

作者：冯祖涵

邮箱：research@fecr.com.cn

如何理解居民新增存款飙升？

摘要

居民储蓄是指居民可支配收入中扣除消费支出之后的剩余部分，可用于实物投资或金融投资，居民存款则是居民金融投资中的一部分。所谓“超额储蓄”，实则指实际居民储蓄与预期居民储蓄的差值。笔者以2020年以前的居民储蓄率为基准进行拟合。经测算，2022年末居民储蓄率为33.47%，趋势拟合值为31.23%，超额储蓄率为2.24%。而2022年居民新增人民币存款178372亿元，同比多增73970亿元，创历史新高。笔者认为，居民存款快速增长不仅是信用创造的结果，也是居民预防性储蓄增加、居民存款与企业存款循环不畅的结果。

居民存款变动的首要原因是2022年居民收入增长与经济增长同步放缓，消费支出受收入增长乏力、预期转弱以及消费场景缺失等因素影响出现萎缩，受此两方面影响，居民储蓄被动增长。从不同收入群体的收入增长来看，中低收入人群收入增长滑坡最为显著，其减少消费、增加预防性储蓄的可能性更大。从居民消费支出的细项来看，居民在保障基本生活支出的同时，文化娱乐支出明显萎缩。

除此之外，居民存款增多还受居民资产配置影响。住房资产长期是我国居民财富贮藏的重要手段之一，而近年来房地产市场的供需两弱导致居民对住房投资信心下降。房地产行业供给端存在民营房企债务违约集中爆发、期房停工引发“停供潮”、房企投资态度消极等问题，而需求端虽有诸多政策加持但商品房销售持续低迷，个人住房贷款余额增速已于2022年末跌至1.2%。除存款以外的金融资产也是居民财富的重要组成部分，2022年股债市场震荡明显，投资收益下行，影响居民配置意愿。2022年A股市场总体出现明显调整，主要指数经历了大幅震荡。债券市场同样经历了一波三折，10年期国债到期收益率于年内反复震荡，并于第四季度大幅上行，导致理财净值普遍受损，引发投资者赎回理财。

综上所述，居民新增存款飙升是收入增长放缓、消费支出萎缩、房地产行业深度调整以及其他金融资产投资收益下行等多重因素综合作用的结果。当前有观点认为高额新增存款可以转化为消费。但这属于本末倒置，存款变动属于收入与消费变动的被动结果。从最新数据来看，2023年1-2月，社会消费品零售总额77067亿元，同比增长3.5%，增速较上年末回升5.3个百分点；消费的回升主要受疫情防控较快平稳转段、消费场景增多，叠加春假假期影响。1-2月居民新增人民币存款共计69926亿元，较上年同期增长18749亿元，可见并不存在存款向消费转化。提振消费的源动力并非存款，而是收入增长。如果经济基本面持续好转、劳动力市场有所改善，居民收入增长回暖，尤其是中低收入人群收入增速回升，将带动消费需求扩张。

相关研究报告：

- 1.《财政收入下滑，支出前置发力——2023年1-2月财政数据点评》，2023.3.24
- 2.《财政政策加力提速，新增专项债发行前置——2023年2月地方政府债市场运行报告》，2023.3.20
- 3.《5000多亿元地方政府专项债结存限额将如何使用？》，2022.10.13
- 4.《地方政府专项债初探：发行情况、存在问题及对策研究》，2022.5.11

目录

一、居民储蓄与居民存款.....	2
(一) 何谓“超额储蓄”？.....	2
(二) 居民新增存款情况.....	3
二、居民新增存款为何飙升？.....	5
(一) 收入增长放缓，消费支出萎缩.....	5
(二) 地产销售不振，住房贷款增长乏力.....	7
(三) 股债市场震荡，投资收益下行.....	8
三、小结.....	9

一、居民储蓄与居民存款

(一) 何谓“超额储蓄”？

近期，市场普遍关注到2022年居民存款较往年大幅增长这一问题，并将其进一步解读为“超额储蓄”。在讨论居民存款大增之前，需要先厘清“储蓄”与“存款”这两个概念，并明确何谓“超额储蓄”。

居民储蓄是指居民可支配收入中扣除消费支出之后的剩余部分，这部分收入可以用于实物投资（如房地产、汽车等）或金融投资（如存款、股票、基金、保险等）。居民存款是指居民将其闲置资金存入银行等金融机构的存款账户中形成的金融资产。居民储蓄减去实物投资和金融投资（除存款以外）后的剩余部分就是居民存款。因此，居民存款既受居民储蓄影响，也受居民资产配置影响。

