

宏观深度报告

报告日期：2023年02月23日

再议超额储蓄

——夺回失去的牛市系列研究十三

核心观点

我们在2023年1月9日发布的深度报告《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》中估算，2020-2022年我国居民累计的超额储蓄体量共计约3.98万亿。我们认为，一方面，疫情掩盖了经济结构调整对居民收入预期转弱的影响，即便疫情结束，超额储蓄仍可能继续上升；另一方面，本轮居民超额储蓄或较难大规模形成消费或进入地产，1)与1998年储蓄释放逻辑不同，当前恰逢我国推进共同富裕，如果不能像上一轮通过市场化改革增加居民的刚性消费支出，超额储蓄或较难大体量向消费转换。2)地产新发展模式下，不论是中长期还是短期看，均较难支撑居民资金大量进入楼市。因此资本市场或成为超额储蓄的核心外溢方向，我们认为居民超额储蓄将是2023年股市流动性的最大不确定因素，其是否进入股票市场关键看赚钱效应。

□ 超额储蓄形成因素的再认识

对于2020年以来居民超额储蓄的大量积累，部分来自疫情防控构成的“被动性”储蓄，部分来自收入预期转弱带来的“预防性”储蓄，我们认为疫情掩盖了经济结构调整对居民收入预期转弱的影响。抛开疫情因素，经济结构转型中导致收入预期转弱的原因有三：其一，制造业工资收入总体比服务业低约20%，制造业占比提高过程中收入预期降低；其二，经济转型过程中所需要的劳动力与教育体系的匹配度较低，过去吸纳就业人员较多的房地产、互联网、金融等行业扩张受限，而新能源、半导体、人工智能等高端制造业行业存在就业缺口，就业市场结构错配，青年失业率走高；其三，灵活就业人口约2亿人，就业稳定性相对较差也导致收入预期下降。另外，理财产品净值化、楼市停贷风波等事件使得居民资产配置风险偏好降低，因此我们认为即便疫情结束，超额储蓄仍可能继续上升。

□ 超额储蓄或较难大体量形成消费

我们认为本轮居民超额储蓄与1998年储蓄释放逻辑不同，或较难大体量快速转化成为消费。1998年为培育新的经济增长点，扩大内需，拉动居民消费，我国先后在住房、医疗、教育等领域推行重大市场化改革，促进居民刚性消费支出释放，提升经济动能，解决了高储蓄的问题。

与上轮超额储蓄释放逻辑不同，本轮超额储蓄积累恰逢我国开始推进共同富裕，重点在居民领域推动降成本，以达到“住有所居、病有所医、学有所教”的目标。住房方面，地产新发展模式逐步形成，推动租购并举，经济适用房、保障性租赁住房供给正在扩容，有望解决租房市场的租住不稳定问题。医疗方面，2019年起至今，政府进行了多轮集采，将更多高质低价药品纳入医保目录，不断降低个人卫生支出占卫生总费用的比重。教育方面，“双减”政策出台，K12课外培训机构转向非盈利，优质教育资源有望通过互联网开放，家庭的教育支出压力逐步减缓。因此，我们认为如果不能像上一轮通过市场化改革增加居民的刚性消费支出，超额储蓄可能较难大体量向消费转换。

□ 超额储蓄或较难大量进入地产

我们认为超额储蓄或较难大量进入地产领域。一是从长期居民预期来看，新发展模式下地产行业将转向“低负债、低杠杆、低周转”发展，叠加“房住不炒”的根本性约束，房地产作为资产配置的重要选项赚钱效应不再，资金或较难进入房地产市场。二是从短期政策导向来看，当前处于新发展模式过渡期，需求端政策仍有放松空间但将以“房价”为底线，时间维度上可能呈现“短周期”的特征；这一导向下居民预期难以出现持续性的修复和改善，地产销售难有大幅提升，储蓄很难像过去转换成居民地产配置。

