

储蓄与存款之辨： 关于居民经济金融行为的思考（I）

■ 2022年，我国居民部门新增存款较上年多增了近8万亿。年初市场普遍认为，这部分“超额储蓄”，叠加消费场景恢复，将为我国消费复苏注入强大动力，但现实的发展却似乎事与愿违。我们认为，市场预期落空的根本原因，很大程度上在于混淆了“储蓄”和“存款”这两个经济学概念。

■ **储蓄反映居民的经济行为。**与疫前增长趋势隐含的潜在水平相比，过去三年居民部门积攒“超额储蓄”为3.6万亿，远低于市场的普遍认知。基于收入恒等式拆解发现，这部分“超额储蓄”根源于居民部门收缩性的经济行为，表现为收入下降，同时消费相较收入出现更大幅度的收缩。这显著有别于过往我国居民扩张型的储蓄积累。

■ **存款反映居民的金融行为，是其资金运用和储蓄的主要去向之一。**过去三年居民部门积累的“超额存款”达10.5万亿，根源于居民部门在资产配置上的保守心态。在收入增长大幅放缓的情况下，居民将更多资金由风险资产转化为更为安全的存款。

■ 由上可知，引发市场热议的庞大增量资金，是居民部门的“超额存款”，而非“超额储蓄”。储蓄与存款这两个概念貌似相同，在经济学意义上却存在着实质性差别。

■ 首先，导致储蓄和存款超常变动的直接原因不同。居民“超额储蓄”源于其收缩性的经济行为，而“超额存款”源于其审慎保守的资产配置行为。但值得注意的是，两者从根本上都源于经济运行的“三重压力”。

■ 其次，储蓄和存款变动对消费的影响截然不同。储蓄下降的同时消费会等额上升；但存款下降却并不一定意味着消费上升，居民可能只是在资产配置上将存款转化为风险资产。极端情形下，若居民收入与借贷大幅收缩，消费可能与存款同时下降。另外，储蓄增加往往是消费减少的结果，不会是消费增加的原因，即便对于美国而言也是如此。“8万亿超额储蓄支撑消费”的市场观点，不仅在概念上张冠李戴，还在储蓄与消费的关系上倒果为因。

■ 令人担忧的是，今年上半年，居民“超额储蓄”和“超额存款”仍在进一步增长，表明居民收缩性的经济金融行为仍在持续。金融形势的异常发展，凸显出当前提信心、稳增长的重要性和紧迫性。

谭卓

宏观经济研究所所长

☎：0755-83167787

✉：zhuotan@cmbchina.com

牛梦琦

宏观研究员

☎：0755-89278076

✉：niumengqi@cmbchina.com



目录

一、南橘北枳：“储蓄”与“存款”之辨	1
二、储蓄：收入恒等式视角下的经济行为	1
三、存款：资金流量表视角下的金融行为	3
四、推演：储蓄与存款的经济意义	5
五、结语：提振信心，逆转收缩	6

图目录

图 1：宏观口径居民储蓄率高于微观口径	2
图 2：疫中三年居民储蓄略高于潜在水平	2
图 3：居民消费降幅超过收入形成超额储蓄	3
图 4：本轮储蓄增速上升有别于过去扩张性积累	3
图 5：过去三年新增存款/新增储蓄比例显著上升	4
图 6：近年我国居民对存款的偏好显著上升	4
图 7：疫中三年居民存款大幅高于潜在水平	4
图 8：居民“超额存款”规模超额“超额储蓄”	4
图 9：疫情下美国居民储蓄增长主要源于转移支付	5
图 10：疫中三年美国储蓄率波动幅度远超中国	5

一、南橘北枳：“储蓄”与“存款”之辨

2022年，我国居民部门新增人民币存款高达17.8万亿，较上年增加7.9万亿。年初市场普遍认为，这8万亿居民部门的“超额储蓄”，叠加消费场景恢复，将为我国消费复苏注入强大动力。但现实的发展却似乎事与愿违。今年上半年，居民存款继续高增，新增11.9万亿，较上年同期多增1.6万亿，超出2021年全年新增规模两成；与此同时，消费修复动能仍然不足，社零消费两年平均增速3.6%，低于2021年同期0.7pct，低于疫前三年同期增速中枢5.8pct。

