



上交所网站供图

精准把握油价起伏 高盛雪耻挥别投行“乌鸦嘴”

□本报记者 张利静 马爽

今年4月国际原油价格大跌的背后，究竟是谁下了超级买单？近期随着部分大型机构原油投资盈利浮出水面，这一问题逐渐找到了答案。投资者惊奇地发现，在前期油价大跌中获取10亿多美元的美国投行高盛集团今年对油价的预测出奇的准确，一反其“乌鸦嘴”人设。

谁在大胆做空原油

今年4月，疫情冲击下需求预期低迷，石油市场价格战等因素零原油价格陷入剧烈波动，甚至出现一日之内从15美元跌至负40美元的罕见局面。许多抄底的投资者和机构折戟其中，空头大获其利。在如此低价之下，谁在“胆大包天”地做空？这个问题一度令市场困惑。

近期有报道称，高盛集团的大宗商品部门在油价的大跌中赚取了超过10亿美元的利润。该投行在今年3月下旬的一则报告中预测，基于“欧佩克+”减产协议的破裂，北美原油价格在不久的将来可能为负。随着4月WTI石油交割期的临近，在上述观点影响下，高盛交易员在原油市场下了大量空单。消息人士称，截至今年5月，高盛大宗商品部门获利超10亿美元，为近十年来最好的水平。

早在今年2月油价仍为55美元时就对负油价作出推断的对冲基金经理皮埃尔·安杜兰，其管理的基金安杜兰德资本在几个月的石油交易中获得了近3亿美元的回报。皮埃尔·安杜兰今年3月初公开表示，因新冠病毒影响，他已经做空了原油。

此外，瑞士信贷在3月份也曾判断油价可能为负值。但其是否在中盈利尚不得而知。

投行“乌鸦嘴”一雪前耻

投行的精准预测，害惨了一些将投行当作反向指标的投资者。一位在3月份购买了原油基金抄底的投资者告诉中国证券报记者：“当时看到一些国际投行看空油价，更加坚定了抄底的决心。”

美尔雅期货化工研究员黎磊表示，往年市场把高盛对油价的判断作为反向指标，寻找其报告中的逻辑缺陷，然后按照反方向进行交易。但今年以来，高盛对油价的判断准得出奇：3月、4月大力唱空油价，5月则由空头转为多头，6月初喊油价回调，在时间节点、方向和点位三方面都把握得很到位，今年的油价感觉就像被高盛“牵着走”一样，高盛的具有一定的参考价值。

黎磊说：“尽信书，则不如无书。投资者不要迷信国际投行的观点。对于高盛、摩根、瑞

银等投行发布的报告，除了关注最后对油价的观点，还要注意推理油价所依据的事实和逻辑，事实清楚、逻辑合理才能看最后的观点，不然很有可能成为投行的接盘侠。”

黎磊称，新冠肺炎疫情爆发以来，高盛分别在3月、5月和6月对布伦特油价发表了看法，3月3日预计将跌60美元/桶；3月17日预计将跌至20美元/桶；5月7日则开始看多油价，将二季度油价上调至25美元/桶；6月8日预计短期内油价将回调至35美元/桶。可以看出，高盛对油价的看法根据时局而变化，背后透露出其预测油价的模型和其所持有的头寸。

那么为何此前会出现预测与实际业绩经常不一致的情况呢？黎磊认为，油价是由现货价格+未来预期组成的期货价格，高盛等国际投行在跨区价格及远期曲线的基础上，通过推演未来供需变化，来预测未来油价走势。作为国际投行，高盛的研报是为交易服务的，大宗商品部门根据对油价的判断而持有大量原油期货及期权头寸，有持仓就会发生“屁股决定脑袋”的事情，大宗商品部门借助国际投行的影响力，发布利于自己头寸的报告，并借助购买报告的机构力量，来助推油价上涨或者下跌，从而在油价的大幅波动中，获利颇丰。

