



宏观研究

# 【粤开宏观】超额储蓄的规模、来源与影响

2023年01月15日

投资要点

**分析师：罗志恒**

执业编号：S0300520110001  
电话：010-83755580  
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

**分析师：马家进**

执业编号：S0300522110002  
邮箱：majiajin@y kzq.com

## 近期报告

《【粤开宏观】2023年财政如何“加力提效”》2022-12-19

《【粤开宏观】从财税视角看山西：资源型省份的财政转型与出路》2022-12-21

《【粤开宏观】从财税视角看湖北：中部崛起领头羊的财政与债务形势》2022-12-29

《【粤开宏观】海南：“热带宝地”的财政体制、形势与债务全景》2022-12-30

《【粤开宏观】防范化解地方债务风险：形势与应对》2023-01-04

## 摘要

**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” .....    | 4  |
| 二、2022 年居民部门“超额存款”的规模与来源 .....     | 5  |
| （一）居民消费减少，预防性储蓄上升，贡献约 1.5 万亿.....  | 6  |
| （二）房地产风险上升，居民购房支出减少，贡献约 3 万亿 ..... | 7  |
| （三）金融市场波动，居民存款回流，贡献约 2.5 万亿 .....  | 8  |
| 三、“超额存款”是否会引发“报复性消费”？ .....        | 10 |
| 四、如何有效提振消费？ .....                  | 11 |

## 图表目录

|   |    |
|---|----|
| 图表 1：“储蓄”涉及居民决策中的两个不同领域.....              | 4  |
| 图表 2：2022 年居民存款增速创 2010 年以来新高 .....       | 5  |
| 图表 3：2022 年居民新增存款规模大幅上升 .....             | 5  |
| 图表 4：2022 年居民平均消费倾向仍大幅低于疫情前水平 .....       | 6  |
| 图表 5：疫情以来，居民消费增速降幅显著大于收入增速降幅.....         | 7  |
| 图表 6：2022 年商品住宅销售额大幅下降.....               | 8  |
| 图表 7：2022 年居民部门新增中长期消费贷款规模大幅下降.....       | 8  |
| 图表 8：2019 年家庭持有金融资产的结构情况.....             | 9  |
| 图表 9：央行城镇储户问卷调查显示，居民储蓄意愿上升、消费和投资意愿下降..... | 9  |
| 图表 10：股票投资意愿与 A 股市场表现正相关.....             | 10 |
| 图表 11：农村居民的平均消费倾向显著高于城镇居民.....            | 11 |



## 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 and 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



## 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

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



**“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。

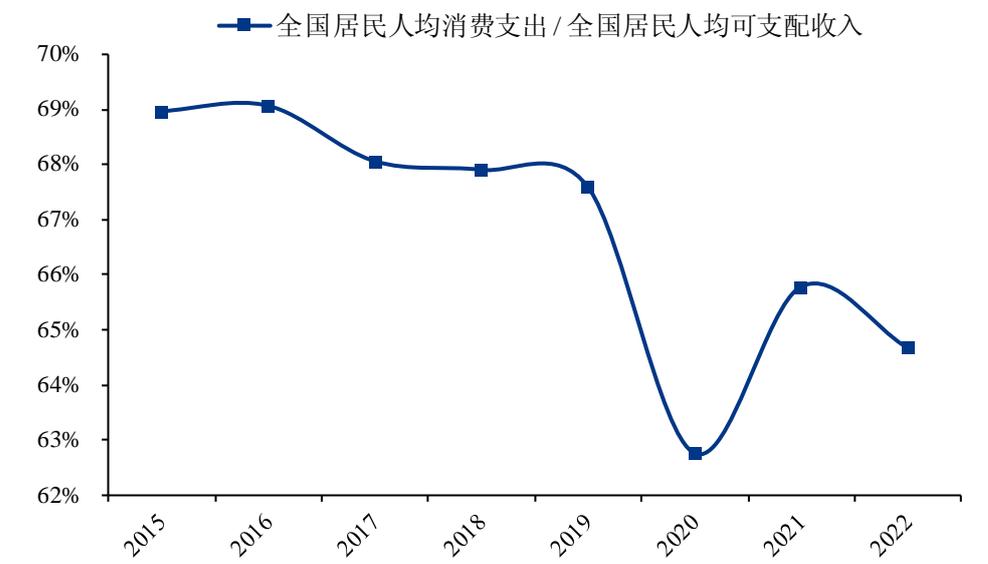
## （一）居民消费减少，预防性储蓄上升，贡献约 1.5 万亿

**疫情以来，中国的超额储蓄与美国存在显著区别**：美国大规模财政补贴使得居民可支配收入不降反升，服务消费受疫情限制但商品消费持续高增，超额储蓄更多是被动上升；中国居民可支配收入随经济下行压力增大而明显放缓，消费也持续低迷，超额储蓄既有消费场景受限导致的被动上升，也有居民增加预防性储蓄的主动选择。

