

# 大湾区 – 调查显示复苏势头不变

- 营商景气现状指数在第一季度显著上升后，回落至 50 的中性线，与宏观数据回软吻合
- 各城市和行业的表现不一，预期和信贷指数表明第三季度将进一步复苏
- 受访者表示供应链管理和迁移厂房的考虑因素越来越多

## 第二季度放缓后复苏持续

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，「营商信心」在 2023 年第一季度跃升至 51.3 之后，第二季度回落至 50.0(图 1 和图 2)。鉴于(1)基数效应回复正常；(2)季初至今的全国宏观数据回软；(3)恢复通关带来的效应终会消退，我们已预计营商情绪在第二季度会比上一季度显著下跌。尽管如此，整体现状指数仍未陷入收缩区间，再加上 GBAI 整体预期指数保持在 58.7 的高位，表明这只是短暂的挫折，而不是疫情过后复苏的结束。此外，受访者预计现金流状况在第三季度将继续改善，再次显示悲观情绪并不浓厚；其他信贷分类指数也确认，为「守住底线」而维持宽松的货币状况和较低的借贷成本，亦是明智之举。

进一步分析显示，在经历一个季度的全面上升后，各行业和各城市在第二季度的表现开始出现差异。值得注意的是，尽管深圳的科技行业受访者响应稍欠理想，但对该市整体指数影响有限，而且其「制造和贸易」行业在各城市子指数中得分最高。虽然广州和香港的整体指数较低，但其他 4 个行业子指数的表现却优于深圳。主题问题方面，我们较深入地探讨大湾区企业如何应对全球供应链迁移的问题，更具体地说，他们有无计划把工厂迁移到海外，以及如何把握《区域全面经济伙伴关系协议》(RCEP)的商机。

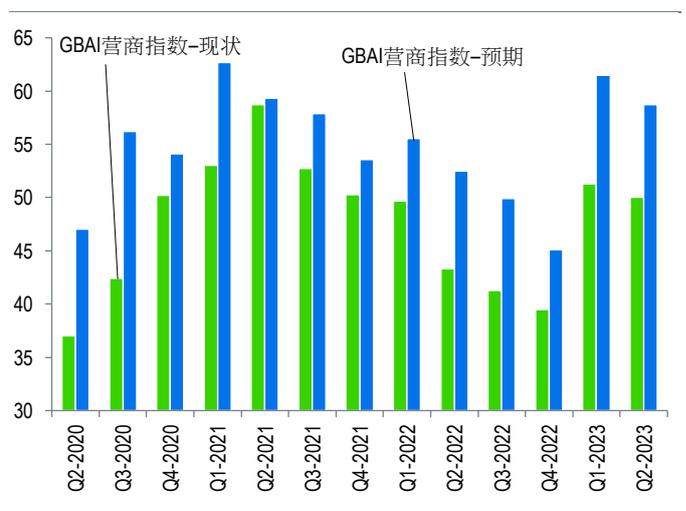
刘健恒  
 +852 3843 0711  
 Kelvin.KH.Lau@sc.com  
 大中华区高级经济师  
 渣打银行(香港)有限公司

图 1: GBAI 营商指数及其子指数

	现状			预期		
	2023年 第二季	2023年 第一季	2022年 第四季	2023年 第二季	2023年 第一季	2022年 第四季
营商指数	50.0	51.3	39.5	58.7	61.5	45.1
1. 生产/销售	49.4	49.7	38.4	63.1	67.8	45.1
2. 新订单	49.8	53.1	36.9	60.8	67.1	47.6
3. 产能利用率	49.9	49.8	42.0	59.8	60.2	47.1
4. 原材料库存	47.1	46.3	31.8	53.6	54.0	36.8
5. 成品/服务价格	51.9	54.3	52.2	59.7	60.5	52.1
6. 固定资产投资	52.9	53.6	43.8	58.7	57.9	47.7
7. 融资规模	49.3	51.0	30.9	51.7	55.3	35.6
8. 利润	49.9	52.5	40.1	62.7	69.0	48.7

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](#)。



## 2023 年第二季度 GBAI 调查结果详解

### GBAI 在第二季度下跌属意料之内

在上一份报告中，我们曾经提醒，GBAI 在 2023 年第一季度的强劲表现，显示中国在疫情过后营商情绪迅速反弹，然而这种情况在未来却较难再现。首先，上一季度 GBAI 整体指数按季度出现创纪录的升幅，主要与 2022 年第四季度的基数偏低有关。我们还注意到，涵盖范围较广的 GBAI 子指数在该季度全面上升之后，其表现差异会继续扩大，尤其是在恢复通关的效应消退之后，情况将更明显。

因此，第二季度 GBAI 的各项数据回落并不令人意外。季初至今的全国宏观数据回软，令市场更加关注中国的复苏势头能否持续，并且呼吁当局采取更多振兴政策或刺激措施，因而导致指数转弱，甚至可能更低。然而，第二季度整体现状指数仍保持在 50.0 的中性水平，表明经济只是放缓，没有出现全面收缩。