油价反弹难以持续

6月初，因在今年对油价预测准确而重拾声誉的高盛集团对油价提出了新的判断，其在近期报告中提到了对库存的担忧，该行分析师杰夫·库瑞（Jeffrey Currie）表示，虽然基本面有所改善，但油价下行的风险已经大增，或将下跌15%—20%。

摩根士丹利近期研报认为，当前油价的上涨不会持续太久。此次反弹似乎主要是由供应而非需求推动的，在这种背景下，炼油厂的消耗能有多强劲值得怀疑。

对于油价走势，黎磊表示，从需求端来看，目前全球复工复产让市场担忧疫情二次爆发，但各国已有了应对新冠疫情的措施，疫情再度爆发对原油需求的冲击较小。未来全球原油需求将逐步好转。供给端来看，“欧佩克+”达成了历史最大规模的减产协议，2020年6月—7月减产970万桶/日，8月—12月减产770万桶/日，并通过补偿机制来约束产油国减产执行率，叠加大美、加拿大的被动减产，原油供给收紧。

“在需求逐步好转，供给持续收缩的情况下，对未来油价依然保持乐观态度。但美国页岩油新井成本在45—50美元/桶，当WTI油价达到这一区间后，市场对美国页岩油增产冲击全球原油市场的担忧加重，国际油价下跌的风险就可能增大。”黎磊表示。

微众银行探索让利小微新路径

□本报记者 陈莹莹

6月17日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，部署引导金融机构进一步向企业合理让利，助力稳住经济基本盘。今年的政府工作报告也多次提及小微企业并明确提出“鼓励银行合理让利”“鼓励银行大幅增加小微企业信用贷、首贷、无还本续贷”等。

微众银行行长李南青对中国证券报记者表示，微众银行将进一步发挥互联网银行在普惠金融和金融科技领域的经验优势，运用科技创新探索让利小微企业融资的新路径。

数字化激活金融之水

随着区块链、人工智能、大数据和云计算等关键核心技术的底层算法研究和应用方面的优势不断释放，微众银行正运用多种举措提升服务能力，为小微企业注入更多金融活水。据悉，微众银行近日分别与国家开发银行深圳分行、中国进出口银行深圳分行就以“转贷款”方式支持小微企业项目达成合作，合计50亿转贷款，预计覆盖近万家小微企业。

“互联网银行与政策性银行优势互补、能力互补，有助于进一步扩大金融服务实体经济的杠杆效应，覆盖更多需要融资服务的小微企业。”在李南青看来，从长远来看，这种模式具有较大的挖掘空间，比如拓展联合贷款、助贷、产业链等合作方式，共同探索降低小微企业融资成本和支持实体经济发展的新模式。

北京大学国家发展研究院副院长、数字金融研究中心主任黄益平认为，数字金融明显加快了金融服务区域的拓展速度。在线金融服务平台一旦建立起来，就有“长尾效应”，增加几百万甚至几千万用户，边际成本基本为零，具

有很强的普惠性质。

以科技降成本让利小微

微众银行目前已搭建了包括人工智能、区块链、云计算、大数据等前沿技术在内的风控体系，应用于客户身份认证、智能客户服务等环节。

由于小微企业的资金需求存在短、小、频、急的特点，传统信贷较难满足他们的紧急融资需求。微众银行相关负责人对记者表示，互联网银行通过产品、服务和渠道的创新，能够提高小微企业金融服务的批量化、规模化、标准化水平，有效缓解小微企业融资的一系列痛点。

上述负责人称：“我们将完善以‘以供应商或经销商本身数字化信用评价为主，不过度依赖核心企业，不依赖抵质押’为特色的供应链金融业务体系，支持产业金融上下游小微企业的融资需求，大力推动上游应收账款融资、下游订贷贷款融资，覆盖应收、预付和存货三大类基础产品，在全力支持小微企业复工复产的同时，探索更多降低小微企业融资成本的新模式。”

