

大湾区调查结果表明经济正在回归正轨

- 大湾区经济活动及情绪指数显示经济持续复苏；2021 年第 1 季度经济增长将回归正轨
- 生产与出口的改善为制造业注入强心剂；宽松信贷政策消退
- 受访者分享了 2021 年业务计划，其中包括扩展内地业务和市场

大湾区情绪指数超过 50

基于与香港贸易发展局（“贸发局”）合作，对在粤港澳大湾区（“大湾区”）运营的 1,000 多家公司开展的季度调查，我们编制了“渣打大湾区营商景气指数”（GBAI）。该指数表明 2020 年第 4 季度大湾区营商信心持续改善。GBAI 商业活动“现状”指数从 2020 年第 3 季度的 42.4 攀升至第 4 季度的 50.2，超过了 50 的中界线。虽然具前瞻性的“预期”指数从之前的 56.2 降至 54.1，但依然处于扩张区间，表明随着中国走过了新冠疫情后经济复苏曲线的最陡峭部分，经济发展步伐进一步走向正轨。

从子指数来看，在生产与销售、订单及利润的带动下，经济正在全方位复苏。“制造与贸易”超越“创新与科技”；在强劲生产与出口的带动下，“制造与贸易”的“现状”和“预期”指数分别录得 51.6 和 55.4，为表现最出色的行业。随着货币政策转向中性，制造业受访者大多表示其借贷成本已触底回升，但盈余现金及应收账款周转率的改善抵消了这方面的影响。城市方面，受益于深圳和广州的溢出效应下，东莞和佛山继续迎头追赶，该两座城市的子指数跑赢其他城市。我们的主题调查显示，受访者计划在 2021 年再次提升加薪幅度，相对于全球市场将更多依托境内市场，扩大在大湾区大型内地城市的运营。受访者还预计，相较中国的其他经济区，大湾区能继续维持竞争优势，但表示在人才素质领域仍有改善空间。

刘健恒
+852 3983 8565
Kelvin.KH.Lau@sc.com
大中华区高级经济师
渣打银行（香港）有限公司

图 1: GBAI 营商指数及其八个子指数

	现状			预期		
	第 4 季度	第 3 季度	第 2 季度	第 4 季度	第 3 季度	第 2 季度
营商指数	50.2	42.4	37.0	54.1	56.2	47.0
1.生产/销售	47.9	36.7	27.1	54.8	60.0	43.1
2.新订单	50.4	40.7	29.4	53.5	61.8	50.2
3.产能利用率	46.3	40.0	38.9	53.0	53.5	47.8
4.原料存货	50.5	46.4	46.1	50.0	50.8	48.3
5.成品/服务价格	54.4	47.3	41.4	58.7	53.2	46.4
6.固定资产投资	50.5	45.3	40.2	52.6	55.3	47.3
7.融资规模	52.2	47.3	46.7	54.1	55.1	49.3
8.利润	49.4	35.9	26.5	55.8	59.9	43.8

来源：贸发局、渣打银行研究部

如果您位于 MiFID II 生效范围并希望退出渣打全球研究服务，请 [联络我们](#)。



2020 年第 4 季度 GBAI 调查的详细发现

最新 GBAI 调查数据证实，疫情后的经济复苏态势确实延续至第 4 季度，但 2021 年初的复苏步伐可能会更为正常化。本次主题问题主要关注受访者对 2021 年的计划，值得注意的回复如下：

其中五个 GBAI 子指数的第 4 季度商业活动“现状”指数已回升到 50 以上

- 第 4 季度营商情绪恢复中性：** GBAI 商业活动“现状”指数从第 3 季度的 42.4 攀升至第 4 季度的 50.2（图 1）。本轮改善仍然是全方位回暖，主要改善领域包括“生产/销售”（+ 11.2 百分点）、“新订单（+9.7 百分点）”和“利润（+13.5 百分点）”。营商指数及八个子指数中的五个均回升至 50 中性关口以上，表明大湾区经济的收缩压力已经消退。这和我们关于中国经济的观点一致：中国的经济增长已恢复至疫情前水平，约为 6%（**第 4 季度 GDP 增速很可能从第 3 季度的同比增长 4.9% 上升至 6.1%**）。尽管如此，前几个季度损失的产值尚未完全补回，这也许可以解释为什么经济增长已大致回归正轨，但产能利用率依旧有过剩情况（仅 46.3，为八个 GBAI 子指数中最低的子指数）。

