

宏观

证券研究报告

2023 年 05 月 15 日

存款去哪儿？

2023 年一季度居民存款同比多增 2.1 万亿则是收入修复和理财存款化的结果。4 月和一季度最核心的不同在于理财市场的变化。4 月居民存款下滑可能的原因一是居民存款理财化；二是提前还贷规模增加。

总的来说，随着理财市场好转，此前因居民少消费、少投资、少买房等积攒下来的超额储蓄已经开始部分回流理财市场了，且 5 月初这一趋势还在延续。

往后来看，理财市场和提前还贷在后续几个月里或继续成为超额存款的主要流向。

风险提示：地产销售变动超预期，超额储蓄释放弱于预期，理财市场波动加大

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

孙永乐 分析师
SAC 执业证书编号：S1110523010001
sunyongle@tfzq.com

相关报告

- 1 《宏观报告：宏观-大类资产风险定价周度观察-5 月第 3 周》 2023-05-14
- 2 《宏观报告：宏观-出口韧性的来源》 2023-05-11
- 3 《宏观报告：宏观-大类资产风险定价周度观察-5 月第 2 周》 2023-05-07

4 月居民新增存款-1.2 万亿，同比多减 4968 亿元，这是居民存款在连续 13 个月同比多增后，首次回落。

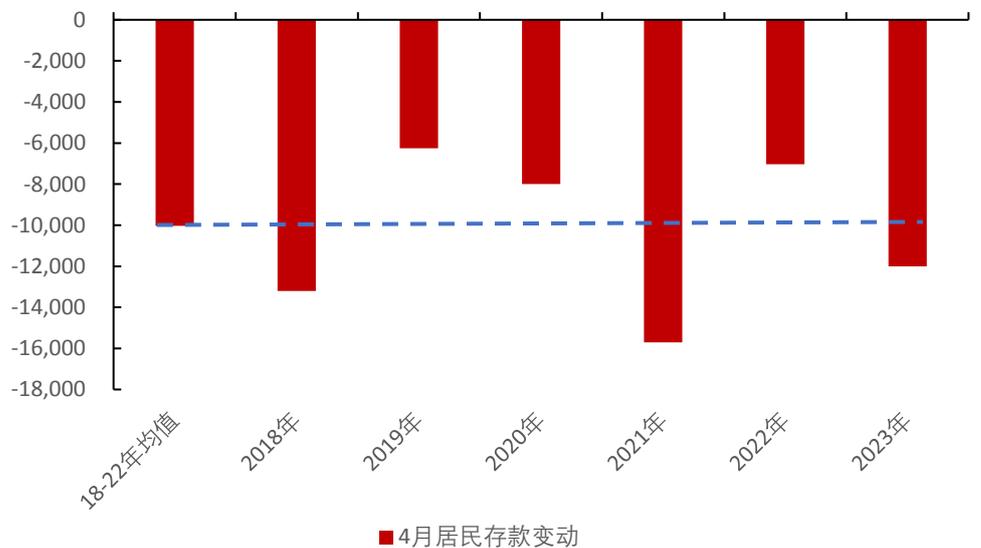
在过去一年多时间里，居民部门积攒了一大笔超额储蓄。今年这笔超额储蓄能否顺利释放对判断经济和资本市场走势至关重要。这里我们尝试回答两个问题。一是 4 月居民存款同比多减是不是超额储蓄释放的开始？二是这一趋势能否延续？

图 1：居民部门存款增速回落¹（右轴单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：4 月居民存款变动超季节性（单位：亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

