

大湾区 – 调查显示政策提振作用尚未完全展现

- 受去库存压力和融资意愿减弱影响，第四季度大湾区指数延续年初以来的跌势
- 预期指数尚未完全反映放宽疫情防控措施的影响；制造商表现欠佳，信贷指数改善
- 我们进一步分析近期一些短期和长期政策以及市场预期变化

加快解封料影响重大

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，2022年第四季度「营商信心」连续6个季度减弱，从第三季度的41.3降至39.5，是10个季度以来首次跌破40（图1和图2）。去库存和融资意愿转弱是主要拖累因素，两者与近期宏观数据普遍疲软吻合。此外，由于中国内地在调查进行中段才开始放宽疫情防控措施，因此预期指数尚未完全反映有关公布带来的影响；虽然解禁希望持续升温，但由于疫情在放宽防控后出现反弹，相关的提振作用也很快被掩盖。然而，假设往后各波疫情的影响逐步减弱，大湾区营商景气指数在2023年上半年将有很大的追赶空间。与此同时，货币情况保持宽松令人欣慰；预料下一季度的借贷成本将进一步下降，而受访者的现金流状况也会有所改善。

在各行业中，「制造和贸易」的预期指数最差；相比之下，零售商和科技领域受访者的信心则较上一季度改善，反映了政策支持默默发挥的作用。城市方面，香港的预期指数最高，表现再次超越其余城市，这得益于香港与内地恢复通关的希望日增；另一方面，广州的受访者情绪则受疫情造成的广泛影响打击。我们的主题问题深入探讨中共二十大结束和疫情防控政策转向后，受访者的政策及市场预期有何变化。

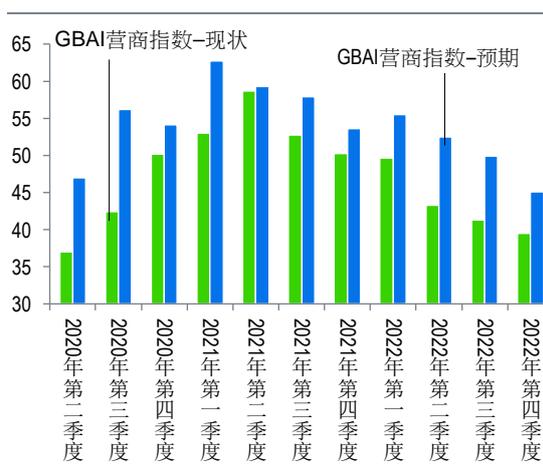
刘健恒
+852 3843 0711
Kelvin.KH.Lau@sc.com
大中华区高级经济师
渣打银行（香港）有限公司

图1：GBAI 营商指数及其子指数

	现状			预期		
	2022年 第四季度	2022年 第三季度	2022年 第二季度	2022年 第四季度	2022年 第三季度	2022年 第二季度
营商指数	39.5	41.3	43.3	45.1	49.9	52.5
1. 生产/销售	38.4	37.8	40.4	45.1	49.5	55.1
2. 新订单	36.9	39.1	42.2	47.6	50.9	56.3
3. 产能利用率	42.0	41.3	43.4	47.1	51.5	51.5
4. 原材料库存	31.8	41.4	40.7	36.8	46.0	46.9
5. 成品/服务价格	52.2	50.8	54.8	52.1	55.1	57.8
6. 固定资产投资	43.8	44.2	46.3	47.7	49.0	53.6
7. 融资规模	30.9	38.1	39.7	35.6	47.1	46.2
8. 利润	40.1	37.5	38.8	48.7	50.5	52.8

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](#)。

2022 年第四季度 GBAI 调查结果详解

近期的解封措施需要一段时间才可带动
大湾区商业情绪好转

GBAI 第四季度调查于 10 月下旬至 12 月初进行，期间市场环境出现不少变化。中共二十大于 10 月召开后，市场普遍预期将迎来转变。随后，内地政府于 11 月 11 日大幅调整疫情防控和住房政策，并要应对每日确诊病例急速反弹，以及社会和生产方面出现的混乱情况。与此同时，随着西方主要市场的经济衰退风险上升，外部逆风持续加剧，大湾区企业预期订单减少，因而降低库存。

GBAI 调查结果显示当前营商活动进一步疲软，拖累预期指数连续 3 个季度下跌。广州子指数的按季跌幅扩大，反映疫情影响的严重程度，依然是该市短期复苏幅度的主要决定因素。另一方面，「制造和贸易」行业以及（按城市划分）出口导向程度更高的东莞的 GBAI 指数较低，与最近工业生产、出口，甚至固定资产投资等官方宏观数据疲软吻合。

然而，以上情况不应看成政策力度及支持不足所致；信贷子指数确认，借贷成本持续下降，且受访者的现金流也有所改善。更重要的是，我们认为，最近的疫情防控政策调整对大湾区营商情绪的提振作用尚未完全展现，当加快解封导致的疫情反弹情况开始减退时，上述作用将与过去 3 年家庭储蓄的增加和累积的压抑需求一并释放，时间可能在 2023 年第二季度。

