



2018 年 GDP 上调点评

稳增长压力有所减弱，关注政策边际调整的可能性

GDP 总量的上调客观上使得 GDP 翻一番目标更有保障，而城乡居民人均收入翻一番目标更易完成，2020 年政策稳增长力度或将减弱，防风险权重可能上升。

- 依据第四次经济普查数据，2018 年 GDP 总量上调 2.1%，尽管基期数据也将有所修正，但客观上更有助于完成 2020 年 GDP 较 2010 年翻一番目标。
- 截至 2018 年，城乡居民人均可支配收入较 2010 年已实际增长了 83.8%，意味着 2020 年城乡居民人均可支配收入较 2018 年实际增长 8.9% 即可完成翻一番目标，而 2019 年前三季度，城乡居民人均可支配收入较 2018 年已经实际增长了 6.1%。因此，人均收入目标较 GDP 目标更易完成。
- 在经济增长面临的约束有所减轻，补库存行为可能短期对经济增长构成支撑，且宏观杠杆率有所回升的背景下，2020 年，政策对“稳增长”的强调或较 2019 年有所减弱，相应的，防风险在政策中的权重或将有所上升，需关注政策重心可能的边际调整。

相关研究报告

《策略周报》20191124

《大类资产配置周报 (2019.11.24)》20191124

《三论大宗商品：铁矿石价格上涨可能还会持续》20191123

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济及策略：宏观经济

朱启兵

01066229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

11月22日，国家统计局发布公告称，依据我国国内生产总值（GDP）核算制度和第四次全国经济普查结果，对2018年国内生产总值初步核算数进行了修订。主要结果为：2018年国内生产总值为919,281亿元，比初步核算数增加18,972亿元，增幅为2.1%。修订后的第一产业增加值为64,745亿元，比重为7.0%；第二产业增加值为364,835亿元，比重为39.7%；第三产业增加值为489,701亿元，比重为53.3%。

图表 1. 2018 年 GDP 修订结果

	修订前 (亿元)	修订后 (亿元)	变化幅度 (%)
第一产业	6,4734	64,745	0.02
第二产业	36,6001	364,835	(0.3)
第三产业	46,9675	489,701	4.3
GDP 总量	90,0410	919,281	2.1

资料来源：国家统计局，中银国际证券

GDP 总量依据经济普查结果上调是常规行为

国家统计局核算司负责人就2018年GDP修订接受《中国信息报》专访时指出，中国年度GDP要进行两次核算。第一次为GDP初步核算。受资料来源限制，初步核算主要采用进度统计调查资料 and 部门行政记录进行核算。第二次为GDP最终核实。主要依据年度统计资料、财政决算资料 and 部门行政记录等，对初步核算结果进行修订。在经济普查年份，要根据经济普查数据对当年GDP初步核算数进行修订。

历史上，在前三次经济普查时，也分别依据经济普查资料，对普查当年GDP数据进行了修订，GDP增幅分别为16.8%、4.4%和3.4%，相比较而言，第四次全国经济普查年度GDP修订幅度最小。

因此，GDP总量依据经济普查结果上调是常规行为。

实现小康社会目标客观上更有保障

十八大确立了到2020年实现全面建成小康社会宏伟目标，其中最直接的量化指标是“在发展平衡性、协调性、可持续性明显增强的基础上，实现国内生产总值和城乡居民人均收入比2010年翻一番”，那么，本次GDP修订后，对于这一目标将会产生怎样的影响？

GDP 翻一番目标更有保障

首先，正如国家统计局相关负责人所指出的，2018年GDP总量数据修订不会对2019年的GDP增速产生明显影响。然而，对于数据修订是否会对2018年及此前的增速产生影响，统计局相关负责人并未给予说明。

从数据本身看，GDP数据修订后，意味着现价GDP较修订前增加了2.1%。而从现价GDP到不变价GDP，需要通过GDP平减指数进行调整。

国家统计局原副局长许宪春曾在《人民日报》撰文介绍过GDP平减指数的计算（文中称为“GDP缩减指数”），该文指出，“GDP缩减指数的计算分为三步：首先，计算名义GDP的各构成项目，就生产核算说来，就是计算各行业的名义增加值；其次，分别剔除各行业名义增加值中价格因素的影响，得到各行业实际增加值；最后，分别汇总各行业名义增加值和实际增加值，得到名义GDP和实际GDP，两者之比即为GDP缩减指数。GDP缩减指数取决于各行业的增加值份额和价格指数，因此它相当于各行业价格指数的加权平均值。”（许宪春《GDP缩减指数与增长速度》，《人民日报》2015年08月12日）

从上述文章的介绍看，GDP平减指数本质上是各行业价格指数的加权平均。而此次GDP数据修订，仅是对GDP总量的修订，理论上并不涉及价格指数的变化。从这一角度看，在2018年现价GDP数据上修的情形下，不变价GDP亦应有所增加；如果基期数据不变，2018年增速理应发生变化。

不过，正如统计局相关负责人在接受专访时所指出的，经济普查后，还将根据经济普查结果对 GDP 历史数据进行修订。也就是说，基期数据同样将发生变化，因此，2018 年增速不会出现明显调整。

