

从“贫富分化”看超额储蓄流向

2022年01月12日

储蓄=收入-消费，储蓄即收入未被消费掉的部分。储蓄不止一种形式，可以是存款、理财等金融资产，也可以是地产等不动产。

我们所说的“超额储蓄”，特指居民存款多增。超额储蓄积累有两个来源，收入扣减支出所得剩余增多；或居民减配其他资产之后增配存款储蓄。

2022年超额储蓄积累过程中，超额储蓄更向高收入群体倾斜。面对向高收入群体的超额储蓄，即超额储蓄持有者“贫富分化”，市场担忧超额储蓄无法有效转化为消费或者投资，因为消费倾向边际递减。

事实是否果真如此，超额储蓄“贫富分化”意味着什么？

➤ 2022年超额储蓄的确向高收入群体倾斜，即超额储蓄“贫富分化”。

首先我们需要定义不同收入群体。参考国家统计局信息，按照收入分位数，将居民划分为低、中、高收入群体。

因消费节制而积累超额储蓄，2022年高收入群体表现强于中低收入群体。

将高收入群体对比其他收入群体，高收入群体收入基本保持稳定，然而高收入群体消费下降更多。故高收入群体收入扣减消费所得储蓄，积累更多。

之所以中低收入群体疫情之下收入下降更多，因为中低收入群体集中于服务业、个体私营企业等，这些行业与企业在过去两年受损严重。

消费表现恰恰相反，相比于衣食住等刚需消费，疫情之下旅游、酒店等高端消费降幅更大。高收入群体是旅游、酒店等高端消费主要支出群体，可见高收入群体疫中反而面临更大幅度的消费下降。

因减配地产而积累超额储蓄，2022年高收入群体表现强于中低收入群体。

全国层面，东部地区购房贷款远高于中西部地区。在过去两年中，东部地区购房贷款下降更快。东部地区居民收入高于中西部地区，这侧面反映高收入群体有更多存款增长。

➤ 超额储蓄的确更向高收入群体倾斜，但这不影响2023年超额储蓄释放。

市场担忧超额储蓄被“富人”持有，富人边际消费倾向低，因而超额储蓄无法有效转化为消费或其他投资。我们认为不必太过担忧。

当前贫富分化扩大只是阶段性的，阶段性收入分化对消费倾向影响有限。

过去两年服务业、个体私营企业更受疫情冲击。疫后经济修复，其修复弹性也会更强。中低收入群体收入将有明显改善。

2022年超额储蓄主由地产减配贡献，这部分超额储蓄流向与收入的相关性低。

根据我们先前测算，2022年居民减配地产贡献过半超额储蓄。这主要是因为地产趋冷，居民购房意愿下降。未来一旦居民风险偏好回升，居民购买更多非存款资产，这部分超额储蓄也将释放。

➤ 超额储蓄结构分化，预示2023年高端消费、服务消费、地产后周期板块或迎来更大修复弹性

超额储蓄释放将沿着消费和投资两条路径展开，收入结构分化对超额储蓄流向影响，也可以沿着这两条路径展开分析。

第一，因为超额储蓄更多被高收入群体持有，高收入群体投资意愿更高。故而超额储蓄若释放，激发出的资产配置（例如股、地产等）弹性或将强于消费。

第二，消费方面，对收入敏感的消费或更受益于超额储蓄释放，如出行链（旅游、航空、酒店等）与高端消费。

第三，资产配置方面，东部沿海城市、高能级城市地产修复弹性或强于其他地区。值得注意的是，超额储蓄回流地产之后，还将带动地产后周期消费反弹。

最后，高收入群体在酒店、旅游等方面的支出，形成相关消费领域从业人员的收入，而这部分群体收入相对较低。故而高收入群体超额储蓄释放之后，或最终也将带来低收入群体消费改善。

我们认为2023年消费修复顺序或为：出行链消费（旅游、航空、酒店等），高端消费（金银珠宝、白酒等），大众可选消费（服装等），地产后周期消费（家具家电、建材等）。

风险提示：疫情影响超预期；政策演变超预期；地产修复超预期。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

