



▲中國居民存款增速在近年不斷加快，去年的同比增長就高達7.9萬億元人民幣。

中新社

2022年，中國居民存款高增長，同比多增了將近8萬億元（人民幣，下同）。這筆錢是不是居民在疫期間多掙錢、少花錢帶來的「超額儲蓄」呢？其實都不是。中國居民存款高增長的一個重要原因是居民財富結構的改變：房地產、基建等底層資產收益的下降、風險的上升，以及2016年金融監管環境的全面收緊後，居民財富配置從房地產、資管產品、理財系統性的向存款「遷徙」，推升了存款的增速。

內地樓市下行 推動存款急增



經濟把脈 梁中華

海通證券
首席宏觀分析師

2021年居民存款增速只有10.7%，而截至2022年末這一增速已經抬升至17.3%，同比多增了7.9萬億元。但如果拉長歷史來看，居民存款的高增長，並不是從新冠疫情發生後才開始的。在從2008年到2017年的10年時間裏，中國居民存款每年的增量基本都維持在4萬億元至5萬億元附近。從2018年開始，居民存款就明顯高增長，2018年增長7.2萬億元，2019年增長9.7萬億元，2020年11.3萬億元，2021年9.9萬億元，2022年預計17.8萬億元，都遠遠高於2018年之前的年度增長規模。

居民調整財富結構

直觀來看，既然居民存款高增長不是在新冠疫情到來之後就開始的，那麼我們必然不能將居民存款高增長的原因，全部歸為新冠疫情期間居民超額儲蓄的增加，勢必存在其他因素。

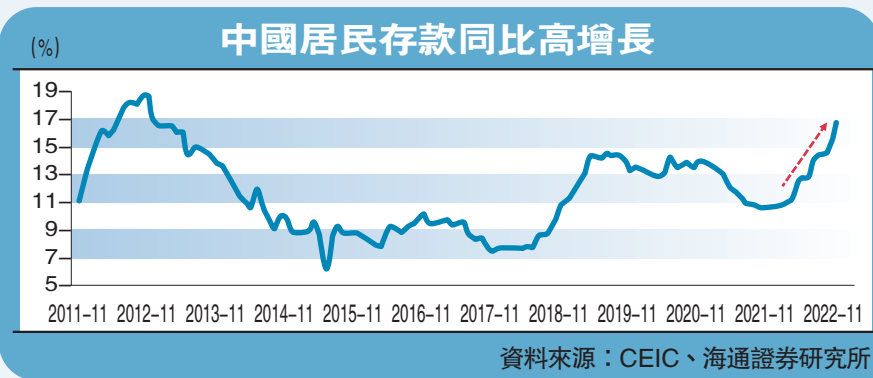
另一方面，存款高增長是不是整個社會的貨幣創造速度加快了？為了剔除經濟週期性的波動對居民存款變化的影響，我們用社融增速來代表整個社會貨幣的創造速度，結果發現，在2017年之前的幾年時間裏，居民存款增長持續落後於整個社會的貨幣創造速度；但是從2018年開始，二者的缺口開始快速彌合，尤其是2018、2019兩年，彌合速度非常快，居民存款增速從落後於、轉為了領先於整個社會的貨幣創造速度。尤其是2022年以來，居民存款增速快速攀升，遠遠拉開了與貨幣創造速度之間的距離。

由此來看，貨幣創造速度沒有明顯加快的情況下，存款反而也增加了，所以總量的貨幣創造速度也不是居民存款高增長的原因。

要尋找存款高增長背後的原因，是不是「超額儲蓄」，我們首先要理解一個更宏大的背景：存款其實只是居民部門多種財富配置渠道中的其中一個渠道而已，並不是唯一渠道，而且存款在居民財富中的佔比並不高。根據人行2019年對城鎮居民部門資產負債的調查情況，中國居民資產中，現金和存款佔比只有8%，佔比並不大；配置比例最高的是房產，佔比高達59.1%，如果加上商舖則高達65.9%；其次是廠房設備（6.1%），汽車（5.2%）；理財、資管產品、信託佔比5.4%，其他金融資產佔比7%。