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

分析师：张迪

执业证书号：S1230520080001

zhangdi@stocke.com.cn

分析师：林成炜

执业证书号：S1230522080006

linchengwei@stocke.com.cn

相关报告

- 1 《农业强国兼顾发展与安全——2023年中央一号文件深度解读》 2023.02.17
- 2 《通胀回落慢或扭转市场交易主线——美国1月通胀数据传递的信息》 2023.02.15
- 3 《如何创造性理解中国特色估值体系——夺回失去的牛市系列研究十二》 2023.02.13

□ 居民超额储蓄是否进入股票市场关键看赚钱效应

我们认为本轮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，**居民超额储蓄将是 2023 年股市流动性的最大不确定因素，其是否进入股票市场关键看赚钱效应。**个人投资者在牛市中一般在中、后阶段进入股票市场，其对公众信息不敏感，但对熟人相对信任，随着智能手机和社交软件的快速发展和广泛渗透，微信群、朋友圈等社交形势使熟人之间信息传播速率加快，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。近期居民对“牛市”的搜索热情有所升温，但实际尚未进入市场，后续还需进一步跟踪，我们认为个人投资者入市强度将决定 2023 年股票市场的上涨斜率。

□ 风险提示

国内外经济及地缘政治风险加剧，国内资本市场波动性加大，我国居民储蓄意愿仍然较强超预期；外资流入受阻，赚钱效应开启缓慢等。

正文目录

1 超额储蓄形成因素的再认识	5
2 超额储蓄或较难大体量形成消费	6
2.1 上一次超额储蓄成因及如何转化成消费的?	6
2.2 本轮超额储蓄积累恰逢我国开始推进共同富裕	8
3 超额储蓄或较难大量进入地产	9
4 居民超额储蓄是否进入股票市场关键看赚钱效应	10
5 风险提示	12

图表目录

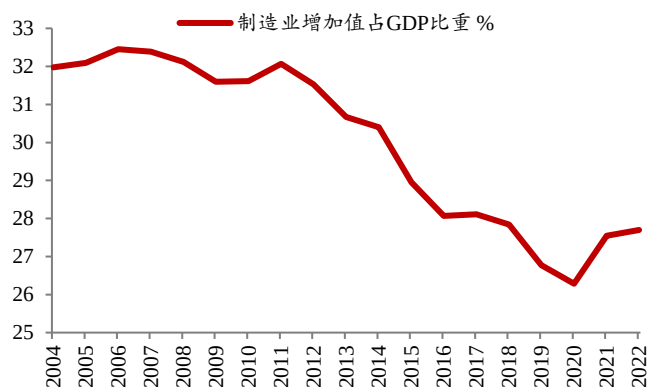
图 1: 制造业增加值占 GDP 的比重连续两年上升	5
图 2: 制造业工资收入总体比服务业低约 20%	5
图 3: 制造业十大重点领域人才缺口高达 3000 万人 (2025 年)	6
图 4: 青年失业率趋势升高	6
图 5: 90 年代末推行地方国企改革, 登记失业率抬升	7
图 6: 1998 年后我国陷入长达两年的“通缩”	7
图 7: 90 年代末至 2002 年, 地产、医疗等领域的市场化改革拉动我国居民储蓄释放	7
图 8: 居民消费支出分布对比 (我国居住、医疗、教育成本偏高)	9
图 9: 需求端政策效果不及预期, 地产销售迟迟未有起色 (%)	10
图 10: 2023 年 1 月 22 日起关键词“牛市”的百度搜索指数上行	11
图 11: 2023 年 1 月 22 日起关键词“开户”的百度搜索指数上行	11
图 12: 截至 2022 年 12 月证券客户交易结算资金尚未出现大幅波动 (以宁波市数据)	12
图 13: 2023 年 1 月末, 融资融券资金略有回升, 但幅度有限	12
图 14: 2005 年人民币汇改后汇率升值, A 股开始走牛	12
图 15: 2005 年外储大量增加、与 A 股走势正相关	12
表 1: 几项关键词百度搜索指数与股市相关系数 (2011 年初至 2023 年 2 月 18 日)	11

