

《2013 年第 4 季度中国对外投资报告》之专题报告四

金融危机后的全球并购形势分析与展望

自 2008 年爆发金融危机以来，全球并购市场比较此前形势发生了逆转，不仅总的交易规模减少、交易活跃程度下降，而且还产生了许多值得关注国际资本流动现象。同时，作为世界第二大经济强国，中国对外直接投资及其跨国并购的“逆全球潮流”而动，其背后的动因与趋势，更加值得我们国内产学研各界深思与研究。

一. 全球并购市场的主要特点

1. 全球并购总交易规模五年间下降明显

近年来，全球企业并购市场形势可以用“不温不火”四个字来概括。这是因为自 2008 年金融危机爆发后，全球企业并购规模便一直在大约 2-2.2 万亿美元之间徘徊，增减幅度均有限。

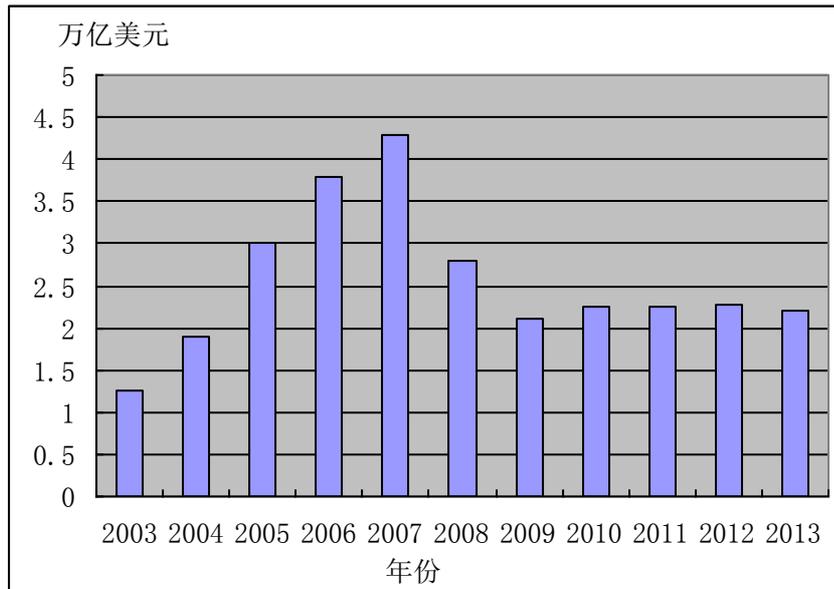


图 1 全球企业并购交易规模（2003-2013）

资料来源：根据汤姆森路透集团等主要国际咨询公司发布数据整理。

从图 1 中可以看到，金融危机爆发前的 2007 年，是 10 年间全球并购交易规模的顶点，即达到了 4 万多亿美元。金融危机爆发无可避免地打掉了这种上升趋势。2012 年相比 2007 年，全球企业并购市场交易规模缩减了 47%。同时，2012 年全球的并购交易约为 3.7 万件，也比 2007 年的繁荣时期下降了近 20%。所有这些，可能在一定程度上反映出金融危机对全球企业并购市场的消极影响，表明各国企业相对谨慎的投资策略。

2013 年，全球企业并购实现交易交易总额 2.22 万亿美元，比上年的 2.28 万亿美元保持大致相当的水平，仅减少 3.2%。另外，作为全球并购的一部分，跨国并购同样远没有恢复到 2007 年以前形势。2013 年全球跨国并购交易额为 7744 亿美元，比 2012 年的 8752 亿美元下降 11.5%。

2. 并购资金更多地流向信息、能源、金融等领域

多年来，在全球巨型跨国公司主导下，能源领域的并购交易一向具有交易频繁、平均交易规模较大的特点。2012 年，该领域完成并购交易总额达到 5870 亿美元，占当年全球并购交易总额的 25.4%。进入 2013 年后，信息技术领域取代了能源领域，成为并购交易最为活跃、总交易规模最多的领域。

据统计，2013 年全球范围的信息产业的并购交易金额达到 5101 亿美元，比上年增长 54.1%。TMT 的并购交易额在 2013 年创下 6 年来新高的同时，还首次在金额上超越了传统的能源、采矿及公共事业领域，在全球并购市场各个产业所占份额中从上年的 14.5% 上升到

