

2019年11月24日

宏观研究

研究所

证券分析师：
021-60338120樊磊 S0350517120001
fanl@ghzq.com.cn

或能稍微缓解 2020 年“稳增长”压力

——国家统计局修订 2018 年 GDP 数据点评

相关报告

《三季度《货币政策执行报告》点评：货币政策仍有宽松空间》——2019-11-17

《10 月经济数据点评：稳增长的政策仍需发力》——2019-11-14

《证监会拟修改主板、中小板、创业板再融资规则公开征求意见点评：多方面放松上市公司再融资约束》——2019-11-11

《10 月贸易数据点评：继续维持四季度进口及内需同比改善的判断》——2019-11-09

《10 月 PMI 数据点评：PMI 季节性走弱无需过度担心》——2019-10-31

事件：

2019 年 11 月 22 日，国家统计局发布了《国家统计局关于修订 2018 年国内生产总值数据的公告》（下文简称《公告》）。《公告》主要涉及了对 2018 年国内生产总值、三大产业增加值的调整，其中对于 2018 年名义 GDP 上调了 2.1%。如果在后续对 GDP 的修正中上调过去若干年实际 GDP 增速，可能会降低 2020 年实现国民收入翻两番对 2019 和 2020 年经济增长的要求。当然，宏观政策的取向仍需视统计局数据修正的具体情况以及就业状况来判断。

投资要点：

- 本次对 GDP 数据的修订是应我国国民经济核算制度的要求而进行：

我国年度的 GDP 系列数据的最终确定需经过一次核算、两次修订：初次核算在年末立即进行，核算基础为进度统计资料与部门行政记录；第一次修订主要是依据较为完整、可靠的年度统计资料、财政决算资料、部门行政记录对初次核算进行修正；第二次修订仅在全国经济普查年度进行，使用更广泛、可信的普查数据进行“再修订”。我国曾在 2005、2008、2013 三次全国经济普查中分别上调调查当年 GDP 数据 16.8%、4.4%、3.4%。本次修订是基于 2019 年进行的第四次全国经济普查数据而做出的修订。

- 《公告》中对 GDP 数据的修订影响如何？

和此前的修订相比，本次修订的幅度最小，对总量与结构影响相对有限。第四次全国经济普查对 2018 年 GDP 数据由 900309 亿元调增至 919281 亿元，上修幅度 2.1%，远低于前三次；修订后三次产业结构有所调整：第一产业增加值占 GDP 比重为 7.0%，调低了 0.1 个百分点；第二产业增加值比重为 39.7%，调低了 1.0 个百分点；第三产业增加值比重为 53.3%，调增 1.1 个百分点，占 GDP 比重进一步提高。但总的来说国民经济的构成没有结构性变化。

由于我国 GDP 核算更多采用相对值法，对 2018 年 GDP 的调整从

基数角度对于 2019 年及 2020 年的增速影响有限，但是对于历史数据的修正仍有可能对未来的宏观政策取向和经济增长产生微妙的影响。

一方面，本次对 2018 年变价 GDP 上修的 2.1% 虽然将在一定比例上影响 2018 年 GDP 名义值（2019 年 GDP 增速的基数），但由于我国计算 GDP 增速（不变价）时是采用各行业指标增速推算的方法（相对值法），故基数变动的的影响微乎其微。

另一方面，当前《公告》中仅对 2018 年名义 GDP 数据调整作了说明，但根据历史经验，统计局在全国经济普查公布后同样将对调查年及之前年份的实际 GDP 一并做调整——例如 2013 年第三次全国经济普查之后，对从 1977 年到 2013 年历年的 GDP 同比增速都做了调整。具体而言，由于 2013 年对名义 GDP 是上调的，对于历史不同年份的增长虽然上调和下调都有，但是以上调为主，特别是对 1990 年以后的数据基本是做上调处理的。我们预计本次普查之后对经济增长做的调整也会牵扯到 2018 年以前的年份，特别是 2014 到 2018 年。这意味着如果实际增速和名义增速的调整方向趋同，过去 5 年乃至 2010 年以来的经济实际增速可能高于原始值。

■ **修订数据或于年末或年后公布，对于宏观政策可能产生微妙影响。**

此次普查中由于涉及了行业分类的变化调整过程十分复杂，因此更多关于往年数据的调整未能及时在《公告》中披露，我们预计这些调整将在年末及年后公布。

本次修订可能在数据层面上缓解了 2019 年和 2020 年稳增长的压力。2012 年的十八大报告曾提出了“2020 年 GDP 总量较 2010 年翻一番”的经济增长目标。而依据本次调整前的 GDP 增速数据，只有 2019、2020 两年的 GDP 复合年增长率达到 6.1%-6.2% 才可能完成目标。但如果 2018 年以前的实际 GDP 增速有所上调，；对于 2020 年实现国民收入翻一番的目标而言，2019-2020 年的经济增速可以低于原来 6.1-6.2% 的水平，政府保增长的压力会有所下降。

当然，具体的增长目标和政策取向仍然需要看统计局对于过去若干年 GDP 修订的具体数值而定。此外，就业市场的状况也是政府宏观政策取向的重要考虑。

风险提示：经济低于预期，政策力度不及预期，中美关系持续恶化

【宏观研究小组介绍】

樊磊，国海研究所宏观研究负责人，10年宏观经济和股票策略研究经验。在加入国海证券之前，曾在日本瑞穗证券，东方证券等内外资券商从事证券研究工作。2006年获得北京大学学士学位，2008年在美国 Texas A&M 大学获得硕士学位。

【分析师承诺】

樊磊，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司

员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

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_8829

