

今年疫情扰动之下中国居民部门囤积了大量的存款储蓄，我们称之为“**超额储蓄**”。本文聚焦一个问题：2022年超额储蓄规模几何？

➤ **今年居民部门囤积了大量“超额储蓄”，超额储蓄有两大经典表征。**

其一，居民存款总量及同比增速均攀至历史高位。

绝对数量上，今年1至10月住户存款累计增长13.2万亿，创历史新高。并且今年多个月份，单月新增居民存款规模都为历史同期最高值。

同比增速上，今年居民存款增速来到历史高位。截至10月，住户存款同比15.3%，创下2013年6月以来新高。

其二，居民部门存款定期化特征尤为明显。

截至2022年10月居民定期及其他存款增速18.6%，创下2012年11月以来新高。同时今年定期存款快速增长，是居民存款高增的最大贡献分项。

居民活期存款与定期存款的比值作为参考指标，今年居民存款定期化比重达到历史极值。有意思的是，当前存款定期化现象不仅发生在居民部门，企业部门同样产生了存款定期化特征（企业定期存款相对活期存款的比重快速提升）。

这说明私人部门（居民和企业部门），对未来缺乏足够信心，故而选择了定期存款配置。也就是说，增配定期存款，这是今年私人部门一个共性的储蓄选择。

➤ **我们用两种方法估算2022年居民部门超额储蓄规模。**

超额储蓄主要有两种估算方法，主要是采用了不同的数据口径。不论哪种估算方法，估算的核心思路一致：先测算潜在储蓄规模（即没有疫情扰动之下居民部门应该持有的储蓄规模），再测算实际储蓄规模（今年居民部门实际持有的储蓄总量），最后将实际储蓄减去潜在储蓄规模，**所得差额即为“超额”储蓄。**

我们利用城乡居民储蓄存款和居民存款，这两个口径分别估算2022年居民超额储蓄。

两个口径测算得到今年前三季度，居民部门超额储蓄规模分别达到4.8万亿和4.7万亿；今年全年居民部门超额储蓄规模分别为6.7万亿和7.4万亿。

考虑到今年四季度居民赎回一部分理财，理财资金回流存款，而这部分回流资金无法被城乡居民储蓄存款口径所捕捉，所以城乡居民储蓄存款口径，低估了理财回流存款的资金，也就低估了全年超额储蓄规模。

我们测算今年四季度理财赎回，或增加居民存款约8000亿元。在已有储蓄存款口径上修正这一扰动，那么居民储蓄存款口径估算得到的超额储蓄在7.4万亿，所得结果与居民存款口径测算一致。

至此我们得到结论：2022年前三季度居民超额储蓄或在4.8万亿，全年超额储蓄规模或在7.4万亿。

➤ **充分重视超额储蓄对2023年资产定价的影响。**

超额储蓄意义非凡。它既是2022年中国居民风险偏好收缩的一个侧影，同时它也代表着未来或有的资产定价驱动力：一旦激活居民风险偏好，超额储蓄便从存款储蓄中走出来，走向风险资产。

这笔“超额流动性”释放，对2023年风险资产定价而言无疑是一个重大红利。

风险提示：疫情发展超预期，理财产品赎回规模超预期，银行揽储超预期



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：国内债市大幅回温-2022/12/25
- 2.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
- 3.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
- 4.政策研究系列（二）：十年回顾：中央经济工作会议-2022/12/20
- 5.宏观事件点评：中央经济工作会议精神内核：不折腾，全力搞经济-2022/12/18

目录

引言:	3
1 超额储蓄表现之一, 居民存款增速达到历史高位	4
2 超额储蓄表现之二, 居民存款定期化尤为明显	5
3 超额储蓄规模估算之一, 城乡居民储蓄存款口径	7
4 超额储蓄规模估算之二, 居民存款口径	8
5 预计全年超额储蓄规模约 7.4 万亿	9
6 风险提示	11
插图目录	12

引言：

今年疫情扰动之下，中国居民消费和购房支出降至历史极低水平，与此同时，中国居民部门囤积了大量的存款储蓄。显著异于往年的高额存款储蓄，广受市场关注，我们称之为“超额储蓄”。

超额储蓄意义非凡。它既是 2022 年中国居民风险偏好收缩的一个侧影，同时它也代表着未来或有的资产定价驱动力：一旦激活居民风险偏好，超额储蓄便从存款储蓄中走出来，走向风险资产。这笔“超额流动性”释放，对 2023 年的风险资产定价而言无疑是一个重大红利。

