

超额储蓄能否转化成超额消费？

◎宋雪涛 孙永乐

摘要：2022年中国居民部门积攒的超额储蓄引起了市场的高度关注。本文分析了中国超额储蓄的来源与构成，并在与美国居民收入和超额储蓄情况进行比较的基础上，分析了不同来源的超额储蓄对居民消费的影响，及超额储蓄转化为超额消费的可能性。

关键词：超额储蓄；超额消费；中国；美国

中图分类号：F831 **文献标识码：**A

在防疫政策优化后，疫情带来的中长期不确定性快速消退，被疫情压制了接近三年的消费在后疫情时代能否顺利修复也决定着未来的经济成色。而这三年间，消费意愿被压制带来的储蓄高增能否转化为消费高增，对2023年消费修复的判断至关重要。

一、中国居民部门超额储蓄的规模和结构

2022年，中国居民部门积攒了约7.9万亿元超额储蓄。数据显示，2022年居民部门新增存款17.8万亿元，大幅高于往年水平（2019年、2020年、2021年分别为9.7万亿元、11.3万亿元和9.9万亿元）。对比来看，2022年居民部门的超额储蓄规模或在7.9万亿元左右。疫情期间的超额储蓄能否转化成疫情后的超额消费？这是市场非常关心的问题。在回答这个问题之前，我们需要先厘清约7.9万亿元的超额储蓄是怎么来的？因为只有厘清了储蓄的来源，才能知道它的去处。

逻辑上讲，储蓄只是一个结果，是居民可支配

收入减去消费性支出和投资性支出后的剩余，用公式表达， $\text{储蓄} = \text{可支配收入} - \text{消费性支出} - \text{投资性支出}$ 。而消费支出和投资支出又均受收入预期、收入结构等因素的影响，所以究其缘由，储蓄的核心在收入端，可支配收入增加、收入预期下滑、收入结构恶化都可能造成储蓄上升。现实情况是2020年以来，居民部门收入增速一直低于疫情前水平。2020年、2021年和2022年居民可支配收入名义同比增速分别为4.7%、6.9%（两年同比）和5%，显著低于2019年8.9%的增速。

连续三年疫情也降低了居民的收入预期。2022年以来，受国内疫情影响，消费者信心指数、预期指数（均包括收入和就业两类）分别从1月的121.5和124.5下滑至4月的86.7和86.8。4月之后，消费者信心指数和预期指数迟迟未重回疫情前水平，居民收入预期持续偏弱。居民收入来源结构也发生了变化。从收入来源看，疫情对居民经营性收入的影响最大，对工资性收入的影响次之。例如，2022年第二季度经营性净收入当季同比增速0.1%，第一季度为5.4%；工资性收入当季同比增速2.3%，第一季度为6.7%；财产净收入和转移净收入当季同比增速4.2%和4.7%，高于工资性收入和经营性净收入。

一方面，受收入下滑、收入预期转弱等因素影响，居民消费支出增速明显下滑，且同比降幅大于收入。在受疫情影响明显的2020年上半年和2022年上半年，居民人均消费支出累计同比增速仅-5.9%和2.5%，大幅低于疫情前8%左右的同比增速。分项结构中，食品烟酒、居住等必需品消费维持韧性，而教育、文化和娱乐、衣着等与线下消费密切相关

