

宏观

证券研究报告

2022年12月31日

超额储蓄能否转化成超额消费？

第一，中国居民部门积攒了多大规模的超额储蓄？

居民部门超额储蓄规模或在6万亿左右。从存款结构上看，超额储蓄主要体现在为定期存款，同时，存款或主要集中于高收入群体。

第二，中国超额储蓄的来源？

房企爆雷和理财投资收益下行造成居民部门减少了购房和理财等投资性支出是2022年超额储蓄的主要来源。另外，按照往年增速估算，疫情以来消费减少带来的超额储蓄在5000-13000亿元左右。

第三，未来能转化为超额消费的主要是“预防性储蓄”，这部分估算规模在5000-13000亿左右，对应社零1.1—2.9个百分点。至于能多大程度转化为消费，与居民的收入预期和储蓄的分布结构有关。

第四，目前国内超额储蓄或主要集中于高收入群体，而低收入群体的收入端明显承压且缺乏财政转移收入来源，2022年储蓄率不升反降。这会拉低超额储蓄对消费的支持力度。

风险提示：国内疫情演变超预期，居民消费意愿修复速度偏慢，超额储蓄估算依据往年均值增速具有一定主观性。

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

孙永乐 联系人
sunyongle@tfzq.com

相关报告

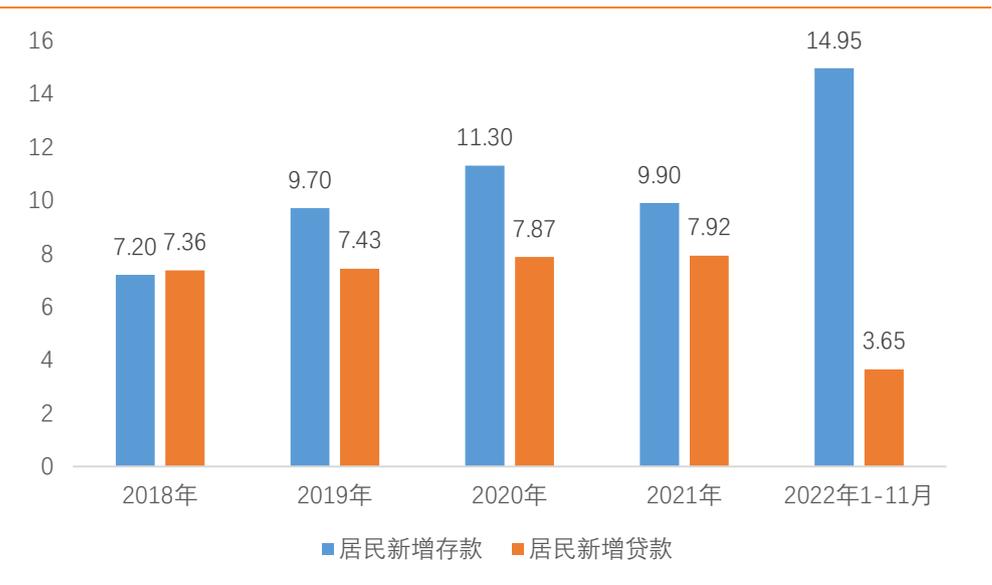
- 1 《宏观报告：房地产的支柱作用到底有多强？——房地产对经济的影响（上）》 2022-12-29
- 2 《宏观报告：风险定价-复苏交易主线行业的拥挤度状态-12月第5周资产配置报告》 2022-12-29
- 3 《宏观报告：日本央行意外加息的影响-日本央行意外加息的影响》 2022-12-23

在疫情政策优化后，疫情带来的中长期不确定性快速过去，被疫情压制了接近 3 年的消费在后疫情时代能否顺利修复也决定明年的经济成色。而这三年间，消费意愿被压制带来的储蓄高增能否转化为消费高增，对明年消费修复的判断至关重要。

