

## 民间投资渐回升，全年增长超预期

颜色 郭凯明

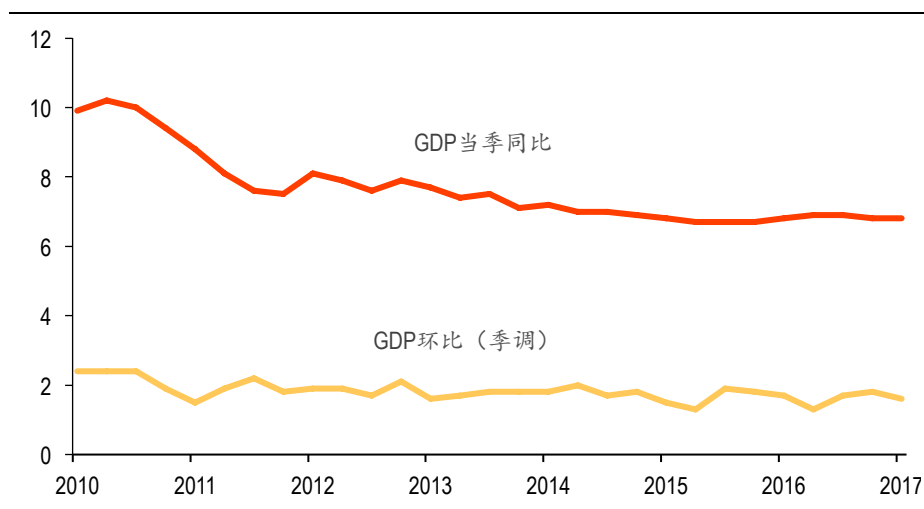
北京大学光华管理学院

### 一、2017 年 GDP 超 80 万亿，经济增长超预期

根据国家统计局最新公布的数据，2017 年全年 GDP 超过 80 万亿元，增长 6.9%，比上年提高 0.2 个百分点。其中，四季度同比增长 6.8%，与三季度持平；环比增长 1.6%，延续了扩张态势。整体上，全年经济增长好于预期，实现了 2009 年以来全年经济增速首次回升，L 型增长的底部再次得到确认，为全面建成小康社会迈出了关键一步。2017 年全年结构调整继续推进，第三产业增加值增长 8.0%，比重提高至 51.6%。工业生产有所回升，12 月规模以上工业增加值增长 6.2%，比 11 月份加快 0.1 个百分点；全年增长 6.6%，较上年提高 0.6 个百分点。在需求回暖、环保限产和去产能等因素作用下，工业生产者出厂价格指数全年上涨 6.3%，延续了自去年以来的强劲反弹势头。受猪肉、鲜菜等食品价格下降影响，消费者价格指数全年上涨 1.6%，比上年低 0.4 个百分点，体现了温和通胀的态势。

