

# 多重利好因素护航 国内经济发展韧性足

□中金所研究院首席经济学家 赵庆明 中金所研究院研究员 郭孟暘

今年一季度，我国经济开局良好，增速好于预期。一方面，应该看到短期内经济之所以好于预期，主要来自外需的意外大幅拉动，内生动力不足，经济仍然存在下行压力；另一方面，立足长远看，国内市场广阔且存在显著的规模效应，消费已经并将持续成为经济增长的主要拉动力，而且我国产业完整、工业配套齐全，我国商品在国际市场上将持续具有良好的竞争优势，这决定了我国经济发展回旋余地大，具有良好的韧性，有条件继续保持平稳健康增长。

## 外需对GDP拉动显著扩大

今年一季度，最终消费支出、净出口和资本形成总额对GDP增长的贡献率分别是65.1%、22.8%和12.1%，分别拉动GDP增长4.17、1.46和0.77个百分点，较去年四季度分别下降0.43、提升0.96和下降0.53个百分点，外需拉动完全对冲最终消费和资本形成的下降。正是外需的大幅转正，使得一季度增速超过市场预期。净出口的贡献率为1998年以来最高，资本形成总额贡献率为1991年以来最低。

首先，分析净出口。货物贸易顺差大幅增加。一季度，数据显示我国货物贸易进出口总值7.01万亿元人民币，比去年同期增长3.7%，这一增速较去年全年下降6个百分点。出口3.77万亿元，增长6.7%，较去年全年下降0.4个百分点；进口3.24万亿元，增长0.3%，较去年全年大降12.6个百分点；贸易顺差5296.7亿元，扩大75.2%。

出口增速大体符合去年下半年以来全球外贸形势，贸易顺差的扩大，主要是进口低迷。进出口的这一变化，在3月份尤其显著。一季度的商品贸易顺差同比扩大，主要来自3月份的意外扩大，前两个月顺差同比还有所收窄。

再从结构上分析进口情况。一季度，我国大宗商品进口金额（美元计价）同比微降0.7%，去年则是大幅增长。其中，进口铁矿砂、煤和大豆在数量上同比分别减少3.5%、1.8%和14.4%。非大宗商品（包括资本品和消费品，汽车除外，美元计价）进口金额同比下降6.2%，比去年下降幅度更大。正是由于进口金额及数量下降，推高了贸易顺差，进口的下降也印证内需尤其是消费需求的乏力。

外需包括货物贸易和服务贸易。我国长期以来是服务贸易逆差，且持续扩大，不过今年以来，应该有所收窄，这样两方面合计就导致外需对GDP拉动的显著扩大。

其次，分析消费情况。一季度，社会消费品零售总额97790亿元，名义和实际同比增速分别为8.3%和6.9%，名义增速较去年全年回落0.68个百分点，但实际增速与去年全年持平。3月份当月社零名义和实际同比分别增长8.7%和6.6%，增速较前两个月分别提升0.5个和回落0.43个百分点。

今年以来，我国居民消费疲弱也可以从其他几个角度看出端倪。今年春节黄金周，全国零售和餐饮企业实现销售额比去年春节黄金周名义增长仅8.5%，首次低于10%，增速较上年回落1.7个百分点，比上年增速多回落0.5个百分点。今年一季度电影票房收入仅185.97亿元，同比下滑8%。



新华社图片

全国居民消费增速放缓，主要是城镇居民消费增速放缓。一季度，城镇居民人均消费支出7160元，名义增长6.1%，实际增长仅有4.1%；农村居民消费尚可，人均消费支出3525元，名义增长8.7%，实际增长6.8%，跑赢GDP增速。城镇居民消费支出增速较低源于收入增速较低。城镇居民人均可支配收入名义和实际增速分别为7.9%和5.9%。农村居民收入增长较好，人均可支配收入4600元，名义和实际增速分别为8.8%和6.9%。

社会消费品零售总额实际增速较上季回升，社会消费品零售总额口径的统计中既包含对居民部门的零售，也包含对企业和政府部门的零售，但不包含除餐饮类之外的服务性消费。因此，综合考虑社零增速和居民消费支出增速，说明企业和政府部门实物商品消费零售增速小幅提升，这应该是积极财政政策的一部分，说明积极财政政策不仅是增加基建方面的投资，对全口径的最终消费也有贡献。