作者简介：宋雪涛，天风证券研究所宏观首席分析师；孙永乐，天风证券研究所宏观研究员。

图1 2018—2022年居民部门存款

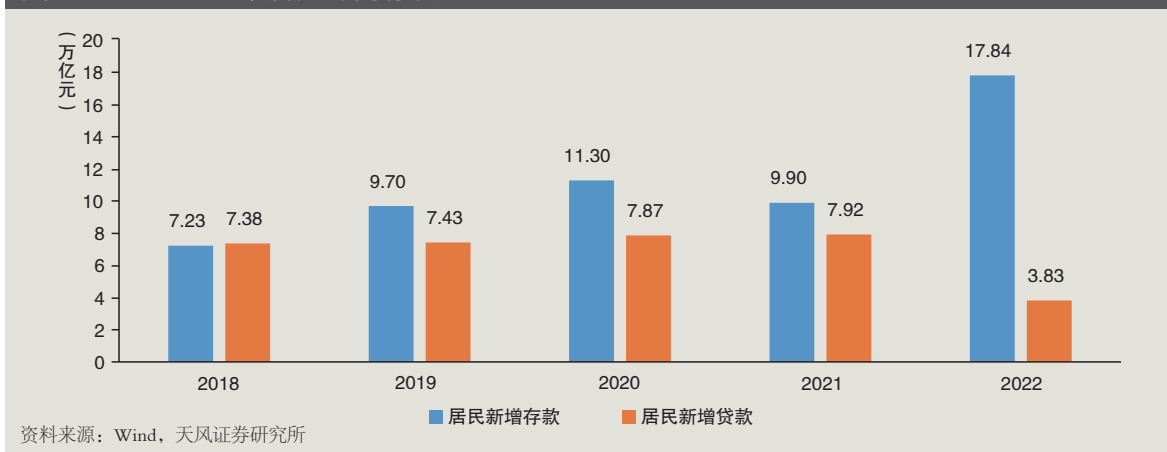


图2 2017—2022年居民收入分项增速

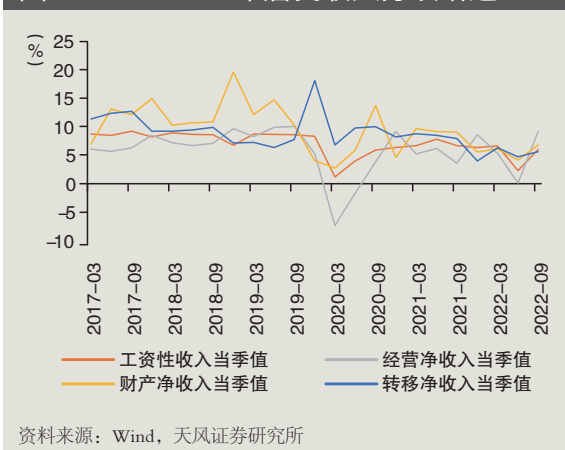
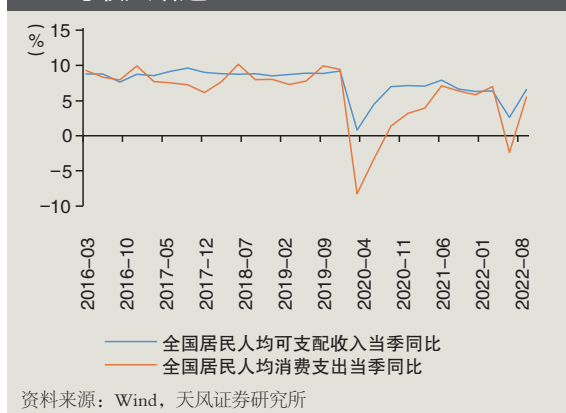


图3 2016—2022年疫情之后居民消费支出增速与收入增速



的消费则偏弱。根据2017—2019年三年增速均值或2019年增速估算，疫情以来居民部门累计超额储蓄在6000亿~17000亿元左右。但主要来自2020年，2022年居民部门收入下滑幅度大于支出，反而拖累了超额储蓄。按往年均值估算，2022年居民可支配收入累计低于潜在趋势约2769元，消费支出低于潜在趋势约2632元，对应人均-136元的额外储蓄，即2022年消费减少或并未给居民部门带来超额储蓄。

另一方面，房企爆雷和理财投资收益下行也造成居民部门减少了购房和理财等投资性支出，而这部分才是2022年超额储蓄的主要来源。对比2020年的房地产市场，彼时房地产政策的边际放松推动销售快速上行，2020年商品房住宅销售额15.5万亿元，同比上涨10.8%。而2022年受期房存在交付风险等因素影响，房地产销售快速下行，2022年商

品房住宅销售额仅11.7万亿元，同比下滑26.8%。按照过去三年住宅销售额同比均值计算，2022年住宅销售额低于潜在值约4.9万亿元左右，除去约占1/3的个人按揭贷款，居民购房类支出减少也带来了约3.3万亿元的超额储蓄，这是2022年超额储蓄的主要构成。

除房地产销售市场外，2022年资本市场波动加大，理财收益回落推动居民部门减持理财产品，资金回流存款。2022年银行理财产品资金余额27.7万亿元，同比减少1.35万亿元，而在2019—2021年，银行理财同比增量达到了1.36万亿元、2.46万亿元和3.14万亿元。除银行理财外，基金等资管业务规模也明显承压，2019—2021年前三季度国内资产管理业务新增总规模分别为0.8万亿元、3.9万亿元和6.9万亿元，但是2022年前三季度资管业务仅新增0.5万亿元，大幅低于过去三年均值水平。理财资

