



宏观研究

【粤开宏观】超额储蓄的规模、来源与影响

2023 年 01 月 15 日

投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001

电话：010-83755580

邮箱：luozhiheng@y kzq.com

分析师：马家进

执业编号：S0300522110002

邮箱：majiajin@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】2023 年财政如何“加力提效”》2022-12-19

《【粤开宏观】从财税视角看山西：资源型省份的财政转型与出路》2022-12-21

《【粤开宏观】从财税视角看湖北：中部崛起领头羊的财政与债务形势》2022-12-29

《【粤开宏观】海南：“热带宝地”的财政体制、形势与债务全景》2022-12-30

《【粤开宏观】防范化解地方债务风险：形势与应对》2023-01-04

摘要

近期“超额储蓄”以及超额储蓄是否能推动形成报复性消费成为市场热议话题。在出口下滑、地产低迷背景下，居民消费的复苏力度直接关系到 2023 年中国经济增长前景。数据显示，2022 年中国居民部门积攒了近 8 万亿元的超额储蓄；疫情防控措施优化、各地居民陆续“阳康”后，超额储蓄为消费回暖提供了资金支持；从美国经验看，超额储蓄极大地刺激了居民的消费需求。但是，消费的提振需要一个过程，不可对消费反转有过高期待，主要是过去三年居民对不确定性和风险的认知发生了较大变化，消费意愿难以在短期内快速提高；当前居民就业仍未出现实质性改善，当前收入以及对未来收入预期仍未出现明显提升。

对该问题的讨论，我们认为要厘清一些似是而非的关键要点：

1、市场讨论的其实是“超额存款”，而非“超额储蓄”，居民资产配置从房地产、股市和理财产品转移到银行存款，容易夸大超额储蓄规模。议题上，市场以超额储蓄看未来消费前景，重点应是居民如何进行消费-储蓄决策；但数据上，市场以居民存款作为分析基础，实际上又涉及居民的资产配置行为，如果居民更愿意以银行存款形式持有资产，则会夸大超额储蓄的规模和影响。

2、2022 年居民存款出现了异常增长。一是增速上，当年存款余额同比增长 17.4%，创 2010 年以来新高；二是规模上，全年新增存款 17.8 万亿，大幅高于 2019-2021 年同期的 9.7、11.3 和 9.9 万亿。**若将居民存款的这种异常增长视作“超额存款”，则 2022 年高达近 8 万亿元。**

3、“超额存款”可分为两部分：一是真正意义上的“超额储蓄”，居民减少消费、增加储蓄；二是居民部门调整资产配置后的“存款回流”，购房减少、理财产品赎回等导致其他投资在总资产中占比下降，银行存款占比上升。

4、超额存款主要来自于消费减少、购房支出下降、理财产品赎回。第一，居民消费减少，预防性储蓄上升，贡献约 1.5 万亿；第二，房地产风险上升，居民购房支出减少，贡献约 3 万亿；第三，金融市场波动，居民存款回流，贡献约 2.5 万亿。

5、超额存款提高了居民消费能力，同时疫情防控措施优化放开了消费场景限制，2023 年是否会迎来一轮报复性消费？首先，只有部分超额存款能用于消费。源自购房支出下降和理财产品赎回的超额存款，属于居民的资产配置行为，未来将重新用于购房和其他投资。其次，超额储蓄的非对称分布将导致消费 K 型恢复。1.5 万亿的超额储蓄更偏向于高收入人群，而高收入人群的边际消费倾向要低于中低收入人群，会抑制总体消费增长。

6、展望 2023 年，趋势上，总体消费将迎来明显恢复；结构上，服务消费的弹性高于商品消费。然而受制于居民收入增速、消费意愿、贫富分化等因素，消费或仍低于潜在趋势水平，需要政策进一步发力提振。



7、2022 年底的中央经济工作会议把恢复和扩大消费摆在优先位置，扩大内需成为未来时期的重要工作。短期的消费刺激政策通常是通过发放消费券和补贴等方式设定限时消费，有利于维护经济社会稳定，但也存在一些缺陷。“十四五”期间扩大并提振居民消费，要从增加居民收入、提高边际消费倾向两方面入手，真正做实“内需”，促进“双循环”。

