

居民财富为何与高增的存款“割裂”？

分析师：陈兴

执业证书编号：S0740521020001

邮箱：chenxing@r.qizq.com.cn

研究助理：谢钰

研究助理：马骏

相关报告

1 宏观专题 20220125：地方经济工作焦点何在？

2 宏观专题 20220207：应该担心人民币汇率贬值么？

3 宏观专题 20220213：美国劳动参与率能恢复到什么程度？

4 宏观专题 20220220：战火之下，大类资产有何表现？

5 宏观专题 20220301：“两会”需要关注什么？——全国“两会”前瞻

6 宏观专题 20220305：5.5%的经济增长如何实现？——《政府工作报告》九大看点

7 宏观专题 20220308：防疫放松需要满足什么条件？

8 宏观专题 20220315：持而盈之，不如其已——宏观经济和资本市场春季展望

9 宏观专题 20220329：高油价一定会带来高通胀么？

10 宏观专题 20220407：金融稳定保障基金如何运行？

11 宏观专题 20220419：食品价格上涨还会加速么？——物价系列报告之一

12 宏观专题 20220502：关于缩量，需要担心什么？

投资要点

- **宏观交流与思考：居民财富为何与高增的存款“割裂”？**
- **居民存款规模新高，然而资产增速放缓。**今年前四个月我国新增居民存款规模超过了7万亿元，创下历史同期新高，较去年同期增加2万亿之多，一季度居民存款余额增速也在各类存款中名列前茅。但居民财富可能面临缩水的担忧，根据我们的测算，去年居民资产增速已由之前的双位数增长降至个位数，而今年一季度增速继续下探。
- **金融资产比重不高，大约只有三成左右。**我国居民资产中金融资产占比仅有30%左右，其中以居民存款比重最大，约为16%，另外归属居民部门现金今年也增长近5%，只不过这部分占比很低，仅有1%。
- **七成都是实物资产，地产面临重估压力。**我国居民资产近70%都是实物资产，其中多数是房地产，今年以来这部分资产价值面临重估压力。我们估计，今年1季度居民部门持有住房资产规模下滑约4.6%。考虑到居民负债也有1.8%的增长，地产部分价值下滑拖累居民资产增速走低。
- **消费、投资放缓结果，居民资产存款“抱团”。**其实居民存款的高增长恰恰是居民消费乃至投资活动萎缩的结果。一是居民消费倾向降低使得储蓄被动抬升；二是资产价格调整令居民部门降低风险资产持有；三是居民购房行为减弱释放了部分资金。
- **改善收入分配，居民也要减税。**政策着力于释放居民存款形成经济有效需求，而稳定居民收入和财富增长成为关键。诚然，居民收入很难摆脱经济放缓因素的制约，但可以通过针对居民实施减税降费，改善分配结构，进而提振收入改善消费。
- **地产结构升级，发力两大方向。**地产对于居民资产举足轻重，多地今年以来政策已有放松。我们认为，在房住不炒定位下，房价全面普涨带动居民资产快速扩张概率较小，而或依赖于结构调整使得居民资产稳定增长：一方面，区域之间将形成由低线级地区向高线级地区的迁跃，“新市民”政策即是佐证；另一方面，区域内部改善性需求或迎释放，如多个城市针对二孩及多孩家庭购房限制的松绑。
- **一周扫描：**
- **疫情：全国疫情稳步回落，美国确诊仍在上行。**截至5月13日，我国大陆及港澳台地区一周新增确诊病例分别超2200例和33.9万例。目前，全国疫情仍主要以上海市的规模化疫情为主，但每周新增确诊有明显回落。大部分省市基本实现清零。随着清零行动的逐步展开与阶段性胜利，**全国疫情得到了有效控制。**上海已经在制订持续巩固疫情防控成果、有序恢复正常生产生活秩序的总方案。最近一周，全球新冠肺炎新增确诊病例录得约359万，相较前一周小幅下降5%。**美国疫情持续上行。**全球新冠肺炎新增死亡病例约1万人，较上周大幅下降24.5%。**美国新增死亡拐点显现。BA.2.12.1变异毒株在韩国传播。**欧洲解除航空口罩禁令，全球加强

