

大湾区 — 调查反映关税风暴前的平静

- 第一季度GBAI指数显示营商情绪回升；当时对等关税冲击尚未来袭，受访者认为第二季度前景较佳
- 融资成本上升，信贷环境仍然紧绌；短期内有望降息，以提振市场情绪
- 主题问题探讨提振消费政策的影响，以及受访者采取的相应行动

未知关税风暴将至

我们与香港贸易发展局(香港贸发局)合作，对粤港澳大湾区(大湾区)的1,000多家公司展开季度调查，由此获得的渣打大湾区营商景气指数(GBAI)显示，指数在2025年第一季度整体向好(图1和图2)。现状的整体指数由2024年第四季度的50.7升至53.5，而更具前瞻性的预期指数则由之前的52.9升至54.3，显示大湾区企业成功扛住美国首两轮的加征关税(10%+10%)措施，部分是因为DeepSeek取得突破，提振了市场情绪，以及市场憧憬中国政府将推出更多刺激措施。然而，受访者在2至3月，即第一季度调查进行期间对前景的看法较为乐观，并未料想到近期的事态，即美国总统特朗普宣布对中国及大多数国家大幅调高等关税。信贷指数显示，中小企业的融资环境在第一季度恶化，期望第二季度货币政策会较为宽松。

刘健恒
+852 3843 0711
Kelvin.KH.Lau@sc.com
大中华及北亚高级经济师
渣打银行(香港)有限公司

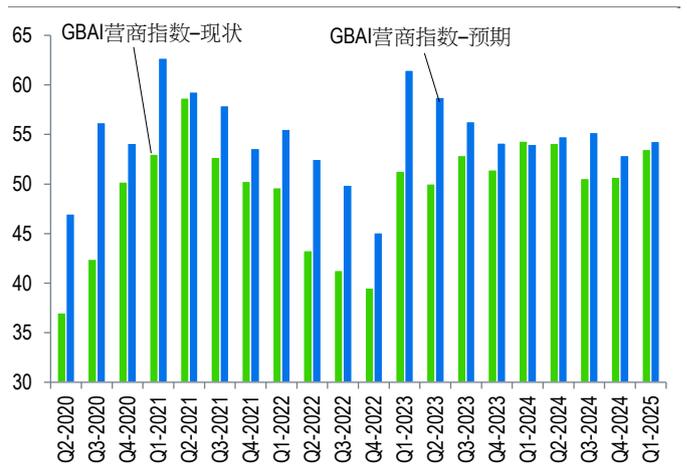
在第一季度，深圳是唯一一个整体指数有所下跌的城市，主要受制造业及零售业表现欠佳拖累。行业方面，创新和技术重夺榜首。本季的主题问题集中探讨中国加快推出更多提振消费政策。特朗普的关税冲击凸显了大湾区企业有迫切需要继续紧贴国策，以消费驱动增长。有51%的受访者表示正在扩展或积极筹备扩展中国内地消费市场。

图1: GBAI营商指数及其子指数

	现状			预期		
	2025年 第一季度	2024年 第四季度	2024年 第三季度	2025年 第一季度	2024年 第四季度	2024年 第三季度
营商指数	53.5	50.7	50.6	54.3	52.9	55.2
1. 生产/销售	52.9	55.1	52.1	57.1	58.4	58.5
2. 新订单	52.6	50.0	51.5	54.6	53.3	58.0
3. 产能利用率	52.5	49.3	49.3	51.0	50.0	54.0
4. 原材料库存	54.3	45.3	43.3	53.2	50.3	46.2
5. 成品/服务价格	59.0	55.3	57.4	56.5	54.9	59.9
6. 固定资产投资	52.8	52.9	52.0	52.1	51.1	54.5
7. 融资规模	51.7	48.5	50.7	52.7	50.7	51.8
8. 利润	52.2	49.2	48.1	57.4	54.2	58.6

资料来源: 香港贸发局、渣打银行研究部

图2: 「现状」对比「预期」指数



资料来源: 香港贸发局、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](#)。

好景甚为短暂

2025年大湾区企业开局基础较稳

营商活动的「现状」和「预期」子指数在2024年下半年显著受挫后，于2025年第一季度双双反弹。本调查于2月中至3月中进行，应可反映中国股市在科技股带动下急速反弹，期间DeepSeek的人工智能技术取得突破，重新激起投资者的兴趣，也令首次公开招股活动回升。3月初「两会」举行期间，市场对中国推出更多政策措施支持经济的期望升温，相信也令市场情绪转佳，看似抵销了特朗普上任后美国对中国的首两轮加征关税(10%+10%)措施，以及特朗普在4月2日宣布对其他经济体实施对等关税前，其关税政策不确定所带来的影响。

事后看来，由于特朗普的「解放日」带来的震荡远超想象，第一季度的预期指数回升恐怕过于乐观。下一季度的GBAI指数调查将于5至6月开展，届时应可更清楚地了解受访者对高关税的承受能力。

在2024年第四季度报告中，我们提到在货币政策转向「适度宽松」后，信贷环境将再度成为有利因素。然而，这种情况在第一季度并未出现，受银行融资成本上升拖累，最新的信贷子指数在50以下。过去一周，特朗普引发市场抛售，市场情绪急须回稳，4月份存款准备金率及/或政策利率(7天期逆回购利率)极大机会下调。

