

证券研究报告 / 宏观专题报告

## 储蓄率的四种写法

### 报告摘要:

**写法一：国民储蓄率。**国民总储蓄率等于GDP中扣除消费的部分占GDP的比重，可能并不是我们当下需要重点关注的对象。国民总储蓄率包含了居民、企业和政府的储蓄，后两者并非关注重点。从主要宏观指标上来看，投资和出口相对较好，问题较大的是消费，因此需要重点关注的是居民储蓄率。

**写法二：居民收入储蓄率。**从可支配收入和消费支出角度测算的居民收入储蓄率有所下降。类似国民储蓄率的定义，我们可以利用(可支配收入-消费性支出)/可支配收入来定义居民储蓄率，结果显示2023年居民储蓄率有所下降。但从新增存款来看，用存款/可支配收入衡量的储蓄率回落幅度弱于收入支出衡量的储蓄率，这可能是源于居民处置其他风险资产导致存款增加。

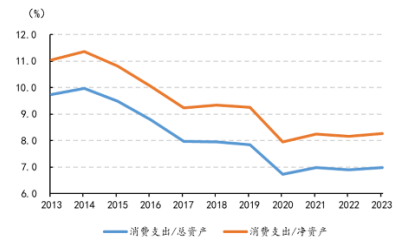
**写法三：广义居民储蓄率。**广义消费支出或许应当包括购房，考虑这一因素的广义居民储蓄率反而是上升的。根据我们的测算，狭义居民消费支出约占居民可支配收入的6成，而购房支出占居民总支出的2成以上。从纳入购房支出后的广义储蓄率和消费倾向来看，2023年居民的储蓄、消费行为还没有出现明显改善。

居民的消费意愿没有回升主要是受到实际利率的压制。从消费者跨期优化行为来看，消费者跨期消费的决定因素是实际利率。如果我们认为房子是重要的开支，将房价和物价涨幅加权作为通胀指数，由此来计算实际利率，那么居民目前面临的实际利率已处于历史上极高的分位数。高实际利率对应高储蓄率，这也与我们测算的广义居民储蓄率的表现较为一致。

**写法四：净资产储蓄率。**从净资产储蓄率角度来看，居民消费升级的进程有待加强。消费支出/净资产(资产)在疫情之前持续下降，对应消费升级，数据上与可选消费占比不断提升一致。疫情后该指标走平，2023年并未大幅扭转，与可选消费占比走平基本一致。不过展望未来，随着经济走向新一轮复苏，消费升级仍然是未来的大趋势。

风险提示：出口超预期，地缘政治风险上升

### 相关数据



### 相关报告

- 《【东北宏观】低位回暖》 --20240202
- 《【东北宏观】鹰派表态并未对市场形成显著冲击》 --20240202
- 《【东北宏观】数据表现强劲，为何美债利率当天收跌？》 --20240128
- 《【东北宏观】增长看名义，利率看实际》 --20240126
- 《【东北宏观】货币政策宽松将继续加码》 --20240126

### 证券分析师：张陈

执业证书编号：S0550522110002  
13683268105 zhangchen2@nesc.cn

## 目 录

1.	写法一：国民总储蓄率 .....	3
2.	写法二：居民收入储蓄 .....	4
3.	写法三：广义居民储蓄 .....	8
4.	写法四：净资产储蓄率 .....	12

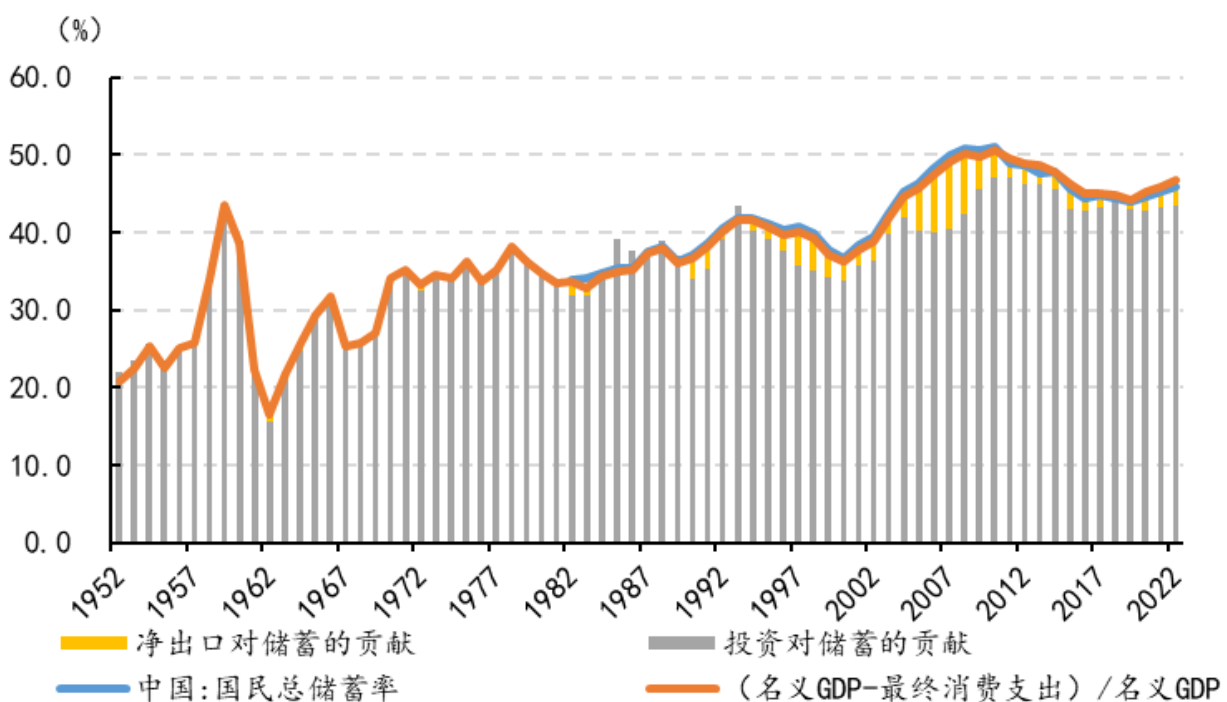
## 图表目录

图 1: 国民总储蓄率, 是指个人和部门的储蓄占 GDP 的比例, 包括居民、企业、政府 .....	3
图 2: 消费弱于趋势值 .....	3
图 3: 出口显著强于趋势值 .....	3
图 4: 投资总体处于趋势水平以上 .....	4
图 5: 制造业投资处于趋势水平以上 .....	4
图 6: 房地产投资显著低于趋势水平 .....	4
图 7: 基建投资处于趋势水平以上 .....	4
图 8: 居民收入相比趋势值仍有差距, 支出则有所回升 .....	5
图 9: 居民储蓄率在 2023 年有所回落 .....	5
图 10: 居民仍然在大量积累存款 .....	6
图 11: 用存款计算的储蓄率水平仍处于历史较高分位 .....	6
图 12: 资产端: 居民各项资产测算, 房、稳定、权益大致比例是 6: 3: 1 .....	7
图 13: 资产端: 总的资产增量有所放缓 .....	7
图 14: 资产端: 其中主要还是在减购房产, 股票和基金表现一般 .....	8
图 15: 对于居民来说, 消费约占可支配收入 65%, 购房约占 20%, 剩下的用于存款和其他 .....	9
图 16: 包含房屋购置支出的广义消费支出占收入的比例在进一步下降 .....	9
图 17: 居民消费的机会成本取决于实际利率 .....	10
图 18: 考虑房价的实际利率, 处于历史上极高的分位数水平 .....	10
图 19: 实际利率高, 增加储蓄, 减少广义消费是正常的选择 .....	11
图 20: 换一个角度来看: 居民资产收益率下行明显快于居民负债成本 .....	11
图 21: 消费支出占净资产比例疫情前趋势性下降 .....	12
图 22: 消费支出占净资产比例下降, 与可选消费占比提升趋势一致, 但近几年放缓了 .....	13