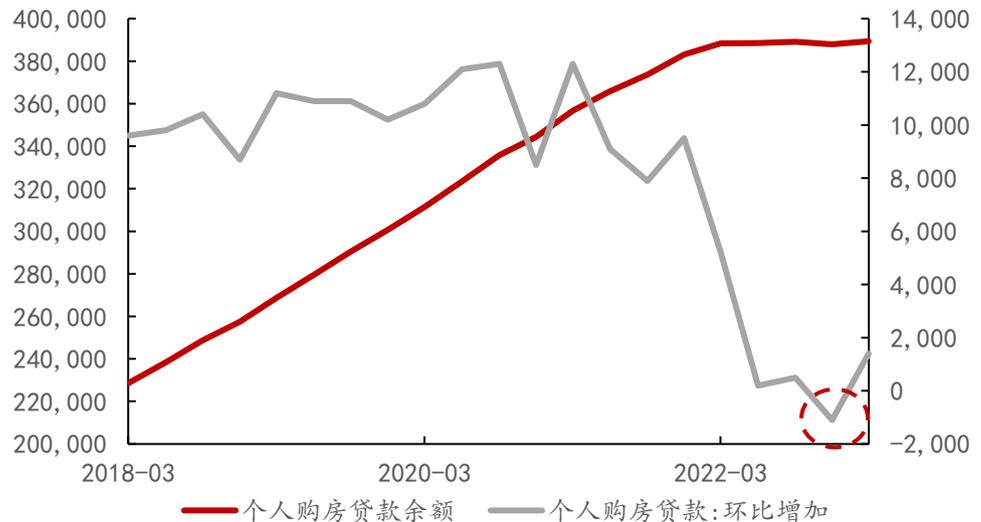
对上述问题的回答取决于存款会受到哪些因素的影响。一般影响居民存款的主要有这么几种行为：可支配收入、消费支出、金融资产相关收支和房地产相关收支。

收入增长、消费减少、金融资产赎回、购房减少会推动存款增加；反之，收入减少、消费增加、认购金融资产、购房增加、提前还贷等则会带动存款回落。

2022 年居民存款同比多增 7.9 万亿是居民少消费、少投资、少购房的结果（详见《超额储蓄能否转化成超额消费》，2022.12.31）。此时虽然居民收入增速放缓并提前还贷，但因为投资、购房等下滑幅度更大，所以存款同比大幅多增。

¹ 存款同比增速使用金融机构住户存款余额+4 月新增来进行估算

图 3：2022 年下半年或是居民提前还贷的峰值点之一（单位：亿元）



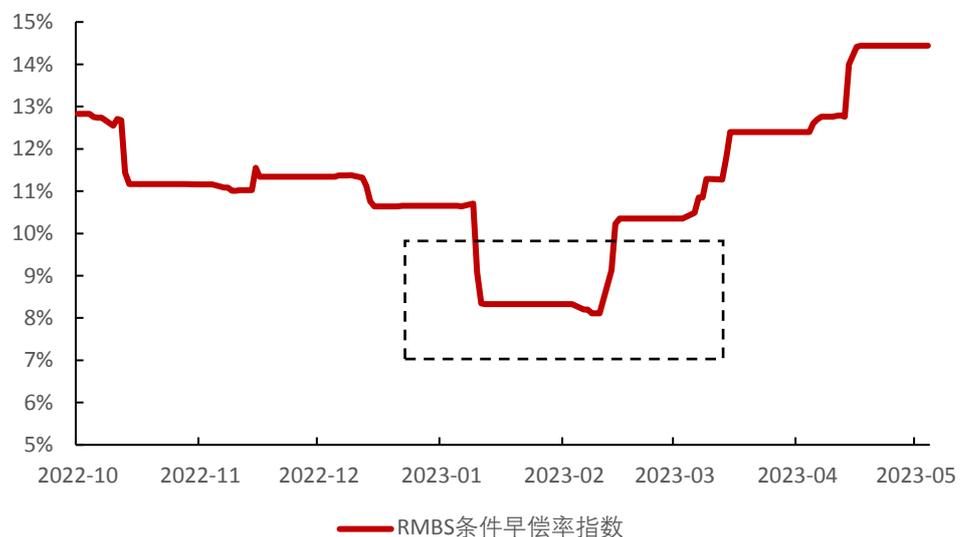
资料来源：wind，天风证券研究所

2023 年一季度居民存款同比多增 2.1 万亿则是收入修复和理财存款化的结果。

一季度居民人均可支配收入同比增长 525 元，理财存续规模相比于 2022 年末下滑 2.6 万亿至 24.2 万亿。另外，受银行办理速度放缓等因素影响，RMBS（个人住房抵押贷款支持证券）条件早偿率指数²相比于 2022 年有所回落，即居民提前还款对存款的拖累相比于去年末略有放缓。

但是，随着居民消费和购房行为修复，其对存款的支撑力度减弱，一季度人均消费支出同比增加 345 元（低于收入涨幅）、购房支出³同比多增 1575 亿元。但因为支撑因素的规模更大，所以存款继续回升。

