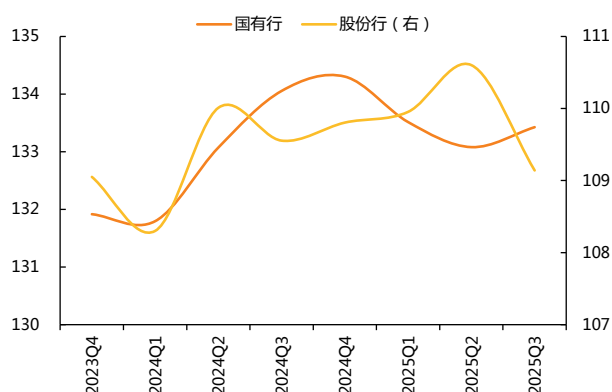
一旦股市赚钱效应减弱或市场风险偏好回落，资金或将更多向固收类资产倾斜；而若股市调整触发混合类产品的集中赎回，进而放大债券市场抛压，或演绎“股债同跌”的行情，此时，资金或出于避险需求倾向于回流银行体系。

图 36：商业银行资金运用同比变动 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 37：商业银行净稳定资金比例 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

4. 风险提示

- 1、**政策不确定性：**货币政策、财政政策可能超预期变化；
- 2、**基本面变化超预期：**经济基本面变化可能超预期；
- 3、**海外地缘政治风险：**海外地缘政治风险可能超预期，海外市场波动存在不确定性。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风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。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com