



Research and
Development Center

存款高增长何时走向终结？

2023年4月24日

解运亮 宏观首席分析师
执业编号：S1500521040002
联系电话：010-83326858
邮箱：xieyunliang@cindasc.com

证券研究报告

宏观研究

深度报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

张云杰 宏观研究助理
联系电话: +86 13682411569
邮箱: zhangyunjie@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

存款高增长何时走向终结?

2023年4月24日

- **存款扩张的主要原因,是居民缩减支出形成超额储蓄。**居民存款同时受收入和支出的影响,疫情以来居民支出端较收入端下挫更深,是形成超额储蓄的核心原因。一是消费支出收缩,2022Q1-2023Q3 累计贡献超额储蓄2-2.5万亿元。二是购房支出收缩,贡献超额储蓄约1.9万亿元。三是以银行理财为代表的金融投资收缩,贡献超额储蓄约3.4万亿元。加上股、债、基金等其他金融投资,疫情期间受到明显抑制的出国留学、旅游支出等,截至一季度,居民超额储蓄余额共有8.3万亿元。
- **企业和非银存款多增,也是存款增速高企的重要因素。**今年一季度,新增企业存款3.2万亿元,大幅高于往年同期。上一轮企业存款增速明显抬升发生在去年1-9月,源自财政大规模留抵退税。这一轮企业存款多增主要来自信贷派生,同时恰逢去库存周期,销售回款补充资金,进一步推高了存款增速。不仅如此,部分存款尚未形成实物投资等支出,而是滞留在金融体系,推高了非银存款。
- **存款高增长的局面或于下半年走向终结。**一是居民储蓄意愿已出现边际松动,居民存款增速或即将进入下行通道。当前居民消费尤其是服务业消费复苏强度好于预期,一季度商品住宅销售回暖,已恢复至潜在需求的95%以上。此外,居民投资收益预期有望跟随市场“赚钱效应”逐步改善,未来增配金融资产的空间较大。二是企业存款增速或在下半年渐趋回落。宏观环境向好叠加补库存周期开启,企业投资等支出意愿有望进一步扩张。三是去年以来各项存款增速大幅抬升,基数也随之走高。我们预计,今年末各项存款增速或降至10.4%附近。
- **存款变局下的资产含义。**股市有望对经济复苏重新定价,当前经济修复趋势愈发明确,二季度各项宏观指标有望进一步改善。针对复苏中不均衡的环节,政策支持料将继续发力。总体而言,宏观环境中利于A股市场的因素更多。债市行情存在多项支撑因素,一是短期内存贷差或依然趋于上行,银行“资产荒”行情尚未结束。二是信用扩张向实体经济传导过程中,存在暂时性的“资金空转”,从而提振债市配置需求。三是当前理财产品收益率已高于居民预期,未来或迎来一轮居民储蓄向理财回流,利好债市。
- **风险因素:**政策明显收紧,居民企业信心恢复不及预期等。

目录

一、存款扩张的成因.....	4
1.1 居民缩减支出形成超额储蓄.....	5
1.2 企业信用扩张派生增量存款.....	13
二、存款高增长的局面或于下半年走向终结.....	15
2.1 居民部门：储蓄意愿下降叠加基数走高，存款增速趋于回落.....	15
2.2 企业部门：存款增速或于下半年进入下行通道.....	19
三、存款变局下的资产含义.....	21
风险因素.....	22

图目录

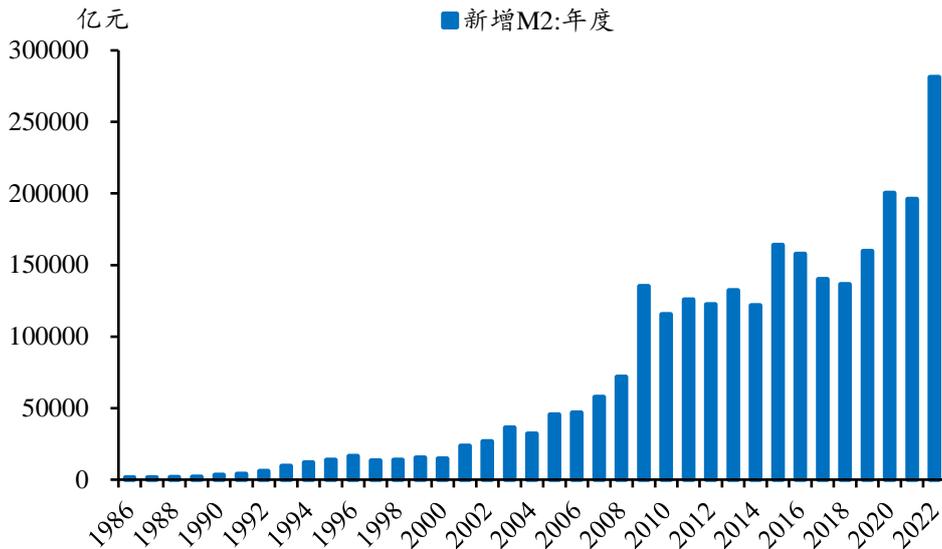
图 1：2022 年新增广义货币供应量（M2）创下历史新高.....	4
图 2：M2 与各项存款统计口径基本相当.....	4
图 3：M2 增速与各项存款增速同样有较高重合度.....	5
图 4：各项存款的结构分布中，住户存款占比最高.....	5
图 5：2022 年以来住户存款增速进一步高于各项存款增速.....	6
图 6：居民消费支出增速较收入增速下挫更深.....	6
图 7：2022 年商品房住宅销售额同比下降 28.3%.....	7
图 8：疫情以来城镇居民消费倾向受到明显抑制.....	7
图 9：农村居民消费倾向已基本回归疫情前水平.....	8
图 10：城镇居民消费结构变化.....	8
图 11：农村居民消费结构变化.....	8
图 12：2021-2035 年我国各类住房需求占比.....	9
图 13：2022 年商品房住宅销售明显低于潜在销售面积.....	10
图 14：定金及预收款在商品住宅销售额中的占比情况.....	10
图 15：201801-202206 银行理财规模稳定增长.....	11
图 16：理财产品赎回主要被存款类产品所取代.....	11
图 17：2022 年新增居民存款大幅高于 2019-2021 年均值水平.....	12
图 18：今年一季度，新增居民存款依然明显高于往年同期.....	12
图 19：疫情以来个人、文化和娱乐服务逆差明显收窄.....	13
图 20：今年一季度新增企业存款大幅高于往年同期水平.....	13
图 21：202206-202303 企业中长贷增速连续抬升.....	14
图 22：企业存贷款增速差反映出，今年以来信贷资金使用效率有所下滑.....	14
图 23：今年一季度非银存款增加较多.....	15
图 24：今年一季度居民消费和投资意愿回升，储蓄意愿在下降.....	15
图 25：居民存款增速后续或进入下行通道，年末降至 11.3% 左右.....	16
图 26：30 城房地产销售面积（MA14）出现季节性回落后，再度企稳反弹.....	16
图 27：居民中长贷连续 2 个月回升.....	17
图 28：2022 年全国居民可支配收入平均数与中位数比值进一步上升.....	17
图 29：有计划购房的家庭占比（按金融资产规模分组）.....	18
图 30：服务业消费率先开启强复苏.....	18
图 31：当前理财产品预期收益率仍处于低位.....	19
图 32：企业存款增速和库存周期存在较为明显的负相关关系.....	20
图 33：企业存款增速或于下半年进入下行通道.....	20
图 34：今年末各项存款增速或降至 10.4% 附近.....	21
图 35：短期内存贷差或依然趋于上行.....	22
图 36：中小银行存贷差走高，同时增配债券.....	22

一、存款扩张的成因

2022年新增广义货币供应量创下历史新高。2022年新增广义货币供应量（M2）约28.1万亿元，创下历史新高，大幅高于2020-2021年约20万亿的新增规模（图1）。

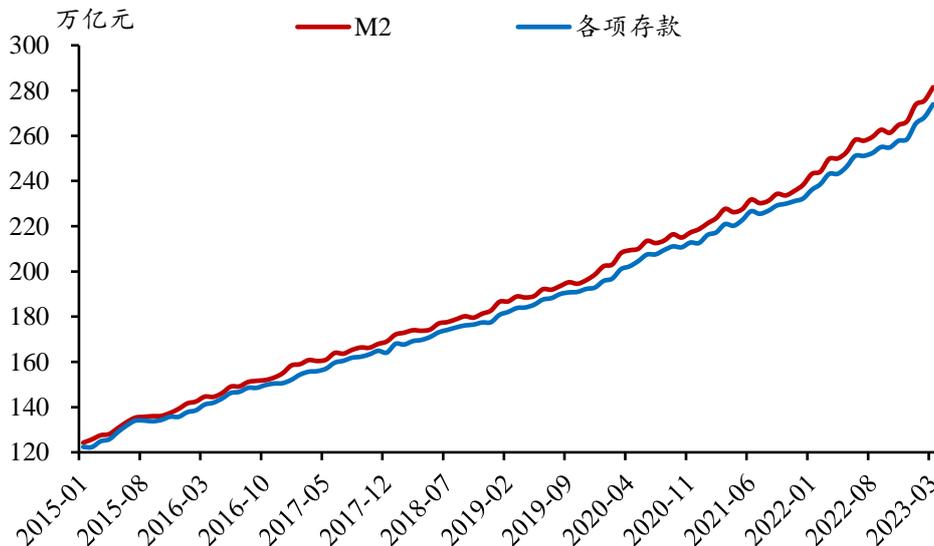
M2与各项存款统计口径基本相当。M2与各项存款余额采用不同方法统计，既有交叉也有不同，一个重要差异在于M2包括流通中现金，而各项存款中不包括。从数据表现看，M2与各项存款余额规模基本相当，增速表现也较为一致。截至今年3月末，存款增长势头仍强，M2同比增速录得12.7%的高读数。各项存款增速同样升至12.7%，为2016年5月份以来新高（图2、图3）。因此，我们可以通过各项存款的分项数据，来探究存款扩张的来源。

