

超额储蓄三问：能否释放、流向何处、谁来“买单”

2023年01月03日

我们认为2023年国内资产定价最重要的主线就是资产负债表重塑以及超额储蓄释放。故开设系列专题追踪2023年超额储蓄释放可能撬动的超额流动性。

系列之一测算居民超额储蓄规模约7.4万亿，系列之二旨在回应超额储蓄三个问题：超额储蓄能否释放，或将流向何处，超额储蓄本质上是谁在“买单”？

➤ 首先我们回溯2022年逾7万亿的居民储蓄形成，主要与四条机制相关。

我们测算得到2022年居民超额储蓄共有7.4万亿。超额储蓄形成有四条机制：

其一，疫情压制消费，居民消费节制贡献约2万亿超额储蓄。

其二，地产价格下行，居民减配地产贡献约4万亿超额储蓄。

其三，理财净值化波动，居民赎回理财增配存款贡献约0.8万亿超额储蓄。

其四，减税降费规模空前，带动居民超额储蓄累计约千亿级别规模。

➤ 近期市场开始逐步关注超额储蓄，当下有三个问题需要回应。

超额储蓄怎么形成，与超额储蓄流向何处，两者并不相关。2022年消费节制、地产减配、理财赎回和减税降费，贡献居民超额储蓄比例为2:4:1.5，但不意味着2023年超额储蓄将分别推升消费、地产、理财规模比重在2:4:1.5。

关于2023年居民超额储蓄取向，市场关注三个问题，我们给出相应三点判断。

➤ 一问，居民超额储蓄能否释放？

一切助推居民超额储蓄的事件，在2022年形成共振：疫情压制消费，地产压抑居民扩表，理财赎回潮下居民增配存款，大力度减税降费带动居民储蓄增加。

这些事件指向一个事实，居民超额储蓄形成，根源在于风险偏好极度收缩。

判断一，2023年居民超额储蓄能否释放，关键居民部门风险偏好能否被有效激活，而非取决于简单的消费场景是否有所修复。

➤ 二问，逾7万亿居民超额储蓄如何释放？

2012年有居民超额储蓄类似经验。2013年创业板牛市、2012年非标扩张，2014年股票牛市，2015年地产牛市，多少有2012年超额储蓄释放的影子。

判断二，超额储蓄并非一年释放完毕，超额储蓄不一定流向单一板块，影响单一领域。居民超额储蓄流向哪里，关键是哪个板块对居民资金有足够吸引力。

➤ 三问，如果居民超额储蓄迟迟得不到释放，谁来“买单”？

当消费和地产深度拖累经济增长，基建扩张顶上，经济及居民收入避免过度下行；当地产“硬着陆”叠加民营房企信用坍塌，财政信用顶上，避免金融缩表，这才有了居民超额储蓄积累。可以这样理解，2022年财政一直为居民部门超额储蓄“买单”。

判断三，若2023年居民超额储蓄无法释放，甚至进一步增加，这意味着财政需要扩张来稳定增长并维持扩表，而这两点也是居民超额储蓄积累的“土壤”。

至此得到一个推论浮出水面，居民超额储蓄是否必然得以释放，需要判断一个前置条件，那就是财政空间是否足够大，能否足以支撑起增长和金融的平衡。

我们认为2023年财政依然扩张，但财政重点及运行逻辑不同于2022年。2023年财政重点已非简单基建扩张和金融扩表，超额储蓄增扩“土壤”不在。2023年居民资产负债表修复，风险偏好修复，超额储蓄持续释放或是必经之路。

风险提示：疫情发展超预期，理财产品赎回规模超预期，房地产销售超预期



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：流动性逆风暂缓-2023/01/02
- 2.宏观专题研究：超额流动性系列研究（一）：居民超额储蓄，规模几何？-2022/12/28
- 3.全球大类资产跟踪周报：国内债市大幅回温-2022/12/25
- 4.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
- 5.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

目录

引言:	3
1 居民超额储蓄有四条形成机制	4
2 测算居民消费节制贡献约 2 万亿超额储蓄	5
3 测算居民减配地产贡献约 4 万亿超额储蓄	7
4 财政投放及理财赎回或贡献 1 万亿超额储蓄	11
5 居民超额储蓄未来趋势的三点判断	13
6 风险提示	16
插图目录	17

引言:

2022 年最被低估的一个经济变量在于居民超额储蓄，居民超额储蓄对 2023 年资产定价的重要性同样不可忽视。

我们在去年 11 月底展望 2023 年宏观经济及资产定价时，强调 2023 年国内资产定价最重要的主线不是实体增长增速高低，关键在于金融层面的居民资产负债表重塑，超额流动性才是关键宏观主线。

我们开设系列专题研究 2023 年超额储蓄释放可撬动超额流动性。本系列第一篇文章，我们测算得到居民超额储蓄规模约 7.4 万亿。

本文作为系列文章第二篇，旨在解决当下超额储蓄的三个问题：超额储蓄能否释放，超额储蓄一旦释放将流向何处，超额储蓄本质上是谁在“买单”？

1 居民超额储蓄有四条形成机制

单从经济增长和居民收入增速来看，2022 年无疑是居民部门收入偏紧的年份。然而 2022 年居民部门仍形成了约 7 万亿的超额储蓄，显然 2022 年居民形成超额储蓄原因不是收入高涨。

2022 年居民部门超额储蓄形成机制主要有四，这四条机制精准地描述了 2022 年疫情、地产、财政和理财赎回等特殊因素对居民资产负债行为的扰动。

居民端收入大体主要分为四大类：工资收入、资本利得、贷款、转移支付等。而支出也主要有四大类：消费支出，包括购房在内的投资支出，偿还债务，税务支出等。

理解 2022 年超额储蓄规模大增，一个重要的分析窗口在于居民现金流量表。

超额储蓄形成机制之一，2022 年居民消费支出大幅缩减。

奥密克戎病毒传染性较强，2022 年二季度和三季度，中国不同地区面临疫情扰动，客观上居民消费场景受限，居民消费支出大幅缩减。一个典型例证指标在于社零同比快速下降，2022 年 11 月社零累计同比仅为-0.1%，大幅低于正常水平。

超额储蓄形成机制之二，2022 年居民资产配置过程中大幅减配地产。

2022 年地产链表现偏弱，销售、投资、拿地等各环节数据都呈现出历史少见的深度同比负增长。地产是中国居民最主要的资产配置选择，地产链趋冷，导致 2022 年居民地产大幅减配，与之对应，作为中国居民第二大资产配置的存款，规模快速走高。

超额储蓄形成机制之三，2022 年财政投放力度较大。

疫情扰动之下，2022 年财政扩张力度极大，尤其是历史罕见的增值税留抵退税，此类转移支付增多私人部门二次分配收入。

财政发力客观上缓解居民部门可支配收入过快下滑，可以说财政投放是 2022 年居民超额储蓄的一部分来源。

超额储蓄形成机制之四，2022 年年末居民大规模赎回理财产品。

不仅如此，年末理财净值波动，居民部门大量赎回理财，理财资金转化为居民部门存款，这在年末推高了居民存款规模。

图1：居民部门资产负债表和现金流量表

居民部门资产负债表		居民部门现金流量表	
存款	贷款	工资收入	消费支出
其他金融资产	其他负债项	资本利得	包括购房在内的投资支出
房产		贷款	偿还债务
其他实物资产	净资产	转移支付	税收支出
其他资产		其他收入项	其他支出项

