

## 如何理解7月的社融？

### ◆ 核心观点

7月新增社会融资规模5282亿元，创下了2017年以来单月新增社融规模的新低；社融存量同比8.9%，继续下降0.1个百分点。金融机构新增人民币贷款3459亿元，同比少增3331亿元，其中，居民户中长期贷款再度转负，实体部门中长期贷款去年7月以来首次同比少增。毫无疑问，社融和信贷规模增长不及预期，指向私人部门整体融资需求偏弱，但7月单月的数据可能受到一定程度的月度数据的波动，从累计值来看，1-7月社融新增22.08万亿元，同比多增2978亿，总体仍然保持了平稳增长的态势。结合7月已经公布的数据，我们倾向于认为社融数据是经济处于“弱复苏”状态而非再次探底的映射。

一是居民存款开始减少，提前还贷趋势减弱。4月以来新增居民存款总体呈现少增的态势，与去年相比已大为改观。提前偿还房贷的趋势已经逐渐企稳，7月的RMBS条件早偿率指数较6月高峰已有明显下行，还贷可能主要集中在短期贷款，受股市波动、理财收益率下行等影响，居民通过贷款套利的行为有所减少。另外，居民存款减少也指向消费的逐渐复苏，珠宝、娱乐、餐饮等可选消费近期偏景气，汽车、通讯器材的改善，暑期出游的热度带动核心CPI环比扩张，均显示出消费有所活化，承接了部分超额储蓄的释放。

二是生产制造低位企稳。7月制造业PMI为49.3%，已经在连续改善，小型企业PMI改善幅度高于中型企业和大型企业。分项来看，新订单49.5%，较6月提高0.9个百分点，新出口订单较6月下降0.1个百分点，内需表现出较高的韧性。产成品库存小幅改善，原材料库存有所补足，出厂价格和原材料价格改善加速，制造业库存周期或已处于尾部阶段。但建筑业PMI回落至51.2%，较3月的高点65.5%下降比较明显，反映出房地产开发的低迷。

三是政府债券发行提速。7月新增政府债券4109亿元，同比多增111亿元，较此前两个月明显改善，有助于进一步带动基建投资。

总体而言，7月的数据符合疫后波折复苏的状态，超额储蓄对于消费复苏起到了一定的作用，估计7月的消费数据不会太差，但能否持续改善关键还是居民预期能否扭转，预计促消费、释放住房需求、降低存量房贷利率、保地产主体、支持民营经济的政策仍会继续推出，当前对于股市不应该过度悲观。

### ◆ 风险提示

政策推进不及预期、经济下行压力加大

### 作者

潘宇昕 分析师  
资格证书：S0380521010004  
联系邮箱：panyx@wanhesec.com  
联系电话：(0755)82830333-128

### 相关报告

《宏观快评-长期方向与短期调节并重》2023-07-25  
《宏观月报-不一样的“弱复苏”》2023-07-12  
《宏观深度-不畏浮云遮望眼》2023-05-16  
《宏观月报-经济复苏的成色如何？》2023-04-24

## 正文目录

一、社融偏弱，但也没“那么弱” .....	3
二、风险提示 .....	5

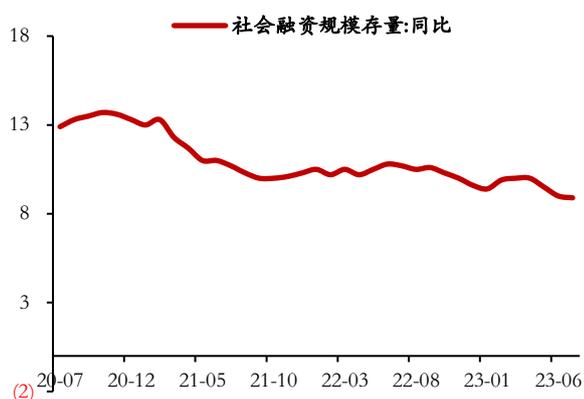
## 图表目录

图 1 存量社融同比 (%) .....	3
图 2 金融机构新增人民币贷款 (亿元) .....	3
图 3 金融机构：居民存款：同比多增 (亿元) .....	3
图 4 RMBS 条件早偿率指数 .....	3
图 5 社零同比 (%) .....	4
图 6 CPI 环比 (%) .....	4
图 7 CPI 细分项环比 (%) .....	4
图 8 PPI (%) .....	4
图 9 PMI (%) .....	4
图 10 制造业 PMI 主要分项 (%) .....	4
图 11 企业分类 PMI .....	5

