

## 疫情冲击结束后，天量超额储蓄将流向何处？

## 深度报告

## ——观策天夏（二十四）

当前居民储蓄意愿大幅攀升，我们计算的净存款增加规模创下天量，增速创下有计算数据以来的新高。本文提出了衡量居民储蓄率的指标，历史周期运行规律，不同阶段股市、楼市、消费的表现。本轮居民存款储蓄率即将见顶，我们分析了见顶后超额储蓄的流向，测算了相关规模，以及对 A 股的意义。

- **存款储蓄率以及居民存款的净增加率的定义。**本报告中，我们定义居民存款储蓄率=过去四个季度居民部门存款增加额/过去四个季度现价 GDP；居民净存款=居民部门存款余额-居民部门贷款余额，再计算增速。
- 截至 2022 年 10 月，2022 年全年居民存款余额增加了 12.7 万亿，创下历史新高；考虑到贷款余额后，净存款增加了 9.3 万亿，接近过去十年居民净存款增加的总额。因此被称为——“天量超额储蓄”，净存款余额增速达到 35%，创下了有计算数据以来的新高。
- **居民储蓄率变化呈现周期运行规律，核心驱动源于对未来收入的预期或者说信心。**当经济好转、企业盈利增速上行，居民储蓄率下降；而经济和企业盈利增速下行到一定阶段，引发居民防御性储蓄增加。未来政策目标的可预期性和稳定性是扭转居民信心的关键。我们分析了居民储蓄率上行下行周期股市、楼市、消费的表现：
- **股市：**每一轮储蓄率上行（下降）周期中 A 股不同程度的下跌（上涨）。且居民储蓄率下降并不一定转向基金投资，而是在“扭亏阻力位”效应下呈现七年一次的特征。
- **楼市：**购房是国内居民储蓄率变动的关键因素之一，即居民储蓄率上升（下降）往往对应着地产销售、房价的下降（上升）。
- **消费：**消费是居民储蓄率变化的第二大驱动因素，储蓄率上升（下降）阶段居民支出增速、社零增速会明显下降（回升）。2010 年以来日常消费波动较小；而可选消费既是居民储蓄变动的结果也是原因，其增速与居民存款储蓄率和净存款增速变动方向基本反向。
- **本轮超额储蓄缘何大幅提升，是否见顶？**2021 年 10 月是本轮居民存款储蓄率和净储蓄增速的上行起点，主要源于地产调控政策下融资需求弱、疫情影响、货币政策宽松。但 2023 年之后高增的储蓄率有望见顶，第一，明年政策着力扩大内需，预计 GDP 增速回升至 4.5%-5%，改善居民预期。第二，疫情防控政策优化，感染高峰过后，居民消费将会逐渐恢复。
- **本轮储蓄率下行周期，超额储蓄将会流向何处？**参考经济增速，理论 2023 年居民除了购房以外的消费和投资的增加额为 1.63 万亿。根据推算，这些支出中有 8000 亿左右将会用于投资（股票和基金），8000 亿左右用于消费的增长。当然，如果市场信心更足，则明年股市和消费市场更加繁荣。在消费方面，可选消费、出行相关消费、娱乐消费增速有望明显回升。
- **由于本轮存款储蓄率即将见顶，居民会将部分超额储蓄转换为股票市场增量资金，尽管规模难以推动 A 股形成大规模牛市，但是至少可以支撑 A 股震荡上行，形成结构牛，看好以“高端制造、医疗医药、新能源、自主可控和军工装备”为代表的新时代五朵金花。另外根据上文的分析，部分增速回升较高的消费领域的个股也值得重点关注。**
- **风险提示：政策支持不及预期；疫情反复超预期**

## 相关报告

1. 《A50、比特币、美债和油价组合意味着什么——观策天夏（十八）》
2. 《稳增长大年 A 股如何投资？——观策天夏（二十）》

张夏 S1090513080006  
zhangxia1@cmschina.com.cn  
涂婧清 S1090520030001  
tujingqing@cmschina.com.cn

## 正文目录

一、 中国居民超额储蓄率变动历史 .....	3
1、经典的储蓄率及相关理论.....	3
2、本报告中的存款储蓄率以及居民存款的净增加率 .....	3
3、储蓄率变化原因 .....	6
4、2003 年以来的五轮储蓄率攀升回落的历史回顾 .....	7
二、 储蓄率周期运行期间的股市、楼市、消费.....	8
1、居民储蓄率上行下行阶段股市表现 .....	8
2、居民储蓄率上行下行阶段楼市表现 .....	11
3、居民储蓄率上行下行阶段消费表现 .....	12
三、 本轮超额储蓄缘何大幅提升，若见顶后超额储蓄将会流向何处 .....	16
1、本轮超额储蓄率大幅提升的原因 .....	16
2、本轮存款储蓄率和净储蓄增速是否已经见顶 .....	17
四、 本轮储蓄率下行周期，超额储蓄将会流向何处 .....	20
1、投资需求：地产以改善性需求为主，基金股票小幅增加 .....	20
2、消费需求：可选消费、出行相关消费、娱乐消费增速有望明显回升 .....	27
3、本轮储蓄率见顶回落后，2023 年居民理论投资和消费增加额测算 ..	30
五、 总结.....	31

## 一、中国居民超额储蓄率变动历史

### 1、经典的储蓄率及相关理论

储蓄率可以分为国民储蓄率与居民储蓄率，国民储蓄率指一国全部储蓄金额占国民生产总值的百分比，居民储蓄率指一国个人储蓄金额占个人可支配收入的百分比。在我国，居民储蓄率=住户部门总储蓄/住户部门可支配收入，其中住户部门总储蓄=住户部门可支配收入-住户部门最终消费。

根据凯恩斯的绝对收入假说理论，当期收入是影响居民储蓄率的因素。居民总消费是总收入的函数，居民的消费与当期收入成正比。相应地，居民储蓄作为消费的互补项，也与当期收入成正比，因此当期收入是影响居民储蓄率的因素，当期收入越高，居民储蓄率越高，当期收入越低，居民储蓄率越低。

根据杜森贝里的相对收入假说理论，当期收入、当期收入与高峰收入的比率是影响居民储蓄率因素。长期内储蓄占收入的比例大致不变，在经济周期的短期中，储蓄率取决于当期收入与高峰收入的比率。相对收入假说有两大大效应：（1）示范效应。如果消费者收入增加了，但周围的人收入也同比比例增加了，则他的消费在收入中的比例并不会变化，储蓄率也不变。如果消费者的收入并没有增加，但其周围的人收入增加了，则他的消费在收入中的比例会提高，储蓄率会降低。（2）棘轮效应。如果消费者当期收入超过以前高峰期收入，则消费与当期收入有关。如果当期收入低于从前高峰期收入，则人们在收入下降时为维持已有生活水平，会改变消费倾向，提高消费在收入中的比例，降低储蓄率。

根据莫迪利安尼的生命周期假说理论，年龄是影响居民储蓄率的因素。生命周期理论将人的生命周期划分为三个阶段：（1）青年阶段。此阶段消费者收入小于消费，主要通过借贷的方式来满足其消费需求，因此储蓄为负；（2）中年阶段。此阶段消费者收入较高。消费者会将收入满足了第一阶段的借贷需求和本阶段的消费需求后的剩余部分储蓄起来，因此储蓄消费倾向较高；（3）老年阶段。处于老年阶段的消费者收入下降，只能靠中年阶段的储蓄维持此阶段的消费，因此储蓄为负。一国储蓄率与国民年龄结构相关，一国居民中处于工作期的人口数量越多，该国的国民储蓄率越高，处于退休期内的人口规模越大，该国的国民储蓄率就越低，储蓄率从青年期到中年期呈上升趋势，到老年期有所下降。

根据弗里德曼的持久收入假说理论，当期收入与持久收入水平之差是影响居民储蓄率的因素。持久收入理论将居民收入分为持久收入和暂时收入，认为持久而非暂时性的收入才能影响人们的消费。持久收入是指在相当长时间里可以得到的收入，是一种长期平均的预期内得到的收入，一般用过去几年的平均收入来表示。暂时收入是指在短期内得到的收入，是一种暂时性偶然的收入，可能是正，也可能是负。当期收入超过持久收入，人们会把超出部分的收入储存起来，储蓄率因而提高；当期收入低于持久收入，人们会减少储蓄以维持既定的消费水平，储蓄率因而降低。

根据预防性储蓄理论，人们对未来收入的不确定性预期是影响居民储蓄率的因素。未来的风险越大，会进行更多的预防性储蓄，未来的风险越小，则会进行更少的预防性储蓄。人们为了应对未来收入的不确定性，会进行额外的正向储蓄，即预防性储蓄。当消费者预期到未来收入水平存在不确定性时，根据边际消费递减规律，消费者认为未来消费的边际效用更高，从而更倾向于增加储蓄以增加未来的消费，从而增加一生的消费效用。在此理论中，储蓄动机主要体现在两个方面：（1）谨慎动机，主要是通过储蓄来预防未来收入的不确定性；（2）跨期平滑消费的动机，增加消费能力，避免在低收入时期受到流动性约束。

图 1: 各经典理论下居民储蓄率的影响因素

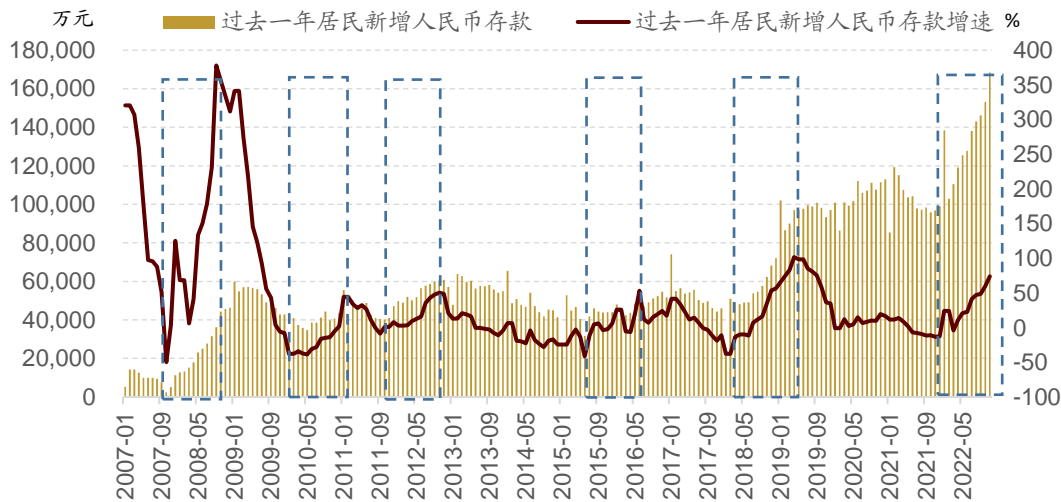


资料来源: 招商证券

## 2、本报告中的存款储蓄率以及居民存款的净增加率

有别于统计学或者经济学上所说的储蓄，在资本市场，当我们讨论储蓄时，我们通常默认就是在银行的存款。通常情况下，如果居民部门投资消费信心较强，则存款增速会下降，甚至转为负增长，而当居民部门消费信心较弱，则存款增速会明显提升。

图 2: 过去一年新增居民存款增速大幅提升，创下历史新高



资料来源: Wind, 招商证券

因此，本报告中，以居民部门在金融机构的存款作为计算储蓄率的依据。我们定义：

居民部门存款储蓄率=当期居民部门存款增加额/当期 GDP

在本报告中，我们借鉴 TTM 的概念，居民部门存款储蓄率=过去四个季度居民部门存款增加额/过去四个季度现价 GDP

该指标的历史走势如下所示：

图 3: 居民部门存款储蓄率历史走势



资料来源: Wind, 招商证券

2022 年第三季度，居民存款储蓄率攀升至 12.3%，为 2008 年以来的新高。

除此之外，考虑到居民存款和贷款变动的关系，如果居民部门增加存款减少贷款，则储蓄率会提升，反之存款储蓄率会下降，我们还可以定义另外一个指标来间接衡量居民储蓄的情况。我们定义

居民净存款=居民部门存款余额-居民部门贷款余额，再计算增速。

居民净存款增速到今年十月达到了 35%，超过了 2008 年金融危机期间居民净存款的增速度，创下了历史有该数据以来增速的新高。

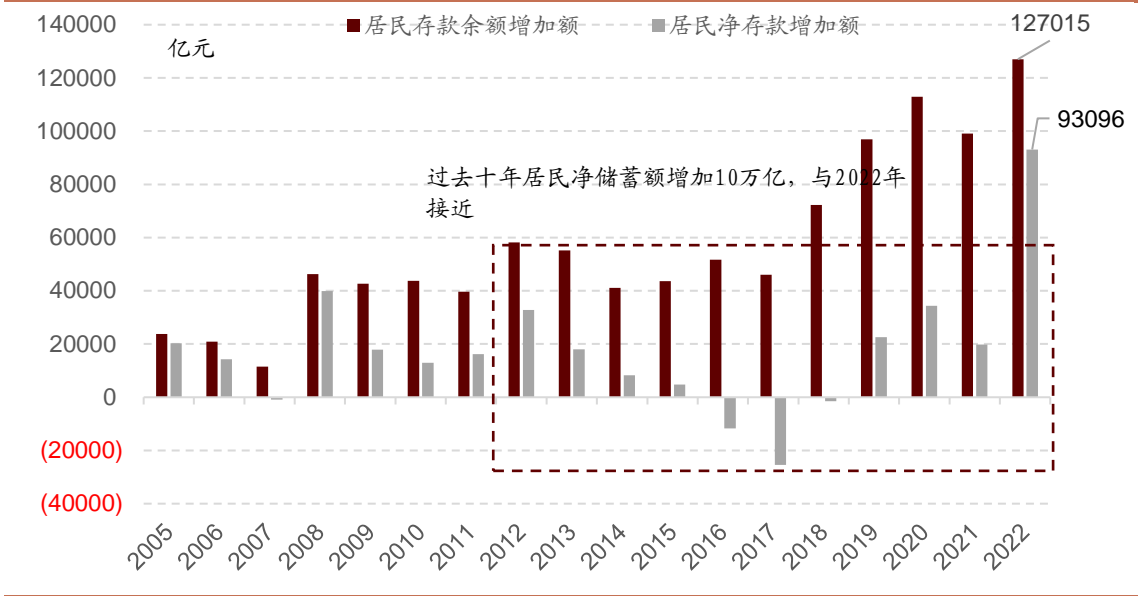
图 4: 居民部门净存款同比增速趋势



资料来源: Wind, 招商证券

从量的角度来看，到 2022 年 10 月，2022 年全年居民存款余额增加了 12.7 万亿，创下历史新高；考虑了贷款余额后，净存款增加了 9.3 万亿，接近过去十年居民净存款增加的总和。因此被称为——“天量超额储蓄”。

