

李超 执业证书编号：S0570516060002
研究员 010-56793933
lichao@htsc.com

孙欧 执业证书编号：S0570519080007
研究员 010-56793954
sunou@htsc.com

相关研究

- 1《宏观：社零稳健增长，春节效应显现》
2020.01
- 2《宏观：社零超预期，“双十一”拉动明显》
2019.12
- 3《宏观：社零低于预期，基础消费比例提升》
2019.11

经济普查调高历史 GDP 增速影响几何？

核心观点：历史 GDP 增速调高或对我国逆周期调控力度影响有限

1月中旬统计局官网数据库更新 2014-2018 年国内生产总值指数数据，将 5 个年份 GDP 实际同比增速分别上调 0.1 个百分点，与我们在 2018 年 12 月发布的经济普查前瞻报告《经济普查对经济的正向提振不可忽视》中预测的幅度一致。我们测算本次调整后，2020 年实现全面建成小康社会目标所需的 GDP 增速降至 5.62%，但我们认为这对我国当前逆周期调控力度影响有限，在中美大国博弈的背景下，中美基本面不应拉开较大差距，预计我国将继续采取积极的财政政策、稳健略宽松的货币政策稳定经济增长。

前四次经济普查后统计局对 GDP 名义值调整幅度弱于前三次，符合预期

第一次、第二次、第三次经济普查对 GDP 名义值总量的修订幅度分别为 16.8%、4.4%和 3.4%，呈现依次递减，随着我国统计制度的完善，第三产业统计的逐渐加强，非普查年度与普查年度 GDP 核算的衔接度得到显著提高，GDP 的调整幅度也逐次递减。此前我们预计，第四次经济普查大概率也将调升 2018 年 GDP 名义值，但调整幅度可能低于前三次，2019 年 12 月底统计局公布调整结果，调整幅度为+2.1%，符合我们的判断。

依据第四次经济普查调高 2014-2018 年 GDP 实际增速 0.1 个百分点

1月中旬，统计局官网数据库调高 2014-2018 年（第四次与第三次普查之间年份）GDP 实际同比增速均 0.1 个百分点，1月18日统计局也发布了 2014-2018 年季度 GDP 实际同比增速修订结果，修订幅度均为+0.1 或+0.2 个百分点，此幅度符合我们在 2018 年 12 月 24 日发布的经济普查前瞻报告《经济普查对经济的正向提振不可忽视》中的预测值。1月17日统计局发布 2019 年四个季度及全年 GDP 数据，对 2019 年前三季度数据并未作出修订，也并未提及四季度及全年数据是否考虑了经济普查因素，我们认为 2019 年数据尚未作出修订，未来仍可能发布修订数值。

第四次经济普查对 2014-2018 年 GDP 实际增速修订幅度低于历史情况

统计局依据第四次经济普查对 GDP 实际同比增速的修订幅度低于此前历次，同样体现非普查年度统计制度的逐渐完善。第一次经济普查调高 1993-2004 年间 GDP 实际增速平均约 0.5 个百分点；第二次经济普查时 GDP 核算方法部分吸收了联合国 SNA 2008 的方法，因此修订幅度较大，调高 2005-2008 年 GDP 增速平均约 1 个百分点，调高 2009 年季度 GDP 增速约 0.3-0.4 个百分点。第三次经济普查调高 2009-2012 年 GDP 增速平均约 0.12 个百分点，对 2013、2014 年数据调整较小。

实现全面建成小康社会目标所需的 2020 年 GDP 增速降至 5.62%

对于全面建成小康社会而言，历史数据调高后，由于 2019 年 GDP 增速为 6.1%，对 2020 年 GDP 增速的要求降至 5.62%。但我们认为，考虑中美博弈的长期性、握手言和的阶段性的，中美基本面不应拉开较大差距，当前美国扩表至少延续至今年二季度，2019 年底财政赤字再创 7 年新高，在相对充分就业环境下，美国依旧采取积极的逆周期政策将对稳增长产生正向效果，中国若提前弱化刺激政策会拉大基本面差距，双方摩擦或易反复。