市场讨论的“超额储蓄”实际上指居民部门的“超额储蓄”，即实际居民储蓄与预期居民储蓄的差值。笔者选择以储蓄率的方式反映居民超额储蓄。本文采用全国居民人均可支配收入与全国居民人均消费支出测算居民储蓄率，即居民储蓄率=（全国居民人均可支配收入-全国居民人均消费支出）/全国居民人均可支配收入*100%。

根据汪栋等（2023）¹实证研究，因国际政治经济形势等外部环境变化产生的经济政策不确定性对国民储蓄率呈现出正向影响。故笔者将新冠肺炎疫情这一重大突发公共卫生事件作为分割点，对2013年12月至2019年12月储蓄率数据进行了拟合，以此为基础预测2020年1月至2022年12月储蓄率，并将预测值与实际值进行对比。可以发现，2020年以前居民储蓄率整体呈缓步增长态势，以此为基准后推出的预测值也呈现出平稳增长趋势；但2020年后实际的居民储蓄率经历了“快速攀升”“回落”与“再度攀升”等三个阶段，且整体上持续高于预测值。我们将实际储蓄率与预测值的差值视为“超额储蓄率”，其整体走势与居民储蓄率相近，2022年呈波动走高态势。经测算，2022年末居民储蓄率为33.47%，趋势拟合值为31.23%，超额储蓄率为2.24%。

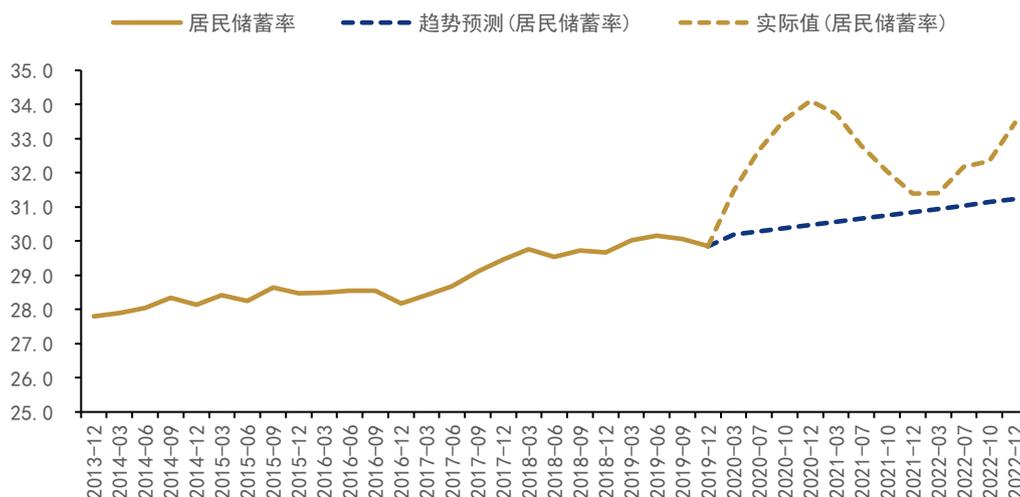


图1：居民储蓄率（单位：%）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

¹ 汪栋, 王子威, 陈鸣声. 经济政策不确定性、国民储蓄率及其异质性分析[J]. 学习与探索, 2023,(02):142-149+192.

（二）居民新增存款情况

在厘清“储蓄”与“存款”概念后，我们将着重分析居民储蓄中的一部分——居民存款。2022年，居民新增人民币存款178372亿元，同比多增73970亿元，占当年新增人民币存款总额的67.92%。在居民存款快速增长的同时，居民新增人民币贷款仅38325亿元，同比少增40870亿元，占当年新增人民币贷款总额的17.98%。居民部门新增存款与贷款之前缺口扩大，存贷差达到140047亿元。

