



▲中國的宏觀經濟政策出現明顯轉向，在促消費和改善民生方面的投入明顯增加。

經濟觀察家

研究當前經濟形勢、部署下半年經濟工作的中央政治局會議於7月30日如期召開。

該會議不僅為下半年經濟政策的出台提供依據，還為下一個五年的經濟發展提出了總體思路和框架。當然，普羅大眾關注的還是樓市、股市，以及各類商品的價格走勢會怎樣，對自己的生活經營活動或資產配置會帶來怎樣的影響。本文對會議文件作簡要解讀。

解讀政治局會議的經濟信號



下半年還會降息嗎？利率是資金的價格，降息有利於穩樓市、穩股市。但不同於4月25日的政治局會議，今次政治局會議沒有提「適時降準降息」。那麼，是否意味着下半年不會降準降息了？這倒未必，因為背景很重要。

4月25日的時候，中美貿易戰的激烈程度堪比上甘嶺，這個時候需要降準降息來提振信心，需要穩股市和樓市，且把穩股市放在第一位。如今呢？中美貿易談判還在進行中，關稅稅率比4月份大幅下降，上半年GDP增速達到5.3%，滬綜指已經反彈到了3600點，故沒有必要在這個時候發出強烈的逆周期調節信號。

年內還有降息可能

當然，會議提出「貨幣政策要保持流動性充裕，促進社會綜合融資成本下行。用好各項結構性貨幣政策工具，全力支持科技創新、提振消費、小微企業、穩定外貿等」，其中有「綜合融資成本下行」，降低融資成本最好的辦法就是降息，畢竟如今的貨幣政策已經從過去的「穩健」改為「適度寬鬆」。

如果美聯儲下半年降息呢？如果下半年經濟下行壓力增大呢？去年7月30日也沒有提降準降息，但9月26日的政治局會議就提出了要實施有力度的降準降息。

房價還要不要穩？閱讀此次政治局會議新聞通稿全文，沒有出現「房地產」三個字。而在4月25日政治局會議上則提出「加快構建房地產發展新模式，加大高品質住房供給，優化存量商品房收購政策，持續鞏固房地產市場穩定態勢」。這應該是歷次政治局會議通稿中第一次沒有出現「房地產」三個字。

那麼，是不是就不用「穩樓市」了？顯然不能這麼理解。一季度房價出現了短暫的回穩，這當然是好事，也希望能「鞏固」，但畢竟房地產仍處在人口老齡化加速背景下的長周期回落階段，得尊重市場規律。如果一定要穩住房價，需要怎樣規模的財政支出和與之配套的貨幣政策？所以，不提房地產，並不是房地產不重要了，或者放棄穩樓市的目標了。而是因為房地產處在下行周期的哪個階段不好判斷，政策如何發力存在難點。

股票市場還能繼續上漲嗎？記得去年9月24日之前，滬綜指跌破2800點，如今超過3600點，累計漲幅超過30%。這次政治局會議提出「增強國內資本市場的吸引力和包容性，鞏固資本市場回穩向好勢頭」，這是對前期穩股市政策取得成效的肯定，且同時希望回穩向好的勢頭能鞏固下去。

滬綜指自2021年達到3700點以來的四年時間裏，第一次出現幅度較大的反彈。比較日經指數1995年6月至1996年6月出現上漲了55%，似乎有一定的可借鑒之處：日本1991年房地產價格步入高點後泡沫破滅，由於日本央行降息後，日本股市也一直沒有出現像樣的反彈，直到1995年日本銀行出資約2萬億日圓設立平準基金救市，9月份日本央行又將政策利率下調，從1%下調至0.5%，才催生了這輪強勁反彈。今年中國以中央匯金為主導的類平準基金已經在穩股市方面發揮了積極作用，諸多上市公司回購自己的股票，大股東減持的條件也更加嚴苛，這對穩股市起到了積極作用，但要讓股市繼續上行，還得有基本面的支持。其中能否採取有力度的降息很重要。1995年日本央行將利率降至0.5%，實際上開啟了零利率時代。

財政仍存發力空間

反內捲會帶來大宗價格持續反彈嗎？近來諸多大宗商品的期貨價格出現了大幅反彈，這樣的反彈還會持續嗎？現貨價格能被帶動上漲嗎？這還得從供需關係去考慮。反內捲的着力點是反對無序競爭，而不是單純為了抬高價格，如果只是壓縮供給、淘汰過剩產能，而不是擴大需求，那麼，大部分大宗商品的價格還是難以持續回升。

