



宏观专题

证券分析师

芦哲

资格编号：S0120521070001

邮箱：luzhe@tebon.com.cn

联系人

王洋

资格编号：S0120121110003

邮箱：wangyang5@tebon.com.cn

相关研究

《如何定量评估 2022 年“宽信用”——流动性创造系列专题之一》

《2022 年流动性缺口有多大？——宏观年度展望之货币与信用篇》

《降息又降准，股市何时上涨？——流动性创造系列专题之三》

《央行反复强调“超储率”有何深意？——流动性创造系列专题之四》

《Flight-to-Quality、信用债策略应如何变——流动性创造系列之五》

《兑现“宽信用”需要哪些决定因素？——流动性创造系列专题之六》

《LPR 报价利率应调降多少？——流动性创造系列之七》

《存款基准利率或是短暂的“利率锚”——流动性创造系列之八》

《从 M2 结构看货币政策宽松空间——流动性创造系列之九》

《调整存款基准利率的时点或到来——流动性创造系列之十》

《狭义流动性的拐点或已到来——流动性创造系列之十一》

居民部门有多少超额储蓄转化为消费？

——流动性创造系列专题之十二

投资要点：

- **居民部门有多少“超额储蓄”？**测度超额储蓄的规模取决于采用哪个口径的存款余额、采用哪个时间段作为无疫情状态下的潜在趋势值。(1)以 2006 年至 2019 年作为设定储蓄增长趋势的样本，截至 2022 年 10 月底，居民部门超额储蓄规模达到 26.25 万亿，2020 年以来累计增长 20.32 万亿；(2)以 2016 年至 2019 年作为设定储蓄增长趋势的样本进行线性外推，截至 2022 年 10 月底，居民部门超额储蓄规模则为 17.24 万亿，2020 年以来累计增长 15.67 万亿；(3) **综合考虑居民部门贷款和存款，估算居民部门“超额净储蓄”规模，截至 2022 年 10 月底，居民部门“超额净储蓄”达到 7.05 万亿元，我们认为 2022 年内增长的 3.75 万亿“超额净储蓄”是对因疫情原因增加的储蓄存款的估计量，这一部分“超额储蓄”或成为在疫情因素消退之后消费增长的潜能。**

➢ **住户部门“超额储蓄”拐点出现在 2019 年。**居民部门超额储蓄从 2019 年开始即偏离“趋势值”，由于住户部门储蓄的第一次跃升并不是在 2020 年疫情发生之后，也就意味着“疫情”不是唯一解释住户部门储蓄增长的原因，如果疫情只是影响住户部门储蓄存款增长的一种变量，那么 2020 年-2022 年期间累计的“超额储蓄”或也不会在疫情消退之后全部转化为消费增长的潜能。

➢ **居民部门储蓄存款定期化是“超额储蓄”的主要增量。**截至 2022 年 10 月份，住户部门“超额”活期存款仅有 1.18 万亿，并且活期存款增长在 2020 年以来并未显著偏离趋势值；“超额”定期存款则有 16 万亿，2020 年以来累计增长 15.21 万亿。住户部门储蓄存款定期化是“超额储蓄”形成的主要原因，而且“超额储蓄”并不是来自活期存款向定期存款的转化。

- **“超额储蓄”来源。**疫情以来，居民部门人均可支配收入和人均消费支出近乎等比例下滑，因收入增长不确定性增强，疫情之后以人均消费支出和可支配收入之比表示的消费倾向下降，意味着消费的侧面——储蓄的意愿提高，形成“预防性储蓄”。疫情防控政策优化后，消费场景恢复后消费存在反弹的空间，一部分“超额储蓄”或带来居民消费的阶段性修复，但是消费能否持续改善的基础依旧在于能否稳定居民的收入预期、修复因疫情而下滑的消费能力。“超额储蓄”本身不能修复因为居民部门对收入增长预期下滑而压缩的消费空间，因此我们认为不宜高估“超额储蓄”对消费损失的回补能力。

- **风险提示：**(1) 疫情防控政策动态优化以来，群体免疫的过程阻碍人流和物流，警惕 2023 年疫情反复感染和传播的风险；(2) 警惕宏观经济政策“后置发力”的风险；(3) 2022 年货币政策等效应不及预期，居民部门和企业部门存款周转不畅。

