



► 隨著中國經濟增長方式轉變，科技創新的進展亦加快。

耐心資本（Patient capital）之所以重要，源於前沿創新本身所具有的投資周期長、失敗風險高等特性。耐心資本的聚集對市場要素配置提出更高要求，迫切需要社會民間資本和外商直接投資廣泛參與，依託政策創新、市場化改革激發耐心資本發展壯大的潛力，更好地助力新質生產力發展。

中國着力培育耐心資本

金融觀察 鄧宇
上海金融與發展實驗室特聘研究員

發展耐心資本，一方面，需要構建適於耐心資本的政策環境，加強創業投資、股權投資和資本市場改革，建設成熟的資本市場，並鼓勵和支持中長期投資，加大支持國家重大科技創新；另一方面，需要持續擴大耐心資本來源，發揮市場在資源配置的決定性作用，引導投資轉向科技創新領域，並通過國家和地方產業引導基金，吸引更多社會民間資本、私人資本等前沿創新投資，持續壯大支持新質生產力發展的耐心資本。

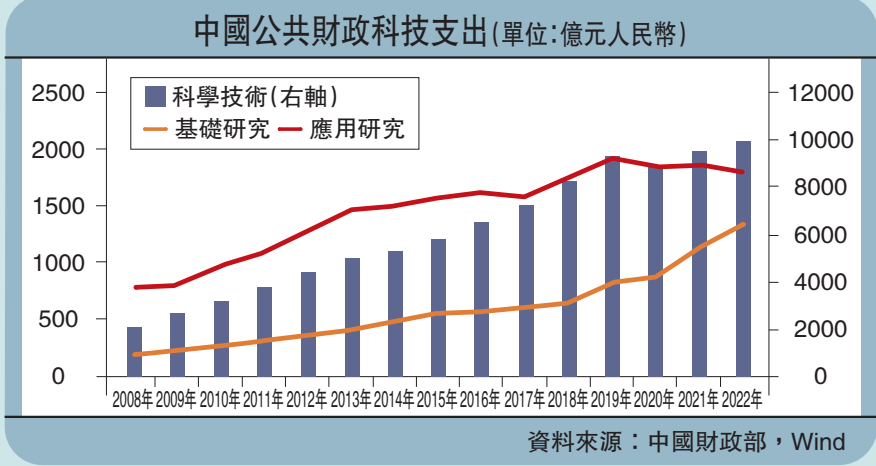
積極創設政策環境

耐心資本是長期投資資本的另一種說法，泛指對風險有較高承受力且對資本回報有着較長期限展望的資本。耐心資本呈現三方面的典型特徵：其一，不以追求短期收益為首要目標，專注於長期的項目或投資活動；其二，耐心資本具有較強的專業性，即能夠把握前沿創新的新趨勢，具備較強的研發能力，在創新發明有諸多核心專利，擁有知識產權資源的深厚積澱；其三，耐心資本同樣也是風險資本，要求具備分散風險或駕馭風險資本的專業能力，股權投資、風險投資以及另類投資等組合效應較強，體現了耐心資本的多元化。

隨着中國經濟增長方式加快轉變，科技創新進展加快，而以公共財政為導向的科技投資增長明顯提速。財政部統計，2008—2022年中國公共財政科技支出規模從2129.21億元（人民幣，下同）增至10032.02億元，增幅3.7倍。另一組數據顯示，2018—2023年中國財政科技支出的年均增長率為6.4%，到2023年底，帶動培育國家級專精特新「小巨人」企業1.2萬餘家、省級專精特新企業10萬餘家。同時，「合肥模式」、「深圳模式」等地方耐心資本也加快培育。

「合肥模式」的主要特徵在於通過政府打造國有投資平台，以「股權投資」的思路，通過直投或產業基金等方式，投資上市公司定增或在當地合資打造IPO項目實體，以實現一筆投資、一個產業集群的效果。以創業投資聞名的深創投集團管理創投基金、母基金、S基金、併購基金等，是「深圳模式」的代表。截至2024年5月末，管理基金的總規模達4771億元，投資創投項目1816個，有268家投資企業分別在全球17個資本市場上市。