23%，跃居首位(图 2)。同时，在这一产业中，有 14 件并购案其交易金额超过 50 亿美元。无论从交易总额还是大型并购交易件数，都创下 2008 年以来的最高纪录。相比于信息产业，能源领域的并购交易金额下降到 4270 亿美元，占全年并购交易总额的比重也相应下降到 19.3%。¹

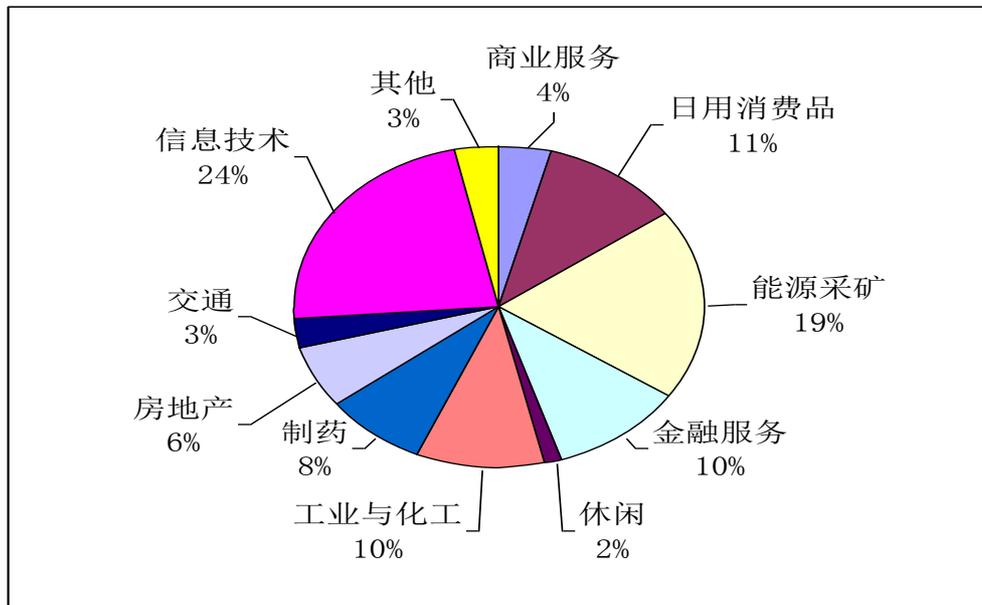


图 2. 2013 年全球并购资本产业流向

资料来源：www.mergermarket.com

如上所述，在过去一年中，信息技术领域的交易活动异常活跃，这一点从美国并购市场中可以充分体现出来。在美国 2013 年交易规模最大的并购案中，有 5 桩并购案就发生在 IT 领域。²其中就包括以 1300 亿美元的一桩电信业务交易规模，即：美国威瑞森公司（Verizon）收购英国沃达丰在美国移动通讯业务，该交易位列 2013 年全球最大、历史第三大并购案。

在过去 10 多年的全球并购市场上，沃达丰（Vodafone）是一家可谓是抢尽风头的英国电信巨头，它曾在 1999 年以高达 2020 多亿美元创造了全球企业并购史上最大并购交易案，并从此开启了其全球扩张战略。时间来到 2013 年，沃达丰再次成为全球并购市场上聚焦的焦点，只不过它此次扮演的是以被并购者的角色出现。并购方则是同样著名的美国威瑞森公司

¹ “2013 Global Tech, Media, And Telecom M&A Up Over 50% From 2012”, from <http://www.forbes.com>

² “Mergers and Acquisitions — The 10 Biggest Deals of 2013”, from www.investorplace.com, Dec 11, 2013

(Verizon)。威瑞森公司在 2013 年 9 月初宣布，将以 1300 亿美元买断沃达丰所持威瑞森公司中无线通讯的 45% 股份。该交易意味着沃达丰在获得巨额投资回报的同时，也彻底退出了美国这个巨大且成熟的移动市场。

多年来，能源矿产领域一直都是全球并购资金流入最多的产业，而且在 2009-2012 年间，这一比例一直占到 1/4 以上。其中，2012 年，该领域的并购交易额达到 5807 亿美元，占全部产业的交易总额的 25.4%。但进入 2013 年后，受全球经济前景的不确定性等诸多因素的影响，该领域的并购活动无论交易次数还是交易总额都出现明显的下降。其中，仅 2013 年上半年，全球石油天然气行业便仅发生 240 宗并购交易，总交易额降至 799 亿美元，交易数量与交易金额均同比下降 29%。³正是在此背景下，2013 年整个能源矿产领域的并购交易额同比下降 26.5%，仅为 4267 亿美元，但在仍以 19% 的份额仅次于信息产业，为全球第二大并购产业。

