

总第 5239 期 2019 年 04 月 24 日

标题索引

【分析专栏】

【《穆勒报告》的真实与关键】

【优选信息】

【形势要点：中国一季度宏观杠杆率上升】

【形势要点：中国央行通过 TMLF 向市场投放流动性】

【形势要点：财政部公开地方财政困难程度系数】

【形势要点：宽松货币政策转向传闻冲击地方债火热行情】

【形势要点：养老金委托投资到账速度可能会加快】

【形势要点：保险公司增加银行资本证券投资可能有损评级】

【形势要点：中国证监会首次实践应用惩罚性行政和解】

【形势要点：银行业市场失灵是民营企业“抽贷死”的真正原因】

【形势要点：科创板企业信息披露质量参差不齐是硬伤】

【形势要点：收紧的欧盟投资环境难挡中国企业投资热情】

【形势要点：香港拟将同股不同权企业纳入互联互通机制】

【市场：为什么今年港股的买气不如内地市场？】

【市场：港交所正研究推出“单日杠杆证”】

【市场：美股两大指数创历史新高】

【形势要点：去年美国银行业盈利好于欧洲同行】

【形势要点：日本海外信贷扩张“低调地”超越中国】

【调整和修正】

【调整和修正】

【每日数据】

【每日数据】

【分析专栏】

【《穆勒报告》的真实与关键】

现在有关《穆勒报告》和特朗普通俄门调查的结果，众说纷纭，不着调和不可靠的新闻报道比比皆是，乱七八糟的舆论噪声中，到底这个穆勒报告有哪些真实与关键呢？这里加以综合和概括：

1、穆勒报告的结论与内容是必须分开看待的。报告的结论是，调查无法证实，特朗普竞选团队成员与俄罗斯政府在干预大选的活动上有共谋或合作。注意，关键词的重点是“共谋”与“合作”无法证实，而并非“没有关系”。因为从报告的内容方面来看，该报告呈现了俄罗斯与之存在的大量而复杂的关系。

2、调查发现，俄罗斯政府以“广泛及系统性”的方式干预了 2016 年美国总统大选，“确认了俄罗斯政府与特朗普竞选团队之间无数的联系”。这些联系包括商业关联、向竞选团队提出帮助、邀请当时仍是总统候选人的特朗普与普京会面、邀请竞选团队成员与俄罗斯政府代表会面等。报告指出，俄罗斯方面认定，特朗普当选会对他们有利，并以此为目标作出努力。而特朗普竞选团队也认为，俄罗斯爆出的信息会对特朗普的选举有利。事实上，俄罗斯在核心信息运用方面，表现出惊人而成熟的操作能力，目标清晰、协调一致、成效显著。

3、报告证实中国与美国总统大选完全无关。报告中仅有四处连带提及中国，其中一处关于特朗普前竞选经理保罗·马纳福特（Paul Manafort）。在特朗普胜选后，马纳福特表明自己对政府工作没有兴趣，宁愿留在“外围”，利用他在竞选过程中与特朗普以及幕僚们建立的关系，谋取商业利益。报告称，马纳福特似乎履行了这一计划，他随后在中东、古巴、韩国、日本及中国，演讲解释特朗普上任后的方针以换取报酬。提到中国的另一处，是特朗普在 2016 年 12 月的言论。他当时回应媒体关于俄罗斯干预大选的报导，称指情报机关还没查清谁是背后的黑客，“不知道是俄罗斯，还是中国，或是其他人。”事实上，该报告证实了中国的单纯和清白。

4、穆勒调查了十项特朗普可能涉及干预司法的行动，但无法就此得出法理性结论。穆勒在报告中写道，“这份报告无法就总统是否犯罪得出结论，但也没有为总统正名（exonerate）”。报告指，特朗普曾试图解职穆勒，并多次尝试影响他的调查，但司法部长塞申斯顶住了压力。

5、特朗普本人虽然有些激动，但基本应对得当。穆勒团队曾寻求与总统特朗普进行自愿式的面谈。然而，在超过一年的讨论之后，特朗普拒绝接受面谈。特朗普就俄罗斯相关问题提供了书面回答，但拒绝回答关于干预司法、当选到就任前过渡期间的问题。

6、穆勒的调查总共抓了 35 个人。其中，最关键的人物是罗杰·斯通，他涉及到大量的俄罗斯关系，包括与俄罗斯情报部门的关系，黑客事件、串谋以及干预司法。作为特朗普的长期顾问，穆勒的调查居然没有打开罗杰·斯通的大门，也让人感觉不可思议。最重要的是，穆勒无法证明所有这些与特朗普相关的涉案人士涉嫌或承认的罪名与“通俄”有关。换句话说，穆勒是用“逻辑泥沼”解脱了特朗普。