今次政治局會議要求「依法依規治理企業無序競爭」，相比7月1日中央財經委員會會議要求「依法依規治理企業低價無序競爭」，少了「低價」二字，可能是因為7月以來國內定價的商品多數上漲，在有效需求不足的情況下，這會擠佔中下游行業的利潤。會議提出要推進重點行業產能治理，主要是包括哪些行業呢？近期，光伏、水泥、汽車行業協會分別採取了自律行動，國家能源局開展煤礦生產情況核查，工信部也明確將實施新一輪鋼鐵、有色金屬、石化、建材、機械、汽車、電力裝備等十大重

點行業穩增長工作方案，推動重點行業調結構、優供給、淘汰落後產能，可關注政策的落地進展及實際效果。

對於市場充分競爭的行業，估計價格上漲的空間不大，而對於有一定壟斷性、國家管控能力強的行業，價格的提升空間或會大一些。但從長期看，價格由供需關係決定，人為管控價格，會導致價格扭曲，對經濟反而不利，這應該也不是反內捲的主要目的。與十年前的供給側結構性改革相比，中國已經從房地產的上行周期步入下行周期，經濟收縮的壓力大於擴張的壓力，故PPI的由負轉正，僅僅靠反內捲是不夠的，還得靠需求的擴張，發揮中央財政加槓桿的功能。

宏觀政策走在正確的道路上。自去年9月24日之後，中國的宏觀經濟政策出現了明顯的轉向，即在促消費和改善民生方面的投入明顯增加。這次政治局會議指出，「在保障改善民生中擴大消費需求」，說明改善民生和促消費是一致的，並且主要靠中央財政發力。2025年二季度，宏觀槓桿率上升1.9個百分點，從一季度的298.5%提高至300.4%，其中居民部門槓桿率下降0.4個百分點，從一季度的61.5%降至61.1%；非金融企業槓桿率上升0.3個百分點，從一季度的173.7%提高至174.0%；政府部門槓桿率上升2.0個百分點，從一季度的63.3%提高至65.3%。說明上半年的經濟回穩，主要靠政府財政發力，尤其是中央財政的發力。

展望未來，其實中央政府加槓桿的空間還很大，因為目前的槓桿率水平大約為26%，美國中央（聯邦）政府的槓桿率水平為125%左右，且最近又把聯邦政府的債務上限提高至41萬億美元。在經濟收縮周期中，民營企業和居民部門的行為一定是順周期的、即縮表，故只有政府大力度地採取逆周期政策，才能提振信心、改變預期，帶動民企和居民部門成功突圍。

（作者為中泰證券首席經濟學家）



▲上半年中國GDP增速達5.3%，滬綜指反彈到3600點，分析認為沒有必要在這時發出強烈的逆周期調節信號。

AI時代 企業家更有用武之地



英偉達公司創始人兼首席執行官黃仁勳近日訪問北京。儘管這是他今年第三次訪問中國，但其對中國科技行業，尤其是芯片、人工智能及機器人領域的發展所展現的樂觀與推崇，仍備受外界關注。

筆者作為英偉達的前全球副總裁，這位老戰友、老同事、老朋友在訪京之旅中發表的兩句話讓我印象十分深刻：其一，他認為人工智能下一個浪潮——「物理AI」將在十年內出現，並徹底改變現有的工廠模式；其二，他在點評與華為的關係時提到「對手不是敵人」，充分體現了他的前瞻性和市場智慧。

對於人工智能的「下一個未來」，黃仁勳早前出席中國國際供應鏈促進博覽會時便表示，人工智能在這一時刻已經屬於「基礎設施」，就像電力和互聯網，剛出現時是獨特事物，現在則已是生活基本。現在我們常用的AI，已經能夠理解信息並生成信息，就是所謂的「推理AI」。「推理AI」之所以高效強大，因為它能夠像人類一樣，理解和解決它從未遇到過的問題，將問題一步步拆解，最終找出解決難題的辦法來，例如GPT、DeepSeek等大語言模型。這些AI模型在生成人類語言和抽象概念方面能力驚人，但它們對物理世界了解有限，並受其規則約束，因此現時我們泛用的「推理AI」是屬於虛擬世界的。

不過，黃仁勳認為，人工智能的下個浪潮是「Physical AI」，即是「物理AI」。顧名思義，「物理AI」是一個能夠理解物理世界並且執行任務的AI，透過感知三維空間和物理行為、理解並在現實的物理世界中執行複雜的操作，從而與現實世界形成互動。按其意思，今年以來內地爆火的機器人，就是「物理AI」的體現。「物理AI」的強大，在於其可在模擬環境中給予自主機器如機器人傳授技能，而且借助這種強化學習，「物理AI」可利用自主機器通過數千甚至數百萬次的重複行為中試錯並加以糾正，安全快速地學習技能，以

