

大灣區調查結果表明經濟正在回歸正軌

- 大灣區經濟活動及情緒指數顯示經濟持續復蘇；2021 年第 1 季度經濟增長將回歸正軌
- 生產與出口的改善為製造業注入強心劑；寬鬆信貸政策消退
- 受訪者分享了 2021 年業務計畫，其中包括擴展內地業務和市場

大灣區情緒指數超過 50

基於與香港貿易發展局（“貿發局”）合作，對在粵港澳大灣區（“大灣區”）運營的 1,000 多家公司開展的季度調查，我們編制了“渣打大灣區營商景氣指數”（GBAI）。該指數表明 2020 年第 4 季度大灣區營商信心持續改善。GBAI 商業活動“現狀”指數從 2020 年第 3 季度的 42.4 攀升至第 4 季度的 50.2，超過了 50 的中界線。雖然具前瞻性的“預期”指數從之前的 56.2 降至 54.1，但依然處於擴張區間，表明隨著中國走過了新冠疫情後經濟復蘇曲線的最陡峭部分，經濟發展步伐進一步走向正軌。

從子指數來看，在生產與銷售、訂單及利潤的帶動下，經濟正在全方位復蘇。“製造與貿易”超越“創新與科技”；在強勁生產與出口的帶動下，“製造與貿易”的“現狀”和“預期”指數分別錄得 51.6 和 55.4，為表現最出色的行業。隨著貨幣政策轉向中性，製造業受訪者大多表示其借貸成本已觸底回升，但盈餘現金及應收賬款周轉率的改善抵消了這方面的影響。城市方面，受益于深圳和廣州的溢出效應下，東莞和佛山繼續迎頭追趕，該兩座城市的子指數跑贏其他城市。我們的主題調查顯示，受訪者計畫在 2021 年再次提升加薪幅度，相對於全球市場將更多依託境內市場，擴大在大灣區大型內地城市的運營。受訪者還預計，相較中國的其他經濟區，大灣區能繼續維持競爭優勢，但表示在人才素質領域仍有改善空間。

劉健恒
 +852 3983 8565
 Kelvin.KH.Lau@sc.com
 大中華區高級經濟師
 渣打銀行（香港）有限公司

圖 1：GBAI 營商指數及其八個子指數

	現狀			預期		
	第 4 季度	第 3 季度	第 2 季度	第 4 季度	第 3 季度	第 2 季度
營商指數	50.2	42.4	37.0	54.1	56.2	47.0
1.生產/銷售	47.9	36.7	27.1	54.8	60.0	43.1
2.新訂單	50.4	40.7	29.4	53.5	61.8	50.2
3.產能利用率	46.3	40.0	38.9	53.0	53.5	47.8
4.原料存貨	50.5	46.4	46.1	50.0	50.8	48.3
5.成品/服務價格	54.4	47.3	41.4	58.7	53.2	46.4
6.固定資產投資	50.5	45.3	40.2	52.6	55.3	47.3
7.融資規模	52.2	47.3	46.7	54.1	55.1	49.3
8.利潤	49.4	35.9	26.5	55.8	59.9	43.8

來源：貿發局、渣打銀行研究部

如果您位於 MiFID II 生效範圍並希望退出渣打全球研究服務，請 [聯絡我們](#)。



2020 年第 4 季度 GBAI 調查的詳細發現

最新 GBAI 調查數據證實，疫情後的經濟復蘇態勢確實延續至第 4 季度，但 2021 年初的復蘇步伐可能會更為正常化。本次主題問題主要關注受訪者對 2021 年的計畫，值得注意的回復如下：