我们认为，市场预期落空的原因，很大程度上在于混淆了“储蓄”和“存款”这两个经济学概念，进而对经济形势产生误判。

《晏子春秋》有云，“橘生淮南则为橘，生于淮北则为枳，叶徒相似，其实味不同”，以此表示不同环境对同一事物的影响。但事实上，橘与枳是两种相似却不同的植物，橘即使生于淮北，也不会变成枳。大部分中国人对这两种植物的认识，都被晏子“橘生淮南”的典故误导了。

无独有偶，在中国的语境下，“储蓄”与“存款”往往被混为一谈。在新中国金融发展历程中，为居民办理存款业务的“储蓄所”，诞生时间远早于现代商业银行/中央银行的分支行，时至今日仍然存在。在大多数老百姓的认知里，储蓄就是存款。

然而，在经济分析上，我们却有必要厘清“储蓄”与“存款”这两个极其相似、高度相关却又迥然不同的概念，否则极易得出似是而非的结论。

二、储蓄：收入恒等式视角下的经济行为

我们不妨首先从居民收入恒等式来理解“储蓄”（savings），即居民可支配收入（ Y ）减去消费（ C ）之后的剩余资金：

$$S = Y - C \quad (1)$$

上式反映了居民的经济行为：居民在劳动力市场获取收入，在商品市场消费后形成储蓄。用储蓄除以收入，可得到储蓄率（ $s = S/Y$ ）。

观察实际数据，居民储蓄率的计算可基于微观和宏观两种口径。微观上，可根据国家统计局住户调查¹统计的居民人均可支配收入和人均消费支出，计算出居民人均储蓄率。宏观上，可根据统计局每年公布的资金流量表²，以住户部门总储蓄除以可支配总收入，计算得到居民宏观储蓄率。两种口径下的居民储蓄率出现一定分化，宏观口径高于微观口径，两者之差随时间收敛，2022

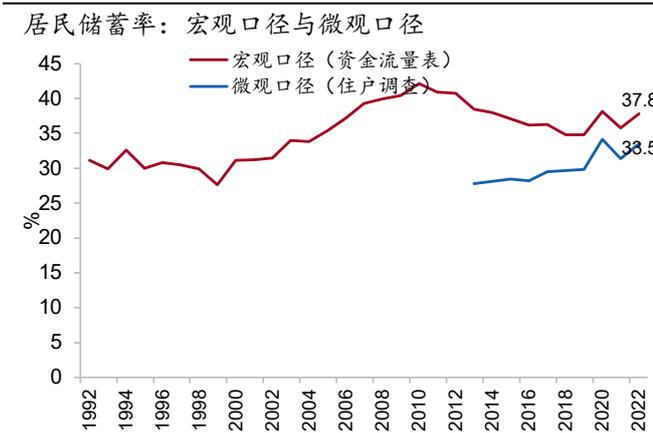
¹ 国家统计局对住户调查的解释参见 http://www.stats.gov.cn/zs/tjws/cjwtdj/202302/t20230217_1912787.html。

² 国家统计局对资金流量表的解释参见 http://www.stats.gov.cn/zs/tjws/tjfx/202301/t20230101_1903767.html。

年分别为 37.8%、33.5%，即当前我国居民大致将 2/3 的可支配收入用于消费，1/3 用于储蓄（图 1）。总体上看，以宏观口径计算的居民储蓄率更为可信³。

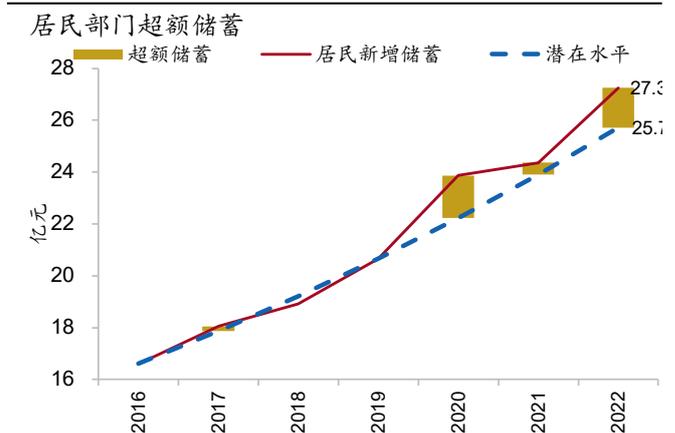
聚焦宏观口径⁴，2022 年我国居民新增储蓄规模和储蓄率均大幅上升：居民新增储蓄 27.3 万亿，较上年增加 2.9 万亿；居民储蓄率上升 2.1pct 至 37.8%。

