

王碧珺¹

Wangbijun007@126.com

张明

zhangmingcass@vip.126.com

不用过于担心中国海外并购大幅增加所带来的资本流出²

王碧珺 张明

今年上半年，中国海外并购激增，“中国买断全球”论盛行。虽然根据中国商务部的数据，实际完成的海外并购不足外媒报道的 20%，但中国企业海外并购大幅增长的趋势值得关注。这背后的驱动因素有多方面，包括少数案例形成的异常值扰动、宽松资金面的支持、人民币汇率承压下的资产配置，以及对外投资审批环节简政放权释放了企业海外投资活力等。我们认为不必过于担心中国海外并购大幅增加所带来的资本流出，更应关切的是海外并购过程中的企业债务和国有资产流失问题。

中国企业海外并购国内外数据相差一个数量级，主要原因在于统计口径的差异。

二季度伊始，数家外媒纷纷报道一季度中国海外并购总规模将近千亿美元，超过去年全年，一时之间引起轩然大波。对于外媒的报道，中国商务部进行了澄清。今年一季度，中国企业实施的海外并购项目共计 142 个，实际交易金额 165.6 亿美元。

一个是一百多亿美元，一个是一千亿美元，为什么商务部公布的数据与外媒公布的数

¹ 作者为中国社会科学院世界经济与政治研究所国际投资室副研究员。

² 本文已发表于 FT 中文网。

据差异如此巨大？主要原因在于统计口径的差异。商务部公布的是已完成交割的中国海外并购交易。外媒公布的数据则囊括三类：一是已完成交割的中国海外并购交易；二是新宣布的中国海外并购交易，这时的项目可能只是还处于商业磋商阶段；第三类交易是中外双方基本达成并购意向，但还需要通过相关国家政府部门的安全审查。可见，外媒公布的数据范围更广，与商务部公布的数据不具有可比性，于是产生了国内外数据相差一个数量级的巨大反差。

由于从宣布并购、到双方磋商、再到政府审批、直到最终完成，中间存在诸多不确定性，耗时从数月数年不等。如果按照外媒的数据口径，极易造成重复计算的问题。例如，今年一季度新宣布尚未完成的并购交易，至少会在二季度统计中重复计算一次。如果二季度还未完成，三季度又会重复计算一次。因此，按照商务部已完成并购交易为数据口径，更能反映中国海外并购的现实情况，避免重复计算或由于各种原因撤回所造成的数据偏误。

除了统计口径的差异外，海外并购数据本身也存在诸多令人诟病之处。例如，部分企业海外并购使用的并非国内实体，而是注册在离岸金融中心（例如开曼群岛、英属维尔京群岛）的子公司。如果该并购交易完全在海外市场融资完成，就不在我国国内监管机构的统计范围之内，但东道国仍然认为是来自中国的投资，这是造成数据差异的另一原因。

尽管统计口径有所差异，但中国企业海外并购大幅增长却是事实，背后的原因有四。

虽然外媒报道的数据口径过大，但其反映的趋势值得关注。即使看已经完成的中国海外并购交易，今年一季度同比增长也高达 119%。中国企业海外并购大幅增长的原因有四：

一是少数案例形成异常值扰动。一个非常显著的案例是中国化工集团瑞士并购案。2月3日，中国化工集团宣布斥资 428 亿美元收购瑞士种子和农药巨头先正达，这是迄今为止中国企业历史上最大一笔海外收购。而此前规模最大的交易是 2013 年中海油以 151 亿美元收购加拿大尼克森能源公司。中国化工的这一笔海外并购就是一季度全部已完成并购金额 165.6 亿美元的将近 3 倍！大幅拉动了中国对外并购的整体金额。

二是宽松资金面的支持。自 2015 年下半年以来，随着经济下行压力加大，就业稳定和金融风险上升，货币政策有所放松，信贷和社融投放总体保持在较高水平，实体经济资金面趋于宽松。在宽松资金面的支持下，部分企业能接触到低成本的贷款，实体经济投资意愿有所回升。然而，受国内诸多行业产能过剩、资本市场不稳定因素的影响，国内资产并不足以支撑起企业的需求。这使得资金充裕的企业将目光投向全球。目前全球经济尚处于复苏期，存在大量优质低估值的企业，对中国企业具有较大吸引力。

