

GDP平减指数下行，降息概率仍高

数据：8月CPI当月同比2.8%（前值2.8%），环比0.7%（前值0.4%）；

8月PPI当月同比-0.8%（前值-0.3%），环比-0.1%（前值-0.2%）。

- **8月CPI当月同比维持高位，主要原因在于猪肉价格涨幅超季节性以及蔬菜价格季节性上涨。**尽管去年同期CPI基数较高，且水果和原油价格下跌，但8月猪肉价格再次超季节性上涨叠加蔬菜价格季节性上行，共同对CPI形成支撑，导致8月CPI依然维持高位。从环比来看，食品类中，蔬菜（2.8%）价格环比上升，猪肉（23.1%）价格环比涨幅扩大，水产品（0.9%）价格环比涨幅扩大，蛋类（5.0%）价格继续上涨，水果（-10.1%）价格跌幅扩大；非食品类中，衣着（-0.3%）价格跌幅收窄，医疗保健（0.2%）价格持平前值，教育与娱乐（0%）价格环比涨幅收窄，交通工具用燃料（-1.1%）跌幅收窄。
- **8月PPI当月同比跌幅扩大，主要原因在于全球需求走弱叠加中美贸易摩擦升级的背景下，原油、钢铁、煤炭、水泥等工业品价格均出现下跌，且去年同期整体基数较高。**8月全球制造业PMI49.5位于收缩区间，美国ISM制造业PMI跌入收缩区间，表明需求进一步走弱拖累主要工业品价格，叠加去年同期基数偏高导致PPI当月同比跌幅扩大。从环比来看，煤炭开采和洗选业（-0.2%）跌幅收窄，石油、煤炭及其他燃料加工业（0%）跌幅收窄，化学原料及化学制品制造业（-0.1%）价格跌幅收窄，非金属矿物制品业（-0.4%）价格跌幅扩大，黑色金属冶炼及压延加工业（-0.7%）价格转为下跌，有色金属冶炼及压延加工业（0.3%）价格涨幅扩大。
- **展望9月，CPI当月同比高位震荡，PPI当月同比跌幅继续扩大。**从CPI分项来看，9月以来蔬菜、水果价格均值下跌，但猪肉以及原油价格小幅上涨，CPI环比可能为正，预计CPI当月同比仍维持高位，但破“3”概率不大。从PPI分项来看，9月以来原油、水泥以及有色价格上涨，但煤炭、钢铁价格下跌，预计PPI环比下降，考虑到去年基数较高，PPI当月同比跌幅可能继续扩大。
- **未来看，虽然猪价持续支撑CPI维持高位，但在政策帮扶和市场机制的共同作用下，预计生猪生产将逐步恢复，猪价涨幅后续有望放缓；剔除能源及食品的核心CPI依然维持低位且有所下降；整体CPI通胀压力不大。反观PPI，在中美贸易摩擦以及全球经济下行影响下，需求进一步回落将有可能导致PPI通缩加剧。因此，我们判断央行降息的可能性在上升。**CPI方面，我们预计下半年猪价上涨仍将支撑CPI当月同比维持高位，但猪价上涨已经引起了国家多部门重视并相继表态，力促猪肉保供稳价，支持生猪生产发展，预计猪价涨幅有望放缓。同时，随着水果供给增多价格将季节性回落，蔬菜和交通工具用燃料依然处于下行，我们预计未来CPI同比高位震荡，但破“3”概率不大。PPI方面，前期一直表现较好的美国ISM制造业PMI在8月跌入收缩区间，意味着全球经济下行趋势进一步确定，而美国经济也将在三季度明显放缓，叠加全球贸易摩擦升温，都将拖累工业品需求，进而导致国际大宗商品价格下跌。从国内需求来看，固定资产投资对PPI影响较大，8月进口以及PMI数据均显示内需依然较弱，因此PPI通缩加剧趋势短期不改。随着政策调整，基建、制造业投资将对内需形成一定拉动，预计四季度PPI边际有所改善。总的来看，下半年猪价再度大幅上涨的可能性较低，CPI通胀压力减轻，而全球需求下行导致PPI通缩压力加大，GDP平减指数下行。由此，我们认为在物价下行被动抬升企业实际利率的背景下，我国央行降息的可能性在上升。