1 超额储蓄形成因素的再认识

对于 2020 年以来居民超额储蓄的大量积累，部分来自疫情防控构成的“被动性”储蓄，部分来自收入预期转弱带来的“预防性”储蓄，我们认为疫情掩盖了经济结构调整对居民收入预期转弱的影响。抛开疫情因素，经济结构转型过程中导致收入预期转弱的原因有三：其一，制造业工资收入总体比服务业低约 20%，制造业占比提高过程中收入预期降低；其二，经济转型过程中所需要的劳动力与教育体系的匹配度降低，过去吸纳就业人员较多的房地产、互联网、金融等行业扩张受限，而新能源、半导体、人工智能等高端制造业行业存在就业缺口，就业市场供需错配，青年失业率走高；其三，我国灵活就业人口约 2 亿人，就业稳定性相对较差也导致收入预期下降。

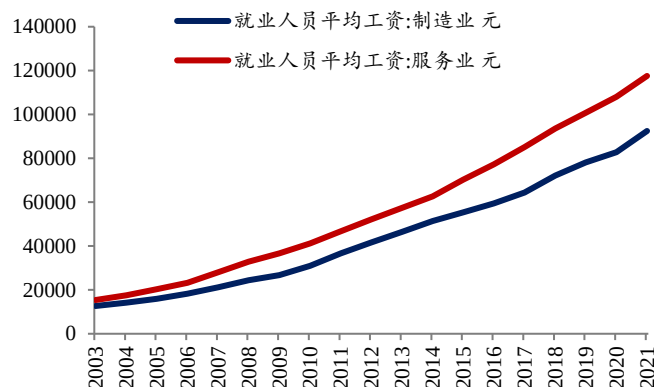
首先，十四五规划和 2035 年远景目标纲要中强调，“保持制造业比重基本稳定”，习近平总书记多次强调，制造业是立国之本、强国之基。2021 和 2022 年，制造业增加值占 GDP 的比重连续两年上升，逆转了制造业占比持续下降的趋势。不过，制造业工资收入总体比服务业低约 20%，因此制造业占比提高过程中居民收入预期有所降低。

