【中国经济分析】

8月宏观经济月报

主要观点

- PMI：制造业PMI录得49.3%，较上月继续小幅回升0.3个百分点，仍然处于收缩区间；非制造业PMI录得51.5%，较上月继续回落1.7个百分点，但仍维持在扩张区间。PMI新订单指数线下回升0.9个百分点至49.5%，指向制造业市场需求景气度有明显改善。生产指数虽略微回落但仍处于扩张区间，整体看，供需的失衡状态逐渐扭转，但需求仍然明显弱于生产，短期内仍是以去库逻辑为主。值得注意的是，大中小型企业景气度全面回升指向信心有阶段性回暖。7月大型企业PMI为50.3%，与上月持平；中型企业PMI回升0.1个百分点，录得49.0%；小型企业PMI回升1.0个百分点，录得47.4%，小型企业在连续4个月回落后首次回升。
- **生产：**7月工业增加值同比增长3.7%，较前值降低0.7个百分点，不及市场预期的4.6%。三大门类中，采矿业、制造业、电热气水的生产和供应业增加值同比增速均有所降低，尤其占比最高的制造业降幅最大，成为拖累工业生产的主因。
- **投资：**1-7月，全国固定资产投资累计同比增长3.4%，较前值继续放缓0.4个百分点。**1）基建季节性发力转弱。**7月为基建传统发力较弱月份，为了完成发债进度，8-9月均发行规模在0.67万亿左右。因此后续基建再发力概率较大，基数效应下预计后续基建数据回暖幅度温和。**2）制造业修复势头转缓。**当前企业面临工业品价格低迷，利润率下滑，负债高位，投资整体出现修复势头渐缓。后续随着原油等主要原材料价格继续上行，利润空间或收窄，需求弱化下制造业投资继续缓慢下行，基数效应或将扩大下行幅度。**3）房地产跌幅渐深。**7月地产虽然随着政策预期刺激在

发展研究与战略管理部

研究员：童辰
电话：010-86620107
邮箱：tongchen@ebtrust.com

研究员：马格非
电话：010-86620112
邮箱：magefei@ebtrust.com

研究员：李博
电话：010-86620113
邮箱：libo03@ebtrust.com

相关报告

《【宏观研究】7月宏观经济月报》
2023-7-19

《【宏观研究】6月宏观经济月报》
2023-6-16

《【宏观研究】5月宏观经济月报》
2023-5-18

《【宏观研究】4月宏观经济月报》
2023-4-20

《【宏观研究】3月宏观经济月报》
2023-3-19

《【宏观研究】2月宏观经济月报》
2023-2-14

《【宏观研究】1月宏观经济月报》
2023-1-20

股价上有所修复，但销售和融资进入恶性循环，企业信用风险或将持续暴露，政策出台预期进一步强化，进一步调降 LPR 及房贷利率基点和放宽核心城市限购措施或将加快出台。

- **消费：**7 月，社会消费品零售总额 36761 亿元，同比增长 2.5%，增速较上月回落 0.6 个百分点。社零消费增速低于市场预期，主要原因在于国内市场整体消费需求动力不足，叠加去年同期基数较高的影响，汽车和地产链消费因季节性下行是主要拖累因素。但在暑期经济带动下，交通、住宿、餐饮、文娱等服务零售额增长较快。向后看，暑期经济有望进一步带动服务类消费，随着 7 月政治局会议地产优化和促销费等政策落地，相关消费有望逐步改善。

- **进出口：**出口端汽车延续高增长，多数劳动密集型产品增速均回落，是出口的主要拖累项；出口地区方面除对俄罗斯出口继续保持正增长外，其余地区均转负。进口环比增速创 2000 年以来历史同期新低。向后看，随着基数的回落，出口数据将有所回暖，但这并不意味着外需的回暖，在经济整体走弱的背景下，后续外需压力仍较大。

- **物价：**7 月 CPI 由平转负，主要由高基数以及食品价格降幅扩大所致；CPI 环比由上月的下降 0.2%转为上涨 0.2%，实现正增长。**1）食品项方面**，随着应季果蔬的大量上市，供给较为充足，鲜果和鲜菜价格明显回落，而猪肉价格环比持平，自 2022 年 11 月以来生猪价格首次有止跌迹象。**2）非食品项方面**，受国际油价上行影响，工业消费品价格环比上涨；同时，暑期到来出游人次大幅增加，推动了服务价格环比上涨。预计 CPI 或已至阶段性底部，后续将温和回升或降幅收窄。PPI 同比、环比降幅收窄，CPI-PPI

剪刀差缩小，指向上游价格回落带来成本下降。向后看，影响 PPI 同比的翘尾因素大幅回升，基数走低有利于跌幅的进一步收窄，后续系列政策有望推出，将在需求端继续支撑价格上行。

- **金融**：7 月新增社融同比少增 2703 亿元，社融存量同比创 2003 年有数据以来新低。7 月贷款余额同比环比下降 0.2 个百分点。7 月为社融传统较弱月份，但企业债环比下滑 46.9%，政府债和股票融资亦同步放缓，整体表现为前期信贷需求前置导致的阶段性低迷。信贷总量结构双双大幅走弱，居民贷款环比下降 1.16 万亿元至减少 2000 亿元，消费和购房急剧下滑，居民以存款还贷款趋势仍未减缓。企业端，短贷长贷双双环比减少过万亿，信贷前置冲量影响逐步显现。7 月份人民币存款减少 1.12 万亿元，理财赎回趋势下降和信托规模增加均吸纳部分存款，但居民企业存款持续下降表明经济内需已经进入下降螺旋，存贷持续中和将使得社会整体呈现缩表，经济信心亟待维护，政策预期强度持续增强。

前序：宏观经济形势研判 5
一、PMI：制造业 PMI 线下延续小幅回升 7
二、生产端：企业扩产动力不足，工业增加值增速放缓 9
三、投资端：投资全面放缓，基建季节性走弱 10
四、消费端：社零消费增速低于预期，暑期经济带动服务消费加快恢复 13
五、进出口：外需承压叠加高基数效应，出口超预期回落 15
六、物价端：CPI 同比转负，PPI 降幅收窄 16
七、金融：信贷总量结构反弹，持续性还需观察 20

前序：宏观经济形势研判

经济修复受阻，政策预期增强。7 月各项宏观经济数据均偏弱。PMI 虽有小幅回升但目前仍处于线下，主动去库尚未结束；工业增加值受累于海外需求不足，极端天气等原因，低于市场预期；投资端全方位转弱，房地产下行幅度加深；消费端略低于市场预期，需求尚未释放；进出口超预期回落，外需压力仍大；物价继续回落，CPI 同比转负，但物价应已见底；信贷社融均低于预期，社融存量同比创 2003 年有数据以来新低，居民贷款环比下降 1.16 万亿元至减少 2000 亿元，消费和购房急剧下滑，居民以存款还贷款趋势仍未减缓。

当前宏观经济读数中应认识到增长继续放缓的拖累因素有三。**一是房地产业的持续低迷。**7 月全国商品房销售继续收缩，同时碧桂园、远洋为代表的房企信用风险抬头，使得居民购房意愿、房企投资信心均可能进一步承压。同时，台风、暴雨、高温天气对建筑施工造成影响也直接反映在了宏观经济读数中。**二是逐步羸弱的外需。**7 月中国美元计价的出口同比进一步降至-14.5%，为 2010 年以来单月最低，海外发达经济体制造业景气下滑是外需收缩的主要原因，我国制造业与进出口关系紧密，外需的下行对制造业的抑制有所增强。**三是制造业主动去库仍对经济增速有所拖累。**从 PMI 读数综合分析看，当前仍处于主动去库存阶段，虽然当前去库已接近尾声，但仍对经济的增长有所拖累，转为补库可能需要更长的时间。