研究助理 游勇

执业证书：S0100122070037

电话：17342022779

邮箱：youyong@mszq.com

相关研究

1. 2022年12月金融数据点评：政府杠杆的尽头-2023/01/11
2. 全球大类资产跟踪周报：流动性行情延续-2023/01/08
3. 海外疫情系列研究（四）：疫情防控放开后会有报复性消费吗-2023/01/07
4. 宏观事件点评：超额流动性系列研究（三）：超额储蓄能否如期释放-2023/01/05
5. 宏观专题研究：疫情达峰后的消费修复路径-2023/01/05

目录

引言	3
1 2022 年超额储蓄高收入群体贡献更多	4
1.1 超额储蓄的两大来源：消费节制和地产减配.....	4
1.2 高收入群体消费节制更明显，贡献更多储蓄.....	4
1.3 高收入群体持有更多资产，减配地产囤积更多存款	7
2 当前收入结构并不会抑制未来超额储蓄释放	9
2.1 收入分化会逐步收敛，并不影响消费反弹.....	9
2.2 居民资产配置结构与收入分化无关	11
3 2023 年超额储蓄的释放结构与路径	13
4 风险提示	14
插图目录	15

引言

疫情以来，居民部门囤积大量超额储蓄，成为影响未来消费反弹与资产价格的潜在“蓄水池”。

在之前的系列研究中，我们分别探讨了超额储蓄的来源、规模和释放的可能性。

然而，居民超额储蓄积累同时，居民收入分化持续扩大。居民可支配收入中位数/平均数突破历史最低值。

一般认为，由于消费倾向递减效应，个人收入越高，用于消费的比例越低。社会收入分布向高收入群体倾斜，总收入中用于消费的比例会下降。

当前贫富分化扩大，市场担心未来超额储蓄不会如期释放。

本文通过分析居民收支结构变化，揭示疫情后收入分化背后不同以往的特征，以及居民收支结构与超额储蓄之间的关系。

本文最终回答：疫后收入分化是否会制约超额储蓄释放以及超额储蓄释放的可能结构与路径。

1 2022 年超额储蓄高收入群体贡献更多

1.1 超额储蓄的两大来源：消费节制和地产减配

储蓄=收入-消费；储蓄即收入未被消费掉的部分，储蓄不止一种形式，可以有存款、理财等金融资产，也可以是地产等不动产。

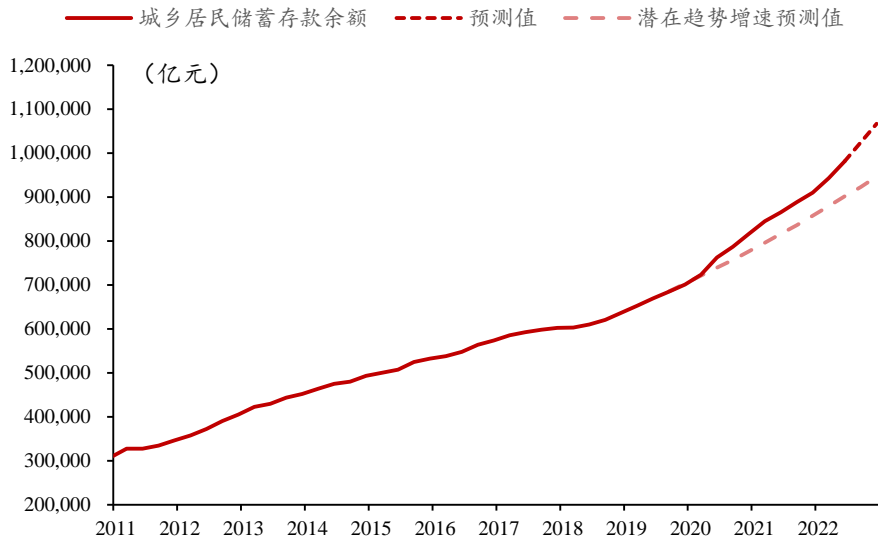
我们所说“超额储蓄”指居民存款多增。它有两个来源，收入扣减支出所得剩余增多；或居民减配其他资产之后增配存款储蓄。

2022 年，这两个来源均产生大量超额储蓄。一方面，居民降低消费导致（收入-消费）变多；另一方面，居民减配地产、赎回理财，储蓄结构中存款变多。

在《超额流动性系列研究（二）：能否释放、流向何处、谁来“买单”》中，我们测算出 2022 年居民消费节制贡献约 2 万亿超额储蓄；地产减配和理财赎回分别贡献约 4 万亿和 0.8 万亿超额储蓄。