但从实现小康社会目标看，关键在于 2010 年的 GDP 基数是否调整？鉴于 2014 年基于 2013 年数据进行了第三次经济普查，我们推算，第四次经济普查对 GDP 历史数据的修订应主要在于 2014-2018 年，而对 2010 年数据不会再进行大的修订。

依据国家统计局公布的 GDP 指数，我们大致可以推算出为实现 2020 年 GDP 较 2010 年翻一番，2019 年和 2020 年所需的增长速度。

在 2018 年 GDP 数据修订前，2018 年 GDP 初步核算数按照 2010 年不变价计算，大约较 2010 年 GDP 增长了 77.4%，而在数据修订后，增幅达到了 81.1%。2019 年前三季度，GDP 同比增长 6.2%，预计全年完成 6% 以上的增长不成问题，这样，按照图表 2 中的推算，2020 年完成翻一番目标应无压力。

图表 2. GDP 修订后对 2020 年 GDP 翻一番的影响

GDP 增速 (%)	GDP 平减指数 (%)	依据 GDP 平减		GDP 现价 (亿元, 修订前)	GDP 现价 (亿元, 修订后)	GDP 指数(2010 年=100, 修订前)	GDP 指数(2010 年=100, 修订后)
		指数计算的定基平减指数 (2010=100)	指数计算的定基平减指数 (2010=100)				
2010		100		412,119.30	412,119.30	100.00	100.00
2011	9.6	8.03	108.03	487,940.20	487,940.20	109.55	109.55
2012	7.9	2.3	110.51	538,580.00	538,580.00	118.16	118.16
2013	7.8	2.13	112.87	592,963.20	592,963.20	127.34	127.34
2014	7.3	0.79	113.76	641,280.60	641,280.60	136.64	136.64
2015	6.9	0.07	113.84	685,992.90	685,992.90	146.07	146.07
2016	6.7	1.11	115.10	740,060.80	740,060.80	155.91	155.91
2017	6.8	3.84	119.52	820,754.30	820,754.30	166.45	166.45
2018	6.6	2.9	122.99	900,309.00	919,281.00	177.38	181.11
2019E	6.0						191.98
2020E	4.2						200

资料来源：国家统计局，中银国际证券

城乡居民人均收入翻一番目标实现基本无困难

而从另一个量化目标看，2020 年城乡居民人均收入较 2010 年翻一番，实现该目标基本亦无困难。

中国从 2013 年开始公布统一的全国居民人均收入数据，而 2010 年仍是城镇居民和农村居民收入分开公布。从 2013-2015 年数据看，城乡一体化调查所公布的城镇居民人均可支配收入以及农村居民人均可支配收入与此前的城镇居民人均可支配收入以及农村居民人均纯收入有一定差别，但差异不大。对数据进行修正后，按照 2010 年第六次人口普查所公布的实际城镇化率 49.68%，我们计算出 2010 年全国居民人均可支配收入为 12,651.4 元。

图表 3. 2020 年城乡居民人均可支配收入翻一番的测算

	全国居民人均可支配收入 (元)	实际同比 (%)	CPI (%)	依据 CPI 计算的定基平减指数 (2010=100)	人均可支配收入指数 (2010 年=100)
2010	12,651.4			100	100.00
2011			5.4	105.40	
2012			2.6	108.14	
2013	18,310.80	8.1	2.6	110.95	130.45
2014	20,167.10	8	2	113.17	140.85
2015	21,966.20	7.4	1.4	114.76	151.30
2016	23,821.00	6.3	2	117.05	160.86
2017	25,974.00	7.3	1.6	118.92	172.64
2018	28,228.05	6.5	2.1	121.42	183.76
2019E		6.1			
2020E					

资料来源：国家统计局，中银国际证券

从图表 3 可见，2018 年，城乡居民人均可支配收入较 2010 年已经实际增长了 83.8%，意味着 2020 年，城乡居民人均可支配收入较 2018 年实际增长 8.9% 即可完成目标，而 2019 年前三季度，城乡居民人均可支配收入较 2018 年已经实际增长了 6.1%。因此，人均收入目标较 GDP 目标更易完成。

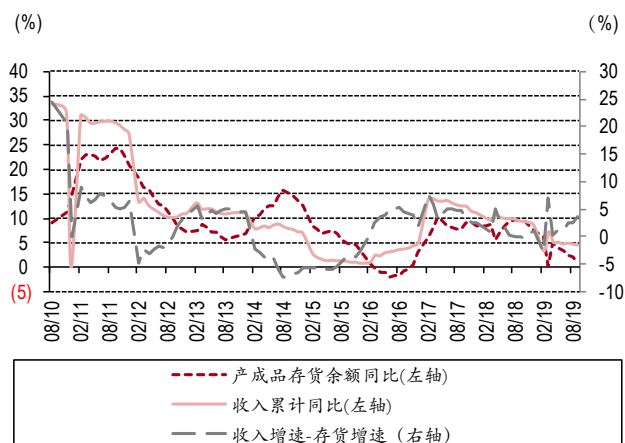
关注 2020 年可能的政策重心边际调整

如果说实现全面建成小康社会宏伟目标客观上更有保障，那么，我们认为，2020 年需要关注政策重心可能的边际调整。

在目前全球经济仍未见底，国内需求仍面临转型的背景下，稳增长毫无疑问仍将是政策的一个主要考量。但是，在实现小康社会目标这一硬约束有所减轻的背景下，“稳增长”的力度或将有所减弱。