值得注意的是，自 2008 年金融危机至今，全球制造业的并购经历了有所起伏但近年趋势下降的变化格局。2009 年制造业的并购交易为 606 亿美元，为 2008-2013 年最低点，随后有所增长，但自 2012 年起又逐年减少。其中，2013 年该领域实现并购交易仅为 1274 亿美元，比 2012 年的 1594 亿美元减少了 20.1%（图 3）。在此情形下，2013 年，包括化工产业在内的工业领域发生的并购交易金额占当年全球并购交易总额的比重从上年的 12.4% 降至 10%。

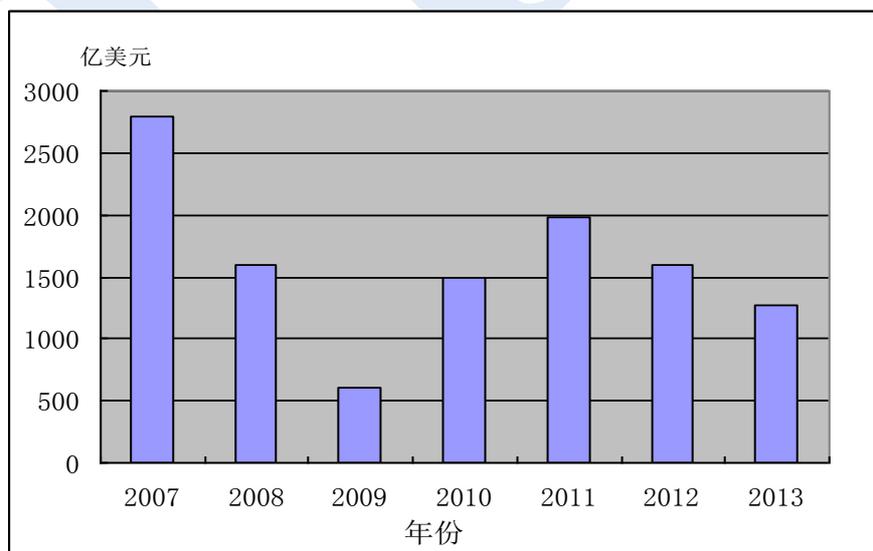


图 3 2007-2013 年制造业并购金额

资料来源：同图 2

³德勤公司：《2013 年中油气并购交易报告》2013 年 7 月 29 日。

3.美欧继续主导全球并购形势

美国和欧洲一向是全球跨国投资的执牛耳者，二者历年的并购交易规模占全球并购交易总规模的 2/3 以上。其原因也是顺理成章的，即：一方面是由于它们拥有大量具有投资能力的跨国公司，另一方面也是因它们拥有发达的资本交易市场。当然，由于日本和中国的原因，亚太除美欧以外的第三大并购市场。2013 年，美欧及亚太这三大市场并购金额合计占到全球近 89%（图 4）