理财赎回贡献相对较小，我们可以认为消费节制和地产减配是形成超额储蓄的两大主要渠道。

图1：疫后超额储蓄的形成测算



资料来源：wind，民生证券研究院测算

1.2 高收入群体消费节制更明显，贡献更多储蓄

先前的研究已经测算出超额储蓄的总额度，我们还关注超额储蓄的结构特征。哪些人持有更多的超额储蓄？

储蓄行为与收入相关，我们不妨从收入群体角度去观察。

首先我们需要定义不同收入群体。参考国家统计局的做法，按照收入分位数，将居民划分为低、中、高收入群体。

我们发现 2022 年高收入群体收入下降更少，但消费下降更多，形成更多储蓄。

其一，高收入群体收入受到的冲击比中低收入群体要小，典型表现是居民收入两极化更明显。

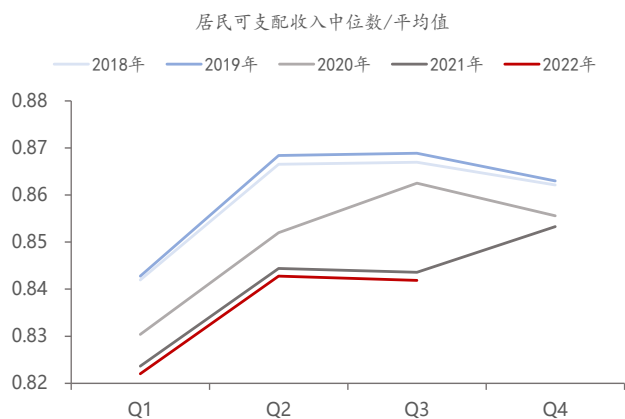
以收入中位数/收入平均值来衡量收入分化，2020 年以来，居民人均可支配收入中位数占可支配收入的比重在不断下降。2022 年，该比重进一步突破 2012 年以来历史同期最低值。

收入差距拉大背后的逻辑在于中低收入群体的收入来源受冲击更为严重。

中高收入群体的收入更多来自工资性收入，而低收入群体经营性收入比重更高。根据 2016 年 CHFS 数据，低、中、高收入群体的工资性收入占总收入的比重逐渐提高，分别为 61.3%、66.8%和 69.6%；而低收入群体的经营性收入占收入比重（20%）则明显高于中等收入群体（7.5%）和高收入群体（14.4%）。

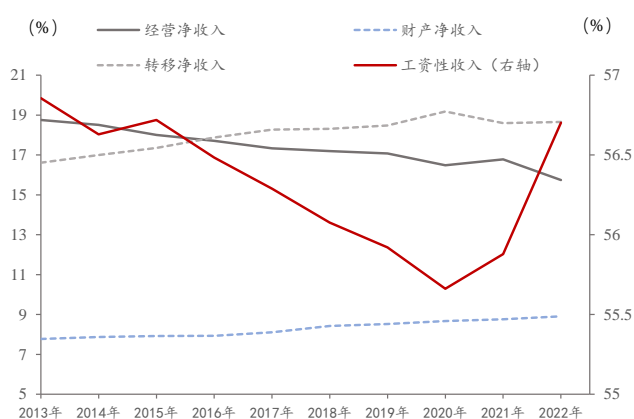
但是疫后经营性收入受冲击最严重，而工资性收入韧性最强。居民工资性收入占总收入的比重持续提高，经营性收入占总收入的比重降幅最大。2022 年前 3 季度，居民工资性收入占比升至 2017 年以来的最高值；而经营净收入（15.7%）占比明显低于疫情前（17.1%）。

