



罗志恒：“超额储蓄”是否会带来“报复性消费”？





近期“超额储蓄”以及超额储蓄是否能推动形成报复性消费成为市场热议话题。在出口下滑、地产低迷背景下，居民消费的复苏力度直接关系到2023年中国经济增长前景。数据显示，2022年中国居民部门积攒了近8万亿元的超额储蓄；疫情防控措施优化、各地居民陆续“阳康”后，超额储蓄为消费回暖提供了资金支持；从美国经验看，超额储蓄极大地刺激了居民的消费需求。

但是，消费的提振需要一个过程，不可对消费反转有过高期待，主要是过去三年居民对不确定性和风险的认知发生了较大变化，消费意愿难以在短期内快速提高；当前居民就业仍未出现实质性改善，当前收入以及对

未来收入预期仍未出现明显提升。

对该问题的讨论，我们认为要厘清一些似是而非的关键要点：

1、市场讨论的其实是“超额存款”，而非“超额储蓄”，居民资产配置从房地产、股市和理财产品转移到银行存款，容易夸大超额储蓄规模。议题上，市场以超额储蓄看未来消费前景，重点应是居民如何进行消费-储蓄决策；但数据上，市场以居民存款作为分析基础，实际上又涉及居民的资产配置行为，如果居民更愿意以银行存款形式持有资产，则会夸大超额储蓄的规模和影响。

2、2022 年居民存款出现了异常增长。一是增速上，当年存款余额同比增长 17.4%，创 2010 年以来新高；二是规模上，全年新增存款 17.8 万亿，大幅高于 2019-2021 年同期的 9.7、11.3 和 9.9 万亿。若将居民存款的这种异常增长视作“超额存款”，则 2022 年高达近 8 万亿元。

3、“超额存款”可分为两部分：一是真正意义上的“超额储蓄”，居民减少消费、增加储蓄；二是居民部门调整资产配置后的“存款回流”，购房减少、理财产品赎回等导致其他投资在总资产中占比下降，银行存款占比上升。

4、超额存款主要来自于消费减少、购房支出下降、理财产品赎回。第一，居民消费减少，预防性储蓄上升，贡献约 1.5 万亿；第二，房地产风险上升，居民购房支出减少，贡献约 3 万亿；第三，金融市场波动，居民

存款回流，贡献约 2.5 万亿。

5、超额存款提高了居民消费能力，同时疫情防控措施优化放开了消费场景限制，2023 年是否会迎来一轮报复性消费？首先，只有部分超额存款能用于消费。源自购房支出下降和理财产品赎回的超额存款，属于居民的资产配置行为，未来将重新用于购房和其他投资。其次，超额储蓄的非对称分布将导致消费 K 型恢复。1.5 万亿的超额储蓄更偏向于高收入人群，而高收入人群的边际消费倾向要低于中低收入人群，会抑制总体消费增长。

6、展望 2023 年，趋势上，总体消费将迎来明显恢复；结构上，服务消费的弹性高于商品消费。然而受制于居民收入增速、消费意愿、贫富分化等因素，消费或仍低于潜在趋势水平，需要政策进一步发力提振。

7、2022 年底的中央经济工作会议把恢复和扩大消费摆在优先位置，扩大内需成为未来时期的重要工作。短期的消费刺激政策通常是通过发放消费券和补贴等方式设定限时消费，有利于维护经济社会稳定，但也存在一些缺陷。“十四五”期间扩大并提振居民消费，要从增加居民收入、提高边际消费倾向两方面入手，真正做实“内需”，促进“双循环”。

风险提示：疫情反弹、居民收入增速不及预期、居民消费意愿恢复缓慢

目录

一、市场讨论的其实是“超额存款”，而非“超额储蓄”

二、2022 年居民部门“超额存款”的规模与来源

(一) 居民消费减少，预防性储蓄上升，贡献约 1.5 万亿

(二) 房地产风险上升，居民购房支出减少，贡献约 3 万亿

(三) 金融市场波动，居民存款回流，贡献约 2.5 万亿

三、“超额存款”是否会引发“报复性消费”？

四、如何有效提振消费？

正文

一、市场讨论的其实是“超额存款”，而非“超额储蓄”