最后，分析资本形成情况。今年一季度，资本形成总额拉动GDP增长0.77个百分点，较去年四季度下降0.53个百分点。根据国家统计局最新公布的数据，一季度全国固定资产投资（不含农户）101871亿元，同比增长6.3%，增速比前两

个月和去年全年分别加快0.2个百分点和0.4个百分点。扣除价格因素，一季度固定资产投资实际增长2.61%，创2017年三季度以来新高。

据了解，今年以来的投资数据已根据统计执法检查和第四次全国经济普查单位清查结果，对去年同期固定资产投资数据进行修订，此次公布的增速是按可比口径计算。由于国家统计局公布的月度固定资产投资是“计划总投资500万元以上的固定资产项目投资及所有房地产开发项目投资”，且口径进行了调整，将相关数据合并来看，被剔除部分投资应该是负增长。再结合资本形成对GDP增长贡献的大幅降低，当前公布的固定资产投资增速应该是明显偏高。

根据统计，今年一季度，铁路、公路和房地产投资增速分别为11.0%、10.5%和11.8%，均较前值有明显回升。尽管去年初以来，不再公布铁路、公路投资的绝对金额，但是利用2017年一季度的数据，能够测算出本期的绝对金额，因为这两个项目的统计口径应该没有变化，所以这种测算出的金额应该误差不大。就此，笔者测算出的不包括铁路、公路和房地产的今年一季度固定资产投资增速仅有4.07%。如果进一步考虑统计口径调整的影响，不包括铁路、公路和房地产在内的资本形成对GDP拉动为零或者是负

的百分点。相关刺激政策，确实拉动了铁路、公路投资实现较快增长。

同时，分析供给端的情况，以及供给端为何能够实现较快增速。数据显示，一季度，第一、二、三产业增加值同比分别增长2.7%、6.1%和7.0%，比去年四季度分别下降0.8%、上升0.3%和下降0.4个百分点，由此来看，今年一季度GDP增速持平于去年四季度，离不开第二产业增速的加快。

综合需求端和供给端来看，供给端尽管稳定增长，在内需低迷的情况下，是靠需求端的外需来支撑。外需对经济增长的贡献大幅提升，是今年一季度增长好于预期的重要因素。

## 经济仍存下行压力

可以判断，当前经济仍然存在下行压力，难言经济已经触底，尚无法得出触底回升的判断。难言经济已经触底最主要的原因是，外需拉动不可持续。从历史数据看，2008年以来，外需拉动经济增长均没有超过1个百分点的，也没有连续两个季度维持在1个百分点之上。一季度，外需对GDP拉动的提升，主要进口低迷所致，我国出口增速并未显著提高。尽管当前我国进口低迷有一定的合理性，但是如果贸易顺差增幅过大，可能会出现阻碍甚至反制。

从一季度宏观经济数据看，刺激政策的效果似乎还未显现，当然刺激政策发挥作用需要时间（即存在时滞），尤其是财政政策方面。一季度，我国一般公共预算支出58629亿元，同比增长15%，增速较前值提高0.4个百分点，比去年全年提高5.4个百分点。当期财政支出与收入相抵，出现赤字4973亿元，而去年同期赤字仅451亿元。考虑到今年财政赤字安排，留给未来三个季度的额度为22627亿元，相比去年后三季度可用的赤字额度23349亿元反而有所减少。

个税减税对居民消费的拉动作用仍有待观察。根据国家税务总局的统计，今年一季度个人所得税减税为1686亿元，根据过往一季度个税收入占全年的30%测算，今年个税全年减税预计将在5620亿元左右。即使这部分因减税增加的个人收入全面用于消费，相对于今年将达37万亿元居民全部消费支出来看，也只有1.5%，即最多拉动个人名义增速1.5个百分点。

在固定投资方面，应该继续保持定力。去年全社会固定资产投资达到64.57万亿元，与当年GDP总量90.03万亿相比，占比超过了70%，即使按照投资率（资本形成率）测算，去年资本形成也在40万亿元左右。投资部分在GDP中占比太高是不可持续的，尤其是我国经济快速工业化阶段已经过去，经济增速进入到中低速阶段，自身对投资的需求也必然相对降低，更何况在