便在現實世界中執行操作，例如我們見到機器人翻筋斗，就是「物理AI」在強化學習中不斷的「跌倒」，最後掌握動作平衡。

正如「推理AI」可以理解問題，找到解決辦法，隨著時間推移，「物理AI」可以令自主機器發展出現實世界應用所需的各項技能，且能靈巧精細操作，並因應環境變化作出最合理判斷和調整，例如巧手地包裝禮物、選擇最高效的路線搬運貨物等等。而這樣一個將顛覆每個行業的人工智能新浪潮，黃仁勳預計十年內便會出現，屆時將徹底改變現有的工廠模式，自主機器與人類並肩工作，製造智能產品。

更多智能產品湧現

可以想像，人工智能的下一波浪潮，對每個行業、公司產品和服務所帶來的改變會更巨大，並引發新的工業革命和增長機遇。要把握好這一輪新機遇，人才與廣泛應用場景是關鍵因素。黃仁勳曾指出，全球50%的人工智能研究人員是中國人，可見中國是全球頂尖人工智能人才的最大來源國；很多製造業、服務業公司正快速把人工智能融入產品，多元化的應用場景，讓中國在全球AI競爭中更有優勢。

但在看到光明的啟示同時，我們也不能忽略人工智能發展帶來的新挑戰。《人類簡史》作者赫拉利（Yuval Noah Harari）在一場有關AI的演講中，觀點銳利、發人深省。他提出未來的人類可能會出現「無用階級」，意思是在AI時代當中，可能會有一部分人找不到發揮其傳統價值的位置，這不僅是失業問題，更是社會結構分配的重新洗牌，例如金融分析、醫學影像診斷等等專業或會陷入「英雄無用武之地」，因AI可能比人類更精準地從事這些工作。

我們是否要因此放棄AI？這似乎並不理智，正如筆者常說，每一輪革命時代，企業家都要有敢於改變的精神，是AI搶走你的「用武之地」嗎？其實不然，搶走你飯碗的其實是懂得使喚AI去用武的人，所以我們不僅僅要重視技術的開發及發掘更多新的應用，還要及早培養能適應新時代的人才，才能抓住AI機遇。

（作者為天九企服董事長兼CEO）



◀AI時代中，人類在醫學影像診斷等專業或陷入「英雄無用武之地」，因AI可能比人類更精準地從事這些工作。

去庫存未完 現樓主導一手市場



特區政府最新數字顯示，未來幾年新盤供應量跌至10.1萬伙，創近十一個季度新低，更比高峰期少了超過一萬伙，差不多「蒸發」了整個沙田第一城。

房屋局每季都會公布「私人住宅一手市場供應」，包括已批圖則但未動工「俗稱熟地」、施工中、已建成但未售出單位。本季（截至2025年6月30日）最新數據是10.1萬伙，按季減少4000伙，連跌五個季度，是自2022年三季度以來最少供應。相比去年初歷史高位11.2萬伙，跌幅近一成。

供應下滑，源頭不難發現。今年二季度私人住宅施工量僅錄2500伙，為三年新低，按年大減逾七成，反映發展商建屋意欲明顯轉弱。同季已批出土地但未動工的單位亦降至約1萬伙，較首季少2000伙。這批「熟地」理論上可隨時動工，惟未見實際行動，反映發展商普遍審慎，延後推展。高息環境令融資成本上升，加上建築費高企、人手短缺等，進一步壓縮利潤空間。

此外，一手貨尾按季減少約1000伙，惟目前仍逾2.7萬伙待售。以每年吸納量約1.5萬伙計算，清理庫存尚需近兩年，致令發展商傾向採取「先去庫存、後起樓」的策略。隨着一手供應自高位回落，發展商亦積極去庫存，樓價壓力將得以減輕，甚至有機會為樓市

帶來溫和支持。

即買即住 即收租

在「現樓當道」的市況下，即買即住、即買即收租成為主流取向，用家與投資者均積極入市。7月份一手市場錄得約1900宗成交，按月升幅達兩成，其中現樓比重多達八成以上。成交最旺為屯門NOVO LAND第3A期及元朗柏瓏，兩盤合計佔全月現樓成交逾四成，進一步突顯現樓物業備受追捧。啟德該月近200宗成交中，現樓佔近九成。現樓受追捧，有助加速去化庫存，緩解一手貨尾供應壓力。

此外，美國總統特朗普再次呼籲聯儲局減息，令市場對減息的預期升溫，「供平過租」現象更為明顯。配合減息預期上升及經濟氣氛改善等宏觀因素，若後市出現新一輪需求釋放，供應端的壓力將不再是拖累樓價的主要因素。近期樓價呈反彈，差估署最新公布數字顯示，6月份私人住宅售價指數286.7點，按月升0.03%，連升三個月，為2023年4月以來最長升浪。

（作者為中原地產亞太區副主席兼住宅部總裁）



►現樓受追捧，有助加速去庫存，緩解一手貨尾供應壓力。