图 1：全年 GDP 增长超预期

季度：%

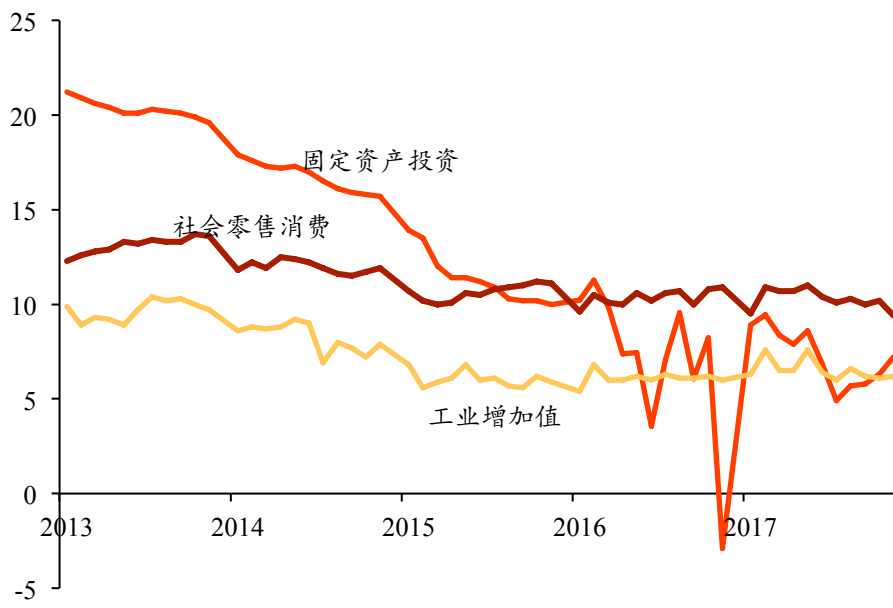


数据来源：CEIC，北京大学经济政策研究所

从三大需求上看，全年投资稳中趋缓，固定资产投资增长 7.2%，比上年低 0.9 个百分点，增速为 1999 年以来最低。但是上月投资的单月增长率也达到 7.2%，比 11 月回升了 0.9 个百分点。受限于地方政府财政和债务压力，基础设施投资在四季度出现了季节性下降，但依然是全年投资增长的主要推动力，全年增长 14.9%。制造业投资企稳回升，12 月增长 12.5%。房地产投资增速逐渐下滑，12 月单月仅增 1.9%。消费仍是经济增长的主要拉动力，全年对 GDP 增长贡献达 58.8%。上月消费同比增长 9.4%，较上月回落 0.8 个百分点，但全年消费保持了平稳较快增长，增速达到 10.2%。外需复苏明显。在欧美经济明显回暖和上年较低基数的作用下，全年进出口总值增长 14.2%，其中出口增长 10.8%，均扭转了此前连续两年的下降趋势。

图 2：投资增速企稳，消费略显疲软

月度同比：%



数据来源：CEIC，北京大学经济政策研究所

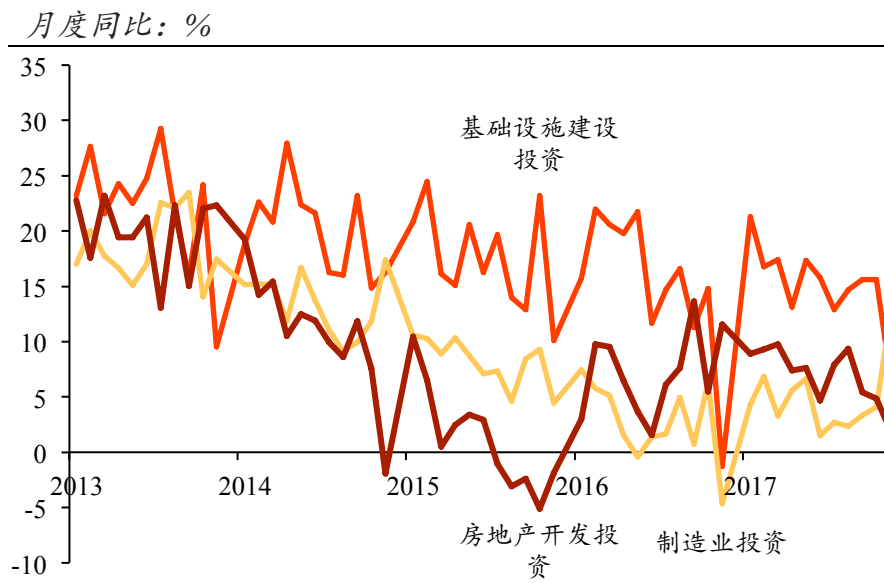
## 二、制造业和民间投资渐复苏

2017 年固定资产投资增长 7.2%，比上年低 0.9 个百分点，为 1999 年以来最低。但是下半年以来，投资增速已经缓中趋稳，12 月投资环比增长 0.5 个百分点，单月增长 7.2%，比前月明显回升。全年基础设施建设投资增长 14.9%，有力支撑了全年投资增长，但受地方政府财政预算约束趋紧和 PPP 项目监管加强影响，年内单月增速稳中有降，12 月增速回落至 6.8%。全年房地产开发投资增长 7.0%，比上年提高 0.1 个百分点。随着金融监管强化和房地产调控政策连续稳定，房地产投资年内单月增速亦逐步下滑，12 月增速降至 1.9% 的低位。制造业投资全年增长 4.8%，较上年提高 2.4 个百分点，且年内单月增速呈现稳中有升趋