更重要的是，较具前瞻性的 GBAI 整体预期指数仍处于扩张区间(58.7)，表明 1,000 多名大湾区企业受访者未有出现浓厚的负面情绪。大湾区是中国多元化经济引擎的缩影，是整体增长的风向标。我们认为，尽管房地产市场疲弱，消费者信心不足，外部需求环境也欠明朗，但在更多政策支持和协助下，中国应可继续在温和复苏的道路上前行。

这次的主题问题着眼于区内的供应链转型，从这种转变的潜在考虑因素的变化，到将部分产能转移到海外的意愿和紧迫性，都在探讨之列。我们还询问受访者是否作好准备以把握 RCEP 带来的商机。

最新的 GBAI 调查结果阐述如下：

### 整体指数回落但仍处中性水平，投资意欲也见坚韧，两者同属亮点

- **现状指数下跌，子指数表现不一：**GBAI 商业活动现状指数在 2023 年第一季度跃升至 51.3 后，第二季度回落至 50.0。这属意料之内，因为在 2022 年第四季度，指数已经连跌 6 个季度，降至 39.5，这个低基数造就了第一季度的反弹。现状指数虽然回落，但未跌至收缩区间，我们认为这仅意味复苏势头减弱，而非复苏结束。

各项子指数在第一季度全面上升后，本季度的表现开始出现差异。这次有 6 个子指数低于 50，较之前的 3 个为多(图 1)。「原材料库存」为 47.1，虽然比上一季度有所改善，但仍然是得分最低的组成部分，表明本季度降低库存的压力依然存在。与上一季度相比，「新订单」(跌 3.3 点至 49.8)和「利润」(跌 2.6 点至 49.9)的跌幅最大，但距离 50 的中性线仅一步之遥，在近期数据回软的情况下令人稍感宽慰。

从更积极的角度来看，「成品/服务价格」虽较第一季度下跌 2.4 点，但仍处于扩张区间的 51.9，表明在持续多时的负产出缺口下通胀压力温和，但并未出现严重通缩。在各组成部分中，「固定资产投资」的得分最高，为 52.9，显示受访者仍然看好大湾区的长远商业前景，认为需求会进一步回复正常，需要投资扩充产能。

## 近期动态

### 整体预期指数仍处于两年来第二高水平

- 预期指数显示持续复苏：**第二季度的 GBAI 商业活动预期指数从之前的 61.5 回落至 58.7。不过，这仍然是两年来的第二高纪录(也是指数自 2020 年第二季度推出以来的第三高纪录)，与下一季度较为强劲的扩张势头一致(图 2)。进一步分析显示，整体指数转差，主要是由比较能反映短期业务表现的子指数带动，即「预期生产/销售」(跌 4.7 点)、「预期新订单」(跌 6.3 点)和「预期利润」(跌 6.3 点)。尽管这些子指数下跌，但得分仍在 60 以上，连续两个季度都有较佳表现。凡此种种表明，这些是先前基数较低带来提振效果后回顺的正常表现，而不是出现倒退。

其他预期子指数也表现坚稳，包括「预期产能利用率」(跌 0.4 点)、「预期原材料库存」(跌 0.4 点)和「预期固定资产投资」(升 0.8 点)。「预期固定资产投资」的表现突出，与现状指数的表现同样特别令人鼓舞，表明企业没有失去投资意欲，这与消费和市场信心减弱形成鲜明对比。

最近，我们将中国第二季度和 2023 年国内生产总值(GDP)的增长预测，分别从之前的 7%和 5.8%下调至 5.8%和 5.4%，以反映 4 月至 5 月增速较预期弱的状况。我们维持第三季度和第四季度比上年同期增长 5.5%和 5.9%的预测，预计消费信心将有所改善，而房地产市场放缓造成的影响也会减少。我们的预测还假设中国可能会额外推出政策支持，以确保经济持续复苏(但考虑到 2023 年官方 GDP 增长目标为 5.0%，挑战不算太大，我们认为推出大规模刺激政策的可能性较低)。要注意的是，调查是在 5 月初至 6 月初进行，正值中国人民银行最近一轮降息之前，此次降息加强了市场对当局推出更多刺激措施的预期。

- 信贷条件可能进一步放宽：**信贷现状指数在 2023 年第一季度上升至 51.6，是连续第 3 个季度录得升幅，到第二季度则回落至 49.3(图 3)。进一步分析显示，与上一季度相比，在 5 个组成部分中有 4 个转差，「非银行融资成本」是例外(升 1.7 点至 49.5)，然而指数低于 50 仍然意味成本上升。「银行融资成本」连续两个季度转差，为 46.9，显示这方面的压力更加明显。增长放缓也导致应收账款周转率放慢(子指数为 48.9，之前是 53.9)，不过受访者仍表示盈余现金有所改善(子指数为 51.2，之前是 52.9)。凡此种种，加上银行对于借贷采取偏向中性的态度(子指数为 50.1)，促使中国人民银行在 6 月降息，这是该行为保持增长势头及改善整体营商环境的最新举措。