以下是2025年第一季度的详细调查结果：

指数组成部分普遍较上一季度改善

- **现状指数全面反弹：**GBAI营商活动「现状」指数从2024年第四季度的50.7升至2025年第一季度的53.5，为2024年第二季度以来最高。虽然指数仍未达到2024年上半年54.2的平均值，但是改善十分全面，令人鼓舞。在8项指数组成部分中，有6项比上一季度上升，而过往表现未如理想、指数低于50的「产能利用率」(升3.2点)、「原材料库存」(升9.0点)、「融资规模」(升3.2点)及「利润」(升3.1点)，均悉数回升至中性水平以上。另一方面，「生产/销售」虽然下跌2.2点(「固定资产投资」同告下滑，但仅跌0.1点)，但只是从第四季度55.1的高位调整(可能受美国加征关税前企业提前下单所推动)。在评估短期营商表现的3项最佳指标中，「生产/销售」的52.9与「新订单」(52.6)及「利润」(52.2)相比，表现较为理想；这与中国的国内生产总值(GDP)继2024年第四季度比第三季度上升0.8个百分点后，于2025年第一季度再录得温和增长的情况相符。
- **预期指数扭转第四季度的跌势：**GBAI营商活动「预期」指数与「现状」指数同步改善，由2024年第四季度的52.9升至2025年第一季度的54.3。最新指数虽然仍低于2024年第三季度的55.2，但与2024年上半年的54.4平均值相若。令人鼓舞的是，在8个预期子指数中有7个比上一季度上升，其中「利润」上升3.1点，「原材料库存」上升2.8点(我们认为后者是由于连续两个季度企业在美国可能加征关税前提前采购所致)。「生产/销售」再次属例外，下跌1.3点，但其指数为57.1，仍是各组成部分中最高，而「利润」(57.4)、「成品/服务价格」(56.5)及「新订单」(54.6)也同居前列。上一季度中国经济企稳(加上股市较为活跃)，看来有助企业应对变幻莫测的关税前景；下一季度的GBAI指数应能更清楚反映关税的影响，呈现特朗普对等关税所带来的更庞大冲击。

现金流改善有助抵销持续高企的融资成本

- 银行融资成本上涨，信贷环境依然紧绌：**信贷现状指数由2024年第四季度的48.0上升至2025年第一季度的48.8（图3），令人欣喜，反弹主要是由「盈余现金」（升3.5点）及「应收账款周转率」（升2.7点）表现较佳带动，这两项现金流指标与GBAI营商活动息息相关，往往是良好的增长指标。尽管去年12月的中央经济工作会议提出货币政策基调由长期的「稳健」转为「适度宽松」，可惜我们并未看到「银行融资成本」（跌3.5点，指数下降意味融资成本上升）相应改善。事实上，调查期间，银行业的资金流动似乎有所收紧，相信是当局有意为之的政策措施，提防关税冲击下货币波动。我们认为，未来数个季度待人民币贬值风险降低后，政府可以较大力度放宽货币政策。

根据信贷「预期」指数，大湾区受访者并不展望银行会在短期内大幅放宽信贷。「银行融资成本」预期子指数由之前的46.7降至第一季度的45.4，而「银行对于借贷的态度」也由50.9降至48.6。这些拖累因素抵销了受访者对「盈余现金」（升2.8点）和「应收账款周转率」（升1.1点）转佳的展望，信贷的整体预期指数在第一季度为49.7，是10个季度以来首次降至50.0以下。尽管如此，自4月2日以来，情况已有所改变：我们预期存款准备金率及/或政策利率会于本月下调，而下半年也将再次调低，同时当局也会推出新的财政刺激措施。

- 行业子指数回归平均值：**金融服务的「现状」及「预期」指数在2024年第四季度分别飙升至57.9及57.6（两者皆为5个行业子指数中最高）后，在2025年第一季度分别回落至54.0及53.6（后者为各行业中最低），见图4。这与前述银行对借贷的审慎态度相符。根据官方数据显示，本年迄今银行对住户及企业的贷款增长仍然偏软。尽管今年首两个月的社会融资总额强劲，但这主要是由于政府提前发行债券，与过去5年同期相比，此举措大大加快了财政支出的步伐（参阅《China - A good start to 2025》）。不过，与一年前相比，2025年首两个月向家庭和企业提供的新增中长期贷款有所减少。

图3：第一季度现金流相关子指数改善

GBAI信贷指数5个子指数 - 现状与预期

货币政策转趋宽松，第一季度银行融资成本却见恶化

	现状			预期		
	2025年 第一季度	2024年 第四季度	2024年 第三季度	2025年 第一季度	2024年 第四季度	2024年 第三季度
信贷指数	48.8	48.0	49.2	49.7	50.0	50.9
1. 银行融资成本*	42.5	46.0	48.0	45.4	46.7	48.9
2. 非银行融资成本*	51.1	50.3	50.4	51.6	53.4	51.7
3. 银行对于借贷的态度	51.9	51.2	52.1	48.6	50.9	50.6
4. 盈余现金	48.3	44.8	47.8	53.7	50.9	52.8
5. 应收账款周转率	50.3	47.6	47.6	49.1	48.0	50.7

*指数高于50表明成本降低。资料来源：香港贸发局、渣打银行研究部

大湾区尚未证明能继续把握新一波人工智能机遇

虽然在第一季度,「创新和技术」与上一季度相比,指数没有改善,但是仍超越「金融服务」,重新成为「现状」与「预期」指数最佳的行业;其他表现欠佳的行业,指数也有所回升,缩小与其差距。随着DeepSeek取得突破,在未来数个季度,我们会密切观察科技行业受访者的响应,以评估大湾区整体上是否有能力抓住人工智能发展浪潮带来的机遇;到目前为止,这方面还是以杭州/长江三角洲较为成功。第一季度制造业的现状子指数连续两个季度反弹,相信反映了企业纷纷赶在美国加征关税前提前下单。与此同时,制造业虽然面对美国加征关税,但「预期」子指数仍迅速反弹(升1.2点,与上一季度的跌幅相同),结果令人欣慰。同样令人鼓舞的是,「零售和批发」受访者的GBAI指数甚至高于制造业,相信反映了近期政府提振消费的政策力度(详情请参阅主题问题部分)。