当前营商环境仍充满挑战

- **第四季度现状指数继续下滑：**GBAI 商业活动现状指数从第三季度的 41.3 降至第四季度的 39.5，是 10 个季度以来首次跌破 40（图 1 和图 2）。该指数已连续 6 个季度下降，且连续 4 个季度低于 50，反映区内营商环境依然充满挑战。最新的调查结果与近期全国的宏观数据吻合，*即在确诊人数激增和外部需求疲软下，11 月份经济增长急剧放缓*。具体来说，出口（比上年同期下跌 8.7%，10 月份为减少 0.3%）、零售额（按年下跌 5.9%，10 月份为减少 0.5%）、工业生产（按年上升 2.2%，10 月份为上升 5%）、制造业投资（按年上升 6.2%，10 月份为上升 6.9%）和房地产销售面积（按年下跌 32.5%，10 月份为减少 23.8%）均呈增长放缓或收缩扩大。在全国性经济放缓下，大湾区也很自然无法独善其身。

从表面上看，最新的 GBAI 比上季下降 4.4%，跌幅与第三季度的 4.6% 相若；不过，由于基数较低，这次跌势也可以说更为严重。即便如此，令人欣慰的是，今季整体 GBAI 的下跌层面已见收窄—在 8 个子指数中，只有 4 个比上季为低，而上季则有 7 个。生产/销售（比上季升 1.6%）、产能利用率（升 1.7%）、成品/服务价格（升 2.8%）和利润（升 6.9%）均较上季略有改善；然而，这些升幅并不足以弥补原材料库存（减 23.2%）和融资规模（减 18.9%）大跌。这两个表现欠佳的子指数都是下一季度业务前景的较佳领先指标—原材料库存下降明显反映订单前景信心减弱，而融资规模收缩则意味商家短期内并不急于扩张业务（无论是营运资金还是资本投资）。

近期动态

最新的预期指数受到现实压力影响，且尚未完全反映疫情防控逐渐解封带来的转机

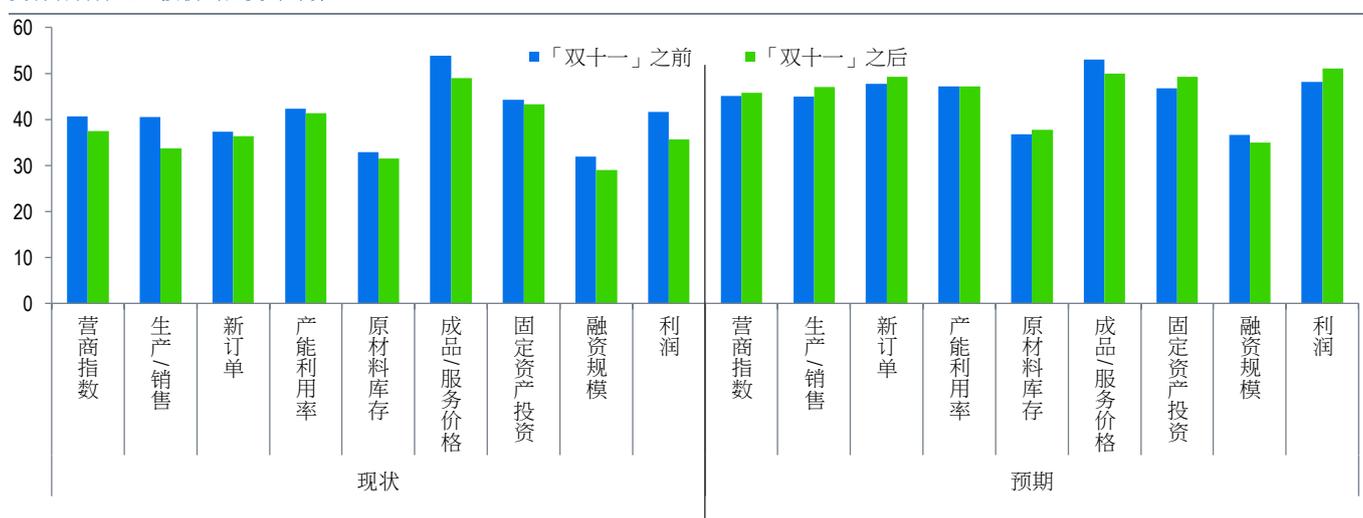
- 预期指数未见好转：**GBAI 商业活动预期指数继在第三季度跌至略低于 50 的中性线后，第四季度再降至 45.1，是连续 3 个季度恶化，也是过去 7 个季度中第六度下滑。与上述现状指数中更具前瞻性的部分一样，受访者普遍认为，由于外部和内部原因，下一季度的营商环境将再转差。从外部看，短期的去库存压力料依然明显；而在高通胀和央行紧缩政策的滞后效应下，我们认为全球经济在 2023 年上半年将进一步放缓，然后才会反弹。内部方面，尽管最近内地的疫情防控和房地产业政策都有所放宽（详见下文），但我们预料不少相关拖累因素在 2023 年初仍将继续存在。根据调查结果，8 个预期子指数全比上季下降（总体跌幅为 9.6%），当中同样以原材料库存（跌 20%）和融资规模（跌 24.4%）跌幅最大。

这种对前景的审慎态度，与全国各地的情况相符。由于制造业和非制造业的产出持续收缩，*我们的中国中小型企业指数(SMEI)* 从 10 月的 49.9 下滑至 11 月的 49.2，连跌 4 个月。然而，*我们仍维持高于市场普遍预期的预测，即 2023 年中国国内生产总值 (GDP) 将增长 5.8%* (2022 年预计增长 3.0%)。我们认为，近期放宽疫情防控措施和支持房地产市场发展等政策调整，将有助释放中国近几年积累的压抑需求和家庭储蓄。因此，在 2023 年下半年，消费或会推动经济大力反弹，收复失地。