2022 年，中国居民部门积攒了约 6 万亿超额储蓄。

数据显示，2022 年 1-11 月，居民部门新增存款 14.9 万亿，算上过去 5 年 12 月居民新增存款均值 1.4 万亿，2022 年全年居民部门新增存款或超过 16 万亿，大幅高于往年水平（2019、2020、2021 年分别为 9.7 万亿、11.3 万亿和 9.9 万亿）。从居民部门的存款数据来看，2022 年居民部门的超额储蓄规模或在 6 万亿左右。

图 1：居民部门存款（单位：万亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

疫情期间的超额储蓄能否转化成疫后的超额消费？这是资本市场非常关心的问题。在回答这个问题之前，我们需要先搞清楚约 6 万亿的超额储蓄是怎么来的？因为只有搞清楚了储蓄的来源，我们才能知道它的去处。

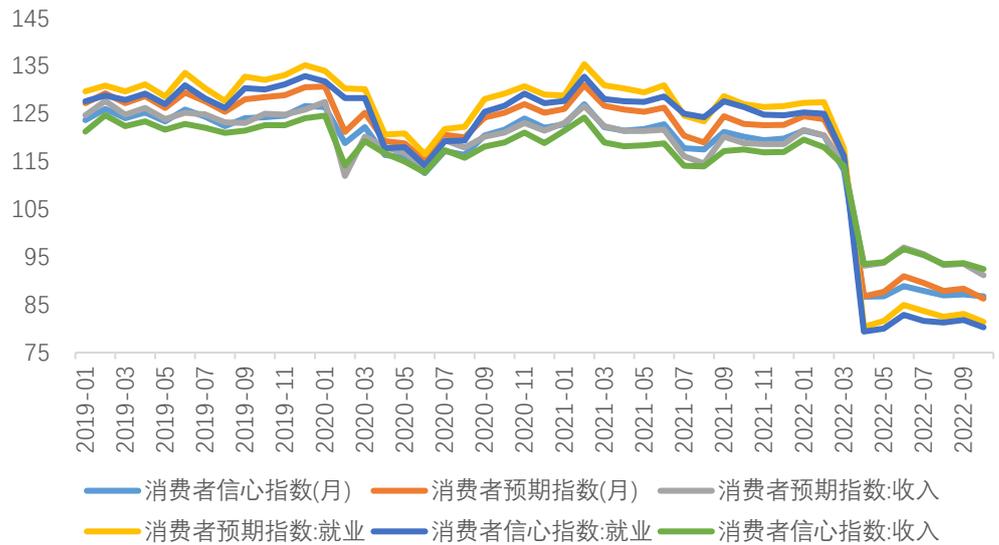
逻辑上讲，储蓄只是一个结果，是居民可支配收入减去消费性支出和投资性支出后的剩余用公式表达， $储蓄 = 可支配收入 - 消费性支出 - 投资性支出$ 。而消费支出和投资支出又均受收入预期、收入结构等因素的影响，所以究其缘由，**储蓄的核心在收入端**，可支配收入增加、收入预期下滑、收入结构恶化——这三种原因，都可能造成储蓄上升。

现实情况是 2020 年以来，居民部门收入增速一直低于疫情前水平。2020、2021 和 2022 年居民可支配收入名义同比增速分别为 4.7%、6.9%（两年同比）和 5.3%，显著低于 2019 年疫情前水平 8.9%的增速。

连续三年疫情也压制了居民的收入预期。2022 年以来，受国内疫情影响，消费者信心指数、预期指数（均包括收入和就业两类）分别从 1 月的 121.5 和 124.5 下滑至 4 月的 86.7 和 86.8。且 4 月之后，消费者信心指数和预期指数迟迟未重回疫情前水平，居民收入预期持续偏弱。