- 深圳的表现有别于整体:** 各个城市的子指数,不论是「现状」或「预期」,均比上一季度上升,只有深圳属例外(图6)。进一步分析显示,深圳的「现状」指数受到「零售和批发」(47.0)和「制造和贸易」(49.1)拖累,而其他行业则继续表现坚稳(「金融服务」为54.1,「专业服务」为55.9,「创新和技术」为56.6)。而以「预期」子指数来看,「金融服务」是深圳表现最差的行业,是唯一子指数低于50(47.4)。相反,香港的「现状」指数连续4个季度上升,最新一季升至53.5,是一年来首次高于50;而「预期」指数则由之前的50.8升至56.9,仅次于广州。广州的现状和预期指数分别为60.3及58.0,为各城市之冠。

图4: GBAI行业领域营商子指数

商业活动	现状			预期		
	2025年 第一季度	2024年 第四季度	2024年 第三季度	2025年 第一季度	2024年 第四季度	2024年 第三季度
制造和贸易	53.1	50.1	49.5	54.1	52.9	54.1
零售和批发	55.4	51.9	55.8	55.6	51.5	58.6
金融服务	54.0	57.9	55.4	53.6	57.6	60.1
专业服务	55.7	51.1	53.8	55.8	47.1	58.7
创新和技术	56.3	56.3	52.6	55.8	57.3	69.7

资料来源: 香港贸发局、渣打银行研究部

图5: GBAI行业领域信贷子指数

信贷	现状			预期		
	2025年 第一季度	2024年 第四季度	2024年 第三季度	2025年 第一季度	2024年 第四季度	2024年 第三季度
制造和贸易	48.8	47.5	49.0	49.6	50.2	51.3
零售和批发	48.4	49.3	50.1	49.8	48.6	48.7
金融服务	47.4	53.8	49.2	47.7	54.8	51.3
专业服务	48.1	50.5	50.4	49.0	50.0	50.7
创新和技术	53.4	49.1	48.6	53.9	46.2	50.3

资料来源: 香港贸发局、渣打银行研究部

主题问题的关键点

对外贸易前景阴霾密布，期待更多提振消费政策出台

中国政府在去年12月的中央经济工作会议上确定今年要「大力提振消费、提高投资效益、全方位扩大国内需求」，又于今年1月决定扩围支持消费品以旧换新，涵盖更多家电产品，并实施数码产品购新补贴。在第一季度我们的主题问题集中探讨提振消费政策在大湾区的影响，调查在3月17日中国政府的官方新闻发布会举行前数天结束，当天中国政府宣布新一揽子支持消费政策（包括提高职工收入、降低基本生活成本和创造更多就业机会）。然而，我们相信现时的调查结果有助了解大湾区企业是否已准备充足，配合中国经济转向以消费驱动增长，以抵御全球贸易和政局变化的冲击。

以旧换新计划迄今的影响

首先，我们询问受访者2024年公布的消费品以旧换新计划对其业务有何影响。合计30%的受访者表示有重大或一定的正面影响，66%表示没有影响，4%表示有负面影响（图8）。表示有正面影响的受访者，当中有87%同意以旧换新计划有助衍生新需求；由此可见，当局最近公布政策决定，在2025年扩大以旧换新计划，并推出更全面的方案，增多提振消费的途径，相信将颇有成效（图9）。有较少比例但仍占大多数的受访者同意以旧换新计划可提升相关产品销量，取代其他货品的需求（73%），以及可鼓励提前消费，预先动用未来支出（62%）。

进一步分析显示，「制造和贸易」（35%）行业有最高比例的受访者对首条问题给予正面响应，反而「零售和批发」的比例最低（23%），颇为出乎意料。各城市受访者的反应也有不同，东莞的正面响应比例最高，达37%，其次是深圳（33%）和广州（31%）。香港的正面响应比例最低，只有24%，这结果不足为奇，因为香港不受以旧换新计划涵盖，只能间接受惠于中国内地访港旅客持续回升，这些旅客的人均消费或会提高。

图6: GBAI城市营商子指数

商业活动	现状			预期		
	2025年 第一季度	2024年 第四季度	2024年 第三季度	2025年 第一季度	2024年 第四季度	2024年 第三季度
香港	53.5	48.7	47.3	56.9	50.8	58.8
广州	60.3	52.7	53.0	58.0	53.4	56.6
深圳	49.2	50.0	50.4	52.5	53.8	55.7
佛山	57.6	53.3	49.8	52.5	50.4	51.5
东莞	55.2	50.3	52.0	55.6	52.2	53.6
澳门和其他城市	54.9	51.5	50.2	54.5	53.2	52.1

资料来源：香港贸发局、渣打银行研究部

图7: GBAI城市信贷子指数

信贷	现状			预期		
	2025年 第一季度	2024年 第四季度	2024年 第三季度	2025年 第一季度	2024年 第四季度	2024年 第三季度
香港	48.5	47.2	45.7	51.0	49.3	50.1
广州	51.4	48.4	49.5	52.6	48.5	49.7
深圳	47.5	47.2	49.5	48.0	50.9	50.4
佛山	49.5	49.3	50.6	49.6	47.0	51.9
东莞	49.9	48.3	50.1	51.2	50.9	54.3
澳门和其他城市	49.5	50.0	49.7	49.4	50.3	52.0

资料来源：香港贸发局、渣打银行研究部

期待更多提振消费政策出台

展望未来，38%的受访者认为最近扩大的2025年消费品以旧换新计划会带来正面影响；48%认为「没有影响」，另有11%表示「言之尚早」。若将问题的涵盖范围扩大至所有提振消费政策，正面响应的比例上升至41%，认为「没有影响」的为41%，认为「言之尚早」的为13%。与响应2024年政策影响的实际数据相比，正面响应比例增加，以及一些表示「没有影响」的受访者转采观望态度，显示受访者日益期望未来会有更多政策驱动措施出台。对于这个问题，广州的正面响应比例最高，其次是佛山和深圳。但在行业方面，「零售和批发」对扩大消费品以旧换新计划的回应最为消极(34%)；若是涵盖所有提振消费政策的话，则以「创新和技术」的结果最差，只有31%表示有正面影响。