风险提示：疫情反弹、居民收入增速不及预期、居民消费意愿恢复缓慢



目 录

一、市场讨论的其实是“超额存款”，而非“超额储蓄”	4
二、2022 年居民部门“超额存款”的规模与来源	5
（一）居民消费减少，预防性储蓄上升，贡献约 1.5 万亿	6
（二）房地产风险上升，居民购房支出减少，贡献约 3 万亿	7
（三）金融市场波动，居民存款回流，贡献约 2.5 万亿	8
三、“超额存款”是否会引发“报复性消费”？	10
四、如何有效提振消费？	11

图表目录

图表 1：“储蓄”涉及居民决策中的两个不同领域	4
图表 2：2022 年居民存款增速创 2010 年以来新高	5
图表 3：2022 年居民新增存款规模大幅上升	5
图表 4：2022 年居民平均消费倾向仍大幅低于疫情前水平	6
图表 5：疫情以来，居民消费增速降幅显著大于收入增速降幅	7
图表 6：2022 年商品住宅销售额大幅下降	8
图表 7：2022 年居民部门新增中长期消费贷款规模大幅下降	8
图表 8：2019 年家庭持有金融资产的结构情况	9
图表 9：央行城镇储户问卷调查显示，居民储蓄意愿上升、消费和投资意愿下降	9
图表 10：股票投资意愿与 A 股市场表现正相关	10
图表 11：农村居民的平均消费倾向显著高于城镇居民	11



一、市场讨论的其实是“超额存款”，而非“超额储蓄”

近期“超额储蓄”以及超额储蓄是否能推动形成报复性消费成为市场热议话题。在出口下滑、地产低迷背景下，居民消费的复苏力度直接关系到 2023 年中国经济增长前景。数据显示，2022 年中国居民部门积攒了近 8 万亿元的超额储蓄；疫情防控措施优化、各地居民陆续“阳康”后，超额储蓄为消费回暖提供了资金支持；从美国经验看，超额储蓄极大地刺激了居民的消费需求。

“超额储蓄”中的“超额”很好理解，但“储蓄”却容易引发歧义。一方面，居民面临跨期选择，获得收入后，要将一部分用于当期消费，剩下的储存起来以备未来之需；另一方面，居民要做资产配置，储存起来的收入，是存入银行形成储蓄存款，还是用于买房、炒股等其他投资。

当前的市场讨论将二者混为了一谈。议题上，市场以超额储蓄看未来消费前景，应该是储蓄的第一层含义，居民如何进行消费-储蓄决策；数据上，市场以居民存款作为分析基础，实际上又牵扯到第二层含义的资产配置，居民的总资产中，有多少是以银行存款的形式存在的。因此，市场讨论的其实是“超额存款”，会夸大“超额储蓄”的规模 and 影响。

图表1：“储蓄”涉及居民决策中的两个不同领域



资料来源：粤开证券研究院

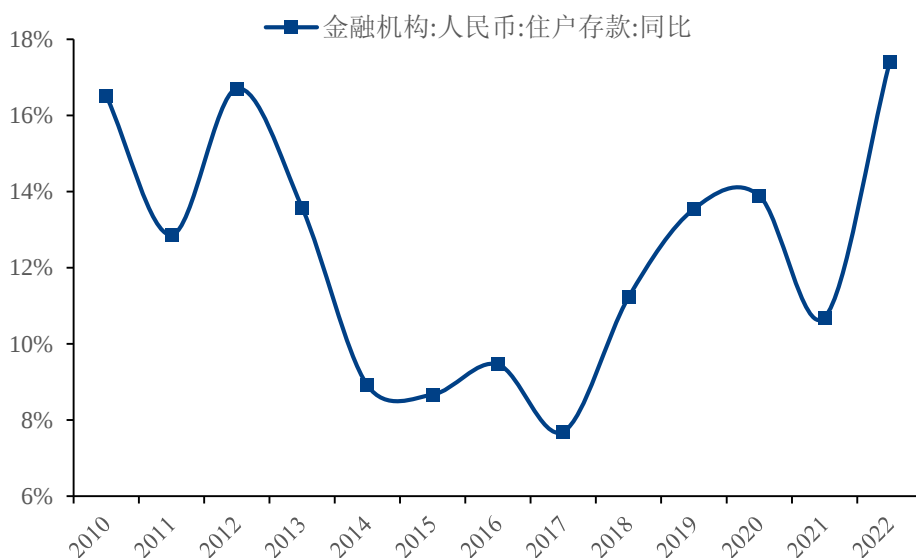


二、2022 年居民部门“超额存款”的规模与来源

2022 年居民存款出现了异常增长。一是增速上，当年存款余额同比增长 17.4%，创 2010 年以来新高；二是规模上，全年新增存款 17.8 万亿，大幅高于 2019-2021 年同期的 9.7、11.3 和 9.9 万亿。

