

居民信贷专题

超额储蓄转化的后续展望

本文的论述重点主要在于判断居民储蓄中可转化为消费的预防性储蓄部分空间大小，同时从超额储蓄在定期存款和活期存款形式之间的转化节奏，来判断后续居民储蓄向消费转化的时间远近。综合来看我们认为，活期存款向消费的转换或慢于预期，但疫情次年的反弹力度仍值得期待，其中服务消费支出的反弹力度更强。地产修复弹性可能有限，目前仍集中于高能级城市。有待进一步的结构性政策刺激。由于地产是居民的主要资产，如果地产难以企稳回升，居民储蓄率偏高的状况仍将在中长期持续。资产配置需求弹性相对较高，尤其是存款与理财之间的转换空间较大。财富效应或撬动部分定期存款。

- **风险资产转弱、购房需求降低、预防性储蓄导致居民储蓄超额攀升。**2022年以来风险资产转弱、理财破净后回流至存款、房地产销售滑坡，三重因素是居民定期存款大幅增加的主因，其次虽然可支配收入下降，但疫情大幅压制消费使得居民增加预防性储蓄，导致居民活期存款大幅增加。本文将2022年8.4万亿元超额储蓄以影响因素划分为四个部分：储蓄自然增长量约为1.8万亿元，这部分为排除外生因素后预期的可支配收入与消费支出差额；预防性储蓄约为2800亿元，这部分为外生因素导致的消费支出超预期缩减形成的超额储蓄；房贷减少导致的存款回流约为2.8万亿元，这部分为2022年居民中长贷相比2016-2021年居民中长贷的少增值；理财资金搬家及其他风险资产投资减少约为3.5万亿元，这部分主要是2022年末理财破净潮导致的存款增长。
- **存款活期化或慢于预期。**存款活期化大概需要9个月左右。经济下行阶段，货币宽松往往导致住户部门活期存款和定期存款同比增速同步上升。在经济增长预期逐渐恢复的阶段，随着定期存款的逐渐到期，居民储蓄会先由定期存款向活期存款的形式转换，因此定期存款同比增速的拐点往往出现于活期存款同比增速拐点之前，经验上来看大致领先9个月左右时间。在经济增长预期恢复中期，居民储蓄由活期存款逐渐向消费等形式转换，导致活期存款同比增速下降。房市交易热度上升和经济周期上行是驱动存款活期化的重要因素。
- **活期存款向消费的转化同样存在时滞。**消费修复的转化可能相对延后。由于预防性储蓄的延后效应，在疫情影响消退后，居民仍需会预留出部分资金用以备不时之需。以2020-2021年为例，尽管2020年三季度以后疫情影响基本已经消退，但居民消费直到2021年二季度才出现明显修复。对比全国居民储蓄和消费支出，2021年全国居民人均储蓄当季两年同比增速于二季度下降到9.8%，恢复至往年水平（2014-2019年平均水平为10.31%），同期全国居民人均消费支出两年同比增速上升至7.1%，达到2020年后最高水平。另一方面，居民在财富效应的带动下也可能提升消费水平，其中风险资产回暖、房价预期上涨都对于消费有正向促进作用，但财富效应往往见效较慢。
- **修复程度值得期待。**由于“棘轮效应”的存在，消费修复的程度可能领先于收入。参照2021年全国居民人均消费支出同比增速为13.6%，高于同期全国居民人均可支配收入增速9.1%，主要是由于经济复苏，预防性储蓄被重新转化为消费支出，根据前文测算2021年全国居民消费支出超预期多增1.47万亿元。随着经济复苏，1月PMI回到荣枯线以上，2022年的预防性储蓄也将被逐渐转化为消费支出。
- **风险提示：经济下行压力加大；流动性超预期收紧；地产修复不及预期。**

相关研究报告

《1月美国CPI点评：同比增速再超预期，通胀下行并非坦途》20230215

《1月金融数据点评：企业中长贷形成强支撑》20230211

《1月通胀点评：通胀压力减轻打开货币政策宽松空间》20230210

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师：孙德基

(8610)66229363

deji.sun@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522030002

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

目录

居民超额储蓄的主要来源.....	4
超额储蓄的定义	4
住户部门新增存款的两轮攀升.....	5
2018 年以来住户存款攀升的原因.....	5
2022 年以来住户存款攀升的原因.....	6
超额储蓄的转化或慢于预期.....	9
居民存款活期化的节奏.....	9
活期存款向消费的转化.....	11
储蓄转化的后续展望	13
消费回升可能偏晚但力度值得期待.....	13
房地产升温的预期判断不明朗.....	13
资本市场或将承接增量资金.....	14

图表目录

图表 1. 两轮疫情导致可支配收入下降.....	4
图表 2. 两轮疫情导致消费支出减少.....	4
图表 3. 住户部门新增存款的两轮攀升.....	5
图表 4. 降准成为定期流动性投放手段.....	6
图表 5. 资管新规下可投金融资产减少.....	6
图表 6. 宽松周期下理财收益率持续下降.....	6
图表 7. 2019 年后抵押补充贷款下降.....	6
图表 8. 2022 年再次出现预防性储蓄现象.....	7
图表 9. 预防性储蓄增长根本原因在于信心不足.....	7
图表 10. 居民风险偏好持续下降.....	7
图表 11. 理财破净潮影响居民投资意愿.....	7
图表 12. 房价预期下降影响居民购房意愿.....	8
图表 13. 居民更倾向于提前还款.....	8
图表 14. 存款活期化大概需要 9 个月左右.....	9
图表 15. 过去定期存款往往转换为住房支出.....	10
图表 16. 预防性储蓄增加的活期存款难以转换为住房支出.....	10
图表 17. 贷款利率下降驱动居民持币观望.....	10
图表 18. 住房价格环比增速与住户存款同比增速背离.....	10
图表 19. 经济活化程度提升带动 M1 同比增速增长.....	11
图表 20. 经济回暖同样影响居民活期存款.....	11
图表 21. 2021 年居民储蓄两年同比下降至往年平均水平.....	11
图表 22. 2021 年二季度居民消费加速修复.....	11
图表 23. 金融危机后居民消费支出受损.....	12
图表 24. 2010 年服务消费快速反弹.....	12
图表 25. 消费者信心指数已基本触底.....	13
图表 26. 城镇储户储蓄占比已基本触顶.....	13
图表 27. 2023 年开年地产修复缓慢.....	14
图表 28. 财产及经营净收入反弹迅速.....	14