开拓内地消费市场

我们接着评估有多少受访者坐言起行，询问他们有否计划扩展中国内地的业务，趁当局加大力度提振内需，捉紧所带来的经济效益。12%的受访者表示「有，已在扩展业务」；24%表示「有，但仍在筹备」(图11)。同样令人鼓舞的是，16%表示虽然没有扩张计划，但在内地市场已有实际业务，因此可充分受惠于提振消费政策。总括而言，51%的受访者已在扩展或正积极筹备扩展内地消费市场，37%表示「未肯定，仍在观望」，只有12%表示「没有，内地市场不是我们的发展重心」。「深圳」及「金融服务」的正面响应比例分别在各城市及各行业中居首。

中国面对甚么转型障碍？

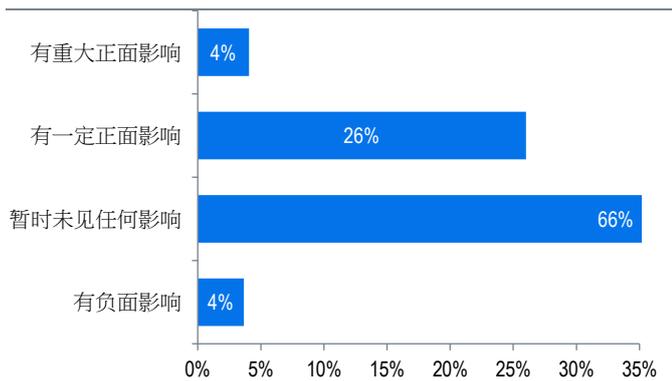
我们又问到受访者有关中国迈向消费驱动型经济的最大障碍 (图12)。劳动力方面的挑战高踞榜首，42%的受访者选择「就业市场不稳定与薪酬增长预期疲弱」，其次是「价格会随时间下降的观念根深蒂固，习惯性延迟消费」(29%)，以及「房市疲软形成负财富效应」(16%)。只有14%的受访者选择「社会安全网措施不足，导致家庭过度储蓄」；无论是对是错，受访者似乎认为要迈向消费驱动型增长模式，中国面对的周期性不利因素多于结构性挑战。

下一步该怎么做？

最后，我们询问受访者，政府还可以怎样进一步扩大支持消费措施。45%的受访者选择「放宽私营企业及外资的市场准入条件，刺激服务业消费」；我们认为大湾区致力推动城市之间的经济开放和融合，方向正好与此不谋而合 (图13)。排在第二和第三位的分别是「向低收入群组提供更多直接补助/扩大社会安全网以涵盖更多居民」(43%)和「推出措施刺激就业/收入预期」(42%)。我们认为这些都是日后提振经济活动的可行方案。

图8：2024年的消费品以旧换新计划对贵公司业务有何影响？

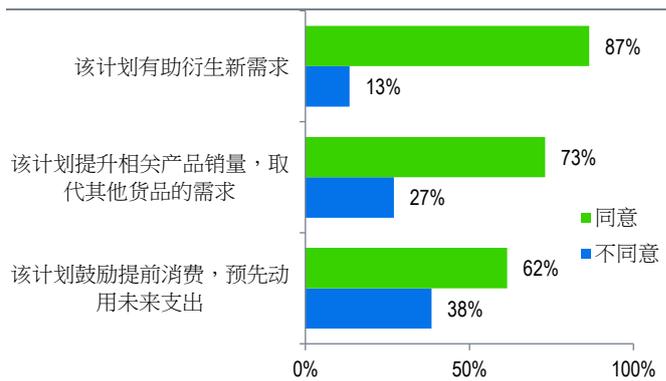
受访者占比(%)



资料来源：香港贸发局、渣打银行研究部

图9：你同意以下有关以旧换新计划的说法吗？

占上一问题作正面响应的受访者比例(%)

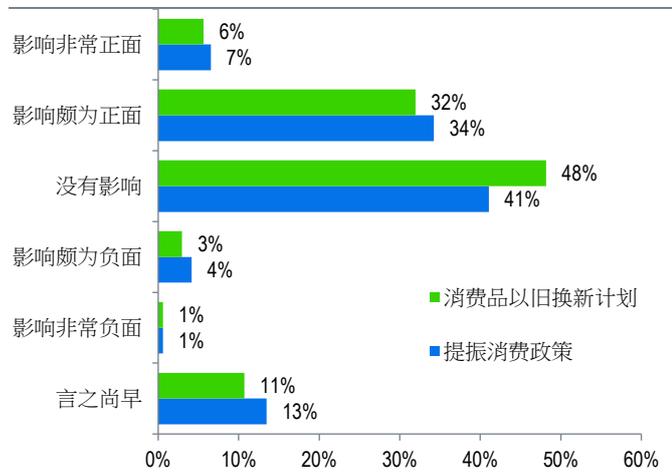


资料来源：香港贸发局、渣打银行研究部

近期动态

图10: 展望2025年, 你预期内地政府的政策支持, 对贵公司业务有何影响?