随着中国经济返回正轨并开始退出宽松政策，之前高企的 GBAI 商业活动“预期”指数将难以维持现有水平

- 2021 年第 1 季度扩张速度回归正轨：** GBAI 商业活动“预期”指数从 56.2 下降至 54.1，显示未来的复苏速度将会减缓，这可能是由于中国走过了新冠疫情后经济复苏曲线的最陡峭部分，经济发展步伐进一步走向正轨。我们预计 2021 年的整体 GDP 增速将从 2020 年的 2.3% 提高到 8.0%，虽然这主要是因为基数较低：**然而，我们预计随着中国退出宽松性政策，2021 年的季度环比增速将会下降。**尽管如此，我们认为，大湾区的优势地位可受惠于本地及全球需求的改善，加上强大的制造业基础、攀升的消费需求和创新动力，令所有 GBAI 预期指数均维持在扩张区间。值得注意的是，“成品和服务价格”子指数季度环比增长，显示随着原材料成本上升和人民币升值，通胀压力可能会加大（尽管目前比较温和）。
- 信用指数总体中性：** GBAI 信用现状指数从之前的 45.9 上升至 49.6，主要原因是现金流压力有所缓解，如盈余现金（+12.6 百分点）和应收账款周转率（+7.1 百分点）子指数所示（图 2）。这可能是由于之前的宽松货币政策以及经济复苏令供应链回暖，银行放贷意愿增加所致（从之前的 48.6 提高到 50.3）。但是，借贷成本的触底回升抵消了这一影响：银行和非银行融资成本子指数下降至 50 附近，显示货币政策更趋中性。我们的信用预期指数从之前的 52.4 下降至 50.8，受访者预期下个季度的现金头寸改善速度将会减慢，而银行融资成本可能开始反弹，特别是对制造业而言。话虽如此，由于预期通胀率将维持在较低水平，而且中国相对主要经济体利差已经显著，我们依然认为收紧货币政策（包括提高政策利率）还为时尚早。

图 2：信用现状指数趋向 50 关口

GBAI 信用指数的五个子指数 – 现状和预期

现状和预期信用指数均回归中性

	现状			预期		
	第 4 季度	第 3 季度	第 2 季度	第 4 季度	第 3 季度	第 2 季度
信用指数	49.6	45.9	45.3	50.8	52.4	50.4
1.银行融资成本*	49.8	51.8	54.9	48.3	48.4	53.7
2.非银行融资成本*	50.9	51.7	53.5	49.8	48.3	52.2
3.银行对于借贷的态度	50.3	48.6	54.8	50.4	52.7	51.4
4.盈余现金	50.0	37.4	30.6	53.1	57.1	46.9
5.应收账款周转率	47.3	40.2	32.6	52.5	55.3	47.7

*指数超过 50 表明成本降低；来源：贸发局、渣打银行研究部



在近期强劲出口的带动下，如火如荼的生产状况令制造商的乐观情绪有所升温

- 制造板块独占鳌头：**第 4 季度，“制造与贸易”现状子指数录得最高的季度环比涨幅（+8.3 百分点），是表现最出色的板块（图 3）。强劲的改善可能源于近几个月如火如荼的生产活动，以及内需的恢复和强劲的出口。在此起彼伏的新冠疫情影响下，世界其他地区更趋依赖中国的产能，根据制造业受访者的反馈，制造业“预期”子指数为 55.4，是最出色的行业，可能的推动因素包括疫苗上市点亮全球增长前景，预计拜登执政期间中美关系的可预测性会提高（尽管仍然充满竞争）。在前几次调查中位居第一的“创新与科技”紧随其后，现状和预期指数分别为 50.7 和 52.4。随着中国进一步加强科技自给自足，受访者普遍预期此领域将会有更多政策支持，这也仍然是企业情绪乐观的一个主要原因；而板块“预期”子指数季度环比下降 15.6 个百分点可能是姗姗来迟的经济速度正常化，而非开倒车。