**可将当前收入水平下，居民实际消费与正常消费之间的缺口作为超额储蓄**。一方面，在努力工作的前提下，居民收入更多取决于经济大环境，居民实际上面临一个相对刚性的收入约束；另一方面，居民真正拥有较大主观能动性的是消费-储蓄决策，决定多少用于当期消费，多少储蓄起来以备不时之需。

**2022 年因居民消费减少而增加的超额储蓄或达 1.5 万亿**。假设 2022 年四季度居民人均可支配收入同比增速与三季度相同，则全年增速为 5.6%，全年人均可支配收入为 3.7 万元；2022 年前三季度居民人均消费支出占人均可支配收入的比重为 64.7% 较 2019 年同期低 2.9 个百分点，假设全年缺口与此相同，则人均消费支出比正常水平减少 1073 元，再乘以全国人口 14.13 亿，可得超额储蓄约为 1.5 万亿。

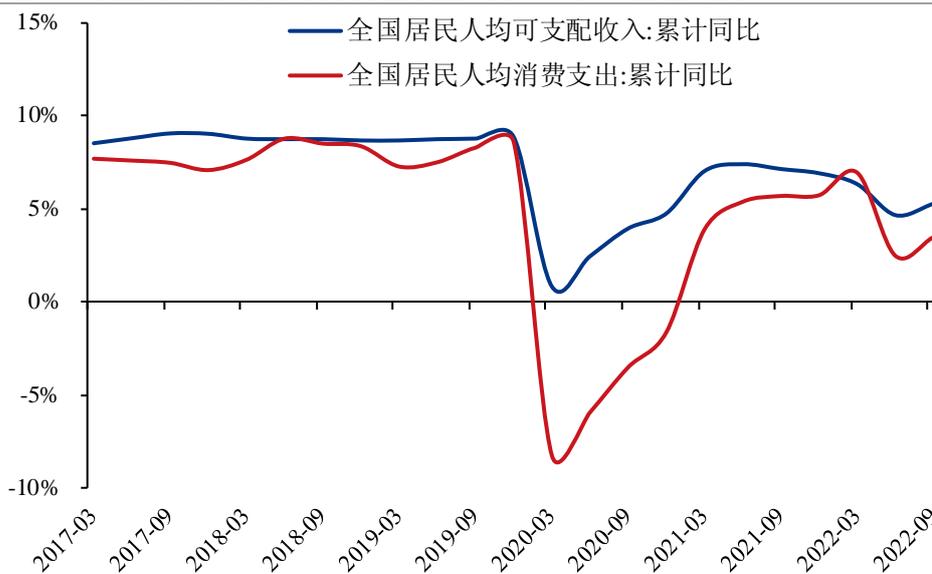
**图表 4：2022 年居民平均消费倾向仍大幅低于疫情前水平**



资料来源：Wind、粤开证券研究院（注：均为各年前三季度）



图表5：疫情以来，居民消费增速降幅显著大于收入增速降幅



资料来源：Wind、粤开证券研究院（注：2021年为两年平均增速）

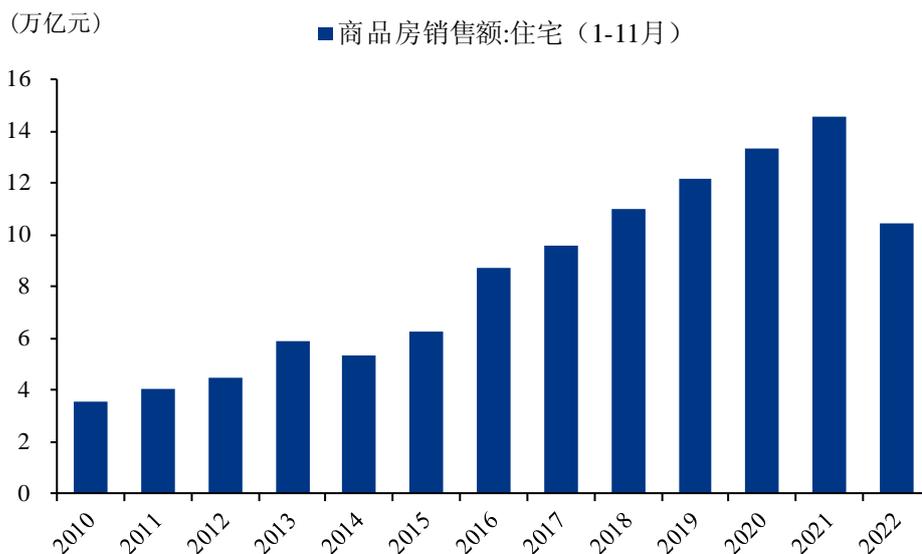
