

丝路并购逆势前行，短期受阻无碍长远发展

——中国对“一带一路”沿线跨境并购历程及发展前景

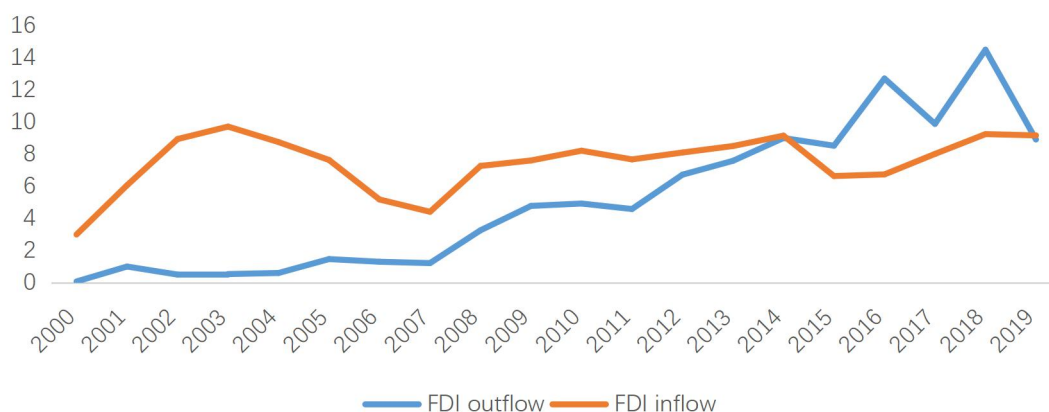
研究发展部 主权团队

中国对外直接投资的主要模式包括绿地投资、跨国并购、股权或非股权参与等。近年来跨境并购已成为中国对外直接投资的重要方式，2016年后中国对外直接投资监管加强，但在“一带一路”倡议深化合作的大背景下，中国对“一带一路”沿线跨境并购逆势增长，并在区域与行业覆盖上呈现明显的多元化特征。2020年新冠疫情危机对全球经济和供应链安全产生巨大冲击，受此影响，短期中国对“一带一路”沿线并购投资将有所放缓。长期看，“一带一路”沿线国家外向型发展路径和“一带一路”倡议下与中国经济联系日益密切，有望成为中国企业跨境并购投资的主要动力。

一、中国直接投资双向流动格局基本形成，对“一带一路”沿线直接投资动力增强。

中国直接投资双向流动格局基本形成。2008年全球金融危机后，在全球直接投资呈现低迷态势的大环境下，中国在保持外国直接投资流入稳定发展的同时，对外直接投资呈现出“后来者居上”的特征。从全球直接投资流动占比看，“中国直接投资流出/全球直接投资流出总额”在全球金融危机后一路上扬，2014-2018年一度超过中国直接投资流入在全球资本流入总额中的占比。2019年中国在全球直接投资流入和流出中的占比均在9%以上，基本实现了从金融危机前“单向引入外国直接投资”向当前“双向直接投资格局初步形成”的转变。

图1 中国在全球直接投资流入与流出中的占比 (%)