7 月末至 8 月初，政策密集出台，当前宏观读数尚无法反映政策的效果，当前的 8 月是政策落地成效的观察期，如经济运行无明显改善，我们认为政策有进一步增强刺激

力度的可能性。

基于当前宏观数据及近期政策导向，我们对后续政策主线判断如下：

其一，宽松货币政策可期。8 月 15 日，央行调降 1 年期 MLF 和 7 天逆回购操作利率，分别下调了 15 和 10 个 BP，降息可以有效降低实体经济融资成本刺激消费和投资；同时，MLF 利率下调，有助于带动 LPR 同步调降。此外，必要时可能还会增加现有结构性工具额度、下调专项再贷款利率或创设新的结构性工具，或进一步扩大民营企业债券融资支持工具规模，持续拓宽民企融资渠道，降低民企融资成本。

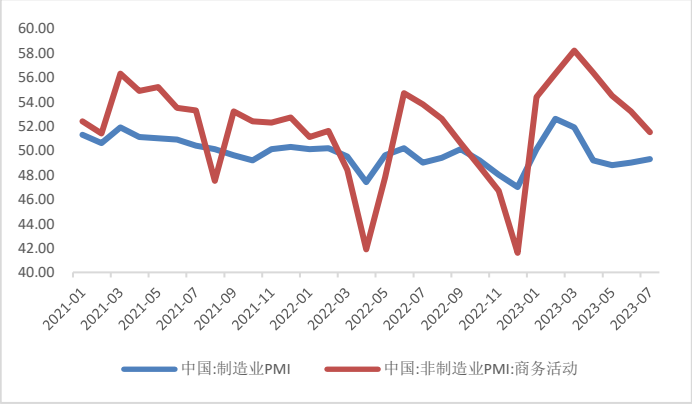
其二，财政关注专项债的加快发行使用。政治局会议提出加快专项债发行使用，更好发挥政府投资带动作用，加快地方政府专项债券发行和使用。同时，制定出台促进民间投资的政策措施很有可能会与政府投资相关联。当前经济读数低迷，财政政策的落地亦可期待。

一、PMI：制造业 PMI 线下延续小幅回升

7 月制造业 PMI 录得 49.3%，较上月继续小幅回升 0.3 个百分点，仍然处于收缩区间；非制造业 PMI 录得 51.5%，较上月继续回落 1.7 个百分点，但仍维持在扩张区间。

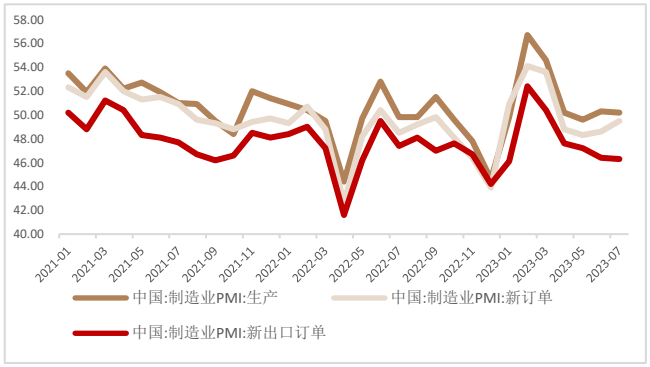
制造业生产指数微跌，需求改善但仍处收缩区间。7 月制造业 PMI 生产指数略微回落 0.1 个百分点至 50.2%。新订单指数线下回升 0.9 个百分点至 49.5%，指向制造业市场需求景气度有明显改善。新出口订单指数再度下探 0.1 个百分点至 46.3%，连续四个月处于收缩区间，且处于下行状态，显示外需仍面临较强的下行压力。整体看，供需的失衡状态逐渐扭转，但需求仍然明显弱于生产，短期内仍是以去库逻辑为主。

图 1：7 月制造业 PMI 继续小幅回升，非制造业 PMI 回落



资料来源：WIND，光大信托研究院

图 2：7 月内需回升，出口订单继续回落



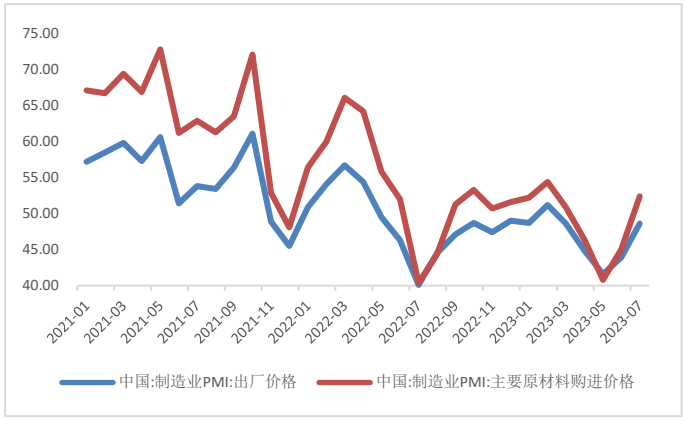
资料来源：WIND，光大信托研究院

制造业两项价格指数继续回升。出厂价格指数大幅回升 4.7 个百分点至 48.6%，主要原材料采购价格指数大幅回升 7.4 个百分点至 52.4%。两项指标虽有所回升，但两项指标仍处于历史偏低水平。

库存指数回暖。原材料库存指数录得 48.2%，较上月上行 0.8 个百分点。成品库存录得 46.3%，较上月上升 0.2 个百分点。两者均结束了 5 个月的连续下行，指向库存去

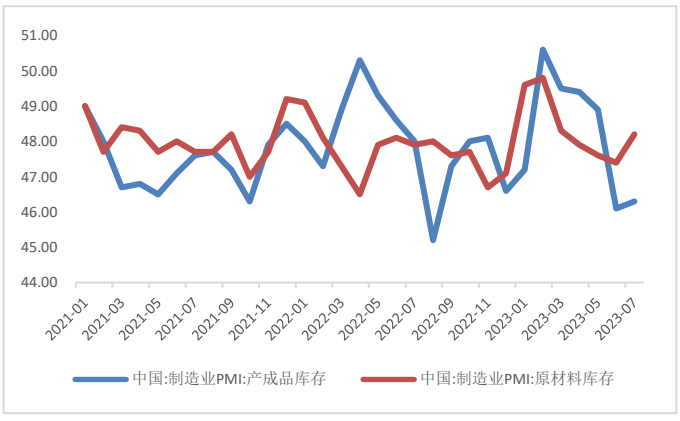
化有所放缓。7 月末 8 月初宏观政策的连续释放，可能会加速本轮的去库，但政策的实际效果还需进一步观察

