

大灣區 — 調查反映關稅風暴前的平靜

- 第一季度 **GBAI** 指數顯示營商情緒回升；當時對等關稅衝擊尚未來襲，受訪者認為第二季度前景較佳
- 融資成本上升，信貸環境仍然緊絀；短期內有望降息，以提振市場情緒
- 主題問題探討提振消費政策的影響，以及受訪者採取的相應行動

未知關稅風暴將至

我們與香港貿易發展局 (香港貿發局) 合作，對粵港澳大灣區 (大灣區) 的 1,000 多家公司展開季度調查，由此獲得的渣打大灣區營商景氣指數 (GBAI) 顯示，指數在 2025 年第一季度整體向好 (圖 1 和圖 2)。現狀的整體指數由 2024 年第四季度的 50.7 升至 53.5，而更具前瞻性的預期指數則由之前的 52.9 升至 54.3，顯示大灣區企業成功扛住美國首兩輪的加徵關稅 (10%+10%) 措施，部分是因為 DeepSeek 取得突破，提振了市場情緒，以及市場憧憬中國政府將推出更多刺激措施。然而，受訪者在 2 至 3 月，即第一季度調查進行期間對前景的看法較為樂觀，並未料想到近期的事態，即美國總統特朗普宣布對中國及大多數國家大幅調高對等關稅。信貸指數顯示，中小企業的融資環境在第一季度惡化，期望第二季度貨幣政策會較為寬鬆。

在第一季度，深圳是唯一一個整體指數有所下跌的城市，主要受製造業及零售業表現欠佳拖累。行業方面，創新和技術重奪榜首。本季的主題問題集中探討中國加快推出更多提振消費政策。特朗普的關稅衝擊凸顯了大灣區企業有迫切需要繼續緊貼國策，以消費驅動增長。有 51% 的受訪者表示正在擴展或積極籌備擴展中國內地消費市場。

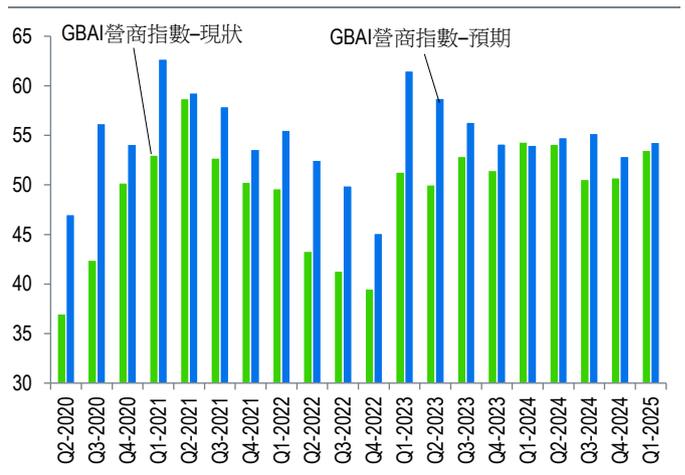
劉健恒
+852 3843 0711
Kelvin.KH.Lau@sc.com
大中華及北亞高級經濟師
渣打銀行(香港)有限公司

圖 1：GBAI 營商指數及其子指數

	現狀			預期		
	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
營商指數	53.5	50.7	50.6	54.3	52.9	55.2
1. 生產/銷售	52.9	55.1	52.1	57.1	58.4	58.5
2. 新訂單	52.6	50.0	51.5	54.6	53.3	58.0
3. 產能利用率	52.5	49.3	49.3	51.0	50.0	54.0
4. 原材料庫存	54.3	45.3	43.3	53.2	50.3	46.2
5. 成品/服務價格	59.0	55.3	57.4	56.5	54.9	59.9
6. 固定資產投資	52.8	52.9	52.0	52.1	51.1	54.5
7. 融資規模	51.7	48.5	50.7	52.7	50.7	51.8
8. 利潤	52.2	49.2	48.1	57.4	54.2	58.6

資料來源：香港貿發局、渣打銀行研究部

圖 2：「現狀」對比「預期」指數



資料來源：香港貿發局、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。

2025 年大灣區企業開局基礎較穩

好景甚為短暫

營商活動的「現狀」和「預期」子指數在 2024 年下半年顯著受挫後，於 2025 年第一季度雙雙反彈。本調查於 2 月中至 3 月中進行，應可反映中國股市在科技股帶動下急速反彈，期間 DeepSeek 的人工智能技術取得突破，重新激起投資者的興趣，也令首次公開招股活動回升。3 月初「兩會」舉行期間，市場對中國推出更多政策措施支持經濟的期望升溫，相信也令市場情緒轉佳，看似抵銷了特朗普上任後美國對中國的首兩輪加徵關稅 (10%+10%) 措施，以及特朗普在 4 月 2 日宣布對其他經濟體實施對等關稅前，其關稅政策不確定所帶來的影響。