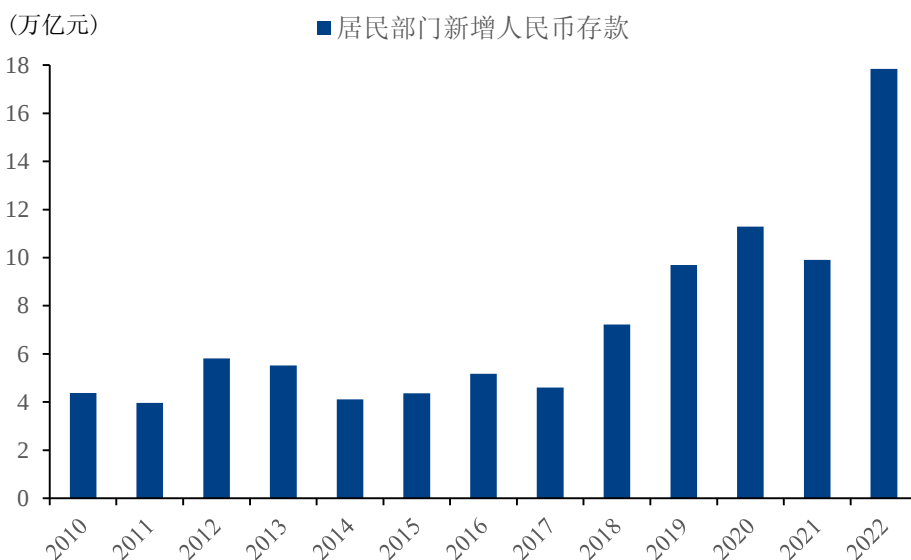
若将居民存款的这种异常增长视作“超额存款”，则 2022 年高达近 8 万亿元。方便起见，可将 2021 年作为比较基准，一是当年经济明显恢复，实际 GDP 两年平均增速为 5.3%；二是新增居民存款规模与前两年相近，处于正常水平。2022 年居民新增存款 17.8 万亿，较 2021 年多增了 7.9 万亿。

图表2：2022 年居民存款增速创 2010 年以来新高



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表3：2022 年居民新增存款规模大幅上升



资料来源：Wind、粤开证券研究院



“超额存款”可分为两部分：一是真正意义上的“超额储蓄”，居民减少消费、增加储蓄；二是居民部门调整资产配置后的“存款回流”，购房减少、理财产品赎回等导致其他投资在总资产中占比下降，银行存款占比上升。