借贷成本的改善目前仍是非制造业的利好因素

- 更多证据显示中国经济全方位复苏：**“零售与批发”商业活动“现状”指数上升 5.9 个百分点，位居第三。这说明服务业正在追赶工业生产，尽管二者之间的差距仍旧较大。分解数据显示，在各个行业中，零售业的“融资成本”得分最高（即，借贷成本改善最快）。零售业“银行融资成本”子指数的现状和预期得分分别为 55.9 和 56.1，而制造业则分别为 48.7 和 46.8（图 4）。

图 3: GBAI 的行业营商子指数

商业活动	现状			预期		
	4 季度	3 季度	2 季度	4 季度	3 季度	2 季度
制造与贸易	51.6	43.3	37.1	55.4	57.2	46.9
零售与批发	42.8	36.9	36.0	47.8	50.5	46.1
金融服务	40.8	38.9	35.5	48.7	46.5	49.7
专业服务	40.2	38.4	37.9	43.4	47.6	45.9
创新与科技	50.7	46.9	40.1	52.4	68.0	59.9

来源：贸发局、渣打银行研究部

图 4: GBAI 的行业信用子指数

信用	现状			预期		
	4 季度	3 季度	2 季度	4 季度	3 季度	2 季度
制造与贸易	49.9	46.5	45.5	50.6	52.8	50.6
零售与批发	49.4	41.7	43.3	52.8	49.1	48.5
金融服务	45.9	44.9	48.1	50.6	51.1	48.7
专业服务	44.8	45.2	45.0	46.9	48.4	46.7
创新与科技	51.7	48.9	46.0	52.2	59.1	60.7

来源：贸发局、渣打银行研究部



东莞和佛山等非核心城市在本次调查中表现出色

• **非核心城市正在迎头追赶：**第 4 季度所有城市商业活动现状子指数均比上一季度有所改善，涨幅最高的是非核心城市（图 5）。例如，佛山和东莞分别上升 15.6 个百分点和 13.8 个百分点，而深圳和广州分别上升 7.6 个百分点和 4.4 个百分点。我们认为，非核心城市在疫情后的早期经济复苏速度较慢，令他们在第 4 季度实现更快速的反弹。随着深圳和广州以外的更多 **出口导向型中小企业**（可能没有从宽松政策中受益太多）终于迎来转机，这种趋势有望在 2021 年第 1 季度保持。香港商业活动现状得分依然低于 40，说明香港在应对此起彼伏的新冠疫情影响的同时，依旧面临较强的收缩压力。受广泛旅行禁令以及本地失业率持续攀升的影响，香港 2021 年的经济复苏前景并不乐观，可能会在较长一段时间内落后于大湾区其他城市。

产能利用率滞后于订单和用工恢复

• **现状与疫情前：**我们这次的主题问题主要关注受访者的 2021 年计划。在提出这个问题之前，我们询问了受访者的当前业务经营水平与疫情前的对比（图 7）。受访者的回复与我们的季度指数一致，在中国支持性政策和全球需求增长的推动下，本季度订单录得最快增速。26% 受访者表示当前订单超过疫情前水平，33% 表示当前订单超过疫情前水平的 90%。劳动力和产能利用率超出疫情前水平的受访者分别为 12% 和 10%。56% 受访者表示劳动力超过疫情前水平的 90%，41% 受访者表示产能利用率超过疫情前水平的 90%。产能利用率恢复较慢也佐证了我们的发现：在第 4 季度的所有 GBAI 现状商业活动子指数中，产能利用率子指数 (46.3) 得分最低，表示经济系统依然存在产能过剩（图 1）。

