

欧洲企业对华投资嬗变：表现、成因与绩效影响^{*}

丁 纯 吴佳蔚

内容提要：在全球产业链重组与欧洲对华经济政策转型的背景下，欧洲企业对华投资已告别单向持续扩张模式，步入以结构性分化为核心特征的调整期。这一阶段呈现出投资总量与在华企业数量背离的总体态势，具体表现为三大核心特征。一是投资流量由相对平稳转为大幅波动；二是投资主体数量持续收缩，欧洲中小企业进入步伐放缓；三是投资来源向特定国家、优势行业及头部企业集中。这是地缘政治影响加剧与合规成本上升，以及中国市场竞争与产业结构升级共同作用的结果，促使不同类型企业基于自身禀赋做出差异化的战略选择。本文重点考察了增资、撤资这两种选择对欧洲母公司经营绩效的影响。基于2014—2024年企业面板数据的实证检验与定性案例分析表明，一方面，撤资会对母公司造成显著的负面效应，导致营业收入、增加值和全要素生产率下降，且在非制造业及高新技术产业中更为明显；另一方面，选择逆势扩张的领军企业，通过把握市场机遇与推行深度本地化，维持了可观的市场回报。

关键词：中欧经贸关系 欧洲企业 对华直接投资 外资撤离 绩效研究

一 引言

近年来，全球地缘政治格局发生深刻变化，叠加经济全球化进程的波动调整，推动欧盟及成员国对外经济战略的重大转型。在此背景下，欧洲企业对华直接投资（FDI）已由过往长期的“持续扩张”阶段，步入以结构性分化为核心特征的深度调整期。

这一调整主要表现为投资总额大幅波动与企业数量减少的并存，揭示了不同类型

^{*} 本文为国家社会科学基金重大专项（项目编号：20VGQ012）及上海国际金融与经济研究院（应用高峰）项目“欧盟人工智能治理对我国的启示与对策建议”的阶段性成果之一。

企业在华投资意愿的差异。一方面,以汽车、高端化工等领域为代表的少数行业巨头(如大众、巴斯夫)为巩固长期竞争优势,加速推行“在中国,为中国”(in China for China)的深度本地化战略,推动了投资规模的逆势上扬。根据欧盟统计局的数据,2024 年欧盟对华投资流量达到 101 亿欧元,2025 年第一季度的投资额更是高达 30.6 亿欧元,创下自 2022 年以来最强劲的开局。^① 然而,另一方面,部分中小企业出于风险分散考量,正在进行系统性收缩。它们或减少新增投资,或选择“中国+1”布局,导致在华新设企业数量持续下降。^② 这种少数巨头的大额增资与部分中小企业的收缩撤出并存,致使当前欧洲对华投资呈现投资流量波动与企业数量下降的特征。

在此背景下,一个关键的问题是,为何会出现这种看似矛盾的增资、撤资并存的现象?这两种截然不同的投资决定背后的决策考量是什么,究竟会对其母公司的全球竞争力与经营绩效产生何种影响?战略收缩是否真正优化了企业的风险回报结构,还是会因丧失规模经济、脱离创新网络而引发意想不到的“反噬效应”(Backlash Effect)?而那些逆势扩张的巨头,其看似高风险的增资战略承诺是否带来了相应的绩效回报?

有关跨国企业从东道国撤资的现象,现有研究及相关文献已进行了广泛的研讨。对于撤资的原因,既有研究主要从企业、地区与行业三个维度展开,李磊等学者的研究表明,中国最低工资标准上升引发的劳动力成本上涨,显著增加了外资撤离的概率。罗长远和司春晓基于中国工业企业大样本数据的实证分析也得出了相似结论,指出地区工资增长显著提高了外资撤资的可能性,且这一决策还受到企业规模、生产率及盈利能力等因素的影响。此外,戴(Li Dai)等还强调了地理空间风险与地区冲突对子公司生存率的负面影响。^③ 关于撤资的影响,现有研究大多聚焦于其对东道国的冲击,认为外资撤出可能削弱本地企业的生产率,并对产业链造成负面溢出。雅沃尔奇克

① European Commission, “China,” https://policy.trade.ec.europa.eu/eu-trade-relationships-country-and-region/countries-and-regions/china_en.

② 丁纯、孙露:《中欧经贸投资合作现状、问题及前景》,载《海外投资与出口信贷》,2024 年第 1 期,第 3-5、29 页。

③ 李磊等:《中国最低工资上升是否导致了外资撤离》,载《世界经济》,2019 年第 8 期,第 97-120 页;邸俊鹏、韩清:《最低工资标准提升的收入效应研究》,载《数量经济技术经济研究》,2015 年第 7 期,第 90-103 页;罗长远、司春晓:《外商撤资的影响因素:基于中国工业企业数据的研究》,载《世界经济》,2020 年第 8 期,第 26-53 页;Li Dai, Lorraine Eden and Paul W. Beamish, “Place, Space, and Geographical Exposure: Foreign Subsidiary Survival in Conflict Zones,” *Journal of International Business Studies*, Vol.44, No.6, 2013, pp.554-578; José Mata and Pedro Portugal, “Closure and Divestiture by Foreign Entrants: The Impact of Entry and Post-entry Strategies,” *Strategic Management Journal*, Vol.21, No.5, 2000, pp.549-562; Michelle Haynes, Steve Thompson and Mike Wright, “The Determinants of Corporate Divestment: Evidence from a Panel of UK Firms,” *Journal of Economic Behavior and Organization*, Vol.52, No.1, 2003, pp.147-166; Ren Li and Zhenlin Liu, “What Causes the Divestment of Multinational Companies in China? A Subsidiary Perspective,” *Journal of Business Theory and Practice*, Vol.3, No.1, 2015, pp.81-89; Heather Berry, “When Do Firms Divest Foreign Operations?” *Organization Science*, Vol.24, No.1, 2013, pp.246-261.

(Beata Smarzynska Javorcik)的研究表明,跨国企业的撤离会切断既有的技术外溢渠道,导致本地供应商或竞争者的生产效率增长停滞。^① 相较之下,专门针对欧洲企业在华增资、撤资并从母公司视角考察其绩效影响的系统性研究相对鲜见。有鉴于此,本文尝试对近期对华选择增资、撤资的欧洲企业表现进行梳理、分析,探究其特征和原因。一方面,聚焦于这一轮结构性分化中选择收缩投资或退出中国市场的欧洲企业,通过实证检验其战略决策对母公司营业收入、价值创造能力和全要素生产率的影响,评估其撤资行为对母公司自身经济效益的影响;另一方面,本文将通过定性案例分析,评估那些选择逆势扩张的行业巨头们的经营绩效。

本文的结构安排如下:第一部分概述近年来欧洲企业在华投资的总体态势,梳理投资流量波动与企业数量下降的具体表现;第二部分剖析导致不同企业做出增资、撤资选择的多重动因;第三部分聚焦绩效分析,一方面基于2014—2024年企业—母公司层面的面板数据,实证检验收缩或退出战略对母公司经营绩效的负面效应,另一方面通过定性案例分析,评估逆势扩张战略带来的回报;第四部分得出结论及提出政策展望。

二 欧洲对华投资结构性分化:表现与特征

自中国改革开放以来,欧洲企业始终是对华投资的重要参与者。这一阶段的特征表现为资金规模的快速积累与投资主体的普遍参与。从资金存量看,欧洲资本在华经历了长期的线性积累,欧盟对华直接投资存量从2001年约200亿欧元稳步攀升,到2017年已突破1600亿欧元,其中2004年至2010年间的年均增速更是一度超过23%。^② 从投资主体看,这一时期的投资既包括大众、巴斯夫等为数不少的大型跨国集团的战略性布局,也涵盖了包括“隐形冠军”在内的众多中小企业的积极跟进。中

^① Beata Smarzynska Javorcik, “Does Foreign Direct Investment Increase the Productivity of Domestic Firms? In Search of Spillovers Through Backward Linkages,” *American Economic Review*, Vol.94, No.3, 2004, pp.605–627; René Belderbos and Jianglei Zou, “Foreign Investment, Divestment and Relocation by Japanese Electronics Firms in East Asia,” *Asian Economic Journal*, Vol.20, No.1, 2006, pp.1–27; Keith Head and Thierry Mayer, “Misfits in the Car Industry: Offshore Assembly Decisions at the Variety Level,” *Journal of the Japanese and International Economies*, Vol.52, 2019, pp.90–105.

^② Martin H. Thelle, Eva R. Sunesen and Joseph Francois, “EU-China Investment Study: Final Report,” Copenhagen Economics, June 2012, <https://www.copenhageneconomics.com/dyn/resources/Publication/publicationPDF/3/313/1435826144/44-24-eu-china-final-report-11jun2012.pdf>; Gisela Grieger, “EU-China Comprehensive Agreement on Investment: Levelling the Playing Field with China,” *European Parliamentary Research Service (EPRS) Briefing*, PE 652.066, September 2020, [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2020/652066/EPRS_BRI\(2020\)652066_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2020/652066/EPRS_BRI(2020)652066_EN.pdf).

国欧盟商会会员企业数量从成立之初的 51 家迅速扩容至 2017 年的 1600 余家,由此可见一斑。^①

然而,2018 年成为这一单向扩张趋势的转折点。外部环境上,中美经贸摩擦的升级打破了全球供应链的稳定性,地缘政治风险开始实质性介入商业决策。2017 年 8 月 18 日,按照美国总统特朗普的指令,美国贸易代表办公室正式启动对中国的“301 条款”调查,此举于 2018 年升级为全面的关税战,从根本上动摇了欧洲部分企业赖以生存的全球一体化供应链的稳定性。^② 内部政策上,欧盟对华战略认知发生转变,随着《欧盟外资安全审查条例》的生效及后续“去风险”战略的确立,欧洲企业面临的制度约束显著增强。^③

在此背景下,欧洲对华投资告别了以往相对平稳的扩张态势,进入以“结构性分化”为特征的调整期,即投资流量的大幅波动与投资主体数量的持续收缩。这一变化具有三个核心特征。

(一) 投资流量从相对平稳转为大幅波动

中国改革开放初期,欧洲企业凭借资金与技术优势率先进入中国市场。在起步阶段,欧洲投资主要以制造业为核心,普遍采用合资模式整合本土资源。1984 年,德国大众在上海设立合资公司,带动了欧洲汽车工业在华的系统性布局。^④ 同期,化工、医药等领域企业也逐步开展探索性投资,通过合资形式降低成本并辐射亚太市场。2001 年中国加入世界贸易组织后,得益于市场准入的放宽与制度环境的优化,欧洲对华投资进入长达十余年的相对平稳增长期。

回顾这一阶段,尽管受 2008 年全球金融危机及随后欧债危机的影响,欧洲对华年度投资流量出现一定幅度的回落,但整体上保持了相对稳定的增长态势。在此期间,中国实际利用外资规模从 2001 年的 468.8 亿美元增长至 2017 年的 1363.2 亿美元,年均增速达 6.9%。据荣鼎集团统计,2015 年之前的五年间,欧盟对华直接投资流量始终维持在年均 100 亿欧元的稳态区间;截至 2017 年,欧盟对华累计投资交易总额已攀

^① European Union Chamber of Commerce in China, “European Business in China Position Paper 2017/2018,” Beijing: EUCCC, September 2017, <https://www.europeanchamber.com.cn/en/publications-archive/560>.

^② Macroeconomic Team, “Supply Chain Diversification amidst Rising US-China Trade Tension: Implications for Key ASEAN Countries,” *Krungsri Research*, December 12, 2024, <https://www.krungsri.com/en/research/research-in-telligence/ASEAN-Supply-China-Diversification-amidst-Rising-U>.

^③ Thilo Hanemann, Mikko Huotari and Agatha Kratz, “Chinese FDI in Europe: 2018 Trends and Impact of New Screening Policies,” Rhodium Group and Mercator Institute for China Studies (MERICS), March 2019, <https://rhg.com/research/chinese-fdi-in-europe-2018-trends-and-impact-of-new-screening-policies/>.