内容目录

1. 超额储蓄测度：偏差&结构.....	4
1.1. 根据储蓄存款存量线性推算“超额储蓄”.....	4
1.2. “超额净储蓄”：存贷差持续扩张.....	5
1.3. “超额储蓄”：存款定期化.....	7
2. “超额储蓄”来源：收入下滑 & 消费减少.....	7
2.1. 收入下滑：工资性收入下滑幅度最高.....	8
2.2. 消费支出减少：居住分项少增幅度最高.....	9
2.3. 超额储蓄转化：对消费有多少刺激？.....	10
3. 货币政策蕴意：高 M2 必然高通胀？.....	11
4. 风险提示.....	12

图表目录

图 1: 基于 2006 年-2019 年居民存款存量线性趋势外推“超额储蓄”	4
图 2: 基于 2016 年-2019 年居民存款存量线性趋势外推“超额储蓄”	5
图 3: 住户部门存款: “超额储蓄”拐点同样出现在 2019 年	6
图 4: 住户部门贷款: 住户部门贷款余额增长平稳	6
图 5: 基于 2006 年-2019 年估算居民部门“超额净储蓄”	6
图 6: 居民部门“超额”活期储蓄: 基本符合趋势值	7
图 7: 居民部门“超额”定期储蓄: “超额储蓄”主要增量	7
图 8: 居民部门人均可支配收入: 还有 3.69%增速缺口	8
图 9: 居民部门人均消费支出: 疫情原因下滑 3.86 个百分点	8
图 10: 居民人均工资性收入: 占比最高且下滑最深	8
图 11: 居民人均经营性收入: 个体工商户受疫情影响较大	8
图 12: 居民人均财产性收入: 受金融市场波动较大	9
图 13: 居民人均转移性收入: 唯一高于趋势值分项	9
图 14: 2020 年-2022 年三季度末居民人均可支配收入分项与趋势值累计缺口	9
图 15: 2020 年-2022 年三季度末居民人均消费支出分项与趋势值累计缺口	10
图 16: 2020 年以来消费倾向低于疫情之前	10
图 17: 人均可支配收入和人均消费支出对数增速基本匹配	10
图 18: 基于 2006 年-2019 年样本测度 M2“超发”了多少?	11

储蓄的另一面就是消费，对储蓄的关注其实也是对消费的关注。人民银行在 2022 年第三季度货币政策执行报告中提到“今年以来我国银行体系存款总体增长较快，同时由于疫情等特殊因素，居民预防性储蓄增加”¹，并且“国内居民预防性储蓄意愿上升制约消费复苏”²，那么一个自然的推论就是：随着疫情防控政策动态优化，疫情因素对居民储蓄意愿的影响下降或导致疫情以来超额积累的这部分储蓄重新转化为消费。本文将讨论居民部门“超额储蓄”的规模、疫情之后超额储蓄能否成为推动 2023 年消费增长的引擎。