图 3：两项 PMI 价格指数明显回升



资料来源：WIND，光大信托研究院

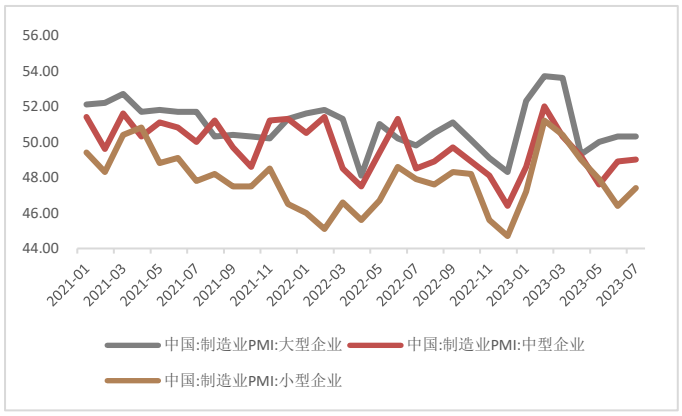
图 4：库存指数转为回升



资料来源：WIND，光大信托研究院

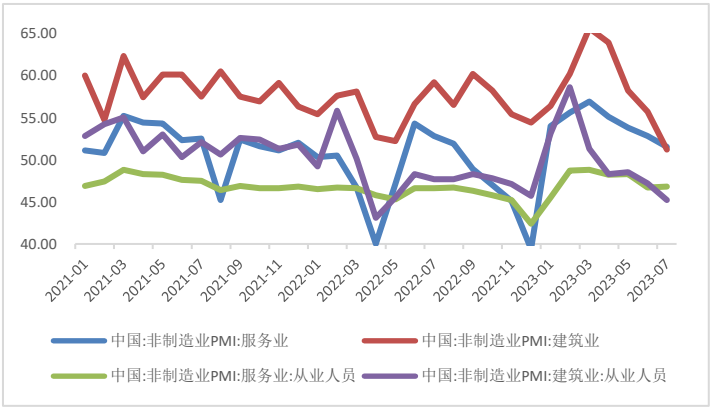
大中小型企业景气度全面回升。7 月大型企业 PMI 为 50.3%，与上月持平；中型企业 PMI 回升 0.1 个百分点，录得 49.0%；小型企业 PMI 回升 1.0 个百分点，录得 47.4%，小型企业在连续 4 个月回落后首次回升。

图 5：大型企业景气度回升，中小企业继续下行



资料来源：WIND，光大信托研究院

图 6：服务业企稳，仍是经济修复的重要支撑



资料来源：WIND，光大信托研究院

服务业高位持续回落但仍是经济运行的重要支撑。服务业 PMI 自 3 月的高点一路

下行，至7月回落至51.5%，距3月的高位下落5.4个百分点，但今年以来服务业一直处于扩张区间，服务业修复依旧显著。从行业看，在暑期消费带动下，运输、住宿餐饮、文化娱乐等行业商务活动指数均位于55.0%以上较高景气区间。建筑业方面，7月建筑业PMI大幅回落4.5个百分点至51.2%，降至近年来低位，可能与近期高温多雨影响施工进度有关。

二、生产端：企业扩产动力不足，工业增加值增速放缓

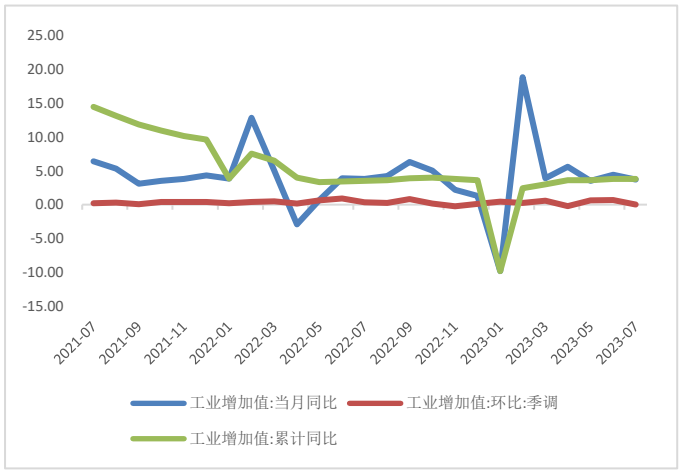
7月工业增加值同比增长3.7%，较前值降低0.7个百分点，不及市场预期的4.6%。7月工业增加值环比（季调）录得0.01%，较前值降低0.67个百分点，大幅低于季节性水平。整体来看，当前工业生产景气度有所转弱。

分三大门类看，7月采矿业、制造业、电热气水的生产和供应业增加值同比增速分别为1.3%、3.9%和4.1%，分别较6月降低了0.2、0.9和0.8个百分点。其中制造业增加值占比最高且本月降幅最大，成为拖累工业生产的主因，在内外需疲弱和企业盈利持续承压背景下，制造业企业扩产动力和意愿不足；而采矿业生产放缓或与地产、基建等终端投资需求回落相关。

分行业看，7月份，41个大类行业中有23个行业增加值保持同比增长，受益于近期原油等大宗商品上涨、终端需求拉动增强等影响，化工、黑色金属加工、有色金属加工保持较高增速，特别是黑色金属加工业增速升至15.6%，较上月提高7.8个百分点。另一方面，消费制造业、装备制造业生产表现普遍较弱，其中，通用设备、专用设备制造业增加值同比放缓至-1.4%和1.5%，且此前增速较高的电气机械和器材制造从15.4%

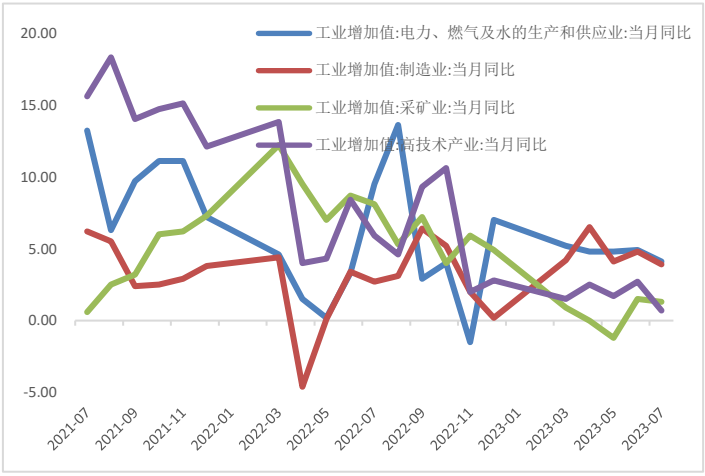
下降至10.6%，汽车制造业增速也降至6.2%。

图7：7月工业增加值增速放缓



资料来源：WIND，光大信托研究院

图8：7月电热气水业、制造业和采矿业增速均降低

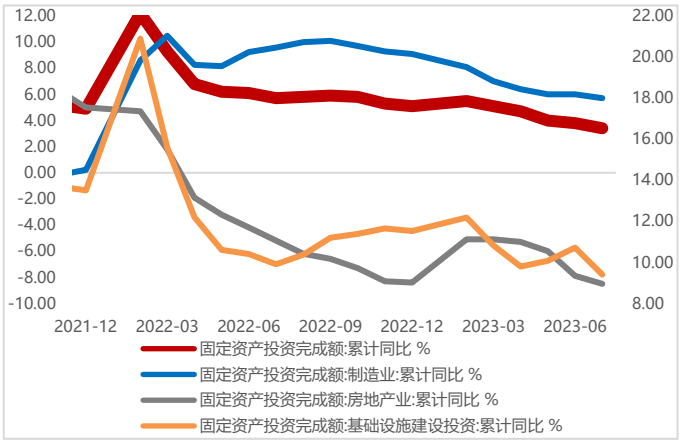


资料来源：WIND，光大信托研究院

三、投资端：投资全面放缓，基建季节性走弱

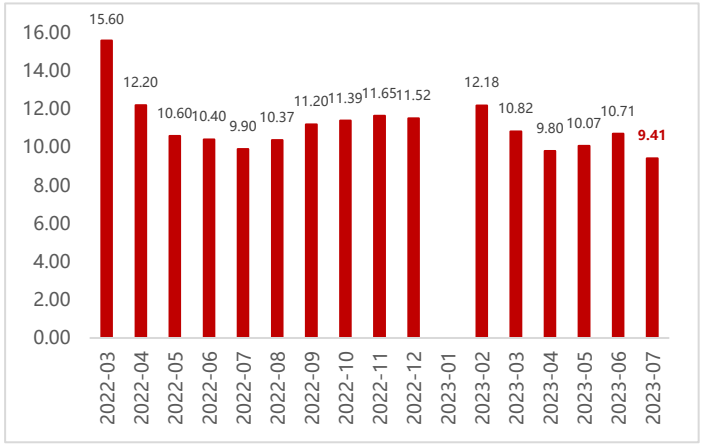
1-7月，全国固定资产投资累计同比增长3.4%，较前值继续放缓0.4个百分点，从环比看，7月份固定资产投资（不含农户）下降0.02%。其中，广义基建同比增长9.4%（前值10.7%），制造业投资增长5.7%（前值6.0%），地产投资累计同比-8.5%（前值-7.9%）。从主要分项看，基建发力进入季节性弱区间，制造业恢复势头回落，地产持续恶化。