图1：2022年新增广义货币供应量（M2）创下历史新高

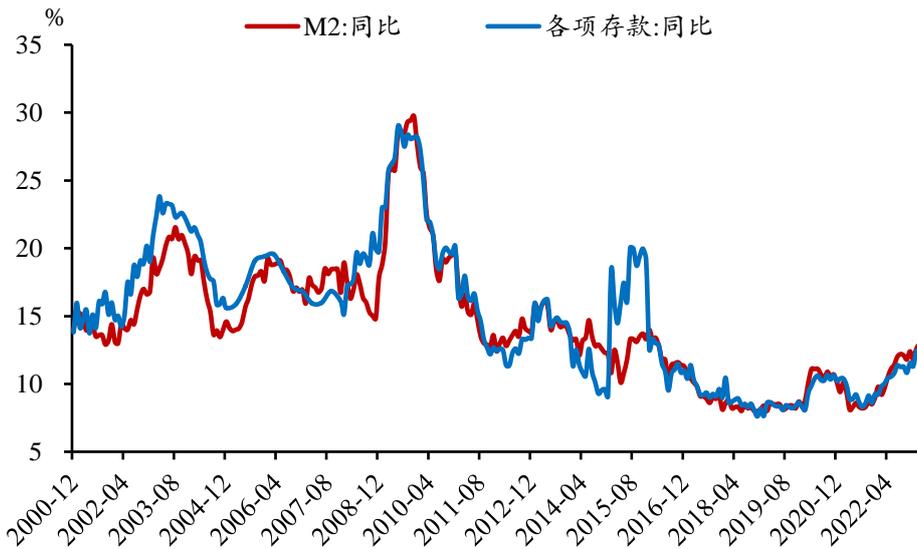


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图2：M2与各项存款统计口径基本相当



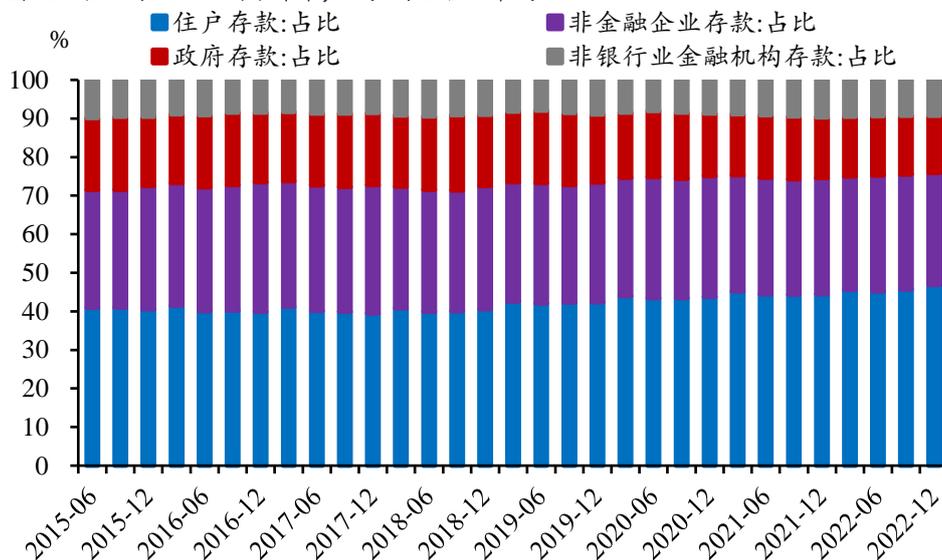
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 3：M2 增速与各项存款增速同样有较高重合度


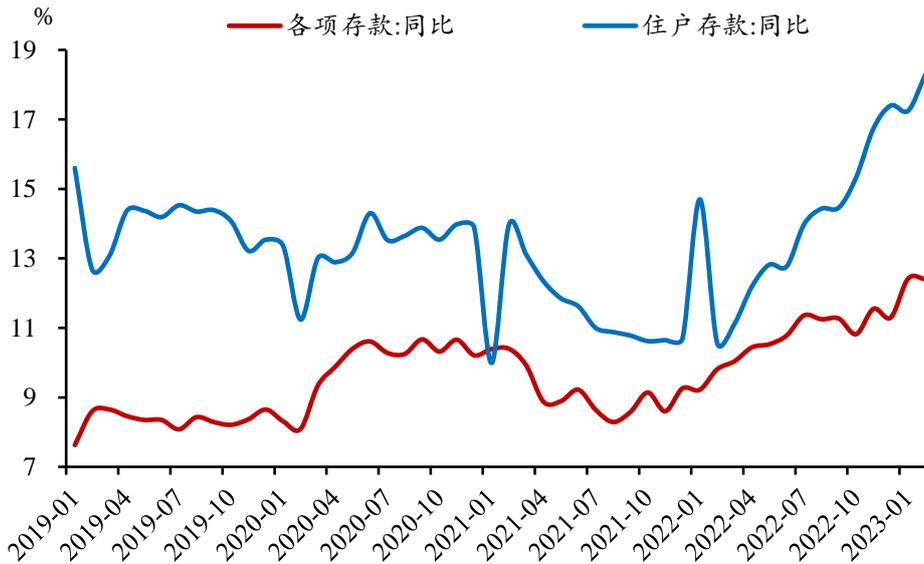
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

1.1 居民缩减支出形成超额储蓄

住户存款在各项存款当中占比最高。各项存款共包含 4 类：住户存款（截至 2022 年 12 月，占比 46.9%），企业存款（占比 29.1%），政府存款（包含机关团体存款、财政性存款，占比 14.8%），非银存款（占比 9.9%）。住户存款增长对存款总量扩张的贡献最大。一方面，2019 年 12 月至 2022 年 12 月，住户存款在各项存款中占比提升了 4.5 个百分点，上升幅度最大。企业存款、政府存款、非银存款分别下降 2.0、下降 2.8、提升 0.3 个百分点。另一方面，从增速上看，截至今年 2 月末，住户存款同比增速录得 18.3%，明显高于 12.4% 的各项存款增速（图 4、图 5）。

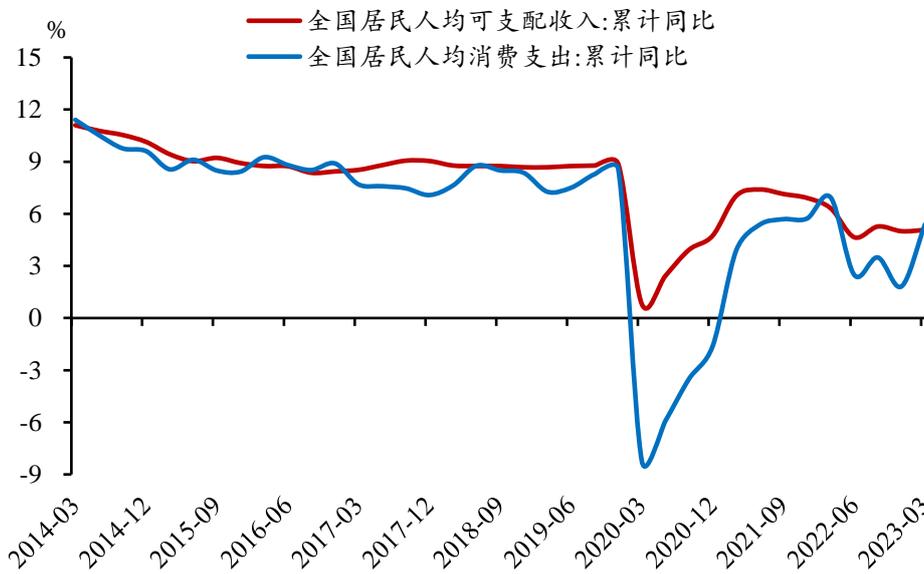
图 4：各项存款的结构分布中，住户存款占比最高


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

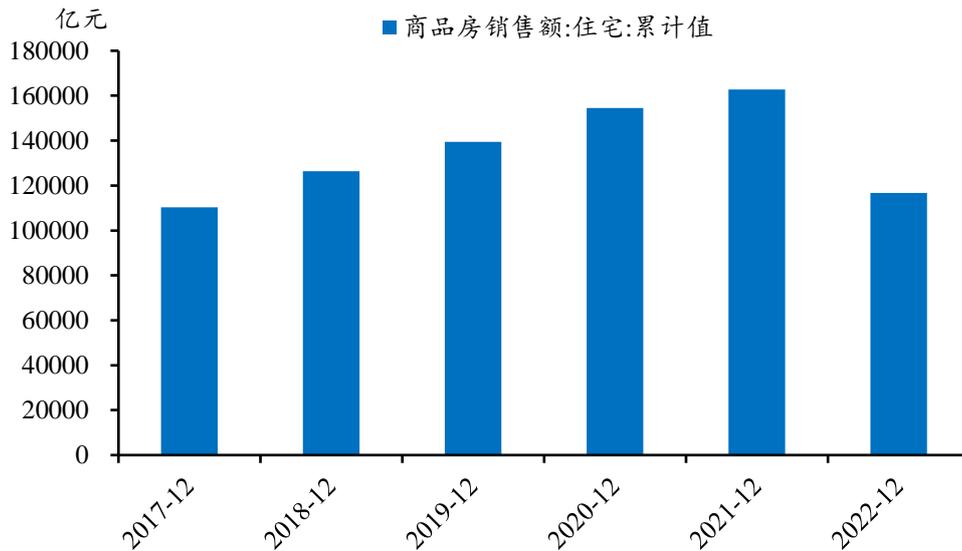
图 5：2022 年以来住户存款增速进一步高于各项存款增速


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

根据居民存款=居民收入-消费支出-投资支出，可知居民存款同时受收入状况与支出行为两方面的影响。从收入端来看，2020 年疫情爆发以来，国内经济出现下行压力，居民收入增速一度明显下滑。今年一季度，居民收入累计同比增长 5.1%，较疫情增速中枢仍然存在差距。从支出端来看，居民消费支出增速下挫更深，多数时间均明显低于收入增速（图 6）。此外，以购房为代表的居民投资性支出收缩，2022 年商品房住宅销售额同比下降 28.3%（图 7）。因此，2022 年以来的这一轮居民存款高增，主要是居民缩减支出而形成的超额储蓄。