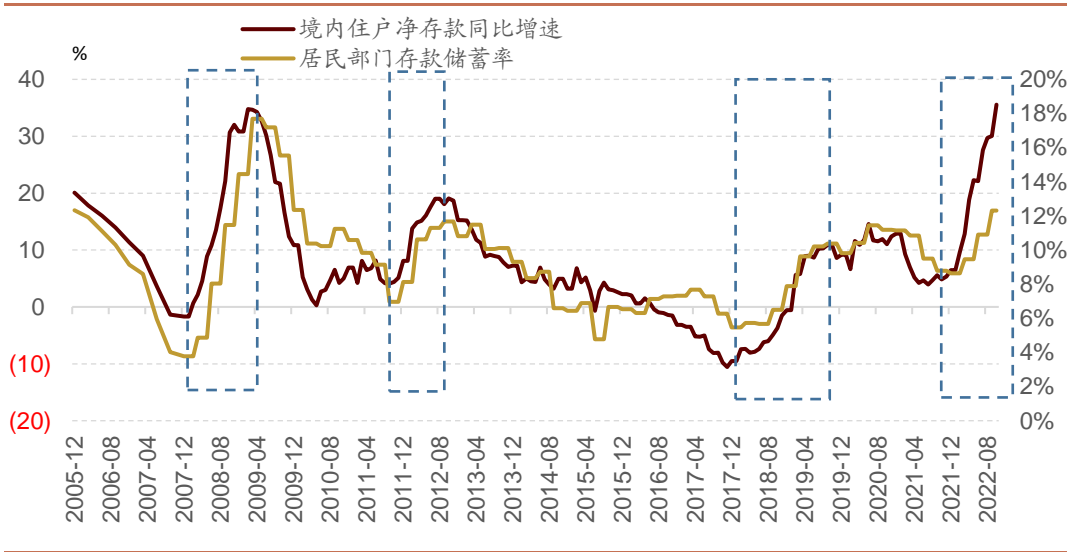
图 5: 2022 年居民净储蓄的增加规模, 接近过去 10 年总和, 创下天量



资料来源: Wind, 招商证券

居民净存款增速有月度数据, 可以更高频观测居民储蓄率的变化, 以上两个指标趋势基本吻合。

图 6: 居民部门储蓄存款率和净存款增速走势基本趋同



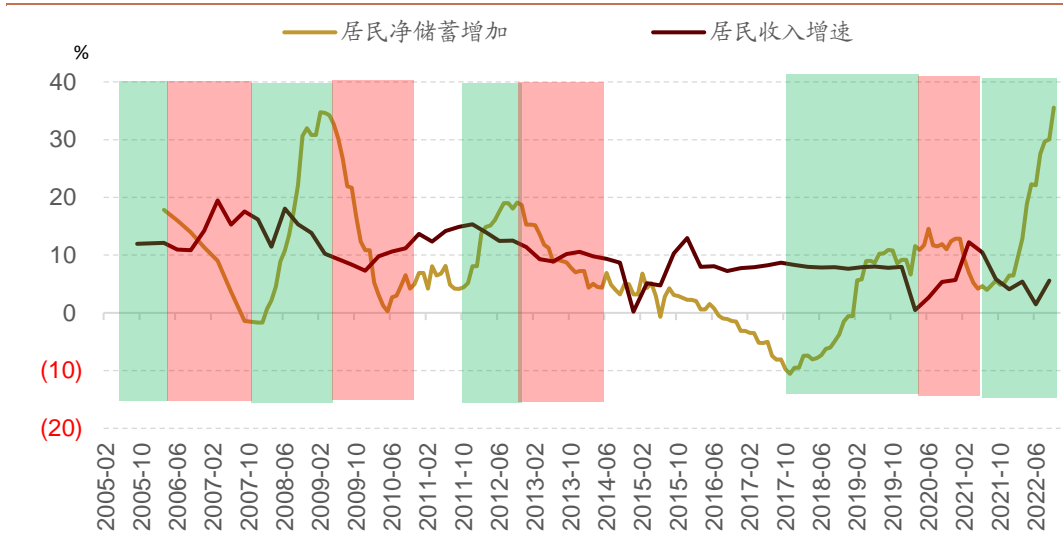
资料来源: Wind, 招商证券

在 2021 年下半年开始, 经济和企业盈利加速下行, 叠加 2022 年疫情反复, 今年以来居民净存款和存款储蓄率都达到相当的高位, 显示居民防御性储蓄大幅攀升。

### 3、储蓄率变化原因

从上图中可以看出, 居民储蓄率的上升下降呈现周期性运行, 2003 年以来, 居民储蓄率有五轮明显的上行和四轮明显的下行。居民进行储蓄还是投资消费, 最重要的原因就是对于对未来收入的预期或者说信心。从历史数据来看, 当居民收入增速下降的阶段, 居民的净储蓄就会明显增加, 反之则下降。

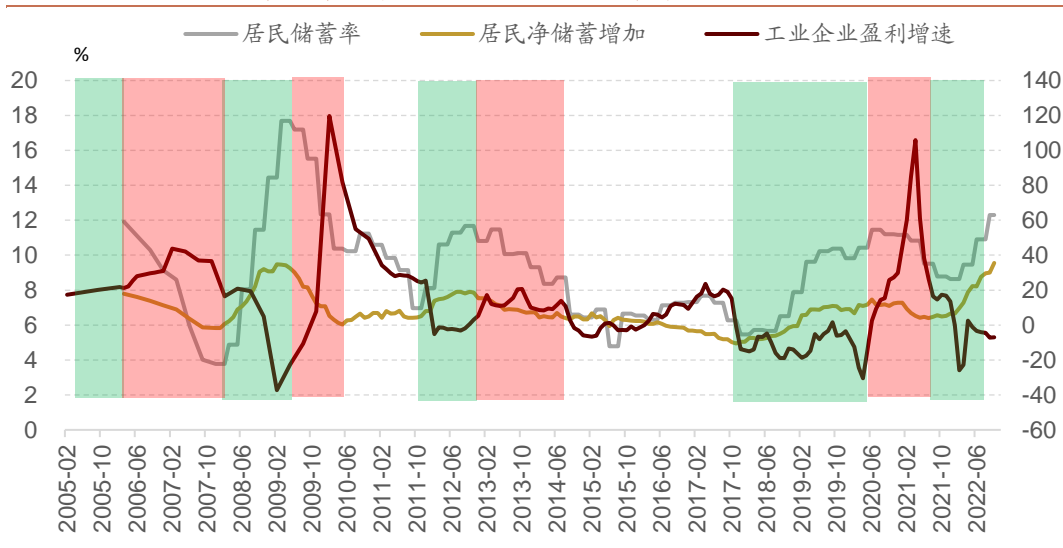
图 7: 居民净储蓄增速和居民收入的关系



资料来源: Wind, 招商证券

当然居民的收入和收入预期一定是与经济挂钩的, 当工业企业盈利增速下行到一定阶段, 就会引发居民防御性储蓄的增加。

图 8: 造成居民储蓄率上升下降的主要原因就是经济情况和企业盈利



资料来源: Wind, 招商证券

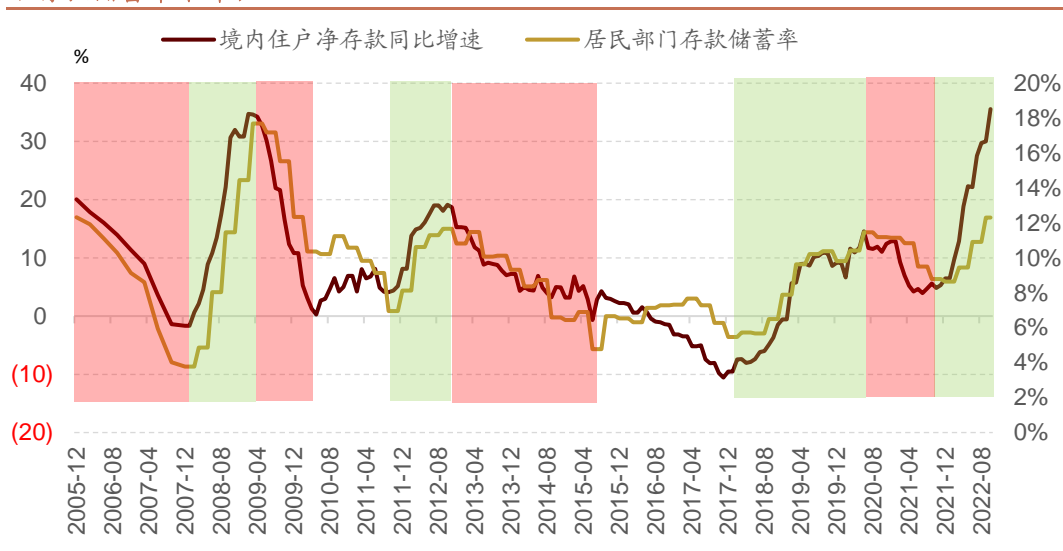
因此, 在本次中央经济工作会议中, 强调要大力提振市场信心, 只有市场信心恢复, 居民才愿意去消费和投资, 经济才会改善, 而经济改善又会反过来助推消费和投资需求改善, **形成正反馈**。大力提振市场信心的关键是让居民看到未来收入预期改善的可能, 而如何安排政策, 才能使得居民收入预期回升, 就非常值得思考。**如果政策的出炉不能扭转居民信心, 很多政策的效果就会大打折扣。**

除此之外, 为了让居民或者企业信心扭转, 还有一件非常关键的就是政策的可预期性和稳定性, **当政策目标可预期且长远看稳定, 居民就有动力进行相应的调整, 而不至于过长时间观望政策的效力和持续性。**

#### 4、2003 年以来的五轮储蓄率攀升回落的历史回顾

过去 20 年里, 自 2003 年以来我们经历了四轮储蓄率上升和下降的过程, 本轮是 2003 年以来第五次存款储蓄率的大幅攀升。

图 9：国内居民部门经历的储蓄率上升和下降周期（绿色代表居民储蓄率攀升，红色表示存款储蓄率下降）



资料来源：Wind，招商证券

我们将居民净存款增速和居民存款储蓄两个指标对照来看，当两个指标出现明显同向变化时，确认上行/下行周期，两个指标变化不明显或者不同向时，不确认周期。从上图中可以看出，自 2003 年九月开始（可以通过其他指标推算），中国居民储蓄率经历过四轮较为明显的周期。如下表所示：

表 1：中国居民储蓄率周期的划分

指标名称	净存款增速 (%)	居民存款储蓄率	所处储蓄率周期的位置
2003-09	NA	NA	第一轮上升周期起点
2005-12	20.06	12%	第一轮下降周期起点
2007-12	-1.67	4%	第二轮上升周期起点
2009-01	30.82	14%	第二轮下降周期起点
2011-02	4.19	11%	第三轮上升周期起点
2012-10	19.1	12%	第三轮下降周期起点
2015-06	-0.67	5%	第三轮下降周期起点
2018-01	-9.52	5%	第四轮上升周期起点
2020-06	14.57	11%	第四轮下降周期起点
2021-10	4.84	9%	第五轮上行周期起点

资料来源：Wind，招商证券

说明：2003 年上升周期起点通过其他指标推算得到，已知数据无法计算这个时点净存款增速和居民存款储蓄率

## 二、储蓄率周期运行期间的股市、楼市、消费

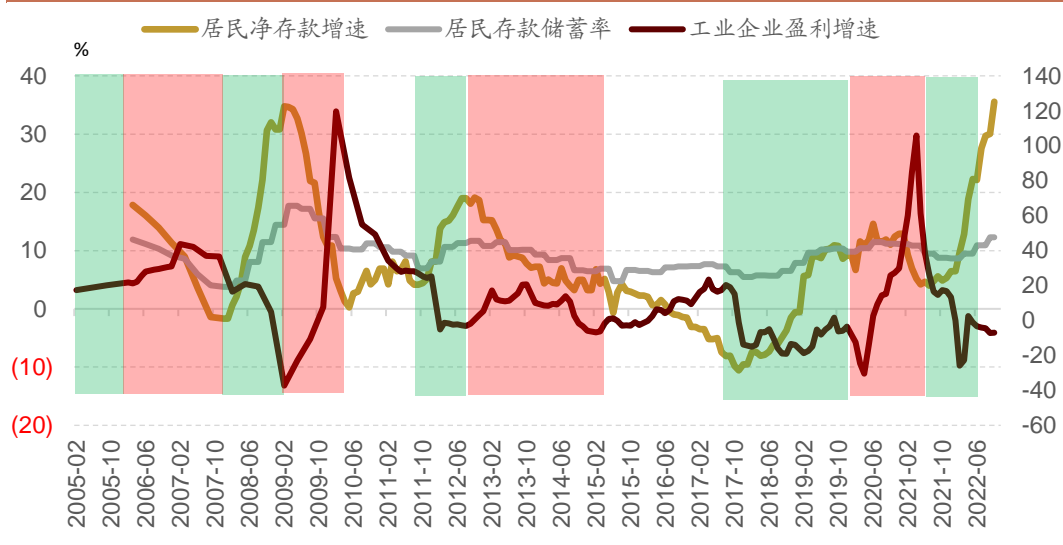
### 1、居民储蓄率上行下行阶段股市表现

居民储蓄率攀升是居民信心不足的重要体现，储蓄率攀升也意味着投资者可能会较少持有风险资产。在储蓄率攀升阶段，A 股基本都经历了不同程度的调整。

反之，居民储蓄的下降意味着居民信心有所恢复，会不同程度增加对 A 股的配置比例。



图 10: 居民净存款储蓄率上行、下行期间 A 股表现



资料来源: Wind, 招商证券

从数据统计上来看, 每一轮储蓄率上行周期中指数都出现了不同程度的下跌, 每一轮储蓄率下降期间, A 股指数都出现了不同程度的上涨。

表 2: 中国居民储蓄率上行/下行阶段 A 股表现

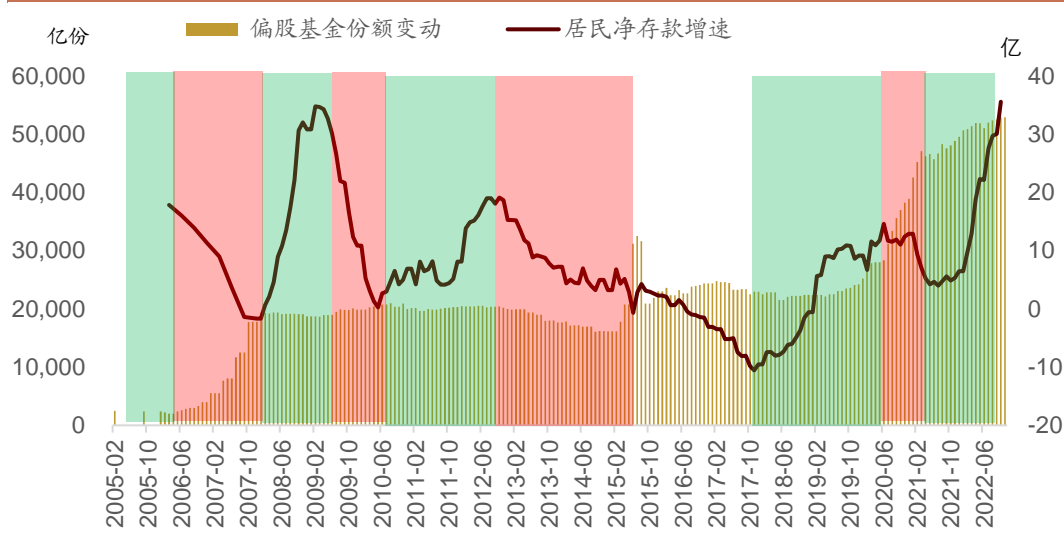
属性	开始月份	结束月份	起点净存款增速(%)	起点居民存款储蓄率	上证 50	沪深 300	中证 1000	万得全 A	平均涨幅 (%)
第一轮上升周期	2003-09	2005-12	NA	NA	-24.1	-25.9	-16.5	-32.1	-24.6
第一轮下降周期	2005-12	2007-12	20.06	12%	430.7	478.1	433.2	464.1	451.5
第二轮上升周期	2007-12	2009-01	-1.67	4%	-63.6	-61.9	-52.8	-58.0	-59.1
第二轮下降周期	2009-01	2010-04	30.82	14%	39.7	50.9	113.3	62.0	66.5
第三轮上升周期	2011-02	2012-10	4.19	11%	-20.9	-29.5	-36.7	-26.5	-28.4
第三轮下降周期	2012-10	2015-06	19.1	12%	82.1	99.7	242.0	175.0	149.7
第四轮上升周期	2018-01	2020-06	-9.52	5%	-4.5	-2.2	-9.1	-0.6	-4.1
第四轮下降周期	2020-06	2021-10	14.57	11%	11.7	19.4	18.9	24.9	18.7
第五轮上行周期	2021-10		4.84	9%	-17.7	-19.4	-11.7	-12.7	-15.4