本文的论述重点主要在于厘清居民储蓄的形式，以判断其中可转化为消费的预防性储蓄部分空间大小，同时从超额储蓄在定期存款和活期存款形式之间的转化节奏，来判断后续居民储蓄向消费转化的时间远近。

居民超额储蓄的主要来源

超额储蓄的定义

广义上的超额储蓄实际上不高。从定义来看，居民储蓄为居民可支配收入中非即期消费的部分，即“居民储蓄=居民可支配收入-居民消费支出”，“超额储蓄”则为实际居民储蓄与预期居民储蓄的差值，该差值是可支配收入和消费支出导致的储蓄被动多增，我们可将这个概念定义为广义超额储蓄。由于疫情等因素，2020年来我国可支配收入和人均消费支出实际值与趋势线均有所偏离，以2020年为例，在新冠疫情冲击影响下，全国居民人均消费支出同比下降1.6%，回落10.2个百分点，同期全国居民人均可支配收入同比增长4.7%，回落仅4.1个百分点，消费减少程度大于可支配收入，导致居民储蓄被动多增1.17万亿元。按照趋势线水平（图1、图2），假设2021年、2022年全国居民人均可支配收入和消费支出增速分别为8.9%和8.4%，计算得出2020-2022年超额储蓄分别为1.17万亿元、-1.47万亿元、0.28万亿元。

由此我们可得出三个结论：

1. 2022年广义超额储蓄并不高，居民消费支出减少程度大于可支配收入所形成的预防性储蓄仅为约2800亿元，不及2020年。这是由于高基数下2022年消费支出仍呈现正增长1.8%，居民消费支出实际与趋势值偏差不远。
2. 2021年疫情后消费复苏较为强劲，不仅消耗了2020年形成的1.17万亿元预防性储蓄，还带动了3000亿元存量储蓄转化为消费支出。
3. 尽管广义超额储蓄不高，但以存款形式存在的储蓄大幅增加，形成了2022年住户部门新增存款大幅增加的情况。

消费支出下降程度低于可支配收入导致2022年形成预防性储蓄。广义超额储蓄的形成存在以下三种情况：

第一是可支配收入增长超过消费支出增长程度，由于我国居民人均可支配收入增速多数年份超过全国居民人均消费支出，因此如2014-2015年、2017-2019年间，我国均处于第一种情况；

第二是消费支出下降程度超过可支配收入下降程度，如2020年及2022年中国遭遇疫情后出现的情况，期间被动增加的储蓄可看作预防性储蓄和消费场景减少造成支出下降的合计；

第三是可支配收入增长同时消费支出下降，如美国遭遇疫情后通过援助计划提升居民收入，同时居民消费场景受限导致消费支出增加。

图表 1. 两轮疫情导致可支配收入下降



资料来源: Wind, 中银证券

注: 趋势线为2013-2019年数据指数拟合形成。

图表 2. 两轮疫情导致消费支出减少



资料来源: Wind, 中银证券

注: 趋势线为2013-2019年数据指数拟合形成。

住户部门新增存款的两轮攀升

目前讨论较多的“超额储蓄”是住户部门新增存款值超出往年平均值的概念，该值实际上是以存款形式存在的居民储蓄，主要涉及到存款搬家。为了与上文有所区别，我们可将其定义为**狭义超额储蓄**（后简称为超额储蓄）。

2013 年以来住户部门新增存款的上升趋势大致可分为两个阶段。第一阶段住户新增存款从 2013-2017 年年均 4.8 万亿元左右攀升至 2018-2021 年年均 9.5 万亿元左右，第二阶段住户新增存款从 2018-2021 年年均 9.5 万亿元左右攀升至 2022 年 17.9 万亿元。

2022 年全年超额储蓄达到约 8.4 万亿元。2022 年全年新增居民存款累计为 17.9 万亿元，其中定期及其他存款为 13.8 万亿元，活期存款为 4.1 万亿元。取 2018-2021 年新增居民存款平均水平 9.5 万亿元，可得 2022 年全年超额储蓄达到约 8.4 万亿元，其中定期及其他存款贡献约 6.7 万亿元超额储蓄、活期存款贡献约 1.7 万亿元超额储蓄。

风险资产转弱、购房需求降低、预防性储蓄导致居民储蓄超额攀升。2022 年以来风险资产转弱、理财破净后回流至存款、房地产销售滑坡，三重因素是居民定期存款大幅增加的主因，其次虽然可支配收入下降，但疫情大幅压制消费使得居民增加预防性储蓄，导致居民活期存款大幅增加。将 2022 年 8.4 万亿元超额储蓄以影响因素划分为四个部分（图 3）：