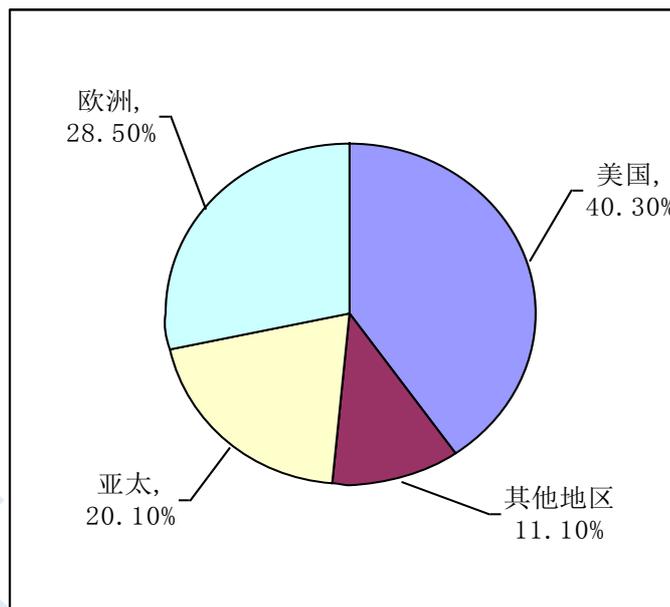


图 4 2013 年全球并购市场地区构成

资料来源：同图 2

（1）美国并购市场

美国不仅其并购规模占全球的比重一般总是 30% 以上，而且历次的全球并购浪潮都是以美国为中心，因此美国国内并购市场可以视为跨国公司及全球产业动态的风向标向。

在 2008-2013 年间，除 2009 年外，美国国内并购市场交易规模基本保持了逐年稳定增长的态势。2013 年，美国并购市场总交易额达到 8930 亿美元，同比增长 3.8%（图 5）。

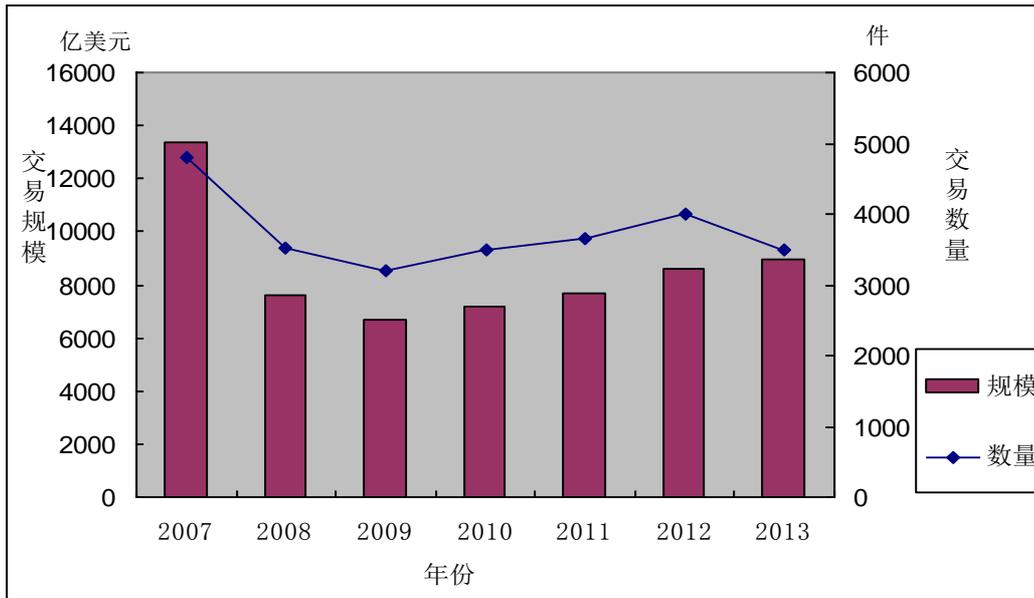


图 5 2007-2013 美国国内并购交易数量与规模

资料来源：同图 2

值得关注的，一方面，伴随着美国经济稳定增长，美国企业更加积极地寻找在国内投资机会，从而导致国内企业间并购在 2013 年成为自 2007 年以来最为活跃的一年，总交易额达到 7282 亿美元，比 2012 年增长 9.1%；另一方面，2013 年发生在美国的外资并购交易活动却有所减少，仅为 1648 亿美元，比上年的 1933 亿美元减少了 14.7%。

（2）欧洲并购市场

债务危机对欧洲经济的阴霾性影响持续未消，这种影响反映在本地区内的企业投资也是一种相对低迷的态势。其中 2013 年发生在欧洲地区并购交易为 6313 亿美元，同比下降 12%，成为三大地区唯一交易金额下降的地区，因而也拖累了这一年全球并购交易总额的下滑。从行业上看，并购资金流向减少的是能源采矿领域，仅实现 1175 亿美元，同比降幅达到 46%。而与美国一样，欧洲地区内的信息产业并购比上年增加近一倍，达到 138 亿美元。

在欧洲并购市场，2011-2013 年间，来自区外的跨境并购无论交易总额还是交易数量都在减少。其中，2013 年的交易总额仅为 1847 亿美元，同比减少 15.4%，为 2010 年以来的最低值。值得关注的是，在所有对欧洲的跨境并购活动中，只有来自亚洲新兴经济国家（地区）投资热情不减，近年来继续维持增长态势。

