

Opinion

Observer 上证观察家

通用汽车已经走到了尽头,无法在目前通过市场运作寻找到的买家卖出好价格和得到好条件,但等待市场环境慢慢变好后,美国政府还是会想方设法在通用汽车上做文章,直到卖出一个好价格拿回救市成本为止。通用的百年兴衰路告诉我们,企业在做大做强时,一定要考虑持续发展能力,企业发展的核心动力是把握市场发展脉搏,加强创新,建立标准,再牛也不能吃老本。

通用汽车国有化只是权宜之计

一个世纪以来,美国通用汽车始终是美国制造业辉煌时代的象征,是美国经济称雄世界的旗号。它的企业运作战略也早成了全球工商管理学院的经典案例。不夸张地说,很多日、欧汽车企业都是看着通用、想方法设法追赶通用而慢慢地成长起来。但是,正是这个曾经独步全球的巨人业绩,渐渐让它忘记了行业竞争的残酷性和立足于市场的永无休止的创新意识和控制成本的管理能力。在繁荣时代盲目的产业链扩张,终于导致了它抵御流动性危机能力的丧失。当去年美国次贷危机演变成系统性的流动性危机时,因为无法筹集到足够的款项和通过可观的盈利来支撑庞大的成本支出,而这在繁荣时代简直是不可想象的事情,不说它自己的金融集团的资金补偿机制,就是各大银行也会拼命找他们贷款。可现在,美国政府已经没有办法拿出足够的纳税人的钱财来挽救这个庞然大物,所以,通用汽车就无法再度获得“大而不倒”的幸运结局了。

通用汽车中请破产保护,更大的震动是对美国经济乃至世界经济的影响,以笔者之见,这主要体现在以下几个方面:一是告诉世人流动性危机对实体经济部门的渗透力和杀伤力,所以,政府及早输血对挽救局势的恶化和保持市场的信心至关重要;二是庞大跨国企业的破产不仅对美国的就业市场,而且对全球的就业市场都会产生直接和间接的负面作用;三是世界汽车产业格局正在迅速变化,日后围绕通用的重组并购的资本运作将会非常活跃,国际汽车市场的占有率会更加倾向于低能耗的日、欧企业,这也将为美国开发下一时代的新一代新能源标准的汽车扫除障碍。对于中国的新型企业,也可通过一定的资本运作借通用百年打造的品牌来进入国际高端企业消费市场。最后,对于市场未来的预期也会产生不可忽视的影响。有好的一面,比如,传统制造业的退出等,也有坏的一面,比如,围绕通用破产的市



美国汽车三巨头的沉沦将推动美国汽车消费模式的转型。更节能环保、更安全的日系小型车会成为全球市场的技术潮流和发展方向。或许在电动车等新能源汽车领域,美国还有重新争霸的机遇。

当前商业银行的四大风险

仇高攀

“保增长”的各项措施初见成效,为商业银行稳健发展创造了良好的外部环境,也使资本市场对上市银行信心明显恢复。但眼下商业银行的经营仍面临不小的考验,当前尤其要关注四个方面的风险:首先是中长期贷款的信用风险。中长期对公新增贷款的结构,有两个显著特点:在行业结构上,大部分投向了交通运输和城市建设等领域,在区域结构上,投向中西部的比重显著提高。这样的结构特征,既是商业银行执行政府政策的体现,也是商业银行追求自身效益的内在要求。同时,上述贷款大都由各级政府提供显性或隐性的担保,在我国政府赤字占GDP比重不到3%、地方政府发债严格控制的情况下,银行贷款总体风险基本可控。但是,一旦遇到各种不利项目,仍应具体分析。例如,对于非公益性项目,其市场前景如何,第一还款来源是否有保障?中长期贷款的期限设定、还款安排是否与项目的现金流相匹配?当地政府的财政收支状况和趋势如何?政府的担保承诺是否能及时、足额兑现?等等,都还有相当风险。

其次,票据融资的风险。去年11月以来,商业票据融资持续大幅增加,占商业银行对公新增贷款的总量均在30%以上。票据融资期限短、流动性强、“攻守兼备”,便于商业银行在尽早“抢占规模”的同时,应对政策和政策变化的不确定性,但与此同时也加大了风险隐患。部分票据是融资性票据,没有真实的贸易背景,贴现资金辗转流入股市的可能性不能排除;如果金融机构出于追讨