针接种小幅上升。奥林新冠疫苗序贯临床研究首次开展。

- **海外：美联储继续放鹰，初请失业金人数创新高。**本周五，美国参议院确认鲍威尔连任美联储主席。鲍威尔表示，降低通胀是目前美联储首要任务。美联储官员戴利表示，美国经济强劲，足以支撑两次 50 个基点的加息。日本央行一鸽到底，维持大规模刺激措施的决心仍毫不动摇。欧洲央行或于 7 月加息。欧洲央行委员雷恩和内格尔表示，欧洲央行将在 7 月加息，并预计年底前利率将达到正值。加息浪潮席卷全球，英国、澳洲均展示了继续加息的态度。欧盟对俄第六轮制裁陷入僵局。美国初请失业金人数创新高。密歇根消费者信心指数创 10 年新低。
- **物价：猪肉价格上涨，国际油价回落。**本周农业部农产品批发价格指数环比下行。本周猪肉批发价格环比小幅上涨。本周羊肉、牛肉、鸡蛋、蔬菜和水果平均价格环比均下行。本周布伦特原油和 WTI 原油均价环比回落，国内螺纹钢均价下行。
- **流动性：资金利率下行，人民币贬值。**本周短端资金利率下行，DR001 周度均值环比下行 13.4bp，DR007 周度均值环比下行 1.6bp；3 个月 Shibor 利率下行，3 个月存单发行利率周度均值上行。票据利率下行，国股银票 1 个月、6 个月和 1 年转贴现利率周度均值均有回落。本周央行公开市场共进行了 500 亿元逆回购操作，央行公开市场累计有 200 亿元逆回购到期；下周央行公开市场将有 600 亿元逆回购到期，5 月 17 日将有 1000 亿元 MLF 到期。本周美元指数均值回升，人民币延续贬值。
- **大类资产表现：A 股涨幅居前，国债收益率下行。**本周 A 股涨幅居前，美股三大指数均有下跌。本周国内股票涨幅前三的行业分别为汽车、电力设备和电子。本周 10 年期国债收益率周度均值下行 1.4bp，10 年期国债收益率周度均值下行 2.2bp。
- **风险提示：政策变动，经济恢复不及预期。**

内容目录

1. 宏观交流思考：居民财富为何与高增的存款“割裂”？	- 5 -
2. 疫情：我国疫情稳步回落，美国确诊仍在上行	- 7 -
3. 海外：美联储继续放鹰，初请失业金人数创新高	- 10 -
4. 物价：猪肉价格上涨，国际油价回落	- 12 -
5. 流动性：资金利率下行，人民币贬值	- 14 -
6. 大类资产表现：A 股涨幅居前，国债收益率下行	- 16 -

图表目录

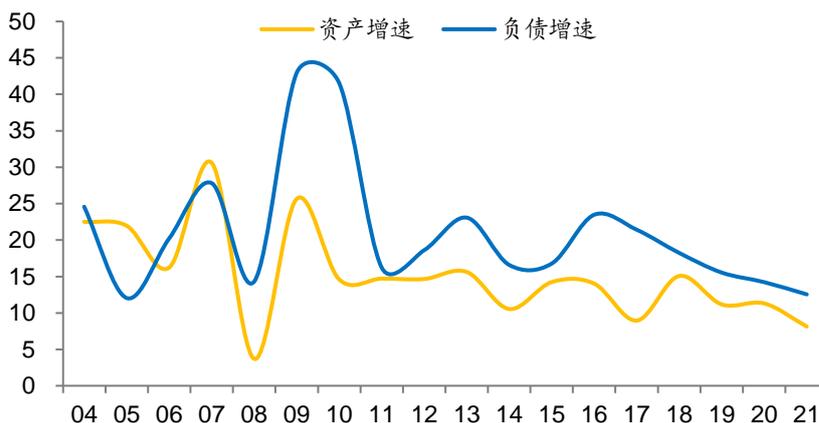
图表 1: 我国居民部门总资产和负债增速 (%)	- 5 -
图表 2: 我国居民总收入与可支配收入累计增速差值 (%)	- 6 -
图表 3: 中国大陆及港澳台地区本土每日新增确诊 (七日移动平均, 例)	- 7 -
图表 4: 各经济体每日新增确诊病例数量 (七日移动平均, 万例)	- 8 -
图表 5: 各经济体近每日新增死亡数量 (七日移动平均, 例)	- 8 -
图表 6: 美国送检样本中各变种毒株比例 (%)	- 9 -
图表 7: 各国疫情管控指数 (七日移动平均)	- 9 -
图表 8: 各经济体人口流动性情况 (七日移动平均)	- 9 -
图表 9: 各经济体每日加强针接种量 (七日移动平均, 万剂)	- 10 -
图表 10: 各经济体加强针接种率 (%)	- 10 -
图表 11: 美国初次申请失业金与持续申请失业金人数 (万人)	- 11 -
图表 12: 密歇根消费者指数	- 12 -
图表 13: 农产品批发价格 200 指数	- 12 -
图表 14: 食用农产品价格指数	- 12 -
图表 15: 猪肉平均批发价格 (元/公斤)	- 13 -
图表 16: 22 个省市猪肉平均价格 (元/公斤)	- 13 -
图表 17: 牛羊肉、蔬菜、水果和鸡蛋价格 (元/公斤)	- 13 -
图表 18: 布伦特和 WTI 原油价格 (美元/桶)	- 14 -
图表 19: 螺纹钢价格 (元/吨)	- 14 -
图表 20: 动力煤平仓价 (元/吨)	- 14 -
图表 21: R001 和 DR001 利率 (%)	- 15 -
图表 22: R007 和 DR007 利率 (%)	- 15 -
图表 23: 3 个月 shibor 和存单发行利率 (%)	- 15 -
图表 24: 国股银票转贴现收益率 (%)	- 15 -
图表 25: 央行公开市场操作 (亿元)	- 16 -
图表 26: CNY 即期汇率和 NDF 远期汇率	- 16 -
图表 27: 美元指数	- 16 -
图表 28: 全球主要股指表现 (%)	- 17 -
图表 29: 申万行业表现 (%)	- 17 -
图表 30: 国外主要商品期货表现 (%)	- 18 -
图表 31: 国内主要商品期货表现 (%)	- 18 -
图表 32: 10Y 国债和国开债收益率 (%)	- 19 -
图表 33: 10Y-1Y 国债和国开债期限利差 (%)	- 19 -