图 4：2023 年早偿率指数先下后上（单位：点）



资料来源：wind，天风证券研究所

4 月和一季度最核心的不同在于理财市场的变化。4 月居民存款下滑可能的原因一是居民存款理财化；二是提前还贷规模增加。因为居民收入和消费数据不足，暂时无法判断消费和收入在 4 月对存款的影响。

存款回流理财是 4 月存款回落的核心原因，4 月理财存量规模环比增加 1.26 万亿至 25.5 万亿，结束了自去年 10 月以来的下行趋势，重回扩张区间。

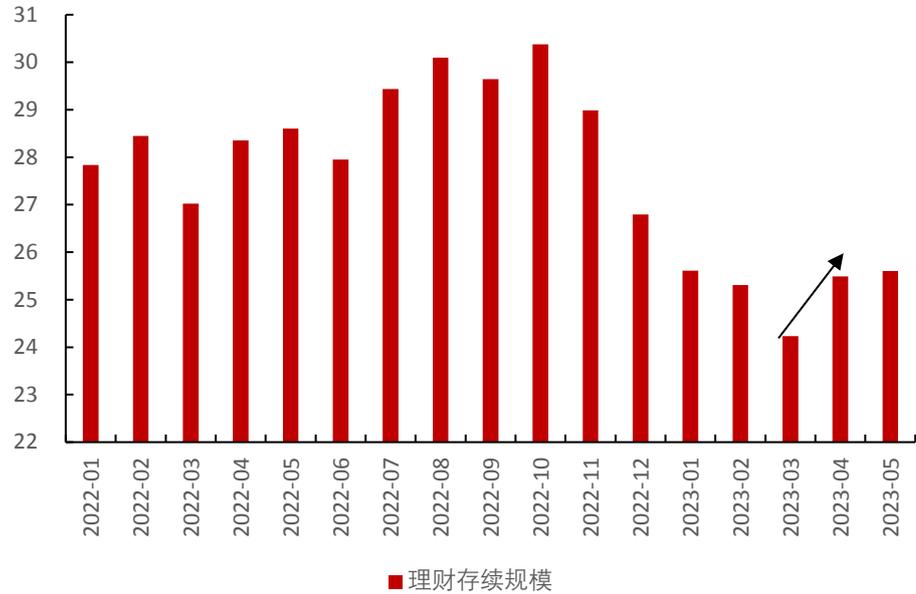
² 早偿率是指在个人住房抵押贷款中债务人提前偿付的金额在资产池未偿本金余额的占比
https://mp.weixin.qq.com/s/SmzkrPtVxp_4fY21QlgRCQ

³ 购房支出使用住宅商品房销售额来估算

居民增配理财等资产是理财风险降低、收益回升和存款利率下滑共同作用的结果。受益于债券市场走强，今年理财市场表现逐步好转，理财产品单位破净率从 2022 年 12 月峰值的 29.2%持续下滑至 2023 年 5 月 12 日的 4.7%，叠加这一时期下滑的存款利率，存款对居民的吸引力逐渐减弱，而理财对居民的吸引力则不断增强。

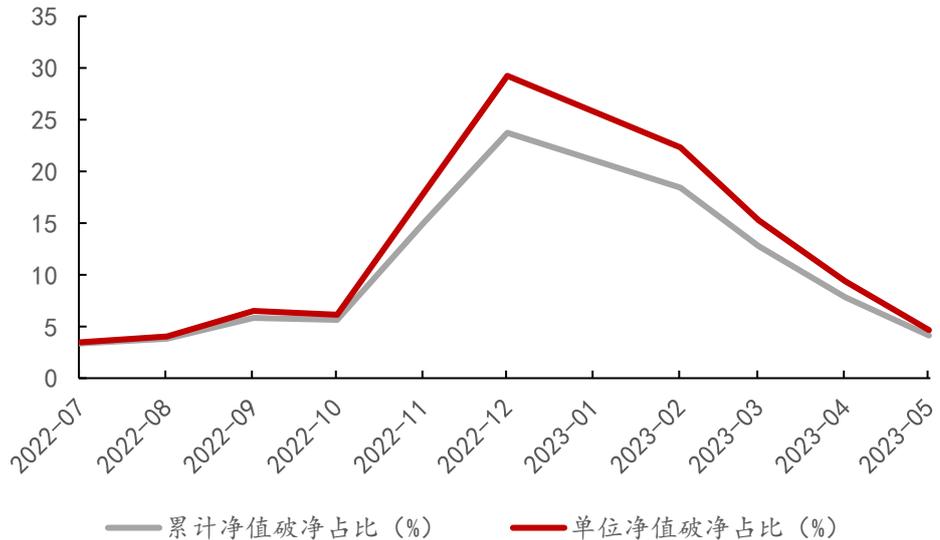
从 5 月理财规模上看，随着破净率进一步回落，居民还在继续增配理财产品，存款理财化趋势有望延续。