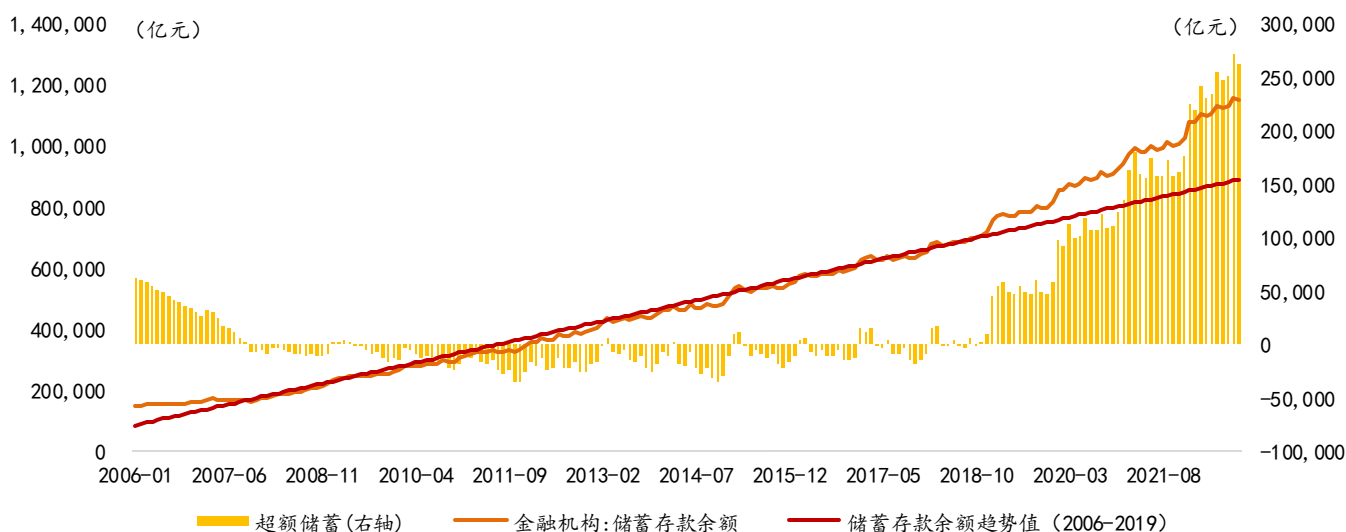
1. 超额储蓄测度：偏差&结构

测度超额储蓄的规模取决于采用哪个口径的存款余额、采用哪个时间段作为无疫情状态下的潜在趋势值。我们先后使用人民银行每个季度在货币政策执行报告中使用的“金融机构：储蓄存款余额”和其他存款性公司纳入广义货币统计的个人存款作为住户部门储蓄存款的存量指标，通过线性外推疫情前储蓄存款增长的趋势，来测度 2020 年以来居民部门“超额储蓄”的规模。

1.1. 根据储蓄存款存量线性推算“超额储蓄”

首先，居民部门“超额储蓄”规模取决于如何设定“趋势”。如果以 2006 年至 2019 年作为设定储蓄增长趋势的样本进行时间序列回归，那么从绝对金额来看，截至 2022 年 10 月底，居民部门超额储蓄规模达到 26.25 万亿，2020 年以来累计增长 20.32 万亿；如果以 2016 年至 2019 年作为设定储蓄增长趋势的样本进行线性外推，那么截至 2022 年 10 月底居民部门超额储蓄规模则为 17.24 万亿，2020 年以来累计增长 15.67 万亿。

图 1：基于 2006 年-2019 年居民存款存量线性趋势外推“超额储蓄”