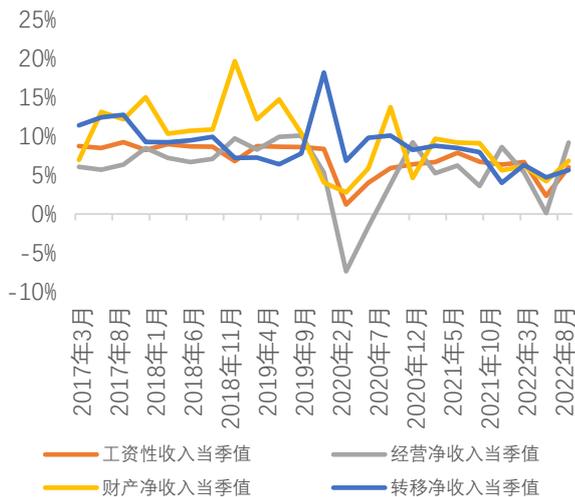
居民收入来源的结构也发生了变化。从收入来源看，疫情对居民经营性收入的影响最大，对工资性收入的影响次之。比如 2022 年 2 季度经营性净收入当季同比为 0.1%，1 季度为 5.4%；工资性收入当季同比为 2.3%，1 季度为 6.7%；财产净收入和转移净收入当季同比为 4.2%和 4.7%，高于工资性收入和经营性净收入。

图 2：居民信心持续偏弱



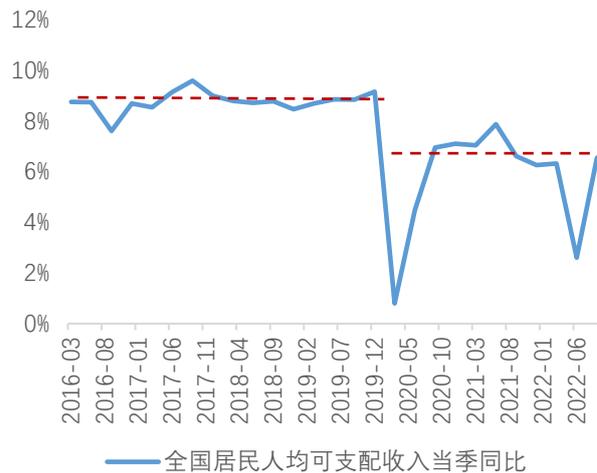
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 3: 居民收入分项增速



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 4: 居民收入增速偏低



资料来源: wind, 天风证券研究所 (注: 2021 年为两年同比增速)

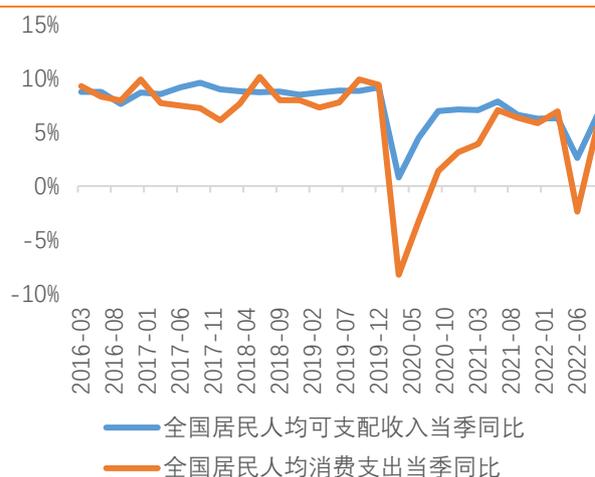
一方面, 受收入下滑、收入预期转弱等因素影响, 居民消费支出增速明显下滑, 且同比降幅大于收入。在受疫情影响明显的 2020 年上半年和 2022 年上半年, 居民人均消费支出累计同比仅 -5.9% 和 2.5%, 大幅低于疫情前 8% 左右的同比增速。分项结构中, 食品烟酒、居住等必需品消费维持韧性, 而教育、文化和娱乐、衣着等与线下消费密切相关的消费则偏弱。

图 5: 居民分项消费支出增速 (单位: %)

图 6: 疫情之后居民消费支出增速明显低于收入增速 (单位: %)