- 评估近期政策转向的提振作用：**中国最近放宽疫情防控和支持房地产市场等措施，对第四季度 GBAI 预期指数并无太大实时影响，主要原因相信与调查进行的时间有关；当局在 11 月 11 日（以下简称「双十一」）公布第一波放宽措施，当时正值调查期（10 月底至 12 月初）中段。更具体地说，在我们收到的 1,023 份回复中，56% 是在「双十一」之前提交。此外，在政策公布后首数星期，相关预期产生的提振作用估计一度被确诊数字上升及多地据报出现示威等忧虑削弱或盖过。直到最近（且主要是调查期结束后），我们才看到政策落实的速度和范围都超出预期，令市场开始相信中国将致力兑现迅速解封的承诺。

图 3：GBAI 营商指数，所有受访者

受访者百分比，按收到回复时计算



资料来源：香港贸发局、渣打银行研究部

「双十一」后预期的改善程度轻微

就上述观点而言，从进一步细分分析可见，若比较「双十一」前后的回复，大湾区营商情绪并无明显改善。事实上，「双十一」之后的商业活动现状指数 (37.5) 甚至比之前 (40.6) 更差，反映疫情影响恶化，以及外部逆风对经济的拖累增加(图 3)。特别是，在「双十一」前后，生产/销售现状指数相差 6.8 点，跌幅为所有 8 个子指数中最大，相信反映了因疫情反弹及/或订单减弱对郑州等地的生产活动造成的打击。这种情况估计也令「双十一」之后的预期受压，指数仅从「双十一」之前的 45.1 微升至 45.8。即便如此，在 8 个 GBAI 预期子指数中，有 5 个在「双十一」后有所上升，不过被成品/服务价格子指数疲软所抵销，但该子指数并非表现最差/最令人担忧者。这种情况或者显示，放宽疫情防控带来的提振作用只是延迟出现，而市场对解封的预期在 2023 年上半年将更加牢固。

借贷成本持续下降

- 融资条件放宽成为亮点：** 信贷现状指数连续两个季度上升，从第三季度的 47.2 升至第四季度的 48.6 (图 4)。虽然指数仍低于 50 或第一季度的 49.1，不过我们认为指数明确反映以下可喜情况：(1) 从银行和非银行融资成本子指数上升可见，借贷成本有所下降；(2) 虽然本地和全球增长前景信心转弱，但现金流现状出人意料地连续两个季度改善，尽管盈余现金和应收账款周转率仍远低于 50 的中性线。无论如何，最新的调查结果继续显示，银行的借贷意愿继续转弱，子指数为 45.6，而之前为 46.4。
- 信贷预期也在改善，相应的整体指数从之前的 48.8 回升到 50 中性线以上，达到 50.6。同样，借贷成本下降是主要驱动因素，而盈余现金预期将有所改善，应收账款周转率也将停止收缩。我们认为，货币政策在短期内仍会继续提供支持，以抑制增长下行的风险。尤其在 2023 年首数月，在新财政预算于 3 月通过前，推出新财政刺激措施的空间或许有限。我们认为，在此之前，货币政策不得不承担促进信贷增长和保持流动性充裕的重任。由于近期经济疲软，*我们预料中期借贷便利利率在 2023 年第一季度将下调 10 个基点，而存款准备金率在第二季度将降低 25 个基点。*展望未来，我们预期下半年经济增长反弹，通胀可能上升，预料中国人民银行在 2023 年余下时间将保持政策利率和存款准备金率不变。

图 4：融资条件明显正在放宽

GBAI 信贷指数 5 个子指数——现状与预期

尽管宏观环境充满挑战，但盈余现金和应收账款周转率或已开始改善

	现状			预期		
	2022 年 第四季度	2022 年 第三季度	2022 年 第二季度	2022 年 第四季度	2022 年 第三季度	2022 年 第二季度
信贷指数	48.6	47.2	46.7	50.6	48.8	51.7
1. 银行融资成本 *	52.2	51.7	52.4	52.5	47.9	49.1
2. 非银行融资成本 *	53.8	50.0	53.3	52.6	48.9	51.5
3. 银行对于借贷的态度	45.6	46.4	46.2	46.9	48.0	51.0
4. 盈余现金	44.5	43.9	39.3	51.3	50.7	53.3
5. 应收账款周转率	46.9	44.0	42.1	49.9	48.4	53.3

* 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

外向型产业 2023 年恐开局欠顺 • **制造商的预期最弱：**「制造和贸易」、「专业服务」和「金融服务」的现状和预期指数均比上季下降 (图 5)。其中，只有制造商和专业服务供货商的现状指数低于 40，而「金融服务」则在第三季度取得出色表现后经历调整。与上季相比，「制造和贸易」的预期指数降幅最大，从第三季度的 50.4 降至 44.3，属各行业中最低。制造商预期指数的表现欠佳正好发挥提醒作用，说明本地区容易受到外部需求疲软的影响。我们认为随着美国和欧元区恐将陷入衰退，上述需求问题可能持续到 2023 年。工业生产短期内也可能面对疫情造成的持续影响，而在重大政策调整见效之前，疲软的房地产市场也会拖累经济增长。