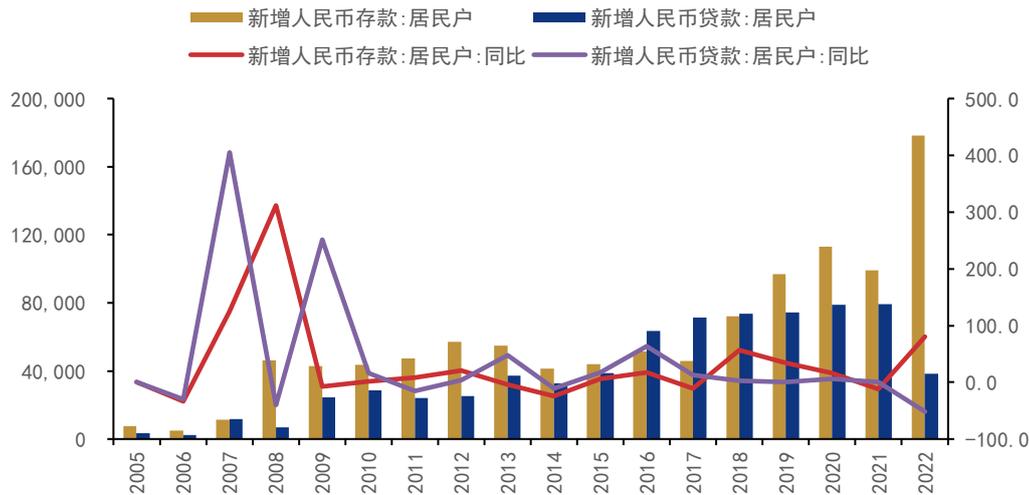


图2：居民新增人民币存款与贷款（单位：亿元；%）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

在解读2022年居民存款大幅增长这一现象时，市场存在不同观点。刘磊等（2023）认为，整体信用创造环境宽松、商业银行资产负债表扩张规模较大导致存款扩张，由于企业与政府并无长期持有大量存款的意愿，故存款增长主要反映在居民存款增长²。这一观点是基于信用创造理论做出的推论，其缺陷在于忽视了居民存款与企业存款之间的转移。2022年经济下行压力较大，货币政策与财政、产业等其他宏观政策协同发力，使得非贷款渠道创造的货币增多；而政府存款则通过减税降费、转移支付、政府购买等多种方式转化为居民存款与企业存款，导致居民存款与企业存款较快增长。受到新冠肺炎疫情反复、增长预期转弱影响，居民预防性储蓄增加，居民存款与企业存款之间循环不畅，导致居民存款大幅增长。

² 刘磊，王宇. 正确看待居民部门存贷差扩大现象[J]. 清华金融评论,2023,(03).

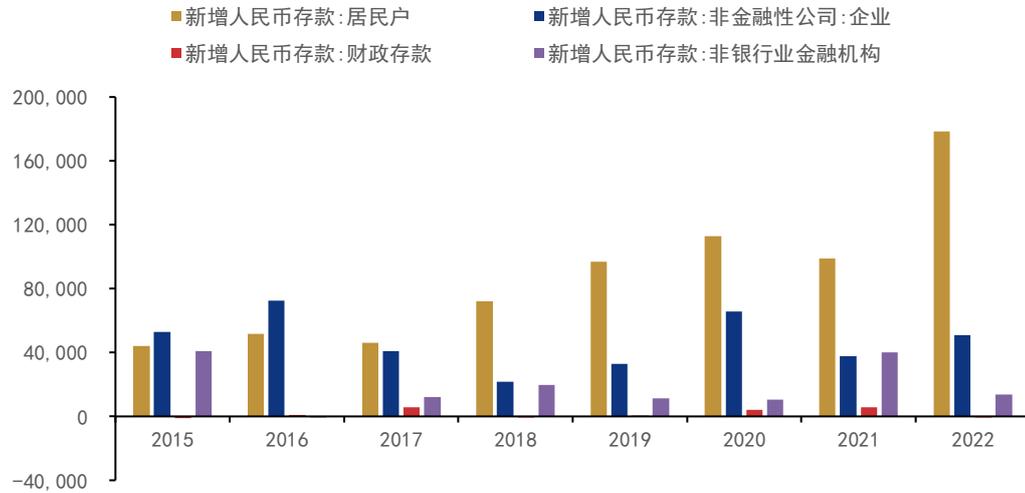


图3：各部门新增人民币存款（单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

除居民新增存款数据外，还可以通过考察居民存款意愿来探究是否存在预防性储蓄增加的问题。根据人民银行披露的2022年第四季度城镇储户问卷调查报告，倾向于“更多储蓄”的居民占61.8%，比上季增加3.7个百分点。倾向于“更多消费”的居民占22.8%，与上季基本持平；倾向于“更多投资”的居民占15.5%，比上季减少3.7个百分点。结合问卷选项，问卷中的“更多储蓄”实际指“更多存款”。从趋势拟合的角度来看，2022年12月，更多储蓄占比显著高于根据六阶多项式测算出的拟合值，说明居民存款意愿较一般情况更为强烈。