其中五個 GBAI 子指數的第 4 季度商業活動“現狀”指數已回升到 50 以上

- 第 4 季度營商情緒恢復中性：** GBAI 商業活動“現狀”指數從第 3 季度的 42.4 攀升至第 4 季度的 50.2（圖 1）。這輪改善仍然是全方位回暖，主要改善領域包括“生產/銷售”（+ 11.2 百分點）、“新訂單（+9.7 百分點）”和“利潤（+13.5 百分點）”。營商指數及八個子指數中的五個均回升至 50 中性關口以上，表明大灣區經濟的收縮壓力已經消退。這和我們關於中國經濟的觀點一致：中國的經濟增長已恢復至疫情前水準，約為 6%（**第 4 季度 GDP 增速很可能從第 3 季度的同比增長 4.9% 上升至 6.1%**）。儘管如此，前幾個季度損失的產值尚未完全補回，這也許可以解釋為什麼經濟增長已大致回歸正軌，但產能利用率依舊有過剩情況（僅 46.3，為八個 GBAI 子指數中最低的子指數）。

隨著中國經濟返回正軌並開始退出寬鬆政策，之前高企的 GBAI 商業活動“預期”指數將難以維持現有水準

- 2021 年第 1 季度擴張速度回歸正軌：** GBAI 商業活動“預期”指數從 56.2 下降至 54.1，顯示未來的復蘇速度將會減緩，這可能是因為中國走過了新冠疫情後經濟復蘇曲線的最陡峭部分，經濟發展步伐進一步走向正軌。我們預計 2021 年的整體 GDP 增速將從 2020 年的 2.3% 提高到 8.0%，雖然這主要是因為基數較低；**然而，我們預計隨著中國退出寬鬆性政策，2021 年的季度環比增速將會下降。**儘管如此，我們認為，大灣區的優勢地位可受惠於本地及全球需求的改善，加上強大的製造業基礎、攀升的消費需求和創新動力，令所有 GBAI 預期指數均維持在擴張區間。值得注意的是，“成品和服務價格”子指數季度環比增長，顯示隨著原材料成本上升和人民幣升值，通脹壓力可能會加大（儘管目前比較溫和）。

- 信用指數總體中性：** GBAI 信用現狀指數從之前的 45.9 上升至 49.6，主要原因是現金流壓力有所緩解，如盈餘現金（+12.6 百分點）和應收賬款周轉率（+7.1 百分點）子指數所示（圖 2）。這可能是因為之前的寬鬆貨幣政策以及經濟復蘇令供應鏈回暖，銀行放貸意願增加所致（從之前的 48.6 提高到 50.3）。但是，借貸成本的觸底回升抵消了這一影響：銀行和非銀行融資成本子指數下降至 50 附近，顯示貨幣政策更趨中性。我們的信用預期指數從之前的 52.4 下降至 50.8，受訪者預期下個季度的現金頭寸改善速度將會減慢，而銀行融資成本可能開始反彈，特別是對製造業而言。話雖如此，由於預期通脹率將維持在較低水準，而且中國相對主要經濟體利差已經顯著，我們依然認為收緊貨幣政策（包括提高政策利率）還為時尚早。

圖 2: 信用現狀指數趨向 50 關口

GBAI 信用指數的五個子指數 – 現狀和預期

現狀和預期信用指數均回歸中性

	現狀			預期		
	第 4 季度	第 3 季度	第 2 季度	第 4 季度	第 3 季度	第 2 季度
信用指數	49.6	45.9	45.3	50.8	52.4	50.4
1.銀行融資成本*	49.8	51.8	54.9	48.3	48.4	53.7
2.非銀行融資成本*	50.9	51.7	53.5	49.8	48.3	52.2
3.銀行對於借貸的態度	50.3	48.6	54.8	50.4	52.7	51.4
4.盈餘現金	50.0	37.4	30.6	53.1	57.1	46.9
5.應收賬款周轉率	47.3	40.2	32.6	52.5	55.3	47.7

