

一边是银行存款利率不断下调，另一边我国住户部门的存款规模却大幅飙升。居民存款成了最近大家热议的话题。人民银行近日发布的最新数据显示，2023年1月份我国人民币存款增加6.87万亿元，同比多增3.05万亿元，其中，住户存款就增加了6.2万亿元，创下单月历史新高。事实上，2022年居民存款就已经大幅增长，去年全年住户存款增加17.9万亿元，比2021年的9.9万亿元多增了8万亿元，其中活期存款大约增加了4.09万亿，定期存款增加了13.81万亿。

### 超额存款背后是居民投资行为的改变

通过统计局公布的去年住户收入支出数据，结合去年住户贷款和住户购房情况，中金研报测算发现，去年住户金融资产较2021年有所增加，不过增加幅度相对有限，并没有明显超出趋势值，这与去年住户存款大幅增长形成较大反差。

那么，这些超额存款究竟是怎么形成的呢？中金公司固定收益分析师李雪分析指出，去年的住户金融资产确实有所增加，这主要是因为居民在经济下行压力比较大的情况下，主动去减少了一些消费支出，并且贷款需求不足，还有就是购房支出有所下降，这些共同的因素导致了整个住户金融资产的规模有所增加。但是其实整体来说，住户金融资产增加的幅度并没有那么大，也没有明显超出趋势值，这只是次要因素。“主要因素可能是住户部门在做金融资产配置的时候，减少了股票、理财和公募基金这一类资产的配置，增加了存款的比例。”

“我们理解主要是住户投资行为的变化。”中金研报称，去年股票市场相对较弱，银行理财收益有限，并且有两次明显的净值回撤。在整体金融资产增加幅度有限的情况下，住户部门更多将资产配置为银行存款，尤其是定期存款，而明显减少在股票、公募基金和银行理财等资产上的分配。通过考察住户新增存款、理财和公募基金的走势可以看到，尽管去年住户存款大幅增加，但是理财和公募基金增长明显放缓，住户部门的整体金融资产增长并没有明显超出趋势值。

华创证券首席宏观分析师张瑜也认为，2022年居民17.9万亿的存款增长主要体现为定期存款的明显多增，其背后可能反映了2022年房价回落+股票熊市+理财赎回的情境下，居民被迫以定期存款作为资产配置的选项。定期存款大幅多增的背后可能是居民资产配置的更改。居民的资产配置可以简单分为房地产、股票、证券投资基金、理财、定期存款等五大项。2022年，以70大中城市新建商品住宅价格为代表的房价同比转负，结束了2016年-2021年的房价持续抬升；上证综指回落550点，结束了2019年以来的三年牛市；开放式的公募基金净值从2020年和2021年30%的年度增长回落至0%；理财则面临赎回扰动，破净率明显抬升。

### 存款大增并非因为居民不买房不买股

最近不少分析认为，居民存款的飙升反映出居民储蓄意愿较强，不愿意消费，也不愿意买房和炒股。而中金公司首席宏观分析师张文朗却认为，居民存款大幅增加的主要原因不是“节省”，也不是居民不买房、不买股。

张文朗指出，首先，居民购房、购股是配置行为，是存款的去向，而不是存款的来源。其次，如果居民使用存款购买二手房或是在二级市场上购买股票，这一过程仅发生了居民存款的内部转移，即由买方居民的存款转化成卖方居民的存款，并不影响全社会居民存款总量。如果居民购买新房或进行IPO打新，虽然带来居民存款向企业存款的转移，但在这种情况下，企业收入增加，可能导致贷款增加和居民收入上升，从而居民贷款和存款也随之上升。反过来说，如果居民不购新房新股，那么贷款行为可能减弱，社会存款也可能会下降而未必上升。比如，在商品房销售面积增速不断下降的2013-2015年，居民个人存款的增速也是下降的；在2016年下半年商品房销售面积增速见顶回落之后，居民存款的增速也是下降的。

超额储蓄并没有大家想象的那么多

“不同定义下的‘超额储蓄’的规模并不一致，但无论是将理财余额纳入统计，抑或是计算居民收入与支出的同比增速差，均反映出2022年存在明显的‘超额储蓄’。”中信证券首席经济学家明明在报告中指出，超额储蓄的来源包括三方面：一是资产价值与收入水平的不确定性增大，居民倾向于更多的储蓄；二是受房地产行业风险等影响，居民部门的购房意愿有所降低，潜在的购房配置资金向储蓄转移；此外，受疫情影响，消费场景的缺失也使得2022年以来居民消费支出显著低于潜在规模。三是随着2022年末防疫政策优化、地产支持力度加码、经济预期好转，债市收益率大幅上行，理财净值普遍受损，导致投资者纷纷将理财赎回至存款。