^④ “Volkswagen Group China,” Volkswagen Newsroom, <https://www.volkswagen-newsroom.com/en/volkswagen-group-china-5897>.

升至 1323 亿欧元。^① 伴随规模的扩张,欧洲投资的行业分布与形式也随之调整:在行业上,资金流向逐步向高技术产业及服务业倾斜,同期高技术制造业、服务业实际使用外资占比分别提升 11.4% 和 28.5%,服务业直接投资占比攀升至 77.7%,^②其中仅德国车企在 2000 年至 2017 年间对华累计投资就高达 270 亿美元;在形式上,逐步由合资为主向独资转型,研发中心及区域总部等功能性机构开始设立。这一时期,欧洲企业对华战略定位从最初的制造基地延伸为全球价值链节点,通过推行本地化战略,与中国经济建立了更为紧密的联系。

2018 年以来,受全球宏观政策环境调整及多重复杂因素交织的影响,欧洲企业在华经营战略进入加速调整阶段,其对华投资宏观趋势由此前的稳定增长转向阶段性波动。^③ 部分欧洲企业,特别是制造业企业,基于对全球供应链韧性、综合生产成本及外部环境变化的重新考量,开始审慎评估在华业务的战略定位,少数企业启动了业务调整或全球生产布局优化计划。^④ 与此同时,欧盟逐步强化外资审查、出口管制及对外投资筛查等制度性措施,在一定程度上增加了部分欧洲企业对华长期投资决策的不确定性,进一步促使其投资态度趋于审慎。^⑤

如图 1 所示,近十年来欧盟对华直接投资流量的演进轨迹呈现出阶段性变化。2018 年前,欧盟对华直接投资流量总体维持在正值区间,表现为相对温和的波动态势。然而,2018 年成为投资格局演变的分水岭,此后投资轨迹呈现大幅波动的特征:在经历 2019 年的异常峰值后,投资流量于 2020 年骤降至负值区间,随后在 2022 年和 2023 年再度经历显著下行。这种大幅波动深刻反映了中美经贸摩擦与地缘政治博弈对资本流向的扰动。具体而言,2019 年投资峰值的形成,主要源于贸易摩擦背景下,部分跨国资本借助香港地区这一金融枢纽进行的财务重组与避险操作;^⑥随后 2020

① Thilo Hanemann and Mikko Huotari, "EU-China FDI: Working towards Reciprocity in Investment Relations," *MERICs Papers on China*, No.3, MERICS and Rhodium Group, May 2018, <https://merics.org/en/report/eu-china-fdi-working-towards-more-reciprocity-investment-relations>.

② Siqi Li and Xiaozhun Yi, "20 Years On: China's Role in the Multilateral Trading System," in Henry Gao, Damian Raess and Ka Zeng, eds., *China and the WTO: A Twenty-Year Assessment*, Cambridge University Press, 2023, pp.21-44.

③ 葛顺奇、李三川、罗伟:《贸易脱钩、关税冲击与外商撤资》,载《国际贸易问题》,2024 年第 3 期,第 50-68 页。

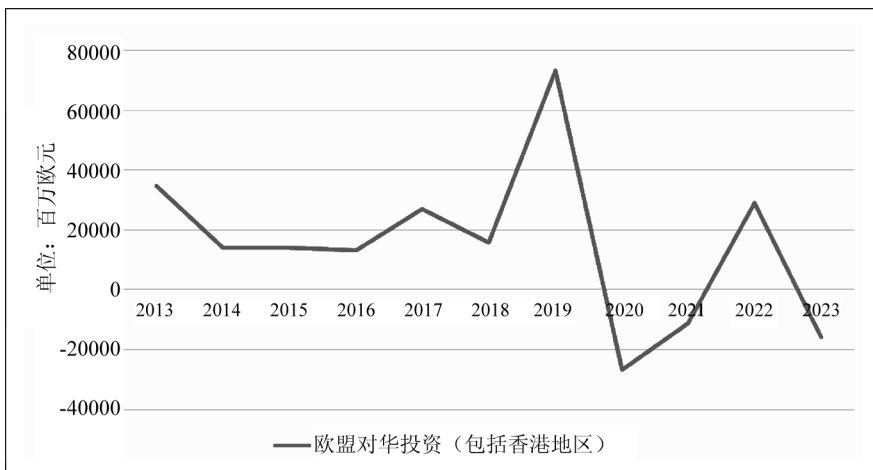
④ Wolfgang Krenz and Junyi Zhang, "Why European Manufacturers Should Refocus On China: Market and Geopolitical Dynamics Require A Strategic Rethink," *Oliver Wyman Insights*, <https://www.oliverwyman.com/our-expertise/insights/2024/mar/european-manufacturers-navigate-china-shifts.html>.

⑤ "EU to Step up Foreign Subsidy Probes, Antitrust Chief Says," *Financial Times*, July 14, 2025, <https://www.ft.com/content/94a637a4-5b8f-479c-bc15-a862feb751d8>.

⑥ 欧阳辉:《大陆与香港:深层命运共同体》,长江商学院, <https://ee.ckgsb.com/faculty/news/detail/157/5765.html>.

年的急剧下滑,则与外部环境变化引发的市场情绪波动及资本流动限制密切相关。这种由外部非市场因素引发的流量大幅波动,清晰地折射出当前欧洲对华投资所面临的复杂外部环境。^①

图 1 2013—2023 年欧盟对华直接投资流量



资料来源:欧盟统计局(EUROSTAT),[https:// ec.europa.eu/ eurostat](https://ec.europa.eu/eurostat)。

(二)投资主体数量的收缩

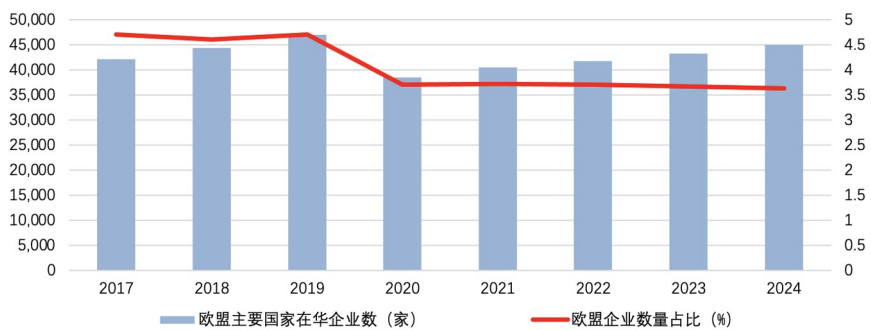
伴随着投资流量的大幅波动,欧洲对华投资在企业数量上表现出收缩的特征。如图 2 所示,欧盟主要国家在华企业的数量呈现下降趋势。尽管欧盟国家在华企业的总数在 2020 年经历骤降后趋于平稳,但更具指标意义的“欧盟企业数量占在华外资企业总数的比重”,自 2019 年达到峰值后已呈现持续下降的趋势。

这一趋势在新设企业层面表现得较为明显。如图 3 所示,欧盟对华投资的投资金额与新设企业数量呈现出清晰的背离态势。从资金来看,2023 年欧盟对华实际投资金额达到 105.8 亿美元,处于近十年来的最高水平。然而,从投资主体来看,在华新设欧盟企业数量在 2019 年触及 2804 家的峰值后,总体呈持续回落趋势。值得注意的是,欧盟新设企业在所有新设外资企业中的占比,已由 2019 年的 6.9% 降至 2023 年的 3.2%。这种“高投资金额”与“新增主体收缩”的组合特征,折射出欧洲对华投资的转

^① 刘字濠:《香港应坚定不移走国际化道路》,《紫荆》,2024 年 4 月 19 日,https://zijing.com.cn/article/2024-04/19/content_1230817287612661760.html。

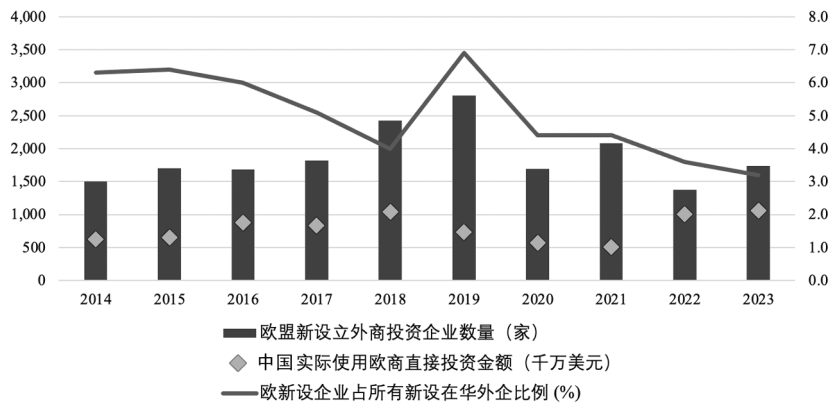
变：投资规模的维系日益依赖于少数巨型或大型企业的追加投入（其中不少为利润再投资）与深耕，而新进企业——尤其是部分中小企业——进入中国市场的步伐则出现实质性放缓。

图 2 2017—2024 年欧盟主要国家在华投资趋势



资料来源：根据中华人民共和国商务部发布的《中国外资统计公报》（历年数据）整理，<http://wzs.mofcom.gov.cn/>。

图 3 2014—2023 年欧盟在华新设企业数量、占比及实际使用欧资金额



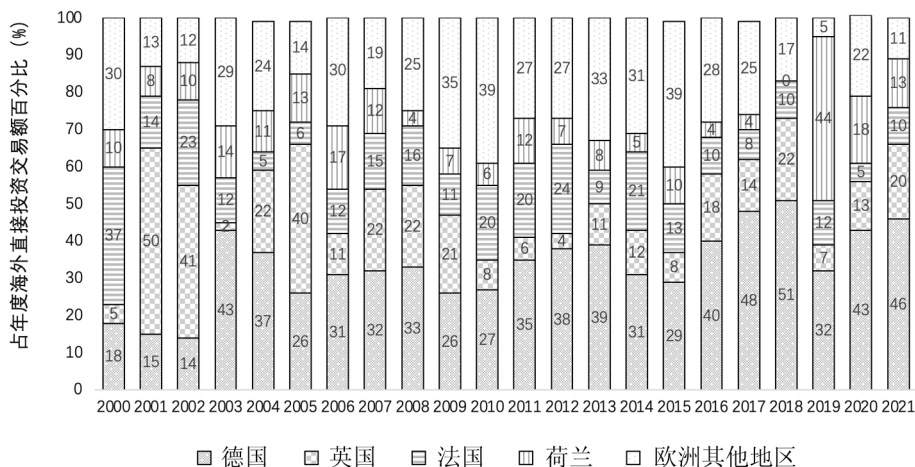
资料来源：根据中华人民共和国商务部发布的《中国外资统计公报》（历年数据）整理，<http://wzs.mofcom.gov.cn/>。

（三）国家、企业、行业的结构性集中倾向

伴随投资主体数量的收缩，欧洲对华投资在国家、行业和企业三个维度上呈现出相对集中化趋势，资源愈发向少数头部主体聚集。

从国别层面看,欧洲对华投资日益由德国资本主导。如图 4 所示,2018—2021 年,德、荷、英、法四国合计贡献了 87% 的直接投资总额,显著高于前十年的 69%。值得注意的是,从 2022 年到 2024 年上半年,仅德国的投资就占欧盟对华投资总额的 65% 以上。^① 这种高度集中反映了德国汽车与化工产业与中国市场的紧密联系,也表明欧洲对华投资并非均衡分布,而是高度聚集于特定国家的资本输出。

图 4 2000—2021 年对华直接投资欧洲来源国占比分布



资料来源:荣鼎集团(Rhodium Group),<https://rhg.com/>。

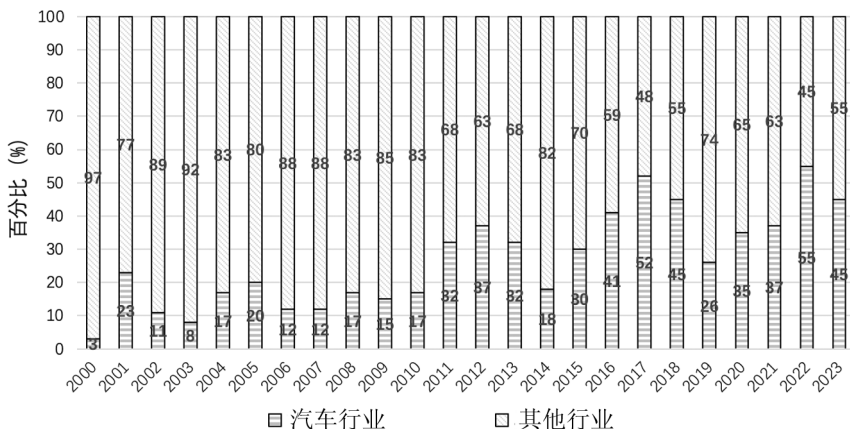
从行业分布来看,欧洲对华投资流向呈现显著集中的特征。汽车、食品加工、制药/生物技术、化工和消费品制造五大行业合计占欧洲对华投资总额的近 70%,高于 2008—2012 年间的 57%。^② 其中,汽车行业长期处于主导地位,稳定贡献约三分之一的投资额(见图 5)。这种行业集中现象反映了欧洲跨国企业对中国供应链优势等的依赖。为维持在全球产业分工中的竞争力,欧洲企业将资源集中投入上述行业,通过本地化生产与研发,借助中国的产业集群效应降低生产成本,并获取技术溢出效益。^③

^① Agatha Kratz et al., “Don’t Stop Believin’: The Inexorable Rise of German FDI in China,” *Rhodium Group*, October 31, 2024, <https://rhg.com/research/dont-stop-believin-the-inexorable-rise-of-german-fdi-in-china/>.