图 6：居民消费支出增速较收入增速下挫更深


资料来源: Wind, 信达证券研发中心
 注: 2021 年为两年平均增速

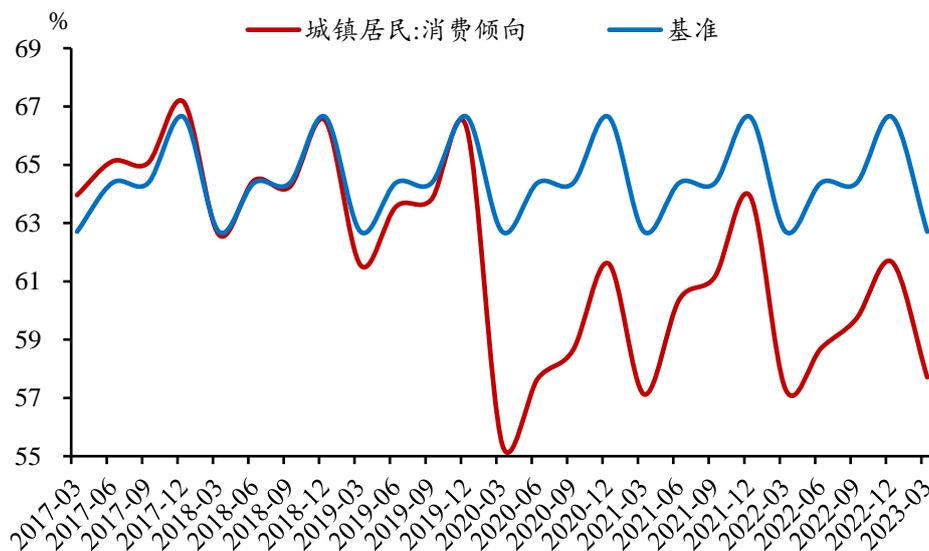
图 7：2022 年商品房住宅销售额同比下降 28.3%


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

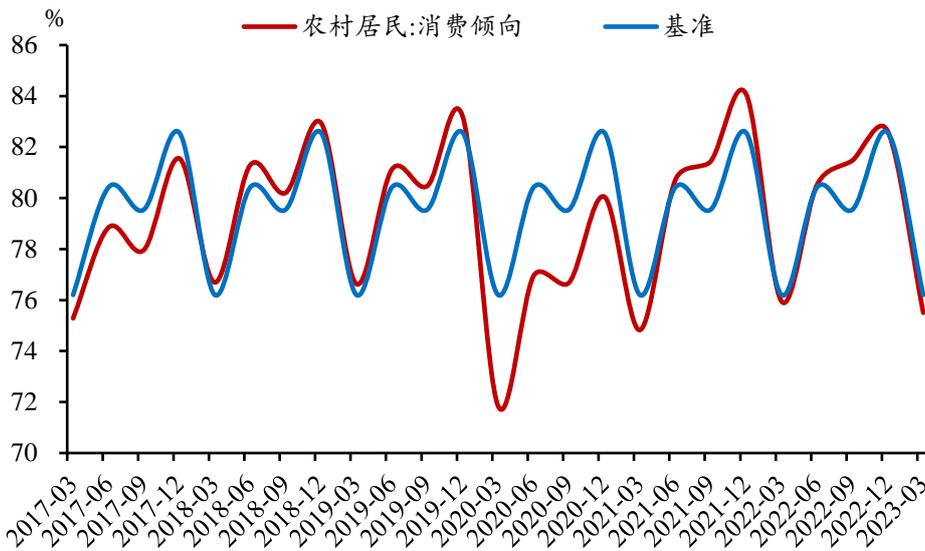
超额储蓄来源之一：消费支出收缩，贡献超额储蓄约 2-2.5 万亿元。

消费倾向=人均消费支出/人均可支配收入，取 2017-2019 年平均值为基准。分城镇和农村居民来看，疫情以来主要是城镇居民消费倾向受到明显抑制。今年一季度，城镇居民消费倾向录得 57.1%，仍较 62.7% 的基准值存在较大偏离。这一现象背后，一方面是疫情发生导致居民预期转弱，包括对于未来经济走势更加悲观、收入预期下滑、消费者信心下挫，从而产生主动收紧消费、增加预防性储蓄的情况。另一方面，在今年初疫情政策正式实施“乙类乙管”之前，我国从严防疫，旅游出行、餐饮零售等线下消费受到明显约束，居民相关支出被动收紧。

农村居民消费倾向已基本回归疫情前水平。今年一季度，农村居民消费倾向录得 75.5%，基本与 76.2% 的基准值持平。农村居民消费倾向修复较快，与其刚性消费支出占比较高有关。首先农村居民消费倾向明显高于城镇居民，2017-2019 年之间，农村居民消费倾向中枢约为 80%，城镇居民则在 65% 附近。其次农村居民消费中刚性支出占比更高，2022 年农村和城镇居民恩格尔系数分别为 33%、29.5%。可见农村居民放弃部分消费并将其转化为储蓄的“余地”不大，相反，由于城镇居民可选消费占比更高，更容易出现消费收缩、储蓄增多的情形（图 8、图 9）。

图 8：疫情以来城镇居民消费倾向受到明显抑制


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 9：农村居民消费倾向已基本回归疫情前水平


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

进一步观察近年来城镇和农村居民消费结构的变化，城镇居民缩减了衣着及教育、文化和娱乐等可选消费支出，食品、居住等必选消费支出增加。农村居民则进一步增加了以食品为主的必选消费支出，其余支出分项均有不同程度减少（图 10、图 11）。

图 10：城镇居民消费结构变化

年份	分项占比 (%)							
	食品烟酒	衣着	居住	生活用品及服务	交通和通信	教育、文化和娱乐	医疗保健	其他用品及服务
2017	28.6	7.2	22.8	6.2	13.6	11.6	7.3	2.7
2018	27.7	6.9	24.0	6.2	13.3	11.4	7.8	2.6
2019	27.6	6.5	24.2	6.0	13.1	11.9	8.1	2.7
2020	29.2	6.1	25.8	6.1	12.9	9.6	8.0	2.4
2021	28.6	6.1	24.4	6.0	13.0	11.0	8.3	2.6
2022	29.5	5.7	25.2	5.9	12.9	10.0	8.2	2.7
2022较2019	1.9	-0.8	1.0	-0.1	-0.2	-1.8	0.0	0.0

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 11：农村居民消费结构变化

年份	分项占比 (%)							
	食品烟酒	衣着	居住	生活用品及服务	交通和通信	教育、文化和娱乐	医疗保健	其他用品及服务
2017	31.18	5.58	21.48	5.79	13.78	10.69	9.66	1.83
2018	30.07	5.34	21.95	5.94	13.94	10.74	10.23	1.80
2019	30.00	5.35	21.54	5.73	13.78	11.12	10.66	1.81
2020	32.66	5.20	21.60	5.60	13.43	9.55	10.34	1.63
2021	32.67	5.40	20.83	5.65	13.40	10.34	9.93	1.78
2022	32.98	5.19	21.06	5.62	13.41	10.12	9.81	1.80
2022较2019	3.0	-0.2	-0.5	-0.1	-0.4	-1.0	-0.8	0.0