图 3：受访者预期现金流状况改善，但借贷成本较高

GBAI 信贷指数 5 个子指数 — 现状与预期

最新调查尚未反映中国人民银行近期降息的情况

	现状			预期		
	2023 年 第二季度	2023 年 第一季度	2022 年 第四季度	2023 年 第二季度	2023 年 第一季度	2022 年 第四季度
信贷指数	49.3	51.6	48.6	51.6	54.2	50.6
1. 银行融资成本 *	46.9	48.6	52.2	42.6	44.8	52.5
2. 非银行融资成本*	49.5	47.8	53.8	43.8	47.2	52.6
3. 银行对于借贷的态度	50.1	54.8	45.6	54.9	58.4	46.9
4. 盈余现金	51.2	52.9	44.5	60.0	62.8	51.3
5. 应收账款周转率	48.9	53.9	46.9	56.6	57.7	49.9

\* 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

**受访者预料现金流状况保持稳健**

然而，展望未来，由于贷款利率已处于历史低位，而且信贷增长大大超过名义GDP增长，我们认为进一步降息的边际效益可能转弱。因此，我们估计中国人民银行在第三季度仅会将存款准备金率下调 25 个基点(而不是加大刺激力度)，以维持流动性充裕，同时保持较快的信贷增长，并配合可能发行更多地方专项债券。大多数受访者认为，目前借贷成本大幅降低的空间不大，第二季度相应的预期子指数在 50 之下进一步下跌。尽管存在这些制约因素，不过由于「银行对借贷的态度」(54.9)、「盈余现金」(60.0)和「应收账款周转率」(56.6)等组成部分进一步改善，尽管第二季度整体信贷预期指数较为温和，但仍停留在扩张区间(51.6)。预期现金流平稳应可反映受访者对增长的预期乐观；这种情况或许也解释了为何大湾区企业并不急于借贷(而不是通常所说的缺乏信心或资金供应)。

**创新和技术表现不佳，可能反映宏观和地缘政治挑战持续**

- 行业领域子指数的结果参差：**在 10 个行业领域营商活动子指数(涵盖 5 个行业领域，各有其现状和预期子指数)中，除了其中 1 个外，其他都比上一季度下跌，与整体趋势一致(图 4)。唯一例外的是「专业服务」现状指数，在第一季度大幅反弹后，再上升 4.0 点，达到行业最佳的 56.1；该行业的预期指数也表现出色，成为唯一高于 60 点(61.9)的子指数。除此之外，在评估「现状」时，零售商和批发商(51.2)似乎比制造商和贸易商(49.9)稍为乐观。尽管如此，后者的预期子指数更高(59.1，而「零售和批发」为 58.3)。

与上一季度相比，「金融服务」(「现状」和「预期」子指数分别下跌 8.3 点和 12.6 点)及「创新和技术」(分别下跌 10.6 点和 12.0 点)在行业领域中的跌幅最大。随着复苏势头放缓而出现的利润压力和信贷担忧，可能影响金融受访者的情绪，不过得分仍处于扩张区间。另一方面，科技受访者的子指数，在第一季度短暂飙升

**图 4: GBAI 行业领域营商子指数**

商业活动	现状			预期		
	2023 年第二季	2023 年第一季	2022 年第四季	2023 年第二季	2023 年第一季	2022 年第四季
制造和贸易	49.9	51.0	39.0	59.1	61.3	44.3
零售和批发	51.2	51.4	42.2	58.3	61.2	48.8
金融服务	51.5	59.8	45.4	54.8	67.4	50.5
专业服务	56.1	52.1	38.5	61.9	65.2	46.1
创新和技术	43.7	54.3	42.5	49.0	61.0	49.8

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		
	2023 年第二季	2023 年第一季	2022 年第四季	2023 年第二季	2023 年第一季	2022 年第四季
制造和贸易	49.0	51.5	48.5	51.4	54.1	50.7
零售和批发	51.2	52.5	49.0	51.9	54.4	49.9
金融服务	46.5	53.4	46.9	50.3	56.2	52.4
专业服务	52.1	49.9	49.1	53.8	53.7	49.3
创新和技术	52.5	50.0	53.1	55.3	54.4	54.8

资料来源：香港贸发局、渣打银行研究部

升后，第二季度回落至 50 以下。由此可见，科技行业依然面临不少阻力，全球半导体业处于下行周期，导致需求受到抑制，前景不会迅速好转。此外，全球市场需求疲弱，导致不少中国电子产品出口往海外市场下跌，包括计算机和手机出口；美国最近收紧半导体出口管制，也对业界情绪带来负面影响。