图4 2016—2022年房地产销售同比增速

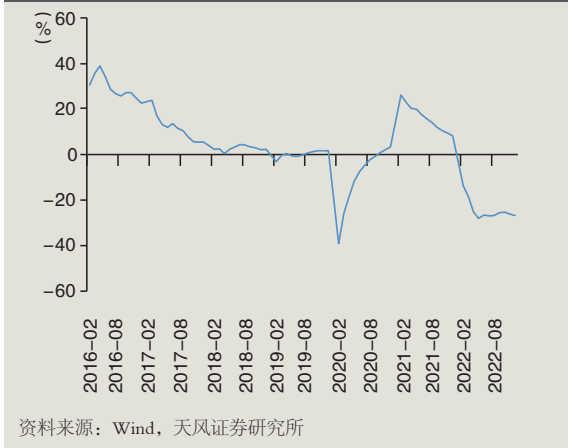


图5 2019—2022年居民新增房贷规模

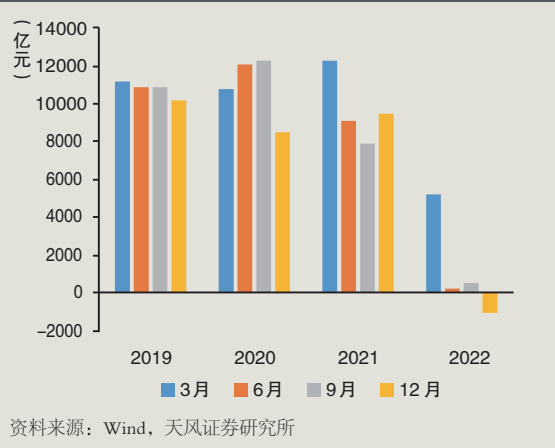


图6 2015—2022年理财收益率

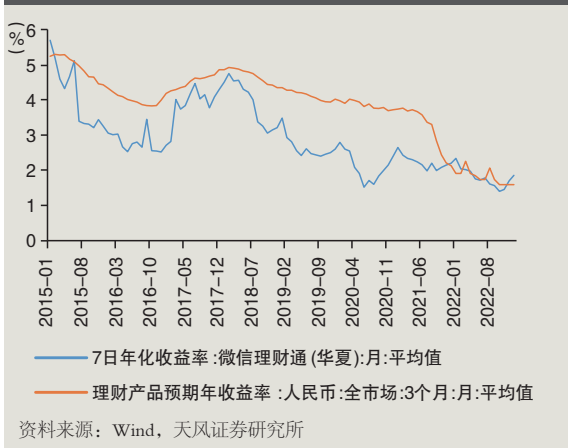


图7 2019—2022年银行新增理财业务规模

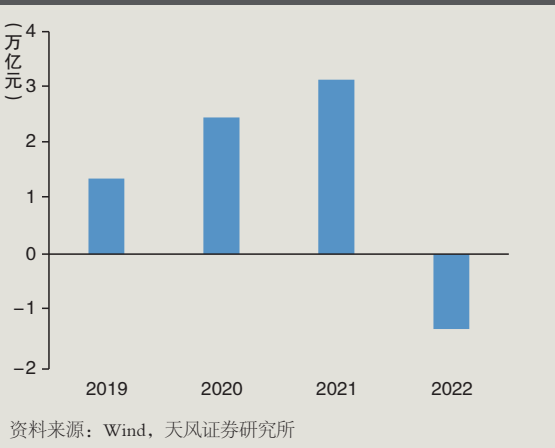
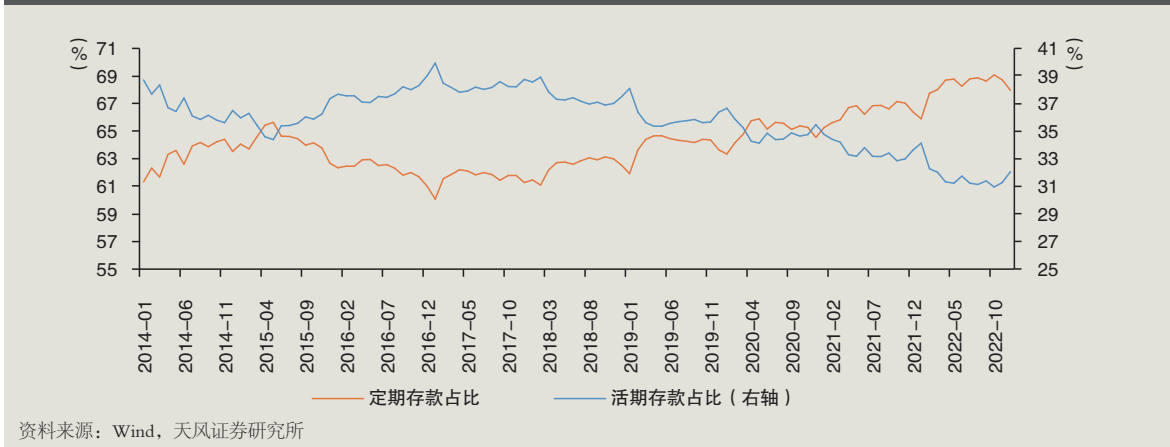