资料来源: Wind, 招商证券

当然一个随之而来的问题就是, 会不会股市涨跌是居民储蓄变动的原因为呢? 目前来看, 由于居民整体配置股票和基金的占比仍然较少。因此, 股票涨跌可能会影响部分居民的储蓄投资行为, 但是应该不是储蓄率变动的关键原因。

不过居民储蓄率下降时是否每次都会通过基金投资回归呢? 答案是否定的。可以看到, 2005 年 12 月, 2020 年 6 月开启的居民储蓄率下降周期中, 体现为基金份额明显增加, 而 2009 年 1 月, 2012 年 12 月开始的两轮居民储蓄率下降的阶段, 基金份额并未有明显的增长, 2012 年那一轮的储蓄率下降到后半段时, 即从 2014 年 11 月开始直到该轮储蓄率下降结束的阶段才伴随着基金份额的大幅增加。

图 11: 居民净存款增速与偏股基金份额关系

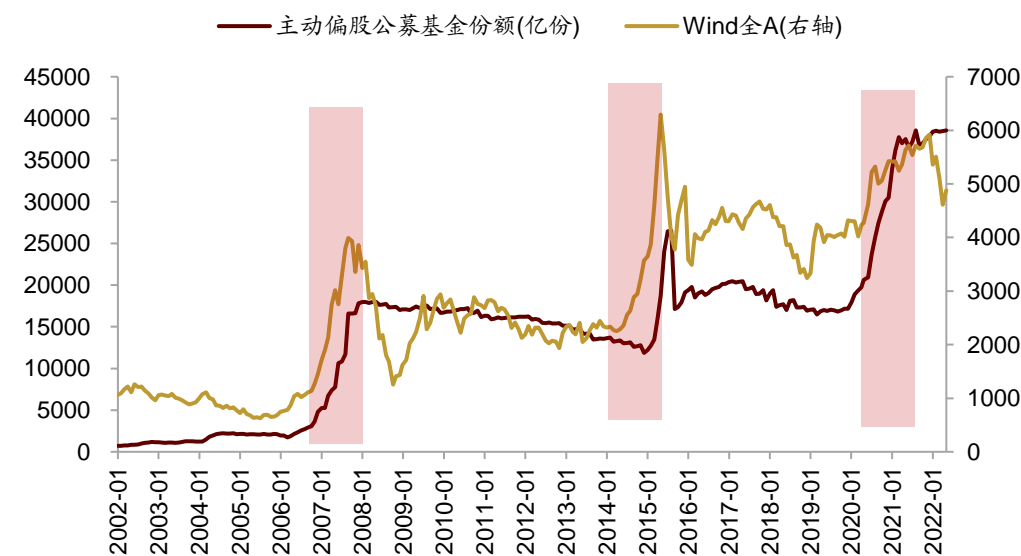


资料来源: Wind, 招商证券

也就是说，居民储蓄率下降是居民资金通过基金加速入市的必要条件之一，并不是充要条件。我们在 2022 年中期策略报告中论述了，要出现居民增量入市带来的加速牛市，还需要投资者有赚钱效应，整体市场要涨超过此前成本线。

如果新一轮周期开始，是否会有新一轮大牛市？要回答这个问题，需要回答大牛市形成的原因。一般而言，要出现指数大级别的上涨，需要居民资金加速入市，过去 20 年，能称得上大牛市的，包括 2006~2007 年，2014~2015 年，2020~2021 年，差不多七年一次，且都是伴随着居民增量资金的加速入市，形成了资金的正反馈。

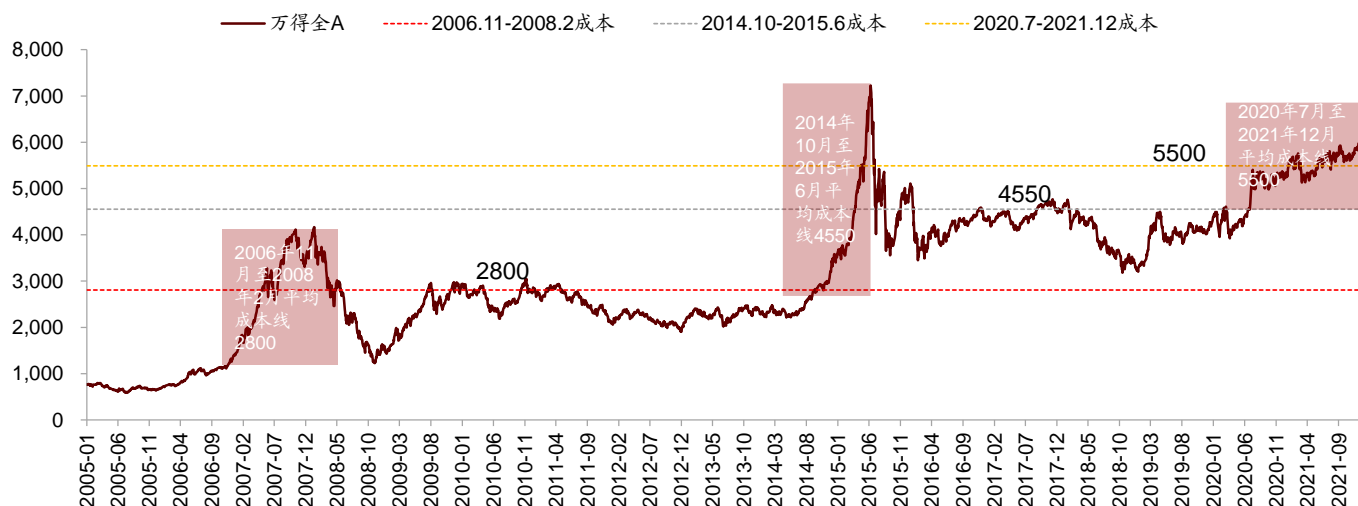
图 12: 2005 年以来的三轮资金加速入市分别出现在 2006 年 11 月，2014 年 10 月，2020 年 7 月之后，呈现大约七年一次的特征



资料来源: Wind, 招商证券

但是，在牛市结束之后，往往又会经历一段时间的大幅下跌，所以在 2008 年，2015 年，2022 年都发生了较为明显的短期调整，半年之内跌幅超过 30%。至此之后，市场开始企稳回升，但是很难形成新一轮大牛市，尤其是修复到上一轮牛市中居民资金加速入市的平均成本线之后，市场就会出现明显的阻力。因为大量的投资者，会选择在“回本”之后，减仓或者赎回产品，形成所谓技术上的“阻力位”，市场在这个位置附近，很难再大涨，而是以结构性行情为主。这种效应我们称之为牛市后的“扭亏阻力位”效应。

图 13: 牛市之后, 都会迎来“扭亏”阻力位效应, 导致在牛市之后的后一轮行情很难有太大的涨幅



资料来源: Wind, 招商证券

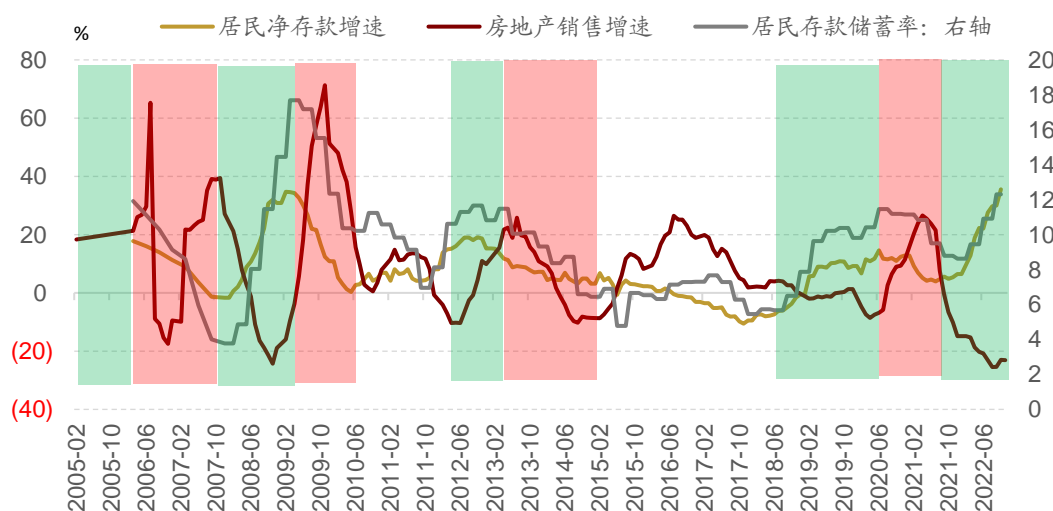
总的来看, 居民储蓄率的变动与 A 股的整体表现是负相关的, 储蓄率下降阶段, A 股获得更多增量资金, A 股表现较高; 储蓄率上升阶段, 居民会考虑卖股票“存钱”使得股票表现较差。但是, 居民储蓄入市是否一定会通过基金, 并不见得, 居民通过基金大幅加速入市, 需要突破前期阻力位, 获得较强的赚钱效应。并非每一轮居民储蓄率下行阶段, 都会带来基金发行放量, 形成大牛市。

## 2、居民储蓄率上行下行阶段楼市表现

对于中国居民来说, 如果不进行储蓄, 第一时间想到的还是买房子, 无论是刚性、改善性还是投资投机需求都会出现明显的攀升, 带动地产成交增速出现明显上行。或者说, **居民购房行为是储蓄率变动的关键原因之一**。

历史上唯一一轮特殊的情况是 2015~2016 年地产销量增速的改善伴随着居民储蓄率的小幅提升, 这与当时棚改货币化安置补贴有很大的关系。在 2021 年 10 月以来居民储蓄率开始持续攀升, 与之对应的, 就是地产销售增速的大幅下降。

图 14: 居民净存款增速与地产销量增速关系

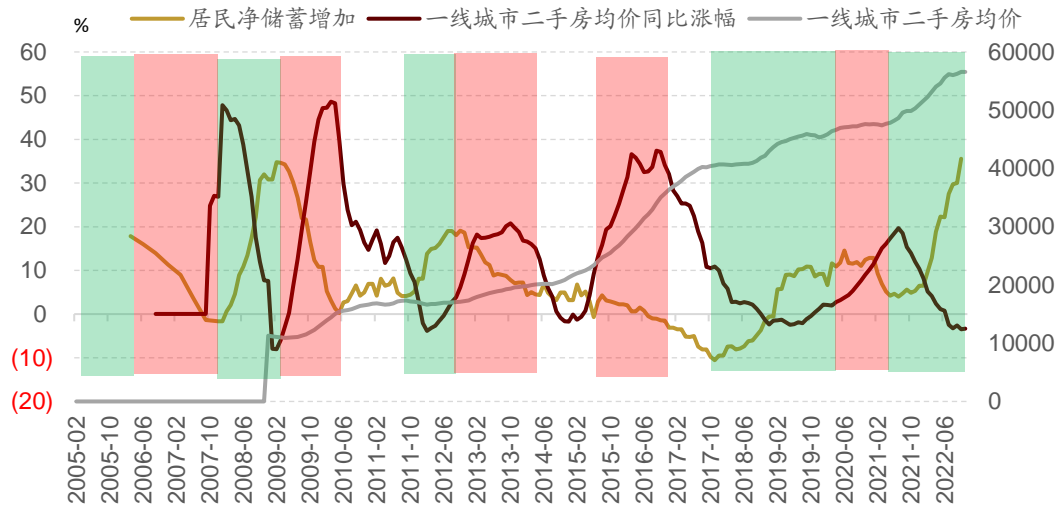


资料来源: Wind, 招商证券

作为最“刚”的一线城市二手房价格, 体现了相当的刚性, 当居民储蓄率下降时, 一线城市二手房总是会出现加速上行, 而一旦风险偏好下降, 居民储蓄率回升, 一线城市二手房价格也不会特别大幅下跌, 但同比涨幅可能会阶段性转负。从历史的经验来看, 一线城市地产是“保值率”相当高的资产。

不过考虑到当前房住不炒的大环境，二十大报告中继续强调房住不炒，在中共中央国务院印发《扩大内需战略规划纲要（2022—2035年）》提出要“稳妥实施房地产市场平稳健康发展长效机制，支持居民合理自住需求，遏制投资投机性需求，稳地价、稳房价、稳预期”。**未来一线城市房地产的投资投机价值下降，但是作为高端消费品的地位有可能会强化。**

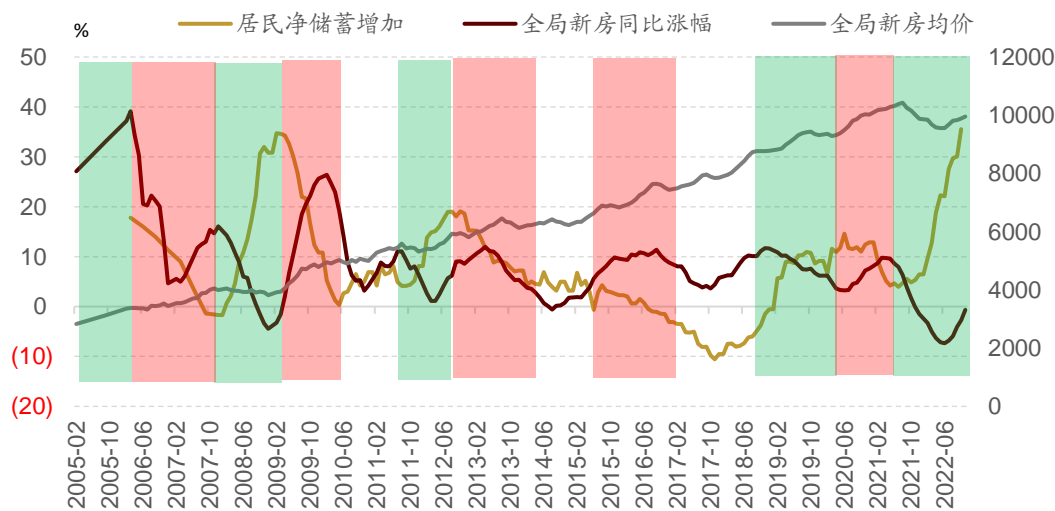
图 15：居民储蓄率和一线城市房价关系



资料来源：Wind，招商证券

从全局房价来看，波动率会小于一线城市，在居民储蓄率增加的阶段，全局房价也会出现环比和同比下跌的情况，尤其是本轮储蓄率回升的阶段，**全局房价同比负增长的幅度创下了历史极低。**