**尽管创新和技术方面遇上阻力，深圳仍表现出色**

- 大湾区城市将进一步复苏：**在上份报告中，我们指出，在疫情过后反弹的最初几个月，没有一个大湾区城市落伍。在第一季度，大湾区所有 6 个城市子指数都比上一季度强劲上升。迅速重新通关，防疫政策转变，经济活动复常，各市都能受惠。至于第二季度的现状指数，各市的表现开始出现差异(图 6)。值得注意的是，深圳和东莞连续两个季度有所改善，是能够保持在 50 以上的两个城市，而其他城市子指数则有所下降。在各城市子指数中，尽管科技行业受访者的响应稍欠理想，但深圳的「制造和贸易」得分依然最高。大湾区另外两个核心城市，即广州和香港，在其他 4 个行业领域子指数的表现均优于深圳。

无论如何，我们对以下情况仍感到欣慰：各城市预期指数都处于 50 以上的扩张区间，这与我们对未来几个季度保持复苏势头的看法一致。其中包括香港，虽然其得分回落到各市的最低点，但在零售和专业服务带动下，预期子指数仍稳定在 54.7，连续两个季度处于扩张区间。

图 6: GBAI 城市营商子指数

商业活动	现状			预期		
	2023 年第二季	2023 年第一季	2022 年第四季	2023 年第二季	2023 年第一季	2022 年第四季
香港	49.3	51.6	41.7	54.7	58.7	48.4
广州	48.6	49.9	37.6	55.7	67.7	43.1
深圳	51.9	51.5	38.8	60.4	60.8	47.1
佛山	47.6	55.1	43.9	58.5	59.0	44.2
东莞	56.4	53.5	34.5	64.3	69.6	37.1
澳门和其他城市	43.6	48.9	41.9	58.0	56.8	42.8

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		
	2023 年第二季	2023 年第一季	2022 年第四季	2023 年第二季	2023 年第一季	2022 年第四季
香港	47.2	51.5	45.9	49.3	51.8	48.4
广州	51.9	52.4	47.6	51.9	54.7	49.1
深圳	48.2	51.8	50.7	52.1	55.9	54.4
佛山	49.6	49.9	47.5	51.9	53.1	49.2
东莞	50.9	53.1	48.3	51.9	56.0	46.5
澳门和其他城市	50.5	50.4	47.3	51.5	50.6	47.0

资料来源：香港贸发局、渣打银行研究部

## 主题问题的关键点

第二季度的主题问题集中在评估：(1)全球供应链迁移的速度和影响；(2)供应链转型考虑因素的变化；(3)受访者是否有计划将产能转移至海外；(4)如有，产能转移的目标地点和规模。我们还询问企业是否准备好把握 RCEP 带来的商机。

### 全球供应链迁移重塑业界

#### 全球供应链正加速迁移

我们询问受访者是否认为全球供应链正加速迁移，以及这股趋势是否会重塑业界在大湾区的经营模式。42%受访者认为，全球供应链正加速迁移，但其中只有三分之一受访者认为这会为其行业带来重大改变(图 8)。在 1,000 多名大湾区受访者中，另有 10%表示，尽管供应链没有加速迁移，但已对其行业造成重大影响。总体而言，无论转型速度如何，共有 24%受访者认为会造成重大影响，而超过 48%则认为影响轻微或非颠覆性。其余 28%选择「言之尚早」。

### 供应链管理考虑因素的变化

然后，我们询问受访者近年来在管理供应链时的业务考虑因素有甚么变化。在我们提供的 10 个选项中(如图 10 所示)，每个选项都有超过一半受访者表示「没有变化」，至于其他，选择「重要性提高」的受访人数多于选择「重要性下降」的受访人数，平均净正差值达 28.5 个百分点。例如，人们越来越重视建立供应链的灵活性(「以防万一」)，不过这似乎并没有抹煞尽量提高效率(「及时供货」)的需要。这种情况反映出为应对近年来业务扩展，以及宏观和地缘政治挑战，企业提升供应方管理的意识普遍提高。

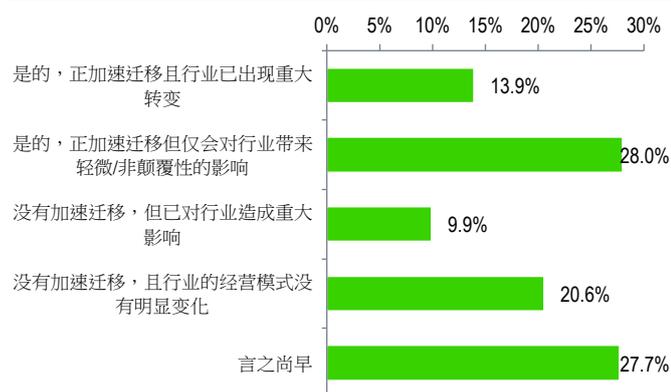
不过，若要选出供应链转型增长最快的 3 个考虑因素，则是「提升质量和服务」(净正差值为 36 个百分点)、「分散供应来源(特别是关键零部件)」(净正差值为 32 个百分点)和「更好地利用不同生产地点的资源(例如土地和劳动力)」(净正差值为 32 个百分点)。