近期“超额储蓄”以及超额储蓄是否能推动形成报复性消费成为市场热议话题。在出口下滑、地产低迷背景下，居民消费的复苏力度直接关系到 2023 年中国经济增长前景。数据显示，2022 年中国居民部门积攒了近 8 万亿元的超额储蓄；疫情防控措施优化、各地居民陆续“阳康”后，超额储蓄为消费回暖提供了资金支持；从美国经验看，超额储蓄极大地刺激了居民的消费需求。

“超额储蓄”中的“超额”很好理解，但“储蓄”却容易引发歧义。一方面，居民面临跨期选择，获得收入后，要将一部分用于当期消费，剩下的储存起来以备未来之需；另一方面，居民要做资产配置，储存起来的收入，是存入银行形成储蓄存款，还是用于买房、炒股等其他投资。

当前的市场讨论将二者混为了一谈。议题上，市场以超额储蓄看未来消费前景，应该是储蓄的第一层含义，居民如何进行消费-储蓄决策；数据上，市场以居民存款作为分析基础，实际上又牵扯到第二层含义的资产配置，居民的总资产中，有多少是以银行存款的形式存在的。因此，市场讨论的其实是“超额存款”，会夸大“超额储蓄”的规模和影响。

图表1：“储蓄”涉及居民决策中的两个不同领域



资料来源：粤开证券研究院

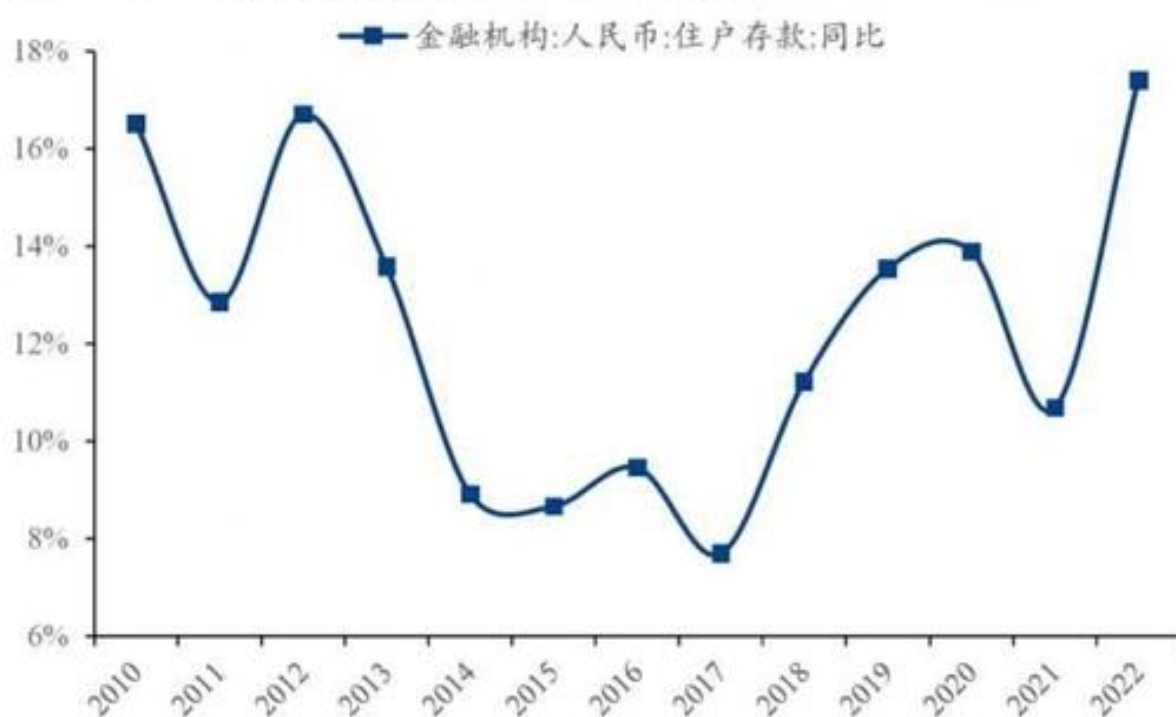
粤开志恒宏观

二、2022 年居民部门“超额存款”的规模与来源

2022 年居民存款出现了异常增长。一是增速上，当年存款余额同比增长 17.4%，创 2010 年以来新高；二是规模上，全年新增存款 17.8 万亿，大幅高于 2019-2021 年同期的 9.7、11.3 和 9.9 万亿。

