

三轮反垄断浪潮均源自生产要素垄断

——反垄断系列研究之一

报告导读/核心观点

全球三轮反垄断浪潮均伴随新一波产业革命，也都伴随企业巨头对核心生产要素的垄断，分别是资源、技术以及数据。历次反垄断大旗均伴随着一轮创新浪潮和新型产业的崛起。当前对数字经济巨头的数据反垄断已经开始，未来一轮新型产业的雏形可能正在孕育之中，如果本轮反垄断行之有效，则未来数据要素生产空间的释放可能将催生新一轮产业巨头。

□ 全球曾以美国为主体开展三轮反垄断浪潮，主要针对核心生产要素的垄断

回顾美欧日历史，仅有美国曾出现自发、系统性、大规模的三轮反垄断浪潮，本质均源于决定经济潜在增速的核心生产要素垄断，当前正处于第三轮反垄断进行时。首轮浪潮紧随第二次工业革命而来，主要针对工业巨头对资源要素的垄断；次轮浪潮紧随信息革命而来，主要针对科技巨头对技术要素的垄断；第三轮浪潮紧随数字经济革命而来，主要针对数字经济巨头对数据要素的垄断。

□ 历次反垄断均伴随产业革命，当前数字经济反垄断或孕育新一轮产业变革

历次反垄断大旗均伴随着一轮创新浪潮和新型产业的崛起。对数字经济巨头的数据要素反垄断已经开始，未来一轮新型产业的雏形可能正在孕育之中，如果本轮反垄断行之有效，则未来数据要素生产空间的释放可能将催生新一轮产业巨头。

□ 第一轮反垄断浪潮本质源于资源垄断

首轮浪潮始于19世纪末，伴随一战开始暂告段落。以1890年首部反垄断法《谢尔曼法》的立法为主要标志，以第二次工业革命背景下产生的大量制造业巨头为对象（诸如钢铁业卡内基、石油界洛克菲勒等），源于巨头肆意并购、垄断价格以及压榨劳工引发的社会矛盾，最终以多个巨头的拆分为尾声（典型案例如标准石油公司拆分）。本轮反垄断的核心源自于巨头对资源这一核心生产要素的垄断。

□ 第二轮反垄断浪潮本质源于技术垄断

始于二战后，于80年代迎来高潮，伴随2000年美国互联网泡沫到来告一段落。以信息革命下逐步产生的科技巨头为对象，分为三个子阶段。第一轮AT&T遭遇审查，在反垄断压力下开放晶体管技术，随后遭遇拆分。第二轮是IBM受益于晶体管技术开放崛起，遭遇反垄断审查后并开放PC技术标准。第三轮是微软、英特尔受益于PC技术标准开放崛起，遭遇反垄断审查后开放兼容性垄断，推动了谷歌等互联网巨头崛起。本轮反垄断浪潮的核心主要源于科技巨头对技术这一核心生产要素的垄断。

□ 第三轮反垄断浪潮本质源于数据垄断

美国第三轮反垄断浪潮始于近两年，当前仍处于第三轮反垄断浪潮进行时。谷歌、Facebook、亚马逊等数字经济新型巨头的崛起引发的价格垄断、恶意收购以及数据隐私滥用等问题再次引发关注并在全球范围内先后遭遇反垄断调查。本轮反垄断浪潮的核心主要源自于数字经济巨头对数据这一新型生产要素的垄断。

□ 历史上其他核心生产要素的垄断往往伴随资本垄断

纵览美国三轮反垄断历史，核心生产要素的垄断往往还伴随着资本垄断。对企业自身而言，垄断特定生产要素后，企业往往也会凭借其独占性优势累积大量资本，继而其凭借资本优势和产业经验进一步收购对自身有威胁的、优秀的竞争对手。从实际情况看，历轮反垄断浪潮均伴随巨头对竞争对手的收购。伴随着各国央行持续宽松的货币政策以及核心资产的稀缺，当今垄断企业的资本优势将被进一步放大。