### 产能转移至海外

当问及将产能转移到海外是否供应链管理策略的重要一环时，超过 22%受访者明确回答「是」(图 9)。另有 15%受访者表示，转移到海外还不是管理策略的重要一环，但其重要性不断上升。这两个选项共有 37%受访者选择，超过选择「集中管理本地供应链」(27%)，或「不确定或仍处于探索阶段」(30%)的受访者。

**图 8：你认为全球供应链是否正加速迁移？这股趋势会否重塑大湾区内同行公司的经营模式？**

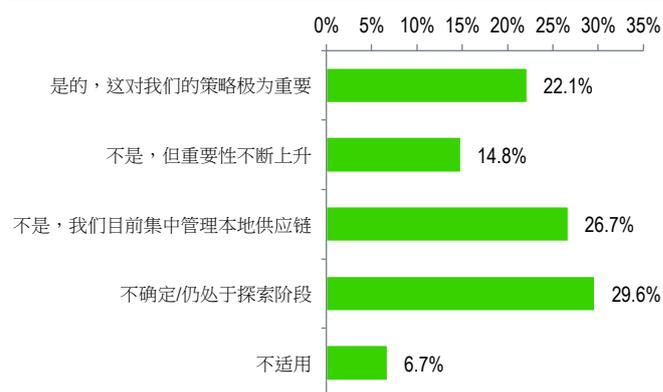
受访者%



资料来源：香港贸发局、渣打银行研究部

**图 9：你认为将产能转移到海外是否贵公司供应链管理策略的重要一环？**

受访者%



资料来源：香港贸发局、渣打银行研究部

### 将部分产能转移到海外的考虑因素越来越多

#### 迁移厂房的外在考虑因素

在考虑将产能转移到中国以外的地区时，除了通常的业务因素外，选择「技术进步」的受访者最多，认为是「非常重要的因素」(29%)(图 11)，与「技术相关的关税和制裁」(26%)和「拓展新市场」(24%)同居前三位。若果将选择「潜在/正在增长的因素」纳入其中，「大湾区劳动力短缺/工资压力」(71%)则跃居首位，显示虽然地缘政治考虑因素近期可能较受关注，但劳动力和工资压力仍然是大湾区厂商考虑将工厂迁往海外时，一个非常有力及重要的因素。同样一起计算选择「非常重要的因素」和「潜在/正在增长的因素」的受访者，「RCEP 和其他自由贸易协议优惠」也攀升至第四位(66%)，将「技术进步」(65%)排除在前列之外。

