宏观专题研究：超额流动性系列研究（一）

居民超额储蓄，规模几何？

2022 年 12 月 27 日

今年疫情扰动之下中国居民部门囤积了大量的存款储蓄，我们称之为**“超额储蓄”**。本文聚焦一个问题：2022 年超额储蓄规模几何？

➢ 今年居民部门囤积了大量“超额储蓄”，超额储蓄有两大经典表征。

其一，居民存款总量及同比增速均攀至历史高位。

绝对数量上，今年 1 至 10 月住户存款累计增长 13.2 万亿，创历史新高。并且今年多个月份，单月新增居民存款规模都为历史同期最高值。

同比增速上，今年居民存款增速来到历史高位。截至 10 月，住户存款同比 15.3%，创下 2013 年 6 月以来新高。

其二，居民部门存款定期化特征尤为明显。

截至 2022 年 10 月居民定期及其他存款增速 18.6%，创下 2012 年 11 月以来新高。同时今年定期存款快速增长，是居民存款高增的最大贡献分项。

居民活期存款与定期存款的比值作为参考指标，今年居民存款定期化比重达到历史极值。有意思的是，当前存款定期化现象不仅发生在居民部门，企业部门同样产生了存款定期化特征（企业定期存款相对活期存款的比重快速提升）。

这说明私人部门（居民和企业部门），对未来缺乏足够信心，故而选择了定期存款配置。也就是说，增配定期存款，这是今年私人部门一个共性的储蓄选择。

➢ 我们用两种方法估算 2022 年居民部门超额储蓄规模。

超额储蓄主要有两种估算方法，主要是采用了不同的数据口径。不论哪种估算方法，估算的核心思路一致：先测算潜在储蓄规模（即没有疫情扰动之下居民部门应该持有的储蓄规模），再测算实际储蓄规模（今年居民部门实际持有的储蓄总量），最后将实际储蓄减去潜在储蓄规模，**所得差额即为“超额”储蓄。**

我们利用城乡居民储蓄存款和居民存款，这两个口径分别估算 2022 年居民超额储蓄。

两个口径测算得到今年前三季度，居民部门超额储蓄规模分别达到 4.8 万亿和 4.7 万亿；今年全年居民部门超额储蓄规模分别为 6.7 万亿和 7.4 万亿。

考虑到今年四季度居民赎回一部分理财，理财资金回流存款，而这部分回流资金无法被城乡居民储蓄存款口径所捕捉，所以城乡居民储蓄存款口径，低估了理财回流存款的资金，也就低估了全年超额储蓄规模。

我们测算今年四季度理财赎回，或增加居民存款约 8000 亿元。在已有储蓄存款口径上修正这一扰动，那么居民储蓄存款口径估算得到的超额储蓄在 7.4 万亿，所得结果与居民存款口径测算一致。

至此我们得到结论：2022 年前三季度居民超额储蓄或在 4.8 万亿，全年超额储蓄规模或在 7.4 万亿。

➢ 充分重视超额储蓄对 2023 年资产定价的影响。

超额储蓄意义非凡。它既是 2022 年中国居民风险偏好收缩的一个侧影，同时它也代表着未来或有的资产定价驱动力：一旦激活居民风险偏好，超额储蓄便从存款储蓄中走出来，走向风险资产。

这笔“超额流动性”释放，对 2023 年风险资产定价而言无疑是一个重大红利。

风险提示：疫情发展超预期，理财产品赎回规模超预期，银行揽储超预期

分析师 周君芝
执业证书：S0100521100008
电话：15601683648
邮箱：zhoujunzhi@mszq.com
研究助理 吴彬
执业证书：S0100121120007
电话：15171329250
邮箱：wubin@mszq.com

相关研究

1.全球大类资产跟踪周报：国内债市大幅回温-2022/12/25
2.海外疫情系列研究（三）：疫情冲击波：达峰时间及后续影响-2022/12/24
3.日本央行上调 YCC 上限：日本央行转向，紧缩交易卷土重来？-2022/12/20
4.政策研究系列（二）：十年回顾：中央经济工作会议-2022/12/20
5.宏观事件点评：中央经济工作会议精神内核：不折腾，全力搞经济-2022/12/18