三是人民币汇率仍将承压，企业加强海外优质资产配置以抵御风险。去年的“8.11”汇改的初衷是增强人民币汇率形成机制的市场化程度。但突如其来的贬值却在海内外引起了巨大震荡。为了慰平动荡和稳定人民币汇率，央行不得不在离岸和在岸市场上进行大规模的外汇干预。在央行的一系列举措下，市场对人民币过于悲观的预期得到修正。但人民币汇率单边升值预期已经被打破，企业对于远期人民币汇率的走势仍然存在一定忧虑。由于人民币仍将承压，使得部分企业加强对海外优质资产的配置，以抵御风险。

四是对外投资审批环节简政放权，释放了企业海外投资活力。2014 年底之前，我国境

外投资相关审批手续较为繁琐，导致许多企业采取地下通道实现境外投资。2014年4月，国家发改委颁布了《境外投资项目核准和备案管理办法》。同年9月，商务部颁布了新修订的《境外投资管理办法》。至此，“备案为主，核准为辅”的管理模式得以建立。2015年6月起，境外直接投资项下外汇登记改由银行直接审核办理，外管局只是通过银行对直接投资外汇登记实施间接监管。这一系列对外投资监管领域的简政放权，大大增强了市场活力。以前通过灰色通道出去的海外投资，渐渐浮出水面。

不用过于担心中国海外并购大幅增加所带来的资本流出。

有人担心，中国企业海外并购大幅增加会不会隐藏了相当数量的私人资本外逃？我们认为，目前不必有这种担心。得出这一判断的根据是，我们对一季度前十大中国海外并购已完成项目进行了考察，这十大交易占一季度总完成金额的95.8%，发现有如下特点。

一是国有企业占主体。在前十大交易中，国有企业海外并购7起，并购金额占比76.2%。其中，地方国企占48.6%，央企占27.6%。国有企业在海外形成的资产仍然是国有资产，仍应在国资委监管下。如果在海外形成的国有资产是优质的战略性资产或重要的资源类资产，将有利于提高我国国有企业的全球竞争力。此外，海外优质的国有资产如果能得到良好的吸收和转化，在国内加以利用，将助力国内经济转型升级。

二是国家和行业分布显示海外并购并未出现大规模异常流向。除了一起（中国广东核电收购 Mastika Lagenda 有限公司）在马来西亚外，前十大交易中的九起均在发达国家和离岸金融中心，包括开曼群岛3起，美国、澳大利亚各2起，德国、瑞士各1起。开曼群岛的3起交易全部由国企完成，包括：第三大收购，海航集团旗下渤海租赁斥资26.6亿美元并购飞机租赁公司 Avolon Holdings Ltd. 100%股权；第六大收购，上海锦江国际酒店发展股份有限公司收购 Keystone Lodging Holdings Ltd. 81%股权，Keystone 经营多个高、中、低档酒店，拥有铂涛菲诺、麗枫酒店、7天品牌等；以及第八大收购，海航以5亿美元的投资取代京东，成为途牛第一大股东。

三是单个季度的并购激增不改变整体上中国对外直接投资存量较低、占GDP比重偏低的事实。中国对外直接投资起步较晚，虽然目前中国已经是全球第三大对外直接投资国，但存量占全球的比重只有3.4%，不仅低于美国的24.4%，也远低于英国、德国、法国、日本等发达经济体。此外，中国对外直接投资占GDP比重同样偏低，不仅低于世界平均水平，也低于发展中国家平均水平。2014年，流量上，中国、发展中国家（不包括中国）、世界和发达国家对外直接投资占GDP比重分别为1.15%、2.23%、1.85%和2.24%；存量上，这一比重分别为7.25%、25.79%、32.93%和43.75%。

四是中企海外并购的结构不断优化，“走出去”有望对国内经济转型升级发挥重要作用。近年来，中国企业海外并购的行业结构不断优化。热点行业出现显著转移，由原来产能过剩的能源、矿产、化工等领域转为互联网、信息技术、生物医药等新兴领域，以及金融业和先进制造业。在一季度前十大对外并购中，没有一笔是资源类投资。境外并购已经成为中国企业“走出去”，高水平参与国际分工合作的一种重要方式，对提升中国企业在全球价值链中

的地位、服务国内经济转型升级，发挥着重要作用。

更应警惕海外投资冒进所带来的企业高债务和国有资产流失问题

相对于对央企海外并购大幅增加所带来的资本流出的担心，我们认为更应关切的是央企海外并购过程中的企业债务和国有资产流失问题。为此，政府应当鼓励企业海外并购进行多元化融资，降低对国内银行资金的依赖，反对高杠杆并购。同时，加强国有企业海外投资项目的规范和监管。

（王碧珺、张明分别为中国社会科学院世经政所国际投资室助理研究员与研究员）

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、韩冰与王碧珺，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、高蓓、陈博、刘洁、黄瑞云与赵奇锋。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。