最终分析结论（Final Analysis Conclusion）：

通俄门调查由美国司法部特别检察官罗伯特·穆勒（Robert Mueller）主导，历时 22 个月，在上月完成，在 4 月 18 日公之于众。报告全长 448 页，大概仅有 6%不宜公开的内容被涂黑遮挡，并标明需要遮挡的原因。美国民主党渴望从调查报告本身打开口子的努力，很难成功，因为即便这 6%的内容公布，他们恐怕也会失望。从政治策略的角度看，美国民主党实际陷入了一片混乱当中，存在着误判，主导权目前在共和党一边。（ACG） 回到目录

【优选信息】

【形势要点：中国一季度宏观杠杆率上升】

华泰固收最近表示，过去一两年，通过强有力的金融防风险、去杠杆措施，宏观杠杆率得以有效控制。但在一季度经济企稳的背后，我们也观测到了宏观杠杆率的明显回升。与去年四季度相比，整体宏观杠杆率上升 4.7%。可见，虽然逆周期政策对经济企稳起到了一定的作用，但是与历史类似，逆周期政策的实施往往会带来宏观杠杆率的上升。杠杆率仅仅是一个表象指标，深层次的含义是经济结构的失衡、债务依赖的增长特征，这与高质量发展要求及转型的长期目标相背离。本轮杠杆率提升主要是企业（尤其是房地产企业）杠杆和政府（尤其是地方政府）杠杆的上升导致。地产投资是支持一季度经济企稳的核心力量，地产企业 3 月国内贷款同比回升 3.0%，由于近期热点地区销售转暖，抓紧继续扩张，资产负债率得以提升。由于地方政府承担着基建等更多逆周期调控等政策职责，地方专项债提前发行，2019 年一季度地方政府杠杆率为 30.3%，同比上涨 2.1%。而中央政府杠杆率较为平稳，在 0.6% 区间范围内略有波动。可见，宏观杠杆率上升与政策取向相悖，政策对杠杆率的容忍度有限。华泰认为在高质量发展和政策定力背景下，经济的逆周期调节政策力度与杠杆率提升需要权衡考量。这对经济增长层面的启示是，政策根据形势相机抉择，经济托底但很可能缺少向上弹性。（LWHX） 回到目录

【形势要点：中国央行通过 TMLF 向市场投放流动性】

央行 4 月 24 日早间开展定向中期借贷便利（TMLF）操作 2674 亿元，无逆回购操作，当日有 1600 亿元逆回购到期，全口径统计下，公开市场当日净投放 1074 亿元。央行此次 TMLF 操作期限为一年，到期可根据金融机构需求续做两次，实际使用期限可达到三年。操作利率为 3.15%，与上次操作利率持平，比中期借贷便利（MLF）利率优惠 15 个基点。对此，光大

证券首席固定收益分析师张旭表示，4月24日，并无MLF等中长期工具到期，人民银行却“超预期地”投放了TMLF。从工具所具有的调结构功能、资金的期限、操作所带来的信号作用、资金的成本、操作的灵活性这5个维度来看，TMLF是最适于当前金融环境的工具。张旭表示，本周周初是进行TMLF的良好窗口，该时段投放TMLF资金可以平抑货币市场利率的周期性波动，有助于破解信贷投放的流动性约束。江海证券认为，随着基本面回暖趋势确定，降准等货币政策宽松操作短期内已基本无望，前期因“中小银行较低准备金框架”重新燃起的宽松预期大概率将再次被证伪，利率仍将面临调整压力。（LWHX） [回到目录](#)

【形势要点：财政部公开地方财政困难程度系数】

每年中央给地方一笔庞大资金分配给地方时，会考虑地方财政困难，财政部设置了财政困难程度系数，最近一份文件则首次公开了36个省（自治区、直辖市、计划单列市）的财政困难程度系数。4月23日，财政部公布了《关于下达2019年中央财政城镇保障性安居工程专项资金预算的通知》（下称《通知》），将近700亿元城镇保障性安居工程专项资金分配给36个省市。其中《通知》的附件在这笔资金分配表中，列出了36个省市的财政困难系数。财政困难系数根据地方“保工资、保运转、保民生”支出占标准财政收入比重及缺口率计算确定。中西部财政困难系数相对高，东部相对低。数据显示，青海财政困难系数最高，为90.00。紧随其后的分别是宁夏、西藏、甘肃，均超过80.00。财政困难系数在70-80之间分别是广西、新疆、黑龙江、贵州、海南、吉林、云南、河南、湖南、江西、陕西、四川、山西、安徽和内蒙古等15个地方。辽宁、湖北、河北、重庆、福建、山东6地财政困难系数在60-70之间。财政收入连年居首的广东财政困难系数是51.71。这一系数低于50的，按高低排，分别是浙江、天津、深圳、大连、江苏、厦门、宁波、上海、青岛和北京。北京财政困难系数最低，为20。从各地财政困难系数高低排名，不难看出地方财政问题与经济状况有很大的关系，中西部省份财政困难系数较大，而东部发达地区则较小。（LWHX） [回到目录](#)

