



▲內地地方政府正從「GDP錦標賽」轉向「高質量發展馬拉松」。拉松。

經濟觀察家

內地地方政府正從「GDP錦標賽」轉向「高質量發展馬拉松」，產業生態、人才環境、營商制度將取代土地和補貼，成為地方競爭的核心維度。

經濟發展告別「GDP錦標賽」



國金視野
宋雪濤

今年財政收入並不弱，但支出端明顯偏慢。1-5月一般公共預算收入同比約增長4%，高於年初預算2.2%的增速目標；稅收收入同比增長4.4%，增值稅和個人所得稅都保持較快增長。與收入端形成鮮明對比的是，前5個月一般公共預算支出同比約0.8%，政府性基金預算支出同比約-4.3%，前兩本賬合計的廣義財政支出同比約-0.3%。而年初預算中，一般公共預算支出、政府性基金支出和廣義財政支出增速分別約為4.4%、5.1%和4.6%。實際廣義支出較預算目標存在明顯偏離。

財政支出低於預算，往往是因為財政減收，或者前期已經超支、後續不得不放緩。但今年收入並未明顯減弱，前期也不存在顯著超支，支出仍然顯著慢於預算。這說明，當前財政支出放緩不是「沒錢花」，而是「更謹慎地花錢」。

類似地，地方新增專項債的發行也呈現出「謹慎」特徵。一季度地方債發行較快，月度發行規模普遍在3000億元（人民幣，下同）以上。但4月專項債發行規模降至約1743億元，5月進一步降至約1608億元，較一季度明顯放緩。專項債用於項目建設的資金也大幅收縮。4月專項債用於項目建設約1173億元，約為去年同期的63.6%；5月約1176億元，僅為去年同期的39.5%。這也是近期基建投資增速超預期回落的主要原因。

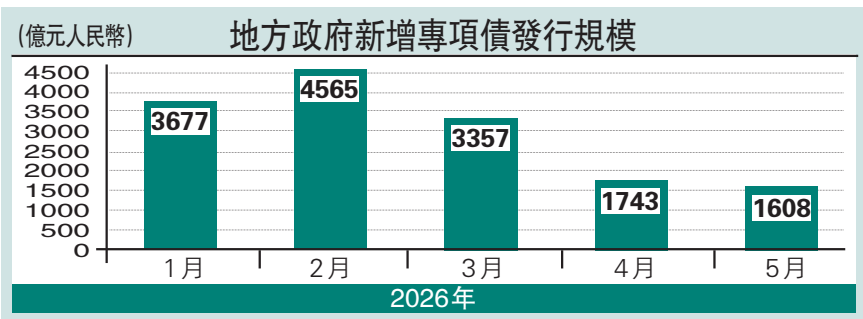
如果將年初以來的財政節奏置於更廣的政策背景中，專項債和基建節奏的放緩體現了地方投資從「先上項目、後找資金」轉向「先評估回報、再決定投資」的變化。

終身責任制 減低效投資

3月25日，人民日報發表文章《「三拍」本質上是政績觀錯位》，指出過去地方投資中存在「三拍」問題：拍腦袋上項目、拍胸脯作保證、拍屁股走人。項目在任期內立項、開工、形成投資規模，但將爛尾項目、財政包袱與民生難題等留給繼任者。謹防「三拍」現象，要在強化制度約束。地方政府需要更加嚴格評估項目收益、現金流、後續運營、資本金比例和債務風險，專項債不能簡單用於低效、重複、回報不足、變相化債或缺乏資本金約束的項目。

4月15日，國務院辦公廳發布《關於深化投資審批制度改革的意見》（即國辦13號文），明確「政府投資項目決策終身負責制，對違規決策造成重大損失、惡劣影響的領導人員和直接責任人員要嚴肅追究責任」，強調「對地方接不住、管不好的領域，要上收項目核准權限」、「根據產業發展階段、產能監測預警情況等，按權限動態調整企業投資項目核准或備案權限層級，或報國務院同意後將備案管理調整為核准管理」。

「13號文」明確政府投資項目決策終身負責制，強化全過程監管、項目審批權限優化、責任倒查和風險約束，將對地方政府投資行為產生深遠影響。從近期實踐看，不少地方政府認為，與其把大量資金投入可能利用