^② Agatha Kratz, Noah Barkin and Lauren D. Piper, “The Chosen Few: A Fresh Look at European FDI in China,” *Rhodium Group*, September 14, 2022, <https://rhg.com/research/the-chosen-few/>.

^③ “China Races ahead in EV Transition as Europe Recalibrates and US Stalls: EY Analysis,” *EY*, September 15, 2025, https://www.ey.com/en_ro/newsroom/2025/08/china-races-ahead-in-ev-transition-as-europe-recalibrates-and-us.

图 5 2000—2023 欧盟对华直接投资:汽车行业占比的变化



资料来源:荣鼎集团(Rhodium Group), <https://rhg.com/>; European Commission, “EU—China FDI: Recent Trends and Implications on EU Exposure,” December 2023. 数据经作者整理得出。

在企业层面,欧洲对华投资集中度同步攀升,呈现出“头部主导”特征。^①如表1所示,2018年至2024年上半年,欧盟在华前五大投资主体长期锁定于德国大众、巴斯夫、宝马等少数行业巨头。从数据对比来看,2019—2022年间,排名前十的欧洲企业贡献了超过80%的对华投资额,这一比例与2008—2017年间49%的均值形成鲜明反差;仅大众、宝马、戴姆勒、巴斯夫四家德国企业在2018—2021年间的合计份额即高达34%。这一特征表明,欧洲对华投资模式从过去众多中小企业广泛参与的市场拓展,转向了当前少数跨国巨头为依赖中国供应链优势而进行的产业链整合。^②

① Alexandros Ragoussis, Davide Rigo and Gianluca Santoni, “The Rising Concentration of Foreign Direct Investment,” *Policy Research Working Paper*, No.10815, World Bank Group, August 2024, <https://documents1.worldbank.org/curated/en/099414106242431322/pdf/IDU-e54dc594-f945-4f8e-ad11-ba1e6ee0513d.pdf>.

② Fraser Tennant, “BMW to Pay €3.6bn to Increase Stake in Chinese JV,” *Financier Worldwide*, December 2018, <https://www.financierworldwide.com/bmw-to-pay-36bn-to-increase-stake-in-chinese-jv>; “40 Years of Volkswagen in China: Group Accelerates Its Realignment with ‘In China, for China’ Strategy,” *Volkswagen Group China*, April 11, 2024, <https://volkswagengroupchina.com.cn/en/news/Detail?ArticleID=ABF37CE01DBF4159BCC6057E0909716B>; BASF, “BASF Commences Its Smart Verbund Project in Zhanjiang, China,” November 23, 2019, <https://www.basf.com/global/en/media/news-releases/2019/11/p-19-403>; BASF, “BASF Signs CNY 40 Billion Syndicated Bank Term Loan Facility with Maturity of 15 Years for Its Verbund Site in Zhanjiang, China,” November 23, 2023, <https://www.basf.com/global/en/media/news-releases/2023/11/p-23-366>.

表 1 2018—2024 年上半年欧盟在华前五大投资者

排名	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年上半年
1	大众汽车	喜力	基立福	大众汽车	宝马	巴斯夫	大众汽车
2	帝亚吉欧	大众汽车	大众汽车	巴斯夫	巴斯夫	宝马	英格卡集团
3	安联	宜家	巴斯夫	宝马	大众汽车	大众汽车	宝马
4	戴姆勒	戴姆勒	戴姆勒	威立雅	乐高集团	博世	意法半导体
5	维龙	安盛	璞米资本	科瑞思特	德蒙特	大陆集团	巴斯夫

资料来源：荣鼎集团 (Rhodium Group), <https://rhg.com/>。

三 欧洲企业对华投资战略分化的多重动因

近年来,欧洲企业在华投资战略呈现显著的分化特征。这种分化并非企业面对外部压力的随机反应,而是在全球地缘政治环境变迁的背景下,不同类型企业基于自身资源禀赋与风险偏好所做出的差异化选择。由于部分企业在行业属性、资本结构及抗风险能力上存在客观差异,面对日益复杂的外部环境,其战略路径自然演化为“收缩”与“扩张”两种不同的方向。

(一)影响企业战略抉择的因素

欧洲企业在华投资战略的调整,本质上是其在应对共同宏观环境挑战时的差异化选择。尽管所有在华欧洲企业都面临相同的外部约束,但这些因素并非对所有主体产生均等的影响。本文将影响企业决策的因素归纳为地缘政治与市场环境两个核心层面。

1.全球地缘政治

当前,经济政策的“安全化转向”正在全球范围内显现,这已成为所有在华投资的欧洲企业共同面临的宏观背景。这一转向将以往相对长期、间接的地缘政治风险,转化为企业需直接应对的现实成本与合规责任,主要体现为两个方面。

其一,2019 年的新冠疫情和 2022 年俄乌冲突重塑了欧洲对产业链供应链及能源安全的认知。尤其是俄乌冲突引发的天然气价格飙升凸显其能源领域的脆弱性,促使脱碳从单纯的环保议题上升为德国及欧盟的安全战略。欧盟《凡尔赛宣言》明确提出减少能源依赖,路径包括加速可再生能源发展及关键部件本土化生产。这一导向在化工等能源密集型行业尤为突出,能源成本飙升已大幅挤压此类行业的利润空间。更为

复杂的是,在俄乌冲突外溢效应持续发酵的背景下,部分美国及北约政策讨论和战略评估开始将台海、南海局势纳入类似的安全风险框架之中,通过类比性叙事强化地缘政治不确定性的外溢效应,从而在舆论与政策层面放大对中国相关风险的关注。这种叙事间接将地缘政治风险投射至中国市场,也加剧了在华欧资企业对潜在外部冲击的风险预期。^① 在这些多重外部冲击的催化下,安全优先思维逐步固化为欧盟官方对华政策,其对华定位从过往接触转向更具防御性的“去风险”框架。这一由欧盟委员会主席冯德莱恩于2023年正式提出的概念,迅速纳入“欧洲经济安全战略”并成为对华政策核心指导原则,^②且通过强化外商直接投资审查机制、“反经济胁迫工具”《外国补贴条例》《关键原材料法案》等防御性经济工具落地实施,来避免所谓在量子计算、高级半导体、人工智能及生物技术等高新技术领域对华泄漏及稀土等关键原材料的依赖等风险。^③ 尽管这些工具名义上“不针对特定国家”,但在实践中被广泛认为旨在降低对华依赖,此类母国制度压力向企业传递明确信号:与中国的深度经济绑定被视为潜在国家安全脆弱性,深刻影响企业治理与风险管理决策。

更为关键的是,“去风险”不仅表现为一套政策工具,而且演变成为一种深度影响部分欧洲行为体解读中国政策的观念“滤镜”。这一观念的形成,既植根于地缘政治竞争的宏观背景,源于中欧在理念、法律、制度和发展阶段上的差异,以及中国制造业升级所形成的中欧经济竞争加剧及美国胁迫等结构性因素,叠加新冠疫情和俄乌冲突等即时冲击所致,更因欧洲部分媒体和政客出于政治目的的刻意放大与操纵而强化,他们通过断章取义的解读、蓄意歪曲的宣传,加剧了部分欧洲企业因文化语言隔阂本就存在的信息不对称。在扭曲的信息环境中,部分企业对中国的认知偏差、刻板印象不断固化,最终陷入“去风险”话语渲染下的冷战式思维定式,甚至将中国作为主权国家完善立法监管的正常进程,误读为营商环境系统性收紧的敌意信号,产生过度反应。

近年来,在全球数字经济快速发展、安全关切上升的背景下,中国加快国家安全与数据治理领域立法步伐,这既是主权国家完善治理体系的应有之义,也是与欧盟《一般数据保护条例》(GDPR)等国际通行规则接轨的主动实践,核心目标是为高质量发

① Agathe Demarais, “Hard, Fast, and Where It Hurts: Lessons from Ukraine-related Sanctions for a Taiwan Conflict Scenario,” *European Council on Foreign Relations*, September 19, 2024, <https://ecfr.eu/publication/hard-fast-and-where-it-hurts-lessons-from-ukraine-related-sanctions-for-a-taiwan-conflict-scenario/>.

② European Commission, “Speech by President von der Leyen on EU-China Relations to the Mercator Institute for China Studies and the European Policy Centre,” March 30, 2023, https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/hu/speech_23_2063.

③ 解楠楠、吴雨晴:《欧盟对华“去风险”战略逻辑、趋向及限度——兼论新一届欧盟委员会对华“去风险”战略态势》,载《德国研究》,2025年第1期,第4-25页。

展筑牢法治保障。^①但对于习惯西方成熟市场详尽条文且受“去风险”滤镜影响的部分欧洲企业而言,新兴领域侧重原则性指导的法规,其适用范围与执行力度的不确定性被放大。当对立法细节清晰度的需求,与地缘政治驱动的风险规避倾向叠加,认知偏差随之产生:部分企业将中国平衡发展与安全的规范调整,误判为针对外资的系统性收紧。最终,由外部地缘焦虑与被操纵舆论共同催生的“感知风险”,而非中国市场客观存在的“实际风险”,成为影响其长期投资决策的关键变量。

其二,不容忽视的外部动因,还源于美国对外经济政策日益增长的不确定性与单边主义倾向。自 2018 年美国单方面对华发起全面关税战以来,其政策的不可预测性已成为全球供应链面临的系统性风险。美国频繁动用单边制裁、泛化国家安全概念、出台各类限制性法案,并绕开世界贸易组织(WTO)框架,严重破坏了全球经贸规则的稳定性。这种政策的波动,对深度嵌入全球一体化供应链的欧洲企业产生了负面的溢出效应。正如欧洲中央银行(ECB)在其研究中所指出的,源自美国贸易政策等方面的经济政策不确定性,会显著地外溢至欧元区,直接影响企业的融资和投资决策。^②面对美国政策的“长臂管辖”和潜在的二级制裁威胁,在华欧洲企业被迫为规避风险而承担额外的业务分割或供应链重组成本。这些潜在的运营中断威胁,迫使部分企业考虑建立并维持双轨甚至多轨的供应链体系,这不仅带来巨额的增量成本,也显著削弱了全球化生产模式固有的规模经济效益。

上述多重地缘政治因素,共同催生了“地缘政治合规成本”,^③而不同企业的承受能力与应对策略差异,直接导致其在华投资战略的分化。一方面,对资源有限、风险规避倾向较强的企业而言,地缘政治合规成本高昂且难以管控。其成本既包括供应链重组的直接投入,也涵盖因“观念滤镜”产生的东道国监管适应成本与不确定性损耗。这类企业缺乏规模与专业团队缓冲风险,更易受母国政策引导,持续的利润下滑与合规压力对其生存构成挑战。^④加之欧盟落实“去风险”政策导致政府投资担保与信贷支持显著收紧,对于抗风险能力较弱的企业而言,失去官方金融兜底意味着无法独立

① 丁纯、张亚妮、纪昊楠:《欧洲数字单一市场的实践成效》,载《现代国际关系》,2025 年第 1 期,第 86-104 页。

② Anastasia Allayioti et al., “More Uncertainty, Less Lending: How US Policy Affects Firm Financing in Europe,” *European Central Bank*, October 2, 2025, <https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2025/html/ecb.blog20251002~1b15d67f4c.en.html>.

