

# 超额储蓄的规模、来源与影响

◎罗志恒 马家进

**摘要：**2022年居民存款大幅增长，超额储蓄成为市场热议的话题。本文认为市场热议的超额储蓄其实是超额存款，并分析了超额存款的规模和来源及超额存款转变成超额消费的可能性，就如何有效提振消费提出相关政策建议。

**关键词：**超额储蓄；超额存款；规模；来源

**中图分类号：**F832 **文献标识码：**A

近期超额储蓄以及超额储蓄是否能推动形成报复性消费，成为市场热议的话题。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，主要原因在于：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。对于超额储蓄的讨论，本文认为需要厘清一些似是而非的关键点。

## 一、市场讨论的其实是超额存款，而非超额储蓄

近期市场所热议的超额储蓄其实是超额存款。

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，这会夸大超额储蓄的规模和影响。

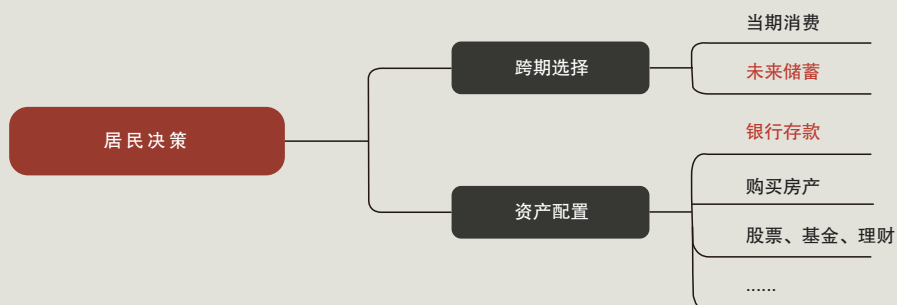
## 二、2022年居民部门超额存款的规模与来源

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17.8万亿元，大幅高于2019—2021年同期的9.7万亿元、11.3万亿元和9.9万亿元。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17.8万亿元，较2021年多增了7.9万亿元。

超额存款可分为两部分：一是真正意义上的超

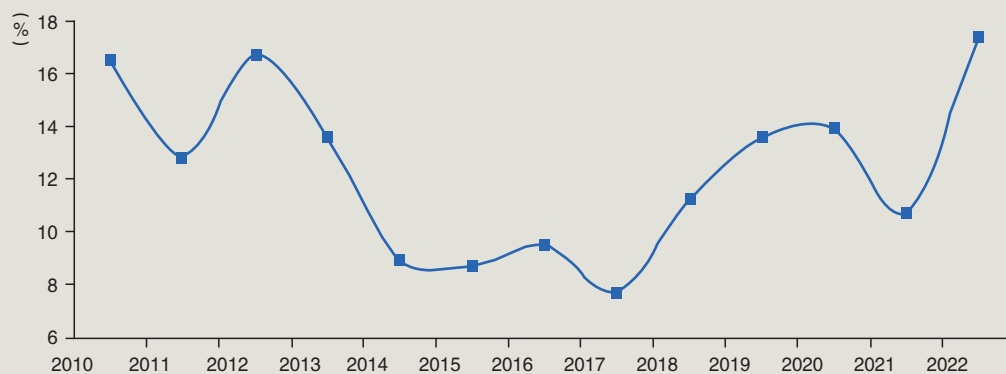
作者简介：罗志恒，粤开证券首席经济学家、研究院院长；马家进，粤开证券宏观分析师。