*指數超過 50 表明成本降低；來源：貿發局、渣打銀行研究部

在近期強勁出口的帶動下，如火如荼的生產狀況令製造商的樂觀情緒有所升溫

- 製造板塊獨佔鰲頭：**第 4 季度，“製造與貿易”現狀子指數錄得最高的季度環比漲幅（+8.3 百分點），是表現最出色的板塊（圖 3）。強勁的改善可能源於近幾個月如火如荼的生產活動，以及內需的恢復和強勁的出口。在此起彼伏的新冠疫情的影響下，世界其他地區更趨依賴中國的產能，根據製造業受訪者的回饋，製造業“預期”子指數為 55.4，是最出色的行業，可能的推動因素包括疫苗上市點亮全球增長前景，預計拜登執政期間中美關係的可預測性會提高（儘管仍然充滿競爭）。在前幾次調查中位居第一的“創新與科技”緊隨其後，現狀和和預期指數分別為 50.7 和 52.4。隨著中國進一步加強科技自給自足，受訪者普遍預期此領域將會有更多政策支持，這也仍然是企業情緒樂觀的一個主要原因；而板塊“預期”子指數季度環比下降 15.6 個百分點可能是姍姍來遲的經濟速度正常化，而非開倒車。

借貸成本的改善目前仍是非製造業的利好因素

- 更多證據顯示中國經濟全方位復蘇：**“零售與批發”商業活動“現狀”指數上升 5.9 個百分點，位居第三。這說明服務業正在追趕工業生產，儘管二者之間的差距仍舊較大。分解數據顯示，在各個行業中，零售業的“融資成本”得分最高（即，借貸成本改善最快）。零售業“銀行融資成本”子指數的現狀和預期得分分別為 55.9 和 56.1，而製造業則分別為 48.7 和 46.8（圖 4）。

圖 3：GBAI 的行業營商子指數

商業活動	現狀			預期		
	4 季度	3 季度	2 季度	4 季度	3 季度	2 季度
製造與貿易	51.6	43.3	37.1	55.4	57.2	46.9
零售與批發	42.8	36.9	36.0	47.8	50.5	46.1
金融服務	40.8	38.9	35.5	48.7	46.5	49.7
專業服務	40.2	38.4	37.9	43.4	47.6	45.9
創新與科技	50.7	46.9	40.1	52.4	68.0	59.9

來源：貿發局、渣打銀行研究部

圖 4：GBAI 的行業信用子指數

信用	現狀			預期		
	4 季度	3 季度	2 季度	4 季度	3 季度	2 季度
製造與貿易	49.9	46.5	45.5	50.6	52.8	50.6
零售與批發	49.4	41.7	43.3	52.8	49.1	48.5
金融服務	45.9	44.9	48.1	50.6	51.1	48.7
專業服務	44.8	45.2	45.0	46.9	48.4	46.7
創新與科技	51.7	48.9	46.0	52.2	59.1	60.7

來源：貿發局、渣打銀行研究部

東莞和佛山等非核心城市在本次調查中表現出色

• **非核心城市正在迎頭追趕：**第 4 季度所有城市商業活動現狀子指數均比上一季度有所改善，漲幅最高的是非核心城市（圖 5）。例如，佛山和東莞分別上升 15.6 個百分點和 13.8 個百分點，而深圳和廣州分別上升 7.6 個百分點和 4.4 個百分點。我們認為，非核心城市在疫情後的早期經濟復蘇速度較慢，令他們在第 4 季度實現更快速的反彈。隨著深圳和廣州以外的更多 **出口導向型中小企業**（可能沒有從寬鬆政策中受益太多）終於迎來轉機，這種趨勢有望在 2021 年第 1 季度保持。香港商業活動現狀得分依然低於 40，說明香港在應對此起彼伏的新冠疫情的同時，依舊面臨較強的收縮壓力。受廣泛旅行禁令以及本地失業率持續攀升的影響，香港 2021 年的經濟復蘇前景並不樂觀，可能會在較長一段時間內落後于大灣區其他城市。