## 1. 写法一：国民总储蓄率

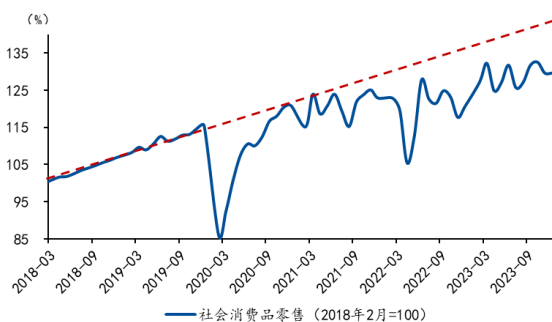
国民总储蓄率等于 GDP 中扣除消费的部分占 GDP 的比重，包含了居民、企业和政府的储蓄，后两者可能并不是我们当下需要重点关注的对象。从概念上来说，GDP 代表当期产出，任何当期未被消费的产出均为储蓄，这部分也称之为国民储蓄。我们用名义 GDP 减去最终消费支出/GDP 测算出的储蓄率与统计局公布的中国国民总储蓄基本上是一致的。国民储蓄从部门划分又可以分为居民储蓄、企业储蓄和政府储蓄。我国出口和投资两部分仍处于趋势值以上，只有消费是明显低于趋势值的。因此居民储蓄才是我们目前关注的重点。