率不足、回報較慢的項目，不如把錢更多投向民生和更緊迫的公共需求。

過去地方更強調投資規模、開工數量、地標項目、形象工程和短期GDP拉動；未來更強調項目有沒有用、是否符合民生、是否具備長期回報、是否會增加財政風險、是否與本地發展需要相匹配。大型場館、重複園區、非剛需項目、低效工程和缺乏運轉現金流的項目，未來生存空間會愈來愈小。

今年以來，圍繞「樹立和踐行正確政績觀」的學習教育、巡視、案例通報和制度建設持續推進。2月下旬相關學習教育提出後，4月以來中央巡視組和指導組陸續進駐地方；6月15日，中紀委辦公廳通報5起政績觀偏差典型案例，涉及盲目上項目、違規舉債、政績工程、違規招商、形象工程、國資損失和隱性債務風險等問題。

結合已有的政策信號看，地方政府投融資模式正在被重塑：不能簡單以投資規模論政績，不能以GDP論英雄，不能脫離產業基礎、財政能力和人口需求盲目鋪攤子，不能以基金、城投、國企等名義增加隱性債務，也不能用違法違規返稅、補貼和地方保護破壞統一市場。

短期看，地方投資審批將會更慢、財政支出更謹慎、專項債項目篩選更嚴格、地方招商更克制。但長期看，這有助於減少低效投資、隱性債務、重複建設、返稅內捲和地方保護，讓有限財政資源更多進入交通路網、鄉村基礎設施、公共服務、民生補短板、產業配套和真正有長期回報的項目。

改革地方投融資模式

在正確政績觀和政府投資終身負責制的雙重約束下，地方投融資模式正在發生20年來最深刻的轉變。舊模式的核心理念是「土地—信貸」循環，本質是債務驅動增長，較多依賴土地、房地產、基建、城投平台和銀行信貸。地方拿地、賣地、融資、上項目、拉投資、做GDP，形成以債務、實物資產和基礎設施為核心的增長循環。維持這個循環的前提是：房價保持上漲、信貸持續擴張、將GDP增速作為地方主要考核目標。

今天，這個循環正在改變。房地產對地方財政和居民加槓桿的支撐下降，城投融資受到約束，土地出讓收入下行，傳統基建項目回報率下降，信貸增長放緩。更重要的是，樹立正確政績觀就是要打破「唯GDP」的政績考核導向，不再簡單地以增長率論英雄，這意味着地方政府過去依賴債務擴張推動增長的模式已不再適用。近年來，先進製造、半導體、AI、軟件、數據、機器人、新能源、生物醫藥和數字服務的比重上升。這些行業更依賴股權融資、產業基金、

風險資本、研發投入、人才和無形資產，而不是傳統銀行貸款和土地融資。這也是中國進入「無信貸式復甦」模式的重要背景，並不是當前的經濟完全不需要融資，而是融資方式從銀行信貸和地方債務，逐步轉向股權、產業基金、企業現金流、債券、資本市場和長期資本。地方政府投融資模式改革，正是這種宏觀轉型在地方層面的體現。

與此同時，地方政府的招商模式也在發生深刻轉變。過去的招商引資高度同質化，地方政府比拼的是土地價格、稅收返還和財政補貼。而未來的招商引資將轉向場景招商、科技招商和人才招商。

場景招商的本質，是把城市變成新技術試驗場。比如自動駕駛、低空經濟、醫療AI、虛擬電廠、充電網絡、綠色園區和公共服務數字化，都可以成為吸引企業落地的應用場景。科技招商則依賴高校、實驗室、科研院所、產業平台和技術轉移機制。比如合肥的科大硅谷、科研院所資源和產業基礎，是典型的案例。人才招商則更加關鍵。企業可以遷移廠房，但核心研發團隊、工程師、科學家和企业家人更難遷移。地方若能提供住房、教育、醫療、科研氛圍、創業便利和產業網絡，企業和上下游自然會圍繞人才形成集聚。

因地制宜提升生產力

合肥模式和杭州模式是地方投融資模式轉型的先行者，二者並不是非此即彼，核心思路都是因地制宜。合肥模式的起點是國資領投半導體、顯示面板、新能源汽車等硬科技，並逐步轉化為「強鏈補鏈」招商。合肥不僅引入了產業鏈龍頭企業，更形成了「鏈主企業—供應商—研發機構—人才—場景—基金」的完整鏈條。往前看，未來真正留住企業的，是當地有更好供應鏈、更低綜合成本、更成熟人才、更便利研發協同和更完整公共服務。