以科技降成本、向科技要效益的特色做法，使微众银行得以持续让利：2019年，该行全年新发放贷款平均利率，在2018年已下降近1个百分点的基础上，进一步下降了1.84个百分点，户均利润贡献不到20元。目前，微众银行已为超30万户小微企业提供了信贷服务，累计发放贷款超过2000亿元；服务的小微企业超70%的客户来自制造业、高科技行业和批发零售行业等。微众银行延期还款优惠政策惠及4万户客户，享受优惠客户涉及金额超过180亿元；为湖北、广东、河南、浙江四省提供专项专项的“微闪贴”业务，目前贴金额达12亿元。

指数名	开盘	收盘	最高价	最低价	收盘	涨跌	涨跌幅(%)
商品综合指数		84.39			84.42	-0.03	-0.03
商品期货指数	1060.19	1055.14	1061.03	1051.2	1058.69	-3.56	-0.34
农产品期货指数	824.7	822.61	825.36	818.87	823.41	-0.8	-0.1
油脂期货指数	465.95	466.5	467.36	462.62	465.01	1.5	0.32
粮食期货指数	1320.3	1323.99	1324.87	1312.64	1318.82	5.18	0.39
软商品期货指数	682.1	680.84	683.02	677.19	680.35	0.49	0.07
工业品期货指数	1090.21	1084.68	1091.93	1080.47	1088.52	-3.83	-0.35
能化期货指数	513.33	511.8	514.14	508.21	511.21	0.6	0.12
钢铁期货指数	1616.47	1602.38	1626.08	1598.09	1616.71	-14.33	-0.89
建材期货指数	1178.17	1175.11	1184.09	1173.03	1179.22	-4.11	-0.35

指数名称	开盘价	最高价	最低价	收盘价	涨跌	结算价
易盛农期指数	868.22	869.35	860.36	866.01	3.34	864.5
易盛农基指数	1158.76	1160.76	1153.85	1159.83	3.89	1158.34

了公司治理水平，标志着中国保险业全面走向国际资本市场。

“GDR是中国太保支持上海国际金融中心建设、打造上海金融机构名片的有益实践。伦交所上市后，公司可在现有‘亚洲时段’基础上增加‘欧洲时段’，形成公司的‘全球时段’，提升中国太保在全球资本市场的曝光度、知名度和影响力，从而打造一张亮眼的上海金融机构名片。”孔庆伟对中国证券报记者表示。

围绕主业进行国际化布局

此前，中国太保宣布的GDR价格区间为每份GDR17.60美元至19.00美元。6月16日晚，太保确定最终发行价格为初步价格区间的最低价，在市场人士看来，这进一步缩减了短期套利空间。

发行规模上，在超额配售权行使之前，太保

本次发行的GDR数量为约1.03亿份，募集资金总额为18.106亿美元。其中，瑞士再保险旗下成员Swiss Re作为基石投资者认购2888.34万份太保GDR，占本次发行GDR总数（超额配售权行使前）的28.08%，且锁定三年的禁售期。

孔庆伟称：“我们引入了瑞再作为基石投资者，原则上有三年的禁售期，此外也引入了一些优质长线机构投资者，他们都表达了愿意长期持有太保GDR的期望，总体而言较好地实现了本次发行的战略目的与初衷。”

根据规划，太保本次GDR募集资金总体上将用于稳步推进公司的国际化布局及补充资本金。具体而言，一方面，将围绕保险主业，择机通过股权投资、合作结盟及兼并收购等方式，逐步发展境外业务；另一方面，搭建海外创新领域投资平台，关注健康、养老、科技等方向的布局，支持保险主业的发展。

抽屉协议捅出“大窟窿”

