

## 证券研究报告 — 策略深度报告

### 宏观总量组

分析师：李奇霖（分析师）

联系方式：021-61634272

邮箱地址：liql@hongtastock.com

资格证书：S1200520110002

分析师：孙永乐（研究助理）

邮箱地址：sunyongle@hongtastock.com

资格证书：S1200121030005

## 流动性分析手册六——一文读懂信贷收支表 报告摘要

此前我们已经分析了央行资产负债表和其他存款性公司资产负债表，在这一篇里，我们将目光转向金融机构信贷收支表。

### 相关研究

经济继续企稳修复

2022.07.15

出口仍具韧性

2022.07.13

金融数据已明显好转

2022.07.11

CPI2.5%怎么看

2022.07.09

经济已全面复苏

2022.06.30

### 独立性声明

作者保证报告所采用的数据均来自正规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 风险提示

关注后续统计口径等的变动。

## 正文目录

|                           |    |
|---------------------------|----|
| 1. 信贷收支表概览 .....          | 5  |
| 1.1. 不同口径信贷收支表之间的关系 ..... | 5  |
| 1.2. 存款类金融机构信贷收支表概览 ..... | 12 |
| 2. 资金来源方详解 .....          | 17 |
| 2.1. 住户存款 .....           | 17 |
| 2.2. 非金融企业存款 .....        | 21 |
| 2.3. 政府存款 .....           | 24 |
| 2.4. 非存款类金融机构存款 .....     | 27 |
| 2.5. 境外存款和对国际金融机构负债 ..... | 29 |
| 2.6. 金融债券 .....           | 30 |
| 3. 资金运用端详解 .....          | 31 |
| 3.1. 住户贷款 .....           | 31 |
| 3.2. 企（事）业单位贷款 .....      | 34 |
| 3.3. 非存款类金融机构贷款 .....     | 39 |
| 3.4. 其余三项 .....           | 41 |

## 图目录

|                                     |    |
|-------------------------------------|----|
| 图 1. 金融机构信贷收支表体系 .....              | 5  |
| 图 2. 央行公布的信贷收支表 .....               | 6  |
| 图 3. 存款类金融机构的规模往往更大 .....           | 8  |
| 图 4. 金融机构人民币和本外币口径数据 .....          | 9  |
| 图 5. 存款类金融机构人民币和本外币口径数据 .....       | 9  |
| 图 6. 口径的变更 (万亿元) .....              | 10 |
| 图 7. 人民币、外汇与本外币口径的调整 (万亿元) .....    | 12 |
| 图 8. 资金来源端结构 .....                  | 14 |
| 图 9. 资金运用端结构 .....                  | 14 |
| 图 10. 分项的构成 .....                   | 15 |
| 图 11. 境内各项存款的结构变化 .....             | 15 |
| 图 12. 机关团体存款增速偏低 (%) .....          | 15 |
| 图 13. 资金运用端的分项构成 .....              | 16 |
| 图 14. 境内贷款的具体构成 .....               | 17 |
| 图 15. 存款占比的变动情况 .....               | 19 |
| 图 16. 理财产品收益率下滑 (%) .....           | 19 |
| 图 17. 居民存款的季节性特征 .....              | 20 |
| 图 18. 居民活期存款季节性 .....               | 20 |
| 图 19. 居民活期存款与 PMI 走势 .....          | 21 |
| 图 20. 居民定期存款与地产销售存在一定的负相关 (%) ..... | 21 |
| 图 21. 非金融企业存款的结构 .....              | 22 |
| 图 22. 非金融企业存款存在季节性 .....            | 22 |
| 图 23. 活期存款与房地产销售正相关 (%) .....       | 23 |
| 图 24. 非金融企业存款与企业利润存在正相关 (%) .....   | 23 |
| 图 25. 活期存款与 PMI 正相关 (%) .....       | 24 |
| 图 26. 活期存款与 PMI 同比 (%) .....        | 24 |
| 图 27. 各口径的政府存款 .....                | 24 |
| 图 28. 财政性存款的结构 (万亿元) .....          | 26 |
| 图 29. 财政性存款季节性 (亿元) .....           | 26 |
| 图 30. 机关团体存款 (万亿元) .....            | 27 |
| 图 31. 机关团体存款季节性不强 (亿元) .....        | 27 |
| 图 32. 两个指标走势相同但口径略有差异 (亿元) .....    | 29 |
| 图 33. 非银存款具有明显的季节性 .....            | 29 |
| 图 34. 两个口径的金融债券 (万亿元) .....         | 31 |
| 图 35. 金融债券的占比 .....                 | 31 |
| 图 36. 住户贷款占资金运用端的比重 .....           | 32 |
| 图 37. 居民短期消费贷款 .....                | 33 |
| 图 38. 居民短期贷款与社零具有正相关性 (%) .....     | 33 |
| 图 39. 居民中长期消费贷款 .....               | 33 |
| 图 40. 居民中长期贷款与地产正相关 (%) .....       | 33 |
| 图 41. 居民经营贷的结构 .....                | 34 |
| 图 42. 经营贷与经济相关性比较高 (%) .....        | 34 |
| 图 43. 企事业单位信贷结构 .....               | 35 |
| 图 44. 短贷与企业的补库存周期 (%) .....         | 36 |

|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 图 45. 新增中长期贷款占比的变化 .....           | 38 |
| 图 46. 企业中长期贷款与短期贷款存在负相关性 (%) ..... | 38 |
| 图 47. 非存款类金融机构贷款 (亿元、%) .....      | 40 |
| 图 48. 境外贷款的构成 (亿元) .....           | 41 |
| 图 49. 债券投资规模持续上行 .....             | 42 |
| 图 50. 股权及其他投资 (%) .....            | 42 |
| 图 51. 在国际金融机构的资产 (亿元) .....        | 42 |

## 表目录

|                                     |    |
|-------------------------------------|----|
| 表 1. 不同口径下的信贷收支表 (2022 年 4 月) ..... | 7  |
| 表 2. 不同口径下的信贷收支表 .....              | 11 |
| 表 3. 存款类金融机构本外币信贷收支表 .....          | 13 |
| 表 4. 不同类型存款的定义 .....                | 17 |
| 表 5. 财政存款构成 .....                   | 25 |
| 表 6. 机关团体到底指什么 .....                | 26 |
| 表 7. 口径调整的原因 .....                  | 28 |
| 表 8. 非居民部门 .....                    | 30 |

此前我们已经分析了央行资产负债表和其他存款性公司资产负债表，在这一篇里，我们将目光转向金融机构信贷收支表。

## 1. 信贷收支表概览

### 1.1. 不同口径信贷收支表之间的关系

信贷收支表着眼于反映金融机构的资金来源和运用情况，是在资产负债表的基础上重新整理编制而成的，可以说是资产负债表的一体两面。和资产负债表一样，央行在每个月的中下旬会在官网上公布信贷收支表数据。

按照此前央行文件的表述，金融机构信贷收支表按照主体的不同可以分为三个层次：

第一层是金融机构信贷收支表，涵盖了所有的金融机构。

第二层是存款类金融机构信贷收支表和银行业非存款类信贷收支表。其中，银行业非存款类机构主要是指信托公司、金融租赁公司、汽车金融服务公司及贷款公司等。

第三层是在存款类金融机构的基础上再划分为人民银行信贷收支表与银行业存款类信贷收支表（见图1）。

根据《存款类统计口径及报表归属调整》显示，隶属于存款类金融机构中的银行业存款类金融机构包括政策性银行、国有商业银行、股份制商业银行、邮储银行、城商行、农商行、农村合作银行、村镇银行、外资银行、民营银行、农村信用社、农村资金互助社和企业集团财务公司。

图 1. 金融机构信贷收支表体系



资料来源：《存款类统计口径及报表归属》，红塔证券

但是央行并不会每个月都公布所有不同类型机构的信贷收支表数据。目前，央行公布的数据按照统计主体、统计比重划分一共包括 9 个表格。

一来，央行公布金融机构和存款类金融机构的信贷收支表，并且按照币种的不同，分为人民币、外汇和本外币口径统计，即央行一共会公布 6 个表格（2 个主体×3 个币种）。

二来，除了这 6 个表格之外，央行还会额外公布 3 个表格，分别为中资全国性四家大型银行、全国性大型银行和全国性中小型银行的人民币信贷收支表。

其中四家大型银行是指工商银行、建设银行、农业银行和中国银行；大型银行除上述四家外还包括了交行、邮储银行和国开行；中小型银行则包括了股份行、城商行等其他商业银行。

图 2. 央行公布的信贷收支表

| 金融机构信贷收支统计 Sources and Uses of Credit Funds of Financial Institutions  |     | 返回  |     |  |
|--|-----|-----|-----|--|
| 金融机构本外币信贷收支表<br>Sources & Uses of Funds of Financial Institutions (in RMB and Foreign Currency)                                    | htm | xls | pdf |  |
| 存款类金融机构本外币信贷收支表<br>Sources & Uses of funds of Depository Financial Institutions (in RMB and Foreign Currency)                      | htm | xls | pdf |  |
| 金融机构外汇信贷收支表<br>Sources & Uses of Funds of Financial Institutions (in Foreign Currency)   | htm | xls | pdf |  |
| 存款类金融机构外汇信贷收支表<br>Sources & Uses of Funds of Depository Financial Institutions (in Foreign Currency)                               | htm | xls | pdf |  |
| 金融机构人民币信贷收支表<br>Sources & Uses of Funds of Financial Institutions (RMB)  | htm | xls | pdf |  |
| 存款类金融机构人民币信贷收支表<br>Sources & Uses of Funds of Depository Financial Institutions (RMB)  | htm | xls | pdf |  |
| 中资全国性大型银行人民币信贷收支表<br>Sources & Uses of Credit Funds of large-sized State-owned National-operating Commercial Banks (RMB)           | htm | xls | pdf |  |
| 中资全国性四家大型银行人民币信贷收支表<br>Sources & Uses of Credit Funds of 4 largest State-owned National-operating Commercial Banks (RMB)           | htm | xls | pdf |  |
| 中资全国性中小型银行人民币信贷收支表<br>Sources & Uses of Credit Funds of medium & small-sized State-owned National-operating Commercial Banks (RMB) | htm | xls | pdf |  |

资料来源：央行，红塔证券

对于这 9 张表，我们需要关注的有这么几点：

**第一，央行在编制报表时会使用汇总、合并与轧差三种办法来对数据进行处理。**汇总简单来说就是将不同口径下的同一指标逐一进行加总，类似于 1+1=2 等。比如将人民币口径的境内存款+外汇口径的境内存款=本外币口径的境内存款。

合并是在相加时将报表主体间的债务/债权互相抵消。比如 A 银行发行了一笔同业存单来募集资金，这一笔同业存单最后由 B 银行购入持有。因为 A、B 共同纳入到存款类金融机构的统计口径，所以在数据合并的时候，彼此之间的债权/债务关系就被抵消了。

轧差是指将来源方和运用方的两侧数据以做差的形式划归到一端，使得报表中某一端的细项消失。比如资产端科目 A 和负债端科目 B 在报表合并的时候，出于简化等方面的考虑会进行抵消，然后剩余的规模会被计入到其他资产科目。

如科目 A 的规模为 300 亿，科目 B 的规模为 100 亿元，那么双方轧差之后的 200 亿元会被计入到其他资产科目下，科目 A 和科目 B 则不再出现。



在这三种编制方法下，9 张信贷收支表也表现出各自的特点，接下来我们会结合这几张表来进行详细的说明。

**第二，上层的规模并不一定比下一层级的规模大。**从数据上我们会发现存款类金融机构的信贷收支表规模在绝大多数时间里会大于金融机构的规模。为什么会出现这种情况呢？

**主要是因为报表合并的时候，机构之间的业务往来被合并消除了。**

金融机构相比于存款类机构多了非存款类金融机构（如信托、金融租赁公司等），那么在将存款类机构信贷收支表整合成金融机构信贷收支表的时候，第一步一般是将彼此的业务往来合并掉，如信托等公司存放在商业银行的存款便会被合并处理掉。

从下表中我们也能够看到金融机构科目中小于存款类金融机构的主要有这么几项：非存款类金融机构存款、金融债券、非存款类金融机构贷款和债券投资。

第二步则是加上非存款类金融机构的其他业务规模，如信托公司发放给企业的贷款等等。从下表中我们也能够看到金融机构科目中住户贷款、企（事）业单位贷款等指标的规模会大于存款类金融机构。

这时候如果同业业务的规模比较大，业务规模被合并之后就会导致金融机构信贷收支表的规模不升反降。

这一点也能够从差值的历史走势上看起来，在 2016 年之前因为金融同业业务迅速发展，所以存款类金融机构与非存款类机构（比如商业银行和信托）之间的业务规模比较大。

这就使得这一时期存款类机构的总规模会明显高于金融机构。而随着金融监管的趋严，金融同业业务往来减少，两者之间的差距也就逐渐降低了。

另外，在部分时期，因为银行业非存款机构的非同业业务规模比较大，金融机构的信贷收支表规模是大于存款类机构的。比如在 2018 年初的时候，因为信托贷款等规模依旧位于高位，这使得当时金融机构信贷收支表的规模更大。

表 1. 不同口径下的信贷收支表（2022 年 4 月）

| 单位：千亿元         | 存款类金融机构本外币信贷收支表 | 金融机构本外币信贷收支表 |
|----------------|-----------------|--------------|
| 来源方项目          |                 |              |
| 一、各项存款         | 2505.55         | 2497.88      |
| （一）境内存款        | 2471.00         | 2463.33      |
| 1. 住户存款        | 1104.59         | 1104.60      |
| 2. 非金融企业存款     | 741.44          | 743.05       |
| 3. 机关团体存款      | 321.74          | 321.74       |
| 4. 财政性存款       | 54.64           | 54.64        |
| 5. 非存款类金融机构存款/ | 248.59          | 239.31       |

|                          |         |         |
|--------------------------|---------|---------|
| 非银行业金融机构存款               |         |         |
| (二) 境外存款                 | 34.55   | 34.55   |
| 二、金融债券                   | 125.71  | 125.06  |
| 三、对国际金融机构负债              | 0.00    | 0.00    |
| 四、其他                     | 187.01  | 191.43  |
| 资金来源总计                   | 2818.27 | 2814.38 |
| 运用方项目                    |         |         |
| 一、各项贷款                   | 2082.93 | 2077.54 |
| (一) 境内贷款                 | 2037.10 | 2031.68 |
| 1. 住户贷款                  | 714.07  | 721.49  |
| 2. 企（事）业单位贷款             | 1272.48 | 1304.33 |
| 3. 非存款类金融机构贷款/非银行业金融机构贷款 | 50.56   | 5.87    |
| (二) 境外贷款                 | 45.83   | 45.86   |
| 二、债券投资                   | 547.44  | 542.17  |
| 三、股权及其他投资                | 183.73  | 190.50  |
| 四、在国际金融机构资产              | 4.16    | 4.16    |
| 资金运用总计                   | 2818.27 | 2814.38 |

资料来源：中国人民银行，红塔证券

图 3. 存款类金融机构的规模往往更大



资料来源：wind，红塔证券

另外，如果看到表 1，我们会想到第二个问题。那就是为什么金融机构的境内存款规模会比存款类机构高。

按照理论上来说，金融机构是加上了银行业非存款类机构的信贷收支表，而非存款类机构既然不能够面向公众吸收存款，那么为什么住户存款、非金融企业存款在汇总后规模会出现一定程度的提高呢？



我们认为这可能与金融租赁公司、汽车金融公司等名下的保证金存款和股东存款有关。

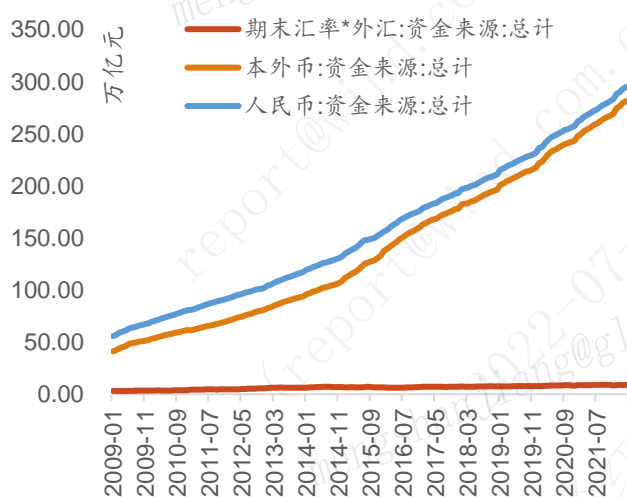
比如按照规定，目前金融租赁公司可以吸收非银行股东 3 个月以上的定期存款。另外，在进行业务时，金融租赁公司也可以向承租人收取以现金形式支付的保证金存款。同时，按照央行规定，金融租赁公司的股东存款和保证金存款是需要缴纳存款准备金的。

