

宏观深度报告

报告日期：2023年01月09日

当信息杠杆遭遇居民存款搬家

——夺回失去的牛市系列研究八

核心观点

近几年我国居民储蓄存款大量积累，我们估算，2020年后居民超额储蓄率约为5.2%，其中“被动储蓄”、“预防性储蓄”分别占比62%和38%；以2018-2019年递推2020-2022年的超额储蓄体量预计共计3.98万亿；以2014-2017递推2018-2022年超额储蓄体量约为17.34万亿。我们认为部分“被动储蓄”有望随疫情形势改善而逐步释放，主要体现为居民消费及购房活动的回暖，而“预防性储蓄”主要源自居民悲观预期及产业结构转型（教培、互联网、地产等），对比1998年后的居民储蓄释放，当前我国经济领域各项政策核心在于围绕共同富裕、为民生领域降成本，打击相关高杠杆、高负债、高收益行业过度扩张，包括抑制房价过快上涨、限制平台公司垄断运营、整治教培行业乱象、推进医疗体系集采等，进而推动全体人民共同富裕。也因此，我们认为居民超额储蓄在无法大量进入消费、地产领域的情况下，资本市场将是核心外溢方向。

预计2023年宏观领域四个层面转机（疫情防控政策、房地产新发展模式出台、俄乌战局预计进入动态均衡及美联储政策转向）出现将缓解居民“预期转弱”、带动资金入市，此外，预计2023年中美“比差逻辑”下中国占优，将吸引外资流入，孕育股市赚钱效应，并进一步吸引个人投资者入市。我们重点提示此过程中“信息杠杆”的放大器作用，即随着智能手机和社交软件的快速发展和广泛渗透，将使信息出现几何式快速传播，在股市行情开启时对居民资金入市形成助推器作用，进一步强化市场行情的持续性。

□ 近几年我国居民储蓄存款快速积累

2018年起，受我国经济回落压力加大、居民收入预期转弱、地产调控、疫情反复、股市波动加大、资管产品净值化转型等因素影响，我国居民储蓄体量持续积累，2020年疫情后进一步提速。截至2022年11月末，储蓄存款体量已增至117.5万亿，较2018年初增量达52万亿，增幅80%，同比增速攀升至16.7%。2022年仅前11个月，储蓄存款增量已有14.95万亿，明显高于过往年份。

□ 估算2020年后居民超额储蓄率约为5.2%，超额储蓄总体量共计3.98万亿

我们计算2013-2019年四个季度储蓄率均值，将2020-2022年各季度水平与之比较，估算出2020年后居民超额储蓄率约为5.2%。疫情对居民储蓄的影响可分为两类，其一为疫情防控或高感染率出现，无法消费导致的被动性储蓄；其二为源于对经济走势和收入预期悲观、以及产业结构转型（教培、互联网、地产等）导致的预防性储蓄。我们估算两者分别占比约62%和38%。

以2018-2019年储蓄存款各月环比增速的均值推算假设情形下2020-2022年的存款余额，我们估算出2020年以来居民积累超额储蓄体量约为3.98万亿。其中，2020、2021及2022（截至11月）分别为+1.21万亿、-1.44万亿及+4.21万亿。同样的方法，以2014-2017递推2018-2022年超额储蓄体量约为17.34万亿。

□ 预计2023年居民存款搬家，将分流至实体部门及资本市场

我们预计2023年居民存款搬家，将分流至实体部门及资本市场，其中，部分“被动储蓄”将随疫情形势改善而逐步释放，主要体现为居民消费及购房活动的回暖；而“预防性储蓄”主要源自居民悲观预期及产业结构转型。对比1998年后的居民储蓄释放，当前我国经济领域各项政策核心在于围绕共同富裕、为民生领域降成本，打击相关高杠杆、高收益行业过度扩张，包括抑制房价过快上涨、限制平台公司垄断运营、整治教培行业乱象、推进医疗体系集采等，推动全体人民共同富裕。也因此，我们认为居民超额储蓄在无法大量进入消费、地产领域的情况下，资本市场将是核心外溢方向。