图 16：居民储蓄率和全局房价关系



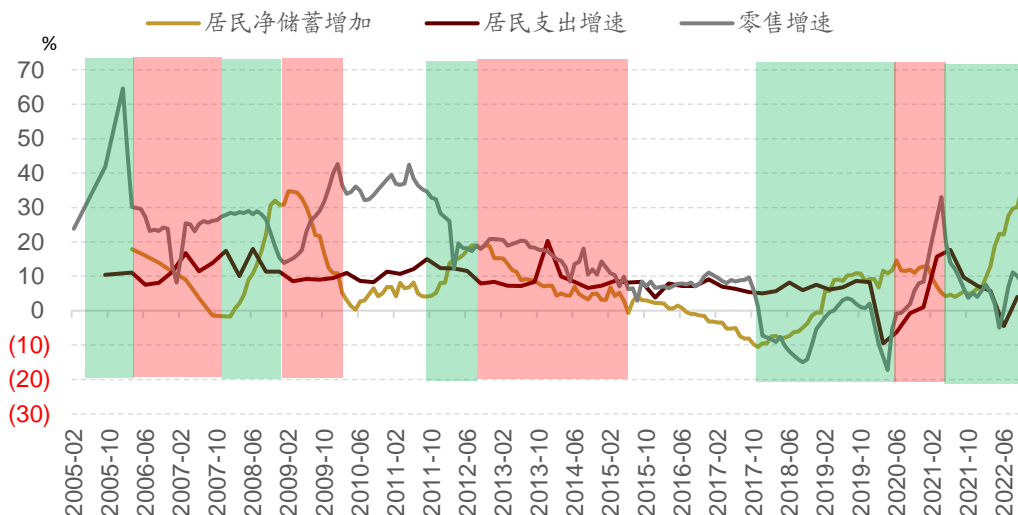
资料来源：Wind，招商证券

总的来看，由于买房不仅要大量消耗储蓄，还会大幅增加负债，因此，**储蓄率的变化最直接的体现就是地产销售和地产价格。**

### 3、居民储蓄率上行下行阶段消费表现

毫无疑问，居民储蓄率变动的第二大原因就是消费，储蓄率下降阶段居民支出增速明显回升，社零增速也会明显回升，反之，支出增速和社零增速都会出现较为明显的下行。

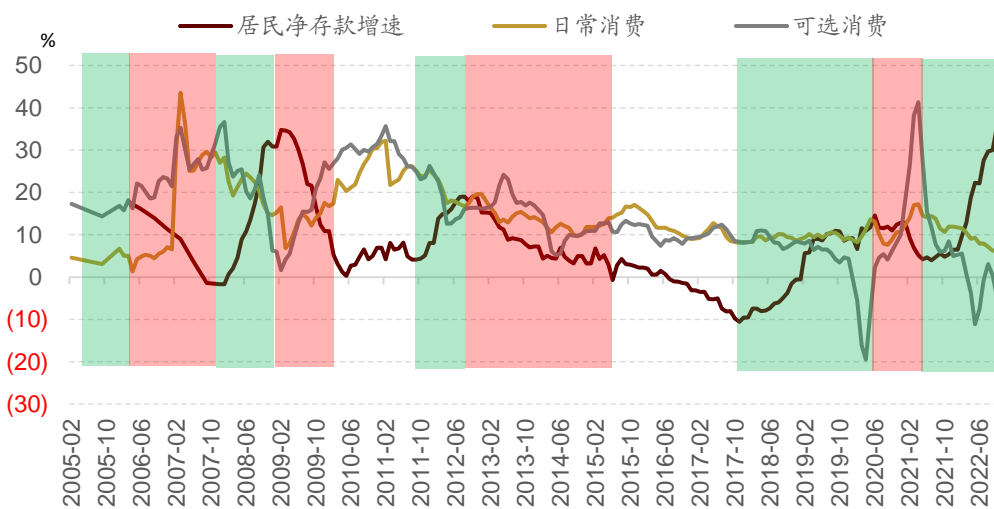
图 17: 居民储蓄率变动与消费的关系



资料来源: Wind, 招商证券

分大类来看, 在 2010 年之前, 日常消费和可选消费的波动幅度较为接近, 但是在 2010 年之后, 日常消费增速相对稳定, 但是可选消费随着居民储蓄率变化, 对应的波动幅度较大。

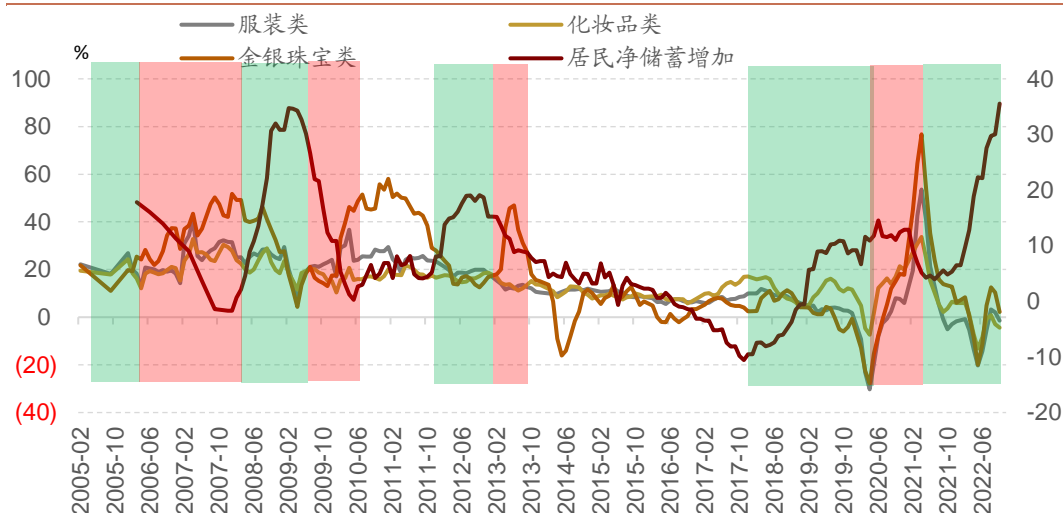
图 18: 居民净储蓄增速与日常消费和可选消费的关系



资料来源: Wind, 招商证券

可选消费中, 化妆品, 服装、金银珠宝等与储蓄率变动方向相反的程度最大。

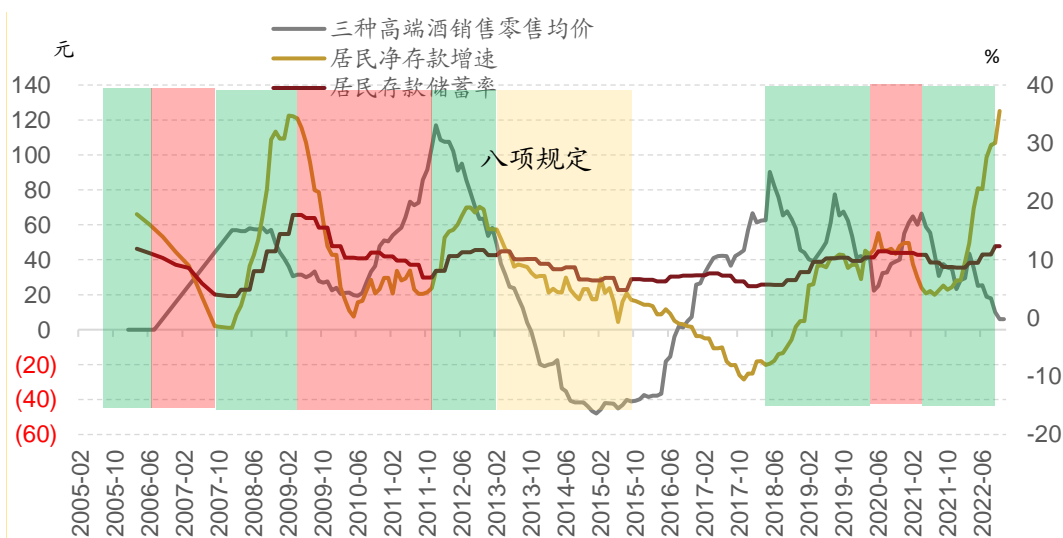
图 19: 居民净储蓄增速部分可选消费的关系



资料来源: Wind, 招商证券

餐饮、招待需求也是相对可选，中高端白酒的零售价格增速与储蓄率的变动方向拐点和方向大部分时候反向，唯独是 2013~2015 年期间，居民储蓄率下降，净存款增速也下降，但是因为八项规定出台后，招待用酒需求明显下行，高端酒零售价格涨幅没有与居民储蓄率变动方向反向。

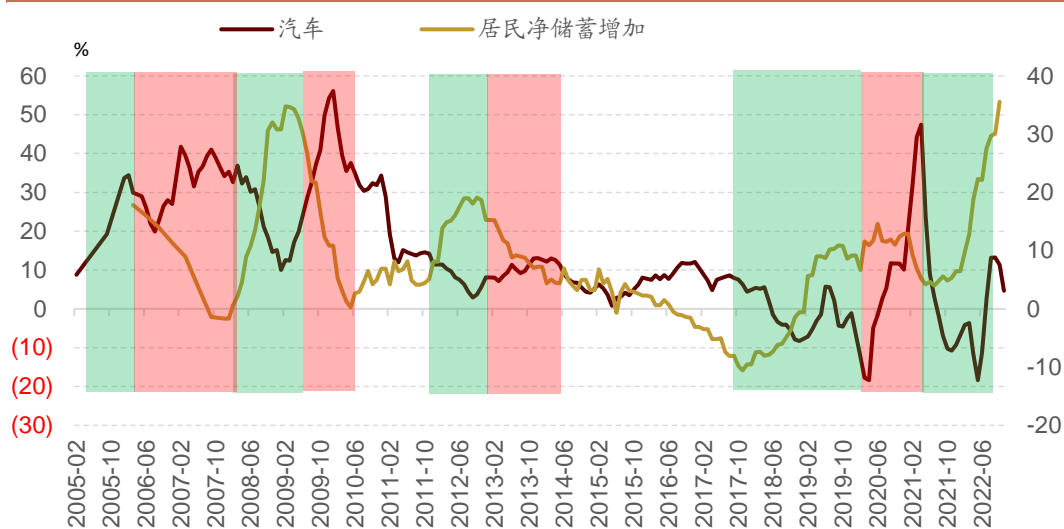
图 20: 居民储蓄与白酒终端零售价同比变化的关系



资料来源: Wind, 招商证券

作为消费最大的单支出项，汽车消费是对居民储蓄率最敏感的消费类型之一。居民储蓄率与汽车销量增速有着明显的反向关系。

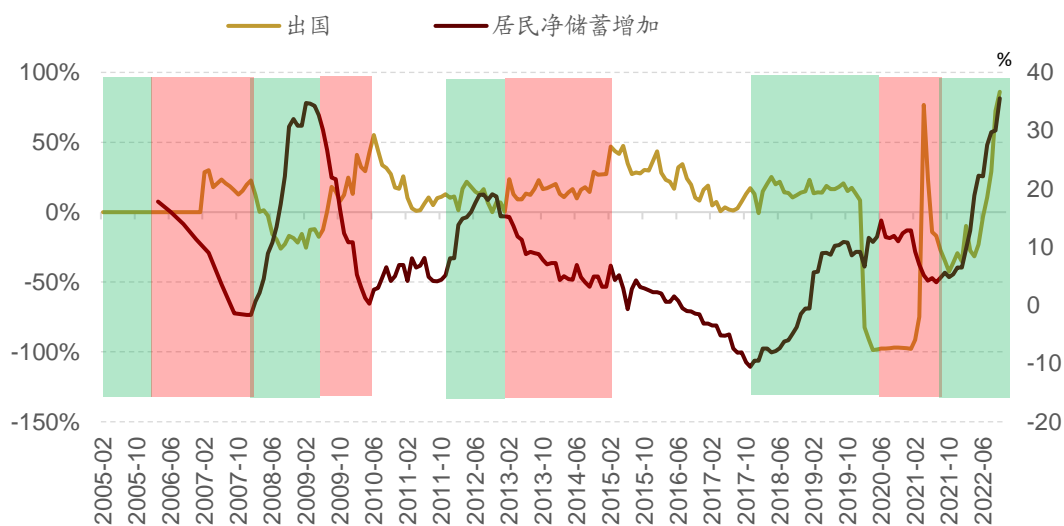
图 21: 居民储蓄与汽车销量同比变化的关系



资料来源: Wind, 招商证券

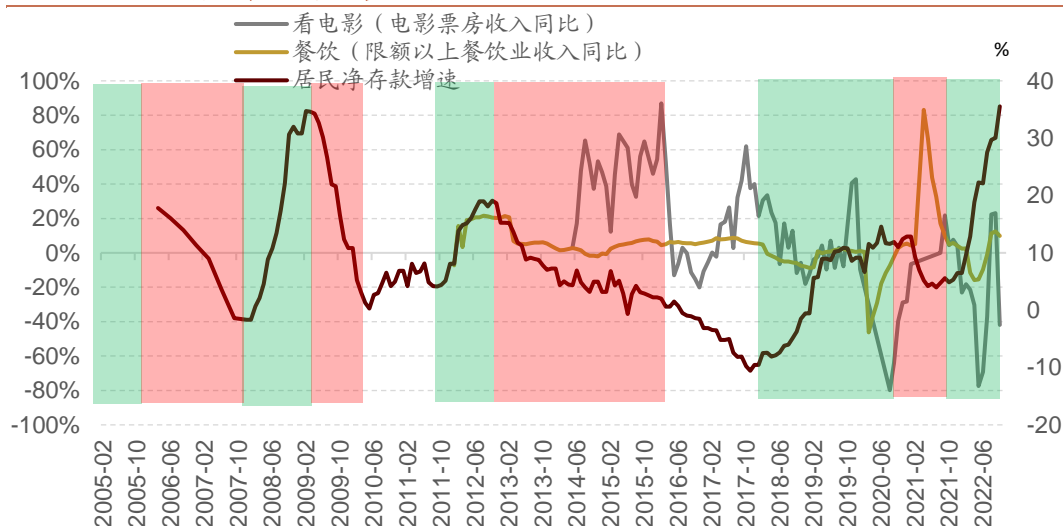
出国旅游、留学、探亲也是典型的可选消费, 与居民储蓄率基本反向。

图 22: 居民储蓄与出国航班客运量增速



资料来源: Wind, 招商证券

图 23: 居民储蓄与餐饮看电影的增速关系



资料来源: Wind, 招商证券

总的来看, 各种可选消费包括汽车、服装、化妆品、日用品、金银珠宝、出国旅游探亲、餐饮看电影、中高端白酒等, 既是居民储蓄变动的结果也是居民储蓄变动的原因。以上消费增速与居民存款储蓄率和净存款增速变动方向基本反向。

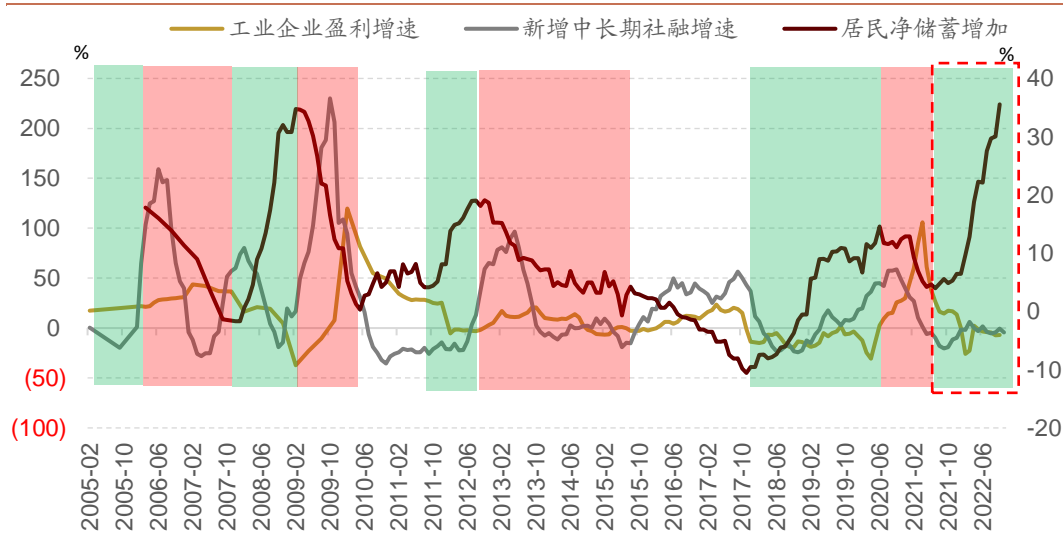
### 三、本轮超额储蓄缘何大幅提升, 是否见顶?