相应的，这些存款也会被计入到金融机构：境内存款的口径下，所以我们才会看到金融机构口径下住户存款、非金融企业存款等规模会小幅走高。

### 第三，轧差之后，本外币口径的规模小于人民币口径。

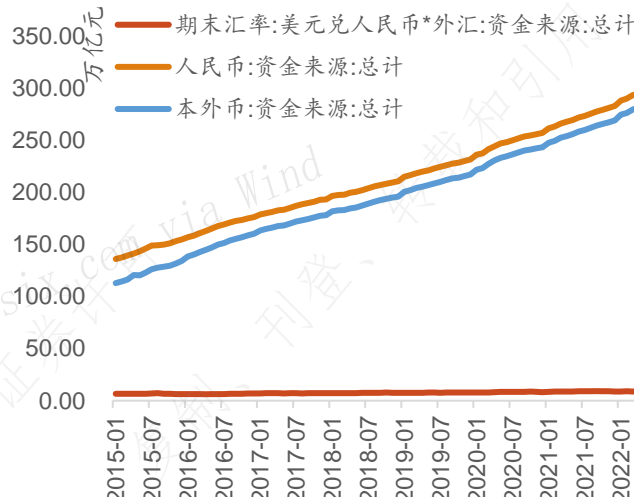
理论上本外币=人民币+外汇，所以本外币口径的总规模应该会大于人民币口径，但是从实际情况上看，人民币口径的规模往往会大于本外币口径的规模。

图 4. 金融机构人民币和本外币口径数据



资料来源：wind，红塔证券

图 5. 存款类金融机构人民币和本外币口径数据



资料来源：wind，红塔证券

要想了解这一点，我们需要先分析一下人民币、外汇与本外币这三种口径之前的区别是什么？

简单来说，金融机构手上往往同时持有人民币和外汇，市场也同时会有人民币和外汇的借贷需求，所以在统计的时候会先按照币种的不同区分。

比如一家外企如果通过出口商品赚取了 100 万美元，并将美元存入某银行账户，那么这笔交易是会登记在存款类金融机构外汇信贷收支表下的非金融企业存款科目的。

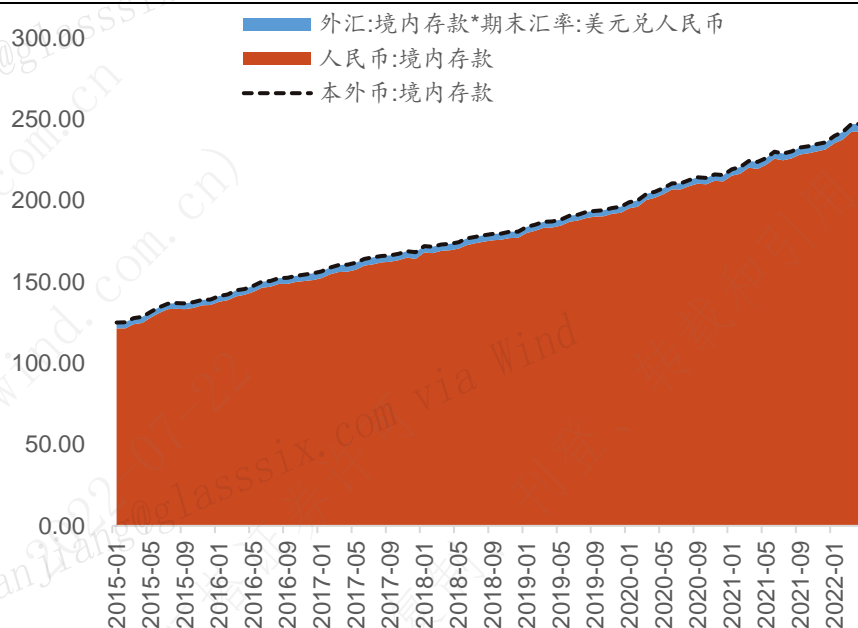
同一家出口企业在进行生产的时候需要从银行借款 800 万人民币，而这笔借款则会登记在存款类金融机构人民币信贷收支表下的企（事）业单位贷款科目。

本外币口径则是将本币数据和外汇数据汇总处理后的结果。因为汇总表是按照人民币计价的，所以统计部门会按照央行公布的期末汇率（在央行官网发布的货币统计概览中可以获得）先对外汇数据进行折算。

举个例子，如果人民币信贷收支表的“各项存款”是 100 万，同时外汇信贷收支表的“各项存款”是 20 万美元，那么按照当期央行公布的期末汇率（假设是 6.7：1），本外币信贷收支表中的“各项存款”就应该是  $100+20*6.7=234$  万元。

从下图我们也可以看到，人民币口径的境内存款+外币口径境内存款×期末汇率=本外币口径的境内存款。

图 6. 口径的变更（万亿元）



资料来源：wind，红塔证券

除了项目直接汇总之外，央行在合并报表的时候还需要用到轧差的方法。

对比不同统计口径下信贷收支表，我们可以看到三个口径下的统计科目并不一样。

人民币口径和外汇口径信贷收支表的资金来源方包含五个一级科目，但是本外币口径仅包括 4 个一级科目，且彼此之间也并不完全一致。

对于三张表中都有的科目，我们有本外币规模=人民币规模+外汇规模×期末汇率（汇总法）。

比如资产端的各项存款、金融债券、对国际金融机构负债，以及负债端的各项贷款、债券投资、股权及其他投资均存在这样的对应关系。

表 2. 不同口径下的信贷收支表

|     | 人民币信贷收支表    | 外汇信贷收支表         | 本外币信贷收支表    |
|-----|-------------|-----------------|-------------|
| 来源方 | 一、各项存款      | 一、各项存款          | 一、各项存款      |
|     | 二、金融债券      | 二、金融债券          | 二、金融债券      |
|     | 三、流通中货币     | 三、卖出回购资产        | 三、对国际金融机构负债 |
|     | 四、对国际金融机构负债 | 四、借款及非银行业金融机构拆入 | 四、其他        |
|     | 五、其他        | 五、其他            |             |
| 运用方 | 一、各项贷款      | 一、各项贷款          | 一、各项贷款      |
|     | 二、债券投资      | 二、债券投资          | 二、债券投资      |
|     | 三、股权及其他投资   | 三、股权及其他投资       | 三、股权及其他投资   |
|     | 四、黄金占款      | 四、买入返售资产        | 四、在国际金融机构资产 |
|     | 五、中央银行外汇占款  | 五、存放非银行业金融机构款项  |             |
|     | 六、在国际金融机构资产 |                 |             |

资料来源：中国人民银行，红塔证券

那么对于本外币中不包含的科目是如何进行处理的（主要是上表中标红色的科目）？

先来看本币口径，这一口径一共减少删去了流通中货币、中央银行外汇占款和黄金占款三项。这三项分别对应与央行资产负债表下的储备货币：货币发行（负债项，需删去其他存款性公司资产负债表下的库存现金）、国外资产：外汇（资产项）和国外资产：货币黄金（资产项）。

这里将央行口径下的外汇项目简化可能是因为考虑本外币的时候，外汇占款等数据的存在意义有所减弱，所以做了轧差处理。

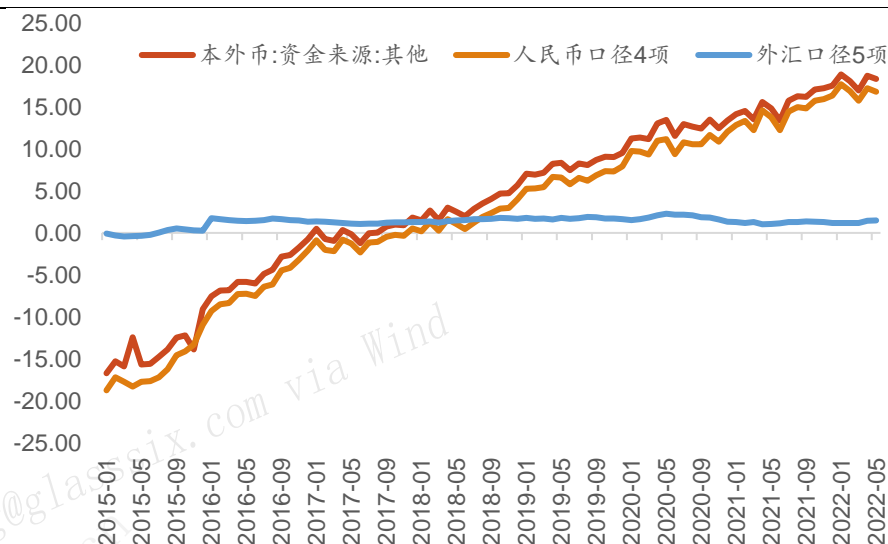
外汇口径的信贷收支表则在来源端删去了卖出回购资产、借款及非银行业金融机构拆入，在运用端删去了买入返售资产和存放非银行业金融机构款项，这两项也互相对应。

体现在数据上就是（见图 7）：

本外币信贷收支表：其他项目=人民币口径：（流通中货币+其他-黄金占款-中央银行外汇占款）+外汇口径：（其他+卖出回购资产+借款及非银行业金融机构拆入-买入返售资产-存放非银行业金融机构款项）\*期末汇率

也正是因为这种轧差，我们才会看到本外币口径的规模是小于人民币口径的。

图 7. 人民币、外汇与本外币口径的调整 (万亿元)



资料来源: wind, 红塔证券

## 1.2. 存款类金融机构信贷收支表概览

理解了这几点之后,在后续分析时,我们以存款类金融机构本外币口径信贷收支表为重点,对信贷收支表进行一个系统性的整理。不过正如我们上文提到的,因为银行业非存款类金融机构的规模很小,因此金融机构信贷收支表和存款类金融机构信贷收支表的差异并不大,下文的分析绝大部分同样也适用于金融机构信贷收支表。

从下表中我们可以看到在央行公布的存款类金融机构信贷收支表中,资金来源端下共有 4 个一级科目,分别为<sup>1</sup>:

1) 各项存款,是资金来源端最主要的构成科目,2022 年 4 月的规模为 250.6 万亿,占比为 88.9%,位居第一。

该科目下包含两个二级科目:境内存款和境外存款。其中,境内存款下又包含 5 个三级科目。按照存款单位的不同划分为住户存款(占比为 39.2%)、非金融企业存款(占比为 26.3%)、机关团体存款(占比为 11.4%)、财政性存款(占比为 1.9%)和非存款类金融机构存款(占比为 8.8%)。

2) 金融债券,占比为 4.46%,位居第二。这一项主要是指非存款类金融机构(如信托机构、证券公司等)持有的由央行、商业银行、政策性银行发行的债券(如央票、商业银行债、政金债等等)。

即这一项是抵消之后的项目,比如如果 A 商业银行持有了 B 商业银行发行的金融债,那么这一笔业务则会被互相抵消,并不体现在这一栏目里面。

3) 对国际金融机构负债,规模较小,2022 年 4 月规模仅 4.6 亿元,可以忽略不计。这一项主要指国内存款类机构从国际金融机构借入的资金。

4) 其他科目,2022 年 4 月规模为 18.7 万亿,占比为 6.6%。和之前在资产负债表里提到的一样,不能归类到上述三个科目里,重要性又不足的科

<sup>1</sup> 以下数据皆由 2022 年 4 月数据计算得来

目便会被直接归入到其他科目下。另外，这一科目也承担着配平信贷收支表的功能。

再来看资金运用端，运用端同样有 4 个一级科目，分别为：

1) 各项贷款，占比 73.91%，位居第一，是运用端的主要项目。可以说信贷收支表主要就是在讲来源端的各项存款和运用端各项贷款之间的故事。

和来源端类似，各项贷款中最重要的二级科目是境内贷款，占比 72.28%。境内贷款按照借贷主体的不同又进一步划分为住户贷款、企事业单位贷款和非存款类金融机构贷款，占比分别为 25.3%、45.2%和 1.8%。

按照贷款用途这几项下面还会进行进一步的划分，这一点我们在下文分析的时候会详细讲解。

2) 债券投资，占比 19.42%，是运用端的第二大项目。该项主要指的是存款类机构持有的各项债券（不包括自己发行的债券）。

3) 股权及其他投资，占比 6.52%，位居第三。这一项涵盖主体较为宽泛，商业银行对许多实体都有股权投资，均可以算在内，另外一些明股实债的投资也会包含在这一科目下。

4) 对国际金融机构资产，占比 0.15%，位居第四。主要指的是我国在国际金融机构的头寸和特别提款权等，占比较小，可以忽略。

表 3. 存款类金融机构本外币信贷收支表

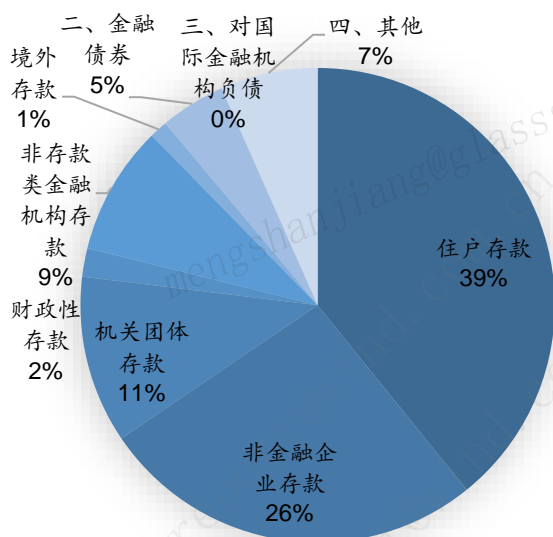
| 来源方项目       | 2022.04        |           | 运用方项目      | 2022.04        |           |
|-------------|----------------|-----------|------------|----------------|-----------|
|             | 数额（万亿<br>元人民币） | 占比<br>（%） |            | 数额（万亿<br>元人民币） | 占比<br>（%） |
| 一、各项存款      | 250.6          | 88.9%     | 一、各项贷款     | 208.3          | 73.9%     |
| 境内存款        | 247.1          | 87.7%     | 境内贷款       | 203.7          | 72.3%     |
| 住户存款        | 110.5          | 39.2%     | 住户贷款       | 71.4           | 25.3%     |
| 活期存款        | 34.6           | 12.3%     | 短期贷款       | 17.3           | 6.2%      |
| 定期及其他存款     | 75.9           | 26.9%     | 消费贷款       | 9.0            | 3.2%      |
| 非金融企业存款     | 74.1           | 26.3%     | 经营贷款       | 8.4            | 3.0%      |
| 活期存款        | 25.9           | 9.2%      | 中长期贷款      | 54.1           | 19.2%     |
| 定期及其他存款     | 48.2           | 17.1%     | 消费贷款       | 45.4           | 16.1%     |
| 机关团体存款      | 32.2           | 11.4%     | 经营贷款       | 8.7            | 3.1%      |
| 财政性存款       | 5.5            | 1.9%      | 企（事）业单位贷款  | 127.2          | 45.2%     |
| 非存款类金融机构存款  | 24.9           | 8.8%      | 短期贷款       | 36.4           | 12.9%     |
| 境外存款        | 3.5            | 1.2%      | 中长期贷款      | 79.3           | 28.2%     |
| 二、金融债券      | 12.6           | 4.5%      | 票据融资       | 11.2           | 4.0%      |
| 三、对国际金融机构负债 | 0.0            | 0.0%      | 融资租赁       | 0.1            | 0.0%      |
| 四、其他        | 18.7           | 6.6%      | 各项垫款       | 0.3            | 0.1%      |
|             |                |           | 非存款类金融机构贷款 | 5.1            | 1.8%      |



|        |       |  |             |       |       |
|--------|-------|--|-------------|-------|-------|
|        |       |  | 境外贷款        | 4.6   | 1.6%  |
|        |       |  | 二、债券投资      | 54.7  | 19.4% |
|        |       |  | 三、股权及其他投资   | 18.4  | 6.5%  |
|        |       |  | 四、在国际金融机构资产 | 0.4   | 0.2%  |
| 资金来源总计 | 281.8 |  | 资金运用总计      | 281.8 |       |