势，12月增速升至12.5%，这主要得益于制造业整体盈利能力改善和经济结构调整推动的技术投资。

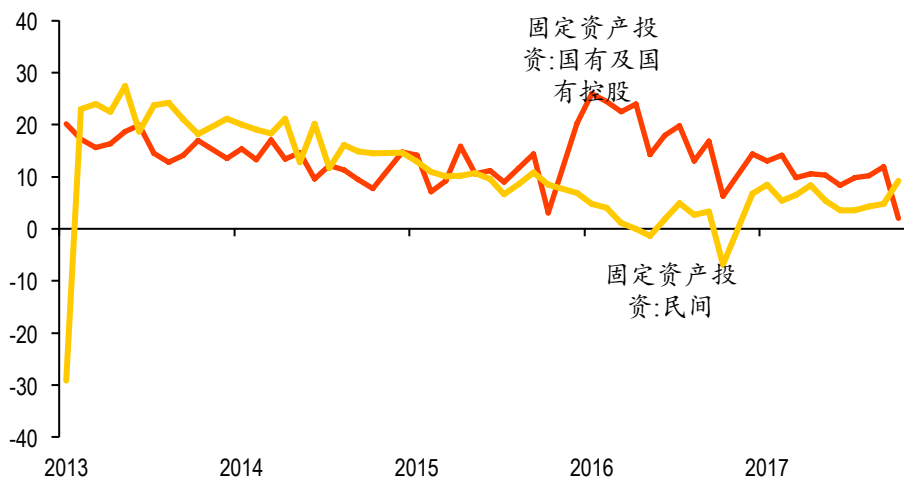
2017年民间投资增速明显反弹，国有及国有控股企业投资增速逐步回落，12月民间投资增速提高至9.2%，首次超过国有及国有控股企业，反映了民营企业对经济增长前景趋于乐观。全年国有及国有控股企业投资增长10.1%，增速比上年低8.1个百分点，民间投资增速则从3.2%反弹至6.0%。这与基础设施建设和房地产开发投资回落、制造业投资回升的趋势相符，表明2017年下半年投资环境逐步改善，民间投资信心加强，经济脱虚向实和经济结构升级效果开始显现。

图3：房地产与基础设施投资增速回落，制造业投资异军突起



数据来源：CEIC，北京大学经济政策研究所

图 4：民间固定资产投资增速首次超过国有及国有控股企业  
月度同比：%



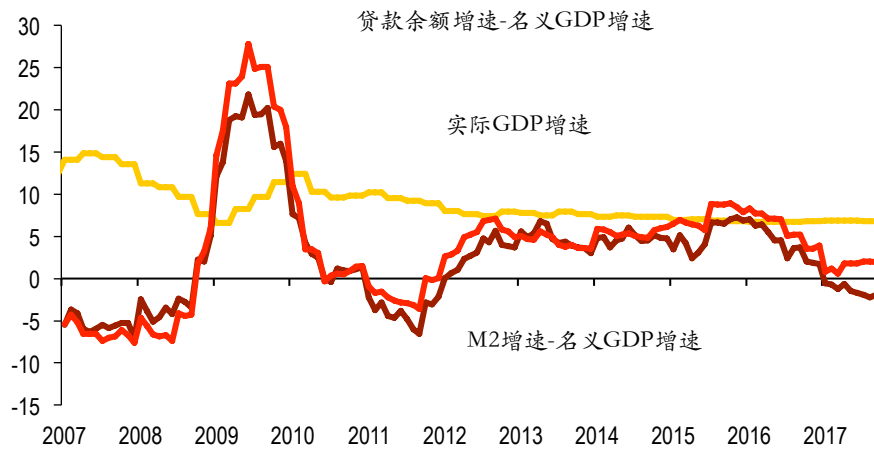
数据来源：CEIC，北京大学经济政策研究所

### 三、资金逐步脱虚向实，市场利率维持高位

2017 年信贷增长逐渐放缓，社会融资规模和 M2 余额增速均较上年有所回落，特别是 M2 余额同比仅增 8.2%，增速创历史新低。我们注意到这两个指标与名义 GDP 的增速差值在 2017 年出现了背离，社会融资规模与名义 GDP 的增速差值维持正值，并小幅扩大，而 M2 余额与名义 GDP 的增速差值在 2017 年 1 月转负，下半年负值持续扩大。这一背离主要源于金融监管加强和金融部门去杠杆过程稳步推进，导致金融同业业务量下降和货币创造过程放缓。因此，M2 指标意义已经逐渐弱化，其增速放缓也并不意味着实体经济信贷紧缩，社会融资规模与 GDP 名义的增速差值扩大反而意味着资金逐步脱虚向实，金融部门发生系统性风险的可能性也进一步降低。