现在有三个问题摆在眼前，超额储蓄规模几何，如何激活超额储蓄，超额储蓄未来将流向哪些资产？

本文是系列研究第一篇，回答第一个问题：2022 年居民囤积的超额储蓄规模到底有多少？

1 超额储蓄表现之一，居民存款增速达到历史高位

超额储蓄的典型表现之一就是居民存款增速来到了历史高位。无论是从绝对规模还是同比增速，当前居民储蓄增长已经是历史偏高水平。

今年新增居民存款增长规模创下历史新高。

前三季度，住户存款增长 13.2 万亿，其中居民活期存款增长 1.8 万亿，定期及其他存款增长 11.4 万亿。住户存款总体比去年同期多增 4.7 万亿，其中定期存款及其他贡献了 3.8 万亿。

此外，今年三月份以来，每个季末月，当月新增居民存款规模都创下历史同期最高值，当前居民存款增长之快可见一斑。

今年居民存款增速来到历史高位。

截至 10 月，住户存款口径同比增速已经来到 15.3%，创自 2013 年 6 月以来的新高。

居民定期存款增速已经达到 18.6%，创 2012 年 11 月以来的新高。

以名义 GDP 或者居民支出增速作为参照，今年居民存款相对增速也同样攀至历史较高水平。

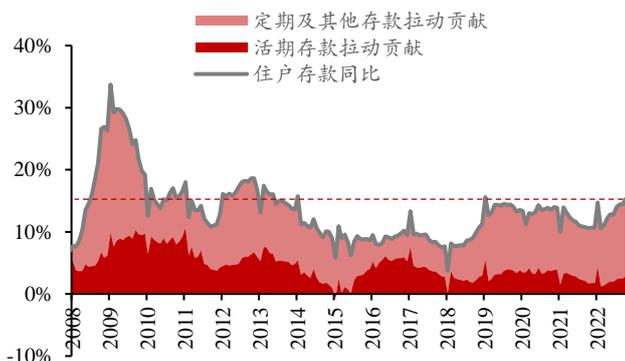
以居民存款同比增速与名义 GDP 增速的差值作为观测指标，2022 年二季度该指标为 8.9%，三季度小幅回落至 8.3%，这是历史偏高水平。

以居民存款同比增速减去城镇居民支出同比增速为观测指标，2022 年二季度该指标为 17.2%，三季度回落至 10.5%，同样也是历史偏高水平。

历史经验显示，居民大规模存款增长发生在经济动能偏弱时期。

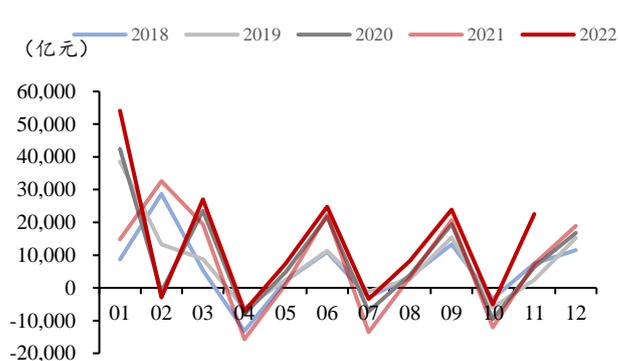
2008-2009 年金融危机时期，2012-2013 年地产低谷时期，2020 年疫情大幅影响经济时期，这三段时期都见到了偏高的居民存款增速。这三个时期还有共同特征：地产低景气度、经济增速阶段性放缓。

图1：住户存款增速



资料来源：wind，民生证券研究院

图2：居民存款当月新增规模



资料来源：wind，民生证券研究院

图3：居民存款增速减去名义 GDP 增速



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：居民存款增速减去城镇居民支出增速



资料来源：wind，民生证券研究院

2 超额储蓄表现之二，居民存款定期化尤为明显

快速扩张的居民定期存款背后，我们发现定期存款是最重要的拉动分项。

以中资全国大型、中小型银行的存款数据口径计算，截至 2022 年 10 月，居民存款同比增速为 15.0%，其中定期存款拉动了存款增长 9.4pct，活期存款拉动 2.8 pct，结构性存款拖累-0.2 pct，其他存款拉动 3.0 pct。