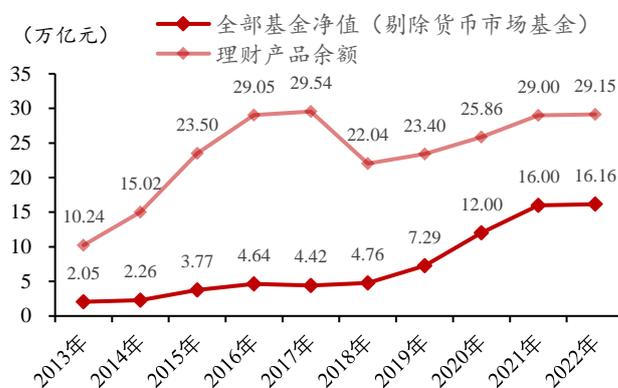
资料来源：民生证券研究院

图2：2022 年社零同比走低



资料来源：wind，民生证券研究院

图3：基金和理财产品余额



资料来源：wind，民生证券研究院；注：基金净值数据截至 2022 年 12 月 23 日，理财产品余额数据截止到 2022 年上半年

2 测算居民消费节制贡献约 2 万亿超额储蓄

疫情扰动之下，2022 年居民部门消费非正常收缩，消费增速下行快于居民支出增速下行。居民部门消费节制，显然推高 2022 年居民超额储蓄。

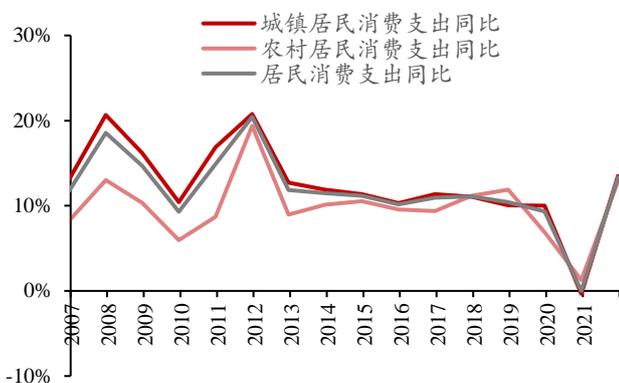
先估算 2022 年居民部门的“潜在”消费规模，即没有疫情扰动之下，居民部门应该有的消费支出。

疫情发生之前（2020 年之前），城镇居民人均消费支出有明显的增长趋势。以 2016 年-2019 年城镇居民人均消费支出趋势作为参考锚，我们可以得到 2020-2022 年城镇居民人均消费支出的趋势值。

根据预测值，我们得到 2022 年城镇居民消费支出增速在 5.0% 左右。这一消费增速与 2022 年经济潜在增速较为吻合，符合往年居民消费和总量 GDP 增长之间的规律特征。

城镇居民占居民整体消费支出占比约 80%，且近些年城镇居民消费增速与整体居民人均消费支出增速基本一致，可以作为整体居民消费支出增速的替代。这

样可以计算 2022 年居民消费总体支出的潜在规模，这一规模便是没有疫情扰动之下，居民部门“应该有的潜在”消费支出。

图4：居民消费支出同比


资料来源：wind，民生证券研究院

图5：社零同比 vs 居民消费支出同比


资料来源：wind，民生证券研究院

再计算得到 2022 年居民部门的实际消费支出。

由于社零数据已经公布至 11 月，我们可以利用社零增速来测算 2022 年实际支出。

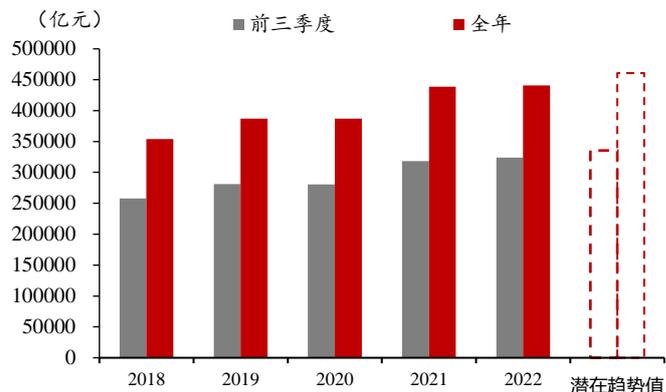
首先，我们假设 10-11 月合计值同比增速作为 4 季度社零同比增速，可以得到全年社零增速。而往年数据经验显示，居民消费支出增速同比略高于社零增速，我们将过去 3 年二者偏差的均值作为调整项，得到居民消费支出增速，这样可以计算 2022 年居民消费总体支出的实际规模。

最后用“潜在”消费支出，减去实际居民消费支出，便能得到 2022 年居民部门消费缩减额度，这部分额度便是我们认为的消费节制对应的超额储蓄增加。

我们测算得到，2022 年前三季度、全年居民消费支出潜在规模分别是 33.5 万亿、46.0 万亿，实际居民消费支出规模前三季度、全年分别是在 32.4 万亿，44.0 万亿，即 2022 年前三季度和全年消费节制贡献超额储蓄规模分别为 1.1 万亿和 2.0 万亿。

图6：城镇居民人均消费支出


资料来源：wind，民生证券研究院测算

图7：居民消费支出规模


资料来源：wind，民生证券研究院测算

图8：居民消费收缩规模测算（单位：亿元）

时期	2018	2019	2020	2021	2022	按趋势预测值	趋势值 — 实际值	对应消费支出减少
前三季度	257863	281171	280817	318288	324138	335494	11356	11356
全年	354124	387188	387186	438849	440305	460781	20476	20476

资料来源：wind，民生证券研究院测算

3 测算居民减配地产贡献约 4 万亿超额储蓄

除去消费支出外，2022 年居民购房活动明显减弱，也是形成居民超额储蓄的一大原因。

居民配置地产与消费支出行为显著不同，原因在于其涉及居民加杠杆的过程。实际上地产销售金额由两部分组成，一部分是居民购房支付的首付金额，另一部分是购房产生的贷款。居民购房行为对应这两笔资金一起流出，居民信贷加上居民存款，一起从居民部门流出，流向房地产企业。