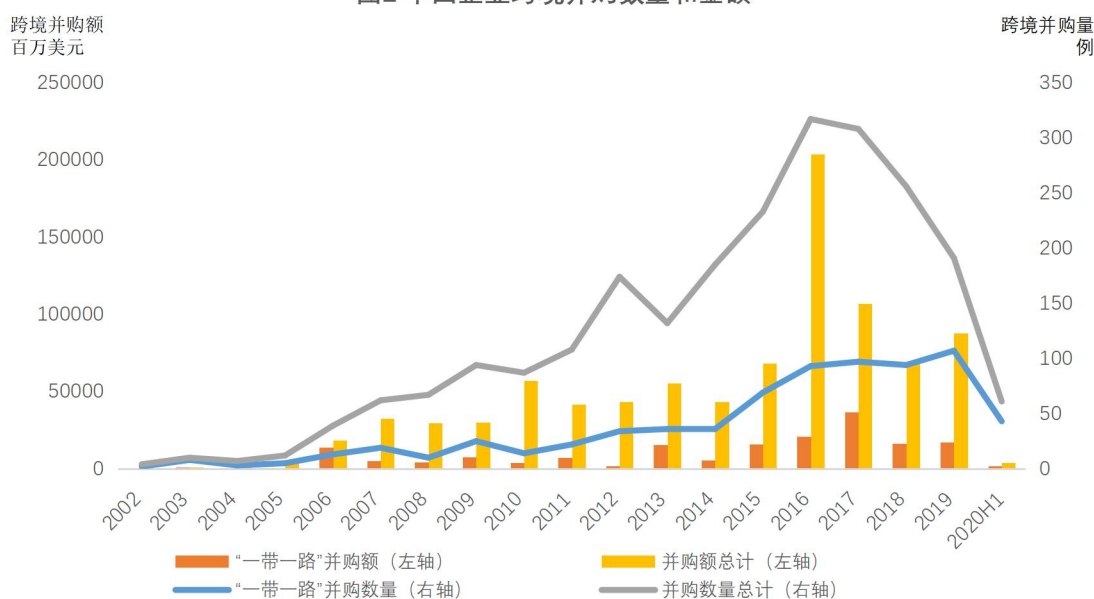
数据来源：World Bank

跨境并购作为中国企业对外直接投资的重要方式，发达经济体一直是首选目的地。中国

企业跨境并购发展历程与对外直接投资基本一致，大体可分为三个发展阶段：一是金融危机前的萌芽阶段，二是金融危机后至 2016 年的快速发展阶段，三是 2016 年以后的调整阶段。根据 EMIS 企业并购数据库统计，截至 2020 年上半年，中国企业累计跨境并购项目共计 2347 例，有披露的跨境并购规模累计 8969.4 亿美元。对美欧日等主要发达经济体的累计跨境并购项目数量及并购金额占比超过 50%。其中，美国是中国企业跨境并购的第一大目的地，累计并购数量和并购规模占比分别达到 20.1%和 19.5%，其次是澳大利亚，占比为 6.2%和 8.7%。发达经济体制度化水平高、营商环境好、当地需求市场大，且国内企业存在先进技术与管理经验引入等需求，因此一直是中国企业跨境并购的首选目的地。

2016 年后，在中国对外直接投资势头减弱的大环境下，中国企业对“一带一路”沿线国家投资热情不减，跨境并购数量逆势增长。2016 年 12 月，为遏制资本外逃、打击虚假投资，发改委、商务部、央行和外管局发文加强了对外投资的管理和审核，尤其大力整顿对房地产、酒店、影城、娱乐体育等领域的投资和并购行为。此后中国对外直投活跃度明显下降，海外并购项目数量和项目金额锐减。但根据 EMIS 企业并购数据库披露数据显示，在此环境下中国对“一带一路”沿线国家的并购热情依然较大。从并购数量看，2016 年后中国对“一带一路”沿线国家企业并购数量继续保持较快增长态势，2019 年对“一带一路”沿线国家跨境并购 107 例，占当年海外并购总量的 56%，而 2008 年跨境并购仅为 10 例，占比仅 14.9%；从并购金额看，2017 年中国对“一带一路”沿线跨境并购总额创纪录达到 366.2 亿美元，此后受对外投资大环境影响虽有明显下降，但整体占比基本维持在 20%以上，较 2008 年占比 14.9%有所提升。