【形势要点：宽松货币政策转向传闻冲击地方债火热行情】

今年3月22日起，宁波、浙江、四川、陕西、山东、北京先后通过财政部政府债券发行系统，发行面向商业银行柜台市场的地方政府债券，柜台销售额合计68亿元。当初的销售情况非常火热。3月25日，宁波债券和浙江省债券拔得头筹，正式在柜台发售，两只债券备受市场追捧，10分钟内已被抢购一空。未料到热潮过后，7只地方债的表现让投资者大跌眼镜，齐齐击破100元面值。其中4只在99元至100元之间，价格最高的为19宁波债03，最新面值为99.66元，剩余期限2年339天；19山东债14为99.51元；19浙江债04为99.05元；19陕西债05则为99.03元。对于地方债的破发，业内人士表示，主要是市场变化导致的，由于近期公布的经济数据向好，以及中共中央政治局会议释放货币政策可能逆周期调控有所收紧的信息，债券市场利率有所调整上升，导致债券价格下跌。地方债的利率变化也跟随整个债券市场的变化进行调整，短期内价格有所波动跌破面值。这显示的是，国内市场整体仍相较脆弱，即使经济数据有变好，但是对于负面消息的承受度仍低。这次地方债的下跌，甚至可能会影响未来地方政府发债筹资的能力。货币政策收紧的消息传出后，市场反应剧烈，股市、债市都出现负面信号，显示目前的经济形势恐怕还没有好到能收紧宽松政策的地步。这对政策部门来说也是一个提醒：市场信心还很脆弱，千万不能因为一季度6.4%的增速而过于乐观。（RSJJ） [回到目录](#)

【形势要点：养老金委托投资到账速度可能会加快】

随着老龄化加剧，国内养老金缺口问题日益令人担忧。4月23日，在人社部举行的2019年一季度新闻发布会上，人社部新闻发言人卢爱红指出，基金投资运营和监督管理工作进一步推进。截至一季度末，17个委托省（区、市）签署的8580亿元养老金委托投资合同中已有6248.69亿元到账投资运营。继续推动职业年金基金市场化运营工作，进一步加强年金市场监管。对比上季度养老金委托投资数据，今年一季度委托投资的省份数量和合同额没有变化，已经到账的资金增加了198.69亿元。相关专家表示，一个季度到账不足200亿元，与去年相比确实相差较多，并且与已经签署的合同规模相比，还有2300多亿元的资金尚未到账，因此后面三个季度到账速度可能加快。下一步还没有进入养老金投资行列的省份，将会积极进入养老金投资的行列。因为养老金有结余的省份存在养老金保值增值的压力，而存在养老金缺口的省份更加需要运用养老金投资来达到增值的目的，来缩小缺口。（RYZX）[回到目录](#)

【形势要点：保险公司增加银行资本证券投资可能有损评级】

穆迪投资者服务公司表示，2018年中以来，中资银行的资本募集步伐加快，2019年将保持这一旺盛势头。新引入的永续债或将成为未来发行的主力，进而吸引更多投资者，尤其是保险公司。穆迪副总裁、高级信用评级主任诸蜀宁称，资本发行规模扩大对银行具有正面信用影响，并将有助于其满足因实施损失吸收率及相关要求所造成的资本需求。穆迪表示，银行已扩大资本证券的发行规模，每季度发行额超过人民币2000亿元（合299亿美元），支持未来发行的因素包括此前发行的可赎回证券需要再融资、损失吸收率及相关规定的额外缓冲资本要求，以及贷款增长加快。中国的4家全球系统重要性银行将积极使用永续债提高资本水平，而有望成为国内系统重要性银行的股份制商业银行则将侧重于募集核心一级资本，从而满足1%缓冲资本的额外要求。此外，保险公司对银行资本证券的投资不断增长。在引入银行永续债的同时，中国政府采取的政策导向为保险公司和国际投资机构购买银行资本证券创造便利条件。但是，增加投资银行资本证券对保险公司具有负面信用影响，原因是这或将提高其与非保险金融体系的关联性风险。（RYZX）[回到目录](#)