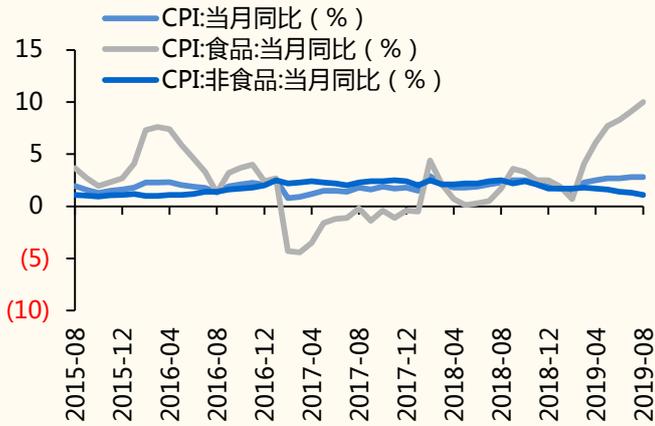
风险提示：财政宽松力度不足、货币政策过紧、信用进一步收缩、房地产行业出现风险、中美贸易摩擦升温。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 联系人
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

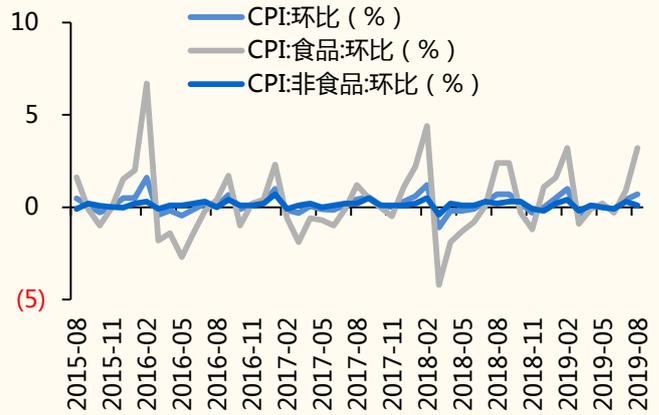
高翔 联系人
gaoxiang1@gjzq.com.cn

图表 1: CPI 当月同比持平前值



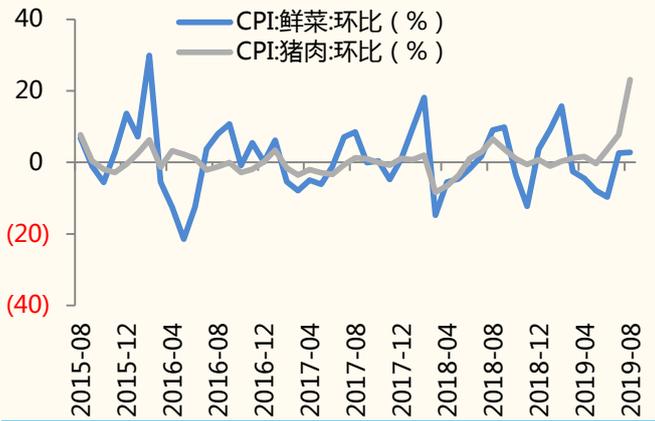
来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表 2: CPI 环比上升



