

超额储蓄三问：能否释放、流向何处、谁来“买单”

2023年01月03日

我们认为2023年国内资产定价最重要的主线就是资产负债表重塑以及超额储蓄释放。故开设系列专题追踪2023年超额储蓄释放可能撬动的超额流动性。

系列之一测算居民超额储蓄规模约7.4万亿，系列之二旨在回应超额储蓄三个问题：超额储蓄能否释放，或将流向何处，超额储蓄本质上是谁在“买单”？

➤ 首先我们回溯2022年逾7万亿的居民储蓄形成，主要与四条机制相关。

我们测算得到2022年居民超额储蓄共有7.4万亿。超额储蓄形成有四条机制：

其一，疫情压制消费，居民消费节制贡献约2万亿超额储蓄。

其二，地产价格下行，居民减配地产贡献约4万亿超额储蓄。

其三，理财净值化波动，居民赎回理财增配存款贡献约0.8万亿超额储蓄。

其四，减税降费规模空前，带动居民超额储蓄累计约千亿级别规模。

➤ 近期市场开始逐步关注超额储蓄，当下有三个问题需要回应。

超额储蓄怎么形成，与超额储蓄流向何处，两者并不相关。2022年消费节制、地产减配、理财赎回和减税降费，贡献居民超额储蓄比例为2:4:1.5，但不意味着2023年超额储蓄将分别推升消费、地产、理财规模比重在2:4:1.5。

关于2023年居民超额储蓄取向，市场关注三个问题，我们给出相应三点判断。

➤ 一问，居民超额储蓄能否释放？

一切助推居民超额储蓄的事件，在2022年形成共振：疫情压制消费，地产压抑居民扩表，理财赎回潮下居民增配存款，大力度减税降费带动居民储蓄增加。

这些事件指向一个事实，居民超额储蓄形成，根源在于风险偏好极度收缩。

判断一，2023年居民超额储蓄能否释放，关键居民部门风险偏好能否被有效激活，而非取决于简单的消费场景是否有所修复。

➤ 二问，逾7万亿居民超额储蓄如何释放？

2012年有居民超额储蓄类似经验。2013年创业板牛市、2012年非标扩张，2014年股票牛市，2015年地产牛市，多少有2012年超额储蓄释放的影子。

判断二，超额储蓄并非一年释放完毕，超额储蓄不一定流向单一板块，影响单一领域。居民超额储蓄流向哪里，关键是哪个板块对居民资金有足够吸引力。

➤ 三问，如果居民超额储蓄迟迟得不到释放，谁来“买单”？

当消费和地产深度拖累经济增长，基建扩张顶上，经济及居民收入避免过度下行；当地产“硬着陆”叠加民营房企信用坍塌，财政信用顶上，避免金融缩表，这才有了居民超额储蓄积累。可以这样理解，2022年财政一直为居民部门超额储蓄“买单”。

判断三，若2023年居民超额储蓄无法释放，甚至进一步增加，这意味着财政需要扩张来稳定增长并维持扩表，而这两点也是居民超额储蓄积累的“土壤”。

至此得到一个推论浮出水面，居民超额储蓄是否必然得以释放，需要判断一个前置条件，那就是财政空间是否足够大，能否足以支撑起增长和金融的平衡。

我们认为2023年财政依然扩张，但财政重点及运行逻辑不同于2022年。2023年财政重点已非简单基建扩张和金融扩表，超额储蓄增扩“土壤”不在。2023年居民资产负债表修复，风险偏好修复，超额储蓄持续释放或是必经之路。

风险提示：疫情发展超预期，理财产品赎回规模超预期，房地产销售超预期



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

研究助理 吴彬

执业证书：S0100121120007

电话：15171329250

邮箱：wubin@mszq.com

相关研究

1.全球大类资产跟踪周报：流动性逆风暂缓-2023/01/02

2.宏观专题研究：超额流动性系列研究（一）：居民超额储蓄，规模几何？-2022/12/28

3.全球大类资产跟踪周报：国内债市大幅回温-2022/12/25

4.海外疫情系列研究（三）：疫情冲击波：达峰时间及后续影响-2022/12/24

5.日本央行上调YCC上限：日本央行转向，紧缩交易卷土重来？-2022/12/20

目录

引言:	3
1 居民超额储蓄有四条形成机制	4
2 测算居民消费节制贡献约 2 万亿超额储蓄	5
3 测算居民减配地产贡献约 4 万亿超额储蓄	7
4 财政投放及理财赎回或贡献 1 万亿超额储蓄	11
5 居民超额储蓄未来趋势的三点判断	13
6 风险提示	16
插图目录	17

引言:

2022 年最被低估的一个经济变量在于居民超额储蓄，居民超额储蓄对 2023 年资产定价的重要性同样不可忽视。

我们在去年 11 月底展望 2023 年宏观经济及资产定价时，强调 2023 年国内资产定价最重要的主线不是实体增长增速高低，关键在于金融层面的居民资产负债表重塑，超额流动性才是关键宏观主线。

我们开设系列专题研究 2023 年超额储蓄释放可撬动超额流动性。本系列第一篇文章，我们测算得到居民超额储蓄规模约 7.4 万亿。

本文作为系列文章第二篇，旨在解决当下超额储蓄的三个问题：超额储蓄能否释放，超额储蓄一旦释放将流向何处，超额储蓄本质上是谁在“买单”？

1 居民超额储蓄有四条形成机制

单从经济增长和居民收入增速来看，2022 年无疑是居民部门收入偏紧的年份。然而 2022 年居民部门仍形成了约 7 万亿的超额储蓄，显然 2022 年居民形成超额储蓄原因不是收入高涨。

2022 年居民部门超额储蓄形成机制主要有四，这四条机制精准地描述了 2022 年疫情、地产、财政和理财赎回等特殊因素对居民资产负债行为的扰动。

居民端收入大体主要分为四大类：工资收入、资本利得、贷款、转移支付等。而支出也主要有四大类：消费支出，包括购房在内的投资支出，偿还债务，税务支出等。

理解 2022 年超额储蓄规模大增，一个重要的分析窗口在于居民现金流量表。

超额储蓄形成机制之一，2022 年居民消费支出大幅缩减。

奥密克戎病毒传染性较强，2022 年二季度和三季度，中国不同地区面临疫情扰动，客观上居民消费场景受限，居民消费支出大幅缩减。一个典型例证指标在于社零同比快速下降，2022 年 11 月社零累计同比仅为-0.1%，大幅低于正常水平。

超额储蓄形成机制之二，2022 年居民资产配置过程中大幅减配地产。

2022 年地产链表现偏弱，销售、投资、拿地等各环节数据都呈现出历史少见的深度同比负增长。地产是中国居民最主要的资产配置选择，地产链趋冷，导致 2022 年居民地产大幅减配，与之对应，作为中国居民第二大资产配置的存款，规模快速走高。

超额储蓄形成机制之三，2022 年财政投放力度较大。

疫情扰动之下，2022 年财政扩张力度极大，尤其是历史罕见的增值税留抵退税，此类转移支付增多私人部门二次分配收入。

财政发力客观上缓解居民部门可支配收入过快下滑，可以说财政投放是 2022 年居民超额储蓄的一部分来源。

超额储蓄形成机制之四，2022 年年末居民大规模赎回理财产品。

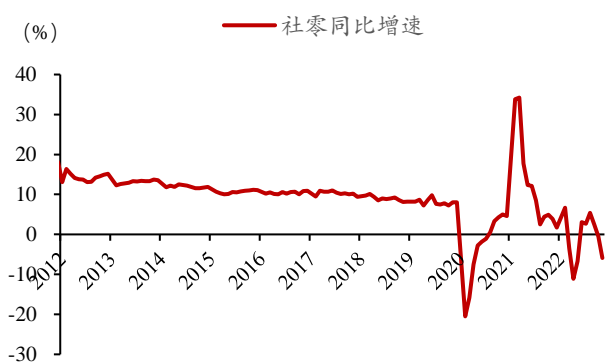
不仅如此，年末理财净值波动，居民部门大量赎回理财，理财资金转化为居民部门存款，这在年末推高了居民存款规模。

图1：居民部门资产负债表和现金流量表

居民部门资产负债表		居民部门现金流量表	
存款	贷款	工资收入	消费支出
其他金融资产	其他负债项	资本利得	包括购房在内的投资支出
房产		贷款	偿还债务
其他实物资产	净资产	转移支付	税收支出
其他资产		其他收入项	其他支出项