（3）亚太及其他地区并购市场

亚太地区近年来的并购交易规模持续保持在 3600 亿美元左右的水平(不含日本)，2013 年则上升至 4030 亿美元，同比增长 15%。相对于美欧地区，亚太地区大多数领域的并购无论从交易规模还是交易数量，都呈现增长和比较活跃的趋势。这些领域包括能源、房地产、

生物制药，等等。日本国内企业的并购规模则是连续第二年下降，仅为 429 亿美元，同比下降近 40%。

需要指出的，除了上述三大地区外，非洲及中东地区的并购状况也是不容忽视的，因为来自包括中国在内的亚洲各国对非洲及中东地区的投资正在显著增长，特别是资源获取型的并购交易十分活跃。例如，仅在 2013 年一年中，亚洲国家对非洲及中东并购交易达到 172 亿美元，占这两个地区吸收所有外资并购资金的 47%，而这些并购交易几乎 90% 以上发生在能源资源领域。

二. 影响近年来全球并购市场变化的三大因素

导致近年全球并购市场变化的因素是多方面的，既有世界经济发展状况的影响，也有跨国公司战略

1. 金融危机阴霾制约并购市场的扩张

2008 年金融危机的爆发对随后的世界经济产生了重大的影响。在美国的次贷危机、欧洲的债务危机等一连串打击下，西方经济一时间陷于低迷，例如作为在全球并购市场一向占有重要影响力量的欧元区国家，2012-2013 年间从整体上经济甚至为负增长，相形之下，只有中国、印度等新兴经济体尚能保持较高增长速度。在此背景下 2013 年全球经济增长预计仅为 2.9%，不仅低于金融危机爆发之前，也低于 2011 年 3.9% 的增长水平（如表 1）。

表 1 2011-2014 全球经济增长状况（%）

地区 \ 年份	2011	2012	2013 (预计)	2014 (预计)
发达国家	1.7	1.5	1.2	2.0
美国	1.8	2.8	1.6	2.6
欧元区	1.5	-0.6	-0.4	1.0
日本	-0.6	2.0	2.0	1.2
新兴市场和发展中经济经济体	6.2	4.9	4.5	5.1
俄罗斯	4.3	3.4	1.5	3.0
中国	9.3	7.7	7.6	7.3
印度	6.3	3.2	3.8	5.1
世界	3.9	3.2	2.9	3.6

资料来源：国际货币基金组织（IMF）《世界经济展望》2013年10月。

2. 跨国公司整体经营业绩不佳

由于世界经济不景气和商品市场的低迷，企业的经营业绩下滑是各国企业都普遍遇到的问题。

资源类跨国公司的经营状况业绩下滑比较能说明问题。受油气产量下降以及油气价格疲软的双重影响，2012年诸多大型石油跨国公司大多不太理想。只有少数如道达尔等企业因资产出售等原因能够维持业绩增长外，其余多数企业如埃克森美孚、壳牌、雪佛龙和康菲石油大型石油公司，它们的营业收入和利润都比上一年有所减少。各国企业特别是大型跨国公司经营业绩的下滑，直接导致了这些企业并购扩张欲望的减弱。

实际上，从《财富》每年一度发布的500强排行榜中可以清晰地看到，尽管2012年500强企业总收入和总利润都实现增长，但在随后的2013年新的500强总收入增长了2.80%，总利润却下降了5.5%。这表明在经历了全球金融危机和严重衰退之后，全球众多大型跨国公司依然面临着较为严峻的经营环境。

3. 并购周期的影响

全球企业并购市场的景气度固然受全球经济增长状况的影响较大，但也与并购周期的波动有关。在较长的时期里，国际大型企业的并购不可能一直呈现直线上升发展、持续火爆的局面，需要有一定的波峰与波谷的出现。当并购处于不断升温并达到一定高度的时候，伴随着包括股市在内的资本与商品市场的繁荣，企业家乐于大手笔地“圈地”扩张，而且竞争对手的并购行为，也产生了相互间被迫性的追逐性并购行为，从而引发了全球并购的不断升温。但是，并购不是目的，通过并购达到企业市场占有率提升和利润增长才是其终极目标。于是，当全球并购投资膨胀到一定程度时，消化前期因并购而投入的巨额资金并将其尽快转化为利润才是最为关键的。在这种情况下，企业纷纷收缩投资规模，而当资本和商品市场同样降温的时候，全球并购市场便逐渐降温甚至出现低潮。在全球并购低潮期，许多企业一边消化前期并购投入，一边重新蓄势，等待新一轮并购机会。全球并购市场新一轮周期性变化又正在酝酿之中。