风险提示：各国反垄断力度不及预期导致产业结构固化。

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

联系人：林成炜

执业证书编号：S1230120080050

邮箱：linchengwei@stocke.com.cn

相关报告

报告撰写人：李超

正文目录

1. 以史为鉴，全球范围内曾以美国为主体开展三轮反垄断浪潮	3
1.1. 针对数据型科技巨头的反垄断浪潮已成为未来全球的监管主线	3
1.2. 以史为鉴，全球曾以美国为主体开展三轮反垄断浪潮，历次浪潮均伴随产业革命	3
1.2.1. 美国曾自发开展三轮反垄断浪潮，主要源自于重点生产要素的垄断	3
1.2.2. 欧洲拆分大型企业主要出于国企改革目的，日本拆分财阀源于战后美国驻军压力	4
1.3. 美国历次反垄断均伴随产业革命，当前数字经济反垄断或孕育新一轮产业变革以及全球格局重塑	4
2. 第一轮反垄断浪潮的本质源于资源垄断	5
2.1. 工业巨头垄断生产资源，严重影响产业竞争和社会公平	5
2.2. 典型案例：标准石油、美国烟草等领域巨头遭拆分，钢铁得以幸存	5
2.3. 本轮浪潮特征：对象为大型工业企业，本质为资源要素垄断，以拆分为最终归宿	7
3. 第二轮反垄断浪潮的本质源于技术垄断	7
3.1. 信息革命后科技巨头垄断技术，限制行业竞争与发展	7
3.2. 三个子阶段：由通信转向计算机再转向计算机配套软硬件	8
3.3. 本轮浪潮特征：对象为科技企业，本质为技术垄断，技术开放后带动新一代巨头成长	9
4. 第三轮反垄断浪潮的本质源于数据垄断	10
4.1. 数字经济革命后巨头垄断数据要素，数据与隐私滥用衍生安全隐患	10
4.2. 典型案例：Facebook、亚马逊等数字经济企业数据滥用审查进行时	10
4.3. 本轮浪潮特征：对象为数字经济企业，本质为数据要素垄断，当前仍未有实质性惩处措施落地	11
5. 历史上其他核心生产要素的垄断往往伴随资本垄断	11
风险提示	12

图表目录

图 1：由标准石油中被拆分后的石油公司仍是目前石油行业的巨头	5
表 1：日本六大财团组织形态一览表	4
表 2：第一阶段反垄断重要案例梳理	6
表 3：第二阶段反垄断重要案例梳理	8
表 4：第三阶段反垄断重要案例梳理	11

1. 以史为鉴，全球范围内曾以美国为主体开展三轮反垄断浪潮

1.1. 针对数据型科技巨头的反垄断浪潮已成为未来全球的监管主线

2020年12月14日，美、欧、英三大经济体同时对科技巨头挥起反垄断大刀。欧盟披露即将制订反垄断新规草案，对于在市场中造成不公平现象或拒绝履行特定义务的科技巨头，实行高达年收入10%的罚款；此外部分科技巨头可能面临欧盟委员会的命令迫使其剥离部分业务。美国联邦贸易委员会于当日将分别向亚马逊、Facebook、Reddit、Twitter、YouTube等9家公司发送行政命令，要求企业提交关于如何搜集并使用用户个人信息的详细报告。英国政府于当日公布政策提案，将研究迫使科技巨头对其平台上传播的非法和有害内容进行自律监管。

中国方面，12月14日，国家市场监督管理总局依据《反垄断法》相关规定，对阿里、阅文、蜂巢三家分别处以50万罚款；我国12月召开中央经济工作会议在八大重点任务中强调反垄断；今年以来，我国先后发布《〈反垄断法〉修订草案（公开征求意见稿）》和《关于平台经济领域的反垄断指南（征求意见稿）》，前者修订领域和后者核心内容同样指向数字经济平台经济，与当前国际趋势一致。

伴随全球大型经济体的一致行动，针对数据型科技巨头开展的反垄断浪潮已成为未来全球的监管主线。为此，我们对全球范围内的反垄断历史进行复盘，以史为鉴，预判未来反垄断浪潮的潜在走向。

1.2. 以史为鉴，全球曾以美国为主体开展三轮反垄断浪潮，历次浪潮均伴随产业革命

以美、欧、日为例回顾发达国家的反垄断历史，仅有美国曾出现自发的、系统性、大规模的三轮反垄断浪潮。而美国三轮反垄断的本质均源于决定经济潜在增速的核心生产要素垄断所引发的社会及产业矛盾。

1.2.1. 美国曾自发开展三轮反垄断浪潮，主要源自于重点生产要素的垄断

美国三轮反垄断浪潮针对的生产要素分别是资源、技术以及数据这一新型生产要素。

美国首轮反垄断浪潮始于19世纪末，伴随一战开始暂告一段落，以1890年联邦层面首部反垄断法《谢尔曼反托拉斯法》的立法为主要标志，以第二次工业革命背景下产生的大量制造业巨头为对象（诸如钢铁业卡内基、石油界洛克菲勒等）自发开展，最终以多个巨头的拆分为尾声（典型案例如洛克菲勒旗下标准石油公司的拆分）。我们认为本轮反垄断的核心主要源自于巨头对资源品这一核心生产要素的垄断。

美国次轮反垄断浪潮始于二战后，于80年代迎来高潮，伴随2000年美国互联网泡沫的到来告一段落。本轮浪潮以信息革命下逐步产生的科技巨头为对象，分为三个子阶段。第一轮是AT&T遭遇司法审查，在反垄断压力下开放晶体管技术，随后遭遇拆分。第二轮是IBM受益于AT&T审查后的晶体管技术开放而崛起，壮大后遭遇反垄断审查后并开放PC技术标准。第三轮是微软、英特尔受益于IBM的PC技术标准开放崛起，壮大后遭遇反垄断审查后开放兼容性垄断，这也推动了谷歌等互联网巨头崛起。我们认为本轮反垄断浪潮的核心主要源于科技巨头对技术这一核心生产要素的垄断。