图8 2014—2022年居民部门存款结构的变化



金回流存款则补上了超额储蓄的另一块拼图。

这部分超额储蓄对应了2022年居民存款的定期化趋势。从存款结构上看,2022年新增人民币活期存款4.1万亿元(过去三年均值为2.5万亿元)。

新增定期存款7.8万亿元(过去三年均值为6.1万亿元),超额增幅接近4.5万亿元。这也推动居民定期存款占比持续上行,2022年金融机构人民币存款中,住户部门定期存款占比达到了68%。

图9 2018—2022年美国居民收入端快速修复

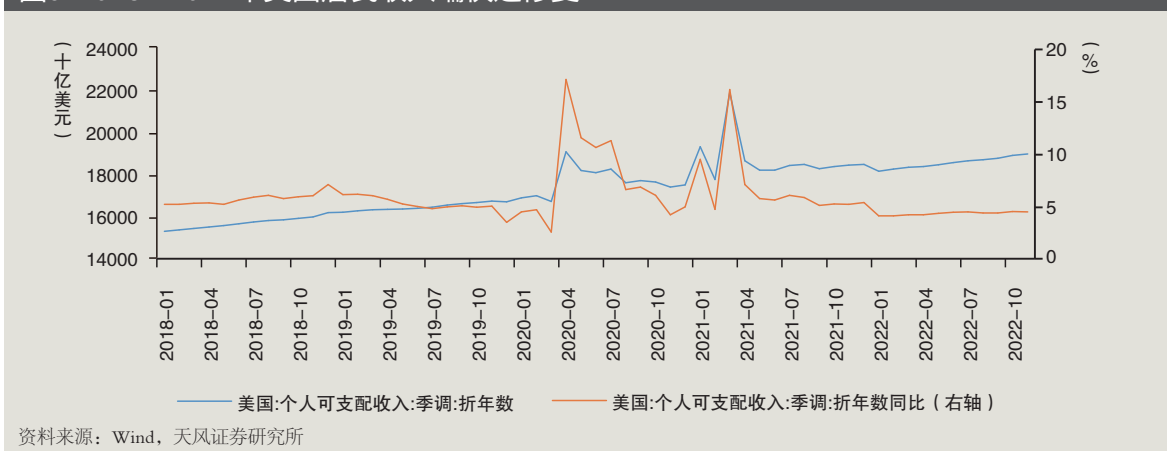


图10 2019—2022年美国居民收入分项

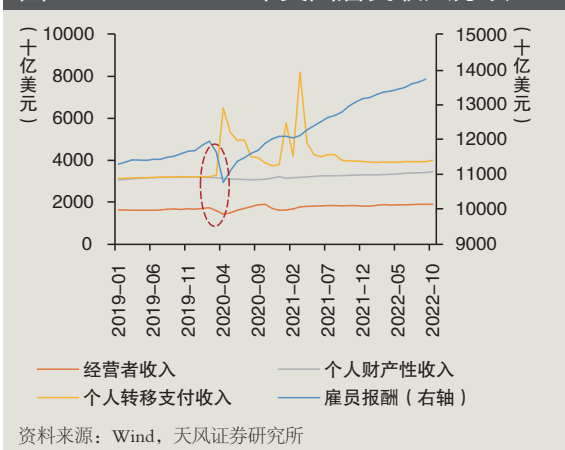
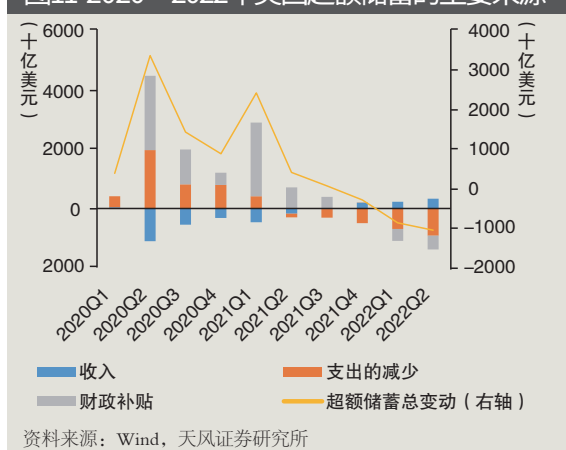


图11 2020—2022年美国超额储蓄的主要来源



二、中美两国居民收入和超额储蓄差异

横向对比 2020 年之后美国居民的收入情况以及超额储蓄情况，可以看到疫情以来中美两国在这两方面存在明显差异。受益于大规模的财政转移支付，疫情以来美国居民实际收入快速增长，2020 年和 2021 年全年美国个人可支配收入同比分别上涨 7.4% 和 5.9%，高于 2017—2019 年 5% 的均值水平。