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

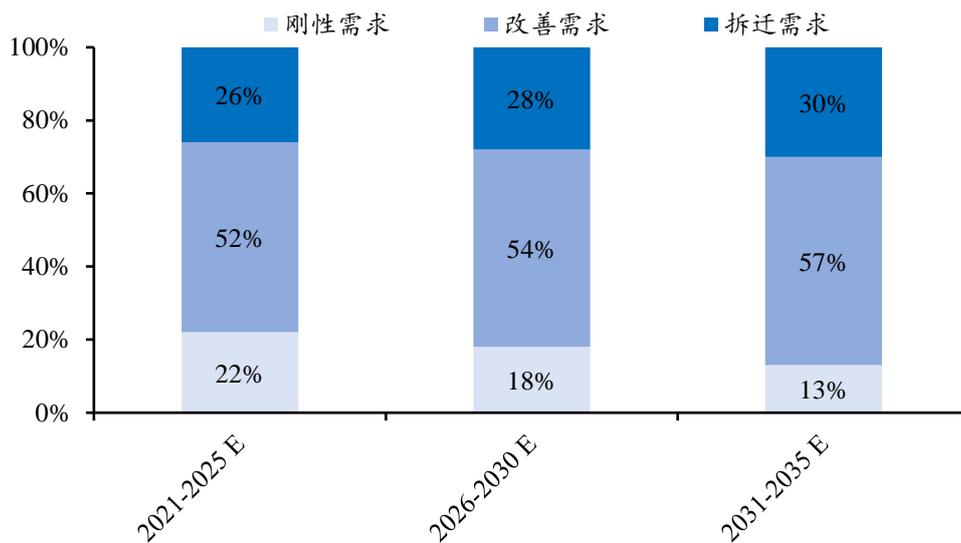
基于前文，居民缩减消费支出主要系城镇居民消费倾向下滑所致。在不发生疫情的情形下，城镇居民潜在消费倾向或较 2021 年进一步修复，并向基准值回归。该情形下城镇居民总消费支出与实际值的差，即为缩减消费支出形成的超额储蓄。总消费支出等于人均消费支出乘以人口，2022 年中国城镇人口为 9.2 亿人，据此可算得 202201-202303，消费支出收缩所贡献的超额储蓄约为 2-2.5 万亿元。

来源之二：购房支出收缩，贡献超额储蓄约 1.9 万亿元。

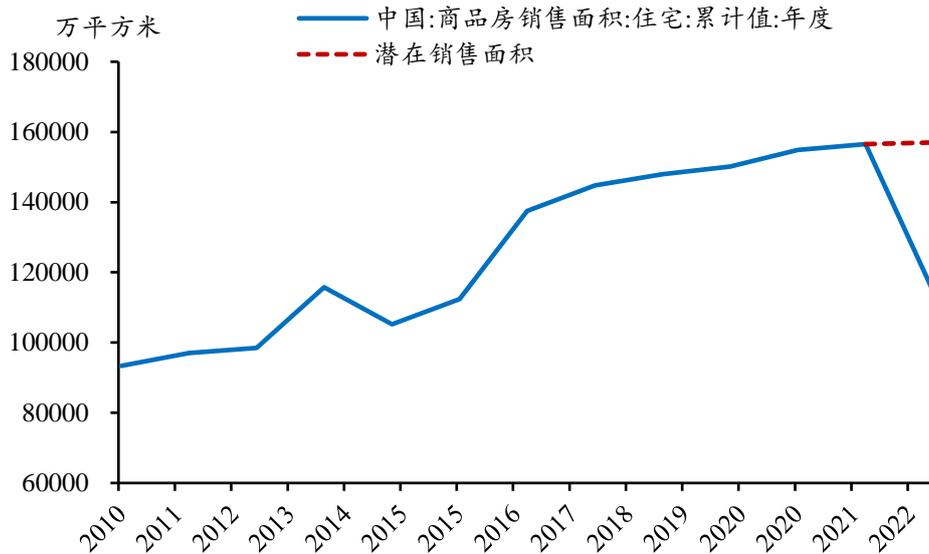
2022 年商品房住宅销售面积仅 11.5 亿平方米，同比下降 26.8%。根据贝壳研究院的测算，“十四五”期间年均新增住房需求为 15.7 亿平方米，其中新增刚性住房需求年均 3.4 亿平，新增改善性住房需求年均 8.1 亿平，新增拆迁需求年均 4.2 亿平。将这一规模作为 2022 年居民潜在购房需求，结合 2022 年约 9814 元/平方米的商品房住宅成交价，可算得居民共缩减购房支出约 4.2 万亿元（图 12、图 13）。

居民购房支出中，主要是买房首付会直接消耗存款。2022 年，房地产开发投资资金来源中的定金及预收款（主要是居民的买房首付）在商品房住宅销售额中占比为 42.2%，较往年比例更低（图 14）。体现了房地产“因城施策”导向下，全国多地下调首付比例的影响，这一部分支出约 1.75 万亿元。除此之外，新增房贷在当年产生的月供，也会对存款形成消耗。结合 2022 年约 4.68% 的个人住房贷款加权平均利率，这一部分支出约 560 亿元。同理，可推算得到今年 1-3 月居民缩减购房支出规模。综上，202201-202303，居民缩减购房支出而形成的超额储蓄约 1.9 万亿元。

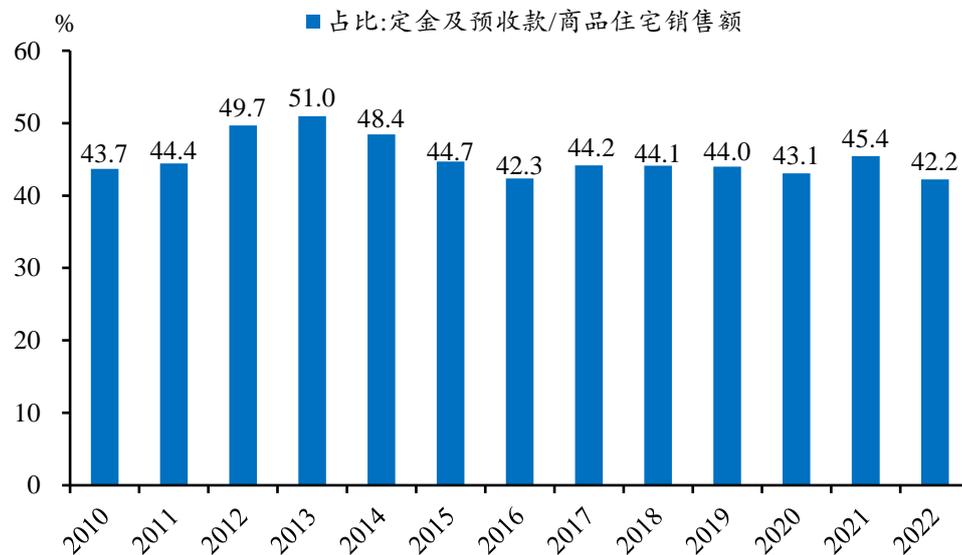
图 12：2021-2035 年我国各类住房需求占比



资料来源：贝壳研究院，信达证券研发中心

图 13：2022 年商品房住宅销售明显低于潜在销售面积


资料来源: Wind, 贝壳研究院, 信达证券研发中心

图 14：定金及预收款在商品住宅销售额中的占比情况


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

来源之三：银行理财等金融投资收缩，贡献超额储蓄约 3.4 万亿元。

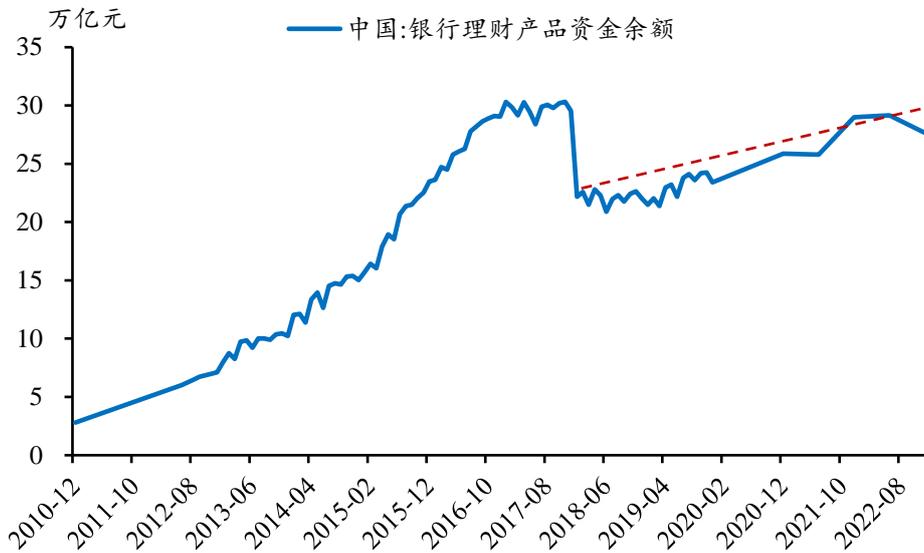
银行理财是我国城镇居民主要的投资支出去向。根据 2019 年中国城镇居民家庭资产负债情况调查，我国城镇居民家庭总资产中约有 20.4% 为金融资产。其中银行理财、资管产品、信托占比最高，为 26.6%。其次是银行定期存款，占比 22.4%。再次是现金及活期存款，占比 16.7%。股票、债券、基金合计占比为 11.1%。

2017 年央行将表外理财纳入 MPA 考核，监管部门发布资管新规及其配套细则，2018 年初银行理财产品资金余额明显下滑。此后直至 2022 年 6 月末，银行理财规模呈现十分稳定的增长态势。去年 12 月末，银行理财产品资金余额为 27.65 万亿元，较上半年明显减少。主要原因在于 2022 年 11-12 月债市陷入大幅调整，部分理财产品净值回撤幅度较大甚至“破净”，导致理财产品遭遇大规模赎回。这一部分投资需求主要被存款类产品替代，可观察到 2022 年至今住户活期存款、定期及其他存款增速明显抬升（图 16）。