③ Henry Rivers, “Geopolitical Compliance Costs: The Silent Killer of AI Firm Valuations,” *AInvest*, July 9, 2025, <https://www.ainvest.com/news/geopolitical-compliance-costs-silent-killer-ai-firm-valuations-2507/>.

④ Tarek A. Hassan et al., “Firm-level Political Risk: Measurement and Effects,” *The Quarterly Journal of Economics*, Vol.134, No.4, 2019, pp.2135-2202.

承受地缘政治冲击。因此,当预期财务损失超出承受范围时,撤资成为止损选择;同时,为分散单一市场依赖风险,这类企业积极推行“中国+1”策略,通过“近岸外包”和“友岸外包”在墨西哥、越南等地区建立替代生产基地,尤其对以中国为生产基地、出口欧美市场的企业,产能转移成为资源优化的主动选择。^①

另一方面,对资本雄厚、着眼长期布局的企业(特别是能源密集型企业)而言,其应对策略并非简单的退却,而是逆势扩张。它们在华投资的决策,既基于对中国市场潜力的判断,更是主动的风险对冲,究其核心是从“在中国,为全球”(in China for global)模式转向“在中国,为中国”(in China for China)模式,通过构建涵盖研发、采购、生产、销售的本地价值链闭环,使中国业务免于外部制裁、关税壁垒或供应链断裂冲击。这类企业将适应监管框架视为长期经营的必要投入,通过深化与中国本土政府及企业的合作满足合规要求,并认为率先把握监管调整中的发展机遇,能带来更稳定的长期回报。目前,德国企业界已形成共识:本土化并非“是否要做”,而是“推进速度与深度”的问题,唯有建立强大的本地产品、供应链与研发能力,才能维持竞争力,信心衡量标准也从“是否留下”转向“本土化深度”。^②值得注意的是,这类企业往往能获得中国关键产业政策支持与准入优惠,这为其加大在华投入提供了重要支撑。

2. 中国市场运营环境的变化

除外部宏观环境变化外,中国市场自身演进是欧洲企业调整在华投资策略的另一关键动因。其核心特征并非营商环境的单向变动,而是市场竞争的加剧与需求结构的升级并行。这标志着中国市场已从成长期步入成熟期,对跨国企业的运营能力提出了更高的要求。

当前中国市场价值正经历从“成本优势”到“创新协同”的结构性转变。作为世界第二大经济体,中国庞大的市场规模与可观的利润,仍是欧洲企业尤其是汽车行业无法忽视的核心吸引力。欧洲跨国公司中,超三分之一企业在华收入占比达15%—20%,部分汽车制造商的中国市场份额更超过30%。^③在此基础上,叠加中国完整的工业体系(中国是全球唯一拥有联合国产业分类全部工业门类的国家)与持续提升的消费能力,对欧洲企业尤其是汽车企业而言,仍是不可忽视的核心吸引力。同时,不断

^① Angela da Rocha et al., “Deciphering Relocation Paths: A Systematic Literature Review of Near-shoring and Friend-shoring,” *Journal of International Management*, 2025, DOI: 10.1016/j.intman.2025.101282.

^② CW CPA, “German Investors in China 2025: Confidence Reloaded, Strategy Recalibrated,” October 11, 2025, <https://www.cwhkcpa.com/german-investors-in-china-2025-confidence-reloaded-strategy-recalibrated/>.

^③ Ties Dams and Xiaoxue Martin, “Investors Beware: Europe’s Top Firms Highly Exposed to China,” *Clingendael Institute Report*, April 2022, https://www.clingendael.org/sites/default/files/2022-04/Report_Are_Europes_top_firms_highly_exposed_to_China.pdf.

扩容的贸易网络为在华企业提供了更广阔的市场准入空间,中国已签署 22 个双边或多边自由贸易协定,涉及 29 个国家或地区。^① 尤为关键的是,在新能源、智能制造、数字经济等前沿领域,中国已从全球最大消费市场,进一步演变为技术创新与竞争的前沿阵地。中国政府亦通过《关于进一步优化外商投资环境加大吸引外商投资力度的意见》等政策,明确支持外商在华设立研发中心、参与重大科研攻关,为创新协同提供政策保障。^② 在此背景下,欧洲企业的角色也在发生转变,从过往以技术输出者身份将成熟技术产品引入中国,如今需通过在华设立研发中心,以更主动的学习者姿态融入本地创新生态。

这一深刻的产业结构变革,直接表现为市场竞争格局的重塑。^③ 中国已从“世界工厂”成长为全球最大、最具活力的单一市场与创新高地。其最显著的标志,就是在多个欧洲企业的传统优势领域(如新能源汽车、高端化工、精密机械设备等),涌现出一批实力强大的本土品牌。^④ 此轮竞争的核心,反映了中国本土企业在技术研发、品牌塑造、供应链管理和市场响应速度上的全面跃升。这意味着,长期以来部分外资企业赖以立足的传统技术和品牌优势,正在被这种竞争系统性地重塑。将中国仅仅视为销售中低端产品的倾销市场或成本洼地的时代已经一去不复返。随着中国市场演变为全球竞争最为激烈的竞技场,其功能被欧洲业界形象地比喻为淬炼企业全球竞争力的“健身房”,意指只有在这一全球竞争高地经受住严苛的市场磨砺,才能反向提升企业的核心竞争力。这一转变意味着,对于运营成本刚性、决策链条较长的欧洲企业而言,竞争规则已发生根本改变:要在这一全球竞争最激烈的市场立足,必须依托深度技术转移、前沿联合研发与彻底本土化战略展现核心竞争力。

中国市场产业结构的升级进一步加剧了部分欧洲企业在华战略的分化。面对短期经营压力、长期市场价值和战略风险的权衡,不同技术能级的企业做出了差异化选择。一方面,创新与数字化转型滞后的企业,技术及生产模式难以适配中国市场的快速迭代,产品竞争力下滑直接表现为利润业绩持续走低,成为战略收缩的核心动因。

① China Briefing, “Why Foreign Companies Relocate to China?” <https://www.china-briefing.com/doing-business-guide/china/why-china/why-foreign-companies-relocate-to-china>.

② 中华人民共和国中央人民政府:《国务院关于进一步优化外商投资环境 加大吸引外商投资力度的意见》,2023 年 8 月 13 日, https://www.gov.cn/zhengce/content/202308/content_6898048.htm.

③ Business Sweden, “Business Climate Survey for Swedish Companies in China 2024: A Report from Team Sweden in China,” Sweden-China Trade Council, 2024, <https://www.business-sweden.com/49c26e/contentassets/16ed3e3865f94fb69103280fca81863e/china-business-climate-survey-2024.pdf>.

④ 中国欧盟商会、罗兰贝格:《商业信心调查 2025》,2025 年; German Chamber of Commerce in China, “Localization 3.0: Business Confidence Survey 2024 | 2025,” Scribd, December 4, 2024, <https://www.scribd.com/document/829002827/Business-Confidence-Survey-2024-2025>.

这一压力叠加中国“小巨人”企业培育计划推进的影响,以及本土企业凭借对市场需求的敏锐把握实现技术快速追赶,同时依托高效的供应链管理与灵活的经营策略形成竞争优势,^①导致部分欧洲企业在价格、市场准入、响应速度上面临更大的竞争压力。^②当内部技术适配度不足叠加外部竞争挤压,致使在华运营的边际收益低于全球其他生产基地时,缩减业务或有序退出成为其基于成本收益分析的选择。

另一方面,技术前沿的行业领先企业,将中国市场的激烈竞争与创新活力视为加倍投入的核心吸引力。它们深刻认识到,脱离中国创新生态意味着输掉全球技术竞赛,这是不可承受的战略风险。因此,其选择并非收缩,而是通过设立研发中心等方式加大在华投入,深度融入本土创新体系,以利用中国的技术外溢效应巩固其全球竞争优势。

(二) 企业战略抉择的案例

企业内部存在两种根本不同的治理逻辑,构成其战略选择的核心分歧。第一种逻辑是以提升全球资本回报率为核心。在此模式下,企业管理层会定期评估全球资产组合,优先剥离非核心或绩效偏低的海外资产。对于受短期财务指标驱动的董事会而言,若中国市场业务面临利润率下滑与“地缘政治合规成本”上升的双重压力,相关子公司往往成为资产剥离的优先选项,目的是将资本重新配置至风险更低、收益更高的业务领域,以优化整体资产收益效率。

第二种逻辑则是“战略锁定”,以巩固长期全球行业领导地位为核心,将中国市场定位为“不可或缺的战略要地”。对于受长期战略愿景驱动的董事会,即便面对中国业务短期财务数据不佳的情况,也会将其解读为维系关键战略据点所需承担的阶段性成本。这类企业愿意承受短期盈利波动,核心是规避因退出全球重要市场而丧失技术迭代机遇、产业链话语权的长期风险,确保在全球产业竞争中始终占据核心位置。

上述基于不同决策逻辑的权衡,在近期欧洲企业的投资实践中得到清晰印证。这些案例反映了多重动因如何在实际决策中相互作用,从而推动企业形成差异化的战略选择。

1. 逆势扩张

在汽车行业,中国作为全球最大电动汽车市场与技术创新策源地,叠加 2018 年

^① Hermann Simon, “Hidden Champions in the Chinese Century: Ascent and Transformation,” *International Business & Economics Studies*, Vol.4, No.1, 2022, p.1.

^② Alexander Brown, “China Relies on ‘Little Giants’ and Foreign Partners to Plug Stubborn Technology Gaps,” *MERICCS*, February 24, 2022, <https://mericcs.org/de/kommentar/china-relies-little-giants-and-foreign-partners-plug-stubborn-technology-gaps>.