分析师：李超

执业证书号：S1230520030002

lichao1@stocke.com.cn

分析师：孙欧

执业证书号：S1230520070006

sunou@stocke.com.cn

相关报告

- 1 《12月外储：国际收支平衡压力暂有缓解》 2023.01.07
- 2 《有中国特色的财政货币配合新机制——夺回失去的牛市系列研究七》 2023.01.05
- 3 《房地产如何走过过渡期？——夺回失去的牛市系列研究六》 2023.01.03

□ 过去十年我国居民金融资产配置意愿及成熟度明显提高

近年来我国居民金融资产占总资产比重明显提高。截至 2019 年，我国居民家庭总资产已有 575 万亿元（社科院数据），其中，金融资产占比 56.5%，比重较 2000 年提高 13.5 个百分点。我们认为主要原因是：1、近年来我国资本市场发生深刻变化，当前股、债市场规模均已位居全球第二；2、随着资本市场广度、深度的提高、资管产品逐步丰富和多元化，居民金融资产配置意愿及成熟度提高；3、“房住不炒”基调有助于引导居民资金向金融资产切换。我们计算各项资产 2011-2019 年 9 年间的年均复合增速，证券投资基金、保险准备金、股票及股权投资增速位居前三，增速分别高达 23.4%、16.9%和 15.5%。2019 年相比 2010 年，股票及股权投资占总资产比重提高了 3.7 个百分点，涨幅最大。

□ 2023 年，看好外资流入及个人投资者入市对权益市场行情的带动

参考监管层打击非法配资，2015 年 6 月股市大幅下跌的经验，我们认为我国股市上涨不能再出现“杠杆牛”，即产业资本、金融机构、个人投资者等各主体都很难大幅加杠杆，2023 年，我们看好外资流入及个人投资者入市，即居民超额储蓄存款释放流入股市，对权益市场行情的带动。我国股市仍是个人投资者为主的市场，我们认为基于对资本市场更强投资意愿及更高的认知度，我国居民当前较高的超额储蓄存在较为畅通的路径进入资本市场，进而成为股市行情放大器。

□ 2023 年四个层面转机有望触发股市行情、扭转居民预期

我们在 2022 年 10 月 31 日发布的年度策略报告《万里风云，峰回路转》中提出，2023 年我国权益市场有望迎来四个层面的转机：我国疫情防控政策优化（已经兑现）、两会左右房地产新发展模式有望出台、俄乌战局预计逐步进入动态均衡阶段及美联储有望在 2023 年 Q2 给出更为明确的政策转向信号。基于此，股市有望开启牛市行情。我们认为，多项转机均有助于改善居民预期。

□ 2023 年，中美“比差逻辑”下中国占优，预计将吸引外资流入

中美经济存在“比差逻辑”和“比好逻辑”，2023 年，全球主要经济体表现是衰退实质是滞胀，美国经济增速大概率降至潜在增速下方，我国也在疫后修复期，全球“比差逻辑”中，我国经济独具韧性，相对美国更为占优将吸引外资流入，美元及美债收益率下行，人民币汇率有望升值至最高 6.6 左右位置，汇率升值与资本流入可形成相互强化，为我国金融市场带来增量流动性。2022 年 11 月至今，伴随国内各项政策积极变化及人民币汇率升值，北向资金已呈现积极流入态势。

□ “信息杠杆”将发挥信心及股市行情放大器的作用

外资流入孕育股市赚钱效应，将吸引个人投资者入场。我们重点提示，智能手机和社交软件的快速发展和广泛渗透将使信息出现几何式快速传播，我们称之为“信息杠杆”，区别于借贷资金的杠杆，信息杠杆是一种虚拟的杠杆，能够强化个人投资者的羊群行为。

