

# 国际形势、海外并购与经济转型

## 下篇：对外投资

祁斌



祁斌，中投公司副总经理。  
2016年加入中投公司。  
2000~2016年间，先后任中国证监会战略发展委员、基金监管部副主任、研究中心主任兼北京证券期货研究院执行院长、创新部主任、国际合作部主任等职。

### 认识我们的时代 跨越中等收入陷阱

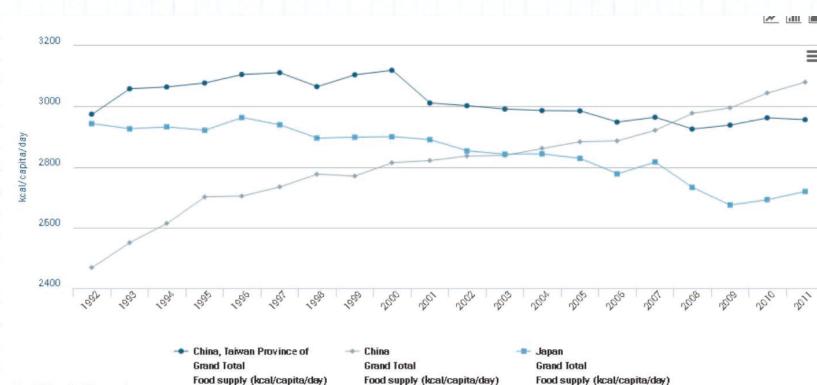
这个部分讲一讲对外投资。我们首先必须理解今天我们所生存的时代，我们不管是推动企业发展还是思考中国的未来，最重要的一点，是要有比较好的历史方位感和方向感。

历史惊人地相似：今天的北京、20年前的首尔、30年前的东京、50年前的洛杉矶、80年前的伦敦，都遭遇到雾霾问题。今天中国的很多问题，无论是环境问题，还是经济社会问题，发达国家都曾经历过，有一定的必然性。有些国家成功地走过了问题阶段，而有些国家没有走出来。

2010年，中国人均GDP达到4300美元，迈入中等收入国家的门槛。世界银行的研究表明，拉美和东南亚的很多国家，在1970年代前后已经步入中等收入的国家，今天仍然未能超过人均GDP一万美元。其中最著名的国家是阿根廷，其在1913年达到人均4000美元，100年后的今天仍徘徊在中等收入陷阱之中。

对今天的中国而言，高质量的经济发展是我们的首要任务，它能够牵引一国各种社会文明的整体进步，我们应加快经济转型和增长，推动中国社会尽快跨越中等收入陷阱。

### 中国社会需求侧升级已经来临 供给侧结构性改革势在必行



1992~2011年间中国台湾、日本和中国大陆人均摄入卡路里的变化图

上图能帮助我们理解今天中国社会正在发生的转型。最上面的曲线代表我国台湾人民过去20年中人均摄入卡路里的变化，一路向下，至少有两个原因，第一，人口老龄化，第二，老百姓越来越注意不吃那么多了，所以它是一个下行的趋势。中间的曲线是日本，比台湾低不少，也是个下行的趋势，说明日本社会第一更加老龄化，第二民众饮食更加注意。

最下面的那条曲线代表我们大陆人民人均摄入的卡路里量在过去20年中的变化，我们看到是一路上扬，成功地超越了日本和我国台湾地区。这一方面说明了我们的经济发展取得了巨大的成功，解决了温饱问题。但我们可以比较确定地预测，这条曲线一定会在不远的将来掉头向下。为什么？第一，我们国家也人口老龄化了；第二，我们也越来越注意了，尽量不摄入太多高热量的食品了。

我印象很深刻的事是，20年以前，我到纽约华尔街参加工作，对纽约有两大不理解，一是这个城市的中央这么大地方不盖房子，弄了一个跨越六、七十条街的巨大的中央公园，多浪费啊，现在我们知道如果没有中央公园，纽约地价至少会跌一半。第二个是中央公园里天天有很多人在跑步，那时我们都是穷留学生，我就想，有这闲工夫，怎么不去打个工什么的？



2016年常德马拉松比赛

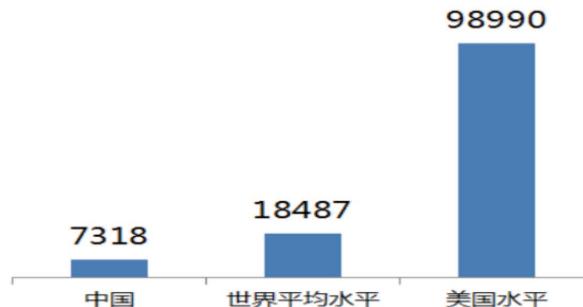
如今你任何一天到北京的奥森公园，都会看到无数人在跑步。中国人跑步和美国人还有很大

的不同。美国人是一个人自己跑，中国人是一大群人一起跑，都是用微信组的一个个跑步群。今年中国有100多个城市举办了马拉松比赛，我最近第一次参与，也是体验一下，跑了一次半马，在湖南常德。为什么是常德呢？因为别的都报不上，常德也是有个朋友认识组织者，打了个招呼才报上的，太火了。

马拉松运动折射了中国社会的变化，从努力吃饱变为拼命减肥，整个社会的形态正在发生深刻的变化。所以我们说，物质文明牵引精神文明，经济发展带动社会转型。

在这个过程中，一个悄悄发生的变化是，中国社会的消费升级已经来临。突然之间，户外装备成了时髦产品，出国旅游成了家常便饭，医疗健康成为最关注的话题。以前大家去超市买肉，6块钱一斤可能还要想一想，现在60块钱一斤的黑猪肉眼都不眨，一是有钱了，二是惜命了。中国经济的需求侧升级了。

中国经济社会需求侧的升级使得供给侧结构性改革势在必行，迫在眉睫。

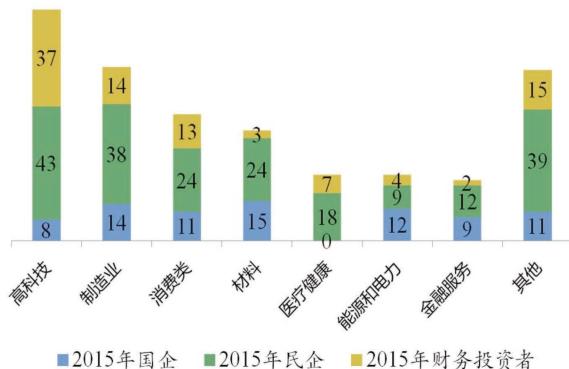


2015年中国的单位劳动产出与美国及世界平均水平的对比

上图是2015年中国的单位劳动产出，即劳动生产率。虽然我们贵为全球第二大经济体，但我们的人均劳动生产率只有美国的7%，是世界平均水平的40%，这其中包含所有的非洲国家。与此同时，我国企业大部分产品徘徊在世界产业链的低端，国人去日本买马桶成为时尚。所以我们需要加大供给侧结构性改革的力度。

## 供给侧改革的两条途径: 自我创新与海外并购

在需求端升级以后,供给端升级有两条路径,一是自我创新,这需要一套体制机制的建设和改进,尤其是资本市场的发展;另外一个路径,就



2015 年中国海外并购的行业分布

这里我们重点谈一下第二条路径,海外并购。

上图是 2015 年中国海外并购的行业分布。从 1990 年到 2014 年的 20 多年中,我们的海外并购中最重要的部分是能源类和资源类,到了 2015 年发生很大的变化,前三名分别是高科技、制造业和消费类。我们发现今天的中国企业和投资者走向海外进行投资的时候,是瞄着本国消费者市场的发展。所以,近年来我国海外并购热点领域的转移,折射了中国经济由出口导向向内需为主方向的重大转型。

## 海外并购的成败要素

中国人走出国门,进行海外并购,其中酸甜苦辣,应有尽有,有成功的,也有不少失败的。尽管说不幸的家庭各有各的不幸,但如果海外并购缺乏清晰的战略,不能与中国 13 亿人的消费者市场形成协同效应,那成功的机会就会减少很多,或者顶多是一种随机游走,完全在赌运气。失败的另外一些重要原因包括:咄咄逼人,涸泽而渔,不能寻求共赢,容易引发被投国家的抵触和反弹;

未能进行全产业链管理,人才储备不够,投后管理、整合、退出机制和能力不足。

成功的案例中,首先是战略清晰,瞄准海外先进的技术、先进的产品、先进的服务、先进的商业模式,要有足够的远见,看到它与中国市场 13 亿消费者对接的机会;其次,如果能够形成协同效应,往往也就能够挽救很多发达国家的企业和产业,实现共赢,也容易获得被投企业和国家的欢迎,减少抵触,定价谈判还可依托中国消费者市场的巨大潜力,增强谈判力;第三,需要推动投资标的与中国产业和市场的真正对接并落地,或者制造端,或者营销端,或者两者兼而有之;四是完整的投后管理和运营还包括利用好中国资本市场的平台(A 股、H 股、或 A+H 上市);五是要具备有较高执行能力的专业团队。



成功的海外并购以清晰的战略为前提,能与 13 亿消费者的中国市场形成协同效应



失败的海外并购不能与中国市场形成合力，其他重要因素还包括咄咄逼人，未能实现共赢。

具体的投资方向上，可以聚焦消费升级、制造业升级乃至新兴产业发掘，努力成为中国经济增长的新动力。我们观察海外发达市场的产业，有三个典型的投资方向的代表：第一条线，日韩两国，重点为健康医疗和先进制造等，大致领先中国3~5年；第二条线，德国、欧洲、以色列等国，重点为先进制造和创新经济产业等，大致领先中国5~7年；第三条线，美国硅谷，重点为高科技(TMT、生物制药等)和创新经济产业等，大致领先中国10~15年。中国海外投资的目标应该是将这些产业分梯次源源不断地与中国市场结合，带动中国产业升级，加速中国经济现代化，也惠及这些国家和经济体。这里也不排除如美国中西部等地的一些传统制造业，相对于中国市场仍然是比较先进的，将其与中国巨大的市场相结合，能够挽救一些夕阳产业，实现双赢。中国的发展和崛起如果不能惠及世界，将是不可持续的。

## 安倍赠送特朗普的礼物

十多年前中国推出QFII，欢迎全球国际机构投资者到中国资本市场投资，很多日本的投资者感兴趣。2006年，我去日本参加了一个关于中国资本市场的研讨会，在东京碰到了一个清华的校友。他那时已经在日本待了20年了，从事一些小贸易。我说你可以看看日本有哪些产业不错，买下来带到中国去。他说他没那么多钱。我说你可以找PE(私募股权基金)。过了一段时间，他给我打电话，说日本有个企业快破产了，叫HONMA，是全球唯一的一家亚洲品牌的高尔夫球杆制造商，这种球杆比较适合亚洲人打，因为日本人口老龄化，高尔夫人口锐减，所以濒临破产，问我能不能买？我说可以买。

他于是去找了三家中资PE，开始收购这个企业。后来，遇到了两个问题。首先日本人说这是日本的民族品牌，不愿意变成中国品牌，我建议他保留原有品牌，在中国市场可能更有吸引力；

第二，日本人不愿意把制造基地拿到中国来，我说可以，尽管这样成本可能高些，但日本的制造工艺比较精湛，可以保证质量。我说你只要把营销渠道拿到中国来就可以了。

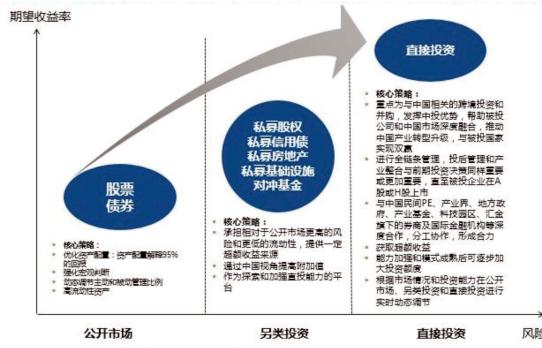
后来发生的事情是，他们于2010年花费1亿美元，买下HONMA公司，在中国重建了营销渠道，正好迎头碰上了八项规定。八项规定对中国社会是个巨大的进步，可对高尔夫运动来说在短期内是重创。但中国社会自然增长的需求毕竟在增加，收购后的HONMA业绩表现良好。他们想寻求在A股上市，但发现他们的前面排了近700家公司，于是忍痛承受15倍的低市盈率转向香港市场。2016年9月22日，HONMA在香港成功上市，他们当初投资的1亿美元估值为10亿美元。10倍的回报。他回北京时来我办公室对我表示感谢，要不是他来，我也不知道他们取得了这么大的成功，差点忘掉了此事。

这个案例有一定的偶然性，但却包含了一个成功的海外并购中所有重要的成功元素。第一，与中国的消费者市场有协同效应；第二，全产业链管理，从投资，到投后营销渠道在中国的重建，到在香港市场上市，是一个完整的链条；第三，惠及了被投企业和国家，实现了共赢，生产HONMA的日本城市有很大一部分人口以此为生，中国人的投资挽救了这个城市中很多人的生计，相信他们都赞成中日友好。

还有一个人需要感谢中国人。近期，安倍急急忙忙跑到纽约去觐见刚刚当选的特朗普，送了一个礼物，正是一根HONMA的球杆。特朗普酷爱打高尔夫球。要不是当初中国人出手相救，日本人就失去了这一民族品牌，安倍也就没有这么一个完美的礼物可送了。

## 中投总组合三大资产类别的核心策略及转型方向

中投目前的三大组合，一个是公开市场，一个是另类投资，另外是直接投资。我们要在每一



### 中投三大组合的核心策略

个板块中分别不断进行改进。

第一个组合为公开市场投资。我们都知道，想要在一个非常有效的公开市场取胜是非常难的，所以公开市场的核心策略是：一，优化资产配置：历史经验表明，资产配置能够决定 95% 的回报；二、强化宏观判断；三、动态调节主动和被动管理比例，在一些没有比较优势的市场中逐步转向被动投资或指数投资，以降低成本。总体而言，这部分资产属于高流动性资产。

第二个组合为另类投资，具体包括私募股权、私募信用债、私募房地产、私募基础设施和对冲基金几个部分。这个资产类别应该容忍相对更高一点的风险，同时能够获取相对更高一点的回报。在这个板块中如何添加中国元素，用中国视角来提高附加值，是我们需要思考的问题。同时通过这个板块的投资去探索和加强直投的能力。

第三类组合为直接投资。直投可以有很高的潜在回报，但是潜在的风险也是巨大的，如果你没有足够的能力建设，带来的结果可能是更加灾难性的。所以直投战略的重点为与中国相关的跨境投资和并购，发挥中投优势，帮助被投公司和中国市场深度融合，推动中国产业转型升级，与被投国家实现双赢；进行全链条管理，投后管理和产业整合与前期投资决策同样重要或更加重要，直至被投企业在 A 股、H 股或 A+H 股上市；与中国民间 PE、产业界、地方政府、产业基金、科技园区、汇金旗下的券商及国际金融机构等深度合作，分工协作，形成合力。直投战略的目标是获取超额收益，直投能力加强和模式成熟后可逐步加大投资额度。

逐步加大投资额度。

## 建立“航母战斗群”海外并购模式，加速中国经济转型，惠及世界

中国近年的一些海外投资也出现了不少乱象。在消费品领域内，很多法国或西班牙的酒庄都同时有若干中国土豪在竞标，不仅把价格飙得极高，也有一点扰乱世界经济秩序。这样的现象在制造业等其他领域亦不鲜见。

中投未来的海外并购战略，将试图建立一个新的模式，由国家队与产业界、民间 PE、证券公司、上市公司、地方产业基金和科技园区等共同组成“航母战斗群”，各司其职，发挥比较优势，协同作战。“走出去”的目的是为了“请回来”，海外并购的核心是与中国 13 亿消费者市场的对接和落地，全过程还应包含这些产业或企业与 A 股市场或香港市场的对接，商业目的投资和产业升级战略目标有效结合，中投资本结合相关其他资金形成巨大合力，撬动中国经济转型。今天在座有很多中国 PE 界、产业界、上市公司、地方领导、地方产业基金和科技园区，欢迎我们大家一起合作，形成合力，分工协作。当然，这种合作不是说政府指定的或者行政安排的，是通过市场化的方式，我们各自发挥我们的比较优势，大家各司其职，协同作战。

## 探索有中国特色的主权财富基金管理模式

我们研究和比较了全球所有主要的主权财富基金的管理模式，发现我们和他们有很大的不同。首先，我们的流动性要求是最低的，即没有很强的变现要求，因此，可以投资较为长期的资产。其次，我们可以容忍较高的风险度，因此也就有可能收获较大的潜在收益。

同时，最为重要的，我们是中国的主权财富基金，理应架起中国与世界的桥梁，利用中投的资金，投资于其他国家先进的产品、技术、服务、商业模式，带回来与中国市场和产业对接，加快

中国经济转型和现代化的步伐，为中国的崛起做出贡献，也能在这个过程中获得相对更高的收益，实现国有资产最大程度的保值增值。这是世界所有其他国家主权基金所无法比拟的优势。因此，我们完全可以在借鉴其他国家主权基金的经验基础上，扬长避短，发挥优势，服务于改革开放大局，实事求是，走自己的路，努力探索有中国特色的主权财富基金管理模式。

概括起来，有几个方面的要点：

一、在公开市场、另类投资与直接投资三者之间进行动态调整，直投能力加强后资产更多从公开市场向直投市场转移；三者之间相互协同，相互支持，形成合力。

二、公开市场投资目标：投资于国际市场，实现保值增值，了解世界，获取信息。

三、另类投资目标：获取较高收益，通过中国视角提高附加值，作为探索和加强直投能力的平台。

四、强化直接投资战略和能力建设。重点关注与中国相关的跨境投资，服务于中国经济转型和产业升级，依托于中国十三亿消费者的巨大市场潜力，推动供给侧结构性改革，投资于发达和发展中市场，有效支持一带一路战略；促进双边贸易和投资，实施双赢和多赢战略；带领中国企业“走出去”和“请进来”，与产业界、PE界、地方政府、证券公司、国际金融机构建立深度合作模式。

五、通过在国际市场投资和跨国并购，获取宝贵经验，了解世界趋势，增强与世界沟通，为国家改革开放建言献策，加速中国经济社会现代化进程。

六、有效结合财务投资和支持中国经济转型的战略目标，借鉴国际经验，发挥中国优势，走自己的路，建设有中国特色的主权财富基金管理模式。

## 研究驱动投资：筹建中投研究院

为了支持这一模式和战略，我们正在组建中投研究院。其目标首先是支持中投的发展战略和

投资决策；第二，是为中投公司和中国金融体系储备和培养人才，成为人才库；第三，为国家提供经济改革的政策建议，成为具有一定影响力的智库。网上有一句流行语，叫“智库是一个国家的智商”。中投是中国伸向世界的触角，几乎全球最优秀的金融机构都会来与中投打交道。我们如果能够采撷全球智慧，形成政策建议，将有望为国家的经济政策提供更多的智力支持，其作用和意义是远超于一般的财务回报或投资效益的。近期我们到美国主要城市和大学的“路演”之后，收到了1500多份简历，除了内部其他部门过来参加研究院的以外，只剩下了十几个人的编制，真是要“百里挑一”了。这说明广大留学生的确是心向祖国的，也热切地希望通过中投这个平台和将要推进的海外并购战略链接中国与世界，加速中国经济社会现代化。

## 理解中国经济增长的长期动力

结束的时候，我讲两个小故事。

第一个故事。十年前，2006年，我带我们证监会研究中心的全体同事去北京郊区地道战遗址搞党建活动，看到那里有一个广告牌，是一个当地农民办农家菜的广告牌。我说我要和它合个影，因为这张广告牌上有27个人家的广告排在一起。后来有一次参加国际论坛，我就给参会的各国代表展示了这张照片。我说你们去全世界再找一个国家，找一个地方，能有27个人家的广告排在一起，还都是竞争同一件事情，估计有难度，估计只有中国。在中国经济的每一个角落里，我们都看得见这张广告牌的影子。

中国人民这种勤劳致富和不怕竞争的精神是中国经济增长生生不息的动力。

当然我们中国也往往存在过度竞争，所以我们需要不断完善市场经济体制，让这些竞争成为建设性的竞争，更加有效的竞争，来推动中国经济的成长。

从长远来看中国经济，就是小平同志在1984年说过，我们的发展分两个阶段，第一个阶段，到2000年人均收入达到800美元。他说这个话

的时候我们的人均只有 160 美元，大家说，要翻五番，不可能吧？结果翻了六番。2000 年的时候，人均到了 1000 美元。他说，我们要在这个基础上，再发展 30 年到 50 年，就可以赶上中等发达国家水平。后面这个 30 年刚刚开启。他说，只有这样，我们才能说中华民族为人类做出了贡献。这个话说得很重，我们有五千年的历史，我们有光辉灿烂的文明，但是我们吃不饱饭，不行。我们只有解决好自己的温饱问题，解决好自己的发展问题，才有说服力。我们要发展好我们的物质文明、精神文明和社会文明，取得更大的进步，我们发展好了，还能够帮助那些落后的国家，为他们提供一个可以借鉴和参考的道路和模式，这样我们才能算是对人类做出了贡献。

## 开往春天的列车

我再讲第二个小故事。我有一个朋友喜欢摄影，他在朋友圈里放了一张居庸关春天花海的照片，非常漂亮。我周末带着年轻人去了一趟居庸关，去看了看这个花海，真是很美。下山的时候，我们碰到两个小伙子，我们看了一下他们照的照片，吓了我们一跳，是一张高清的全景图，非常震撼。我说你这得用多大的相机才能照出这么漂



“开往春天的列车”

亮的照片啊，他们说不是，我们是用无人机照的。

突然你发现，在不经意之间，在中国巨大的市场前景和低成本制造的支持下，无人机产业在

中国悄然崛起。无人机在中国售价只有两三千元人民币，而在美国，同类产品要两三千美元，使得中国在这一新兴产业中一举领先于美国。

我记得 10 年以前，我去长沙出差，看到每个出租司机座位后面都有一个液晶屏幕，觉得很不可思议。纽约的出租车也不可能每个车上有液晶屏幕啊，那得多贵。一问，才知道在国内，这样的液晶屏幕只需要四五百块钱，中国的制造业成本低和 13 亿消费者的巨大市场是两个巨大的优势。

我们发现，今天的世界和 30 年以前有一些不同。30 年前发达国家有电冰箱、彩色电视，我们没有。今天他们有的我们基本上都有了，他们没有的我们也没有，在某种意义上，面对未来未知的新兴产业，我们和他们是站在同一起跑线上。发达国家有他们的优势，比如技术优势、体制机制的优势、VC、PE、资本市场的优势，这些我们都在加快建设和发展，但我们也有我们的优势，我们有 13 亿人的巨大消费市场，有中国人民勤劳勇敢、孜孜以求的精神，我们有相对仍然低廉的制造成本，我们今天还有了改革开放 30 年积累起来的巨大财富和资本优势，为资本市场发展和海外并购提供了条件。一方面，我们应该加快改

革步伐，改进体制机制，加快资本市场建设，支持我们的自主创新；另一方面，我们应该有效推动和改进海外并购，更好地实行“拿来主义”。

我想，我们做好这两件事情，是能够加快中国经济转型和崛起的步伐的。

为了表达我们对于中国经济转型成功的期许，我给这张照片起了一个名字，叫“开往春天的列车”——我们今天在北京深冬的雾霾中期待春天的来临。

谢谢大家！

(此文为 2016 年 12 月 4 日作者在财新—云锋海外投资论坛上的演讲，演讲主题是“国际形势、海外并购与经济转型”。)