#### 1、本轮超额储蓄率大幅提升的原因

2021 年 10 月是本轮居民存款储蓄率和净储蓄增速的上行起点, 主要原因有以下几个方面。

第一, 对于房地产的调控进一步趋于严格, 房地产“三道红线”扩容, 地产融资政策进一步趋紧之后, 地产销售增速明显下滑, 与此同时, 由于 2021 年经济增速恢复程度较高, 基建投资的力度有所削弱, 在 2021 年下半年, 新增社融增速逐渐转负。企业盈利增速加速下行, 居民收入预期开始转弱。

图 24: 本轮融资需求转弱, 居民储蓄快速增长



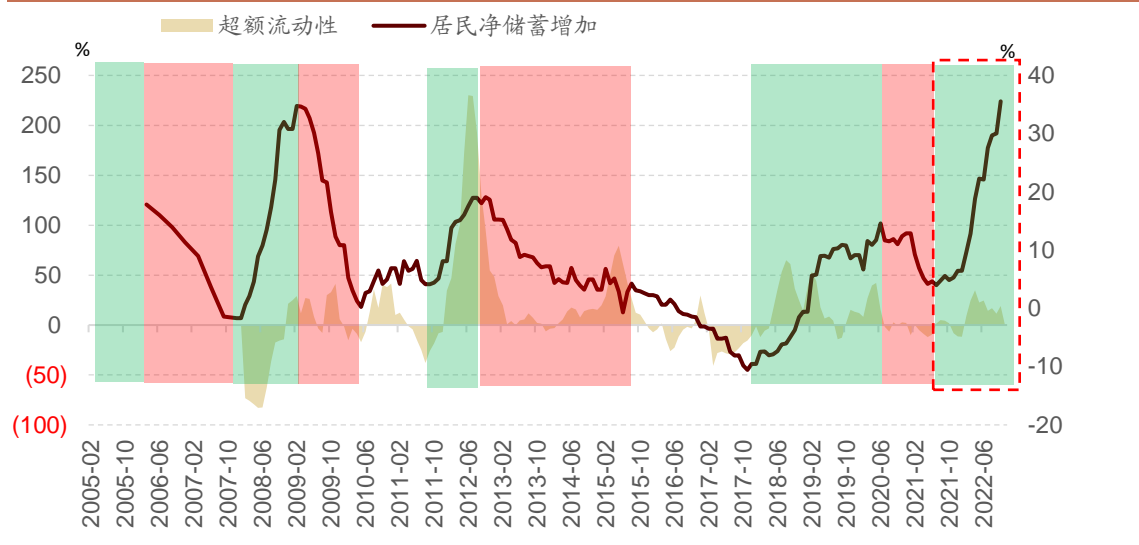
资料来源: Wind, 招商证券

第二, 众所周知的原因。疫情在 2022 年反复, 奥米克戎毒株的防控难度进一步加大, 2022 年前十个月防控政策进一步收紧, 一方面导致居民收入预期进一步下滑, 另一方面导致线下消费减少, 储蓄被动增加。



第三，随着经济下行压力增大，2022 年开始央行明显增加了流动性投放，央行两次降准，并多次调降政策利率，流动性投放后，缺乏融资需求，通过各种渠道转换为居民的存款，但是居民又缺乏贷款需求，净储蓄明显增加。

图 25: 宽松的货币政策环境是本轮居民储蓄快速增长的原因之一



资料来源: Wind, 招商证券

总的来看，本轮储蓄率大幅攀升是经济下行，疫情冲击以及货币相对宽松的综合结果，目前来看，我们正来到一个关键性的拐点。

## 2、本轮存款储蓄率和净储蓄增速是否已经见顶

居民防御性储蓄需求最核心的两点是经济改善和收入预期改善，而本次特殊的原因是疫情冲击，我们认为，进入 2023 年之后，两者都会扭转。

### (1) 经济改善：2023 年经济将会回到合理增长区间

2022 年中央经济工作会议召开,明确了经济要保持在合理区间,实现量的合理增长。

➢ 目标：实现质的有效提升和量的合理增长，保持经济运行在合理区间

继 2019 年和 2021 年后，本次中央经济工作会议再次强调量的增长，而本次经济工作会议更是两次提到“量的合理增长”。尽管中国经济已经进入新常态高质量发展的阶段，经济增速进入新的中枢，但是必需要有一定量的合理增长，这是反复强调的。

表 3: 过去四次中央经济工作会议对未来经济目标的定调

	2019 年中央经济工作会议	2020 年中央经济工作会议	2021 年中央经济工作会议	2022 年中央经济工作会议
目标	保持经济运行在合理区间，确保全面建成小康社会和“十三五”规划圆满收官	确保“十四五”开好局，以优异成绩庆祝建党 100 周年	持续改善民生，着力稳定宏观经济大盘，保持经济运行在合理区间，保持社会大局稳定，迎接党的二十大胜利召开。	1) 推动经济运行整体好转，实现质的有效提升和量的合理增长，为全面建设社会主义现代化国家开好局起好步。2) 要更好统筹经济质的有效提升和量的合理增长，坚持以质取胜，以量变的积累实现质变。3) 对于我们这么大的经济体而言，保持经济平稳运行至关重要。要着力稳增长稳就业稳物价，保持经济运行在合理区间。

资料来源: 新华社, 招商证券

➤ **方针：大力提振市场信心，把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来，突出做好稳增长、稳就业、稳物价工作**

本次中央经济工作会议的方针里面，提到“大力提振市场信心”，“把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来”并且，此前反复强调的六稳六保中，突出强调“稳增长、稳就业、稳物价工作”，稳增长放在更加突出的位置。

另外，此次中央经济工作会议将二十大的核心提法进行再度强调，例如“产业政策要发展和安全并举。优化产业政策实施方式，狠抓传统产业改造升级和战略性新兴产业培育壮大，着力补强产业链薄弱环节，在落实碳达峰碳中和目标任务过程中锻造新的产业竞争优势。推动“科技-产业-金融”良性循环。科技政策要聚焦自立自强。社会政策要兜牢民生底线。安全，补强产业链，科技自立自强”是未来工作的重点。

表 4：过去四次中央经济工作会议的方针

	2019 年中央经济工作会议	2020 年中央经济工作会议	2021 年中央经济工作会议	2022 年中央经济工作会议
方针	坚决打赢三大攻坚战，全面做好“六稳”工作，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险、保稳定，保持经济运行在合理区间，进一步稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期，提振市场信心，增强人民群众获得感、幸福感、安全感	坚持系统观念，巩固拓展疫情防控和经济社会发展成果，更好统筹发展和安全，扎实做好“六稳”工作、全面落实“六保”任务，科学精准实施宏观政策，努力保持经济运行在合理区间，坚持扩大内需战略，强化科技战略支撑，扩大高水平对外开放	坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，全面深化改革开放，坚持创新驱动发展，推动高质量发展，坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹疫情防控和经济社会发展，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作	全面贯彻落实党的二十大精神，扎实推进中国式现代化，坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，着力推动高质量发展，更好统筹疫情防控和经济社会发展，更好统筹发展和安全，全面深化改革开放，大力提振市场信心，把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来，突出做好稳增长、稳就业、稳物价工作，有效防范化解重大风险。产业政策要发展和安全并举。优化产业政策实施方式，狠抓传统产业改造升级和战略性新兴产业培育壮大，着力补强产业链薄弱环节，在落实碳达峰碳中和目标任务过程中锻造新的产业竞争优势。推动“科技-产业-金融”良性循环。科技政策要聚焦自立自强。社会政策要兜牢民生底线

资料来源：新华社，招商证券

中央经济工作会议再提“提振市场信心”，并且是大力提振市场信心，上一次提“提振市场信心”是 2019 年，尽管 2020 年疫情冲击来袭，但是市场信心较足，经济恢复较快，股市表现较好。目前，市场信心略有不足。居民防御性储蓄明显攀升，存款储蓄率创下了近十年新高。因此，如何推出“大力提振市场信心”的政策值得期待，只有居民信心恢复，消费投资需求才有往持续改善。

➤ **财政政策：保持必要的财政支出强度，优化组合赤字、专项债、贴息等工具**

中央经济工作会议指出，财政政策保持“必要的财政支出强度，优化组合赤字、专项债、贴息等工具”。由此来看，2023 年财政政策仍然是更加积极。不过，相较于 2021 年重点强调“适度超前开展基础设施投资”，本次中央经济工作会议对基建的强调相对没有那么突出，只在后文扩大内需环节提到，“加强区域间基础设施联通”。

而本次经济工作会议中，重点提到了“要加大中央对地方的转移支付力度，推动财力下沉”，表明为了保证 2023 年财政支出的力度，中央会一定程度加杠杆，增加对地方财政的支持。

表 5: 最近四次中央经济工作会议对财政政策的表述

	2019 年中央经济工作会议	2020 年中央经济工作会议	2021 年中央经济工作会议	2022 年中央经济工作会议
财政政策	积极的财政政策要大力提质增效, 更加注重结构调整, 坚决压缩一般性支出, 做好重点领域保障, 支持基层保工资、保运转、保基本民生	积极的财政政策要提质增效、更可持续, 保持适度支出强度, 增强国家重大战略任务财力保障, 在促进科技创新、加快经济结构调整、调节收入分配上主动作为, 抓实化解地方政府隐性债务风险工作, 党政机关要坚持过紧日子	积极的财政政策要提升效能, 更加注重精准、可持续。要保证财政支出强度, 加快支出进度。实施新的减税降费政策, 强化对中小微企业、个体工商户、制造业、风险化解等的支持力度, 适度超前开展基础设施投资。党政机关要坚持过紧日子。严肃财经纪律。坚决遏制新增地方政府隐性债务	积极的财政政策要加力提效。保持必要的财政支出强度, 优化组合赤字、专项债、贴息等工具, 在有效支持高质量发展中保障财政可持续和地方政府债务风险可控。要加大中央对地方的转移支付力度, 推动财力下沉, 做好基层“三保”工作。

资料来源: 新华社, 招商证券

➤ 货币政策: 货币政策寻求精准有力

货币政策表述方面, 2019 年和 2021 年的中央经济工作会议都是“灵活适度”, 实际的结果是流动性相对宽松, 2020 年和 2022 年利率中枢呈现下行的状态; 而 2020 年是灵活精准, 2021 年利率中枢相对较高, 流动性相对没有那么充裕。本次中央经济工作会议定调为“精准有力”, 预计明年流动性状态介于 2020 和 2021 年之间的水平, 既不是大水漫灌, 也不会大幅收紧流动性, 目标是尽量使得新增社融增速尤其是中长期社融增速回升, 预计利率中枢将会保持在当前水平附近震荡, 结构性货币政策工具可能有所作为。

表 6: 最近四次中央经济工作会议对货币政策的表述

	2019 年中央经济工作会议	2020 年中央经济工作会议	2021 年中央经济工作会议	2022 年中央经济工作会议
货币政策	稳健的货币政策要灵活适度, 保持流动性合理充裕, 货币信贷、社会融资规模增长同经济发展相适应, 降低社会融资成本。要深化金融供给侧结构性改革, 疏通货币政策传导机制, 增加制造业中长期融资	稳健的货币政策要灵活精准、合理适度, 保持货币供应量和社融规模增速同名义经济增速基本匹配, 保持宏观杠杆率基本稳定, 处理好恢复经济和防范风险关系, 多渠道补充银行资本金	稳健的货币政策要灵活适度, 保持流动性合理充裕。引导金融机构加大对实体经济特别是小微企业、科技创新、绿色发展的支持。财政政策和货币政策要协调联动, 跨周期和逆周期宏观调控政策要有机结合。	稳健的货币政策要精准有力。要保持流动性合理充裕, 保持广义货币供应量和社融规模增速同名义经济增速基本匹配, 引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展等领域支持力度。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定, 强化金融稳定保障体系。

资料来源: 新华社, 招商证券

➤ 产业政策: 扩大内需是第一要务, 但是扩大内需的关键在消费而非投资

扩大内需在明年的五大经济工作中是第一要务, 面对“当前我国经济恢复的基础尚不牢固, 需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力仍然较大”, 2022 年经济增速进一步下探。2023 年, 扩大内需成为第一要务。本次中央经济工作会议中“扩大内需”提到三次, 加上一次“扩大国内需求”, 四次提到扩大内需。一般情况, 扩大内需也会提, 但是提的次数如此之多, 位置如此之靠前, 这在过去十年的中央经济工作会议中是较为罕见的。