## 一、社融偏弱，但也没“那么弱”

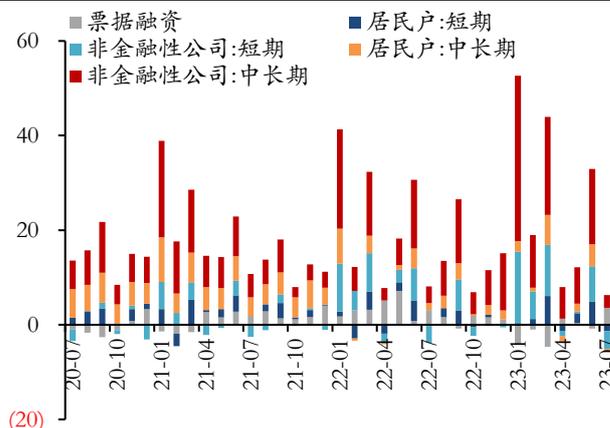
7月新增社会融资规模5282亿元，创下了2017年以来单月新增社融规模的新低，同比少增2503亿元，是连续第三个月同比少增；社融存量同比8.9%，较上月继续下降0.1个百分点。金融机构新增人民币贷款3459亿元，同比少增3331亿元，其中，居民户中长期贷款再度转负，减少672亿，同比多减2158亿，居民短期贷款减少1335亿元，同比多减1066亿元。实体部门贷款相对稳定，新增中长期贷款2712亿，但同比少增747亿，为去年7月以来首次少增。

图1 存量社融同比 (%)



资料来源：Wind，和证券研究所

图2 金融机构新增人民币贷款 (亿元)



资料来源：Wind，万和证券研究所

毫无疑问，社融和信贷规模增长不及预期，指向私人部门整体融资需求偏弱，但7月单月的数据可能受到一定程度的月度数据的波动，从累计值来看，1-7月社融新增22.08万亿元，同比多增2978亿，总体仍然保持了平稳增长的态势。

结合7月已经公布的数据，我们倾向于认为社融数据是经济处于“弱复苏”状态而非再次探底的映射。

我们在中期报告中指出上半年经济增长动能偏弱的原因主要包括三方面，一是受“疤痕效应”和房市、股市低迷的影响，居民表现出储蓄意愿强、消费意愿低、风险偏好低的特征，二是民营企业经营困难持续加大，投资意愿不足。三是财政发力受限，未能拉动有效需求。

以上三点在7月的金融经济数据中都有企稳甚至转好的迹象：

一是居民存款开始减少。7月居民户存款减少8903亿，同比多减4713亿，4月以来新增居民存款总体呈现少增的态势，与去年相比已大为改观。居民存款减少的确受到提前还贷的影响，但提前偿还房贷的趋势已经逐渐企稳，7月的RMBS条件早偿率指数较6月高峰已有明显下行，还贷可能主要集中在短期贷款，受股市波动、理财收益率下行等影响，居民通过贷款套利的行为有所减少。另外，居民存款减少也指向消费的逐渐复苏，珠宝、娱乐、餐饮等可选消费近期偏景气，汽车、通讯器材的改善，暑期出游的热度带动核心CPI环比扩张，均显示出消费有所活化，承接了部分超额储蓄的释放。

图3 金融机构：居民存款：同比多增 (亿元)