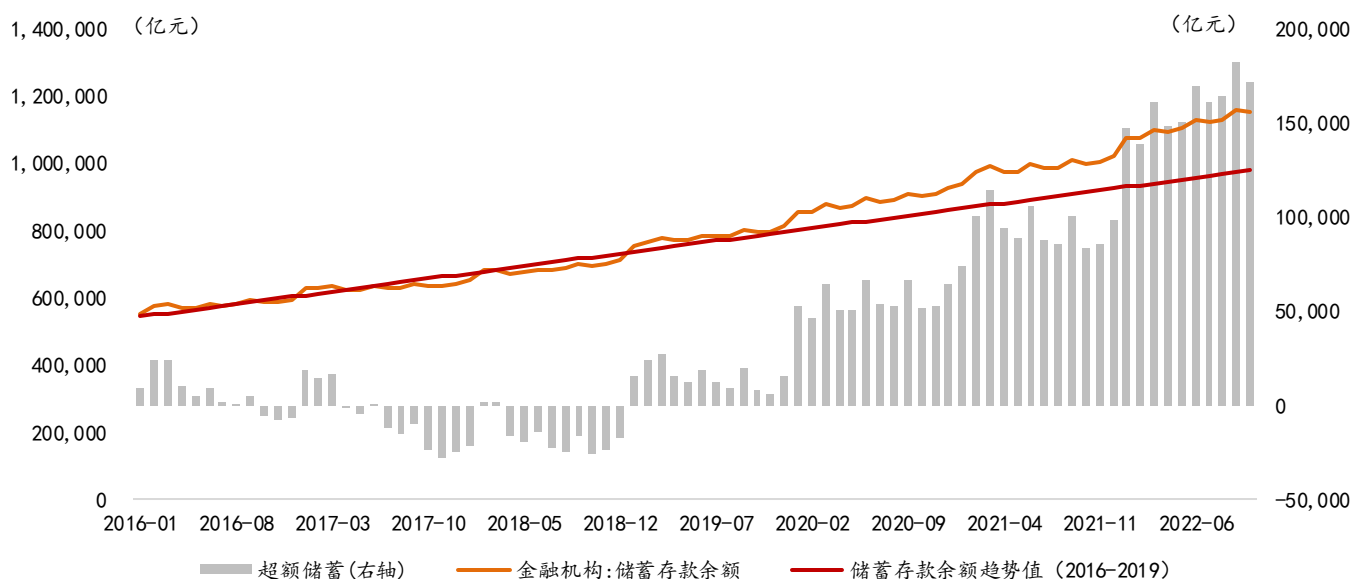


资料来源：Wind，德邦研究所

¹ 中国人民银行：《2022 年第三季度货币政策执行报告》，2022-11-16，第 7 页。

² 中国人民银行：《2022 年第三季度货币政策执行报告》，2022-11-16，第 46 页。

图 2：基于 2016 年-2019 年居民存款存量线性趋势外推“超额储蓄”



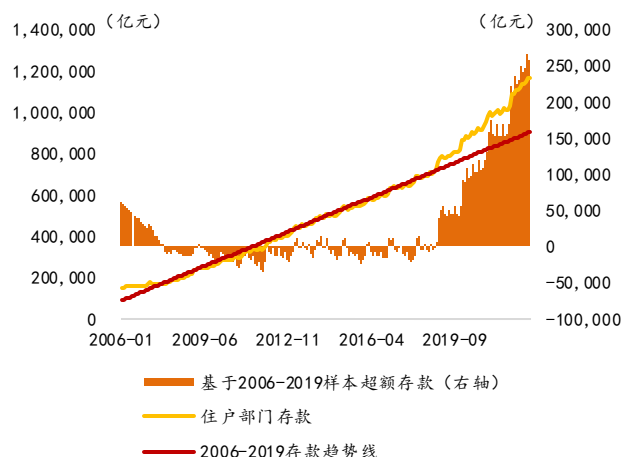
资料来源：Wind，德邦研究所

其次，如果以 2006 年至 2019 年较长时间期间作为估算超额储蓄的样本期，居民部门超额储蓄从 2019 年开始即偏离“趋势值”。从住户部门“超额储蓄”的增加来看，过去 4 年间“超额储蓄”有 4 次“跳跃”：2019 年 1 月-3 月、2020 年 1 月-3 月、2021 年 2 月-3 月和 2021 年 12 月-2022 年 9 月，不同于前 3 次超额储蓄“跳跃”之后进入稳定的平台期，2022 年前 10 个月超额储蓄保持平稳增长，在 2006 年-2019 年趋势值下，2022 年 1-10 月份住户部门超额储蓄合计增长 8.70 万亿，而在 2016 年-2019 年趋势值下，2022 年 1-10 月份住户部门超额储蓄合计增量也有 7.34 万亿。由于住户部门储蓄的第一次跃升并不是在 2020 年疫情发生之后，也就意味着“疫情”不是唯一解释住户部门储蓄增长的原因，2018 年一季度之后货币政策没有过加息，且持续“降准”扩张贷款投放并通过贷款创造存款机制对应增加存款，以及更长时间维度上看，中国人口出生率持续下滑和人口总量面临拐点等基本因素，均在一定程度上提高了居民部门的储蓄倾向。如果疫情只是影响住户部门储蓄存款增长的一种变量，那么 2020 年-2022 年期间累计的“超额储蓄”或也不会在疫情消退之后全部转化为消费增长的潜能。

1.2. “超额净储蓄”：存贷差持续扩张

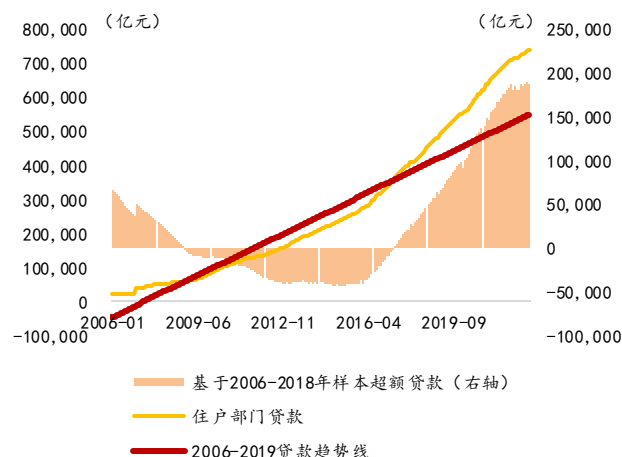
考虑住户部门贷款之后的“超额净储蓄”也达到 7 万亿元规模。由于人民银行没有发布与“住户部门储蓄存款”相似口径的贷款，因此我们使用“其他存款性公司资产负债表”，以“纳入广义货币的存款：个人存款”作为居民部门储蓄存款的指标、以“对其他居民部门债权”作为居民部门贷款存量的指标，使用 2006 年-2019 年作为样本区间设置趋势值。

