



## 中國對外直接投資：揚帆出海勿迷航

近年，中國在國際直接投資(Outward Direct Investment, ODI)領域迅速崛起，分別於 2012 年及 2015 年躍升為全球第三大和第二大對外投資國；2016 年中國的非金融類對外直接投資額錄得 1,701.1 億美元，較上一年同期激增約 44.1%。內地企業的大宗對外投資及併購案屢見報端，國際社會甚至出現「中國企業將買下全世界」的誇張言論；而對外投資高速增長的背後，究竟是內地經濟日趨國際化抑或是內地資產泡沫化外溢的一種表現，亦引起海內外的討論。

### 內外因素促高速增長

其實，內地對外直接投資在 2002 年以前還只是寥寥可數的零星個案，每年的非金融類對外直接投資額大多低於 50 億美元。2002 年之後，中央政府明確將企業「走出去」作為內地深化對外開放的重要戰略，並為此制定各種鼓勵政策；以此為轉捩點，內地的對外直接投資迎來了長時間的高速增長。數據顯示，內地非金融類對外直接投資額在 2003-2016 年期間保持了約 33.9% 年均複合增長率；繼 2005 年突破百億美元後，2014 年更衝破千億美元的大關（見附件圖 1）。

除了政策層面的推動外，內地對外投資額的激增還受多種內外因素（Push Factors and Pull Factors）合力作用的結果。一方面，內地企業經過多年的發展，其經營管理水平顯著提高，整體實力壯大；加上近年不少內地傳統行業的市場容量漸趨飽和，同業間的競爭日趨激烈，驅使企業走上國際化的道路，藉著將海外的資源、技術和市場等優勢經營要素「內部化」(Internalisation)，加快業務轉型升級及提升競爭力。自 2005 年匯改之後，人民幣對歐美等主要貨幣持續升值，較強的貨幣購買力對內企「出海」亦發揮了催化劑的作用。另一方面，主要發達國家在過去數年相繼爆發金融危機，例如 2008 年的美國次貸金融風暴以及 2010 年歐洲主權債務危機；在經濟低迷的情況下，當地的各種資產自然亦相對便宜和更具吸引力，為內企進行海外收購合併提供了大量豐厚的機會。在此期間，全球經濟增長乏力，尤其是發達國家復甦緩慢，全球貿易保護主義抬頭，亦促使一些內企不得不「變陣」，直接到東道國就地生產，以繞過貿易壁壘。

### 投資結構與動機轉變

內地對外直接投資高速增長的過程中，其投資行業結構和地區結構發生了巨大變化。就非金融領域的行業投向而言，採礦業是早期對外投資最多的行業，2006 年的對外投資額約 85 億美元，佔當年內地整體對外投資額約 48.4%；租賃及商務服務業、交通運輸、倉儲和郵政業、批發和零售業則緊隨其後，分別錄得 45 億美元、14 億美元及 11 億美元，佔比分別為 25.6%、7.8% 和 6.3%。然而，近年採礦業和交通運輸、倉儲和郵政業的重要性大幅降低，在 2015 年內地對外直接投資的比重分別僅為 9.3% 和 2.3%，租賃及商務服務業、批發和零售業則續保強勢，仍高居對外投資金額排行榜的前三名，2015 年分別達 363 億美元及 192 億美元，佔比為 29.9% 及 15.8%。值得注意的是，製造業和房地產業(包括建築業)近年有「異軍突起」之勢，對外直接投資額分別從 2006 年的 9 億美元和 4 億美元大幅攀升至 2015 年的 200 億美元和 115 億美元，其佔比亦相應上升至 16.5% 和 9.5%（見附件圖 2）。

投資目的地方面，以往拉丁美洲和亞洲為內地對外投資最活躍的地區，2006 年兩地合共吸收逾九成的內地對外投資額。惟近年拉丁美洲的重要性逐步減弱，

其吸納投資額所佔的比例從 2006 年的 48% 下跌至 2015 年的不足一成；而亞洲對內地投資者的吸引力則有增無減，比重從 2006 年的 43.5% 攀升至 2015 年 74.4%。此外，內地企業前往北美洲的投資額亦逐年增多，所佔比重從 2006 年的 1.5% 上升至 2015 年的 7.4%；而歐洲吸納的內地投資則相對平穩，比重從 2006 年的 3.4% 微升至 2015 年的 4.9%。以上數據變化反映內地對外直接投資的地區結構越來越倚重亞洲，歐美等發達市場的整體重要性亦趨於上升。

亞洲在內地對外投資中保持屹立不倒的「重倉」地位，地緣因素料為重要原因之一。另一方面，伴隨著全球經濟重心東移，亞洲新興經濟體在過去多年的增長迅速，不僅擁有豐富的自然資源、勞動力以及日趨完備的各種產業基建和配套體系，而且內需市場廣闊並且增長強勁，未來的發展潛力巨大，自然亦就成為內地企業乃至全球跨國公司的「必爭之地」。值得注意的是，香港一直為亞洲地區中吸納內地投資最多的地區，2015 年內地對香港的直接投資額高達 898 億美元，佔對亞洲投資總額的八成左右。香港是內地企業「走出去」的首要「起跳板」，箇中的原因除了香港具備中西合璧的文化背景、市場輻射力強、營商環境佳、配套服務一應俱全，以及身兼金融中心、商貿中心、航運旅遊中心以及跨國企業總部中心的集成效應之外，還因為以香港子公司的名義或者透過與香港企業聯合到海外投資，有助於降低內企身份的政治敏感度和減輕當地政府和民眾的抗拒感。可以推斷，內地對香港的直接投資並非全部流入香港本地項目，當中有相當部分帶有「中轉」或者說「間接投資」的性質，經香港「轉口」到世界其他國家進行再投資。從統計意義上講，亞洲在內地對外直接投資中所佔的比重應存在某種程度的「高估」。

從中國對外直接投資行業及目的地的變遷，可以管窺到內地企業對外投資主要動機的潛移默化。早期的投資中有較大部份是屬於「資源驅動型」；當時受國家「走出去」政策的鼓勵以及為配合內地經濟快速增長特別是製造業產能擴張的需要，內地企業紛紛到自然資源豐富的拉美、亞洲的發展中國家以及澳紐等地投資採礦業。近年伴隨著國際競爭更趨激烈以及國內產業升級的壓力日漸增大，內企更關注自身在成本效應、資產配置以及市場多元化等方面的需要，便將目光轉向以「市場導向型」的投資，亦有更多的企業透過在特定國家進行「窗口型」的投資，作為吸納和引進當地的科技和特殊經營要素的捷徑；這在一定程度上造就了內地資金加緊進入北美和歐洲等發達地區以及進一步向製造業和零售、地產等消費性服務行業集中的趨勢。

值得一提的是，內地對外投資的主體亦出現多元化的趨勢，從早年由國企擔當領頭羊，逐漸轉變為國企及非國企齊頭並進；至 2015 年，非國有企業已佔中國對外投資的「半壁江山」（見附件圖 3）。

### 製造業吃重「憂喜參半」

按 2016 年首十月的初步數據看，中國對外投資的地區、產業流向基本上延續了近幾年的趨勢。當中，對美國投資增長尤為迅猛，相對去年同期的增幅高達 173.9%；另一個亮點則是製造業的投資金額逾 262 億美元，比上年同期增長 163.8%，在內地非金融類對外直接投資所佔的比重上升至 18%，其中流向裝備製造業的投資達 160 億美元，為去年同期的 3.6 倍。

去年多個內地企業進軍發達國家製造業的收購案更是轟動一時，包括家電巨頭美的以約 45 億美元收購德國著名機器人製造商庫卡集團 (KUKA) 以及福耀玻璃斥資約 10 億元赴美國設廠等。這兩個案例對透視當前中國製造業對外投資的動機甚具啟示性。顯而易見，美的收購 KUKA 屬「窗口型」投資，旨在獲取尖端科技，搶佔當代製造業的制高點。作為世界汽車玻璃「一哥」的福耀原本就以美國為主

要目標市場(2015年佔其業務3成)，其赴美投資帶有濃烈的「市場型」動機；除了有利於貼近客戶、節約物流成本，亦可以說是一項未雨綢繆的戰略部署，以把握今後美國製造業復興的商機和規避特朗普上台後可能增強的對華貿易壁壘。

不過，有「世界工廠」之稱的中國，近年卻興起境內企業紛紛到海外投資製造業的熱潮，引起人們對中國的製造業優勢是否已逐漸褪色的反思。美國波士頓顧問公司(BCG)在2014年底發表了「全球製造業經濟大洗牌：世界成本競爭力的變動」報告，對全球出口量排名前25位的國家或地區在製造業工資水準、勞動生產率、能源成本和匯率等四項關鍵指標的分析；該研究發現以中國內地為代表的傳統低成本製造基地面臨越來越嚴峻的綜合成本上漲壓力，其營商成本競爭力相對其他國家已大為降低。其中，內地製造業相對於美國本土的綜合成本優勢已由2004年的14%下降至2014年的4%；預計到2018年，美國製造的成本甚至將比中國低2%至3%。

福耀玻璃在公佈赴美投資案計劃時表示，中國稅賦高並且需支付各種隱性成本，綜合稅負反而比在美設廠更高，甚至實際稅率已超過40%。有關說法「一石激起千層浪」，引發了近期對中國是否已出現令企業窒息的「死亡稅率」的激辯。事實上，「降成本」也是中央推行供給側改革的重要切入點。例如，在國務院的推動下，2016年內地全面實施「營改增」試點，進一步減輕企業稅負；相關部委亦積極研究如何透過清理不合理收費、降低交易成本、降低物流成本等措施來降低企業的經營成本。剛剛在上個月閉幕的中央經濟工作會議反覆強調「降成本」的重要性，表示2017年將繼續實施「三去一降一補」(去產能、去庫存、去杠桿、降成本、補短板)為主要任務，並且「財政政策要更加積極有效，預算安排要適應推進供給側結構性改革、降低企業稅費負擔」。

### 「增速與質素」矛盾顯露

在某種意義上，過去十多年來中國對外直接投資的迅速發展與人民幣國際化加快步伐，基本上是呈現一種亦步亦趨的關係，期間人民幣匯價更出現曠日持久的「單邊升值」；這與上世紀下半期日本和臺灣掀起企業對外投資潮的背景甚為相似，在一定程度上亦印證了本幣升值有助推動企業對外擴展疆域的傳統理論。值得注意的是，最近兩年人民幣匯率持續下跌，2016年全年兌美元累計貶值了超過6.6%，創出1994年以來的最大跌幅；加上內地資本外流壓力龐大，去年12月底的外匯儲備降至3.01萬億美元，比起2014年年中的近4萬億高峰銳減近萬億，單是去年第四季度就下跌1,558億美元。在這種情況下，內地對外直接投資仍高歌猛進，難免惹來「走資」疑雲，令人擔憂對外直接投資已成為中國資金外逃的另一條新通道。

有分析指，一些內地企業預計人民幣匯率偏軟將持續較長一段時間，故迫不及待到海外進行投資，藉此將資產進行全球化配置，分散匯率風險；同時亦不排除有部分企業透過捏造海外虛假項目或者誇大投資金額，以「暗渡陳倉」的方式將資金轉移境外，甚至借此進行套匯圖利。

另一方面，內地企業「出海」後「不務正業」的現象亦相當突出。2015年到海外投資的企業中，其國內本業為租賃及商務服務業、採礦業、地產業的企業分別各佔8%、2.5%及1.9%；但流入這三類產業的對外投資金額卻分別達29.9%、9.3%及6.4%。跨業投資固然可為企業擴大業務版圖和推行多元化創造機會，但亦可能因經驗不足等原因而導致經營風險上升，更何況遠在異地他鄉，還須面對水土不服及文化差異等多種考驗。

一些內地企業對外投資的非理性現象亦引起關注。近期房地產相關業務成為內地企業對外投資的「新寵」，在一定程度上或與該行業進入門檻較低、投機性強有關；而近兩年內地企業在海外房地產市場動作頻頻，被指與應對國內樓控和將資本轉移出境等避險行為有關。以香港為例，具中資背景的機構在 2016 年參與住宅建設用地投標的個案大幅飆升，佔比增至三成多，涉及金額達 230 億港元；其中不乏以「天價」成交、經濟效益存疑的個案，更被當地業界批評為「盲搶地」。

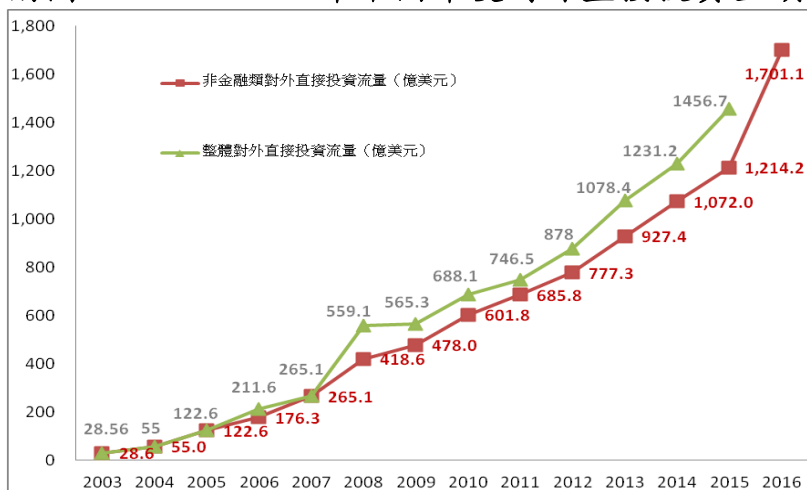
### 「走資新管道」引起關注

為遏止資本外流，最近中央推出了一系列加強資本管制的措施。在 2016 年 11 月，國家發展改革委、商務部、人民銀行、外匯管理局聯合對部分企業對外投資項目進行核實，主力打擊常見的境外投資異常情況，例如投資規模與境內母公司的資本和經營狀況不相符、投資項目與境內主營業務不存在相關性等。據報道，中央亦頒發新的限制措施，嚴格管控規模在 100 億美元以上的對外投資項目、國有企業在境外投資額超過 10 億的房地產項目，以及中方投資額在 10 億以上的非主業大額併購和對外投資。

此次中央針對大筆對外投資項目以及從房地產和跨業購併這兩個「事故多發地帶」入手，相信不僅僅是為了堵塞資本外流的一個新漏洞，另一個甚至可能是更重要的目的則是希望藉此防範對外直接投資結構的失衡和抑制非理性的擴張，敦促內地企業注重海外資產的質素和效益。確實，隨著內地躍升為全球對外投資的龍頭之一，其對國際國內的「溢外效應」已今非昔比；確保對外直接投資的健康發展已成為中央「防風險」的一個新的著眼點。

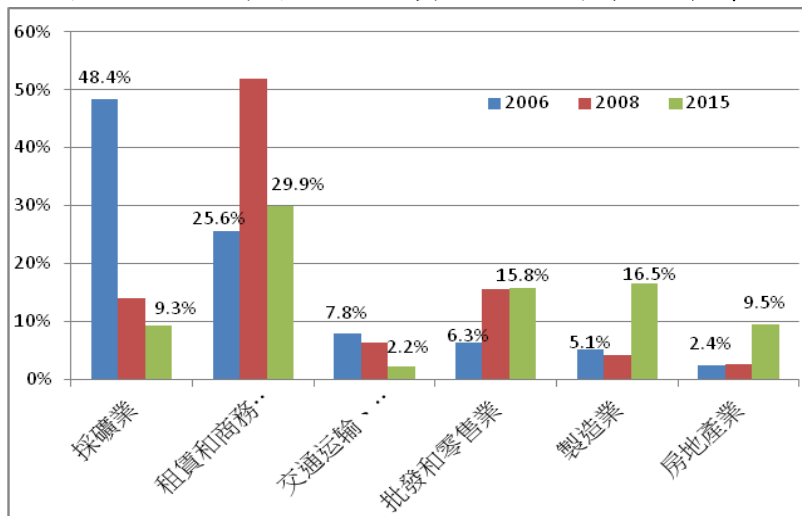
2017 年 1 月

附圖 1：2003-2016 年中國年度對外直接投資金額



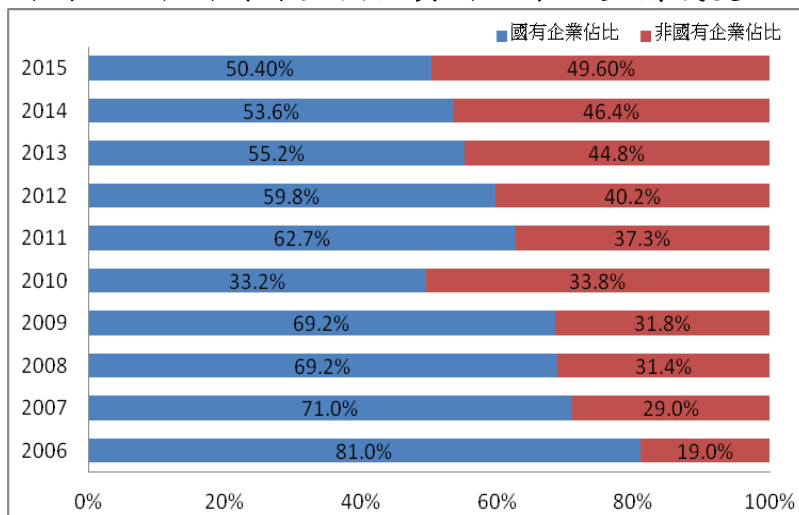
資料來源：wind 數據庫、廠商會研究部整理

附圖 2：中國對外直接投資的主要行業分佈情況



資料來源：wind 數據庫、廠商會研究部整理

附圖 3：中國對外直接投資的企業類型構成變化



資料來源：wind 數據庫、廠商會研究部整理