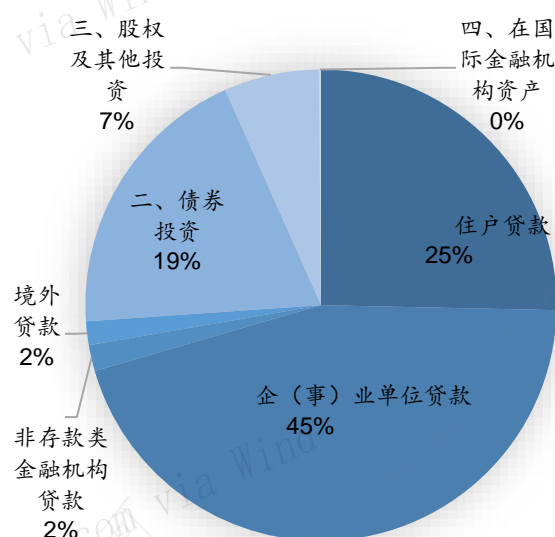
资料来源：Wind，红塔证券

图 8. 资金来源端结构



资料来源：wind，红塔证券

图 9. 资金运用端结构



资料来源：wind，红塔证券

当然，信贷收支表的结构也并非一成不变。我们先来分析资金来源端。从结构上看，来源端结构的变化主要有这么几个特点。

第一，从四个一级分项上看，可以明显看到各项存款占比明显下滑，而其他项的占比则持续上行。

存款类金融机构信贷收支表中，各项存款的比重从 2015 年的 113% 逐渐下滑到了 2022 年 4 月的 89%。与之对应的则是其他资产项目占比从 -15% 上行到了 6%。

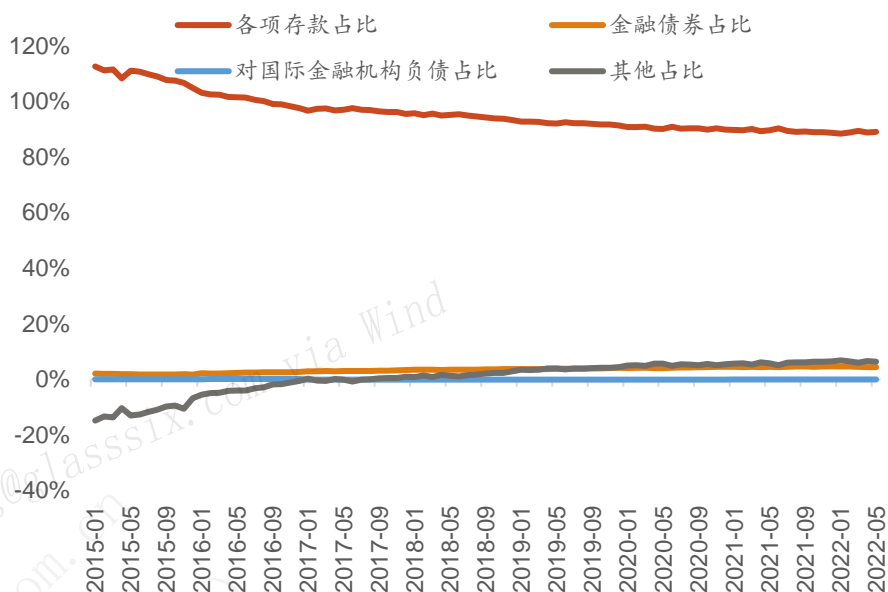
这里需要注意的一点是，因为其他资产科目是一个轧差之后的科目，当时因为中央银行外汇占款规模比较高等原因，在轧差之后，其他资产的规模也就只能转负了。

而近年来受存款外流（比如居民存款搬家）等因素的影响，存款的同比增速不及总体增速，从而使得占比下滑，这一点我们在下文分析时会详细说明。

其他项方面，从图 7 中可以看到本外币口径其他资产的增长主要是受到人民币口径四项的驱动，进一步拆分的话，这主要由人民币口径下的其他项增长带动的。



图 10. 分项的构成

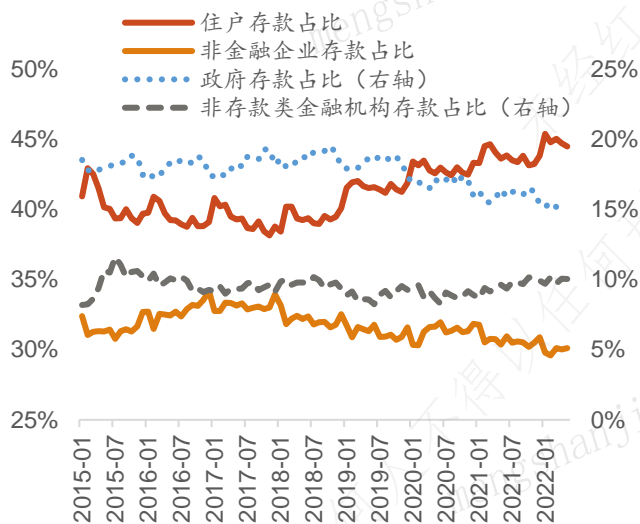


资料来源：wind，红塔证券

第二，从各项存款的结构上看，近年来政府存款和非金融企业存款占比有所回落，住户存款的占比则有所回升。居民存款占比回升的背后可能与金融严监管时代下，居民存款回流有关。这一点在下文分析居民存款的时候我们会进行进一步的说明。

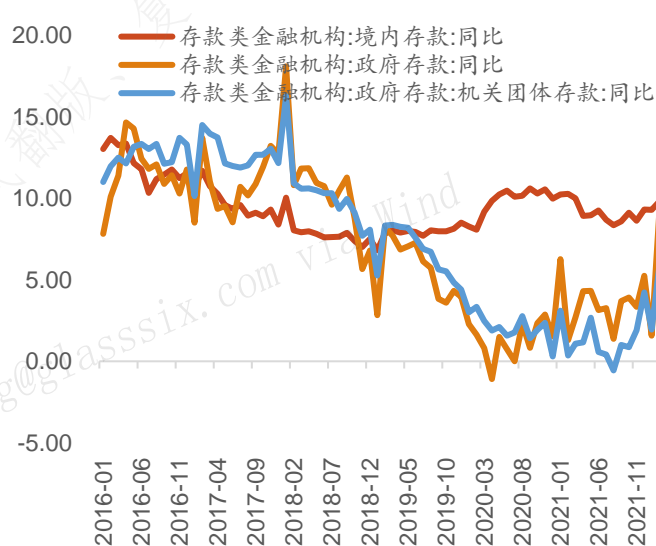
从政府存款的细分数据上看，政府存款总占比下滑主要是受机关团体存款同比增速下滑影响。这可能和近年来地方隐性债务治理等因素有关。

图 11. 境内各项存款的结构变化



资料来源：wind，红塔证券

图 12. 机关团体存款增速偏低 (%)



资料来源：wind，红塔证券

再来看资金运用端。从结构上看，运用端结构的变化主要有这么几个特点。

第一，分项结构来看近年来各项贷款占比和债券投资占比持续回升，而股权及其他投资占比则逐步回落。

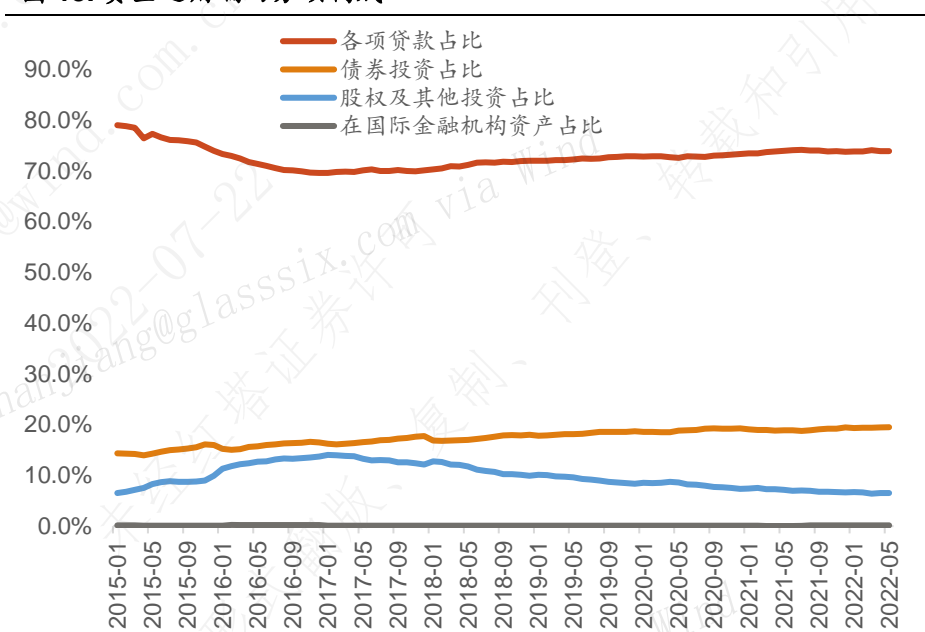
我们认为这一现象的出现与金融严监管时代的到来有关。在 2017 年之前，国内金融监管体系不完善，部分金融机构也会通过股权及其他投资等渠道向影子银行来投放资金。这也推动了当时国内影子银行的快速扩张。

而股权类投资的扩张则挤压了银行正常的表内资金投放。体现在数据上就是股权及其他投资的占比从 2015 年初的 6.5%上行到 13.7%，同时各项贷款的占比则从 79%下滑 2016 年的 69.6%。

2017 年之后随着金融严监管时代的到来，影子银行得到了治理，银行表外业务开始回流表内。这也就使得股权及其他投资的占比开始持续回落而各项贷款的占比开始回升。

另外，近年来随着国内债券市场的稳步发展，加上表外业务得到规范，以银行为代表的金融机构也开始增持债券了。

图 13. 资金运用端分项构成



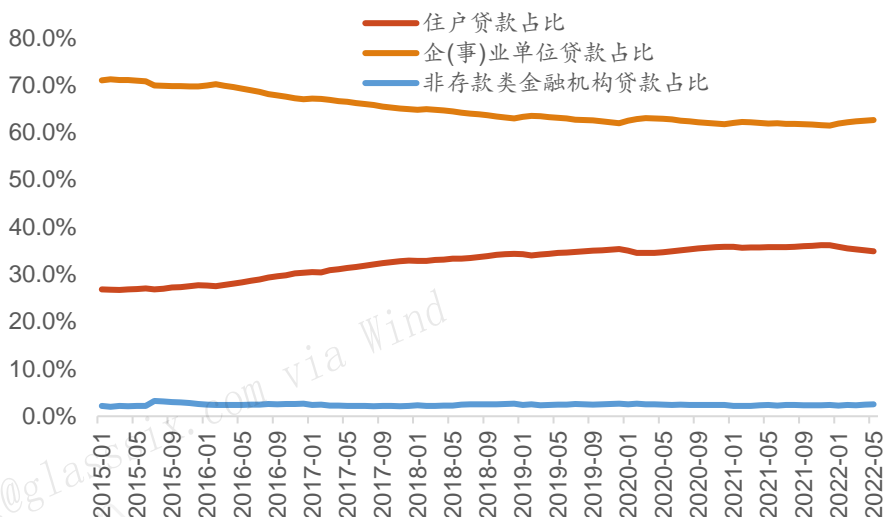
资料来源：wind，红塔证券

第二，居民贷款占比回升，而企（事）业单位占比在前期下滑后，近年来有所企稳。

从数据上看居民贷款占境内贷款的比重从 2015 年的 26.8%上升到 2022 年 4 月的 35.1%；企（事）业单位贷款占比先下滑后持平，从 2015 年的 71%下滑到了 2019 年底的 62%，近年来则维持在 62%左右的水平。

居民贷款占比的提高可能与居民购房等需求带来的中长期贷款高增有关，而企业贷款占比企稳则应该与近几年政策引导银行要加大对金融机构的信贷支持力度有关。这两点我们在下文也会涉及，这里不再展开。

图 14. 境内贷款的具体构成



资料来源：wind，红塔证券

## 2. 资金来源方详解

在这一章节，我们将视线放在存款类金融机构信贷收支表的资金来源方，按照官方公布的顺序，对细项进行逐一讲解。

### 2.1. 住户存款

在资金来源科目中，境内存款是主要来源项，占比达到了 87.7%。同时，该科目又包括了 5 个子项，这里我们逐一进行拆解。

存款类金融机构包括央行和各类型商业银行，因为央行并不直接和居民产生业务往来，所以住户存款可以简单理解为居民存放在商业银行的各类型存款。截至 2022 年 4 月，住户存款规模为 110.5 万亿元，占比为 39.2%，是商业银行获取资金的最主要渠道。

按照存取款方式的不同，居民存款进一步划分为活期存款和定期及其他存款两类。

活期存款是居民部门在银行的可随时存取和转让的存款。截至 2022 年 4 月末，存款类金融机构持有居民部门活期存款 34.6 万亿元，占资金来源比重 12.3%。

定期及其他存款则主要是指居民在金融机构按照约定期限和利率所放置的存款，包括定期存款、通知存款、定活两便存款、协议存款、协定存款、保证金存款、结构性存款等。截至 2022 年 4 月，居民部门定期存款规模达到 75.9 万亿元，占资金来源比重 26.96%。

表 4. 不同类型存款的定义

| 存款类型   | 具体含义  |
|--------|---|
| 普通存款   | 指存款人在金融机构开立账户存入资金或货币，由金融机构出具存款凭证，办理一定期限、利率并按期给付利息的存款。 |
| 单位活期存款 | 指单位存款人在金融机构开立账户存入资金或货币，由金融机构出具存款                      |

|        |   |
|--------|---|
|        | 凭证，办理不约定期限、可随时转账、存取并按期给付利息的存款。  |
| 单位定期存款 | 指单位存款人在金融机构开立账户存入资金或货币，由金融机构出具存款凭证，办理约定期限、利率、整笔存入，到期一次性支取本息的存款。   |
| 活期储蓄存款 | 指个人存款人在金融机构开立账户存入资金或货币，由金融机构出具存款凭证，办理不约定期限、可随时存取并按期给付利息的存款。   |
| 定期储蓄存款 | 指个人存款人在金融机构开立账户存入资金或货币，由金融机构出具存款凭证，办理约定存期、利率，到期支取本息的存款。   |
| 定活两便存款 | 指个人存款人在金融机构开立账户存入资金或货币，由金融机构出具存款凭证，办理不约定存期、本金一次性存入，支取时一次性支付全部本金和税后利息，具有定期和活期双重性质的一种存款。                          |
| 通知存款   | 指存款人在金融机构开立账户存入资金或货币，由金融机构出具存款凭证，办理不约定存期，支取时需提前一定时间通知金融机构，约定支取日期和金额的存款。   |
| 协议存款   | 指由金融机构根据中国人民银行相关规定对存款人开办的存款，存款利率由双方协商确定。  |
| 保证金存款  | 金融机构为客户提供具有结算功能的信用工具、资金融通以及承担第三方担保责任等业务时，按照约定要求客户存入的用作资金保证的存款。  |
| 协定存款   | 指存款人通过与金融机构签订合同约定合同期限、确定结算账户需要保留的基本存款额度，对基本存款额度按结息日中国人民银行规定的活期存款利率计息、对超过基本存款额度的存款按中国人民银行规定的协定存款利率或合同约定的利率计息的存款。 |
| 结构性存款  | 指金融机构吸收的嵌入金融衍生工具的存款，通过与利率、汇率、指数等的波动挂钩或与某实体的信用情况挂钩，使存款人在承担一定风险的基础上获得更高收益的业务产品。                                   |

资料来源：《存款统计分类及编码标准（试行）》，红塔证券

从趋势上看，我们会发现在 2014 年以前居民存款的占比基本保持稳定，此后在 2014 年初开始明显下滑，2017 年之后在定期存款的带动下，占比止跌回升。

我们认为这种走势与国内金融体系的变化存在不小的关系。2013、2014 年之前，国内金融市场相对并不完善，居民能够接触到的理财产品并不多，在投资时更多的是将资金做定期存款放在银行吃利息。