目录

引言：.....3
1 超额储蓄表现之一，居民存款增速达到历史高位.....4
2 超额储蓄表现之二，居民存款定期化尤为明显.....5
3 超额储蓄规模估算之一，城乡居民储蓄存款口径.....7
4 超额储蓄规模估算之二，居民存款口径.....8
5 预计全年超额储蓄规模约 7.4 万亿.....9
6 风险提示.....11
插图目录.....12

引言：

今年疫情扰动之下，中国居民消费和购房支出降至历史极低水平，与此同时，中国居民部门囤积了大量的存款储蓄。显著异于往年的高额存款储蓄，广受市场关注，我们称之为“超额储蓄”。

超额储蓄意义非凡。它既是 2022 年中国居民风险偏好收缩的一个侧影，同时它也代表着未来或有的资产定价驱动力：一旦激活居民风险偏好，超额储蓄便从存款储蓄中走出来，走向风险资产。这笔“超额流动性”释放，对 2023 年的风险资产定价而言无疑是一个重大红利。

现在有三个问题摆在眼前，超额储蓄规模几何，如何激活超额储蓄，超额储蓄未来将流向哪些资产？

本文是系列研究第一篇，回答第一个问题：2022 年居民囤积的超额储蓄规模到底有多少？

1 超额储蓄表现之一，居民存款增速达到历史高位

超额储蓄的典型表现之一就是居民存款增速来到了历史高位。无论是从绝对规模还是同比增速，当前居民储蓄增长已经是历史偏高水平。

今年新增居民存款增长规模创下历史新高。

前三季度，住户存款增长 13.2 万亿，其中居民活期存款增长 1.8 万亿，定期及其他存款增长 11.4 万亿。住户存款总体比去年同期多增 4.7 万亿，其中定期存款及其他贡献了 3.8 万亿。

此外，今年三月份以来，每个季末月，当月新增居民存款规模都创下历史同期最高值，当前居民存款增长之快可见一斑。

今年居民存款增速来到历史高位。

截至 10 月，住户存款口径同比增速已经来到 15.3%，创自 2013 年 6 月以来的新高。

居民定期存款增速已经达到 18.6%，创 2012 年 11 月以来的新高。

以名义 GDP 或者居民支出增速作为参照，今年居民存款相对增速也同样攀至历史较高水平。

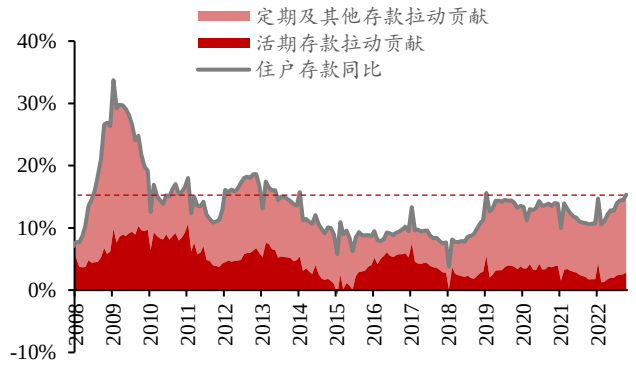
以居民存款同比增速与名义 GDP 增速的差值作为观测指标，2022 年二季度该指标为 8.9%，三季度小幅回落至 8.3%，这是历史偏高水平。

以居民存款同比增速减去城镇居民支出同比增速为观测指标，2022 年二季度该指标为 17.2%，三季度回落至 10.5%，同样也是历史偏高水平。

历史经验显示，居民大规模存款增长发生在经济动能偏弱时期。

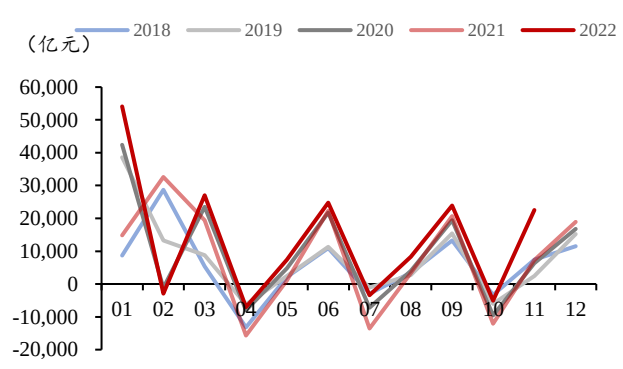
2008-2009 年金融危机时期，2012-2013 年地产低谷时期，2020 年疫情大幅影响经济时期，这三段时期都见到了偏高的居民存款增速。这三个时期还有共同特征：地产低景气度、经济增速阶段性放缓。