美国第三轮反垄断浪潮始于近两年，当前仍处于第三轮反垄断浪潮进行时。谷歌、Facebook、亚马逊等数字经济新型巨头的崛起引发的价格垄断、恶意收购以及数据隐私滥用等问题再次引发关注并在全球范围内先后遭遇反垄断调查。我们认为本轮反垄断浪潮的核心主要源自于数字经济巨头对数据这一新型生产要素的垄断。

1.2.2. 欧洲拆分大型企业主要出于国企改革目的，日本拆分财阀源于战后美国驻军压力

欧洲方面，以法国为代表的经济领先国家均曾在 20 世纪 80 年代先后兴起对大型国有企业的拆分浪潮，但欧洲国有化浪潮的重要背景是《马斯特里赫特条约》签订在即，条约规定欧盟成员的政府债务规模不得超过 GDP 的 60%，此前多数欧洲国家政府均在二战后的经济修复过程中累积了沉重的债务成本，为了遵守马约需要变卖部分国有资产减轻债务负担；此外部分国有企业经营长期受国家干预且容易获取各种补贴，在经营中不思进取导致长期亏损，亟待改革。因此，欧洲对于大型国有企业的拆分并非反垄断，而是出于国企改革的目的。此后，欧盟开展的反垄断案例虽然数量众多，但大多以罚款为结果收尾，并未产生拆分或技术开放等实质性处理措施；从执行对象来看，大多对外来企业开展（如 Facebook 等）；整体来看，我们认为并未形成系统性的反垄断浪潮（有关欧盟反垄断我们将在未来的系列研究中进一步详细论述）。

日本方面，自 1900 年经济危机起便已形成国家垄断资本主义体制，各大旧财阀（三井、三菱、住友、安田等）在多数产业部门占据垄断地位。在对待大型企业合并的问题上，日本历来便不反对垄断。虽然二战后日本曾出现对大型财阀进行集体拆分的浪潮，但本轮拆分并非出于日本政府自发的反垄断目的，而是二战战败后美国驻军出于瓦解财团威胁的角度考虑对日本财阀进行强行拆分。伴随 1952 年签署《旧金山和约》美国撤军以后，日本财阀经济便重新合并卷土重来。截至当下，财阀经济仍然活跃在日本的经济舞台上。

表 1：日本六大财团组织形态一览表

	三井财团	住友财团	三菱财团	三和财团	富士财团	第一劝业
金融	樱花银行	住友银行	三菱银行	三和银行	富士银行	第一银行
	三井信托	住友信托	三菱信托		东洋信托	富士信托
	三井生命	住友生命	明治生命	日本生命	富士生命	富国生命
	三井海上	住友海上	东京海上		安田海上	日产海上
商社	三井物产	住友商事	三菱商事	日商岩井 日棉	丸红商事	伊藤忠
著名制造商	丰田	NEC	三菱重工	夏普	日产汽车	富士通
	东芝	松下	三菱汽车	NTT	佳能	五十铃
	索尼	马自达	三菱电机	京瓷	日立	旭化成
	三井造船	住友化学	旭硝子	三得利	日清	川崎重工
	石川岛	住友金属	立邦漆	神户制钢	日本油脂	吉河电气

资料来源：公开渠道资料，浙商证券研究所

1.3. 美国历次反垄断均伴随产业革命，当前数字经济反垄断或孕育新一轮产业变革以及全球格局重塑

经过我们对美国历史的复盘，美国每一轮反垄断的浪潮都伴随新一波产业革命而来（首轮浪潮紧随第二次工业革命、次轮浪潮紧随信息革命、第三轮浪潮紧随数字经济革命），也都伴随着企业巨头对核心生产要素的垄断。换言之，历次反垄断大旗均伴随着一轮创新浪潮和新型产业的崛起。对数字经济巨头的数据要素反垄断已经开始，未来一轮新型产业的雏形可能正在孕育之中，如果本轮反垄断行之有效，则未来数据要素生产空间的释放可能将催生新一轮产业巨头。

2. 第一轮反垄断浪潮的本质源于资源垄断

2.1. 工业巨头垄断生产资源，严重影响产业竞争和社会公平

美国首轮反垄断浪潮始于19世纪末，伴随一战开始暂告一段落。本轮浪潮以1890年联邦层面首部反垄断法《谢尔曼反托拉斯法》的立法为主要标志。背景则源于第二次工业革命背景下产生的大量工业生产巨头，诸如钢铁业的卡内基、石油届的洛克菲勒等。

工业革命后电力、汽车、石油等工业开始迅速发展，而石油作为各行业的基础能源，成为当时的核心工业，由洛克菲勒所控制的标准石油公司控制了全美90%的炼油业。大型工业企业对垄断地位的滥用产生了诸多社会问题，使得反垄断的问题刻不容缓：