相比之下，「零售和批发」的抗逆力优秀得多，现状和预期子指数分别比上季温和上升 0.9 点和 1.1 点。「创新和技术」子指数的涨幅更大，分别上升 2.9 点和 3.8 点。「双十一」之后，零售商预期显著转佳，与科技领域受访者预期的下降对比鲜明，我们认为这主要与样本数量较少有关，而不是营商环境恶化 (图 9)。事实上，我们认为，根据最近结束的中央经济工作会议，零售商和科技领域受访者在 2023 年似乎都大有可为。

中央经济工作会议要求 2023 年从改善预期、提振信心入手，使经济「整体好转」及「合理增长」；重点是把「恢复和扩大消费」摆在优先位置，增加居民收入，支持住房改善、新能源汽车、养老服务消费。会议还要求「发展数字经济，提升常态化监管水平，支持平台企业」。除重申支持民营企业并鼓励其发展壮大外，会议新闻稿对互联网平台发挥的作用也更正面，清楚表明近年打击市场情绪的监管风暴正在退却，转为实行常态化监管。对于科技领域受访者来说，这是一个可喜的转变。在第三季度 GBAI 调查报告中，该领域的子指数录得最大的按季跌幅。

图 5: GBAI 行业领域营商子指数

商业活动	现状			预期		
	2022 年第四季	2022 年第三季	2022 年第二季	2022 年第四季	2022 年第三季	2022 年第二季
制造和贸易	39.0	41.2	44.1	44.3	50.4	52.9
零售和批发	42.2	41.3	37.7	48.8	47.7	51.1
金融服务	45.4	47.3	39.4	50.5	51.5	42.4
专业服务	38.5	42.3	45.0	46.1	47.0	49.9
创新和技术	42.5	39.6	50.3	49.8	46.0	61.3

数据源：香港贸发局、渣打银行研究部

图 6: GBAI 行业领域信贷子指数

信贷	现状			预期		
	2022 年第四季	2022 年第三季	2022 年第二季	2022 年第四季	2022 年第三季	2022 年第二季
制造和贸易	48.5	47.5	47.1	50.7	49.2	52.2
零售和批发	49.0	46.5	44.3	49.9	47.4	49.2
金融服务	46.9	45.2	42.9	52.4	46.9	46.5
专业服务	49.1	43.9	44.5	49.3	43.9	47.8
创新和技术	53.1	47.1	49.6	54.8	46.8	53.0

数据源：香港贸发局、渣打银行研究部

近期动态

广州是最受疫情影响的大湾区核心城市 • **香港在大湾区核心城市中表现最佳：**大湾区 3 个核心城市的现状指数均比上季下降，且都面对同样的内部和外部不明朗因素；不过，广州的跌幅尤大（下跌 7 点，香港和深圳分别下跌 0.8 点和 0.7 点），完全抵销此前的升幅（第三季度曾经表现亮丽）。然而，更重要的是，与其他大湾区城市相比，广州所受的疫情影响更甚，包括封锁小区以至工厂停工等，这从该市的市级出行指标疲软可见一斑，例如交通延误低于正常水平等（图 7）。

相反，香港由于较早开始解封，因此所受的疫情打击较内地城市少，而随着内地放宽防疫政策，香港与内地恢复通关的希望大增，成为另一利好因素。香港的预期指数表现更好，连续两个季度上升，从上季的 46.3 升至 48.4；香港也是唯一一个子指数按季上升的城市，与广州下跌 8.9 点形成鲜明对比。

最后，从「双十一」前后的细分数据比较可见，在调查期间，香港保持向好态势，而广州的现状和预期指数均出现下滑（图 10）。相比之下，尽管深圳的现状指数在「双十一」后表现较弱，但预期指数尚能保持。然而，虽然东莞的子指数在「双十一」后大幅反弹，但我们认为不宜过分解读，因为该市的样本规模远较核心城市为小。

总而言之，我们认为香港在「双十一」之后的出色表现是个很好的指引，说明大湾区其他城市在首数波疫情反弹过后，最终也会在解封憧憬带动下重回正轨。

图 7：GBAI 城市营商子指数

商业活动	现状			预期		
	2022 年第四季	2022 年第三季	2022 年第二季	2022 年第四季	2022 年第三季	2022 年第二季
香港	41.7	42.5	39.7	48.4	46.3	43.3
广州	37.6	44.6	43.7	43.1	52.0	52.1
深圳	38.8	39.5	42.5	47.1	50.8	54.6
佛山	43.9	39.8	44.9	44.2	50.1	51.0
东莞	34.5	41.7	47.9	37.1	45.5	55.0
澳门和其他城市	41.9	42.5	46.2	42.8	51.8	57.2