图 1：国民总储蓄率，是指个人和部门的储蓄占 GDP 的比例，包括居民、企业、政府



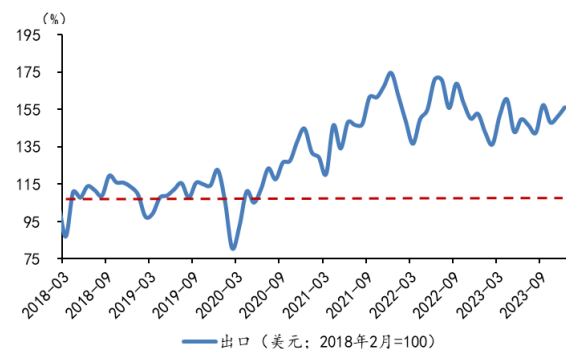
数据来源：Wind，东北证券

图 2：消费弱于趋势值



数据来源：Wind，东北证券

图 3：出口显著强于趋势值



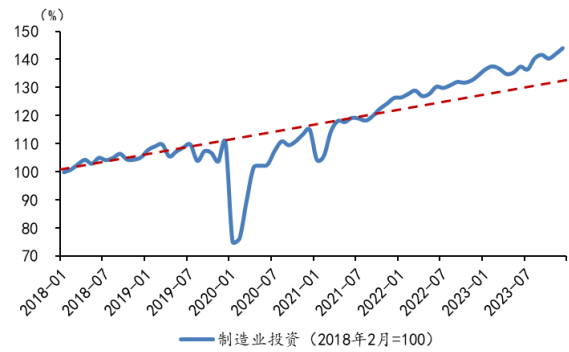
数据来源：Wind，东北证券

图 4：投资总体处于趋势水平以上



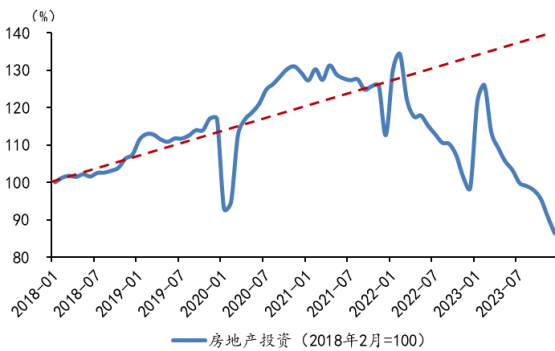
数据来源：Wind，东北证券

图 5：制造业投资处于趋势水平以上



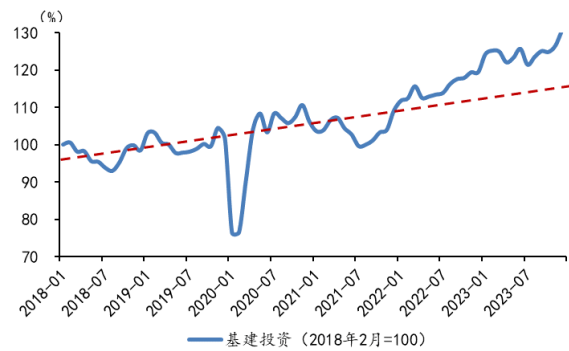
数据来源：Wind，东北证券

图 6：房地产投资显著低于趋势水平



数据来源：Wind，东北证券

图 7：基建投资处于趋势水平以上

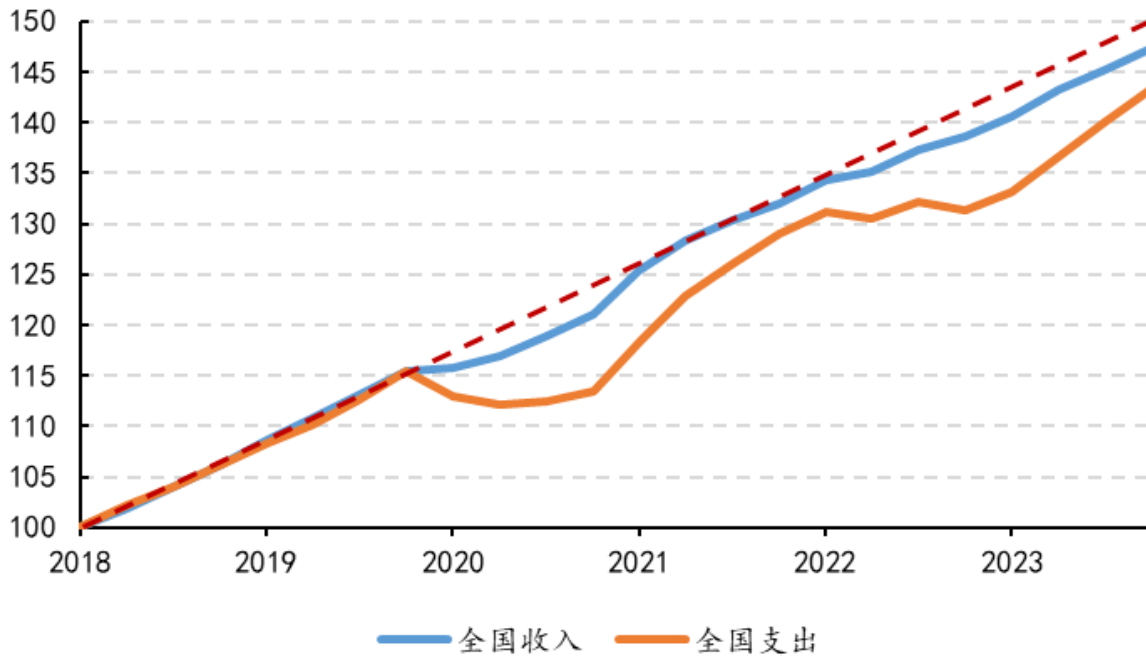


数据来源：Wind，东北证券

## 2. 写法二：居民收入储蓄

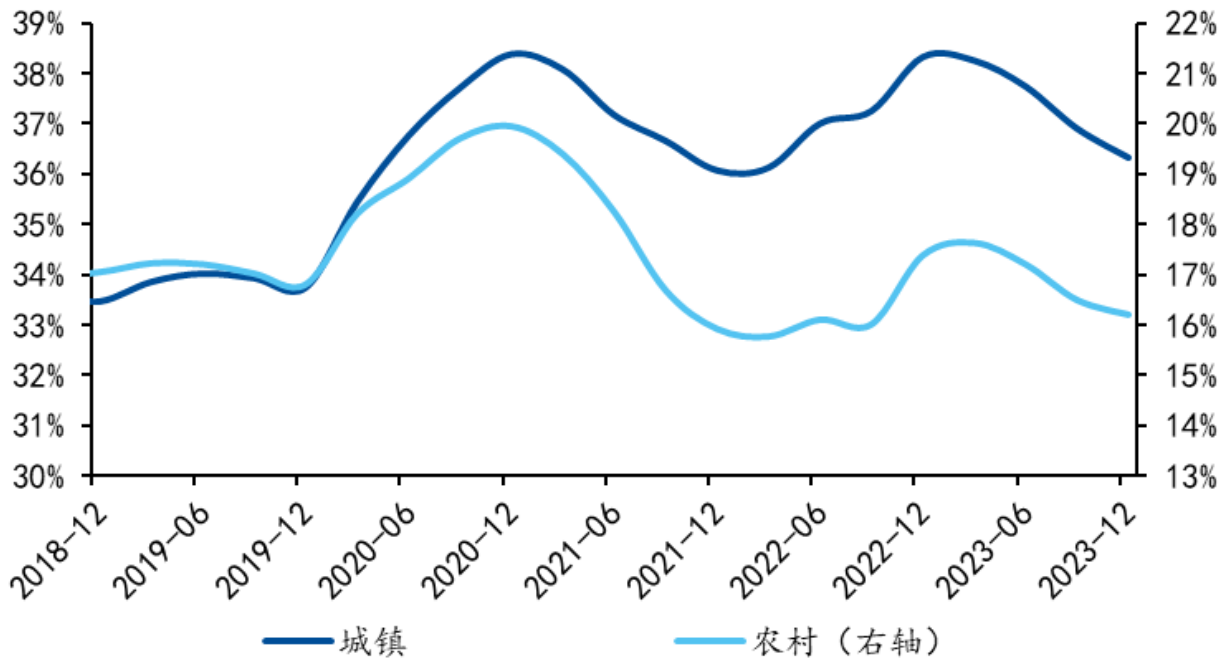
从可支配收入和消费支出角度测算的居民收入储蓄率有所下降。类似国民储蓄率的定义，我们可以利用(可支配收入-消费性支出)/可支配收入来定义居民储蓄率，结果显示 2023 年居民储蓄率有所下降。用分城镇和农村的数据可以看到类似的结果，特别是农村居民已经恢复到疫情前的水平。