起商用车和新能源汽车外资股比限制取消的政策机遇,成为德国车企电动化、智能化转型的核心阵地。以宝马为例,其率先抓住政策窗口,2022 年 2 月新注资 36 亿欧元将其在华晨宝马合资公司中的持股比例从 50% 提升至 75%,借此显著强化在华决策自主性。^① 截至 2024 年,宝马在华累计投资已达 1050 亿人民币,不仅将沈阳打造为全球最大生产基地,还同步建设先进动力电池生产线,通过构建覆盖生产、研发与关键零部件的本地价值链闭环,深度落实“在中国,为中国”战略,为“新世代”电动车型本土化生产铺路,有效对冲全球供应链潜在风险。^②

同为德国车企的大众,则采取复合型战略实现双重突破。一方面,依托政策开放,大众汽车集团在安徽合肥投资建设其在中国第一家全资控股的电池系统工厂,借助中国成熟高效的新能源供应链完善“本土化闭环”;另一方面,面对中国市场激烈的智能化竞争与本土品牌的崛起,大众深刻认识到自身软件能力短板,进而斥资约 7 亿美元与小鹏汽车建立深度技术合作,主动对接中国在智能驾驶、数字座舱领域的领先技术。这一决策标志着大众对中国市场的价值重估,即从单纯看重规模优势与成本优势,转向聚焦“创新协同”,通过本土合作快速补全技术短板,并反哺全球研发体系。^③

在化工领域,德国巨头巴斯夫的扩张决策则体现了能源对冲与政策激励的双重考量。作为典型的能源密集型企业,俄乌冲突引发的欧洲能源价格暴涨对巴斯夫经营构成严重冲击,而中国稳定的能源供给为其提供了关键替代选项。更重要的是,中国政府允许巴斯夫在广东湛江建设中国首个外商独资的大型一体化化工基地,“独资模式”带来的前所未有的控制权与长期经营确定性,成为其下定决心投资百亿欧元推进该项目的核心动因。^④ 湛江基地投产后,不仅能就近服务亚洲市场、降低区域运营成本,更能对冲欧洲生产基地面临的能源风险与地缘政治不确定性,其产生的稳定利润还可反哺欧洲本土的绿色转型进程。

综合来看,这些行业巨头的决策逻辑具有清晰的一致性。尽管它们深知在华经营可能面临短期财务波动,但通过研判认为,这些风险可通过大规模本土化投资、结合东道国关键政策支持实现有效管理与内部化;反之,若因短期风险选择退出或收缩,将面

① 《宝马持有华晨宝马股比增至 75%,新合同延长至 2040 年》,澎湃新闻,2022 年 2 月 12 日, https://m.thepaper.cn/newsDetail_forward_16675887?from=sina。

② 《加大在华投入,宝马集团坚定迈向智能电动新世代》,新华网,2024 年 3 月 21 日, <http://www.xinhuanet.com/auto/20240321/6328a5eea5864657b15c1316c34a76da/c.html>。

③ CnEVPost, “VW to Invest 2.5 Billion Euros to Expand Hefei Production Base,” April 11, 2024, <https://cnevpost.com/2024/04/11/vw-2-5-billion-euros-expand-hefei-production-base/>。

④ 巴斯夫:《巴斯夫大中华区 2024 年度报告》,2025 年, <https://www.basf.com/cn/zh/media/GC-report/GC-report-2024>。

临丧失全球市场领导地位的系统性、不可挽回的战略损失。

2. 战略收缩

与头部企业在华扩张形成鲜明反差的是,欧洲大量中小企业基于风险研判选择了更为审慎的战略收缩路径。德国梯具制造商蒙克公司(Munk)采取了较为彻底的收缩策略,该企业在早年遭遇供应链中断后,便启动对华依赖度的削减进程,截至2021年已将全部零部件采购转移至欧洲市场,实现与中国供应链的完全切割。^①另一种相对形式的战略收缩,是把原先为包括中国在内的全球市场生产转变为仅为中国市场生产,比如德国风扇及电机制造商依必安派特公司(ebm-papst)的布局调整,该企业启动“脱钩中国”(Decoupling China)的内部计划,明确目标为确保旗下约1900名员工的中国分公司与总部切断联系的情况下,该中国分公司仍具备正常运营的能力,以此构建应对可能的台海冲突等地缘政治突发事件的应急机制;与此同时,计划投资3000万欧元在印度新建工厂,通过服务亚洲其他区域客户的本地化布局,降低对中国供应链的依赖度。^②上述案例表明,面对地缘政治与运营风险的双重压力,部分欧洲中小企业正从被动承受风险转向主动重构全球生产与供应链布局,通过调整区位配置规避潜在冲击。

需注意的是,众多中小企业的战略收缩并非无成本决策。本研究实证数据已明确显示,撤离中国市场将使这类企业面临财务负面效应。但从企业战略决策逻辑看,其选择收缩路径的核心动因在于风险权衡,相较于撤离带来的短期财务压力,留在中国市场面临的长期生存风险更难承受。这一决策本质上是部分中小企业在“安全优先于利润”导向下的战略取舍,体现了其在资源有限、风险抵御能力较弱背景下的务实选择。

四 欧洲企业在华投资选择对母公司绩效的影响

面对内外部环境的变化,欧洲企业对华战略已呈现收缩与扩张两种路径。随之而来的核心问题是,这两种截然不同的战略路径,究竟会对欧洲母公司的经营绩效产生何种差异化的经济后果?为此,本部分将从两方面评估分化战略对母公司绩效的影响:一是聚焦选择收缩或退出战略的企业群体,实证检验其决策对母公司绩效产生的负面效应;二是通过绩效分析,评估选择逆势扩张的行业巨头的经营绩效与回报。

^① Reuters, “The Derisking Dilemma: How German Companies Are Tackling China Risk,” *The Economic Times*, October 19, 2023, <https://economictimes.indiatimes.com/news/international/business/the-derisking-dilemma-how-german-companies-are-tackling-china-risk/articleshow/104546289.cms?from=mdr>.

^② Reuters, “The Derisking Dilemma: How German Companies Are Tackling China Risk,” *The Economic Times*.

(一) 欧洲企业在华撤资的实证分析

本研究聚焦战略分化中的收缩与退出行为,通过检验其对母公司绩效的负面效应,评估该战略选择的影响。选择母公司作为分析主体的核心原因在于,在华子公司的撤资决策本质是母公司全球战略调整的有机组成部分,其最终净影响(无论是成本节约、资源重配收益,还是市场损失、效率下降代价)均会反映在母公司整体财务报表与竞争力水平中;若仅分析子公司或东道国层面影响,则难以全面捕捉撤资对欧洲企业全球运营的真实影响。

从理论机制看,撤资对母公司绩效的负面影响主要体现在营业收入、增加值与全要素生产率三个维度。^① 其一,营业收入面临直接损失。退出中国市场不仅意味着丧失关键收入来源,还可能因放弃既有销售渠道与客户基础,导致难以逆转的规模萎缩。其二,撤资冲击母公司全球价值链布局与运营效率。既有研究表明,实施撤资计划的企业后续盈利与效率表现会显著恶化。^② 撤出中国市场需企业重组生产与供应链,既增加直接成本,更会因脱离原有产业集群与创新网络,削弱价值创造能力(表现为增加值下降)与全要素生产率(TFP)。而规模经济效应减弱、学习机会减少,将进一步限制母公司技术创新与管理升级空间,短期内可能导致生产率明显下滑。

基于此,本文的实证部分围绕两大核心问题展开:第一,欧洲企业在华执行收缩或退出战略是否对母公司的经营绩效产生了显著影响? 第二,该负面效应是否存在显著的产业异质性特征?

1. 数据来源

本文核心数据来源于全球企业数据库(Orbis)和世界银行(World Bank)数据库,通过数据整合构建 2014—2024 年企业面板数据,以分析撤资对母公司绩效的影响。

企业层面数据的构建如下:首先,本文从 Orbis 数据库中筛选出最终所有者(Global Ultimate Owner, GUO)位于欧盟 27 国且持股比例超过 50% 的在华子公司。^③ 其次,

^① Giorgio Barba Navaretti, Davide Castellani and Anne-Célia Disdier, “How Does Investing in Cheap Labour Countries Affect Performance at Home? Firm-level Evidence from France and Italy,” *Oxford Economic Papers*, Vol.62, No.2, 2010, pp.234-260.

^② Georgios Batsakis et al., “The Effect of Foreign Divestment on Subsequent Firm Performance: The Moderating Role of Spatial and Temporal Dispersion of Prior Divestment Experience,” *British Journal of Management*, Vol.35, No.4, 2024, pp.1763-1780.

^③ 本研究借鉴了雷西米尼(Laura Resmini)和马尔泽蒂(Giuseppe Vittucci Marzetti)的框架,其核心是分析“撤资”这一重大战略决策,因此需确保样本中的欧洲母公司(GUO)是该决策的最终制定者。持有超过 50% 的股份意味着母公司拥有对子公司的绝对控制权,能够单方面决定出售或关闭该子公司;相比之下,较低的持股比例(如 25%)可能仅代表“重大影响”,而不具备单方面决定撤资的权力。参见 Laura Resmini and Giuseppe Vittucci Marzetti, “Home Bias in Divestment Decisions of Multinational Corporations in the EU,” *Review of International Economics*, Vol.28, No.3, 2020, pp.799-813.

通过追踪 2014—2024 年间子公司的股权变动来识别撤资行为。为排除股权结构重组等“虚假撤资”的干扰,本文对样本进行了人工核查,以确保识别的准确性。随后,通过 BvD ID 号(Bureau Van Dijk 独特识别码)将撤资子公司与欧洲母公司进行匹配,以获取母公司的财务与经营数据。^① 国家层面的控制变量来自世界银行数据库,控制母国的宏观经济状况。

为保障实证结果的可靠性,对原始数据实施标准化处理:一是剔除关键财务指标缺失的观测值;二是删除不符合会计准则的异常记录(如资产总额小于固定资产净值、营业收入为负等);三是对核心财务变量进行 1% 缩尾处理,规避极端值对估计结果的干扰。

2. 计量模型构建

本文构建基准计量模型以检验在华撤资对母公司绩效的影响,具体形式如下:

$$Y_{itc} = \alpha + \beta_1 Divest_{itc} + \gamma X_{itc} + \mu_i + \lambda_t + \phi_c + \varepsilon_{itc} \quad (1)$$

其中,下标 i 、 t 和 c 分别代表企业、年份和国家。被解释变量 Y_{itc} 选取企业的营业收入($Revenue_{itc}$)、增加值($ValueAdded_{itc}$)和全要素生产率(TFP_{itc})等指标,核心解释变量 $Divest_{itc}$ 为撤资行为虚拟变量,若企业在年份 t 发生在华撤资行为则赋值为 1,否则为 0。

控制变量(X_{itc})包括企业资产规模、ROE、股东权益、边际利润率、原材料成本等企业层面的特征指标。国家层面引入母公司所在国经常账户余额、通货膨胀率,以缓解宏观经济波动或区域经济趋势引发的估计偏误。

同时,为克服企业间未观测异质性,模型引入企业固定效应(μ_i)以控制企业层面的非时变特征(如经营文化、行业地位等);年份固定效应(λ_t)用于控制各年份的共同冲击(如全球经济周期波动等);国家固定效应(ϕ_c)用于控制母公司所在国的制度与政策差异。最后, ε_{itc} 为随机扰动项。

3. 变量说明

本文的被解释变量为欧洲母公司的经营绩效,主要选取营业收入($Revenue_{itc}$,反映市场规模)、增加值($ValueAdded_{itc}$,衡量价值创造)和全要素生产率(TFP_{itc})三个指标。^② 其中,TFP 采用 Levinsohn-Petrin 方法测算。^③

^① Laura Resmini and Giuseppe Vittucci Marzetti, “Home Bias in Divestment Decisions of Multinational Corporations in the EU”.

^② Giorgio Barba Navaretti et al., “How Does Investing in Cheap Labour Countries Affect Performance at Home? Firm-level Evidence from France and Italy,” pp.234–260.