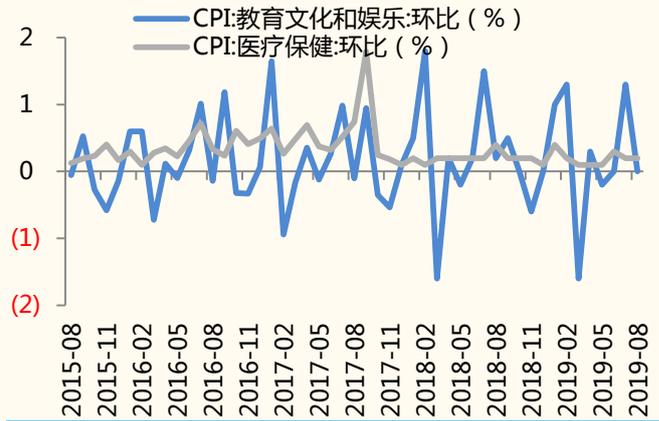
来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表 3: 猪肉价格上升, 蔬菜价格上升



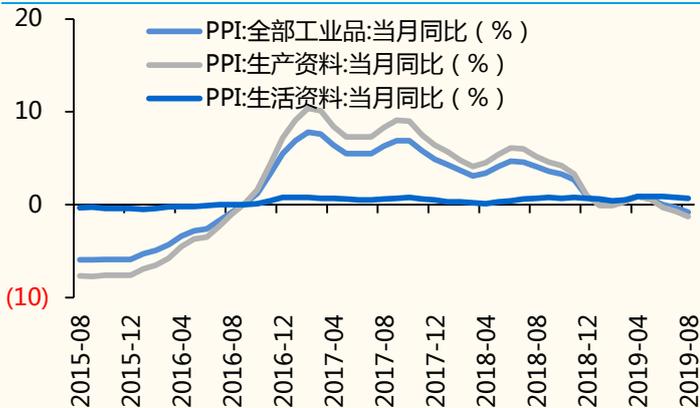
来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表 4: 文教娱乐环比下降



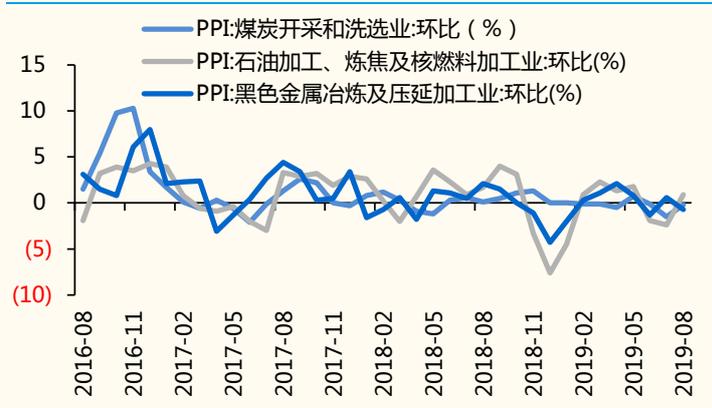
来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表 5: PPI 当月同比跌幅扩大



来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表 6: 黑色系价格下跌



来源: 国家统计局, 国金证券研究所

风险提示：

1. 财政宽松力度不足，减税降费力度不够或者执行力度不够，难以对冲经济下行压力，导致企业盈利进一步下降，失业等问题加剧；
2. 货币政策短期过紧导致名义利率上升，同时物价下滑，实际利率上行将对经济增长产生较大的下行压力；
3. 金融去杠杆叠加货币政策趋紧，令政策层面对经济增长的压力上升，导致阶段性经济增长失速；
4. 房地产市场持续收紧，叠加资管新规严格执行程度超预期，可能造成部分金融机构出现风险，从而导致系统性风险发生概率上升；
5. 中美贸易摩擦升温，对双方需求形成较大冲击；如果美联储加息速度和幅度高于市场预期，将推升美元大幅上升，资本流入美国，新兴市场将再度面临资本流出，可能诱发风险。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应当视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903
 传真：021-61038200
 邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
 邮编：201204
 地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
 紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979
 传真：010-66216793
 邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
 邮编：100053
 地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378
 传真：0755-83830558
 邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
 邮编：518000
 地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号
 时代金融中心 7GH

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_10206