图2 中国企业跨境并购数量和金额



数据来源：EMIS

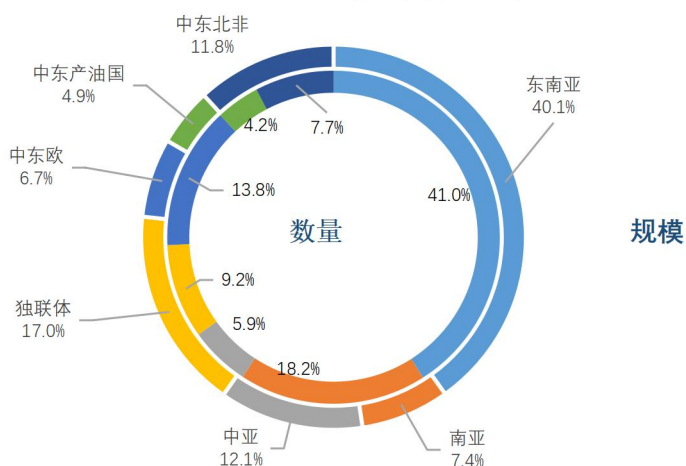
二、中国对“一带一路”沿线跨境并购发展特征

对比中国企业跨境并购发展历程，中国对“一带一路”沿线国家跨境并购呈现出几大特征：

1、“一带一路”沿线跨境并购以东南亚、南亚等周边区域重点国家为主，2008年后投资区域呈现更加多元化态势

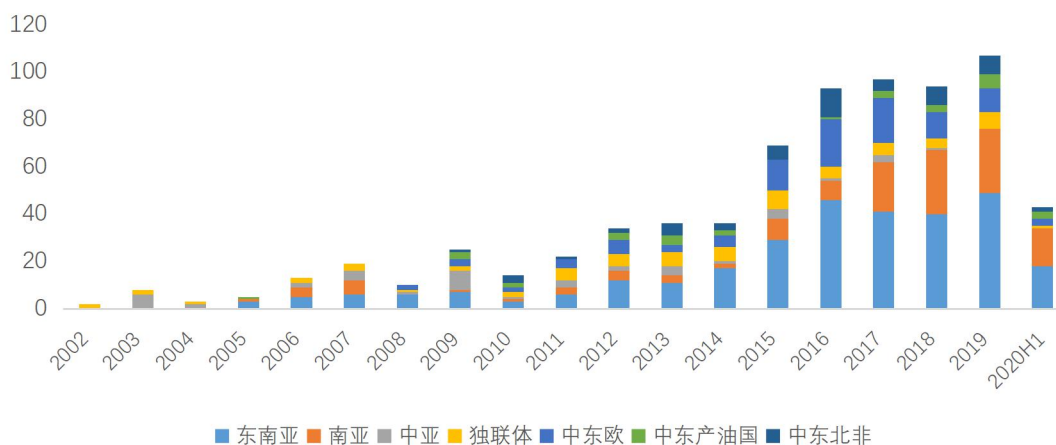
从区域分布看，东南亚是中国“一带一路”跨境并购的集中地，截至2020年上半年累计并购数量和并购规模占比达到40.96%和40.14%，其次是南亚，占比分别为18.22%和7.44%（图3）。全球金融危机后，随着欧美发达经济体对外直接投资减弱、中国资本在国际市场日渐活跃，中国对“一带一路”跨境并购的区域开始由东南亚、南亚、中亚等周边区域向中东欧、中东产油国及中东北非等区域扩展（图4）。其中，中国对中东欧累计跨境并购数量占比达到13.84%，仅次于南亚；对中东北非累计跨境并购金额占比11.78%，仅次于中亚。

图3 中国对“一带一路”沿线跨境并购区域分布



数据来源：EMIS

图4 中国对“一带一路”沿线各区域跨境并购数量

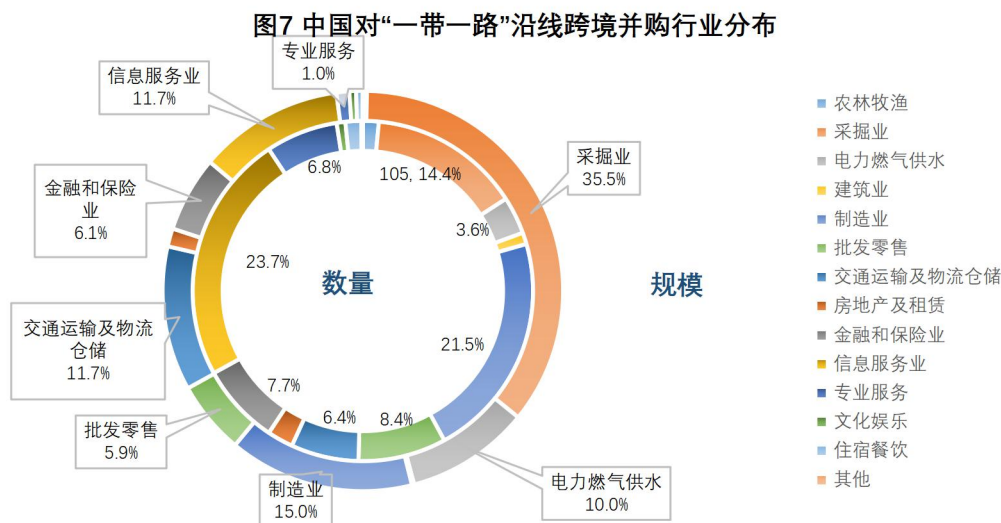


数据来源：EMIS

并购显著集中于区域重点国家，也是“一带一路”沿线各区域跨境并购的另一重要特征。截至2020年上半年，中国对新加坡的累计跨境并购数量占东南亚比重达到51.2%，其次是印尼，占比仅20.1%；南亚跨境并购基本集中于印度，对印度累计并购数量占南亚比重高达90.5%，其他区域也均呈现出此特征，如独联体的俄罗斯(51/63)、中东北非的以色列(36/53)、中东产油国沙特(15/30)，中亚哈萨克斯坦(28/43)等，仅中东欧地区的国家集中度略低，第一大并购地捷克占比为38.4%。另外，南亚、中东欧累计跨境并购数量占比明显高于并购金额占比，而中亚、独联体、中东北非跨境金额占比明显高于并购数量，这主要是由于中亚及独联体俄罗斯资源禀赋优越，中国对这些区域国家的并购项目多集中于能源等资源行业，导致单项并购金额较大，而南亚、中东欧第三产业并购占比较大，单项并购额相对较低。

2、“一带一路”沿线跨境并购行业呈现多元化发展趋势，并基本贴合区域产业结构特征

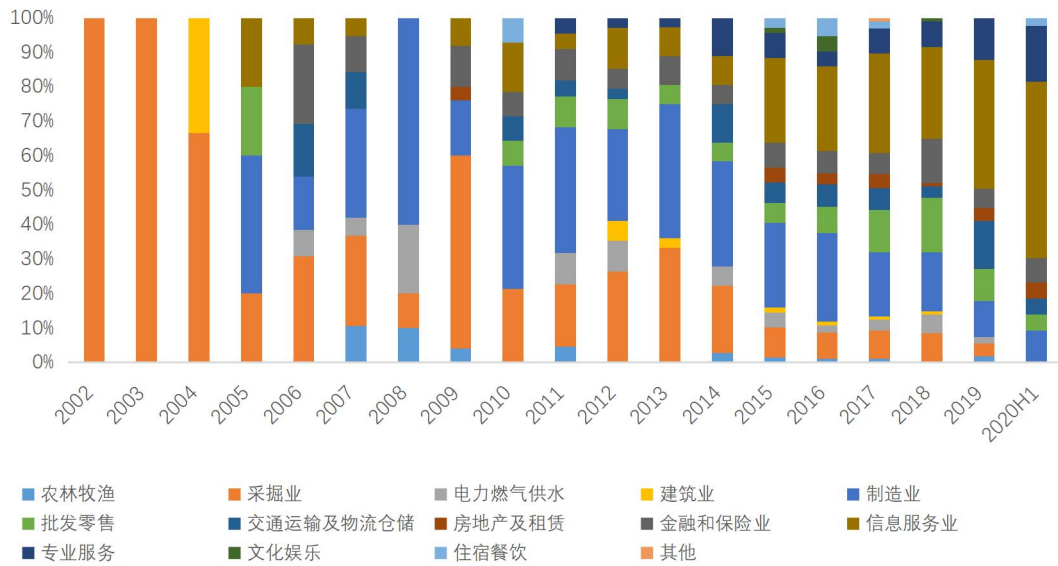
从行业分布来看，截至 2020 年上半年，中国对“一带一路”沿线累计并购数量排名前 5 名的行业依次为：信息服务业（23.7%）、制造业（21.5%）、采掘业（14.4%）、批发零售（8.4%）、金融保险（7.7%）。从并购金额来看，采掘业由于资金密集型属性较为突出，累计并购额占比达到 35.5%，占比第一。制造业、信息服务业、专业服务虽然累计并购数量占比较大，但累计并购额占比明显偏低，分别为 15.0%、11.7%和 1.0%。此外，电力燃气供水、交通运输及物流仓储虽然累计并购数量占比仅为 3.6%和 6.4%，但累计并购额占比均超过 10%。



数据来源：EMIS

从发展趋势来看，随着中国与“一带一路”沿线国家经贸合作不断深化，中国企业对其跨境并购呈现明显的多元化特征。对照上文中国跨境并购发展历程，中国对“一带一路”沿线国家的跨境并购基本分为三个阶段：**第一阶段是 2005 年以前**，跨境并购量小（此阶段中国跨境并购主要集中于发达经济体），并购基本集中于独联体和中亚等地的能源行业。**第二阶段是 2005-2014 年**，中国保持对上游资源类行业（采掘业）并购步伐的同时，加大了对制造业并购量。这一阶段制造业并购也呈现出两大特征，一是初期集中于东南亚及南亚地区，金融危机后开始向中东欧、独联体俄罗斯、中东以色列等其他区域国家扩展，二是初期以汽车、机械制造业为主，后期增加了初级产品加工和轻工制造业的并购。**第三阶段为 2015 年以后**，跨境并购行业呈现多元化特征，服务业并购数量明显增加，除传统服务业（运输仓储、批发零售、住宿餐饮），现代服务业发展迅速，2017 年起信息服务业已成为中国对“一带一路”沿线国家第一大并购行业，2019 年该行业并购量占比高达 36.7%。

图6 “一带一路”沿线跨境并购量行业分布



数据来源：EMIS

总体看，中国对“一带一路”沿线跨境并购基本贴合该国产业结构和双边经济合作发展要求。体现在：(1) “一带一路”沿线中亚、独联体（俄罗斯和阿塞拜疆）、中东产油国等区域资源禀赋优越，因此这些地区的并购以能源、矿产资源类行业为主，并购规模占比也因此远大于并购数量占比；(2) 随着“一带一路”沿线区域在中国对外贸易占比中逐渐提高，与之相关批发零售、交通运输及仓储物流并购投资需求相应上升；(3) 近年来数字经济、信息产业成为大部分“一带一路”沿线国家产业发展与升级的重点，这为中国投资沿线国家信息产业创造了良好的政策环境和行业环境，其中以新加坡和印度最为典型；(4) 近年来中国制造业跨境并购向半导体、医药设备、信息通讯等紧密制造业转向，这使得中国在制造业领域的跨境并购数量在2016年后逐年下降，并出现区域分化，一方面对发达经济体（包括“一带一路”沿线新加坡和以色列等）更加侧重高精尖领域的制造业并购；另一方面对“一带一路”沿线经济和工业体系发展水平相对滞后的大部分国家，仍以汽车、机械制造和轻工制造等为主，或利用当地资源禀赋发展加工制造业等，这部分发展相对稳定。

3、中国对“一带一路”沿线跨境并购与“一带一路”倡议合作深化形成积极配合

在“一带一路”倡议提出以来，中国对“一带一路”沿线并购投资也呈现差异化发展。这体现在：**一是**2016年后对“一带一路”并购投资逆势增长，2019年该区域并购量已占中国跨境并购总量的56%；**二是**配合“一带一路”贸易互通和基础设施共建，2013年以后批发零售、交通物流领域的并购投资更多集中于“一带一路”沿线国家，2019年中国在沿线国家这些领域的并购数量占比达到83.3%，同时围绕当地基础设施的建筑行业并购也基本

分布于“一带一路”沿线；三是随着倡议框架下积极推动信息共享和金融合作深化，近年来信息服务业、金融和保险业领域的并购投资开始转向“一带一路”沿线国家，2019年“一带一路”沿线这两个行业的并购量占行业并购总量的比重均达到66.7%。可以说，沿线并购投资的行业分布和趋势特征与倡议深化发展方向基本一致。

表 1 各行业“一带一路”沿线跨境并购数量占比 (%)

	农林牧渔	采掘业	电力燃气供水	建筑业	制造业	批发零售	交通运输及物流仓储	房地产及租赁	金融和保险业	信息服务业	专业服务	文化娱乐	住宿餐饮	其他	合计
2002		66.7%			0.0%										50.0%
2003		80.0%													80.0%
2004		50.0%		100.0%	0.0%										42.9%
2005		33.3%			50.0%	100.0%				33.3%		0.0%			41.7%
2006		50.0%	100.0%		14.3%		100.0%		75.0%	11.1%	0.0%				33.3%
2007	100.0%	33.3%	100.0%		27.3%	0.0%	100.0%		22.2%	16.7%	0.0%	0.0%			30.6%
2008	33.3%	5.0%	50.0%		25.0%	0.0%			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%			14.9%
2009	100.0%	30.4%	0.0%		14.8%	0.0%		33.3%	60.0%	40.0%	0.0%		0.0%		26.6%
2010	0.0%	8.1%	0.0%		20.0%	50.0%	33.3%	0.0%	50.0%	25.0%	0.0%		50.0%	0.0%	16.1%
2011	33.3%	14.3%	50.0%	0.0%	17.4%		22.2%	50.0%	0.0%	40.0%	20.0%	100.0%	0.0%		20.4%
2012	0.0%	19.6%	25.0%	50.0%	14.8%	42.9%	11.1%	0.0%	25.0%	28.6%	25.0%	0.0%			19.5%
2013	0.0%	31.6%	0.0%	50.0%	29.8%	33.3%	0.0%	0.0%	33.3%	50.0%	12.5%				27.3%
2014	50.0%	33.3%	20.0%	0.0%	15.9%	18.2%	66.7%	0.0%	13.3%	15.0%	25.0%	0.0%	0.0%		19.5%
2015	20.0%	42.9%	37.5%	100.0%	23.6%	33.3%	44.4%	25.0%	26.3%	43.6%	17.9%	12.5%	33.3%		29.6%
2016	33.3%	36.8%	13.3%	50.0%	21.8%	53.8%	42.9%	30.0%	33.3%	41.1%	16.7%	20.0%	41.7%	0.0%	29.3%
2017	25.0%	44.4%	18.8%	50.0%	19.8%	60.0%	40.0%	28.6%	30.0%	41.8%	23.3%	0.0%	50.0%	50.0%	31.5%
2018	0.0%	50.0%	35.7%	100.0%	18.8%	60.0%	42.9%	20.0%	44.4%	65.8%	22.6%	100.0%	0.0%		36.7%
2019	66.7%	36.4%	25.0%		30.6%	83.3%	83.3%	80.0%	66.7%	66.7%	48.1%	0.0%	0.0%		56.0%
2020H1		0.0%			44.4%	50.0%	66.7%	66.7%	50.0%	88.0%	100.0%		100.0%		70.5%
总计	27.5%	29.2%	26.5%	53.3%	21.1%	47.3%	49.5%	26.5%	34.8%	47.0%	27.3%	13.6%	29.7%	25.0%	31.1%

数据来源：EMIS

三、新冠疫情冲击下中国“一带一路”沿线跨境并购发展前景

2020年突如其来的新冠疫情危机对全球经济、贸易、投资活动产生了极大影响。根据EMIS企业并购数据库，2020年上半年中国企业跨境并购量仅为61例，同比下降33.7%，其中对“一带一路”沿线国家的跨境并购量为43例，同比下降20.4%。据6月联合国贸发会议《2020年世界投资报告》预测，2020年全球直接投资将下降近40%，月均跨境并购量将下降21%，且未来十年国际生产体系将面临重大转型。聚焦“一带一路”沿线，新冠疫情冲击下中国对此区域的跨境并购发展前景将如何？

1、由于跨境并购具有滞后性，全球新冠疫情错峰爆发并存在复发风险，短期中国对“一带一路”沿线跨境并购进程将明显放缓。

一方面，跨境并购面临的环境和项目风险更为复杂，从项目筛选、实地调研、风险评估、商务谈判、政府审查到并购重组完成，项目并购流程复杂且周期很长，这使得疫情对并购投资的影响具有明显滞后性，上半年并购完成项目基本为疫情前已推进大半的项目。

另一方面，自1月底中国新冠疫情爆发到印度、俄罗斯等新兴经济体疫情爆发，上半年各国隔离限制措施严重拖累在途项目推进流程，考虑全球疫情复发风险仍较高，预计下半年

企业跨境并购推进流程难以加速恢复。

2、新冠疫情对国内企业盈利的负面影响较为明显，境外标的所在国疫情形势、社会经济的不确定性也将一定程度减弱企业跨境并购动力。

据联合国贸发会议《2020年世界投资报告》显示，2020年全球前5000家跨国企业盈利预期下调近40%，部分行业甚至陷入亏损。中国经济虽已率先进入恢复阶段，但国内及全球需求不振令国内企业经营和现金流仍面临较大压力，加之海外疫情形势依然严峻，“一带一路”沿线绝大部分国家经济深陷衰退，甚至部分国家社会矛盾因疫情和经济恶化而进一步凸显，社会不稳定风险上升（如近期白俄罗斯），2020年中国部分企业境外投资计划将因此不同程度延后，跨境并购动力有所减弱。

3、短期政策风险上升将增加中国企业在“一带一路”沿线部分国家的并购阻力。

新冠疫情暴露的全球产业链和供应链安全问题，尤其是医疗物资安全问题，以及中美摩擦的外溢性，使逆全球化从贸易领域向投资领域加速扩展。2020年以来，除美日英法德等发达经济体，波兰、印度、匈牙利等国也加强了外国直接投资和收购审查制度，企业跨境并购政策风险正在上升。因此短期内，中国对“一带一路”沿线部分国家的跨境并购政策壁垒将增加，其中中东欧跟随欧盟投资政策将有所收紧，与中国双边关系的亲疏变化（如印度）对其他区域的并购投资影响将进一步上升。

4、长期看，逆全球化背景下中国与“一带一路”沿线国家经济合作加强，有望成为中国在该区域并购投资的长期发展动力。

对“一带一路”沿线国家而言，由于国内市场小、资本积累不足，大部分国家对外贸和外国资本高度依赖，外向型经济发展路径使这些国家有动力在贸易保护主义上升、全球产业链条收缩的趋势下，更加积极的融入区域一体化和“一带一路”倡议合作，优化外商投资环境。2020年新冠疫情冲击下，由于经济下行压力骤升，“一带一路”沿线部分国家加大了招商引资力度，越南、沙特、阿联酋、阿尔及利亚、俄罗斯等国进一步优化外国直接投资政策环境，如沙特放宽了外国资本对本国医药行业的投资限制。

对中国而言，中国国内资源禀赋优势并不突出，劳动力成本优势下降明显，这使中国与“一带一路”沿线国家优势互补仍较为明显，因此在“加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局”形成过程中，以国内需求为中心推进区域产业链和供应链布局，有望成为中国企业在“一带一路”沿线并购投资的长期发展动力。

此外，“一带一路”倡议框架下，中国与沿线国家战略合作和政策协调方面的加强也有助于降低企业跨境并购中面临的制度成本，降低企业未来面临的政策风险。