图 5：理财规模回升（单位：万亿元）



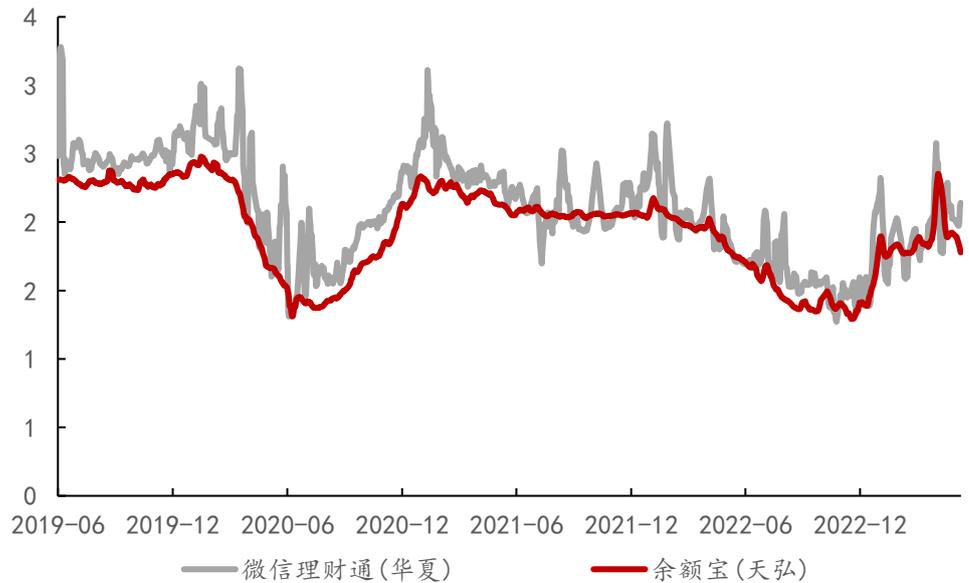
资料来源：普益标准，天风证券研究所

图 6：破净理财占比快速回落（单位：%）



资料来源：普益标准，天风证券研究所

图 7：理财收益率回升（单位：%）

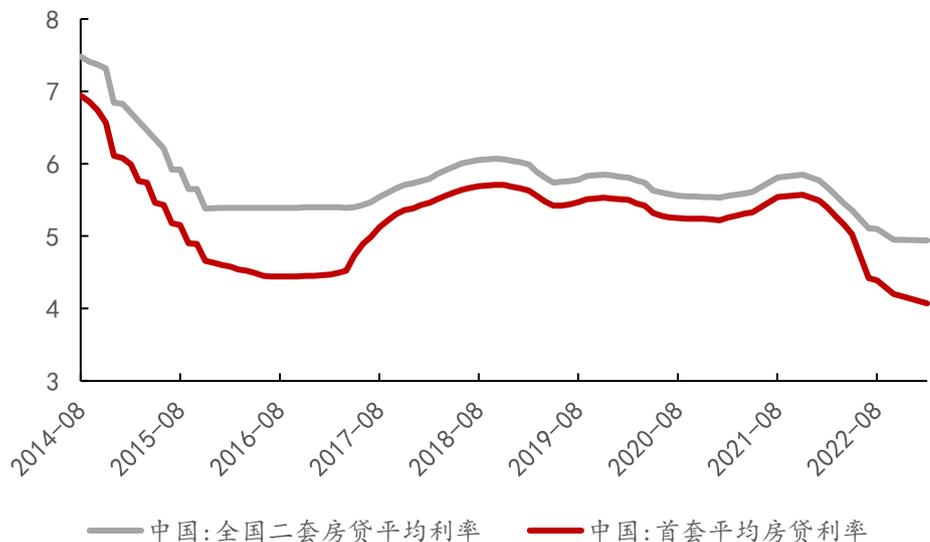


资料来源: wind, 天风证券研究所

提前还贷规模扩大是存款下滑的又一个原因。4 月早偿率月均值相比于 2 月低点上行 4.3 个百分点, 相比于 3 月上行 1.9 个百分点。

居民加大提前还贷力度一是因为首套房利率还在下降, 居民提前还贷以降低成本, 4 月沈阳、马鞍山等多地继续降低首套房利率⁴, 贝壳研究院数据显示百城首套主流房贷利率平均为 4.01%⁵, 环比 3 月继续回落 1 个 BP。二是政策放松后, 1、2 月份部分积压的还贷业务在 3、4 月份办理, 这会推动提前还贷规模走高。

图 8: 房贷利率尚处于下行通道 (单位: %)



资料来源: wind, 天风证券研究所

总的来说, 随着理财市场好转, 此前因居民少消费、少投资、少买房等积攒下来的超额储蓄已经开始部分回流理财市场了, 且 5 月初这一趋势还在延续。

往后来看, 理财市场和提前还贷在后续几个月里或继续成为超额存款的主要流向。