銀行理財產品收縮

所以存款只是居民財富配置中的一部分，而且是不太高的一部分，如果居民的財富結構發生比較大的變化，例如從其他資產類別向存款「遷徙」，那麼即使居民財富和儲蓄沒有增加的情況下，存款也會出現高增長。而事實上，居民財富的這種「遷徙」，在過去幾年中確實在發生。



資料來源：CEIC、海通證券研究所

首先是樓市的下行，房地產是中國居民配置比例最高的一個渠道，但在2018年之後，房地產市場儲藏財富的功能就開始下降。一方面，存量的房產面臨價格下跌、價值縮水的壓力，居民可能會賣掉存量的房產，轉換為現金或存款；另一方面，即使存量的房地產資產配置不變的情況下，居民每年還有增量的收入或儲蓄，這些增量配置向房地產領域的意願也會明顯下降。

而樓市的下行，還會給居民財富的配置結構產生另外一種影響，即居民的金融資產可能也會向存款領域集中。這是因為，在2008年金融危機以後，房地產、基建是中國諸多資管產品配置的重要底層資產，因為房價的上漲、樓市的繁榮，再加上地方政府高成本的融資，為金融產品提供了高收益。但2018年之後，隨着房地產市場的下行，地方財政壓力的增大，這些底層資產能夠提供的回報率在快速降低，金融產品的收益也隨之下降。金融資產無法提供相對較高的收益，甚至面臨的風險在增加，勢必會向存款端轉移，這是2018年之後中國居民財富配置結構「大遷徙」的最重要的底層邏輯。

其次，金融監管環境的變化，也會對居民財富的配置結構產生重要影響。這是因為資產管理行業的發展不僅決定於底層資產（房地產、基建等）的變化，也決定於貨幣和監管政策。在2016年之前，中國整體的金融監管環境是偏寬鬆的，資管行業迎來了難得發展契機，金融產品規模快速增長。但這種環境於2016年開始改變，彼時中國開啟了金融去槓桿，規範資管產品槓桿水平，打擊空轉套利，監管通道、表外等業務；2017年金融工作會議召開，指明了金融行業的政策大方向，同年底資管新規徵求意見稿出台，銀信類業務監管措施也出台；2018年4月資管新規正式落地，同年也開始更為直接的實體去槓桿。

監管政策不斷收緊後，信託、券商資管、基金專戶等業務規模從2016年之後出現了趨勢性的下降；銀行理財也告別了高增長，2015年理財規模增長7.3萬億元，2016年增長5.7萬億元，但2017至2021年的5年時間裏，平均每年只增長1.2萬億元。

因此，其他金融資產向存款的結構性「遷徙」，可能也是居民存款高增長的重要原因。那麼如何來測算這一影響有多大呢？

在測算之前，我們要明確一點，在金融去槓桿前，券商資管、基金專

戶、基金子公司業務、信託、理財等資金餘額中，有很大一部分是來自同業業務，即金融機構之間的資金相互委託。金融去槓桿以後，同業業務大幅收縮，是券商資管、基金專戶、基金子公司、信託甚至理財規模下降的主要原因，所以這些資管產品規模的下降可能有一大部分是來自於金融部門內部的萎縮。如果我們簡單將資管產品餘額和存款相加，可能會明顯誇大居民財富結構的轉移效應。比較理想的測算是，直接將居民部門購買的各種資管產品、理財和存款相加，即算出居民各類金融資產的總規模，這樣就可以更為直觀的判斷居民儲蓄到底有沒有變多，但是數據披露沒有這樣細緻。

「超額儲蓄」近3萬億

但由於近幾年的銀行理財中，主要購買者已是個人投資者，我們不妨將理財和存款加在一起來計算居民的儲蓄規模。結果顯示，將理財加回來後，存款的增速就沒有那麼高了，可以下拉2022年的存款增速約4個百分點，這印證了存款高增長背後，一個重要的原因是居民財富形式的變化。

從理論上來說，要看居民有沒有超額儲蓄，有多少超額儲蓄，並不應該看存款的變化，而應該看居民收入和支出的相對變化情況。根據國家統計局每個季度調查的數據來測算，過去3年中，居民實際的儲蓄率明顯超出理論值，尤其是2020年四季度比較明顯，因為當時經濟很強勁，總量經濟增速超越了疫情之前，但居民出行還是受到較大限制，所以消費需求無法正常釋放，帶來了超額儲蓄。