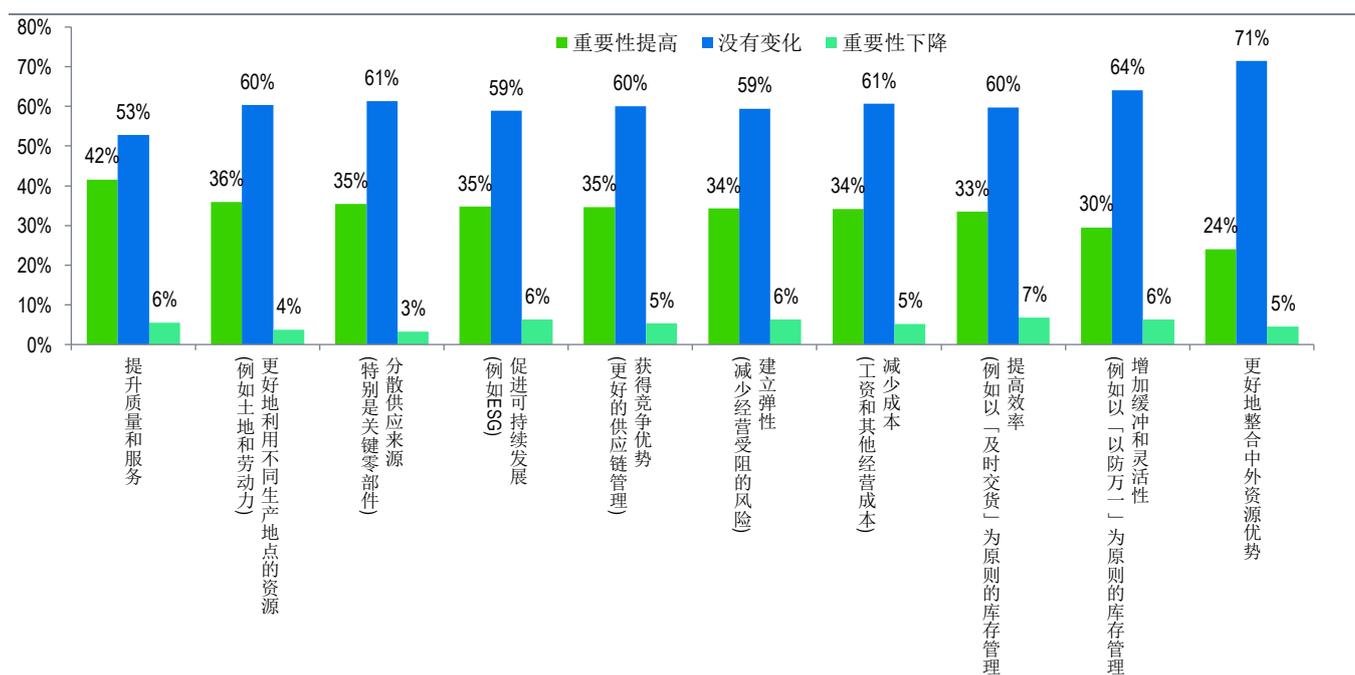
#### 实际转移产能

RCEP 成员是迁移厂房的热门目的地之一(图 12)，其中包括东盟(2.3%)、日本/韩国(1.4%)和澳洲/新西兰(0.9%)。若问及是否打算将产能转移/拓展时，这些数字分别为 3.1%、1.7%和 1.2%。在东盟之外，已经转移产能到印度/南亚的受访者有 2.4%，当被问及未来计划时，更跃升至 4.2%。尽管如此，较全面地看，91%受访者表示，目前还没有将产能转移到海外，而 87%则表示目前没有计划这样做。

同样，当问及目前在中国以外的产能有多少时，91.2%受访者表示为 0%，5.4%受访者选择 1-30%，其余 3.4%表示超过 30%(图 13)。若问及他们计划在未来 3 年(2024 至 2026 年)达到甚么水平时，这些数字分别为 84.2%、8.7% 和 7.1%。凡此种种表明，尽管企业将生产转移到海外的考虑因素越来越多，不过迄今为止付诸行动者甚少。这也显示没有出现大湾区公司大举迁出中国的情况。

图 10: 就贵公司的供应链管理而言，近年以下业务考虑因素发生了甚么变化?

受访者%



资料来源: 香港贸发局、渣打银行研究部

### 评估障碍及挑战

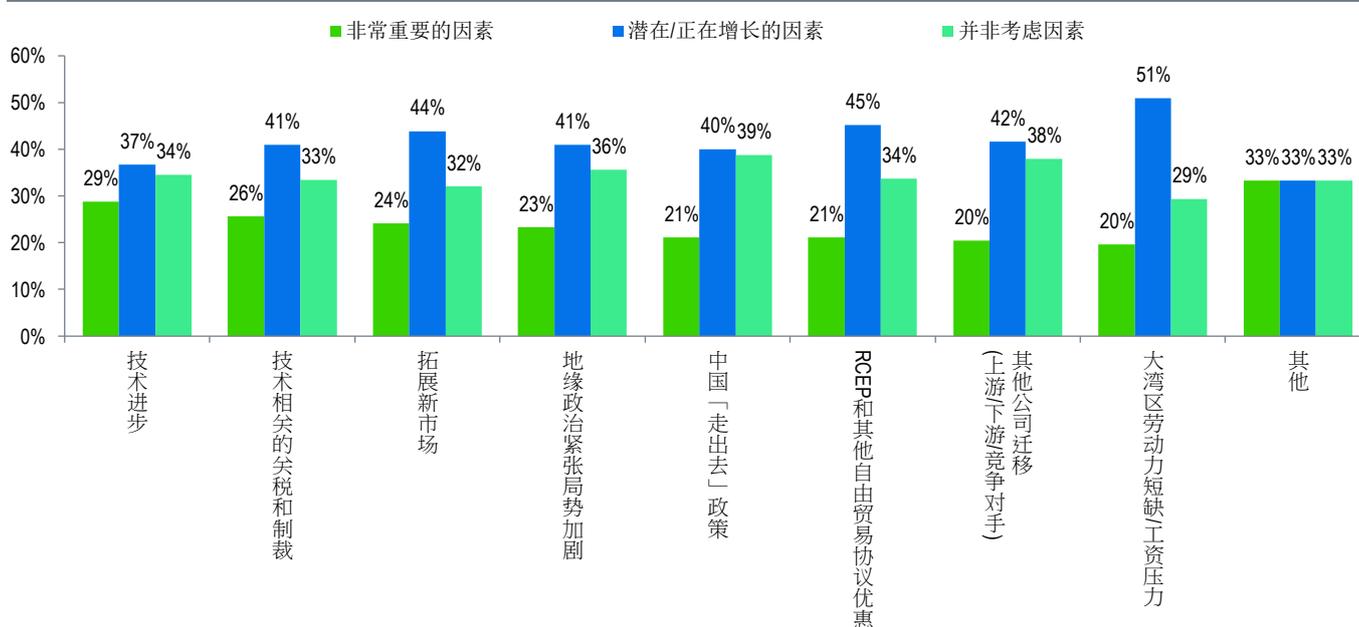
我们询问受访者转移产能到海外的最大障碍/挑战是甚么(图 14)。「生产成本高于预期」位居榜首, 占 34.6%; 其次是「劳动力质素和生产力欠佳」, 占 29.9%; 「缺乏优质/邻近的供货商」则是 22.8%。

### 把握 RCEP 商机

挑战与机遇并存, 我们认为 RCEP 会有很多商机。这次的最后一个主题问题试图了解受访者是否准备好把握这些商机(图 15)。13.2%的受访者选择一个或多个答案, 表明已开始在其他 RCEP 成员进行采购、生产或销售。另外 17%表示「仍处于规划/制订策略的阶段」, 而 35%表示「目前没有相关计划」, 25%表示「需要更多信息」。

图 11: 贵公司是否受以下业务以外因素影响, 因而将产能转移到中国以外的地区?