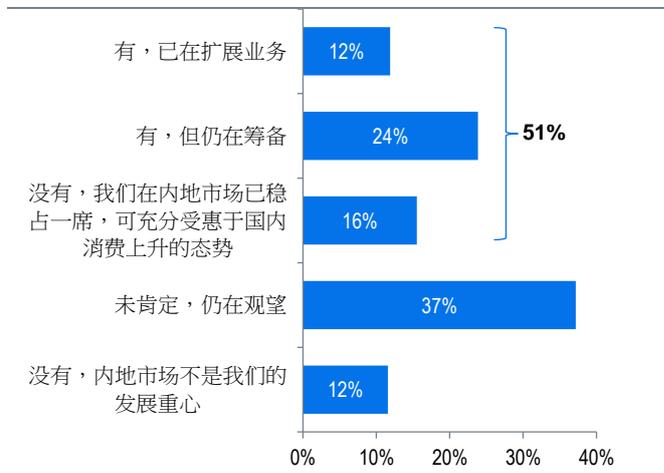
受访者占比(%)



资料来源: 香港贸发局、渣打银行研究部

图11: 贵公司有否计划扩展中国内地业务, 把握提振消费政策带来的机遇?

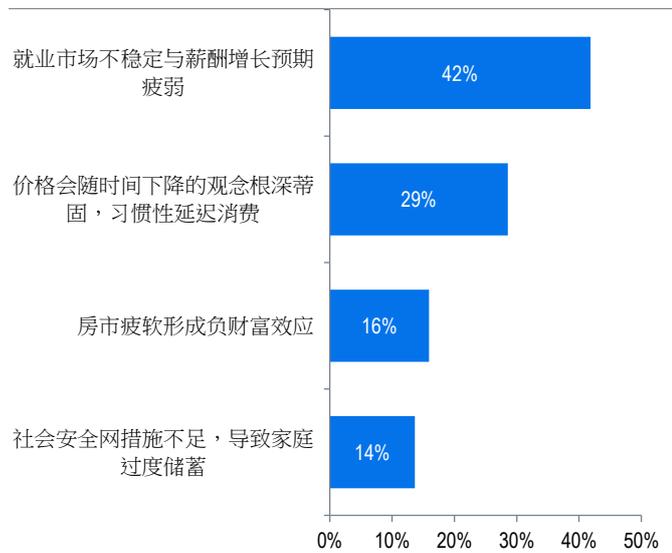
受访者占比(%)



资料来源: 香港贸发局、渣打银行研究部

图12: 你认为中国迈向消费驱动型经济的最大障碍是甚么?

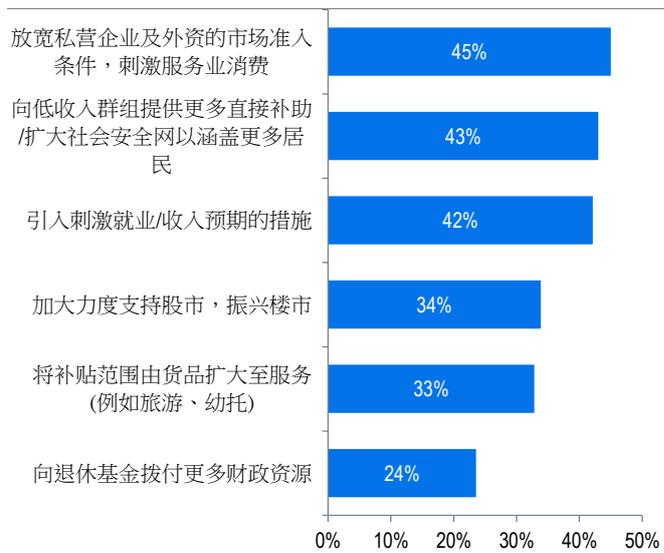
受访者占比(%)



资料来源: 香港贸发局、渣打银行研究部

图13: 你认为政府还可以怎样进一步扩大支持消费措施?

受访者占比(%)



资料来源: 香港贸发局、渣打银行研究部

揭露附录

分析师认证信息披露：

研究分析师以及此研究报告内容之负责研究分析师特此证明：(1) 研究分析师或此研究报告之负责研究分析师表达的看法，已准确反映个人对标的证券、标的发行者及/或其他标的物的意见，(2) 该研究分析师之薪酬中，无论过去、现在或未来，皆无任何部分与此研究报告刊载的某些建议或观点，存有直接或间接的关联性。大致上而言，文中所述建议之价值，是评价分析师绩效的审酌点之一。

非美国分析师： 本报告中提及的非美国分析师可能不会受限于美国金融业监管局（FINRA）针对美国分析师的全部相关监管要求。

交易建议结构 – 利率

	渣打银行术语	含义	定义描述
发行人建议	正面	表现领先	我们预计未来3个月内，按美元计价的发行人本币债券组合总体收益，与我们研究覆盖*的其他发行人相比如何
	中性	表现平平	
	负面	表现不佳	

*更多关于渣打银行利率研究和当前交易建议，请参阅<https://research.sc.com/research/api/application/static/forecasts#rates>

渣打银行全球研究部提供关于债券产品的直接买入或卖出交易建议，以及债券和/或信用违约互换（CDS）的成对交易建议。在交易建议/观点/评论中，时间范围取决于普遍市场状况，且可能包含或不包含价格目标。

交易建议分布 – 利率（截至2025年04月7日）

3个月久期展望	覆盖比例	(IB%)
增持（买入）	29%	(11.1%)
持有观望（持有不变）	71%	(36.4%)
减持（卖出）	0%	(0.0%)
合计（IB%）	100%	(29.0%)

IB% - 投行客户占比 %

关于过去12个月渣打银行全球研究部的完整建议历史，请参阅：<https://research.sc.com/disclosures/credit.html>。关于利益冲突披露，请参阅：<https://research.sc.com/disclosures/conflict.html>。