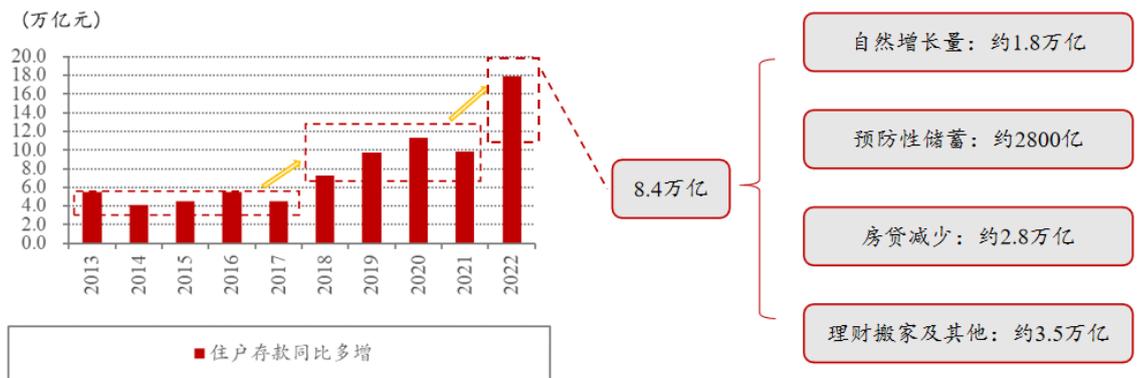
储蓄自然增长量约为 1.8 万亿元，这部分为排除外生因素后预期的可支配收入与消费支出差额；

预防性储蓄约为 2800 亿元，这部分为外生因素导致的消费支出超预期缩减形成的超额储蓄；

房贷减少导致的存款回流约为 2.8 万亿元，这部分为 2022 年居民中长贷相比 2016-2021 年居民中长贷的少增值；

理财资金搬家及其他风险资产投资减少约为 3.5 万亿元，这部分主要是 2022 年末理财破净潮导致的存款增长。

图表 3. 住户部门新增存款的两轮攀升



资料来源: Wind, 中银证券

2018 年以来住户存款攀升的原因

2013 年以来住户部门新增存款的上升趋势大致可分为两个阶段。第一阶段住户新增存款从 2013-2017 年年均 4.8 万亿元左右攀升至 2018-2021 年年均 9.5 万亿元左右，在此期间新增存款大幅上升主要有三大原因：

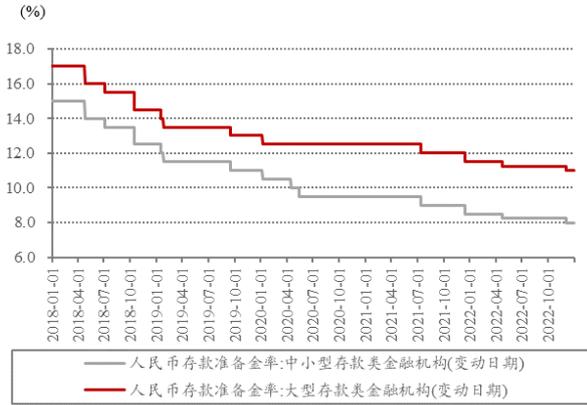
第一，经济增长和货币宽松周期因素。2017 年和 2018 年住户部门可支配收入短暂抬升，同比超过 10%，高出 2014 年后平均水平，收入增长提升了居民储蓄水平。其次，2018 年后货币政策长期处于宽松周期，结构性流动性短缺的框架下，央行通过法定存款准备金制度，调控商业银行准备金供求关系，制造银行体系流动性“短缺”，导致降准成为定期流动性投放手段（图 4），形成长期流动性合理充裕的局面。

第二，金融去杠杆使得居民可投金融资产减少。资管新规下可投金融资产减少，金融部门杠杆率持续下行（图 5），其中 2012-2017 年居民证券投资基金份额平均同比增长 36.8%，2018 年下降至 4.0%；同时由于 2018 年后货币政策长期处于宽松周期，理财收益率大幅下降，其中全市场半年期理财预期年收益率由 2018 年峰值 4.98% 下降至 2021 年末 2.84%（图 6）。

第三，居民地产支出下滑。随着棚改货币化降温，2019年3月后抵押补充贷款呈现趋势性缩减，2019年净投放仅有1579亿元（图7）。2019年后商品房销售额同比增速下降至个位数。

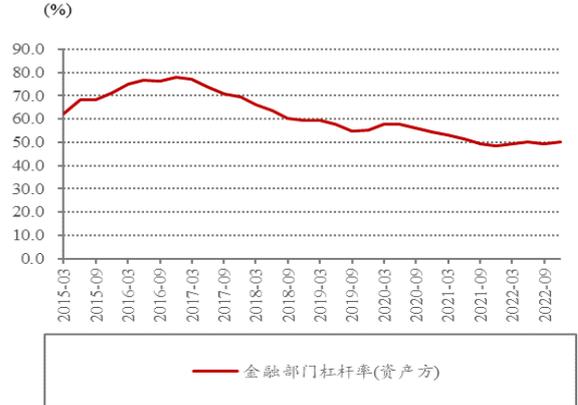
除此之外，2020年上半年疫情导致居民预防性储蓄增加也是当年住户新增存款高增的原因之一。2021年疫情影响降低，居民风险偏好上升，预防性储蓄减少，住户年新增存款同比下降。