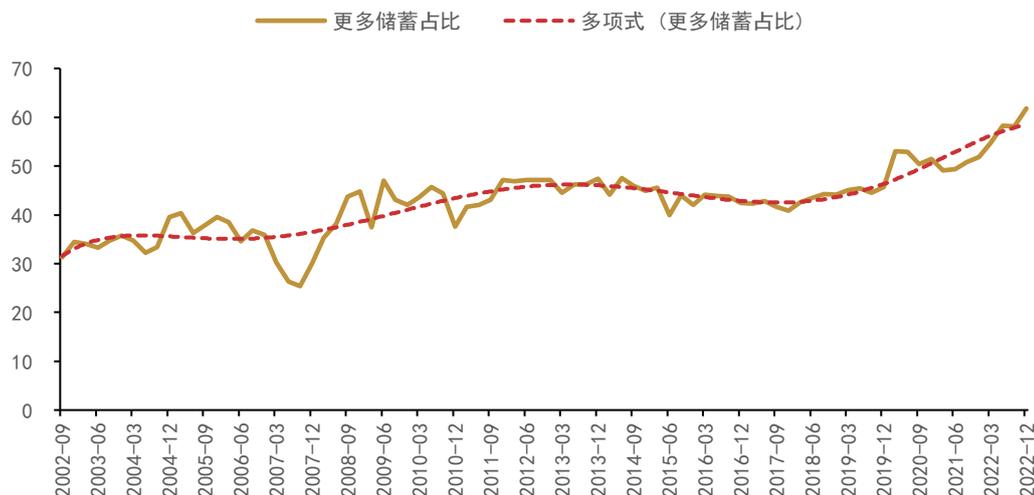


图4：更多储蓄占比（单位：%）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

二、居民新增存款为何飙升？

如前文所述，仅从信用创造理论出发难以完全解释居民存款的大幅增长，还需探究居民存款与企业存款之间循环不畅的问题。此时不妨转换角度，从最基本的储蓄与存款的概念出发，从居民资产配置角度解读居民存款飙升这一现象。

（一）收入增长放缓，消费支出萎缩

从概念界定来看，居民存款是居民储蓄中货币资产的部分，是居民财富储藏的重要形式之一。居民存款的变动与居民储蓄的变动紧密相关，而居民储蓄则受收入与消费支出影响。

从实际数据来看，2022年我国全国居民人均可支配收入36883元，比上年名义增长5.0%。扣除价格因素，实际增长2.9%，低于当年GDP实际增速(3.0%)，为近十年来的次低水平。2022年全国居民人均消费支出24538元，名义增长1.8%；扣除价格因素，实际下降0.2%，与受疫情冲击最严重的2020年同为负值。其中，人均服务性消费支出10590元，比上年下降0.5%，占居民人均消费支出的比重为43.2%。整体来看，2022年居民收入增长与经济增长同步放缓，消费支出受收入增长乏力、预期转弱以及消费场景缺失等因素影响出现萎缩，受此两方面影响，居民储蓄被动增长。

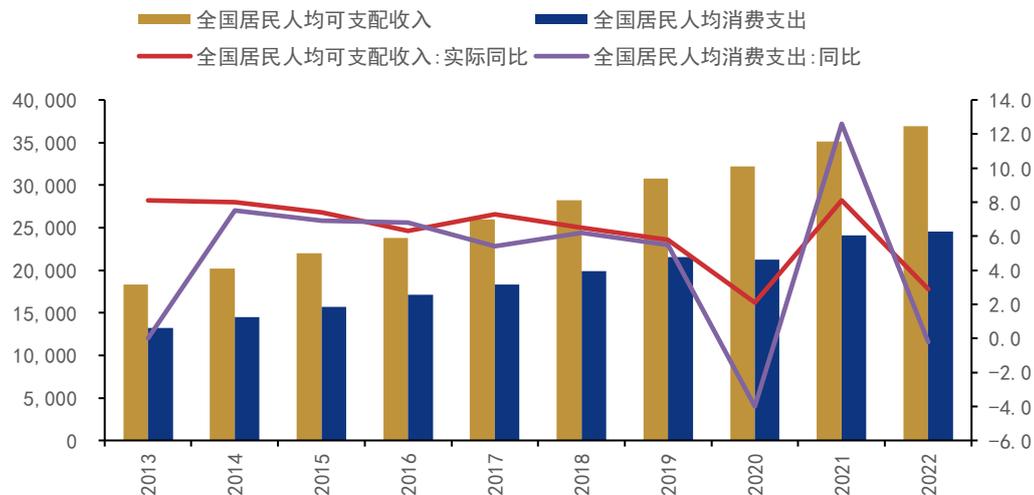


图5：全国居民人均可支配收入与全国居民人均消费收入（单位：亿元；%）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

从不同收入群体的收入增长来看，低收入组的人均可支配收入增速自2020年起持续下降，2022年增速仅3.22%；其他四组的收入增速则经历了2020年下滑、2021年回升与2022年再度下滑的三个阶段，与同期经济增长走势相一致。其中，中等偏下收入组的收入增速波动最为剧烈，由2021年的12.18%大幅降至4.65%；中等收入组与中等偏上收入组的收入增速也回落至5%；高收入组抗风险能力较强，收入增速下降相对平缓。整体来看，中低收入人群收入增长滑坡最为显著，其减少消费、增加预防性储蓄的可能性更大。