三. 金融危机以来中国海外并购主要动向

1. 规模与数量的变化显示出并购的力度与活跃程度的变化

与国内并购市场相对稳定而言，作为世界第二大经济体，中国海外并购搞得却是风生水

起，逆势上扬，发展迅速。应当说，在近年来全球跨国投资格局中，金融危机中国是少数利用金融危机而扩大投资的国家之一。也正是在金融危机爆发的当年，中国对外投资规模骤然上升到一个超过500亿美元新的台阶，并保持了逐年增长的态势。从图6中可以清晰地看到，在2005至2013年间，中国对外直接投资呈连年递增趋势，从123亿美元迅增至902亿美元，增长了7倍以上（图6）。

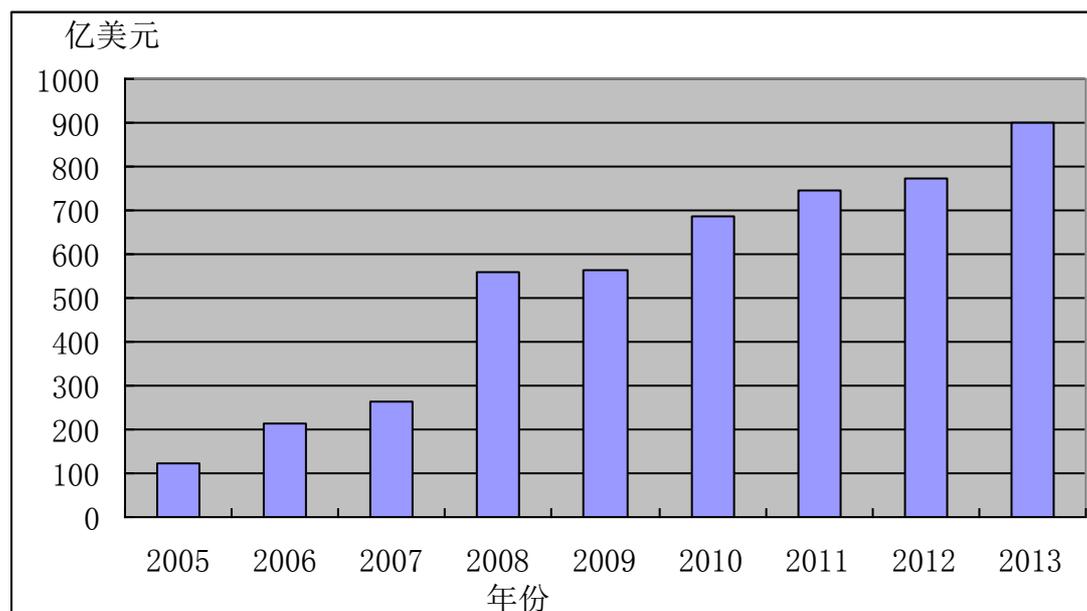


图6 2005-2013年中国对外直接投资规模（亿美元）

资料来源：商务部。

相应地，伴随中国对外直接投资规模的扩大，其中的并购规模也是同步扩大。特别2009年以来，中国企业的海外并购迎来了火爆的四年。其中，企业的国际化需求、资源寻求型的战略性并购等固然是导致近年海外并购的重要推动要素。但不能不说，在金融危机中，“危”中寻“机”的投资动因也是不容忽视的关键因素之一。在近年的海外并购中，2013年中国海外并购总额超过480亿美元，仅10亿美元以上的对外并购金额就达到了333亿美元，刷新中国海外并购金额的年度记录。

2. 并购活动更加显著地趋向于美欧市场

中国企业对外投资区域选择在整体上已经走过了先从周边地区和发展中国家投资开始的先易后难的初期阶段，进入了积极地、大胆地向美欧成熟市场经济国家投资的新阶段，表明中国企业的软硬两方面的实力都在增强。