指标名称	食品烟酒	衣着	居住	生活用品及服务	交通和通信	教育、文化和娱乐	医疗保健	其他用品及服务	全国居民人均消费支出
2019-03	4%	2%	9%	3%	8%	21%	9%	7%	7%
2019-06	7%	5%	12%	5%	8%	1%	9%	14%	8%
2019-09	9%	6%	10%	2%	7%	17%	14%	14%	10%
2019-12	13%	4%	5%	9%	5%	11%	19%	6%	9%
2020-03	2%	-18%	2%	-11%	-17%	-36%	-10%	-22%	-8%
2020-06	9%	-14%	4%	-1%	-4%	-35%	-10%	-23%	-3%
2020-09	7%	2%	4%	3%	4%	-17%	4%	-8%	1%
2020-12	4%	4%	2%	3%	3%	1%	3%	9%	3%
2021-03	9%	-1%	5%	3%	-2%	0%	2%	-2%	4%
2021-06	10%	4%	5%	5%	7%	9%	5%	2%	7%
2021-09	9%	6%	7%	7%	6%	1%	7%	2%	6%
2021-12	7%	5%	5%	6%	8%	-1%	7%	12%	6%
2022-03	5%	4%	7%	5%	13%	7%	9%	17%	7%
2022-06	3%	-11%	5%	-5%	-7%	-21%	-3%	-8%	-2%
2022-09	9%	2%	4%	6%	8%	1%	2%	14%	5%

资料来源：wind, 天风证券研究所（预期值为按照过去3年增速均值来估算的潜在消费支出）

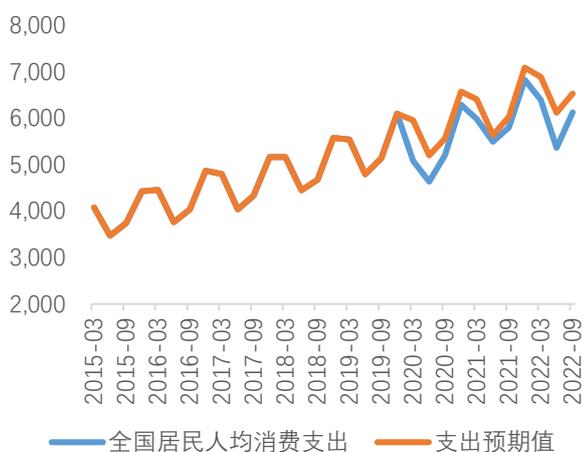


资料来源：wind, 天风证券研究所

根据 2017-2019 年 3 年增速均值或 2019 年增速估算，疫情以来居民部门累计超额储蓄在 5000-13000 亿元左右。但主要来自于 2020 年，2022 年居民部门收入下滑幅度大于支出，反而拖累了超额储蓄。

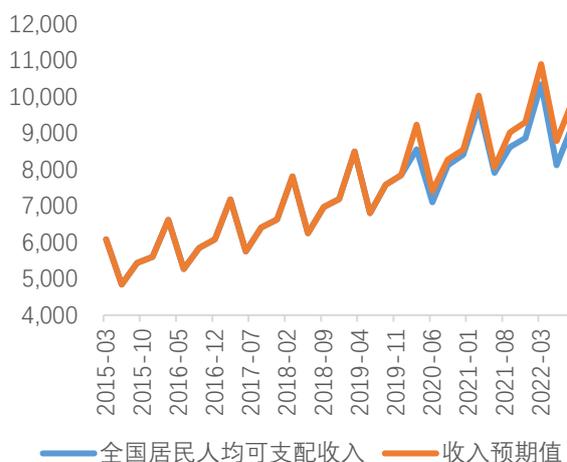
按往年均值估算，2022 年前三季度居民可支配收入累计低于潜在趋势约 1872 元/1804 元，消费支出低于潜在趋势约 1648 元/1756 元，对应人均 -224/-48 元的额外储蓄，即今年前三季度消费减少或并未给居民部门带来超额储蓄。