图表 4. 降准成为定期流动性投放手段



资料来源：Wind，中银证券

图表 5. 资管新规下可投金融资产减少



资料来源：Wind，中银证券

图表 6. 宽松周期下理财收益率持续下降



资料来源：Wind，中银证券

图表 7. 2019 年后抵押补充贷款下降



资料来源：Wind，中银证券

2022 年以来住户存款攀升的原因

收入信心不足，导致预防性储蓄大幅增长

经济下行严重影响居民未来收入信心。与 2020 年相似，2022 年疫情的再次冲击叠加经济下行因素，导致居民对于未来收入增长的信心大幅下降，从而选择主动增加预防性储蓄（图 8），从央行城镇储户调查来看，城镇储户未来收入信心指数跌入历史最低值（图 9），综合反映了居民对于经济增长率下行的不安，就业预期指数跌入历史次低值，主要反应在 16-24 岁青年失业率攀升，2022 年 7 月最高上升至 19.90%。此外，疫情期间封城频发，消费场景缺失，也导致储蓄被动增加。其中预防性储蓄约为 2800 亿元，这部分为外生因素导致的消费支出超预期缩减形成的超额储蓄。

图表 8. 2022 年再次出现预防性储蓄现象



资料来源: Wind, 中银证券

图表 9. 预防性储蓄增长根本原因在于信心不足



资料来源: Wind, 中银证券

风险资产转弱，负财富效应抑制消费增长

风险资产转弱叠加理财破净导致大面积资金回流至存款。2022 年风险资产整体表现不佳，其中上证指数、创业板指全年收益率分别录得-15.13%、-29.37%，10 年期国债利率全年上行 6bp，股债双弱导致居民风险偏好下降，一方面体现在资产管理业务总规模大幅下降（图 10），另一方面体现在城镇储户股票、理财投资意愿全年整体走低（图 11）。

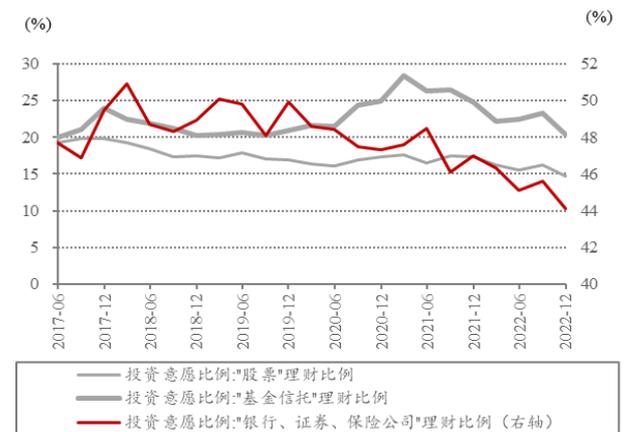
年末理财净值波动则是最后一根稻草，居民部门大量赎回理财，理财资金转化为居民部门存款，11-12 月居民新增存款分别为 2.25 万亿元、2.89 万亿元，这在年末推高了居民存款规模。

图表 10. 居民风险偏好持续下降



资料来源: Wind, 中银证券

图表 11. 理财破净潮影响居民投资意愿



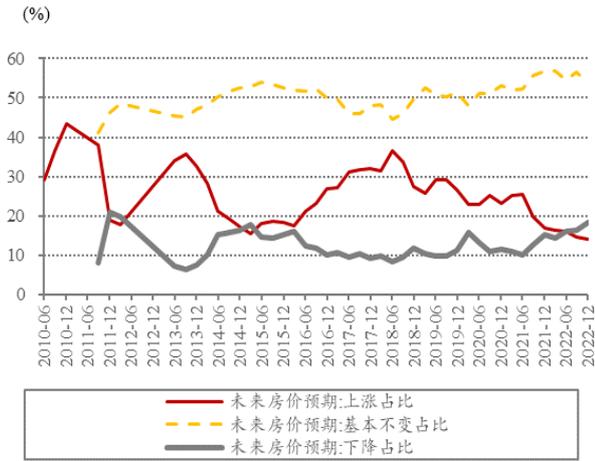
资料来源: Wind, 中银证券

房价预期下降，居民还款意愿高于贷款意愿

未来房价预期下降拖累居民中长贷。房贷减少导致的存款回流约为 2.8 万亿元，这部分为 2022 年居民中长贷相比 2016-2021 年居民中长贷的少增值。居民中长贷减少，购房支出逐渐回流至存款，主要在于房价预期下降。城镇储户调查中，未来房价预期上涨占比下行至历史最低水平（图 12），依照历史规律来看未来房价预期上涨占比领先居民中长贷同比多增值两年左右（图 13），即居民购房反应时间大幅慢于房价预期，房价预期下降大幅影响了居民购房意愿。

提前还贷倾向仍未止步。银行理财等资产收益率下降，负财富效应导致居民加杠杆动力不足，因此在房地产周期上行期间贷款、房贷利率较高的居民倾向于提前还贷，提前还贷成为 2022 年一个绕不开的话题。从 2023 年 1 月居民中长贷数据来看，同比少增为 5193 亿元，接近 2022 年 4 月水平，目前提前还贷倾向仍在持续。