若将居民存款的这种异常增长视作“超额存款”，则 2022 年高达近 8 万亿元。方便起见，可将 2021 年作为比较基准，一是当年经济明显恢复，实际 GDP 两年平均增速为 5.3%；二是新增居民存款规模与前两年相近，处于正常水平。2022 年居民新增存款 17.8 万亿，较 2021 年多增了 7.9 万亿。

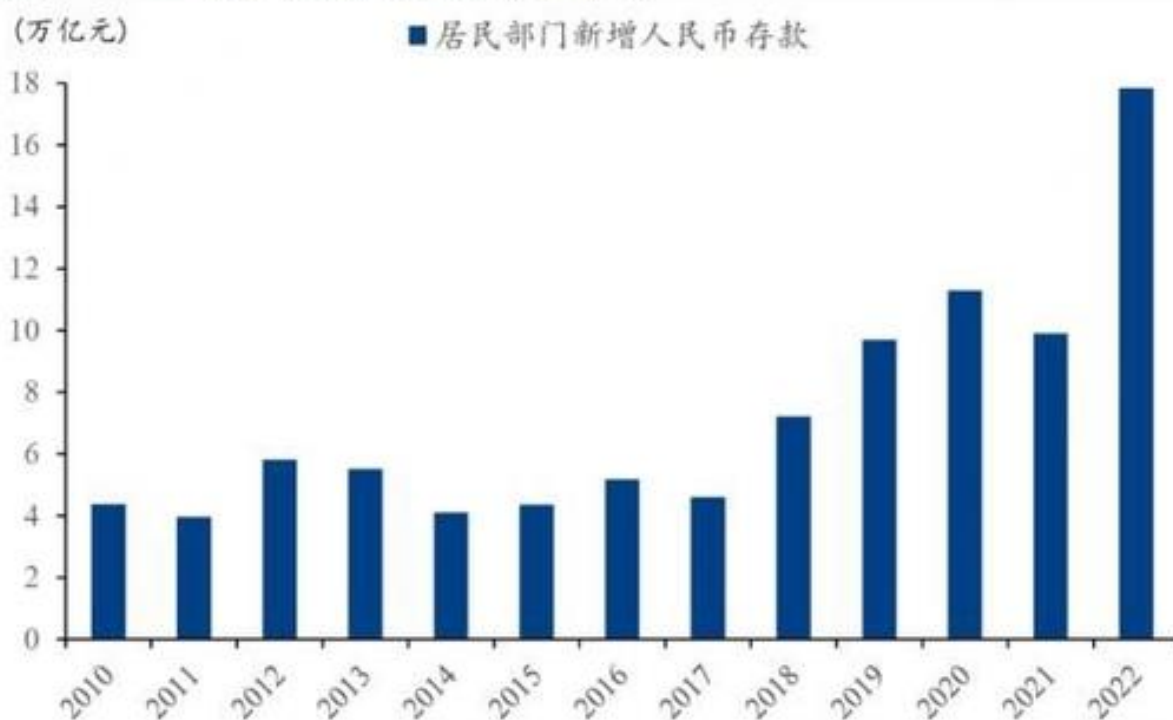
图表2：2022 年居民存款增速创 2010 年以来新高



资料来源：Wind、粤开证券研究院

粤开志恒宏观

图表3：2022 年居民新增存款规模大幅上升



资料来源：Wind、粤开证券研究院

粤开志恒宏观

“超额存款”可分为两部分：一是真正意义上的“超额储蓄”，居民减少消费、增加储蓄；二是居民部门调整资产配置后的“存款回流”，购房减少、理财产品赎回等导致其他投资在总资产中占比下降，银行存款占比上升。

(一) 居民消费减小 预防性储蓄上升 贡献约 1.5 万亿

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_51342

