

中银研究产品系列

- 《经济金融展望季报》
- 《中银调研》
- 《宏观观察》
- 《银行业观察》
- 《人民币国际化观察》

作者：李义举 李佩珈 中国银行研究院
电话：010 - 6659 4026

签发人：陈卫东
审稿人：周景彤
联系人：叶银丹
电话：010 - 6659 6874

- * 对外公开
- ** 全辖传阅
- *** 内参材料

我国居民储蓄特征及其对金融业态的 影响研究*

居民储蓄是形成社会投资的资金来源，也对金融运行带来显著影响。2012年后，我国居民储蓄增速以及储蓄率出现下降的趋势，中西部以及农村地区相较而言下降更为明显。居民储蓄增速的下降会推升系统性金融风险，不仅会削弱居民部门偿债能力，还对直接融资规模、人民币汇率和商业银行利润带来负面影响。宏观政策未来应优化投资结构，提升储蓄水平。同时要保持流动性充裕，改革养老金制度，完善宏观审慎政策，以降低储蓄增速下降对金融运行带来的负面影响。此外，商业银行需加速转型，提升资产负债管理水平，加强盈利管理，提升储蓄向投资的转化率。

我国居民储蓄特征及其对金融业态的影响研究

居民储蓄是形成社会投资的资金来源，也对金融运行带来显著影响。2012年后，我国居民储蓄增速以及储蓄率出现下降的趋势，中西部以及农村地区相较而言下降更为明显。居民储蓄增速的下降会推升系统性金融风险，不仅会削弱居民部门偿债能力，还对直接融资规模、人民币汇率和商业银行利润带来负面影响。宏观政策未来应优化投资结构，提升储蓄水平。同时要保持流动性充裕，改革养老金制度，完善宏观审慎政策，以降低储蓄增速下降对金融运行带来的负面影响。此外，商业银行需加速转型，提升资产负债管理水平，加强盈利管理，提升储蓄向投资的转化率。

一、我国居民储蓄的总量及结构新变化

(一) 居民储蓄率出现下降

2010年以来，我国居民储蓄率开始呈现出下滑态势，成为国民储蓄率下滑的主要原因。截至2017年末，我国居民储蓄率为22.04%，与2010年的高点相比下降了3.39个百分点，连续五年出现下降（图1）。虽然居民储蓄率不断下降，但与国际横向对比发现，我国居民储蓄率依然处于较高水平。截至2017年末，我国居民储蓄率在OECD成员国当中居于首位，高于第二位卢森堡5.94个百分点。除中国、卢森堡、瑞典和墨西哥之外，其他国家的居民储蓄率均在10%以下（图2）。

图1：各部门储蓄率情况（%）

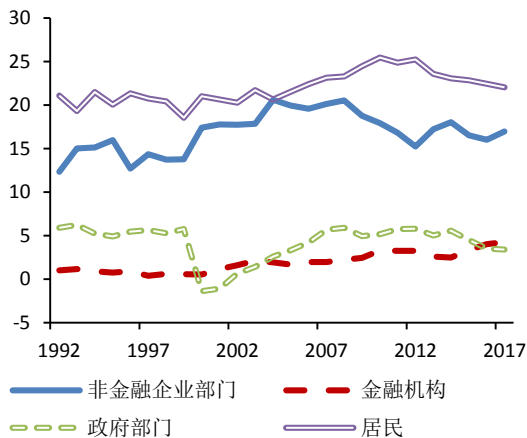
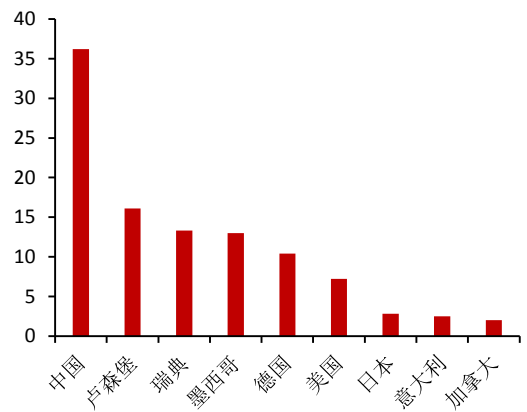


图2：居民储蓄率国际比较（%）



数据来源：Wind，中国银行研究院

造成我国居民储蓄率下降的主要原因有以下三点：

1. 居民可支配收入增速放缓导致居民储蓄率下降

一方面，根据居民储蓄率的计算公式，居民可支配收入增速小于居民消费增速导致居民储蓄率下降¹。自2010年以来，我国经济增速开始逐渐下滑，居民的可支配收入增速也处于下降态势。截止2017年末，我国居民可支配收入增速为8.49%，与2011年的高点相比下降了9.05个百分点。与此同时，居民的消费增速虽有所下滑但一直高于可支配收入增速，2017年末，居民消费增速为8.36%，近五年平均比可支配收入增速高出1.62个百分点（图3）。这主要是因为我国居民消费观念发生变化，也与消费信贷的快速发展有关（例如信用卡、蚂蚁花呗等方式的普及）。截至2019年末，我国居民消费信贷余额为43.97亿元，同比增长12.74%。

