

深度解析超额储蓄：何来何去

评级及分析师信息

宏观首席分析师：孙 付
邮箱：sunfu@hx168.com.cn
SAC NO：S1120520050004
联系电话：021-50380388

宏观研究助理：丁俊菘
邮箱：dingjs@hx168.com.cn
联系电话：021-50380388

投资要点：

► 超额储蓄规模几何？

2020 年 1 月至 2022 年 11 月末，居民部门积累了约 10.5 万亿元的超额储蓄。其中，2022 年超额储蓄增幅最大，达到约 6 万亿元。定期储蓄存款是居民部门超额储蓄的主要存在形式。

► 超额储蓄来自哪里？

1) 居民可支配收入下降，拖累储蓄减少约为 1.2 万亿元。

2) 疫情扰动下，居民消费支出累计减少约 4.5 万亿元，相应拉高储蓄存款水平。

居民减少消费支出，增加储蓄主要有三个方面的原因：一是，疫情冲击，线下消费场景受限；二是，居民预防性储蓄意愿上升制约了消费增长。三是，房地产市场低迷，居民资产缩水，财富效应影响下消费降低。

3) 居民风险偏好下降，持有的其他资产向储蓄存款回流，形成了超额储蓄。

房地产市场低迷，约有 3.5 万亿元少支的首付款流向居民储蓄存款。

理财产品收益表现欠佳，约 0.9 万亿元理财资金回流向储蓄存款。

基金规模增速在 2022 年出现下降。其中，公募基金已回落至趋势水平；私募基金较趋势累计少增约 3.2 万亿元，约 0.6 万亿元流向居民超额储蓄。

► 中美超额储蓄的成因对比

中、美存在有一定的相似性：疫情冲击导致消费场景受限，造成消费减少，对应储蓄增长。

但两国超额储蓄的成因也存在有两个不同之处：美国超额储蓄主要是财政补贴和收入高增的作用结果，中国的超额储蓄则来自居民风险偏好收缩下的资产重新配置以及预防性储蓄的上升。

► 超额储蓄去向何方？

消费：居民减收减支形成的约 3.3 万亿元的超额储蓄是向超额消费转化的“主力军”。我们假设其将在 3-4 年内逐步释放，对应 2023 年将有约 0.8-1.1 万亿元超额储蓄流向消费，约占 2021 年社零总额的 1.8-2.5%，全年名义社零增速将达到 6.5%。

房地产：随着地产市场筑底回暖，超额储蓄会逐步流向刚需型和改善型住房需求，流向投资型房产的规模可能较为有限。房地产销售端预计将在下半年出现回升。不过房地产投资层面的修复将相对滞后于销售，我们预计 2023 年房地产投资增速为-6.5%。