但是 2013 年之后，配合着国内互联网业务的快速发展，3G、4G 网络的普及等，以“余额宝”为代表的“类存款”理财产品开始兴起。

这类产品往往具有这么几个特征：一是存取便捷，灵活性高，往往在手机客户端上就能够完成全部业务，且余额宝等上面的资金可以直接用于支付宝支付，具有一定现金的特征；二是产品刚兑，不存在风险；三是收益率明显高于银行存款。

随着货基类理财产品的快速发展，居民存款特别是定期存款开始从银行转向非银，体现在数据上就是从 2013 年开始居民存款的占比出现了明显的回落。

不过 2017 年以来定期存款出现了止跌回升，这主要和 2017 年金融严监管时代的到来有关。以资管新规为代表的系列监管文件的出台打破了原先理财产品“预期收益、刚兑、资金池”的模式。

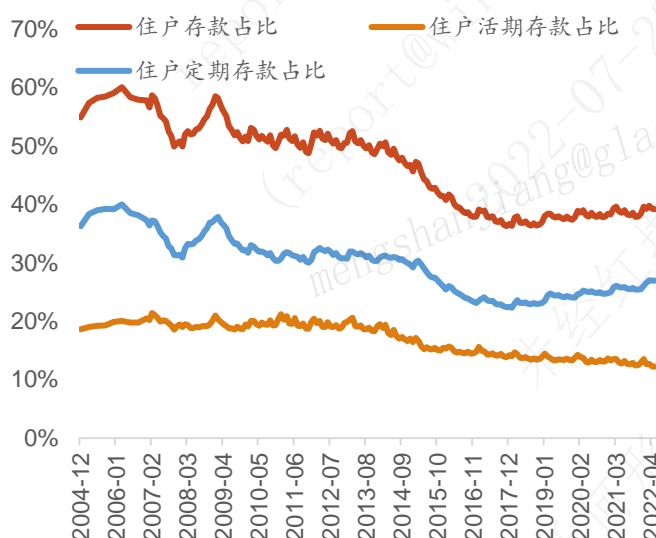
这使得以余额宝为代表的理财产品的“类存款”特性逐渐消失。在产品不能确保刚兑，收益率不断下滑，甚至可能出现“负收益”的情况下，这类产品对居民存款吸引力有所减弱，相应的居民存款搬家的节奏也有所放缓。

与此同时，银行为了争夺存款市场也推出了不少存款类产品，这也推动了居民存款的回流。

所以我们会看到在 2017 年之后居民存款特别是定期存款（居民定期存款主要是为了获取收益）占比出现了明显的回升。

与定期存款不同，居民活期存款占整体的比重依旧处于下行区间，这一来可能是余额宝等理财产品的收益依旧明显高于银行活期存款；二来随着居民理财意识的提高，活期存款可能在向理财和定期转化；三来受益于国内电子支付体系的不断完善，余额宝等资金可以直接用于线上消费，居民减少活期存款。

图 15. 存款占比的变动情况



资料来源：wind，红塔证券（这里使用金融机构口径，因为非存款类机构一般并不能直接从居民手中获取存款，所以 2015 年以来金融机构信贷收支表和存款类金融机构信贷收支表里的住户存款几乎一致）

图 16. 理财产品收益率下滑 (%)



资料来源：wind，红塔证券

另外，居民存款存在明显的季节性波动。一般在季末（3、6、9、12 月）的时候，居民的存款会出现的一个明显的上行，并且在季末次月（4、7、10 月）会出现一个明显的回落。

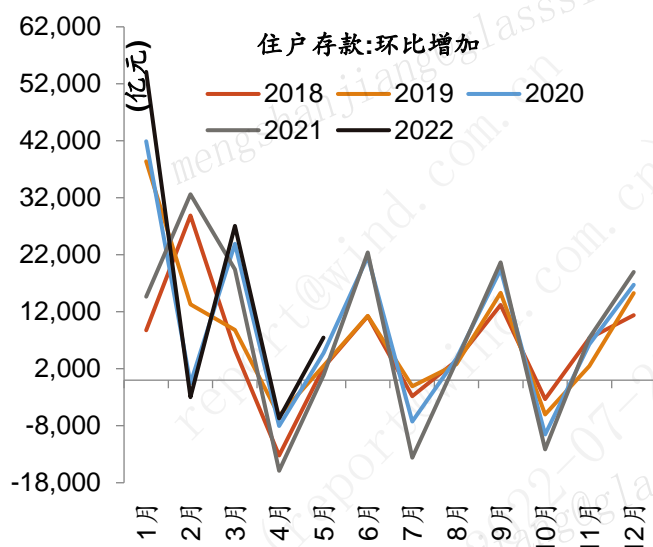
这种季节性波动可能与银行的揽储行为有关，银行为了满足监管的考核要求，在季末月的时候往往会加大揽储力度，从而带动存款规模走高，相应的在次月则会出现回落。



另外，居民存款可能还受到春节因素的影响，可以看到在 1、2 月的时候，居民存款往往会出现明显的波动。这一点我们认为可能与企业在春节前发放年终奖，企业存款向居民存款转移以及居民春节期间取现需求增加等因素有关。

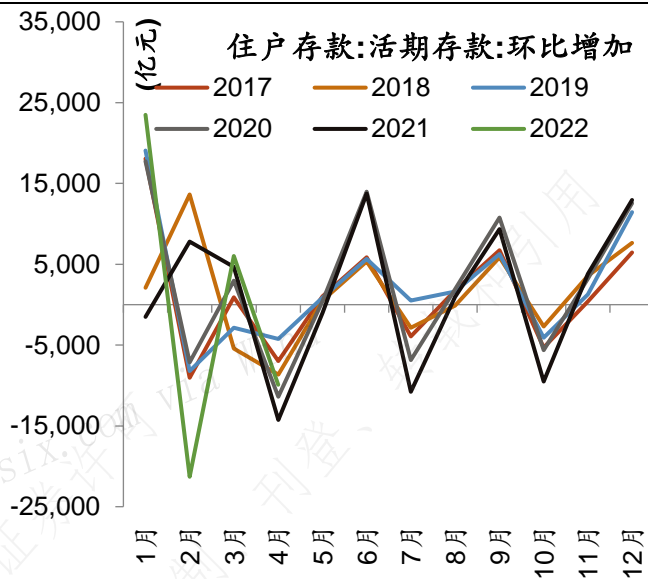
从历史走势上也可以看到在 2017 年到 2022 年，如果春节是在 1 月末或者 2 月初的时候，一般 1 月份的居民存款会明显走高，同时非金融企业存款则会走低。而在 2018 年和 2021 年春节在 2 月中旬，所以在 2 月的时候才会出现居民存款走高，企业存款走低的现象。

图 17. 居民存款的季节性特征



资料来源：wind，红塔证券

图 18. 居民活期存款季节性



资料来源：wind，红塔证券

那么从居民存款数据上，我们能够获得哪些信号呢？

在不考虑债务的情况下，我们可以将居民存款理解为居民收入减去支出后的结余项目。因此居民存款的变动也可以从这一角度出发去理解。

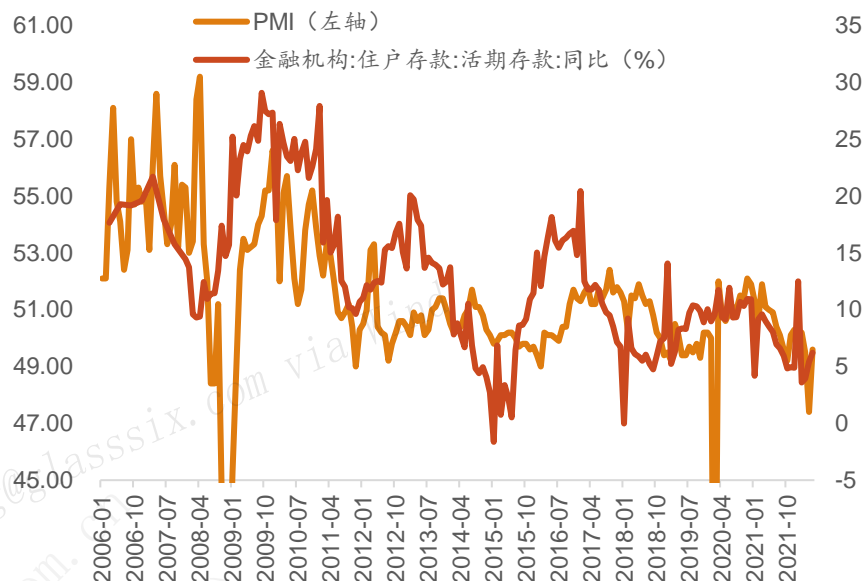
第一，长期来看，居民存款具有一定的顺经济周期的特征。在经济上行期，居民收入增加，自然会带动存款规模走高；反之在经济下行期，居民收入端承压，存款自然也会有所减少。

第二，受预防性储蓄的影响，在经济下行初期，居民的储蓄特别是活期储蓄可能会出现明显的上行。此时，预期到后续收入面临下行压力，居民会率先减少消费，增加储蓄，以应对之后的不时之需。这一点在活期存款上往往表现的比较明显。

从下图我们也可以看到居民活期存款整体增速与经济增速同比存在正相关关系，体现的是居民收入的顺周期性。另外，在经济下行初期，比如在 2008 年年初的时候，随着经济快速走弱，居民活期存款同比增速快速走高，等到经济好转之后，这一迹象才有所缓解。



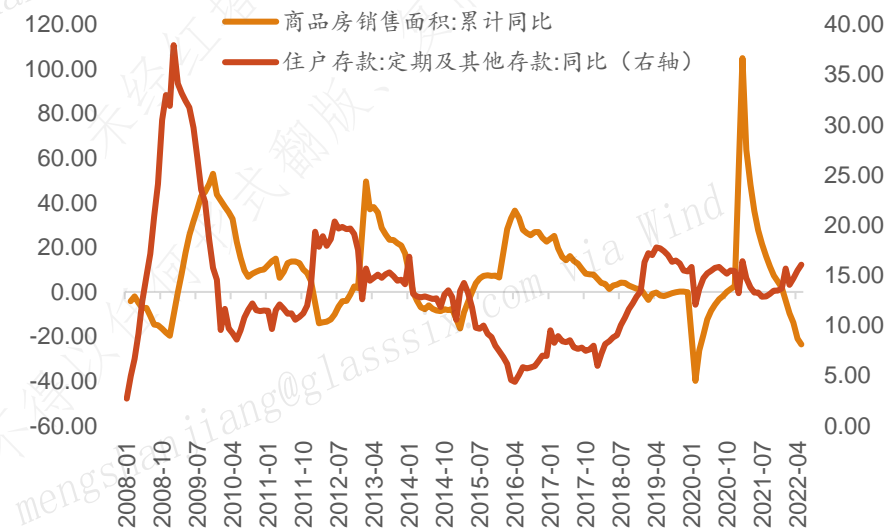
图 19. 居民活期存款与 PMI 走势



资料来源：wind，红塔证券

第三，居民存款与支出存在一定的负相关关系。这也很好理解，毕竟居民花钱多了存款自然就少了。这一点在居民中长期存款上表现的比较明显，从下图中我们能够看到居民中长期存款与居民的购房支出存在一定的负相关。即在房地产销售市场比较旺盛的时候，居民定期存款的同比增速会出现明显的回落。

图 20. 居民定期存款与地产销售存在一定的负相关 (%)



资料来源：wind，红塔证券

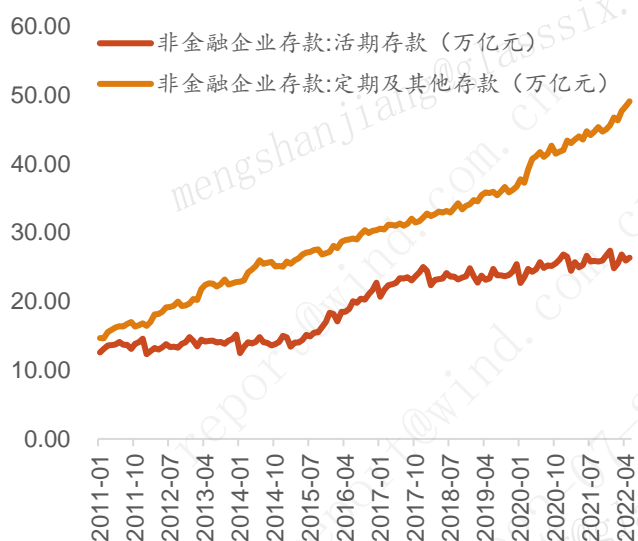
## 2.2. 非金融企业存款

非金融企业存款简单来说就是各类型工商企业存放在商业银行的资金，也是银行获取负债的第二大渠道。

按照期限，非金融企业存款也可以划分为活期存款和定期及其他存款两类。从规模上，2022年4月非金融企业活期存款 25.9 万亿元，定期及其他存款 48.2 万亿元，占非金融企业存款的比例分别为 35% 和 65%。

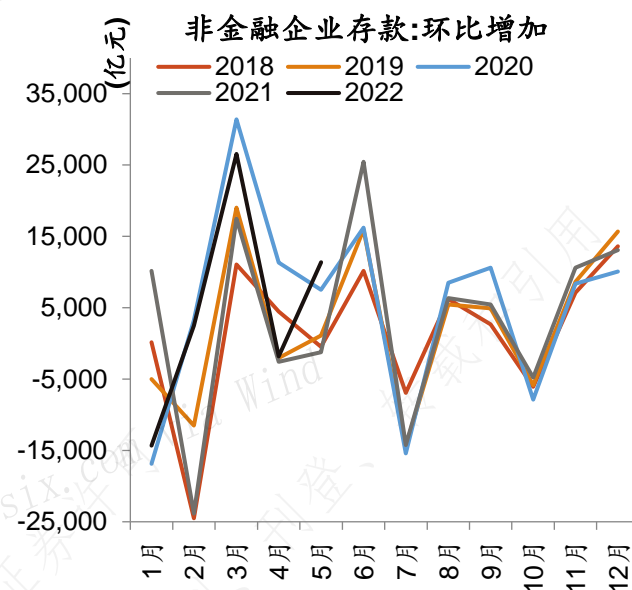
同时，和居民存款一样，受银行季节性揽储、缴税等因素的影响，企业存款也存在明显的季节性特征。一般在 3、6、9、12 月会是非金融企业存款环比增长的一个季节性高峰。在次月（4、7、10 月）则会出现一个明显的回落，这除了与商业银行揽储结束相关，也与这几个月是企业纳税大月有关。

图 21. 非金融企业存款的结构



资料来源: wind, 红塔证券

图 22. 非金融企业存款存在季节性



资料来源: wind, 红塔证券

企业行为的驱动力背后大部分都可以从利润的角度去解释，企业在经营中获利，手里有了钱之后，如果经营环境好，有利可图，那么企业考虑到后续会进一步进行生产，往往就会将钱作为活期存款放在银行，方便后续使用。

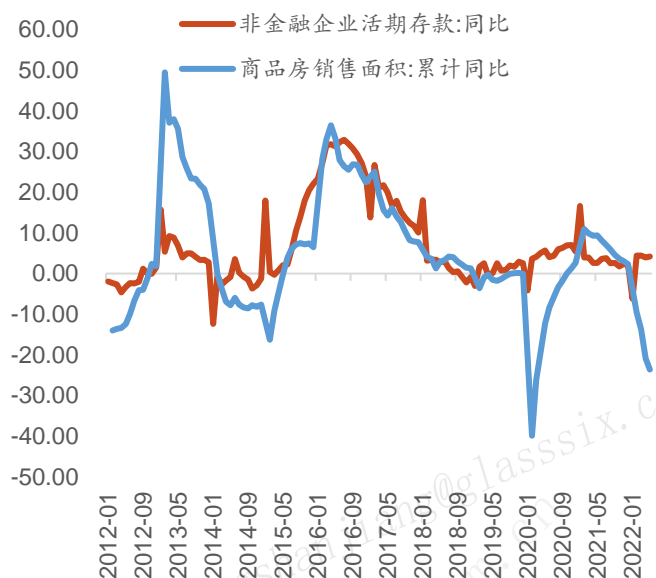
反之，如果企业短期看不到太多的投资机会，出于获取利润等方面的考虑就会倾向于将资金存成定期以获取更高的利息收入。