图1：住户存款增速



资料来源：wind，民生证券研究院

图2：居民存款当月新增规模

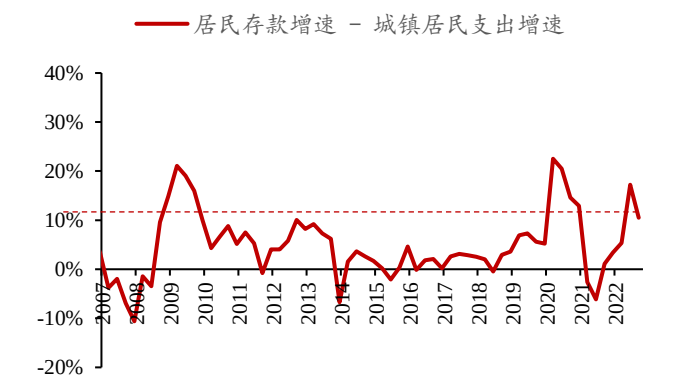


资料来源：wind，民生证券研究院

图3：居民存款增速减去名义 GDP 增速

资料来源：wind，民生证券研究院

图4：居民存款增速减去城镇居民支出增速



资料来源：wind，民生证券研究院

2 超额储蓄表现之二，居民存款定期化尤为明显

快速扩张的居民定期存款背后，我们发现定期存款是最重要的拉动分项。

以中资全国大型、中小型银行的存款数据口径计算，截至 2022 年 10 月，居民存款同比增速为 15.0%，其中定期存款拉动了存款增长 9.4pct，活期存款拉动 2.8 pct，结构性存款拖累-0.2 pct，其他存款拉动 3.0 pct。

可见定期存款是今年居民存款高增的绝对驱动分项。

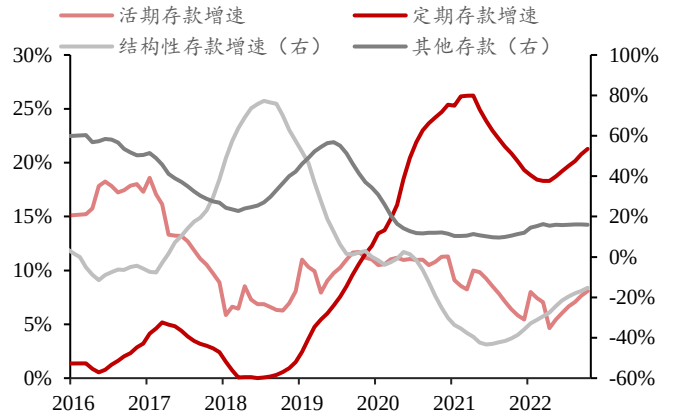
居民存款定期化特征指向一个事实，今年居民部门偏好持有定期存款。

定期存款增长来源于两部分：一部分新增存款转为定期存款，一部分是其他非定期存款转化为定期存款。

自 2020 年一季度以来，居民存款持续表现出“定期化”的趋势。居民活期存款与定期存款的比值持续下滑，几乎来到了 2015 年同期水平。

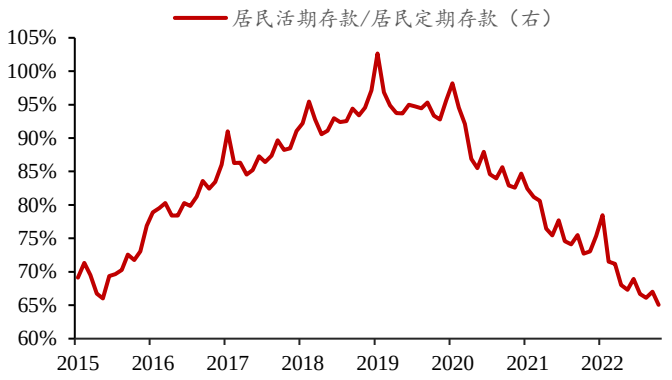
今年理财产品收益率偏低，存款利率两次下调，驱使一部分其他类型的存款转换成定期存款。