图 7：全国居民消费增速低于潜在水平（单位：元）



资料来源：wind, 天风证券研究所（预期值为按照过去3年增速均值来估算的潜在消费支出）

图 8：全国居民收入增速低于潜在水平（单位：元）



资料来源：wind, 天风证券研究所（预期值为按照过去3年增速均值来估算的潜在收入）

另一方面，房企爆雷和理财投资收益下行也造成居民部门减少了购房和理财等投资性支出，而这部分才是 2022 年超额储蓄的主要来源。

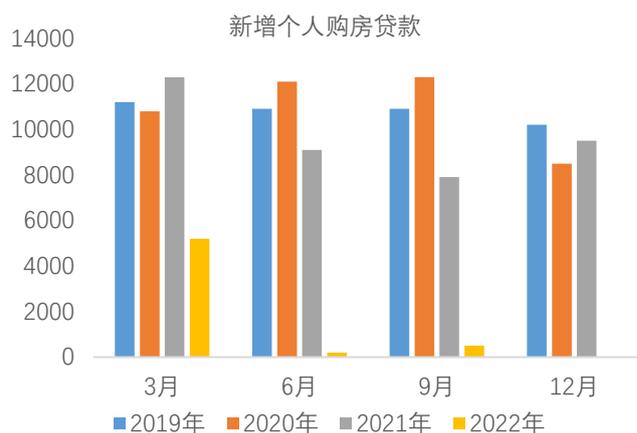
对比 2020 年疫情之后的房地产市场，彼时地产政策的边际放松推动销售快速上行，2020 年商品房住宅销售额 15.5 万亿，同比上涨 10.8%。而 2022 年受期房存在交付风险等因素影响，房地产销售快速下行，同时，前 11 个月商品房住宅销售额仅 10.4 万亿，同比下降 28.4%。按照过去三年住宅销售额同比均值计算，2022 年住宅销售额低于往年规模约 5.6 万亿左右，除去约占 1/3 的个人按揭贷款，居民购房类支出减少也带来了约 3.7 万亿的超额储蓄，这是今年 6 万亿超额储蓄的主要构成。

图 9：房地产销售偏弱（单位：%）

图 10：居民新增房贷规模快速下滑（单位：亿元）



资料来源: wind, 天风证券研究所



资料来源: wind, 天风证券研究所

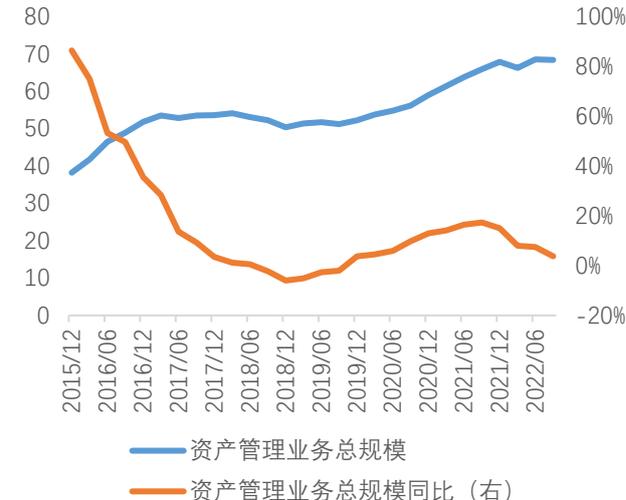
除房地产销售市场外, 2022 年资本市场波动加大, 理财收益回落推动居民部门减持理财产品, 资金回流存款。今年偏弱的资本市场收益也降低了居民部门购买基金等的意愿, 基金规模增速在 2022 年明显回落。2019-2021 年前三季度国内资产管理业务新增总规模分别 0.8、3.9 和 6.9 万亿, 但是 2022 年前三季度资管业务仅新增 0.5 万亿, 大幅低于过去三年均值水平。理财资金回流存款则补上了超额储蓄的另一块拼图。

图 11: 理财收益率快速下滑 (单位: %)