经济中占比仍然处于绝对地位的传统产业，产能仍然过剩，新兴产业、高新技术制造业和高技术服务业在经济中的占比仍然较低，因此投资增速回落甚至负增长不可避免。

基建及其他相关政府投资，不应该简单地以稳投资为目标、为投资而投资，还是应该侧重于“瓶颈”之处，立足长远发展需要。尽管2010年以来，我国经济增速放缓，但是就业状况良好。去年下半年以来，尽管从诸多指标看，经济出现下行压力，但是就业状况依然稳定，只要就业稳定就无需对增速回落过度担忧。经济高质量发展，需要必要的速度，但是更应该兼顾质量，防止过度逆周期调控以及造成政府部门过度加杠杆。

## 经济增长韧性十足

当前，我国经济已经转向内需尤其是消费拉动为主。2011年以来，我国消费率触底回升，最终消费（GDP支出法核算）超越投资和出口成为拉动经济增长的主引擎。相比投资和出口，消费是一个极为平稳的变量。改革开放以来的相当长一段时间里，我国主要实行高投资和外向型战略，是很多后发国家实现追赶、实现跨越式发展的有效模式，我国经济起飞也毫无例外地采用了这一模式，但是无法和不可能长期采用这一增长模式。随着经济的发展，必然转向消费为主的发展模式。

根据国际经验，当人均GDP超过8000美元时，居民消费将实现升级并成为拉动经济的主要动力。去年我国人均GDP接近1万美元，居民消费增长稳健并正在稳步实现消费升级。2018年，我国零售额已经超过美国成为全球最大的消费大国。尤为重要的，由于我国市场规模大，更容易取得规模效应，因此相对其他国家，在消费成为主引擎时，更能使经济维持较高增速。

尽管我国经济增长不再过度依赖外需，但是由于我国具有的出口优势将长期保持，外需仍将是拉动经济不可忽视的力量。我国工业体系完备，是全球唯一拥有联合国产业分类目录中所有工业门类的国家。如此完备的工业体，在国际竞争力中，这就意味着拥有别国不可能具有的成本优势，不是其他国家能够轻易取代和超越的。

从长远看，我国经济已今非昔比，已经发展成为具有广阔国内市场和国际竞争力的、回旋余地更大、充满韧性的大国经济体。随着贯彻新发展理念，随着科技创新能力的提升，我国经济结构进一步优化升级，经济发展的内在动能会更加充足和强劲。

# 强化监管问询 增加信息披露违法违规成本

□中央财经大学会计学院教授 陈运森

近年来，监管机构持续推进“依法监管，全面监管，从严监管”，强监管成为资本市场的关键词。作为市场的组织者和自律监管者，证券交易所处在监管体系的第一线，是资本市场风险防范的重要堡垒。在当前金融领域面临的问题日趋增多、防范金融风险已成为经济金融工作重中之重的背景下，交易所的一线监管责任尤为突出。

## 监管背景与统计分析

交易所可以将风险防范和排查工作贯穿于日常监管中，通过对年度报告等定期报告的全面风险排查、商誉减值风险及股价异动风险等专项风险排查来及时干预和处理各类风险因子。证券交易所可以对上市公司信息披露实施“刨根问底”的监管，及时揭露风险，必要时配合专项现场检查，并及时将违法违规线索上报证监会，从而与证监会系统形成协同监管的合力。交易所一线监管的主动出击性和及时性能够纠正违规苗头，遏制信息披露乱象，有效防范金融风险的交叉感染，防止个别公司风险外溢而引发市场系统性大起大落，从而防范化解系统性金融风险，确保整个资本市场行稳致远。

在加强上市公司信息披露监管的背景下，对上市公司各类信息披露问题进行及时问询的问询函监管，成为非常重要的一线监管方式。一般而言，问询函以交易所为主要发函机构（少数由各证监局发出），交易所在审核上市公司相关信息披露公告过程中，如果发现未达到“直接监管标准”的相关问题，会及时发出问询函，并要求上市公司在规定时间内书面回复并公开披露。对于一些尚未解决或回复不清晰的事项，交易所还会进行再次问询或“刨根问底”的多次问询，甚至启动现场调查。一般而言，问询函针对的上市公司披露问题尚不严重，并非对上市公司直接处罚，而是督促上市公司进行信息补充和回复解释，及时解决信息披露瑕疵，防范信息披露风险的进一