图 8: 居民收入相比趋势值仍有差距, 支出则有所回升



数据来源: Wind, 东北证券

图 9: 居民储蓄率在 2023 年有所回落

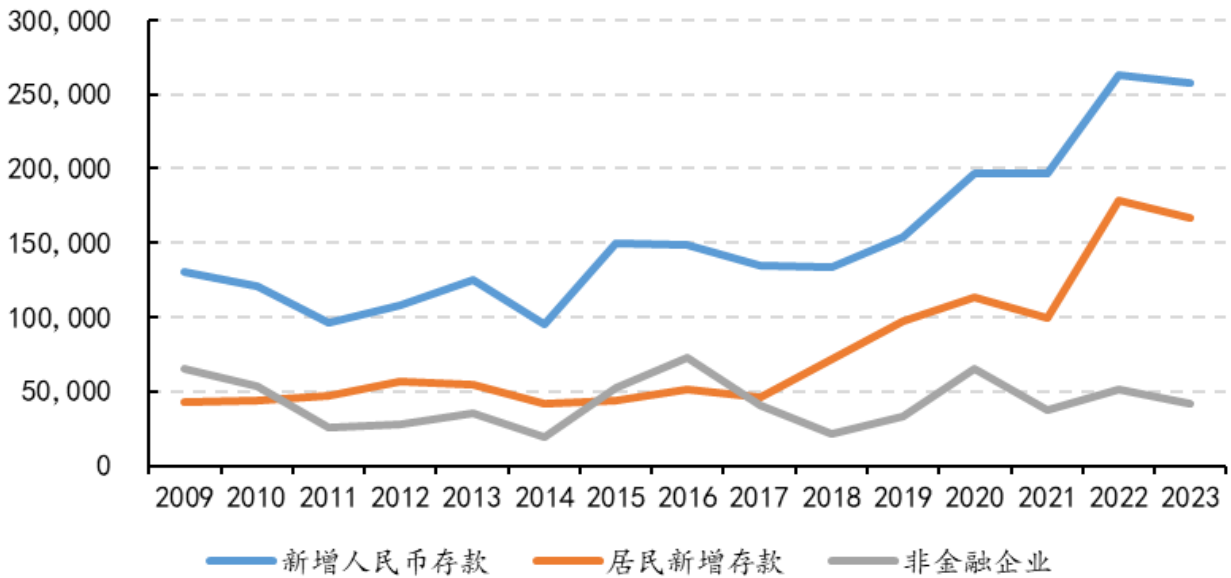


数据来源: Wind, 东北证券

从新增存款来看, 用存款/可支配收入衡量的储蓄率回落幅度却低于收入支出衡量的储蓄率。我们的测算 2023 年居民新增存款增量仍处于绝对的高位, 似乎与居民

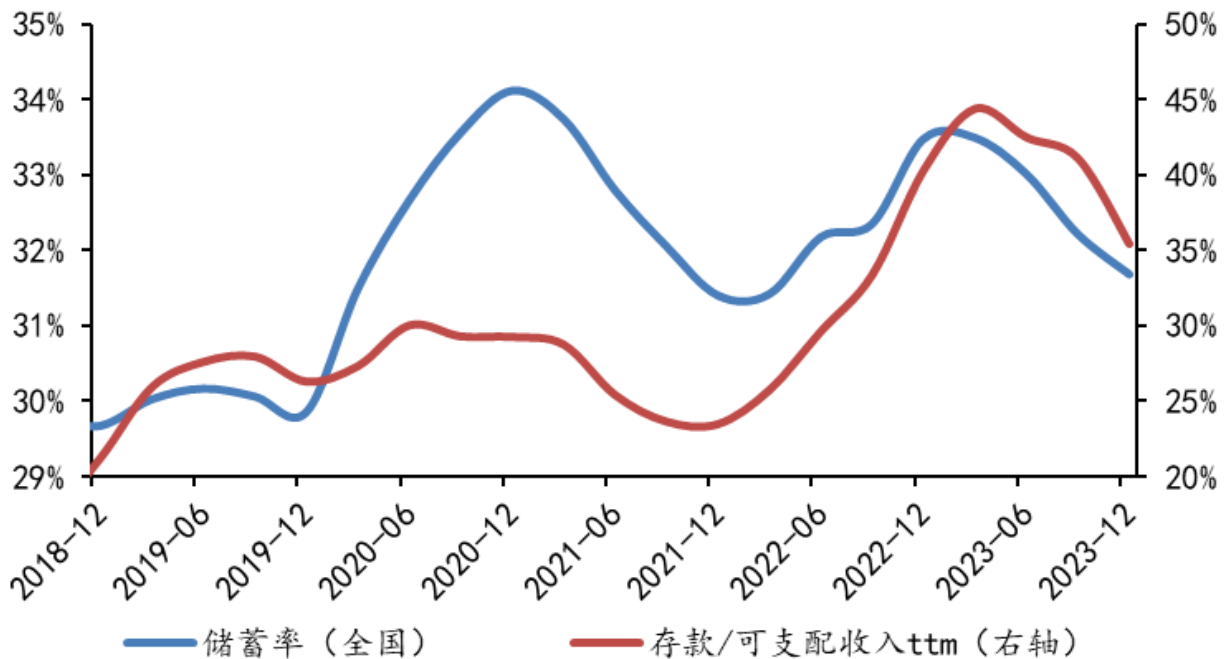
收入储蓄率下降并不一致。如果我们用存款/可支配收入来衡量居民的储蓄倾向，这一指标仍处于相对较高位置，降幅远远低于收入支出衡量的储蓄率降幅。