收入结构上，美国居民收入高增主要有两个来源：一是美国政府向居民部门进行了多轮大规模财政转移支付，2020—2021 年第二季度，美国居民积累的 2.3 万亿美元超额储蓄，其中财政补贴贡献了约 1.8 万亿美元。二是薪资增速快速修复。疫情后美国劳动力参与率从 2019 年 12 月 63.3% 快速下滑至

2020 年 4 月的 60.2%，一直到 2022 年 11 月（62.1%）也未修复至疫情前水平。同时美国职位空缺数从 2019 年年末的 674 万最高上行至 2022 年 3 月的 1186 万。劳动力供不应求推动美国居民工资快速上行，2020—2022 年 12 月时薪同比月均增速为 4.89%，高于 2017—2019 年同比月均增速 1.9 个百分点。这在财政补贴结束后，支撑了美国居民收入端修复。

疫情以来美国居民的超额储蓄来源也可以分为两类：一类来源于政府财政转移支付带来的收入增加，这部分超额储蓄主要集中于美国低收入群体。截至 2022 年第二季度，收入后 50% 分位家庭的超额储蓄主要来自接近 1.5 万亿美元的财政转移支付^①。另一类来源于居民收入预期下降带来的消费减少，这部分超额储蓄主要集中于美国高收入群

① <https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/excess-savings-during-the-covid-19-pandemic-20221021.html#fig5>.