图1：制造业增加值占 GDP 的比重连续两年上升



资料来源：Wind，浙商证券研究所

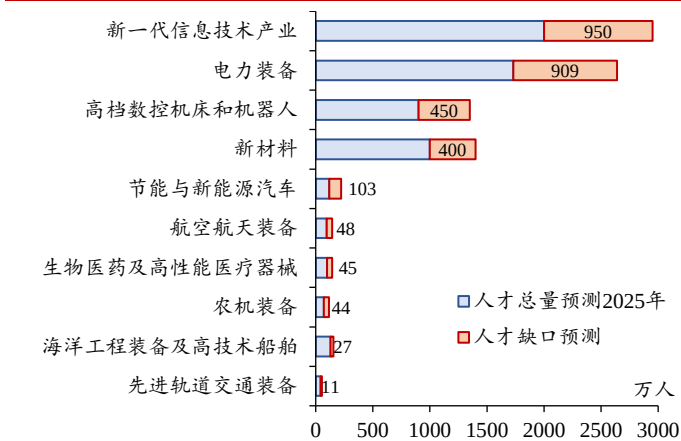
图2：制造业工资收入总体比服务业低约 20%



资料来源：文旅部，浙商证券研究所

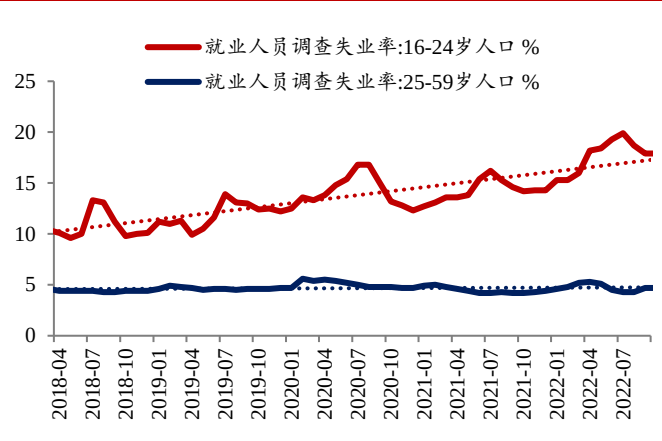
其次，经济转型过程中所需要的劳动力与教育体系的匹配度较低，就业市场结构错配，青年失业率走高。截至 2023 年 1 月，全国城镇调查失业率为 5.5%，而青年失业率则高达 17.3%，且呈现逐年升高的态势。受产业结构政策影响，过去吸纳就业人员较多的房地产、互联网、金融等行业扩张受限，用工需求收缩。而目前新兴的新能源、半导体、人工智能等高端制造业行业存在就业缺口，但经济转型过程中所需要的劳动力与教育体系的匹配度不高，过去几年大学生更多从事房地产、互联网、金融等第三产业，学习并扎根制造业就业的人数较少，这导致就业市场出现结构性错配。目前，针对劳动力市场供需错配问题，我国大学院系已经开始调整，但从招生入学到学成毕业的整个调整过程相对较长，短时间内摩擦性失业较难避免。

图3：制造业十大重点领域人才缺口高达 3000 万人（2025 年）



资料来源：教育部，人社部，工信部，浙商证券研究所

图4：青年失业率趋势升高



资料来源：人社部，浙商证券研究所

第三，灵活就业人口较多，就业稳定性相对较差也导致收入预期下降。据国家统计局局长宁吉喆披露，截至 2021 年底中国灵活就业人口已经达到约 2 亿人。而我国就业人口约 7.5 亿人，这意味着灵活就业人口比例已超过 1/4。受经济转型影响，传统企事业单位人员扩招整体谨慎，更多劳动力选择视频制作、网络主播、文案写手、电子竞技等灵活就业方式。相较于传统的就业模式，灵活就业具备相对宽松的准入和退出机制，但由于准入门槛较低，就业稳定性、劳动保障权益也相对薄弱，不能形成持续稳定向好的收入预期。

以上因素均会冲击居民收入预期，导致其边际消费倾向下降，储蓄意愿增强。另外，理财产品净值化、楼市停贷断贷风波等事件也使得居民资产配置风险偏好降低，我们认为即便疫情结束，超额储蓄仍然可能继续上升。一方面，理财净值化转型过程中，由于波动较大且预期收益率回落导致居民配置银行理财产品的积极性降低，居民投资理念的转变也需要过渡期、以逐步建立对投资风险收益的接受度。另一方面，房住不炒大背景下，前期高负债高杠杆高周转的房企陆续出现资金问题，2022 年下半年楼市出现了停贷断贷风波，冲击了居民的购房情绪，也使得居民选择把钱先留在手里。理财净值化转型和房住不炒都属于中长期的政策取向，与疫情并未关联，所以我们认为即便疫情结束，超额储蓄仍然可能继续上升。