将 201801-202206 期间的理财规模增长趋势作为基准情形，那么今年一季度末银行理财规模或为 29.6 万亿元左

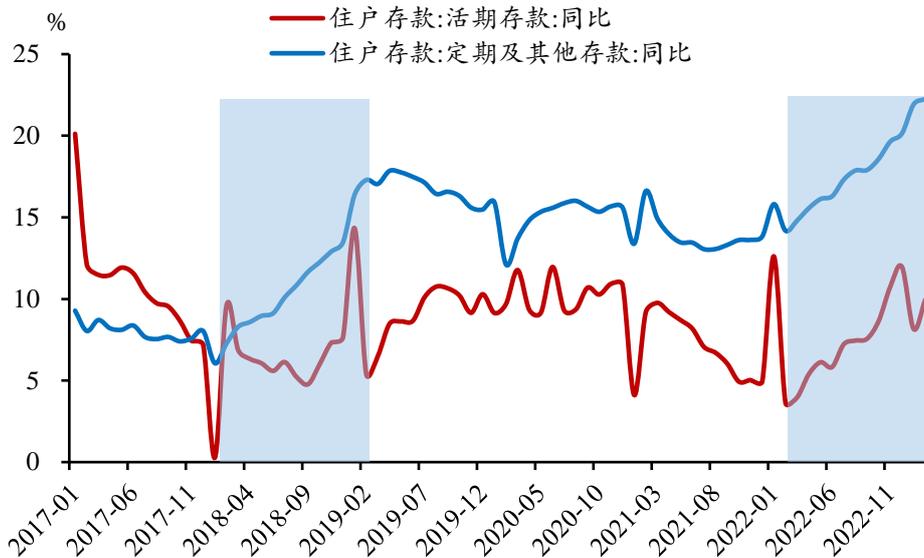
右（图 15）。根据 2023 年一季度金融统计数据新闻发布会内容，3 月末，住户部门投向资管产品的资金余额是 41.59 万亿元，比年初减少了 1.4 万亿元。基于此，202201-202303，居民因缩减银行理财等金融投资支出所形成的超额储蓄约 3.4 万亿元。

图 15：201801-202206 银行理财规模稳定增长



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 16：理财产品赎回主要被存款类产品所取代



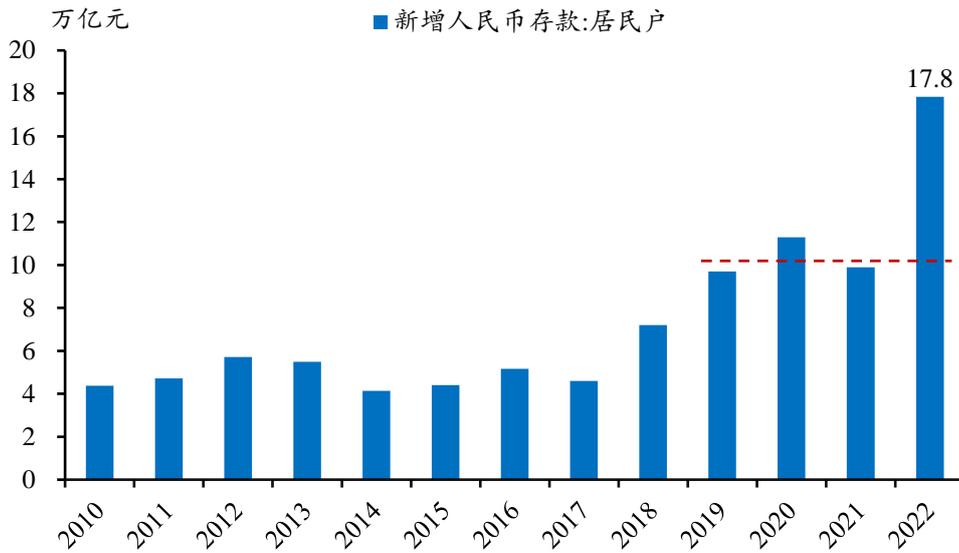
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

202201-202303，居民部门存款多增而形成的超额储蓄约有 8.3 万亿元。2022 年居民部门新增存款 17.8 万亿元，大幅高于 2019-2021 年均值水平。在 2022 年经济增长向潜在增速回归的情形下，我们估计当年居民部门潜在新增存款或为 11.7 万亿左右，对应超额储蓄约 6.1 万亿元。今年一季度，居民存款依然高企（图 17、图 18），进一步推高超额储蓄。我们测算，202201-202303 居民部门共形成超额储蓄约 8.3 万亿元。

基于前文测算，消费支出、购房支出、银行理财等金融投资支出收缩是居民超额储蓄的主要来源，三者合计共 7.3-7.8 万亿元。剩余部分或对应其他的一些支出项，比如股票、基金、保险等金融投资支出，以及国内居民出国留学、旅游等。从国际收支数据来看，经常账户中个人、文化和娱乐服务逆差自 2020 年起明显收窄，反映出居民

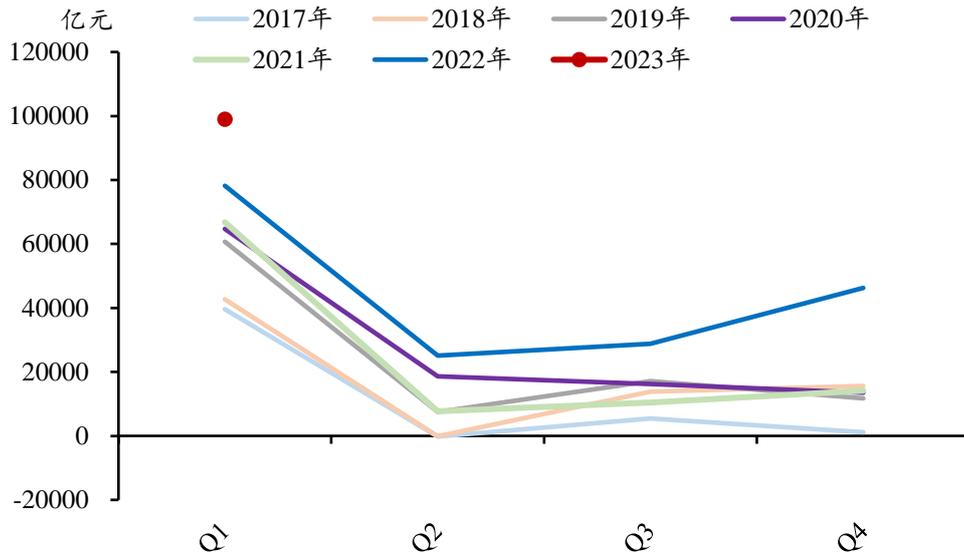
留学、旅游这一类支出在疫情期间受到明显抑制。

图 17: 2022 年新增居民存款大幅高于 2019-2021 年均值水平

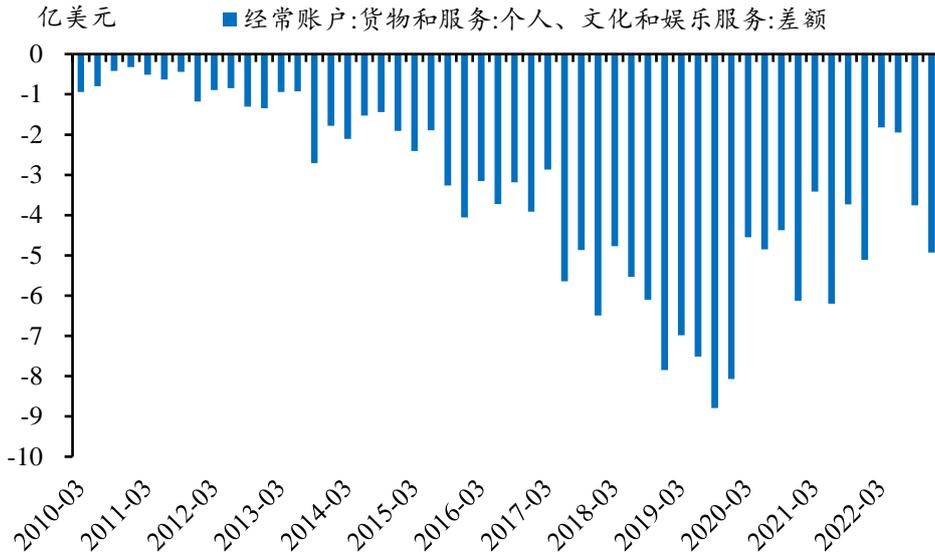


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 18: 今年一季度, 新增居民存款依然明显高于往年同期



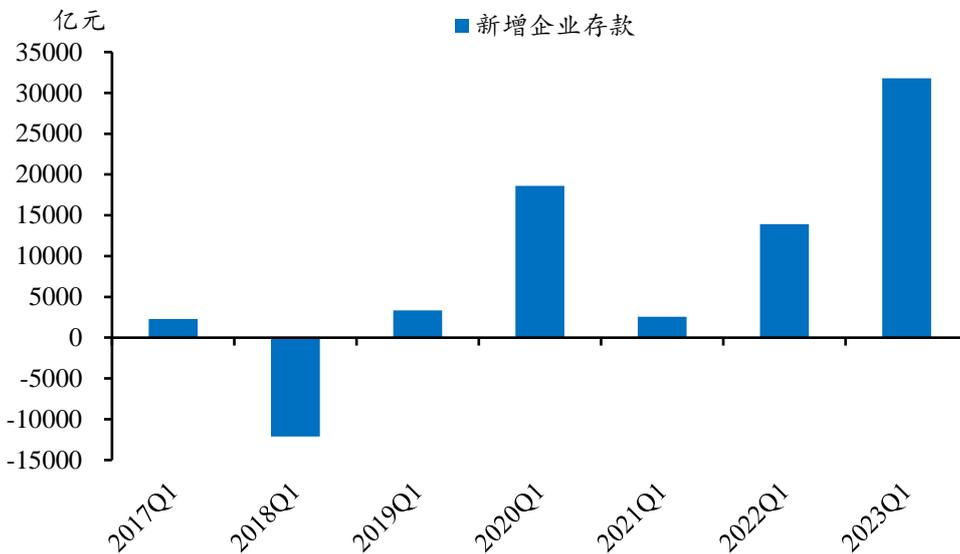
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 19：疫情以来个人、文化和娱乐服务逆差明显收窄