图2：居民收入分化扩大



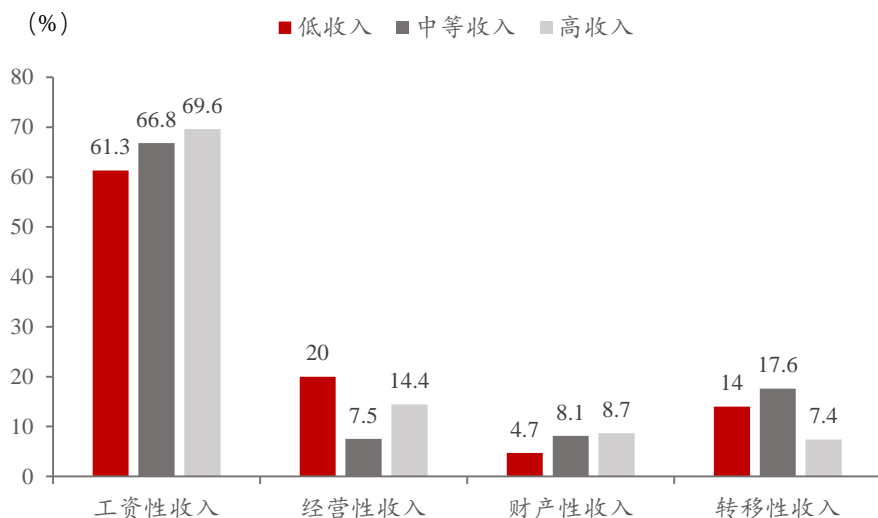
资料来源：Wind，民生证券研究院

图3：2022 年居民经营性收入明显受到冲击



资料来源：Wind，民生证券研究院。注：图中数值为占比。

图4：低收入群体的经营性收入占比更高



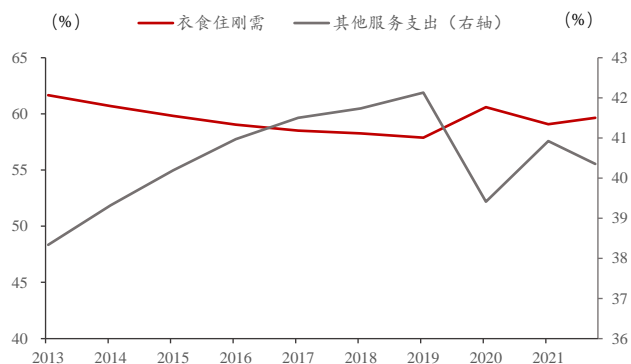
资料来源：CHFS，民生证券研究院；注：图中数据为2016年数据。

其二，高收入人群的服务类消费更多，但服务业受疫情冲击更严重，所以高收入人群的消费下降更快。

疫情压制消费场景，服务类消费受冲击更严重。不妨将居民消费二分为衣食住等刚需类消费与其他服务消费。截至2022年9月，居民其他服务类支出占总消费支出的比重降至40.4%，是2015年以来的历史最低值；相对地，衣食住等刚需支出比例反常回升至59.6%。

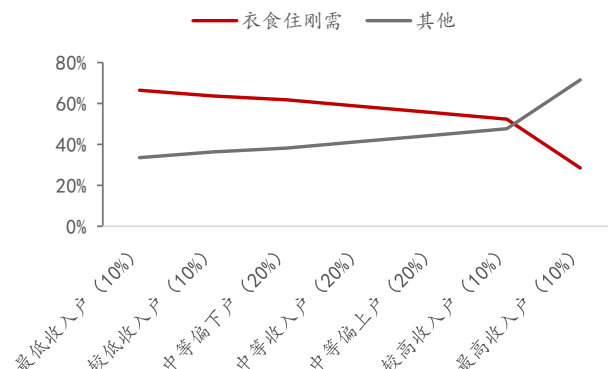
高收入群体服务类消费意愿更强，受冲击更为严重。根据国家统计局数据，居民收入越高，居民衣食住等刚需消费的占比越低，服务类支出占比越高。服务类消费在疫情中受冲击更严重，这意味着高收入群体消费受疫情冲击更大。