事後看來，由於特朗普的「解放日」帶來的震盪遠超想象，第一季度的預期指數回升恐怕過於樂觀。下一季度的 GBAI 指數調查將於 5 至 6 月開展，屆時應可更清楚地瞭解受訪者對高關稅的承受能力。

在 2024 年第四季度報告中，我們提到在貨幣政策轉向「適度寬鬆」後，信貸環境將再度成為有利因素。然而，這種情況在第一季度並未出現，受銀行融資成本上升拖累，最新的信貸子指數在 50 以下。過去一周，特朗普引發市場拋售，市場情緒急須回穩，4 月份存款準備金率及/或政策利率 (7 天期逆回購利率) 極大機會下調。

以下是 2025 年第一季度的詳細調查結果：

指數組成部分普遍較上一季度改善

- **現狀指數全面反彈：**GBAI 營商活動「現狀」指數從 2024 年第四季度的 50.7 升至 2025 年第一季度的 53.5，為 2024 年第二季度以來最高。雖然指數仍未達到 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 項指數組成部分中，有 6 項比上一季度上升，而過往表現未如理想、指數低於 50 的「產能利用率」(升 3.2 點)、「原材料庫存」(升 9.0 點)、「融資規模」(升 3.2 點)及「利潤」(升 3.1 點)，均悉數回升至中性水平以上。另一方面，「生產/銷售」雖然下跌 2.2 點 (「固定資產投資」同告下滑，但僅跌 0.1 點)，但只是從第四季度 55.1 的高位調整 (可能受美國加徵關稅前企業提前下單所推動)。在評估短期營商表現的 3 項最佳指標中，「生產/銷售」的 52.9 與「新訂單」(52.6)及「利潤」(52.2)相比，表現較為理想；這與中國的國內生產總值 (GDP) 繼 2024 年第四季度比第三季度上升 0.8 個百分點後，於 2025 年第一季度再錄得溫和增長的情況相符。
- **預期指數扭轉第四季度的跌勢：**GBAI 營商活動「預期」指數與「現狀」指數同步改善，由 2024 年第四季度的 52.9 升至 2025 年第一季度的 54.3。最新指數雖然仍低於 2024 年第三季度的 55.2，但與 2024 年上半年的 54.4 平均值相若。令人鼓舞的是，在 8 個預期子指數中有 7 個比上一季度上升，其中「利潤」上升 3.1 點，「原材料庫存」上升 2.8 點(我們認為後者是由於連續兩個季度企業在美國可能加徵關稅前提前採購所致)。「生產/銷售」再次屬例外，下跌 1.3 點，但其指數為 57.1，仍是各組成部分中最高，而「利潤」(57.4)、「成品/服務價格」(56.5)及「新訂單」(54.6)也同居前列。上一季度中國經濟企穩(加上股市較為活躍)，看來有助企業應對變幻莫測的關稅前景；下一季度的 GBAI 指數應能更清楚反映關稅的影響，呈現特朗普對等關稅所帶來的更龐大衝擊。

近期動態

現金流改善有助抵銷持續高企的融資成本

- 銀行融資成本上漲，信貸環境依然緊絀：**信貸現狀指數由 2024 年第四季度的 48.0 上升至 2025 年第一季度的 48.8 (圖 3)，令人欣喜，反彈主要是由「盈餘現金」(升 3.5 點) 及「應收賬款周轉率」(升 2.7 點) 表現較佳帶動，這兩項現金流指標與 GBAI 營商活動息息相關，往往是良好的增長指標。儘管去年 12 月的中央經濟工作會議提出貨幣政策基調由長期的「穩健」轉為「適度寬鬆」，可惜我們並未看到「銀行融資成本」(跌 3.5 點，指數下降意味融資成本上升)相應改善。事實上，調查期間，銀行業的資金流動似乎有所收緊，相信是當局有意為之的政策措施，提防關稅衝擊下貨幣波動。我們認為，未來數個季度待人民幣貶值風險降低後，政府可以較大力度放寬貨幣政策。