图 1：宏观口径居民储蓄率高于微观口径



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 2：疫中三年居民储蓄略高于潜在水平



资料来源：Wind，招商银行研究院

事实上，居民储蓄高增的现象并非始于 2022 年。受疫情冲击影响，2020 年居民新增储蓄即高达 23.9 万亿，同比多增 3.2 万亿，创下彼时历史新高，此后进一步逐年抬升。疫中三年（2020-2022 年），居民部门新增储蓄总计 75.5 万亿，较疫前三年（2017-2019 年）大幅上升 17.8 万亿，升幅达 31.0%；储蓄率为 37.2%，较疫前三年上升 2pct。2022 年，居民新增储蓄 27.3 万亿，较上年上升 11.9%；储蓄率为 37.8%，较上年上升 2.1pct。

值得注意的是，考虑居民储蓄的潜在/自然增长后，疫中三年“超额储蓄”的规模要远小于新增储蓄的同比增量。以疫前三年资金流量表住户部门总储蓄的年复合增速外推，可得疫中三年“潜在储蓄”为 71.8 万亿，进而得到同期“超额储蓄”为 3.6 万亿，其中 2022 年为 1.5 万亿（图 2）。

根据收入恒等式（1），居民部门这 3.6 万亿的超额储蓄，源于消费增速相较收入增速出现了更大幅度的下降（图 3）。疫中三年，我国居民可支配收入增速下降 2.2pct 至 6.7%；最终消费⁵增速下降 4.6pct 至 5.1%。居民收入和

³ 两者分化主要源自三方面：一是住户调查中居民有低报可支配收入的倾向，在消费支出相对真实的情况下，往往会低估储蓄；二是住户调查中的消费包括即期消费和耐用品消费，耐用品需分期摊销计入消费，未摊销部分应视为储蓄，微观口径储蓄率未进行这项调，从而高估消费、低估储蓄；三是住户调查抽样的覆盖面有限，高收入群体的代表性不足，而高收入群体的储蓄率往往较高，导致总储蓄率被低估。

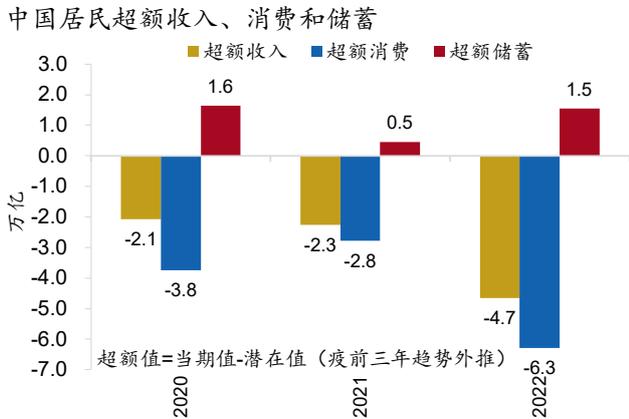
⁴ 由于统计局暂未公布 2022 年资金流量表，本文基于住户调查数据对 2022 年宏观数据进行了估算。

⁵ 国家统计局公布的关于居民总消费的数据指标主要有两项，一是资金流量表中住户部门的最终消费，二是支出法 GDP 核算中的居民最终消费。两者在 2018 年前总体接近，年均差异小于 1,000 亿元。2018 年后，前者或出现统计方法调整，导致资金流量表口径的最终消费规模超过 GDP 口径 5 万亿。我们发现，自 2018 年起，由资金流量表住户部门总可支配收入减去总储蓄计算出来的总消费，与 GDP 口径的居民最终消费基本吻合。因此，我们选用 GDP 口径下的居民最终消费作为 2018 年及之后的消费数据。



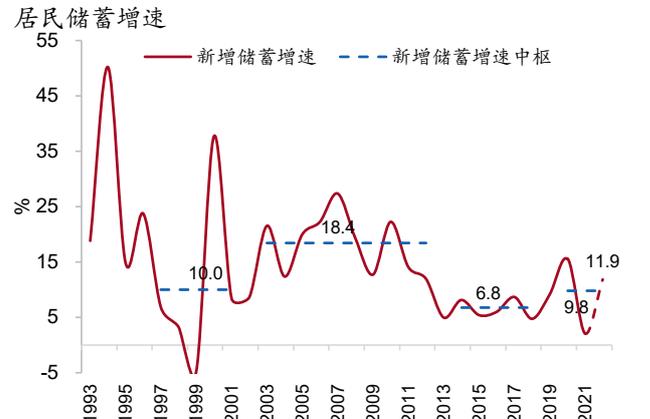
消费因此分别较潜在水平减少 9 万亿和 12.8 万亿（两者之差略高于超额储蓄，源于舍入误差）。