图 5：信贷增速放缓

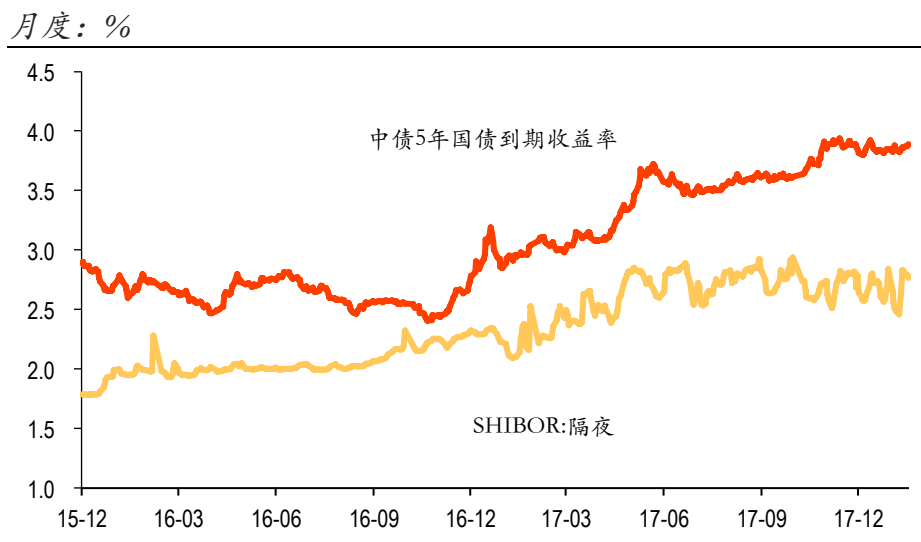
月度：%



数据来源：CEIC，北京大学经济政策研究所

金融部门去杠杆过程导致市场资金量偏紧，2017 年 SHIBOR 隔夜利率延续了上年的震荡上行态势，国债利率中枢也同时上升，且上升幅度更大。国债收益率与资金利率的利差扩大也在一定程度上体现了市场风险偏好适度收缩，投资者对资产收益的要求或预期在提高，对资金面预期偏谨慎。此外，2017 年 SHIBOR 隔夜利率波动幅度也高于 16 年，资金面呈现出一定的脉冲式紧张。目前国债利率已经升至 4% 左右，今年面临一定调整压力。

图 6：市场利率中枢适度走高

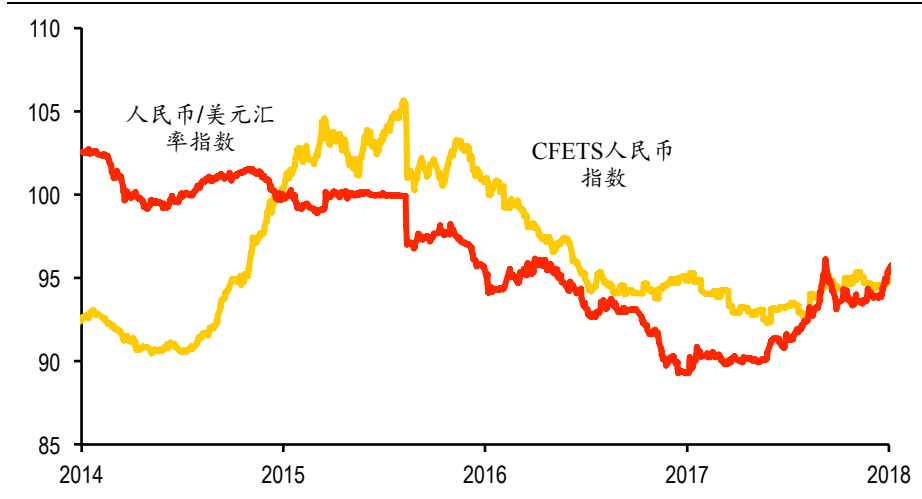


数据来源：CEIC，北京大学经济政策研究所

#### 四、人民币汇率稳中有升，资本外流得到遏制

2017 年四季度，人民币汇率稳中有升。CFETS 指数稳定在 94 左右，上下振幅不超过 1.5%；但人民币兑美元汇率中间价从 9 月末 6.64 升到年末的 6.53，升值 1.7%，尤其在 12 月中开始明显攀升，升值压力较大。这与 2017 年美元走弱、国内经济基本面较好、政策有效遏制资本外流、人民币汇率预期稳定等因素相关，但考虑进出口等多种因素，央行并不会希望人民币单边持续升值，预计将进一步调控，保持人民币汇率基本稳定。