人保财险与玖富互诉 凸显信保困局

□本报记者 薛瑾 黄一灵

抽屉协议

业内人士分析称，双方合作的业务类型主要为网贷业务的信用保证保险，即履约保险。某助贷机构资深人士告诉记者，玖富作为助贷机构，其资金来源多是中小商业银行。在助贷机构及银行资方分别审核并确认通过借款人的借款申请后，放款银行把款项直接打到借款人的账户内。

“假如借款人借了1万元，那笔放款到账的金额也是1万元。但这1万元资金到账后，其中会有一笔数百元至几千元不等的‘保费’被‘秒转’到人保账户，自动投保于人保的‘履约保险’。”

上述人士说，从借款人账户收取的数百元至数千元的“保费”中，人保和玖富或助贷机构会有分成，约5%左右会由人保直接收取，剩余的95%左右作为玖富或者助贷机构的类似“风险备付金”。当借款人不还款时，实际并非由“保费”所购买的履约保险来覆盖逾期，而是根据抽屉协议由助贷机构所获取的“风险备付金”来先行覆盖逾期。

据介绍，借款申请的流程特别是履约险的购买告知环节都是通过助贷机构的APP完成，其中内置了贷款合同，经借款人确认后形成电子签章；而资金的划转则是自动在人保账户“转一圈”，以及扣款在人保和玖富之间分成，借款人可能并不知情，而是玖富和人保之间的“抽屉协议”。

上述人士表示：“一旦发生履约风险，玖富或助贷机构所获得的‘风险备付金’往往不足

以先行覆盖风险，理论上就需要人保的履约保险出险进行赔付。然而根据双方的抽屉协议，在面对助贷机构的赔偿要求时，人保其实也没有真实意愿来覆盖这部分风险。”

加强风控

近年来，信保业务成为不少财险公司追逐的“赢利点”，甚至已成为部分财险公司非车险业务的热门业务。尤其是前几年互联网金融势头正猛，信保业务增量迅速。以财险业龙头公司人保财险为例，2017年—2019年，其信用保证保险保费收入分别为49.42亿元、115.75亿元和122.67亿元。

虽然信用保证保险市场空间广阔，但在经济下行压力渐增的背景下，该业务的风险加速暴露，某些助贷平台坏账率逐渐攀升，部分保险公司因此“踩雷”。“顺周期产品在逆周期中遭遇困境。”有分析人士如此评论。

2019年，人保财险信保承保利润骤降至-28.84亿元，平安产险、太保产险承保利润也出现大幅度下滑；一些中小险企更是承压。业务质量下降、综合成本率上升，已成行业性痛点。

银保监会5月发布了《信用保险和保证保险业务监管办法》，要求财险公司稳步压缩存量业务风险，同时对其风控能力提出了更高的要求。

西南财经大学金融学院数字经济研究中心主任陈文表示：“在P2P暴雷和清退的行业性风险打击下，面对疫情这样的系统性风险冲击，对于财险公司而言，在开展助贷保险业务时，应当有丰年赚钱、旱年赔钱的心理准备。”

净利润为正；

二是预计市值不低于50亿元，最近一年净利润为正且营业收入不低于5亿元。

4.红筹企业股票或存托凭证在创业板首次公开发行股票上市，其市值和财务指标需符合哪些条件？

符合《国务院办公厅转发证监会关于开展创新企业境内发行股票或存托凭证试点若干意见的通知》等相关规定且最近一年净利润为正的红筹企业，可以申请其股票或存托凭证在创业板上市。

营业收入快速增长，拥有自主研发、国际领先技术，同行业竞争中处于相对优势地位的尚未在境外上市红筹企业，市值及财务指标应当至少符合下列标准中的一项：一是预计市值不低于100亿元，且最近一年净利润为正；二是预计市值不低于50亿元，最近一年净利润为正且营业收入不低于5亿元。