图9：7月固定投资整体弱化



资料来源：WIND，光大信托研究院

图10：7月基建发力渐缓



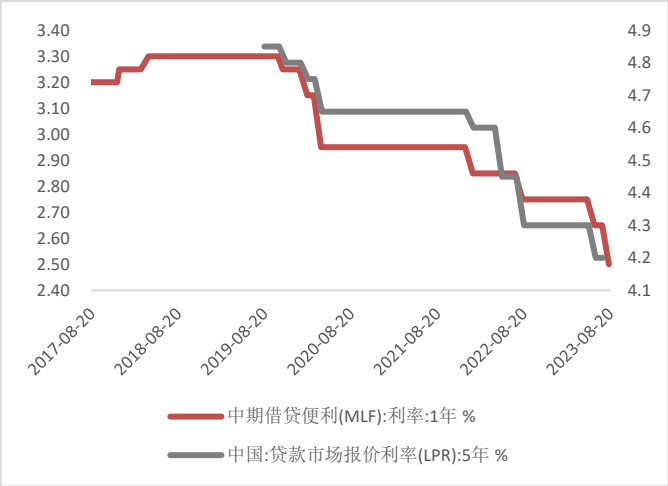
资料来源：WIND，光大信托研究院

基建季节性发力转弱。从2015年至今，7月为基建传统发力较弱月份，仅有2020和2022年受走出疫情基建加速和跨年基数效应影响，累计同比在7月高于6月。发债角度看，7月24日召开的中央政治局会议提出“加快地方政府专项债券发行和使用”后，监管部门要求2023年新增专项债需于9月底前发行完毕，原则上在10月底前使用完毕。截至7月31日，今年用于项目建设的专项债共发行2.36万亿，后续还有1.34万亿额度待发行，这意味着8月、9月月均发行规模在0.67万亿左右。因此后续基建再发力概率较大，但上年基数效应仍在，预计后续基建数据回暖幅度温和。

制造业修复势头转缓。1-7月制造业投资同比增速达到5.7%，较前值下降0.3个百分点，工业企业扩产意愿偏弱。融资端看，7月企业发债融资速度大幅下滑46.9%；价格端看，7月PPI环比下滑0.2%；需求端看，7月出口同比下滑-14.5%，7月制造业PMI新订单指数49.5%；利润端看，6月工业企业盈利同比-8.3%；负债端看，7月工业企业资产负债率57.6%，处于2014年以来最高位。整体看，企业整体处于外需下滑速度过快而内需修复不及预期，工业品价格低迷，同时利润率仍处于下滑区间，而负债端已处于

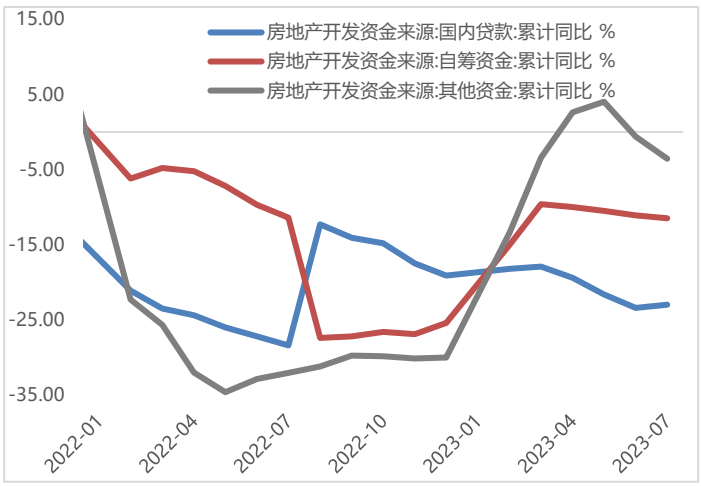
较高水平，因此制造业投资整体出现修复势头渐缓。向后看，随着原油等主要原材料价格继续上行，利润空间将进一步收窄，在内外需求不断弱化的情况下制造业投资继续缓慢下行，基数效应或将扩大下行幅度。

图 11：8 月 LPR 存在调降可能



资料来源：WIND，光大信托研究院

图 12：7 月房地产融资难度加大



资料来源：WIND，光大信托研究院

房地产跌幅渐深。1-7 月房地产投资累计同比下降 8.5%，较前值扩大 0.6 个百分点。融资端看，7 月 80 家典型房企融资总量环比下滑 10.1%，同比减少 46%，融资成本也有所上行，碧桂园债务风险进一步增大了房企融资难度。销售端看，百强房企 7 月销售金额同环比降幅均超过 30%，其中有 36 家企业业绩同比降幅超过 50%。拿地端看，30 家重点房企金额和面积环比分别下滑 35%和 21%，央国企占据主导。整体看，7 月地产虽然随着政策预期刺激在股价上有所修复，但销售和融资仍比较弱，企业信用风险或将持续暴露，政策出台预期进一步强化，进一步调降 LPR 及房贷利率基点和放宽核心城市限购措施或将加快出台。

四、消费端：社零消费增速低于预期，暑期经济带动服务消费加快恢复

7月份，社会消费品零售总额36761亿元，同比增长2.5%，增速较上月回落0.6个百分点，降幅较上月增速收窄9个百分点。其中，除汽车以外的消费品零售额32906亿元，同比增长3.0%，前值8.3%。

可选消费除石油及制品类外全面下滑。其中，家用电器和音像器材类、化妆品、建筑及装潢材料类同比增速分别较6月下滑10.0、8.9和4.4个百分点，仅有石油及制品类同比增速较6月改善，主要是季节性用电需求影响；同时，进入传统车市淡季，叠加去年同期高基数影响，汽车消费走弱，对可选消费形成较大拖累；此外，近期民营房企龙头债务暴雷对购房者消费信心有所动摇，地产链消费降幅较大。

必选消费延续分化。药品、烟酒和饮料出现下滑，同比增速分别较6月下滑2.9、2.4和0.5个百分点；粮油和日用品类走强，其中日用品为必选消费主要支撑，同比增速改善1.2个百分点，但增速较去年同期下滑1.7个百分点。

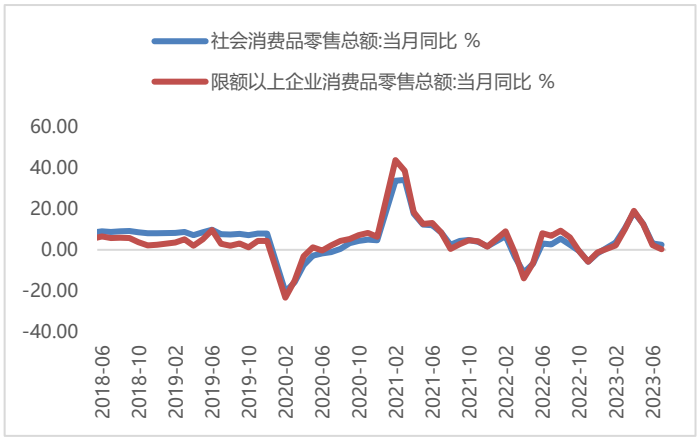
餐饮消费持续修复。7月餐饮收入4277亿元，同比增速录得15.8%，较6月增速小幅下滑0.3个百分点，降幅较6月增速大幅收窄，在暑期旅游出行带动下，餐饮收入同比增速恢复较快。