另一方面，收入增长预期变差也是居民储蓄率下降的重要原因。根据弗里德曼永久收入理论，储蓄率取决于预期收入与当期收入之差。当前收入高于永久收入时，人们将超出部分储蓄起来，反之则维持消费降低储蓄。近年来，我国经济的内外部形势不断恶化，居民的预期收入小于当期收入，为维持现有消费水平（尤其是必须消费水平），不得不降低储蓄水平，储蓄率出现下降。数据显示，2012年以来我国城镇居民未来收入信心指数不断下降，截至2020年二季度，该信心指数为47.9%，与2012年四季度的高点相比下降了8.4个百分点。未来随着经济增速的放缓，收入信心指数或将持续在50%以下的收缩区间。

¹ 居民储蓄率=（居民可支配收入-居民消费）/居民可支配收入，居民储蓄增速下降且低于居民可支配收入增速是居民部门储蓄率下降的原因，而居民储蓄增速下降的原因是居民可支配收入增速低于居民消费增速。因此，居民储蓄率下降的主要原因是居民可支配收入增速小于居民消费增速。

图 3：居民可支配收入增速放缓

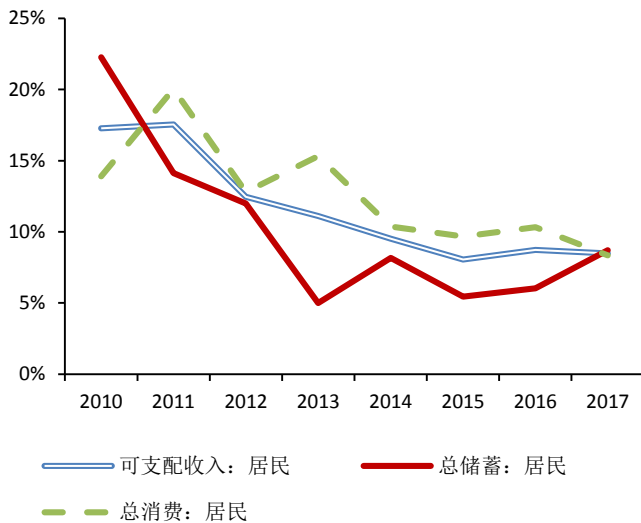
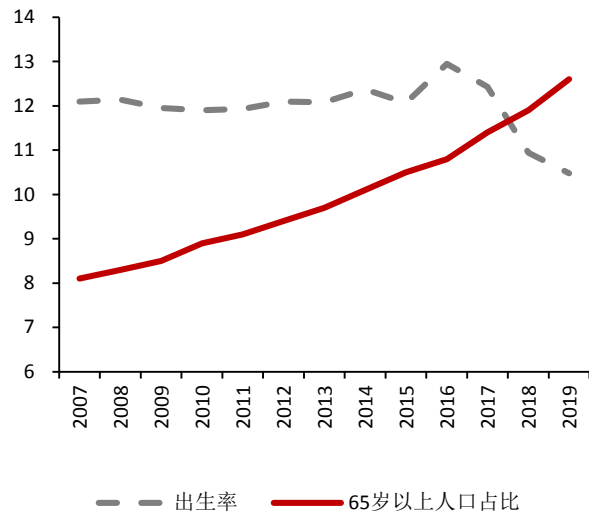


图 4：人口老龄化进程加快 (%)



数据来源：国家统计局，中国银行研究院

2. 人口老龄化导致居民储蓄率下降

根据莫迪利亚尼的生命周期理论，居民在青年时期工作，为自己的老年时期储蓄，老年时期则消耗之前的储蓄。因此，人口结构的变化能够深刻影响储蓄，且短期内难以扭转。2010年之后，我国人口出生率开始降低，老年人口占比开始快速上升。截至2019年，我国人口出生率为10.48%，连续四年出现下滑。65岁以上人口占比为12.6%，与2010年相比上升了3.7个百分点（图4）。老年人的收入下降，消费上升，持续消耗之前的储蓄，因此人口老龄化会造成居民储蓄率的下降。此外，人口老龄化会增加社会福利支出，未来也将挤占国民总储蓄空间，成为投资增长的掣肘，压低经济增长率，进而对居民储蓄带来压力。