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

1.2 企业信用扩张派生增量存款

企业存款多增是 M2 增速高企的另外一部分原因。今年一季度，新增企业存款 3.18 万亿元，大幅高于往年同期水平（图 20）。3 月企业存款增速随之升至 9.5%，较去年末上升 2.4 个百分点。上一轮企业存款增速明显抬升出现在 2022 年 1-9 月，彼时财政部门实施大规模留抵退税，直接增加了企业银行账户的存款。而这一轮企业存款增速反弹主要源自贷款派生，3 月企业中长贷增速升至 17.7%，连续第 9 个月回升（图 21）。实务上，当企业获得一笔贷款时，负债方记银行贷款，资产端记企业存款。

图 20：今年一季度新增企业存款大幅高于往年同期水平


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 21：202206-202303 企业中长贷增速连续抬升

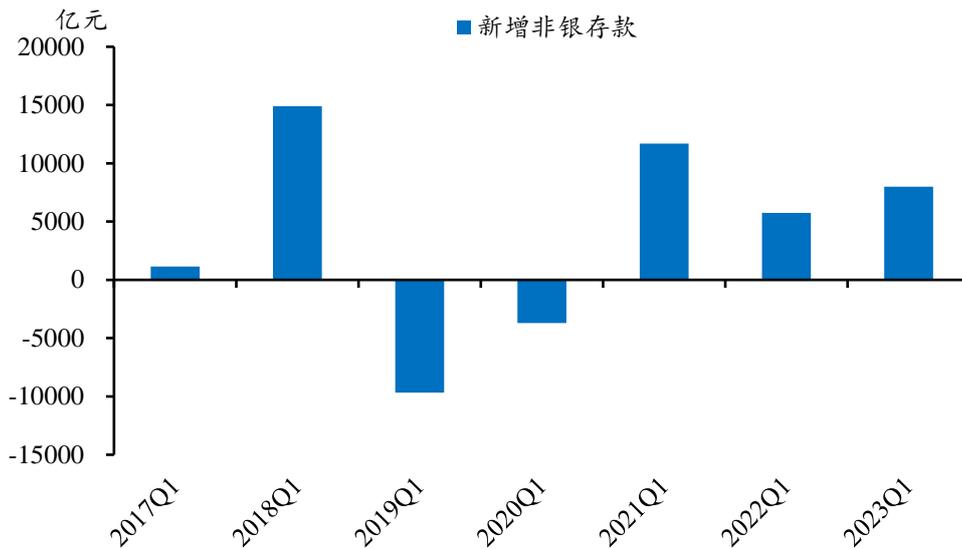

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

信贷资金不会一直趴在企业的存款账户上，而是会用作投资、生产、营运等支出，剩余部分停留在银行账户中，体现为企业活期、定期及其他存款。因此，我们可通过企业存贷款增速差来衡量信贷资金的使用效率。3月企业贷款增速较存款增速高出 5.4 个百分点，较上年末回落 1.7 个百分点，反映出企业信贷资金使用效率有所下滑。

不仅如此，企业部门信用扩张所派生的存款，部分以非银存款的形式存在。今年一季度新增非银存款约 8000 亿元，增幅较大。非银存款主要有三条派生渠道，一是被动吸收的，以证券及交易结算类存款为主。二是银行向非银机构投放贷款所派生的存款。三是非银同业业务派生的存款。考虑到一季度非银贷款投放较少，居民端缩减金融投资支出，因此非银存款主要来自于企业部门。这背后反映了企业在获得银行体系大量信贷后，部分资金淤积在金融体系“空转”，尚未形成实际支出。

图 22：企业存贷款增速差反映出，今年以来信贷资金使用效率有所下滑


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 23：今年一季度非银存款增加较多


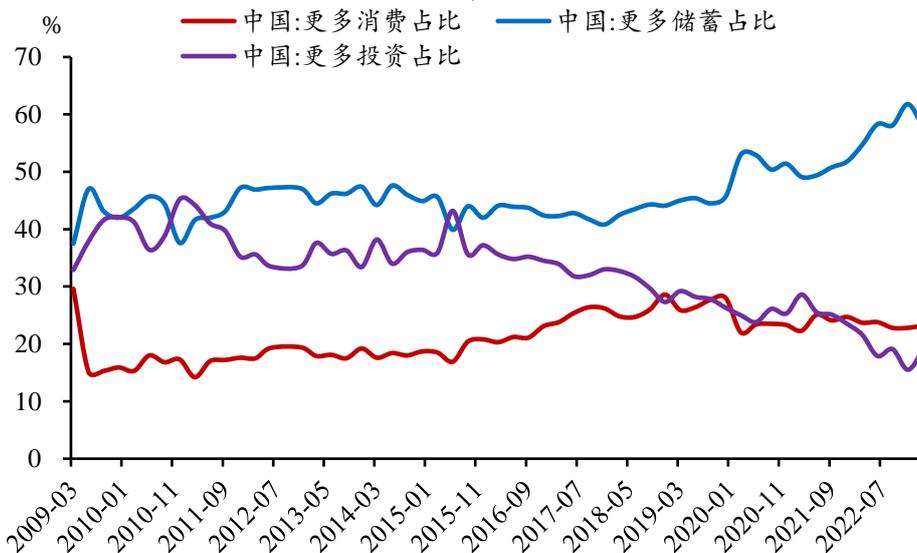
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

二、存款高增长的局面或于下半年走向终结

2.1 居民部门：储蓄意愿下降叠加基数走高，存款增速趋于回落

当前居民部门的消费和投资意愿在回升，储蓄意愿在下降。今年一季度，央行城镇储户问卷调查显示，倾向于“更多消费”和“更多投资”的居民分别占 23.2%和 18.8%，比上季各增加 0.5 和 3.3 个百分点；倾向于“更多储蓄”的居民占 58%，比上季减少了 3.8 个百分点。3 月当月居民存款同比多增 2105 亿元，较 1 月份（接近八千亿元）和 2 月份（约一万亿元）多增额明显收窄。除此之外，一季度居民未来收入信心、未来就业预期、房价预期和购房预期均较上季出现改善，反映出居民消费和投资意愿开始回暖。

基于此，我们判断居民存款的环比增长动能趋于减弱。叠加去年基数较高，3 月居民存款增速 18%，较 2 月回落 0.3 个百分点，下行拐点初现。我们预计居民存款增速后续或进入下行通道，年末降至 11.3%左右，居民部门超额储蓄或缩减至 8 万亿元。

图 24：今年一季度居民消费和投资意愿回升，储蓄意愿在下降


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

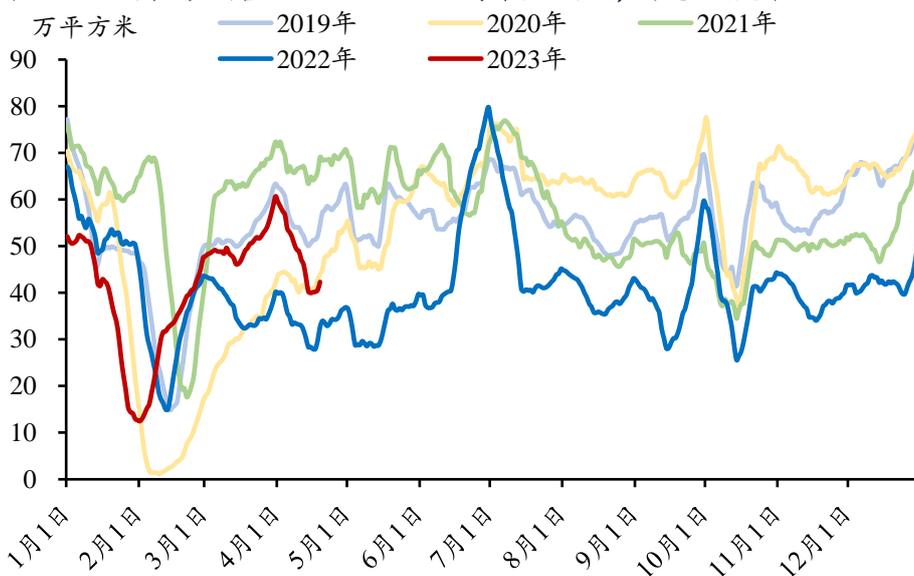
图 25: 居民存款增速后续或进入下行通道, 年末降至 11.3%左右


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

如何理解今年居民部门或仍将留存 8 万亿超额储蓄? 根据我们在前文中的测算, 2022 年共积累超额储蓄 6.1 万亿元, 今年一季度疫情伤痕效应尚未消退, 超额储蓄进一步积累近 3 万亿元。伴随经济企稳回升、消费场景增加, 后续超额储蓄的演变或呈现为两个不同的阶段:

- 1) 第一阶段, 居民“缩减支出”的情绪降温, 超额储蓄的积累速度逐步放缓。
- 2) 第二阶段, 居民消费和投资意愿进一步释放, 开始消耗超额储蓄以满足增量需求。