我们选取“牛市”、“开户”、“基金”三个关键词，提取关键词的百度搜索指数和资讯指数。对于“开户”，其百度搜索指数与上证综指 2011 年至今相关系数达 0.64，强于“牛市”搜索指数。更值得注意的是，“开户”百度资讯指数波动性并不大，媒体报道对“开户”的信息传播效果并不强，也就是说，对于“开户”而言，居民的被动信息触达（公开媒体信息）明显弱于主动搜索，我们认为核心源自熟人社交带来的信息高速传递。重点提示，2020 年后，“基金”关键词的几轮高峰搜索强度呈现逐次走高，几轮搜索高峰与当时基金份额的快速提升直接对应，说明居民对机构投资者信任度的提升及通过基金配置间接入市的意愿增强。

□ “夺回失去的牛市”行情开启

我们继续强调 2023 年夺回失去的牛市行情。结构上，我们认为以航空机场、旅游酒店、餐饮等恢复人流带来的预期差最大，带来困境反转的投资机会。同时，未来重点关注后续美债收益率见顶后成长风格的投资机会，具体包括制造业强链补链（自主可控和进口替代，如半导体和机床母机）和产业基础再造领域。

□ 风险提示

海外地缘政治、经济风险加大，外资流入我国资本市场受阻，赚钱效应开启缓慢；新冠病毒再度变异对经济活动再次构成冲击，抑制居民储蓄释放及投资情绪。

正文目录

1 近几年我国居民储蓄存款快速积累	6
1.1 2018 年起我国居民储蓄存款持续积累，2020 年疫情后进一步提速	6
1.2 估算 2020 年后居民超额储蓄率约为 5.2%，其中“被动储蓄”、“预防性储蓄”分别约 3.2%和 2%	11
1.3 2020 年至今居民超额储蓄总体量预计共计 3.98 万亿	12
2 预计 2023 年居民存款搬家，将分流至实体部门及资本市场	13
2.1 2023 年居民存款搬家的概率较大	13
2.2 2023 年居民存款搬家将与 1998 年逻辑不同	13
3 2023 年消费及商品房销售有望回暖，但较难大幅增长	14
4 过去十年我国居民金融资产配置意愿及成熟度明显提高	16
5 外资流入催生股市赚钱效应，信息杠杆驱动居民资金加速入市	18
5.1 2023 年四个层面转机有望触发股市行情、扭转居民预期	18
5.2 2023 年，中美“比差逻辑”下中国占优，预计将吸引外资流入	18
5.3 “信息杠杆”将发挥信心及股市行情放大器的作用	20
6 总结	24
7 风险提示	25