图1 储蓄涉及居民决策中的两个不同领域



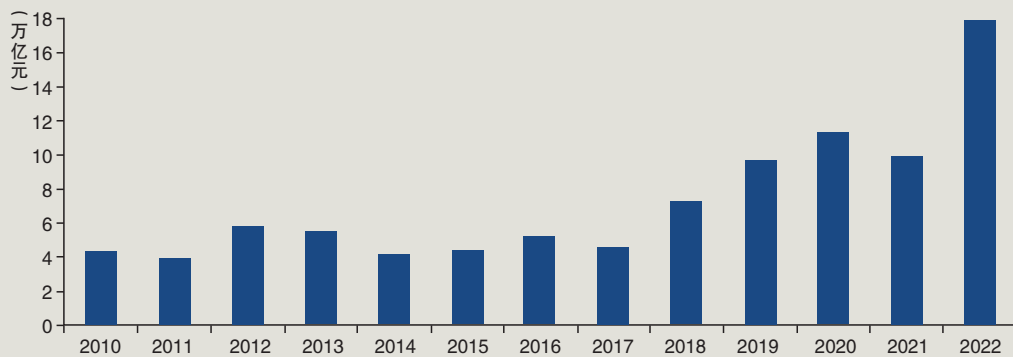
资料来源：粤开证券研究院

图2 2010—2022年居民存款增速



资料来源：Wind，粤开证券研究院

图3 2010—2022年居民新增存款规模



资料来源：Wind，粤开证券研究院

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 万亿元**

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

图4 2015—2022年居民平均消费倾向

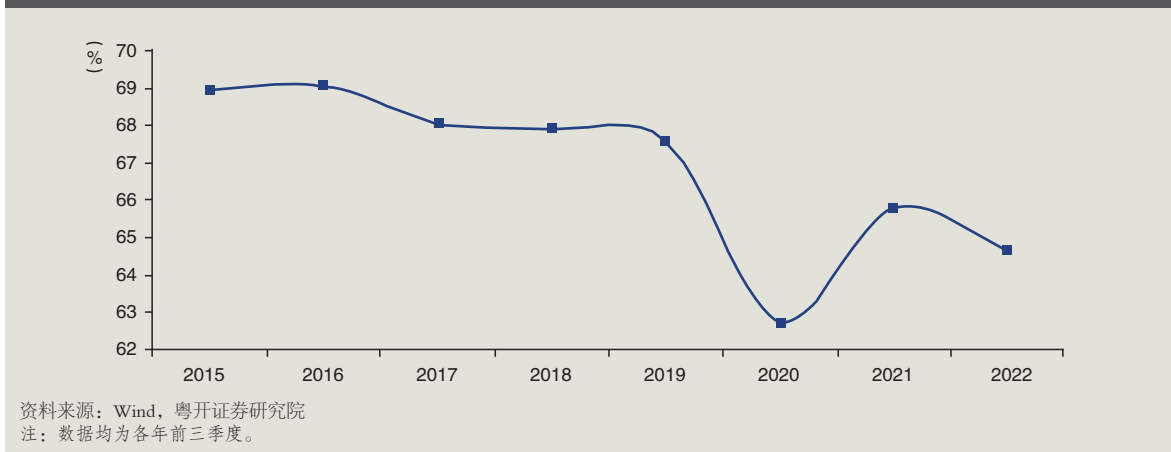
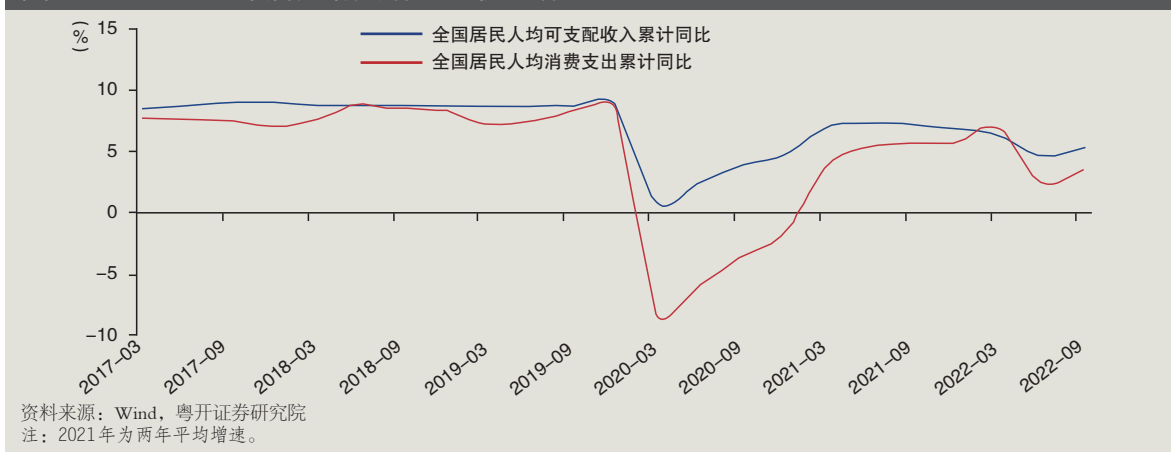


图5 2017—2022年居民消费增速与收入增速



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增速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1.5万亿元。假设2022年第四季度居民人均可支配收入同比增速与第三季度相同, 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, 可得超额储蓄为1.5万亿元。