2 超额储蓄或较难大体量形成消费

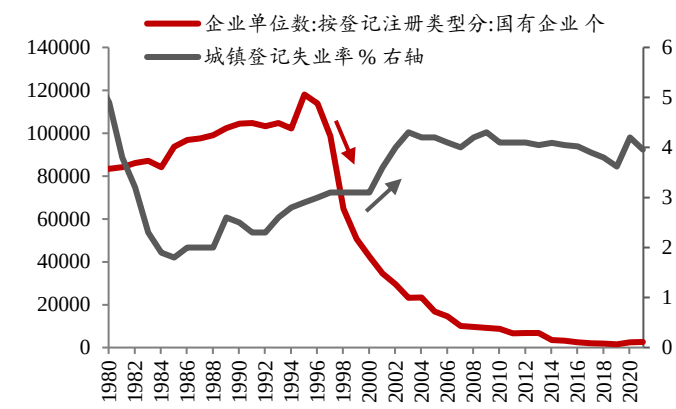
感染过峰之后，居民消费开始较快修复，但并未出现“报复性”消费，我们认为，本轮居民超额储蓄与 1998 年储蓄释放逻辑不同，因此超额储蓄可能较难大体量快速转化为消费。

2.1 上一次超额储蓄成因及如何转化成消费的？

上世纪 90 年代中后期，我国国民经济和社会发展面临多重内外困境，一方面，1978 年改革开放后，国内经历了产能积累及快速生产，但也导致了部分领域产能过剩、供过于求，经济出现结构矛盾；另一方面，1998 年亚洲金融危机爆发，外需同样承压。

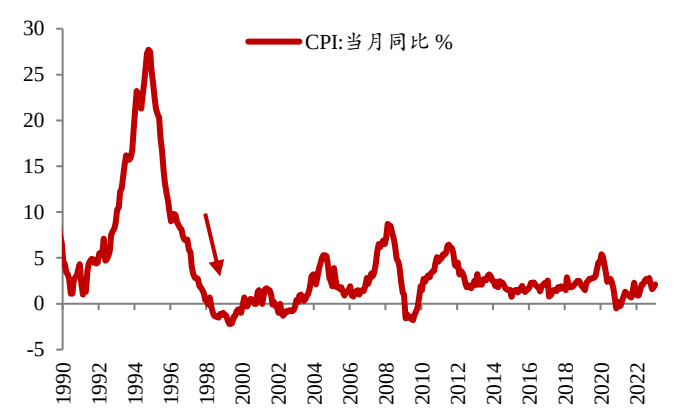
在部分国企经营困难的情形下，我国推行了地方国企改革，大批职工面临下岗再就业，收入预期转弱，形成了大量超额储蓄，消费意愿回落导致内需不足，1998年2月我国CPI降为负值，通缩环境持续长达两年。

图5：90年代末推行地方国企改革，登记失业率抬升



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图6：1998年后我国陷入长达两年的“通缩”

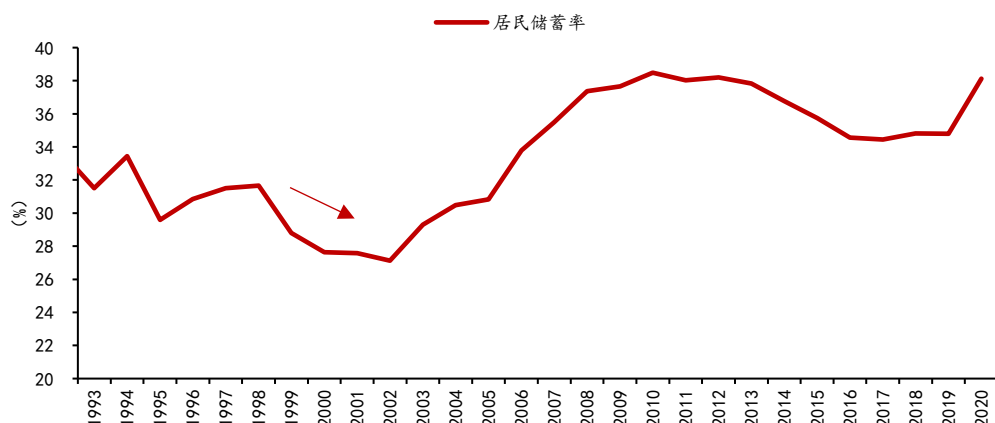


资料来源：文旅部, 浙商证券研究所

为解决超额储蓄问题、扩大消费和投资，1999年11月我国再次恢复利息税征收，根据第九届全国人大常委会第十一次会议《关于修改〈中华人民共和国个人所得税法〉的决定》，税率为20%，目的是分流储蓄、扩大内需，同时也有助于调节收入分配、增加财政收入。但在收入预期不稳定的情形下，居民更多考虑安全性而非利息收益，超额储蓄率的问题没有得到显著缓解。