一是垄断地位操纵市场价格，典型例证如通过与石油运输商的低价协定打击竞争对手，标准石油通过低价战略打垮宾夕法尼亚州铁路。二是通过贿赂议员、威胁铁路从业者等方式取得行业特权；三是通过挤兑竞争对手破产并恶意收购，影响行业良性竞争环境，洛克菲勒对国内企业的大量兼并和操纵也被称为“克利夫兰大屠杀”。四是凭借垄断地位压榨劳工，大型企业凭借垄断地位无视政府规定的“八小时工作制”肆意欺压劳工。大型企业的垄断行为引发了经济和社会问题，在破坏市场竞争活力的同时使得社会矛盾严重激化，19世纪80年代美国国内开始密集爆发大规模的劳工游行，反垄断的必要性大幅提高。

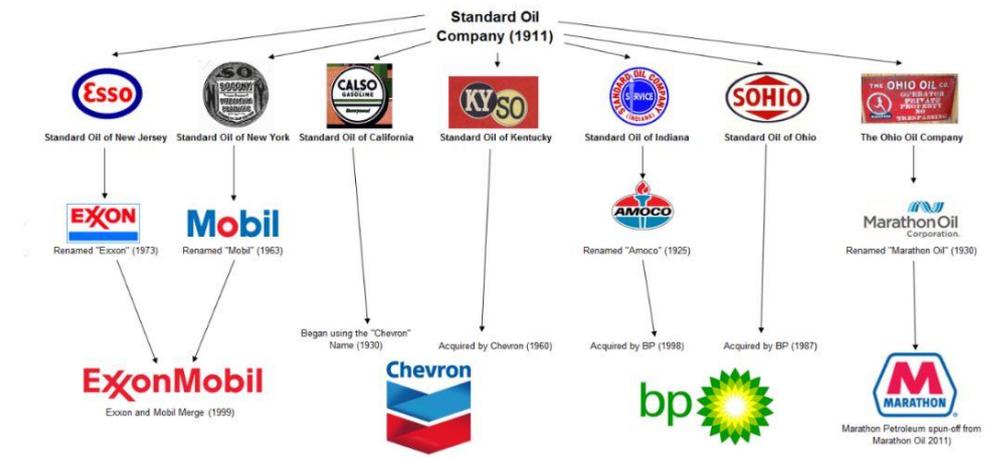
此类大型制造型企业均跨州开展经营，州层面的反垄断立法在面对跨州纠纷时较为无力。在此背景下，全国性的《谢尔曼反垄断法》应运而生，也由此启动了美国反垄断的首轮浪潮。反垄断思潮下的布兰迪斯学派也应运而生，该学派主张对自然垄断行业加以规制，认为反垄断的目的是保护经济民主、促进生产活动的公平参与等。1908年老罗斯福上任后，正式在实践层面启动对垄断企业的拆分。

2.2. 典型案例：标准石油、美国烟草等领域巨头遭拆分，钢铁得以幸存

如上文所述，首轮反垄断浪潮中主要是对垄断资源这一生产要素的企业进行反垄断审查。最典型的反垄断案例如下：

一是通过反垄断审查拆分洛克菲勒的标准石油，主要源于对石油这一核心生产资源的垄断。1882年，高院便对标准石油公司在美国石油冶炼、运输和生产领域进行反垄断诉讼。1898年，标准石油集团产量占美国精炼石油总量的84%，并控制美国国内近90%的石油运输。一方面，标准石油通过并购对美国石油全产业链进行控制，如著名的“克利夫兰大屠杀”，即标准石油收购了克利夫兰石油企业26家中的21家。另一方面，滥用垄断地位左右市场价格并打压竞争对手，如1903年在堪萨斯州的大幅压价使该州500多家小型石油企业陷入困境。20世纪初，针对标准石油的垄断诉讼不断增加，美国最高法院最终于1911年终审裁定标准石油公司合并企业，操纵或支配市场，排斥、限制或妨碍竞争，构成垄断贸易，并判决其在6个月内把该垄断企业分成33家公司，该部分企业又随后衍变发展成为当前业内的石油巨头，如Amoco公司（现为英国石油的重要组成部分）、埃克森美孚公司和雪佛龙公司。

图 1：由标准石油中被拆分后的石油公司仍是目前石油行业的巨头



资料来源：维基百科，浙商证券研究所

二是对美国钢铁集团发起反垄断审查但未落地惩处措施，主要源于对钢铁这一核心生产资源的垄断。1890年至1901年间，美国钢铁公司通过系列并购成为行业霸主，期间并购数量高达785家，其中核心资产为卡耐基钢铁公司。在美国国内钢管市场、线材市场、钢钉市场和板材市场的占比分别达到83%、78%、66%与73%，奠定垄断地位。1920年，美国钢铁公司因占据市场较大份额被美国政府指控实施垄断，但在案件审理中，最高法院判定其无罪，主要原因是虽然美国钢铁公司拥有垄断权利，但是并没有行使该权利，并未构成对竞争对手采取掠夺性或侵略性行为。但鉴于当时美国正处于人力成本边际优势衰减、钢铁产能逐渐向日、德迁移的过渡期，虽然反垄断审查未对其进行分拆，美国钢铁集团最终仍走向没落，截至2019年美国钢铁集团的粗钢产量在全球范围内排名已落至27位。