居民增配地产过程中，居民存款减少，信贷增加，同时房地产资产增加。反过来，居民减配地产过程中，居民存款增加，信贷少增，地产资产配置占比下降。

我们可以用两种方法测算 2022 年居民减配地产所带来的信贷增加。

其一，从信贷角度出发，先得到 2022 年居民减配地产时少增的居民信贷规模，按照购房首付-贷款比例，推算减配地产贡献的超额储蓄规模。

其二，从销售金额出发，测算 2022 年居民减配地产时少增的销售金额规模，按照购房首付比例，推算减配地产贡献的超额储蓄规模。

考虑到居民信贷有两种口径，所以最终我们用三种方法来稳健测算 2022 年

居民减配地产所导致的存款多增。

方法一，居民信贷口径预测。

首先测算居民信贷的潜在规模。

居民信贷对应了居民部门扩表的幅度，2017 年以来居民部门信贷扩张非常稳定，基本稳定在 7.5 万亿到 8 万亿区间之内。2020 年和 2021 年这两年的信贷规模更加稳定，这一信贷规模基本可以作为近年居民信贷趋势。

我们以 2021 年居民信贷规模作为 2022 年潜在规模。

其次测算 2022 年实际的居民信贷新增规模。

2022 年 12 月房地产销售情况与 10 月、11 月基本持平，这意味着近年四季度居民信贷增长与 10 月-11 月增速极为接近。

用 10-11 月居民信贷增速代理四季度居民信贷增速，最终我们可得到全年居民信贷规模（实际量）。

将居民信贷潜在规模减去实际信贷规模，得到 2022 年居民信贷规模少增规模。测算得到 2022 年前三季度、全年分别少增 2.9 万亿、4.2 万亿。

接着我们确定购房贷款比例。

根据样本银行房贷首付比例数据计算，2018 年实际住房总体收入比例在 35%，但当前首付比例可能高于该数据。

其一是过去两年首付比例有所调整（各地首付比下调主要集中在 2022 年二季度开始），同时居民申请住房贷款时，银行评估的房产价值往往低于实际价格，会抬升居民信贷比例。

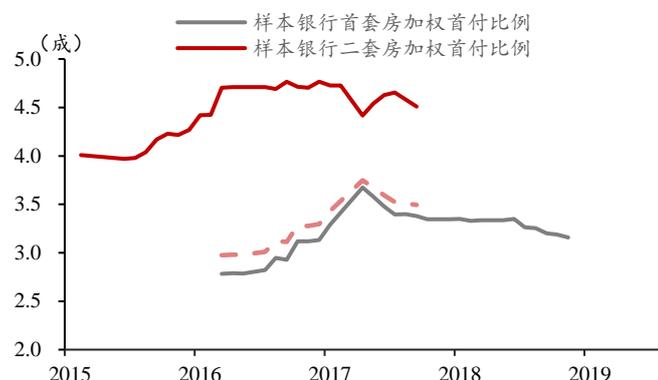
其二，在房地产价格增速下滑以及收入增速放缓的情况下，居民整体购房首付比例可能会有所提高。

其三，近年居民贷款与房地产销售金额的比值基本都在 45%-55%之间。

综上，我们认为可能居民购房总体首付比例应该在 50%左右的可能性更高。

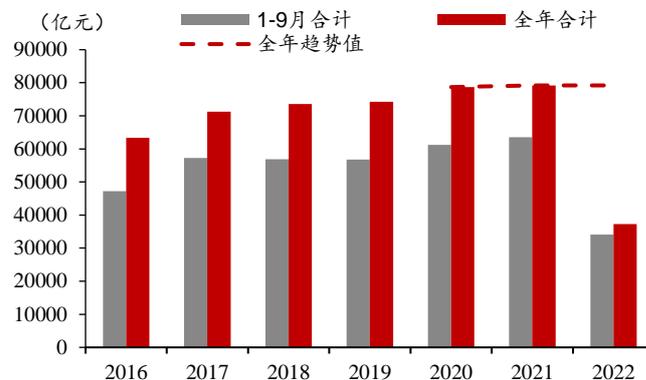
最后基于首付比例 50%的假设前提下，测算出 2022 年前三季度、全年居民因减少购房而少支出 2.9 万亿，4.2 万亿。

