

证券研究报告·宏观简评
2026年08月17日

证券分析师：张一

S0670524030001

☎010-83270999-97050

✉zhangyi@jrjzq.com.cn

证券分析师：何修桐

S0670526060001

✉hexiutong@jrjzq.com.cn

7月金融数据：政府债托底，实体信用与财政投资传导仍待修复

7月社融存量463.3万亿，同比增速7.4%。其中，人民币贷款存量同比仅5.2%，明显低于社融整体增速；政府债券存量同比14.1%，是本轮社融最强、最明确的拉动力。同时，企业股票融资和债券融资仍在修复：企业债券同比9.2%，高于社融整体，也对冲了部分贷款偏弱；股票融资同比增长5.5%，维持修复趋势，但仍未恢复至2020年前后较快扩张的水平。整体看，企业部门直接融资有所改善，但尚未形成对信贷融资的强替代。此外，贷款核销同比增长15.2%，反映银行仍在加快不良资产处置，这会增加社融口径存量，但并不代表实体部门新增融资需求同步增强。

7月社融新增1.40万亿元，同比多增2710亿元，表面上社融同比改善，但结构仍呈现政府债托底、企业直接融资改善、信贷偏弱的特征：

政府债券新增1.32万亿元，占当月社融约94%，同比多增694亿元，财政融资仍是社融扩张的最主要支撑。政府债券发行较6月环比多增5493亿元，但增量主要来自国债与再融资债。其中再融资债多用于到期债务偿还置换，国债资金则投向转移支付、社保、公共运转等综合财政支出，二者虽计入社融，却并不直接形成新增基建投资。从建设类新增专项债来看，7月实际发行约3412亿元，较6月5716亿元的季末高点明显回落。这意味着，7月财政融资对社融的拉动较强，但财政扩张向基建投资和企业融资需求的传导尚未充分显现。

人民币贷款减少5896亿元，同比少增1600亿元，是主要拖累。其中居民贷款减少4603亿元，企业贷款减少1300亿元，反映实体部门融资需求仍偏弱。

居民中长期贷款减少1202亿元，同比略多减102亿元，表明购房及按揭信贷需求尚未出现实质性修复。今年以来，一线城市二手房市场虽有所回暖，但与金融数据表现形成多重背离。本轮二手房回暖，部分由公积金贷款撬动，并受到租金回报率与融资成本倒挂等因素驱动；二手房交易中，公积金贷款对商业按揭形成替代，而公积金贷款不计入住户中长期贷款，主要统计为社融表外委托贷款。1-7月，社融口径委托贷款累计净减少809亿元，表明一线住房端的增量尚不足以扭转全国委托贷款整体收缩的趋势。与此同时，委托贷款总量还受到存量偿还及其他类型委托贷款变化的影响，因此公积金贷款投放增加未必会直接体现为委托贷款总量回升。二手房交易主要对应存量住房的产权和贷款置换，新增信贷的净派生通常弱于新房销售及新增投资，因此难以显著抬升全国居民中长期贷款和社融总量。整体而言，信贷数据特征侧面反映出地产修复具有明显分化：高能级城市的存量市场率先改善，但全国房地产市场的融资与投资需求尚未形成普遍回升。

企业中长期贷款减少2300亿元，同比少减300亿元，边际上略有改善。企业债券新增4536亿元，同比多增1788亿元；股票融资新增1128亿元，同比多增623亿元。企业融资结构呈现一定的直接融资替代特征，企业债券和股票融资改善，部分对冲了贷款融资偏弱。但需注意，债券融资中仍可能包含借新还旧和存量债务置换，因此债券融资回升并不必然意味着企业资本开支和长期投资需求已全面回暖；股票融资虽具有更长期的资本属性，但当月规模仍相对有限，对企业长期融资的支撑尚不足以形成对信贷融资的强替代。

7月企业短期贷款减少2500亿元，同比少减3000亿元；企业票据融资新增3757亿元，同比少增4954亿元。两项合计新增1257亿元，同比少增约1954亿元。短期融资结构上出现票据向一般短贷的迁移，但整体短期融资需求仍偏弱。

风险提示：信贷修复不及预期、宏观经济超预期走弱

免责声明
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登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

信息披露
本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录www.jrjzq.com.cn查询静默期安排。

使用本研究报告的风险提示及法律声明
恒泰证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。
本报告仅限中国大陆地区发行，仅供恒泰证券股份有限公司（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客户。本报告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，也不保证所包含信息和建议
不发生变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者
无关。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；
本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。
本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。