因此从这个角度出发，从企业存款数据上我们往往能够看出这么几点：

第一，企业存款的多寡与企业的盈利能力密切相关。这一点很好理解，毕竟企业只有赚了钱才能够去存钱。从下图我们也能够看到企业存款与企业利润存在明显的相关性。

另外，从活期存款角度来看，企业的活期存款与房地产销售具有明显的正相关性。这一点和居民存款的变动正好相反，体现的是居民存款向企业活期存款转化。

图 23. 活期存款与房地产销售正相关 (%)



资料来源: wind, 红塔证券

图 24. 非金融企业存款与企业利润存在正相关 (%)

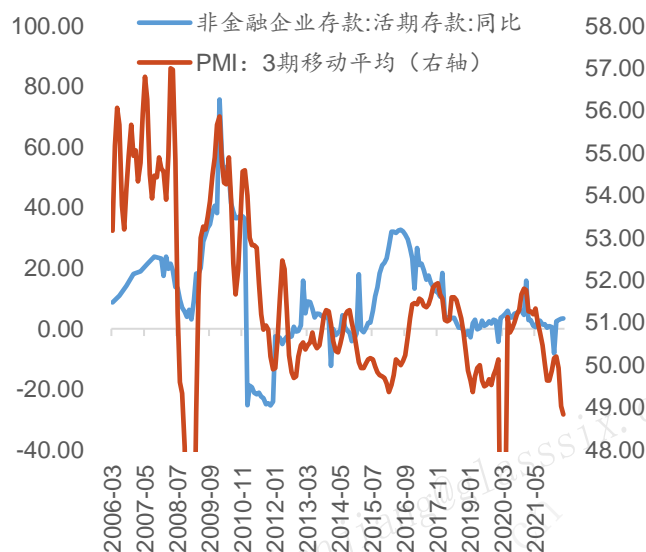


资料来源: wind, 红塔证券

第二, 企业活期存款往往能够反映当下的经济情况。在经济好的时候, 企业资金活化, 反之则相反。从下面我们也可以看到非金融企业活期存款同比增速与 PMI 走势出现明显的正相关关系。且企业活期存款同比增速一般领先于 PMI 好转, 这可能是因为企业活期存款会先行一步体现出企业的投资意愿。

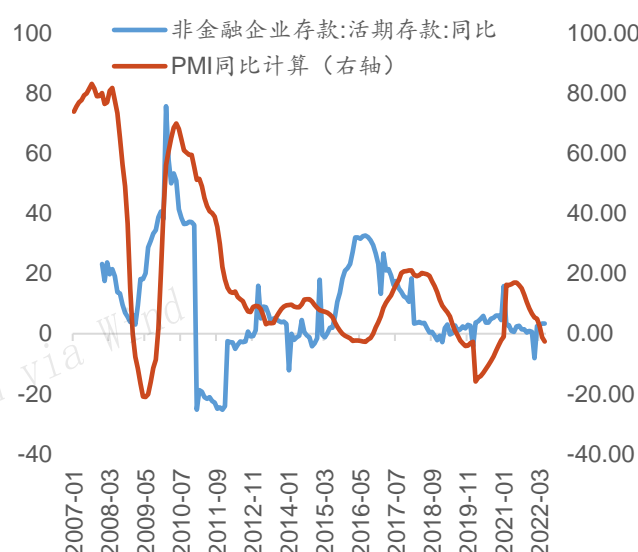
第三, 除了正常收入增长等带来的中长期存款走高之外, 企业中长期存款的规模可能还会受到理财产品收益率等因素的影响。在理财收益高的时候, 企业存款可能会分流。

图 25. 活期存款与 PMI 正相关 (%)



资料来源: wind, 红塔证券

图 26. 活期存款与 PMI 同比 (%)



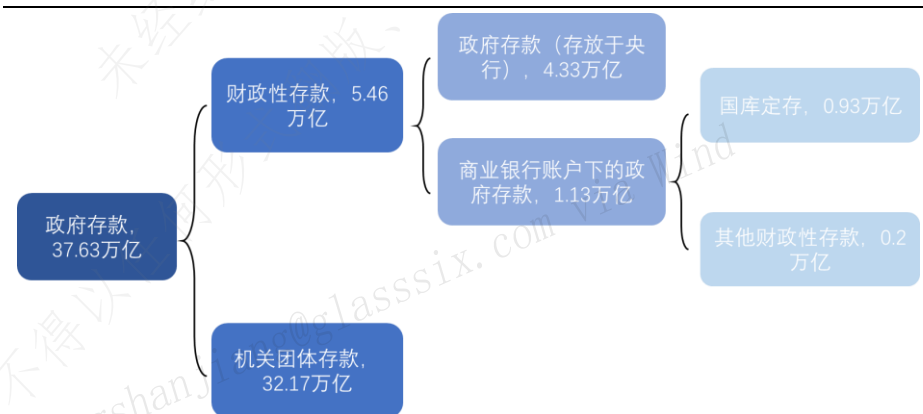
资料来源: wind, 红塔证券 (注: 这里 PMI 同比我们按照环比法计算得到, 以 50 为基准, 取 PMI-50 作为环比值, 之后按照“环比累乘法 (即将过去 12 个月的环比数据累乘计算)”计算得到 PMI 同比数据, 从历史数据上看, PMI 同比与经济指标之间也具有明显的正相关性)

## 2.3. 政府存款

在 2019 年之前, 信贷收支表将财政性存款和机关团体存款统一纳入到政府存款口径下, 作为政府存款的二级科目。2019 年之后, 信贷收支表不再统计政府存款, 而是单独列示机关团体存款和财政性存款。

按照存款类金融机构本外币信贷收支表数据, 2022 年 4 月, 财政性存款为 5.46 万亿, 机关团体存款为 32.17 万亿, 即政府存款规模为 37.63 万亿。

图 27. 各口径的政府存款



资料来源: wind, 红塔证券

先来看财政性存款。财政性存款主要是指财政部门存放在国库 (包括代理库) 的预算资金, 是金融机构对财政部门的负债。

按照央行公布的统计口径, 财政性存款又进一步划分为国库存款和其他财政存款, 前者可以简单理解为已经存放在央行的资金, 后者则是留存在商业银行账户上的资金。

根据央行资产负债表中的“政府存款”一项，以及中资全国性大型银行/中小型银行信贷收支表的“国库定期存款”一项可以进行简单估算，截至 2022 年 4 月，在财政性存款余额的 5.46 万亿元中，大约 4.33 万亿元是存放于央行的中央及地方国库存款，9346 亿元是存放于商业银行的国库定期存款，剩余的 1964 亿元应该是各级政府存款以及预算外存款。

表 5. 财政存款构成

| 名称       | 含义   |
|----------|--|
| 财政性存款    | 财政部门存放在银行业金融机构的各项财政资金，包括财政库款、财政过渡存款、待结算财政款项、国库定期存款、预算资金存款以及专用基金存款。 |
| 国库存款     | 财政部门存放在国库（包括代理库）的财政资金  |
| 财政库款     | 国库收纳的、已报解的中央级预算收入款项、地方财政库款、各级财政部门预算资金的专项存款和预算外资金。                  |
| 财政过渡存款   | 各级国库当日收纳的、未报解的预算收入款项、国库待结算款项和国库总库收到的国家债券发行款项、国家债券兑付资金。             |
| 其他财政性存款  | 未列入国库存款的各级财政在存款性公司的预算资金以及由财政部门指定存入其他存款性公司的专用基金。                    |
| 划缴财政存款   | 其他存款性公司按照中国人民银行事先核定的范围，向中国人民银行划来的财政存款。                             |
| 待结算财政款项  | 其他存款性公司作为国库经收处办理的各项预算收入中待报解款项，以及代理国库收纳的各级预算收入待报解款项。                |
| 财政专用基金存款 | 由财政部门指定存入金融机构的专用基金   |
| 财政预算外存款  | 由财政部门存入金融机构的预算外存款  |
| 国库定期存款   | 金融机构核算中央国库现金管理商业银行定期存款   |

资料来源：《存款数据元》，红塔证券

从规模占比上我们也能够看到财政性存款主要受到央行口径政府存款的影响。

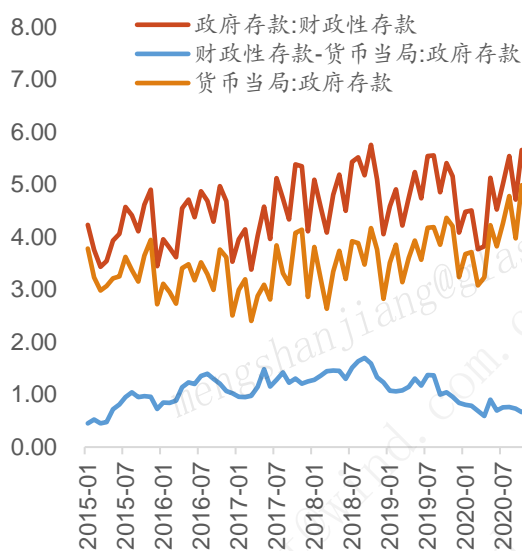
对于这一点的分析我们在此前解读央行资产负债表的时候已经进行了详细的分析，如一般公共预算收支、政府债发行等对该科目的影响以及对市场流动性的影响都在《流动性分析手册一》里面进行了详细的分析，感兴趣的读者可以重新回顾那一篇的论述，这里就不再重复了。

除了央行口径的政府存款之外，主要就是国库定存了。2006 年经国务院批准，财政部会同人民银行制定了《中央国库现金管理暂行办法》，开始实施中央国库现金管理操作。



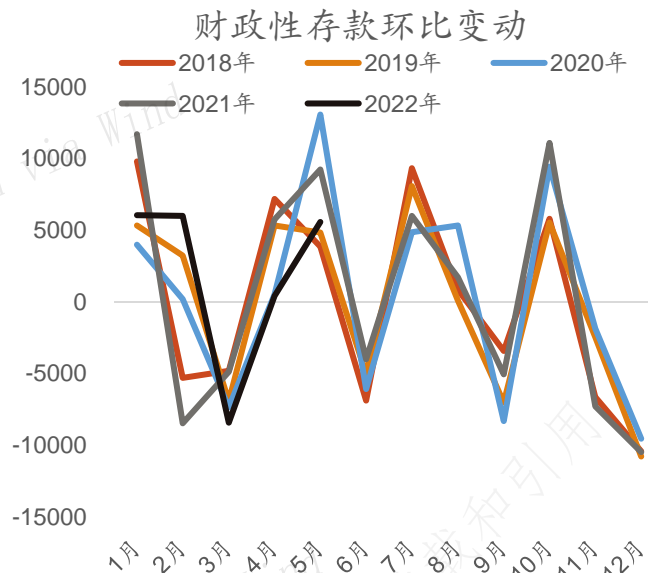
其中，国库定存是指将国库现金存放在商业银行，商业银行以国债为质押获得存款并向财政部支付利息的交易行为。在每个月，财政部会拟定相关计划，之后开始向国债承销团和公开市场业务一级交易商中的商业银行总行公开招标。中标的银行就能够获得这笔财政存款了。

图 28. 财政性存款的结构（万亿元）



资料来源: wind, 红塔证券

图 29. 财政性存款季节性（亿元）



资料来源: wind, 红塔证券

再来看机关团体存款。

机关团体存款是指机关法人、事业法人、军队、武警部队、团体法人存放在银行业金融机构的定活期存款以及上述单位委托银行业金融机构开展委托业务沉淀在银行的货币资金。

目前机关团体存款可能主要包括这么几类：一是机关、事业单位等在财政收支外产生的银行存款。比如医院（事业法人）在日常经营时收取的治疗费、电视台（事业法人）收取的广告费等等均属于这一部分；

二是全国社保基金存款，目前全国社会保险基金收支是由社会保险基金专户来进行运作的，所以统计在机关团体存款口径下。另外，住房公积金也体现在这一科目下。

从规模上看，截至 2022 年 4 月，机关团体存款规模为 32.2 万亿元，占资金来源比重 11.43%，是存款类机构的重要资金来源。

表 6. 机关团体到底指什么

| 法人类别 | 含义  | 范围   |
|------|---|--|
| 机关法人 | 是指依法行使国家权力，并因行使国家权力的需要而享有相应的民事权利能力和民事行为能力的国家机关。 | 如县级以上各级中国共产党委员会及其所属各工作部门；各级人民代表大会机关；各级人民政府及其所属各工作部门；乡、镇中国共产党委员会和人民政府，以及街道办 |



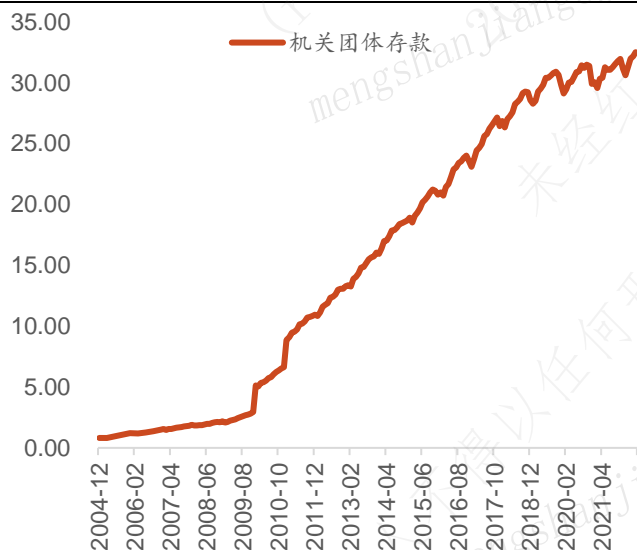
|      |  |   |
|------|--|---|
|      |  | 事处等等。   |
| 事业法人 | 是指依靠国家预算拨款，从事非营利性的社会公益事业活动的各类法人组织。       | 例如新闻、出版、广播、电视、文教、卫生单位等。   |
| 团体法人 | 是具有民事权利能力和民事行为能力，依法独立享有民事权利和承担民事义务的社会组织。 | 主要包括各种政治团体(如各民主党派)、人民群众团体(如工会、妇联、共青团)、社会公益团体(如残疾人基金会)、文学艺术团体(如作家协会)等。 |

资料来源：网络资料，红塔证券

从历史走势上看，在 2010 年和 2011 年因为口径的变化，机关团体存款的规模出现了两次明显的跳涨。其中，2010 年，央行将机关团体存款单独列示，并且将事业单位存款纳入机关团体口径。2011 年央行将财务公司、信托投资公司、金融租赁公司委托存款减委托贷款后按委托人分别计入各项存款项下，部分存款也就调入了机关团体口径。在调整完口径之后，机关团体存款则进入了一个平稳上升的阶段，不过近年来增速已经有所放缓，占境内存款的比重也在逐步下降。

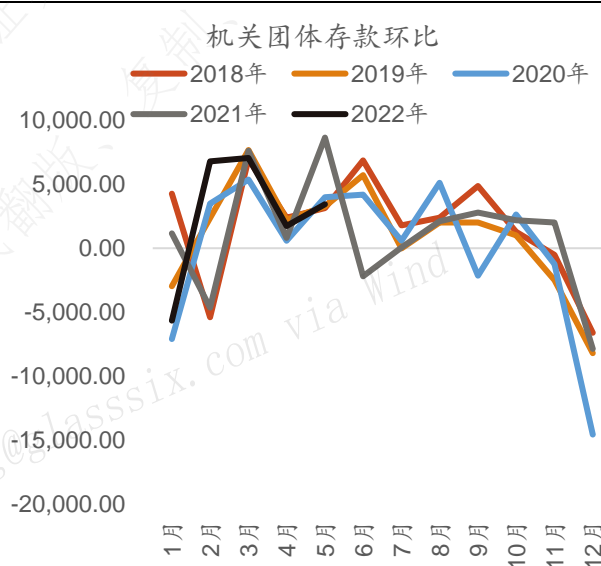
从走势上看，与财政性存款不同，机关团体存款并没有类似的季节性特征。只是会在每年年末的时候出现一次明显的下行，这可能与这些单位会在年末对项目等进行集中支出结算有关。