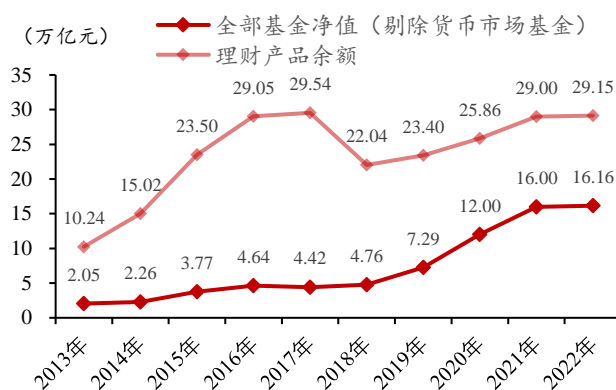
资料来源：民生证券研究院

图2：2022 年社零同比走低



资料来源：wind，民生证券研究院

图3：基金和理财产品余额



资料来源：wind，民生证券研究院；注：基金净值数据截至 2022 年 12 月 23 日，理财产品余额数据截止到 2022 年上半年

2 测算居民消费节制贡献约 2 万亿超额储蓄

疫情扰动之下，2022 年居民部门消费非正常收缩，消费增速下行快于居民支出增速下行。居民部门消费节制，显然推高 2022 年居民超额储蓄。

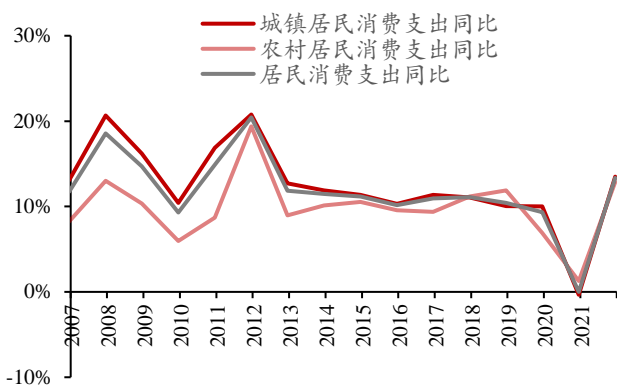
先估算 2022 年居民部门的“潜在”消费规模，即没有疫情扰动之下，居民部门应该有的消费支出。

疫情发生之前（2020 年之前），城镇居民人均消费支出有明显的增长趋势。以 2016 年-2019 年城镇居民人均消费支出趋势作为参考锚，我们可以得到 2020-2022 年城镇居民人均消费支出的趋势值。

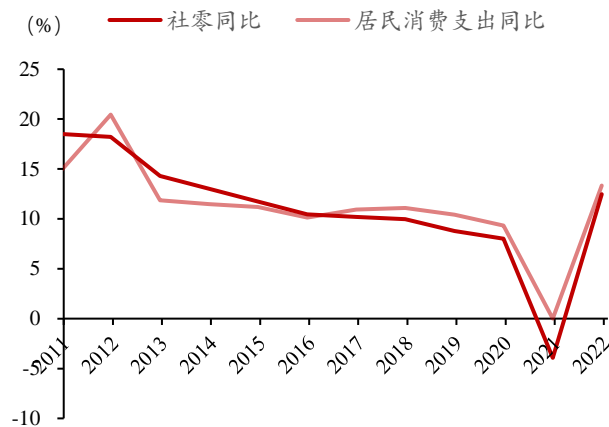
根据预测值，我们得到 2022 年城镇居民消费支出增速在 5.0% 左右。这一消费增速与 2022 年经济潜在增速较为吻合，符合往年居民消费和总量 GDP 增长之间的规律特征。