產能利用率滯後於訂單和用工恢復

• **現狀與疫情前：**我們這次的主題問題主要關注受訪者的 2021 年計畫。在提出這個問題之前，我們詢問了受訪者的當前業務經營水準與疫情前的對比（圖 7）。受訪者的回復與我們的季度指數一致，在中國支持性政策和全球需求增長的推動下，本季度訂單錄得最快增速。26% 受訪者表示當前訂單超過疫情前水準，33% 表示當前訂單超過疫情前水準的 90%。勞動力和產能利用率超出疫情前水準的受訪者分別為 12% 和 10%。56% 受訪者表示勞動力超過疫情前水準的 90%，41% 受訪者表示產能利用率超過疫情前水準的 90%。產能利用率恢復較慢也佐證了我們的發現：在第 4 季度的所有 GBAI 現狀商業活動子指數中，產能利用率子指數 (46.3) 得分最低，表示經濟系統依然存在產能過剩（圖 1）。

圖 5：GBAI 的城市營商子指數

商業活動	現狀			預期		
	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
廣州	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
東莞	56.4	42.6	31.5	59.6	59.5	43.0
澳門和其他城市	55.8	49.3	37.7	61.1	55.0	47.6

來源：貿發局、渣打銀行研究部

圖 6：GBAI 的城市信用子指數

信用	現狀			預期		
	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
廣州	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
東莞	51.2	46.1	41.5	53.0	55.5	48.2
澳門和其他城市	52.1	47.5	44.1	57.7	50.6	50.7

來源：貿發局、渣打銀行研究部

受訪者對中國境內市場最為樂觀

- 關於 2021 年計畫的主題問題：在工資方面，企業計畫在 2021 年平均加薪 2.5%，高於 2020 年的 1.4%，主要是因為部分受訪者的選擇從 2020 年的“無變化”更改為 2021 年的 +5% 和 +10%。企業的加薪意願增強，可能是因為僅有 12% 的受訪者目前的員工水準低於疫情前的 70%。我們還詢問受訪者是否計畫調整不同地區的市場規模（圖 8）。超過 90% 的受訪者已經或者計畫開拓中國境內市場，而不足 40% 的受訪者表示會開拓或加強歐美市場。考慮到在 2021 年的大部分時期，中國（和大灣區）的經濟增速很可能將繼續超過全球其他多數市場，36% 的受訪者計畫增加境內市場的業務或開始在境內市場開展業務。我們認為，無論是為了實現生產多元化、降低工資成本、還是利用東盟不斷增長的消費市場，考慮向東盟市場（以及亞洲其他地區）擴張的公司將有望實現更高的增速。

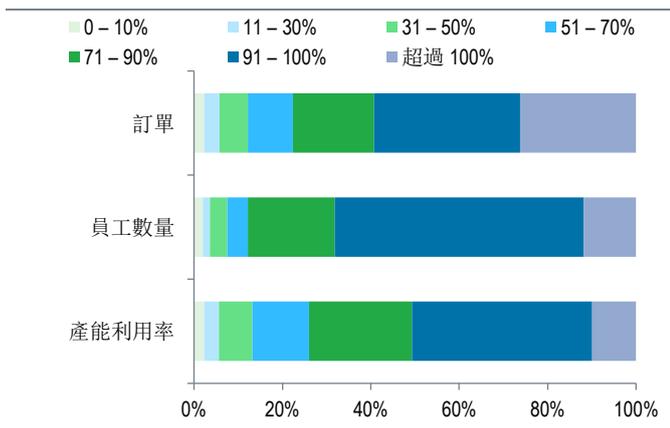
受訪者仍然最希望擴大在深圳和廣州的經營

我們還詢問受訪者目前在大灣區哪些城市經營以及 2021 年的擴張計畫是什麼（圖 11）。值得注意的是，相對各城市分配的調查抽樣規模，我們的受訪者似乎在所有城市都有較大的市場佈局，表明大灣區公司普遍採用在多個城市經營的模式（見附錄）。深圳和廣州的現有受訪者比例最高（分別為 55% 和 58%）、計畫在 2021 年擴張業務的百分比也最高（分別為 18% 和 16%）。東莞和佛山的受訪者比例也有所上升，這可能是因為它們與深圳和廣州的融合度較高，可以受益於溢出效應。內地城市與香港及澳門的融合或者核心城市與其他非核心城市的融合還在繼續，但速度較慢。