从今年一季度的表现来看, 居民购房需求明显复苏。 根据贝壳研究院测算的, “十四五”期间年均 15.7 亿平方米的新增住房需求, 今年 1-3 月的潜在销售面积约为 2.75 亿平方米。统计局发布的官方数据显示, 1-3 月商品房住宅销售面积为 2.63 亿平方米, 已恢复至潜在需求的 95.5%。从 30 城商品房销售数据来看, 近期房地产销售出现季节性回落后, 再度企稳反弹 (图 26)。不仅如此, 居民房贷或已进入 L 型企稳阶段, 观察居民中长贷 12 月移动平均值, 202105-202301 连续 21 个月下降, 而从今年 2 月起, 已连续 2 个月回升 (图 27)。

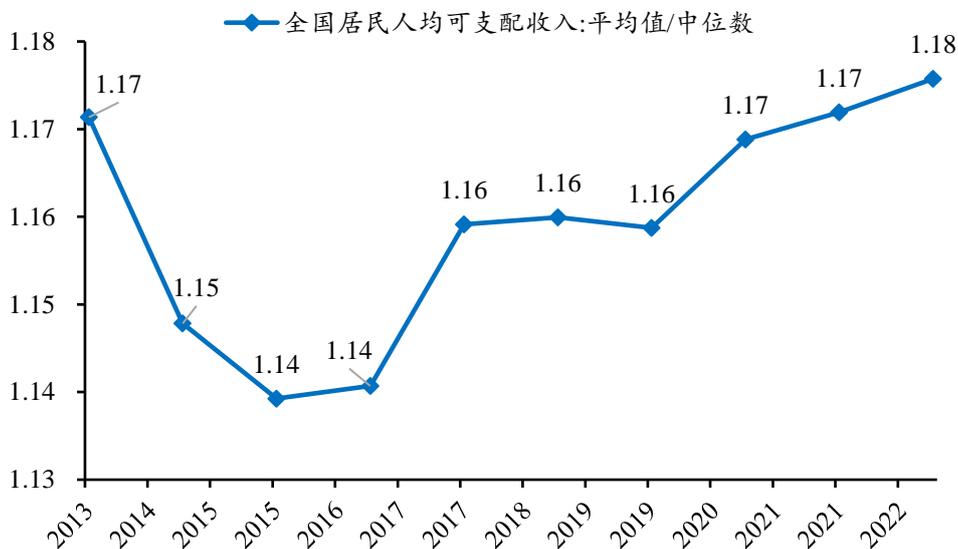
图 26: 30 城房地产销售面积 (MA14) 出现季节性回落后, 再度企稳反弹


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

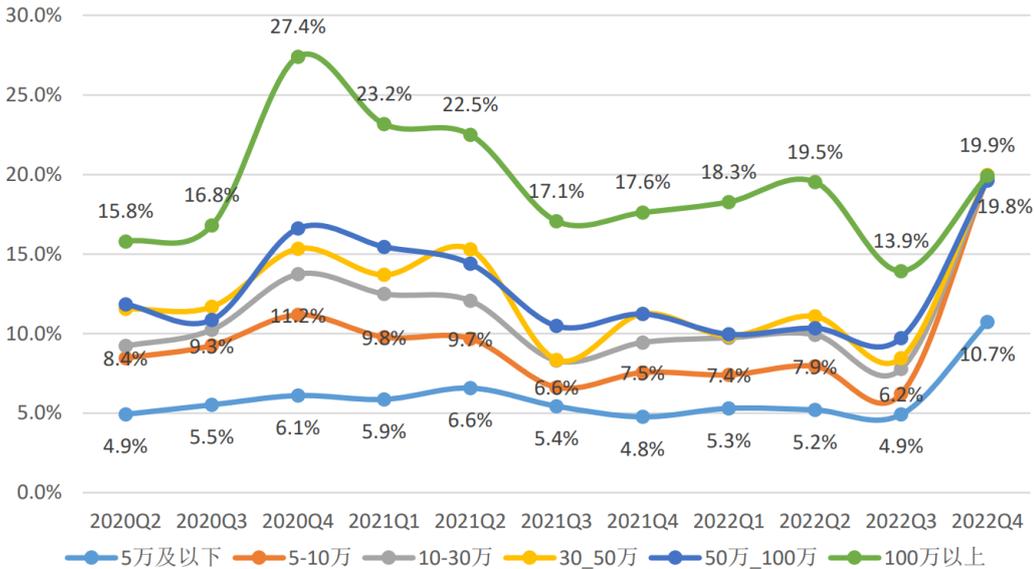
图 27：居民中长贷连续 2 个月回升


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

房地产销售展现出较强韧性，可能和 K 型复苏有关。2022 年，全国居民可支配收入平均数与中位数的比值进一步升至 1.18，为有数据统计以来最高（图 28）。这表明居民贫富差距有所扩大，高收入人群的收入水平较中低收入人群增长更快。而房地产销售的收入弹性较大，收入越高对应购房支出也更高。根据 CHFS 中国家庭财富指数调研报告，2022Q4 高资产家庭的计划购房比例明显上升，金融资产规模越高的家庭购房需求也更强（图 29）。因此，相比其他商品和服务消费，房地产销售复苏对于居民整体收入和就业改善的依赖度更低，其持续性或许更强。

图 28：2022 年全国居民可支配收入平均数与中位数比值进一步上升


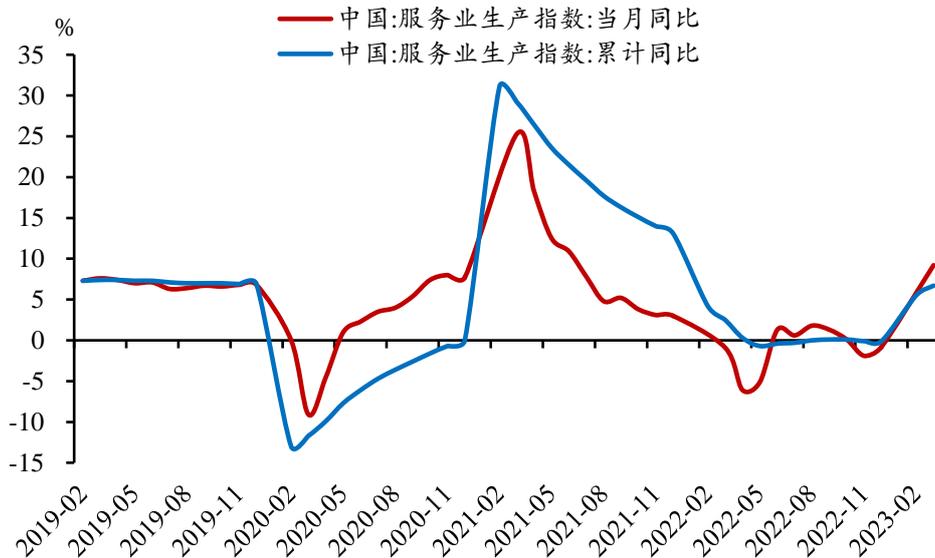
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 29：有计划购房的家庭占比（按金融资产规模分组）


资料来源: CHFS, 信达证券研发中心

居民消费意愿有待进一步恢复。一季度居民消费环比改善的方向明确,但与疫情前水平相比仍有一定差距。一季度社会消费品零售总额同比增长 5.8%,较去年末大幅反弹,仍低于 2019 年 8% 的增速。一季度城镇储户问卷调查中倾向于更多消费的居民占 23.2%,疫情前水平则在 27% 左右。从消费倾向上看,今年一季度城镇居民消费倾向录得 57.1%,仍低于 62.7% 的基准值 (2017-2019 年一季度平均值)。

从居民消费结构上看,服务业率先开启强复苏。一方面,一季度,服务业生产指数累计同比 6.7%,较去年末大幅回升了 6.8 个百分点,接近修复至疫情前水平 (图 30)。另一方面,据旅游平台统计数据,截至 4 月 10 日,五一假期国内旅游订单量较 2019 年同期增长约 200%,创五年来最高纪录。可见居民的消费能力和消费热情均处于持续改善的路径中。

图 30：服务业消费率先开启强复苏


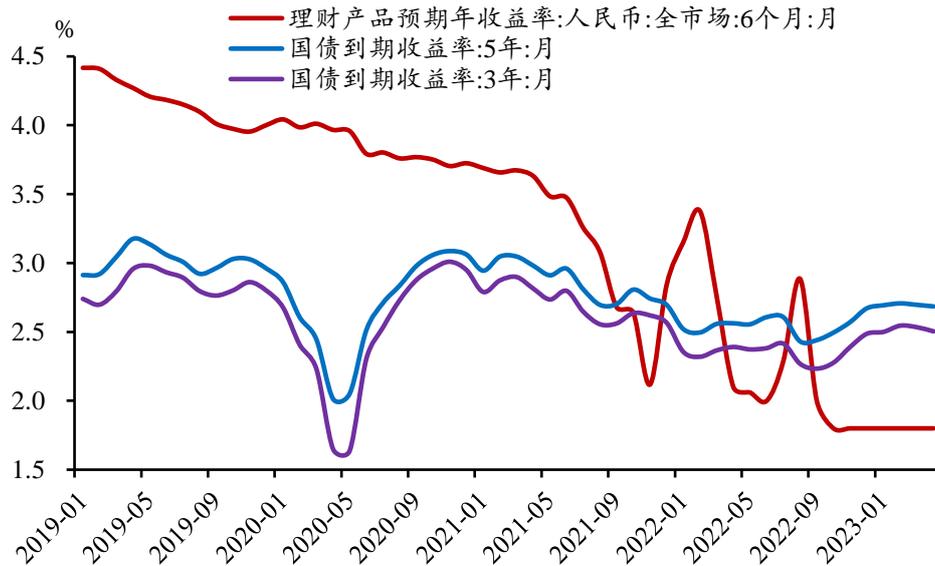
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