图 10: 居民仍然在大量积累存款



数据来源: Wind, 东北证券

图 11: 用存款计算的储蓄率水平仍处于历史高分位

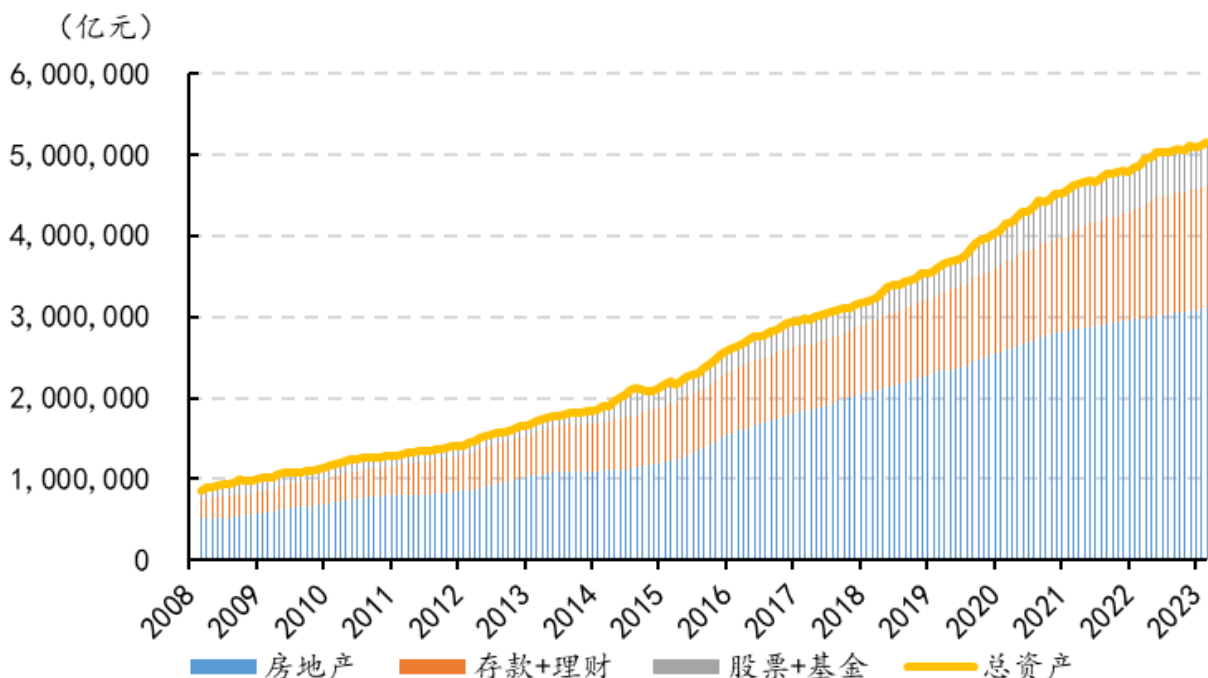


数据来源: Wind, 东北证券

两个储蓄率的差异可能主要来自于风险资产。用收入支出衡量的储蓄率只考虑了当

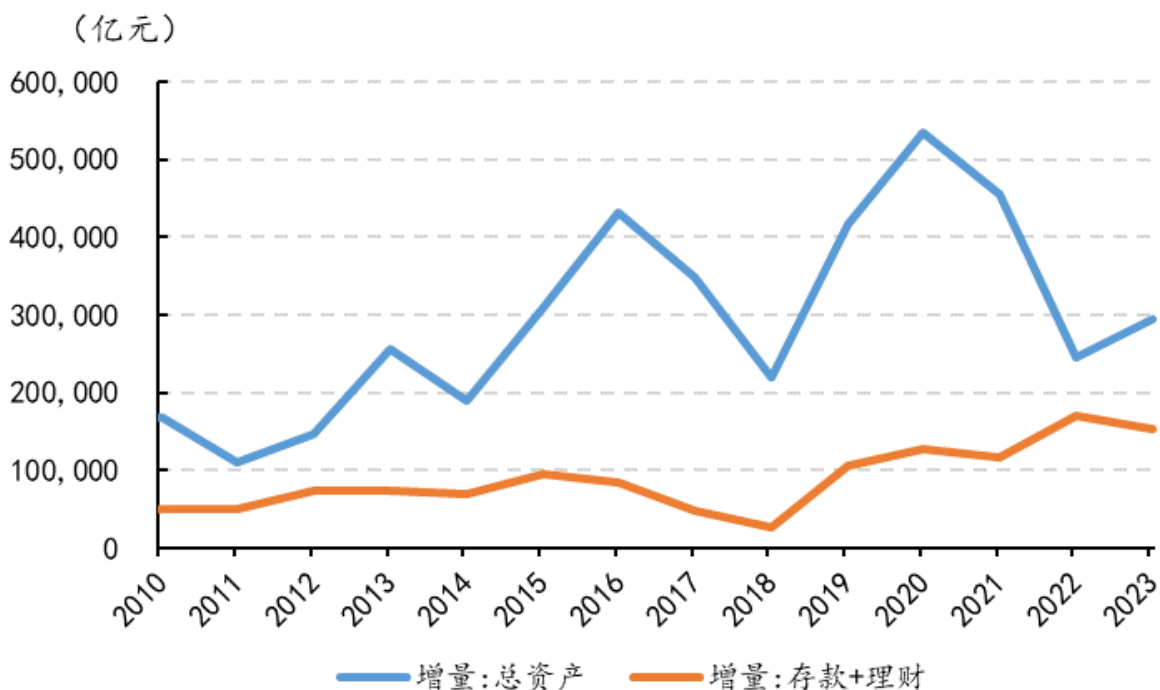
期流量收入，而用存款/可支配收入则包含了存量资产处置。当资产处置占比发生较大变化时，两者便可能产生较大的背离。根据我们的测算，疫情后居民总资产增量有所放缓，其中存款分项的增量却稳定增加，权益类和房产增量明显下降。