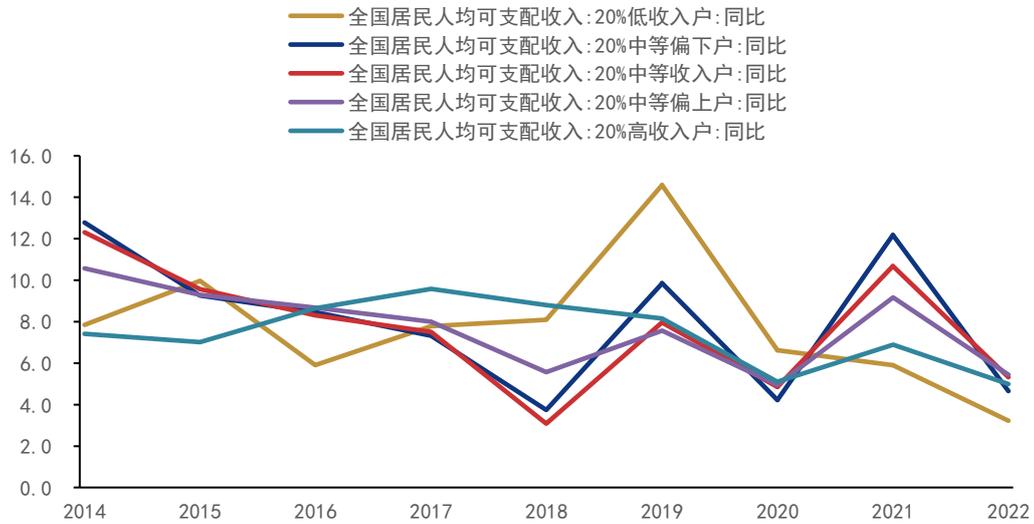


图 6: 全国居民人均可支配收入与全国居民人均消费收入 (单位: 亿元; %)

数据来源: Wind 资讯, 远东资信整理

从居民消费支出的细项来看, 2022 年各项消费支出增速较上年均有所下降。其中, 受消费场景制约, 衣着和教育文化娱乐支出分别比上年下降 3.8% 和 5.0%; 生活用品及服务、交通和通信以及医疗保健等多项支出同比增速降至近零水平; 食品烟酒与居住等支出相对刚性, 增速降至 4% 左右。整体来看, 居民在保障基本生活支出的同时, 文化娱乐支出明显萎缩。

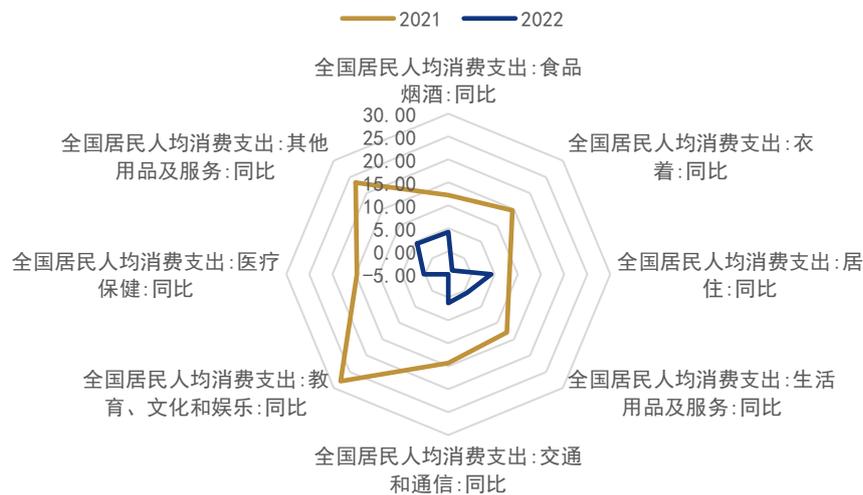


图 7: 全国居民人均消费支出各项同比增速 (单位: %)

数据来源: Wind 资讯, 远东资信整理

（二）地产销售不振，住房贷款增长乏力

从存款的概念来看，居民存款作为居民储蓄的一部分，其变动还受到居民资产配置的影响。根据《中国国家资产负债表 2020》，2019 年中国居民总资产达到 574.96 万亿元，净资产达到 512.62 万亿元。其中，金融资产（含通货、存款、保险准备金、证券投资基金份额、股票及股权、债券及贷款）共计 325.03 万亿元，占总资产的比重为 56.53%；非金融资产（含住房资产、汽车资产及农村居民生产性固定资产）共计 249.93 万亿元，占总资产的比重约为 43.47%，其中住房资产占总资产的比重为 36.2%，占净资产的比重为 40.6%。由此可见，在我国居民的财富贮藏中，住房资产扮演着重要角色。

