

# 耐心資本結合創科 中國經濟提速

## 趙建：為未來產業提供活水 推動高質量發展



首席論談

今年4月召開的中央政治局會議首次提出「耐心資本」，7月中召開的中共二十屆三中全會也強調培育壯大耐心資本、構建支持全面創新體制機制。中國首席經濟學家論壇成員、西京研究院創始院長趙建向《大公報》表示，高層會議提到「耐心資本」，並將其與新質生產力等相結合，不僅事關資本市場預期改善，更關係到中國經濟能否持續增長。

趙建相信，「耐心資本」是中央依據經濟發展過程中的問題所提出的，旨在構建長期的投資制度環境，通過培育壯大耐心資本，更好賦能新質生產力，為建設未來產業提供穩定的金融活水，以期更深入推進高質量發展。

大公報記者倪曉晨上海報道

趙建留意到，近年來中國湧現出包括房住不炒、高質量發展、新質生產力等諸多「政策語言」，高層會議提及的「耐心資本」，是一種新的政策語言。從經濟學邏輯看，資本的期限並不以個人或機構意志為轉移，而是由市場定價決定，「耐心資本」在資本期限上增加了主觀評價或要求。

### 著重價值投資 追求長期回報

所謂「耐心資本」，指的是不以追求短期收益為首要目標，專注於長期項目或投資。換而言之，耐心資本提倡的是一種價值投資觀，通過堅持長期投入，獲取長期回報。

在趙建看來，中國正逐漸告別「高增長時代」，並用經濟增長質量取代經濟增長速度，中國經濟正在追求高質量發展，「耐心資本是針對過去經濟發展過程中的問題所提出的」。他強調，「人口紅利時代」中國通過人口、土地、資本等資源要素積累，推動經濟實現快速增長。隨着人口增速的下滑、土地資源的緊缺，過去中國經濟的增長動力已漸式微，尤其是在房地產和地方債等風險持續增加背景下，「舊生產力」已無法實現未來經濟的高質量發展，須借助技術、產業、制度創新等提升經濟效率。

趙建舉例說，城投企業將大量信貸投向房地產相關領域，房企通過「高周轉、高負債」方式開發房地產項目，一些居民用「加槓桿」方式炒房，這固然是一種投資方式，但若大規模操作，這種資本容易引發並推高債務風險。新政策語境體系中，要讓房子回歸居住本質，相應的投資房地產的資本，就應該是耐心資本，是追求租金回報的一種資本。

「我們不能排除房地產自帶的金融或財富屬性。」趙建坦言，土地資源是一個國家的固定資產，看漲房價的不一定是耐心資本，但耐心的基礎是信心，是對一個國家發展前景的充滿信心，就房地產領域而言，這種信心對內體現在房價上，對外體現在匯率上。

趙建認為，耐心資本的提供者可以是創業者、企業家、風險投資人、資本市場投資者，也可以是國有銀行、國家養老基金、主權財富基金、央企和國企。國家主權基金、養老金、國家自然科學基金、超長期國債等均是典型的耐心資本。