根據信貸「預期」指數，大灣區受訪者並不展望銀行會在短期內大幅放寬信貸 - 「銀行融資成本」預期子指數由之前的 46.7 降至第一季度的 45.4，而「銀行對於借貸的態度」也由 50.9 降至 48.6。這些拖累因素抵銷了受訪者對「盈餘現金」(升 2.8 點) 和「應收賬款周轉率」(升 1.1 點) 轉佳的展望，信貸的整體預期指數在第一季度為 49.7，是 10 個季度以來首次降至 50.0 以下。儘管如此，自 4 月 2 日以來，情況已有所改變：我們預期存款準備金率及/或政策利率會於本月下調，而下半年也將再次調低，同時當局也會推出新的財政刺激措施。

- 行業子指數回歸平均值：**金融服務的「現狀」及「預期」指數在 2024 年第四季度分別飆升至 57.9 及 57.6 (兩者皆為 5 個行業子指數中最高) 後，在 2025 年第一季度分別回落至 54.0 及 53.6 (後者為各行業中最低)，見圖 4。這與前述銀行對借貸的審慎態度相符。根據官方數據顯示，本年迄今銀行對住戶及企業的貸款增長仍然偏軟。儘管今年首兩個月的社會融資總額強勁，但這主要是由於政府提前發行債券，與過去 5 年同期相比，此舉大大加快了財政支出的步伐(參閱《China – A good start to 2025》)。不過，與一年前相比，2025 年首兩個月向家庭和企業提供的新增中長期貸款有所減少。

圖 3：第一季度現金流相關子指數改善

GBAI 信貸指數 5 個子指數 - 現狀與預期

貨幣政策轉趨寬鬆，第一季度銀行融資成本卻見惡化

	現狀			預期		
	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
信貸指數	48.8	48.0	49.2	49.7	50.0	50.9
1. 銀行融資成本*	42.5	46.0	48.0	45.4	46.7	48.9
2. 非銀行融資成本*	51.1	50.3	50.4	51.6	53.4	51.7
3. 銀行對於借貸的態度	51.9	51.2	52.1	48.6	50.9	50.6
4. 盈餘現金	48.3	44.8	47.8	53.7	50.9	52.8
5. 應收賬款周轉率	50.3	47.6	47.6	49.1	48.0	50.7

*指數高於 50 表明成本降低。資料來源：香港貿發局、渣打銀行研究部

近期動態

 大灣區尚未證明能繼續把握新一波
 人工智能機遇

雖然在第一季度，「創新和技術」與上一季度相比，指數沒有改善，但是仍超越「金融服務」，重新成為「現狀」與「預期」指數最佳的行業；其他表現欠佳的行業，指數也有所回升，縮小與其差距。隨著 DeepSeek 取得突破，在未來數個季度，我們會密切觀察科技行業受訪者的回應，以評估大灣區整體上是否有能力抓住人工智能發展浪潮帶來的機遇；到目前為止，這方面還是以杭州/長江三角洲較為成功。第一季度製造業的現狀子指數連續兩個季度反彈，相信反映了企業紛紛趕在美國加徵關稅前提前下單。與此同時，製造業雖然面對美國加徵關稅，但「預期」子指數仍迅速反彈(升 1.2 點，與上一季度的跌幅相同)，結果令人欣慰。同樣令人鼓舞的是，「零售和批發」受訪者的 GBAI 指數甚至高於製造業，相信反映了近期政府提振消費的政策力度(詳情請參閱主題問題部分)。

- 深圳的表現有別於整體：**各個城市的子指數，不論是「現狀」或「預期」，均比上一季度上升，只有深圳屬例外(圖 6)。進一步分析顯示，深圳的「現狀」指數受到「零售和批發」(47.0)和「製造和貿易」(49.1)拖累，而其他行業則繼續表現堅穩(「金融服務」為 54.1，「專業服務」為 55.9，「創新和技術」為 56.6)。而以「預期」子指數來看，「金融服務」是深圳表現最差的行業，是唯一子指數低於 50 (47.4)。相反，香港的「現狀」指數連續 4 個季度上升，最新一季升至 53.5，是一年來首次高於 50；而「預期」指數則由之前的 50.8 升至 56.9，僅次於廣州。廣州的現狀和預期指數分別為 60.3 及 58.0，為各城市之冠。

圖 4：GBAI 行業領域營商子指數

商業活動	現狀			預期		
	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
製造和貿易	53.1	50.1	49.5	54.1	52.9	54.1
零售和批發	55.4	51.9	55.8	55.6	51.5	58.6
金融服務	54.0	57.9	55.4	53.6	57.6	60.1
專業服務	55.7	51.1	53.8	55.8	47.1	58.7
創新和技術	56.3	56.3	52.6	55.8	57.3	69.7