3. 预防性储蓄动机降低导致居民储蓄率下降

随着我国社会保障体系的不断完善，预防性储蓄动机开始下降。截止2017年末，居民获得的社会福利总额（社保福利+社保转移支付-社保缴纳）达到1.6万亿元，同比增长1.18%，与2011年相比增长了8.56%。社会福利持续上升会降低居民未来预期的不确定性，降低储蓄倾向，导致居民储蓄率下降。

(二) 居民储蓄结构差异较大

1. 中西部地区居民储蓄较低

居民储蓄存款是构成居民储蓄的主要形式，因此居民储蓄存款的情况能够较好的反映居民部门储蓄的变化。从新增存款数量上来看，我国中西部地区储蓄存款数量显著低于东部地区。截止2019年末，广东、浙江、江苏是我国新增存款规模排名前三的省份，已连续5年排名处于前三的位置，规模分别为8651.33亿元、7217.76亿元和6956.75亿元。而排名后三位的地区为海南、青海和西藏，分别为302.72亿元、166.5亿元和34.83亿元，远远落后于东部地区省份。从增长速度上来看，东部地区的增长率也显著高于中西部地区，未来地区之间差异或将扩大。截至2019年末，天津、上海和浙江是新增存款增长率排名前三的省份（直辖市），分别为17.18%、16.49%和15.52%，而西藏自治区新增存款增速仅为3.76%。近10年来，东部地区存款增长率平均高于中西部地区7.65个百分点。主要因为这些地区产业结构单一，主要依靠能源化工等传统产能过剩产业，经济下行压力大于全国平均水平，导致居民存款在数量和增速上均明显处于较低水平。

2. 城乡居民储蓄率差异较大

城镇居民与农村居民的储蓄率也存在显著的差异。截止2019年末，我国城镇居民储蓄率²为33.75%，与上年同期相比上升了0.28个百分点，连续三年保持增长。而农村居民储蓄率为16.81%，与上年同期相比下降了0.25个百分点，连续两年出现下降（图5）。城镇居民的储蓄率明显高于农村居民的储蓄率，主要原因为城镇居民可支配收入高于农村居民，根据边际消费倾向递减规律可知，城镇居民的边际消费倾向小于农村居民，导致城镇居民储蓄率较高。

² 城镇居民储蓄率=（城镇人均可支配收入-城镇人均消费性支出）/城镇人均可支配收入，农村居民储蓄率算法相同。

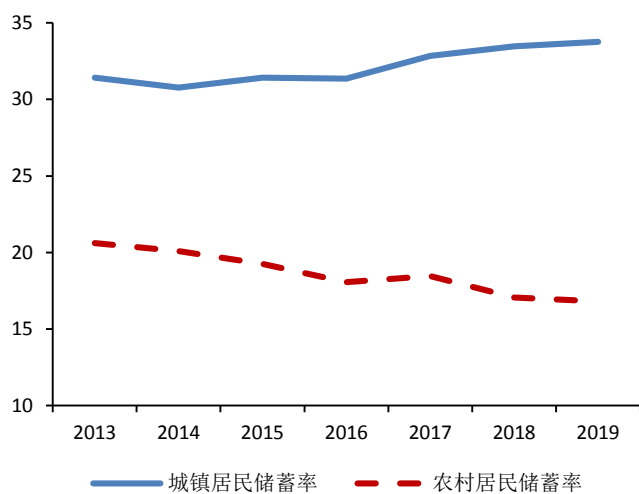
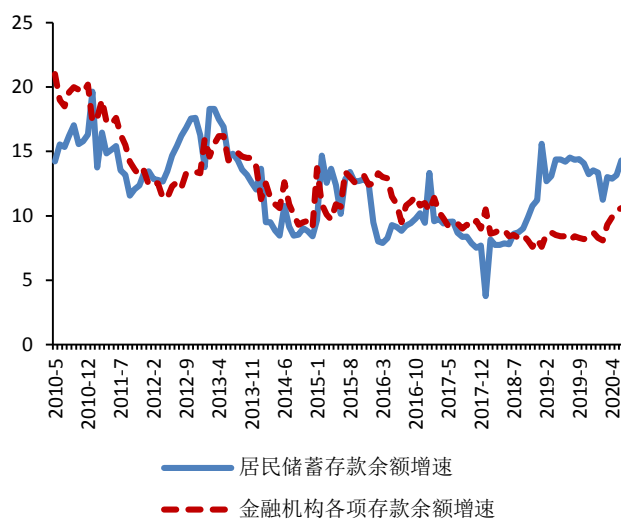
图 5：城乡居民储蓄率情况³（%）