與合肥偏重產業投資、國資引導和製造業鏈條不同，杭州則代表了輕資產、營商環境和創新生態驅動的的模式，強調「無事不擾、有求必應」，通過創新雨林、市場機制、人才環境和服務效率促進企業自然生長。這代表地方政府未來發展的另一種方向：從重資產、重項目、重投資拉動，轉向輕資產、重營商環境、重創新生態、重市場服務。

未來地方政府競爭的關鍵，是根據自身稟賦選擇適合的模式。合肥模式適合在半導體、顯示、新能源汽車、先進製造等重資產、高資本開支產業上發揮國資引導作用；杭州模式更適合在互聯網、軟件、人工智能應用、創業生態和輕資產創新中發揮營商環境優勢。

（作者為國金證券首席經濟學家）

AI發展的四點思考



察股觀經
李迅雷

未來人工智能（AI）的應用端會發展怎樣，誰能精準預測呢？無人駕駛汽車、家用仿真機器人、AI眼鏡、AI手機等都在未來飛入尋常百姓家，但這需要多少年呢？是否能和如今巨大的資本開支實現無縫銜接？

進入AI時代，大家把落伍的大齡人士通稱為「老登」，網上進一步按年齡大小細分為「小登、中登、老登、神登、上古神登」等等。但作為老登，我要提出以下一些疑慮：

其一，2026年取得暴利的AI企業，大部分都屬於AI基礎設施建設的設備和材料供應商，如英偉達、海力士、台積電、三星存儲、美光、博通等，而買方則多是谷歌、亞馬遜、Meta等雲巨頭，如果它們2027年的銷售收入沒有相應增加，那麼，2027年的資本開支增速還會達到100%或50%嗎？如果增加不了那麼多，那麼，「賣鏟子」的公司估值水平是否有下行風險？

其二，中國在算力方面正努力縮小和美國的差距，且主要靠政府部門來擴大資本開支，但這樣的基礎設施投入能否帶來相應的現金流，如果不能在幾年內見效，是否還會繼續且大量投入財政資金？全球會否面臨算力過剩的風險？

其三，現在AI機器人公司多如牛毛，雖然工業機器人已經很成熟了，但AI機器人基本上都屬於程序設定好的「表演類」機器人，智能化程度與人們的預期相差甚遠。中國在機器人的硬件方面，全球領先，但在數據和軟件（操作系統）方面則偏弱，據說迄今還沒有一家進入全球前十。總體感覺AI在算力、文字和圖像創作等「紙上談兵」方面的優勢強大，但在行動方面卻非常吃力，所謂知行合一太難了。而更難的是機器如何與人進行互動，這恐怕需要更長的時間。

但我們中的大部分人卻恨不得像科幻小說一樣，讓一個無所不能的機器人很快出現在眼前。恐怕大家還得耐心等待，如馬斯克的腦機接口公司Neuralink在10年前創立，目前仍未上市，其估值（市值）僅僅在90億美元左右（約702億港元），可見腦機接口技術還未成熟，否則早就該放大了。

同樣，自動駕駛系統也面臨類似的問題，需要大數據和相應的過硬軟件。只有當家用AI機器人和純自動駕駛汽車實現商業化，產生可觀的銷售收入時，筆者才相信AI端側的盈利模式成功了。2026年被普遍視為L3級（有條件自動駕駛）規模化商用的關鍵驗證年，而要達到L5級（完全無人駕駛），恐怕還需要10至20年時間。

執迷抄底 機會成本高昂



樓市新態
汪敦敏

上星期去指壓師那裏做保健，對方分享了一個頗有意思的故事。她有位回流香港的朋友，抱怨樓價跌得不夠，令自己回港之後反而買不到樓。指壓師聽完感到奇怪，直言：「你當年移民離開香港時，樓價仍在高位，照計應該摸項沽出賺了不少吧。」但回流人士吐苦水，過去幾年在外國生活，不但要支付居所租金，加上沒有穩定工作，每月生活開支持續消耗資金，最終變成「坐食山崩」。表面上似乎避過了香港樓價回落，但實際上付出的成本同樣沉重。

筆者並不是想評論移民與否的對錯，而是想帶出一個關鍵概念——機會成本（Opportunity Cost），每一個決定背後，都有其代價與風險，亦需要為當時的選擇負責。

試計算指壓師朋友的倫敦生活開支。根據英國國家統計局數據，2026年6月英國私人住宅租金按年上升3.3%，平均每月達1383英鎊（約1.45萬港元），倫敦更高達2294英鎊（約2.41萬港元）。