## (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。中国人民银行《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%。

图6 2010—2022年商品住宅销售额

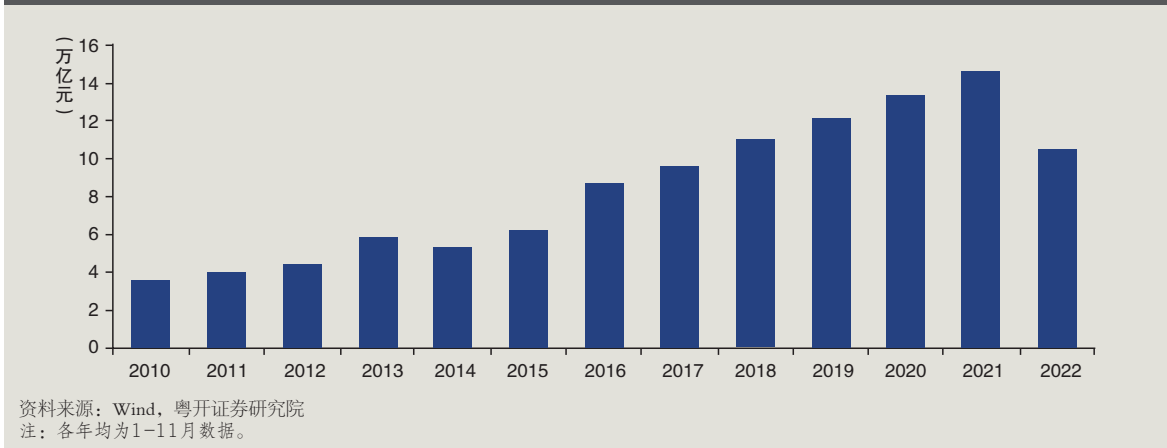
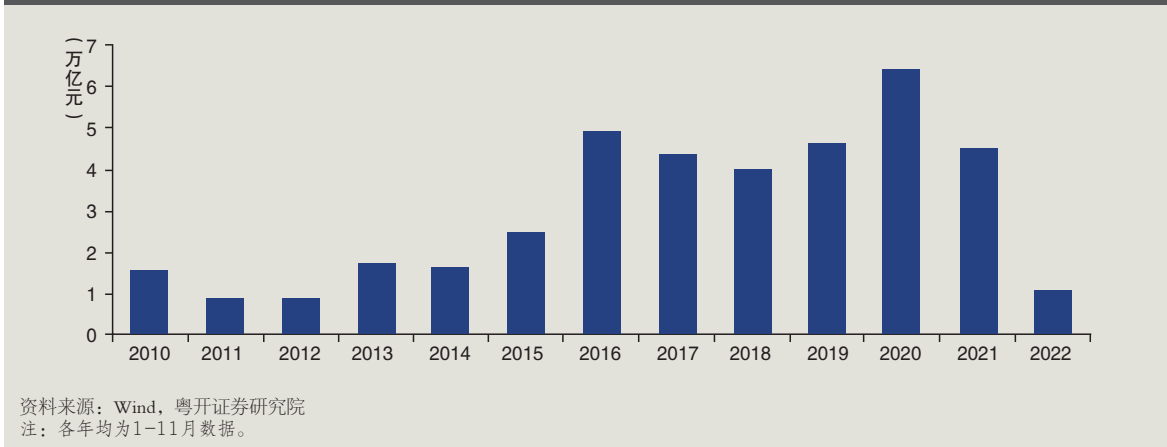


图7 2010—2022年居民部门新增中长期消费贷款规模



2022年因居民购房减少而增加的超额存款或达3万亿元。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6.1万亿元。假设平均首付比例为50%,则2022年居民购房支出减少约3万亿元,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3.4万亿元,也与上述测算基本吻合。

### (三) 金融市场波动,居民存款回流,贡献约2.5万亿元

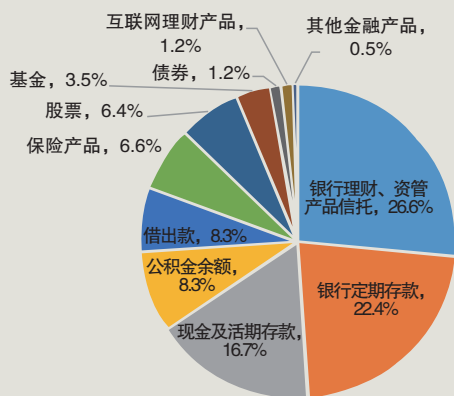
除了房地产以外,居民还会持有一定的金融资产。中国人民银行调查显示,2019年金融资产占家