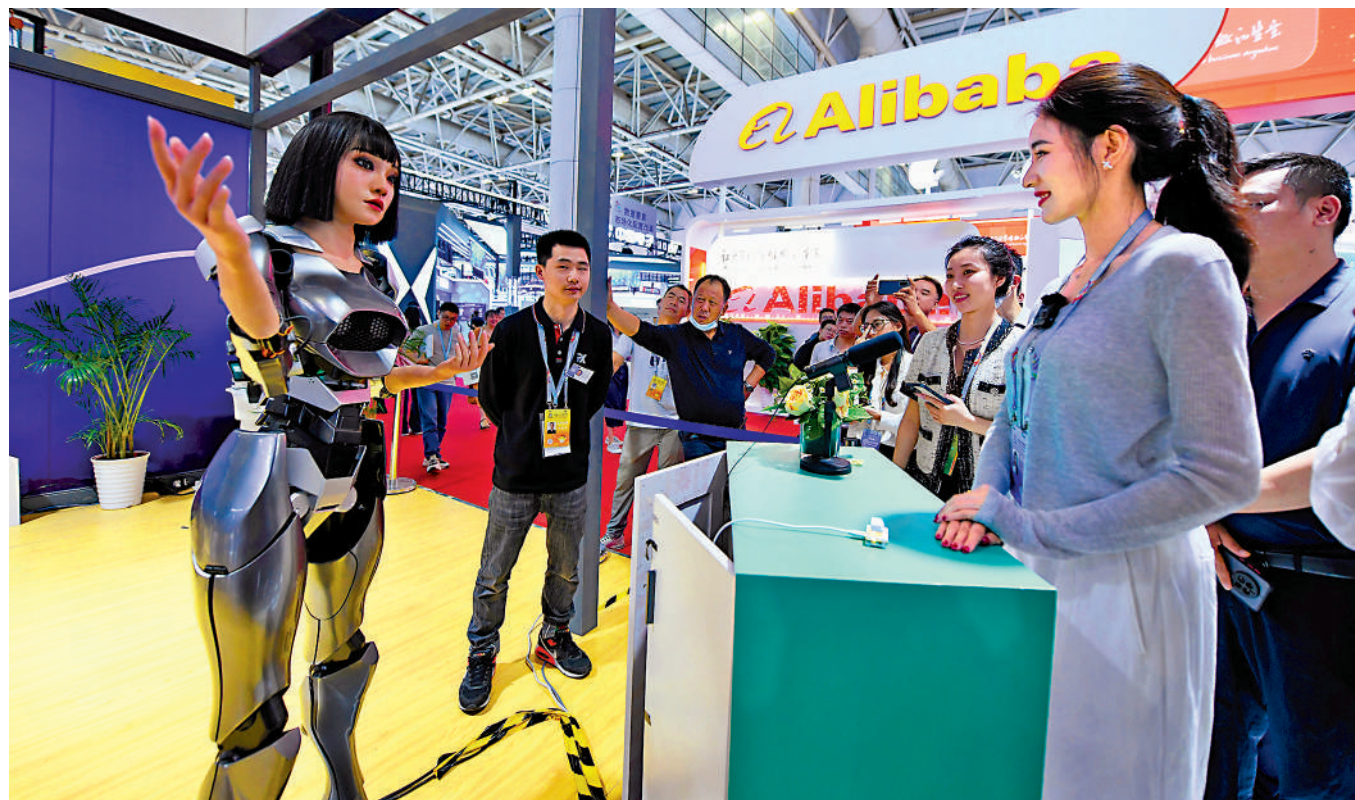
### 建長期投資市場生態 吸引外資

「概念上看，耐心資本接近長期導向資本，通常與長期主義相聯繫。」趙建說，與短期投資或投機相比，耐心資本的投資期限更長、戰略定力更足，他們堅持長期投資和價值投資理念，願意「與時間做朋友、與風險相伴隨」，更可能聚焦重大科技創新和國家基礎設施領域，以及基礎教育和人力資本提升等領域。

國務院《關於加強監管防範風險推動資本市場高質量發展的若干意見（新國九條）》明確，要建立培育長期投資的市場生態，完善適配長期投資的基礎制度，構建支持「長錢長投」的政策體系。國家外管局也表示，正修訂相關資金管理規定，讓中國市場更開放，吸引更多外資，支持壯大耐心資本。

「決策層倡導耐心資本，並將其與高質量發展、新質生產力等相結合，或基於兩方面考量。」趙建分析，一是支持長周期重大技術創新，以及傳統產業的轉型升級，藉此提升新質生產力，推動高質量發展；二是支持政府逆周期調節，借助超長期特別國債，加大政府戰略性投資。

趙建認為，當前中國經濟有效需求不足、民間投資低迷，防禦性儲蓄與定期儲蓄大增，決策層通過擴張國債尤其是超長期特別國債融資，拉長投資期限，引導居民儲蓄投向市場參與度較低的戰略性工程。超長期特別國債的資金投向與公共財政政策目標緊密相連，政府融資與投資期限須高度匹配，由於國家戰略性工程屬於長周期投資，因此更須配置長期資本。

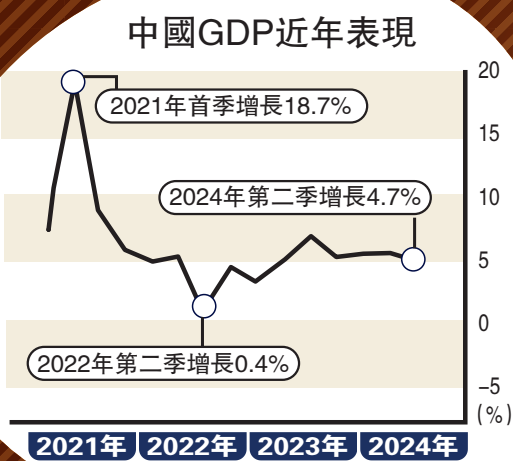


▲中國正逐漸告別「高增長時代」，追求高質量發展。



人物名片：  
中國首席經濟學家論壇成員  
西京研究院創始院長  
**趙建**

▶內地積極提振民間投資信心。圖為廣交會參觀者在了解智能貓砂盆產品。



## 增加公共支出 提振民間投資消費

### 拉動需求

趙建認為，當前宏觀經濟有效需求不足，尤其是房地產行業轉型調整後，民間投資、市場價格的下跌，反推債務風險的抬升。當一個經濟體面臨資產負債表風險時，居民部門急於還債、資本忙於避險，不可能存有耐心。依據凱恩斯經濟政策，私人部門需求不足時，政府應主動出擊，實施逆周期政策，通過主動擴張財政與貨幣，增加公共投資，拉動總需求的修復。