另根據uk-lifeinsurance.com數據，去年倫敦單人每月基本生活開支（包括食物、交通與水電）約為1063鎊（約1.1萬港元）。換言之，連同上述每月2294英鎊的租金，平均每月生活成本可達3357鎊（約3.5萬港元）。一年下來，在倫敦的生活開支達42萬港元，5年則是210萬港元，10年累計高達420萬港元，這個金額相當於屯門

基於此，筆者認為至少目前AI產業的諸多商業模式還不能形成規模效應。即如果AI企業的收入來源主要還是靠賣給企業（B端）或政府（G端），而非個人用戶（C端），那麼，某些AI的產業鏈終將有斷裂風險。

其四，我認為存儲芯片存在巨大需求，這種需求來自對算力的巨大需求，現在的大模型多集中在大語言模型、推理大模型等，未來隨着無人駕駛和仿真機器人的推廣，以及AI與量子科技、生命科學、新材料、新能源、6G等領域技術協同創新，物理世界大模型、科學大模型的應用及對巨量數據的需求大增，存儲芯片將進入超長上行周期。但如果擴產能過快，是否也會帶來產能過剩？

任何行業都難逃由盛轉衰

筆者曾是攝影愛好者，膠卷機盛行的年代，膠卷市場被柯達和富士所壟斷，看起來牢不可破，如今這兩大巨頭公司則早已改弦易轍了。當時最貴且專業的膠卷相機是哈蘇，後來數碼相機崛起後，佳能和尼康的單反成為業餘愛好者的標配，我也曾被動地更新相機和存儲卡，購置不同功能的鏡頭。但好景不常，智能手機的攝影功能愈來愈強悍，如今在旅遊景點拍照的遊客都很少帶相機了。用這個例子來類比當前的存儲芯片和AI的端側產品，不知是否恰當？

任何一個行業的發展過程，都會經歷盛世年華、英雄輩出的時代，同樣也會遭遇產能過剩的衰退期；在經歷幾輪盛衰周期之後，行業集中度進一步提高。例如，手機品牌的全球銷量排名，前兩名分別是三星和蘋果，第三名是國產的，但銷量與第二名差距甚遠。

作為老登，筆者也曾經年輕過。30年前，我入行證券業，任職於當時市場化程度最高的券商，且入職不久就晉升到了管理崗位。後來這家券商經歷了幾輪合併，最後連名字都找不到了。但當時的領導在組織管理團隊面試新員工的時候講了一句話，我至今都記得很清楚：新員工是我們的掘墓人。言下之意是，如果你不進步，那只能被淘汰。

我想，硅基時代的迭代過程更快。如果說摩爾定律所反映的速度是10年增長100倍，那麼，AI是當前唯一處於並且在可以預見的未來持續處於指數式快速增長的技術（scaling law），可能符合超摩爾定律，即10年增長100萬倍。今後，大量的程序員崗位被AI替代，網約車司機失業，這些巨大的改變對人類社會和經濟將帶來哪些影響，現在確實還是一團迷霧。

（作者為中泰證券首席經濟學家）

一個2房私樓的樓價。有關數字無論我們打幾多折，都改變不到以下的比較。

相反，原本是租客指壓師，在2019年高位以410萬元購入原本租住的單位，當時承造九成按揭，利率約2.5厘。過去供了約85個月，她一方面省卻的租金支出約102萬元（以每月租金1.2萬元計）。假設每年租金溫和上升2%，累積租金高達108萬元。另一方面她每月供樓已還本金約64萬元，雖然樓價一度下跌約三成，其後回升一半，就算在這一時刻賣出，單是供樓累積的本金也能夠對沖樓價跌幅。

低息環境 供平過租

更重要的是，指壓師是在低息環境入市，至今仍享受相對較低的供款成本，供樓早已低於市場租金，隨着時間推移，供款中利息比例下降，本金比例上升，財務結構愈來愈健康。若她當年選擇繼續租樓，不但至今支付逾百萬元租金，未來更要面對租金上升壓力，亦得不到每月供樓日益增加的本金部分，如果樓價上升的時候更加享受不到。

其實，投資賺與蝕很多時並不是表面所見，亦不像網上某些評論般簡單直接。每個人的處境不同，風險承受能力與機會結構亦各有差異，不應盲目人云亦云。比如說有人富而不富，市場上確實存在不良商人，但同時亦有不少白手興家的奮鬥者。與其花時間埋怨或仇視，不如將精力放在提升自己、把握機會，長遠而言回報往往更高。

（作者為祥益地產總裁）