暑期经济带动服务类消费加快恢复。国家统计局首次发布“服务零售额”相关数据，1-7月份我国服务零售额同比增长20.3%，暑期线下消费场景恢复拓展，餐饮、住宿、出行、文娱等服务类消费加快恢复。

整体看，7月社零消费增速低于市场预期，主要原因在于国内市场整体消费需求动

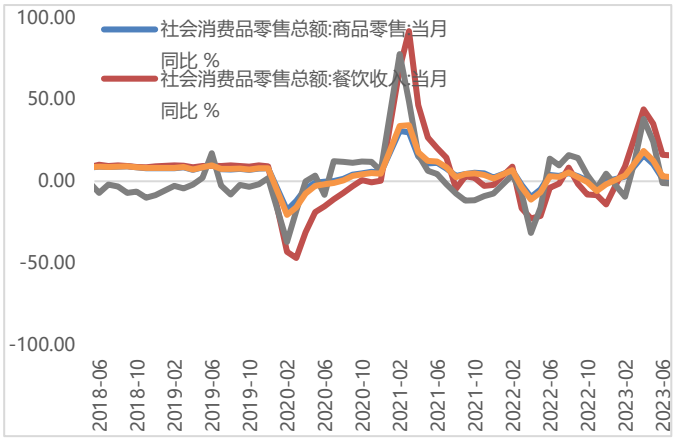
力不足，叠加去年同期基数较高的影响，汽车和地产链消费因季节性因素下行是主要拖累因素。但在暑期经济带动下，交通、住宿、餐饮、文娱等服务零售额增长较快。**向后看**，暑期经济有望进一步带动服务类消费，随着 7 月政治局会议地产优化和促销费等政策落地，相关消费有望逐步改善。

图 13：7 月消费数据增速放缓



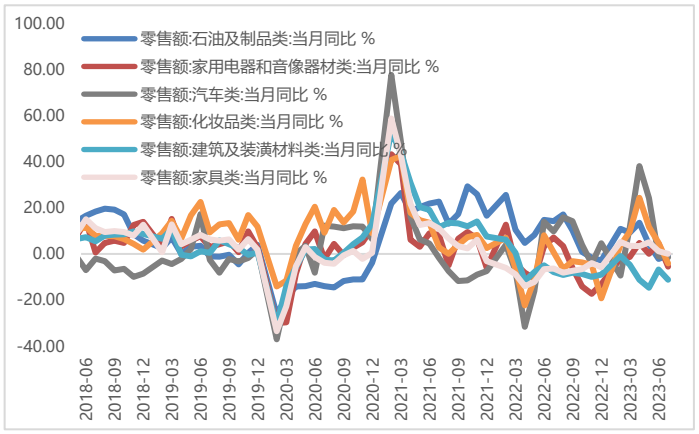
资料来源：WIND，光大信托研究院

图 14：7 月餐饮收入持续修复



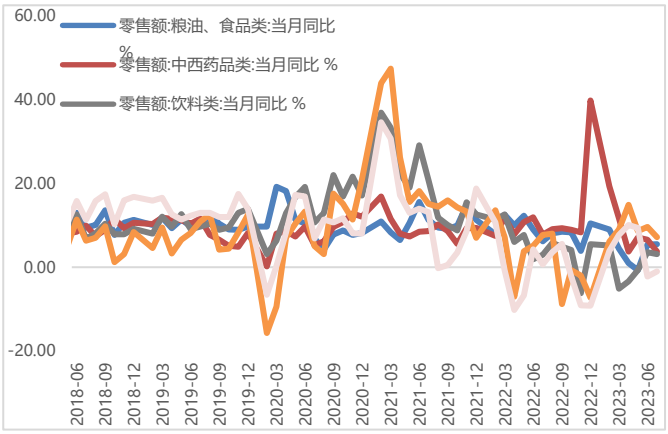
资料来源：WIND，光大信托研究院

图 15：7 月可选仅有石油及制品类回暖



资料来源：WIND，光大信托研究院

图 16：7 月必选消费延续分化



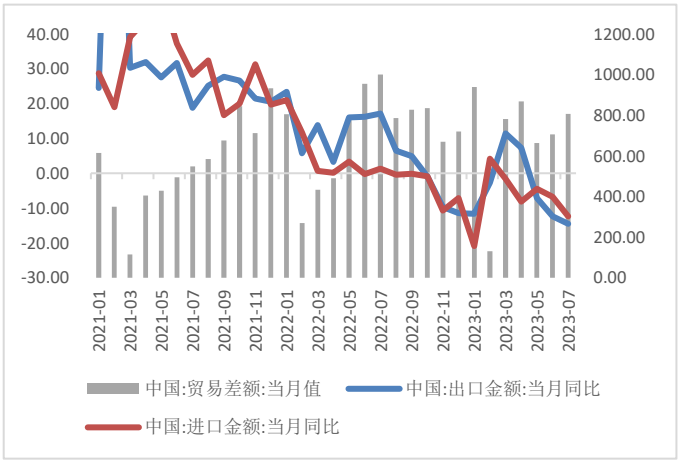
资料来源：WIND，光大信托研究院

五、进出口：外需承压叠加高基数效应，出口超预期回落

7 月出口金额 2817.6 亿美元，同比下降 14.5%，较前值继续回落 2.1 个百分点，创下 2020 年 3 月以来的新低，环比-1.2%。一方面，7 月基数偏高，去年出口金额和当月同比均为年内的最高点。另一方面，海外经济进一步走弱，7 月全球制造业 PMI 录得 48.7%，与前值持平，欧元区、英国 PMI 分别回落 0.7、1.2 个百分点，美国制造业 PMI 录得 46.4%，仍处于低位，海外需求仍在探底。

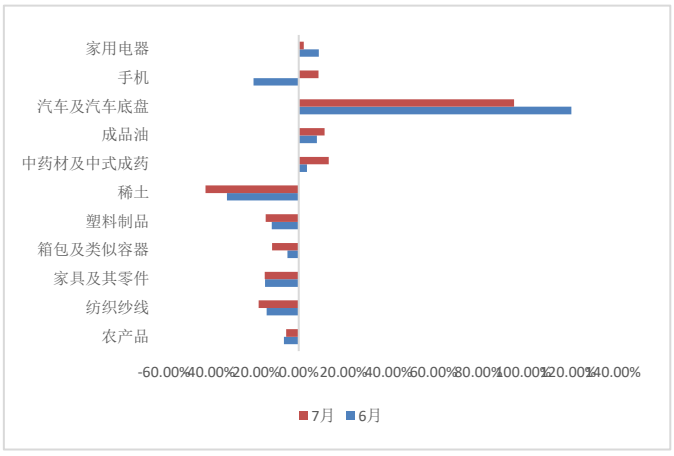
出口结构方面，汽车出口延续高速增长。7 月汽车出口同比增 83.3%，主因载人电动汽车出口偏强，以及对新兴市场国家汽车出口持续增加。多数劳动密集型产品增速均回落，箱包、纺织、服装、鞋靴、玩具出口同比分别为-11.9%、-17.9%、-18.7%、-24.6%、-26.7%，合计拖累出口增速约 2.8 个百分点。地产后周期产品中，家电、灯具出口增速分别为-3.6%、-11.4%，延续强于总体增速。