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。

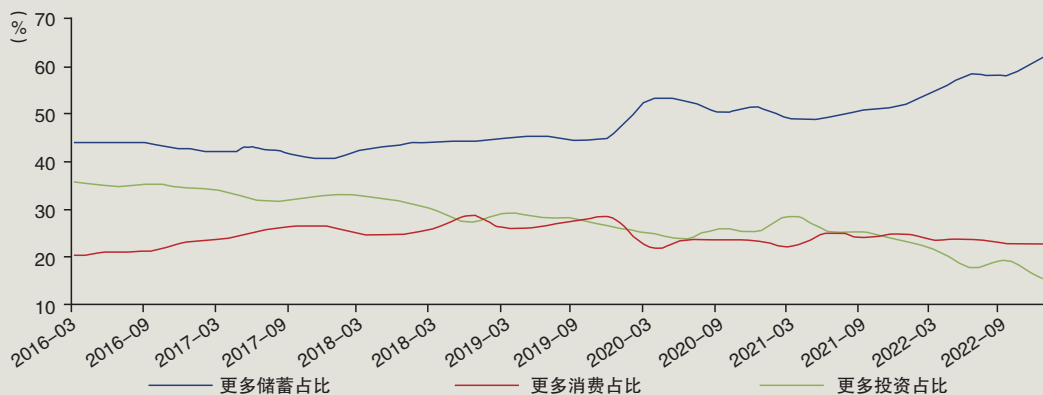
2022年因居民赎回理财产品而增加的超额存款或达2.5万亿元。2022年金融市场波动加剧,上证综指和创业板指分别下跌15.1%和29.4%,债券市场下跌导致理财产品净值回落,进而引发赎回潮,银行存款的收益风险比上升,资金出现回流。中国人民银行第四季度城镇储户问卷调查显示,倾向于“更多储蓄”和“更多投资”的居民占比

图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9 中国人民银行城镇储户问卷调查结果



资料来源：Wind，粤开证券研究院

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%。

### 三、超额存款是否会引发报复性消费

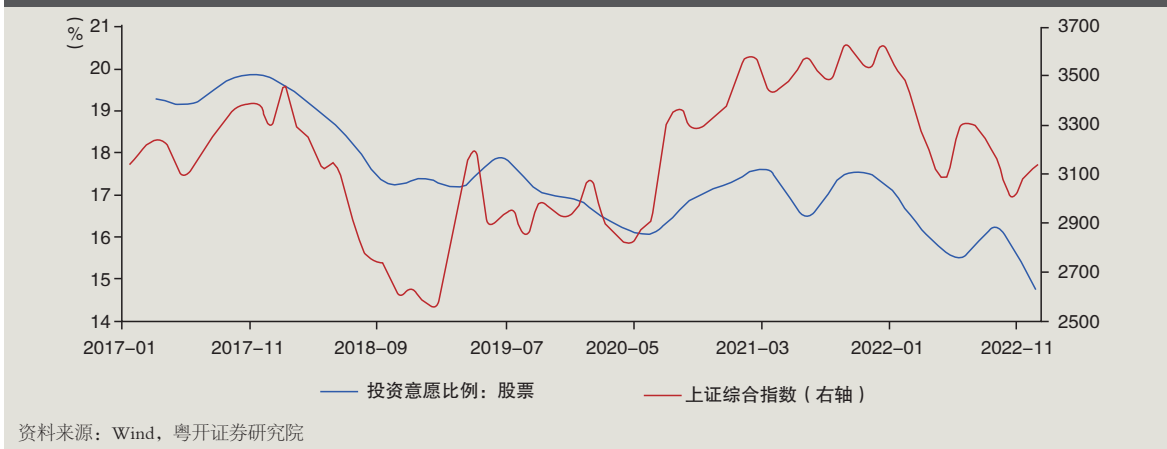
超额存款提高了居民消费能力，同时疫情防控措施优化放开了消费场景限制，2023 年是否会迎来一轮报复性消费？

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 万亿元左右的超额储蓄，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 2023 年完全释放。假设 2023 年能动用其中的 60%，则将拉动居民消费上升 2.5 个百分点。

其次，超额储蓄的非对称分布将导致消费 K 型恢复。1.5 万亿元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，高收入人群受冲击较小；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受限制较大。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

图10 2017—2022年股票投资意愿与A股市场表现



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。

最后,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,扩大内需成为未来一段时期的重要工作。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,扩大

内需,促进“双循环”。一是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。二是优化财政支出结构,进一步提高财政支出中教育、养老、医疗等的比重,解决居民的后顾之忧,减少预防性储蓄。三是加快户籍制度改革,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。四是从供给端发力,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。五是放宽旅游、文化、医疗、养老和家政服务等服务消费领域的市场准入,鼓励民营机构参与竞争,加强标准建设和有效监管。

#### 参考文献:

- [1] 李艳军. 超额储蓄的再讨论及其政策含义[J]. 金融市场研究, 2023(3): 106-115
- [2] 罗志恒、原野. 中国的贫富分化与共同富裕[J]. 国际金融, 2022(4): 23-25

(责任编辑: 辛本胜)