可见定期存款是今年居民存款高增的绝对驱动分项。

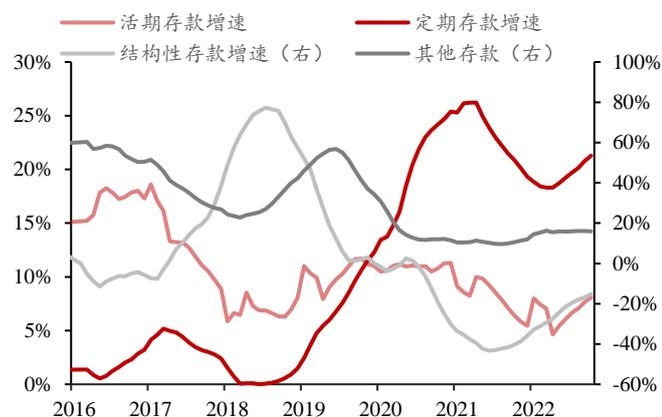
居民存款定期化特征指向一个事实，今年居民部门偏好持有定期存款。

定期存款增长来源于两部分：一部分新增存款转为定期存款，一部分是其他非定期存款转化为定期存款。

自 2020 年一季度以来，居民存款持续表现出“定期化”的趋势。居民活期存款与定期存款的比值持续下滑，几乎来到了 2015 年同期水平。

今年理财产品收益率偏低，存款利率两次下调，驱使一部分其他类型的存款转换成定期存款。

图5：各类个人存款增速



资料来源：wind，民生证券研究院

图6：自2020年以来，居民存款“定期化”持续



资料来源：wind，民生证券研究院

居民存款定期化偏好，印证居民部门有意持有定期存款作为超额储蓄。

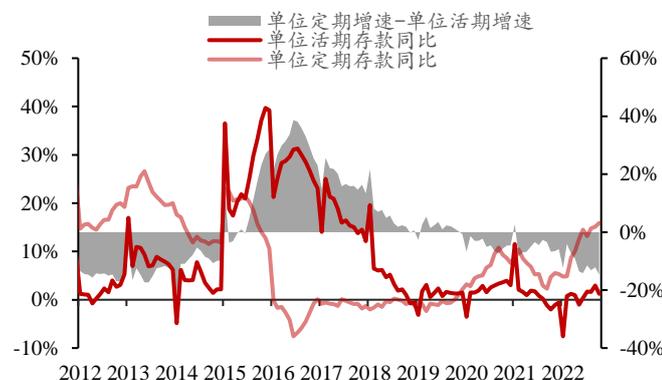
居民存款扩张有多重原因，例如监管因素会影响金融机构行为，从而影响居民存款分布，2018年便是一个例证。

然而今年居民存款定期化，并不完全在于金融机构行为变化，还有居民储蓄操作的变化。一个例证在于，当前存款定期化的现象不仅仅体现在居民端，还体现在企业端，企业部门也同样出现了活期存款占比下行。

私人部门存款定期化往往是因为他们对未来缺乏足够信心。

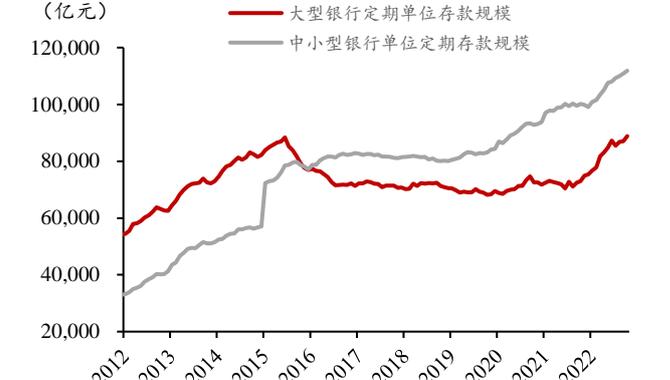
截至2022年10月，单位定期存款增速达到15.9%，活期存款增速仅为1.3%，二者差值也走阔至2014年的最高水平。尤其3月以来大规模的减税降费大幅拉动了企业定期存款增长，没有抬升活期存款增速，反映当前企业实际经营活动偏弱，企业投资意愿不强。

图7：企业存款定期存款加剧



资料来源：wind，民生证券研究院

图8：大型银行和中小银行的单位定期存款规模



资料来源：wind，民生证券研究院

3 超额储蓄规模估算之一，城乡居民储蓄存款口径

超额储蓄的估算有多种方法，其中之一就是利用城乡居民储蓄存款进行估测。

居民储蓄存款口径估测有两个优点。

其一，城乡居民储蓄存款在统计口径上更加纯粹，更加精准反映居民部门因储蓄动机而持有的存款。相较之下，居民存款还包含了部分个体户以及其他类型存款，概念上与“储蓄存款”有一定偏离。