图表目录

图 1: 2018 年起我国居民储蓄存款不断积累	6
图 2: 我国居民储蓄率总体处于较高水平	6
图 3: 截至 2022 年 11 月, 储蓄存款占总存款比重升至 45.6%	7
图 4: 2020、2021 年居民加杠杆幅度弱于其他部门	7
图 5: 2020 年后, 居民收入增速持续高于其中位数增速, 侧面反映收入分配形势有所恶化	8
图 6: 居民经营收入受疫情冲击最大	8
图 7: 2022 年消费者信心指数大幅回落	8
图 8: 央行城镇储户问卷调查显示居民储蓄意愿提高	8
图 9: 地产销售增速处于低位	9
图 10: 疫情反复对消费冲击最为显著	9
图 11: 2018 年后股市波动性有所加大	9
图 12: 央行城镇储户问卷调查显示 2021 年后居民投资情绪转弱	9
图 13: 公募基金净值增速与居民存款增速负相关性较强	9
图 14: 2019 年以来银行理财产品平均预期收益率波动下行	9
图 15: 2022 年财政存款向居民、企业账户转移	10
图 16: 储蓄存款结构中, 定期存款占比波动上行	10
图 17: 2022 年 1-11 月, 储蓄存款增量中定期存款占比 84.8%	10
图 18: 近几年经济回落压力加大, 央行降息引导 LPR 回落	11
图 19: 降息环境中, 银行净息差波动下行	11
图 20: 2020 年及 2022 年储蓄率出现明显抬升	12
图 21: “被动储蓄”、“预防性储蓄”区分	12
图 22: 以 2018-2019 年推算 2020-2022 年居民超额储蓄共计约 3.98 万亿	12
图 23: 以 2018-2019 年推算, 2020-2022 年居民超额储蓄主要积累于 2022 年	12
图 24: 以 2014-2017 年推算 2018-2022 年居民超额储蓄共计约 17.34 万亿	13
图 25: 以 2014-2017 年推算 2018-2022 年居民超额储蓄历年数据	13
图 26: 1998 年起, 地产、医疗等领域的市场化改革拉动我国居民储蓄释放	14
图 27: 预计 2023 年社零增速为 6.6%, 二季度为全年高点	15
图 28: 预计 2023 年地产销售有所改善, 但年末大概率仍为负值	16
图 29: 2000 年以来我国居民资产结构中金融资产占比明显上行	16
图 30: 2019 年末, 居民各项资产占比	16
图 31: 10 年期国债收益率大趋势呈现中枢下行	17
图 32: 2011-2019 年居民资产结构中, 基金、保险、股票投资增速居前三	17
图 33: 2019 年相比 2010 年, 居民股票及股权投资占总资产比重提高 3.7 个百分点, 涨幅最大	17
图 34: 2005 年人民币汇改后汇率升值, A 股开始走牛	19
图 35: 2005 年外储大量增加、与 A 股走势正相关	19
图 36: 2023 年中美“比差逻辑”, 中国大概率占优	19
图 37: 预计 2023 年人民币汇率大幅升值	19
图 38: 2022 年 11 月起, 北向资金积极流入	20
图 39: 个人投资者入市强化股市行情	20
图 40: 社交软件活跃用户量近年大幅提高	21
图 41: “牛市”百度搜索指数在股市行情开启时与股指走势正相关性较强	22

图 42: “牛市”百度资讯指数对推动个人投资者情绪起到了信息传播效果	22
图 43: “开户”百度搜索指数与股市行情正相关性强于“牛市”指数	23
图 44: “开户”百度资讯指数波动性不大	23
图 45: “基金”百度搜索指数与股市正相关, 且 2020 年后高峰搜索强度逐次提高	24
表 1: 几项关键词百度搜索指数与股市相关系数	24

本文为“夺回失去的牛市”系列研究第八篇，核心讨论近几年我国居民积累的大量储蓄存款如何流入实体及资本市场问题。我们估算，2020年后居民超额储蓄率约为5.2%，其中“被动储蓄”、“预防性储蓄”分别占比62%和38%；以2018-2019年递推2020-2022年的超额储蓄体量预计共计3.98万亿；以2014-2017递推2018-2022年超额储蓄体量约为17.34万亿。我们认为部分“被动储蓄”有望随疫情形势改善而逐步释放，主要体现为居民消费及购房活动的回暖，而“预防性储蓄”主要源自居民悲观预期及产业结构转型（教培、互联网、地产等），对比1998年后的居民储蓄释放，当前我国经济领域各项政策核心在于围绕共同富裕、为民生领域降成本，打击相关高杠杆、高负债、高收益行业过度扩张，包括抑制房价过快上涨、限制平台公司垄断运营、整治教培行业乱象、推进医疗体系集采等，进而推动全体人民共同富裕。也因此，我们认为居民超额储蓄在无法大量进入消费、地产领域的情况下，资本市场将是核心外溢方向。