对美国这个最发达国家的投资规模呈现连年增长的趋势。例如，2012年中国企业在美共完成40宗并购交易，约占中国海外并购交易数量的16%，涉及金额达到了111亿美元，约占中国海外并购总额的17%。2013年中国在美国的投资翻了一番，达到140亿美元，创下历史最高纪录，并在2013年创下了投资140亿美元历史最高纪录。其中，双汇国际宣布以71亿美元收购史密斯菲尔德，成为迄今中国企业规模最大的对美投资。

同时，由于债务危机的发生，导致过去几年中大量中国企业在欧洲寻找到投资机会，以更为理想的价格收购当地企业，这种案例可谓是不胜枚举。在欧洲各国中，这里值得一提的是中国对英国的投资。伴随着人民币国际化在英国的稳步推进，英国成为人民币离岸交易中心正在初现轮廓，并推动中国在该国的投资扩展。2012年，中国企业在英完成投资并购（含参股）项目10起，总金额达到80亿美元以上的规模，超过自2009-2011年间中国在英投资并购金额总和。

除了发达国家外，中国对包括新兴经济体在内的发展中国家的并购活动继续推进。例如，2009年至2012年，中国以企业并购形式对巴西的直接投资达215亿美元，超过美国成为巴西外资企业并购第一大国。

当然，中国多年来十分重视对非洲及中东地区能源采矿领域的并购活动。仅在2013年中，发生在非洲及中东地区的能源采矿业的境外并购交易达到230亿美元，其中来自中国的投资便达到90亿美元，占非洲外来并购资本交易总额的39%，居于首位。

3. 并购资本产业流向呈现多元化和高附加值的特点

进入21世纪后，中国能源资源类企业海外投资活动引起了非常广泛的国际关注。三大石油公司频繁出现在国际石油市场并购项目的大名单中，参与并购的资金数量也逐年放大。2012年中海油以151亿美元并购尼克森，不仅创造了中国海外投资交易规模历史之最，而且更值得一提的是交易最终消除了来自加拿大国内外的种种政治阻力，没有重蹈2005年中海油以185亿美元并购美国优尼科失败的覆辙，为中国企业海外并购又增添了一个可资总结与借鉴的新的案例。

尽管因资金之巨不能遮掩能源领域在中国对外并购的突出地位，但不能忽视的是近两年来中国境外并购领域的多元化格局正在形成。按照毕马威统计，早在1995年时，中国海外并购仅覆盖能源等4个行业。但在后来的2005-2011年7年间，中国海外并购涉及行业已达到28个，而仅在2012年一年中便覆盖了26个行业，这是一个突出的成就。

对美欧的投资领域最能说明这种并购领域多元化的新趋势。能源、食品消费、交通运输设备、文化，以及类似欧洲的先进机械和电子制造领域，都是令中国企业家十分感兴趣的领

域，反映出以往资源寻求型投资动机占主导地位的状况真正开始转变，形成在资源寻求型、市场导向型、效率提高型等多种动机推动下的多元领域投资的整体格局，并且有越来越多的中国企业关注进入国外高附加值产业。例如，近年来中国企业在美国高科技行业的并购交易最为活跃，其中在 2012 年 40 件并购交易中便 10 件发生该领域。即使在其他领域的具有一定规模的中国企业并购活动，以往那种类似旨在追求简单的加工或服务的并购交易也在明显减少，更多的是以追求高附加值为动机的投资行为。例如，作为汽车零部件“走出去”的国内名牌企业，万向集团不仅收购美国 A123 系统公司汽车业务资产以及其硬件设施，还包括被并购对象的所有技术、产品和客户合同。

最后值得一提的是对国外金融领域的并购活动。相比于能源、制造业，中国金融业的海外投资历史无疑要更短一些，而且是少数处于对外投资初级阶段的领域。按照汤姆森公司的统计，在 2002 -2011 年的十年期间，中资银行总计完成了 38 项海外并购，金额达到 201.6 亿美元。并购数量和金额在 2006 年至 2007 年期间达到顶峰状态。由于 2008 年国际金融危机爆发加上欧债危机的影响，与其他领域显示出对“走出去”更加积极的热情相比，中国金融业表现出格外的谨慎。

4. 国内各省市企业纷纷加入“走出去”大潮

从中国参与海外投资并购活动企业所属地区看，主力军显然是来自我国沿海经济发达地区。但是我们欣喜地看到，包括湖南、甘肃、四川在内中西部地区企业也在纷纷地“走出去”，成为中国跨国投资浪潮中一股重要的生力军。