图 17：7 月出口超预期回落



资料来源：WIND，光大信托研究院

图 18：7 月汽车出口延续高速增长

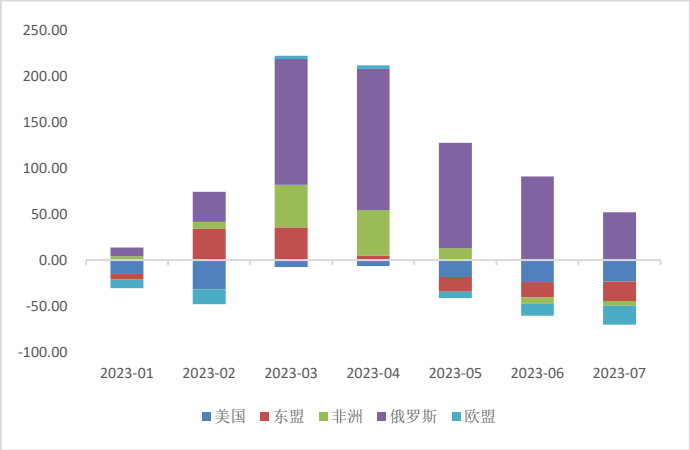


资料来源：海关总署，光大信托研究院

出口区域方面，对俄罗斯保持高位增长，对欧美、东盟明显下降。美、欧、东盟是

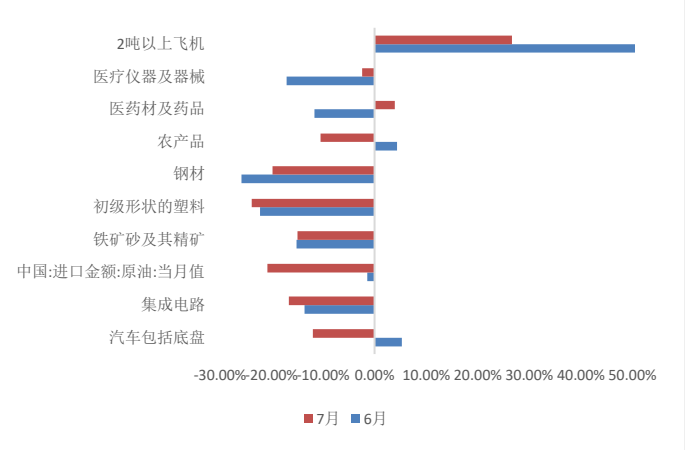
我国的前三大贸易伙伴，2022 年在我国总出口中占比分别为 16.2%、15.6%、15.9%；7 月我国对上述地区出口同比增速均降至-20%以下，合计拖累出口约 10.7 个百分点；对俄出口同比回落 39.1 个百分点至 51.8%，主要受高基数影响，两年复合增速约 36.2%，高于 6 月的 25.9%，指向我国对俄出口延续偏强。

图 19：对俄罗斯出口仍高，对欧美、东盟继续下降



资料来源：WIND，光大信托研究院

图 20：7 月主要进口项中除飞机和药品均转负



资料来源：WIND，光大信托研究院

7 月进口 2011.6 亿美元，同比下降 12.4%，增速延续负增长，下行速度大幅超出市场预期，进口环比降至-6.3%，创 2000 年以来历史同期新低。分项来看，除 2 吨以上的飞机和药材药品外均出现转弱。7 月贸易顺差录得 806 亿美元，同比增长-19.4%，较上月小幅反弹，但主要是进口的超预期回落拉高了顺差。

向后看，随着基数的回落，出口数据增速将有望回升，但这并不意味着外需的回暖，在经济整体走弱的背景下，后续外需压力依然较大。

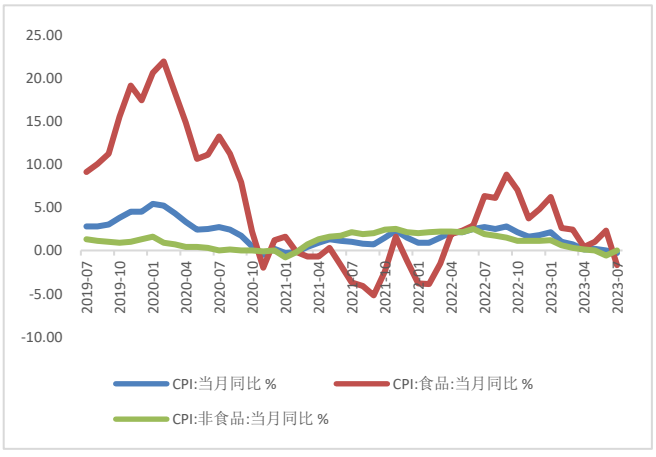
六、物价端：CPI 同比转负，PPI 降幅收窄

（一）CPI 同比由平转负，但环比回正、核心 CPI 企稳

7 月 CPI 同比由平转负，为-0.3%，为 2021 年 2 月以来首次转负，略好于市场预期的-0.5%。另一方面，7 月 CPI 环比由上月的下降 0.2%转为上涨 0.2%，实现正增长。分项看，食品项环比下降 1.0%，降幅较上月扩大 0.5 个百分点；非食品项环比由上月的下降 0.1%转为上涨 0.5%。**整体来看，7 月 CPI 同比转负主要由高基数以及食品价格降幅扩大所致。**

食品价格环比降幅扩大，猪价持平。随着应季果蔬的大量上市，供给较为充足，鲜果和鲜菜价格明显回落，环比分别下降了 5.1%和 1.9%。另一方面，猪肉价格环比持平，自 2022 年 11 月以来生猪价格首次有止跌迹象。同时高频数据显示，7 月下旬猪肉价格已有明显的上升趋势。

图 21：7 月食品项价格回落带动 CPI 同比转负



资料来源：WIND，光大信托研究院

图 22：7 月下旬开始猪价价格上升明显

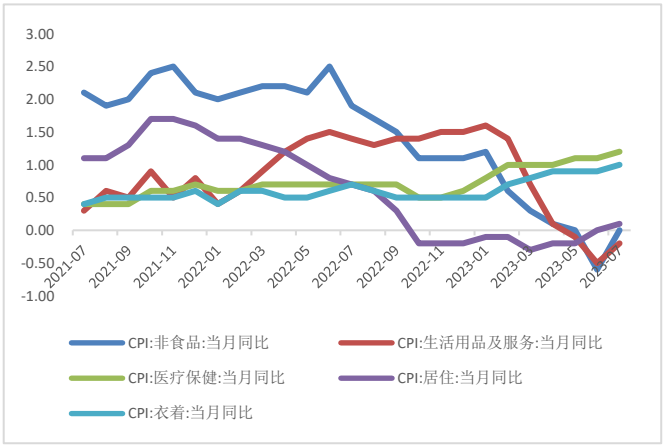
资料来源：WIND，光大信托研究院

非食品项价格回升，能源和服务价格上升明显。受国际油价上行影响，7 月工业消费品价格环比上涨 0.3%（前值为-0.4%），其中国内汽油价格环比上涨 1.9%。同时，暑期到来出游人次大幅增加，推动 7 月服务价格环比上涨 0.8%，其中，飞机票、旅游和宾馆住宿价格分别环比上涨 26.0%、10.1%和 6.5%。另外，消费品环比下降 0.1%，降幅

已有所收窄。

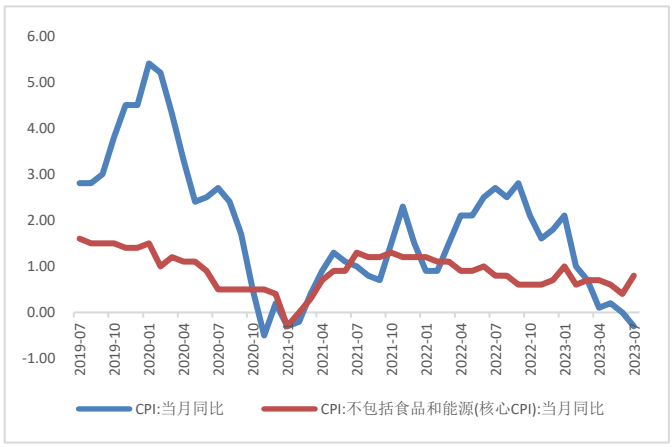
核心 CPI 同比、环比增速回升。7 月，剔除食品和能源的核心 CPI 同比上涨 0.8%（前值为 0.4%），环比上涨 0.5%（前值为-0.1%）。从长期趋势来看，随着促消费政策落地见效和消费场景的进一步放开，在消费旺季的带动下，服务业和居民消费恢复，核心 CPI 将继续企稳回升。