居民增配金融资产的潜在空间最大。从居民超额储蓄的构成来看,因缩减银行理财等金融投资支出形成的超额储蓄约 3.4 万亿元,占比最高,这也意味着后续居民存款向金融资产转移的空间或很大。一季度居民金融投资意愿

低迷，与当前预期投资收益较低有关。近期6个月期的理财产品预期收益率仍处于1.8%的历史低位，相比之下，今年3月新发生定期存款加权平均利率是2.28%，这就不难解释前期理财赎回并回流存款。根据央行一季度金融统计数据新闻发布会内容，3年期、5年期的存款加权平均利率分别在3.1%和3.5%左右，仍然高于流动性更好的同期国债收益率近0.6个和0.8个百分点（图31）。尽管近期多家中小银行密集下调存款挂牌利率，但主要为去年9月大行下调存款利率后的补降，也有一些银行是在春节前后存款利率上调后的回调，调整幅度相对有限，难以明显推动存款产品收益率下行。

居民投资收益预期会跟随市场“赚钱效应”而逐步趋于改善。根据证券日报整理，今年以来，有数据可查的2656只券商集合理财产品的平均收益率为3.59%，明显高于市场预期。在金融市场“赚钱效应”的影响下，居民投资意愿或逐步改善，推动存款向银行理财、股票、债券、基金等金融产品转移。

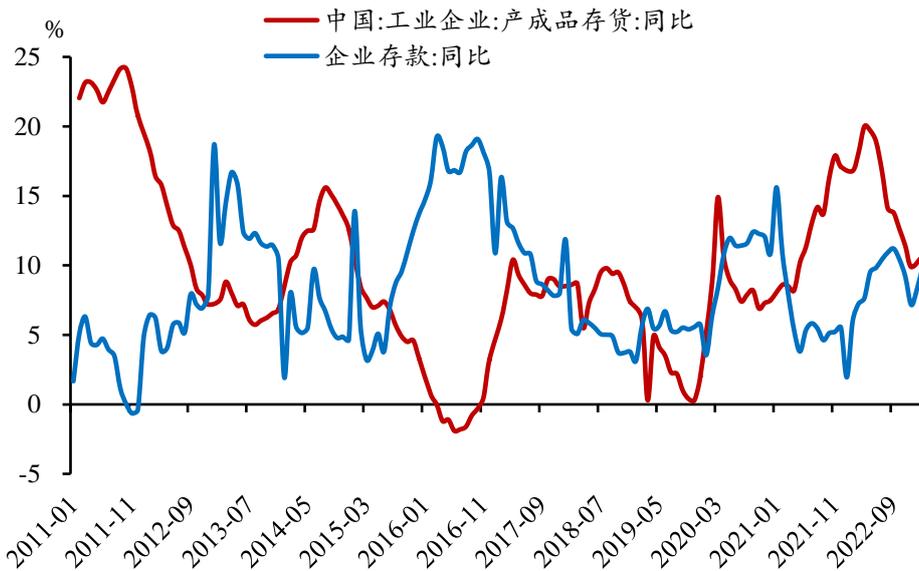
图 31：当前理财产品预期收益率仍处于低位



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2.2 企业部门：存款增速或于下半年进入下行通道

企业存款增速或于下半年起进入下行通道。今年一季度企业存款增长较多，除了企业信用扩张派生增量存款之外，还和库存周期有关。历史上看，企业存款增速和库存周期存在较为明显的负相关关系。企业补库存阶段，流动资金消耗量大，企业存款增速下行。去库存阶段，销售回款补充流动资金，对应企业存款增速向上。当前企业产成品存货增速依然呈现下降趋势，处于去库存阶段（图32）。我们判断下半年企业可能进入补库存周期，叠加宏观环境进一步向好、企业投资意愿扩张，企业存款增速或趋于回落，预计年末降至7.4%附近（图33）。

图 32：企业存款增速和库存周期存在较为明显的负相关关系


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 33：企业存款增速或于下半年进入下行通道


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2.2 各项存款：年末增速或降至 10.4%附近

我们预计各项存款增速后续出现回落的概率较高。一是居民储蓄意愿已出现边际松动，居民存款增速或即将进入下行通道。二是当前处于信用扩张和企业去库存的阶段，短期内企业和非银存款多增或将延续。但下半年企业可能进入补库存周期，投资等支出意愿进一步扩张，推动存款增速下行。三是去年以来各项存款增速大幅上升，因此基数也随之走高。我们估计今年末各项存款增速或降至 10.4%附近，与 7%左右的名义 GDP 增速基本相匹配（图 34）。

图 34：今年末各项存款增速或降至 10.4%附近


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

三、存款变局下的资产含义

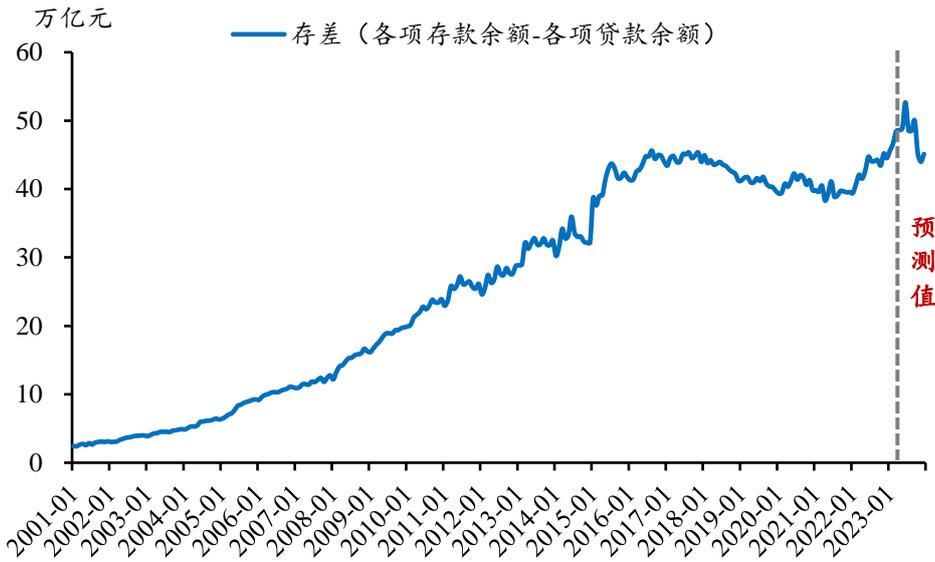
股市有望对经济复苏重新定价。一方面当前宏观环境的修复趋势愈发明确，消费、出口、地产销售以及信贷扩张的复苏强度均强于市场预期。鉴于此，二季度各项宏观指标有望进一步改善，我们预计当季 GDP 增长将达到 8% 以上，全年 GDP 或将奔向 6%。另一方面经济复苏仍然存在不均衡的环节，包括供需修复暂不匹配导致的物价回落，工业弱复苏，以及年轻人失业率再度冲高等。但这也意味着，政策对于经济的呵护料将继续发力。总体而言当前宏观环境中有利于 A 股市场的因素更多，在海外风险加剧的环境下，A 股投资价值也进一步凸显。

多项因素对债市行情构成利好。

一是短期内存贷差或依然趋于上行。我们预计，上半年存贷差（存款余额和贷款余额之差）或进一步扩大，这意味着银行负债相较资产端信贷投放增加得更多，因此也催生了更多得资产配置需求。以中小型银行为例，去年 10 月至今年 2 月存贷差上升 2.2 万亿元，债券投资增速同步上升 5.3 个百分点，很好地诠释了这一轮“资产荒”行情对于债市的推动（图 35、图 36）。

二是信用扩张向实体经济传导过程中暂时性的“资金空转”。去年 6 月份以来，企业中长贷增速明显抬升，企业部门获得了大量信贷资金。但在库存去化阶段，叠加盈利承压，企业部门仍在为进一步投资扩产等待良机。因此，这一时期企业部门也一定程度上面临“资产荒”的尴尬局面，即负债端银行贷款充足，但资产端一部分资金趴在存款账户上，另一部分配置了金融产品，导致非银存款多增。考虑到企业可能于下半年进入补库存阶段，短期内“资金空转”现象或仍将持续一段时间。

三是未来或迎来一轮居民储蓄向理财回流。我们在前文中测算，居民因缩减银行理财等金融投资支出所形成的超额储蓄约 3.4 万亿元，占比最高，这也意味着未来重新增配金融资产的潜在空间也最大。除各项存款之外，银行理财在居民金融资产当中占比最高，而债券是理财产品资产配置的主体。当前市场主要理财产品的平均收益率已高于居民预期，在“赚钱效应”的影响下，居民储蓄有望向理财回流，从而利好债市。

图 35: 短期内存贷差或依然趋于上行


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 36: 中小银行存贷差走高, 同时增配债券


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

风险因素

政策明显收紧，居民企业信心恢复不及预期等。

研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2022年Wind金牌分析师宏观研究第二名。2022年云极“十大讲师”。首届“21世纪最佳预警研究报告”获得者。

张云杰，信达证券宏观研究助理。阿德雷德大学应用金融硕士，华中科技大学统计学学士。2021年加入信达证券研究开发中心，侧重于研究货币流动性和物价分析。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyui@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com

华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。