图 3：住户部门存款：“超额储蓄”拐点同样出现在 2019 年



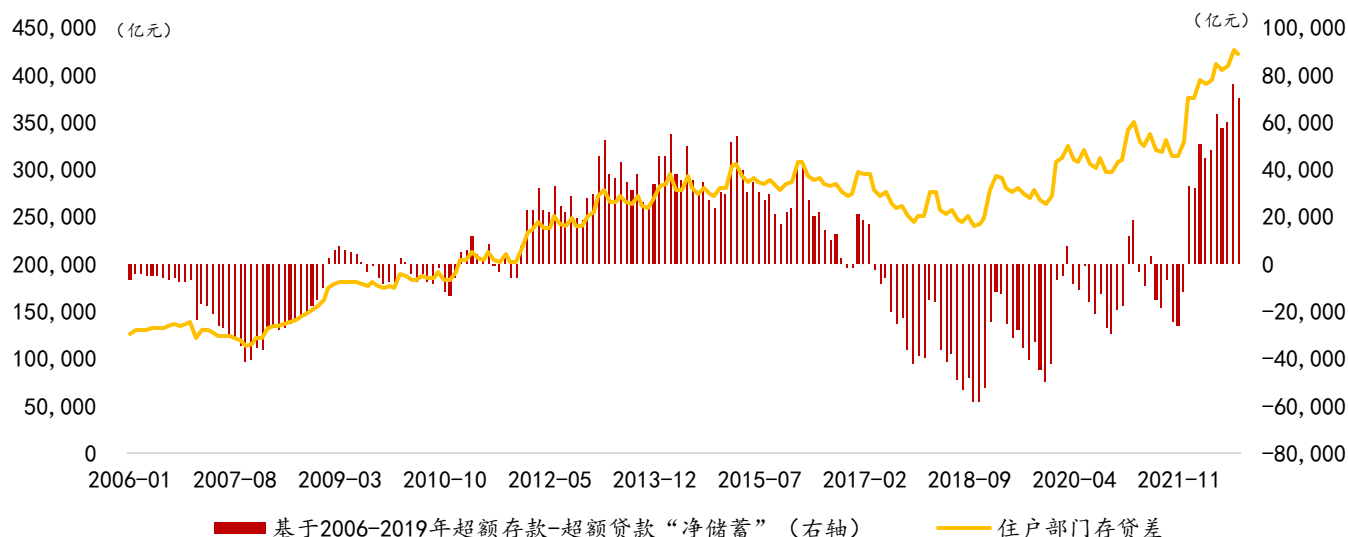
资料来源：Wind，德邦研究所

图 4：住户部门贷款：住户部门贷款余额增长平稳



资料来源：Wind，德邦研究所

图 5：基于 2006 年-2019 年估算居民部门“超额净储蓄”