图 5: GBAI 的城市营商子指数

商业活动	现状			预期		
	4 季度	3 季度	2 季度	4 季度	3 季度	2 季度
香港	34.9	29.6	30.3	38.3	38.0	35.4
广州	48.7	44.3	37.4	51.1	56.2	51.4
深圳	51.8	44.2	41.2	56.9	62.7	51.2
佛山	59.3	43.7	34.3	60.2	58.8	46.6
东莞	56.4	42.6	31.5	59.6	59.5	43.0
澳门和其他城市	55.8	49.3	37.7	61.1	55.0	47.6

来源：贸发局、渣打银行研究部

图 6: GBAI 的城市信用子指数

信用	现状			预期		
	4 季度	3 季度	2 季度	4 季度	3 季度	2 季度
香港	44.7	41.9	40.8	46.2	45.9	43.1
广州	48.2	48.6	46.0	48.1	49.9	53.2
深圳	50.5	46.2	47.7	50.6	56.0	52.3
佛山	53.5	44.5	48.5	53.6	52.5	54.4
东莞	51.2	46.1	41.5	53.0	55.5	48.2
澳门和其他城市	52.1	47.5	44.1	57.7	50.6	50.7

来源：贸发局、渣打银行研究部



受访者对中国境内市场最为乐观

- 关于 2021 年计划的主题问题：在工资方面，企业计划在 2021 年平均加薪 2.5%，高于 2020 年的 1.4%，主要是因为部分受访者的选择从 2020 年的“无变化”更改为 2021 年的 +5% 和 +10%。企业的加薪意愿增强，可能是因为仅有 12% 的受访者目前的员工水平低于疫情前的 70%。我们还询问受访者是否计划调整不同地区的市场规模（图 8）。超过 90% 的受访者已经或者计划开拓中国境内市场，而不足 40% 的受访者表示会开拓或加强欧美市场。考虑到在 2021 年的大部分时期，中国（和大湾区）的经济增速很可能将继续超过全球其他多数市场，36% 的受访者计划增加境内市场的业务或开始在境内市场开展业务。我们认为，无论是为了实现生产多元化、降低工资成本、还是利用东盟不断增长的消费市场，考虑向东盟市场（以及亚洲其他地区）扩张的公司将有望实现更高的增速。

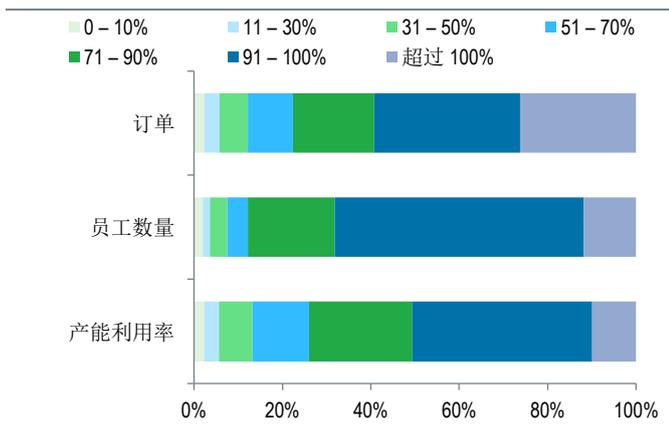
受访者仍然最希望扩大在深圳和广州的经营

我们还询问受访者目前在大湾区哪些城市经营以及 2021 年的扩张计划是什么（图 11）。值得注意的是，相对各城市分配的调查抽样规模，我们的受访者似乎在所有城市都有较大的市场布局，表明大湾区公司普遍采用在多个城市经营的模式（见附录）。深圳和广州的现有受访者比例最高（分别为 55% 和 58%）、计划在 2021 年扩张业务的百分比也最高（分别为 18% 和 16%）。东莞和佛山的受访者比例也有所上升，这可能是因为它们与深圳和广州的融合度较高，可以受益于溢出效应。内地城市与香港及澳门的融合或者核心城市与其他非核心城市的融合还在继续，但速度较慢。