图表 12. 房价预期下降影响居民购房意愿



资料来源: Wind, 中银证券

图表 13. 居民更倾向于提前还款



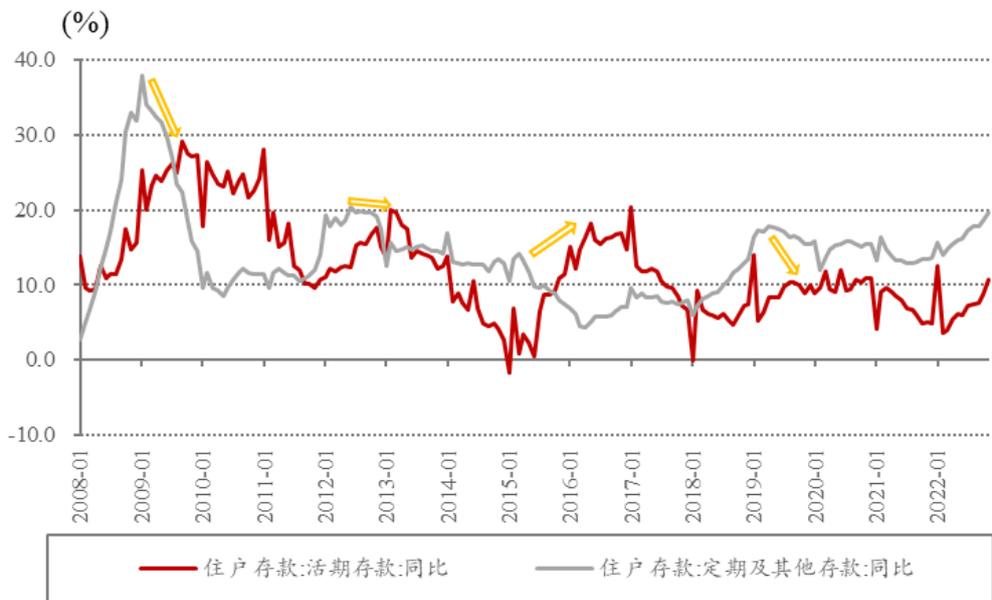
资料来源: Wind, 中银证券

超额储蓄的转化或慢于预期

居民存款活期化的节奏

存款活期化大概需要 9 个月左右。经济下行阶段，货币宽松往往导致住户部门活期存款和定期存款同比增速同步上升。在经济增长预期逐渐恢复的阶段，随着定期存款的逐渐到期，居民储蓄会先由定期存款向活期存款的形式转换，因此定期存款同比增速的拐点往往出现于活期存款同比增速拐点之前，经验上来看大致领先 9 个月左右时间（图 14）。在经济增长预期恢复中期，居民储蓄由活期存款逐渐向消费等形式转换，导致活期存款同比增速下降。

图表 14. 存款活期化大概需要 9 个月左右



资料来源: Wind, 中银证券

存款活期化的要素之一: 房市交易热度上升

房市交易热度上升是驱动存款活期化的重要因素。从 2008 年以来的四轮地产周期可以发现，住户存款和居民中长贷相关性较强，定期存款同比增速与居民中长贷同比多增值呈反比（图 15），反映出定期存款增速的趋势性下行往往伴随着住房支出的增加，这种趋势在 2015-2016 年、2020-2021 年较为显著。活期存款同比增速与居民中长贷同比多增值呈正比（图 16），反映出居民在观察到房市交易热度上升时，愿意牺牲定期存款的机会成本，倾向于将部分定期存款转化为活期存款并采取持币观望的态度。

图表 15. 过去定期存款往往转换为住房支出



资料来源: Wind, 中银证券

图表 16. 预防性储蓄增加的活期存款难以转换为住房支出

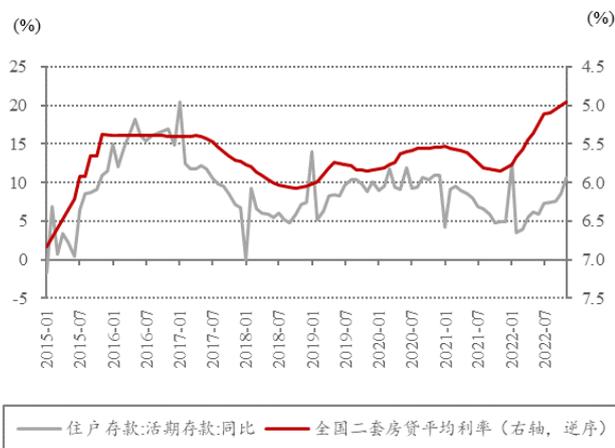


资料来源: Wind, 中银证券

房地产修复慢于预期延后了存款活期化现象

存款活期化受阻。本轮经济复苏与以往的重要差异在于房地产修复慢于预期，尽管房贷利率已经下降至历史最低水平，但居民中长贷仍出现超水平滑坡，其一可能在于房贷利率仍然较高，尤其体现在二套房贷利率，目前全国二套房贷平均利率为 4.95%（图 17）；其二在于住宅价格走平，导致住宅价格与住户存款出现背离（图 18）。由于上述因素的出现，导致存款活期化迟迟没有出现，后续的修复程度也仍存在不确定性。