图4 RMBS条件早偿率指数

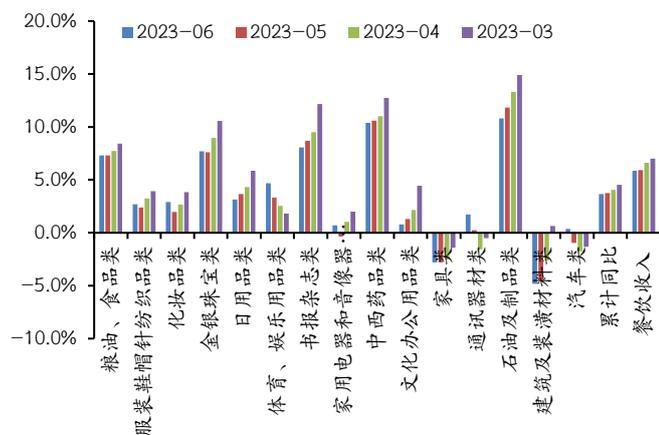


资料来源: Wind, 万和证券研究所



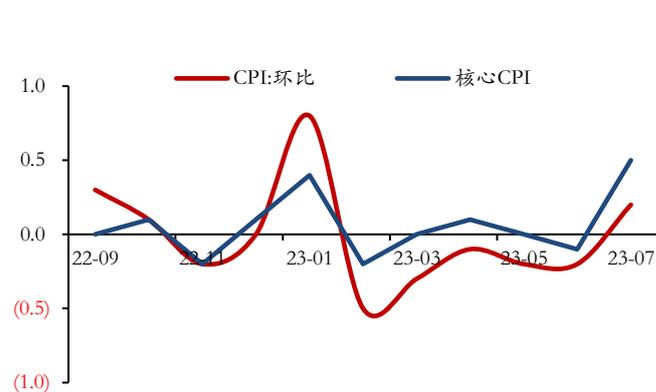
资料来源: Wind, 万和证券研究所

图5 社零同比 (%)



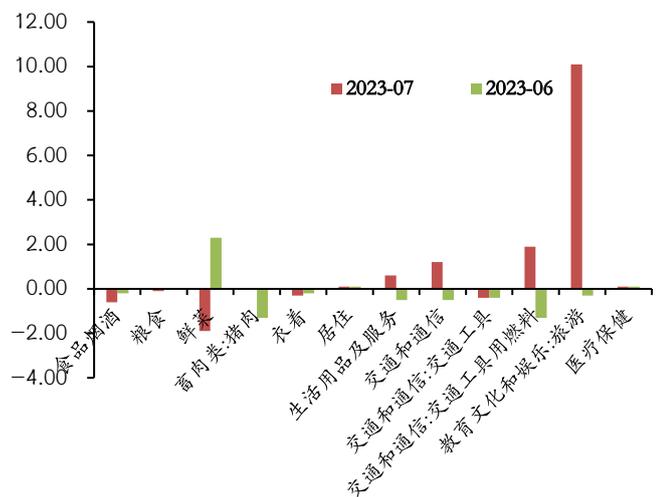
资料来源: Wind, 万和证券研究所

图6 CPI 环比 (%)



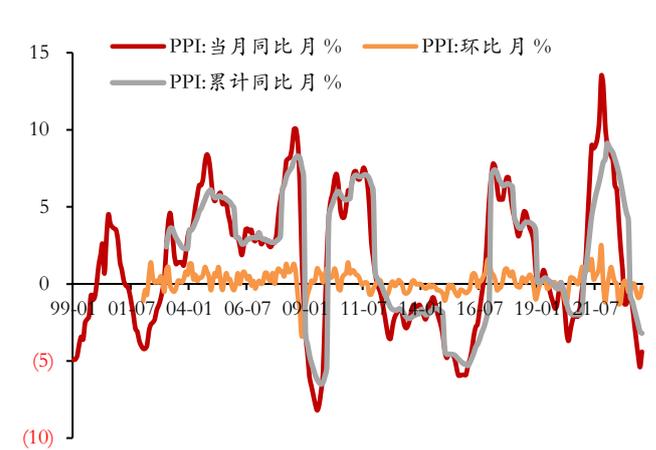
资料来源: Wind, 万和证券研究所

图7 CPI 细分项环比 (%)



资料来源: Wind, 和证券研究所

图8 PPI (%)