## （二）房地产风险上升，居民购房支出减少，贡献约3万亿

房地产是居民资产的重要配置渠道，也是家庭的重大支出项。央行《2019年中国城镇居民家庭资产负债情况调查》显示，居民住房资产占家庭总资产的比重为59.1%。然而2021年下半年以来，房企债务风险和期房烂尾风险显著上升，严重冲击居民购房信心，房地产销售持续下滑，2022年1-11月商品住宅销售额累计下降28.4%。

2022年因居民购房减少而增加的超额存款或达3万亿。若没有爆发房地产风险，2022年商品住宅销售额或以8.8%的潜在增速（2019-2021三年平均增速）继续增长，但实际上却下降了28.7%（假设12月当月同比与11月相同），因此居民购房总额减少了6.1万亿。假设平均首付比例为50%，则2022年居民购房支出减少约3万亿，并堆积在居民部门的存款账户上。此外，2022年1-11月居民新增中长期消费贷款（房贷为主）较2021年同期减少3.4万亿，也与上述测算基本吻合。

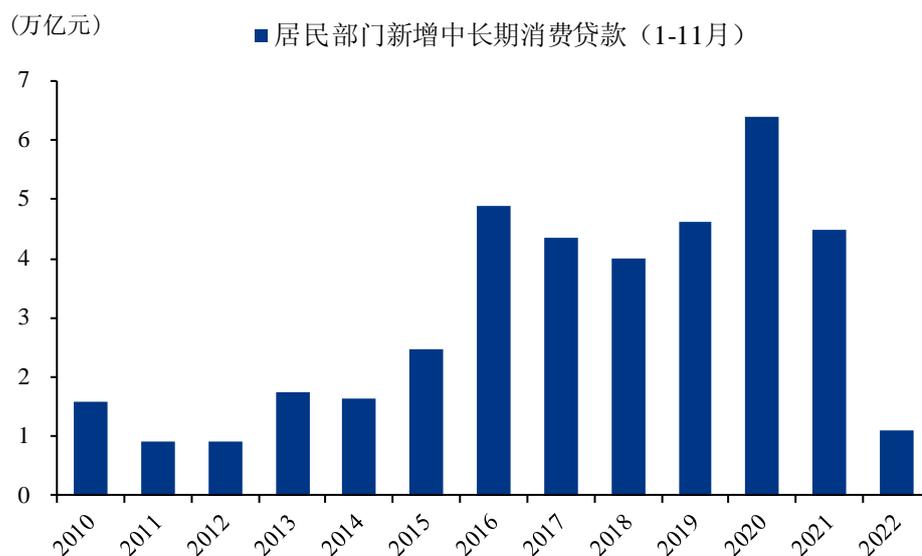


图表6：2022年商品住宅销售额大幅下降



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表7：2022年居民部门新增中长期消费贷款规模大幅下降



资料来源：Wind、粤开证券研究院

### (三) 金融市场波动，居民存款回流，贡献约 2.5 万亿

除了房地产以外，居民还会持有一定的金融资产。央行调查显示，2019年金融资产占家庭总资产的比重为 20.4%，而在金融资产中，银行存款、理财产品、股债基金分别占比 39.1%、26.6%和 11.1%。