全球免责声明：

渣打银行及/或附属公司（「SCB」）对此文件及文件内刊载及引用的任何信息（包括市场数据和统计资料），一概未做任何种类的明示、隐含及法律性声明及保证。

此文件提供截至付印日期的信息仅供参考及讨论使用。无论对任何特定客户，此等信息皆不构成进入某些交易或采用某些避免、买卖或投资策略的个人要约及建议，亦不构成对某些利率或价位未来可能之变动的预测，亦不代表未来任何此类变动不会超出报告中表述之程度。报告中（如果有）提及任何证券之价格仅代表报告日所指之价格，并不表示任何交易可以于该价格执行。SCB一概不代表或保证此类信息的准确及完整性。本报告基于我们从公开可用渠道获取的已公开信息，据信较为可靠，但并不确保这类信息具备准确性和完整性，我们不承担任何由于对事实表述错误而带来的责任以及由于所阐述观点而引起的义务。由于此文件并非基于特定投资目标或针对特定投资者之资金状况而写，因此未旨在包含投资者所需的全部信息，此档内容并不适用于所有投资者。任何人使用此档时，仍应自行寻求专业咨询，以求了解本身是否适合投资或采用此档所列证券或金融工具或所述投资策略，并应理解，任何与未来展望有关之说明，皆未必能实现。此档中（如果有）各项意见、预测、假设、估计、衍生估值、目标价格预测仅代表报告日所指之情形，并可能会随时修正，恕不另行通知。我们所做的预测均会进行定期调整。此文件所列证券或金融工具之价值或收益，可能会上涨或下跌，投资人所得可能会少于本金。未来收益并不能保证，同时本金也有可能遭受损失。以外币计价的证券及金融工具极易受汇率波动影响，对其价值、价格及收益造成有利或不利影响。以往之表现无法做为未来投资成果之指标，亦无法对未来表现提供任何声明或保证。尽管我们努力在合理的基础上更新此文件所述信息及观点，但我们无此类义务且不排除由于监管、合规以及其他因素而停止此类做法的可能性。相应的，我们所掌握的信息并非完全反映在此档中，同时我们有可能在此档发表之前或之后利用该种信息采取某些行动。SCB从事直接交易，并不充当任何一方之顾问、代理人或其他信託人。SCB并非法律、监管、商业、投资、金融、会计及/或税务顾问，亦无意提供任何此类服务。投资人若需咨询某笔投资牵涉之法律、监管、商业、投资、金融、会计及/或税务问题，请自行寻求相关独立领域之意见。

SCB及/或附属公司可能持有本档所列货币或证券等金融工具。SCB及/或附属公司或代表人员、董事、员工福利计划或员工，以及参与本档出版或准备工作的个人均可以在任何时间，在相关法律规章允许的范围内，做多或做空此档或渣打全球研究部网站上刊载之证券或金融工具。上述个人或团体亦有可能在此等证券或相关投资中获得重大利益。他们亦有可能为该投资标的之发行者提



近期动态

供或曾经提供建议、投资银行服务或其他服务并可能因此获得相应报酬。关于SCB信贷研究团队出版报告中所涉主体公司或发行人关系方面，SCB通常作为做市商或流动性提供方。

SCB渣打全球研究部及其他各个公众或私人业务职能之间，皆设有物理信息防火墙，亦订有一定的政策及程序，以确保机密信息（含内部信息）不会对外披露，除非该披露符合政策及程序规定并经监管机关同意。本报告所包含之数据、观点及其他信息亦有可能通过其他公开管道获得。SCB在此明确声明并不对上述公开信息的准确性或完整性提供任何声明及保证，以及承担任何责任。SCB亦不为任何第三方网站信息和数据的准确性或可信性提供任何声明及保证，以及承担任何责任。

谨此告知，您本身应（如果有必要，在寻求专业建议的基础上）独立判断本文件刊载之任何信息，同时亦不可将本文件作为任何交易、避险以及投资决策的依据。SCB无义务亦不承担任何由于直接或间接使用本档所带来的损失（包括个案性，附带性，衍生性，惩罚性或惩戒性的损害赔偿），无论这种损失因何缘故发生，包括但不限于此档、其内容或相关服务瑕疵、错误、不够完整、过失、谬误或不准确，抑或由于无法取得此档或其中某些部分或其中的内容或相关服务而导致的损失。

本数据仅供预期的收件人使用，对于向私人或零售客户分发本数据时要求发行人进行注册或持牌但发行人尚未就绪的部分司法管辖区，本数据不得发行，本数据在该等司法管辖区仅限于在专业和机构投资者内进行发行。本通讯受制于SCB渣打全球研究部披露网站（<https://research.sc.com/Portal/Public/TermsConditions>）所载内容。该网址刊载的声明适用于本文件，建议您先行浏览其中的条款和条款条件和声明。分析师资质和SCB渣打全球研究部信息披露完整版以及本文件中涉及的任何证券等其他信息，可通过向ResearchClientServices@sc.com发送邮件或点击SCB渣打全球研究部报告中链接的方式获取。本报告遵循MiFID II之Research及诱因规则。由于涉及您的自身利益，请决定上述规则的适用性与依从性。