高达 45% 的受访者认为全球新冠疫情进一步扩散是 2021 年的最大担忧（图 9），而中美关系的进一步恶化是第二大担忧（14%）。人民币的进一步波动和中国经济增速再次放缓（均为 11%）是另外两大担忧。

图 7：与疫情前相比，贵公司目前的经营水平如何？

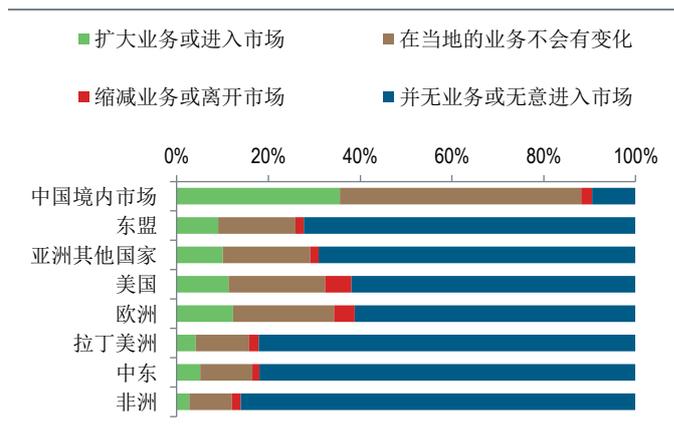
受访者百分比(%)



来源：贸发局、渣打银行研究部

图 8：贵公司对下列市场的 2021 年计划是什么？

受访者百分比(%)



来源：贸发局、渣打银行研究部

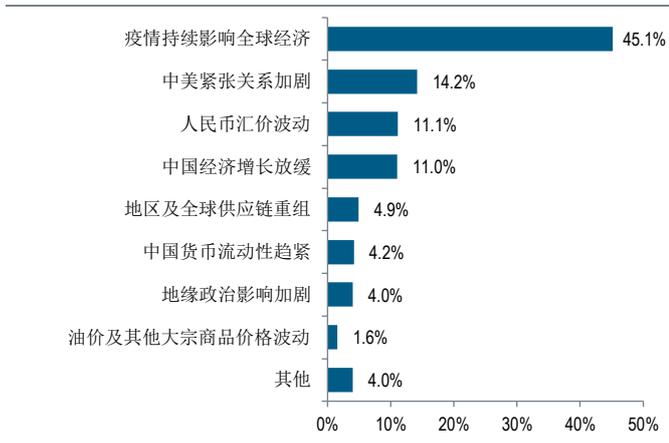


受访者认为大湾区相对其他中国经济区存在领先优势

最后，多数受访者认为相对中国其他经济区域，大湾区在经济改革速度、市场开放度、营商便捷性和商业机会方面，已确立了明显的领先优势。虽然 12% 的受访者提到大湾区需要在劳动力质量和人才梯队方面追赶其他经济区域，但是半数受访者在这个问题上给予了正面的评价。大湾区城市之间的进一步融合应当可以通过虹吸效应提高其吸引高端人才的能力；也就是说，大湾区的创新动力、产业升级、高工资和有利的住房政策可以令大湾区在创造就业机会方面获得竞争优势，从而对农民工以外，来自中国其他主要城市的高端人才产生“虹吸效应”。

图 9：您对 2021 年的最大担忧是什么？

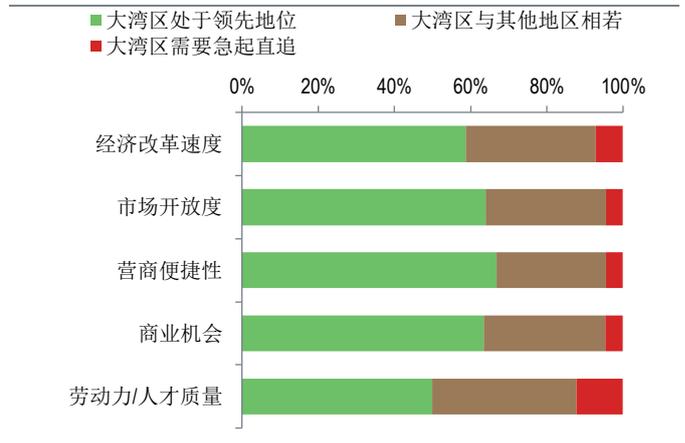
可多选，受访者百分比(%)