^③ 鲁晓东、连玉君:《中国工业企业全要素生产率估计:1999–2007》,载《经济学》(季刊),2012 年第 2 期,第 541–558 页。

表 2 变量的定义及来源

变量	变量符号	变量名称	变量含义及单位	数据来源
解释变量	<i>Divest</i>	企业撤资	二元虚拟变量,若企业在年份 <i>t</i> 发生母公司撤资行为则取值为 1,否则为 0。撤资的识别依据为欧洲母公司持股比例下降或完全退出;剔除因企业重组、合并等非实质性控制权变更,经人工核查股权穿透结构确认	Orbis 数据库
被解释变量	<i>Revenue</i>	营业收入	企业每年的营业总收入,模型中已对其进行标准化处理,单位:百万美元	Orbis 数据库
	<i>ValueAdded</i>	增加值	企业每年创造的增加值,计算方法为营业收入减去中间投入,模型中已对其进行标准化处理,单位:百万美元	
	<i>TFP</i>	全要素生产率	衡量企业综合生产效率按照 Levinsohn-Petrin 方法计算,模型中已对其进行标准化处理	
控制变量	<i>Size</i>	资产规模	企业总资产的自然对数,模型中已对其进行标准化处理,单位:百万美元	Orbis 数据库
	<i>ROE</i>	净资产收益率	基于税前利润的净资产收益率,模型中已对其进行标准化处理,单位:%	
	<i>Equity</i>	股东权益	企业资产负债表中的所有者权益总额,模型中已对其进行标准化处理,单位:百万美元	
	<i>Margin</i>	边际利润率	边际利润占营业收入比例,模型中已对其进行标准化处理,单位:%	
	<i>RawMatCost</i>	原材料成本	企业生产所需原材料支出总额,模型中已对其进行标准化处理,单位:百万美元	
	<i>CAB</i>	经常账户余额	来源国年度经常账户余额占该国 GDP 的百分比(%),用于衡量母公司所在国的对外经济平衡状况,模型中已对其进行标准化处理	世界银行 (World Bank) 数据库
	<i>Inflation</i>	通货膨胀率	来源国年度 GDP 平减指数的年增长率(%),用于衡量母公司所在国的整体价格水平变动和宏观经济稳定性,模型中已对其进行标准化处理	

注:表由作者自制。

核心解释变量为在华撤资 ($Divest_{itc}$),是二元虚拟变量。参考李磊等、葛顺奇等、陈和等研究的主流方法,^①基于 Orbis 数据库 2014–2024 年股权变动数据识别撤资行为,当欧盟 27 国最终控制的在华子公司出现欧洲股东持股比例下降或完全退出时,界定为撤资事件。^② 为排除股权重组等“虚假撤资”干扰,实施三重甄别机制:一是剔除企业合并、分拆等仅形式变更股权但控制权未转移的案例;二是核实欧洲股东退出后转为内资或其他外资控制的情形,确认后纳入撤资样本;三是通过股权穿透核查追溯最终所有者,确保识别准确性。基于上述识别方法,若企业 i 在 t 年发生撤资,则 $Divest_{itc}$ 取值为 1,从撤资当年开始及之后年份均为 1;若企业 i 在样本期间未发生撤资,则 $Divest_{itc}$ 始终为 0。

为减少遗漏变量偏误,本文从企业和国家两个层面构建控制变量。企业层面变量包括:资产规模 ($Size$),用以衡量企业的资源禀赋与市场地位;净资产收益率 (ROE),反映资本使用效率与盈利水平;股东权益 ($Equity$),衡量资本结构与财务韧性;边际利润率 ($Margin$),反映成本吸收能力与价格灵活性;以及原材料成本 ($RawMatCost$),用以控制生产投入。宏观层面,本文引入母公司所在国的经常账户余额 (CAB) 和通货膨胀率 ($Inflation$),用以控制宏观经济环境对企业经营的系统性冲击。

表 3 变量的描述性统计

变量	样本量	均值	标准差	最小值	最大值
$Divest$	41687	0.004	0.059	0	1
$Revenue$	41687	1338.468	4664.432	0	33005
$ValueAdded$	41687	1101.465	4105.992	0	29561.625
TFP	41687	0.977	1.009	-5.600	7.366
$Size$	40310	4.777	2.377	-2.564	11.131
ROE	39729	14.010	35.810	-177.516	142.882
$Equity$	40239	837.820	3056.831	0	21529.323
$Margin$	38154	7.573	16.796	-57.848	81.378
$RawMatCost$	41687	113.521	319.110	0	1762.659
CAB	41653	2.808	3.385	-20.562	36.983
$Inflation$	41673	2.283	1.903	-11.077	28.417

注:表由作者自制。回归模型中所有连续变量均已进行标准化处理。

① 李磊等:《中国最低工资上升是否导致了外资撤离》,第 97–120 页;葛顺奇、李川川、林乐:《外资退出与中国价值链关联:基于外资来源地的研究》,载《世界经济》,2021 年第 8 期,第 179–202 页;陈和、吴妙银:《基于东道国环境视角的在华外资企业撤资影响因素及对策研究》,载《工程经济》,2023 年第 3 期,第 4–18 页。

② 只有当欧洲股东的持股比例下降幅度超过 10% 时,才在文中被归类为撤资行为;若降幅低于 10%,则视为企业正常经营调整,变量赋值为 0。

4. 基准回归

本部分通过基准回归模型检验欧洲企业在华撤资对母公司经营绩效的影响,结果如表 4 所示。核心解释变量撤资(*Divest*)的估计系数在所有模型中均显著为负,表明在华撤资对母公司的经营绩效产生了全面的负面冲击。

表 4 基准回归结果

	(1)	(2)	(3)
	<i>Revenue</i>	<i>ValueAdded</i>	<i>TFP</i>
<i>Divest</i>	-0.033 *** (0.005)	-0.024 *** (0.008)	-0.117 ** (0.057)
<i>Size</i>	0.043 *** (0.012)	0.064 *** (0.015)	0.835 *** (0.042)
<i>ROE</i>	0.010 *** (0.002)	0.010 *** (0.002)	0.064 *** (0.004)
<i>Equity</i>	0.416 *** (0.043)	0.426 *** (0.052)	-0.003 (0.010)
<i>Margin</i>	-0.005 (0.003)	-0.004 (0.003)	0.016 *** (0.006)
<i>RawMatCost</i>	0.036 *** (0.012)	-0.091 *** (0.021)	0.089 *** (0.015)
<i>CAB</i>	0.005 * (0.003)	0.004 (0.003)	-0.013 *** (0.003)
<i>Inflation</i>	0.001 (0.002)	0.001 (0.002)	-0.002 (0.002)
常数项	0.020 *** (0.000)	0.022 *** (0.001)	0.049 *** (0.001)
观测值	37664	37664	37664
R ²	0.985	0.983	0.944
样本数	4559	4559	4559
时间固定效应	是	是	是
企业固定效应	是	是	是
国家固定效应	是	是	是

注:表由作者自制。*、**、***分别表示在 10%、5%和 1%的水平上显著,括号内为控制了企业层面的聚类标准误。

具体来看,第(1)列以营业收入为被解释变量的回归结果显示,在华撤资使母公司营业收入减少,系数在 1%水平上显著。这一结果印证了退出中国市场将直接导致企业销售规模实质性萎缩。第(2)列以增加值为被解释变量的回归显示,撤资使企业增加值下降(1%水平显著)。增加值作为衡量企业价值创造能力的核心指标,其显著下降表明撤资不仅造成收入流失,更对企业核心价值创造环节产生损害,尽管降幅小于营业收入,但仍反映出撤资的实质性负面影响。第(3)列以全要素生产率为被解释变量的结果显示,在华撤资导致母公司全要素生产率降低,系数在 5%水平上显著。生产率的下降意味着企业可能失去了通过国际化经营获得的技术溢出和规模经济效益,这种效率损失会对企业的长期竞争力产生持续影响。

控制变量的结果基本符合预期:企业规模(*Size*)和净资产收益率(*ROE*)均对企业绩效有显著的正向影响。股东权益(*Equity*)对营业收入和增加值有积极作用,但对全要素生产率的影响不显著。边际利润率(*Margin*)和原材料成本(*RawMatCost*)则在不同绩效维度上呈现出差异化的影响。

5.稳健性检验

(1)替换解释变量。为了考察基准回归结果的稳健性,本文通过替换核心解释变量的测度方式进行检验。在基准模型中,撤资行为以二元虚拟变量衡量,虽能识别事件发生与否,但无法反映撤资强度差异。为此,本文构建连续变量“撤资率”(*DivestRate*)即当期欧洲股东持股比例较上期的下降幅度(如某股东持股比例从 100%降至 40%,则当期撤资率为 60%),以此捕捉撤资的渐进性特征,区分部分撤资与完全退出的异质性影响。表 5 报告了以撤资率为核心解释变量的回归结果。结果显示,撤资率的估计系数在三个绩效模型中均显著为负,与基准回归的核心结论一致。这表明,无论将撤资视为离散事件还是连续强度变量,在华撤资对欧洲母公司经营绩效的负面冲击均具有统计稳健性。

表 5 稳健性估计结果

	(1)	(2)	(3)
	<i>Revenue</i>	<i>ValueAdded</i>	<i>TFP</i>
<i>DivestRate</i>	-0.001 ***	-0.001 **	-0.004 *
	(0.000)	(0.000)	(0.002)
<i>Size</i>	0.043 ***	0.064 ***	0.835 ***

	(0.012)	(0.015)	(0.042)
<i>ROE</i>	0.010 ***	0.010 ***	0.064 ***
	(0.002)	(0.002)	(0.004)
<i>Equity</i>	0.416 ***	0.426 ***	-0.003
	(0.043)	(0.052)	(0.010)
<i>Margin</i>	-0.005	-0.004	0.016 ***
	(0.003)	(0.003)	(0.006)
<i>RawMatCost</i>	0.036 ***	-0.091 ***	0.089 ***
	(0.012)	(0.021)	(0.015)
<i>CAB</i>	0.005 *	0.004	-0.013 ***
	(0.003)	(0.003)	(0.003)
<i>Inflation</i>	0.001	0.001	-0.002
	(0.002)	(0.002)	(0.002)
常数项	0.020 ***	0.022 ***	0.049 ***
	(0.000)	(0.001)	(0.001)
观测值	37664	37664	37664
R ²	0.985	0.983	0.944
样本数	4559	4559	4559
时间固定效应	是	是	是
企业固定效应	是	是	是
国家固定效应	是	是	是

注:表由作者自制。*、**、***分别表示在 10%、5%和 1%的水平上显著,括号内为控制了企业层面的聚类标准误。

(2)滞后一期。为缓解潜在内生性问题,尤其是当期经营绩效与撤资决策可能存在的反向因果关系,本文将核心解释变量做滞后一期处理(*L.Divest*),通过检验上一期撤资行为对当期母公司经营绩效的影响,增强因果识别的可靠性。表 6 报告了滞后一期的回归结果:滞后一期撤资变量对营业收入、增加值、全要素生产率的影响系数分别在 1%、5%、10%水平上显著为负。这一结果表明,在华撤资对欧洲母公司经营绩效的负面冲击具有持续性,且基准回归结论并非由当期绩效与撤资决策的共时性波动所驱动,进一步印证了核心结论的稳健性。

表 6 解释变量滞后一期的稳健性检验

	(1)	(2)	(3)
	<i>Revenue</i>	<i>ValueAdded</i>	<i>TFP</i>
<i>L.Divest</i>	-0.031 ***	-0.022 **	-0.101 *
	(0.005)	(0.009)	(0.055)
<i>Size</i>	0.042 ***	0.063 ***	0.754 ***
	(0.014)	(0.018)	(0.048)
<i>ROE</i>	0.010 ***	0.010 ***	0.067 ***
	(0.002)	(0.002)	(0.005)
<i>Equity</i>	0.401 ***	0.403 ***	0.006
	(0.046)	(0.057)	(0.010)
<i>Margin</i>	-0.001	-0.001	0.021 ***
	(0.003)	(0.003)	(0.006)
<i>RawMatCost</i>	0.027 **	-0.089 ***	0.075 ***
	(0.011)	(0.024)	(0.015)
<i>CAB</i>	0.006 *	0.005	-0.009 ***
	(0.003)	(0.003)	(0.003)
<i>Inflation</i>	0.001	0.001	-0.002
	(0.002)	(0.002)	(0.002)
常数项	0.027 ***	0.028 ***	0.053 ***
	(0.001)	(0.001)	(0.001)
观测值	32208	32208	32208
R ²	0.987	0.985	0.954
企业数量	4293	4293	4293
时间固定效应	是	是	是
企业固定效应	是	是	是
国家固定效应	是	是	是

注:表由作者自制。*、**、***分别表示在 10%、5%和 1%的水平上显著,括号内为控制了企业层面的聚类标准误。

(3)倾向得分匹配估计(Propensity Score Matching, PSM)。企业撤资决策可能受自身特征(如规模、盈利能力、资本结构等)的系统性影响,若处理组(撤资企业)与控制组(未撤资企业)存在显著差异,易引发选择性偏误。为缓解这一问题,本文采用倾