城镇居民占居民整体消费支出占比约 80%，且近些年城镇居民消费增速与整体居民人均消费支出增速基本一致，可以作为整体居民消费支出增速的替代。这

样可以计算 2022 年居民消费总体支出的潜在规模，这一规模便是没有疫情扰动之下，居民部门“应该有的潜在”消费支出。

图4：居民消费支出同比


资料来源：wind，民生证券研究院

图5：社零同比 vs 居民消费支出同比


资料来源：wind，民生证券研究院

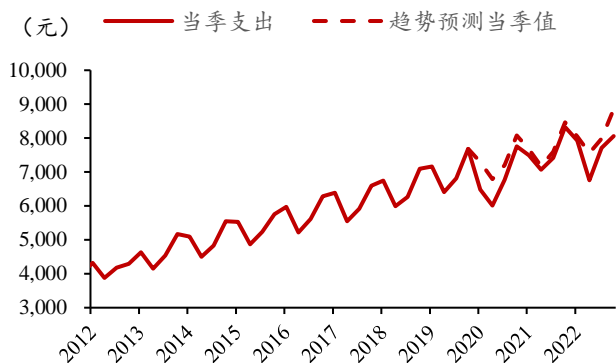
再计算得到 2022 年居民部门的实际消费支出。

由于社零数据已经公布至 11 月，我们可以利用社零增速来测算 2022 年实际支出。

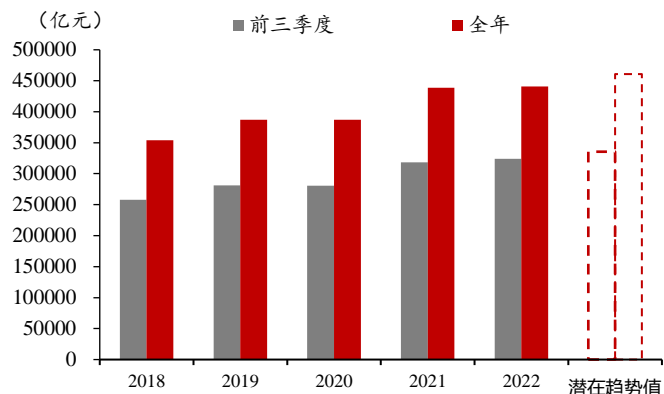
首先，我们假设 10-11 月合计值同比增速作为 4 季度社零同比增速，可以得到全年社零增速。而往年数据经验显示，居民消费支出增速同比略高于社零增速，我们将过去 3 年二者偏差的均值作为调整项，得到居民消费支出增速，这样可以计算 2022 年居民消费总体支出的实际规模。

最后用“潜在”消费支出，减去实际居民消费支出，便能得到 2022 年居民部门消费缩减额度，这部分额度便是我们认为的消费节制对应的超额储蓄增加。

我们测算得到，2022 年前三季度、全年居民消费支出潜在规模分别是 33.5 万亿、46.0 万亿，实际居民消费支出规模前三季度、全年分别是在 32.4 万亿，44.0 万亿，即 2022 年前三季度和全年消费节制贡献超额储蓄规模分别为 1.1 万亿和 2.0 万亿。

图6：城镇居民人均消费支出


资料来源：wind，民生证券研究院测算

图7：居民消费支出规模


资料来源：wind，民生证券研究院测算

图8：居民消费收缩规模测算（单位：亿元）

时期	2018	2019	2020	2021	2022	按趋势预测值	趋势值 — 实际值	对应消费支出减少
前三季度	257863	281171	280817	318288	324138	335494	11356	11356
全年	354124	387188	387186	438849	440305	460781	20476	20476

资料来源：wind，民生证券研究院测算

3 测算居民减配地产贡献约 4 万亿超额储蓄

除去消费支出外，2022 年居民购房活动明显减弱，也是形成居民超额储蓄的一大原因。

居民配置地产与消费支出行为显著不同，原因在于其涉及居民加杠杆的过程。实际上地产销售金额由两部分组成，一部分是居民购房支付的首付金额，另一部分是购房产生的贷款。居民购房行为对应这两笔资金一起流出，居民信贷加上居民存款，一起从居民部门流出，流向房地产企业。

居民增配地产过程中，居民存款减少，信贷增加，同时房地产资产增加。反过来，居民减配地产过程中，居民存款增加，信贷少增，地产资产配置占比下降。

我们可以用两种方法测算 2022 年居民减配地产所带来的信贷增加。

其一，从信贷角度出发，先得到 2022 年居民减配地产时少增的居民信贷规模，按照购房首付-贷款比例，推算减配地产贡献的超额储蓄规模。

其二，从销售金额出发，测算 2022 年居民减配地产时少增的销售金额规模，按照购房首付比例，推算减配地产贡献的超额储蓄规模。

考虑到居民信贷有两种口径，所以最终我们用三种方法来稳健测算 2022 年

居民减配地产所导致的存款多增。

方法一，居民信贷口径预测。

首先测算居民信贷的潜在规模。

居民信贷对应了居民部门扩表的幅度，2017 年以来居民部门信贷扩张非常稳定，基本稳定在 7.5 万亿到 8 万亿区间之内。2020 年和 2021 年这两年的信贷规模更加稳定，这一信贷规模基本可以作为近年居民信贷趋势。

我们以 2021 年居民信贷规模作为 2022 年潜在规模。

其次测算 2022 年实际的居民信贷新增规模。

2022 年 12 月房地产销售情况与 10 月、11 月基本持平，这意味着近年四季度居民信贷增长与 10 月-11 月增速极为接近。

用 10-11 月居民信贷增速代理四季度居民信贷增速，最终我们可得到全年居民信贷规模（实际量）。

将居民信贷潜在规模减去实际信贷规模，得到 2022 年居民信贷规模少增规模。测算得到 2022 年前三季度、全年分别少增 2.9 万亿、4.2 万亿。

接着我们确定购房贷款比例。

根据样本银行房贷首付比例数据计算，2018 年实际住房总体收入比例在 35%，但当前首付比例可能高于该数据。

其一是过去两年首付比例有所调整（各地首付比下调主要集中在 2022 年二季度开始），同时居民申请住房贷款时，银行评估的房产价值往往低于实际价格，会抬升居民信贷比例。

其二，在房地产价格增速下滑以及收入增速放缓的情况下，居民整体购房首付比例可能会有所提高。

其三，近年居民贷款与房地产销售金额的比值基本都在 45%-55%之间。

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_50774

