



▲今年前十個月，中國出口7473萬噸鋼材，數量高於去年同期。

中國國家統計局近期公布10月份的經濟數據，數據走勢存在比較明顯的分化：工業生產和製造業投資維持復甦態勢，但價格和出口持續走低。那麼，為什麼會出現需求低迷與投資復甦的背離走勢，中國經濟四季度又會如何呢？

數據顯示，10月份，全國居民消費價格（CPI）同比下降0.2%，較前值回落0.2個百分點；環比下降0.1%，再度轉負；全國工業生產者出廠價格（PPI）同比下降2.6%，跌幅較前值擴大0.1個百分點；環比持平。10月份出口數據低於預期。按美元計價，出口2748.3億美元，同比下降6.4%，絕對值較前值下降近243億美元，同比降幅擴大0.2個百分點。

價格下降刺激需求 推動經濟築底



大學之道 清和

智本社社長

工業增加值和製造業投資依然保持一定的強度。數據顯示，前十個月，固定資產投資同比增長2.9%，房地產投資為拖累項下降9.3%，製造業投資為主要拉動項增長6.2%；規模以上工業增加值同比實際增長4.1%。8月至10月，規模以上工業增加值表現穩定，同比實際增長保持在4.5%左右。

上述背離可能是一種「降價效應」，即價格下降刺激需求增加，終端銷售額未明顯上升，但上游生產量和投資量保持增長。

由於今年人民幣匯率下跌（數據截至11月16日，離岸人民幣上漲4.95%），以美元計價出口的價格效應頗為明顯。能源、礦產、原材料及其加工品價格下跌，出口金額下跌，但數量下跌幅度明顯低於價格，甚至還有所上漲。

今年前十個月，以美元計價，稀土出口金額同比下降27.7%，數量卻增長7.7%；鋼材出口金額同比下降7.8%，數量卻增長34.8%；集成電路出口金額同比下降14.1%，數量只下降4.1%；液晶平板顯示模組出口金額同比下降4.1%，數量卻增長1.4%。

部分終端消費品也呈現這種特徵：箱包及類似容器出口金額同比上升4.7%，數量大增13.2%；鞋靴出口金額同比下降12.3%，數量只下降3%；手機出口金額同比下降8%，數量只下降6.5%。

儘管原料及其加工品、終端消費品的出口金額下降，但出口數量並未顯著下跌，甚至出現上漲。今年前十個月，中國出口了5309萬噸成品油、4.46萬噸稀土、2577萬噸肥料、7473萬噸鋼材，數量方面高於去年同期。

生產投資保持韌性

由此看來，生產端仍保持一定的韌性。今年前十個月，以數量計算的原料，乙烯、化學纖維、鋼材、十種有色金屬、原油加工量、天然氣仍保持5.7%至11.2%之間的增長；仍產出2366萬輛汽車、699萬輛新能源汽車、12.4772億台手機、2765億塊集成電路，數量上維持同比正增長。

相應領域的投資則保持一定的強度。今年前十個月，電力、熱力、燃氣及水生產和供應業投資增長25.0%，基礎設施投資（不含電力、熱力、燃氣及水生產和供應業）同比增長5.9%，製造業同比投資6.2%。製造業方面，專用設備投資同比增長10.7%，電氣機械和器材製造業投資同比增長36.6%，汽車製造業投資同比增長18.7%，化學原料和化學製品製造業投資同比增長13.4%。

從經濟學的角度來看，價格效應符合需求原理，說明價格調節機制正在發揮作用。當價格下降時，需求上升，庫存下降；當需求增加到一

中國居民消費價格指數（CPI）走勢



定程度，價格上升，刺激供應量增加，經濟持續復甦。這就是市場出清的過程。

當然，在價格下降、需求上升時，企業將經歷一段利潤損失的艱難過程。企業降價銷售，以價換量，犧牲利潤清理庫存、回收現金流，利潤下降幅度大於營業收入。數據顯示，今年前九個月，全國規模以上工業企業營業收入同比持平，但利潤總額下降9.0%。價格下降幅度最大的採礦業，營業收入同比下降10.3%，利潤總額大降19.9%。

此外，製造業利潤總額同比下降10.1%。其中，化學原料和化學製品製造業利潤下降46.5%，紡織業下降10.2%，傢具製造業下降14%，計算機、通信和其他電子設備製造業下降18.6%；汽車製造業營業收入同比增長10.4%，利潤增長只有0.1%。

不過，三季度規模以上工業利潤不斷修復，前九個月降幅較上半年收窄7.8個百分點。這說明當前價格正在發揮作用，刺激需求增加，庫存下降，利潤修復，推動經濟築底、企穩並走向復甦。

政府融資延續強勢

觀察四季度及明年經濟復甦，可以從兩個角度入手：

一是價格調節，即價格從下降到上升的過程，觀察企業庫存下降到多少、供應量是否增加、利潤何時轉正。在下游零售業、服務業、出口外貿等市場化程度高的領域，價格調節是市場復甦的核心力量。