向得分匹配(PSM)方法,通过构建可比样本验证基准结果的稳健性。本文选择是否撤资作为处理变量(*Divest*),以企业规模(*Size*)、净资产收益率(*ROE*)、权益比率(*Equity*)、利润率(*Margin*)、原材料成本(*RawMatCost*)、流动资产比率(*CAB*)及通货膨胀率(*Inflation*)作为匹配协变量,采用 1:6 最近邻匹配方法,为每个撤资企业匹配 6 个在特征上最为相近的未撤资企业。选择该比例的原因在于撤资企业在总样本中占比偏低,通过多个控制组匹配可充分利用未撤资企业信息,提升匹配精度与代表性。本文的样本数据本身即包含了在华投资但未撤资的欧洲企业,这些企业在匹配过程中作为对照组被系统纳入分析。通过对撤资企业与未撤资企业在相同时期内的经营绩效趋势进行对比分析,可以更有力地识别撤资行为对母公司经营绩效的潜在负面效应。在通过平衡性检验(见表 7-1)后,基于匹配样本的回归结果(见表 7-2)显示,撤资变量对营业收入、增加值和全要素生产率的影响系数均显著为负。这一结果表明,在有效缓解样本自选择问题后,撤资行为对欧洲母公司经营绩效的负面影响依然显著,从而进一步证实了基准回归结论的稳健性。

表 7-1 平衡性检验结果

变量	样本	均值		标准误(%)	标准误差绝对值 减少(%)	T 检验	
		处理组	控制组			T 值	P 值
<i>Size</i>	未匹配	0.399	0.004	46.600	94.600	4.470	0.000
	匹配	0.399	0.421	-2.500		-0.250	0.802
<i>ROE</i>	未匹配	-0.045	0.020	-8.200	52.000	-0.760	0.444
	匹配	-0.045	-0.014	-3.900		-0.330	0.739
<i>Equity</i>	未匹配	-0.128	0.001	-17.500	85.400	-1.430	0.154
	匹配	-0.128	-0.147	2.600		0.610	0.542
<i>Margin</i>	未匹配	0.035	-0.002	3.800	83.200	0.420	0.677
	匹配	0.035	0.029	0.600		0.050	0.961
<i>RawMatCost</i>	未匹配	0.214	0.031	18.200	53.700	1.980	0.048
	匹配	0.214	0.299	-8.400		-0.590	0.557
<i>CAB</i>	未匹配	-0.431	-0.035	-47.100	74.600	-4.510	0.000
	匹配	-0.431	-0.330	-12.000		-1.020	0.310
<i>Inflation</i>	未匹配	0.234	-0.013	24.100	95.100	2.750	0.006
	匹配	0.234	0.222	1.200		0.090	0.929

表 7-2 PSM 匹配后回归结果

	(1)	(2)	(3)
	<i>Revenue</i>	<i>ValueAdded</i>	<i>TFP</i>
<i>Divest</i>	-0.041 ***	-0.036 **	-0.133 **
	(0.013)	(0.016)	(0.062)
<i>Size</i>	-0.033	-0.008	0.183
	(0.035)	(0.022)	(0.191)
<i>ROE</i>	0.022 ***	0.018 ***	0.056
	(0.008)	(0.006)	(0.064)
<i>Equity</i>	0.772 **	0.498 ***	0.782 **
	(0.360)	(0.154)	(0.366)
<i>Margin</i>	-0.000	0.001	0.067
	(0.004)	(0.003)	(0.041)
<i>RawMatCost</i>	0.044	0.004	0.026
	(0.032)	(0.018)	(0.070)
<i>CAB</i>	0.003	-0.001	-0.017
	(0.006)	(0.005)	(0.031)
<i>Inflation</i>	0.008 ***	0.007 ***	0.000
	(0.003)	(0.002)	(0.018)
常数项	0.058	-0.015	0.324 ***
	(0.071)	(0.032)	(0.124)
观测值	871	871	871
R ²	0.999	1.000	0.993
样本数	692	692	692
时间固定效应	是	是	是
企业固定效应	是	是	是
国家固定效应	是	是	是

注:表由作者自制。*、**、***分别表示在 10%、5%和 1%的水平上显著,括号内为控制了企业层面的聚类标准误。

(4)工具变量法。为缓解母公司经营绩效与撤资决策间可能存在的逆向因果等内生性问题,本文采用工具变量法进行估计。参考葛顺奇等的研究思路,选取联合国大会投票相似度作为撤资决策的工具变量,并使用滞后一期数据以增强外生性。^① 该

① 葛顺奇、李川川、林乐:《外资退出与中国价值链关联:基于外资来源地的研究》,第 179-202 页。

工具变量的选择基于其满足相关性与外生性的要求。在相关性方面,联合国投票相似度反映了双边政治关系的紧密程度,而政治关系通过影响政策不确定性与经营风险,进而深刻影响企业的撤资决策。^① 在外生性方面,母公司的经营绩效主要由其全球布局、技术水平等自身因素决定,联合国投票这一宏观政治变量并无直接影响路径,仅能通过影响在华子公司的经营环境间接作用于撤资决策,从而满足外生性要求。

表 8 报告工具变量估计结果:第(1)列第一阶段回归显示,联合国投票相似度与撤资决策显著负相关(系数-0.046,1%水平显著),表明政治关系越疏远(投票相似度越低),企业撤资概率越高,验证了工具变量的相关性。第(2)一(4)列第二阶段回归中,撤资变量对营业收入、增加值、全要素生产率的影响均在 5%水平上显著为负,说明控制内生性后,撤资对母公司绩效的负面冲击依然稳健。统计检验进一步支持工具变量有效性,Kleibergen-Paap rk Wald F 统计量在三个模型中均超过弱工具变量临界值,且 p 值均小于 0.001,拒绝弱工具变量原假设,证实工具变量与内生变量的强相关性。

表 8 工具变量结果

	(1)	(2)	(3)	(4)
	第一阶段 (<i>Divest</i>)	第二阶段 (<i>Revenue</i>)	第二阶段 (<i>ValueAdded</i>)	第二阶段 (<i>TFP</i>)
投票相似度	-0.046 *** (0.016)			
<i>Divest</i>		-4.201 ** (1.920)	-4.588 ** (2.032)	-4.268 * (2.248)
<i>Size</i>	0.001 (0.002)	0.039 *** (0.009)	0.061 *** (0.010)	0.827 *** (0.037)
<i>ROE</i>	0.001 (0.000)	0.012 *** (0.002)	0.013 *** (0.002)	0.068 *** (0.004)
<i>Equity</i>	-0.000 (0.001)	0.409 *** (0.026)	0.415 *** (0.029)	-0.007 (0.009)
<i>Margin</i>	-0.000 (0.001)	-0.007 ** (0.003)	-0.006 ** (0.003)	0.013 *** (0.005)

① 闫雪凌、林建浩:《领导人访问与中国对外直接投资》,载《世界经济》,2019 年第 2 期,第 147-169 页;Yi Che et al., "Once an Enemy, Forever an Enemy? The Long-run Impact of the Japanese Invasion of China from 1937 to 1945 on Trade and Investment," *Journal of International Economics*, Vol.96, No.1, 2015, pp.182-198。

<i>RawMatCost</i>	0.002	0.043 ***	-0.085 ***	0.098 ***
	(0.002)	(0.011)	(0.014)	(0.013)
<i>CAB</i>	-0.001 ***	-0.001	-0.002	-0.019 ***
	(0.001)	(0.004)	(0.004)	(0.004)
<i>Inflation</i>	-0.000	-0.000	-0.000	-0.001
	(0.000)	(0.002)	(0.002)	(0.003)
观测值	34644	34831	34831	34831
R ²	0.581	-0.763	-0.853	-0.100
样本数	4291	4478	4478	4478
时间固定效应	是	是	是	是
企业固定效应	是	是	是	是
国家固定效应	是	是	是	是
Kleibergen-Paap rk Wald F		11.934	11.934	11.934
Kleibergen-Paap rk LM		13.761 *** (0.000)	13.761 *** (0.000)	13.761 *** (0.000)

注:表由作者自制。*、**、***分别表示在 10%、5%和 1%的水平上显著,括号内为控制了企业层面的稳健标准误。

6. 异质性分析

本文在主回归基础上,从两大视角进行深入的异质性分析。首先,本文基于制造业与非制造业对撤资的绩效结果进行异质性检验(见表 9)。从第(1)至(4)列的回归结果可知,无论是制造业样本组还是非制造业样本组,撤资变量对营业收入与增加值的回归系数均在 5% 及以上统计水平上显著为负。但进一步对比发现,非制造业样本组的系数绝对值明显高于制造业样本组。经费舍尔组合检验后发现组间系数也存在显著差异。这表明对于非制造业企业而言,在华撤资对母公司经营绩效的负面冲击更为显著。进一步观察第(5)(6)列的全要素生产率结果,非制造业组的系数显著为负,而制造业组则不显著,证实了非制造业受到的负面影响显著高于制造业。这可能反映了非制造业(如服务业、信息技术业)在本质上更依赖于市场扩展、持续的资本投入和技术创新。因此,从中国市场撤资不仅意味着市场份额的收缩,更可能直接阻碍了其创新和扩张能力,从而对核心生产率造成实质性损害。相比之下,制造业的撤资影响相对较小,这可能归因于其固定资产的稳定性、生产流程的自我调节能力以及相对刚性的市场需求。这些因素使得制造业企业能够通过灵活调整生产规模和优化成本控制,在一定程度上减轻撤资带来的即时冲击。

表 9 基于制造业的异质性分析

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>Revenue</i> 制造业	<i>Revenue</i> 非制造业	<i>ValueAdded</i> 制造业	<i>ValueAdded</i> 非制造业	<i>TFP</i> 制造业	<i>TFP</i> 非制造业
<i>Divest</i>	-0.015 *** (0.005)	-0.045 *** (0.008)	-0.012 ** (0.006)	-0.031 ** (0.015)	0.007 (0.031)	-0.172 ** (0.080)
<i>Size</i>	0.052 ** (0.022)	0.038 *** (0.014)	0.069 *** (0.023)	0.059 *** (0.021)	0.778 *** (0.065)	0.874 *** (0.055)
<i>ROE</i>	0.010 *** (0.002)	0.011 *** (0.002)	0.010 *** (0.002)	0.011 *** (0.002)	0.046 *** (0.006)	0.070 *** (0.006)
<i>Equity</i>	0.452 *** (0.054)	0.373 *** (0.066)	0.466 *** (0.059)	0.376 *** (0.089)	0.002 (0.012)	-0.007 (0.018)
<i>Margin</i>	-0.006 ** (0.002)	-0.004 (0.005)	-0.006 ** (0.003)	-0.002 (0.004)	0.058 *** (0.010)	-0.005 (0.006)
<i>Raw-MatCost</i>	0.015 (0.011)	0.046 ** (0.018)	-0.083 *** (0.017)	-0.098 *** (0.032)	0.087 *** (0.023)	0.090 *** (0.020)
<i>CAB</i>	0.008 ** (0.003)	-0.000 (0.004)	0.007 * (0.004)	0.000 (0.005)	-0.009 *** (0.004)	-0.016 *** (0.006)
<i>Inflation</i>	-0.001 (0.003)	0.003 (0.002)	-0.001 (0.003)	0.003 * (0.002)	-0.006 * (0.003)	0.001 (0.004)
常数项	0.019 *** (0.002)	0.023 *** (0.002)	0.016 *** (0.002)	0.030 *** (0.004)	-0.054 *** (0.003)	0.170 *** (0.002)
组间系数差异检验	-0.030 ***		-0.018 *		-0.179 **	
P 值	0.002		0.096		0.032	
观测值	19822	17842	19822	17842	19822	17842
R ²	0.987	0.983	0.986	0.981	0.948	0.942
样本数	2265	2294	2265	2294	2265	2294
时间固定效应	是	是	是	是	是	是
企业固定效应	是	是	是	是	是	是
国家固定效应	是	是	是	是	是	是