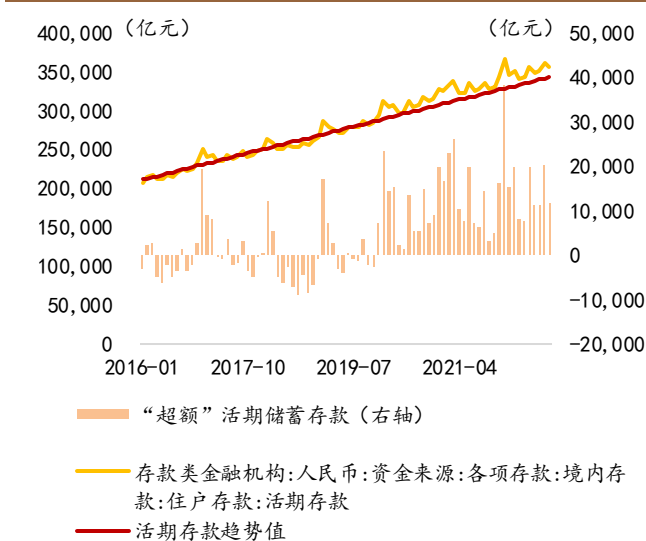
资料来源：Wind，德邦研究所

从其他存款性公司资产负债表来测度居民部门“超额储蓄”规模，与我们从住户部门储蓄存款口径得到的结论基本一致：截止 2022 年 10 月底，“超额储蓄”规模达到 25.74 万亿；“超额储蓄”拐点出现在 2018 年底至 2019 年，而非从 2020 年疫情才出现。但是将居民部门贷款趋势性增长考虑在内之后，从居民部门“超额净储蓄”规模来看，截至 2022 年 10 月底，居民部门“超额净储蓄”达到 7.05 万亿元，但是不同于“超额储蓄”在 2019 年就出现拐点，“超额净储蓄”在 2022 年 1 月份开始出现增长的拐点，从 1 月份 3.30 万亿元增长至 10 月底的 7.05 万亿元，前 10 个月的最高点是 9 月份达到 7.66 万亿元。结合人民银行在货币政策执行报告中对“预防性储蓄”的描述，我们认为 2022 年内增长的 3.75 万亿“超额净储蓄”是对因疫情原因增加的储蓄存款的估计量，这一部分“超额储蓄”或成为在疫情因素消退之后消费增长的潜能。

1.3. “超额储蓄”：存款定期化

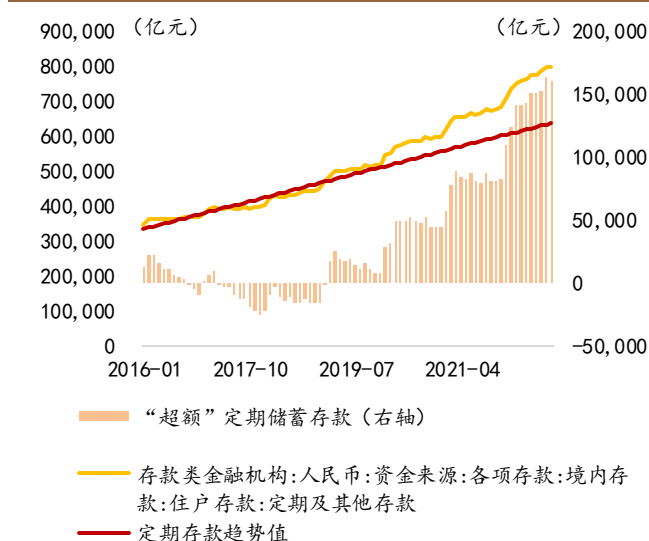
居民部门储蓄存款定期化是“超额储蓄”的主要增量。根据人民银行发布的“存款类金融机构信贷收支表”，使用住户部门活期存款和定期存款两个分项来测度哪个项目导致“超额储蓄”的增加。限于信贷收支表数据的时间节点，选取2016年至2019年4年期间的数据样本设置趋势值，截至2022年10月份，住户部门“超额”活期存款仅有1.18万亿，并且活期存款增长在2020年以来并未显著偏离趋势值；“超额”定期存款则有16万亿，2020年以来累计增长15.21万亿。住户部门储蓄存款定期化是“超额储蓄”形成的主要原因，而且“超额储蓄”并不是来自活期存款向定期存款的转化。

图6：居民部门“超额”活期储蓄：基本符合趋势值



资料来源：Wind，德邦研究所

图7：居民部门“超额”定期储蓄：“超额储蓄”主要增量



资料来源：Wind，德邦研究所

2. “超额储蓄”来源：收入下滑 & 消费减少

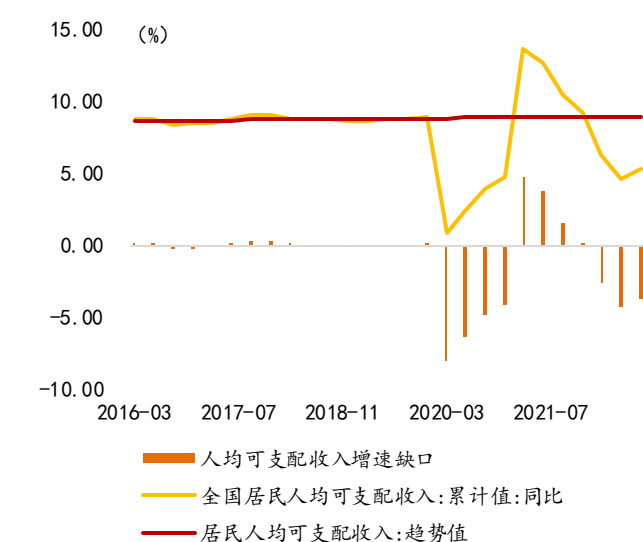
储蓄的增长或是收入增加、或是消费减少的结果。采用2016年-2019年作为无疫情期间的样本设定可支配收入和消费支出增长的趋势线，来测算2020年疫情以来居民部门人均可支配收入和人均消费支出的累计变化。