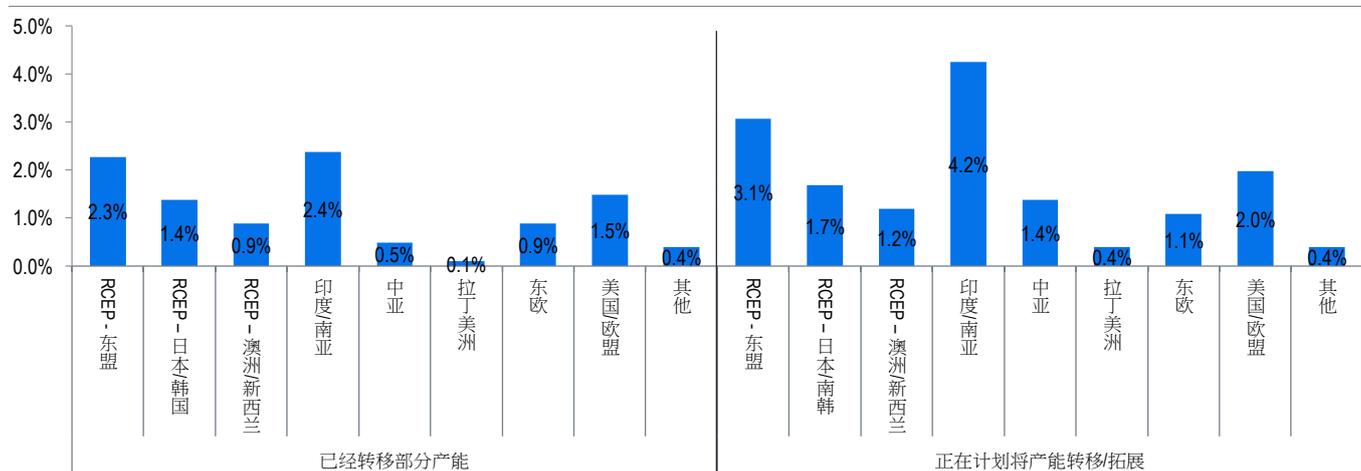
受访者%



资料来源: 香港贸发局、渣打银行研究部

图 12: 贵公司已经把产能转移到中国以外哪些地区? 如有此打算, 你计划将产能转移/拓展到中国以外哪些地区?