来源：贸发局、渣打银行研究部

图 10：与中国其他经济区相比，您认为大湾区的前景如何？

(受访者百分比(%))



*长三角、京津冀、成渝；来源：贸发局、渣打银行研究部

图 11：您目前是否在下列大湾区城市经营，您预计 2021 年您关于这些城市的商业计划会发生什么变化？ (受访者百分比(%))

	是			否	
	2021 年将会扩张	2021 年维持不变	2021 年将会缩小经营规模	2021 年计划向该城市扩张	2021 年并无计划向该城市扩张
香港	8.1	34.8	2.2	3.6	51.2
澳门	3.4	11.8	0.7	5.0	79.1
广州	16.3	39.5	1.7	3.6	38.9
深圳	18.1	35.2	1.5	4.4	40.8
佛山	11.6	26.4	1.5	3.2	57.3
东莞	11.6	28.6	1.8	3.7	54.4
惠州	6.9	23.5	1.6	3.8	64.3
中山	7.6	25.8	1.7	3.6	61.3
江门	5.8	21.5	1.8	3.8	67.1
珠海	6.0	20.4	1.7	4.2	67.7
肇庆	4.2	18.4	1.7	3.5	72.1

来源：贸发局、渣打银行研究部

附录: GBAI 的运作方式

GBAI 是一种扩散指数，以来自 11 个大湾区城市和主要行业领域、不少于 1,000 家企业的回复为基础

「渣打大湾区营商景气指数」是一项由渣打银行与香港贸发局合作进行的季度调查所编制的景气指数。每一个季度，不少于 1,000 家大湾区主要商业领域企业对一系列主题提供宝贵的反馈意见，包括他们当前的经营形势和信用状况以及他们对这些主题未来一个季度的观点。GBAI 也向受访者提出专题问题，有助于我们了解他们的商业决策和计划的驱动因素以及这可能如何影响大湾区的未来。

指数计算: GBAI 包含两个主要的经营指数，一个衡量「现状」(在这个案例中是 2020 年第 4 季度)，另一个审视「预期」(2021 年第 1 季度)。每个指数都是反映商业活动不同方面的八个子指数计算得出的平均值，如图 1 所示。受访者以三种方式表示实际或预期的相应变化：上升、持平或下降；然后使用下列公式计算扩散指数：

$$\text{上升}\% \times 100 + \text{持平}\% \times 50 + \text{下降}\% \times 0$$

指数数值高于 50.0 意味着受访者对于未来一个季度的经营环境普遍感到乐观，而数值低于 50.0 表示悲观情绪占据主导。数值 50 为中性。

两种信用指数的计算方式与此相同，但包含它们自己的五个子指数，着重于衡量获取贷款的成本和容易程度以及受访者这样做的意愿和/或急切性。

样本分布: 根据样本规模和这些行业在各自城市的 GDP 确定上述子指数的权重。图 3 显示了调查回复的分布，以城市的行业领域和企业数量为基础。五个指定的行业领域为 (1) 制造和贸易，(2) 零售和批发，(3) 金融服务，(4) 专业服务以及 (5) 创新和技术。就大湾区城市而言，香港、广州和深圳拥有最多样本，每座城市 200 个。

图 12: 渣打大湾区营商景气指数

受访者数量

按城市		按行业	
	目标受访者数量		目标受访者数量
香港	200	制造和贸易	500
广州	200	零售和批发	200
深圳	200	金融服务	125
佛山	100	专业服务	125
东莞	100	创新和技术	50
惠州		总计	1,000
中山			
江门	200		
珠海			
肇庆			
澳门			
总计	1,000		

来源：香港贸发局、渣打银行全球研究部