图5：衣食住等刚需支出比例提高



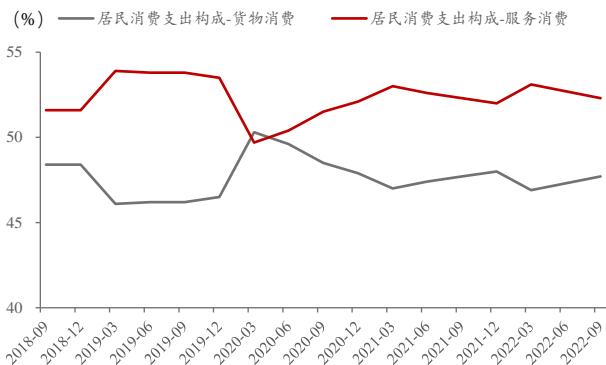
资料来源：Wind，民生证券研究院

图6：衣食住等刚需的消费倾向随收入降低



资料来源：国家统计局，民生证券研究院；注：数据为2012年消费支出占比。

图7：当前服务消费比重仍然低于疫情前



资料来源：Wind，民生证券研究院

图8：餐饮消费明显低于商品消费



资料来源：Wind，民生证券研究院

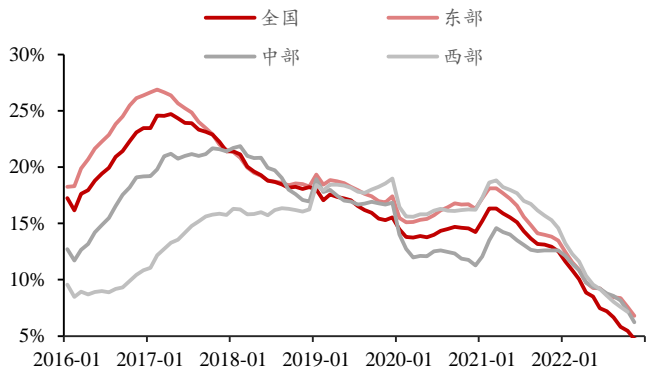
1.3 高收入群体持有更多资产，减配地产囤积更多存款

高收入群体持有更多房产，在减配房产过程中，有更多存款增长。

由于缺乏不同收入群体配置地产的直接证据，我们可从地区层面侧面观察。2022年截至10月，东部地区购房贷款占全国的75.9%，明显高于中部地区（7.5%）和西部地区（16.5%）。东部地区居民人均可支配收入高于中西部，这侧面反映出高收入群体配置更多地产。

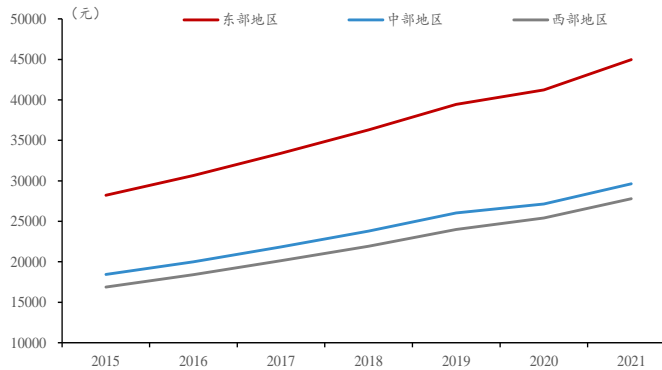
过去两年居民大幅减配地产，高收入群体购房贷款下降更多。近两年房企信用风险事件，叠加限购限贷加码，居民购房预期明显走弱，居民地产贷款大幅降低。2022年Q3，个人购房贷款同比降至2012年以来的历史最低值。地区层面，我们同样看到收入更高的东部地区购房贷款增速下降更快。