资料来源: wind, 天风证券研究所

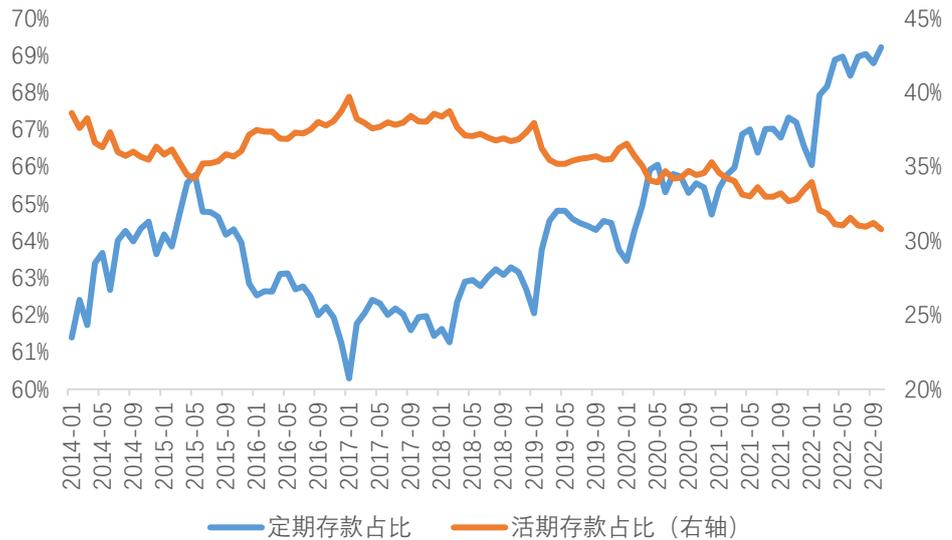
图 12: 资产管理业务总规模增速回落 (单位: 亿元)



资料来源: wind, 天风证券研究所

这部分超额储蓄对应了今年居民存款的定期化趋势。从存款结构上看, 2022 年 1-10 月新增人民币活期存款 1.2 万亿 (过去三年均值为 1 万亿), 与过去均值水平接近。新增定期存款 11.5 万亿 (过去三年均值为 7 万亿), 超额增幅接近 4.5 万亿。这也推动居民定期存款占比持续上行, 2022 年 10 月金融机构人民币存款中, 住户部门定期存款占比达到了 69.2%, 创近年来新高。

图 13: 居民部门存款结构的变化 (单位: %)

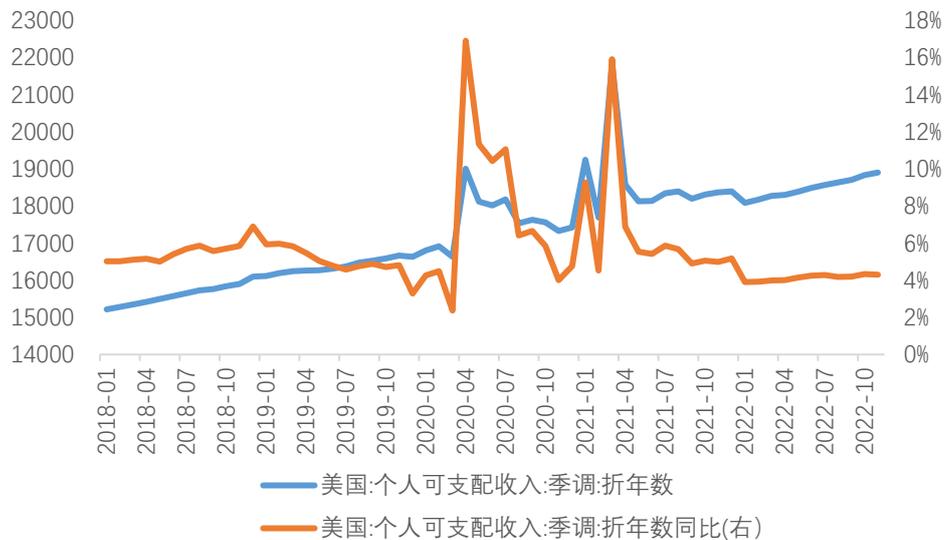


资料来源: wind, 天风证券研究所

横向对比 2020 年之后美国居民的收入情况以及超额储蓄情况，可以看到疫情以来中美两国在这两方面存在明显差异。

受益于大规模的财政转移支付，疫情以来美国居民实际收入快速增长，2020 年和 2021 年全年美国个人可支配收入同比分别上涨 7.4%和 5.9%，高于 2017-2019 年 5%的均值水平。

图 14: 美国居民收入端快速修复 (单位: 十亿美元)