图9：样本银行房贷首付比



资料来源：wind，民生证券研究院

图10：居民信贷全年新增规模



资料来源：wind，民生证券研究院测算

方法二，个人住房贷款口径。

个人住房贷款口径的优点是，相比于居民信贷扣紧更加贴近购房支出，但实际购房中，居民加杠杆的来源不止是个人住房口径贷款，另外，该数据更新频次较低。

首先测算潜在个人住房信贷的潜在新增规模。

个人住房贷款余额增速实际上对应的是地产销售增速。在 2018 年下半年开始进入相对平稳的下行趋势，2020 年受疫情影响下行较快，2021 年后地产销售增速快速下滑后，其增速也快速走低。

我们认为实际上可以把 2018 年下半年到 2019 年住房贷款余额增速作为潜在趋势，以反映地产在长周期视角下的潜在下滑速度，并基于此推算 2020-2022 年的个人住房贷款增速和新增规模。

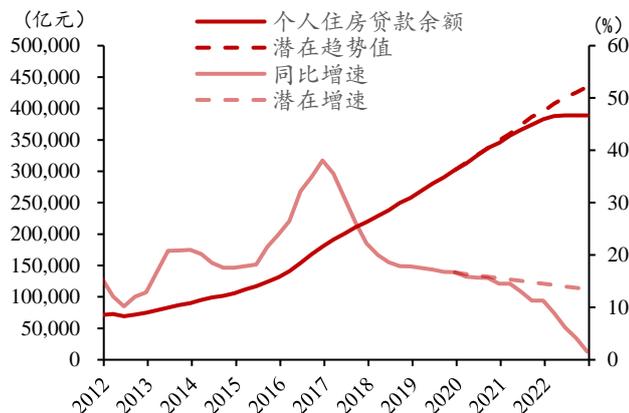
其次是测算个人住房贷款 2022 年实际新增规模。

当前四季度地产销售受疫情扰动，销售同比增速继续下滑。我们假设四季度个人住房贷款余额增速同比增速的降幅与三季度的降幅一致，即可测算 2022 年全年实际个人住房贷款增速和新增规模。

二者的差值即为潜在居民因购房活动下滑而个人住房贷款少增规模。我们测算得到 2022 年前三季度、全年个人住房贷款分别少增 2.4 万亿、3.4 万亿。

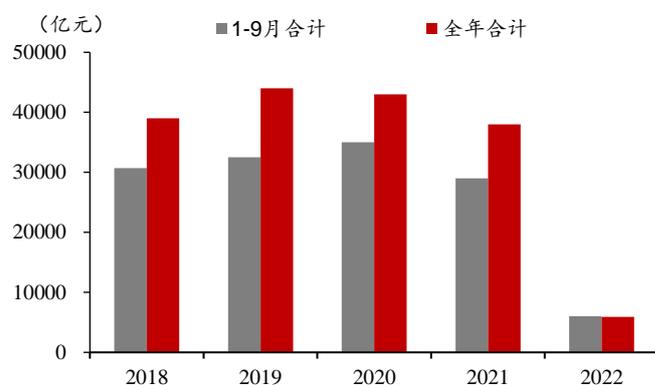
最后我们沿用居民购房首付比例 50% 的假设，测算出 2022 年前三季度、全年居民因减少购房而少支出 2.4 万亿，3.4 万亿。

图11：个人住房贷款余额及其增速



资料来源：wind，民生证券研究院测算

图12：个人住房贷款全年新增规模



资料来源：wind，民生证券研究院

方法三，房地产销售金额口径。

房地产销售口径的优点是，在以上三个指标中最贴近购房支出。但实际房地产销售金额数据质量，由于是房企填报汇总，该数据可能存在一定程度高估。

首先测算潜在房地产销售金额。

房地产销售来源于单价和面积两个变量。地产销售面积增速波动较大，但销售金额增速平稳，我们认为背后逻辑是居民扩表规模平稳增加。所以我们将2017-2021年的房地产销售金额作为潜在增长趋势，计算2022年潜在销售金额。

