



朱鹤：从资金流量视角解密 居民存款大增



意见领袖 | 中国金融四十人论坛

前三季度居民部门存款大幅增加，引发市场关注。中国金融四十人论坛（CF40）研究部副主任、中国金融四十人研究院青年研究员朱鹤基于对居民部门资金流量表的分析，考察了今年前三季度居民存款大幅增加背后的原因，并提出应对之策。

文章指出，居民存款大幅增加首先来自于购房支出的下降，其次是预防性储蓄增加，而这两者本质上都反映出了同一个现象，即居民部门在主动积累盈余。

从资产配置的角度来说，居民部门在增加预防性储蓄的同时，把更多的增量资产从房地产端转移到了定期存款端，这是居民部门在主动调整家庭资产结构。在居民部门对房地产市场的预期得到实质性好转之前，盈余转化为定期存款的趋势可能会继续存在，并加大商业银行资产负债压力。

文章认为，需要尽快调整当前的基准利率结构，让存款利率变得更有弹性，更好反映市场实际情况，以缓解银行面临的资产负债矛盾。从根本上说，政策的重点应放在尽快稳定居民部门对房地产市场的预期上，同时为居民部门提供更具包容性的金融投资产品。



2022 年前三季度，我国居民部门存款出现大幅增加，引发了市场的关注和讨论。2022 年 1-9 月，我国居民存款比 2021 年底增加了 13.28 万亿元，其中短期存款增加了 1.84 万亿元，定期和其他存款增加了 11.44 万亿元。如图 1 所示，今年前三季度居民存款的增幅确实显著超过 2020-2021 年前三季度的平均水平，且主要增加的是定期和其他存款，活期存款的增量与过去三年相比并无显著差异。表 1 给出了居民新增存款边际变化的结构分布。换言之，真正需要回答的是，与过去两年相比，为何居民部门多增加了 3.8 万亿元的定期和其他存款。

图 1 2019 年以来居民部门新增存款连续三季度累计值

(单位：亿元)