图 3：居民消费降幅超过收入形成超额储蓄



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 4：本轮储蓄增速上升有别于过去扩张性积累



资料来源：Wind，招商银行研究院

综上所述，我国居民“超额储蓄”的规模远低于市场的普遍认知。在收入增长低于潜在水平的背景下，这事实上更符合经济直觉。与潜在水平相比，居民收入下降储蓄反而增加，原因在于消费相较收入出现了更大幅度的收缩。换言之，当前居民部门积攒的 3 万亿“超额储蓄”，根源于收缩性的经济行为，这显著有别于过往扩张型的储蓄积累。回顾历史，居民储蓄增速中枢也曾于 2003-2012 年经历过明显上移，但当时主要源于收入增速超过消费（图 4）。

三、存款：资金流量表视角下的金融行为

“存款”（deposits）是一个货币金融概念，指的是存放在银行账户中的资金，包括活期存款和定期存款。在理解了“储蓄”之后，我们可以进一步基于居民资金流量表来理解“存款”。

假设居民可以通过加杠杆/借贷（ B ）来弥补存款（ D ）和个人风险投资（ F ）与储蓄（ S ）之间的资金缺口：

$$B = (D + F) - S \quad (2)$$

将（1）式和（2）式相加，可得居民资金流量表恒等式：

$$Y + B = C + D + F \quad (3)$$

上式左边为居民当期资金来源，包括收入（ Y ）及借贷（ B ），右边为居民当期资金运用，包括消费（ C ）、存款（ D ）以及个人风险投资（ F ）。

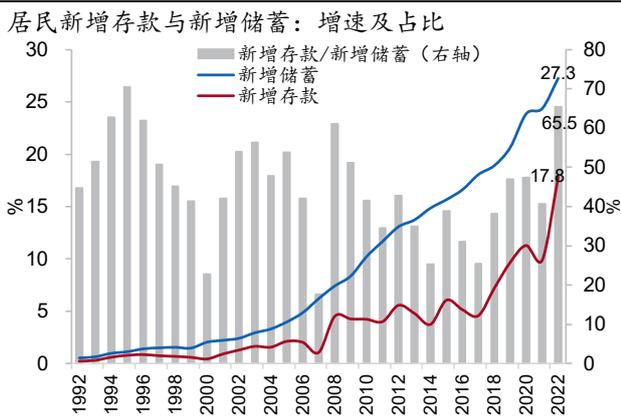
将（2）式进行简单变换，可以得到储蓄和存款之间的关系：

$$S = D + F - B \quad (4)$$

即居民可将储蓄用于存款（ D ）、个人风险投资（ F ）以及还贷（ $-B$ ）。可见，居民存款只是储蓄的一部分，反映了居民的资产配置/金融行为。

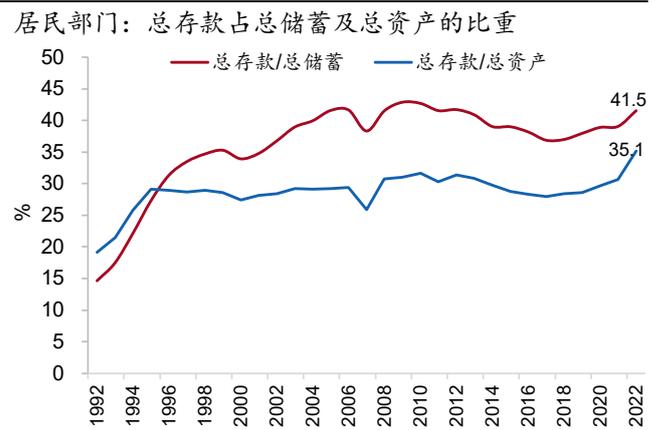
存款是我国居民资金运用和储蓄的主要去向之一。从增量上看，疫前三年，居民新增存款 21.5 万亿，占同期资金来源的 11.6%，相当于新增储蓄的 37.6%。疫中三年，我国居民对存款的偏好进一步上升，新增存款较疫前三年大幅上升 17.5 万亿，升幅高达 81.3%，在同期资金来源中的占比升至 17.6%，相当于新增储蓄的 51.7%。其中 2022 年，我国居民新增存款 17.8 万亿，较上年上升 80.1%，在资金来源中占比 23.5%，相当于新增储蓄的 65.5%（图 5）。从存量上看，2022 年，我国居民存款总额相当于储蓄总额的 41.5%，在居民总资产中的占比达 35.1%⁶（图 6）。