图 12: 资产端: 居民各项资产测算, 房、稳定、权益大致比例是 6: 3: 1



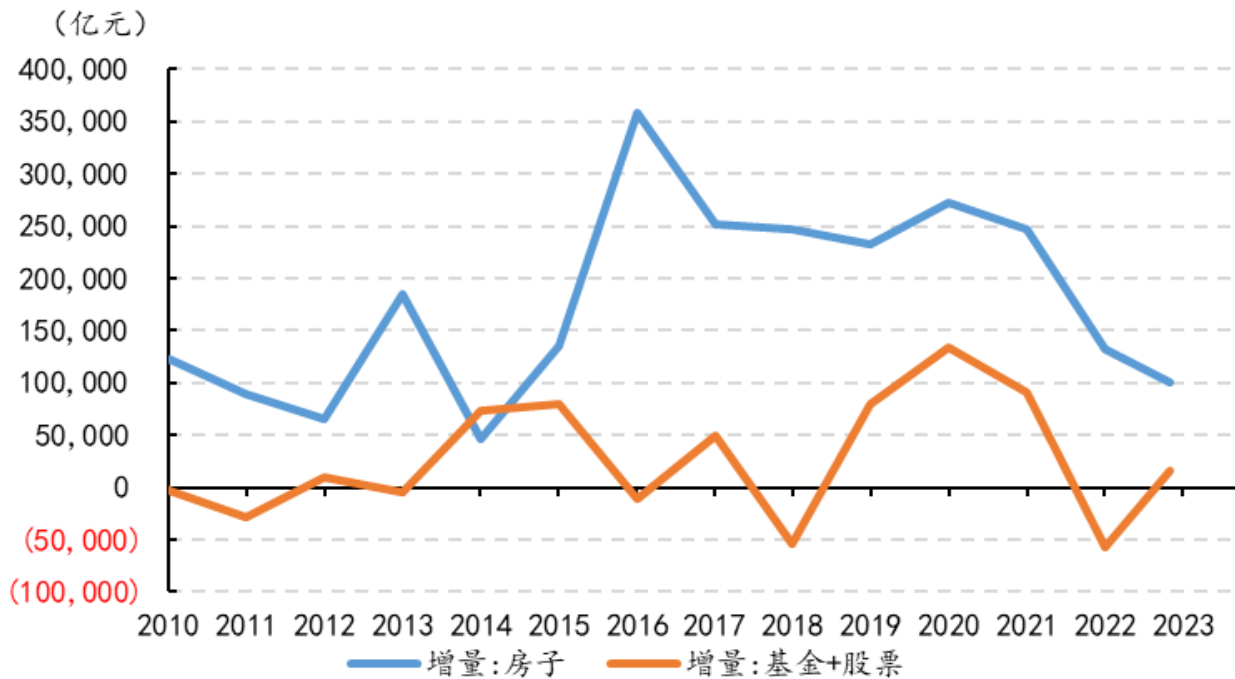
数据来源: Wind, 东北证券

图 13: 资产端: 总的资产增量有所放缓



数据来源: Wind, 东北证券

图 14: 资产端: 其中主要还是在减购房产, 股票和基金表现一般



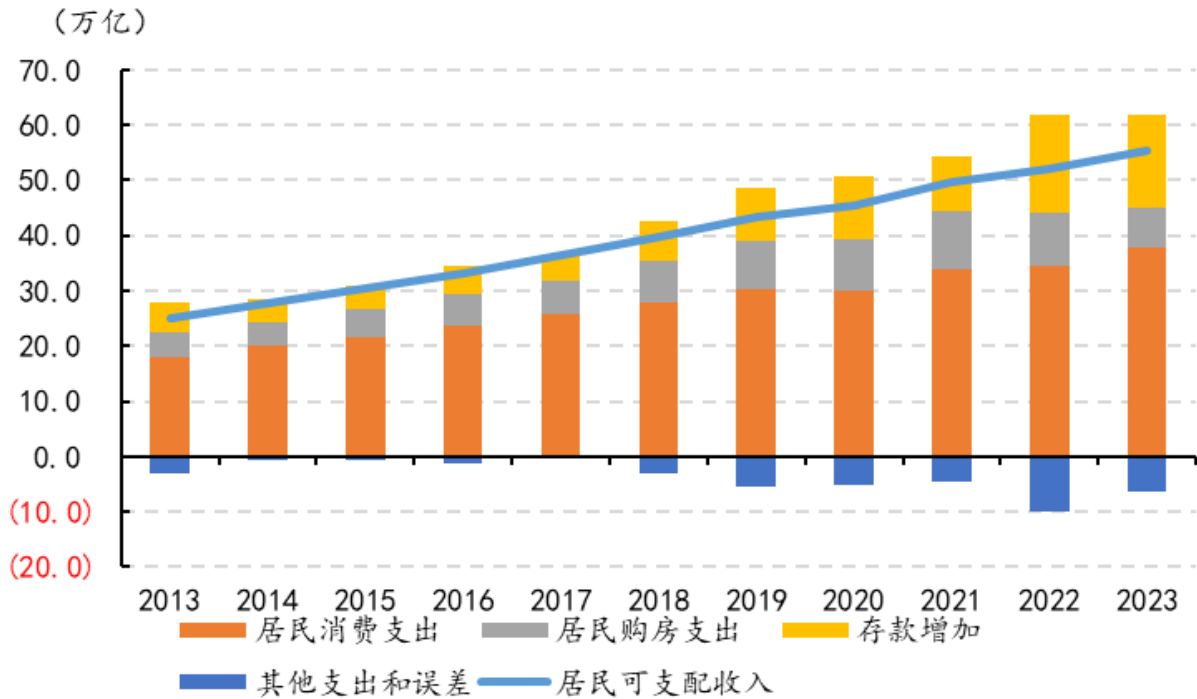
数据来源: Wind, 东北证券

### 3. 写法三: 广义居民储蓄

那么我们该如何看待储蓄增加、储蓄率降低的悖论? 我们再来看第三种更广义的居民储蓄。

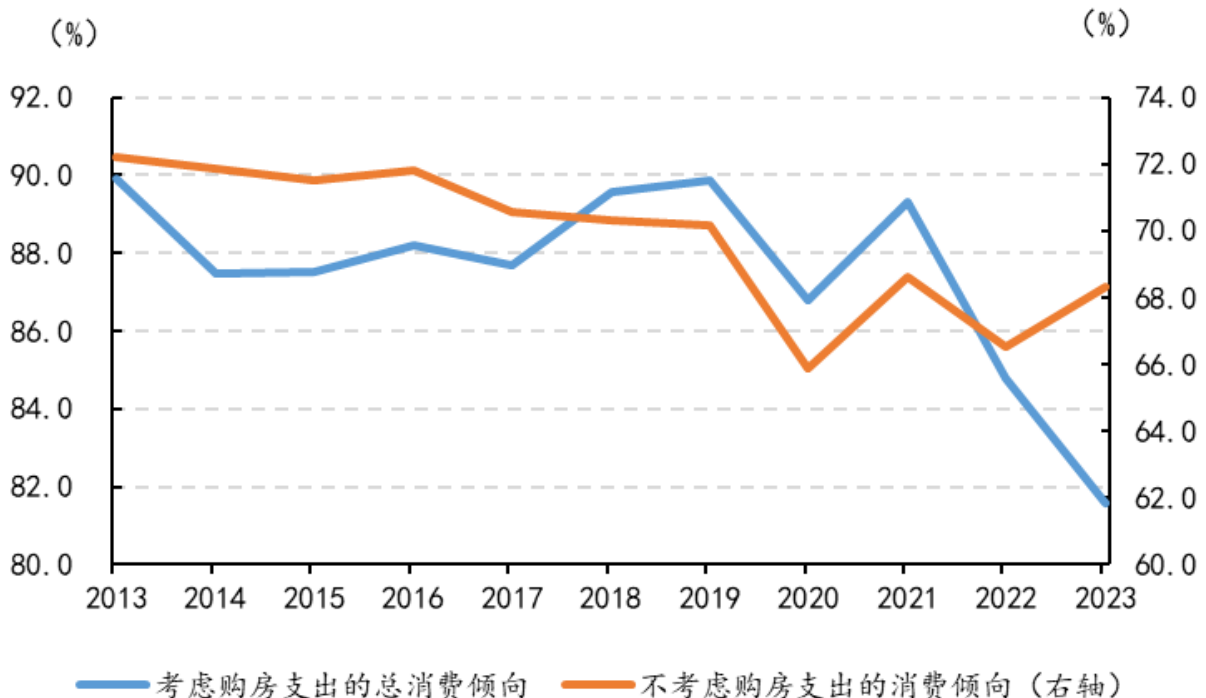
广义消费支出或许应当包括购房, 考虑这一因素的广义居民储蓄率反而是上升的。如果将住房视为耐用品消费, 那么根据我们的测算, 居民日常消费开支约占可支配收入的 6 成, 而购房支出占居民总支出的 2 成以上, 剩下的主要用于存款等其他项目。考虑到 20% 的购房支出占比是相对比较高的, 忽略这部分所计算的狭义储蓄率可能会有较大的误差。当我们考虑购房支出后, 2023 年居民的储蓄率就是上升的, 这与上述储蓄增加的现象更加一致。

图 15: 对于居民来说, 消费约占可支配收入 65%, 购房约占 20%, 剩下的用于存款和其他



数据来源: Wind, 东北证券

图 16: 包含房屋购置支出的广义消费支出占收入的比例在进一步下降



数据来源: Wind, 东北证券

居民的消费意愿没有明显回升主要是受到实际利率的压制。从消费者跨期优化行为来看, 消费者当期消费多一些还是未来消费多一些的决定因素是实际利率。实际利率是当期消费的机会成本, 实际利率越高, 消费意愿越低。如果通胀稳定, 降息能

够促进消费的原因在于降低了实际利率。如果通胀不稳定，降息能否促进消费取决于通胀变化和降息幅度的大小，若利率下行幅度不如通胀下行，实际利率走高反而不利于消费。

当将房价通胀纳入总体通胀时，居民面对的实际利率处于非常高的位置。如果我们认为房子是重要的开支，将房价和物价涨幅加权作为通胀指数，由此来计算实际利率，那么居民目前面临的实际利率仍处于历史上极高的分位数。

图 17: 居民消费的机会成本取决于实际利率

$$U = E_t \sum_{i=0}^{\infty} \left( \frac{1}{1+\delta} \right)^i \left[ \frac{1}{(1-\sigma)} \left( \frac{C_{t+i} V_{t+i}}{H_{t+i}} \right)^{(1-\sigma)} \right],$$

subject to the intertemporal budget constraint given by

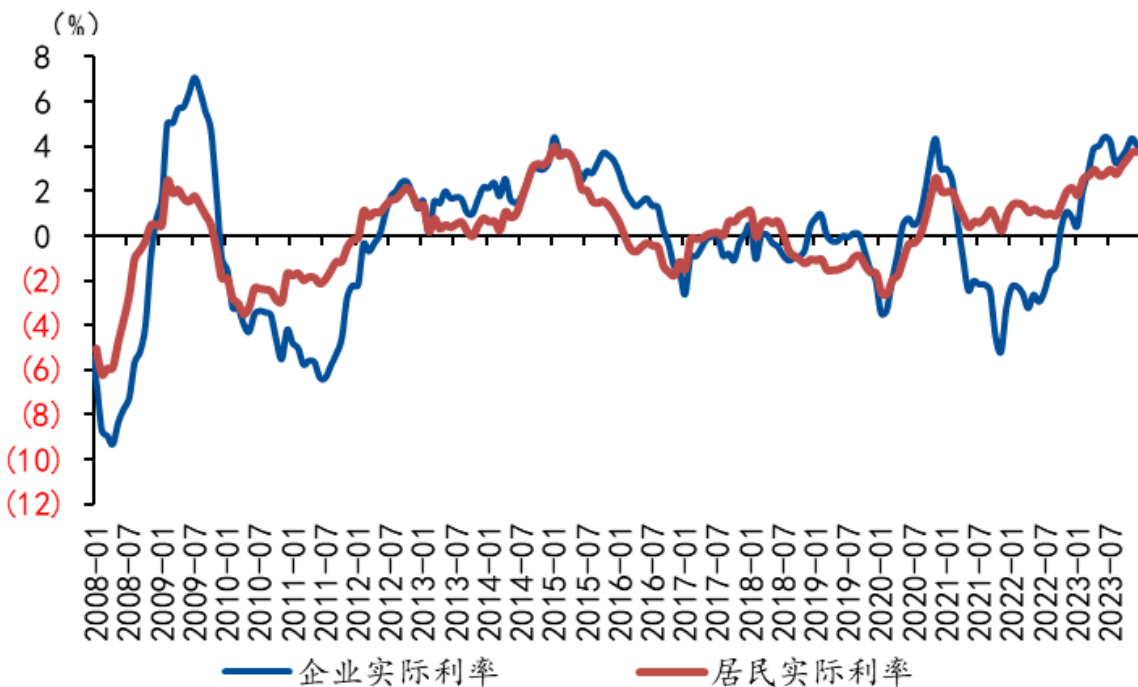
$$C_t + \frac{M_t}{P_t} + \frac{B_t}{P_t} = \left( \frac{W_t}{P_t} \right) N_t + \frac{M_{t-1}}{P_t} + I_{t-1} \frac{B_{t-1}}{P_t} - \frac{T_t}{P_t} + \Pi_t.$$