2018 年 GDP 名义值调高将降低我国杠杆率

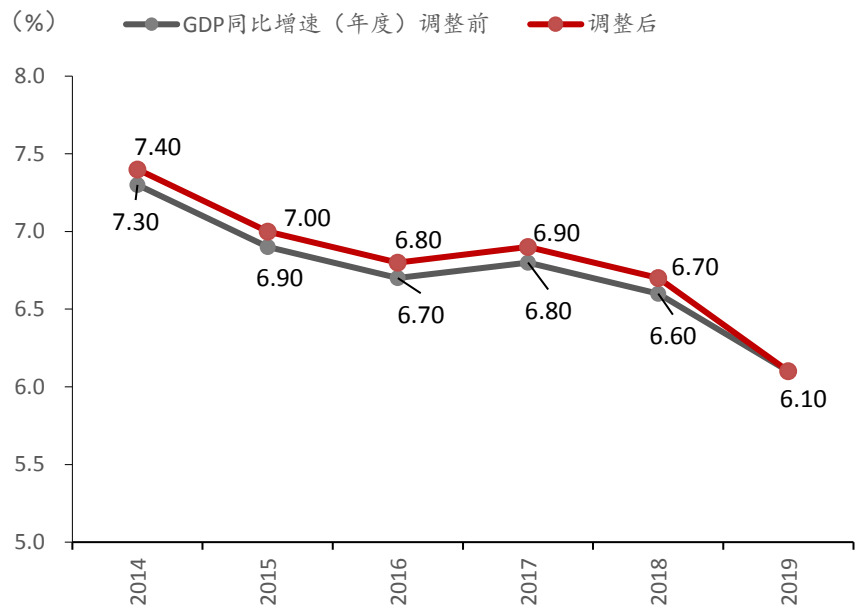
据 BIS 统计数据，截至 2018 年末，我国各部门宏观杠杆率 254%，其中，企业部门杠杆率 152.2%，住户部门杠杆率 52.6%，政府部门杠杆率 49.8%。相比 2017 年底，非金融企业部门杠杆率提高了 3.8 个百分点，幅度较大，政府部门提高 3.3 个百分点，居民部门回落 6.3 个百分点。四普将 2018 年名义 GDP 核算值调高 2.1%，我们测算随着 GDP 的调升，我国 2018 年杠杆率将相应下行至 249.4%，降 5.24 个百分点，其中政府、居民及非金融企业部门分别下行 1、1.1、3.1 个百分点至 48.8%、51.5%及 149.1%。

风险提示：经济下行超预期，逆周期调控效果仍待观察。

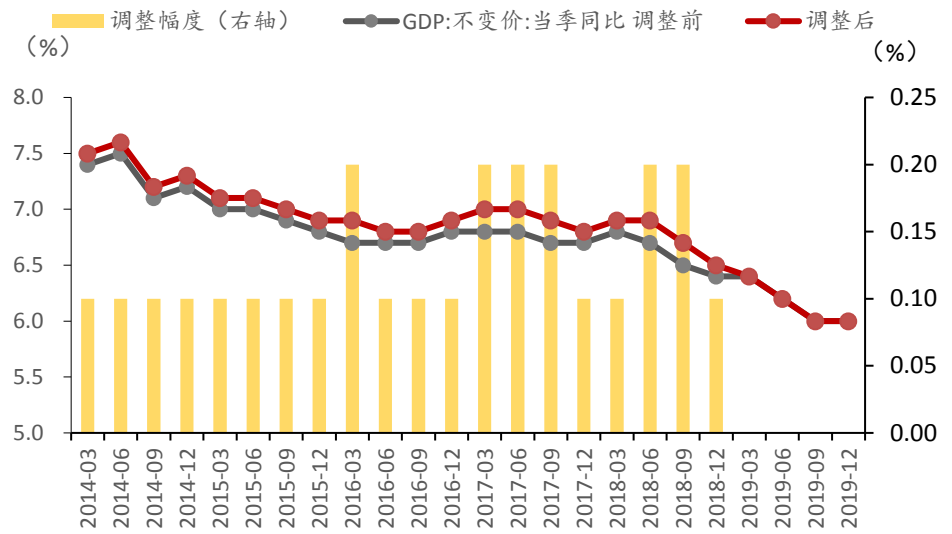
2019年11月20日,国家统计局发布第四次全国经济普查部分统计公报及部分普查数据,11月22日,统计局公告称,依据第四次全国经济普查结果,对2018年国内生产总值初步核算数进行了修订,2018年国内生产总值为919281亿元,比初步核算数增加18972亿元,增幅为2.1%。2020年1月中旬统计局官网数据库更新2014-2018年(第四次和第三次经济普查之间年份)国内生产总值指数数据,将5个年份GDP实际同比增速分别上调0.1个百分点,1月18日统计局也发布了2014-2018年季度GDP实际同比增速修订结果,修订幅度均为+0.1或+0.2个百分点。