高達 45% 的受訪者認為全球新冠疫情進一步擴散是 2021 年的最大擔憂（圖 9），而中美關係的進一步惡化是第二大擔憂（14%）。人民幣的進一步波動和中國經濟增速再次放緩（均為 11%）是另外兩大擔憂。

圖 7：與疫情前相比，貴公司目前的經營水準如何？

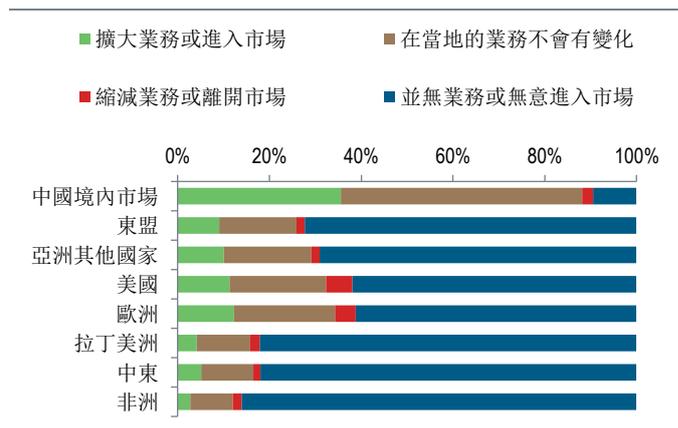
受訪者百分比(%)



來源：貿發局、渣打銀行研究部

圖 8：貴公司對下列市場的 2021 年計畫是什麼？

受訪者百分比(%)



來源：貿發局、渣打銀行研究部

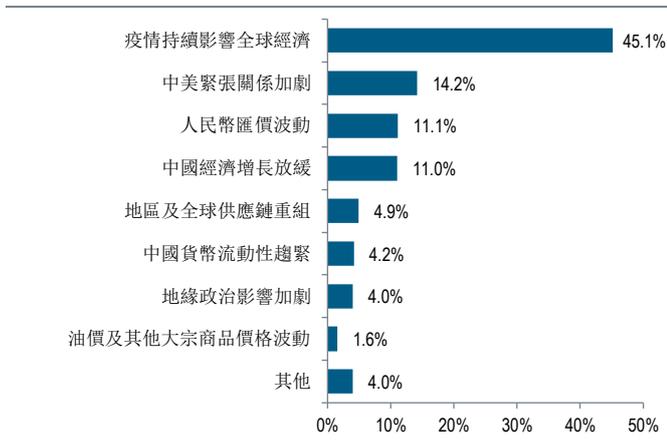


受訪者認為大灣區相對其他中國經濟區
存在領先優勢

最後，多數受訪者認為相對中國其他經濟區域，大灣區在經濟改革速度、市場開放度、營商便捷性和商業機會方面，已確立了明顯的領先優勢。雖然 12% 的受訪者提到大灣區需要在勞動力品質和人才梯隊方面追趕其他經濟區域，但是半數受訪者在這個問題上給予了正面的評價。大灣區城市之間的進一步融合應當可以通過虹吸效應提高其吸引高端人才的能力；也就是說，大灣區的創新動力、產業升級、高工資和有利的住房政策可以令大灣區在創造就業機會方面獲得競爭優勢，從而對農民工以外，來自中國其他主要城市的高端人才產生“虹吸效應”。