1. 宏观交流思考：居民财富为何与高增的存款“割裂”？

居民存款规模新高。4月我国居民新增贷款再度录得负值，令人大跌眼镜，不过与贷款疲弱态势相反的是，居民存款保持了较高的增长，今年前四个月我国新增居民存款规模超过了7万亿元，创下历史同期新高，较去年同期增加2万亿之多。而从今年一季度各类存款余额的增长情况来看，居民存款增速也以超过7.5%的水平在各类存款之中名列前茅，同期企业、政府和非银机构存款增速仅增长2%-3%左右。

居民资产增速放缓。那么，居民存款的高增长是否对应着居民财富的增加呢？答案恐怕会令人失望。如果把居民资产作为财富的代理变量，根据我们的测算，2019年以来我国居民总（净）资产增速稳中趋缓，去年居民总资产和净资产增速由之前的双位数增长明显回落，降至个位数的水平。而按照今年一季度的情况来看，两者增速继续下探，居民财富很可能面临着缩水的担忧。

图表 1：我国居民部门总资产和负债增速（%）



来源：WIND，中泰证券研究所

金融资产比重不高，大约只有三成左右。之所以居民存款的高增长和居民财富的提升并不同步，这主要同我国居民资产结构有关。我国居民资产中金融资产占比仅有30%左右，其中以居民存款比重最大，占我国居民总资产的比重约为16%。另外现金中同样有部分归属于居民部门，今年M0增长速度也很快，1季度居民部门的现金较去年底也增长了接近5%，只不过这部分占比相对不高，仅有1%左右。

七成都是实物资产，地产面临重估压力。我国居民资产中的接近70%都是实物资产，其中绝大部分是房地产，其它分项占比很小。而今年以来地产销售的低迷，使得这部分资产价值面着重估压力，我们估计，今年1季度相比于去年年底而言，居民部门持有住房资产规模下滑约4.6个百分点。考虑到居民负债也有1.8%的增长，虽然远低于居民存款的增速，但地产部分价值的下滑也使得居民总（净）资产增速明显走低。