其他金融资产：我们认为银行理财产品和基金回流形成的约 1.5 万亿元居民超额储蓄，重新流向市场的可能性较高。

风险提示

宏观经济、产业政策出现超预期变化。

正文目录

1. 超额储蓄规模几何？	3
2. 超额储蓄来自哪里？	5
3. 中美超额储蓄的成因对比	12
4. 超额储蓄去向何方？	15
5. 风险提示	17

图表目录

图 1 2022 年居民储蓄存款出现显著上升(万亿元)	3
图 2 2022 年居民存款储蓄率显著上升(%)	3
图 3 居民储蓄存款增量逐年递增(万亿元)	4
图 4 居民储蓄存款增速较为稳定(%)	4
图 5 居民超额储蓄规模达到 10.5 万亿元(万亿元)	4
图 6 2022 年居民超额储蓄增幅较大(万亿元)	4
图 7 定期存款增速显著高于活期存款(%)	5
图 8 居民定期存款占比不断抬升(万亿元)	5
图 9 活期存款与趋势值较为接近(万亿元)	5
图 10 居民超额储蓄的主要来自定期存款(万亿元)	5
图 11 居民可支配收入低于其潜在趋势(万亿元)	6
图 12 收入下降，拖累储蓄减少约 1.2 万亿元(万亿元)	6
图 13 2022 年社零同比增速显著下降(%)	6
图 14 居民人均消费支出增速不及潜在趋势(元)	6
图 15 全国居民消费支出不及其潜在趋势(万亿元)	7
图 16 居民消费支出累计减少约 4.5 万亿元(万亿元)	7
图 17 餐饮消费同比增速较疫情前有较大差距(%)	7
图 18 消费场景受限，四类消费类别占比下降(%)	7
图 19 消费者信心指数在 2022 年出现大幅下滑(%)	8
图 20 2022 年以来，居民失业率显著上升(%)	8
图 21 房地产是家庭财产最主要的组成部分(%)	8
图 22 2022 年以来，商品房价格持续低迷(%)	8
图 23 居民消费意愿下降，储蓄意愿上升(%)	9
图 24 银行理财投资仍是居民主要选择(%)	9
图 25 2022 年商品房销售出现显著下滑(%)	10
图 26 居民累计减少房贷购买约 8.8 万亿元(万亿元)	10
图 27 样本银行首套房平均首付比例约为 3 成左右(%)	10
图 28 居民新增中长期贷款占房产销售额 4 成左右(%)	10
图 29 银行理财预期收益率不断下降(%)	11
图 30 2022 年银行理财产品余额增速放缓(万亿元)	11
图 31 公募基金规模已回落至趋势水平(万亿元)	12
图 32 2022 年私募基金规模增速大幅下滑(万亿元)	12
图 33 2022 年 A 股市场成交金额出现下降(万亿元)	12
图 34 2022 年 A 股市场表现欠佳(%)	12
图 35 美国居民积累了规模庞大的超额储蓄(亿美元)	13
图 36 美国个人储蓄率在疫情期间出现飙升(%)	13
图 37 财政补贴是美国居民超额储蓄的主要来源(亿美元)	13
图 38 美国新增就业人数高于趋势水平(千人)	14
图 39 美国累计新冠确诊人数远超中国(千人)	14
图 40 用工紧张，推高美国居民薪酬水平(美元)	15
图 41 中国居民工资性收入增速不及疫情前水平(%)	15

表 1 美国先后推出六轮财政刺激法案(亿美元)	14
表 2 2022 年四季度以来，多个监管部门接连释放重磅利好	16

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

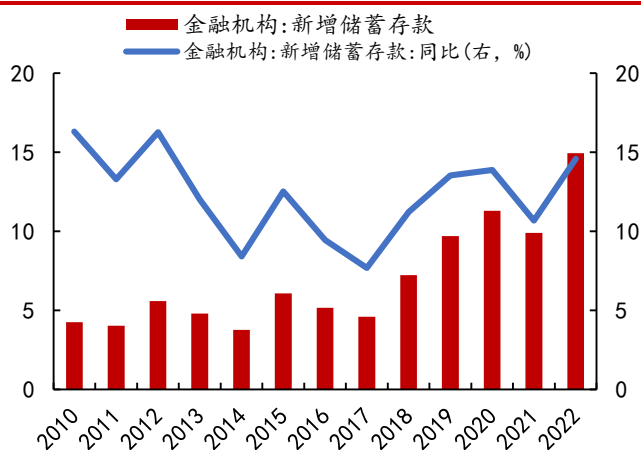
疫情以来，美国、中国都出现了居民超额储蓄明显上升的现象。中国超额储蓄规模几何，来自哪里？中、美之间的超额储蓄有何异同？随着疫情影响逐渐消去，超额储蓄最终将去向何方？能否成为消费增长的推动力？本文重点围绕以上问题进行详细分析。