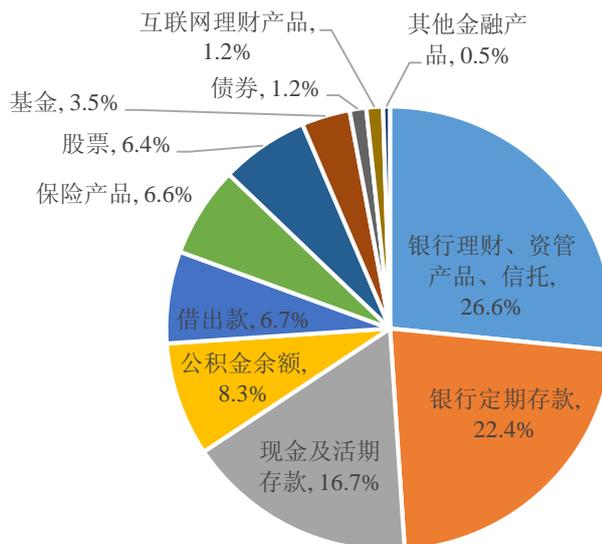
居民通常根据金融资产的收益率、风险性、流动性等特征，在不同种类之间进行选择。例如 2013-2017 年居民存款增速显著放缓，便是因为其他投资渠道增多以及收益率更具吸引力而导致“存款搬家”；但是随着 2018 年金融去杠杆与资管新规出台，居民存



款增速重新上升。

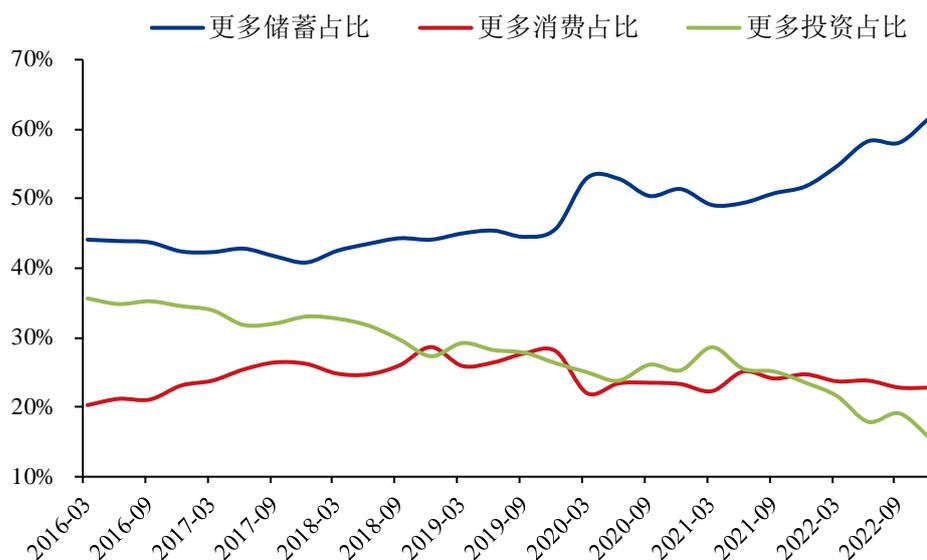
**2022 年因居民赎回理财产品而增加的超额存款或达 2.5 万亿。**2022 年金融市场波动加剧，上证综指和创业板指分别下跌 15.1%和 29.4%，债券市场下跌导致理财产品净值回落，进而引发赎回潮，银行存款的收益风险比上升，资金出现回流。央行四季度城镇储户问卷调查显示，倾向于“更多储蓄”和“更多投资”的居民占比分别为 61.8%和 15.5%，分别较 2021 年同期上升 10 个百分点和下降 8 个百分点。市场机构普遍估测，在此轮债市负反馈与理财产品赎回压力下，理财产品规模回撤约 2.5 万亿元，较规模峰值回撤约 8%。

**图表8：2019 年家庭持有金融资产的结构情况**



资料来源：中国人民银行调查统计司城镇居民家庭资产负债调查课题组、粤开证券研究院

**图表9：央行城镇储户问卷调查显示，居民储蓄意愿上升、消费和投资意愿下降**



资料来源：Wind、粤开证券研究院



### 三、“超额存款”是否会引发“报复性消费”？

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。随着房地产风险化解以及金融市场回暖，这部分资金将回流至楼市、股市、债市和理财市场，助推资产价格回升。

真正会被用于消费的资金是 1.5 万亿的超额储蓄，但是鉴于未来经济前景仍存在较大不确定性，居民依然存在预防性储蓄动机，这部分超额储蓄也不会在 2023 年完全释放。假设 2023 年能动用其中的 60%，则将拉动居民消费 2.5 个百分点。