求短期业绩的考虑,盲目做大票据规模,还可能引发操作风险,甚至形成案件。再者,资产负债期限错配的风险。目前,我国商业银行中长期贷款占全部贷款的比例已超过50%,从中期看,有理由认为商业银行中长期贷款的比例将有所上升。而去年以来,受资本市场低迷、企业信心不足等因素的影响,商业银行存款定期化的态势明显,在一定程度上缓解了其资产负债期限错配的问题。但应当看到,与贷款长期化的趋势相比,存款定期化的趋势更容易“反转”。随着经济进一步复苏,存款平均期限正逐步缩短,而贷款平均期限的拉长是一个中长期趋势,商业银行资产负债期限错配的问题会进一步显现。

通用汽车中请破产保护,更大的震动是对美国经济乃至世界经济的影响,以笔者之见,这主要体现在以下几个方面:一是告诉世人流动性危机对实体经济部门的渗透力和杀伤力,所以,政府及早输血对挽救局势的恶化和保持市场的信心至关重要;二是庞大跨国企业的破产不仅对美国的就业市场,而且对全球的就业市场都会产生直接和间接的负面作用;三是世界汽车产业格局正在迅速变化,日后围绕通用的重组并购的资本运作将会非常活跃,国际汽车市场的占有率会更加倾向于低能耗的日、欧企业,这也将为美国开发下一时代的新一代新能源标准的汽车扫除障碍。对于中国的新型企业,也可通过一定的资本运作借通用百年打造的品牌来进入国际高端企业消费市场。最后,对于市场未来的预期也会产生不可忽视的影响。有好的一面,比如,传统制造业的退出等,也有坏的一面,比如,围绕通用破产的市

百年老店重整 考验奥巴马政府智慧

通用汽车6月1日最终如克莱斯勒一样递交了破产保护申请,而结束了此前数月有关通用汽车命运的猜测,而奥巴马政府在通用汽车破产重组中所扮演的角色也才刚刚开始。能否顺利完成通用汽车破产重整的计划,重建美国的汽车工业,将是奥巴马政府面临的新一轮智慧考验。

尽管依靠了广大的蓝领支持,奥巴马得以最终成为美国首位黑人总统,但是,作为奥巴马政府所面临的困境,却使奥巴马不得不在让其继续苟延残喘还是断臂重生之间作出抉择。前者有助于稳定民主党的群众基础,但美国政府将不得不承担对汽车工业供血以维持其生存,形成吞噬美国财政收入的巨大黑洞,而后者无可避免地会触及大量依靠汽车工业产业的美国人的就业问题。在美国失业率持续攀升之际,选择后者无疑需要极大的勇气和决心。

在奥巴马政府最终作出让通用汽车破产重整的决定之后,通用汽车进入了与工会、债权人以及其他利益方艰苦的谈判之中,工会和债权人一度寸步不让,希望通过强硬的态度和在国会游说使奥巴马政府最终放弃通用汽车破产重整的计划,然而,在6月1日的大限来临之前,工会和债权人先后作出了妥协,通用汽车因而得以顺利进入破产重整程序。

在工会和主要债权人达成基本一致的情况下进入破产重整程序,意味着通用汽车的重整进程将会相对顺利,避免了在法律上陷入持久的纠纷状态,这一妥協结果为通用汽车在短期内快速完成重整,减少因为谈判扯皮而产生的内耗奠定了有利的基础。对于奥巴马政府来说,这是个不折不扣的好消息,至少让其再度投入的301亿美元的风险程度大为降低。

然而,对于奥巴马政府来说,如果接二连三花费了美国纳税人超过500亿美元的通用汽车不能顺利完成重整,或者在重整后无法在预期时间内达到盈利目标,从而使美国政府最终难以从通用汽车全身而退,那么奥巴马政府的支持度恐怕将会大打折扣。

在持有60%的通用汽车股权之后,美国政府已经成为其最大的股东,尽管奥巴马政府坚决表示无意参与通用汽车的日常管理,而会让专业人士经营和管理公司,避免其打上华府的烙印。但正如艾森豪威尔总统在1953年任命通用汽车公司总裁威尔逊为国防部长时,记者所质疑的那样,被称为“发动机修理”的威尔逊是否可以作出对美国有利但对通用汽车不利的决定呢?这种华盛顿政治圈和企业之间的交互融合,无可避免地会带来利益上的取向冲突。在白官宣布的政府管理私营公司的四原则中,世人已经看到了这种矛盾所在。一方面,白官不打算干预企业的日常经营,但另一方面,政府有权保护纳税人的利益,当这两者发生冲突之时,无论天平向哪一方出现倾斜,都将影响通用汽车的正常运营。而美国政府在通用汽车的重整介入,也将会影响到包括是否倾向更多的雇佣美国员工、购买美国自产的原材料以及给予通用汽车过度的税收以及法律保护的诸多问题。关于通用汽车是否存有贸易保护主义的议题恐怕也将会贯穿今后一个时期的各国汽车工业的论战之中。