此前，不少市场人士认为，去年居民存款多增的8万亿元就是“超额储蓄”，可推动其转为消费。但是，在厘清了“储蓄”与“存款”的区别之后，这样的说法显然并不准确。

中金公司林英奇、许鸿明等在研报中指出，居民“超额储蓄”规模约为8万亿元的观点存在高估，因为并未考虑银行理财产品赎回和收入增加的影响。他们估算，2022年“超额储蓄”规模可能在3万亿元左右，而居民存款多增中约4万亿元由理财产品转为存款贡献，1万亿元由居民收入自然增长贡献（假设居民储蓄率与2021年持平）。

本组文/本报记者 程婕

统筹/余美英 供图/视觉中国

## 存款与储蓄不是一回事

在很多人眼里，“存款”与“储蓄”是一个概念，但从金融专业角度，它们其实是两回事。

中金公司研报从现金流量表的角度引进一个简单的思考框架。对于住户部门来讲，当年可支配收入减去消费支出，就形成了当年住户部门储蓄，这里的储蓄不是指存款。住户部门储蓄大体上分为两部分，一部分购房形成实物房地产投资，还有一部分用于形成金融资产，包括储蓄存款、银行理财和基金等。结合住户部门从金融体系获得贷款，可以得到一个简单的公式：新增住户存款+新增理财+新增其他金融资产≈当年可支配收入-当年消费支出+新增住户贷款-购房支出。

上述公式左边代表住户金融资产变化，右边则是从住户收入支出角度的一个推算，当然由于住户调查统计误差以及其他各类因素影响，公式左右两边通常有差别，但是理论上二者的趋势应该是一致的。

简略来说，居民没有花出去的收入构成了储蓄，而居民存款只是储蓄的一部分。此前，不少分析将居民存款与居民储蓄混为一谈，认为居民存款增加就是居民储蓄增加，在可支配收入没有明显增长的情况下，唯一的原因就是居民消费支出减少。这样的分析显然不够准确，因为居民存款增加时，居民储蓄不一定增加，居民消费也不一定减少，还需要具体分析每一项的实际情况。

中金公司另一份研报指出，从历史数据上来看，“储蓄率”上升并不对应存款的上升。比如，在储蓄率大幅上升的2020年，居民存款的增速也没有提高；在居民储蓄率上升最剧烈的2020年1季度，居民存款增速还出现了下降。

中信证券明明债券研究团队也在研报中称，储蓄存款并不完全等同于储蓄，随着金融市场的发展，越来越多低风险金融产品正取代存款成为居民财富储藏的工具，因此理论上，即便没有发生超额储蓄，其他金融资产向存款的“转移”也会导致储蓄存款高增。

## 预测

居民存款今年会有多少拿来消费、买房和炒股？

在1月创下单月最高纪录后，居民存款是否会继续走高，以及可能向哪些领域释放成为市场关注的焦点。

中金公司林英奇指出，“超额储蓄”主要来自定期存款，2022年新增居民存款中，

定期存款占比83%，他测算其中久期为1年以下的存款占比约为60%。如果考虑利息损失限制，则3万亿元“超额储蓄”中，能够在2023年到期释放的规模约为1.5万亿元，相当于全年社会零售的3%，是否转为消费和投资取决于收入预期、资产价格预期、收入分配等。

国家金融与发展实验室国家资产负债表研究中心秘书长刘磊认为，超额储蓄和未来的消费、投资都没有太大关系。居民2023年消费和投资都会增加，主要原因是疫情放开以及对未来经济增长复苏的信心增加，并不是由于超额储蓄。也就是说，即使居民消费支出增加、住房投资支出增加，依然不会改变居民存贷差扩大的趋势。

对于消费、地产与金融投资等潜在的消化路径，有三个观点：其一，不宜高估超额储蓄对消费的提振，预期下降导致消费信心趋弱的态势需要一定时间进行扭转；其二，超额储蓄能否顺利向地产行业释放、刺激房地产销售，关键在于居民对于交付问题的信心改善以及对房地产财富效应的预期判断，目前政策有所支持，但房地产财富效应与房价增速仍然是一个长期制约，预计超额储蓄向房地产行业释放的规模有限；其三，居民超额储蓄在短期内无法大量进入消费、地产领域的情况下，考虑到目前金融资产在经历了调整后具备了一定的配置价值后，我们认为一部分超额储蓄后续很可能流入资本市场。

国盛证券也认为，消费、楼市与金融市场均有望受益，但具体消化路径与节奏将取决于居民意愿修复和资产回报预期。从存量视角出发，防御性储蓄更多源自对未来收入的悲观预期，这将直接制约居民的房产、耐用品购置，以及潜在消费升级可能也会阶段性转化为消费降级，因此存量储蓄的释放将更多流向消费与楼市；从增量视角出发，历史经验表明，新增储蓄与投资的关联度往往更显著，而与消费的关联实则相对较弱，反映出储蓄意愿的边际调整可能与居民投资意愿调整挂钩更为直接。投资意愿修复的具体体现则往往依赖于赚钱示范效应，本轮预计股市或率先受益

。