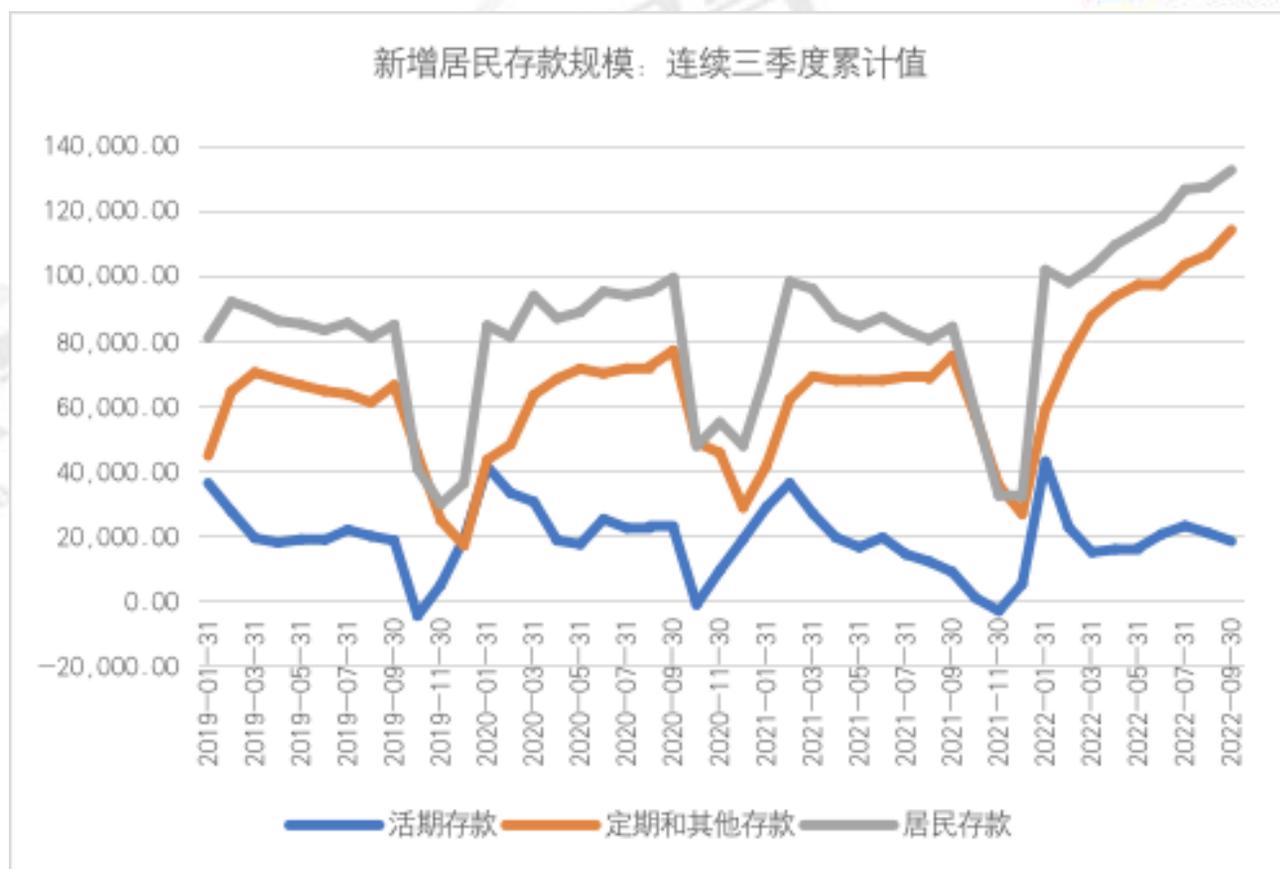


表 1 2022 年前三季度居民新增存款的边际变化结构

(单位：亿元)

	新增活期存款	新增定期及其他存款	新增居民存款
2020 前三季度	22419	77195	99615
2021 前三季度	8914	75581	84495
2020-2021 均值	15667	76388	92055
2022 年前三季度	18410	114375	132785
比过去两年新增	2743	37987	40731