通用汽车肩负了几代美国人的希望与梦想,奥巴马政府虽然引导其进入破产重整程序,但目的依旧是为了通过破产重整,降低企业的财务成本负担,改变其经营模式,最终重建一个健康的新通用汽车。因此,美国政府深度介入通用汽车的重整看似无奈,实属必然,而通用汽车破产重整的最终成功与否,也将会决定奥巴马政府能否继续赢得美国纳税人的支持。

(作者单位:东航金融)

然而,对于奥巴马政府来说,如果接二连三花费了美国纳税人超过500亿美元的通用汽车不能顺利完成重整,或者在重整后无法在预期时间内达到盈利目标,从而使美国政府最终难以从通用汽车全身而退,那么奥巴马政府的支持度恐怕将会大打折扣。

然而,对于奥巴马政府来说,如果接二连三花费了美国纳税人超过500亿美元的通用汽车不能顺利完成重整,或者在重整后无法在预期时间内达到盈利目标,从而使美国政府最终难以从通用汽车全身而退,那么奥巴马政府的支持度恐怕将会大打折扣。

然而,对于奥巴马政府来说,如果接二连三花费了美国纳税人超过500亿美元的通用汽车不能顺利完成重整,或者在重整后无法在预期时间内达到盈利目标,从而使美国政府最终难以从通用汽车全身而退,那么奥巴马政府的支持度恐怕将会大打折扣。

Column 专栏

消除不适当的人为制度障碍,让增量发行和存量发行各得其所,是全流通时代的中国股市稳定健康发展的题中应有之义。与其让需要退出的那部分国有股做偷偷摸摸见风使舵拔脚开溜的大小非,不如让“存量发行”给它一个进得光明正大,退得光明正大的出路。一旦引入了“存量发行”,全流通就成了信息上相对更透明、流通上相对更自由、利益上也相对更公平的市场制度。

没有存量发行,就没有真正的全流通

黄湘源

尽管从理论上讲,沪深两市自从股权分置改革基本告一段落以后,便已逐步进入全流通时代。但是,人们即使每天都会看到原来的存量股份即“大小非”“大小限”变为完全解禁了的新流通股,一提起“存量发行”,却又无不本能地会产生某种说不出的紧张。“存量发行”,说到底不就是“全流通”么?紧张什么呢?

因为人们对曾经被一条叫做“国有股减持”的蛇咬过一次记忆太深,所以至今还对“存量发行”耿耿于怀。2001年6月12日出台的《国有股减持规定》,即使只是按新股发行以及增发时10%比例存量发行国有股,但在当时股权分置的情况下,人们仍然为其所带来的巨大的流动性扩容压力而惊恐,更重要的是,入市成本极低的国有股的市价减持直接侵害了现有流通股投资者利益,因而不可避免地引发股市大跌。从2001年6月12日实施到2002年6月23日暂停,上证指数最大跌幅40%,总市值损失约18000亿元。

2005年和2006年初,有关部门曾数次试图探讨在新股发行中引入“存量发行”的话题,每次都因市场的激烈反对而

不了了之。与此同时,以对价换流通股为主要内容的股权分置改革却获得出人意料地进展,只用了不到两年的时间就宣告基本成功。对价方式本质上也是一种变相的“存量发行”,只不过作为流通股溢价的获得方对另一方有所补偿,同时也由于对流通股的释放“锁一爬二”,从而在一定程度上缓解了市场的流通扩容风险。

但市场为什么能够接受对价方式的“存量发行”,却难以一下子就接受直接的IPO“存量发行”呢?这里面也许有一些值得探讨研究的问题。

首先,存量发行和增量发行是否同价?存量发行的股份能否同时上市?如果既同价且又同时上市对二级市场又将产生怎样的影响?如果回答是肯定的,那就是在现有新股发行制度的发行机制和定价机制没有根本性改变的状态下,“存量发行”必然会使发行价可能更低,这当然会给有资格参与询价和网上认购的机构投资者带来一二级市场套利机会;没有资格参与询价的众多小股民,就只能眼睁睁看着别人赚钱了。

其次,“存量发行”的好处说是不圈钱,即使公司真的不圈钱,但发行上市各种费用大为增加,上市公司却不能筹到一

分钱,除了方便大股东“套现”之外,真不知道这样的“存量发行”对上市公司有什么好处?再说,也没有谁能保证存量上市以后也不“圈钱”。届时,如搞个增发或定向增发什么的,不是既很合法也很合规的么?