资料来源：香港贸发局、渣打银行研究部

图 8：GBAI 城市信贷子指数

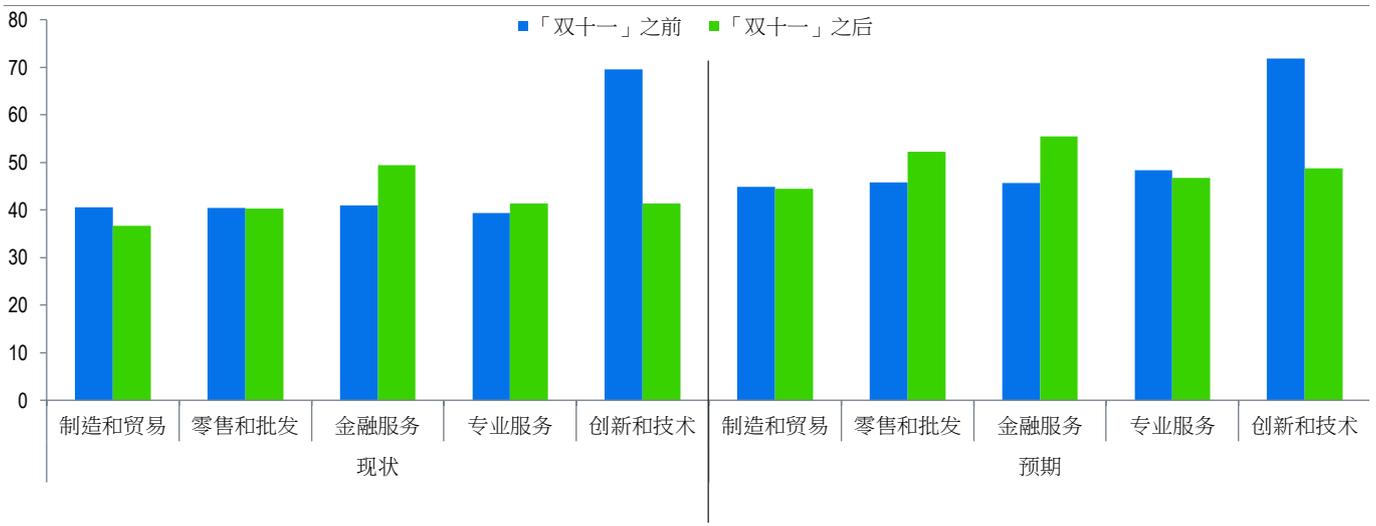
信贷	现状			预期		
	2022 年第四季	2022 年第三季	2022 年第二季	2022 年第四季	2022 年第三季	2022 年第二季
香港	45.9	46.4	42.1	48.4	47.2	45.5
广州	47.6	46.1	45.7	49.1	48.2	49.4
深圳	50.7	47.9	47.9	54.4	49.3	54.7
佛山	47.5	46.6	44.7	49.2	48.6	49.0
东莞	48.3	46.4	47.9	46.5	48.2	51.4
澳门和其他城市	47.3	48.2	49.7	47.0	50.1	53.7

资料来源：香港贸发局、渣打银行研究部

近期动态

图 9: GBAI 行业领域营商子指数

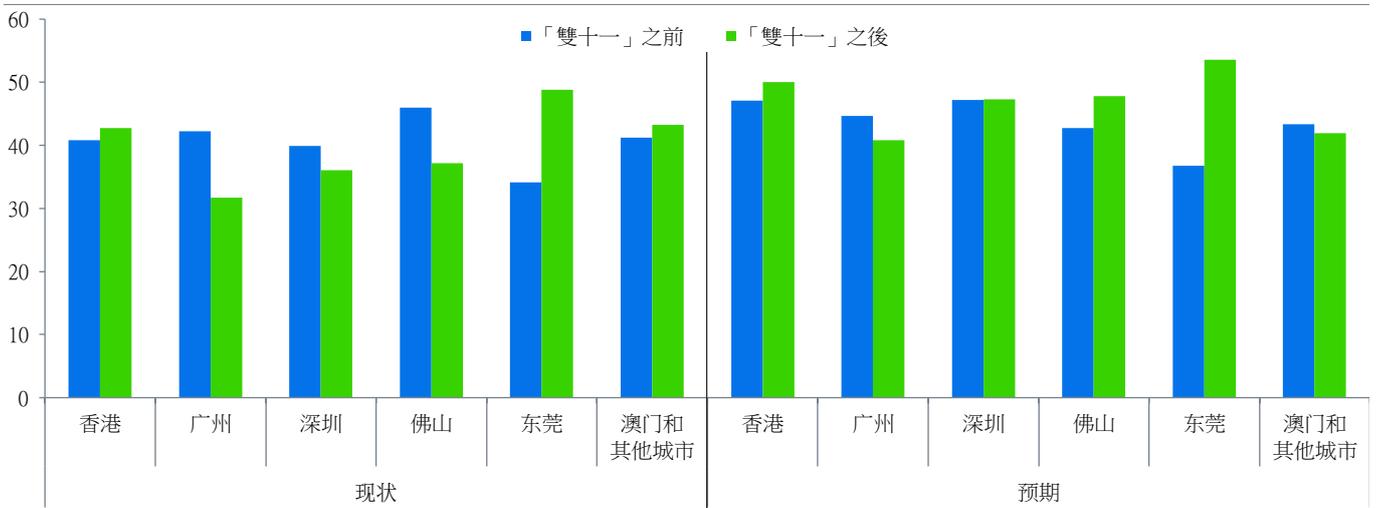
受访者百分比, 按收到回复时计算



资料来源: 香港贸发局、渣打银行研究部

图 10: GBAI 城市营商子指数

受访者百分比, 按收到回复时计算



资料来源: 香港贸发局、渣打银行研究部

主题问题的关键点

我们的主题问题深入探讨，经过最近的一系列重大政治事件和政策公布后，大湾区对于 2023 年的营商预期可能出现甚么变化，这些事件包括 10 月的中共二十大，以及 11 月以来的疫情防控和住房等政策转向。