图 23：7 月生活用品及服务价格明显回升



资料来源：WIND，光大信托研究院

图 24：7 月核心 CPI 同比上涨



资料来源：WIND，光大信托研究院

总体看，虽然 7 月 CPI 同比转负，但也呈现了多个积极信号，包括 CPI 环比结束了连续 5 个月以来的负增长态势，猪肉价格企稳回升，核心 CPI 同比、环比增长明显，均支撑着 CPI 或已至阶段性底部，后续将温和回升。

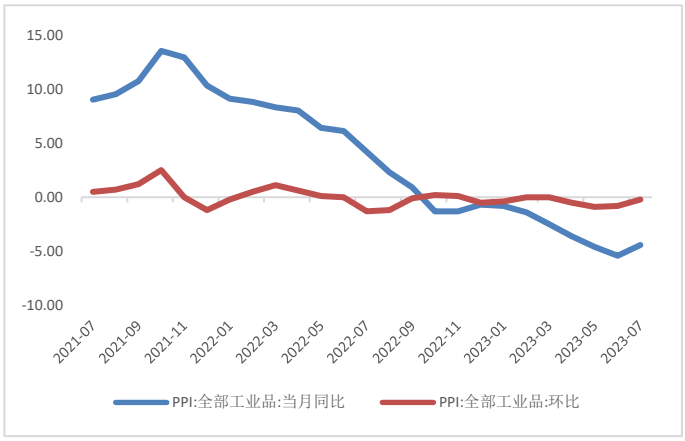
（二）PPI 同比、环比降幅收窄

7 月全国工业生产者出厂价格（PPI）同比增速-4.4%，降幅收窄 1.0 个百分点；环比-0.2%，降幅收窄 0.6 个百分点。分项看，生产资料价格同比降幅收窄 1.3 个百分点至-5.5%，生活资料价格同比降幅收窄 0.1 个百分点至-0.4%，生产资料和生活资料价格同比增速均有一定程度回升。

生产资料中，各分项价格延续疲弱，但均有所收窄，且最上游的采掘工业、原材料工业降幅回升更为明显，同比降幅分别收窄 1.5 和 1.9 个百分点至-14.7%和-7.6%。生活资料中，各分项相对平稳，其中耐用消费品和食品同比为负，分别为-1.5%和-0.9%。生产资料价格持续下行是 PPI 同比的主要拖累。从主要行业来看，随着大宗商品价格上涨，石油和天然气开采同比降幅有所收窄，但仍维持在-20%以上；煤炭开采和洗选业同比前值提升 0.2 个百分点至-19.1%；有色金属冶炼和压延加工业同比降幅收窄 6.2 个百分点至-1.0%。

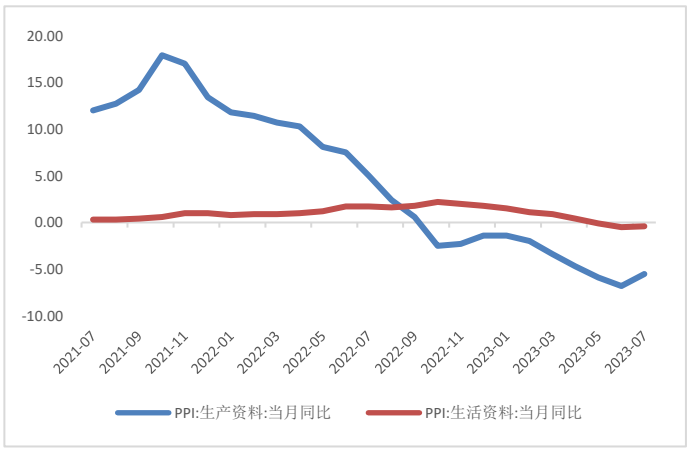
总体看，CPI-PPI 同比剪刀差收窄，较前值下降 1.3 个百分点至 4.1%，利润向上游企业分配增多。向后看，影响 PPI 同比的翘尾因素大幅回升，基数走低有利于跌幅的进一步收窄，后续系列政策有望推出，将在需求端继续支撑价格上行。

图 25：7 月 PPI 同比、环比降幅收窄



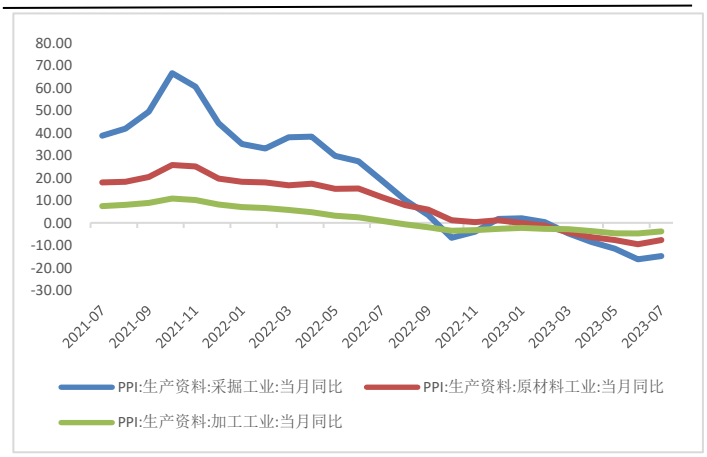
资料来源：WIND，光大信托研究院

图 26：7 月生产资料、生活资料降幅收窄



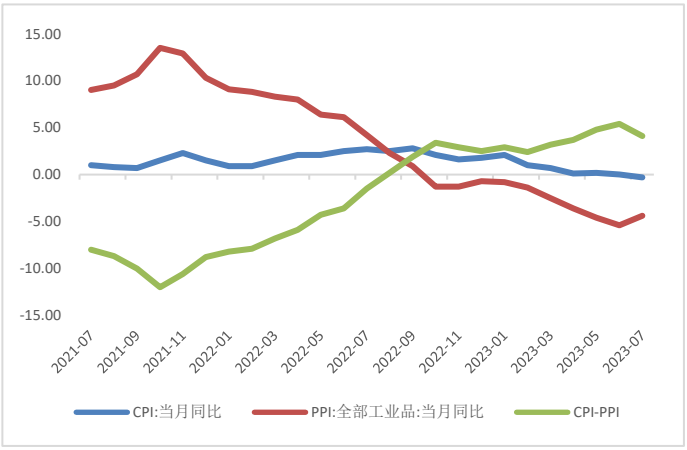
资料来源：WIND，光大信托研究院

图 27：7 月上游行业价格同比涨幅较前值回升



资料来源：WIND，光大信托研究院

图 28：7 月 CPI-PPI 剪刀差收窄



资料来源：WIND，光大信托研究院

七、金融：社融超期回落，居民存贷双降

7 月新增社融 5282 亿元，低于 Wind 一致预期的 1.1 万亿元，同比少增 2703 亿元，社融存量同比增速 8.9%，环比上月下降 0.1 个百分点，创 2003 年有数据以来的历史新低。7 月新增贷款 3459 亿元，低于 Wind 一致预期的 8000 亿元，同比少增 3498 亿元，贷款余额同比增速 11.1%，环比上月下降 0.2 个百分点；7 月份人民币存款减少 1.12 万亿元，同比多减 1.17 万亿元，其中住户存款减少 8093 亿元。