表 7: 近四次中央经济工作会议的产业政策重点

	2019 年中央经济工作会议	2020 年中央经济工作会议	2021 年中央经济工作会议	2022 年中央经济工作会议
产业政策重点	要大力发展数字经济,加快建设养老服务体系,加强战略性新兴产业、网络型基础设施建设(内容较为全面,摘录)	强化国家战略科技力量;增强产业链供应链自主可控能力;坚持扩大内需这个战略基点;解决好种子和耕地问题;强化反垄断和防止资本无序扩张;解决好大城市住房突出问题;做好碳达峰、碳中和工作	要深化供给侧结构性改革,重在畅通国内大循环,重在突破供给约束堵点,重在打通生产、分配、流通、消费各环节。要提升制造业核心竞争力,启动一批产业基础再造工程项目,激发涌现一大批“专精特新”企业。加快形成内外联通、安全高效的物流网络。加快数字化改造,促进传统产业升级。要增强国内资源生产保障能力,加快油气等资源先进开采技术开发应用,加快构建废弃物循环利用体系。要把提高农业综合生产能力放在更加突出的位置,持续推进高标准农田建设,深入实施种业振兴行动,提高农机装备水平,保障种粮农民合理收益,中国人的饭碗任何时候都要牢牢端在自己手中	1)着力扩大国内需求,要把恢复和扩大消费摆在优先位置,增强消费能力,改善消费条件,创新消费场景;加快实施“十四五”重大工程,加强区域间基础设施联通。要继续发挥出口对经济的支撑作用,积极扩大先进技术、重要设备、能源资源等产品进口。2)加快建设现代化产业体系,找准关键核心技术和零部件薄弱环节,集中优质资源合力攻关;实施新一轮千亿斤粮食产能提升行动;提升传统产业在全球产业分工中的地位和竞争力;加快新能源、人工智能、生物制造、绿色低碳,量子计算等前沿技术研发和应用推广。要大力发展数字经济。 产业政策要发展和安全并举。优化产业政策实施方式,狠抓传统产业改造升级和战略性新兴产业培育壮大,着力补强产业链薄弱环节,在落实碳达峰碳中和目标任务过程中锻造新的产业竞争优势。推动“科技-产业-金融”良性循环。科技政策要聚焦自立自强。布局实施一批国家重大科技项目,完善新型举国体制,发挥好政府在关键核心技术攻关中的组织作用,突出企业科技创新主体地位

资料来源: Wind, 招商证券

在这样的基调下,我们认为:第一,由于 2023 年对于着力扩大国内需求反复强调,预计财政政策、产业政策对于总需求相当支持,加上中国经济从疫情中逐渐恢复,GDP 增速有望明显回升,预计 2023 年 GDP 增速能够回升至 4.5-5% 之间,企业盈利增速有望逐季回升,那么 2023 年 A 股有望在盈利回升的推动下回到上行周期。

## (2) 疫情改善: 疫情冲击以及进入高峰, 将会逐渐恢复

当前,疫情防控政策已经放开,尽管短期内疫情感染人数较多,对经济还会产生一定的负面影响,但是展望 2023 年,尤其是春节之后,感染高峰过后,居民消费将会逐渐恢复。

此外,再辅以政策对消费需求的鼓励和支持,消费需求改善推动经济逐渐回到上行周期的概率较大。

总的来看,本轮经济下行接近尾声,随着稳增长扩需求政策进一步发力,疫情冲击高峰过去经济活动逐渐恢复,本轮居民储蓄率大幅攀升已经接近尾声。

## 四、本轮储蓄率下行周期, 超额储蓄将会流向何处

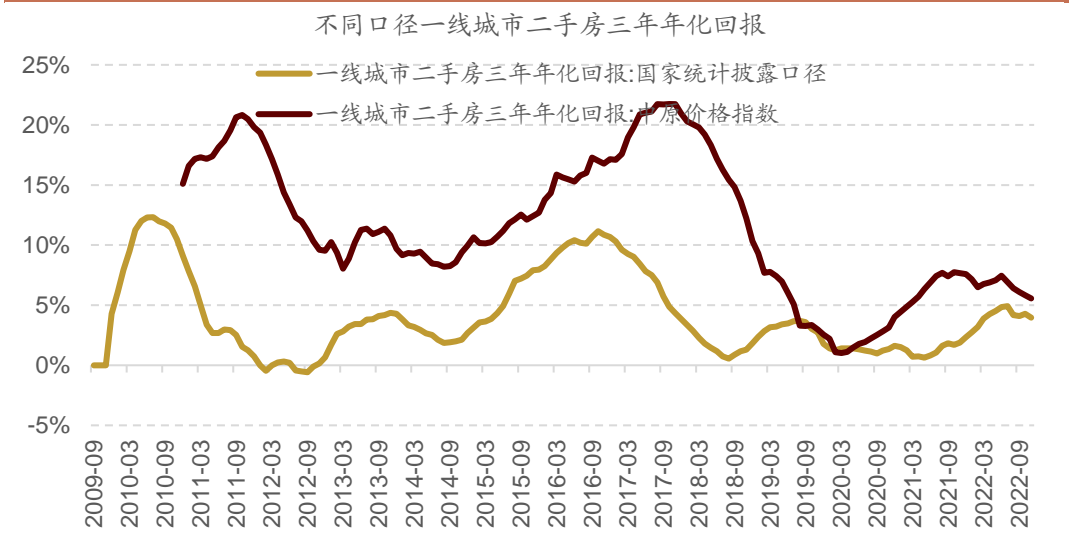
### 1、投资需求: 地产以改善性需求为主, 基金股票小幅增加

#### (1) 地产

人口老龄化和人口负增长,未来房地产的投资属性将会进一步下降,地产销量改善将主要来自住房改善需求。

本轮储蓄率下降之开启后,地产仍是首选吗?地产的投资性属性大幅下滑已经成为不争的事实,尽管一线城市的房价刚性,但是投资回报率已经大幅下滑。

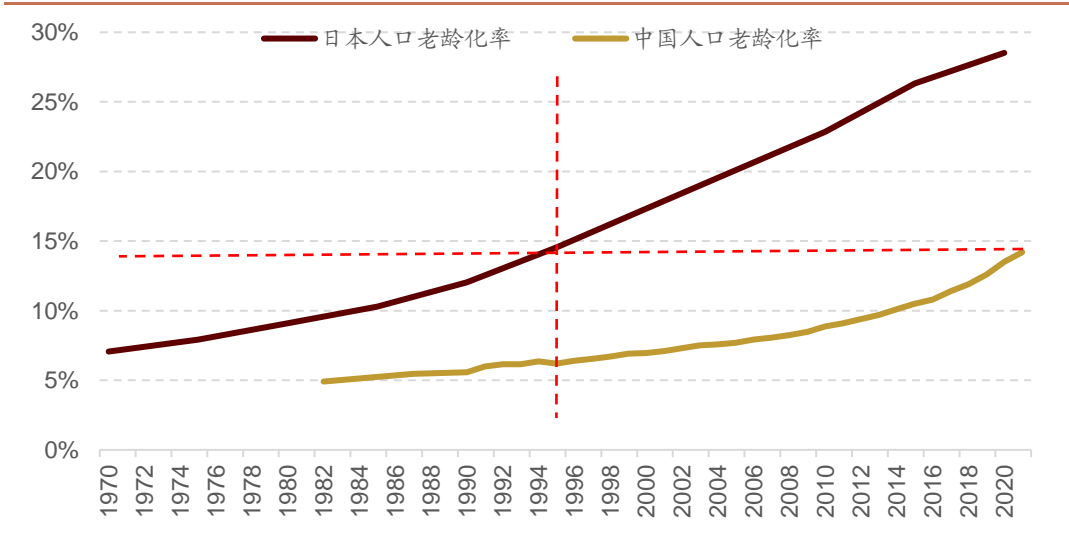
图 26: 一线城市的二手房三年化回报已经回落至 5%左右。



资料来源: Wind, 招商证券

参照日本的经验, 日本有两个关键时间窗口, 一是 1990 年日本人口老龄化率突破 10%, 一个是 2005 年人口负增长。目前中国的人口老龄化率在 2014 年突破 10%, 2022 年中国人口大概率会出现负增长。

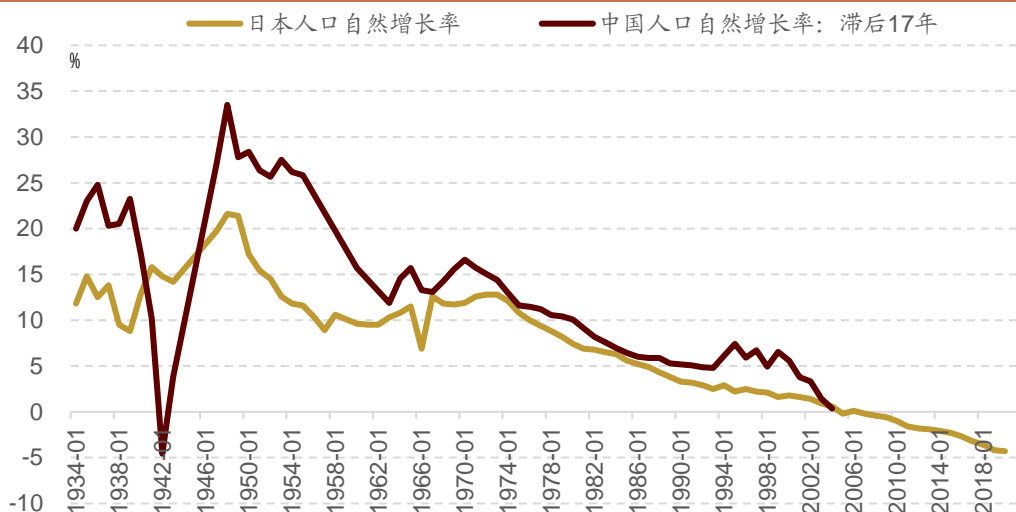
图 27: 日本在 1995 年老龄化率突破 15%, 目前中国人口老龄化率接近 15%



资料来源: Wind, 招商证券

日本人口自然增长率在 2005 年转负, 中国人口自然增长率滞后日本大约 17 年, 理论上, **2022 年中国人口增长率将会转负**。这是一个具有标志性意义的事件, 可能对中国经济和社会发展将会产生深远的影响。

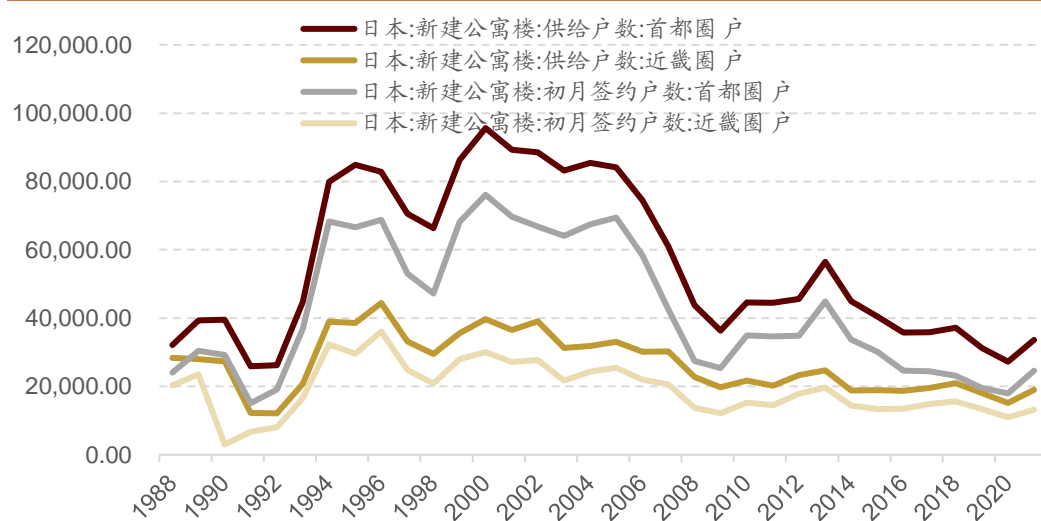
图 28: 日本人口自然增量率在 2005 年转负, 中国人口增长率滞后日本大约 17 年左右



资料来源: Wind, 招商证券

日本首都和近畿圈地产销量在 2000 年见顶, 2005 年之后加速下行, 老龄化和人口负增长对于地产销量持续下行贡献较大。

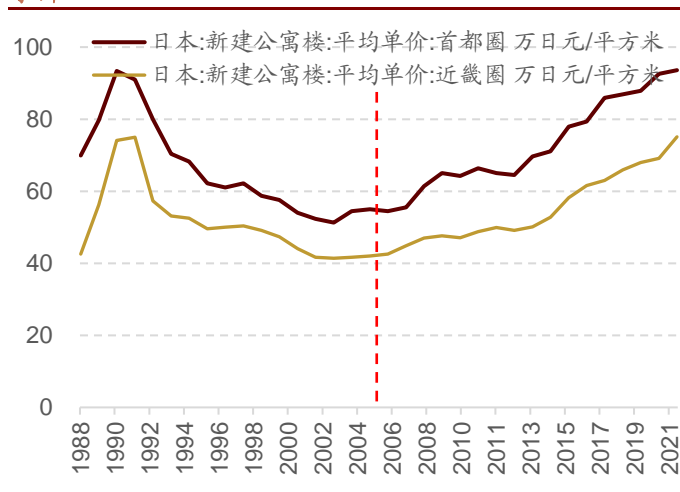
图 29: 日本首都和近畿圈地产销量在 2000 年见顶, 2005 年之后加速下行



资料来源: Wind, 招商证券

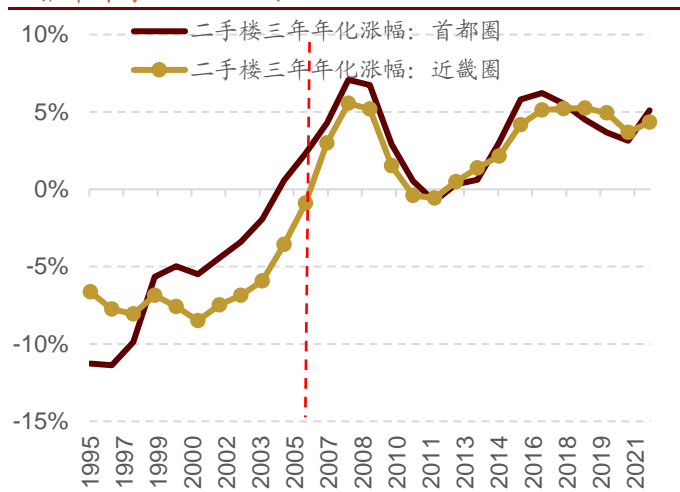
尽管人口老龄化和人口负增长, 但是日本人口进一步向着首都和近畿地区迁移, 2021 年东京都的人口较 2007 年增加了 125 万, 因此, 尽管房地产销售低迷, 但是在货币持续超发的背景下, 日本首都和近畿地区的房价开启了“慢牛”, 投资首都和近畿地区二手楼的三年年化回报介于 0~5%之间。

图 30: 2002 年之后日本首都和近畿圈公寓楼价格稳步攀升



资料来源: wind, 招商证券

图 31: 2002 年之后首都和近畿圈公寓楼三年投资年化回报率介于 0~5% 之间



资料来源: wind, 招商证券

日本的案例告诉我们, 当人口老龄化程度进一步加深, 人口负增长, 地产销售面积大概率持续下台阶, 年轻居民将会进一步涌进经济发达的大型城市, 而经济欠发达的二线城市将会面临持续的人口净流出。当持有房产的居民和企业意识到这一点, 在没有大幅供给增加的城市, 如果持有人没有流动性需求, 就会惜售待涨——你不买自然会有人买。则一线及准一线人口净流入的大城市房价就会震荡稳定上行, 但是由于缺少投资和投机需求的推动, 价格上行的速度会非常有限。

日本的京都和近畿地区二手房三年回报率不超过 5%, 目前中国一线城市的三年年化回报率也持续回落至 5% 左右。我们假设这种情况成为常态, 5% 的年化回报率的房地产是否有投资价值呢?