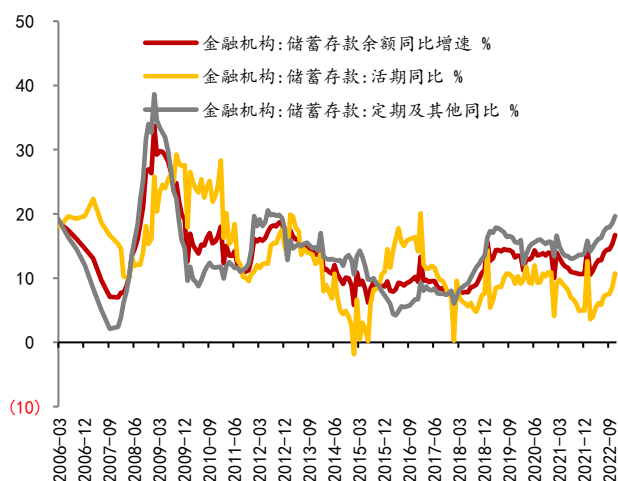
预计2023年宏观领域四个层面转机（疫情防控政策、房地产新发展模式有望出台、俄乌战局预计进入动态均衡及美联储政策转向）的出现将缓解居民“预期转弱”、带动资金入市，此外，预计2023年中美“比差逻辑”下中国占优，将吸引外资流入，孕育股市赚钱效应，并进一步吸引个人投资者入市。我们重点提示这个过程中“信息杠杆”的放大器作用，即随着智能手机和社交软件的快速发展和广泛渗透，将使信息出现几何式快速传播，在股市行情开启时对居民资金入市形成助推器作用，进一步强化资本市场行情的持续性。

1 近几年我国居民储蓄存款快速积累

1.1 2018年起我国居民储蓄存款持续积累，2020年疫情后进一步提速

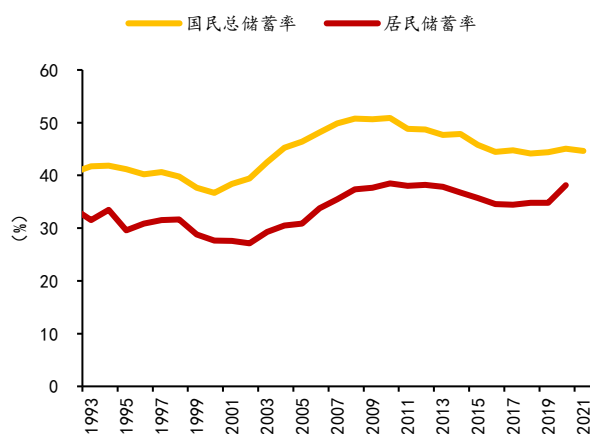
2018年起，受我国经济回落压力加大、居民收入预期转弱、地产调控拖累购房、疫情反复冲击消费、股市波动加大、资管产品净值化转型带来资产荒等多重因素影响，我国居民储蓄体量持续积累，储蓄率提高，2020年疫情后进一步提速。2018年1月末，居民储蓄存款余额65.3万亿，同比增速仅为3.8%，截至2022年11月末，储蓄存款体量已增至117.5万亿，较2018年初增量达52万亿，增幅80%，同比增速也攀升至16.7%；储蓄存款占总存款比重由2018年1月的38.9%升至45.6%，提高6.7个百分点。2020年疫情后居民储蓄积累进一步提速，尤其是2022年，仅前11个月，储蓄存款增量已有14.95万亿，明显高于过往年份。

图1：2018年起我国居民储蓄存款不断积累



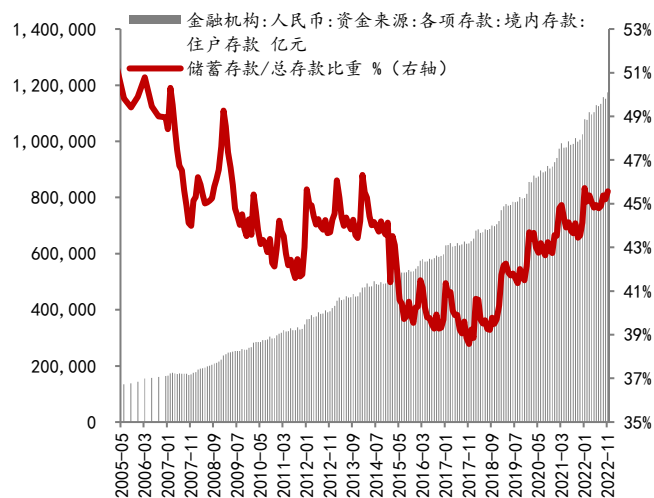
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图2：我国居民储蓄率总体处于较高水平