三是通过反垄断审查拆分美国烟草公司，主要源于对食品类核心资源的垄断。20世纪美国烟草大亨杜克致力于完善烟草托拉斯，建立了在横向和纵向两个方面建立综合统一体，在除雪茄以外的所有领域都占据了主导地位，其业务涉及鼻烟、卷烟和嚼烟，美国烟草公司先后收购公司超过250家，市场份额约占95%，形成绝对的垄断；此外，还对烟制品包装有关的锡纸、木箱以及粗棉布等行业进行涉足。市场价格方面，美国烟草向批发商许诺只要独家销售美国烟草的货品便可获得6%的让利并利用降价的方式打击竞争对手。最终司法部于1907年中期对美国烟草公司提起诉讼，上诉主体共计涉及65家美国公司和两家英国公司。1911年美国联邦法院勒令将其强制拆分为四家公司，五年内不允许关联交易、共同生产或共同投资。但拆分后的各个烟草公司仍具备较强的市场竞争力，21世纪后被拆分后的公司通过合并兼并，重新抢占市场份额，目前仍为美国国内市场领头羊。

表 2：第一阶段反垄断重要案例梳理

企业	时间	领域	缘由	结果
美洲糖业加工公司	1895	糖业加工	收购4家加工厂，从而控制了美国98%的精糖生产，设置行业限制性合并	判定无罪，没有直接涉及州际商务，不属于联邦政府管辖范围
北方证券公司（大北方和北太	1902-	铁路	垄断铁路网，操纵运费	拆分

平洋两家铁路公司合并而成， 1904				
主业为铁路不涉及证券，但因				
重组过程摩根财团参与其中，				
因此称为北方证券)				
标准石油公司	1906-1911	石油	垄断炼油工业和油管生意，限制或妨碍竞争	拆分为 34 个公司，均发展为业内巨头。
摩根公司	1912	金融	垄断金融机构	拆分为 JP 摩根和摩根史丹利
美国烟草	1911	烟草	通过掠夺性定价等方式垄断烟草业	拆分 16 家公司，雷诺兹和英美烟草仍为业内巨头

资料来源：公开资料整理，浙商证券研究所

2.3. 本轮浪潮特征：对象为大型工业企业，本质为资源要素垄断，以拆分为最终归宿

本阶段的反垄断具有较为明显的共性特征：**一是从生产要素看**，主要源自于第二次工业革命后，工业巨头崛起并逐步对资源这一生产要素进行垄断。**二是从行业看**，主要集中于大型工业企业，如糖业加工、铁路运输、石油开采、烟草业、钢铁。**三是从起因看**，反垄断的发起背景主要源自于企业过于壮大后滥用垄断地位控制价格并肆意收购竞争对手破坏行业生态激化了社会矛盾。**四是从结果看**，本轮反垄断以巨头分拆为主要结果，但分拆过后的子公司多数又发展成为行业内的龙头公司，产业格局并未发生明显改变。**五是本轮美国产业向日本、德国转移**，本国传统制造业实力自然下行是本轮反垄断告一段落的重要背景。

3. 第二轮反垄断浪潮的本质源于技术垄断

3.1. 信息革命后科技巨头垄断技术，限制行业竞争与发展

美国次轮反垄断浪潮始于二战后的第三次工业革命（信息革命），高潮从 80 年代开始，伴随 2000 年美国互联网泡沫的到来告一段落。

二战后，美国自身的产业导向出现变化，信息革命启动后，制造业增加值在国内的占比逐渐下行，科技行业逐步崛起。美国的通信以及计算机行业依次崛起并且凭借技术垄断优势对行业发展形成了不良影响，主要分为三个方面：

一是阻碍行业创新，科技巨头凭借对技术要素的垄断严重影响上下游的创新能力，典型案例如 AT&T 垄断晶体三极管这一关键专利使得半导体等产业的创新能力受限；微软通过操作系统垄断以兼容性的方式打压下游浏览器等技术创新。**二是阻碍行业竞争**，典型例证如 AT&T 公司在奠定了长话市场的垄断地位后利用技术资金上的优势，采用交叉补贴的方式，用长话市场上的收入补贴市话市场上的亏损，以极低的资费在市场上竞争，迫使其他企业逐步退出了市场，进而达到在市话市场上的垄断。**三是侵犯消费者权益**，AT&T 在实现对电话市场的垄断后再度提高自费价格。

在此背景下，哈佛学派逐渐在美国占据主导地位，成为反垄断司法部门接受的第一个经济学理论。该理论主张追求有效竞争，必须维持市场中大量中小企业的存在，并主张政府对企业兼并等限制竞争行为采取更严格的管制。