受访者%

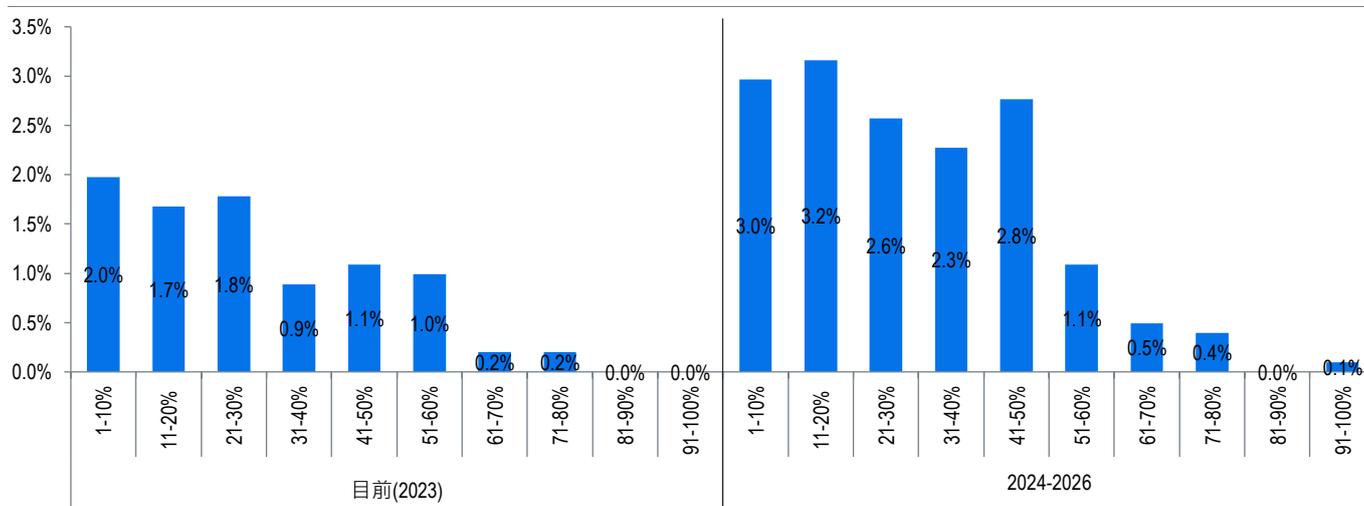


资料来源: 香港贸发局、渣打银行研究部

## 近期动态

**图 13: 贵公司目前在中国以外的产能百分比是多少? 你计划在未来 3 年(2024-2026)达到什么水平?**

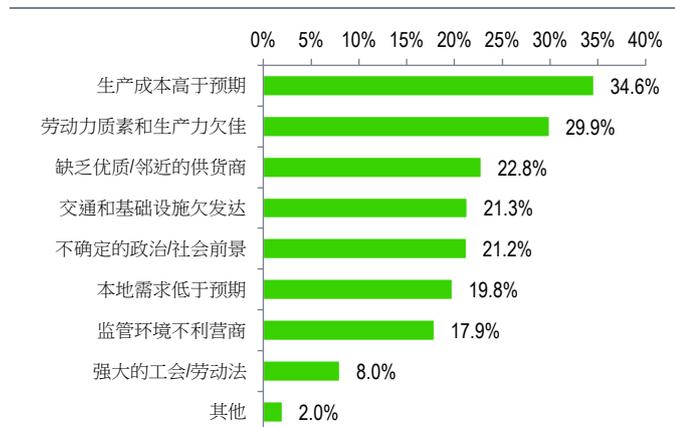
受访者%



资料来源: 香港贸发局、渣打银行研究部

**图 14: 就转移产能到中国以外的地区而言, 贵公司面对的最大障碍/挑战是甚么?**

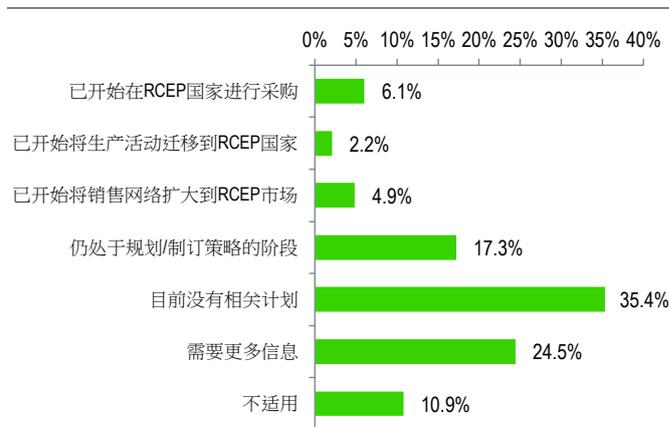
受访者%



资料来源: 香港贸发局、渣打银行研究部

**图 15: 贵公司准备好把握 RCEP 带来的商机吗?**

受访者%



资料来源: 香港贸发局、渣打银行研究部

## 附录：GBAI 的运作方式

「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回馈意见，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。

**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**

**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 2023 年第二季度)，另一个审视「预期」(2023 年第三季度)。每个指数都是反映商业活动不同方面的 8 个子指数计算得出的平均值，如图 1 所示。受访者以 3 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 5 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 (图 4)。

**图 16: GBAI 受访者人数**

按城市		按行业领域	
	目标受访者		目标受访者
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			
中山			
江门	200		
珠海			
肇庆			
澳门			
<b>总计</b>	<b>1,000</b>	<b>总计</b>	<b>1,000</b>

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。

## 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。无论对任何人，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。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、代理人或其他信任人。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或者是唯一的造市商。他们亦有可能为该投资标的之发行者提供或曾经提供建议、投资银行服务或其他服务并可能因此获得相应报酬。

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 [scgr@sc.com](mailto:scgr@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，本机构为根据「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）有限公司为发行及负责机构，该机构之主要监管机关，包括中国银行保险监督管理委员会（CBIRC）、国家外汇管理局（SAFE）及中国人民银行（PBoC）。**欧洲 经济区域：** 德国：Standard Chartered Bank AG，为 SCB 分支机构之一，由欧洲央行授权并受德国联邦金融监管局（Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht-



## 近期动态

“BaFin”)和德意志联邦银行(Deutsche Bundesbank)监管。本文档可用于 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文档目标市场)。其他人士不应依赖本文档。尤其是本文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)。本文档及内容不形成 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: INH000002814), 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、为公开发行业务提供服务的银行、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。**印度尼西亚:** 渣打银行雅加达分行是在印尼金融服务局获得执照并受其监管的投行机构。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档中的信息, 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「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。本文档仅供提供信息之用。SCB PH 在本文档提及的任何证券、投资或交易的合适性和适用性方面对阅读本文档的投资者不做任何保证。本文档使用者在与 SCB 进行涉及任何本文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。本文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](mailto: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](mailto: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。本文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建议。**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



## 近期动态

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 2023 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：

2023 年 7 月 3 日

（英文报告'*GBA – Survey confirms recovery momentum intact*' 发布日期）

本中文报告发布于：

2023 年 7 月 3 日 格林威治标准时间 02:00