图9：东部地区购房贷款增速下降更快

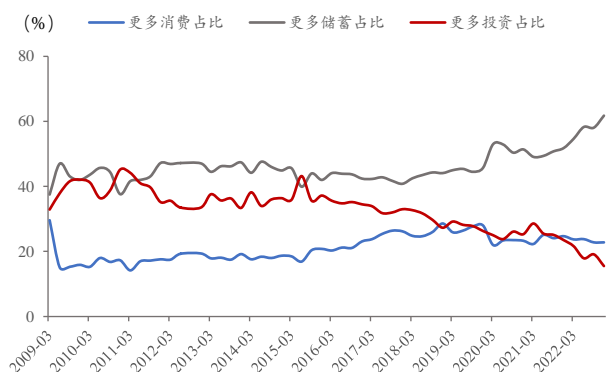


资料来源：Wind，民生证券研究院；注：图中数据为单月同比增速。

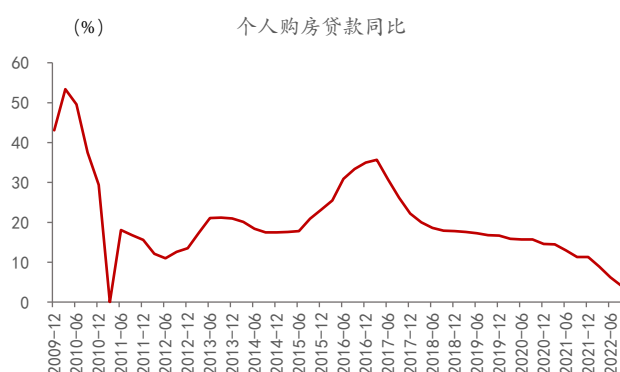
图10：东部地区人均可支配收入更高



资料来源：Wind，民生证券研究院

图11：居民投资意愿持续降低


资料来源：Wind，民生证券研究院；注：图中数据为央行储户调查，储户未来倾向于“更多消费”、“更多储蓄”、“更多投资”的比例。

图12：居民购房贷款大幅降低


资料来源：Wind，民生证券研究院

2 当前收入结构并不会抑制未来超额储蓄释放

2.1 收入分化会逐步收敛，并不影响消费反弹

由于消费倾向递减效应，市场担忧收入分化会抑制居民消费。

通常认为个体具有消费倾向递减效应，也就是说个人收入越高，用于消费的比例越低。社会收入分布向高收入群体倾斜，总收入中用于消费的比例会下降。因此收入分化会抑制整体消费水平。

当前贫富分化扩大，市场担心未来超额储蓄不会如期释放。但我们认为这并不需要担忧。原因有二

其一，疫后收入分化扩大为阶段性现象，防疫放开后，经济结构修复，收入分化将收敛。

收入分化扩大的重要原因在于中低收入群体所在行业受冲击更严重。服务业、个体私营企业吸纳更多中低收入群体，他们在疫情中受冲击更严重，中低收入群体收入下滑更多。

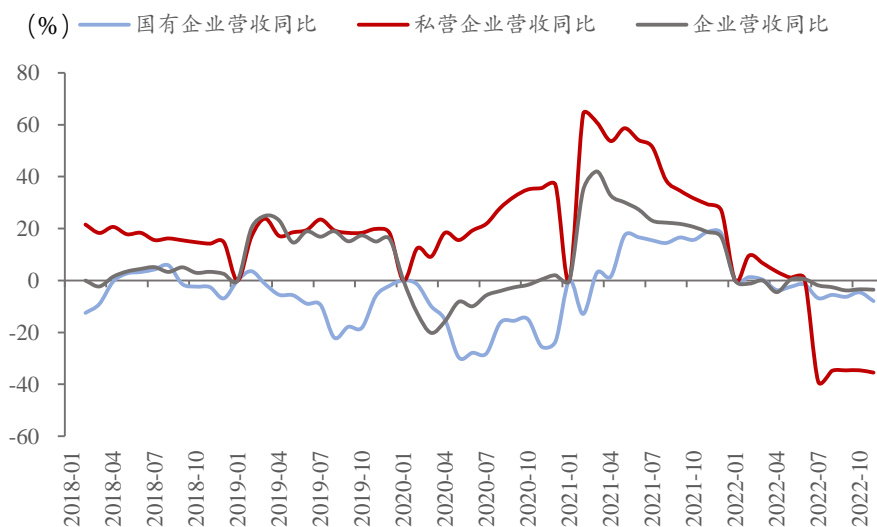
防疫放开后，经济修复，这些行业与企业的修复动能也将更强。中低收入群体的收入反弹动能也将强于高收入群体，收入分化将再度收敛。

服务业复苏与地产回暖将拉动消费支出反弹，释放部分超额储蓄。

如前文所说，疫后服务业因场景限制受冲击更大，服务消费反常偏低。高收入群体服务消费占比更高，消费潜力没有得到充分释放，囤积更多超额储蓄。居民减配地产也明显拖累地产后周期消费，地产后周期消费增速罕见持续为负。

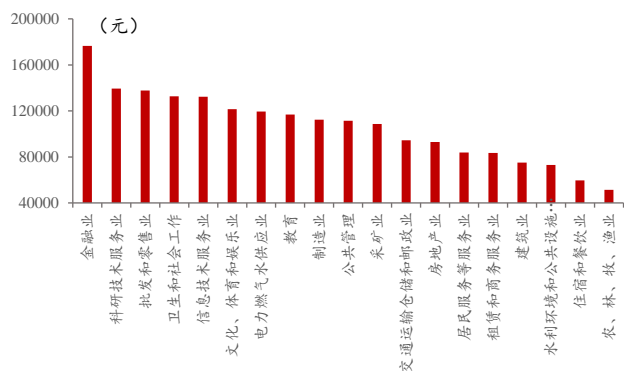
2023年防疫放开后，服务消费大概率明显改善；房地产市场一旦回暖，地产后周期消费也将迎来反弹。