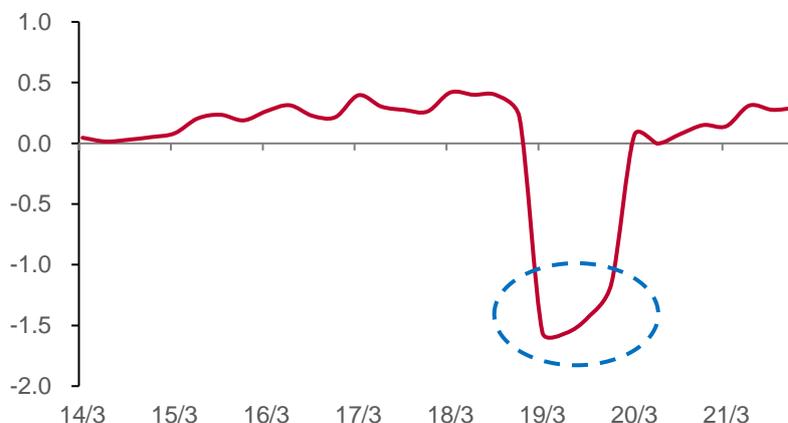
消费、投资放缓结果，居民资产存款“抱团”。其实居民存款的高增长

恰恰是居民消费乃至投资活动萎缩的结果。首先，居民消费倾向降低使得储蓄被动抬升，1季度我国居民消费支出占可支配收入比重仅61.8%，是去年二季度以来的新低，而4月在部分地区疫情趋严的情况下，这一现象可能更为明显；其次，资产价格的调整或也使得居民部门降低风险资产持有，今年一季度银行理财产品存续规模较去年四季度有所下行，而4月A股新增投资者数量环比下降45%，同比同步下滑26%；最后，居民贷款的下降对应着购房行为的减弱，释放了居民的部分资金。今年一季度全国商品房销售面积增速降至-13.8%，其中住宅销售跌幅更深。

释放存款形成需求，稳定居民资产增长。如何将高企的居民存款释放到经济活动之中，特别是促进有效需求的形成？虽然随着疫情的转好，该现象应该会得到部分程度的缓解，但我们认为，**稳定居民收入和财富的增长才是解决问题的关键。**

收入受制经济增长，减税降费调整分配。不得不承认的是，居民收入和经济呈现同步变化，在经济下行压力不减的情况下，收入改善很难摆脱现有环境的制约。然而，过去的历史经验表明，我们可以通过分配结构调整的方式，来促进居民收入的恢复性增长，减税就被证明是行之有效的的手段之一。居民总收入之中扣除税收和社保缴纳的部分，才会形成可支配收入，用于消费和储蓄。因而，**针对居民所得的减税和个人缴纳社保部分的减免能够在总收入增长有限的情况下，提振居民可支配收入增速，从而也会带动消费等支出的扩大。**

图表2：我国居民总收入与可支配收入累计增速差值（%）



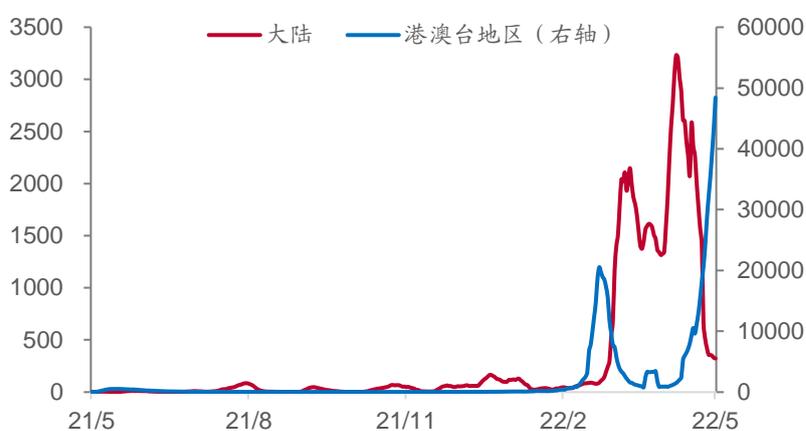
来源：WIND，中泰证券研究所，总收入仅考虑所得税部分，并没有计入个人缴纳的社保。

地产政策已有放松，结构升级两大方向。正如前文所述，房地产为代表的实物资产在我国居民总资产中占有较大比重，这部分资产缩水也会使得居民财富调整压力加大，不利于当前经济的稳定恢复。今年以来多地在地产政策上已有相继放松，政治局会议明确“支持刚性和改善性住房需求”。我们认为，在坚持房住不炒的定位之下，房价全面普涨带动居民资产规模快速扩张的概率较小，而更多地或依赖于结构升级带动居民资产稳定增长：一方面，区域之间将形成由低线级地区向高级级地区的迁跃，“新市民”政策即是佐证；另一方面，区域内部改善性需求可能会迎来释放，如多个城市针对二孩及多孩家庭购房限制的松绑。

2. 疫情：我国疫情稳步回落，美国确诊仍在上行

全国疫情得到有效控制。截至 5 月 13 日，我国大陆及港澳台地区一周新增确诊病例分别超 2200 例和 33.9 万例。除我国港澳台地区外，现存 98 个中高风险地区。当前，全国疫情仍主要以上海市的规模化疫情为主，但周新增也有明显回落。除北京、福建、河南、广东、甘肃有零星疫情数据外，其余大部分省市基本实现清零。随着清零行动的逐步展开与阶段性胜利，全国疫情得到了有效控制。基于此，本周上海市常委、常务副市长吴清表示，上海已经在制订持续巩固疫情防控成果、有序恢复正常生产生活秩序的总体规划。中国台湾地区新冠疫情仍然严峻，确诊人数仍然在不断攀升，5 月 12 日本土病例超 6.5 万人。