2018年12月,我们发布深度报告《经济普查对经济的正向提振不可忽视——第四次经济普查对GDP影响前瞻》,提示统计局将依据第四次经济普查对GDP增速进行上调,且作出预判:对2018年名义值的调整幅度将相比前三次依次递减,即低于3.4%;将调高2015-2019年GDP实际同比增速各0.1个百分点,统计局的实际调整年份、幅度基本符合我们的预判:“我们预计第四次经济普查对历史GDP增速数据的修订幅度也将弱于以往历次:由于2014年距离第三次经济普查较近,因此GDP数据核算相对较为全面,因此预计四普数据对2014年GDP增速修订较小;预计大概率将调高2015-2019年的GDP实际增速各+0.1个百分点”。略超预期之处在于,统计局调高了2014年的数据,我们认为主要原因是第三次经济普查后并未调整2014年数据,在此依据第四次经济普查后拿到的充分信息进行补充修订;统计局目前尚未提及2020年1月17日发布的2019年四季度及全年数据是否考虑了经济普查因素,我们认为2019年数据尚未作出修订,未来仍可能发布修订数值。

图表1: 统计局对2014-2018年GDP年度实际同比增速数据的调整结果



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表2：统计局对2014-2018年GDP季度实际同比增速数据的调整结果


资料来源：Wind，华泰证券研究所

下文我们用几个问题分析本次GDP数据修订后的影响及回顾经济普查对GDP修订的历史及方法。

问题一：GDP数据修订后，全面建成小康社会对2020年GDP实际增速的要求降为多少？

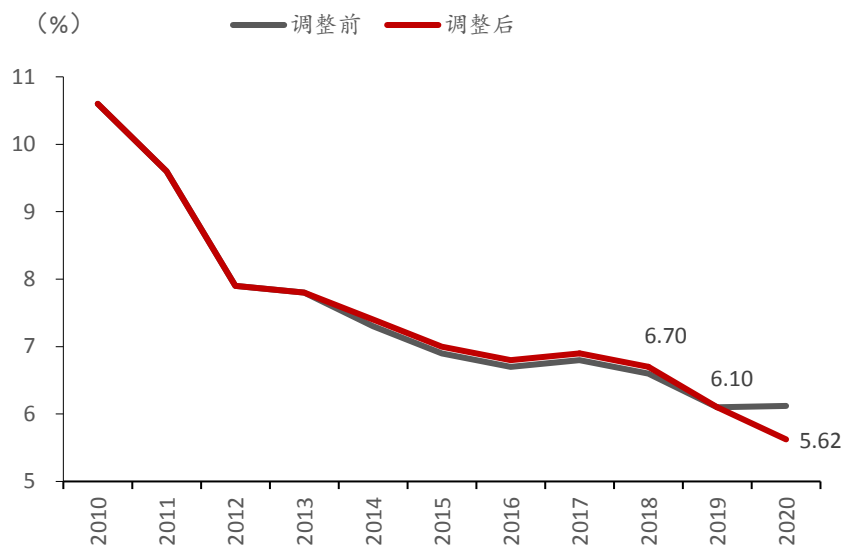
问题二：名义GDP调整后，我国整体杠杆率水平可下降多少？

问题三：为何要依据经济普查结果修订GDP数据？

问题一：GDP 数据修订后，全面建成小康社会对 2020 年 GDP 实际增速的要求降为多少？

对于全面建成小康社会而言，历史数据调高后，由于 2019 年 GDP 增速为 6.1%，我们测算，对 2020 年 GDP 增速的要求降至 5.62% 即可完成小康社会目标。但是，我们认为这对我国逆周期调控力度的持续性影响不大，目前我国的经济环境仍需维持逆周期调控，核心原因来自外部压力，虽然中美第一阶段谈判协议顺利签署，但中美博弈是长期过程，客观上需要中国基本面不能被美国拉开太大，否则在大国博弈中我国将较为被动，在汇率、金融稳定、对外贸易、科技、知识产权等多个方面的谈判空间将受影响。当前美国扩表至少延续至今年二季度，2019 年底财政赤字再创 7 年新高，在相对充分就业环境下，美国依旧采取积极的逆周期政策将对稳增长产生正向效果，中国若提前弱化刺激政策会拉大基本面差距，双方摩擦或易反复。