图13：私营企业收入恶化明显



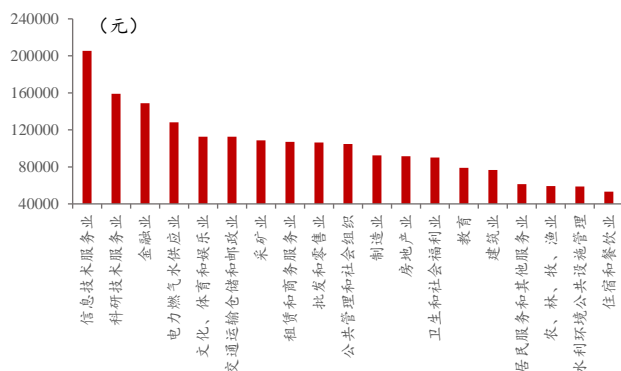
资料来源：Wind，民生证券研究院；注：样本选择的是北京地区企业样本

图14：2021年各行业私营单位收入



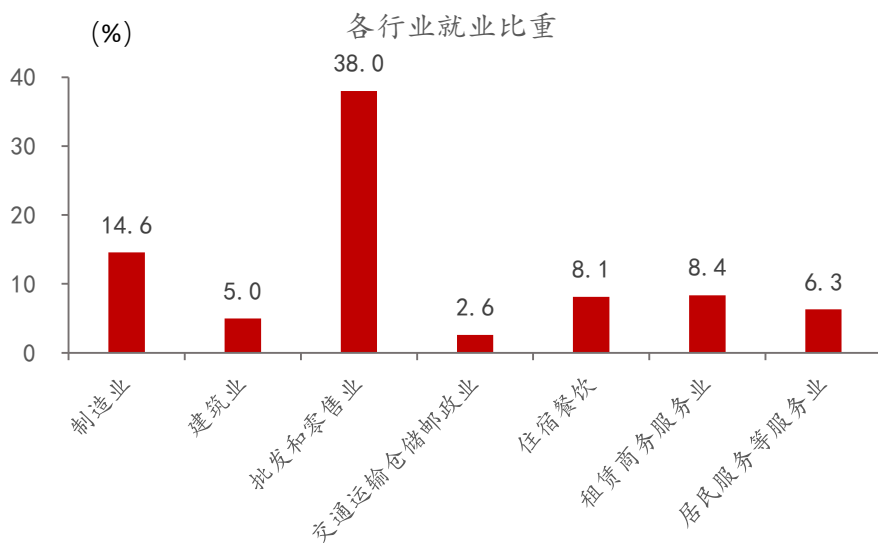
资料来源：Wind，民生证券研究院

图15：2021年各行业非私营单位收入



资料来源：Wind，民生证券研究院

图16：2019年私营和个体企业各行业就业比重



资料来源：Wind，民生证券研究院整理

2.2 居民资产配置结构与收入分化无关

居民资产配置行为与风险偏好以及资产预期收益率有关，这部分超额储蓄的形成与释放和收入无关。

2022年超额储蓄大多来自储蓄中存款变多，它的形成与收入结构无关。

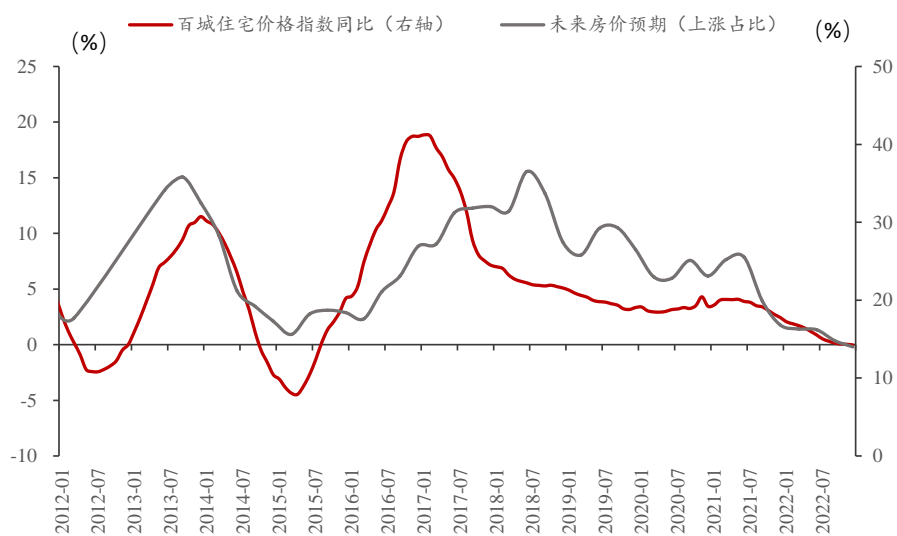
根据我们在《超额流动性系列研究（二）：超额储蓄三问：能否释放、流向何处、谁来“买单”》中的测算，2022年居民减配房产贡献了一半以上的超额储蓄。这主要是因为地产趋冷，房价上涨预期被打破，居民购房意愿下降。