3.2. 三个子阶段：由通信转向计算机再转向计算机配套软硬件

本轮反垄断革命可简单分为三个子阶段，每一轮技术反垄断释放的创新空间都推动了新一轮巨头崛起，此类巨头形成对新型技术的垄断后又成为下一轮反垄断的打压对象。

第一轮子阶段始于 1949 年司法部对 AT&T 展开的反垄断调查，纵向垄断整个电信行业的 AT&T 已破坏行业生态，主要表现为大肆利用本地电话垄断技术所创造的利润进行补贴，对长途电话和电器设备市场进行跨行业垄断。1948 年和 1949 年，隐私电话(HAPC)以及乔达电话公司 (JCA)、莫霍克公司(MBMC)等企业曾分别向联邦通信委员会投诉了 AT&T 收取附加费用和禁止用户使用它们的设备。1949 年 1 月，司法部以“电话设备的制造，分销和销售方面建立了垄断地位”为由对 AT&T 及其制造子公司西电公司提起反托拉斯诉讼，要求法院将西电公司从 AT&T 中剥离且贝尔实验室对外开放专利。1956 年 1 月，AT&T 接受和解协议：在保障西电不进行跨领域经营的同时保留其所有权；但贝尔实验室全面开放其专利。本轮强制性专利开放共计 7820 项专利，其中最核心的是晶体三极管专利面向全市场的开放。开放后美国公司可免费获取这一技术，外国公司仅需花费 2.5 万美元。除专利授权放开，AT&T 还承诺不再制造晶体管，技术的开放和退出竞争领域推动了 IBM、德州仪器、飞歌的高速发展并加速开启半导体时代（日本购买专利后推动了 SONY 的崛起），启动信息革命。

第二轮子阶段始于司法部 1967 年启动对 IBM 的反垄断审查，第二波反垄断浪潮也从这一时期起迎来高潮。IBM 凭借晶体管开放后的研发优势逐渐崛起并在 1960-1970 年间成为计算机龙头。司法部也在 1967 年正式对 IBM 进行反垄断审查。1969 年，受制于反垄断诉讼压力，IBM 首先放弃软件和服务的捆绑式销售；此后 1982 年公开其 PC 的技术标准，停止对技术的独占式垄断并且允许市场销售 IBM 的 PC 兼容机。开放技术标准相当于公开大量技术资料，并形成个人电脑的“开放标准”，使得不同厂商的标准部件可以互换，这一技术垄断的开放极大促进 PC 机的产业发展速度，也为微软、英特尔以及大量兼容机部件商和整机厂商释放了市场空间。鉴于 IBM 的退让，司法部也于同年对其反垄断诉讼进行撤诉处理。受技术标准开放利好影响，上下游的微软和英特尔迅速崛起，分别称为操作系统和芯片领域的领导者；除此之外，同样作为个人电脑厂商的戴尔、联想等厂商也开始崛起。

第三轮子阶段始于 20 世纪 90 年代对微软的系列反垄断调查。如上文所述，IBM 开放的技术标准为微软等企业提供了成长空间。微软崛起后，利用其在操作系统上的垄断优势，通过系统绑定等手段对同行业的其他竞争对手进行挤压，最典型的案例便是为了维持 IE 浏览器的市场地位通过系统捆绑的形式对浏览器竞争对手网景公司进行压迫，最终使得网景卖身 AOL 公司。美国司法部为此于 1997 年指控微软垄断操作系统，认为微软将 IE 浏览器与 Windows 操作系统进行强制捆绑属于违法行为。最初司法部希望对微软进行拆分成为两家企业，各自独立运行操作系统以及浏览器等软件业务。最终，微软于 1998 年开放 Windows 系统与其他开放商软件的兼容性换取与司法部的和解，兼容性的放开再次为相关软件厂商释放了市场空间，谷歌也因此凭借其搜索引擎业务崛起并最终推出 CHROME 切入开放兼容性的浏览器市场，CHROME 也逐步蚕食归属于 IE 的市场份额并奠定规模优势，以其为代表的新一代互联网巨头逐步崛起。

表 3：第二阶段反垄断重要案例梳理

企业	领域	时间	缘由	结果
通用电气和西	电气	1961	固定价格	行政罚款并监禁

屋公司				
AT&T	通信	1949-1956	抬高电话费，损害消费者权益	AT&T 开放晶体管专利，而后达成和解
		1974-1984	阻止其他运营商链接到本地制造商；利用电话市场的垄断，通过补贴形式创造在电器设备市场上的垄断权；拒绝购买非贝尔供应商的设备	拆分为 1 家保留主营业务的公司和其他 7 家地区性公司，贝尔系统规模和销售额缩小 80%
IBM	计算机	1967-1982	捆绑销售、技术独占	公开其硬件和软件技术标准，停止对技术的独占式垄断
微软	个人计算机操作系统与软件	1990.6-1991	调查微软和 IBM 在 PC 软件市场是否存在串谋	调查一年
		1994.7.15-1995.6.16	起诉微软与原始设备制造商订立不合理限制贸易的非法合同和垄断个人电脑操作系统市场 windows 捆绑软件	微软不再捆绑销售
		1997.10-2001.11.2	通过非法独占合同、软件不兼容和捆绑销售浏览器软件和视窗操作系统排斥竞争对手，维持在个人电脑操作系统市场上的垄断地位，试图垄断浏览器市场，首要意图是保护和维持在操作系统上的垄断地位	2000.6，联邦地方法官判决微软拆分为两个公司。微软提出上诉，交由最高法院审理，缓期执行处罚判决。2001 年 11 月达成和解，垄断罪名成立，但微软需对产品统一授权条件、使产品兼容，履行至少 5 年的惩罚性措施
英特尔	个人计算机零件和芯片制造	2010	拒绝向用户提供关键技术信息，有意压制竞争对手	不再使用威胁、报复或独家协议等手段阻止竞争产品