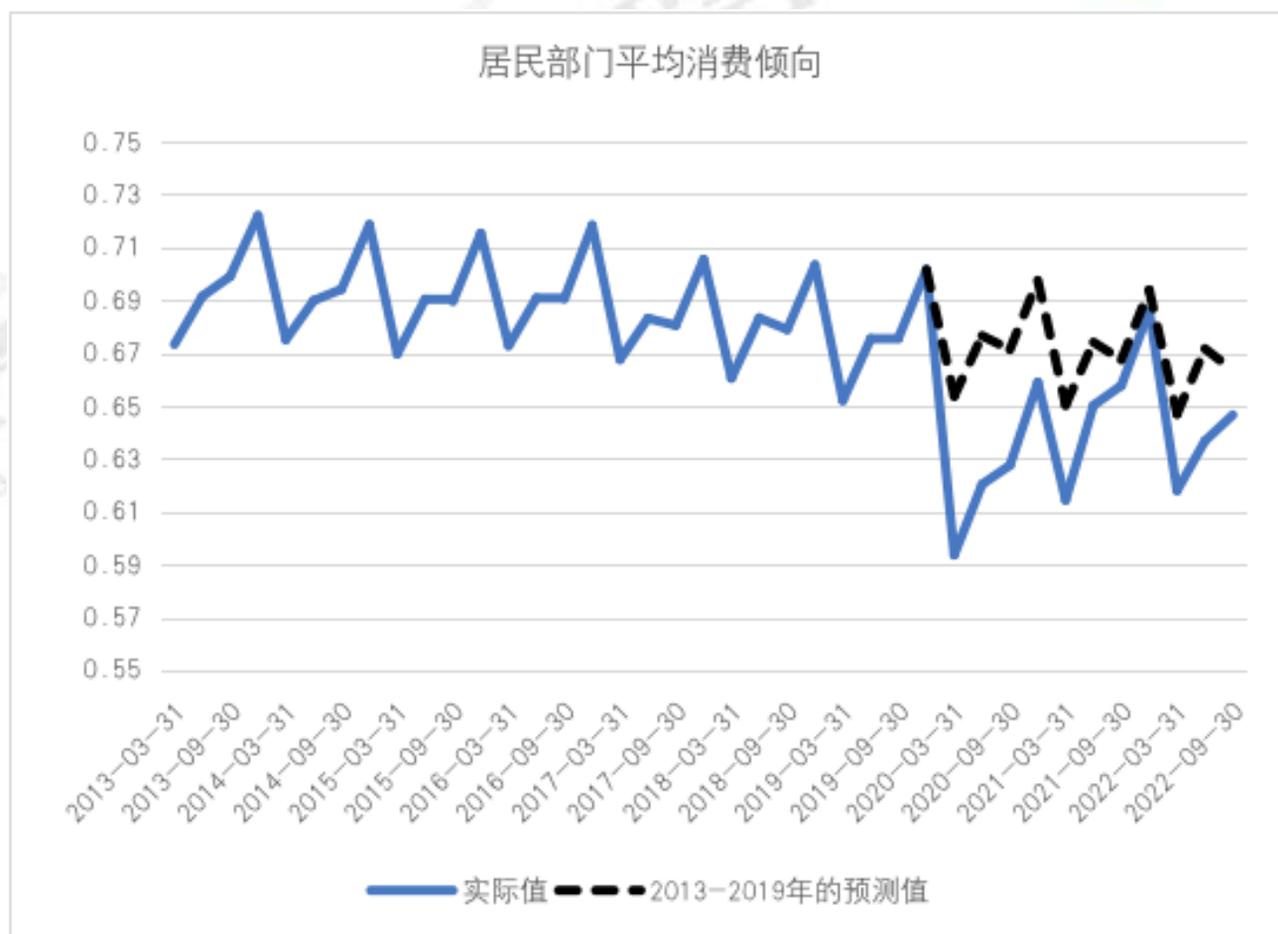
数据来源：Wind

一、消费下降至多能解释 1 万亿元左右的新增居民存款变化

在收入稳定的情况下，居民部门要通过减少消费支出来增加储蓄，储蓄变化与消费倾向可以说是一枚硬币的正反面。我们首先考察居民消费倾向变化以及由此带来的消费变化。

疫情以来，我国居民部门的平均消费倾向实际上经历了“下降-回升-下降”三个阶段。我们用“居民人均消费支出/居民人均可支配收入”计算居民部门的平均消费倾向，如图 2 所示，2013-2019 年，我国居民部门的平均消费倾向有明显的季节性特征，且整体呈现出下降趋势。2020 年疫情初期，我国居民部门的平均消费倾向出现了快速下降，此后随着经济快速修复，并在 2021 年四季度基本回到了疫情之前的趋势水平。2022 年初，在新一轮疫情冲击下，我国居民部门的平均消费倾向再次下降，与疫情之前的趋势水平差距随之扩大。（具体数据见表 2）

图 2 2013-2022Q3 我国居民部门平均消费倾向变化



数据来源：Wind，经作者自行处理

表 2 疫情以来我国居民部门平均消费倾向对趋势值的偏离

	基于 2013-2019 年的消费倾向预测值			实际消费倾向			预测值-实际值		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022
Q1	0.65	0.65	0.65	0.59	0.61	0.62	0.060	0.036	0.029
Q2	0.68	0.67	0.67	0.62	0.65	0.64	0.056	0.024	0.035
Q3	0.67	0.67	0.66	0.63	0.66	0.65	0.044	0.010	0.017
Q4	0.70	0.69	0.69	0.66	0.69		0.039	0.008	

数据来源：Wind，经作者自行处理

测算结果表明，因消费倾向下降带来的消费减少约为 9492 亿元。测

算逻辑如下：(1) 用消费倾向的趋势缺口除以消费倾向，得到因消费倾向下降对应的居民消费缺口。(2) 2017-2021 年，我国 GDP 最终消费支出中居民最终消费占比稳定在 70%，用当季社会零售总额乘以 70%，得到当季社会零售总额中的居民消费部分。(3) 用居民消费缺口乘以当季居民部门对应的社会零售总额，就可得到因消费倾向下降带来的消费减少量。

表 3 从居民消费缺口倒推出的预防性储蓄变化

	居民消费缺口	当季社会零售总额 (亿元)	预防性储蓄增量 (亿元)
2022Q1	4.7%	108,659	3,568
2022Q2	5.5%	101,773	3,907
2022Q3	2.6%	109,873	2,017
			9,492

数据来源：Wind，经作者自行处理

围绕消费倾向下降，目前至少有两类主流的解释。

第一种观点认为，疫情及相关因素导致居民消费不畅，居民存款增加其实是被动储蓄，也有人称之为超额储蓄。这种观点暗含的假设是居民的实际消费倾向没有发生系统性变化。换言之，假如未来疫情及相关因素对消费的抑制减弱，这部分储蓄会比较顺畅地转化为消费。例如，美国居民部门在疫情期间确实积累起了大量超额储蓄，且在美国退出财政刺激之后，这部分超额储蓄确实转化为了消费，支撑美国居民消费支出在相当时间内维持在较高水平。

第二种观点认为，预防性储蓄需求增加是导致居民存款大幅增加的主

要原因。导致预防性储蓄需求增加的主要原因是，在经济不确定性增加的情况下，居民部门长期收入预期出现变化，需要比过去维持更高的储蓄水平以应对各类不确定性。

上述两种观点均与疫情以来居民消费持续低迷的状态相契合。但是，第一种观点缺少来自收入端的证据。无论是被动储蓄还是超额储蓄，均应来自收入的超预期增加。显然，当前并不存在任何形式的居民部门收入超预期的情况。从核算角度看，各部门的盈余和赤字相加应该等于零，一个部门如果出现了超额盈余，那一定对应着其他各部门出现了对应的超额赤字。回到美国的例子，美国居民部门在疫情期间积累起超额储蓄的根源在于美国政府部门的赤字，财政赤字通过补贴的方式直接增加了居民部门的可支配收入，并形成了被动储蓄或超额储蓄。此外，我国居民部门在疫情之后的消费结构表现同样不支持这种解释（→促消费的基础和关键）。因此，相对于第一种观点，第二种观点更符合经济逻辑和现实情况，即居民部门的预防性储蓄动机上升，并因此减少消费，将盈余转化为储蓄。

二、居民存款增加主要来自购房支出减少，背后反映了居民资产配置

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_48792