资料来源: wind, 天风证券研究所

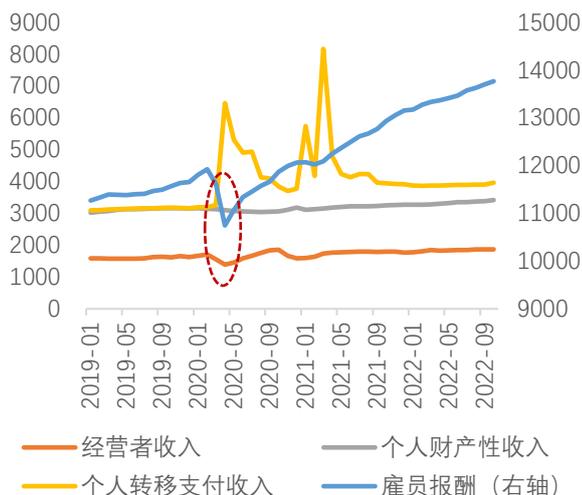
收入结构上，美国居民收入高增主要有两个来源。

一是美国政府向居民部门进行了多轮大规模财政转移支付，2020 年至 2021 年 2 季度期间，美国居民积累的 2.3 万亿美元超额储蓄¹，其中财政补贴贡献了约 1.8 万亿美元。

二是薪资增速快速修复。疫情后美国劳动力参与率从 2019 年 12 月 63.3%快速下滑至 2020 年 4 月的 60.2%，一直到 2022 年 11 月 (62.1%) 也未修复至疫情前水平。同时美国职位空缺数从 2019 年末的 674 万人最高上行至 2022 年 3 月的 1186 万人。劳动力供不应求推动美国居民工资快速上行，2020-2022 年 12 月时薪同比月均值为 4.89%，高于 2017-2019 年同比月均值 1.9 个百分点。这在财政补贴结束后，支撑了美国居民收入端修复。

¹ 美联储 - COVID-19 大流行期间的超额储蓄 ([federalreserve.gov](https://www.federalreserve.gov))