图表10：股票投资意愿与 A 股市场表现正相关



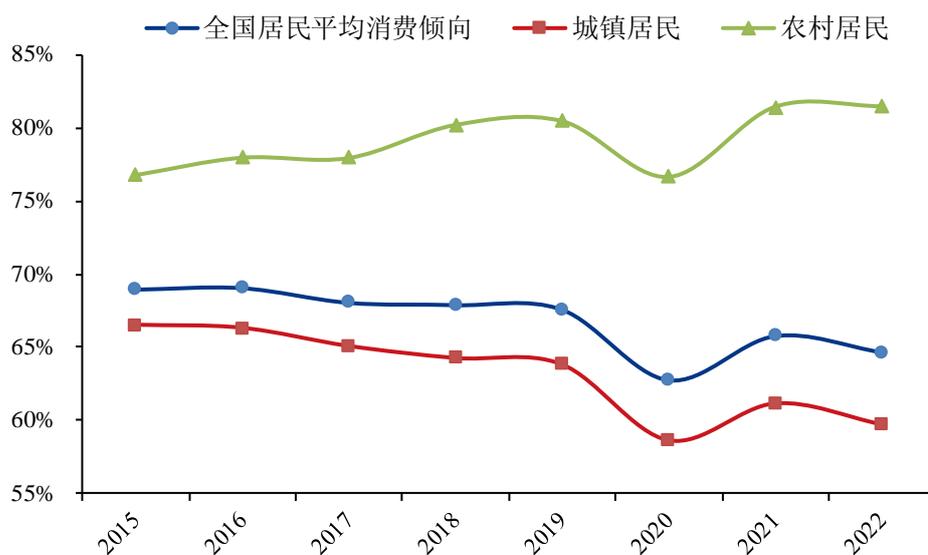
资料来源：Wind、粤开证券研究院

**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：一方面，收入上，中低收入人群受疫情冲击较大，高收入人群冲击较小；另一方面，支出上，中低收入人群的必需品消费受疫情限制较小，高收入人群的服务消费限制较大。疫情以来全国居民消费支出占可支配收入比重的下降，主要受城镇居民拖累。农村居民的消费占比，除了 2020 年短暂下滑以外，2021 年和 2022 年均高于疫情前水平。因此农村居民在收入增速放缓的背景下，由于消费支出刚性，并没有太多超额储蓄。

此外，高收入人群的边际消费倾向要低于中低收入人群，超额储蓄中高收入人群占比偏高，会抑制总体消费增长。农村居民的平均消费倾向可达 80%，而城镇居民却只有 60%多，同样的收入或储蓄增加，农村居民能形成更多消费。



图表11：农村居民的\*\*平均消费倾向显著高于城镇居民



资料来源：Wind、粤开证券研究院

**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。

#### 四、如何有效提振消费？

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。**一是可能加重地方财政压力，地方政府没有太多财政空间刺激消费。二是中西部地区可能缺乏发放消费券的动力，我国增值税、所得税等根据生产地缴纳，中西部发放消费券，相应商品来自东部，产生的增值税、所得税在东部，实质上是中西部在支持东部地区。三是可能透支未来消费，且并未从根本上解决消费能力和边际消费倾向的问题。

**“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”。**

第一，进一步改善国民收入分配结构，通过完善税制、增加转移支付、加快农村土地市场化流转等方式，提高居民尤其是中低收入群体在收入分配中的比重。

第二，优化财政支出结构，进一步提高财政支出中教育、养老、医疗等社保的比重，解决居民的后顾之忧，减少预防性储蓄。

第三，加快户籍制度改革，加快推进农民工市民化进程，稳定农民工预期，提高边际消费倾向。建议提高中央在流动人口的医疗、教育和养老等方面的事权和支出责任，提高中央对地方的转移支付中常住人口因素的权重。

第四，从供给端发力，优化供给结构，进一步提升高端制造业在制造业中的比重。提升中高端产品的供给，提高产品质量，促进大量的海外购物和奢侈品消费回流本土市

场，满足中高收入者的需求，同时促进消费和产业结构升级。

第五，放宽旅游、文化、医疗、养老和家政服务等服务消费领域的市场准入，鼓励民营企业参与竞争，加强标准建设和有效监管。



## 分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任首席经济学家兼研究院院长，证书编号：S0300520110001。

马家进，经济学博士，2021年7月加入粤开证券，现任宏观分析师，证书编号：S0300522110002。

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



## 免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出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，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

## 联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、21、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：[www.ykzq.com](http://www.ykzq.com)