當前，中國正加快推動形成財政、資本市場、信貸和金融市場等多方政策合力，着力培育耐心資本。2023年6月，國務院常務會議審議通過《加大力度支持科技型企業融資行動方案》，提出要把握支持初創期科技型企業作為重中之重，加快形成以股權投資為主、「股貸債保」聯動的金融服務支撐體系。2024年6月，國務院辦公廳印發《促進創業投資高質量發展的若干政策措施》提出，圍繞創業投資「募投管退」全鏈條，進一步完善政策環境和管理制度，積極支持創業投資做大做強，充分發揮創業投



資支持科技創新的重要作用。隨着培育耐心資本的政策同向發力，將不斷形成耐心資本規模效應。

國際經驗值得借鑒

耐心資本是陪伴科技創新發展的重要力量，以實現長期投資和戰略投資為目標導向。國際上，通常耐心資本涵蓋主權財富基金、共同基金、養老保險機構等。美國的科技創新保持全球競爭力，耐心資本發揮的作用顯著。儘管當前美國的經濟增長放緩，但公共部門和企業對前沿創新研究及產業的投資並未減少，持續擴大研發投入。數據顯示，2022年美國五大科技企業研發投入超過2000億美元，比十年前增長6.5倍，而基礎研究的佔比超過15%。

美國的耐心資本具有完善的政策體系和市場機制，主要表現在多層次資本市場的建立、法律法規的保障和科學的運作方法三個方面。美國多層次資本市場建立較早、發展成熟、上市條件寬鬆，大量的中小型創新企業早期主要依託風險投資（股權投資、債權投資）等走向市場，一旦規模化後便尋求上市融資，因而給風險投資提供較高的回報，而且美國風險投資的退出機制也比較健全，為風險資本增值後的退出提供了通道。美國的資本市場和風險投資等相互成就，以此匯聚更多耐心資本，從而搭建「創新鏈、資金鏈、人才鏈」相互融合的生態。

兼具穩健、長期和可持續特性的主權財富基金是耐心資本的重要來源。全球最大的主權財富基金——挪威政府全球養老基金着眼於長期投資，大部分投向成長率比較好的股票，2023年的回報率達到16%，其中70%投向股票、27%投向固定收益。以長遠投資著稱的新加坡政府投資公司也是耐心資本的代表，目前管理超過1000億美元的資產，以穩健的全球投資獲取長期優異的資產報酬。

不斷完善市場機制

耐心資本的培育需要長期謀劃和系統推進。理論上，長期投資會為企業和經濟帶來眾多好處，但前提是這些投資能夠獲得相應的預期回報。因此，培育耐心資本有相應的激勵機制，即為投資者創造可預期的回報。從投資回報來看，近年來中國的高技術投資已有不錯的反饋。2010—2021年中國高技術產業的研究經費從967.8億元增加到4605.8億元，增幅達到375.9%。耐心資本的培育注重可預期的長期回報，但對金融機構和各類資本而言，如何平衡好

短期財務指標（淨資產收益）和中長期價值（資本回報）是重要課題。因此，培育耐心資本除了發揮政策合力，不能忽視市場的功能角色。

耐心資本具有逆周期和長周期的特性，政策引導培育耐心資本，形成規模效應，而市場則為耐心資本的長期運行提供增值機會。引導各類資本致力於中長期投資，應兼顧經濟活躍度（安全性）、市場參與和退出機制（流動性）和投資回報（收益性）。過去聚焦於傳統領域的長期投資已然失效或回報率逐步下降，相關行業的淨資產收益率逐漸下滑。新舊動能轉換和新舊生產力革新的背後，所反映的恰是新一輪科技革命的新趨勢。