其次是测算个人住房贷款2022年实际新增规模。

房地产销售金额数据呈现出一定的趋势性，我们将2017-2021年房地产销售金额作为潜在增长趋势，计算2022年潜在销售金额。

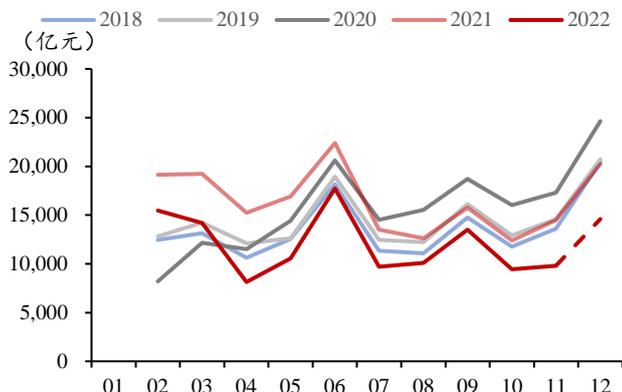
最终二者的差值即为减少的房地产销售金额规模。

再将2022年实际的销售金额数据作为对比，二者差值即为居民减配地产而少增的房地产销售金额。

经测算，房地产销售金额2022年前三季度、全年分别少增4.1万亿、6.3万亿。

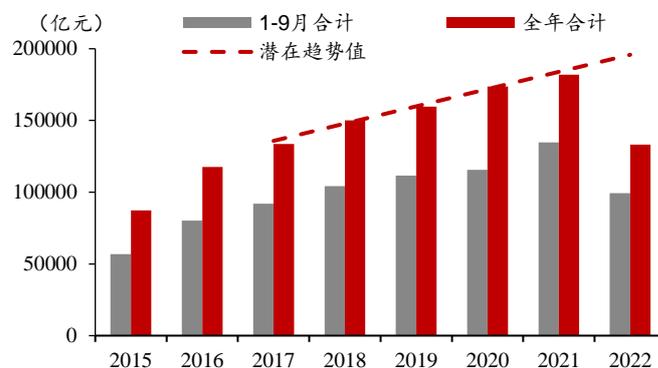
最后我们沿用居民购房首付比例50%的假设，测算2022年前三季度、全年居民因减少购房而少支出2.0万亿，3.1万亿。

图13: 房地产销售金额



资料来源: wind, 民生证券研究院测算

图14: 房地产销售金额全年新增规模



资料来源: wind, 民生证券研究院测算

我们倾向认为, 信贷口径的数据质量要高于销售口径, 原因在于销售口径数据更容易波动。我们沿用首付比例为 50% 的假设, 取前两种口径计算结果的平均值, 最终 2022 年前三季度和全年居民潜在购房减少而贡献的超额储蓄规模分别为 2.7 万亿、3.8 万亿。

图15: 居民购房支出收缩规模测算 (单位: 亿元)

测算口径	时期	2020	2021	2022	按趋势预测值	趋势值 - 实际值	对应潜在购房少支出		
							首付比例30%	首付比例40%	首付比例50%
居民信贷	前三季度	61200	63500	34100	63500	29400	12600	19600	29400
	全年	78700	79200	37306	79200	41894	17955	27929	41894
个人住房贷款新增规模	前三季度	35000	29000	6000	30240	24240	10389	16160	24240
	全年	43000	38000	5937	39450	33514	14363	22343	33514
房地产销售金额	前三季度	115647	134795	99380	140783	41404	12421	16561	20702
	全年	173613	181930	133177	195818	62641	18792	25056	31320

资料来源: wind, 民生证券研究院测算

4 财政投放及理财赎回或贡献 1 万亿超额储蓄

除了消费节制和地产减配之外, 2022 年居民超额储蓄规模如此之大, 还有两个因素 2022 年出现了超乎寻常的表现, 再度驱动居民存款增速高增。一个是四季度理财赎回, 资金回流银行存款; 另一个是 2022 年罕见财政扩张, 财政扩张对应私人部门存款增加。

预计理财赎回, 资金回流银行存款规模约 0.8 万亿。

根据益普标准统计数据测算, 截止到 12 月 25 日全市场理财规模达到 30.9 万亿元, 较 10 月末下降 0.9 万亿。

理财大规模赎回的原因是理财净值波动，理财赎回后的资金主要流向稳定性较强的银行存款及货币基金。

截至 2022 年三季度，居民非活期存款规模约 80 万亿，货币市场基金规模约为 10.6 万亿。定期存款和货基规模比重约 8: 1。

假设理财赎回后资金等比例流向定期存款及货基，则 2022 年四季度理财赎回将推高居民存款约 0.8 万亿。

财政扩张，带动居民超额储蓄约千亿规模。

减税降费方面，2022 年财政对居民和企业部门减税降费力度空前。税务总局公布的数据显示，2022 年 1-10 月，个体工商户累计退税规模比去年多约 400 亿。再例如，2022 年个人所得税退税规模要大于 2021 年，这也在客观上带动个人退税所形成居民存款高于 2021 年。简言之，减税降费直接增加居民部门储蓄存款。