图 30. 机关团体存款（万亿元）



资料来源：wind，红塔证券

图 31. 机关团体存款季节性不强（亿元）



资料来源：wind，红塔证券

## 2.4.非存款类金融机构存款

非银行业金融机构存款主要指的是证券业、保险业、交易及结算类、金融控股以及其他公司的存款。截至 2022 年 4 月，非银行业金融机构存款余额为 23.9 万亿元，占资金来源比重为 8.5%。

2015 年，信贷收支表的统计口径经历过一次变更。在 2015 年之前，信贷收支表“各项存款”口径下除了住户存款、非金融企业存款、机关团体存款和财政性存款之外，还包括其他存款和非居民存款两项。

不过在 2015 年，央行调整统计口径，去掉了其他存款和非居民存款，并将非存款性金融机构纳入到统计口径中，体现为在“各项存款”中增加“非银行业金融机构存款”；在“各项贷款”口径下新增“非银行业金融机构贷款”。

按照央行表述之所以进行这样的调整一是逐步与国际通行规则接轨；二是保证统计口径的准确性；三是提高货币政策时效性。

表 7. 口径调整的原因

| 原因                   | 含义  |
|----------------------|---|
| 逐步与国际通行规则接轨          | 在货币的发行和派生过程中，非存款类金融机构的作用与企业和个人基本相同。非存款类金融机构的存款和贷款与普通企业和个人的存款、贷款没有实质区别。因此，按照国际货币基金组织(IMF)的标准，存款类金融机构与非存款类金融机构之间的资金往来要计入存款和贷款。  |
| 保证统计口径的科学性，准确反映存贷款总量 | 近年来，非存款类金融机构快速发展，它们存放在存款类金融机构的存款与普通的单位、个人存款一样，已经成为存款类金融机构重要的资金来源。如果不放在“各项存款”下，实际上没有准确反映存款类金融机构的资金来源。如果不把存款类金融机构拆放给非存款类金融机构的款项计入“各项贷款”，也没能准确反映商业银行的资金运用。为反映这种变化，2011 年 10 月，人民银行已经将非存款类金融机构存放在存款类金融机构的款项计入广义货币 M2。经过这次调整，“各项存款”口径与广义货币中存款口径基本一致。 |
| 提高货币政策有效性            | 这次统计口径调整前，受新股发行和存款冲时点等因素影响，季末存款规模和资金价格容易出现大幅波动。以前经常监测到某几天储蓄存款大幅下降，但客户保证金却增加了。这在一定程度上削弱了货币政策效果。调整后，存贷款统计口径中已经包含了存款类金融机构与非存款类金融机构之间大部分的资金往来，因此，资金在这两部分之间的相互转移不会引起存款规模和资金价格的大幅波动，由此提高货币政策有效性。  |

资料来源：中国人民银行，红塔证券

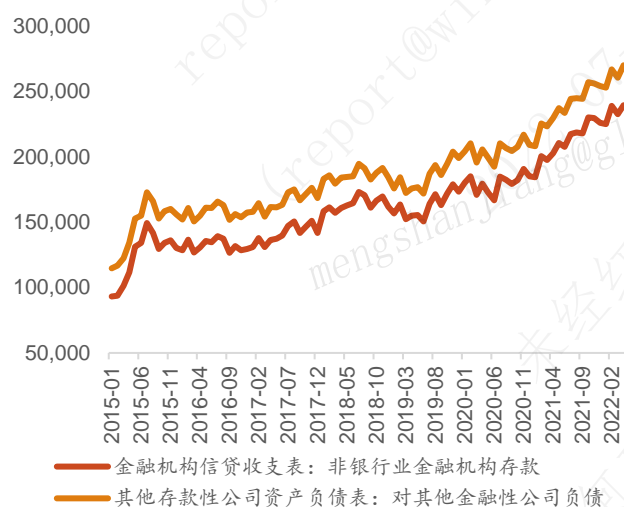
这一项与我们在上一篇讲解其他存款性公司资产负债表时负债端的“对其他金融性公司负债”走势相吻合（见下图）。对于资产负债表项目的具体分析可以参考上一篇。

另外，我们会观察到这二者之间存在 2-3 万亿左右的差距，这主要是由于两者统计口径不同。前面所说的证券、保险等公司是两者共有的，但是“对其他金融性公司负债”一项内还包括了银行业非存款类金融机构存款，比如信托、资管、金融租赁等公司。这是信贷收支表所不具备的，也是造成小幅差距的主要原因。

同时，我们还会看到非银存款具有明显的季节性变化，一般在 3、6、9、12 月会出现明显回落，并在次月出现回升。这一点可能与银行的季末考核有关。

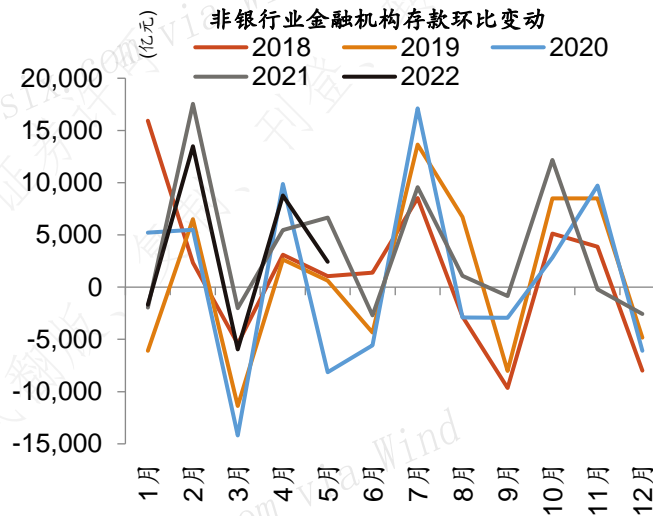
在考虑到季末考核的时候，银行在购买非银产品的时候，往往都会约定在季末的时候到期赎回。另外，在季末的时候银行也会减少对非银的贷款（这一点在下文我们也会提到），减少对非银的资金融出。这也就使得非银存款在季末的时候会出现明显的回落。

图 32. 两个指标走势相同但口径略有差异（亿元）



资料来源：wind，红塔证券

图 33. 非银存款具有明显的季节性



资料来源：wind，红塔证券

## 2.5.境外存款和对国际金融机构负债

境外存款我们可以理解为非居民部门在存款类金融机构存放的款项。按照央行口径，非居民部门包括国际组织、外国政府、国外金融机构、国外非金融机构、外国居民等。

截至 2022 年 4 月境外存款规模仅有 3.5 万亿，占总资金来源的比重为 1.23%，规模较小。

表 8. 非居民部门

| 主体      | 含义   |
|---------|--|
| 非居民部门   | 所有不具有常住性的机构单位。   |
| 国际组织    | 国际组织是指三个或三个以上国家（或其他国际法主体）为实现共同的政治经济目的，依据其缔结的条约或其他正式法律文件建立的常设性机构。 |
| 外国政府    | 世界其他国家和地区的政府部门。  |
| 国外金融机构  | 世界其他国家和地区的金融机构部门。  |
| 国外非金融企业 | 世界其他国家和地区的非金融企业部门，包括本国非金融企业部门的国外分支机构。                            |
| 外国居民    | 未纳入上述非居民部门的国外个人或机构组织。  |

资料来源：《存款分类统计》，红塔证券

这里需要区分的另外一点是对国际金融机构负债科目与该科目的区别。我们认为国际金融机构的存款应该会被计入到境外存款栏目下，而国内金融机构从国际金融机构中获取的贷款、与境外金融机构之间的同业业务往来等项目应该被计入了对国际金融机构负债栏目下。近年来，该项规模一直位于 10 亿元以内，占比极低。

## 2.6. 金融债券

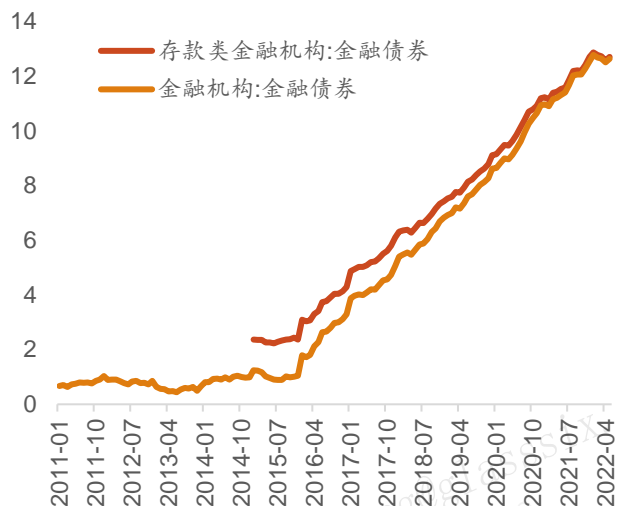
金融债券简单来说是指各金融机构（商业银行、保险公司、证券公司等等）为筹集资金发行的，约定在一定期限内还本付息的债券。

而信贷收支表下的金融债券则可以理解为由存款类金融机构（或金融机构）发行的，由非存款类金融机构持有的债券（比如央票、政策性金融债、各类商业银行债等）。截至 2022 年 4 月，金融债券规模为 12.5 万亿元，占资金来源比重 4.44%。

近年来，随着存款负债面临一定的下行压力，商业银行等开始加大金融债的发行规模，以此来募集中长期负债。这也就推动着金融债券占资金来源的比重从 2015 年开始逐渐由 1% 扩大至 4%。

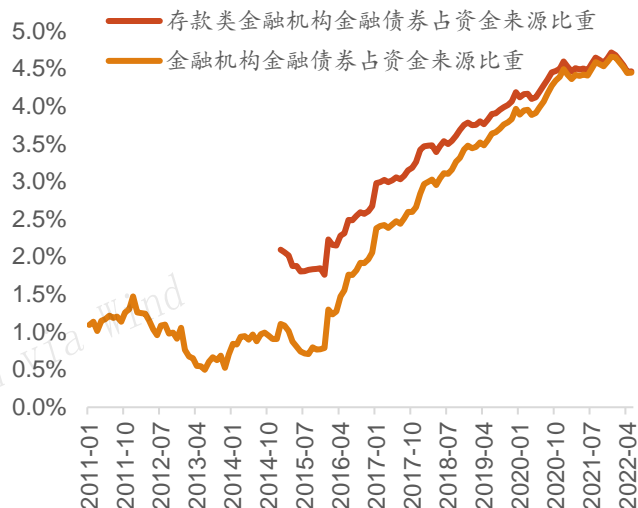
另外，我们会看到存款类金融机构口径下的金融债券与金融机构口径下的金融债券规模在近年来持续收窄。这可能是因为银行业非存款类金融机构如信托等持有商业银行债等金融债的规模在持续降低。

图 34. 两个口径的金融债券（万亿元）



资料来源：wind，红塔证券

图 35. 金融债券的占比



资料来源：wind，红塔证券

### 3. 资金运用端详解

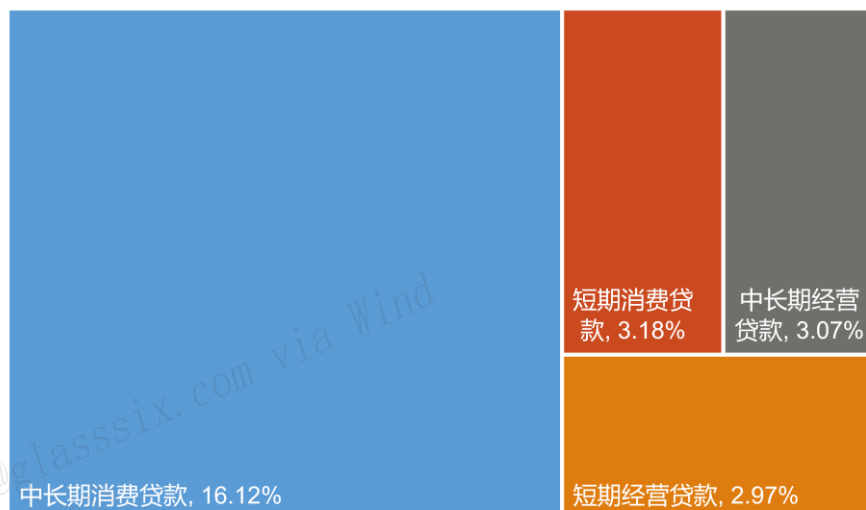
#### 3.1. 住户贷款

住户贷款和上一章的住户存款相对应，可以理解为居民从商业银行获取资金。和存款一样，贷款也可以分为短期贷款（期限在 1 年以内）和中长期贷款（期限在 1 年以上）。另外，在统计的时候，央行进一步按照贷款的用途将其划分为消费贷款和经营性贷款。

截至 2022 年 4 月，住户贷款余额 71.41 万亿元（占比为 25.3%），其中按期限分，短期贷款 17.32 万亿元（占比为 6.1%），中长期贷款 54.09 万亿元（占比为 19.2%）；按用途分，消费性贷款 54.39 万亿元（占比为 19.3%），经营性贷款 17.01 万亿元（占比为 6%）。



图 36. 住户贷款占资金运用端的比重



资料来源：wind，红塔证券

这里我们从居民借钱的用途角度出发来分析这一科目背后传递的一些信号。

先来看消费贷，短期消费贷主要用于居民的日常消费，比如旅游、餐饮、购物等。从这个角度来看，居民短期消费贷体现的是居民的日常消费支出。从下图上我们也能够看到居民消费短贷的同比增速与社零同比增速存在较强的正相关性。

同时，我们也能够看到在 2017 年之后的一段时间里，居民短期消费贷的同比增速与社零同比增速出现了明显的背离。我们认为这一来是因为在当时各地银行纷纷发力消费贷，带动消费贷同比增速走高。

二来则可能与居民挪用短期消费贷有关。因为银行对消费贷用途的监管体系有待进一步完善，加上银行监管的意愿可能不高，在房地产销售旺盛的时候，居民也会挪用消费贷用于购房。

相应的，我们也经常会看到有银行因为对个人消费贷发放不审慎、用途监管不严等被银保监会处罚。银保监会也会专门出台相关文件，要求银行建立差异化贷后用途管控机制，加大对个人贷款实际用途的管理。

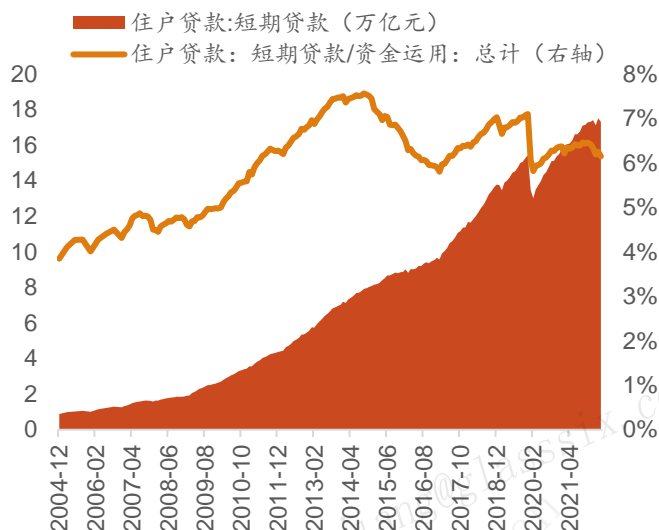
另外，从走势上看，我们会发现疫情之后，居民的短期消费贷款规模明显回落，且目前也尚未恢复到疫情前的水平。这一现象的背后可能体现了居民消费习惯的改变，在疫情之前，居民对后续收入端整体比较乐观，愿意超前消费。

但是疫情之后，因为收入端的不确定性增加，居民的预防性储蓄需求提高，而提前消费的意愿则有所降低。

这一点也是我们后续在分析消费的时候需要注意的，在 2020 年之前，居民还是比较愿意负债消费的，而疫情之后居民则更注重“量入为出”了。这可能会使得后续消费回升的难度有所提高。

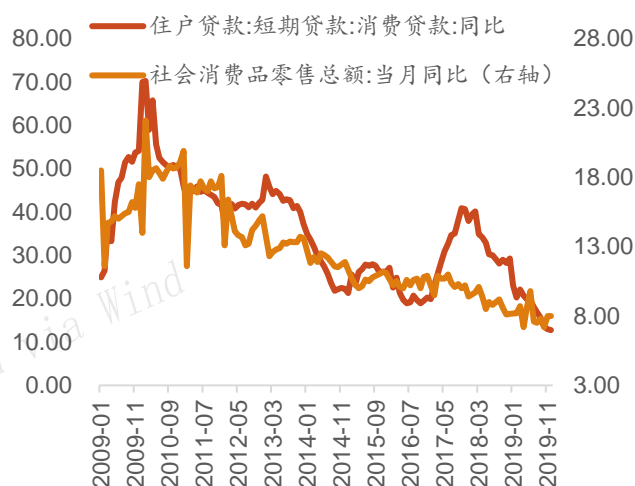


图 37. 居民短期消费贷款



资料来源: wind, 红塔证券

图 38. 居民短期贷款与社零具有正相关性 (%)