具體有多少超額儲蓄？我們將居民部門實際的儲蓄超過理論上需要的儲蓄部分，視為超額儲蓄。估算下來，截至2022年9月，中國居民部門的超額儲蓄接近2.9萬億元，距離居民存款儲蓄接近8萬億的同比多增規模，還相差甚遠。如果考慮到2022年四季度疫情的集中影響，可能當前的超額儲蓄規模已經達到了3萬億附近，甚至還要略高一些。

上述3萬億左右的超額儲蓄，是接下來人口流動逐步正常化後，消費恢復的重要保障。這筆超額儲蓄如果完全釋放，能夠帶動將近7%的居民名義消費增長，4.8%的整體名義消費增長，2.5%的GDP（國內生產總值）名義增長。但能否完全釋放出來，以及能否在2023年一年內釋放出來，是需要後續觀察的。

智能駕駛從概念走到商業化



智駕前沿 張海洲

智能駕駛行業從業者

2022年是智能汽車承前啟後的關鍵一年，也是行業心智開始走向成熟的一年。無論是從業者、投資人，還是站在第三方視角的行業觀察者，都能清楚地意識到，辨別一項好的技術、好產品的時候，創新性只是標準之一，更重要的是能否做到真正的產品化。換句話說，是否能夠實現標準化量產交付上車。

現在我們判斷智能汽車產業鏈的某家公司是不是「好公司」時，不僅要看它能不能把創意做出來，更要看它能不能把這個點子變成能批量生產的產品。因為做出幾件、幾百件玩意兒，與實現幾萬套、幾十萬套產品是完全兩個不同的概念，其中的工藝難度、生產水平、成本控制、市場前景完全不可同日而語。

汽車智能化在全球真正掀起浪潮，並成為汽車革命的一部分不過是近7至8年的事情，中美兩國走在了最前沿。在中國，這一浪潮與「大眾創新、萬眾創業」的興起基本合拍。這些年，太平洋東西兩岸爭先恐後，誕生了很多前所未有的新項目、新產品、新技術。

2015年谷歌在推出Project X，並在之後成為目前行業公認的L4級自動駕駛領頭羊Waymo公司；2016年以來，以小馬智行為代表的大批擁有中國血統的優秀L4級自動駕駛公司在矽谷成立，並在在中美兩國同步布局研發、測試，隨後幾年在美國矽谷和中國一線城市推出包括Robotaxi自動駕駛出租車、Robotruck自動駕駛幹線物流、Robobus自動駕駛小巴等多種商業化試點。

隨着自動駕駛的發展，包括激光雷達在內的一些新型汽車配件出現，並開始被廣泛運用。車載芯片也迎來快速發展期，包括地平線、黑芝麻、芯馳科技在內的芯片公司出現，算力愈來愈大、表現愈來愈穩健的芯片開始在各家品牌汽車上運用。

然而，行業的樂觀情緒在近两年明顯有所褪色，高級別自動駕駛公司面臨着一個共同的挑戰，即短時間內看不到實現大規模商業化落地的前景。無論是在中國還是美國，無論是Waymo還是它的中國同行，其推出的Robotaxi、Robotruck等產品均無法給公司帶來充

足的現金流。L4級自動駕駛雖然看起來很美，但要成為被消費者大面積選用的商品、服務、交通方式，並走入大眾生活還有一段漫長的路。這對於企業、投資人來說是不接受的。

但從另一方面來看，門檻和成本更低、民眾更容易接受的L2級智能駕駛技術（輔助人類司機駕駛），在這幾年中出現了一次規模不小的爆發期，特別是隨着造車新勢力在市場上取得的成功，L2級高級輔助駕駛功能也開始廣泛上車。據國際數據公司IDC近日發布的數據顯示，未來5年間，全球智能汽車的年出貨量複合增長率將達到16.8%。至2024年，全球智能汽車年出貨量將達到約7620萬輛。