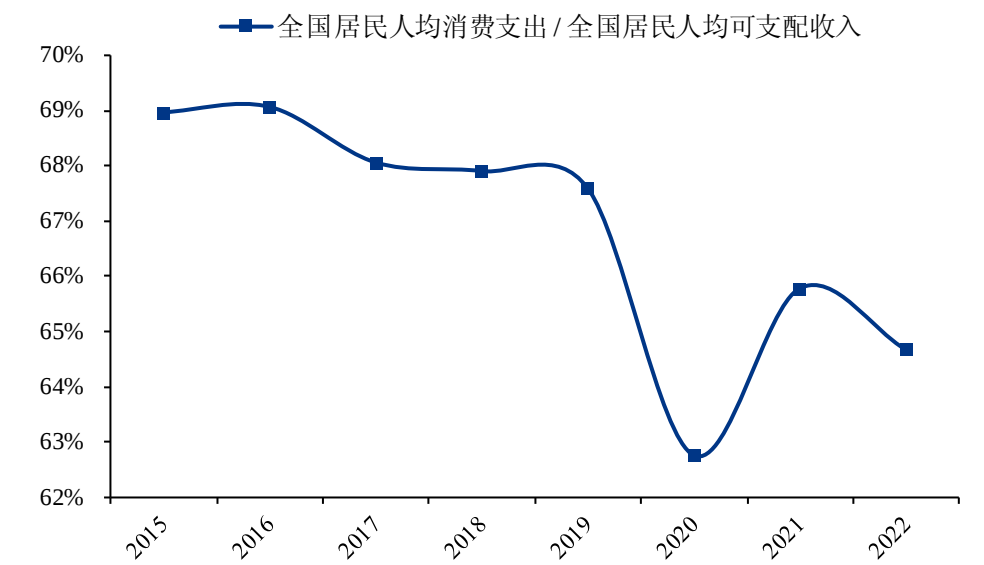
（一）居民消费减少，预防性储蓄上升，贡献约 1.5 万亿

疫情以来，中国的超额储蓄与美国存在显著区别：美国大规模财政补贴使得居民可支配收入不降反升，服务消费受疫情限制但商品消费持续高增，超额储蓄更多是被动上升；中国居民可支配收入随经济下行压力增大而明显放缓，消费也持续低迷，超额储蓄既有消费场景受限导致的被动上升，也有居民增加预防性储蓄的主动选择。

可将当前收入水平下，居民实际消费与正常消费之间的缺口作为超额储蓄。一方面，在努力工作的前提下，居民收入更多取决于经济大环境，居民实际上面临一个相对刚性的收入约束；另一方面，居民真正拥有较大主观能动性的是消费-储蓄决策，决定多少用于当期消费，多少储蓄起来以备不时之需。

2022 年因居民消费减少而增加的超额储蓄或达 1.5 万亿。假设 2022 年四季度居民人均可支配收入同比增速与三季度相同，则全年增速为 5.6%，全年人均可支配收入为 3.7 万元；2022 年前三季度居民人均消费支出占人均可支配收入的比重为 64.7%，较 2019 年同期低 2.9 个百分点，假设全年缺口与此相同，则人均消费支出比正常水平减少 1073 元，再乘以全国人口 14.13 亿，可得超额储蓄约为 1.5 万亿。