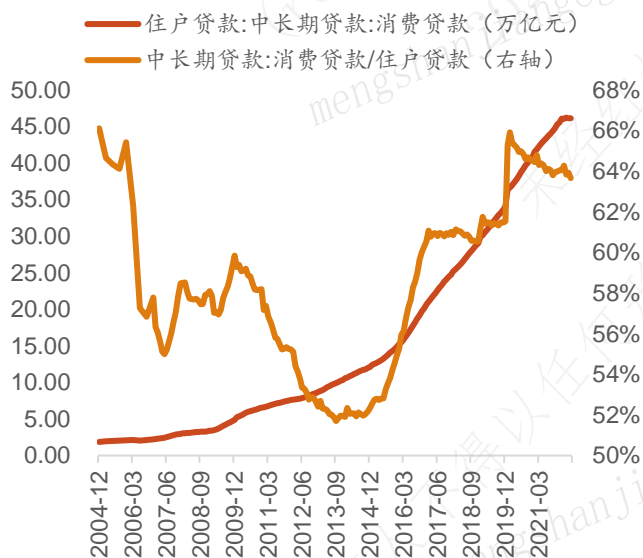


资料来源: wind, 红塔证券 (注: 时间我们截至 2019 年, 2020 年因为疫情, 社零和消费短贷波动较大, 加上之后容易看不清楚趋势)

中长期消费贷款则主要与居民的购房行为相关, 占居民各项贷款的比重达到了 63.6%, 是居民贷款最主要的部分。从下图上就可以看到居民中长期消费贷与房地产销售市场同比增速具有明显的正相关关系。

同时, 我们也要看到近年来居民中长期消费贷款占居民贷款的比重在持续攀升。这可能体现了目前房贷对居民其他贷款消费的挤出效应。

图 39. 居民中长期消费贷款



资料来源: wind, 红塔证券

图 40. 居民中长期贷款与地产正相关 (%)



资料来源: wind, 红塔证券

接下来我们来分析经营贷, 居民的经营性贷款主要是指个体经营户借钱之后将资金用于日常生产经营、资金周转、设备购置等方面。

从结构上来看, 与消费贷不同, 短期经营性贷款的规模在 2017 年之前明显高于长期贷款, 目前两者规模则大致相当。这可能与银行的考核模式变化有关, 在 2017 年之前因为个体经营户经营的潜在风险较大, 银行在经营

贷特别是中长期经营贷方面的审批上会表现得更为谨慎，个人获得中长期经营贷的难度也比较大。

但是自 2018 年以来，监管一直在引导商业银行加大普惠贷款的信贷支持力度，从数据上我们也能够看到近年来普惠贷款的同比增速一路从 2018 年初的 12%上行到了 2021 年初的 34.3%。在政策的引导下，银行自然也就增加了对个体经营户的中长期经营贷投放。

另外，影响居民经营贷款需求的会有哪些因素呢？

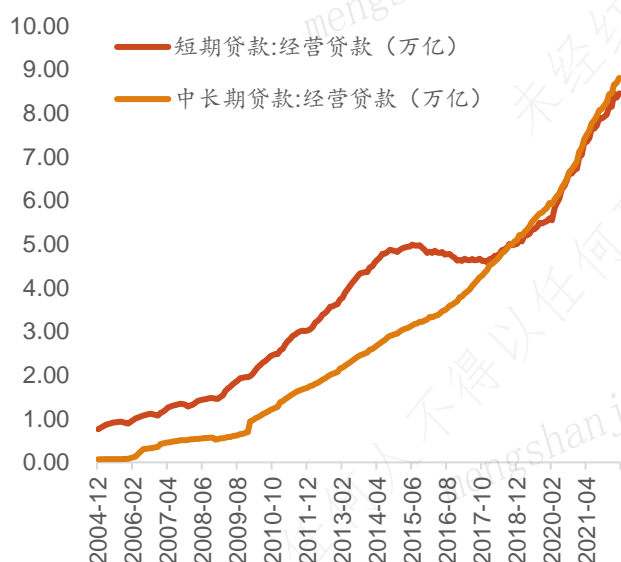
第一，国内经济景气度。既然居民借钱是为了生产，那么自然会受到经济景气度的影响，一般来说在国内经济形式向好的时候，企业经营环境改善，盈利空间大，居民自然愿意贷款来生产。反之，在经济下行的时候，企业生产经营环境恶化，居民相应的会减少贷款，缩小规模。从下图我们也能够看到居民经营贷款与 PMI 存在明显的正相关性。

第二，居民经营贷可能还会受到房地产市场的影响。在房地产销售市场旺盛的时候，居民为了尽快上车往往也会通过各种方式来套取经营贷款。而且相比于房贷，在政策的引导下，普惠小微企业经营贷往往还具有成本低等优势。

对于银行而言，银行此前的监管意愿可能也不强，毕竟相比于将资金用于经营，将资金用于购房上的潜在风险可能还会更低一些。

在这样的情况下，我们经常会看到有新闻说居民挪用经营贷来购房。比如在 2020 年的时候，就出现了个人消费贷、经营贷违规流入楼市的现象，并引起了监管的关注。

图 41. 居民经营贷的结构



资料来源：wind，红塔证券

图 42. 经营贷与经济相关性比较高 (%)



资料来源：wind，红塔证券

### 3.2. 企（事）业单位贷款

企事业单位贷款是存款类金融机构向企事业单位通过直接融资或间接融资的方式贷出的款项。进一步又可以细分为短期贷款、中长期贷款、票据融资、融资租赁和各项垫款等。

截至 2022 年 4 月，企事业单位贷款规模为 128.77 万亿元，其中短期贷款 36.41 万亿元，中长期贷款 79.88 万亿元，票据融资 11.88 万亿元，融资租赁 639 亿元，各项垫款 2761 亿元。

从占比走势上看，近年来中长期贷款占企事业单位贷款比重不断攀升，已经成为了企业贷款的最主要构成；短期贷款占比有所下滑，但仍位居第二，目前占比在 28% 左右；票据融资占比第三，且较为稳定在略低于 10%；融资租赁和各项垫款两项规模过小，可以忽略不计。

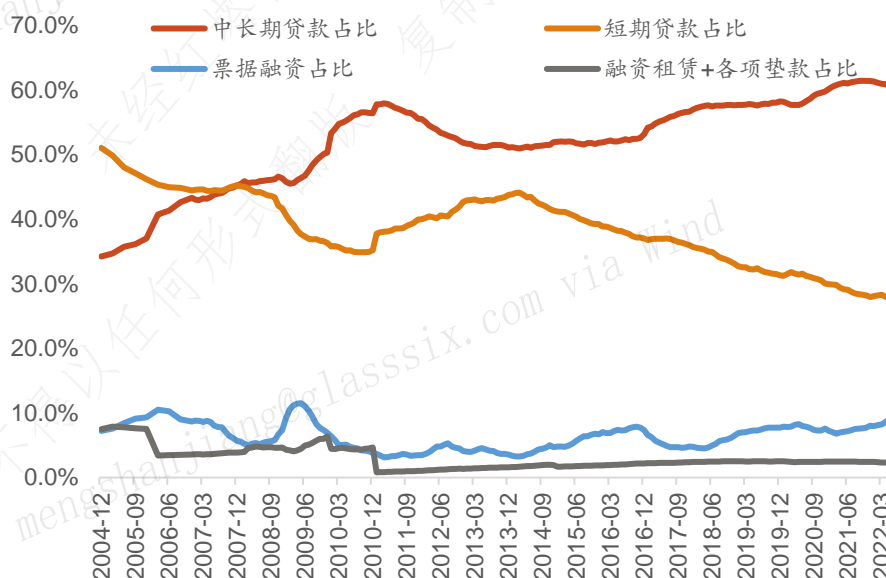
因此后续在分析的时候，我们主要将目光放在中长期贷款、短期贷款和票据融资这三项上。

另外，近年来短贷占比减少而中长期贷款占比提高则可能有这么几点原因：

一是信息技术和物流行业发展等使得企业的存货管理能力和资金管理能力等不断提高。这也推动着企业存货需求相对下降。另外，金融市场的发展也使得企业获取流动资金的能力提高。这使得短期融资占比下滑。

二是近年来政策也一直在引导金融机构增加对制造业中长期贷款的支持力度，在政策的引导下，中长期贷款占比有所提高。

图 43. 企事业单位信贷结构



资料来源：wind，红塔证券

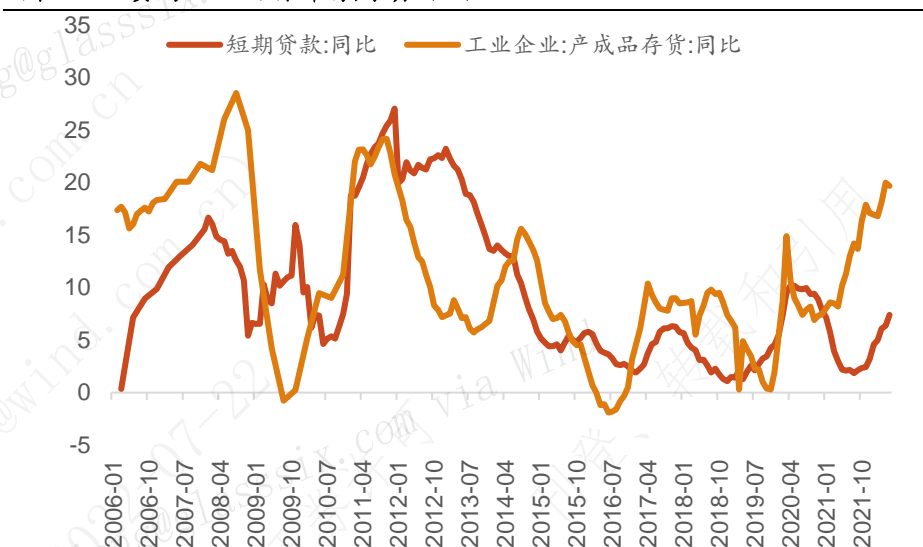
第一，我们先来看短期贷款。

短期贷款我们可以简单理解为银行向企事业单位贷出的期限在一年及以内的资金。截至 2022 年 4 月，存款类金融机构口径下企事业单位短期贷款规模为 36.4 万亿元，占资金运用比重为 12.9%。

短期贷款一般用于企业日常的资金周转，往往与企业的库存周期相关。在企业生产经营旺盛的时候，企业往往会有更强劲的短期资金需求，反之，在生产经营景气度下行，企业减少生产的时候，对资金的需求也会走弱。从下图中我们也能够看到企业短期贷款与企业的库存周期存在明显的相关性。

另外，短期贷款也会反映出企业临时性的资金需求。比如在 2020 年疫情爆发的时候，因为企业正常的生产经营活动难以维系，企业面临较大的资金流压力，在这样的情况下，企业就需要从银行借入较大规模的短期资金来维持自身的资金需求。所以我们会看到在 2020 年初的时候企业短期资金同比增速出现了一个明显的抬升。

图 44. 短贷与企业的补库存周期 (%)



资料来源：wind，红塔证券

第二，我们来分析票据融资。

票据是什么呢？这里我们不妨简单举一个例子，A 企业向 B 企业购买了 100 万的商品，但是没有付现金，而是给 B 企业开具了一张“欠条”（即票据），约定 B 企业 3 个月后可以拿着票据来拿钱。为了增强可信度，A 企业找到了自己的存款行 C 银行，让 C 银行帮忙承兑（即银行承兑汇票，如果没有银行承兑，则为商业承兑汇票）。

B 企业在拿到票据之后又很缺钱，就会找银行 D 去贴现，即银行 D 先给 B 企业 99 万（假设贴现后价格为 99 万），之后银行 D 就会持有这张票据，并在 3 个月票据到期后获得 100 万的资金。

在银行 D 向 B 企业贴现获得这张票据的追索权之后，其实就相当于 D 银行向实体投放了一笔贷款，因此这时候票据也就纳入了信贷口径，体现为“票据融资”。

目前，票据承兑期限均在 1 年以内。不过 2022 年 1 月 14 日，中国人民银行发布《商业汇票承兑、贴现与再贴现管理办法（征求意见稿）》，文件表示商业汇票的付款期限自出票日起至到期日止，最长不得超过 6 个月。后续市场需要关注这一办法的落地情况。

较短的期限也意味着票据融资和短期贷款的作用比较相似，主要是用于满足企业的短期资金需求。

不过相比于短期贷款等，票据还具有不少的优势。一是，票据的流转性强，银行可以在票据市场上及时的出票、收票，从而调整自己资金情况，而正常的贷款则往往需要等到到期才能够收回。

二是，银票信用风险低。商业银行在贴现之后，如果 A 企业没有兑付，那么银行是可以直接向承兑银行（C 银行）求偿，所以银票的潜在信用风险很低。不过，商票则没有这一特征。

三是，票据的资本占用比较低。按照规定，对于银票直贴，3 个月以内按照 20% 计提风险资产，3 个月以上按照 25% 计提风险资产，低于一般信贷的 100%。

另外，相比于其他几项，票据融资的波动更大。这可能是因为票据融资更容易冲量，受银行行为的影响更为明显。对票据的深入分析我们会在之后的文章中进行详细讲解。

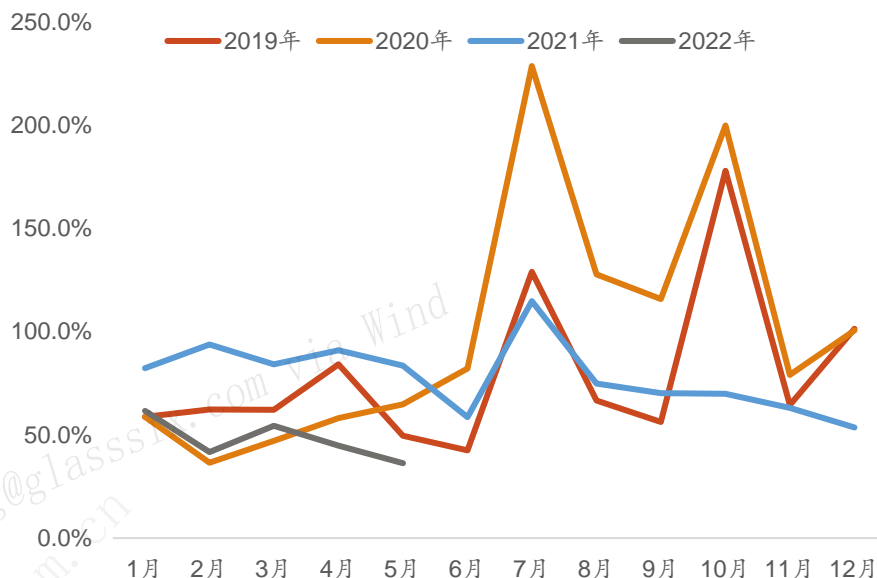
第三，中长期贷款，相比于短期贷款，中长期贷款更能够体现实体的融资需求的改善程度。一般在经济修复初期，企业会先借一些短钱用于日常的生产经营，但是随着经济的进一步修复，实体融资需求进一步回升，实体的中长期融资需求才会开始有所抬头。

这一点从这两年的信贷走势上也能够看出来。在 2020 年初，受疫情冲击，实体融资需求大幅走弱，新增中长期贷款占总新增贷款的比重明显低于往年。

但是受当时强劲的房地产和出口的带动，国内经济迎来了一轮强势修复。在经济持续修复的时候，实体融资需求开始持续走高，所以我们能够看到中长期贷款的占比开始明显回升。到了 2021 年下半年，随着经济下行压力再度显现，新增中长期贷款占比再度回落。