資料來源：香港貿發局、渣打銀行研究部

圖 5：GBAI 行業領域信貸子指數

信貸	現狀			預期		
	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
製造和貿易	48.8	47.5	49.0	49.6	50.2	51.3
零售和批發	48.4	49.3	50.1	49.8	48.6	48.7
金融服務	47.4	53.8	49.2	47.7	54.8	51.3
專業服務	48.1	50.5	50.4	49.0	50.0	50.7
創新和技術	53.4	49.1	48.6	53.9	46.2	50.3

資料來源：香港貿發局、渣打銀行研究部

主題問題的關鍵要點

對外貿易前景陰霾密布，期待更多提振消費政策出台

中國政府在去年 12 月的中央經濟工作會議上確定今年要「大力提振消費、提高投資效益、全方位擴大國內需求」，又於今年 1 月決定擴圍支持消費品以舊換新，涵蓋更多家電產品，並實施數碼產品購新補貼。在第一季度我們的主題問題集中探討提振消費政策在大灣區的影響，調查在 3 月 17 日中國政府的官方新聞發布會舉行前數天結束，當天中國政府宣布新一攬子支持消費政策（包括提高職工收入、降低基本生活成本和創造更多就業機會）。然而，我們相信現時的調查結果有助瞭解大灣區企業是否已準備充足，配合中國經濟轉向以消費驅動增長，以抵禦全球貿易和政局變化的衝擊。

以舊換新計劃迄今的影響

首先，我們詢問受訪者 2024 年公布的消費品以舊換新計劃對其業務有何影響。合計 30% 的受訪者表示有重大或一定的正面影響，66% 表示沒有影響，4% 表示有負面影響（圖 8）。表示有正面影響的受訪者，當中有 87% 同意以舊換新計劃有助衍生新需求；由此可見，當局最近公布政策決定，在 2025 年擴大以舊換新計劃，並推出更全面的方案，增多提振消費的途徑，相信將頗有成效（圖 9）。有較少比例但仍佔大多數的受訪者同意以舊換新計劃可提升相關產品銷量，取代其他貨品的需求（73%），以及可鼓勵提前消費，預先動用未來支出（62%）。

進一步分析顯示，「製造和貿易」（35%）行業有最高比例的受訪者對首條問題給予正面回應，反而「零售和批發」的比例最低（23%），頗為出乎意料。各城市受訪者的反應也有不同，東莞的正面回應比例最高，達 37%，其次是深圳（33%）和廣州（31%）。香港的正面回應比例最低，只有 24%，這結果不足為奇，因為香港不受以舊換新計劃涵蓋，只能間接受惠於中國內地訪港旅客持續回升，這些旅客的人均消費或會提高。

圖 6：GBAI 城市營商子指數

商業活動	現狀			預期		
	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
廣州	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
東莞	55.2	50.3	52.0	55.6	52.2	53.6
澳門和其他城市	54.9	51.5	50.2	54.5	53.2	52.1

資料來源：香港貿發局、渣打銀行研究部

圖 7：GBAI 城市信貸子指數

信貸	現狀			預期		
	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
廣州	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
東莞	49.9	48.3	50.1	51.2	50.9	54.3
澳門和其他城市	49.5	50.0	49.7	49.4	50.3	52.0

資料來源：香港貿發局、渣打銀行研究部

期待更多提振消費政策出台

展望未來，38%的受訪者認為最近擴大的 2025 年消費品以舊換新計劃會帶來正面影響；48%認為「沒有影響」，另有 11%表示「言之尚早」。若將問題的涵蓋範圍擴大至所有提振消費政策，正面回應的比例上升至 41%，認為「沒有影響」的為 41%，認為「言之尚早」的為 13%。與回應 2024 年政策影響的實際數據相比，正面回應比例增加，以及一些表示「沒有影響」的受訪者轉採觀望態度，顯示受訪者日益期望未來會有更多政策驅動措施出台。對於這個問題，廣州的正面回應比例最高，其次是佛山和深圳。但在行業方面，「零售和批發」對擴大消費品以舊換新計劃的回應最為消極 (34%)；若是涵蓋所有提振消費政策的話，則以「創新和技術」的結果最差，只有 31% 表示有正面影響。