疫情防控政策决定复苏幅度

解决大湾区企业最关心的问题应可令信心随时间回升

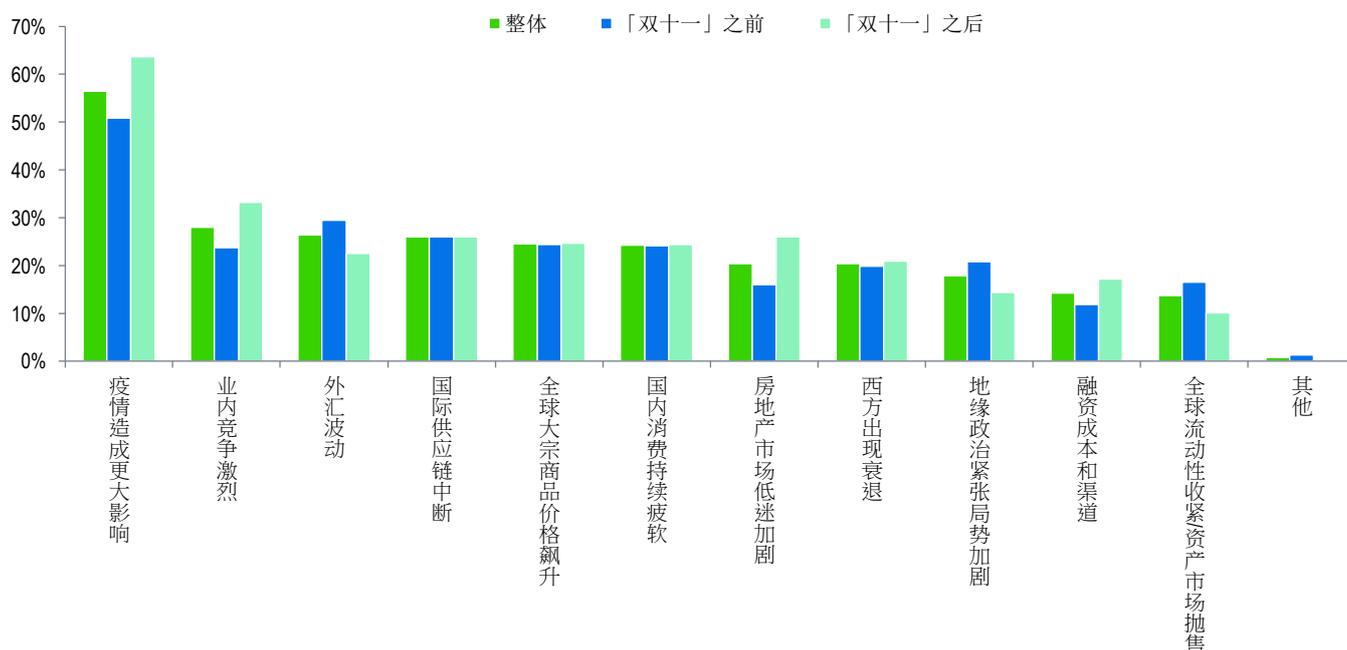
我们询问受访者有关 2023 年业务面临的重大宏观和市场风险；不出所料，「疫情造成更大影响」以 57% 位居榜首 (图 11)，较次位的「业内竞争激烈」(28%) 高出一倍多。以上结果进一步支持中国 [在 11 月 11 日公布的 20 条优化疫情防控措施](#)，以急切启动防疫退场行动，告别「动态清零」。上述公布无疑是个重大转折点，因为它象征中国终于走上解封的道路。

虽然内地防疫政策出现转向，但是确诊个案上升，消费者和工人须居家隔离，医疗设施人满为患，使人们对解封的预期大打折扣：在「双十一」之后，选择「疫情造成更大影响」(64%)、「业内竞争激烈」(33%) 和「房地产市场低迷」(26%) 的受访者比例明显更高。

只有约四分之一的受访者预期大湾区城市会在 2023 年内显著放宽疫情防控措施 (图 12)，进一步证明受访者普遍对解封持怀疑态度。相比之下，27% 的受访者认为严格的防疫规定将成为常态，其余 48% 的受访者选择「很难说」，可见在未来几个季度，市场情绪有很大的反弹空间。

图 11：2023 年受访者的业务面临的重大宏观和市场风险是甚么？

回复百分比(可选择多个答案)



资料来源：香港贸发局、渣打银行研究部

经济反应落后于金融市场

在 2023 年的各种挑战中,「外汇波动」(30%)在「双十一」前排行第二,而在「双十一」后则跌至第七位(23%)。此结果与政策转向后金融市场更直接及利好的反应互为呼应,而经济反应则较审慎。受访者的共识仍然是 2023 年的业务前景将较 2022 年为佳,共有 22%表示业务至少将略为好转,13%表示至少会略为转差。比较「双十一」前后的回复,选择「大致相同」的受访者比例增加超过 10 个百分点,但选择「好转」和「转差」的比例均有减少,意味净变化不大(图 13)。如果在这次第一波疫情反弹后向受访者提出同样问题,我们应该会得到更多积极的响应。