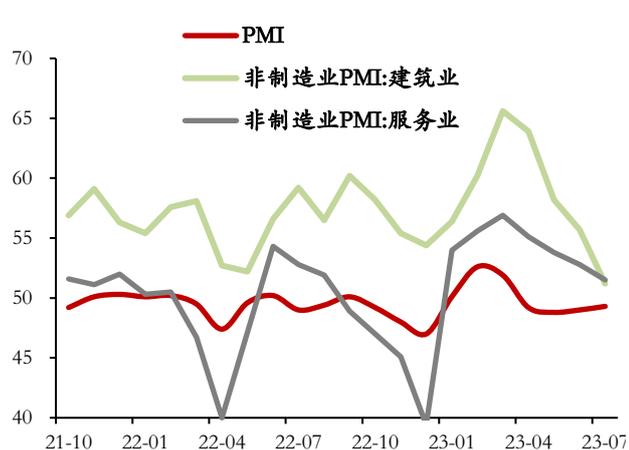


资料来源: Wind, 万和证券研究所

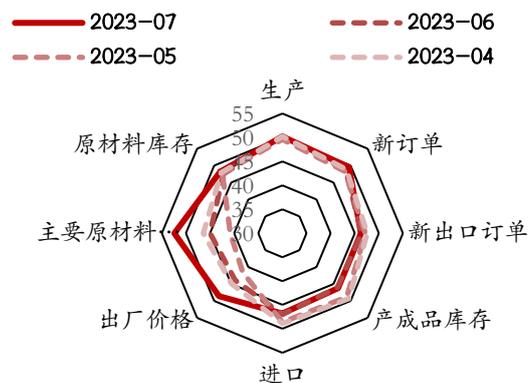
二是生产制造低位企稳。7月制造业PMI为49.3%，虽然仍处于收缩区间，但已经在连续改善，小型企业PMI环比上升至47.4%，改善幅度高于中型企业和大型企业。分项来看，新订单49.5%，较6月提高0.9个百分点，新出口订单较6月下降0.1个百分点，内需表现出较高的韧性。产成品库存小幅改善，原材料库存有所补足，出厂价格和原材料价格增长速度加快，出厂价格、主要原材料购进价格PMI分别为48.6%、52.4%，价格改善加速，制造业库存周期或已处于尾部阶段。但建筑业PMI回落至51.2%，较3月的高点65.5%下降比较明显，反映出房地产开发的低迷。

图9 PMI (%)

图10 制造业PMI主要分项 (%)

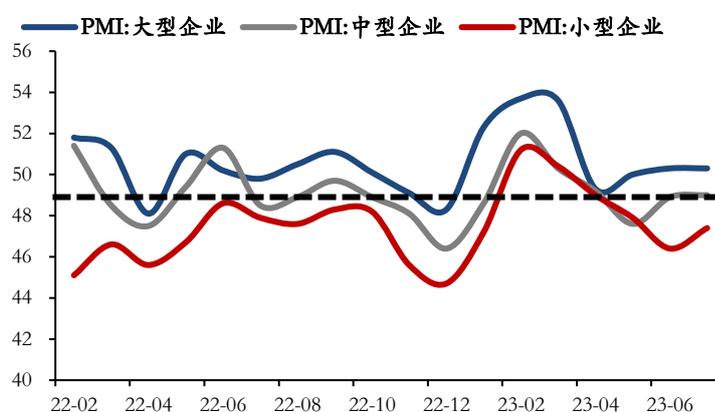


资料来源：Wind，万和证券研究所



资料来源：Wind，万和证券研究所

图 11 企业分类 PMI



资料来源：Wind，万和证券研究所

三是政府债券发行提速。7月新增政府债券4109亿元，同比多增111亿元，较此前两个月明显改善，有助于进一步带动基建投资。

总体而言，7月的数据符合疫后波折复苏的状态，超额储蓄对于消费复苏起到了一定的作用，估计7月的消费数据不会太差，但能否持续改善关键还是居民预期能否扭转，预计促消费、释放住房需求、降低存量房贷利率、保地产主体、支持民营经济的政策仍会继续推出，当前对于股市不应该过度悲观。

## 二、风险提示

政策推进不及预期、经济下行压力加大

## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

**分析师声明：**本研究报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确的反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本研究报告作者与本文所涉及的上市公司不存在利益冲突，且作者配偶、子女、父母未担任上市公司董监高等职务。

### 投资评级标准：

**行业投资评级：**自报告发布日后的 12 个月内，以行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

**强于大市：**相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

**同步大市：**相对沪深 300 指数涨幅介于-10%—10%之间；

**弱于大市：**相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

**股票投资评级：**自报告发布日后的 12 个月内，以公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

**买入：**相对沪深 300 指数涨幅 15%以上；

**增持：**相对沪深 300 指数涨幅介于 5%—15%之间；

**中性：**相对沪深 300 指数涨幅介于-5%—5%之间；

**回避：**相对沪深 300 指数跌幅 5%以上。

**免责声明：**本研究报告仅供万和证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。若本报告的接受人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。

本报告由本公司研究所撰写，报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。

本研究所将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本报告版权仅为万和证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。本公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。

万和证券股份有限公司

深圳市福田区深南大道 7028 号时代科技大厦西座 20 楼

电话：0755-82830333 传真：0755-25170093

邮编：518040 公司网址：<http://www.vanho.cn>