初始1元钱	t=0	t=1
当期消费	1/P0*消费边际效用	0
下期消费	0	1*(1+名义利率)/P1*消费边际效用*跨期替代率

当期消费的机会成本=1\*(1+名义利率)/(1+通胀率)

数据来源: Wind, 东北证券

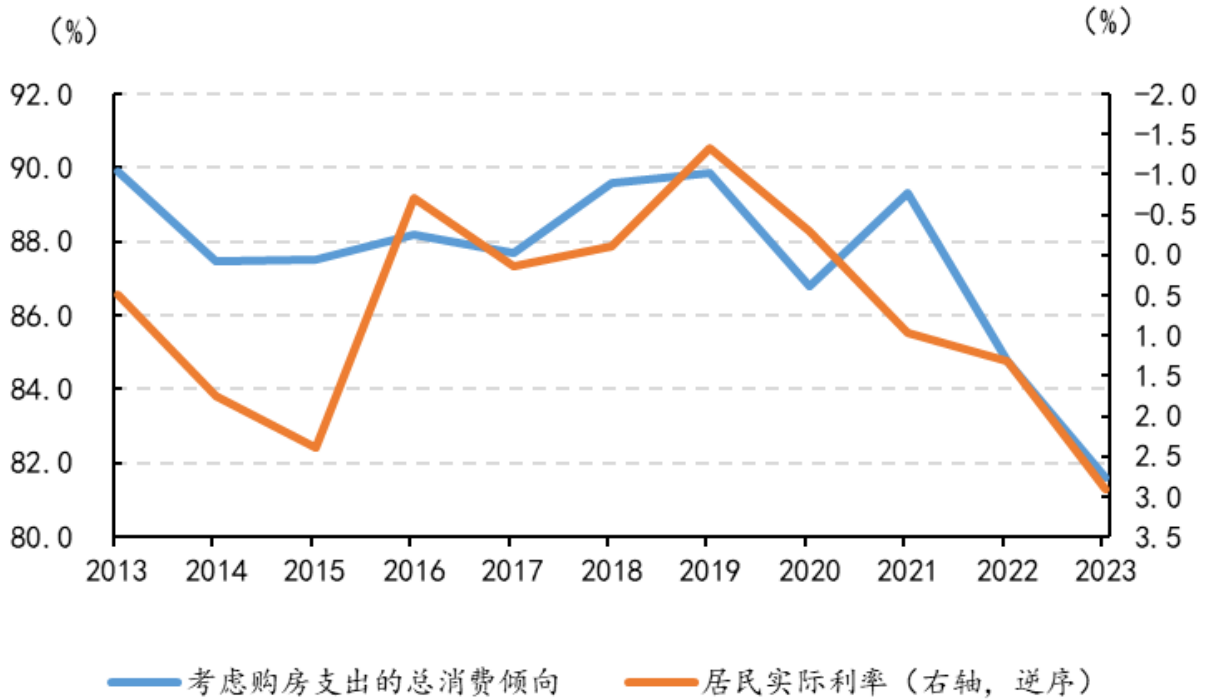
图 18: 考虑房价的实际利率，处于历史上极高的分位数水平



数据来源: Wind, 东北证券

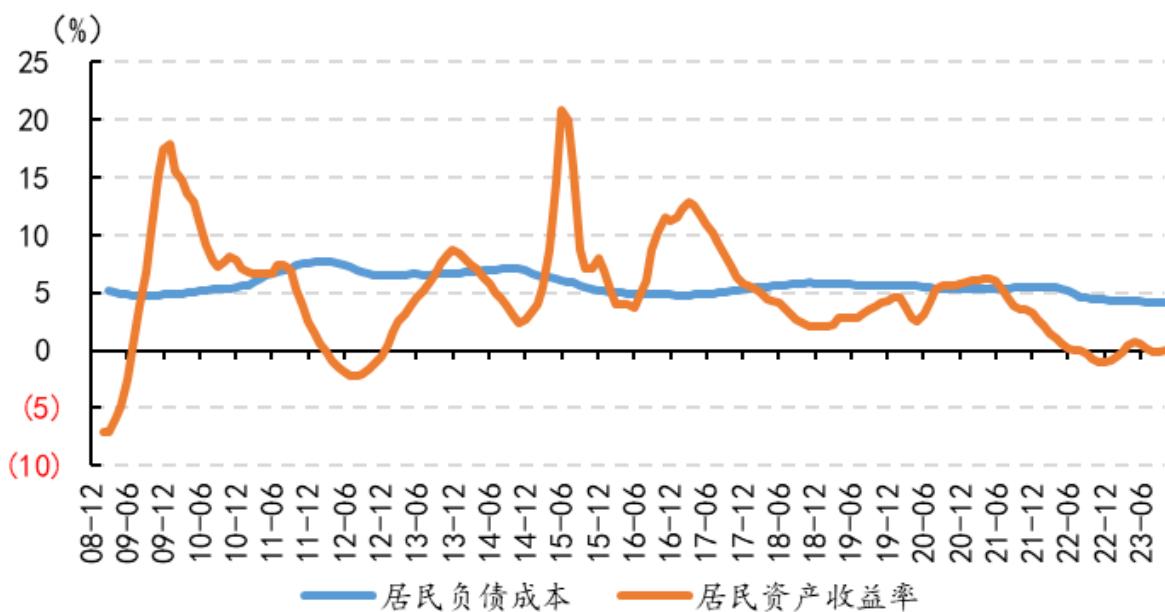
在这样的高实际利率之下，我们就很容易理解近期的居民行为特征了。当实际利率较高时，增加储蓄，减少广义消费是正常的选择，这也与 2023 年我们看到的数是一致的。换一个角度来看，实际利率升高背后，对应着居民资产收益率下降，而负债成本保持相对刚性。这个时候居民的最优选择是偿还贷款、减少消费以及减少资产购买。