其二，城乡居民储蓄存款，是季调之后数据。数据表现更加稳定，便于我们估测潜在趋势。

首先估测 2022 年未受疫情干扰的“潜在”居民储蓄存款规模。

事实上，自 2014 年以来，受疫情和监管因素扰动之外，居民储蓄的增速基本处于平稳增长的区间。

第一段是 2014-2017 年上半年，居民储蓄存款增速始终保持在 9% 左右。之后由于监管扰动，导致存款规模大幅波动，居民储蓄存款增速先下后上。

第二段是 2019 年下半年至 2020 年一季度，居民储蓄存款增速稳定在 10% 左右。随后受疫情扰动，增速开始上升，2021 年下半年一度接近 2019 年下半年的增速。2022 年开始后，疫情扰动的增速又开始出现类似于 2020 年时期的快速上行。

根据这一特点，我们可以将 2019 年下半年至 2020 年一季度的增速作为居民储蓄的潜在增速。作为没有发生疫情的对照情况。

其次估测 2022 年实际居民储蓄存款规模。

今年下半年由于疫情扰动，预计当前居民储蓄增速的变动情况与 2020 年类似，所以假设城乡居民储蓄存款增速按照当前增幅逐步上行，测算 2022 年实际居民储蓄存款规模，计算三季度末和四季度末城乡居民储蓄存款规模分别在 102.5 万亿、106.7 万亿。

最后我们可以得到超额储蓄。

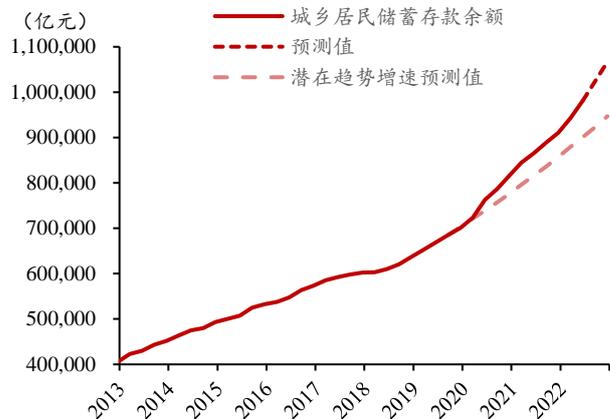
如果没有受到疫情扰动，居民部门应该有一个“潜在”的储蓄存款规模。而因为疫情状态下，居民部门的收支、投资等行为都发生了重大变化，实际产生的储蓄存款规模要远高于“潜在”储蓄存款。

实际储蓄存款规模，相对“潜在”储蓄存款，多出来的那部分便是“超额储蓄”。

计算得到今年前三季度、今年全年，对应的“超额储蓄”规模分别为 4.8 万亿和 6.7 万亿。

图9：城乡居民储蓄余额增速


资料来源：wind，民生证券研究院测算

图10：城乡居民储蓄余额及预测值


资料来源：wind，民生证券研究院测算

4 超额储蓄规模估算之二，居民存款口径

我们还可以用居民存款，这一口径来估算超额储蓄。

居民存款口径估算的优缺点如下。

缺点是，居民存款口径宽于城乡居民储蓄存款，并且居民存款没有经过季节性调整，因而数据波动相对较大。居民存款呈现非常典型的季节性波动，原因在于居民存款容易受到季节性银行揽储行为影响。

优点是，居民存款能够更准确衡量居民部门实际支配存款规模。更重要的是，居民存款口径的数据更新频率更高。

首先估算 2022 年潜在的居民存款新增规模。

与城乡居民储蓄数据类似，除去监管和疫情因素的扰动，新增居民存款规模大部分时间也保持稳定。

与居民储蓄存款增速类似，居民新增存款规模也在 2014-2017 年，2019 年下半年—2020 年一季度这两段时期内保持平稳。正是这种平稳的特征，所以在疫情扰动消退后，2021 年全年新增居民存款规模回落至 2019 年几乎持平。