图5：各类个人存款增速



资料来源：wind，民生证券研究院

图6：自 2020 年以来，居民存款“定期化”持续



资料来源：wind，民生证券研究院

居民存款定期化偏好，印证居民部门有意持有定期存款作为超额储蓄。

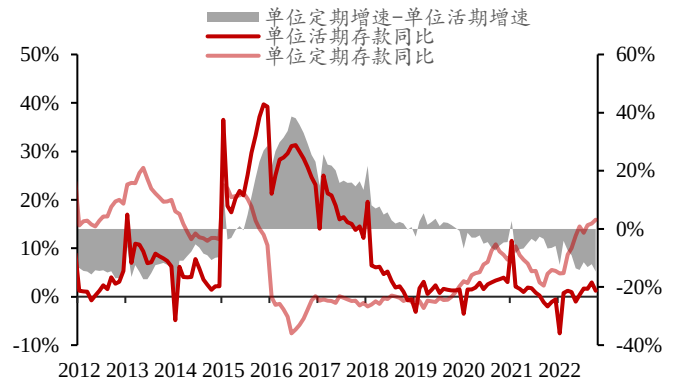
居民存款扩张有多重原因，例如监管因素会影响金融机构行为，从而影响居民存款分布，2018 年便是一个例证。

然而今年居民存款定期化，并不完全在于金融机构行为变化，还有居民储蓄操作的变化。一个例证在于，当前存款定期化的现象不仅仅体现在居民端，还体现在企业端，企业部门也同样出现了活期存款占比下行。

私人部门存款定期化往往是因为他们对未来缺乏足够信心。

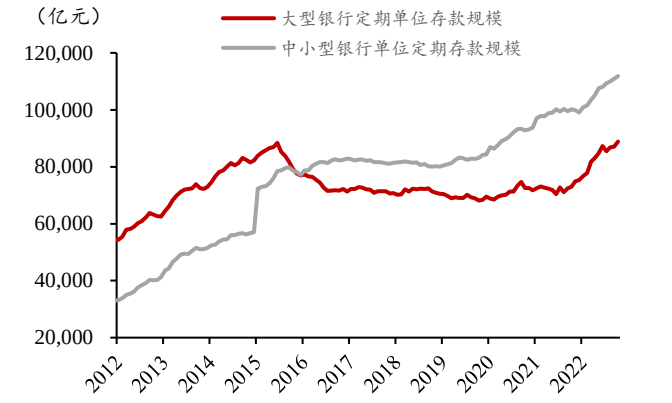
截至 2022 年 10 月，单位定期存款增速达到 15.9%，活期存款增速仅为 1.3%，二者差值也走阔至 2014 年的最高水平。尤其 3 月以来大规模的减税降费大幅拉动了企业定期存款增长，没有抬升活期存款增速，反映当前企业实际经营活动偏弱，企业投资意愿不强。

图7：企业存款定期存款加剧



资料来源：wind，民生证券研究院

图8：大性银行和中小银行的单位定期存款规模



资料来源：wind，民生证券研究院

3 超额储蓄规模估算之一，城乡居民储蓄存款口径

超额储蓄的估算有多种方法，其中之一就是利用城乡居民储蓄存款进行估测。

居民储蓄存款口径估测有两个优点。

其一，城乡居民储蓄存款在统计口径上更加纯粹，更加精准反映居民部门因储蓄动机而持有的存款。相较之下，居民存款还包含了部分个体户以及其他类型存款，概念上与“储蓄存款”有一定偏离。

其二，城乡居民储蓄存款，是季调之后数据。数据表现更加稳定，便于我们估测潜在趋势。

首先估测 2022 年未受疫情干扰的“潜在”居民储蓄存款规模。

事实上，自 2014 年以来，受疫情和监管因素扰动之外，居民储蓄的增速基本处于平稳增长的区间。

第一段是 2014-2017 年上半年，居民储蓄存款增速始终保持在 9%左右。之后由于监管扰动，导致存款规模大幅波动，居民储蓄存款增速先下后上。

第二段是 2019 年下半年至 2020 年一季度，居民储蓄存款增速稳定在 10%左右。随后受疫情扰动，增速开始上升，2021 年下半年一度接近 2019 年下半年的增速。2022 年开始后，疫情扰动的增速又开始出现类似于 2020 年时期的快速上行。