图 19: 实际利率高，增加储蓄，减少广义消费是正常的选择



数据来源: Wind, 东北证券

图 20: 换一个角度来看: 居民资产收益率下行明显快于居民负债成本

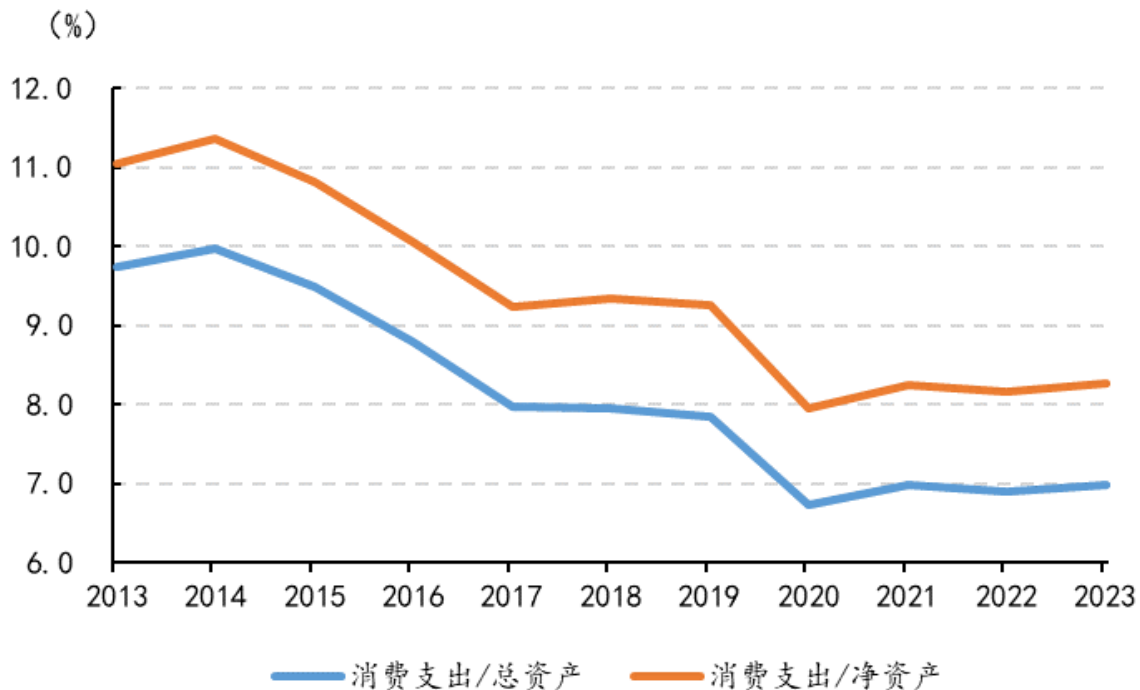


数据来源: Wind, 东北证券

#### 4. 写法四：净资产储蓄率

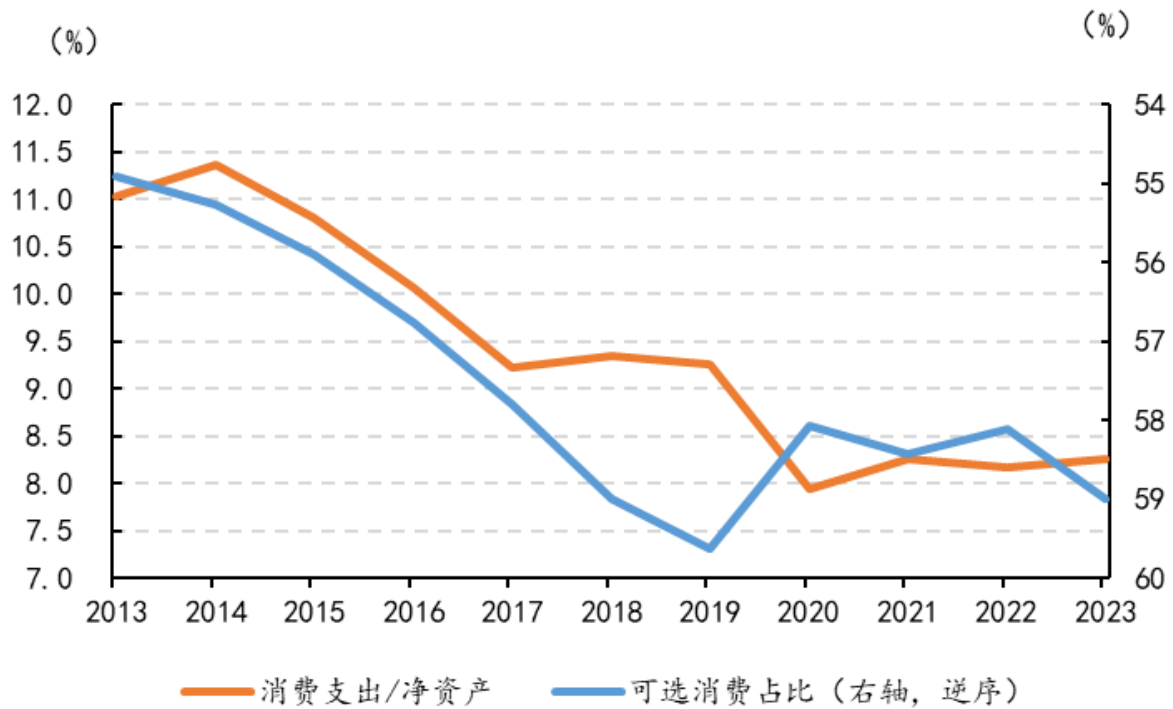
从净资产储蓄率角度来看，居民消费升级的进程有待加强。居民消费总量有上限，消费质量却没有上限。随着居民财富的积累，更多的财富和更高的收入可能意味着更高质量的消费。因此从数据上看，用消费支出/净资产（资产）所衡量的居民消费倾向在疫情之前是持续下降的，并且此期间可选消费占居民消费的比例也在上升，这其实是对应居民财富积累和消费升级的过程。但净资产储蓄率在疫情后趋势改为走平，并且 2023 年也未明显扭转，这或许意味着消费升级的动力也有所放缓。不过展望未来，随着经济走向下一轮复苏，消费升级仍然是未来的大趋势。

图 21：消费支出占净资产比例疫情前趋势性下降



数据来源：Wind，东北证券

图 22: 消费支出占净资产比例下降, 与可选消费占比提升趋势一致, 但近几年放缓了



数据来源: Wind, 东北证券

**研究团队简介:**

张陈: 北京大学经济学专业博士, 拥有 3 年证券从业经验, 金麒麟奖团队成员, 曾在核心期刊发表多篇论文, 在校期间参与多项国家社科基金项目。现任东北证券首席宏观分析师。

**重要声明**

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

**分析师声明**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

**投资评级说明**

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 15%以上。	投资评级中所涉及的市场基准:  A 股市场以沪深 300 指数为市场基准, 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为市场基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准; 美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为市场基准。
	增持	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。	
	中性	未来 6 个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。	
	减持	未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。	
	卖出	未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 15%以上。	
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益落后于市场基准。	

东北证券股份有限公司

网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 95360,400-600-0686 研究所公众号: dbzqyanjiusuo

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 799 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