处于研发阶段的红筹企业和对国家创新驱动发展战略有重要意义的红筹企业，不适用营业收入快速增长”的规定。

（免责声明：本文仅为投资者教育之目的而发布，不构成投资建议。投资者据此操作，风险自担。深圳证券交易所力求本文所涉信息准确可靠，但并不对其准确性、完整性和及时性做出任何保证，对因使用本文引发的损失不承担责任。）

【编者按】为帮助投资者充分了解创业板改革并试点注册制的相关规则，深交所投教中心特别推出创业板改革系列解读文章，本文主要介绍注册制下创业板发行上市条件，敬请广大投资者关注。

市值和财务指标方面需满足哪些条件？

根据《创业板股票上市规则》，发行人为境内企业且不存在表决权差异安排的，市值及财务指标应当至少符合下列标准中的一项：(1)最近两年净利润均为正，且累计净利润不低于5000万元；(2)预计市值不低于10亿元，最近一年净利润为正且营业收入不低于1亿元；(3)预计市值不低于50亿元，且最近一年营业收入不低于3亿元。

3.具有表决权差异安排的发行人在创业板首次公开发行股票上市，其市值和财务指标需满足哪些条件？

发行人具有表决权差异安排的，市值及财务指标应当至少符合下列标准中的一项：一是预计市值不低于100亿元，且最近一年

6月17日，中国太保GDR于伦交所沪伦通板块正式挂牌交易，发行定价为17.60美元，中国太保由此成为第一家在上海、香港、伦敦三地上市的中国保险企业。中国太保董事长孔庆伟表示，中国太保GDR在伦敦的成功发行上市，不仅是公司的重大事件，更将作为东西方资本市场“互信、互助、互通、互动”的标志性事件载入史册。中国的企业要向西方同业学习，同时繁荣稳定的中国更是值得全世界投资的地方。

首家A+H+G险企诞生

中国太保GDR登陆伦交所

□本报记者 黄一灵

打造太保的“全球时段”

2019年6月17日，沪伦通正式启动。一年之后，中国太保GDR在伦交所成功挂牌上市。

据悉，中国太保的GDR发行创下沪伦通机制下多项第一：第一次使用中国会计准则的GDR，第一次采用基石投资者机制的GDR，第一次非欧洲企业得到大众持股比例豁免的GDR，第一次在沪伦两地之间实施“云上市”的GDR。

中国太保表示，作为最具品牌影响力的保险企业，发行GDR是中国太保服务国家对外开放大局的战略选择，是助力上海国际金融中心建设的重要举措，也是自身推动实现高质量发展的主动作为。本次GDR的成功发行，进一步增强了公司资本实力，优化了公司股权结构，提升

深交所创业板改革解读专栏(1)

发行上市注册制审核ABC(一)

1.深交所创业板施行注册制后，企业首次公开发行股票并上市的上市条件是什么？

发行人申请在创业板上市，应当符合下列条件：

一是中国证监会规定的创业板发行条件；二是发行后股本总额不低于3000万元；三是公开发行的股份达到公司股份总数的25%以上；公司股本总额超过4亿元的，公开发行股份的比例为10%以上；四是市值及财务指标符合《创业板股票上市规则》规定的标准(关于一般企业、具有表决权差异安排的企业、红筹企业等具体的市值及财务指标详见本文问题2、问题3、问题4)；五是深交所要求的其他上市条件。

红筹企业发行股票的，上述第二项调整为发行后的股份总数不低于3000万股，上述第三项调整为公开发行的股份达到公司股份总数的25%以上；公司股本总额超过4亿元的，公开发行股份的比例为10%以上。红筹企业发行存托凭证的，上述第二项调整为发行后的存托凭证总份数不低于3000万份，上述第三项调整为公开发行的存托凭证对应基础股份达到公司股份总数的25%以上；发行后的存托凭证总份数超过4亿份的，公开发行存托凭证对应基础股份达到公司股份总数的10%以上。

2.一般企业在创业板首次公开发行股票上市