注：表由作者自制。*、**、***分别表示在 10%、5%和 1%的水平上显著，括号内为控制了企业层面的聚类标准误。

其次,本文基于高新技术与非高新技术产业进行了异质性分析。表 10 第(1)(2)列的营业收入回归结果显示,撤资变量在两组样本中均于 1% 统计水平上显著为负,且经费舍尔组合检验后发现组间系数未呈现统计显著性。这说明,无论行业属性如何,撤资行为均会导致母公司营业规模出现普遍性的显著收缩。然而,在体现核心竞争力的增加值和全要素生产率指标上,结果呈现出显著不同。第(3)至(6)列的估计结果表明,撤资变量对高新技术企业组的回归系数显著为负,而对非高新技术企业组的回归系数均未通过统计显著性检验。这一结果充分说明对于高新技术企业而言,在华撤资对价值创造和生产率的负面冲击更为显著。这一发现符合理论预期:高新技术企业在根本上依赖于高强度的研发投入、技术创新能力和对前沿市场的参与。从中国这一关键创新和应用市场撤离,可能直接切断了企业获取前沿信息和参与创新生态的渠道,因此对其价值创造能力和核心生产率造成了严重打击。而非高新技术产业的运营更侧重于生产能力和规模效应,企业或许能通过调整生产计划、优化运营效率和减少非关键领域的投资来缓冲撤资的负面影响,从而使其核心绩效指标受到的冲击相对较小。

表 10 基于高新技术产业的异质性分析

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>Revenue</i> 高新技术产业	<i>Revenue</i> 非高新技术产业	<i>ValueAdded</i> 高新技术产业	<i>ValueAdded</i> 非高新技术产业	<i>TFP</i> 高新技术产业	<i>TFP</i> 非高新技术产业
<i>Divest</i>	-0.039*** (0.012)	-0.031*** (0.006)	-0.037*** (0.013)	-0.017 (0.011)	-0.311** (0.151)	-0.041 (0.031)
<i>Size</i>	0.024 (0.018)	0.053*** (0.016)	0.026 (0.017)	0.082*** (0.020)	0.819*** (0.067)	0.850*** (0.051)
<i>ROE</i>	0.011*** (0.004)	0.010*** (0.002)	0.010*** (0.003)	0.011*** (0.002)	0.060*** (0.008)	0.063*** (0.005)
<i>Equity</i>	0.345*** (0.096)	0.428*** (0.045)	0.360*** (0.102)	0.437*** (0.057)	0.003 (0.027)	-0.007 (0.011)
<i>Margin</i>	-0.007 (0.009)	-0.004 (0.002)	-0.002 (0.007)	-0.005* (0.003)	-0.010 (0.009)	0.027*** (0.007)

<i>Raw-MatCost</i>	0.060	0.029 ***	-0.046 *	-0.105 ***	0.099 ***	0.084 ***
	(0.040)	(0.011)	(0.027)	(0.026)	(0.032)	(0.017)
<i>CAB</i>	-0.006	0.007 **	-0.004	0.006 *	-0.036 ***	-0.007 **
	(0.006)	(0.003)	(0.006)	(0.003)	(0.008)	(0.004)
<i>Inflation</i>	0.002	0.001	0.002	0.001	0.003	-0.003
	(0.003)	(0.002)	(0.003)	(0.002)	(0.006)	(0.003)
常数项	-0.049 ***	0.033 ***	-0.040 ***	0.033 ***	-0.055 ***	0.073 ***
	(0.009)	(0.001)	(0.009)	(0.001)	(0.007)	(0.002)
组间系数差异检验	0.008		0.020		0.270 **	
P 值	0.234		0.109		0.034	
观测值	6790	30874	6790	30874	6790	30874
R ²	0.968	0.987	0.975	0.984	0.932	0.947
样本数	865	3694	865	3694	865	3694
时间固定效应	是	是	是	是	是	是
企业固定效应	是	是	是	是	是	是
国家固定效应	是	是	是	是	是	是

注:表由作者自制。*、**、***分别表示在 10%、5%和 1%的水平上显著,括号内为控制了企业层面的聚类标准误。

(二)欧洲企业在华增资的绩效分析

尽管宏观环境存在不确定性,但部分欧洲行业巨头,特别是资本与技术密集型领域的引领者,选择了逆势扩大在华投资。本部分旨在评估这一战略扩张路径的绩效结果。鉴于选择大规模逆势扩张的企业数量相对较少,且多为具有独特战略考量的大型跨国公司,难以进行与收缩群体同等规模的统计分析,因此本文采用案例分析方法,选取代表性企业作为案例进行考察,以深入理解其战略承诺带来的财务回报。宝马、巴斯夫和大众汽车等行业巨头是这一战略的典型践行者,它们常年位居欧盟在华投资者

榜单前列。表 11 整理了这三家企业近年来的部分绩效与投资数据,展示了其深化承诺所带来的财务回报。

以宝马为例,其在华业务的盈利能力在近年实现了跨越式增长。数据显示,其利润额从 2021 年的 9.16 亿欧元,飙升至 2022 年的 35.66 亿欧元,并在 2023 年达到了 48 亿欧元的峰值,2024 年依然维持在 26.66 亿欧元的强劲水平。这一丰厚的财务回报,与其在 2024 年宣布对沈阳基地追加投资 200 亿元人民币的重大战略举措密切相关。

巴斯夫的业绩同样显示出其在华业务的巨大价值,2021 年实现息税前收益 78 亿欧元,2022 年实现息税前收益 69 亿欧元。更重要的是,其绩效影响体现为持续加码的巨额战略投资:资本性支出从 2022 年的 41 亿欧元增长到 2024 年的 60 亿欧元。截至 2024 年年底,巴斯夫在中国累计投资额已超过 130 亿欧元,其中大部分投向湛江一体化生产基地项目。

大众汽车的在华业务持续贡献着稳健的经营利润,例如 2019 年为 111.1 亿欧元,2022 年为 88.27 亿欧元。尽管近年利润数据有所波动,但其战略结果是坚定的再投资:2024 年,大众宣布计划总投资 26.8 亿美元,用于在合肥打造新能源汽车战略中心,显示其将当期回报转化为长期竞争力的决心。

表 11 欧洲大企业在华战略扩张的绩效与投资指标 (2019—2024 年)

	宝马	巴斯夫	大众
2019 年	账面权益合计 31.71 亿欧元 利润份额 8.06 亿欧元	息税前收益 40.52 亿欧元	营业利润:111.1 亿欧元 投资利润:44.25 亿欧元
2020 年	账面权益合计 34.45 亿欧元 利润份额 7.93 亿欧元	息税前收益 36 亿欧元	营业利润:97.44 亿欧元 投资利润:36.02 亿欧元
2021 年	账面权益合计 33.33 亿欧元 利润份额 9.16 亿欧元	息税前收益 78 亿欧元	营业利润:87.4 亿欧元 投资利润:30.26 亿欧元
2022 年	账面权益合计 26.20 亿欧元 利润份额 35.66 亿欧元	息税前收益 69 亿欧元 资本性支出:41 亿欧元 累计投资超过 90 亿欧元	营业利润:88.27 亿欧元 投资利润:32.80 亿欧元
2023 年	账面权益合计 118.42 亿欧元 利润份额 48 亿欧元	息税前收益 38 亿欧元 资本性支出:52 亿欧元 另:湛江一体化生产基地等 项目约 100 亿欧元总投资	营业利润:71.39 亿欧元 投资利润:26.21 亿欧元

2024 年	账面权益合计 94.24 亿欧元 利润份额 26.66 亿欧元 另:沈阳基地追加投资 200 亿元人民币	资本性支出:60 亿欧元 截至 2024 年年底,累计投资已超过 130 亿欧元	投资利润:26 亿欧元 另:合肥打造新能源汽车战略中心,计划总投资 26.8 亿美元
--------	--	---	---

资料来源:数据由作者根据相关企业历年年度报告及官方发布资料整理。1.《宝马集团年度报告》(BMW Group Annual Report),<https://www.bmwgroup.com/en.html>; 2.《巴斯夫大中华区年度报告》(BASF in Greater China Report),<https://www.basf.com/cn/en/media/GC-report.html>; 3.《大众汽车集团年度报告》(Volkswagen Group China - VW Annual Report),<https://www.volkswagen-group.com/en>。

五 结论

本文系统梳理了欧洲企业对华投资战略从持续扩张向结构性分化的深刻转型,分层解析了其多重动因,并基于 2014—2024 年企业层面数据,通过实证检验与案例分析,评估了不同战略选择对母公司经营绩效的影响。

研究发现,欧洲对华投资已进入一个结构性分化的新阶段,其核心特征是少数行业巨头的深化布局与部分中小企业的战略收缩并存。不同的战略选择带来了不同的绩效结果。一方面,实证结果表明,选择收缩或退出中国市场的企业,其母公司遭受了营业收入、增加值和全要素生产率下降的负面效应。这种负面效应并非均等,而是在特定产业的企业(如非制造业和高新技术产业)中表现得尤为明显。另一方面,案例分析表明,选择加码投资的行业龙头企业(如宝马、巴斯夫、大众),通过深度本地化和战略锁定,迄今为止获得了显著的市场回报与利润。

上述发现具有三方面的启示。首先,欧洲企业应审慎评估“去风险”战略的隐性成本。欧盟当前推动的“去风险”泛化政策,若在实践中被简单理解为供应链层面的“去中国化”或大规模撤资,则可能带来负面的影响。本研究证实,单一企业的撤出可能引发创新能力与生产率下降的“反噬效应”。诚然,企业在进行投资决策时,并非完全基于净现值的经济测算;在面对地缘政治的不确定性时,部分企业确实倾向于遵循“生存优先”的逻辑——为了规避潜在的政治风险,宁愿牺牲部分经济利益也要进行防御性撤离。然而,企业必须意识到,若这种行为形成集体趋势,则可能系统性损害欧洲自身的长期经济竞争力与技术基础。因此,欧洲企业在做出去留决策时,不应仅被“避险”情绪主导,而应在评估“断链”带来的效率损失与留守带来的潜在风险之间,进行更为长远的权衡。

其次,欧洲政策制定者的战略重心应从被动收缩,转向主动塑造有利的竞争环境。面对复杂的在华营商环境,欧洲的政策制定者不仅不应人为推动“去风险”泛化,且对正常的经营风险除善意提示外,应更积极地运用政策工具,为在华欧洲企业争取公平、透明的竞争环境。这要求决策者将简单的风险管理思维,升级为支持企业在中国市场内部进行更智能、更多元化“战略布局”的政策体系,通过提供精准的信息服务与高层对话支持,帮助企业应对挑战,而非简单退却。

最后,中欧双方应立足深度相互依赖的现实,建立前瞻性的合作框架,中国亦应主动优化环境以稳定外资预期。政策制定者必须认识到中欧经贸关系高度复杂的相互依存格局,超越简单的零和博弈思维。对于中方而言,为了避免外资因“安全焦虑”而流失,应进一步加大制度型开放力度,通过完善知识产权保护、统一市场准入标准以及提供更具确定性的政策环境,以实质性的市场红利和法治保障留住优质欧洲资本。在有效管控分歧的同时,双方应聚焦绿色转型、数字经济等共同挑战,建立常态化的高级别沟通机制,将不可避免的竞争关系置于一个更具韧性的合作框架内,为企业创造稳定和可预期的经营环境。

展望未来,中欧经贸关系仍将处于高度竞争与合作兼容并存的格局。欧洲对经济安全和产业政策的重视短期内难以逆转,而中国市场的规模、配套和创新生态依然具有强大吸引力。在此背景下,更可行的路径是:在关键领域推进供应链弹性和合规升级,在非敏感领域维持高水平的市场化合作;同时,通过分行业、分环节、分技术层级的差异化战略,降低政策摩擦对企业绩效的系统性冲击。只有在安全、开放与创新之间实现动态平衡,欧洲企业才能在全球产业链重构中保持竞争力,避免因短视的撤资决策造成长期的效率和能力损失。如此中欧双方才能在复杂的外部环境下,维护相对稳定的经贸关系与可持续的产业协同。

(作者简介:丁纯,复旦大学世界经济研究所教授、欧洲问题研究中心主任、一带一路及全球治理研究院副院长、欧盟让·莫内讲席教授;吴佶蔚,复旦大学一带一路及全球治理研究院博士后。责任编辑:宋晓敏)