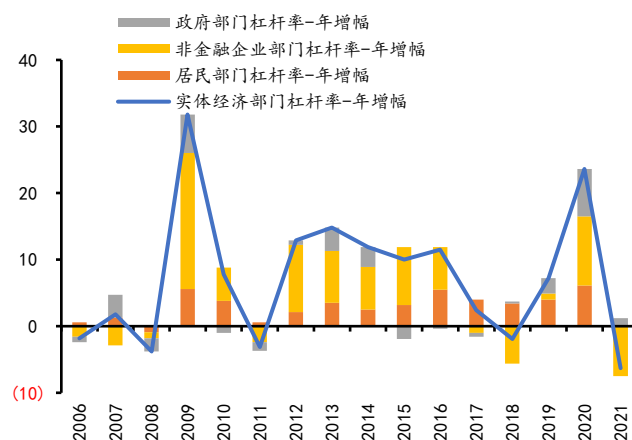
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图3: 截至 2022 年 11 月, 储蓄存款占总存款比重升至 45.6%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图4: 2020、2021 年居民加杠杆幅度弱于其他部门



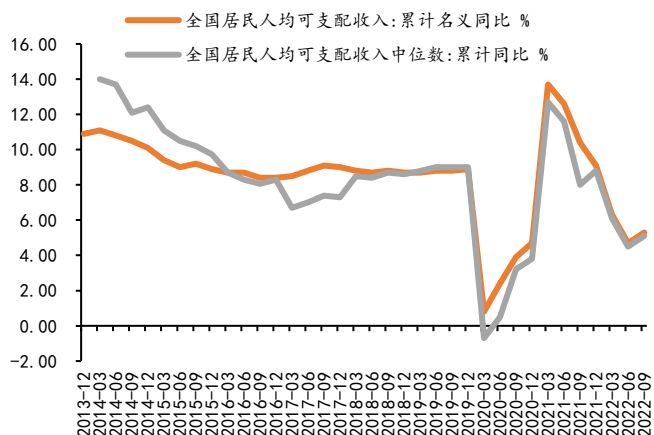
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

储蓄存款上行主要可归纳为以下几个原因:

1、经济回落压力叠加居民预期转弱。2018 年初, 社融增速受 2017 年强化资管市场监管影响出现快速回落, 2019 年经济基本面也逐步承压, 二季度 GDP 增速由一季度的 6.4% 下行至 6.2%, 三季度进一步降至 6%, 降幅相对较大。2020 年初新冠疫情爆发, 至今三年来, 疫情的反复使得经济增长、居民收入受到重创, 也加剧了居民对未来收入的悲观预期, 消费及购房意愿回落。在这个过程中, 收入分配失衡问题也进一步显现, 截至 2022 年三季度末, 我国全国居民人均可支配收入累计名义增速为 5.3%, 较居民可支配收入中位数的累计增速 5.1% 高出 0.2 个百分点, 2020 年起, 居民收入增速持续高于其中位数增速, 侧面反映收入分配形势有所恶化, 由于低收入群体边际消费倾向强于高收入群体, 收入分配现状也拖累总体消费修复。