開拓內地消費市場

我們接著評估有多少受訪者坐言起行，詢問他們有否計劃擴展中國內地的業務，趁當局加大力度提振內需，捉緊所帶來的經濟效益。12%的受訪者表示「有，已在擴展業務」；24%表示「有，但仍在籌備」(圖 11)。同樣令人鼓舞的是，16%表示雖然沒有擴張計劃，但在內地市場已有實際業務，因此可充分受惠於提振消費政策。總括而言，51%的受訪者已在擴展或正積極籌備擴展內地消費市場，37%表示「未肯定，仍在觀望」，只有 12%表示「沒有，內地市場不是我們的發展重心」。「深圳」及「金融服務」的正面回應比例分別在各城市及各行業中居首。

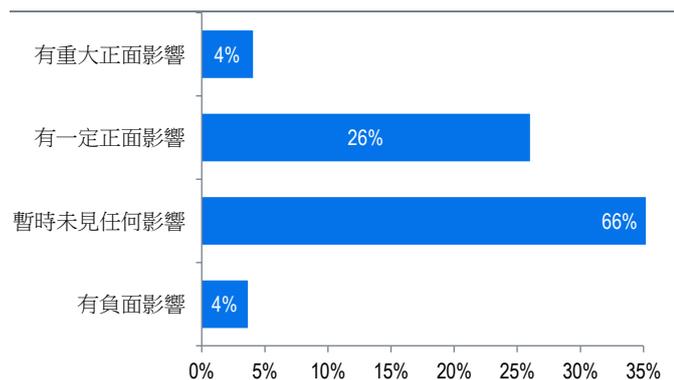
中國面對甚麼轉型障礙？

我們又問到受訪者有關中國邁向消費驅動型經濟的最大障礙 (圖 12)。勞動力方面的挑戰高踞榜首，42%的受訪者選擇「就業市場不穩定與薪酬增長預期疲弱」，其次是「價格會隨時間下降的觀念根深蒂固，習慣性延遲消費」(29%)，以及「房市疲軟形成負財富效應」(16%)。只有 14%的受訪者選擇「社會安全網措施不足，導致家庭過度儲蓄」；無論是對是錯，受訪者似乎認為要邁向消費驅動型增長模式，中國面對的周期性不利因素多於結構性挑戰。

下一步該怎麼做？

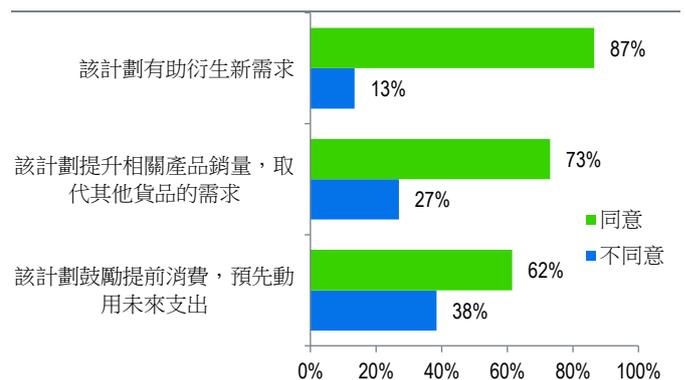
最後，我們詢問受訪者，政府還可以怎樣進一步擴大支持消費措施。45%的受訪者選擇「放寬私營企業及外資的市場准入條件，刺激服務業消費」；我們認為大灣區致力推動城市之間的經濟開放和融合，方向正好與此不謀而合 (圖 13)。排在第二和第三位的分別是「向低收入群組提供更多直接補助/擴大社會安全網以涵蓋更多居民」(43%) 和「推出措施刺激就業/收入預期」(42%)。我們認為這些都是日後提振經濟活動的可行方案。

圖 8：2024 年的消費品以舊換新計劃對貴公司業務有何影響？
 受訪者佔比(%)



資料來源：香港貿發局、渣打銀行研究部

圖 9：你同意以下有關以舊換新計劃的說法嗎？
 佔上一問題作正面回應的受訪者比例(%)