分两种情况, 一种情况是全款买房, 此处不考虑二手房相对新房的折溢价, 如果买新房相对附近二手房有折价的套利机会另当别论。一般能全款买房, 则最重要的两项购房成本是 1% 的个人所得税和 3% 契税, 其他费用忽略, 则买入 1000 万的房子投入 1040 万, 假设二手房价格三年年化为 5%, 则实际的年化回报率为 3.6%。假设 1000 万的房子月租金能达到 1 万, 则考虑租金回报率之后, 三年年化回报率为 4%。

也就是说, 如果全款买房投资, 房价年涨幅是 5%, 实际三年投资回报率只有 3.6~4% 之间。而且, 如果未来房产税征收, 那么持有地产投资的投资回报率将会进一步下降。除此之外, 房子的流动性很差, 真正需要流动性想要卖出房子的时候, 可能还需要在市场价格打上一个折扣才能尽快成交, 使得房子的投资回报率进一步下降。

表 8: 估算全款买房的投资收益率 (假设房价年涨幅 5%)

房屋总价 (万)	自有资金 (万)	交易费用 (万)	总计投入	三年后价格	三年的年化收益率
1000	1000	40	1040	1158	3.6%
			租金回报	36	
			考虑租金回报后	1194	4.0%

资料来源: wind, 招商证券

如果是首付 50% 比例又如何呢? 当前的房屋贷款按揭利率平均为 4.3%, 二套的利率可能会更高, 考虑了融资成本之后, 买入 1000 万的房子, 三年的年化回报率为 3.2%。

表 9: 估算 50% 贷款买房的投资收益率 (假设房价年涨幅 5%)

房屋总价	自有资金	交易费用	总计投入	三年后价格	扣除贷款本金后剩余	三年的年化收益率
1000	500	40	540	1158	657.625	
	融入资金	利息费用			扣除利息后剩余	
	500	64.5			593.125	3.2%

资料来源: wind, 招商证券

对比银行理财来看,基本与当前 1 年期银行理财的回报率较为接近。但是很显然,大型商业银行理财安全性相对更高,而且到期就可以赎回,流动性也尚可。如果愿意牺牲一点收益率买入期限更短的银行理财,则流动性就会进一步改善。

图 32: 1 年期银行理财收益率目前约 3.1%



资料来源: Wind, 招商证券

从上文中可以看出,如果未来一线城市房价还能够保持 5%左右的年化涨幅,无论是全款还是按揭,投资三年的回报率都不是很高,而且要承担较高的流动性风险以及未来可能出台房产税后收益率进一步回落的风险。总体来看,在这种假设之下,房地产在未来的投资属性和投机属性确实不高。

那么未来一线房地产市场会否迎来大幅放松,年化涨幅超过 5%呢?从政策上来看,基本是不太允许。

从中国的政策来看,尽管今年的地产下行压力巨大,但是无论是二十大报告还是中央经济工作会议,对于“房子是用来住的而不是用来炒的”定位没有发生变化,在扩大内需方面,国务院印发《扩大内需战略规划纲要(2022-2035 年)》中更是强调“坚持‘房子是用来住的、不是用来炒的’定位,加强房地产市场预期引导,探索新的发展模式,加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度,稳妥实施房地产市场平稳健康发展长效机制,支持居民合理自住需求,遏制投资投机性需求,稳地价、稳房价、稳预期”。

总的来看,当前政府对于地产的支持主要是支持刚性和改善性住房需求,对于投资性投机性的住房需求仍然保持高压和遏制的态度。未来的地产销售的增加,主要来自于政策性住宅供应和居民改善性住房需求。房子作为一种高收益的投资品可能已经长时间退出历史舞台了。

如果是居民改善性住房需求,那么基本增速应该跟经济增速和居民收入增速相匹配,如果 2023 年 GDP 增速能够回升至 4.5~5%左右的增长,那么 2023 年在住房改善政策的推动之下,我们预期房地产销售金额增速在 4~5%之间。我们就可以近似计算 2023 年居民贷款增加额和贷款余额(暂不考虑消费性贷款)。

表 10: 估算 2023 年居民贷款增量

地产销售额增速	新增居民贷款: 按历史平均 40%贷款比例(亿元)	2023 年贷款余额(亿元)
假设值 1: 4%	58,240	803,202
假设值 2: 5%	58,800	803,762
平均值	58,520	803,482

资料来源: Wind, 招商证券

总的来看,由于中国人口变化特征和政府对于房地产定位坚定不移的态度,中国房地产的投资回报率已经较低,比银行理财的收益率高不了太多。未来房地产销售金额的增加主要来自于刚性和改善性住房需求,预计与中国 GDP 增速相匹配。



## (2) 股票和基金：预计流入规模进一步增加

当前投资 A 股未来两年获得相对高回报率概率较大，但是过去两年投资回报率较低抑制居民投资信心，增量投资会增加，但是会相对有限。

自 2006 年以来，滚动三年持有 WIND 全 A（不可投资）、沪深 300、混合基金的三年年化回报率如下图所示，从中可以看出，2006 年任何时间点投入并持有三年，年化回报率波动很大，大部分时间介于-5%~20%之间。其中 WIND 全 A 的历史平均三年年化回报率为 11.4%，沪深 300 为 8.4%，混合基金最高为 13.3%。以上就是投资 A 股的三年平均年化回报率水平。

图 33: A 股历史三年投资回报率走势图

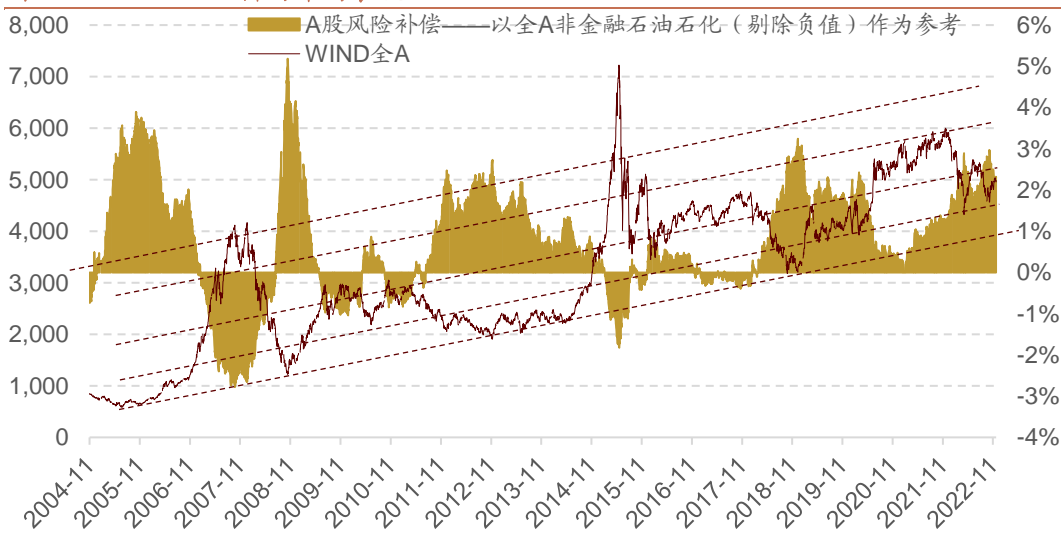


资料来源：Wind，招商证券

如何简单有效提高 A 股的中长期投资回报率，一个简单的策略是计算 A 股的风险补偿，我们以全 A 非金融石油石化剔除负值的 PE(TTM)和十年期国债收益率作为计算依据，计算公式如下：

$1/PE - \text{十年期国债利率} = \text{A 股的风险补偿}$ ，结果如下图所示

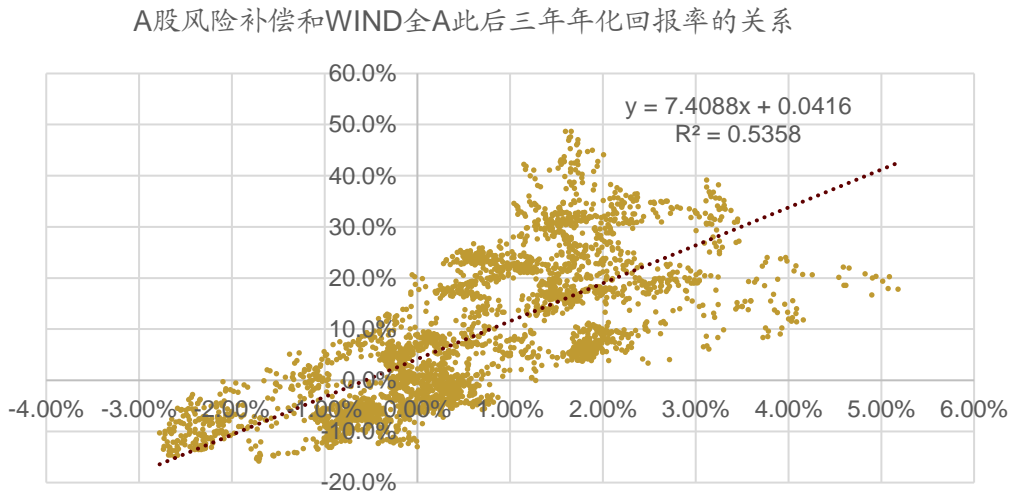
图 34: A 股风险溢价与市场表现



资料来源：Wind，招商证券

从中可以看出，A 股估值越低，位置越低，买入后的胜率相对就越高。A 股估值越低，风险补偿越高，此后三年的 A 股投资年化回报率就越高。

图 35: A 股风险补偿和未来三年投资回报率的关系

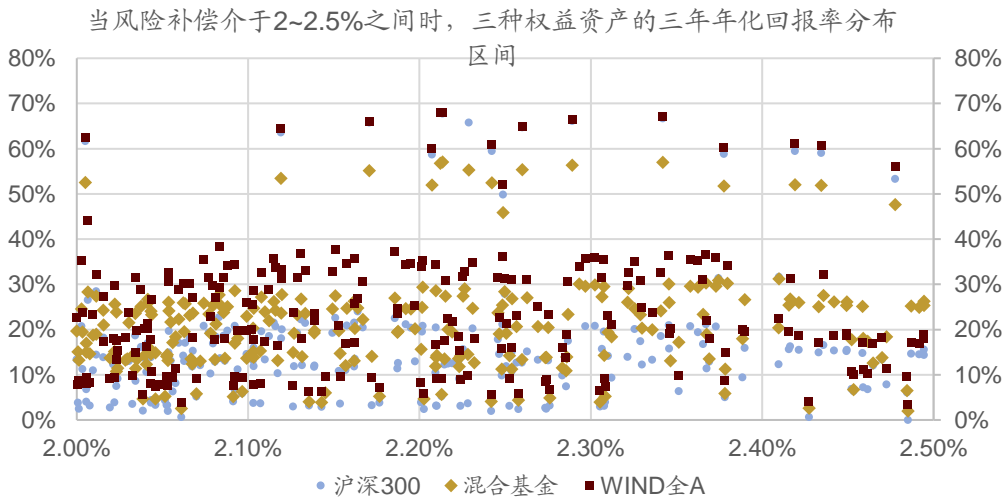


资料来源: Wind, 招商证券

当前的 A 股风险补偿为 2.3%，我们计算在相似水平时，WIND 全 A、沪深 300、混合基金的三年年化回报率的分布，我们发现，仅从历史数据来看，当 A 股的风险补偿介于（2~2.5%）之间时，WIND 全 A、沪深 300、混合基金持有三年没有出现负收益。平均来看，在 A 股的风险补偿介于（2~2.5%）之间时 WIND 全 A、沪深 300、混合基金平均三年年化回报率为 20.7%，12.2%，18.5%。（说明：历史业绩不代表未来，股市有风险投资需谨慎）

也就是说，在 A 股估值越低，风险补偿越高时，投资 A 股的预期回报率为正的概率越高，预期回报率越高。

图 36: 当风险补偿介于 2~2.5%(与当前水平接近时)，三种不同指数的收益率分布



资料来源: Wind, 招商证券

但是，过去两年尤其是 2020 年 7 月之后，居民在上一轮存款储蓄率加速下行阶段买了很多基金，这部分基金大部分目前平均处在亏损的状态，投资者的实际感觉并不好，主观认为基金的投资回报率较低。这就是基金投资最难的一点，当持有基金投资者感受到实际投资回报率高时，未来的投资回报率就会明显降低，甚至会亏损；而持有基金投资者过去实际投资回报率很低甚至亏损时，往往预示未来的预期投资回报率会明显攀升。

图 37: 2020 年 6 月以来每日买入偏股基金持有至今的回报率



资料来源: Wind, 招商证券

总的来看，未来存款储蓄率加速下行的阶段，理论最佳投资选择应该是偏股基金，但是居民由于过去两年持有体验不好，增持基金的规模可能会相对比较有限。而且，此前投资的基金一旦回本，投资者又会有较强的动力赎回。总的来看，2023 年，投资者通过基金、保险、融资买入、直接转账投资股票的增量资金较历史上较大规模的净买入的年份会相对规模没有那么大，但是，较行情惨淡的 2022 年会有明显增长，根据估算，我们预计 2023 年居民存款储蓄通过基金和股票直接流入 A 股的规模为 8000 亿左右。

表 11: 2023 年居民直接投资股票基金的增量资金测算

资金供需	2022 年	2023E
公募基金	2067	5100
私募基金	260	1040
证券备付金	1500	2000
合计规模	3827	8140

资料来源: 《新时代、新周期、新思路——2023 年 A 股投资展望》，招商证券

## 2、消费需求：可选消费、出行相关消费、娱乐消费增速有望明显回升

2020~2022 年，中国消费受到疫情的反复冲击，在 2020 年上半年和 2022 年二季度以及 2022 年四季度对消费造成了比较大的扰动。但是，中国的防控政策自 2022 年 11 月开始逐渐调整，2022 年国家卫健委网站 12 月 7 日发布《关于进一步优化落实新冠肺炎疫情防控措施的通知》后，中国疫情防控政策进一步优化。预计到 2023 年，尽管疫情仍然会对消费产生一定的扰动，但是消费逐步恢复到正常状态应该是早晚的事情。我们需要评估不同消费种类恢复到正常状态 2023 年的增速，有三种方法可供考虑：