图 45. 新增中长期贷款占比的变化

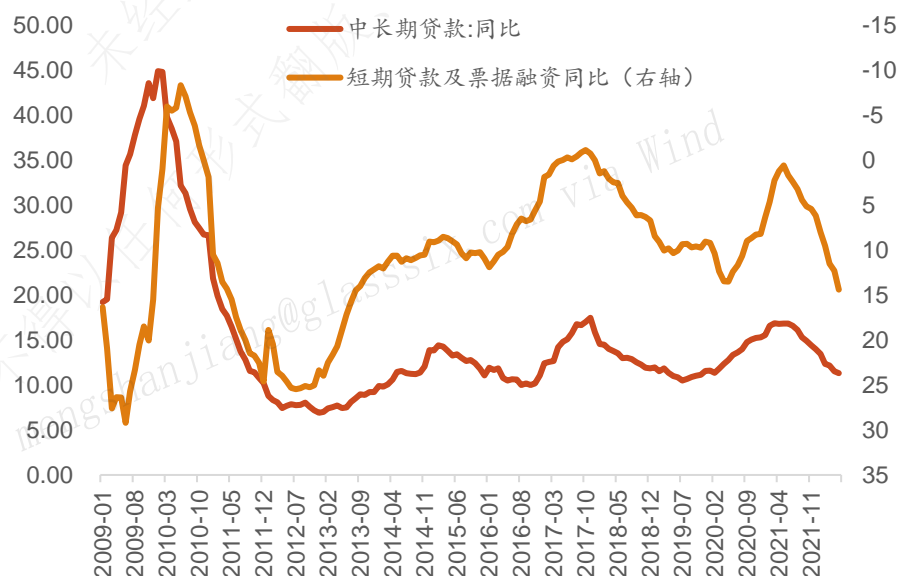


资料来源: wind, 红塔证券

另外, 中长期贷款同比增速和短期贷款及票据融资同比增速存在一定的负相关关系。这则可能是因为在经济下行, 政策发力, 但是实体融资需求偏弱的时候, 银行会通过票据和短期贷款来冲量, 以此满足信贷考核的需求。

但是随着实体融资需求的走高, 因为银行的信贷投放总量也面临一定的限制, 所以这时候银行便会将资金投向收益率更高的中长期贷款, 并减少短期贷款等的投放。

图 46. 企业中长期贷款与短期贷款存在负相关性 (%)



资料来源: wind, 红塔证券

最后, 融资租赁指出租人根据承租人(用户)的请求, 与第三方(供货商)订立供货合同, 根据此合同, 出租人出资向供货商购买承租人选定的设

备。同时，出租人与承租人订立一项租赁合同，将设备出租给承租人，并向承租人收取一定的租金。我国融资租赁业务主要由银行的自营融资租赁公司和与银行合作的外部融资租赁公司构成。

截至 2022 年 4 月，存款类金融机构信贷收支表中融资租赁规模为 652 亿元，占资金运用比重低于 1%。值得注意的是，由于非银行自营的融资租赁公司才是融资租赁的主力，而融资租赁公司又不属于存款类金融机构，所以金融机构信贷收支表中的融资租赁才能反映业务全貌，大概在 3 万亿元左右。

各项垫款主要指银行业金融机构为第三方责任而垫付的各类资金，截至 2022 年 4 月其规模为 2770 亿元左右，占比小于 1%，规模过小，这里同样不做赘述。

### 3.3.非存款类金融机构贷款

这里需要注意的是，这一个科目在金融机构信贷收支表和存款类信贷收支表下存在一定的区别，前者是“非银行业金融机构贷款”后者则是“非存款类金融机构贷款”。

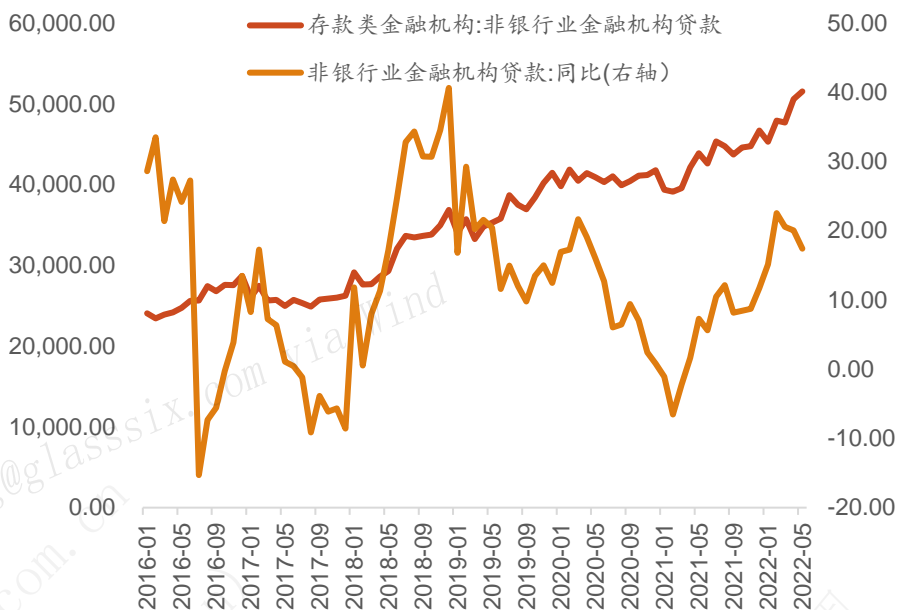
非存款类金融机构范围大一些，由银行业非存款类金融机构和非银行业金融机构构成。前者包含信托、金融租赁、汽车金融、贷款公司等，后者包括证券业、保险业、交易及结算类金融机构、金融控股公司等。

如果我们忽略银行业非存款类金融机构对非银行业金融机构的贷款，那么这两张表中，存款类收支表的数值减去金融机构收支表数值大致是商业银行对信托、资管、金融租赁等公司的贷款。

从数据上看，截止 2022 年 4 月，非银行业金融机构贷款规模为 5873 亿元，占比为 0.21%；非存款类金融机构贷款规模为 50559 亿元，占比为 1.79%，规模远大于前者。

这也就意味着对非存款类金融机构的贷款核心就是银行对信托、金融租赁公司等机构的贷款。

图 47. 非存款类金融机构贷款（亿元、%）



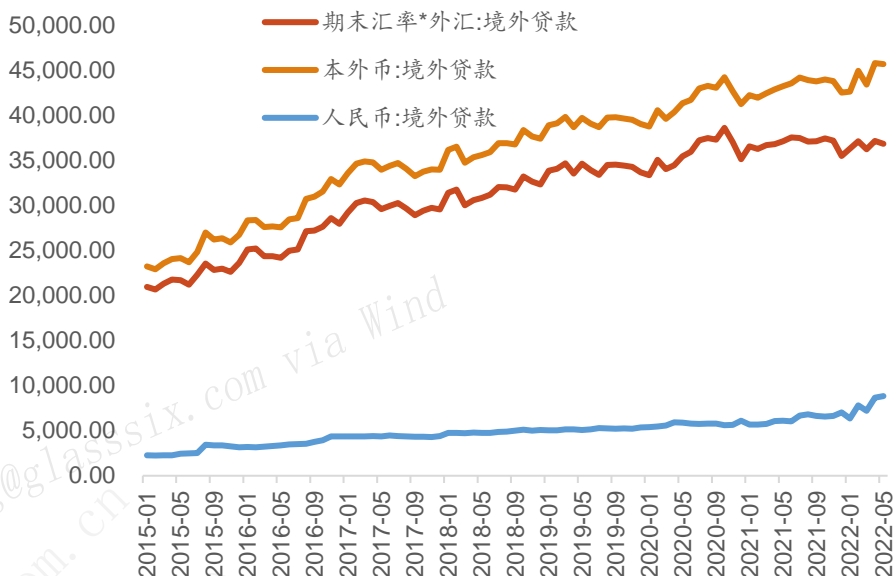
资料来源: wind, 红塔证券

最后, 境外贷款则是指存款类金融机构对境外单位以贷款、票据贴现、垫款、押汇等方式提供的融资总额。截至 2022 年 4 月, 境外贷款规模为 4.58 万亿元, 占资金运用比重 1.61%。

境外贷款的变化除了受中国金融业对外开放程度的影响之外, 也与国内的人民币汇率密切相关。从统计口径上看, 境外贷款主要是以外币形式体现的, 2022 年 4 月人民币口径境外贷款为 8657 亿元, 而按照汇率则算后, 外汇口径的境外贷款为 3.7 万亿, 占境外贷款的比重达到了 81%, 是主要构成科目。

因为外汇口径的境外贷款会根据当月的汇率进行折算, 所以汇率对境外贷款的影响也会比较大。

图 48. 境外贷款的构成（亿元）



资料来源: wind, 红塔证券

### 3.4. 其余三项

除各项贷款之外, 资金运用端还包括其他三项, 分别是债券投资、股权及其他投资和在国际金融机构资产。

债券投资是指存款类金融机构（或金融机构）持有的政府债、除存款类金融机构之外的机构发行的各类信用债等等。近年来随着国内债券市场的稳步发展, 同时 2015 年之后随着政府债发行规模的高增, 存款类金融机构持有的债券规模也在持续走高。

股权及其他投资主要记录银行购买持有的资管计划和理财产品等。这一科目的变动与国内影子银行的发展息息相关。在 2017 年之前, 随着银证信、银基信等金融同业合作模式的快速发展, 股权及其他投资的规模快速走高。金融机构口径规模从 2011 年的 1 万亿提高到 2016 年末的 22.4 万亿。

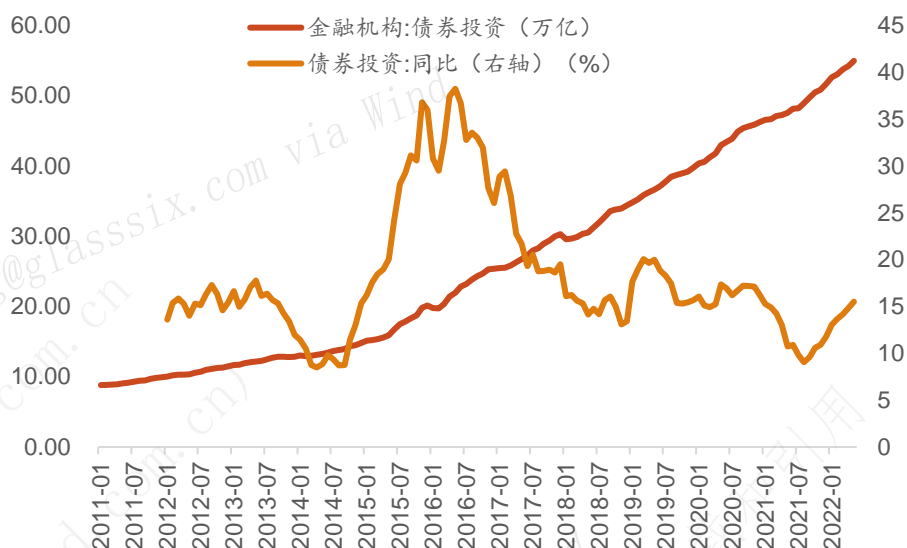
随后由于金融严监管时期的到来, 表外业务开始逐渐规范, 相应的这一科目也开始回落。更详细的分析可以参考我们上一篇框架中的“对其他金融机构债权”一节, 此处不再赘述。

在国际金融机构资产主要指我国在世界银行、IMF 等机构持有的头寸。截至 2022 年 4 月, 该项规模为 4164 亿元, 占比常年小于 1%。

从历史数据上看, 这一科目在历史上有两次明显的变动。2016 年的突然高增可能与当年国际货币基金组织（IMF）宣布将人民币纳入特别提款权（SDR）有关。此后在 2017 年下滑可能央行更改了口径, 开始对国际金融机构相关本币账户以净头寸反映有关。

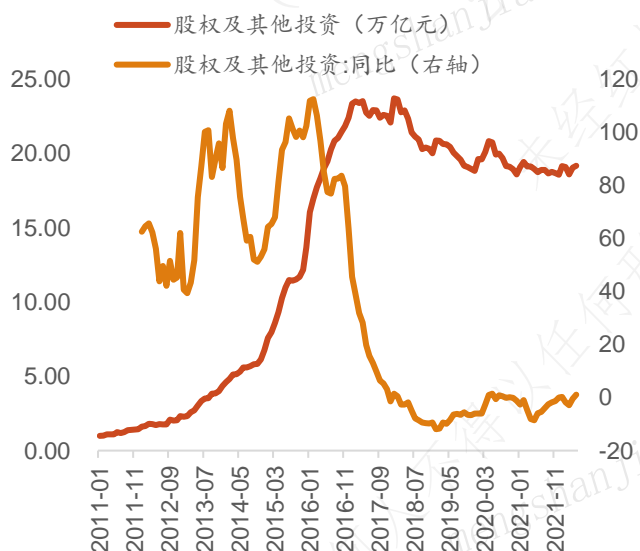
2021年8月的变化也和IMF有关。央行表示由于IMF进行SDR分配，我国SDR持有量增加，按8月末SDR兑人民币汇率折合人民币2679亿元，计入8月末“在国际金融机构资产”科目。

图 49. 债券投资规模持续上行



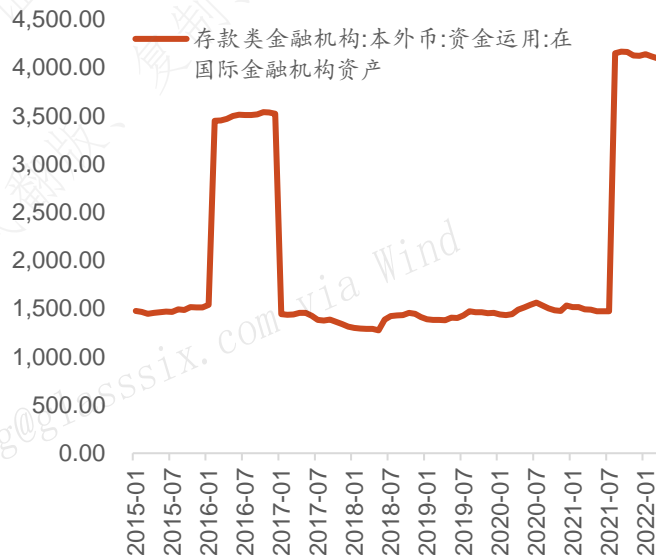
资料来源：wind，红塔证券

图 50. 股权及其他投资 (%)



资料来源：wind，红塔证券

图 51. 在国际金融机构的资产 (亿元)



资料来源：wind，红塔证券

至此，我们对央行公布的信贷收支表有了一个系统性的认识。而此前，我们已经对央行资产负债表、其他存款性公司资产负债表进行了分析。自此我们对央行公布的几张报表进行了完整的分析。

而对这几张报表的认识也会成为我们后续进一步分析的基础。在下一章节里我们也会从这几章的经验出发，来解读目前的国内货币供应。



mengshanjiang@glasssix.com via Wind

mengshanjiang@glasssix.com via Wind

mengshanjiang@glasssix.com via Wind

研究团队首席分析师

| 宏观总量组             | 消费组               | 生物医药组             | 智能制造组             | 高新技术组             |
|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 李奇霖 021-61634272  | 黄瑞云 010-66220148  | 代新宇 0871-63577083 | 王雪萌 0871-63577003 | 肖立戎 0871-63577083 |
| 新材料新能源            | 汽车                | 质控风控              | 合规                |                   |
| 唐贵云 0871-63577091 | 宋辛南 0871-63577091 | 李雯婧 0871-63577003 | 周明 0871-63577083  |                   |

公司声明：

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师。

免责声明：

本报告仅供红塔证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的客户。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息来源合法合规，本公司力求但不能担保其准确性或完整性，也不保证本报告所含信息保持在最新状态。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。投资者应当自行关注。

本公司已采取信息隔离墙措施控制存在利益冲突的业务部门之间的信息流动，以尽量防范可能存在的利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或者争取提供承销保荐、财务顾问等投资银行服务或其他服务。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的潜在利益冲突，投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素。

市场有风险，投资需谨慎。本报告中的观点、结论仅供投资者参考，不构成投资建议。本报告也没有考虑到个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。在决定投资前，如有需要，投资者应向专业人士咨询并谨慎决策。除法律法规规定必须承担的责任外，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失承担责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制或发布。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。如征得本公司同意后引用、刊发，则需注明出处为“红塔证券股份有限公司证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

红塔证券股份有限公司版权所有。

红塔证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。