为培育新的经济增长点，扩大内需，拉动居民消费，我国先后在住房、医疗、教育等领域推行重大市场化改革，促进居民储蓄释放，提升经济动能，解决了高储蓄的问题。

图7：90年代末至2002年，地产、医疗等领域的市场化改革拉动我国居民储蓄释放



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

住房方面，1998年7月，国务院印发《国务院关于进一步深化城镇住房制度改革加快住房建设的通知》（国发〔1998〕23号），启动住房制度改革，《通知》提出，停止住房实物分配，逐步实行住房分配货币化，建立和完善以经济适用住房为主的住房供应体系，发展住房金融，培育和规范住房交易市场，促使住宅业成为新的经济增长点。文件的发布标

标志着我国房地产市场正式进入住宅商品化的时代。原本的单位“分房”转换成了商品房自购，居民的储蓄资金作为首付流入商品房市场，叠加中国特有的“丈母娘”经济（婚房刚需），推动居民储蓄分流至房地产及家具、家电、装潢等地产后周期市场。

医疗方面，1998年12月，《国务院关于建立城镇职工基本医疗保险制度的决定》（国发〔1998〕44号）出台，在全国普遍建立职工基本医保制度。将公费医疗制度转为医疗保险制度，由政府全包转向政府主导与市场机制相结合，即由此前的公费报销改为医保+自费模式，生病就医为居民的刚性支出，进而居民消费增加。

教育方面，80年代末之前，我国高等教育采取“统包统分”政策，不收学费、包分配，1985年高校开始计划外招收自费生，高等教育收费形成公费生不收费、自费生收费的“双轨制”。1993年2月，中共中央、国务院印发《中国教育改革和发展纲要》，提出“改革学生上大学由国家包下来的做法，逐步实行收费制度”。此后，国家推进教育收费“并轨制”改革，1994年开启北京大学、清华大学等37所高校的试点，1995年改革进一步扩围，1996年，《高等学校收费管理暂行办法》发布，明确提出高等教育属于非义务教育阶段，学校可根据国家相关规定，向学生收取学费。1997年，全国高等学校全部实现“并轨”，收费制度全面正式实施，并完善了配套的奖学金、贷学金等制度。教育是居民重要的刚性消费支出之一，高等教育市场化改革，教育支出从完全公费转为完全自费、费用从百到千的过程中，也促进居民储蓄转化为消费。

综上，通过多领域市场化改革，居民大量储蓄转化成刚性消费，也带来了经济增长的改善，解决了高储蓄的问题。

2.2 本轮超额储蓄积累恰逢我国开始推进共同富裕

与上轮超额储蓄释放逻辑不同，本轮超额储蓄积累恰逢我国开始推进共同富裕，重点在为居民领域推动降成本，以达到“住有所居、病有所医、学有所教”的目标。住房方面，“房住不炒”“因城施策”政策基调明确，地产新发展模式逐步形成，推动租购并举，经济适用房、保障性租赁住房供给正在扩容，有望解决租房市场的租住不稳定问题。医疗方面，2019年起至今，政府进行了多轮集采，将更多高质低价药品纳入医保目录，不断降低个人卫生支出占卫生总费用的比重。教育方面，教育部成立校外教育培训监管司，“双减”政策出台，K12课外培训机构转向非盈利，优质教育资源有望通过互联网开放，原高昂的课外辅导成本被降低。因此，我们认为如果不能像上一轮通过市场化改革增加居民的刚性消费支出，超额储蓄或较难大量向消费转换。

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_52376