图 7：人民币汇率企稳



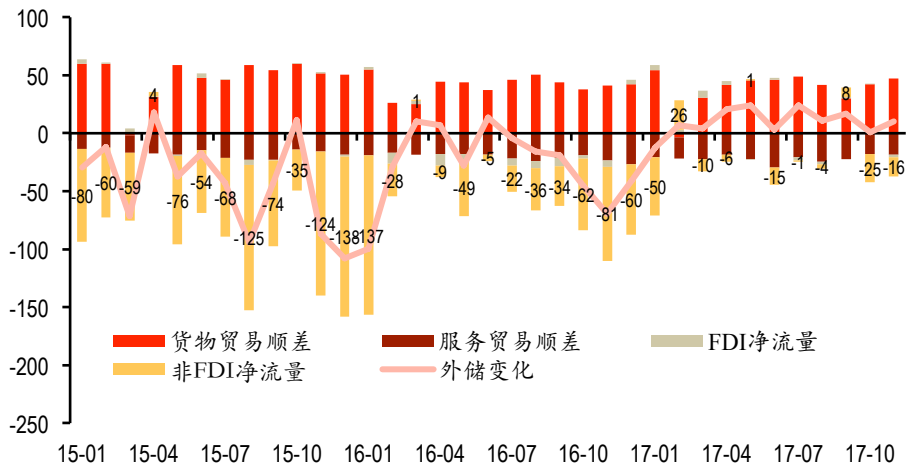
数据来源：CEIC，北京大学经济政策研究所

跨境资金流动得到了有效遏制，非储备金融账户中非 FDI 在 2017 年 10 月和 11 月分别净流出 250 亿和 160 亿美元，显著低于上年同期的 620 亿和 810 亿美元。外汇市场供求趋向平衡，2017 年银行结售汇从二季度逆差 530 亿美元转为四季度顺差 12 亿美元。外汇储备余额也在持续回升，2017 年 12 月末，我国外汇储备余额为 31399 亿美元，较上年末增加 1294 亿美元，2 至 12 月份外汇储备余额连续 11 个月回升。



图 8：资本外流得到有效控制

月度：十亿美元



数据来源：CEIC，北京大学经济政策研究所

## 五、增长动能渐放缓，维持 6.5% 以上增速应无忧

防范金融风险是今年经济政策重中之重，金融监管将进一步趋紧，守住不发生系统性金融风险的底线。因受到市场的强烈反馈，资管新规料将在充分的酝酿后谨慎择机推出，相关细则也将缓慢逐步落实，但预计对违规机构和个人大力加大金融反腐和金融监管力度，甚至允许部分金融机构破产。央行将继续实施稳健货币和宏观审慎双峰监管，预计央行为应对其他央行加息，将继续调高政策利率 20 个基点，同时为了维持流动性，很可能会定向或普适降准 1 个百分点。

投资有望适度恢复。中央将严格执行 50 号文和 87 号文，严查地方政府违规举债和担保，这将对基础设施建设带来了较大下行压力。但是，在城镇化带来的实际住房需求上升和补库存等有利因素作用下，部分二线城市房地产投资可能将加快。去年民间投资增长有所复苏，预计今年仍会适度反弹。居民收入快速增长和消费结构升级将继续释放需求红利，预计今年

消费仍将平稳增长。欧美复苏趋势有望延续，但特朗普贸易保护政策、人民币汇率波动等不确定因素仍较多，预计出口将继续支撑经济增长，但作用将弱于去年。

近来部分地区 GDP 数字挤水分可能为今后的经济增长提出了额外要求。我们认为，尽管十九大报告整体上并未提出具体 GDP 目标，但由于全面建设小康社会的战略目标已经确立，我们判断中央将对 2018 年度 GDP 增速维持 6.5 左右的具体要求。今年财政、货币和金融政策料将大幅从紧从严，但一旦经济增长出现显著放缓，政策调整将迅捷而强力。因此虽然存在相当多的风险点，我们认为今年 GDP 保持 6.5% 以上增速应当无忧。