1. 超额储蓄规模几何？

当前居民部门积攒了约 10.5 万亿元超额储蓄。定期储蓄存款是居民部门超额储蓄的主要存在形式。

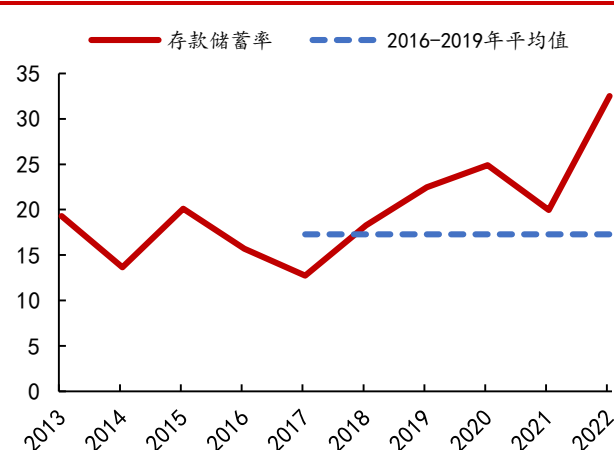
2022 年 1-11 月，居民储蓄存款余额较 2021 年底增长了约 14.96 万亿元，大幅高于历史同期水平。2022 年一至三季度居民存款储蓄率也创下近年来新高¹，达到 32.5%，较疫情前（2016-2019）平均水平提高了约 15.2 个百分点。

图 1 2022 年居民储蓄存款出现显著上升(万亿元)



资料来源：WIND，华西证券研究所，2022 年数据截至 11 月末

图 2 2022 年居民存款储蓄率显著上升(%)



资料来源：WIND，华西证券研究所，2022 年数据截至 9 月末

我们将居民部门储蓄存款超过其趋势的部分视为超额储蓄，并采用外推法来估算居民部门储蓄存款潜在趋势。

常见的外推法有线性外推法和指数外推法两种。线性外推法，相当于假设储蓄存款存量将随时间线性增长，即认为储蓄存款各期的增量保持不变，不会随时间变化。而指数外推法，指数外推假设储蓄存款余额将随时间指数增长，即认为储蓄存款存量的增速保持不变。

从数据中可以看出，近年来，储蓄存款增量呈现出递增趋势，与线性外推的假设并不相符，而储蓄存款的同比增速则相对稳定。因此，我们使用 2016-2019 年的数据作为疫情前的潜在基准，通过指数外推的方法推算出 2020-2022 年的趋势值。美联储工作论文中也采用了指数外推方法。

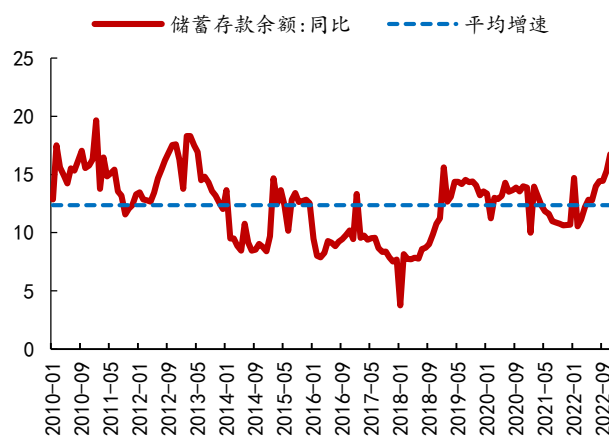
¹ 居民存款储蓄率=当期居民部门储蓄存款增加额/当期住户部门可支配收入

图3 居民储蓄存款增量逐年递增(万亿元)



资料来源：WIND，华西证券研究所

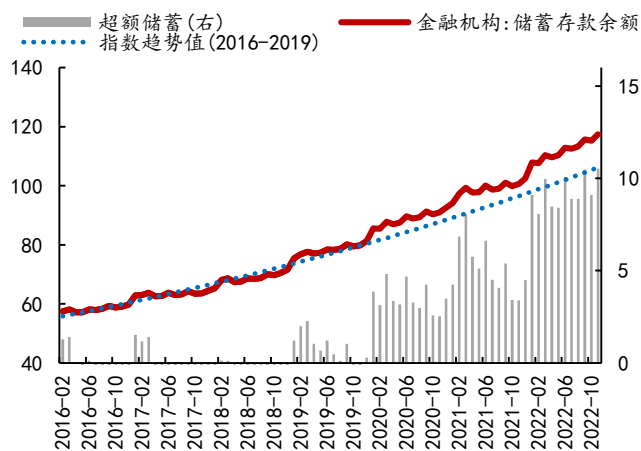
图4 居民储蓄存款增速较为稳定(%)