从人均可支配收入和人均消费支出的累计同比增速的变化来看，2020年疫情以来，人均可支配收入和人均消费支出增速均偏离了2016年-2019年的趋势线，在2020年-2022年期间曾经出现过2021年短暂的修复，截至2022年三季度末，居民部门人均可支配收入累计同比增速和线性外推的趋势值之间的增速缺口还有3.69个百分点，而人均消费支出累计同比增速和线性外推的趋势值之间也有3.86个百分点的缺口。

如果将增速缺口折算为绝对值：（1）2020年-2022年三季度末居民部门人均消费实际支出均低于2016年-2019年线性外推的趋势值，从年末累计值差额来看，2020年-2022年三季度末合计人均消费支出少增4181.57元；（2）2020年-

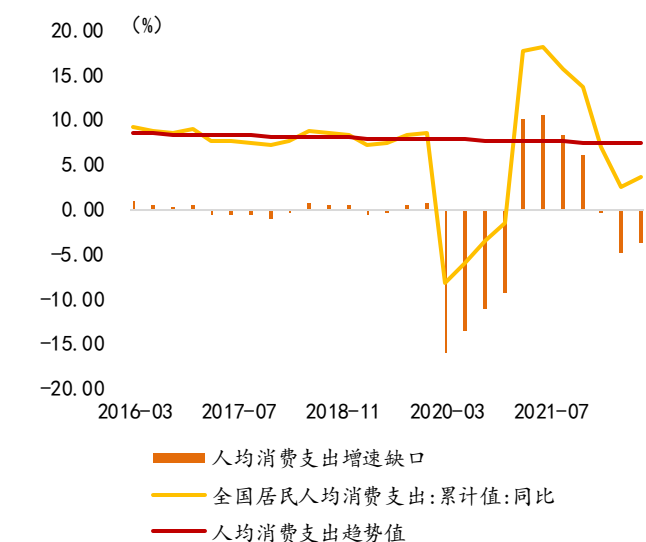
2022 年三季度末居民部门人均可支配收入持续低于 2016-2019 年线性外推的趋势值，从年末累计值差额来看，2020 年-2022 年三季度末，人均可支配收入少增 4504.42 元。居民人均可支配收入和人均消费支出近乎等比例下滑，因收入增长不确定性增强，疫情之后以人均消费支出和可支配收入之比表示的消费倾向下降，意味着消费的侧面——储蓄的意愿提高，形成“预防性储蓄”。

图 8：居民部门人均可支配收入：还有 3.69%增速缺口



资料来源：Wind，德邦研究所

图 9：居民部门人均消费支出：疫情原因下滑 3.86 个百分点



资料来源：Wind，德邦研究所

2.1. 收入下滑：工资性收入下滑幅度最高

从居民部门人均可支配收入的构成来看，居民部门人均可支配收入分为工资性收入、经营性收入、财产性收入和转移性收入等四个主要项目。其中工资性收入在可支配收入的占比最高，在居民可支配收入中下滑幅度也最高。

图 10：居民人均工资性收入：占比最高且下滑最深

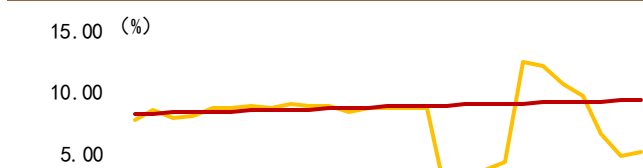
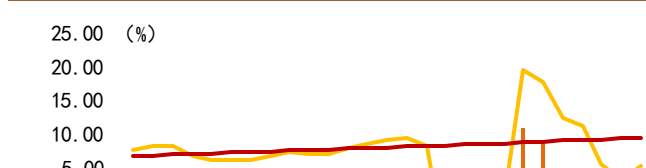


图 11：居民人均经营性收入：个体工商户受疫情影响较大



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_50645