未来一旦居民风险偏好回升，居民购买更多非存款资产，这部分超额储蓄也会释放。

2022Q4以来房地产增量政策不断落地，2023年地产大概率企稳回暖。中央层面，“三支箭”逆转了2016年以来的收紧政策，信贷、发债和股权融资均有放松。地方层面，越来越多城市放松限购，政策刺激力度不断加大。政策还持续推进保交付，稳定购房者预期。

地产具有“买涨不买跌”的金融属性。一旦居民需求刺激带动销售回暖，地产价格或将正常化。居民购房预期好转，居民购房意愿将重新恢复。

图17：房地产价格和未来房价预期



资料来源：Wind，民生证券研究院；注：未来房价预期（上涨占比）为央行储户调查中，认为未来房价会上涨的储户占比。

3 2023 年超额储蓄的释放结构与路径

2022 年，居民降低消费、减配地产从而囤积大量超额储蓄，高收入群体在此过程中贡献更大。

超额储蓄释放将沿着消费和资产投资两条路径展开，收入结构分化对超额储蓄流向的影响，也可以沿着这两条路径展开分析。

第一，因为超额储蓄更多被高收入群体持有，高收入群体投资意愿更高。故而超额储蓄若释放，激发出的资产配置（例如股、地产等）弹性或将强于消费。

第二，消费方面，对收入敏感的消费更受益于超额储蓄释放，如出行链（旅游、航空、酒店等）与高端消费（金银珠宝等）。

第三，资产配置方面，东部沿海城市、高能级城市地产修复弹性或强于其他地区。值得注意的是，超额储蓄回流地产之后，还将带动地产后周期消费反弹。

高收入群体在酒店、旅游等方面的支出，形成相关消费领域从业人员的收入，而这部分群体收入相对较低。故而高收入群体超额储蓄释放之后，或最终也将带来低收入群体消费改善。

我们认为 2023 年消费修复顺序或为：出行链消费（旅游、航空、酒店等），高端消费（金银珠宝等），大众可选消费（服装等），地产后周期消费（家具家电、建材等）。

4 风险提示

- 1) **疫情影响超预期。**疫情影响超过预期，本文测算或有误差。
- 2) **政策演变超预期。**国内政策力度、方向可能有相应调整，超出我们预期。
- 3) **地产修复超预期。**政策落地传导至销售、开工端，地产修复进程可能超出我们预期。

插图目录

图 1: 疫后超额储蓄的形成测算.....	4
图 2: 居民收入分化扩大.....	5
图 3: 2022 年居民经营性收入明显受到冲击.....	5
图 4: 低收入群体的经营性收入占比更高.....	6
图 5: 衣食住等刚需支出比例提高.....	6
图 6: 衣食住等刚需的消费倾向随收入降低.....	6
图 7: 当前服务消费比重仍然低于疫情前.....	7
图 8: 餐饮消费明显低于商品消费.....	7
图 9: 东部地区购房贷款增速下降更快.....	7
图 10: 东部地区人均可支配收入更高.....	7
图 11: 居民投资意愿持续降低.....	8
图 12: 居民购房贷款大幅降低.....	8
图 13: 私营企业收入恶化明显.....	10
图 14: 2021 年各行业私营单位收入.....	10
图 15: 2021 年各行业非私营单位收入.....	10
图 16: 2019 年私营和个体企业各行业就业比重.....	11
图 17: 房地产价格和未来房价预期.....	12

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