资料来源：公开资料整理，浙商证券研究所

值得一提的是，除上述三轮节奏分明的浪潮外，AT&T 再次于 1974 年遭 MCI（美国微波通信公司）等公司起诉，并在同年遭司法部以“滥用垄断地位把竞争对手逐出设备和长途电话服务市场”为由发起反垄断诉讼。最终判决结果将老 AT&T 拆分为一个新 AT&T（仅保留对西电和一半贝尔实验室的所有权）和七个本地电话公司（俗称“贝尔七兄弟”，所有权从 AT&T 彻底剥离），时至今日 8 家公司已辗转合并为三家企业，分别为 AT&T、Verizon（威瑞森公司）和流明科技，前二者为当前美国前两大电信运营商。

3.3. 本轮浪潮特征：对象为科技企业，本质为技术垄断，技术开放后带动新一代巨头成长

本阶段的反垄断具有较为明显的共性特征：一是从生产要素看，主要源自于科技巨头对技术这一生产要素的垄断。二是从行业看，主要针对的行业为计算机及通信行

业。**三是从起因看**，反垄断的发起背景主要源自于特定企业发展庞大后开始跨行业对上下游产生挤压，阻碍了整体产业链的发展创新。**四是从结果看**，每一轮反垄断均以巨头分拆、技术开放作为结果，释放的上下游产业空间也都推动了下一轮产业巨头的崛起。整体来看，不难发现美国本轮反垄断的主要逻辑是通过反垄断审查推动巨头停止技术垄断，并为新技术发展腾挪市场空间，使得美国保持科技活力。

4. 第三轮反垄断浪潮的本质源于数据垄断

4.1. 数字经济革命后巨头垄断数据要素，数据与隐私滥用衍生安全隐患

美国的第三轮反垄断浪潮始于近两年，当前仍处于第三轮反垄断浪潮进行时，伴随各大经济体协同加强对数字经济巨头的监管，本轮反垄断浪潮预计将在拜登任期内达到高潮。伴随 21 世纪数字经济企业的迅速崛起，再次对产业生态形成挤压并造成如下不良影响：

一是数据平台企业利用平台优势进行强买强卖，侵占消费者权益。典型案例如苹果曾在其苹果商店平台以不合理价格销售电子书、此外以不合理价格向软件开发商收取手续费，挤压侵占上下游利益。二是数据平台企业掌握大量用户数据，导致了个人隐私泄露及滥用的安全隐患。典型案例如 Facebook 凭借用户画像优势，肆意提高广告价格；亚马逊凭借其平台数据优势挤压商城的第三方卖家；苹果云曾因安全隐患导致大量用户隐私数据泄露等。三是数据平台企业发挥资本优势，对竞争对手形成挤压，一定程度影响行业创新。典型案例如 Facebook 收购案，伴随 WhatsApp 以及 Instagram 等同类型社交软件的迅速崛起，Facebook 为铲除竞争对手分别以 190 亿美元和 10 亿美元分别收购前者与后者。在此背景下，学界中的新布兰迪斯学派也卷土重来，该学派主要呼吁对大企业加强监管，保护小企业，在针对科技巨头进行反垄断审查的同时保护技术创新。

4.2. 典型案例：Facebook、亚马逊等数字经济企业数据滥用审查进行时

本轮浪潮之初是对谷歌、苹果等科技巨头开展反垄断审查，大多源于捆绑销售，均未涉及实质性的惩处措施。2019 年起，美国开始重点转向对 Facebook、亚马逊等数字经济企业进行大数据方面的监管。

2019 年 6 月，美国联邦贸易委员会（以下简称“FTC”）以“收购新设公司阻碍科技创新”为由对 Facebook 发起首波反垄断调查；同年 9 月，八个州政府以“Facebook 滥用用户数据并推升广告价格”为由上诉 Facebook 并引发第二轮反垄断调查；同年 10 月，起诉的州政府数量提高至 45 个州（含特别行政区），同时司法部以“不正当竞争”为由发动第三轮反垄断调查。2020 年 12 月，FTC 和州政府正式起诉 Facebook，其中 FTC 以“Facebook 从事非法的反竞争行为，通过系统性策略保持其在网络社交平台领域的垄断地位，其中包括通过收购竞争者，例如选择收购 Instagram 和 WhatsApp 等”对 Facebook 提起诉讼，要求 Facebook 永久剥离 Instagram 和 WhatsApp 和禁止对第三方软件开发商施加反竞争条件。