【形势要点：中国证监会首次实践应用惩罚性行政和解】

4月23日晚间，证监会发布消息称，近日，证监会与高盛亚洲、高华证券等9名主体达成行政和解。该案是证监会自2015年开展行政和解试点以来的首次实践应用。据协议，高盛亚洲等申请人交纳行政和解金1.5亿元人民币，并采取必要措施加强相关公司的内控管理，证监会按规定终止有关调查和审理。据了解，采取这种执法方式的既有发达市场国家和地区（比如英国、美国、新加坡、德国等），也有新兴市场国家（比如巴西等）。我国台湾和香港地区也有专门的行政和解制度。在巴西大约有30%的证券案件以这种方式结案，英美两国更是高达80%-90%。美国2014年处理的美国银行违规销售抵押贷款担保证券案件，就以166.5亿美元的“天价”和解金达成了和解协议。行政和解已经成为境外许多国家和地区在金融、反垄断、反倾销等商事领域的常用执法方式。证监会今后在应用行政和解方面，仍需向欧美学习。随着中国市场扩大，更多的国内外机构会参与进来，因此需要为他们立规矩，增加玩家的违法违规成本。（RYZX）[回到目录](#)

【形势要点：银行业市场失灵是民营企业“抽贷死”的真正原因】

“抽贷死”是中国民营企业面临金融风险之一。一些民营企业在得到银行的放贷承诺后，又

被突然抽贷，造成原本用来过桥的高息贷款变成长期贷款，最后资金断裂而死。那么为什么会出现这样的情况？近日有分析认为，这是由于中国的银行实在是太多了。据统计，目前中国总计有 3 家政策性银行、5 家大型商业银行、1 家邮政储蓄银行、12 家股份制商业银行、133 家城市商业银行、5 家民营银行、859 家农村商业银行、71 家农村合作银行、1373 家农村信用社、1 家中德住房储蓄银行、1311 家村镇银行、48 家农村资金互助社，总计 3822 家银行。银行间的竞争同样是极为惨烈的，不抢着给优质客户授信意味着没利润，不抢着抽贷可能会导致巨额的不良，所以不管是放贷还是抽贷都呈现出类似于无头苍蝇一样的情况。这样的现象意味着中国的银行业市场已经失灵了。中国的银行之间的竞争是无序的，而这一点，也正是“融资难”和“抽贷死”的真正原因所在。分析称，要从根本上解决这一问题，需要进行结构性改革。例如继续大量增加银行的数量，并且取消对银行坏账的隐形兜底，允许银行破产。或者成立政府背景的融资担保平台以及银行间协调机构，专门解决“融资难”和“抽贷死”的问题。（RWSH） 回到目录

【形势要点：科创板企业信息披露质量参差不齐是硬伤】

据上交所披露，截至 4 月 23 日下午，上交所科创板上市审核中心共计受理企业申请 90 家，已发出首轮问询 72 家。并已有 3 家企业提交了首轮问询回复。尽管大部分企业仍能按照要求编制招股说明书，但同时招股说明书质量参差不齐，还存在一些比较突出的共性问题，与试点注册制改革要求以及市场各方期待还有一定差距。据上交所的分析，上述比较突出的共性问题，主要表现为五个“不够”。一是对科技创新相关事项披露不够充分。二是企业业务模式披露不够清晰。三是企业生产经营和技术风险揭示不够到位。四是信息披露语言表述不够友好。五是文件格式和内容安排不够规范。招股说明书存在的上述问题，有的是多年来习惯做法所致，有的与准备科创板发行上市申请、编制招股说明书的时间仓促有关。不过，发行企业应认识到，在以信息披露而非审核为重点的科创板，招股说明书的质量是上市成败的重要因素，也是促成资本市场健康发展的一个重要环节。（RSJJ） 回到目录

【形势要点：收紧的欧盟投资环境难挡中国企业投资热情】

中国贸促会研究院 4 月 24 日在北京发布《欧盟投资环境报告》。《报告》指出，不断趋严的欧盟投资环境在三个方面给中企在欧洲的投资带来了挑战：一是投资受限领域随时增加，二是企业合规成本日益上升，三是加剧了企业的运营困难。《报告》的调查显示，88.89%的受访企业希望欧盟更大程度开放市场，43.59%的受访企业希望在欧盟获得国民待遇。尽管欧盟在不断收紧外资审查，但中国企业对欧盟的投资意愿实际上还是很强烈的。《报告》的调查

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_12922