资料来源：WIND，华西证券研究所

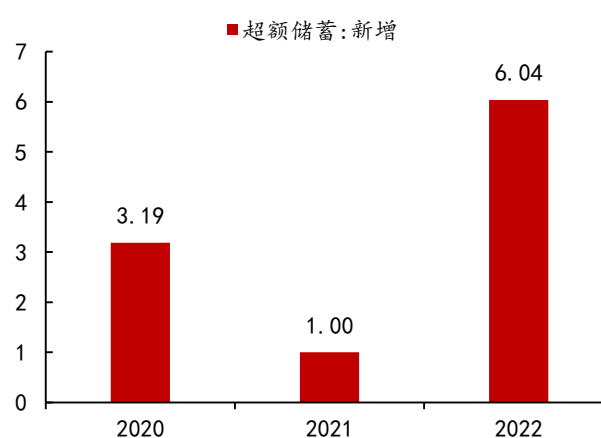
经过我们测算，2016-2019 年的储蓄存款潜在同比增速约为 10%，按此增速推算，自 2020 年 1 月至 2022 年 11 月末，居民部门超额储蓄已经达到 10.5 万亿元。其中，2022 年超额储蓄增幅最大，约 6 万亿元。

图5 居民超额储蓄规模达到 10.5 万亿元



资料来源：WIND，华西证券研究所

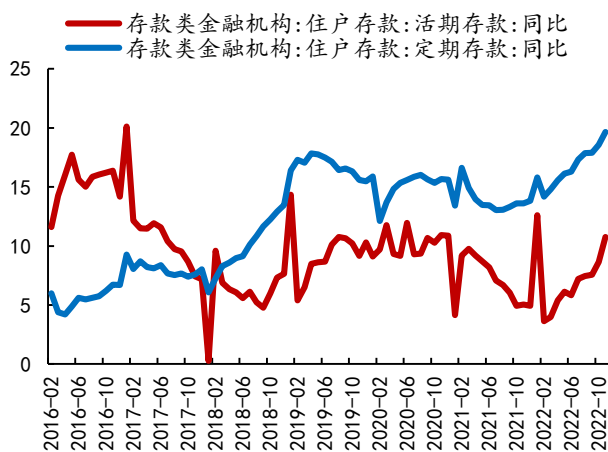
图6 2022 年居民超额储蓄增幅较大(万亿元)



资料来源：WIND，华西证券研究所

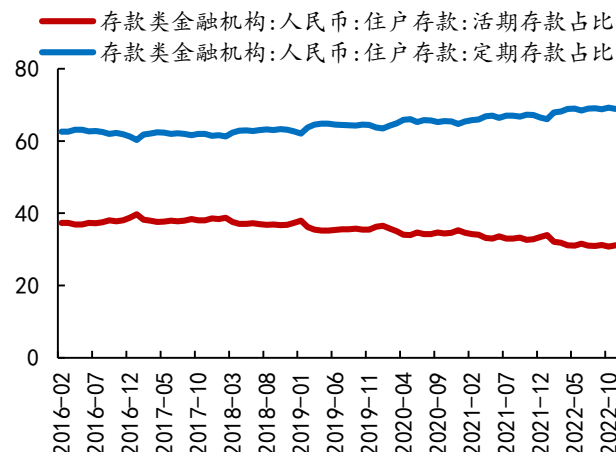
居民部门定期储蓄存款是超额储蓄的主要增量。住户部门定期存款占比不断提升。至 2022 年 11 月份，住户部门定期存款占比已达近 7 成，较 2019 年末上升约 5.1 个百分点。我们按照前文所述指数外推方法，分别测算住户存款中活期存款和定期存款的超额储蓄规模。截至 2022 年 11 月末，定期存款超额储蓄约为 10.5 万亿元；活期存款超额储蓄规模约为-0.1 万亿元，实际增量不及潜在趋势，但与趋势较为接近。因此，居民部门超额储蓄主要来自定期存款的超趋势增长。

图7 定期存款增速显著高于活期存款(%)