根据这一特点，鉴于 2021 年情景与当前更为贴近，我们假设 2021 年的新增居民存款的规模是 2022 年潜在的增长规模。

其次估算 2022 年居民存款实际新增规模。

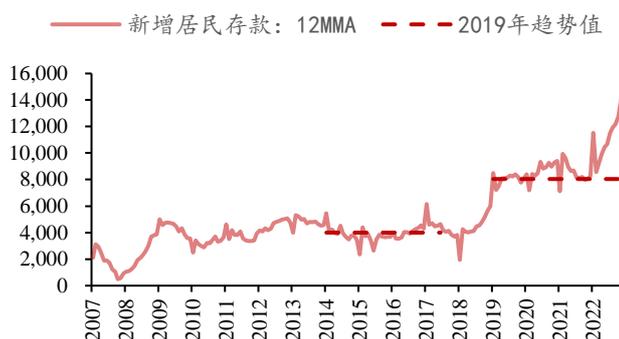
在 1-11 月的居民存款新增规模已知的情况下，由于 12 月是季末月，容易受银行揽储行为的扰动，同时 12 月理财赎回和疫情扰动仍在持续，我们假设 12 月居民存款同比多增规模为前三季度季末月的均值，即可推算出 12 月居民存款新

增规模。

最后我们将实际值减去潜在值，即可以得到超额储蓄。

计算得到今年前三季度、今年全年，对应的“超额储蓄”规模分别为 4.7 万亿和 7.4 万亿。

图11：居民存款新增规模



资料来源：wind，民生证券研究院测算

图12：各年居民存款新增规模



资料来源：wind，民生证券研究院测算

5 预计全年超额储蓄规模约 7.4 万亿

通过两种不同方式估算超额储蓄，我们得到两组不同结果。

两组不同估算方法下，前三季度居民部门超额储蓄规模分别在 4.7 万亿和 4.8 万亿，规模差异并不大。

两组不同估算方法下，全年居民部门超额储蓄规模分别为 7.4 万亿和 6.7 万亿，预测规模差异明显拉大。

之所以两组方法估算全年超额储蓄规模差异较大，关键原因在于四季度理财赎回对两组口径存在不同程度扰动。

四季度居民赎回理财，转为银行表内存款，这一行为对居民存款口径存在明显扰动。以 11 月为例，居民存款单月比去年同期多增 1.5 万亿，超额储蓄显然在 11 月份进一步快速扩张。

即理财赎回行为可以被居民存款口径捕捉，然而城乡居民储蓄存款无法有效捕捉理财赎回行为。根本原因在于居民储蓄存款更新偏低频，我们无法通过既有数据来捕捉理财赎回对储蓄存款规模影响。

当然，根据我们的测算（本系列第二篇文章将对此进行详细探讨），今年四

季度理财赎回大概增加居民存款约 8000 亿元。在已有储蓄存款口径上修整这一扰动，那么居民储蓄存款口径估算得到的超额储蓄在 7.4 万亿，规模非常接近存款口径估算得到结果。

综上，我们认为 2022 年全年居民超额储蓄或在 7.4 万亿。

图13：“超额储蓄”预测值（单位：亿元）

测算方法	时间	2018	2019	2020	2021	2022	潜在趋势预测值	实际值 - 趋势值 (超额储蓄)
居民存款口径	前三季度	56400	85300	99500	84900	132100	84900	47200
	全年	72000	97000	113000	99000	172811	99000	73811
城乡居民储蓄口径	前三季度	17886	48613	85969	72312	114082	65611	48471
	全年	33937	64293	115573	94033	156148	89487	66661

资料来源：wind，民生证券研究院

6 风险提示

1) 疫情发展超预期。若本轮疫情影响范围和时间继续超过预期，会导致使得年内经济下行压力进一步加大，居民存款规模的扰动加大，进一步挫伤地产部门修复，但疫情后续发展的情况超出本文预测范围。

2) 理财产品赎回规模超预期。若理财产品持续赎回，当前居民存款可能超预期增加，本文预测结果的偏误加大。

3) 银行揽储扰动超预期。若四季度银行揽储扰动使得年末居民存款出现超历史经验的大规模波动，也会导致本文预测结果误差加大。

插图目录

图 1: 住户存款增速.....	4
图 2: 居民存款当月新增规模.....	4
图 3: 居民存款增速减去名义 GDP 增速.....	5
图 4: 居民存款增速减去城镇居民支出增速.....	5
图 5: 各类个人存款增速.....	6
图 6: 自 2020 年以来, 居民存款“定期化”持续.....	6
图 7: 企业存款定期存款加剧.....	6
图 8: 大型银行和中小银行的单位定期存款规模.....	6
图 9: 城乡居民储蓄余额增速.....	8
图 10: 城乡居民储蓄余额及预测值.....	8
图 11: 居民存款新增规模.....	9
图 12: 各年居民存款新增规模.....	9
图 13: “超额储蓄”预测值 (单位: 亿元).....	10

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026