对人民币的信心未受影响

大多数受访者估计在 2023 年大部分时间,美元兑人民币汇率将介乎 6.80 至 7.20 之间

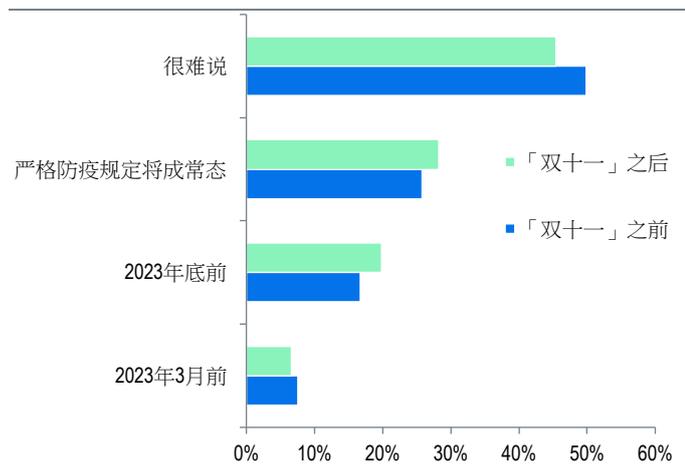
外汇方面,美元兑人民币的汇率从 11 月初的 7.30 以上跌至 12 月初的 7.00 以下,此后一直维持在该水平。在此之前,人民币在 7 至 10 月期间对美元贬值近 9%,而在 2022 年首 10 个月则贬值 13%。近 12%的受访者表示,之前的人民币弱势对其业务产生负面影响,认为有正面影响的则稍高于 6% (图 14)。超过 80%的受访者认为影响中性,可见与其他主要交易货币相比,人民币的波动似乎并非最受关注的外汇问题。当被问及 2023 年初、2023 年中和 2023 年底的美元兑人民币汇率时,大多数受访者(分别为 73%、73%和 71%)认为在 2023 年内,两者之间的汇率将介乎 6.80 至 7.20 (图 15)。我们同意这一看法,预测 2023 年底美元兑人民币汇率为 6.95。在美国联邦储备局结束加息和中国经济增长放缓见底之前,短期内美元兑人民币的风险属上行;但是,随着时间的推移,在增长转佳、货币政策转趋强硬,以及国际收支状况企稳等支持下,风险应会转向下行。

短期与长期政策前景

最后,我们探讨近几个月来受访者对政策取向的看法有何变化(图 16)。以响应净值计(即选择「改善」的受访者减去选择「恶化」的受访者),「大湾区发展」的正净值最高(22%),其次是「绿色发展」(17%)、「创新」(12%)和「金融开放」(10%)。考虑到国家主席习近平在中共二十大开幕式发表报告时提到科技自立自强,发展绿色低碳产业的重要性,以上结果并不令人意外。报告又强调教育和大力培养人才是科技自立自强的

图 12: 中共二十大后, 受访者认为大湾区内地城市何时会大幅放宽疫情防控措施?

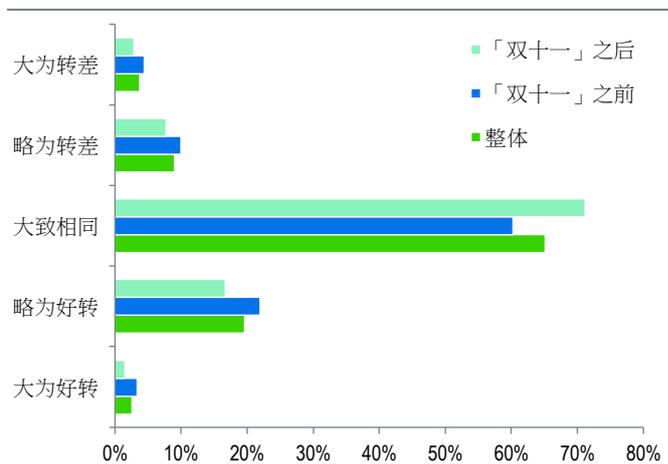
受访者百分比, 按收到回复时计算



资料来源: 香港贸发局、渣打银行研究部

图 13: 与 2022 年相比, 受访者估计 2023 年的业务前景将如何?

受访者百分比, 按收到回复时计算



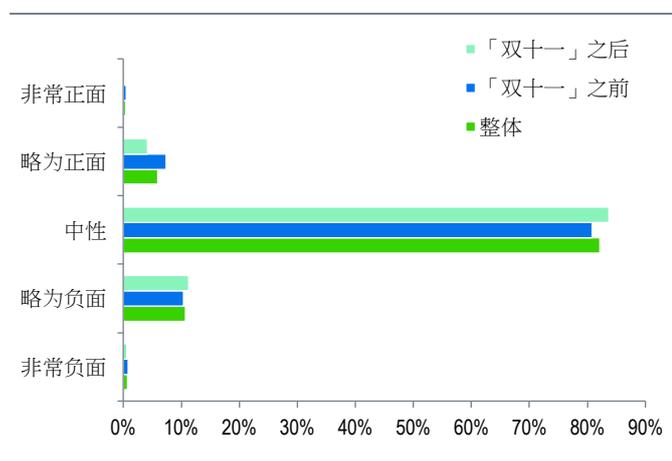
资料来源: 香港贸发局、渣打银行研究部

战略的一环。我们一直强调大湾区在引领中国创新、消费和吸引人才方面的重要性。这几方面都在习近平提出中国到本世纪中叶建成现代化强国的愿景中担当核心地位。

另一方面，「支持房地产市场」和「中美关系」均录得负净值，分别为-5.9%和-5.2%。同时，这两个领域与「货币政策宽松」的「不确定」比例也是最高，分别为35%、37%和36%，表明比起较长期变革性政策举措的有效性，受访者较不看好当局会推出短期提振政策，以及地缘政治局势能迅速缓和。

图 14: 近期人民币弱势对受访者的业务有何影响?