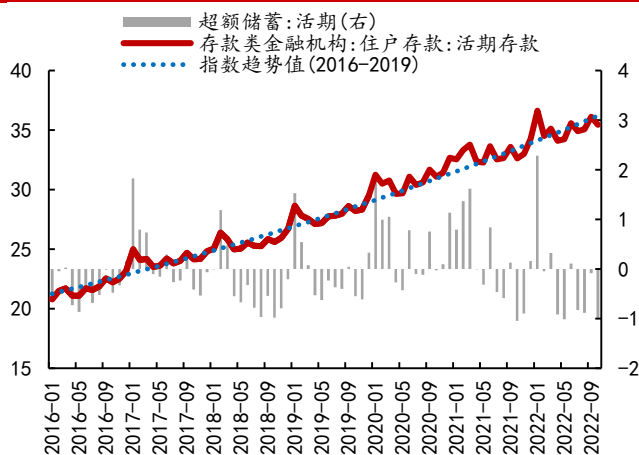
资料来源：WIND，华西证券研究所

图8 居民定期存款占比不断抬升(万亿元)



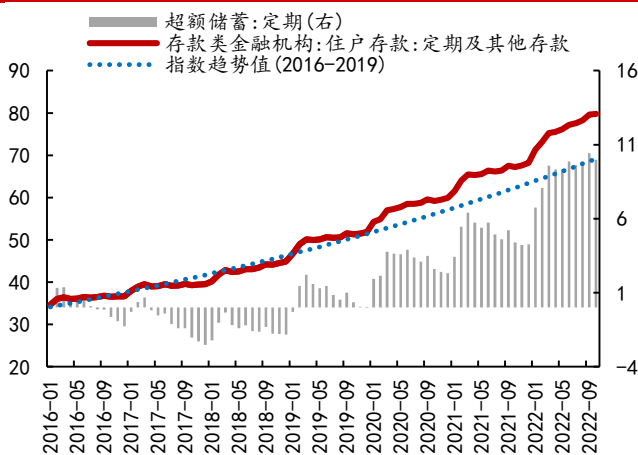
资料来源：WIND，华西证券研究所

图9 活期存款与趋势值较为接近(万亿元)



资料来源：WIND，华西证券研究所

图10 居民超额储蓄的主要来自定期存款(万亿元)



资料来源：WIND，华西证券研究所

2. 超额储蓄来自哪里？

居民储蓄存款的变化主要受到三个因素的影响：收入、居民消费支出以及居民资产配置。居民消费支出的减少以及居民持有的风险资产向储蓄存款的回流是超额储蓄产生的主要原因。

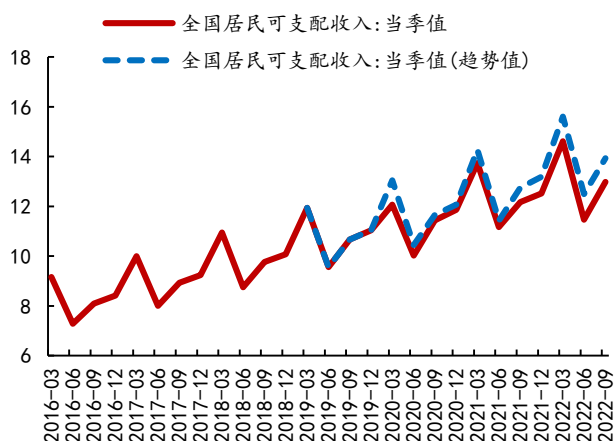
具体来看：

居民可支配收入下降，拖累储蓄减少约为1.2万亿元。

新冠疫情爆发以来，由于疫情防控的需要，我国经济运行受到影响，居民可支配收入增速出现一定程度下降。为了估计居民收入减少对于超额储蓄的影响，我们将居民人均可支配收入与全国总人口相乘得到全国居民可支配收入总量的估计。由于居民可支配收入为流量数据，受季节影响较为明显，因此我们采用2016-2019年的同比增速进行外推的方法来估计2020年至2022年的趋势值。