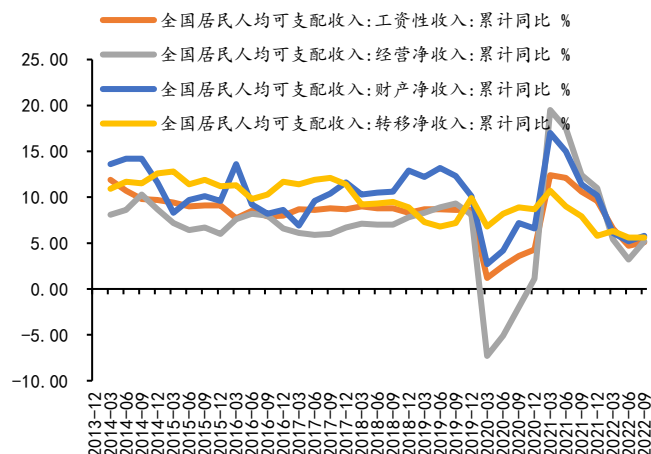
截至 2022 年 11 月, 我们居民消费者信心指数仅为 85.5, 较 2019 年末的 126.6 降幅 32.5%, 其中, 主要降幅出现在 2022 年, 由于 3 月疫情的高传播性, 防控力度也较大, 物流、消费场景大面积停滞, 2022 年 4 月消费者信心指数由 3 月的 113.2 大幅回落至 86.7, 此后持续在低位徘徊。根据央行城镇储户问卷调查, 2022 年四季度选择“更多储蓄”的占比 61.8%, 该比例在 2019 年四季度为 45.7%; 选择“更多消费”、“更多投资”的占比分别为 22.8% 和 15.5%, 分别较 2019 年四季度降低 5.2 和 10.8 个百分点。

图5：2020年后，居民收入增速持续高于其中位数增速，侧面反映收入分配形势有所恶化



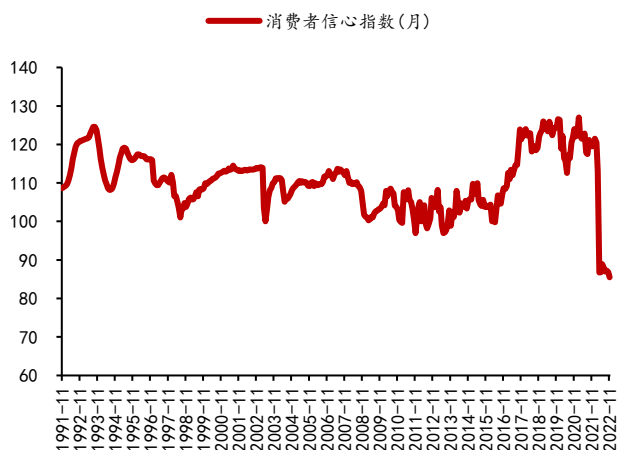
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图6：居民经营收入受疫情冲击最大



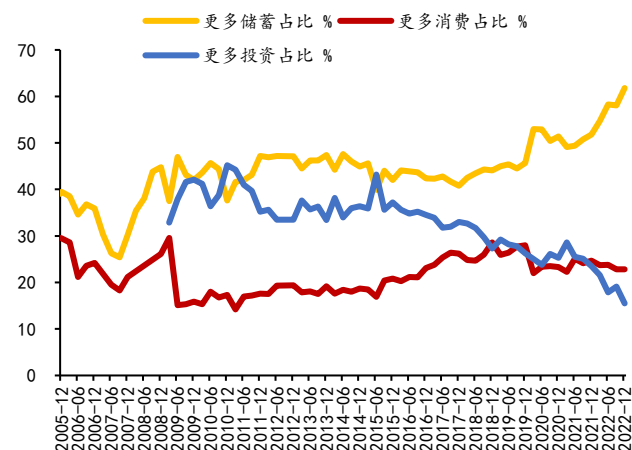
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图7：2022年消费者信心指数大幅回落



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图8：央行城镇储户问卷调查显示居民储蓄意愿提高



资料来源：Wind，浙商证券研究所

2、地产调控（2017年起）、棚改货币化退坡及2022年下半年地产停贷事件抑制居民购

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_52060