貨幣政策方面，趙建指出，中央銀行須果斷施策，「該大幅降息就大幅降息，盡可能壓低實際利率，降低實際債務負擔和融資成本。」在資產值崩潰時刻，央行須扮演「最後貸款人」角色，充當最後的買家與邊際定價者，成為資本市場「守門員」，構築私人投資的最後一道防線。

在趙建看來，中國的財政政策應突破常規，實施擴張性財政，中央政府須大規模發行超長期特別國債，扭轉當前央地債務與信用的錯配、債務期限與風險的錯配，化解地方債務風險，抑制地方徵稅與罰款衝動，為民間投資提供更安穩的營商環境。

### 發行超長國債 化解地方債務風險

此外，未來還應提高中長期、超長期國債佔比，增加國家戰略性投資，主動拉長投資周期，增加耐心資本。

「決策層需通過加大公共支出，直接為私人部門創造收入。」趙建說，居民邊際消費傾向較重，將財政資金轉移至居民收入端，更易將財政資金轉化為實際購買力，進而提振消費需求，市場流動性亦會大幅增加，並迅速改善市場預期，這是提振民間投資信心和消費需求最直接的方式，美國聯邦財政部疫情期間發放「紓困基金」的效果，一定程度可驗證上述觀點。

## 完善市場監管 激勵耐心資本

### 安心投資

「金融、稅收、信貸等結構性問題，須通過深層次制度改革解決。」趙建認為，為提振民企投資信心，決策層出台了諸多措施，目的是提供政策性耐心，本質是讓民企放心、安心投資。

他強調，通過制度改革，用法律手段保護改革成果，明確保護個人產權、企業經營權，以及一切合法權益，有利於最大限度改善市場預期，激勵耐心資本。

金融市場改革方面，趙建表示，降低市場風險的最有效方法，並非打壓市場、抑制流動性，而是培育發達

的金融市場體系，這就要構建市場化、法制化的股票交易制度。全國人大需要建立更完善的司法體系，保護所有權、經營權和一切合法權益，上述權益若得不到法律的有效保護，資本便無法實現持續增長。

### 打擊違規行為 保障投資權益

趙建指出，「市場化」是指資本自由進出，廣大投資者自行決定「誰能進、誰必須出、出多少錢」，如此市場才能實現更高質量的發展。「法治化」即資本遵循契約，依據公開公正的交易制度，衡量風險與交易，這樣資本才有耐心和信心。

他強調，股市是「契約密集型市

場」，由於金融交易沒有實體，每筆交易都依據合約進行，且均依賴交易制度的保護。鑒於此，監管機構應着力打擊違規違法行為。



▲降低市場風險的最有效方法，是培育發達的金融市場體系。

## 引導風投資本流入科技研發

### 有力支持

趙建分析，高層會議提出「耐心資本」，或與去年美國興起的人工智能革命浪潮有關，該浪潮吸引了大量風險投資和金融資本，並推動包括英偉達、微軟等在內的美股七大科技巨頭股價大幅上揚。他說，風險投資與金融市場，是技術創新的重要條件，可長期為大規模、高風險的技術投資提供融資，從本質上看，風險投資是另一種可長期支持技術創新的耐心資本。

趙建指出，當前國際地緣政治風險持續增加，國與國之間的技術競爭日趨白熱化，中國對包括人工智能在內的各類新技術的投資愈發迫切。決策層希望引導包括國有資本、私人資本在內的更多資本，投資重大技術創新和傳統產業轉型升級領域。

### 金融市場有效攤分風險

「風險投資與國家基金同屬耐心資本，但前者有其不同特點。」趙建解

釋，如果說國家資本是一種長期投資的耐心資本，屬於存量資本，風險投資則可視為高流動性的耐心資本，屬於流量資本。創新是「從0到1」的過程，重大技術創新是高投入的迂迴生產，周期更長、風險更大，儘管風險無法消除，但金融市場卻可以通過「價格」，有效轉移並配置風險。

趙建舉例說，創業者通過融資將部分資產與風險轉嫁給天使投資人，天使投資人將資產和風險轉嫁至風險投資

人，風險投資人再轉給股權投資人，而股權投資人通過公司上市將資產與風險轉移給股票投資者，股票投資者可繼續轉嫁給其他股票投資人，後者可能將資產用於質押或做成其他金融產品，如此風險進一步轉移到了整個金融市場。

趙建說，風險隨着資產在不同市場價格調節下，實現層層轉移、有效配置，讓能承擔風險者繼續承擔，投資者在風險邊際範圍內，為技術創新提供融資，進而支持到重大技術創新。



▲當前國與國之間的技術競爭白熱化，中國對人工智能等新技術的投資迫切。