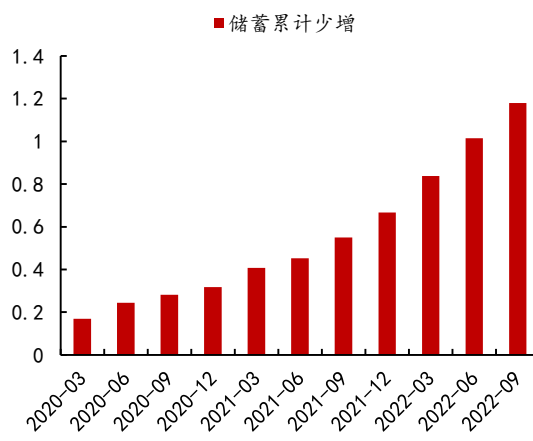
经测算，2020-2022 年全国居民可支配收入较其趋势水平下降约 6.8 万亿元。按照 2016-2019 年 17.2% 的居民存款储蓄率推算，居民可支配收入下降拖累储蓄存款下降规模约为 1.2 万亿元。

图 11 居民可支配收入低于其潜在趋势(万亿元)



资料来源：WIND，华西证券研究所

图 12 收入下降，拖累储蓄减少约 1.2 万亿元(万亿元)

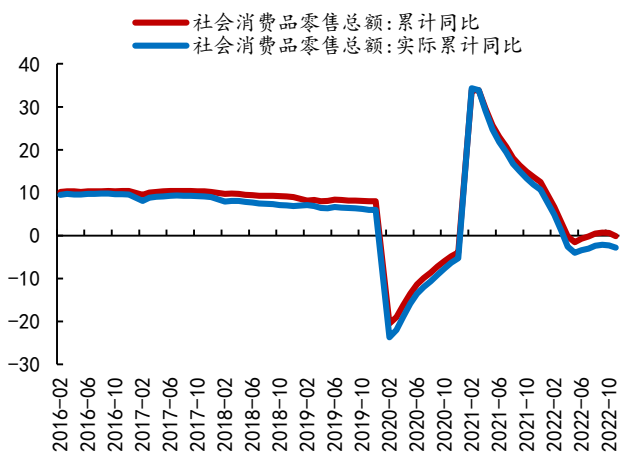


资料来源：WIND，华西证券研究所

疫情扰动下，居民消费支出累计减少约 4.5 万亿元，相应拉高储蓄存款水平。

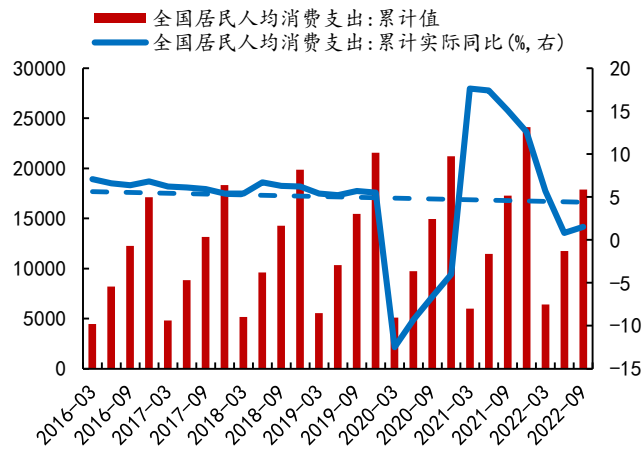
2022 年 1-11 月份，社会消费品零售总额同比下降 0.1%，实际同比下降 2.82%，均显著低于疫情前增长水平。居民人均消费支出口径下，2022 年 1-9 月累计实际同比增速仅为 1.5%，不及其潜在水平。

图 13 2022 年社零同比增速显著下降(%)



资料来源：WIND，华西证券研究所

图 14 居民人均消费支出增速不及潜在趋势(元)



资料来源：WIND，华西证券研究所

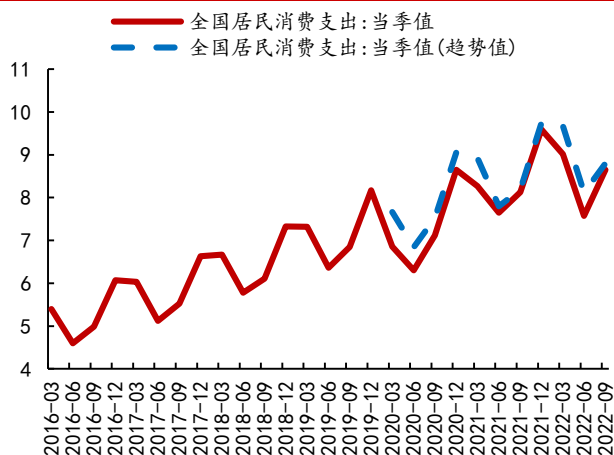
由于社零统计口径下的消费主体不仅包括居民也包括政府和企事业单位等，我们使用居民人均消费支出来估算由于消费支出所产生的超额储蓄规模。