其实,平衡一二级市场价格鸿沟的责任本不该由“存量发行”来承担,而是应该由新股发行制度的市场化改革来完成。新股发行制度的市场化改革如果做不到位,逻辑上一级市场的发行定价和二级市场的交易价格都应该客观地反映市场对公司投资价值的认可,同时也客观地反映对需要暂时受到流通性限制的那部分股份未来进入流通时的市场预期。如此,则谁推不推“存量发行”,就不至于对价格机制构成特别影响。相反,如果新股发行制度改革依然存在利益输送机制,那也就不仅无法遏制一级市场的既得利益者把二级市场当成抬价套现的场所和机会,而且也无法从根本上通过缩小流通性溢价剪刀差来消弭大小非或大小限对二级市场的流通性冲击。如此,则不妨直接进入“存量发行”,看大机构大资金独霸天下的打新偏好还能吃多久?由此而言,“存量发行”的引入,反而是对新股发行体制改革的促进。

解禁股恶咒 渐行渐远

陈宁远

A股6月第一天开门红,两市创出长达7个月的本轮反弹新高。可是7个月前,对解禁股的忧虑却充斥各类媒体,包括“大小非”在内的各种解禁股,是市场各路好汉义愤填膺最好的理由,可以借此痛斥解禁股造成了A股暴跌。但随着市场次第上涨,解禁股恶咒似乎渐行渐远。不过假如A股市场一旦波动,解禁股,尤其是股权分置改革的限售股“大小非”的解禁,是否还会成为罪魁祸首?却也难以预料。

因为沪深股市暂时还绕不开这个历史性的话题,市场最中性的态度也认为,这是股改带来的制度成本,消化这个成本的过程至少还要延续到2010年。今年下半年,7月和10月有两次超大规模的解禁高峰。若届时股市大跌,很难说“大小非”不会再次成为众矢之的。

把“大小非”拿来当A股上涨的限制和下跌的动力,尤其看成败决定性原因,是将复杂问题简单化了。目前的数据统计,并不能显示解禁股和大盘趋势有什么明显的相关性。

比如解禁股恶咒最强的是去年下半年,那时市场一古脑把A股的暴跌归罪于此。但中国证券登记结算公司2008年下半年的数据,却无法显示这其中有什么直接关系——

去年7月有72亿股解禁,当月涨幅1.45%;8月解禁286亿股,当月跌13.63%;9月“大小非”解禁量大幅下降为36亿股,但9月前半月的跌幅超过8月。即使“9.18”政府救市的政策出台后走了7个交易日的暴涨行情,全月的跌幅仍为4.32%。这三个月的波动,无法说明整个季度的下行趋势,一定是解禁数量影响下的结果。

此后,降息、国十条政策出台,再大幅度降息,大盘随之震荡向上,但四季度的解禁数量达633亿股,大大超过三季度395亿股。然而,除了没有明确政策出台的10月暴涨24.63%,11月涨8.24%,12月开门红后一度大涨突破2000点,后微跌2.69%。虽然整个四季度比三季度微跌3.08%,但市场强弱还是能够判高下的。

进入今年,解禁股恶咒已完全无法阻挡市场向上态势。

今年前5个月,沪深股指收了5根月阳线,其中解禁股最多的3月(404亿股),相当于1月(131亿股)、2月(140亿股)解禁量的3倍,差不多是4月(274亿股)、5月(299亿股)的1.5倍,但3月涨幅是5个月中最大的,近14%,是唯一涨幅超过10%的月份。而且今年整个一季度解禁股的数量为680亿股,几乎相当于去年三季度的一倍,也比去年四季度多近20%,但今年整个一季度股市场强势明显,涨幅超过27%,是全球最抢眼的一个。这样一个幅度的涨势,放在任何一轮牛市中,都不逊色。

对解禁股今年的密集上市流通,当然应该谨慎看待。但对它与股市趋势下什么相关性的结论,也许为时尚早。那些最激烈的反对理由认为,解禁数量密集上市,改变了市场短期的股票供应量,从而降低了中国股市估值中枢。但这个说法没有说服力。

因为金融产品,尤其是股票的成本、价值和数量从来都是动态的,并不完全按照供应量大、价格就一定低的一般物产产品的规律,来表现其价格和供求关系的波动。牛市来临,价格甚至随着股票供应量增加而快速上涨,熊市则有相反。

这一点,IPO和公开增发反应最敏感,最能反映金融产品这个特性。2007年密集上市了那么多企业,市场没有谁觉得有问题。万科在市场多事的时候,以最高价增发,中国平安在不适当的时候,不仅没有争取得到好价格,连增发方案都不见下文了。谁能说这两家公司之间的估值差距大到什么程度?难道平安融资就有存心干扰市场的道德是非,而万科就是投资者的好孩子?

A股市场解禁股的恶咒,只应该看成是市场部分不稳定情绪的反映,与准确理解市场本身的周期性波动无关。

(作者系独立财经撰稿人)