方法一，按照 2018~2021 年正常月份（不受疫情影响的月份）的平均增速作为 2023 年月均增速计算。

方法二：按照 2019 年以来历史单月消费的数据，按照线性外推 2023 年每月的销售额

方法三：对于受到疫情冲击较大的品种，假定能够回到 2020~2021 年正常月份的平均水平。

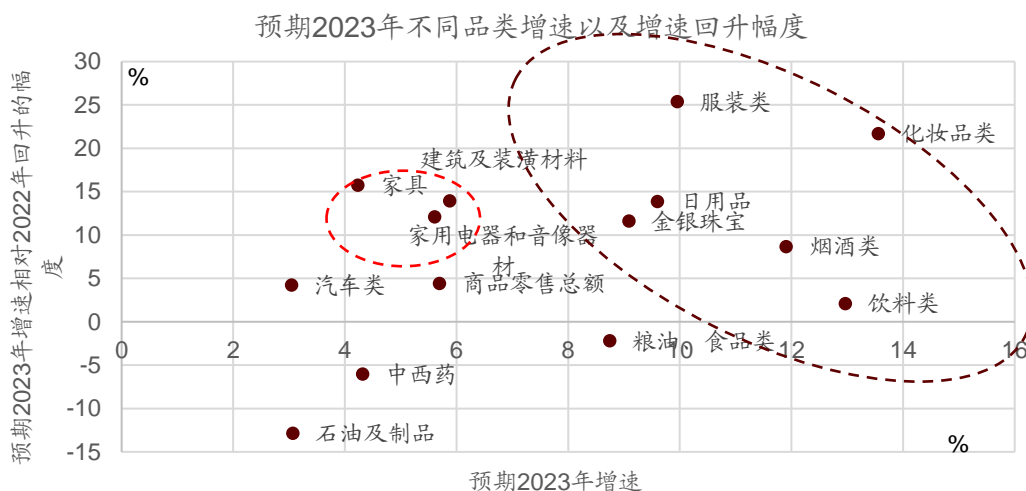
表 12: 根据不同方法测算 2023 年不同类型商品增速和增加的消费额 (增速单位: %; 金额单位: 亿元)

	商品零售总额	粮油、食品类	饮料类	烟酒类	服装类	化妆品类	日用品	金银珠宝	家用电器和音像器材	中西药	家具	石油及制品	建筑及装潢材料	汽车类
2022 年月均水平	13022	1493	250	388	707	305	233	600	759	536	133	1981	161	3710
2020Q2~2021 Q4 月均水平	12857	1346	226	375	835	332	244	615	811	486	151	1708	175	3755
2019 年月均水平	11762	1203	179	316	808	252	211	515	795	507	172	1702	181	3375
2022 年相对 2020~2021 年正常水平增速	1.3	10.9	10.9	3.3	-15.4	-8.1	-4.3	-2.5	-6.5	10.3	-11.5	15.9	-8.0	-1.2
2019~2021 年正常月份增速	5.9	9.7	12.7	10.4	2.1	12.1	6.0	11.0	4.5	9.2	3.4	3.0	5.4	(0.0)
预期 2023 年回归正常水平增速 (方法一)	5.9	9.7	12.7	10.4	2.1	12.1	6.0	11.0	4.5	9.2	3.4	3.0	5.4	(0.0)
预期 2023 年回归正常水平增速 (方法二)	5.5	7.8	13.2	13.4	9.5	19.8	13.2	13.7	5.3	(0.6)	(3.7)	3.1	3.5	7.9
预期 2023 年回归正常水平增速 (方法三)					18.2	8.8		2.6	7.0		13.0		8.7	1.2
三种方法均值 (部分不适用)	5.7	8.7	13.0	11.9	10.0	13.6	9.6	9.1	5.6	4.3	4.2	3.1	5.9	3.0
预期 2023 年回归正常水平月均值	13764	1623	283	434	777	346	256	654	801	559	139	2041	170	3824
预期 2023 年全年回归正常水平月增加额	8900	1567	389	554	844	497	269	654	510	278	68	730	113	1358

资料来源: Wind, 招商证券

根据我们的测算, 2023 年限额以上居民零售增速有望回升至 5.7%, 较 2022 年回升 4.4 个百分点, 预计 2023 年居民限额以上商品消费增加 8900 亿元。总的来看, 随着疫情的缓解, 居民消费回归正常水平, 其中**增速较快的是化妆品、饮料、烟酒、日用品、金银珠宝。其次是家电, 家具和装修建材, 这些消费需求的回升还有待于地产销售的改善。**考虑到上文中我们预计地产销量在 5% 左右, 则家电、家具装修建材等消费增速介于 4~6% 之间, 较 2022 年增速将会有明显提升和边际改善。

图 38: 2023 年预计社会零售商品增速和增速回升幅度较大的品类



资料来源: Wind, 招商证券

从国家统计局公布的人均消费开支的角度来看, 用同样的方法我们计算 2023 年的平均增速, **预计人均支出增速将会从 2022 年的 2.6% 回升至 6.4%**, 回升 3.8 个百分点, 预计全国居民消费支出将会较 2022 年增加 6554 亿。需要指出的是, 居民消费支出的统计口径中, 商品只是一部分而非全部, 在商品消费的基础上又增加了服务消费支出, 因此, 跟上文中统计的 8900 亿的零售商品支出增加没有可比性。

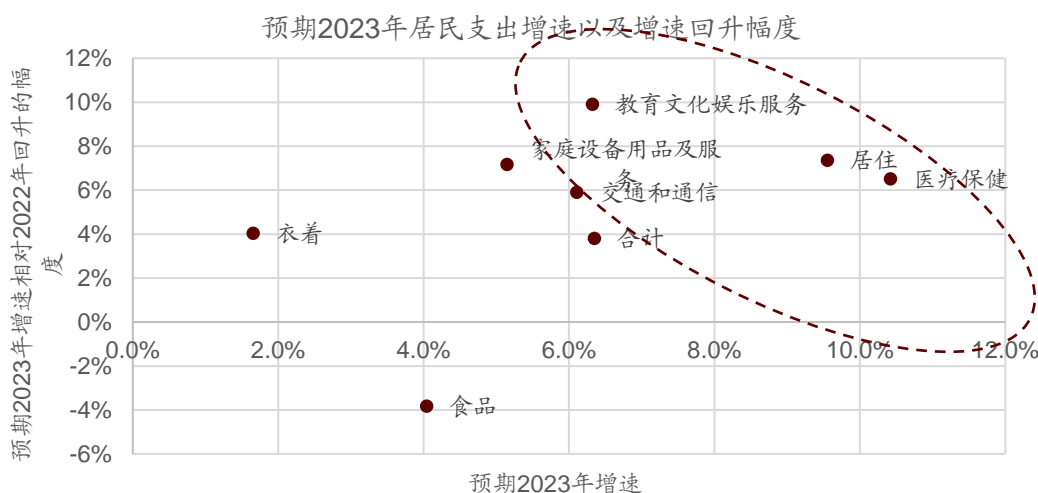
从分类上看, 增速回升幅度较大的是居住、家庭设备、教育文化娱乐。需要特别指出的是, 2022 年居民正常的医疗需求实际是受到疫情的影响的, 例如一些疾病正常的手术需求被延后, 一些疾病诊断被推后, 包括眼科、眼科、医美等可选医疗需求也受到影响。因此, 2022 年医疗保健增速显著低于 2018 年以来平均水平。未来, 随着新冠疫情的缓解, 上文所显示的中西药品 (药店出售) 增速可能下降, 但是正常医疗服务需求增速将会回升。

表 13: 根据不同方法测算 2023 年不同类型消费支出增速和总的增加额 (单位: 亿元)

项目	指标	食品	衣着	居住	家庭设备用品及服务	医疗保健	交通和通信	教育文化娱乐服务	合计
季均人均开支	2022 年前三季度 (元)	2226	419	1854	434	623	953	750	7260
	2020Q2~2022Q1 (元)	2064	430	1814	443	600	951	778	7079
	2018 年~2019 年 (元)	1872	455	1629	415	541	893	788	6593
2022 年季均开支增速	相对 2019 年年化增幅	6.0%	-2.7%	4.4%	1.5%	4.8%	2.2%	-1.6%	3.3%
	相对 2020 年二季度至 2021 年均值	7.9%	-2.4%	2.2%	-2.0%	3.9%	0.2%	-3.6%	2.6%
对 2023 年季度平均增速的预测	方法一: 2018 年以来正常月份正常增速	5.3%	2.3%	8.6%	5.4%	10.9%	5.5%	5.1%	6.5%
	方法二: 2018 年以来月均值线性外推	3%	0%	10%	8%	10%	7%	10%	6.2%
	方法三: 回到过去两年正常水平		2%		2%			4%	
	<b>平均增速: 三种方法平均</b>	<b>4.0%</b>	<b>1.7%</b>	<b>9.6%</b>	<b>5.1%</b>	<b>10.4%</b>	<b>6.1%</b>	<b>7.6%</b>	<b>6.4%</b>
	增速较 2022 年回升幅度	-3.8%	4.0%	7.4%	7.2%	6.5%	5.9%	11.2%	3.8%
	<b>预测 2023 年全年支出增加总额: 按 14 亿人口计算 (亿元)</b>	<b>1260</b>	<b>97</b>	<b>2480</b>	<b>313</b>	<b>909</b>	<b>815</b>	<b>800</b>	<b>6454</b>

资料来源: Wind, 招商证券

图 39: 预期 2023 年居民不同支出类别的增速和增速回升幅度



资料来源: Wind, 招商证券

以上两个口径, 通过社零数据算出来的消费增加为 8900 亿, 以居民人均消费支出算出来的消费增加为 6400 亿, 平均为 7677 亿, 大数为 8000 亿左右。

总的来看, 随着经济改善及疫情缓解, 居民储蓄率和净存款增速有望下降, 消费增速有望明显增加。受到疫情冲击的部分品类未来增速回升的幅度相对较快, 预期全年居民消费增加金额为 8000 亿左右。

### 3、本轮储蓄率见顶回落后, 2023 年居民理论投资和消费增加额测算

假设 2022 年实际 GDP 增速在 4.5~5%, GDP 平减指数为 1.5%~2%, 则名义 GDP 增速为 6~7%。2022 年中央经济工作会议明确, 货币政策保持广义货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。我们预期居民存款增速均为 6~7% 左右。

由于 2023 年在扩大总需求的政策指引下, 经济有望改善, 住房改善又成为居民的政府工作重心, 则我们认为明年地产销售增速将会回升至 4~5% 左右, 2022 年商品房销售金额为 14 万亿, 则 2023 年商品房销售金额预计回升至 14.5~14.7 万亿, 参照 2018~2021 年的平均贷款占比, 则 2023 年居民需要新增贷款 5.8 万亿, 增速为 7.8%。

如此一来, 我们可以算出居民理论的净存款余额平均为 42.34 万亿, 我们假设 2023 年居民防御性储蓄不再增加, 停留在 2022 年 10 月的水平 40.7 万亿, 则理论上, **2023 年居民除了购房以外的消费和投资的增加为 1.63 万亿。根据我们上文的推算, 这 1.6 万亿左右开支的增加, 有 8000 亿左右将会用于投资, 8000 亿左右用于消费的增长。**

表 14: 2023 年居民净存款增量及用于投资和消费的规模估算值 (单位: 亿元)

存款增速假设	存款余额	地产销售额增速	新增居民贷款: 按历史平均 40% 贷款比例	贷款余额	理论净存款余额	假设 2023 年底经存款余额与 2022 年持平, 2023 年理论可以增加的投资和消费开支规模	
6%	1,221,149	4%	58,240	803,202	417,946	10,882	789,660
7%	1,232,669	5%	58,800	803,762	428,907	21,842	797,110
平均	1,226,909		58,520	803,482	423,426	<b>16,362</b>	803,202

资料来源: Wind, 招商证券

当然, 如果信心更足, 2023 年居民净存款储蓄率相对 2022 年 10 月水平负增长, 负增长幅度越大, 则 2023 年股票市场和消费市场将会更加繁荣。

## 五、总结

当前居民储蓄意愿大幅攀升，我们计算的净存款增加规模创下天量，增速创下有计算数据以来的新高。本文提出了衡量居民储蓄率的指标，历史周期运行规律，不同阶段股市、楼市、消费的表现。本轮居民存款储蓄率即将见顶，我们分析了见顶后超额储蓄的流向，测算了相关规模，以及对 A 股的意义。

**存款储蓄率以及居民存款的净增加率的定义。**本报告中，我们定义居民存款储蓄率=过去四个季度居民部门存款增加额/过去四个季度现价 GDP；居民净存款=居民部门存款余额-居民部门贷款余额，再计算增速。

**居民储蓄率变化呈现周期运行规律，核心驱动力源于对未来收入的预期或者说信心。**当经济好转、企业盈利增速上行，居民储蓄率下降；而经济和企业盈利增速下行到一定阶段，引发居民防御性储蓄增加。未来政策目标的可预期性和稳定性是扭转居民信心的关键。

**2003 年以来居民存款储蓄率经历了四轮上升和下降的过程。**综合居民净存款增速和居民存款储蓄两个指标，当两个指标出现明显同向变化时，确认上行/下行周期，两个指标变化不明显或者不同向时，不确认周期。

**股市：**每一轮储蓄率上行（下降）周期中 A 股不同程度的下跌（上涨）。考虑到国内居民资产中股票和基金配比较低，故股票涨跌应该不是储蓄率变动的关键因素。且居民储蓄率下降并不一定转向基金投资，而是在“扭亏阻力位”效应下呈现七年一次的特征。

**楼市：**购房是国内居民储蓄率变动的关键因素之一，即居民储蓄率下降（上升）往往对应着地产销售、房价的上升（下降）。

**消费：**消费是居民储蓄率变化的第二大驱动因素，储蓄率下降（上升）阶段居民支出增速、社零增速会明显回升（下降）。2010 年以来日常消费波动较小；而可选消费既是居民储蓄变动的结果也是原因，其增速与居民存款储蓄率和净存款增速变动方向基本反向。

**本轮超额储蓄缘何大幅提升，是否见顶？**2021 年 10 月是本轮居民存款储蓄率和净储蓄增速的上行起点，主要源于地产调控政策下融资需求弱、疫情影响、货币政策宽松。但 2023 年之后高增的储蓄率有望见顶，第一，明年政策着力扩大内需，预计 GDP 增速回升至 4.5%-5%，改善居民预期。第二，疫情防控政策优化，感染高峰过后，居民消费将会逐渐恢复。

**本轮储蓄率下行周期，超额储蓄将会流向何处？**参考经济增速，理论上 2023 年居民除了购房以外的消费和投资的增加额为 1.63 万亿。根据推算，这些支出中有 8000 亿左右将会用于投资（股票和基金），8000 亿左右用于消费的增长。当然，如果市场信心更足，则明年股市和消费市场更加繁荣。在消费方面，可选消费、出行相关消费、娱乐消费增速有望明显回升。

由于本轮存款储蓄即将见顶，居民会将部分储蓄转换为股票市场增量资金，**尽管规模难以推动 A 股形成大规模牛市，但是至少可以支撑 A 股震荡上行形成结构牛。**我们在年度策略报告中更加推荐以“高端制造、医疗医药、新能源、自主可控和军工装备”为代表的新时代五朵金花。另外，根据上文的分析，部分增速回升较高的消费领域的个股也值得重点关注。

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**张夏：**中央财经大学国际金融专业硕士，哈尔滨工业大学工学学士。自 2011 年起加入招商证券，从事金融产品、大类资产配置及投资策略研究。目前担任首席策略分析师。曾获得“进门财经“年度十佳分析师”，2019《财经》研究今榜最佳策略分析师，新浪“金麒麟”最佳策略分析师,WIND 金牌分析师等称号。

**涂婧清：**华东理工大学金融学硕士，2018 年加入招商证券，负责市场流动性和机构投资者分析。

## 评级说明

### 公司短期评级

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。