图 3：过去三年新增存款/新增储蓄比例显著上升



资料来源：Wind，招商银行研究院

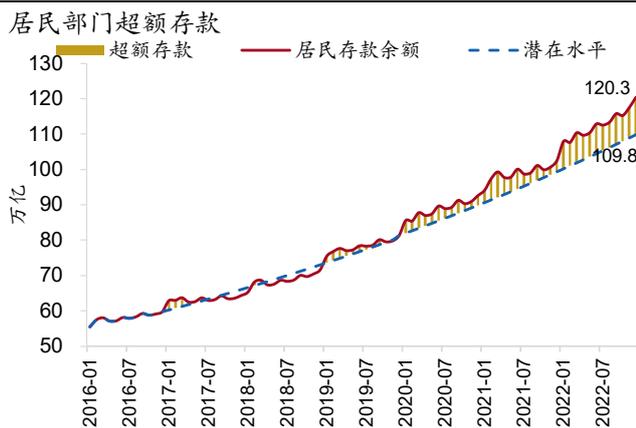
图 4：近年我国居民对存款的偏好显著上升



资料来源：Wind，招商银行研究院

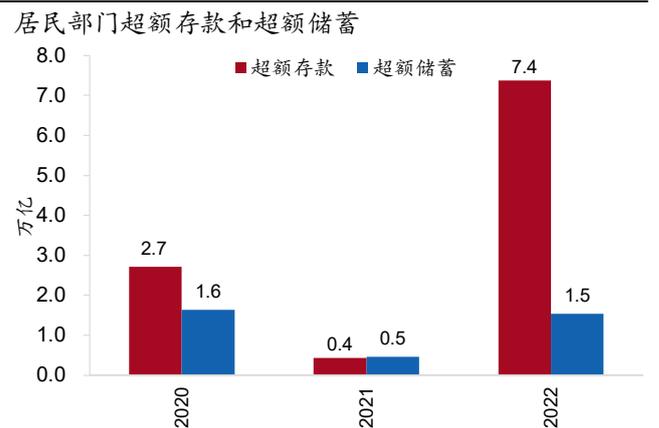
值得注意的是，疫中三年居民部门的“超额存款”规模远超“超额储蓄”，分别为 10.5 万亿、3.6 万亿（图 7，图 8）。不难发现，引发市场热议的庞大增量资金，是居民部门的“超额存款”，而非“超额储蓄”。超过 10 万亿的“超额存款”，凸显出居民部门在资产配置上的保守心态。

图 7：疫中三年居民存款大幅高于潜在水平



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 8：居民“超额存款”规模超额“超额储蓄”



资料来源：Wind，招商银行研究院

⁶ 关于居民资产负债表各项的测算，2019 年前，本文主要参考国务院发展研究中心宏观部许伟、渤海证券傅雄广撰写的《中国居民资产负债表估计：1978-2019 年》，并对居民住房资产采用成本法重新计算调整。2020-2022 年各项数据来自作者估算。

四、推演：储蓄与存款的经济意义

储蓄与存款这两个概念貌似相同，在经济学意义上却存在着实质上的差别。当前绝大多数市场讨论将两者混为一谈，导致结论似是而非。“8万亿超额储蓄支撑消费”的预期因此落空。

首先，导致储蓄和存款超常变动的直接原因不同。聚焦疫中三年，一方面，居民“超额储蓄”源于其收缩性的经济行为，在收入增长低于潜在水平的情况下，消费增速出现更大幅度的下降。另一方面，居民“超额存款”源于其审慎保守的资产配置/金融行为，反映出居民风险偏好显著降低。2020年以来，居民在负债端大幅放缓加杠杆的速度，在资产端则大幅压降房产、理财和股票等风险资产的占比，转向更为安全的存款。

“超额存款”规模远超“超额储蓄”，表明居民金融行为收敛的幅度超过经济行为。这主要有两方面的原因。一是金融市场的波动相较实体经济更大，二是受到房地产市场深度转型影响。对此，我们将在本系列下一篇报告中专题展开。