图12 按收入分位数家庭分列的超额储蓄来源

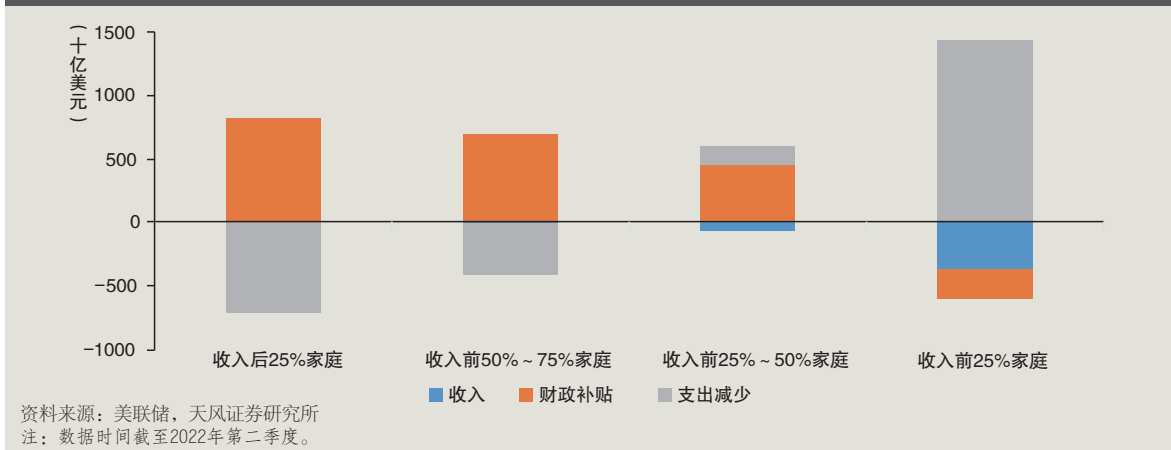


图13 美国不同收入水准居民个人可支配收入变化

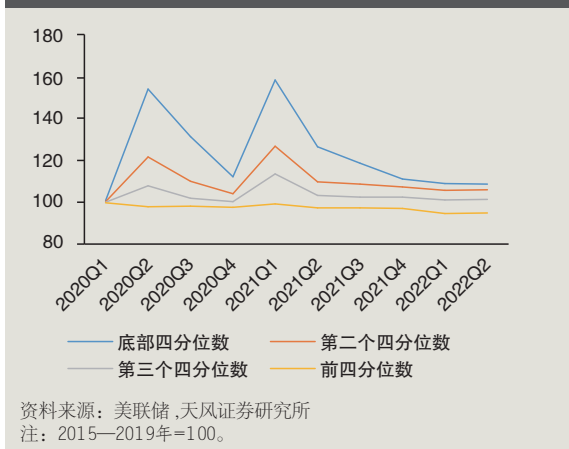
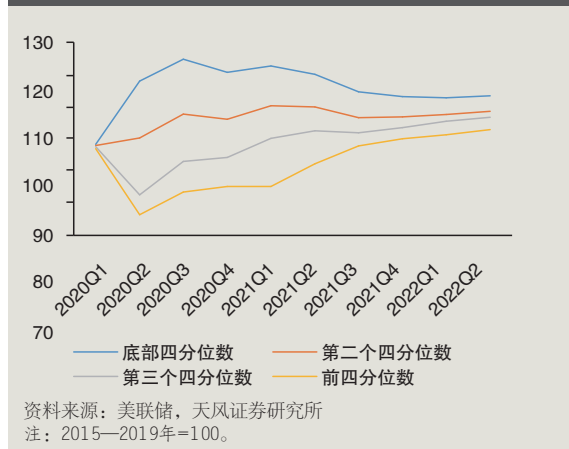


图14 美国不同收入水准居民个人消费支出



体。高收入家庭在疫情后的消费连续七个季度低于2015—2019年的趋势水平，截至2022年第二季度，收入前25%分位家庭通过减少支出积累了约1.4万亿美元的超额储蓄。

不同来源的超额储蓄对于居民消费的影响并不一样。从收入和支出数据上看，受益于财政转移支付的低收入群体（收入后25%分位家庭），可支配收入明显上涨，消费较快修复，2020年第二季度美国低收入居民消费支出从第一季度的98.5（指数化后的指标，2015—2019年=100）跳涨到118.3，并在2021年第一季度达到了123.1，此后随着财政转移收入下滑，消费随之回落。但高收入群体（收入前25%分位家庭）不是财政补贴的主要目标人群，收入承压，消费修复缓慢。美国高收入群体消费支出到2021年第四季度才修复至疫情前水平（指数达到100），且后续修复高度较低，到2022年第二

季度也仅有103。从这个角度看，转移性收入能够有效地刺激居民消费修复，而由收入预期下行带来的超额储蓄对消费的支持力度明显偏低，因为这部分存款本身就是依靠减少消费而来的。因此，消费的修复往往以收入修复为前提，只有等到居民收入预期好转时，超额储蓄才有可能转化为超额消费。

国内研究经验也证实了不同收入来源对消费的影响存在差异：转移性收入和财产性收入的边际消费倾向显著高于工资性收入和经营性收入，且工资性收入和经营性收入更多用于居住等生活必需支出，财产性收入和转移性收入则用于提高众多子类消费。这点从收入来源上容易理解，转移性收入和财产性收入类似于“意外之财”，居民在使用时往往更加大方，且在用途上则更偏向于改善性、临时性支出；而经营性收入和工资性收入是劳动所得，收入来源稳定，主要被用于日常性开支。