市场披露事项 – 本文件不得用于在任何被禁止发行的地区内向任何个人或管辖区域发行。您若是在下列市场收到此文件，请注意以下说明：

澳大利亚：SCB的澳大利亚金融服务执照号码：246833，澳大利亚注册企业编号（ARBN）：097571778，澳大利亚投资人应注意，本档仅以「澳大利亚公司法」2001（Cth）中761G和761GA条定义之“企业客户”为对象，并非针对定义之“零售客户”。**孟加拉国：**本档并非在孟加拉国所做。本档（包括与SCB有关之内容）由研究分析师独立自主完成。本报告中所提及的证券不曾亦不会在孟加拉国登记，同时若没有孟加拉国监管当局事先审批可能不得在孟加拉国发售或买卖。收件方对此文件的任何后续操作都应遵循孟加拉国相关的法律法规；尤其应遵循孟加拉国现行外汇管理条例。**博茨瓦纳：**此档于博茨瓦纳系以Standard Chartered Bank Botswana Limited为发行及负责机构，本机构为依据「博茨瓦纳银行法」第46.04章第6条下经博茨瓦纳央行合法注册的金融机构，并于博茨瓦纳证券交易所上市。**巴西：**SCB免责声明依据巴西证券交易委员会（CVM）指引598/18所定：本研究并非在巴西所做。本档（包括与SCB有关之内容）由研究分析师独立自主完成。本报告中所提及的证券不曾亦不会根据巴西证券和交易委员会的要求进行注册，同时可能不得在巴西发售或买卖。任何例外均需获得合法的豁免批准并符合巴西证券法的规定。**中国：**本文件于中国系以渣打银行（中国）有限公司和渣打证券（中国）有限公司为发行及负责机构，该机构之主要监管机关，包括中国国家金融监督管理总局（NFRA）、国家外汇管理局（SAFE）、中国人民银行（PBoC）及中国证券监督管理委员会（CSRC）。**欧洲经济区域：**德国：Standard Chartered Bank AG，为SCB分支机构之一，由欧洲央行授权并接受德国联邦金融监管局（Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht-“BaFin”）、欧洲证券和市场管理局（ESMA）和德意志联邦银行（Deutsche Bundesbank）监管。本档可用于Standard Chartered Bank AG依照欧盟金融工具市场法规II（Directive 2014/65/EU）（“MiFID II”）和德国证券交易法案（“WpHG”）可归类于合格交易对手或专业客户的人士（此类人士形成Standard Chartered Bank AG目标市场评估后的本档目标市场）。其他人士不应依赖本档。尤其是本档不面向欧洲经济区域内的零售客户（依照MiFID II和WpHG的定义）。本档及内容不形成MiFID II和WpHG定义的个人建议或投资建议。**香港：**此文件以及文中由香港经注册分析师撰写的任何报告，于香港系以渣打银行（香港）有限公司为发行及负责机构，该机构之监管机关为香港金融管理局。**印度：**此档于印度系以Standard Chartered Bank, India Branch (“SCB India”)为发行及负责机构。该机构属于SCB印度分行，设有在印度注册的研究分析机构（注册代码：INH00002814），办公地址为Crescenzo, 3A floor, Plot No. C 38&39, G Block, Bandra Kurla Complex, Mumbai 400051。SCB印度分行经印度储备银行（RBI）批准在印度开展银行业务。该机构亦经印度证券交易委员会（SEBI）注册，担任商人银行、投资顾问、为公开发行提供服务的银行、托管人等等角色。在印度经营的集团公司详情请参见<https://www.sc.com/in/important-information/india-result/>以及<https://av.sc.com/in/content/docs/in-sc-sebi-registered-research-analyst.pdf> (Information on SEBI Registered Research Analyst)。印度储备银行（RBI）曾建议其监管下的实体不得开展虚拟货币（“VCs”）交易或为任何个人或实体开展虚拟货币交易或结算提供服务或便利；但是最高法院推翻了对加密货币交易的禁令。据媒体报道，或禁止交易加密货币交易的法律建议正在讨论中。证券市场投资存在市场风险。参与投资前，建议仔细阅读所有相关文件。本档涉及证券仅作阐释用途，并非交易推荐。经SEBI授权登记和经NISM（如适用）认证的相关交易不对中间方业绩表现提供担保，对投资收益不提供任何保证，亦不承担相关法律责任。**印尼：**渣打银行是在印尼金融服务局和印尼央行获得执照并接受其监管的投行机构，并作为印尼存款保险公司参与方之一。此等信息皆不构成进入某些交易或采用某些避险、买卖或投资策略的要约及建议，亦不构成对某些利率或价位未来可能之变动的预测，亦不代表未来任何此类变动不会超出报告中表述之程度。未来此类法律法规、监管条例的任何变化可能会影响本文中的信息，但SCB无义务保持文中信息的及时性或动态更新。文中信息仅为SCB观点的表达且任何变动不会做出任何提示。**日本：**此档仅可供「日本金融工具及外汇法」（FIEL）定义之「特定投资人」做为参考，不可作为要约进行FIEL定义之「金融工具交易」或日本银行法定义之「特定存款」等目的使用。**肯尼亚：**Standard Chartered Bank Kenya Limited受肯尼亚中央银行监管。本文件中的内容仅旨在提供信息。此档仅供专业客户使用，不适用于且不得向零售客户发行。**韩国：**本文件于韩国系由Standard Chartered Bank Korea Limited为发行及负责机构，该机构之主要监管机关为韩国金融监督院及金融服务委员会。**澳门：**此文件由Standard Chartered Bank (Macau Branch)在中华人民共和国澳门特别行政区内发布，其监管机关为澳门金融管理局。**马来西亚：**本档由Standard Chartered Bank Malaysia Berhad在马来西亚境内仅面向机构投资者或企业客户发布。马来西亚境内的邮件接收者由本文件产生、或与之有关的任何问题，应接洽Standard Chartered Bank Malaysia Berhad。**毛里求斯：**Standard Chartered Bank (Mauritius) Limited受毛里求斯中央银行和金融服务委员会监管。本文件所有内容皆不构成2005「毛里求斯证券法」定义之投资建议或鼓励其从事证券交易的任何建议。**新西兰：**新西兰投资者应注意，本档仅以2008