我们能够做的就是将财政扩张作为居民超额储蓄扩张的“剩余项”。

即逾 7 万亿超额储蓄，扣减掉消费节制、地产减配以及理财赎回之后，剩余部分便为财政扩张所带来的。

按照我们测算，2022 年财政扩张贡献居民部门超额储蓄，规模或在千亿级别。

图16：减税降费规模对比

减税降费项目	2019	2020	2021	2022E
• 减税降费合计	2.36万亿	2.5万亿	1.1万亿	2.5万亿
• 减税	1.9万亿	0.9万亿	0.9万亿	2.5万亿
【制度性减税】	新增			
· 个人所得税				
【小微企业普惠性税收减免】		新增		延续
【工业企业税费减免缓】			100%加计扣除	延续
· 制造业企业增值税及各类税费				
• 降费	0.4万亿	1.7万亿	0.2万亿	
· 降低社保费率	新增		暂停	
	新增			延续至4月
· 社保费用减免缓		新增	暂停	

资料来源：wind，民生证券研究院测算

5 居民超额储蓄未来趋势的三点判断

我们测算超额储蓄规模，并进一步推算超额储蓄的形成机制，目的不在于通过厘清超额储蓄的来源，而去判断超额储蓄的取向。

超额储蓄怎么形成，与超额储蓄流向何处，两者并不相关。

也就是说，2022 年消费节制、地产减配、理财赎回以及财政扩张，分别贡献居民超额储蓄比例为 2:4:1.5，但这并不代表着 2023 年超额储蓄将分别推升消费、地产、理财规模比重在 2:4:1.5。

关于 2023 年居民超额储蓄，有三个问题需要逐一回答，分别对应我们对 2023 年居民超额储蓄的三点判断。

问题一，居民超额储蓄能否释放？

本文花费篇幅厘清超额储蓄的形成机制，目的不是借此预判未来超额储蓄流向，目的是为描述 2022 年与众不同的居民部门行为背景，这是一种罕见的居民部门风险偏好压抑情景。

一切助推居民超额储蓄的事件，在 2022 年形成共振：疫情压制消费，地产压抑居民扩表，理财净值化引致居民进一步重构资产配置。

这些行为的背后共同指向 2022 年居民部门的行为逻辑——风险厌恶。居民超额储蓄的真正形成机制在于居民风险偏好收缩。

判断一，2023 年居民超额储蓄能否释放出来，关键在于居民能否走出压抑的风险偏好收敛状态。即决定居民超额储蓄能否释放的关键变量在于全社会风险偏好能否被有效激活，而非取决于简单的消费场景是否有所修复。

问题二，逾 7 万亿居民超额储蓄如何释放？

比对历史上的超额储蓄经验（可以 2012 年为例），居民超额储蓄的消化历时多年，超额储蓄推升资产也在不同维度展开。

例如 2013 年的创业板牛市、2014 年的非标扩张、2015 年地产扩张，或多或少都有 2012 年超额储蓄释放的影子。

当然，那段历史先后经历了创业板放开、2012 年金融工作会议放开金融市场，2015 年棚改货币化撬动新一轮地产周期等政策支持放开。当时经济和金融体系逐步走出 2012 年过剩产能状态。

判断二，超额储蓄并非一年释放完毕，超额储蓄也并不一定流向单一板块，

或影响单一领域。居民超额储蓄流向哪里，关键是哪个板块对居民资金有足够吸引力。

问题三，如果居民超额储蓄迟迟得不到释放，又意味着什么？

既然测算结果清晰显示，2022 年居民超额储蓄之所以创下历史新高，原因在于 2022 年居民风险偏好极度收缩。能否释放居民超额储蓄，关键在于 2023 年能否有效激发居民部门的风险偏好。风险偏好的回升，可以来自于实体增长，也可以来自于金融资产定价回归。

这就势必跟进一个新的问题，如果 2023 年依然无法有效激发居民风险偏好，甚至居民部门风险偏好进一步收敛，居民储蓄非但没有释放，反而进一步收敛，这又意味着什么？

我们从居民部门角度理解超额储蓄，对应居民存款增高然而信贷减少，因为地产减配是居民超额储蓄的主要贡献分项。

让我们从银行角度再来理解超额储蓄，居民存款增多然而居民信贷减少。我们 2022 年不仅观察到居民超额储蓄，某种意义上 2022 年企业也存在“超额储蓄”，企业存款多增，然而民营企业信用融资收缩。