州政府则以“Facebook 非法以掠夺性手段收购竞争对手，以谋求自身市场利益最大化”对其提起诉讼，要求地方法院“阻止该公司标的金额在 1000 万美元以上的并购，除非事先通知原告各单位并征得其同意”，并要求法院“采取适当措施，包括剥离或重组已非法收购成功的公司，或现有的 Facebook 资产及业务”。当前该案件审判结果仍未落地，类比 1998 年针对微软的反托拉斯诉讼也是花费将近两年的时间才得出裁决结论，针对 Facebook 的反托拉斯裁决出炉仍需时日。

2019年6月3日美国正式启动对亚马逊公司的反垄断调查，审查其在电商零售业务和云计算服务领域可能存在的支配地位和垄断行为。2020年10月，美国国会公布数字市场竞争报告，报告认为亚马逊凭借平台优势已经在美国在线零售市场中对市场上的第三方卖家形成垄断权，报告披露了亚马逊公司滥用平台和数据优势的部分实际例证，一是排斥在云计算服务领域与之竞争的软件公司，在平台上对与亚马逊云计算合作的公司和与其他云计算服务提供商合作的公司实行不公平对待；二是擅自使用第三方卖家的用户数据和信息，开发和销售价格更低的自主竞争产品。此外，报告提出建议将亚马逊按业务条线拆分成3个互相独立并且接受监管的公司，分别为**电子商务平台公司、自营品牌和销售公司以及云服务公司**。

表 4：第三阶段反垄断重要案例梳理

企业	领域	时间	缘由	结果
谷歌	搜索引擎	2019.9	因计划在2019年下半年以26亿美元完成对智能软件和数据分析公司Looker的收购，涉及反竞争手段，维护在搜索引擎和线上广告领域的垄断地位，被提起诉讼	
		2020.10.21	滥用在互联网搜索方面的垄断地位，通过与手机制造商的独家经销协议而排斥竞争对手被提起诉讼	
苹果	计算机服务	2019.6.5	软件开发商起诉苹果强制在苹果商店销售并对应用收取30%手续费	裁定消费者可起诉苹果
亚马逊	数字经济	2019.6	利用其获取的数据和信息挤压第三方卖家	反垄断委员会建议包括拆分不同业务
Facebook	数字经济	2019.9	利用用户资料推升广告价格	
		2020.12	涉嫌以掠夺性手段收购竞争对手Instagram和WhatsApp	可能会要求剥离Instagram和WhatsApp等资产

资料来源：公开资料整理，浙商证券研究所

4.3. 本轮浪潮特征：对象为数字经济企业，本质为数据要素垄断，当前仍未有实质性惩处措施落地

本阶段反垄断的主要特征为：**一是从生产要素看**，主要源自于互联网巨头对数据这一生产要素的垄断。**二是从行业看**，主要涉及数字经济中的互联网大数据企业。**三是从起因看**，前期反垄断的发起背景主要源自于捆绑销售，在损害消费者利益的同时侵占了供应商的权益；后期对数字经济企业的监管重点主要针对大数据的滥用和非法收购竞争对手。**四是从结果看**，本阶段的反垄断暂未产生拆分或技术共享等严重后果，反垄断的司法流程以及部分企业对行业的垄断行为仍在延续。

当前美国第三轮反垄断浪潮才刚刚开始，伴随拜登上台，民主党重新实现对国会两院的掌控，美国重新迎来民主党全面掌权的政治周期，根据其政策导向，预计反垄断力度将在拜登任期内加强。

5. 历史上其他核心生产要素的垄断往往伴随资本垄断

纵览美国三轮反垄断历史，我们认为核心生产要素的垄断往往还伴随着资本的

垄断。

对于企业自身而言，垄断资源、技术或数据等生产要素后，企业往往也会凭借其独占性优势累积大量资本，垄断企业也可以凭借资本优势和产业经验进一步收购对自身有威胁的、优秀的竞争对手。从实际情况看，每一轮反垄断浪潮下，均有巨头企业通过资本优势收购竞争对手的案例：首轮浪潮中，有洛克菲勒收购 40 余家企业的“克利夫兰大屠杀”；次轮浪潮中，有 1997 年微软收购 HOTMAIL 等案例；第三轮浪潮中，有 Facebook 收购 WhatsApp 和 Instagram 的案例。对于外部资本而言，超大型企业的存在可能对其他后进者的资金来源存在虹吸效应。

在当今资本市场现状下，这一优势将被进一步放大。伴随着各国央行持续宽松的货币政策以及核心资产的稀缺，资本将进一步涌入当前在大数据这一前沿产业中具有先发优势的企业并进一步推升其股价，从而放大其资本优势。对于当前的纳斯达克指数而言，走势基本追随“FAANG”等巨头而动，便是垄断企业同时垄断资本的例证。

风险提示

各国反垄断力度不及预期导致产业结构固化。

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>