五一旅游人均消费水平未见明显改善⁶或部分表明当下居民消费意愿依旧偏弱, 考虑到超

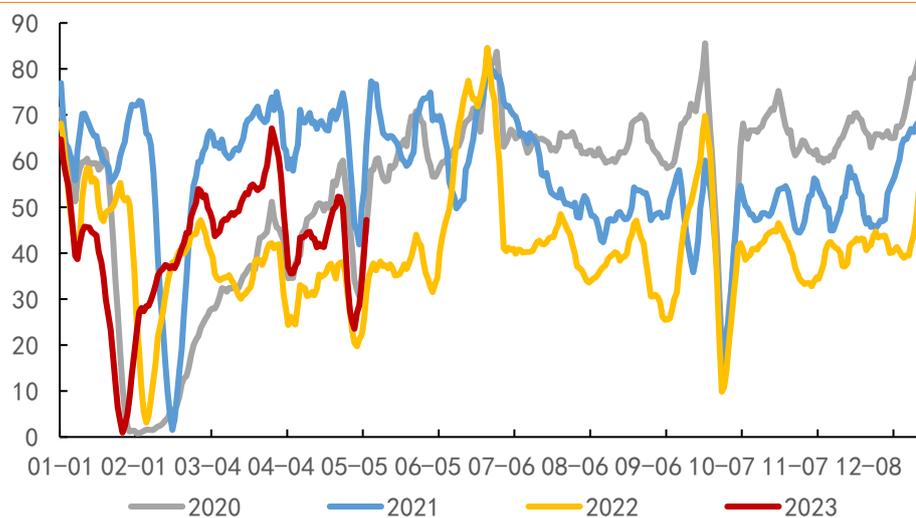
⁴ <https://mp.weixin.qq.com/s/D-UJBDcD7UaQyRel3E9myg>

⁵ <https://mp.weixin.qq.com/s/HJSLsY4AydJEFJ9UwHKgg>

⁶ 这里使用与 19 年比值来作为居民旅游消费水平没有明显改善的标准, 五一人均旅游消费支出 540 元, 为 2019 年同期的 89.5%, 而春节期间居民人均旅游消费就已经修复至 2019 年 98.5%。

额储蓄的持有分化且并非主要来自消费，后续超额储蓄对消费的支撑力度依旧偏弱。（详见《超额储蓄能否转化成超额消费》，2022.12.31）。同时，随着前期积压的购房需求逐渐释放，房地产销售目前已经有走弱迹象，地产短期或不会成为超储的主要流向。但是因为按揭利率存在明显利差，居民提前还贷行为或将延续。从这个角度来看，主要因为少买房、少投资而积攒下来的储蓄，在理财市场环境好转和存款利率下滑的背景下或将继续回流到理财市场。

图 9：偏弱的商品房销售（单位：万平方米）



资料来源：wind，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com