表 2.2012 年中国分省市非金融类 OFDI 状况(前 10 名)

序号	省、直辖市、自治区	实际投资额(万美元)
1	广东省	322,155
	其中:深圳市	209,113
2	山东省	305,774
	其中:青岛市	86,157
3	江苏省	292,273
4	辽宁省	283,915
	其中:大连市	200,167
5	浙江省	240,190
	其中:宁波市	100,696
6	上海市	176,198
7	湖南省	140,163
8	甘肃省	133,923
9	北京市	118,642
10	四川省	73,711
	全国合计	2,818,748

资料来源：商务部。

5.民营企业将日益成为突破海外并购的生力军

金融危机以来的中国海外并购一大突出变化，是大量的民营企业参与其中，这也是中国政府和产学研各级特别希望看到并长期致力的事情。伴随着政府以简化审批手续、帮助融资等复合式鼓励政策，以华为、万达、三一重工为代表的民营企业对外投资的主动性和积极性在不断增强，而它们在消除东道国疑虑和政治障碍方面，比国有企业具有一定的优势。当然，无论国有抑或民营，如何在境外并购中扬长避短，如何相互借鉴与合作，都是摆在我们需要研究的有意义的话题。

四. 几点展望

1. 全球并购市场将继续其“不温不火”的发展态势

“不确定性”是国际经济组织和经济学家们近年来预测世界经济走势最唱用到的主题词。不过，也确实世事难料，无论美欧经济趋势、全球产业结构调整的结果等等，都因种种不确定性导致跨国公司对外投资继续保持谨慎的“小步走”战略。因此，恰因那些诸多不确定性，反而导致我们可以确定未来两年左右全球并购市场的走势，即全球并购总交易规模完全可能继续维持在两至三万亿美元的区间。继续其近年来“不温不火”的发展态势，

2. 以国企改革为核心产业重组推动中国国内并购市场日趋活跃

十八大三中全会推动 2014 年成为中国国企改革关键年。同时，由工信部、发改委等部委推进的九大行业并购重组也已开始启动，涉及领域包括汽车、钢铁、水泥、船舶、电解铝、稀土、电子信息、医药、造船和农业等。庞大的重组规划共涉及九个行业的大约 900 家上市公司，占目前 A 股上市公司的一半，总市值将超过 4000 亿元。简言之，无论国企改革还是行业重组，实际上往往都是“牵一发而动全身”，受影响的也绝不仅仅是国有企业，因而这些改革与重组规划的实施，都将对今后两三年的中国并购市场在规模与活跃程度产生重大影响。

3. 中国境外并购加速发展的主旋律不会改变

在政府积极推动下，在以推动未来国内经济朝着低碳经济、绿色经济、节能经济为主要方向的产业结构调整过程中，在今后数年中，中国对外直接投资的继续以较快速度发展且总规模将超过外来直接投资，将是一种必然趋势，相应地，作为中国企业越来越重要的对外投资方式，其境外并购数量抑或总规模，也都将继续维持增长势头。

同时，以往以能源等少数领域为中国境外并购较为集中的领域的状况，也将因为更多的文化体育、食品等领域并购事件的发生，形成日益显著的并购领域多元化趋势。

最后，应当指出的是，伴随着中国与世界其他主要国家及地区进行的双边或多边投资协定谈判，都会给中国对外投资提供正能量，尽可能多地帮助中国企业消除开展跨国并购时可能形成的东道国法律等方面的投资障碍。

IIS 简介：国际投资研究系列（International Investment Studies）是中国社会科学院世界经济与政治研究所国际投资研究室的研究成果。该室的主要研究领域包括跨境直接投资、跨境间接投资、外汇储备投资、国家风险、国际收支平衡表与国际投资头寸表等。国际投资室的成员为张明、王永中、张金杰、李国学、潘圆圆、韩冰与王碧琚，定期参加国际投资室学术讨论和报告写作的成员还包括姚枝仲、肖立晟、王宇哲、高蓓、陈博、刘洁与徐以升。我们的主要产品包括：中国跨境资本流动季度报告、中国对外投资季度报告、国家风险报告、工作论文与财经评论等。

责任条款：本报告非成熟稿件，仅供内部讨论。报告版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所国际投资研究室所有。未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。本报告仅代表研究人员的个人看法，并不代表作者所在单位的观点。