着力擴大耐心資本來源，政策性金融資本、銀行信貸、保險資金等亟待優化調整資產負債表，加大中長期資產配置，提高長期投資佔比。保險資金久期長且有跨周期屬性，是典型的耐心資本，發揮其長期資金優勢，將有利於支持國家中長期戰略。2024年6月，國有六大行擬合計出資1140億元參與設立國家大基金三期（持股33.14%）。國家和地方產業基金具有天然的耐心資本屬性，通過提升資本運營能力、提高中長期資金管理水平，將推動國有產業資本總量增、結構優和回報穩。

培育耐心資本既要有政策作支撐，也要有成熟的市場來驅動，「看得見的手」與「看不見的手」均有裨益，耐心政策、耐心環境不可或缺，共同培育耐心資本。首先，經濟持續穩定增長是培育耐心資本的前提，因而保持經濟增長活力是培育耐心資本的主要影響因素，培育耐心資本仍應聚焦穩增長和促改革的目標。其次，可預期的政策深刻影響耐心資本走向。風險投資、創新投資具有較高的政策敏感性，要求不斷完善創業投資「募、投、管、退」全鏈條政策，提供相對寬鬆、規則透明的監管環境。再次，耐心資本來源多元，「政策+市場」互補。應注重引導和發揮包括主權財富基金、公共養老保險、商業保險機構等在各類耐心資本的不同作用，促進有序競爭和良性合作，助力建成多層次的耐心資本體系。最後，培育耐心資本不能一蹴而就，也應避免「照搬照抄」，培育耐心資本既要挖掘存量的各類資本的潛力，優化資本結構、期限結構，既要發揮主權財富基金、社保基金等「國家隊」作用，夯實耐心資本的基礎，通過政策激勵推動商業銀行、保險機構、投資銀行和私募基金「投小、投早和投硬科技」。

（本文謹代表個人觀點）

地方政府縮編制 有助提振經濟

廟堂江湖 沈凌
德國波恩大學經濟學博士

筆者近期山西自駕遊，從吉縣出發到臨汾機場行駛了差不多八十公里高速公路，發現同方向行駛的汽車不足十輛，其中貨運車與私家車對半。這樣的車流量對於高速公路營運帶來不小壓力，也引發了筆者的一些思考。

最近幾年，有經濟學家提出了「收縮型城市」的概念。大致的意思是，伴隨着人口城際流動，資源配置也要相應優化。對於那些人口淨流出的地區，應精簡縣級行政管理機構，擴大縣級機構管理的人口面積。

基層政府在經濟學上的功能無非是提供民生保障與促進經濟發展，通常會採用縣級單位管理的人口與區內生產總值（GDP）的數據，來衡量基層政府績效。對比東部發達地區和中西部內陸地區，我們會發現內陸地區往往「官民比例」過高。

以山西為例，2023年該省人口3466萬，117個縣級行政單位，平均每個縣級行政單位的人口規模只有29.6萬人。這是一個什麼水平呢？就全國來講，平均水平是每個縣50萬人，而經濟最發達的廣東江蘇和浙江三個省的水平是88.7萬人。因此，如果每個縣級行政單位的公務員機構和人數是一樣的話，同樣多的公務員管理的人口，山西只有發達省份三分之一，全國平均水平的60%。

再用GDP總量來作比較。2023年山西GDP是25700億元（人民幣，下同），平均算下來，山西每個縣級行政單位的GDP是220億元，而全國平均水平是440億元，浙江江蘇和廣東三省平均水平是1122億元。這也意味着，同樣一個單位的經濟產出，山西需要有五倍多的公務員去管理。

如果把地方政府看作是一個公司的話，市場競爭的關鍵在於效率之爭，優勝劣汰在所難免。為什麼筆者要拿山西作案例？原因不僅是因為我剛從那裏旅遊歸來，有着實實在在的切身體會，而

且從全國的統計數據來講，山西的情況也較為突出。全國34個省級行政單位，除去7個特區和直轄市，還有西藏、新疆、青海、甘肅、內蒙等5個地廣人稀的邊疆地區，剩下22個省級單位的序列中，山西無論是「官民比」還是「官經比」都是最高的。