量產能力受關注

L2級智能駕駛正成為汽車標配，也在近年帶起一些新賽道、新行業，以及一批行業領跑者和「隱形冠軍」。例如地平線打造的第三代征程芯片已在2022年全面量產交付，累積出貨量超200萬片；又如遠東電子在2022年已宣布通過數字化方式幫助智能車實現厘米級精度定位，並量產交付近50套相關軟件解決方案；再如以禾賽科技、速騰聚創為代表的中國公司這兩年競相推出體積更小、表現更穩定、一致性更高的激光雷達套件，在多個車型紛紛實現量產上車。

更需注意的是，一些L4級自動駕駛公司也在2022年明確改變戰略、降低身位，主動「降維」聚焦L2級別的技術供應，小馬智行基於英偉達Drive Orin的車規級域控制器完成大規模路測就是個典型案例。

「洗牌」是2022年智能汽車行業的關鍵詞。儘管這一年對於部分L4級自動駕駛公司不是那麼容易。例如10月下旬，擁有福特、大眾兩大車企加持的ArgoAI在美國倒閉，這家明星公司估值曾高達70億美元，是行業公認的頭部企業。不過，自動駕駛行業在這個過程中獲得了難得的冷靜思考機會，找到了一條側重L2級智能駕駛的穩健發展之路。

在此過程中，行業標準也在發生一些微妙的變化。從企業傳播的角度來看，「融資」這一科技公司前幾年比較喜歡廣告之的關鍵詞在2022年讓位於「量產交付」、「車型定點」，因為後者會讓產業鏈上下游的企業看起來更有商業化前景，具有更廣闊的市場空間。這毫無疑問將在未來一段時間成為行業的主流心智。

資金再度南下 港樓市注入動力



主樓布陣 布少明

美聯物業住宅部
行政總裁（港澳）

香港與內地恢復通關，相信內地購買力將大舉南下。高鐵將由周日（15日）起恢復行駛，初期會恢復往來香港西九龍站至福田、深圳北及廣州南的站點，以及新增往來廣州東的服務，中途站則包括光明城、虎門、慶盛及新增的東莞南和東莞站。未來隨着更多通關復常措施落實，北水加速南下，大批購買力湧港，住宅物業交投亦提早爆發「大陽春」。

事實上，本港因為疫情已經封關多時。其間本港樓市一直靠「內需」支撐，去年四季度甚至出現「超跌超賣」的情況。事實上，港樓的基本面一直未變，求過於供的情況不改。隨着通關落實，北水重臨、「外循環」重新啟動，內地買家赴港置業的同時，更多的本地買家或長居香港的內地人會趁樓價未及回升，趕「低價入市」的尾班車，趁最後機會搶購筍盤。

美聯物業房地產數據及研究中心綜合土地註冊處資料，去年四季度（截至11月計）內地買家（以姓名的英文拼音鑒別）佔個人買家於香港樓市一手私宅註冊冊比率錄約12.5%，創出近三個月新高，而同期二手住宅註冊冊佔比則錄得約9.9%，逼近一成，並創出約11年新高，不排除與去年施政報告公布外來人才居港7年並成為香港永久性居民後可獲置業免稅的措施有關。由於11月時兩地尚未通關，因此上述內地買家估計不少為是持有

永久身份的內地人。相信未來兩地全面通關後，內地客來港買樓活動更趨頻繁。

特區政府加大力度「搶人才」

值得注意的是，高端人才通行證計劃推出後，已接獲數千份申請，並有部分已獲批，反映香港遠較想像受歡迎。這批有意來港人士數目會持續增加，他們有居住及置業需求，將為樓市增添一定動力。

為迎接通關及「搶人才」的商機，美聯已經率先部署。公司內地官網已增設「香港專區」，介紹香港一二三單位及房地產資訊，香港網站及筍盤APP亦已加入「通關買房之選」，以便接收最符合內地客戶心水的筍盤推介。此外，官網又特別推出全新「專才漂港區」專頁，針對漂港及入境內地客，推介港漂熱搜二手盤、焦點新房、來港置業貼士、樓盤推介國語視頻等，專頁將引入移民、優才計劃、教育等一條龍服務。

為服務有意來港置業的人士，美聯又從銷售團隊中挑選出近400名「通關專員」，他們熟悉普通話或不同地區方言，在溝通上更方便，並且了解內地文化，可協助對本港物業有興趣的內地潛在客人提供專業物業顧問服務。



▲市場預期，隨着北水購買力湧港，本地住宅物業交投將爆發「大陽春」。