而近年来房地产行业持续处于深度调整阶段。供给端方面，自 2021 年下半年以来，民营房企债务违约集中爆发，信用风险持续暴露。2022 年 7 月，多地出现期房停工引发的“停供潮”，再度冲击房地产市场，打击市场信心；后续各地政府表态支持“保交楼”，并加快落实相关举措。此外，受楼市销售不振影响，2022 年房企投资态度消极，全年房地产开发投资 132895 亿元，比上年下降 10.0%，其中住宅投资 100646 亿元，下降 9.5%。需求端方面，虽然房贷利率下限多次下调、交易税费与交易门槛减少，但商品房销售持续低迷。2022 年，商品房销售面积为 135837 万平方米，同比减少 24.3%，其中住宅销售面积为 114631 万平方米，同比减少 26.8%。



图 8: 住宅销售面积累计同比增速 (单位: %)

数据来源: Wind 资讯, 远东资信整理

房地产市场的供需两弱导致居民对住房投资信心下降，个人住房贷款余额增速自 2021 年下半年呈快速下行趋势。2022 年末，个人住房贷款余额增速仅 1.2%，较上年同期下降 10.1 个百分点。除此之外，2023 年 2 月，受房贷利率持续下行影响，大量购房者为减轻付息压力选择提前还贷。面对低位房贷利率，购房者集中选择还款而非贷款购房，说明市场对地产的信心依旧疲软。

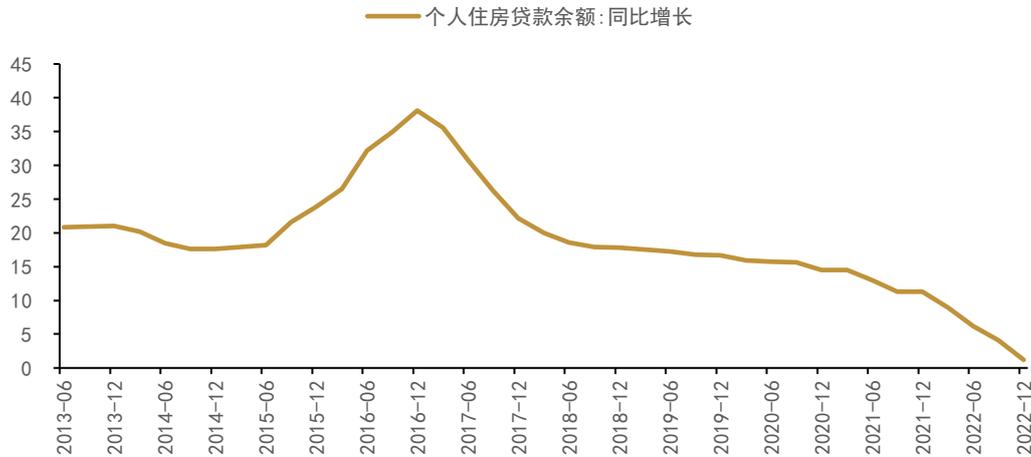


图 9: 个人住房贷款余额增速 (单位: %)

数据来源: Wind 资讯, 远东资信整理

(三) 股债市场震荡, 投资收益下行

除存款以外的金融资产也是居民财富的重要组成部分。根据《中国国家资产负债表 2020》，2019 年中国居民金融资产共计 325.03 万亿元，占总资产的比重为 56.53%。其中，股票及期权 170.21 万亿元，占总资产的 29.60%；债券 2.73 万亿元，占总资产的 0.47%；证券投资及基金份额 19.24 万亿元，占总资产的 3.35%；保险准备金 12.97 万亿元，占总资产的比重为 2.26%。总体来看，我国居民金融资产配置相对单一，集中于股票，其他金融资产配置相对较少。而 2022 年股债市场震荡明显，投资收益下行，影响居民配置意愿。

2022 年，A 股市场总体出现明显调整，主要指数经历了大幅震荡。2022 年上证综合指数累计下跌 15.13%，深证成指累计下跌 25.85%。年内股票市场经历了一波三折，以上证综合指数为例，该指数自年初高位迅速下跌，4 月 26 日跌至年内最低点 2886.43 点；随后快速拉升，于 7 月初重返 3400 点以上；但后续该指数再次震荡下行，并于 10 月末降至年内次低点 2893.48 点；最终在经历了波动走高与再次下行后，年末上证综合指数录得 3089.26 点。