2016 年-2019 年期间，居民各季度的消费支出占比（人均消费支出/人均可支配收入）较为稳定。我们将居民人均可支配收入与 2016-2019 年相应季度的平均消费支

出占比相乘，估算出在当前收入水平下，居民的人均消费潜在水平。然后将居民的人均消费潜在水平与全国总人口相乘得到全国居民消费支出的趋势值。

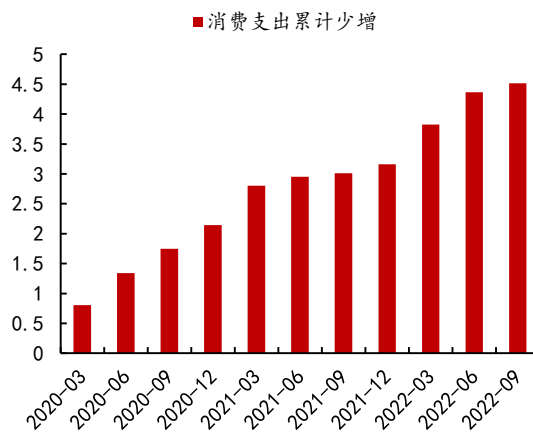
经测算，2020-2022 年全国居民消费支出较其趋势值累计减少约 4.5 万亿元。

图 15 全国居民消费支出不及其潜在趋势(万亿元)



资料来源：WIND，华西证券研究所

图 16 居民消费支出累计减少约 4.5 万亿元(万亿元)

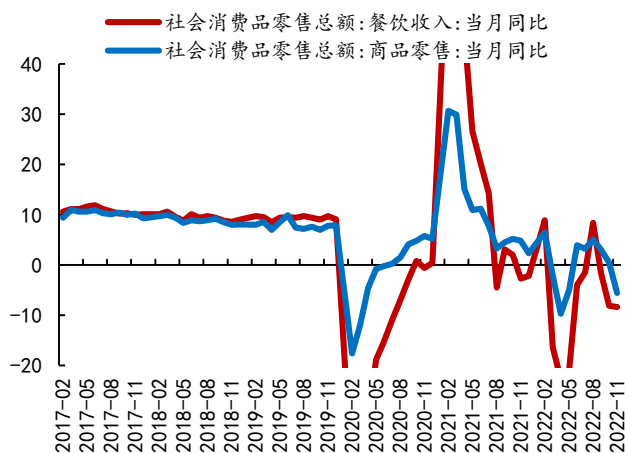


资料来源：WIND，华西证券研究所

居民减少消费支出，增加储蓄主要有三个方面的原因：一是，疫情冲击，线下消费场景受限，影响了居民消费意愿的实现；二是，居民预防性储蓄意愿上升制约了消费增长。三是，房地产市场低迷，居民资产缩水，财富效应影响下消费降低。