图表 17. 贷款利率下降驱动居民持币观望



资料来源: Wind, 中银证券

图表 18. 住房价格环比增速与住户存款同比增速背离

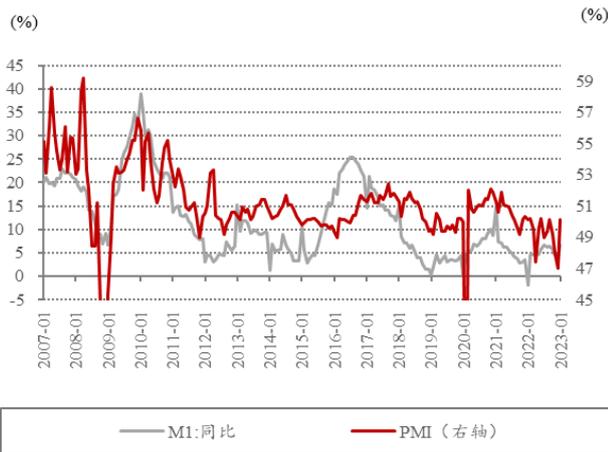


资料来源: Wind, 中银证券

存款活期化的要素之二：经济周期上行导致的资金转化

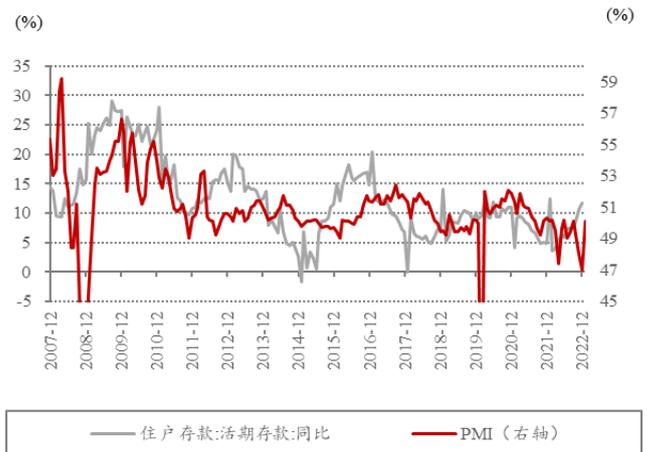
居民活期存款增速跟随经济回暖。经济周期上行期间，企业现金流更为稳定，且由于生产经营活动需要企业活期存款较多（图 19）。与此相同的是，活期存款同比增速与制造业 PMI 走势趋同，反映出居民在观察到经济周期上行时，倾向于将定期存款转化为活期存款，以便保持资金的灵活性（图 20）。

图表 19. 经济活化程度提升带动 M1 同比增速增长



资料来源: Wind, 中银证券

图表 20. 经济回暖同样影响居民活期存款



资料来源: Wind, 中银证券

活期存款向消费的转化

活期存款向消费的转化同样存在时滞。在经济增长预期恢复期间，活期存款向消费等形式的转化往往受到两方面因素制约，一方面是居民风险偏好仍在缓慢修复，对于股票等风险资产投资和房产、汽车等大额消费支出虽然有所增长但仍然较为谨慎，另一方面居民仍需要预留出一部分资金用以备不时之需。

消费修复的转化可能相对延后。由于预防性储蓄的延后效应，在疫情影响消退后，居民仍需会预留出部分资金用以备不时之需。以 2020-2021 年为例，尽管 2020 年三季度以后疫情影响基本已经消退，但居民消费直到 2021 年二季度才出现明显修复。对比全国居民储蓄和消费支出，2021 年全国居民人均储蓄当季两年同比增速于二季度下降到 9.8%（图 21），恢复至往年水平（2014-2019 年平均水平为 10.31%），同期全国居民人均消费支出两年同比增速上升至 7.1%（图 22），达到 2020 年后最高水平。另一方面，居民在财富效应的带动下也可能提升消费水平，其中风险资产回暖、房价预期上涨都对于消费有正向促进作用，但财富效应往往见效较慢。

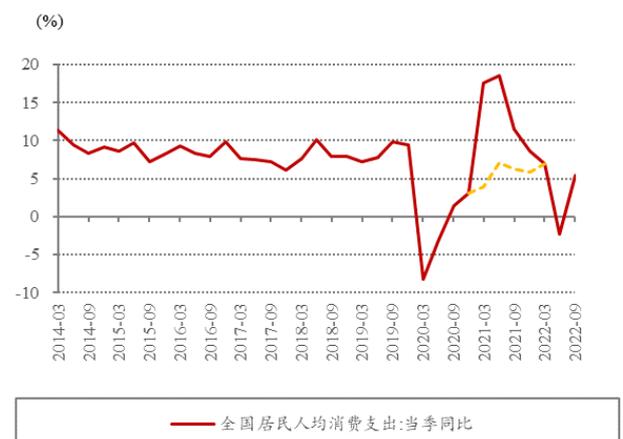
修复程度值得期待。由于“棘轮效应”的存在，消费修复的程度可能领先于收入。参照 2021 年全国居民人均消费支出同比增速为 13.6%，高于同期全国居民人均可支配收入增速 9.1%，主要是由于经济复苏，预防性储蓄被重新转化为消费支出，根据前文测算 2021 年全国居民消费支出超预期多增 1.47 万亿元。随着经济复苏，1 月 PMI 回到荣枯线以上，2022 年的预防性储蓄也将被逐渐转化为消费支出。