近期动态

「新西兰金融顾问法」第5C条定义之“企业客户”为对象，并非针对该法定义之“零售客户”。Standard Chartered Bank (英国注册)不属于《1989年新西兰储备银行法案》框架下定义之新西兰“注册银行”。**巴基斯坦**：本文件所提及的证券不曾亦不会在巴基斯坦登记，同时若无巴基斯坦监管当局事前审批，可能不得于巴基斯坦发售或买卖。**菲律宾**：本文件于菲律宾可能系以Standard Chartered Bank (Philippines) (SCB PH) 为发行机构予菲律宾8799法案10.1节(L)定义的合格买家，其他企业和机构客户需遵守证券监管规则(SRC)的规定。本档仅供提供信息之用。SCB PH在本档提及的任何证券、投资或交易的合适性和适用性方面对阅读本档的投资者不做任何保证。本档使用者在与SCB进行涉及任何本档提及的证券类交易时被要求先行经历SCB的合适性与适用性决定流程。本档不曾亦不应构成未在菲律宾证券交易委员会登记的证券的发售、买卖、承诺买卖或发行的建议，除非该证券符合「菲律宾证券法」第9条规定的豁免证券，或证券发行或出售符合「菲律宾证券法」第10条规定的豁免交易。SCB PH之主要监管机构为菲律宾中央银行(邮件：consumeraffairs@bsp.gov.ph)。与本文件涉及的任何产品及服务相关的任何问题，应通过straight2bank.ph@sc.com 发送邮件至SCB PH客户服务中心(或本行不定期向您提供的其他联系方式)。**新加坡**：本文件于新加坡系由Standard Chartered Bank (Singapore) Limited (UEN No.:201224747C) 发行，本文件涉及的有关产品或仅向符合「新加坡证券及期货法」第289章定义之认证投资者、专业投资者及机构投资者而发行，新加坡收件人若有任何与此文件产生、或与之有关的任何问题，应接洽Standard Chartered Bank (Singapore) Limited (视情形而定)。**南非**：Standard Chartered Bank, Johannesburg Branch (“SCB Johannesburg Branch”)依2002年金融顾问及中介服务法37第8条之规定，持有金融服务提供商执照，SCB亦按照2005年国民授信法成为注册信贷提供者，登记号码为NCRCP4。**泰国**：此文件旨在传播一般信息且专门为泰国证券交易委员会办公室发布的有关豁免投资咨询服务的通告所定义的机构投资者准备，不定期进行修改和补充。本文件不对泰国公众发行。**阿联酋**：Standard Chartered Bank UAE在阿联酋国家对阿联酋居民不提供任何财务分析或咨询服务，本文件所有内容亦不构成2008阿联酋证券及商品管理局第48/r号决议所定义之金融咨询和财务分析。**阿联酋(DIFC)**：Standard Chartered Bank, Dubai International Financial Centre (SCB DIFC)办公室地址为Dubai International Financial Centre, Building 1, Gate Precinct, P.O. Box 999, Dubai, 其作为SCB的一个分支并受迪拜金融服务局(“DFSA”)的监管。本文件旨在仅供“专业客户”使用，不直接向DFSA监管规则定义的“零售客户”提供。在DIFC分支中，SCB有权提供的金融服务仅针对合格的“专业客户”和“市场交易对手”而不针对“零售客户”。“专业客户”将无法获得更高层次的零售客户保护和补偿权利，同时若您选择被归类为“零售客户”，由于我们未持有在当地提供金融服务及产品的许可，因此无法向您此类服务及产品。**英国**：SCB及/或附属公司在英国的授权机关为审慎监管局(Prudential Regulation Authority)，监管机关为金融行为监管局(Financial Conduct Authority)和审慎监管局。本次通告以金融行为监管局手册项下渣打银行归类为合格交易对手或专业客户的人士(该类人士根据渣打银行的目标市场评估为本次通告的目标市场)为对象。需指出的是，此次通告并非以英国零售客户(依据金融行为监管局手册定义)为对象。本档中任何内容均不构成金融行为监管局手册定义之个人建议或投资意见。**美国**：除有关外汇(FX)、全球外汇(Global FX)、利率及商品之档外，此档若需于美国发行，或发行于美国人时，均仅限于美国1934年证券法第15a-6(a)(2)号规则定义之大型机构投资者为对象。任何收到此档之美国人在接受此档后，即表示已声明及同意本身确系属大型机构投资者，并了解从事证券交易涉及之风险。此档之任何美国收件人，若需要额外的信息或欲执行此文件所列证券或金融工具交易，皆应联系Standard Chartered Securities North America, LLC注册代表，地址：1095 Avenue of the Americas, New York, N.Y. 10036, US, 电话：+1 212 667 0700。我们不以美国人为对象，从事证券募集或销售活动，除非：(A)该证券已向美国证券及外汇交易委员会及美国各相关州之监管当局完成销售登记，或(B)该证券或该特定交易获得美国联邦及州证券法律之豁免。我们不以美国人为对象，从事证券募集或销售活动，除非：(i)我方或我方附属公司及相关人员均已依法完成登记或取得执照，从事相关业务，以及(ii)我方或我方附属公司及相关人员符合美国联邦及州相关法律之豁免资格。本文件涉及任何有关美国人、授权子公司或管道分支(参见美国商品期货交易委员会规定、阐释、指导或其他此类条例之定义)的外汇、全球外汇、利率及商品的内容，仅旨在发向符合「美国商品交易法」第1a(18)章节中定义的合格的契约内各参与方。**赞比亚**：Standard Chartered Bank Zambia Plc (SCB Zambia)在赞比亚登记注册并符合「赞比亚银行和金融服务法」第387条中商业银行之定义且符合2016年证券法第41条中交易商之定义，其主要监管机关包括赞比亚中央银行，卢萨卡证券交易所及赞比亚证券和交易委员会。著作权2025 Standard Chartered Bank 及附属公司。版权所有。文中第三方来源材料的版权使用已告知对方或已获准使用。未经SCB书面批准，任何人皆不得擅自复制，再转发，修改，变更，改写、以及以各种形式传播或以各种方式翻译文档任何部分。

本文件乃以英文编制。本中文翻译版仅供参考，以英文版为准。

编辑、签发：

丁爽

大中华及北亚首席经济师

本文资料除指明外截至：

2025年4月15日

(英文报告‘GBA – Survey reflects calm before tariff storm’发布日期)

本中文报告发布于：

2025年4月15日 格林威治标准时间 05:00