图 6：居民储蓄存款情况（%）



数据来源：国家统计局，中国银行研究院

（三）居民储蓄行为的新变化

近年来，随着我国经济增速的放缓，实际利率的不断降低，居民的储蓄行为发生了变化，主要特征表现为降低储蓄存款数量，持有更高资本回报的金融标的，例如房地产、银行理财、股票、基金、债券等。从居民持有的房产数量来看，截至 2019 年末，我国户均拥有住房 1.5 套，住房拥有率达到 96%，高于 2017 年的 70%，表明居民依然在增加房产持有数量。从银行理财产品规模的变化来看，我国居民储蓄存款有较大部分用于购买理财产品。数据显示，2018-2019 年，由于资管新规的影响，大量的理财产品回归商业银行资产负债表内，且被大量提前赎回，造成居民存款的快速上升（图 6），充分表明居民部门购买了大量理财产品。居民部门对于高回报金融资产持有量的增加使得居民部门的债务情况与金融资产价格之间的关系更为紧密。

³ 2013 年前与 2013 年后城乡数据调查的调查范围、调查方法、指标口径有所不同，故重点分析 2013 年后的数据。

二、居民储蓄增速下降易推升系统性金融风险

(一) 居民储蓄增速下降削弱居民部门偿债能力

居民储蓄增速的下降对于居民偿债能力会产生较大影响。当前我国居民杠杆率处于上升态势，债务负担不断上升。截至2020年6月，我国居民部门杠杆率为59.7%，与上年同期相比上升了5.5个百分点(图7)。截至2019年末，我国居民部门资产结构中房地产占比高达55%以上，负债结构中住房贷款占全部负债的70%以上。由于居民的投资渠道并不丰富，大量的资金进入房地产行业，房价上升。而高房价又会进一步吸引更多居民进行房地产投资，形成居民杠杆与房价的顺周期关系。这导致居民部门杠杆率进一步提升，在居民储蓄增速持续下降的背景下，居民债务将达到可承受的顶点，进而引发居民债务危机，带来资产泡沫破裂和债务风险攀升的螺旋效应，引发系统性金融风险的暴发。

利用我国居民部门可支配收入与居民部门债务水平可以初步测算出居民部门债务风险爆发的阈值点。由于居民部门的可支配收入增速下降，债务增速上升。在不考虑外部政策干预的情况下，若保持这样的发展趋势，未来可支配收入将无法偿还债务的利息，必将达到居民的可支配收入全部用于偿还债务利息的时点。此时，居民便达到自身偿债危机的爆发点。截至2016年，我国居民可支配收入近10年来的平均增速为11.65%，居民部门债务平均增速为19.74%，债务利率平均为5.5%。据此，可以初步测算出居民部门风险暴发的阈值年限，计算公式为：

$$\text{可支配收入} * (1 + \text{收入增速})^n = \text{债务水平} * (1 + \text{债务增速})^n * \text{债务利率} \quad (1)$$

其中，n代表居民部门可支配收入能够偿还债务利息的最长年限。根据测算，在乐观情况下(居民可支配收入不再下滑，居民债务增速不再上升)，44.3年后居民部门的可支配收入将无法偿还债务利息；一般情形下(居民可支配收入稳定下滑，居民债务增速稳定上升)，30.2年后居民部门的可支配收入将无法偿还债务利息；悲观情形下(居民可支配收入加速下滑，居民债务增速加速上升)，21.6年后居民部门的可支配收入将无法偿还债务利息(表1)。可以看出我国居民部门面临的偿债压力较大，

若储蓄增速继续下行，未来居民部门债务风险将不断上行。

表 1：居民部门偿债压力的测算

	乐观情形	一般情形	悲观情形
可支配收入增速	11.65% (增速保持不变)	增速每年以 0.2%速度 降低	增速每年以 0.4%速度 降低
债务增速	19.74% (增速保持不变)	增速每年以 2%速度增 减	增速每年以 3%速度增 减
负债利率	5.5% (增速保持不变)	增速每年以 0.2%速度 降低	增速每年以 0.4%速度 降低
风险暴发阈值时间点	44.3 年	30.2 年	21.6 年

数据来源：中国银行研究院

（二）居民储蓄增速下降影响直接融资规模的增长

在消费增速高于可支配收入增速的背景下，储蓄的增速下降会抑制居民未来的投资行为，加上房价上涨，居民储蓄较大部分转化为房产投资，居民用于投资股票、债券、理财产品等方面的储蓄降低。这影响到直接融资市场的需求，对直接融资规模的增长带来负面影响。截至 2019 年，我国社会融资规模中企业债券融资和股票融资增速分别为 13.35%和 4.96%，处于低增速震荡区间（图 8）。长期来看，居民储蓄存款增速的降低不利于股票市场和债券市场的发展，导致企业扩大融资多样性受阻，不利于金融供给的结构性改善。

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_2490