图表 21. 2021 年居民储蓄两年同比下降至往年平均水平



资料来源: Wind, 中银证券
注: 2021 年黄线为两年同比增速。

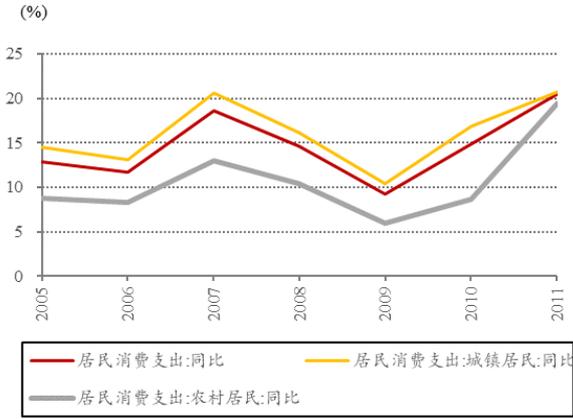
图表 22. 2021 年二季度居民消费加速修复



资料来源: Wind, 中银证券
注: 2021 年黄线为两年同比增速。

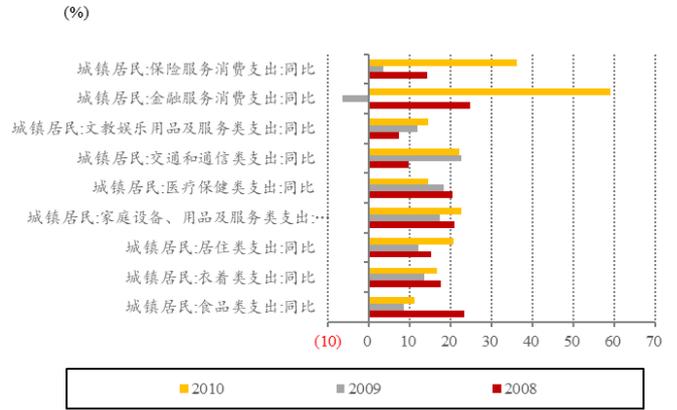
经济上行周期服务消费支出增速较高。参照 2008-2009 年金融危机时期，在经济下行周期，消费者的防患意识增强，基本生活以外的支出将减少。由于消费者收入预期未大幅受损，消费良好基础未改，增速未大幅回落（图 23）。2009 年 3 月消费者信心指数触底回升；同年 6 月城镇储户更多消费占比由 15.1%触底回升。2010 年服务消费支出快速反弹（图 24），其中金融服务消费支出大幅增长。

图表 23. 金融危机后居民消费支出受损



资料来源: Wind, 中银证券

图表 24. 2010 年服务消费快速反弹



资料来源: Wind, 中银证券

储蓄转化的后续展望

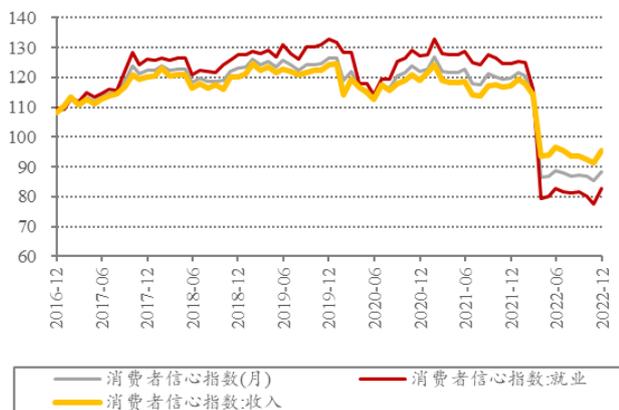
消费回升可能偏晚但力度值得期待

收入预期和就业预期反转是消费回暖的信号。从央行的城镇储户调查问卷来看，疫情对于居民消费信心的不利冲击需要一定的时间来修复（图 25）。假设以 2020 年三季度作为新冠疫情阶段性得到控制的时间点来看，消费意愿恢复至疫情前的状态大致需要三至四个季度（图 26）。

与之类似的，居民定期存款活期化的时间也大致相同，即定期存款同比增速的拐点领先于活期存款同比增速拐点 9 个月左右。此后，在经济增长预期恢复中期，居民储蓄由活期存款逐渐向消费等形式转换，导致活期存款同比增速下降。

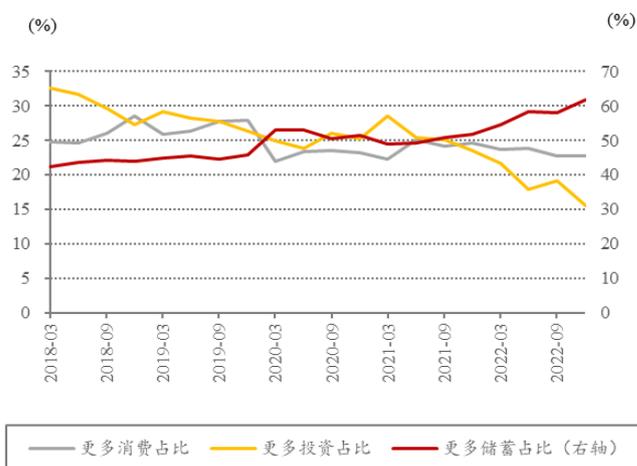
由于“棘轮效应”的存在，消费修复的程度可能领先于收入。随着经济复苏，1 月 PMI 回到荣枯线以上，2022 年预防性储蓄将被逐渐转化为消费支出，财产净收入和经营净收入的快速反弹有望带动服务消费支出率先反弹。