減少內耗 優化效率

此外，人口變動也是一個重要參考指標，反映出市場競爭的格局。過去十年，山西人口下降了62萬，而上述22個省級單位中只有5個省的人口是下降的，東北三省降幅最大，其後就是山西了，而發達三省人口平均增加了713萬。如果公務員人數和行政機構數量保持不變，用「官民比例」衡量的績效差異還會越拉越大，最後反映到經濟發展維度，使得「官經比例」的績效差距也越拉越大。

比較有意思的是，山西基層機構的冗餘在縣級層面表現特別突出，而上升一級到地級市，就沒有那麼明顯了。比如，山西11個地級市，平均人口315萬，是發達三省的一半左右；如果比較平均GDP的話，也是後者的30%，遠好於縣級層面的差距。從22個省級排名來講，山西的表現也會好一些了。

如果對照發達三省的情況，山西的縣級行政單位的確需要進行精兵簡政。裁撤冗餘的公務員和相對應的機構，一方面可以節省大量的行政經費，緩解地方政府的債務壓力；另一方面也能減少內耗，提高管理效率。從制度經濟學的研究中，經濟學家發現，在經濟落後地區，公務員會成為吸收當地精英人士的重要崗位，但這又會妨礙其他經濟部門的發展，因為人力資本都進入體制了。由此，打破這個負面效應非常重要。

當然，行政體制改革一向是難上加難的事情。上世紀末，為擺脫國有企業的經營困境，中央政府懷揣巨大勇氣對國企進行裁員，並一舉推動了市場化改革進程，為本世紀的經濟高速發展打下堅實基礎。今日的中央均凝聚力更強，執行力更堅決，後續改革也值得更多期待。



► 山西2023年GDP是2.57萬億元人民幣，同比增長5%。圖為工人在風電裝置中工作。

唐樓按揭申請獲批有玄機

樓按明嘍 張穎嘸
經絡按揭轉介營運總監

近年新樓的實用率愈來愈低，如想以有限預算入手實用率較高的物業，唐樓則是其中一個選擇，加上日後有機會被市建局或發展商以可觀的價格收購重建，因此唐樓亦受到部分投資者的青睞。

現時本港大部分唐樓均位於油尖旺、港島及土瓜灣一帶。該類物業特色為層數少，樓高僅約5至6層，不設升降機，由於入場門檻低，不啻投資者及上車客垂青。但唐樓按揭申請較一般私樓複雜，稍不留神就會影響批核結果。筆者為大家拆解唐樓的按揭成數、還款年期等按揭注意事項。



唐樓可承造的按揭成數與一般私人住宅物業相同，透過按揭保險計劃，樓價1000萬元或以下可借最高九成，1000萬以上至1125萬元以下最高可借八至九成，上限900萬元（以較低者為準），1125萬至1500萬元最高八成；1500萬以上至1715萬元最高七至八成，上限1200萬元（以較低者為準）；1715萬以上至3000萬元，最高可借七成。按揭年期方面，大部分銀行會以「75減」樓齡或人齡計算，上限為30年。不過，不少唐樓樓齡超過45年，申請按揭時一般都不能承造30年按揭。

質素參差 估價難度高

至於估價方面，由於唐樓成交疏落，銀行難以根據最近成交價為單位進行估價。加上唐樓樓齡較高，銀行估價更為嚴謹，或會派員上門驗樓視察，若發現單位質素參差，欠缺保養，或涉及大規模改動如僭建或違規改建成劏房，銀行會根據情況而調低估價，甚至拒絕批出按揭。每間銀行的估價準則各不相同，建議一次過向數間銀行申請按揭、貨比三家，選取最理想的估價。

最後，唐樓按揭申請較為複雜及嚴格，加上銀行或會派員驗樓，審批或比一般私樓需時，建議買家及早做好準備，預留至少兩至三個月時間申請按揭，以免失預算。有需要的買家可向大型按揭轉介公司查詢，協助比較不同銀行的按揭計劃，從而選擇最適合的按揭方案。

◀ 由於唐樓成交疏落，銀行難以根據最近成交價為單位進行估價。