图表3：考虑到第四次经济普查对 GDP 增速的修订，2020 年 GDP 实际增速需要达到 5.62% 即可



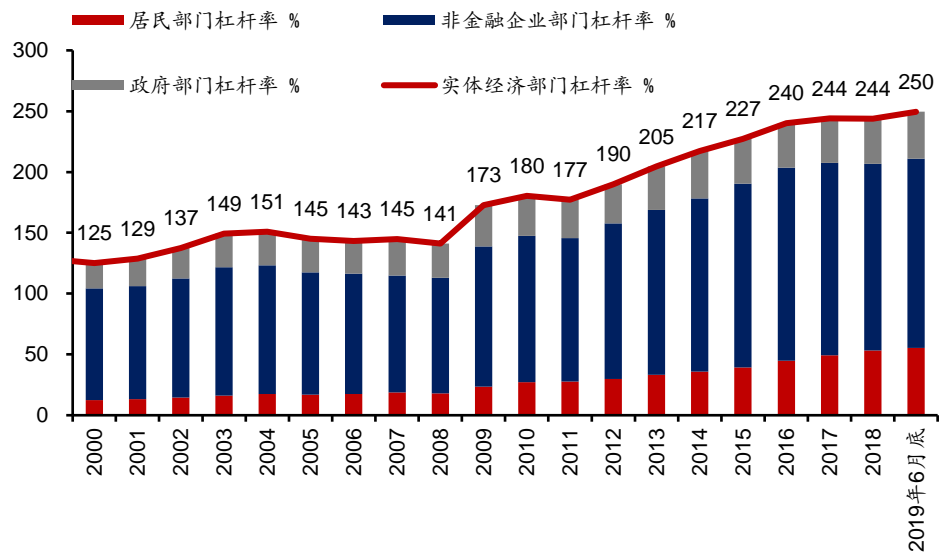
资料来源：Wind，华泰证券研究所

问题二：名义 GDP 调整后，我国整体杠杆率水平可下降多少？

我们一般使用“债务/GDP”来衡量我国的杠杆率水平。根据 BIS 统计数据，截至 2018 年末，我国各部门宏观杠杆率 254%，其中，企业部门杠杆率 152.2%，住户部门杠杆率 52.6%，政府部门杠杆率 49.8%。相比 2017 年底，非金融企业部门杠杆率提高了 3.8 个百分点，幅度较大，政府部门提高 3.3 个百分点，居民部门回落 6.3 个百分点。2008 年以来我国各部门杠杆率均大幅走高，整体杠杆率上行超 100 个百分点，近几年供给侧结构性改革及协调有序的金融监管起到了一定稳杠杆作用，但整体看，我国杠杆率水平仍然偏高，比较发达经济体及新兴市场经济体杠杆率发现，我国整体杠杆率已接近发达经济体水平，与新兴经济体相比明显偏高。

四普将 2018 年名义 GDP 核算值调高 2.1%，我们测算随着 GDP 的调升，我国 2018 年杠杆率将相应下行至 249.4%，降 5.24 个百分点，其中政府、居民及非金融企业部门分别下行 1、1.1、3.1 个百分点至 48.8%、51.5%及 149.1%。

图表4： 预计四普后我国杠杆率水平也将得到下调约 5.24 个百分点，预计 2018 年底杠杆率调降至 249.4%



资料来源：BIS，华泰证券研究所

问题三：为何要依据经济普查结果修订 GDP 数据？

全国经济普查在尾数逢 3 和 8 的年份实施，2018 年是第四次全国经济普查年度。我国统计局的普查项目有人口普查、农业普查和经济普查三项，全国经济普查每 5 年进行一次，在尾数逢 3 和 8 的年份实施，其中 2003 年由于“非典”的特殊原因，第一次全国经济普查延至 2004 年实施，2008 年和 2013 年分别开展了第二次和第三次全国经济普查，2018 年是第四次经济普查年度。经济普查的标准时点为普查年度的 12 月 31 日，即普查登记时，以此时刻为标准时刻，所调查的数据为截至此时刻的数据。经济普查的对象是在我国境内从事第二产业和第三产业的全部法人单位、产业活动单位和个体经营户，第一产业的全面调查通过全国农业普查。普查方法方面，经济普查采用全面调查的方法，但对个体经营户的生产经营情况可以采取抽样调查的方法。普查数据公报的发布时间一般为普查年度的次年底。

我们对人口普查、农业普查和经济普查三项普查的普查对象、频率、标准时点及数据发布时间汇总于下表，以便查阅。

图表5：我国三项普查项目详细信息汇总

	普查对象	频率	标准时点*	数据结果的发布时间
人口普查	普查标准时点在中华人民共和国境内的自然人以及在中华人民共和国境外但未定居的中国公民，不包括在中华人民共和国境内短暂停留的境外人员。	每 10 年一次，逢 0 的年份实施	普查年度的 11 月 1 日零时	次年 4 月左右
农业普查	中华人民共和国境内的下列个人和单位：1、农村住户；2、城镇农业生产经营户；3、农业生产经营单位；4、村民委员会；5、乡镇人民政府。	每 10 年一次，逢 6 的年份实施	普查年度的 12 月 31 日 24 时	次年底
经济普查	在中华人民共和国境内从事第二产业、第三产业活动的全部法人单位、产业活动单位和个体经营户。	每 5 年一次，逢 3、逢 8 的年份实施。2003 年由于“非典”的特殊原因，第一次全国经济普查延至 2004 年实施。	普查年度的 12 月 31 日	次年底

*注：标准时点是指普查登记时，以此时刻为标准时刻，所调查的数据为截至此时刻的数据。

资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图表6：我国历史上已开展的普查项目年份一览表

	第一次	第二次	第三次	第四次	第五次	第六次

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_7655



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>