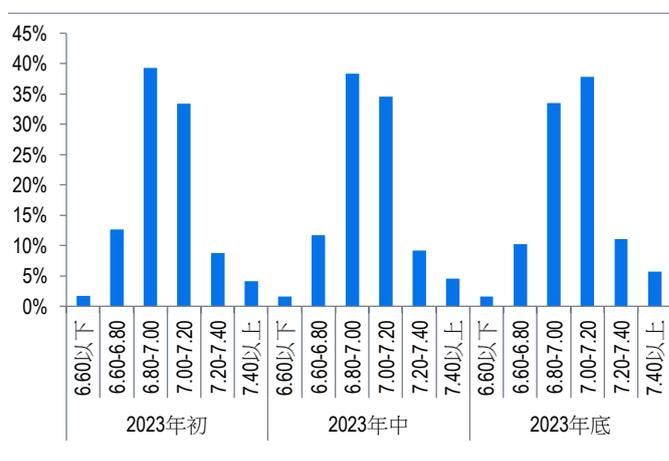
受访者百分比，按收到回复时计算



资料来源: 香港贸发局、渣打银行研究部

图 15: 受访者估计 2023 年初、2023 年中和 2023 年底美元兑人民币汇率将介乎甚么水平?

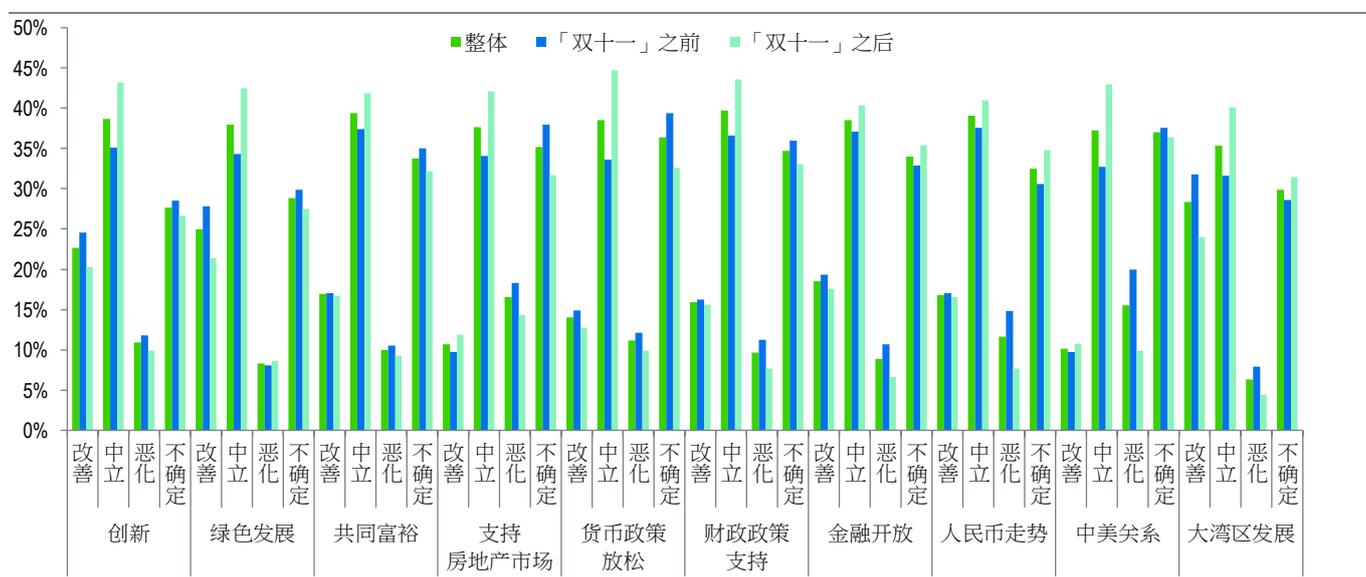
受访者百分比



资料来源: 香港贸发局、渣打银行研究部

图 16: 受访者在 10 月后对以下领域的看法有何变化?

受访者百分比，按收到回复时计算



资料来源: 香港贸发局、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。

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 2022 年第 4 季度)，另一个审视「预期」(2023 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 17: 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			
中山			
江门	200		
珠海			
肇庆			
澳门			
总计	1,000	总计	1,000

来源：香港贸发局、渣打银行全球研究部



近期动态

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 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, 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/>。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。

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「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) 为发行机构于菲律宾 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)。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”将无法获得更高水平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



近期动态

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 1 月 18 日

（英文报告 '[GBA – Survey shows delayed boost from policy pivot](#)' 发布日期）

本中文报告发布于：

2023 年 1 月 18 日 格林威治标准时间 05:00