二是政府政策，即財政政策和貨幣政策如何有效施策，政府能否擴大投資，提振總需求，抑或是通過轉一轉支付的方式，激勵投資和消費信心復甦。

今年政府融資延續強勢，但投資效果低於預期。前十個月，社會融資規模增量累計為31.19萬億元（人民幣，下同），比上年同期多2.33萬億元。政府債券融資和國有企業中長期貸款是社融增量的主要支撐項。其中，10月政府債券淨融資1.56萬億元，同比多1.28萬億元，佔當月社融增量的84%。

由於地方政府債務規模龐大，大量債務融資用於「借新還舊」，實際投資比例較低。數據顯示，今年前十個月，地方政府發行債券融資規模為8萬億元左右，其中「借新還舊」總額達到3.97萬億元，佔比為

49.57%，該比例遠高於2020年的29.35%。10月份，新一輪化債工作開始啟動，特殊再融資債券發行總額超過1萬億元，用於地方債置換，地方政府投資被進一步擠佔。但另一方面，國務院確定發行1萬億元特別國債，用於防洪防水等基礎設施投資。該筆投資將成為今年年底和明年上半年政府投資的基本盤。

筆者預計，未來幾年，地方政府借債還債、中央政府借債投資，將成為政府債務融資與安排的基本模式。

此外，由於民間投資信心不足，政府支出乘數效應下降，公共投資效果不及預期。今年前十個月，在固定資產投資中，國有控股投資同比增長6.7%，民間投資同比下降0.5%。房地產是民間投資的主要構成部分及拖累項。扣除房地產開發投資，民間投資同比增長9.1%。

地產支持陸續有來

須注意的是，房地產是國民經濟的支柱產業，目前尚未出現止跌企穩。經濟復甦的兩大動力——價格調節和政府政策，似乎對房地產市場修復作用有限。價格下降並未提振銷售，政策調整也未改善開發商困境。數據顯示，今年10月房地產未能延續9月份復甦，銷售、投資和融資在低基數基礎上均大幅度下滑。其中，開發投資同比下降16.69%，銷售面積同比下降20.34%，開發投資來源同比下降17.03%。10月末，商品房待售面積6.4835億平方米，同比增長18.1%，預計年底房地產庫存將接近或超過2015年峰值水平。

當前，房地產政策正處於切換周期，政府在推動「新房地」，一方面放鬆需求端管制，鼓勵剛需和改善性住房，刺激房地產市場回暖；另一方面推動城中村改造，建設租賃性保障房。但如果不出台額外的政策，尤其是對開發商的流動性支持的政策，開發商很難靠銷售緩慢復甦脫困，一些大型民營房企將陷入債務危機，房地產市場的修復周期將被拉長，同時拖累宏觀經濟復甦。

事實上，決策層已經開始考慮加大對開發商的流動性救助以避免債務風險外溢。市場傳言，政府正在擬定房企「白名單」，鼓勵金融機構增加相關融資支持；人民銀行也在考慮使用抵押補充貸款（PSL）、專項債等工具，加大投資三大工程——保障房、城中村改造和「平急兩用」基建。

「具身智能」產業前景廣闊



創科宇宙 梁穎宇

創業投資者聯盟召集人

一連寫了多篇關於生成式人工智能（AI）的文章，不難察覺目前發展比較成熟的應用，主要還是通過裝上軟件和演算法的終端機與用戶互動。科幻電影中看到像人類般懂聽說、對答如流、活動自如的智能機器人，迄今還沒走出電影的虛擬世界。要實現這個終極目標，AI領域的下一個挑戰將是實現「具身智能」（Embodied Artificial Intelligence），即能夠通過自我學習掌握各種技能，並具備執行能力的高端機器人。

具身智能簡單來說，就是賦予AI系統一個支援物理交互的軀體，把兩者結合成一個軟體合一的智能體後，可以像人類一樣與環境交互感知，通過觀察、移動、說話和與世界互動，從而完成現實生活中各種任務。目前，日常生活中可見的一些智能服務機器人、自動駕駛汽車、聊天機器人等都是具身智能的雛形。但由於主要依賴預載的程式來實現控制，與具身智能的終極形態存在相當大距離。

要了解具身智能可先從與之相對、較多人接觸過的非具身智能（Disembodied AI或Internet AI）開始。非具身智能聚焦於AI的軟件應用，不考慮具體形態、不需要物理交互、專注於抽象演算法的開發，如近年發展迅速的深度學習和生成式AI大模型等，衍生出如ChatGPT、Midjourney等各種多模態應用。具身智能同樣擁有AI，但一個重要條件是具有能支援感覺和活動的物理身體，理想中的具身智能是能夠像人類般主動去感受世界，聽懂人類語言，然後分析任務進而採取行動，過程中可即時驗證並調整模型，最終完成相應任務。

要複製人類眼耳鼻身意般的五感，自然不是一件容易的事，具身智能包含了AI領域幾乎所有的技術，包括機器視覺、自然語言理解、認知和推理、機器人學、博弈倫理、機器學習等，是AI的集大成者。隨著深度學習的不斷進步，生成式AI大模型日益向多模態發展，特別是大語言模型的發展，結合視覺等多種感測器的複雜多模態模型，大大加快了具身智能的研發和落地速度。