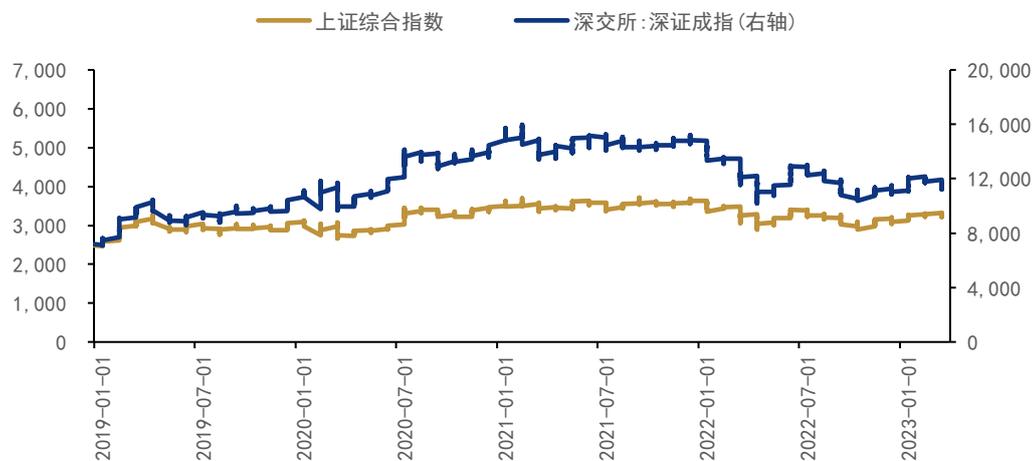


图 10: 上证综合指数与深证指数 (单位: 点)

数据来源: Wind 资讯, 远东资信整理

除股票市场外，2022年债券市场同样经历了一波三折，10年期国债到期收益率于年内反复震荡。前三季度，经济下行压力增加与货币政策多次边际放松，带动10年期国债到期收益率整体波动下行；在8月15日MLF利率下调10BP后，10年期国债收益率于8月18日降至年内最低点2.58%。自11月起，受市场对防疫政策优化与地产改善的预期驱动，10年期国债收益率迅速回升，后续相关政策落实支撑国债收益率维持高位水平。债市收益率的大幅上行导致银行理财产品净值普遍受损，引发投资者赎回理财产品。

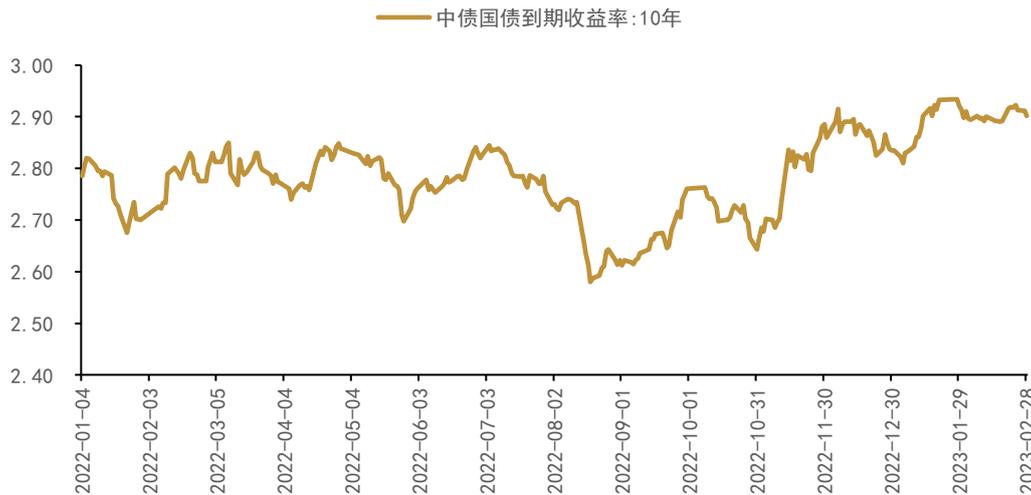


图 11: 中债 10 年期到期收益率 (单位: %)

数据来源: Wind 资讯, 远东资信整理

三、小结

自 2022 年末引发市场积极讨论的“超额储蓄”问题，实际上讨论的核心是当年居民新增存款飙升问题。从概念出发，居民储蓄是指居民可支配收入中扣除消费支出之后的剩余部分，可用于实物投资或金融投资，居民存款则是居民金融投资中的一部分。而所谓“超额储蓄”，指的是实际居民储蓄与预期居民储蓄的差值。笔者以 2020 年以前的居民储蓄率为基准进行拟合。经测算，2022 年末居民储蓄率为 33.47%，趋势拟合值为 31.23%，超额储蓄率为 2.24%。2022 年居民新增人民币存款 178372 亿元，同比多增 73970 亿元，创历史新高。在解读这一现象时，有观点认为是整体信用创造环境宽松导致居民存款大幅增长。但笔者认为，这一观点忽略了居民存款与企业存款之间的转移，居民存款快速增长不仅是信用创造的结果，也是居民预防性储蓄增加、居民存款与企业存款之间循环不畅的结果。居民存款意愿较之前更为强烈，也可在一定程度上说明存在预防性储蓄增加的问题。