企业和居民存款为银行存款（银行负债），企业和居民信贷为银行贷款（银行资产）。从私人部门理解超额储蓄颇为异常，银行存款（负债）多增，然而贷款（资产）减少，这如何实现？

有一个关键部门需要重视：财政。财政扩张（对应银行信贷端），然而国库存款减少（对应银行负债端），所以最终我们看到了这样的资产负债表再平衡：

居民和民营企业存款增多，然而信贷减少；政府部门存款减少，然而信用（含贷款及政府债券）多增，最终银行总负债与总资产相等。

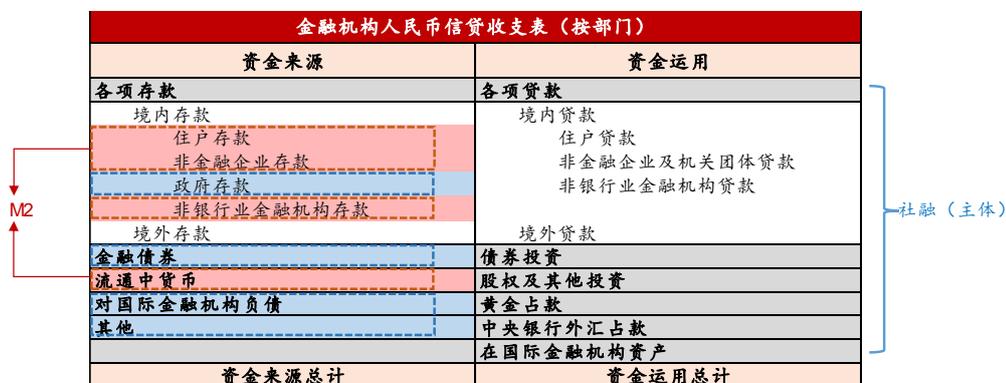
透过四个部门（居民、企业、政府、金融）资产负债表联动，我们能够更加深刻理解财政是如何为居民部门超额储蓄“买单”的：当消费和地产失去对经济的支撑作用，基建扩张顶上，保证经济增长及居民收入不过度下降；当地产价格下行低价民营房企信用收缩，财政信用顶上，保证金融机构资产负债表不收缩。

判断三，居民超额储蓄形成的直接原因在于居民风险偏好极度收敛，然而还有另一个重要促成因素，财政持续扩张。若 2023 年居民超额储蓄延续 2022 年情状，这也同时意味着财政需要进一步扩张来维持居民超额储蓄。

至此我们可以轻松得到一个推论，居民超额储蓄是否必然得以释放，还有一个关键判断，那就是财政空间是否足够大，能否足以支撑起增长和金融的平衡。

图17: 银行资产负债表

金融机构人民币信贷收支表 (按部门)	
资金来源	资金运用
各项存款	各项贷款
境内存款	境内贷款
住户存款	住户贷款
非金融企业存款	非金融企业及机关团体贷款
政府存款	非银行业金融机构贷款
非银行业金融机构存款	
境外存款	境外贷款
金融债券	债券投资
流通中货币	股权及其他投资
对国际金融机构负债	黄金占款
其他	中央银行外汇占款
	在国际金融机构资产
资金来源总计	资金运用总计



资料来源: 民生证券研究院绘制

6 风险提示

1) **疫情发展超预期。**若疫情影响范围和时间继续超过预期，导致居民消费进一步收缩，本文预测结果的偏误加大。

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) **房地产销售超预期。**若四季度房地产销售超预期，导致年末居民存款大幅度波动，本文预测结果误差加大。

插图目录

图 1: 居民部门资产负债表和现金流量表	5
图 2: 2022 年社零同比走低	5
图 3: 基金和理财产品余额	5
图 4: 居民消费支出同比	6
图 5: 社零同比 vs 居民消费支出同比	6
图 6: 城镇居民人均消费支出	7
图 7: 居民消费支出规模	7
图 8: 居民消费收缩规模测算 (单位: 亿元)	7
图 9: 样本银行房贷首付比	9
图 10: 居民信贷全年新增规模	9
图 11: 个人住房贷款余额及其增速	10
图 12: 个人住房贷款全年新增规模	10
图 13: 房地产销售金额	11
图 14: 房地产销售金额全年新增规模	11
图 15: 居民购房支出收缩规模测算 (单位: 亿元)	11
图 16: 减税降费规模对比	12
图 17: 银行资产负债表	15

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