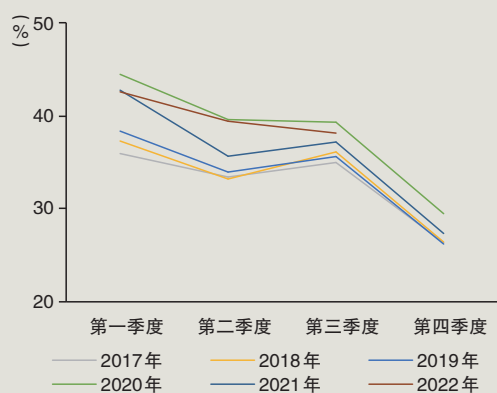
表1 不同类型收入的边际消费倾向

变量	(1)	(2)
	消费率	消费率
对数收入	-0.824*** (0.0206)	-0.642*** (0.0133)
工资收入占比	0.182** (0.0206)	0.226** (0.0133)
经营收入占比	0.172* (0.0206)	0.226* (0.0133)
财产收入占比	0.668*** (0.0206)	0.427*** (0.0133)
转移收入占比	0.438*** (0.0206)	0.287*** (0.0133)
对数资产	0.044*** (0.0206)	0.0328*** (0.0133)
样本数	9229	9046

资料来源：王湘红等（2022），天风证券研究所

注：括号内的数字为标准误差；*，**，*** 分别代表在 10%、5%、1% 的水平上显著。

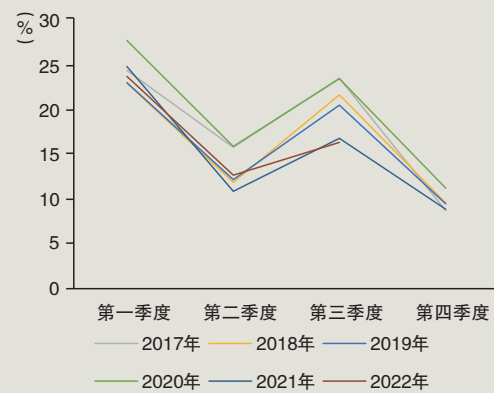
图15 2017—2022年城镇居民储蓄率变化



资料来源：Wind，天风证券研究所

相比于美国家庭的超额储蓄主要来源于低收入家庭的财政转移收入和高收入家庭的节约消费，中国家庭的超额储蓄主要来源于 2020 年的消费大幅下滑和 2022 年的投资性支出下滑。由减少消费支出而带来的储蓄，也可以称为“预防性储蓄”，按照上文的估算，2020 年后因减少消费而带来的超额储蓄规模在 5000 亿~ 13000 亿元。而投资性支出减少带来的超额储蓄，基本对应了 2022 年大幅上升定期存款，这部分资金后续也主要用于购房、理财等投资性支出，如 2022 年房地产销售市场受期房交付风险的影响居民购房支出大幅减少，一部分被压制的购房需求可能后置到 2023 年。未来能转变为消费的储蓄主要是“预防性储蓄”，这部分储蓄能有多少变成消费，取决于储蓄的分布情况以及居民未来的收入预期。从储蓄率的结构来看，国内居民部门的超额储蓄主要集中在城镇人群、高收入人群中。