值得注意的是，导致此轮储蓄和存款异常变动的根本原因是一致的。不论是经济行为的收缩，还是金融行为的保守，都根源于经济运行的“三重压力”。

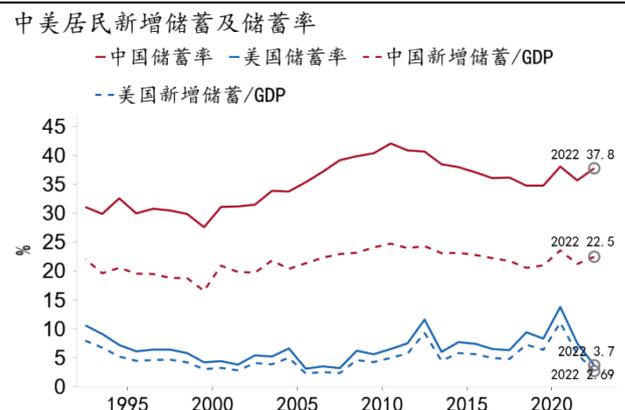
其次，储蓄和存款变动对消费的影响截然不同。收入恒等式（1）显示，给定收入水平，消费和储蓄是居民经济行为的一体两面：储蓄下降的同时消费将等额上升，反映居民更偏好即期消费，而非通过储蓄增加远期消费。这种积极变化往往源于消费者信心的提升。然而，存款下降却并不一定意味着消费上升，居民可能只是根据各类资产的风险回报特征（risk-return profile）动态调整了资产配置，将存款转化为风险资产。极端情形下，若居民收入与借贷大幅收缩，消费可能与存款同时下降。因此，认为居民存款下降之后消费将等额上升的观点，在理论上是不成立的。

图 9：疫情下美国居民储蓄增长主要源于转移支付



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 10：疫中三年美国储蓄率波动幅度远超中国



资料来源：Wind，招商银行研究院

最后，消费是收入而非储蓄或存款的函数。储蓄增加往往是消费减少的结果，不会是消费增加的原因。“8万亿超额储蓄支撑消费”的市场观点，不仅在储蓄和存款的概念上张冠李戴，还在储蓄与消费的关系上倒果为因。不少研

究将目光投向海外，认为“超额储蓄”支撑消费的美国经验将在中国重现。殊不知，疫情期间提振美国消费的，并非“超额储蓄”，而是美国财政对居民部门的大规模“直升机撒钱”所带来的收入高增长（图9）。更要特别指出的是，美国居民部门因天量转移支付堆积的扩张型“超额储蓄”，显著有别于我国居民部门收入增长放缓之下“省吃俭用”所积攒的收缩型“超额储蓄”。受财政补贴大幅起落影响，疫中三年美国储蓄率波动幅度远超中国（图10）。但在此期间，美国储蓄率中枢的上行幅度（0.3pct）反而显著小于我国（1.9pct），原因在于两国居民经济行为（收入和消费）的显著分化：美国居民收入增速中枢上行幅度高于中国1.9pct，消费增速中枢大幅高于我国6.9pct。

五、结语：提振信心，逆转收缩

总而言之，疫中三年我国经济“三重压力”导致居民部门经济和金融行为显著收缩，是居民储蓄和存款异常增长的主要原因。过去三年，我国居民部门超过3万亿美元的“超额储蓄”，是居民收入增长放缓后“省吃俭用”积攒的预防性储蓄；而超过10万亿美元的“超额存款”，进一步反映了全社会风险回报下降后居民对安全资产的渴求。

令人担忧的是，今年上半年，居民“超额储蓄”和“超额存款”仍在进一步增长，表明居民收缩性的经济金融行为仍在持续。据测算，上半年居民新增储蓄14.6万亿，较去年同期多增0.9万亿，增速7.0%，高于疫前三年0.7pct；居民新增存款11.9万亿，同比多增1.5万亿，增速15.2%，高于疫前三年4.4pct。超额储蓄和超额存款分别新增0.9万亿和6.3万亿。

金融指标的异常波动，凸显出当前提信心、稳增长的重要性和紧迫性。只有尽快综合施策，高效贯彻落实7月政治局会议“提振信心”“不断推动社会预期持续改善”的部署要求，才能从根本上逆转居民经济金融行为的收缩态势，进而扩大消费与投资，增强内生增长动能，推动经济高质量发展。

免责声明

本报告仅供招商银行股份有限公司（以下简称“本公司”）及其关联机构的特定客户和其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经招商银行书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“招商银行研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

未经招商银行事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

招商银行版权所有，保留一切权利。

招商银行研究院

地址 深圳市福田区深南大道 7088 号招商银行大厦 16F（518040）

电话 0755-22699002

邮箱 zsyhyjy@cmbchina.com

传真 0755-83195085



更多资讯请关注招商银行研究微信公众号
或一事通信息总汇