步恶化。

2006年，《上市公司信息披露管理办法》明确指出“证券交易所应当对上市公司及其他信息披露义务人披露的信息进行监督，督促其依法及时、准确地披露信息”。但在2013年之前，监管机构对上市公司发放的问询函及公司回函公开披露较少，这一现象因信息披露直通车改革而得到系统性改变。信息披露直通车是交易所对信息披露监管模式的革新，“直通车”开通前，上市公司所有公告发布前都需经交易所审核，不符合要求的公告在修改后才能发布；“直通车”开通后，上市公司所有财务报告均不需要进行事前审核，而是在公司直接披露后，交易所再进行事后核查。在正式开通上市公司财务报告信息披露直通车后，交易所对上市公司信息披露的监管重心转移到事中及事后监管，而问询函便是主要实现途径之一。

在所有类型问询函性质的一线监管中，交易所发放的财务报告问询函最为频繁。此类问询函一般是发函主体对财务报告进行事后审核，主要针对会计处理、企业经营等问题。除了财务报告问询函，对并购交易、关联交易、股价异动等重大事项进行的问询也越来越多了。

笔者通过交易所官方网站、万德数据库和百度等搜索引擎手工搜集了过去12年的问询函数据。自2013年起，公开的问询函数量逐渐增多，尤其是2016年—2018年，各年的问询函总数均超过1200份，其中2018年问询函总数超过2200份：财务报告问询函共计970份，并购重组问询函359份，其他类型问询函950份，所有类型问询函中财务报告问询函占比最大，约为43%。在2007—2018年的所有问询函中，深交所发函数量最多，达到4373份，其次是上交所的2954份，证监会所属证监局发放的问询函最少，只有47份，不到1%，说明问询函性质的一线监管集中在证券交易所。就官方披露信息来看，深交所在2018年全年共发出关注问询类函件2495份，而上交所则发出416份监管问询函（注意：由于分类口径不同，不同来源的统计会有少数字出入）。

除了年报、季报等定期报告发布的事后问

询，问询函还包括各类非定期信息披露的专项问询。“大风起于青萍之末”，2018年至今，涉及重大资产重组、高送转、年底突击利润、业绩预告违规、关联交易、股权质押风险、巨额商誉减值风险等专项领域的一线监管问询，把风险尽可能及时暴露并尽早解决。定期问询和专项问询让资本市场既防止“灰犀牛”风险发生，也防止“黑天鹅”风险发生。

## 有效性逻辑与证据

笔者认为，交易所所问询函性质的一线监管能够起到很好的监管效果，理由如下：首先，交易所的问询函监管具有即时威慑力。上市公司在收到问询函时即被要求向公众披露，同时要求（多数）公司书面回复的当日也进行披露。因此，交易所问询和回函的信息会即时传递给市场，引起媒体、分析师和投资者的广泛关注和激发市场参与者的监督热情，这将给公司改善披露质量带来巨大的压力。若公司在回函时对所问询的事项不能做出合理解释，交易所还随时可能启动后续监管措施，包括现场调查、向证监会提交线索等。

其次，上市公司在经历问询函监管后，为了降低未来的法律诉讼风险和信息风险，同时也出于维护自身声誉的考虑，会约束自身行为，减少后续失真信息的披露，从而提高信息披露质量。因此，问询函不仅能够降低公司管理层与投资者之间的信息不对称，进而改善公司信息环境，还能对公司控股股东和管理层进行及时的威慑，降低代理问题。同时，问询函性质的监管对于同行业、同地区的公司还具有溢出效应。

目前，针对我国问询函性质的一线监管研究还较少，既有研究主要发现：一是资本市场对收函有显著为负的市场反应，问询函被视为坏消息；在公司回函后市场有显著为正的反应，说明问询函的回函降低了信息不对称，投资者认可问询函的监管行为。