具身智能的「頭腦」通常是由深度神經網路模型驅動，GPT等大模型的出現提供了新思路，具有通用能力的大語言模型和視覺語言模型等模型，通過將

圖像、文字、具身數據聯合訓練，增強模型對現實環境中物件的理解，賦予具身智能強大的泛化能力。機器人技術則提供了可以與物理世界互動的「身體」，通過集成攝影鏡頭、麥克風和觸覺感測器等一系列感測器，讓AI可以像人類一樣依靠感官來感知世界；再配上輪子、電動關節等執行器為AI提供了運動能力的軀體。

更重要的一點是，非具身智能沒有眼耳鼻和四肢感官，無法自主地採集數據，只能被動地接受人類已經採集好的資料。目前大部分深度學習模型訓練使用的都是來自於互聯網的歷史數據，一旦遇到訓練環境中沒有出現過的問題，就需要收集資料再重新反覆運算優化，這個過程的效率很低。未來具身智能模型的訓練與測試可以與雲服務相結合，在雲端虛擬模擬場景下，進行端到端的實時訓練與測試，毋須再靠人手寫代碼去更新迭代，自然大大加速了具身智能的進化速度。

有望取代危險工種

目前，谷歌、微軟、特斯拉等科技公司都公布了自家的具身智能產品，如今年3月份谷歌推出的PaLM-E，就是一種多模態具身視覺語言模型（VLM），讓機器人可以基於大模型來理解圖像、語言等數據，執行複雜的指令，而無需重新訓練。這種一步到位的研發路線看起來很酷，但耗時漫長，距離產業可用還比較遙遠。

更可行的技術落地路徑是，讓不同任務通過不同模型來實現，比如用語言大模型來學習對話、視覺大模型來識別地圖、多模態大模型來完成肢體驅動，把所有的指令分解執行，再通過大模型來完成自動化調度和協作。

中國的政策也在推進具身智能的發展，工信部於今年11月2日發布《人形機器人創新發展指導意見》，為中國人形機器人發展定位。提出以大模型等AI技術突破為引領，在機器人已有成熟技術基礎上，重點在人形機器人「大腦」和「小腦」、「肢體」關鍵技術、技術創新體系等領域取得突破。

產業智能化的浪潮為具身智能提供了市場，比如在工業場景下的「抓、拿、放」，可以取代人工操作危險或繁瑣重複的工序，如煤礦井下作業、港口倉庫搬卸、搬家快遞服務、清理事故現場和救災等領域。若再加上引入多模態輸入，讓使用者可用語言直觀控制如機械臂、無人機、家庭輔助機器人等，更可將應用範圍迅速擴展至日常生活層面，並產生巨大的產業價值。

發展商趕業績 一手重歸熱鬧



樓語縱橫 楊永健

世紀21·Q動力總經理

還有一個多月就已經是聖誕節長假期，換言之2023年已進入尾聲。今年快將過去，今年樓市成績可說是差強人意的。

首先由於今明兩年是新盤落成的高峰期，面對大量新盤競爭，原先市場估算今年一手銷售會較去年大幅回升，全年銷量或會重上1.5萬伙的高位。奈何事與願違，截至目前，今年新盤銷售已超越9000伙，與去年全年總數基本持平。相信今年新盤銷售會較去年增加一至兩成，預計全年可達1萬至1.1萬宗。

新盤增優惠攬客

無可否認，今年的新盤銷情出乎發展商預料之外，但正如早前所言，由於今明兩年是新盤落成的高峰期，過去2、3個月間新盤市場遇上「冷鋒」，新盤貨尾總數急速上升，最新貨尾總數已超越2萬伙，發展商自然需要加快銷售，幸好施政報告為樓市減辣，加上美

國息口或許經已見頂，發展商亦趁機減價清貨尾。

近日新盤推出各式各樣的優惠，有的推出樓價保障，假若未來半年樓價持續回落，發展商會提供回贈，與此同時亦有人趁機增加回贈，或是印花稅回贈等優惠，減辣加上減價的配合，發展商一連串攻勢令成交回升。其中，港島一手成交大增，晉環、揚海等港島地鐵上蓋現樓促銷，買家可以即睇即揀，加上2024年黃竹坑上蓋商場開幕，令港島區新盤銷售增加。

隨着港島新盤銷售增加，本月新盤銷售已近400伙，相信未來一段時間九龍區以至新界區，新盤銷售亦會回升。踏入本月底前，亦會有發展商趁勢推出大型新盤登場，定價亦會延續早前震撼價登場，今個月新盤銷售勢必重上1000伙以上水平。

總括而言，年近歲晚，發展商自然需要「趕業績、追銷量」。始終按目前的新盤銷量而言，部分發展商的銷售量仍然不及去年，相信稍後發展商需要加快新盤推售的步伐，亦會全力促銷貨尾，相信今年聖誕節前新盤市場勢必回歸熱鬧。



▲發展商為新盤推出各式各樣優惠，減辣配減價，一連串攻勢令新盤成交回升。