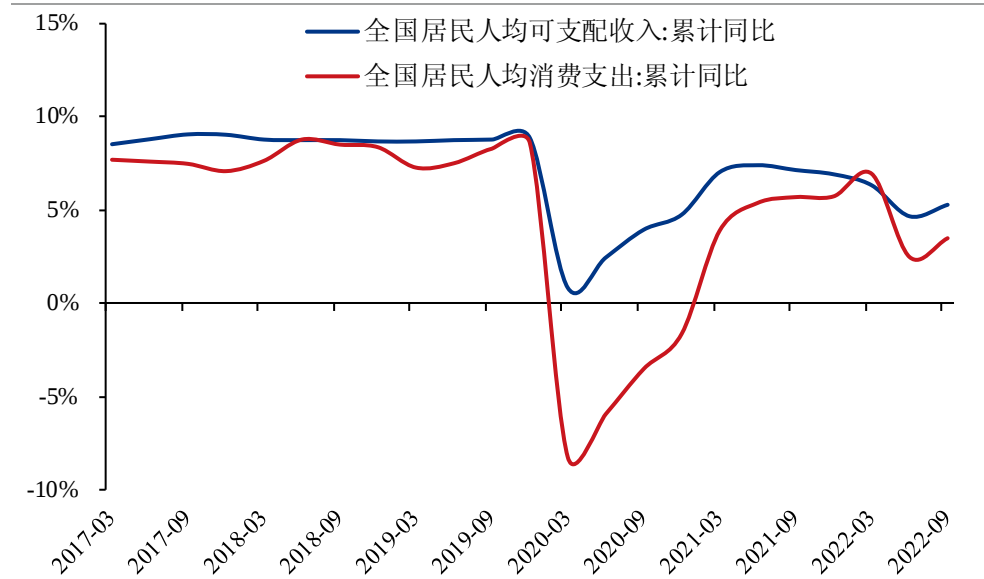
图表4：2022 年居民平均消费倾向仍大幅低于疫情前水平



资料来源：Wind、粤开证券研究院（注：均为各年前三季度）



图表5：疫情以来，居民消费增速降幅显著大于收入增速降幅



资料来源：Wind、粤开证券研究院（注：2021 年为两年平均增速）

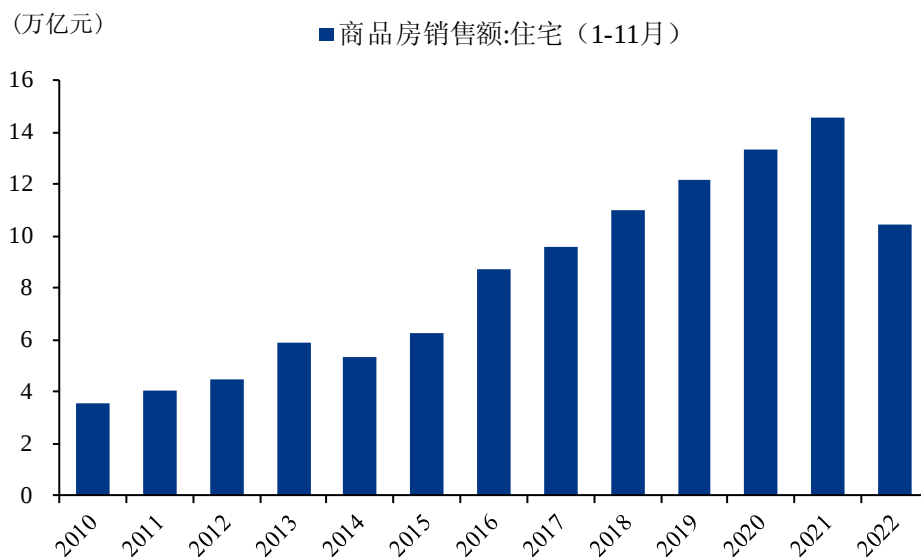
（二）房地产风险上升，居民购房支出减少，贡献约 3 万亿

房地产是居民资产的重要配置渠道，也是家庭的重大支出项。央行《2019 年中国城镇居民家庭资产负债情况调查》显示，居民住房资产占家庭总资产的比重为 59.1%。然而 2021 年下半年以来，房企债务风险和期房烂尾风险显著上升，严重冲击居民购房信心，房地产销售持续下滑，2022 年 1-11 月商品住宅销售额累计下降 28.4%。

2022 年因居民购房减少而增加的超额存款或达 3 万亿。若没有爆发房地产风险，2022 年商品住宅销售额或以 8.8% 的潜在增速（2019-2021 三年平均增速）继续增长，但实际上却下降了 28.7%（假设 12 月当月同比与 11 月相同），因此居民购房总额减少了 6.1 万亿。假设平均首付比例为 50%，则 2022 年居民购房支出减少约 3 万亿，并堆积在居民部门的存款账户上。此外，2022 年 1-11 月居民新增中长期消费贷款（房贷为主）较 2021 年同期减少 3.4 万亿，也与上述测算基本吻合。

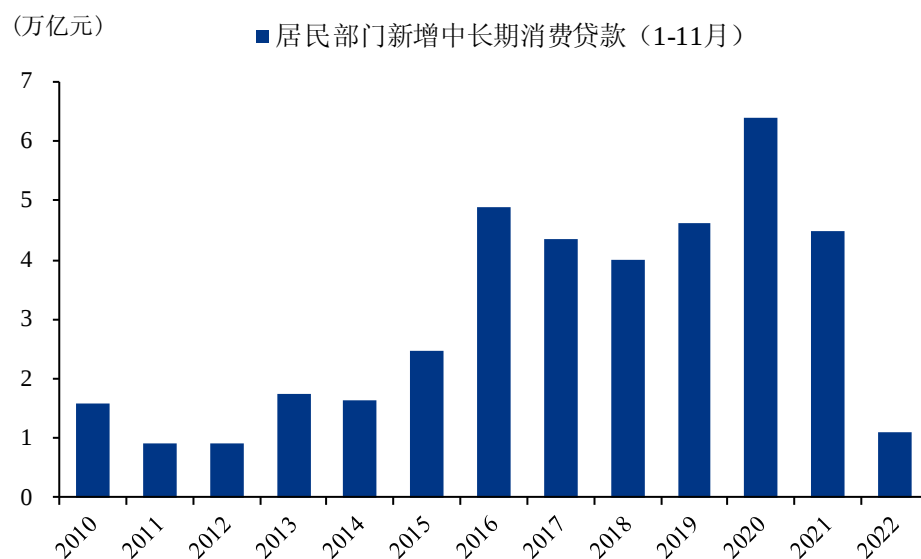


图表6：2022 年商品住宅销售额大幅下降



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表7：2022 年居民部门新增中长期消费贷款规模大幅下降



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_51293