图表 25. 消费者信心指数已基本触底



资料来源: Wind, 中银证券

图表 26. 城镇储户储蓄占比已基本触顶



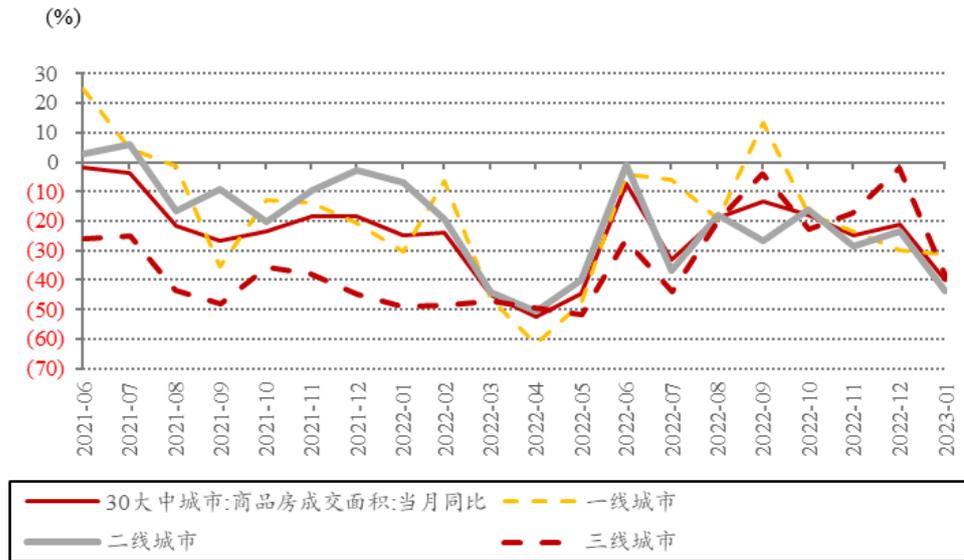
资料来源: Wind, 中银证券

房地产升温的预期判断不明朗

居民贸然加杠杆的动力不足。超额储蓄能否顺利向地产行业释放、带动居民中长贷回升，关键在于居民对于房价上涨预期带来的财富效应的判断。从目前的情况来看，落地的政策已有很多，如融资“三支箭”政策、保交楼政策、首套住房贷款利率政策动态调整机制等，但效果不明显，主要的原因在于经济预期和收入预期改善仍处于前期，居民风险偏好仍然偏低，居民贸然加杠杆的动力显然不足。

住房减支形成的储蓄可能仍将回流存款。房地产财富效应是一个中长期变量，预计地产销售相对去年会呈现边际改善，但超额储蓄向房地产行业释放的规模仍需参考居民的预期修复节奏。在房地产回暖不及预期的情况下，2023 年由于购房支出减少的储蓄仍将大量回流至居民存款端，以 2023 年 1 月为例，开年地产修复较为缓慢（图 27），同时居民存款新增再次出现超预期攀升，达到 6.2 万亿元，同比多增 7900 亿元。此外，这部分储蓄也可能受到风险资产收益率上升的影响，投向资本市场。

图表 27. 2023 年开年地产修复缓慢

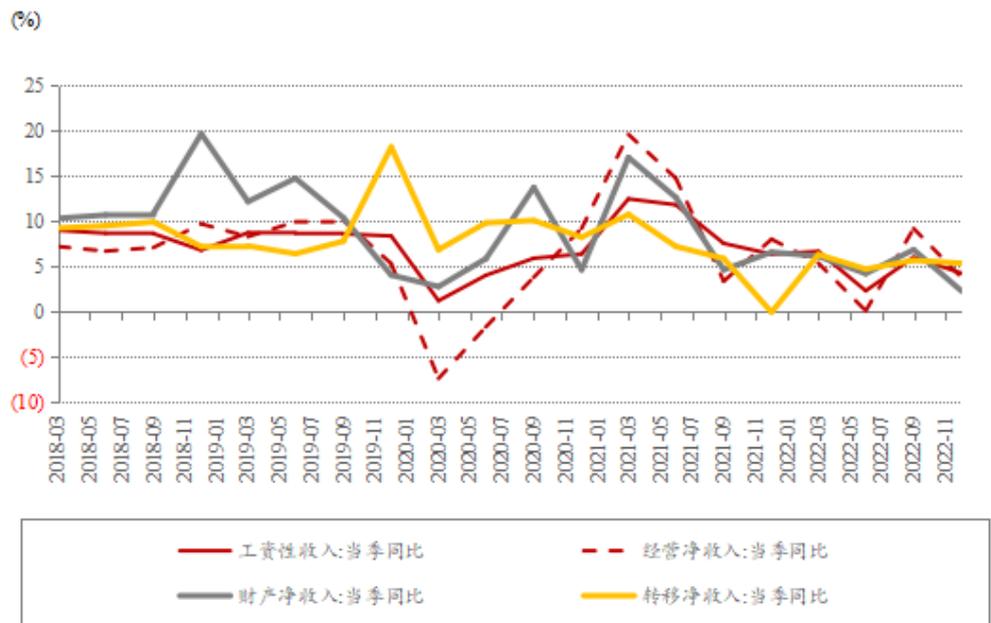


资料来源: Wind, 中银证券

资本市场或将承接增量资金

居民金融资产配置需求有望反弹。考虑到目前金融资产在经历了调整后具备了一定的配置价值后，一部分超额储蓄后续很可能流入资本市场。随着居民收入水平恢复、理财收益降低但需求增加，居民的金融资产配置意愿有望触底反弹。2022 年资本市场最为震荡的阶段已经过去，理财赎回潮的余波逐渐消散，股市和债市的配置价值都在提升，预计随着一季度后居民风险偏好逐渐修复，资本市场将迎来居民资产配置带来的增量资金。

图表 28. 财产及经营净收入反弹迅速



资料来源: Wind, 中银证券

总结来看，活期存款向消费的转换或慢于预期，但疫情次年的反弹力度仍值得期待，其中服务消费支出的反弹力度更强。

其次，地产修复弹性可能有限，目前仍集中于高能级城市。有待进一步的结构性政策刺激。由于地产是居民的主要资产，如果地产难以企稳回升，居民储蓄率偏高的状况仍将在中长期持续。

再次，资产配置需求弹性相对较高，尤其是存款与理财之间的转换空间较大。财富效应或撬动部分定期存款。

风险提示：

- 1. 经济下行压力加大：**国内需求收缩、供给冲击、预期转弱压力持续加大，对经济复苏形成长期制约；
- 2. 流动性超预期收紧：**央行收紧银行间流动性，影响银行资产负债行为，扭转社会公众的宽松预期；
- 3. 地产修复不及预期：**房地产政策未见起效，商品房销售难以企稳，居民还贷意愿高企，资产负债表衰退。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371