圖 9：您對 2021 年的最大擔憂是什麼？

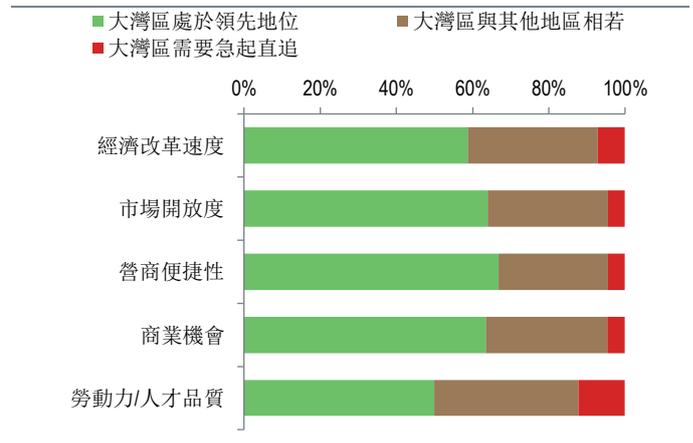
可多選，受訪者百分比(%)



來源：貿發局、渣打銀行研究部

圖 10：與中國其他經濟區相比，您認為大灣區的前景如何？

(受訪者百分比(%))



*長三角、京津冀、成渝；來源：貿發局、渣打銀行研究部

圖 11：您目前是否在下列大灣區城市經營，您預計 2021 年您關於這些城市的商業計畫會發生什麼變化？(受訪者百分比(%))

	是			否	
	2021 年將會擴張	2021 年維持不變	2021 年將會縮小經營規模	2021 年計畫向該城市擴張	2021 年並無計畫向該城市擴張
香港	8.1	34.8	2.2	3.6	51.2
澳門	3.4	11.8	0.7	5.0	79.1
廣州	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
東莞	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
江門	5.8	21.5	1.8	3.8	67.1
珠海	6.0	20.4	1.7	4.2	67.7
肇慶	4.2	18.4	1.7	3.5	72.1

來源：貿發局、渣打銀行研究部

附錄: GBAI 的運作方式

GBAI 是一種擴散指數，以來自 11 個大灣區城市和主要行業領域、不少於 1,000 家企業的回復為基礎

「渣打大灣區營商景氣指數」是一項由渣打銀行與香港貿發局合作進行的季度調查所編制的景氣指數。每一個季度，不少於 1,000 家大灣區主要商業領域企業對一系列主題提供寶貴的回饋意見，包括他們當前的經營形勢和信用狀況以及他們對這些主題未來一個季度的觀點。GBAI 也向受訪者提出專題問題，有助於我們瞭解他們的商業決策和計畫的驅動因素以及這可能如何影響大灣區的未來。

指數計算：GBAI 包含兩個主要的經營指數，一個衡量「現狀」（在這個案例中是 2020 年第 4 季度），另一個審視「預期」（2021 年第 1 季度）。每個指數都是反映商業活動不同方面的八個子指數計算得出的平均值，如圖 1 所示。受訪者以三種方式表示實際或預期的相應變化：上升、持平或下降；然後使用下列公式計算擴散指數：

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

指數數值高於 50.0 意味著受訪者對於未來一個季度的經營環境普遍感到樂觀，而數值低於 50.0 表示悲觀情緒佔據主導。數值 50 為中性。

兩種信用指數的計算方式與此相同，但包含它們自己的五個子指數，著重於衡量獲取貸款的成本和容易程度以及受訪者這樣做的意願和/或急切性。

樣本分佈：根據樣本規模和這些行業在各自城市的 GDP 確定上述子指數的權重。圖 3 顯示了調查回復的分佈，以城市的行業領域和企業數量為基礎。五個指定的行業領域為 (1) 製造和貿易，(2) 零售和批發，(3) 金融服務，(4) 專業服務以及 (5) 創新和技術。就大灣區城市而言，香港、廣州和深圳擁有最多樣本，每座城市 200 個。

圖 12: 渣打大灣區營商景氣指數

受訪者數量

按城市		按行業	
	目標受訪者數量		目標受訪者數量
香港	200	製造和貿易	500
廣州	200	零售和批發	200
深圳	200	金融服務	125
佛山	100	專業服務	125
東莞	100	創新和技術	50
惠州		總計	1,000
中山			
江門	200		
珠海			
肇慶			
澳門			
總計	1,000		

來源：香港貿發局、渣打銀行全球研究部