图16 2017—2022年农村居民储蓄率变化

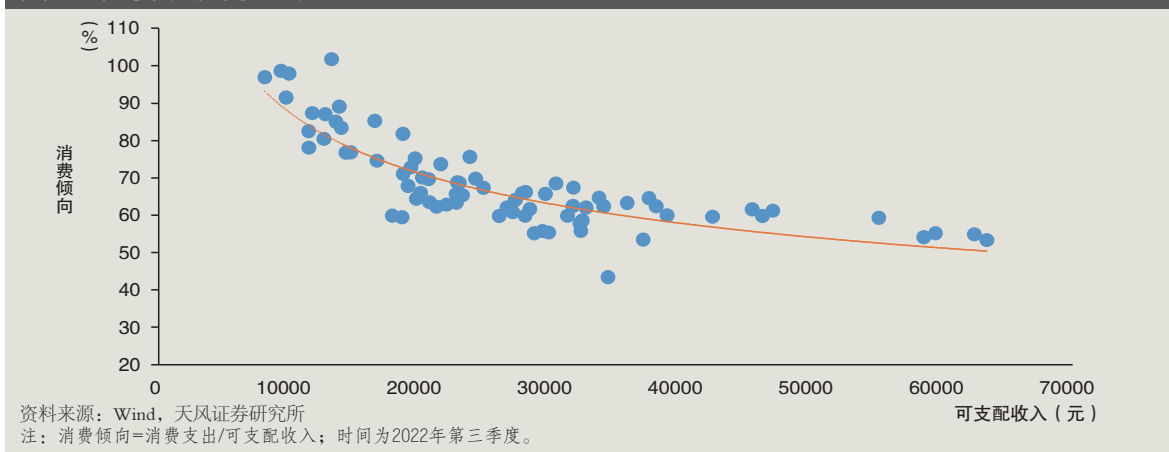


资料来源：Wind，天风证券研究所

数据显示，2022 年城镇居民疫情期间储蓄率明显高于疫情前五年均值，但是农村居民储蓄率略低于疫情前均值水平。这与农村居民支出刚性有关，2022 年，城镇居民人均消费支出占可支配收入的比重为 61.7%，农村为 82.6%。2021 年城镇居民的恩格尔系数为 28.6%，农村居民为 32.7%。在收入下滑时，农村居民消费刚性，只能减少储蓄。而城镇居民因可选类消费占比高，收入下滑时可以降低可选消费支出，储蓄率不降反升。和城乡差异表现一致，中国高收入群体的储蓄率也高于疫情前。疫情前后储蓄率的变化与居民可支配收入正相关，高收入群体疫情以来的储蓄率均值高于疫情之前，而低收入群体疫情以来的储蓄率低于疫情前。

数据还显示，随着居民可支配收入水平持续上行，居民平均消费倾向会从接近 100% 逐渐下滑至 50% 左右。对于居民部门而言，高收入群体的边际

图17 平均消费倾向递减



消费倾向低，但持有超额储蓄规模大，对消费的支持力度弱；低收入群体的边际消费倾向高，但持有超额储蓄规模小，且部分低收入居民的储蓄率低于疫情前水平。这种结构上的分化会降低超额储蓄对消费的支持力度。

从预期数据上看，目前居民部门预期依旧偏弱，中国人民银行调查问卷数据显示，2022年第四季度居民部门收入感受指数和就业感受指数相比于第三季度分别下滑3.2和2.3个百分点，收入信心指数和就业预期指数分别下滑2.1和2.3个百分点，仅有44.4%和43%。

三、相关结论

第一，居民消费从更关注疫情影响变为更关注收入，收入修复是2023年消费修复的前置条件。收入预期和收入来源都会对消费修复产生影响。劳动所得（工资性收入、经营性收入）的修复利好必需消费，“无偿所得”（转移性收入、财产性收入）能够更有效地刺激居民增加可选消费。

第二，如果2023年财政政策支持消费以发放消费券为主，居民收入修复主要靠工资性收入和经营性收入，则必需消费的修复更乐观，可选消费修复或较缓慢；如果2023年财政加大对居民的转移支付，或者资本市场的赚钱效应能带动居民财产性收入提高，则可选消费将有更好的表现。

第三，超额储蓄能否转变为超额消费，与超额储蓄的来源有关。中国居民部门的超额储蓄主要

来源于2020年减少消费支出而增加的预防性储蓄和2022年减少投资支出而增加的定期存款。未来能转化为超额消费的主要是预防性储蓄，这部分估算规模在5000亿~13000亿元左右，占社会消费品零售总额的1.1%~2.9%。至于能多大程度转化为消费，与居民的收入预期和储蓄的分布结构有关。

第四，目前国内超额储蓄或主要集中于高收入群体，而低收入群体的收入端明显承压且缺乏财政转移收入来源，2022年储蓄率不升反降。2023年，高收入群体的收入预期改善，储蓄率回落，高端可选消费如奢侈品消费有望改善。但是高收入群体的边际消费倾向低，对整体消费反弹的支持力度有限；低收入群体的收入端修复，储蓄率初期可能先回升，初期部分收入可能用于回补近年来储蓄的少增，这意味着初期低收入群体的消费支持力度偏弱，但如果收入能有持续改善，未来必需消费或将得到持续支撑。

参考文献：

- [1] 葛奇. 货币政策对收入和财富不平等的影响[J]. 国际金融, 2022(9): 55-66
- [2] 王湘红、文秀泽、孙文凯. 收入结构对家庭消费倾向和消费结构的影响——基于心理账户视角的研究[J]. 经济理论与经济管理, 2022, 42(9): 68-82
- [3] 余永定. 美国的通胀和美联储的政策调整[J]. 国际金融, 2022(10): 3-10

（责任编辑：辛本胜）