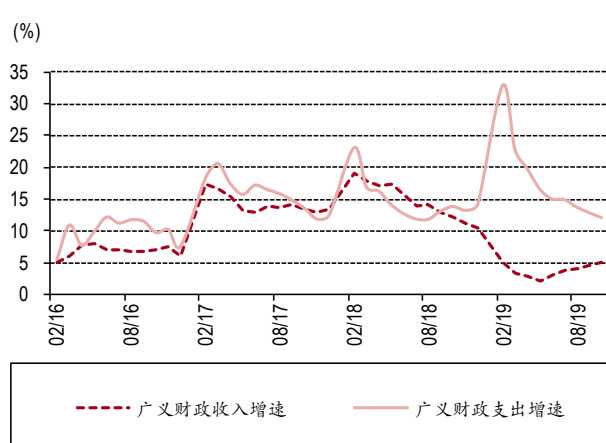
一方面，从经济现实看，目前工业企业产成品库存和营业收入增速缺口扩大，有望迎来一轮补库存行为，从而对 2020 年的经济增长构成一定支撑。

图表 4. 有望迎来新一轮补库存



资料来源：万得，中银国际证券

图表 5. 2019 年广义财政收支缺口扩大

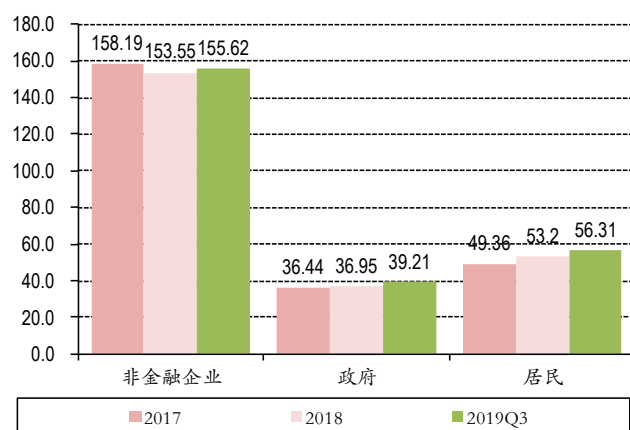


资料来源：万得，中银国际证券

另一方面，无论是财政政策还是货币政策，目前均面临一定约束。从财政政策角度看，2019 年，在减税降费的大背景下，财政收支仍面临压力，2019 年 1-10 月，广义财政收入同比增长仅 5%，远低于 2018 年 10.6% 的增长；而同期广义财政支出则维持在 12.1% 的水平，财政收支缺口扩大。2020 年，预计这一局面仍难改观。从货币政策的角度看，10 月 CPI 已达到 3.8% 的高位，我们预计年内 CPI 将破 4，尽管目前通胀仍是结构性的，但央行也强调了需警惕通胀预期的发散。从这一角度看，货币政策仍受到一定程度的制约。

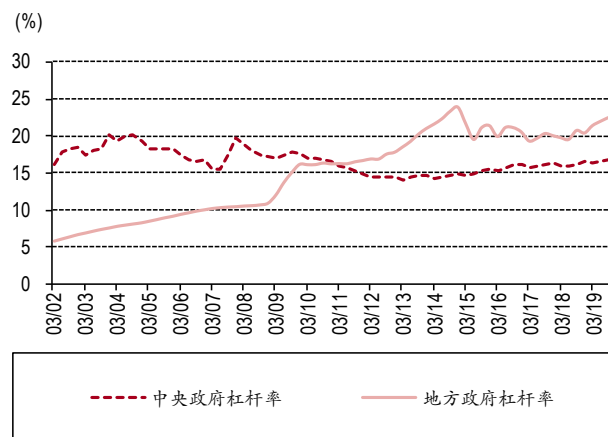
此外，从宏观杠杆率看，2019 年前三季度，宏观杠杆率较 2018 年末上升了 7.4 个百分点，居民、政府、非金融企业杠杆率均有不同程度的上升，而地方政府杠杆率更是接近了历史高位。宏观杠杆率的回升意味着政策中防风险的权重可能再度上升。

图表 6. 宏观杠杆率回升



资料来源：万得，中银国际证券

图表 7. 地方政府杠杆率接近历史高位



资料来源：万得，中银国际证券

综合看，我们认为，在经济增长面临的约束有所减轻，补库存行为可能短期对经济增长构成支撑，且宏观杠杆率有所回升的背景下，2020 年，政策对“稳增长”的强调或较 2019 年有所减弱，相应的，防风险在政策中的权重或将有所上升，需关注政策重心可能的边际调整。

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_8819