在探究居民新增存款飙升问题时，笔者从储蓄与存款的概念出发，从居民资产配置角度进行解读。居民存款变动的首要原因是 2022 年居民收入增长与经济增长同步放缓，消费支出受收入增长乏力、预期转弱以及消费场景缺失等因素影响出现萎缩，受此两方面影响，居民储蓄被动增长。从不同收入群体的收入增长来看，中低收入人群收入增长滑坡最为显著，其减少消费、增加预防性储蓄的可能性更大。从居民消费支出的细项来看，居民在保障基本生活支出的同时，文化娱乐支出明显萎缩。

除此之外，居民存款增多还受居民资产配置影响。住房资产长期是我国居民财富贮藏的重要手段之一，而近年来房地产市场的供需两弱导致居民对住房投资信心下降。房地产行业供给端存在民营房企债务违约集中爆发、期房

停工引发“停供潮”、房企投资态度消极等问题，而需求端虽有诸多政策加持但商品房销售持续低迷，个人住房贷款余额增速已于2022年末跌至1.2%。除存款以外的金融资产也是居民财富的重要组成部分，2022年股债市场震荡明显，投资收益下行，影响居民配置意愿。2022年，A股市场总体出现明显调整，主要指数经历了大幅震荡。2022年上证综合指数累计下跌15.13%，深证成指累计下跌25.85%。债券市场同样经历了一波三折，10年期国债到期收益率于年内反复震荡，并于第四季度大幅上行，导致银行理财产品净值普遍受损，引发投资者赎回理财产品。

综上所述，居民新增存款飙升是收入增长放缓、消费支出萎缩、房地产行业深度调整以及其他金融资产投资收益下行等多重因素综合作用的结果。当前市场上存在一些观点认为，高额新增存款可以转化为消费，从而提振内需。但这种观点实属本末倒置，存款变动属于收入与消费变动的被动结果。从最新数据来看，2023年1-2月，社会消费品零售总额77067亿元，同比增长3.5%，增速较上年末回升5.3个百分点；消费的回升主要受疫情防控较快平稳转段、消费场景增多，叠加春假假期影响。1-2月居民新增人民币存款共计69926亿元，较上年同期增长18749亿元，可见并不存在存款向消费转化。提振消费的源动力并非存款，而是收入增长。如果经济基本面持续好转、劳动力市场有所改善，居民收入增长回暖，尤其是中低收入人群收入增速回升，将带动消费需求扩张。

【作者简介】

冯祖涵，伦敦大学国王学院金融硕士，远东资信研究与发展部研究员。

【关于远东】

远东资信评估有限公司（简称“远东资信”）成立于1988年2月15日，是中国第一家社会化专业资信评估机构。作为中国评级行业的开创者和拓荒人，远东资信开辟了信用评级领域多个第一和多项创新业务，为中国评级行业培养了大量专业人才，并多次参与中国人民银行、国家发改委和中国证监会等部门的监管文件起草工作。

远东资信资质完备，拥有中国人民银行、国家发改委、中国证监会、中国银行间市场交易商协会和中国保险资产管理业协会等政府监管部门和行业自律机构认定的全部信用评级资质。



远东资信评估有限公司

网址：www.sfecr.com

北京总部

地址：北京市东城区东直门南大街11号中汇广场B座11层
电话：010-5727 7666

上海总部

地址：上海市杨浦区大连路990号海上海新城9层
电话：021-6510 0651

【免责声明】

本报告由远东资信提供。报告引用的相关资料均为已公开信息，远东资信进行了合理审慎的核查，但不应视为远东资信对引用资料的真实性及完整性提供了保证。

远东资信对报告内容保持客观中立态度。报告中的任何表述，均应严格从经济学意义上理解，并不含有任何道德偏见、政治偏见或其他偏见，远东资信对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任。报告内容仅供读者参考，但并不构成投资建议。

本报告版权归远东资信所有，未经许可，任何机构或个人不得以任何形式进行修改、复制、销售和发表。如需转载或引用，需注明出处，且不得篡改或歪曲。

我司对于本声明条款具有修改和最终解释权。