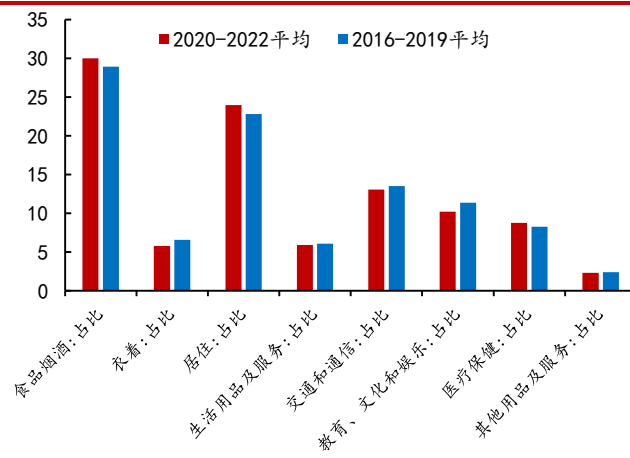
疫情影响，线下消费场景受限，压制了居民消费增长。1-11 月，社会消费品零售总额中餐饮收入同比下降 5.4%，显著低于其疫情前 9.4% 的平均增速。从居民部门消费类别来看，同 2016-2019 年的平均水平相比，2020-2022 年平均占比下降的主要有四大类：交通通信、教育文化娱乐、衣着、家庭设备用品及服务。其中交通通信、教育文化娱乐、衣着与服务都是和消费场景受限以及社交半径缩小直接相关的，显示出疫情影响导致线下消费场景受限，在一定程度上降低了居民消费水平。

图 17 餐饮消费同比增速较疫情前有较大差距(%)



资料来源：WIND，华西证券研究所

图 18 消费场景受限，四类消费类别占比下降(%)



资料来源：WIND，华西证券研究所

收入不确定性增加，居民预防性储蓄意愿上升。中国人民银行在 2022 年三季度货币政策执行报告中多次提到，国内居民预防性储蓄意愿上升制约消费复苏。受疫情反复的影响，消费者信心指数在 2022 年出现大幅下滑。此外，2022 年 11 月份，全国城镇调查失业率为 5.7%，31 个大城市城镇调查失业率为 6.7%，均显著高于疫情前水平。

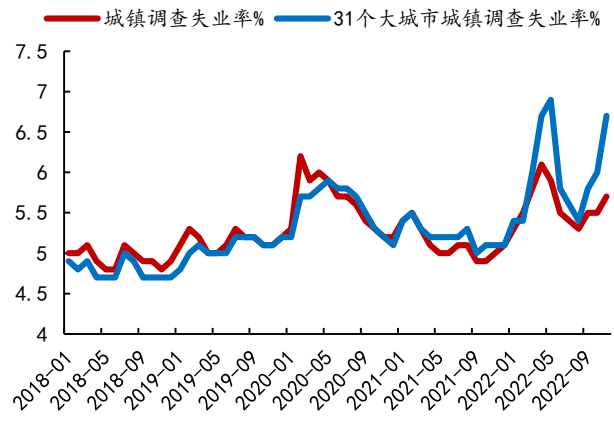
失业率上升叠加居民收入水平下降以及对于未来经济走势的不确定性的担忧，是导致居民预防性储蓄意愿上升的根本原因。

图 19 消费者信心指数在 2022 年出现大幅下滑(%)



资料来源：WIND，华西证券研究所

图 20 2022 年以来，居民失业率显著上升(%)



资料来源：WIND，华西证券研究所

房地产市场低迷，居民资产缩水，财富效应下居民消费受到抑制。根据“消费财富效应”理论，公众持有的个人财富增长，刺激其消费支出增加，反之亦然。

房地产是我国居民家庭财产最重要的组成部分。西南财经大学公布的《2018 中国城市家庭财富健康报告》数据显示，我国家庭总资产中住房资产占比高达 77.7%，远高于美国的 34.6%；在金融资产上，我国家庭总资产中金融资产占比仅为 11.8%。2022 年以来，房地产市场持续低迷，房价不振，导致居民部门家庭资产减少，通过财富效应作用抑制了居民的消费意愿。

图 21 房地产是家庭财产最主要的组成部分(%)

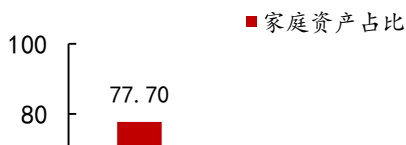
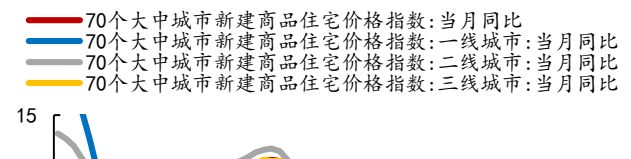


图 22 2022 年以来，商品房价格持续低迷(%)



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_50932