二是公司在收到问询函后被出具非标准审

计意见的频率提高，且不同特征的财务报告问询函对审计质量的改善程度不同：当问询函要会计师事务所发表核查意见、涉及内部控制、涉及问题数量越多或公司延期回函时，审计质量提高的程度更大；此外，在公司收到问询函后事务所要求的审计费用也提高。

三是公司收到问询函监管后盈余管理行为得到抑制，且若前一年收函总数越多或同一财务报告被问询次数越多，则当年的盈余管理降低幅度越大，同时问询函细分特征也会影响盈余管理程度的降低。

四是问询函还能够降低公司股价崩盘风险，而且这种影响在信息透明度较低公司中更为明显。

综合上述证据可知，交易所问询函（尤其是财务报告问询函）能够发挥较好的监管作用，但其最终监管效果的差异依赖于问询函的具体特征以及被问询公司的特征。

## 相关改进建议

尽管目前已经发现证券交易所问询函性质一线监管的初步有效性，但其作用的发挥受到一些因素的影响。笔者对证券交易所问询函性质一线监管提出如下改进建议：

一是不同发函和回函特征体现了不同的监管效果，对于同一年度多次问询、问询问题和种类多、延期回复、回函内容多，明确承认信息披露错误等类型的公司额外关注，对于词不达意、避重就轻的回函应该及时再次问询，并启动可能的现场检查等监管措施。在上市公司回函后要持续关注其信息披露行为，关注上市公司是否真正提高信息披露质量抑或是“多言寡行”，是否将尽可能多的一线监管信息及时公告，而非对于有些问询函的回函仅是报送交易所。我们也要关注为何现有研究尚未发现部分问询函特征的监管效果，比如研究发现当交易所指出的问题涉及审计、董监高信息、财务报告格式或报告发布时间、税收相关事项、关联交易、研究开发以及政府补助时，对盈余管理程度无增量影响；

二是要增加对相关责任方发表独立核查意见的频率，甚至可采用约谈等方式来加大对独立董事、会计师事务所、券商等责任主体的威慑力。

综上，风险防范是金融监管工作的重中之重，证券交易所一线监管的常态化机制是强化以信息披露为中心的上市公司监管，已经成为保护中小投资者权益和防范资本市场风险的第一道防线，这对于“牢牢守住不发生系统性金融风险的底线”具有重要意义。

威慑力。

三是问询函监管的效果依赖于企业的产权性质和信息环境，交易所应该加强对部分国有企业以及以往信息环境较差的企业的后续持续监管，要敢于重拳出击、果敢亮剑，加强后续现场检查及监管，增加其违法违规成本。

四是在扩大日常一线监管的范围和监管力度与有限监管资源的矛盾下，必须要借助大数据、云计算、区块链、人工智能等最新的信息技术，不断升级和更新智能监管系统，对上市公司信息披露行为进行动态和实时画像，确保对资本市场的持续监管和精准监管。

五是交易所之间以及与证监会系统需要形成监管合力。目前两个交易所的监管执行手段有诸多不同的地方，上交所和深交所对于问询函、关注函、意见函等一线监管措施的分类标准、范围、流程等可以进行协调和统一。同时，需要打破证券交易所处罚权限和手段有限的天花板，理清证券交易所与证监会和地方证监局的职责边界，与各地证监局进行更加密切的配合，缩小“非行政处罚”与“行政处罚”的边界，完善“提高违法违规监管效率”与“增加违法违规成本”的协调机制。

2019年，科创板的启动是资本市场的大事，在注册制背景下，公司信息披露要求尤其严格，凡是投资者价值判断相关的重要信息都必须真实、准确和全面地披露，这就对交易所的信息披露一线监管提出了更高要求。3月1日发布的《科创板上市公司持续监管办法（试行）》明确规定，交易所应当履行一线监管职责，加大现场检查力度，强化监管问询，督促科创板公司提高信息披露质量。在科创板的推行过程中，尤其要通过一线监管来及时揭示风险，同时对各方严肃追责，通过增加对信息披露违法违规成本来提高威慑力。

综上，风险防范是金融监管工作的重中之重，证券交易所一线监管的常态化机制是强化以信息披露为中心的上市公司监管，已经成为保护中小投资者权益和防范资本市场风险的第一道防线，这对于“牢牢守住不发生系统性金融风险的底线”具有重要意义。