图 15：美国居民收入分项（单位：十亿美元）



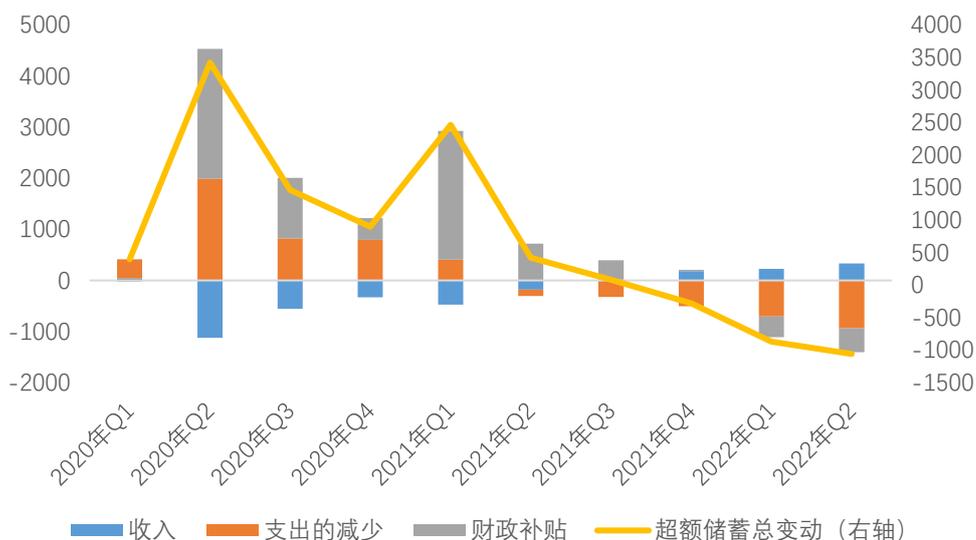
资料来源：wind, 天风证券研究所

图 16：美国劳动力市场职位空缺明显（右轴：%；左轴：千美元）



资料来源：wind, 天风证券研究所（2021 年为两年平均同比）

图 17：美国超额储蓄的主要来源（单位：十亿美元，折年数）

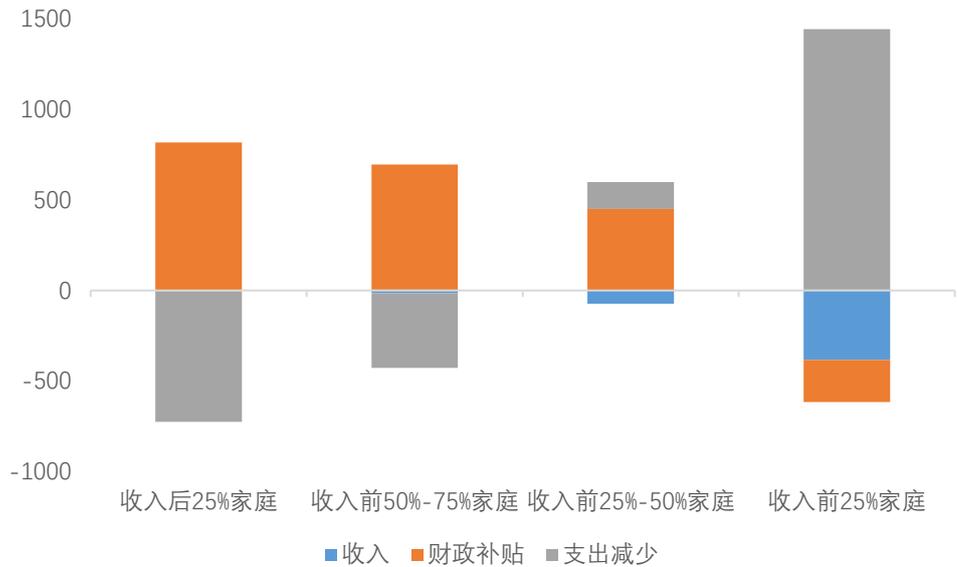


资料来源：美联储, 天风证券研究所

对应于疫情以来美国居民的超额储蓄来源也可以分为两类。一类来源于政府财政转移支付带来的收入增加，这部分超额储蓄主要集中于美国低收入群体。截止 2022 年 2 季度，收入后 50%分位家庭的超额储蓄主要来自于接近 1.5 万亿美元的财政转移支付²。

另一类来源于居民收入预期下降带来的消费减少，这部分超额储蓄主要集中于美国高收入群体。高收入家庭在疫情后的消费连续七个季度低于 2015-2019 年的趋势水平，截止 2022 年 2 季度，收入前 25%分位家庭通过减少支出积累了约 1.4 万亿美元的超额储蓄。

图 18：按收入分位数家庭分列的超额储蓄来源（截止 2022Q2）（单位：十亿美元）



资料来源: 美联储, 天风证券研究所

不同来源的超额储蓄对于居民消费的影响并不一样。

从收入和支出数据上看, 受益于财政转移支付的低收入群体 (收入后 25%分位家庭), 可支配收入明显上涨, 消费较快修复, 2020 年 2 季度美国低收入居民消费支出从 1 季度的 98.5 跳涨到 118.3 (指数化后的指标, 2015-2019=100), 并在 2021 年 1 季度达到了 123.1, 此后随着财政转移收入下滑, 消费随之回落。

但高收入群体 (收入前 25%分位家庭) 不是财政补贴的主要目标人群, 收入承压, 消费修复缓慢, 美国高收入群体消费支出到 2021 年四季度才修复至疫情前水平 (指数达到 100), 且后续修复高度较低, 到 2022 年 2 季度也仅有 103。

从这个角度看, 转移性收入能够有效地刺激居民消费修复, 而由收入预期下行带来的超额储蓄对消费的支持力度明显偏低, 因为这部分存款本身就是依靠减少消费而来的。因此, 消费的修复往往以收入修复为前提, 只有等到居民收入预期好转时, 超额储蓄才有可能转化为超额消费。

图 19: 美国不同收入水准居民可支配个人收入



图 20: 美国不同收入水准居民个人消费支出



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_50804