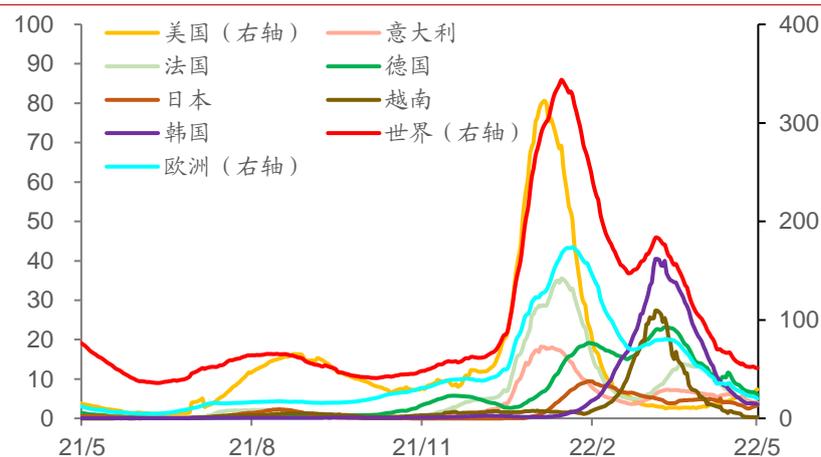
图表 3：中国大陆及港澳台地区本土每日新增确诊（七日移动平均，例）



来源：WIND，中泰证券研究所

美国疫情仍在上行。截至 5 月 13 日，全球新冠肺炎一周新增确诊病例录得约 359 万，相较前一周小幅下降 5%。欧洲本周新增 142 万，较上周下降 18.8%。美国本周新增约 52 万，较上周大幅上行 26.7%，疫情仍处高位。结合上周美国纽约市卫生部门将当地的疫情风险等级上调至“中等”，反映出近期疫情有再度抬头的趋势。亚洲方面，日本本周新增 24 万，较上周上升 15.3%，疫情有所升温。韩国本周新增 26 万，较上周大幅下降 12.7%。

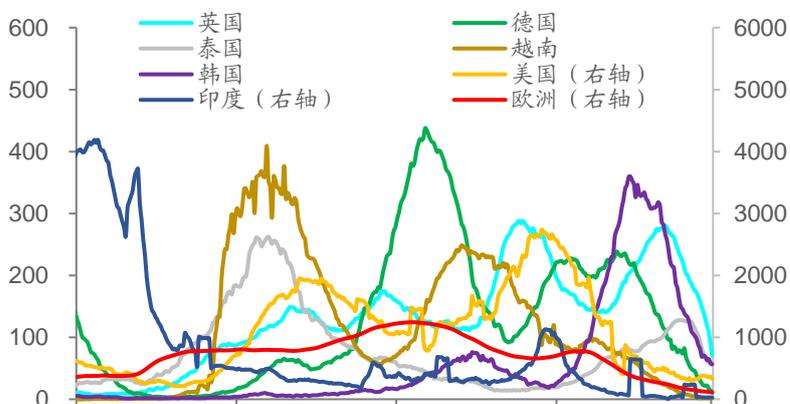
图表 4: 各经济体每日新增确诊病例数量 (七日移动平均, 万例)



来源: CEIC, 中泰证券研究所

美国新增死亡拐点显现。截至 5 月 13 日, 全球新冠肺炎一周新增死亡病例约 1 万人, 较上周大幅下降 24.5%。欧洲一周新增死亡超 4300 人, 较上周大幅下降 28%, 死亡人数持续回落。本周, 各主要经济体新增死亡大幅回落, **英国**本周新增死亡 495 例, 相较上周大幅回落 55%, **德国、韩国**本周持续大幅回落, 德国本周新增死亡约 73 例, 相较上周下降 65.4%, 韩国本周新增死亡约 390 例, 相较上周下降 30%。美国本周新增死亡 2200 余例, 相较上周下降 11%, **死亡人数拐点显现**。同时, 泰国本周新增死亡 390 余例, 相较上周下降 38%, 形势持续好转。

图表 5: 各经济体近每日新增死亡数量 (七日移动平均, 例)



预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_41918



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn