

# 宏观经济专题研究

## 供给侧结构性改革 2.0：宏观视角中的新一轮并购重组

### 核心观点

2025 年将是新时期我国改革发展的关键年份。它既是“十四五”的收官之年，也是承上启下，为“十五五”和“2035 目标”奠定基础的重要时期。为此，我国经济明年也将面临较强的增长诉求和繁重的改革任务。如何统筹兼顾，在增长和改革间找到平衡？

我们寄希望于以并购重组为抓手的新一轮供给侧结构性改革。它将由短及长地从活跃资本市场、促进供需平衡、培育新质生产力三个层面，激活经济潜能，提振预期，助力构建新发展格局。

回顾美国历史上的 5 轮并购高峰，可以发现其演绎随时代背景有所不同。其中既有经济增长因素，也有产业结构因素，甚至受到社会环境和政策法规的深刻影响。具体而言，有以下四点特征：

一是并购活动顺周期，即并购浪潮往往伴随着经济复苏。这意味着，并购浪潮往往在经济低谷已开始酝酿。

二是并购浪潮是产业变迁积累到一定程度的产物。一轮并购后，产业结构往往将进入一段稳定时期。

三是并购的具体方向需要政策予以引导配合。

最后，从美国经验看，并购重组的宏观意义在于实现产能出清，改善宏观利润率，特别是促进全要素生产率提升。

与美国等成熟市场相比，我国在并购重组领域起步较晚，改革开放后审慎摸索符合国情的发展模式，并在 2014 年前后形成首轮并购潮。

总体而言，这一轮并购重组高潮是由多重客观因素的叠加，并在政策因势利导下形成的。尽管早期出现了一些借壳交易等套利行为，但随着政策逐步完善，最终形成了产能整合提效为主，行业转型升级为辅的主线。这一轮并购重组又与移动互联网革命和国企改革浪潮交织，一方面新兴产业、民营企业与小额并购居于主导，另一方面传统行业、央地国企与大额交易逐步发力，并呈现出向更广泛行业和地区扩散的特征。

从现实角度看，这轮并购与随后的供给侧结构性改革通过产能的整合出清，在之后几年里帮助实现了商品价格企稳、企业盈利改善的目标，进而推动名义 GDP 实现“U 型反转”。但其根本意义或许在于，做出了以资本市场为策源地，推动我国经济的转型升级的有益尝试。2016 年起，我国全要素生产率增速进入了长达 6 年的上行期，为长期经济转型奠定了基础。

前瞻地看，新一轮并购潮较 2013-2017 的首轮在宏观形势、总体定位、政策协同、产业周期、外部环境等方面存在较多差异，其作为逆周期工具的色彩更加浓厚。新一轮并购重组以“提振预期”为纲，将活跃资本市场、促进供需平衡、培育新质生产力作为核心抓手，延伸出三条投资线索：一是实力雄厚需要寻找新增长空间的国央企；二是待整合出清的传统产能，特别是行业集中度低且毛利下滑明显的钢铁、轻工、公用等行业；三是科创产业，包括已上市和待上市的半导体、人工智能等战略新兴领域。

**风险提示：**海外市场波动，海外经济增速下滑。

### 经济研究 · 宏观专题

证券分析师：田地

0755-81982035

t i a n d i 2 @ g u o s e n . c o m . c n

S0980524090003

证券分析师：邵兴宇

010-88005483

s h a o x i n g y u @ g u o s e n . c o m . c n

S0980523070001

证券分析师：董德志

021-60933158

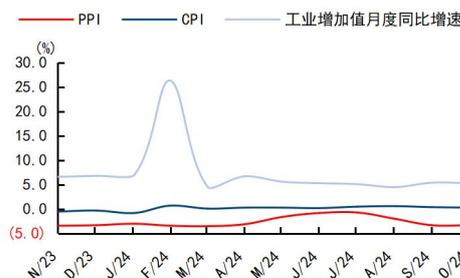
d o n g d z @ g u o s e n . c o m . c n

S0980513100001

#### 基础数据

固定资产投资累计同比	3.40
社零总额当月同比	4.80
出口当月同比	12.70
M2	7.50

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《政策发力之后——从政府驱动到民间驱动》——2024-11-15
- 《国信证券-债海观潮，大势研判（10年期国债 2.2-2.3%具备配置价值）》——2024-11-07
- 《全球变局与中国选择——后疫情时代的经济博弈》——2024-11-05
- 《稳增长与促转型——对当前中国政策取向的思索》——2024-10-26
- 《稳增长与促转型——对当前中国政策取向的思索》——2024-10-21

## 内容目录

<b>发展目标：提信心、优供给、促转型</b> .....	<b>5</b>
活跃资本市场.....	6
促进供需再平衡.....	7
培育新质生产力.....	9
<b>他山之石：温故知新</b> .....	<b>11</b>
美国：五轮并购浪潮.....	11
(1) 统一大市场的起点：19 世纪末-20 世纪初并购浪潮.....	11
(2) “咆哮的年代”：1920 年代并购潮.....	12
(3) 战后复苏：1960 年代并购潮.....	13
(4) “门口的野蛮人”：1980 年代杠杆收购浪潮.....	14
(5) 互联网泡沫：90 年代末至 2000 年并购潮.....	15
(6) 小结.....	16
中国：2013-2017 首轮并购浪潮.....	18
(1) 时代背景.....	18
(2) 数据画像.....	19
(3) 小结.....	22
<b>未来展望：本轮并购的三条线索</b> .....	<b>23</b>
与上一轮的“异”与“同”.....	23
并购潮演进的三条线索.....	25
(1) 持续活跃资本市场.....	25
(2) 整合出清传统产能.....	26
(3) 大力培育科创产业.....	27

## 图表目录

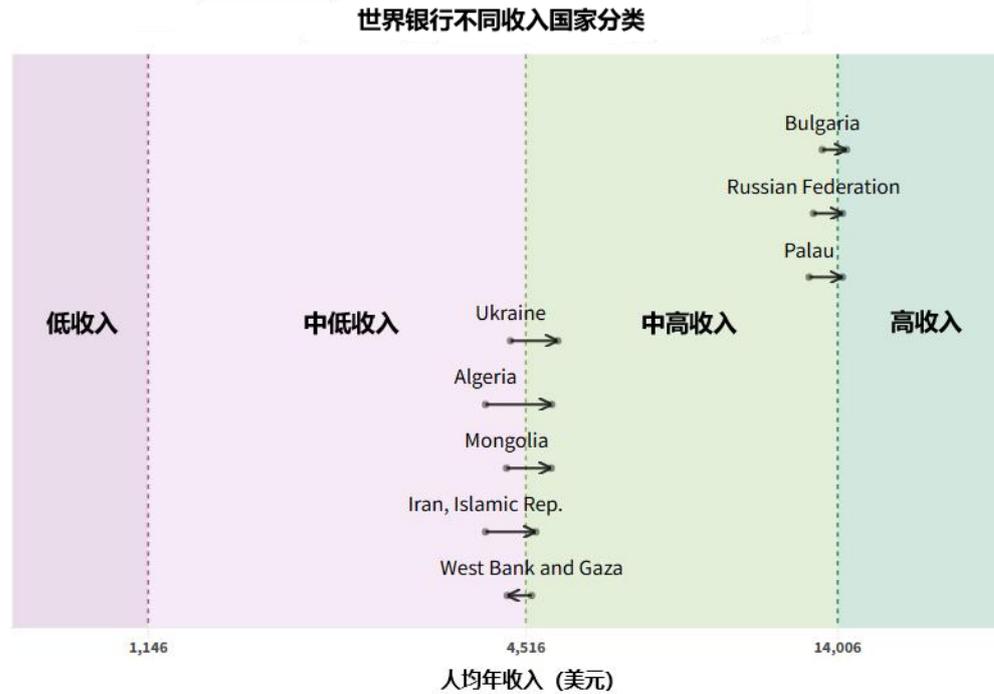
图 1: 2024 年世界银行不同收入国家分类	5
图 2: 美股三大市场和 A 股年退市数量	6
图 3: 并购重组数量与股指走势	6
图 4: 股市的“财富效应”	7
图 5: 牛市可以吸引更多参与者, 提高普惠性和外溢性	7
图 6: A 股 IPO 节奏放缓 (数据截至 2024 年 11 月)	7
图 7: 近年来中国 PE/VC 投资机构数量有所下滑	7
图 8: 美国财政赤字规模	8
图 9: 中国贸易顺差先升后降	8
图 10: 近年我国投资与消费增速背离加剧	8
图 11: 企业部门增收不增利	8
图 12: 信贷缩表	9
图 13: 多个一线城市社零增速转负	9
图 14: 我国 PCT 专利数已跃居世界第一	10
图 15: 主要国家 PCT 专利结构分布	10
图 16: 美股市值格局	10
图 17: A 股市值格局	10
图 18: 美国历史上的 5 次并购浪潮	11
图 19: 美国铁路里程数	12
图 20: 美国粗钢产量	12
图 21: 1900 年前后美国第一次并购浪潮	12
图 22: 第一次并购浪潮以横向并购为主	12
图 23: 北美汽车产能一度占据了 90% 以上	13
图 24: 手工与流水线生产各种产品节约的时间	13
图 25: 美国一战期间较大规模使用了财政赤字	13
图 26: 美国银行业是本轮并购活动的一个重点	13
图 27: 二战之后美国收入分配情况大幅改善	14
图 28: 60 年代传统制造业占比下降, 部分服务业占比上升	14
图 29: 60 年代以混合并购为主要形式	14
图 30: 美国全要素生产率在经历滞涨时期停滞后又重拾向上	15
图 31: 80 年代通胀趋于平稳	15
图 32: 个人电脑和互联网在 90 年代大量普及	15
图 33: 本轮并购主要集中在科技领域	15
图 34: 5 次并购浪潮背景特征总结	16
图 35: 并购活动往往是顺周期的	16
图 36: 宏观利润率的变动	17
图 37: 产能利用率的出清和回升	17

图 38: 并购浪潮与全要素生产率 .....	18
图 39: 我国实际 GDP 增速下台阶 .....	19
图 40: 中国产业结构切换 .....	19
图 41: 月度并购重组数量 .....	19
图 42: 上一轮并购潮以横向并购为主 .....	20
图 43: 发股收购是重要的并购手段 .....	21
图 44: 央国企参与度逐步增加 .....	21
图 45: 大额交易（大于 100 亿元）比重逐步提高 .....	21
图 46: 央企并购规模通常较大 .....	21
图 47: 并购重组由“五强”逐步向全国扩散 .....	21
图 48: 多元化战略比重仅次于横向整合 .....	21
图 49: 并购重组的行业热度演变 .....	22
图 50: 运输、金融、房地产等重资本行业大额交易比重更高 .....	22
图 51: 汽车、医疗、零售等行业以横向整合为绝对主导 .....	22
图 52: 并购潮后经济主要指标改善 .....	23
图 53: 并购潮后全要素生产率迎来持续增长 .....	23
图 54: 新“国九条”以来并购重组相关重要政策梳理 .....	24
图 55: 产能利用率再次处于较低水平 .....	24
图 56: 上一轮并购重组与移动互联网 .....	24
图 57: 产业结构变革 .....	25
图 58: 并购重组后上市公司 ROE 提升 .....	26
图 59: 行业营业收入集中度（前三）及毛利率变动（2023-2019） .....	26
图 60: 科创企业同样面临发行放缓 .....	27
图 61: 借壳上市企业数量维持低位 .....	27

2025 年将是新时期我国改革发展的关键年份。它既是“十四五”的收官之年，按计划有望达到“现行的高收入国家标准”，也是承上启下，为“十五五”和“2035 目标”奠定基础的重要时期。为此，我国经济明年也将面临较强的增长诉求和繁重的改革任务。那么，如何统筹兼顾，在增长和改革间找到平衡？

我们寄希望于以并购重组为抓手的新一轮供给侧结构性改革。

图1：2024 年世界银行不同收入国家分类



资料来源：世界银行、国信证券经济研究所整理

近年来，在错综复杂的形势下，中国经济顶住外部压力、克服内部困难，取得了积极进展。同时也要看到，经济运行仍面临堵点，其中结构性供需矛盾尤为突出。

一方面，外循环阻力增大、房地产步入新发展阶段、资产负债表疤痕未愈，有效需求的修复仍在进行时；另一方面，疫后旺盛的外部需求拉动部分产能快速扩张，外需退潮后出现冗余。供需失衡的影响进一步通过物价、就业和投资等渠道向实体经济和资本市场扩散，成为制约经济持续回升的关键因素。

面对困难，习近平总书记深刻指出：“什么时候没有困难？一个一个过，年年过、年年好，中华民族 5000 多年来都是这样。爬坡过坎，关键是提振信心”。9 月 26 日政治局召开会议，把提振信心作为应对当前困难、抓好经济工作的“牛鼻子”。随着会议前后一揽子政策陆续出台，社会预期有效提振，资本市场活跃度率先拉升，并出现向实体经济传导的积极信号。

可以说，当务之急是巩固这一来之不易的良好势头。

## 发展目标：提信心、优供给、促转型

9 月 24 日，中国证监会发布了“并购六条”（即《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》），为进一步激发并购重组市场的活力提供了指引。在当前背景下，我们认为“并购六条”的意义已超越并购重组本身，成为政策协同的关键

节点：它将由短及长地从活跃资本市场、促进供需平衡、培育新质生产力三个层面，激活经济潜能，助力构建新发展格局。

## 活跃资本市场

并购重组将活跃资本市场，提振社会信心和预期，进而扩大有效需求。这以四类主体为枢纽：上市公司、投资者、拟上市企业和中介机构。

一是上市公司总体质量有望进一步夯实。当前我国 5300 余家上市企业中，约 7 成（70.1%）市值低于 100 亿元，仅约 130 家市值超过 1000 亿元。

除帮助上市企业做大做强外，并购重组可以加速市场的新陈代谢。当前我国退市率偏低的重要原因是主动退出不足，而并购重组是主动退市的重要通道。

目前 A 股以强制退市为主，2023 年 A 股退市 45 家，退市率不足 1%，其中主动退市仅 1 家。对照美股，2010-2023 年的 14 年间，美国三大交易所（NYSE、NASDAQ、AMEX）年均退市 208 家，退市率约 5-8%，大部分为主动退市（并购重组、私有化等），这也是中美退市率差异的重要来源。

图2：美股三大市场和 A 股年退市数量



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图3：并购重组数量与股指走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

## 二是投资者信心得到提振，并通过财富效应增加有效需求。

本质上，股市“长牛”是上市公司高质量发展的映射。9月底以来，政策带动股票热度上扬，成交量级连续保持在2万亿以上。但历史经验一再表明，市场逻辑终将向基本面靠拢，上市公司的做强才是“长牛”的根本。作为“内生性成长”的重要补充，以并购重组为抓手的“外延式发展”与往往与牛市相伴相生。

此外，股票增值可以通过“财富效应”提振需求。2018年前，可选必选消费与股指相关性不高，而近年来在资产负债表压力下，居民可选消费与财富规模的联系更加明显。此外，尽管我国权益资产占居民财富比重依然偏低，但其“自带流量”，股市持续回升会吸引更多的参与者，扩大“赚钱效应”的普惠性和外溢性。

最后，若能以体量相对较小的资本市场为支点，逐级撬动体量更大的房地产市场以及实体经济，则可以在财政力度保持相对克制的前提下，四两拨千斤地达到“提振预期”的目标。这无疑是较为理想的情况，也是本轮政策部署的核心逻辑。

图4: 股市的“财富效应”



资料来源: Wind、国信证券经济研究所绘制

图5: 牛市可以吸引更多参与者, 提高普惠性和外溢性



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

**三是激活一级市场, 加强对企业支持力度。**PE/VC等早期投资机构对培育新质生产力不可或缺。不断涌现的新型企业亟需风险资金支持: 其发展面临较强不确定性, 甚至尚无盈利能力, 不易获得传统银行资金支持。

而在当前IPO放缓的背景下, PE/VC“募投管退”链条的末端受阻, 难以发挥正常功能。这时并购重组有助于重构“募投管退”的闭环:

短期看, 在常态化IPO恢复前, 并购重组作为传统IPO等退出渠道的有益补充, 有助于呵护一级市场生态。这既可激发PE/VC的投资积极性, 也有助于投资银行中介机构凝聚核心业务团队。更关键的是, 优质的未上市企业可以获得必要的融资支持, 为下阶段经济发展和转型积蓄微观力量。

长期看, 也只有丰富主动退市渠道, 完善资本市场的新陈代谢机制, 才能尽早恢复其正常融资功能, 重启常态化IPO。

图6: A股IPO节奏放缓(数据截至2024年11月)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 近年来中国PE/VC投资机构数量有所下滑



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

### 促进供需再平衡

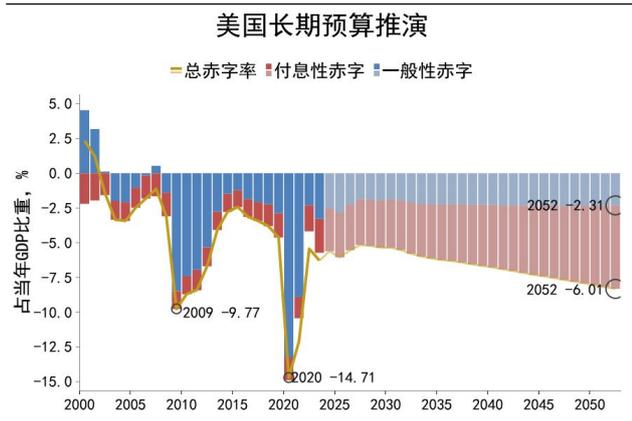
以特朗普“横扫”美国大选为标志, 强大内循环“基本盘”的重要性日益凸显。当前, 国内大循环的主要堵点是供需失衡。并购重组可以作为切入点和抓手, 从总量和结构两方面一体推动新一轮供给侧结构性改革, 促进供需再平衡。

出清低效产能是供给侧结构性改革的初心。当前总量失衡的原因是多方面的：

**一是近年海外需求先升后降。**新冠疫情暴发后，美国等西方国家“财政刺激+社交隔离”的策略导致“宅经济”需求显著增加，但受限于产能，其订单大幅外溢至率先复产的我国，也因此带动了一轮产能的快速扩张。随着全球供应链修复、刺激退潮以及脱钩断链升级，这轮新增产能消化出现困难。

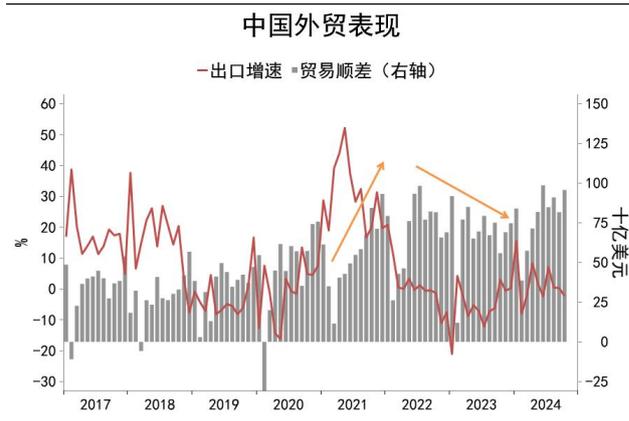
**本质上，这是长期投资与短期需求错配造成的冗余。**

图8：美国财政赤字规模



资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所整理

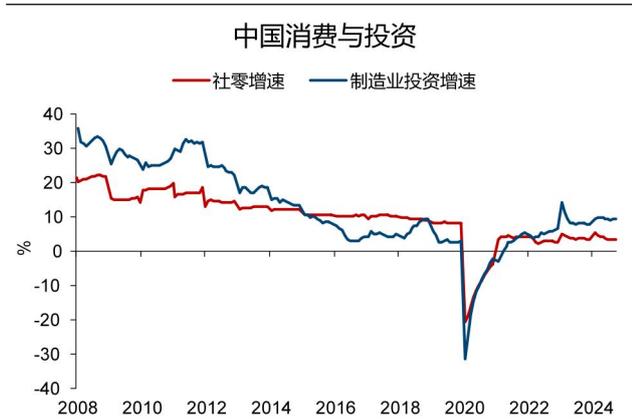
图9：中国贸易顺差先升后降



资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所整理

**二是投资与消费长期脱钩。**在经济学视角下，消费是最终需求，投资作为消费的函数本应同向变化。但经济走弱时，宏观调控惯于将投资视为替代性需求，用以对冲消费下降，导致两者时常背离。体现为两个方面：

图10：近年我国投资与消费增速背离加剧



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图11：企业部门增收不增利



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

从时间维度上看，次贷危机后我国经济逐步转为投资拉动，制造业投资增速长时间高于社零增速。这一情况在2015年前后逐步改善，部分是外需乏力，部分是以供给侧结构性改革和去杠杆为代表的主动调控。但近年来，随着经济增长压力加大，消费与投资的背离再度加剧。

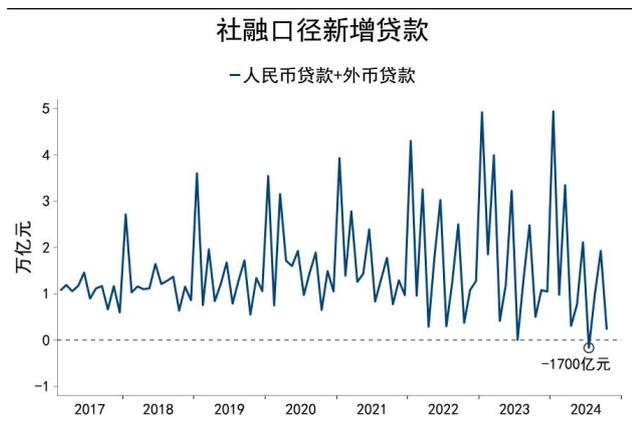
从地域维度上看，在统一大市场尚未完全形成的情况下，地方招商引资也是造成产能过度建设的重要原因。在GDP、就业、税制等因素的激励下，一些地方政府违规加大招商力度，既导致产能无序扩张，形成大量碎片化、低效化、重复化产

能；也加剧了地方财政负担，内卷式竞争下一些企业离开政府补贴甚至无法自给。

本质上，这是凯恩斯主义下，投资与需求非市场化配置造成的冗余。也是近期政府指出逐渐从“上项目”向“促销费/保民生”倾斜的原因。

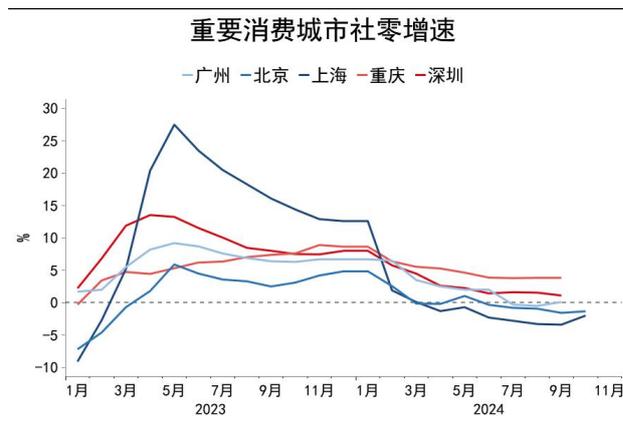
三是资产负债平衡压力加大。疫情对经济个体的冲击远未随之消弭，而结构转型中的“资产重定价”进一步加大了资产负债表平衡的压力。“紧平衡”的资产负债表挤压了居民的正常消费意愿，将可支配收入优先用于偿还负债，一度造成今年7月社融口径下的信贷规模罕见技术性萎缩。从居民消费增速观察，高房价与低房价城市消费能力分化显著：曾经的“消费龙头”一线城市中，除深圳外今年社零均下滑至负增长区间，而部分低线城市消费增速却相对稳定。

图12: 信贷缩表



资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所整理

图13: 多个一线城市社零增速转负



资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所整理

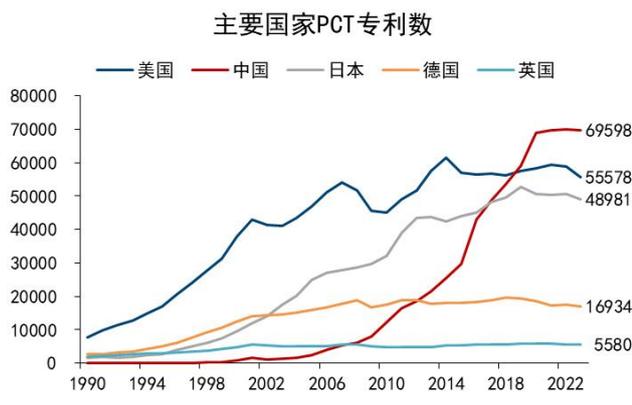
不难看出，上面除第三点偏重需求外，前两点本质上是供给问题。优化供给，需“堵”与“疏”一体推进。一方面，必须遏制“大干快上”的投资冲动；另一方面，以并购重组为切入点，形成“市场化的新一轮供给侧结构性改革”，既有助于企业和地方减轻包袱，也有助于遏制无序竞争、恢复定价能力。

### 培育新质生产力

并购重组也是促进产业升级转型，发展新质生产力的重要途径。如前所述，供需“总量失衡”的另一面是“结构失配”。一方面大量商品滞销内卷；另一方面特效药、芯片、工业软件、新型材料等产品仍大规模依赖进口。因此，“整合”与“转型”不可偏废：除清理低效产能外，也要通过转型将供给与需求更好匹配。甚至如“萨伊定律”所强调的那样“供给创造其自身的需求”（supply creates its own demand），通过摸索需求与创新的结合点，因地制宜培育新质生产力。这也是新发展格局赋予并购重组的新质涵义。

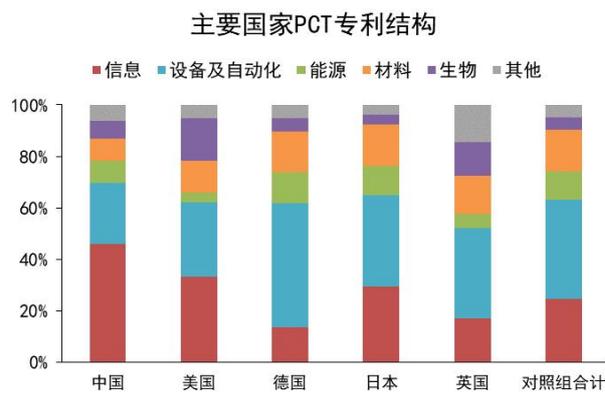
硬科技是未来产业的底色。习近平总书记指出：“推进中国式现代化，科学技术要打头阵，科技创新是必由之路”。近年来，在政策的鼓励和引导下，我国科创水平与世界前沿的差距不断收窄，甚至在部分领域取得先发优势。以发明专利数量衡量，2020年我国PCT发明专利超过美国、欧盟等发达经济体，跃居世界第一。

图14: 我国 PCT 专利数已跃居世界第一



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

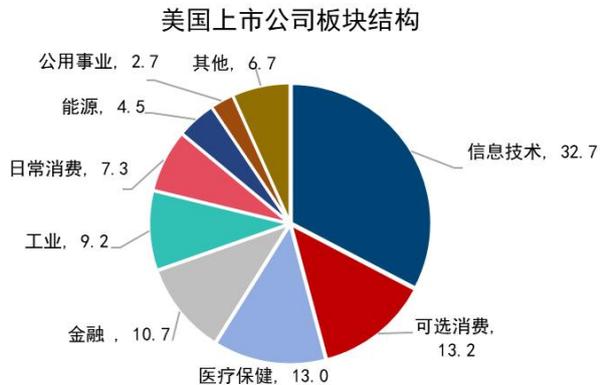
图15: 主要国家 PCT 专利结构分布



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

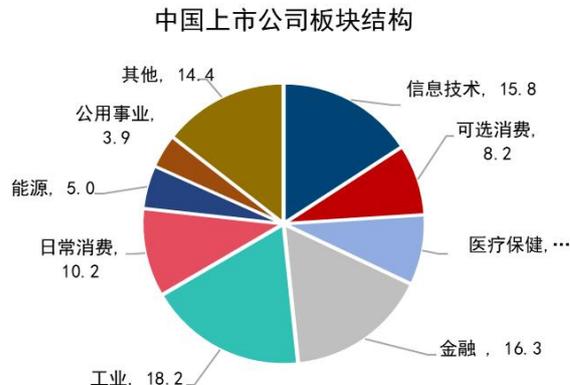
也要看到，在西方国家的围堵打压下，“卡脖子”仍时有发生。究其根本，一方面，当前的科技进步仍以“10-100”的改良、革新和应用为主，“0-1”的开创性、颠覆性成果有待加强。以人工智能产业为例，尽管近年我国在该领域发表的各类论文数已经明显超过其他国家，但在发展思路上仍处于跟随阶段，算法、算力等核心能力仍存在动态差距；另一方面，结构上依然存在“偏科”，在生物、材料等领域仍有短板。对比中美股市的市值分布可以发现，目前我国科创类企业仍较为分散，拥有国际竞争力的“带头大哥”更为有限。

图16: 美股市值格局



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图17: A 股市值格局



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

新质生产力的培育是一个长期过程，并购重组可以从多个角度进行支持。一是如前所述，通过横向和纵向整合，企业在提升效率、保证利润的情况下才能加大研发投入。二是已上市科创企业也可以通过并购“补短板”。初创、小型、待盈利的企业在被并购后，可以获得相对稳定的财力保障，退出的股权资金也可以转投其他项目。三是对亟待寻找新增长点的传统企业而言，跨界并购这也是完成自我迭代，寻找转型的“外延式发展”机遇。

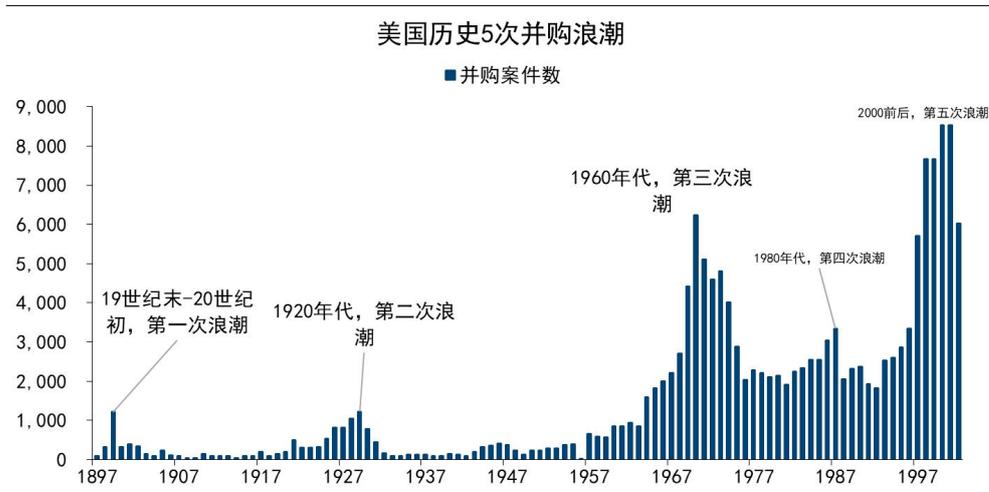
## 他山之石：温故知新

十年前，我国并购市场的潮汐起落历历在目。然而在这之前，美国已走过 5 轮发展浪潮。他山之石可以攻玉，美国市场的悠久历史和巨大体量，或许也可以对我国并购重组市场的发展及意义提供一些有益借鉴。

### 美国：五轮并购浪潮

美国历史上的 5 轮并购高峰，分别发生在 1897-1904 年，1916-1929 年，1965-1969 年，1984-1989 年以及 1992-2000 年，每轮的演绎随时代背景的差异而有所不同。

图18: 美国历史上的 5 次并购浪潮



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

### (1) 统一大市场的起点：19 世纪末-20 世纪初并购浪潮

首轮并购浪潮发生在 1883 年经济大萧条之后，在 1898-1902 年达到顶峰，最后结束于 1904 年。

本次并购浪潮发生在 1865 年南北战争结束和 1869 年美国大铁路贯通后，是美国国内形成统一市场的起点。到 1898 年，美国已完全从 1883 年全球萧条中恢复，其工业生产得以在供需两个方面以更大的规模和深度展开。

从产业结构看，这一时期美国工业已取得长足发展，但生产仍散布于全国各地。19 世纪 80 年代以前，美国农业与工业规模大致相当，而到 1890 年，美国工业产值规模已是农业的三倍。以粗钢为例，1870 年美国粗钢产量仅为 7 万吨，而 1890 年已达到 434.6 万吨，1906 年进一步上升至 2377.4 万吨。

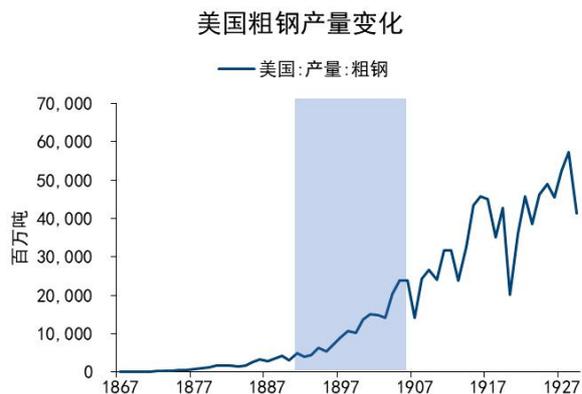
这种情况催生了横向并购浪潮，并最终形成了行业托拉斯。在 1897 到 1903 年的 7 年间，共发生过 2864 次兼并，涉及资产 63 亿美元，约有 40% 的企业参与并购活动，3000 多家重组为数十个行业巨头，其中最大的 100 家规模扩张了近 34 倍。例如，20 世纪初，由五家烟厂合并而成的美国烟草公司，控制了全美 80% 的产能；国际收割机公司和普曼客车公司分别控制着美国机车行业和客车行业 85% 的市场；美国炼糖公司更占据了全部市场份额。

图19: 美国铁路里程数



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图20: 美国粗钢产量



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图21: 1900年前后美国第一次并购浪潮

部门	公司	年份	被并购公司数量	并购总产量占比
汽车	通用汽车	1908-1910	25	-
钢铁	美国钢铁	1901	8	60
电气	美国电器	1900-1903	8	90
农机	国际收割机	1902	6	70
石油冶炼	美孚石油	1880	400	84
缝纫机	胜家	1891	-	100

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图22: 第一次并购浪潮以横向并购为主



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

## (2) “咆哮的年代”：1920年代并购潮

第二轮兼并浪潮始于1916年的商业繁荣期，结束于1929年“大萧条”之初。这一时期兼并重组导致美国减少约1.2万家企业，主要涉及公用事业、采矿业、银行和制造业。

**1918年第一次世界大战结束，美国全球主导地位初步确立。**战后美国在全球范围内持续扩张，且战争中美国首次大规模使用财政赤字，并藉此广泛介入经济活动。为保障战时生产供应，美国建立了战时工业委员会，对企业产量、价格、产品、采购等各个环节进行指导。这在很大程度上促成了美国产业垄断水平进一步提升。

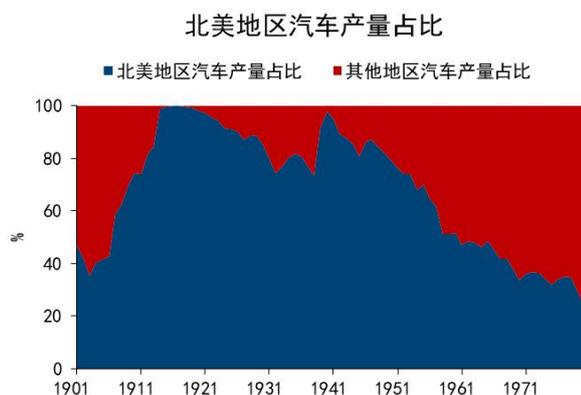
**这一阶段也是美国所谓“福特模式”形成的关键时期。**1914年，美国制造业占世界制造业产出的56%，同期德国为16%，英国14%，随后差距进一步扩大。汽车产业是美国产能扩张的核心代表。虽然内燃机的发明源于欧洲，但美国第一次世界大战前就实现了汽车工业的跃升，并在20世纪初完全占据主导地位。它与加拿大几乎占世界卡车、小汽车和拖拉机产量的90%。

以标准化和流水线作业为代表的“福特模式”让美国在工业生产的几乎各个领域

获得了无可比拟的成本和效率优势，成为这一时期美国制造业蓬勃发展的秘诀。

与上一轮不同，本轮并购以垂直为主，主要原因在于政策法规约束。美国早在 1890 年就已经推出了首部反垄断法（即《谢尔曼反托拉斯法》），但在实践中，这一法规并未获得认真执行。1914 年，美国再次推出《克莱顿法案》，对规则进行了修补，横向并购因此在这一轮浪潮中受到了较大限制。

图23: 北美汽车产能一度占据了 90%以上



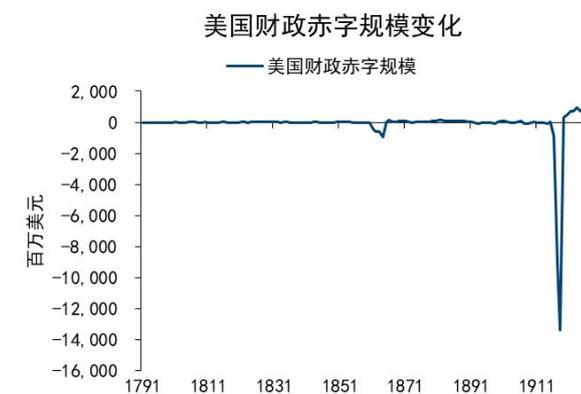
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图24: 手工与流水线生产各种产品节约的时间

	1913手工生产	1914流水线生产	节约的时间 (%)
机器	594	226	62
磁发电机	20	5	75
轮轴	150	26.5	83
工具重要部件	750	93	88

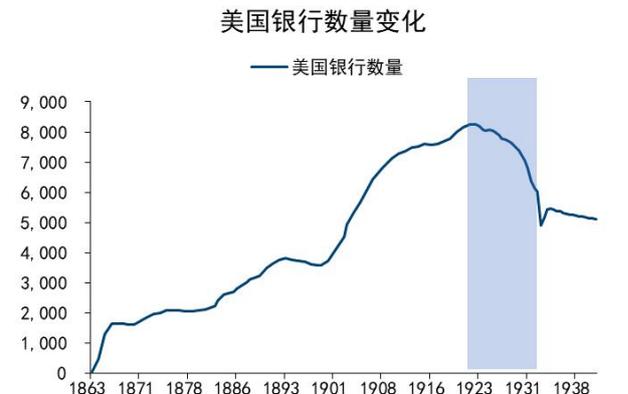
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图25: 美国一战期间较大规模使用了财政赤字



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图26: 美国银行业是本轮并购活动的一个重点



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

### (3) 战后复苏：1960 年代并购潮

第三次并购浪潮发生在 1965-1969 年间，位于第二次世界大战和朝鲜战争后。

60 年代通常被认为是美国战后的黄金时期。一方面，美国经济得以修复，人均实际可支配收入增速达到 5% 以上。另一方面，更加重要的是美国在战后大幅度调整了国民收入分配，并以约翰逊总统“伟大社会”计划为代表加强社会保障力度，使得 60 年代中后期后 50% 的劳动群体收入占比达到了百余年来历史最高水平（19.88%），有效提振了需求。

这种情况从供给和需求两端深刻影响了美国产业结构。这一时期，美国传统产业如汽车、金属冶炼等遭遇劳动力成本上升而削弱优势，部分产业开始受到日本等

国家挑战；同时，伴随居民收入增加，部分服务业在国民经济中的占比开始快速上升。

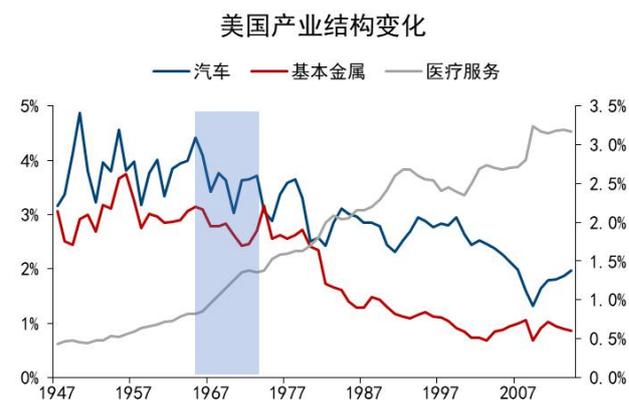
与消费总量增加和需求多元化这一大背景相适应，本轮并购潮由跨界并购主导。联邦贸易委员会报告显示，1965-1975 年的 10 年间，跨界并购占到并购交易总量的近 8 成。这一时期形成许多综合性企业集团，如利顿工业(Litton Industries) 和美国国际电话电报公司 (ITT)。

图27: 二战之后美国收入分配情况大幅改善



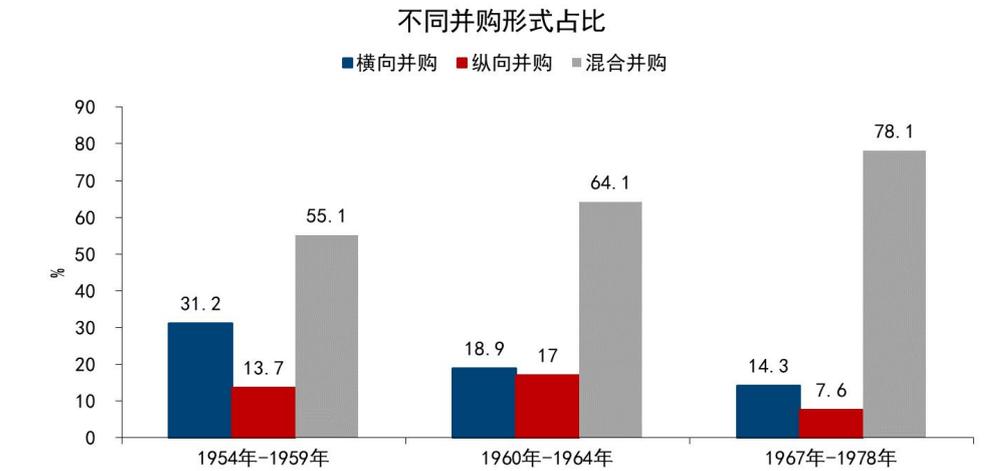
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图28: 60年代传统制造业占比下降，部分服务业占比上升



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图29: 60年代以混合并购为主要形式



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

#### （4）“门口的野蛮人”：1980年代杠杆收购浪潮

第四轮并购浪潮发生在1981-1989年，这也是美国战后最长的一个经济增长期，被称为“大缓和”时代。

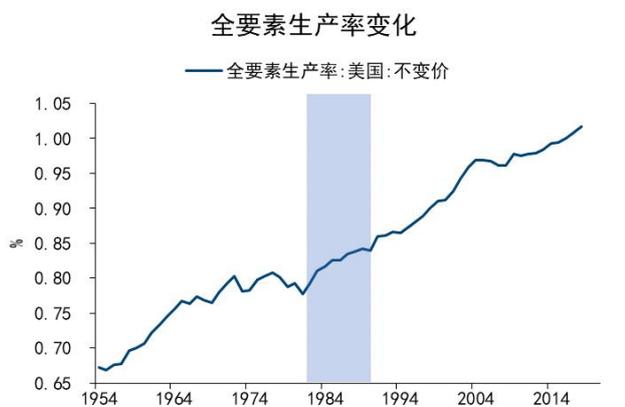
随着能源危机和“大通胀”带来的经济衰退逐步结束，美国步入“大缓和”时代。美国CPI从1980年初超过14%下降至1983年不足3%的水平，带动美联储联邦基金利率稳步回落，为这一轮并购潮提供了必要的经济和金融条件。

这一时期技术进步推动美国重新回到全要素生产率提升的道路上。上世纪80年代，美国脱离了70年代以来的技术发展低迷期，电子等新兴产业蓬勃发展，全要素生产率重回上行趋势。

本次并购潮最显著的特点是杠杆并购，同时跨国并购初见端倪。从条件上看，杠杆并购兴起与美国当时推行的金融自由化和监管放松密不可分。从动机上看，80年代后“主业回归”的经营理念深入人心，一些经营不良的大型联合企业成为主要的并购对象，而后进行资产剥离或分拆。此外，美国政府放松对航空、银行的准入管制，也推动相关行业成为并购热点。

与此同时，欧洲市场也出现并购热潮。德国、英国收购数量分别从1981年的618和463件，上升到1985年的709和685件，跨国并购在此时初见端倪。

图30: 美国全要素生产率在经历滞涨时期停滞后又重拾向上



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图31: 80年代通胀趋于平稳



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

### (5) 互联网泡沫：90年代末至2000年并购潮

美国最后一轮并购浪潮发生在1992年至2000年。

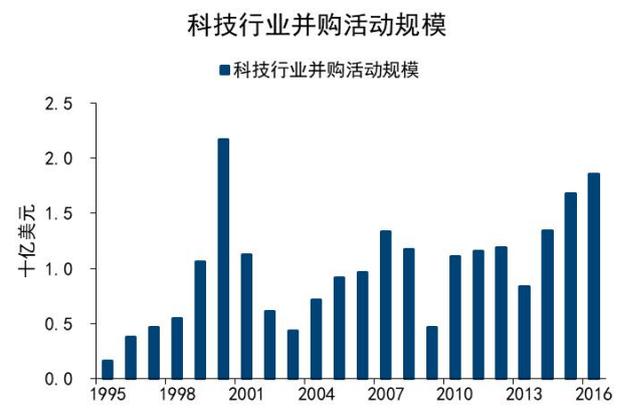
挟冷战和海湾战争胜利之威，美国的社会信心达到历史高点。1992年美国经济开始恢复，克林顿上任后持续走强。在此期间，企业并购活动也随之升温，在1999年达到顶峰，不久后伴随互联网泡沫一同走弱。

图32: 个人电脑和互联网在90年代大量普及



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图33: 本轮并购主要集中在科技领域



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

个人电脑和互联网在这一时期蓬勃发展，为并购活动提供了土壤。1995年前后，美国互联网用户数量以大约每年翻一倍的速度增长，带来了互联网产业的快速膨胀，经济结构转型再次触动了并购浪潮的扳机。以互联网、IT和生物技术为核心的新经济不仅推动了美国长达10年的繁荣，也使其结构快速升级。信息革命成为美国在全球经济影响力和话语权的代表，也颠覆了生产方式，传统企业纷纷通过并购参与其中。

跨国并购的广泛应用是本轮并购浪潮的一大特征。具体领域集中在电信、金融、汽车、医药、传媒及互联网等发展较快的新兴领域，同时也出现了一些新兴与传统行业的融合的案例，并购规模普遍较大。

图34: 5次并购浪潮背景特征总结

美国5次并购浪潮	社会背景	产业结构转变	政策法规背景	并购模式
第一次(1897-1904)	南北战争结束、美国铁路贯通、美国统一市场形成	工业生产规模快速上升	谢尔曼法案	横向并购
第二次(1916-1929)	第一次世界大战结束、美国获得全球主导地位	流水线生产替代手工生产，标准化、模块化的美国福特模式形成，美国汽车等产业在全球范围占据绝对主导地位	克莱顿法案	纵向并购
第三次(1960-1969)	第二次世界大战结束、收入分配大幅改善	美国传统优势制造业退潮、部分服务业开始快速发展	塞勒——凯佛维法	混合并购
第四次(1981-1989)	滞涨基本结束	投资驱动转向消费驱动	-	杠杆并购
第五次(90年代-2000)	冷战结束	互联网普及	-	横向并购、纵向并购、跨国并购

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## (6) 小结

美国历史上5轮并购潮的兴起既有经济增长因素，也有产业结构因素，甚至受到社会环境和政策法规的深刻影响。具体而言，有以下四点特征：

图35: 并购活动往往是顺周期的



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

一是并购活动顺周期，即并购浪潮往往伴随着经济复苏。从1980年至今的可得数据看，并购活动增加与美国GDP走高具有较强同向性，其逻辑显而易见：只有当资产收益率处于上行通道时，收购资产才可能是划算的。

这意味着，并购浪潮往往在经济低谷开始酝酿。复盘发现，美国历次并购浪潮似乎总是发生在大战之后，例如南北战争、两次世界大战、朝鲜战争和冷战等。其中原因可能在于，战争（及潜在战争）下的悲观预期使企业价值被低估。一旦这一因素逆转，则可能激发并购浪潮。由此推论，过于悲观的预期及此后的修正过程可能是形成并购浪潮的一个重要条件。这与我国至今两轮并购潮的策源略有不同，在我国并购重组具有一定的逆周期工具特色。

二是并购浪潮是产业变迁积累到一定程度的产物。这往往意味着“范式变化”：即旧有优势产业的退出和新兴产业的壮大，对应产业结构的激烈调整。例如美国铁路贯通后真正实现国内市场统一和工业产出跃进，带来了第一次并购高潮；“福特主义”的兴起带来第二轮，手工作坊彻底让位于模块化工业流水线；战后黄金时代带来第三轮，在此过程中传统产业如钢铁等转移退出。

因此，与其说并购浪潮拉开了美国产业结构变迁的序幕，不如说并购潮是结构动能切换积累到一定程度的最终确认，是传统与新兴产业的交接棒仪式，也是新产业格局确立的关键时期。一轮并购后，产业结构往往将进入一段稳定时期。

三是并购的具体方向需要政策予以引导配合。例如，美国第一轮并购潮以横向为主，而在第二轮则以垂直为主，主要归因于美国反垄断法案的限制；第四轮并购潮中，杠杆并购和举牌收购等方式的广泛使用也受益于其金融自由化政策。

最后，从美国经验看，并购重组的宏观意义在于实现产能出清，改善宏观利润率，特别是促进全要素生产率提升。

图36: 宏观利润率的变动



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图37: 产能利用率的出清和回升



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

从可得数据观察，从1964年至今，美国每一轮并购潮均伴随一轮全要素生产率增速的上行。这种提升不仅体现在单一企业，还能带动整个行业的技术进步和效率提升。

图38: 并购浪潮与全要素生产率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 中国：2013-2017 首轮并购浪潮

与美国等成熟市场相比，我国在并购重组领域起步较晚，改革开放后按十年一大步的节奏，审慎摸索符合国情的发展模式。

### (1) 时代背景

1984年保定纺织厂等单位拉开了我国并购重组的大幕。十年后的1993年，深圳宝安收购延中实业，开始上市公司收购的先河。再过十年，随着股改和《证券法》分别落地，在制度上为并购重组进一步扫清障碍。

终于，2014年前后我国迎来首轮并购重组浪潮。事后回望，这一浪潮在2010-2013年开始酝酿，期间大量政策陆续落地完善，为即将到来的高峰提供铺垫。2014年以新版“国九条”（即《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》，下同）的发布为号角，吹响了为期3年的并购高潮。2016年底，随着第三版“最严重重组办法”（即《上市公司重大资产重组管理办法》，下同）收紧审批标准，叠加宏观政策转向，这轮并购潮似乎渐进尾声。然而，随即以“三去一降一补”为代表的供给侧结构性改革开始接力，启动了新一轮以上游为主的产能整合。

从宏观视角观察，与美国经验类似，这轮并购潮有鲜明的时代背景，是新发展阶段多重因素共同推动而成。2012年前后，我国发展环境出现若干“范式变化”：

一是经济总量进入中高速增长阶段。2012年，我国增长中枢跌落至8%以下，是加入WTO以来的最低水平，之后数年继续趋势性下行。从外部看，欧债危机余波未平，美国次贷危机后的复苏仍不牢固。

二是产业结构发生显著变化。被称为“全球工厂”的我国，第二产业占比在2012年被第三产业反超。同时，外向型驱动的粗放式增长矛盾逐步显现，低端产能过剩、环境成本高昂，亟需向资本/技术密集型转型。

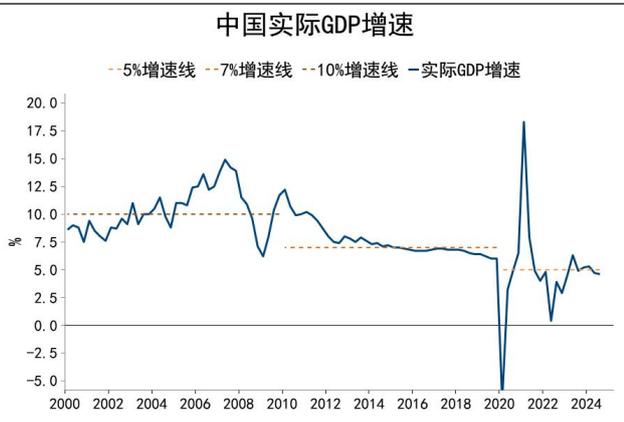
三是新一轮国有企业改革全面启动。2013年，党的十八届三中全会对全面深化国企改革做出总体部署，国企改革成为全面深化改革的“重头戏”。

四是外部环境也面临重大调整。2012年，奥巴马开启第二任期后，试图以“亚太

再平衡”战略挤压我国发展空间，“在未来的十年里，美国需要明智地、系统地规划时间和精力，在亚太地区大幅增加外交、经济、战略等方面的投入”。

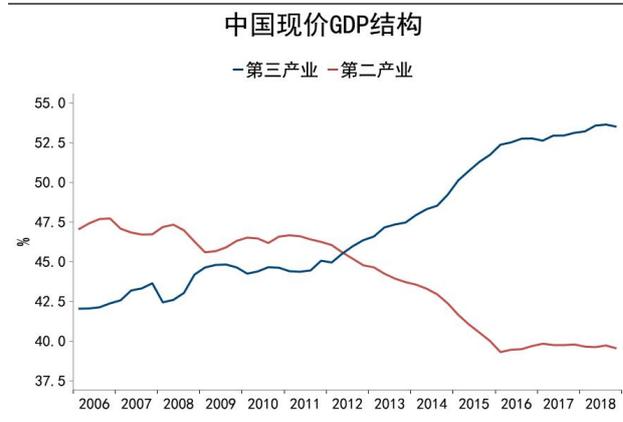
**五是全球产业周期变革方兴未艾。**以智能手机为载体的移动互联网引爆新一轮经济增长，也颠覆了部分既有产业格局。

图39：我国实际 GDP 增速下台阶



资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所整理

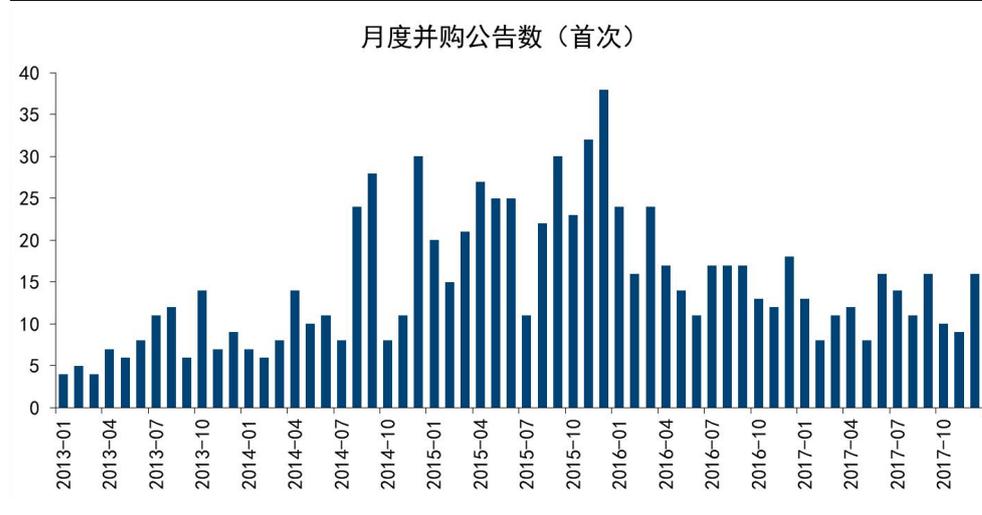
图40：中国产业结构切换



资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所整理

此时，客观条件齐备，一轮瞄准“化产能”和“促转型”的并购浪潮喷薄欲出。在新一届政府的推动下，随着《关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》等一系列重磅政策相继出台，我国迎来了首个并购重组潮。下面将通过数据分析对这一重要的历史时期进行简要回顾。

图41：月度并购重组数量



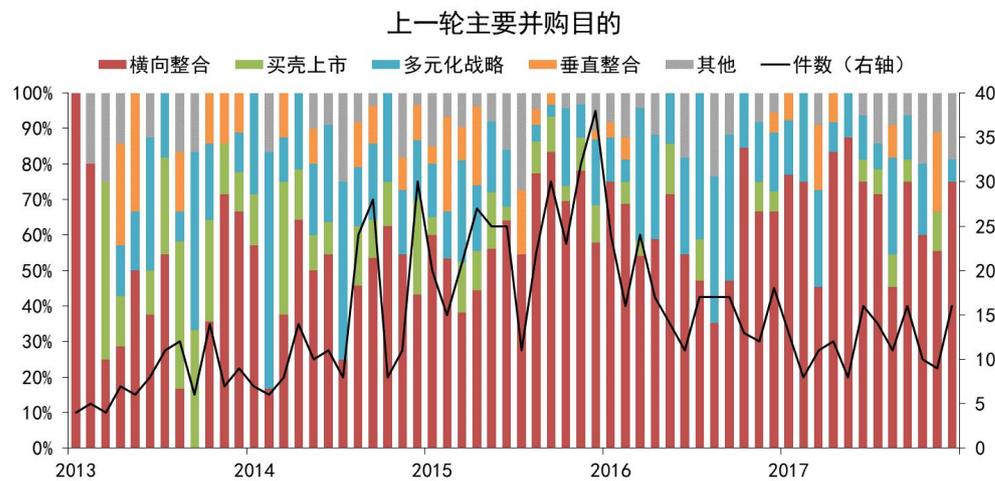
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

## (2) 数据画像

首先，“横向整合”是贯穿本轮并购重组的核心脉络。横向并购占这一时期并购总数的近6成（58.7%），且随时间逐步上升。受IPO暂停影响，并购潮初期“借壳上市”曾是重要的驱动因素，2013年下半年占比一度高达3成以上，而这并非政策本意。随着2014年借壳标准被提高至与IPO“等同”，此类并购数量开始显

著下滑，直至 2016 年标准进一步收紧后逐渐消声觅迹。与之对应的是，为实施“多元化策略”而推进的跨界并购数量逐步上升，并在 2014 年末超过借壳成为本轮并购潮第二重要的驱动因素，占总并购比重约 6.1%。

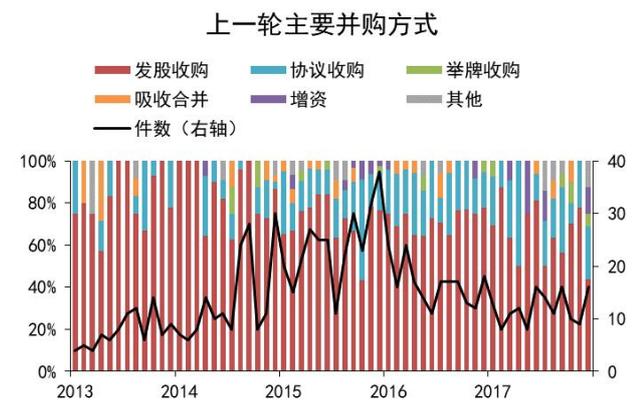
图42：上一轮并购潮以横向并购为主



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

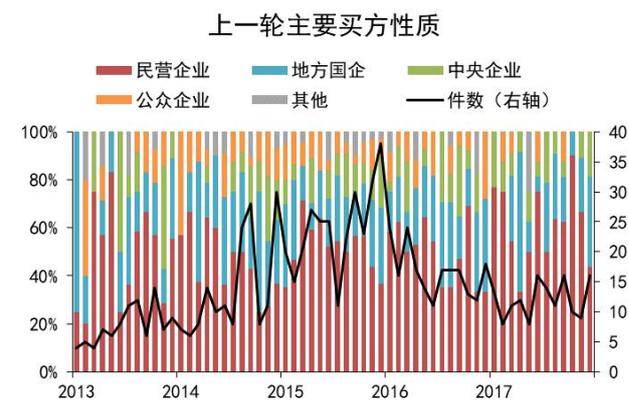
其次，其他主要指标也呈现出一些较明显的结构特征。例如，从并购实施的方式看，随着 2008 年首版“重组办法”允许将上市公司股份作为支付手段，本轮并购潮约有 3/4 的案例通过发股收购的方式达成。但 2015 年以来，协议收购占比也出现显著提升，从前半程（2013-2014）的 5.8% 提升至后半程（2015-2017）的 21.0%。又如，随着“外延式”并购成为新一轮国企改革的重要手段，国央企并购占比从前半程的 13.6% 提升至后半程的 35.1%，并以南北车合并为标志，推动大型并购（交易规模大于 100 亿元）比例上升。再如，“粤苏京浙沪”等经济发达地区成为并购潮“策源地”，而后逐步扩散至其他地区等。

图43: 发股收购是重要的并购手段



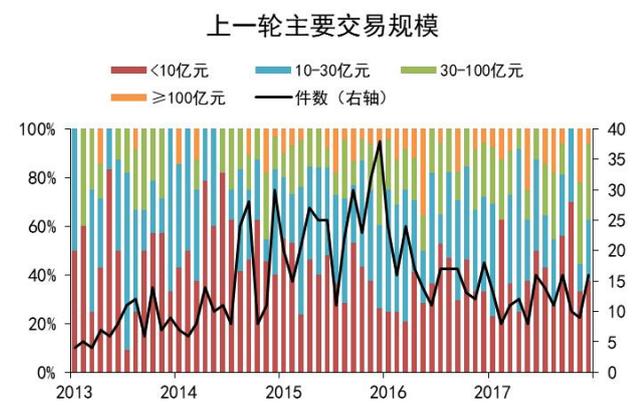
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图44: 央国企参与度逐步增加



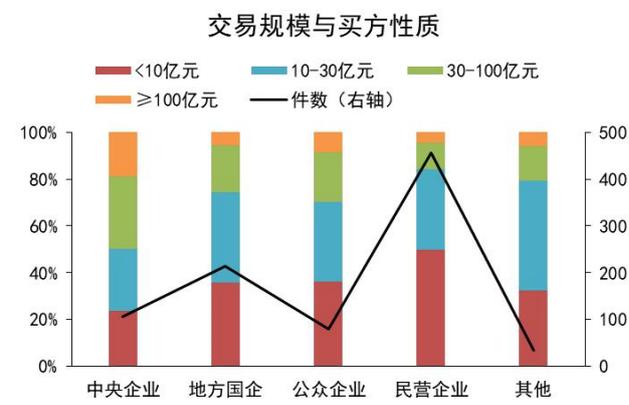
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图45: 大额交易（大于100亿元）比重逐步提高



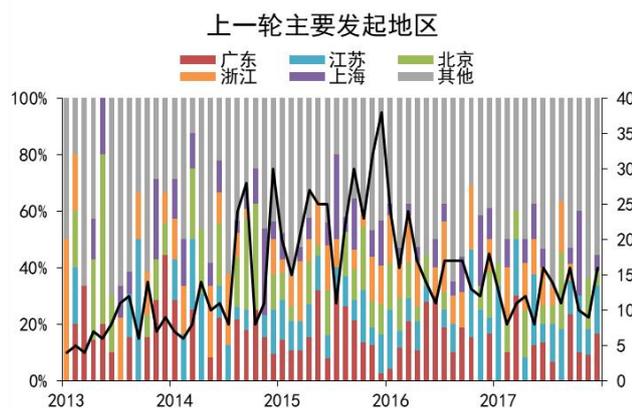
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图46: 央企并购规模通常较大



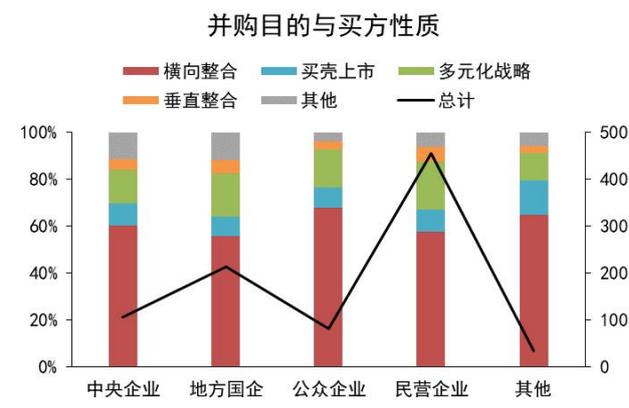
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图47: 并购重组由“五强”逐步向全国扩散



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图48: 多元化战略比重仅次于横向整合



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

最后，行业特征方面，可以大体分为三个阶段讨论。2010-2012年，资本货物类（Wind二级分类，包括航空航天与国防、建筑产品、建筑与工程、电气设备等）并购一枝独秀，并在整个并购潮维持一定热度。2013年软件服务、制药生物、媒体等彼时的新兴行业多点开花，在2014-2016年进一步扩张至更多行业：热门行

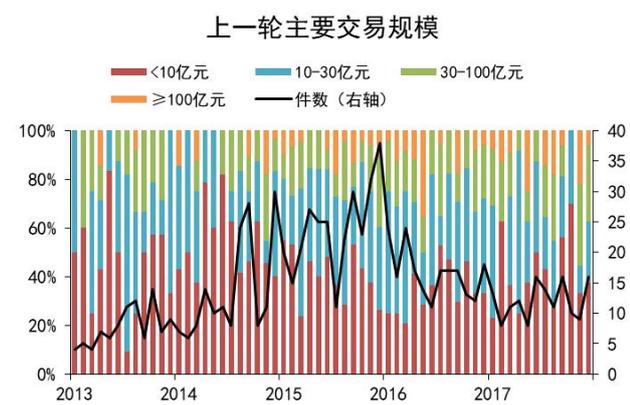
业（每年并购5起以上）达到13个，2015年并购数超过20个的行业达到6个。这一阶段软件服务类始终处于浪潮前沿。2017年后随着并购热潮减退，热门行业数量逐年下降，结构也发生显著调整，前期“龙头”软件服务逐渐归于平静，材料等行业则仍然维持高峰时期的热度，与特朗普首次上台后对我相关领域的打压制裁不无关系。

图49：并购重组的行业热度演变

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
软件服务	1	1	0	17	25	51	34	25	17	4	7
资本货物	10	11	12	11	17	38	23	18	8	13	10
材料	6	2	23	10	16	26	14	13	19	23	16
技术设备	1	1	4	10	17	35	25	13	13	8	5
多元金融	3	0	2	2	8	21	19	6	10	8	2
制药生物	0	3	3	8	12	20	9	7	7	8	4
媒体	2	4	1	8	13	17	6	7	1	2	0
公用事业	1	3	3	4	5	10	5	4	6	6	3
商业服务	6	1	0	5	7	7	4	5	5	4	4
汽车	0	3	0	0	6	4	9	5	7	5	2
医疗保健	1	1	2	1	3	10	9	7	2	3	2
零售业	1	0	1	3	2	4	6	10	5	1	1
运输	1	0	1	1	3	10	7	3	3	1	3
半导体	0	0	0	2	5	8	4	3	3	1	2
房地产	0	0	0	1	4	4	7	6	2	1	1
能源	3	2	2	3	5	5	2	2	1	1	0
食品饮料	2	0	1	2	4	2	2	2	4	3	2
耐用消费	0	0	1	1	5	5	3	1	3	2	2
消费者服务	3	0	1	0	3	3	4	2	3	1	0
电信服务	0	0	1	0	3	2	0	0	0	1	0
个人用品	0	1	0	0	0	2	2	0	1	0	0
食品用品	1	0	0	0	0	1	2	0	1	0	0
银行	1	0	0	1	0	1	0	0	0	0	0
保险	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0
总热度	43	35	58	93	165	289	200	144	125	98	66

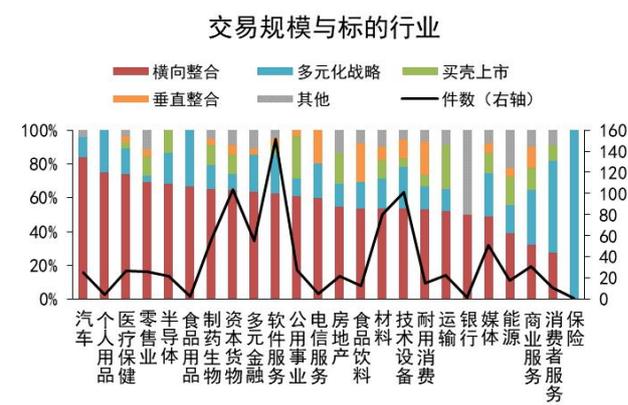
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图50：运输、金融、房地产等重资本行业大额交易比重更高



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图51：汽车、医疗、零售等行业以横向整合为绝对主导



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

### （3）小结

总体而言，上述数据为我们拼凑出这样一副图景：这一轮并购重组高潮是由多重客观因素的叠加，并在政策因势利导下形成的。尽管早期出现了一些借壳交易等套利行为，但随着政策逐步完善，最终形成了产能整合提效为主，行业转型升级为辅的主线。这一轮并购重组又与移动互联革命和国企改革浪潮交织，一方面新

兴产业、民营企业与小额并购居于主导，另一方面传统行业、央地国企与大额交易逐步发力，并呈现出向更广泛的行业和地区扩散的特征。

**这轮并购重组是否具有宏观意义？**从现实角度看，并购重组与随后的供给侧结构性改革通过产能的整合出清，在之后几年里有效帮助达成了商品价格企稳、企业盈利改善的目标，进而推动名义 GDP 实现“U 型反转”。但其根本意义或许在于，做出了以资本市场为策源地，推动我国经济的转型升级的有益尝试。2016 年起，我国全要素生产率增速进入了长达 6 年的上行期，为长期经济转型奠定了基础。当然也要看到，这一轮并购重组潮中，尽管企业通过规模效应、补充短板提升了整体效率，但同时也可能带来大企业病、积累商誉风险、增加就业压力等矛盾，对当下具有重要借鉴意义。

图52: 并购潮后经济主要指标改善



资料来源: Macrobond、国信证券经济研究所整理

图53: 并购潮后全要素生产率迎来持续增长



资料来源: Macrobond、国信证券经济研究所整理

## 未来展望：本轮并购的三条线索

### 与上一轮的“异”与“同”

今年 4 月，第三版“国九条”落地，成为“1+N”政策体系的起点。在此基础上，鼓励并购重组的相关政策持续出台。近期证监会、交易所连续发布“科创板八条”（即《关于深化科创板改革服务科技创新和新质生产力发展的八条措施》）、“并购六条”和《重组办法》征求意见稿等政策，逐步形成活跃资本市场的“组合拳”。

市场整体反馈积极，今年 7 月 1 日至 10 月 31 日，境内首次披露重大重组案例 49 单，去年同期仅为 35 单，上升 40%，新一轮并购浪潮启动在即。相较 2013-2017 年，本轮并购潮有其相似之处，但也存在差异，主要体现在以下几个方面：

**首先，宏观经济形势表征相似，但根源不同。**不难看出两轮并购重组均发生在经济增长动能趋弱之时，都表现为产能冗余、价格收缩、利润下滑、就业放缓，前面已做充分讨论，这里不再赘述。区别在压力的根源，当前较为突出的矛盾是长期预期偏弱，这是疫情“疤痕效应”未去、地产进入新发展阶段、地方债务化解提速等“新三期叠加”的集中反映。因此施策的主要抓手在于“提振预期”。

**这引出第二点差异，就是资本市场的功能和定位。**尽管两轮并购重组均起步于股指低迷、IPO 放缓阶段，但本轮并购潮的逆周期色彩更为浓郁。当前，财政等传统逆周期工具的使用面临更多约束。一方面，财政空间需要为未来的发展、改革

和安全留有余地；另一方面，从前几轮财政周期的经验看，过度依赖“止疼药”可能带来更多新问题。这种情况下，股票市场成为9月底以来“提振预期”攻坚战的策源地，甚至是这场战役的胜负手之一。

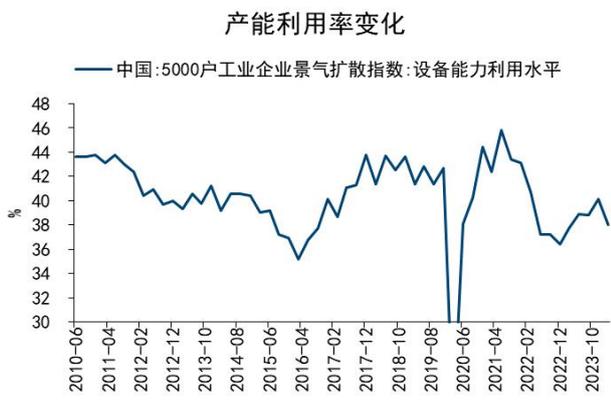
图54: 新“国九条”以来并购重组相关政策梳理

时间	出台部门	文件名称	文件内容
2024-04	国务院	《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》 （“国九条”）	鼓励上市公司聚焦主业，综合运用并购重组、股权激励等方式提高发展质量。加强并购重组监管，强化主业相关性，严把注入资产质量关，加大对“借壳上市”的监管力度，精准打击各类违规“保壳”行为。支持头部（证券基金）机构通过并购重组、组织创新等方式提升核心竞争力。加大并购重组改革力度，多措并举活跃并购重组市场。
2024-04	上交所 深交所	《上市公司重大资产重组审核规则（2024年4月修订）》	多措并举活跃并购重组市场，支持上市公司通过并购重组提升投资价值，加强重组上市监管力度，进一步削减“壳”资源价值： 1) 修订重组上市条件。 2) 完善重组小额快速审核机制。 3) 明确重组交易中获得股份相关主体的投资者适当性管理要求。 4) 根据中国证监会或本所相关规则修订作出适应性调整。
2024-06	证监会	《关于深化科创板改革服务科技创新和新质生产力发展的八条措施》 （“科创板八条”）	优化科创板上市公司股债融资制度。建立健全开展关键核心技术攻关的“硬科技”企业股债融资、并购重组“绿色通道”。更大力度支持并购重组。支持科创板上市公司开展产业链上下游的并购整合。提高并购重组估值包容性，支持科创板上市公司收购优质未盈利“硬科技”企业。丰富并购重组支付工具，开展股份对价分期支付研究。支持科创板上市公司聚焦做强做优主业开展吸收合并。
2024-09	证监会	《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》 （“并购六条”）	1) 支持上市公司向新质生产力方向转型升级。证监会将积极支持上市公司围绕战略性新兴产业、未来产业等进行并购重组，包括开展基于转型升级等目标的跨行业并购、有助于补链强链和提升关键技术水平的未盈利资产收购，以及支持“两创”板块公司并购产业链上下游资产等，引导更多资源要素向新质生产力方向聚集。 2) 鼓励上市公司加强产业整合。资本市场在支持新兴行业发展的同时，将继续助力传统行业通过重组合理提升产业集中度，提升资源配置效率。 3) 进一步提高监管包容度。4) 提升重组市场交易效率。5) 提升中介机构服务水平。6) 依法加强监管。
2024-09	证监会	《关于修改〈上市公司重大资产重组管理办法〉的决定（征求意见稿）》	1) 推动重组股份对价分期支付落地。 2) 提高对同业竞争和关联交易的包容度。 3) 新设重组简易程序。 4) 完善锁定期规则支持上市公司之间吸收合并。 5) 鼓励私募基金参与上市公司并购重组。
2024-09	上交所 深交所	就修订《上市公司重大资产重组审核规则》公开征求意见的通知	1) 明确简易程序审核程序的适用情形。 2) 设定简易程序审核程序的负面清单。 3) 规定简易程序审核程序相关机制。 4) 强化简易程序审核程序的各方责任。

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

**三是政策配套程度不同。**前述思路下，货币、财政、发改等宏观部门罕见围绕资本市场协同发力，针对性和力度空前。市场也就政策展开了激烈博弈。随着交易量和股指中枢显著回升，应该说已达到了初步扭转预期的效果。当前，资本市场进入回升的关键期，“吃劲的时候更要稳住劲”，当务之急是要加强股市与基本面的联动，将实体经济的正向反馈变为支撑位。因此，推动新一轮并购潮恰逢其时。此外，随着注册制实施和并购制度进一步完善，本轮并购潮可能成为常态化并购退出机制的起点。

图55: 产能利用率再次处于较低水平



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

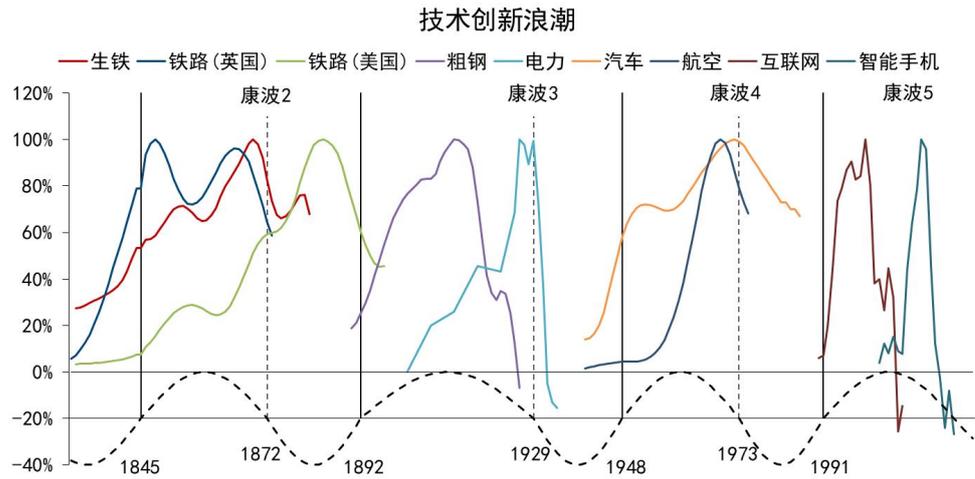
图56: 上一轮并购重组与移动互联网



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

**四是所处产业周期有所区别。**两轮并购潮均位于产业结构升级的关键节点，但上一轮有移动互联的助攻，而本轮尚处于技术变革前的“混沌期”，缺乏明确主线。2013年-2017年伴随着我国移动互联网用户的较快增长，从消费电子、通信基站到终端应用，移动互联网从成长走向成熟，为并购重组提供了机会。当下AI技术革命方兴未艾，但尚未出现明确的颠覆性商业模式，相较上一轮并购潮，AI目前或难以成为这一轮并购的主线。

图57：产业结构变革



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

**五是国企改革阶段不同。**当前与2013年同样是国企改革大年，但侧重点又有所差异。总体来看，十八届二中全会后启动的国企改革以混合所有制为重心，强调管理思路要从“管资产”转向“管资本”。当前我们再一次站在了新一轮国企改革的起点上，二十届三中全会通过的《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》对国资国企进一步深化改革作出部署。但本轮国企改革更加强调国有资本的高质量发展，贯彻“一利五率”考核目标，同时要求有效发挥投资公司产业投资功能和运营公司资本运作功能，着力当好长期资本、耐心资本、战略资本。

**最后，我国外部环境更加复杂严峻。**两轮并购潮的起点均是外部局势面临较大不确定性之时。上一轮并购潮初期，奥巴马在第二任期提出“重返亚太”战略，尝试挤压我外部空间，但总体而言“和平与发展”仍是国际格局主基调。当下，地缘政治冲突频发，意识形态对抗加剧，全球化进程出现迟滞。进一步整合国内资源，加速培育内循环体系的必要性和迫切性显著提升。

### 并购潮演进的三条线索

如前所述，在当前宏观形势和产业格局下，以“提振预期”为纲，活跃资本市场、促进供需平衡、培育新质生产力是新一轮并购重组的三个核心目标。从中观维度看，本轮并购重组也将沿着上述三个线索展开。

#### （1）持续活跃资本市场

**延续资本市场活跃度是本轮并购潮的核心。**提高上市公司盈利能力是股市“慢牛”、“长牛”的关键。从历史经验来看，并购重组能较大幅度提升企业ROE水平。从2011年-2023年完成并购重组企业随后一年的财务表现来看，ROE水平在13个年

份中的 11 个出现了改善，平均改善幅度达到了 1.98 个百分点。

我们认为，当前部分盈利能力稳定、现金流充裕的企业，特别是具有较强市场指征意义的大型央企，可能成为本轮并购重组的一个重点。这些央企在各自行业内已经建立了稳固的市场地位，但业务增量空间有限，通过并购重组不仅可以进一步提高整体的运营效率，也可以通过“并购六条”鼓励的跨界并购寻找新的增长点和转型契机。在这个过程中，央企不仅能够提升自身的发展水平，也能为资本市场注入新的活力，推动股指稳步回升。

图58: 并购重组后上市公司 ROE 提升

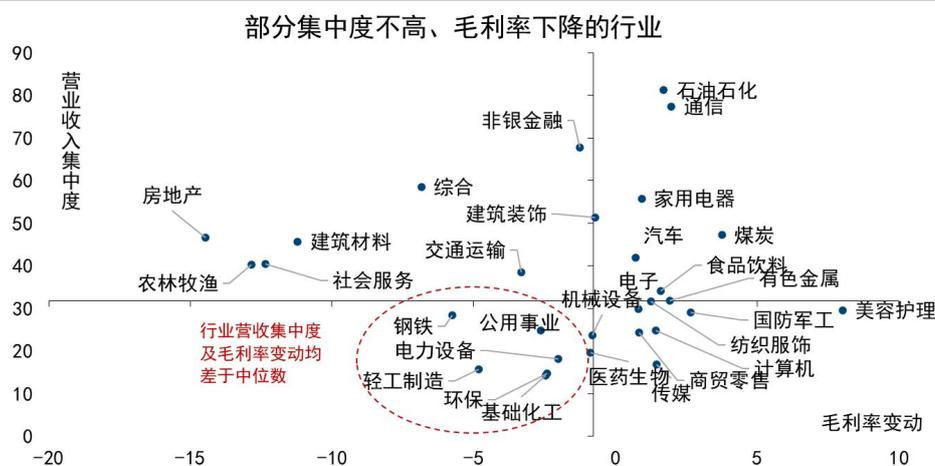


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

## (2) 整合出清传统产能

清理碎片化传统产能是另一条主线。中央经济工作会议指出，我国“部分产业产能过剩”。这种情况下，企业不仅难以通过内部管理提升效益，也很难在激烈的市场竞争中获得合理利润。为此，可以以产业链的龙头企业为枢纽，通过“横向+垂直”并购整合资源、优化结构，实现产能出清。

图59: 行业营业收入集中度（前三）及毛利率变动（2023-2019）



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

整合的重点领域是哪些？不妨结合行业集中度和毛利率两个维度进行评估。如果

龙头企业在行业营收中的占比过低，意味着行业较为分散，竞争格局激烈。与此同时，如果行业毛利率在过去几年出现较大幅度的下降，则可能指向行业存在供需失衡的情况。由此，通过整理 30 个行业 2019 年-2023 年毛利率变动及各行业前三名上市公司占板块的营收比重，发现处于集中度不高且毛利率下滑明显的板块包括钢铁、公用事业、电力设备、轻工制造、环保、基础化工等。

### （3）大力培育科创产业

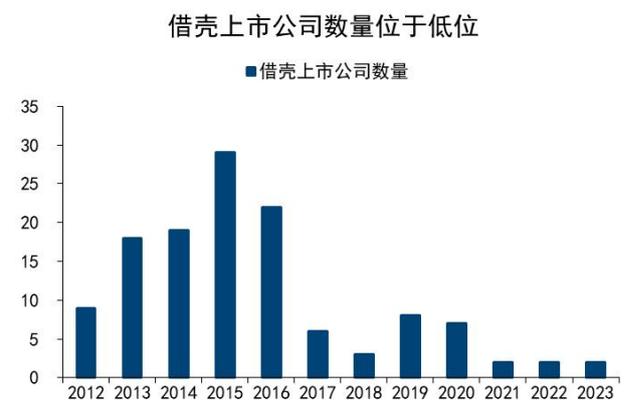
在当前 IPO 放缓的背景下，并购重组成为科技公司取得非线性成长的关键路径。对推动高水平科技自立自强、发展新质生产力具有重要意义。

图 60: 科创企业同样面临发行放缓



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 61: 借壳上市企业数量维持低位



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

在并购重组的过程中，上市科技企业通过整合产业资源，可以迅速补齐短板，促进科技成果转化应用。以半导体行业为例，企业通过并购上游材料供应商或下游应用开发商，可以有效缩短研发周期，降低成本，加快产品上市速度。同时，跨行业的横向并购能为科创企业提供新的应用方向，实现多元化发展。以人工智能产业为例，通过联合生物医药、高端制造等行业的初创公司，可以构建工业大模型赋能研发生产，形成“聚变效应”。

并购重组对于未上市企业的意义不容低估。过去一年，中国 IPO 市场显著降温，上市数量与募集资金规模均大幅下降。科技企业同样面临上市难、融资难的困境，2023 年科创板 IPO 数量和募集资金规模分别为 38 家、1215 亿元，同比下降 69.6%、31.1%。目前，随着并购重组活跃度上升，为待上市科创企业提供了新的上市融资通道，半导体、人工智能、新能源等战略新兴领域有望得到重点支持。

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032