根据这一特点，我们可以将 2019 年下半年至 2020 年一季度的增速作为居民储蓄的潜在增速。作为没有发生疫情的对照情况。

其次估测 2022 年实际居民储蓄存款规模。

今年下半年由于疫情扰动，预计当前居民储蓄增速的变动情况与 2020 年类似，所以假设城乡居民储蓄存款增速按照当前增幅逐步上行，测算 2022 年实际居民储蓄存款规模，计算三季度末和四季度末城乡居民储蓄存款规模分别在 102.5 万亿、106.7 万亿。

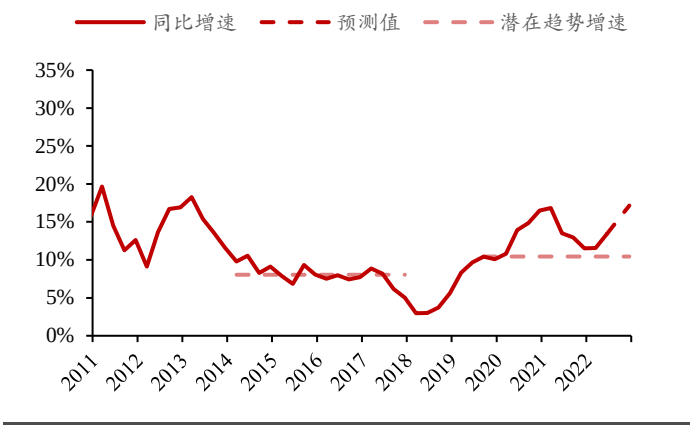
最后我们可以得到超额储蓄。

如果没有受到疫情扰动，居民部门应该有一个“潜在”的储蓄存款规模。而因为疫情状态下，居民部门的收支、投资等行为都发生了重大变化，实际产生的储蓄存款规模要远高于“潜在”储蓄存款。

实际储蓄存款规模，相对“潜在”储蓄存款，多出来的那部分便是“超额储蓄”。

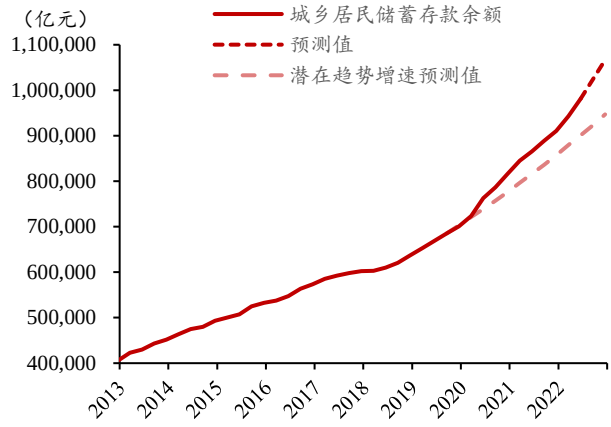
计算得到今年前三季度、今年全年，对应的“超额储蓄”规模分别为 4.8 万亿和 6.7 万亿。

图9：城乡居民储蓄余额增速



资料来源：wind，民生证券研究院测算

图10：城乡居民储蓄余额及预测值



资料来源：wind，民生证券研究院测算

4 超额储蓄规模估算之二，居民存款口径

我们还可以用居民存款，这一口径来估算超额储蓄。

居民存款口径估算的优缺点如下。

缺点是，居民存款口径宽于城乡居民储蓄存款，并且居民存款没有经过季节性调整，因而数据波动相对较大。居民存款呈现非常典型的季节性波动，原因在于居民存款容易受到季节性银行揽储行为影响。

优点是，居民存款能够更准确衡量居民部门实际支配存款规模。更重要的是，居民存款口径的数据更新频率更高。

首先估算 2022 年潜在的居民存款新增规模。

与城乡居民储蓄数据类似，除去监管和疫情因素的扰动，新增居民存款规模大部分时间也保持稳定。

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_50597