图 29：7 月社融增量大幅低于预期

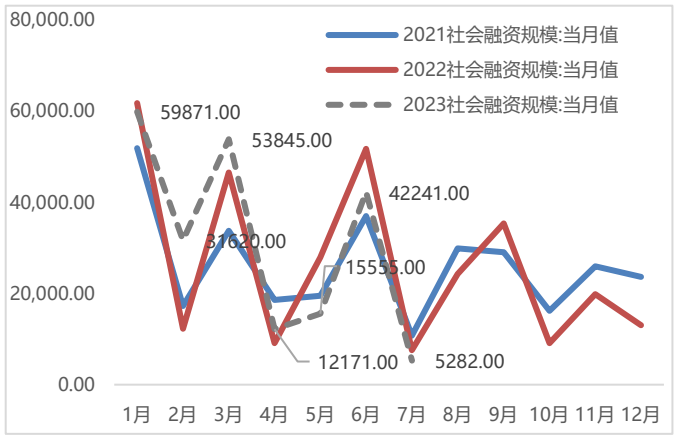


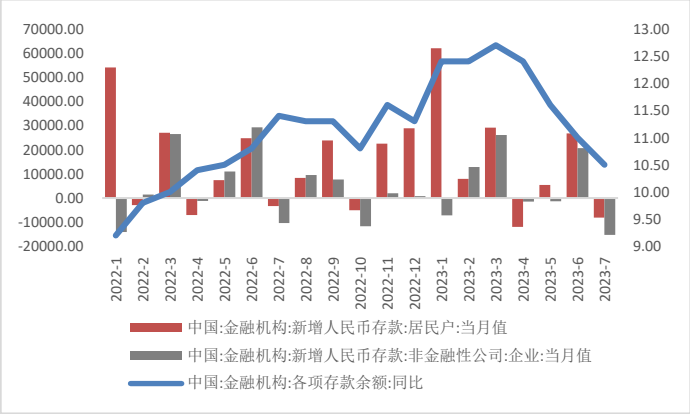
图 30：7 月社融存量同比创新低

资料来源：WIND，光大信托研究院

资料来源：WIND，光大信托研究院

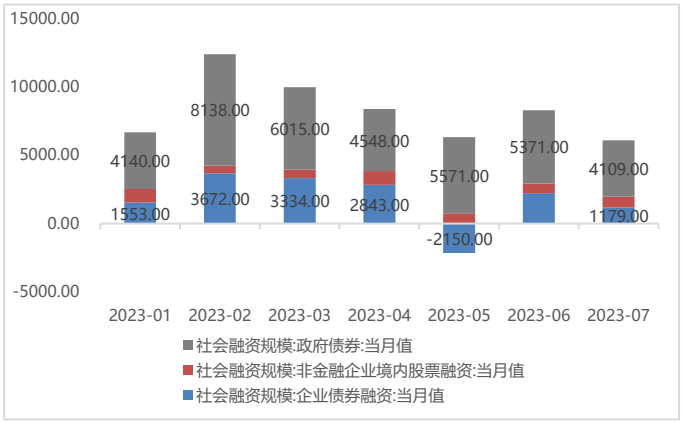
社融方面，7 月为社融传统较弱月份，但 7 月企业债券融资环比大幅下滑 46.9%至 1179 亿元，在当前逆周期调控逐渐加码下如此降幅仍旧超过市场预期，政府债和股票融资亦同步放缓，主要受到暂停 IPO 和前期发债冲量相关，整体表现为信贷需求前置后的低迷期。另外，当前商业银行净息差仅为 1.74%，低贷款利率压缩银行利润，季末考核后银行放贷积极性也有所下降。表外融资方面，信托融资明显反弹，7 月新增 230 亿元，环比多增 384 亿元，同比多增 628 亿元，主要受到近期降低存款利率后存款迁移现象推动。

图 31：7 月居民存款减少 8000 亿元



资料来源：WIND，光大信托研究院

图 32：7 月企业发债环比大幅下滑 46.9%

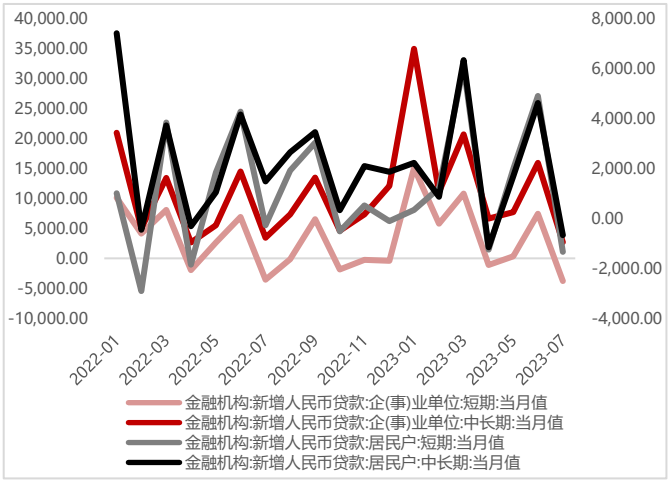


资料来源：WIND，光大信托研究院

信贷方面，总量结构双双大幅走弱，居民贷款环比下降 1.16 万亿元至减少 2000 亿元，其中长贷减少 672 亿元（前值增加 4630 亿元），短贷减少 1335 亿元（前值增加 4914 亿元），表明当前居民无论消费还是购房热情都急剧下滑，居民以存款还贷款趋势仍未减缓，5 月以来的 RMBS 按揭早偿率较 4 月高位有所下降，但仍处于历年同月较高水平，而短贷的下滑暗示的消费再降温更。企业端，短贷长贷双双环比减少过万亿，其

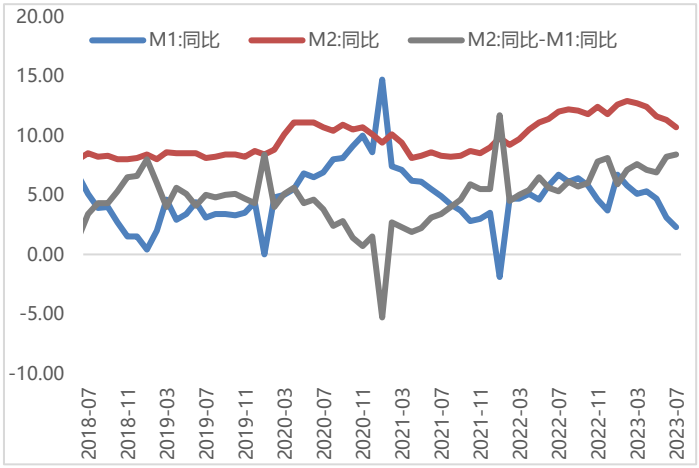
中企业短贷 7 月减少 3785 亿元，长贷仅有 2712 亿元，仍弱于季节性，信贷前置冲量影响逐步显现。

图 33：7 月居民信贷同比多减-3224 亿元



资料来源：WIND，光大信托研究院

图 34：7 月 M2-M1 差值继续走阔 0.2%



资料来源：WIND，光大信托研究院

存款方面，7 月份人民币存款减少 1.12 万亿元，同比多减 1.17 万亿元，其中住户存款减少 8093 亿元，环比多减 4.8 万亿元，其中住户和企业环比降幅均在 3.5 万亿元左右，而财政存款和非银机构环比多增共计约 2.7 万亿元。从各部门存款数据变化看，理财赎回趋势下降和信托规模增加均吸纳部分存款，同时近期财政收缴资金进一步充足，但居民企业存款持续下降表明经济内需已经进入下降螺旋，存款贷款持续中和将使得社会整体呈现缩表，经济信心亟待维护，政策预期强度持续增强。