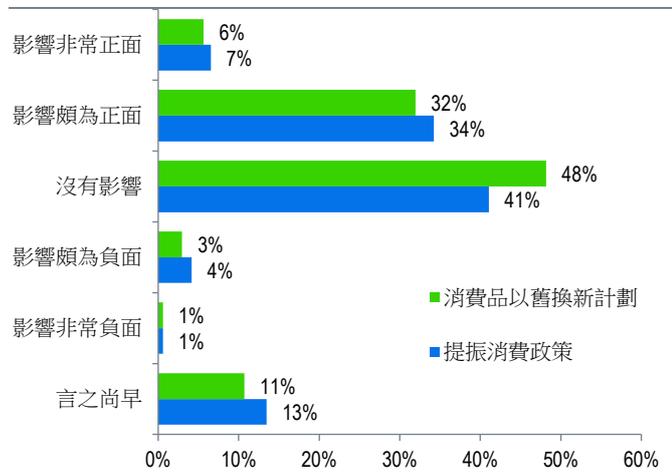


資料來源：香港貿發局、渣打銀行研究部

近期動態

圖 10：展望 2025 年，你預期內地政府的政策支持，對貴公司業務有何影響？

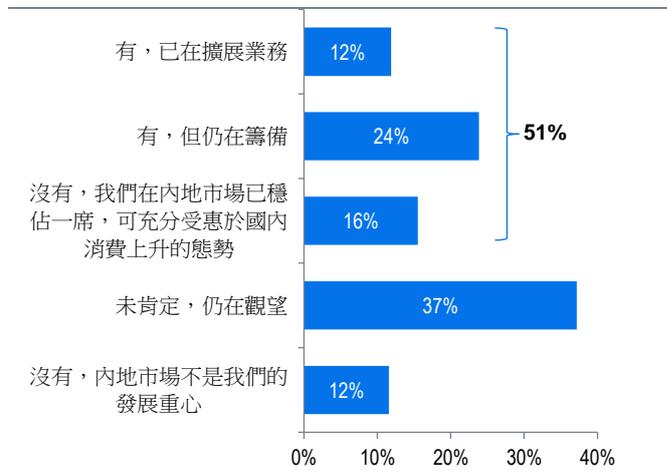
受訪者佔比(%)



資料來源：香港貿發局、渣打銀行研究部

圖 11：貴公司有否計劃擴展中國內地業務，把握提振消費政策帶來的機遇？

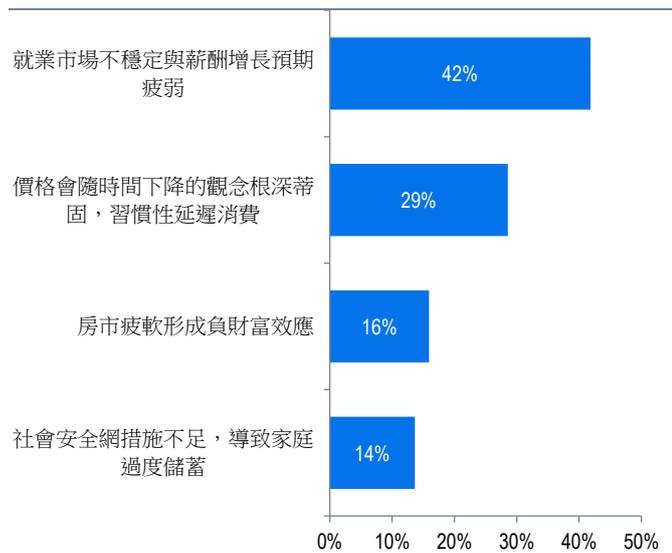
受訪者佔比(%)



資料來源：香港貿發局、渣打銀行研究部

圖 12：你認為中國邁向消費驅動型經濟的最大障礙是甚麼？

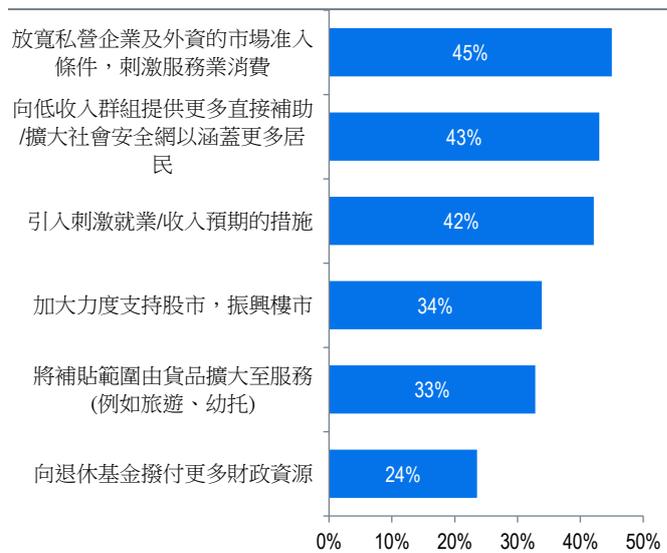
受訪者佔比(%)



資料來源：香港貿發局、渣打銀行研究部

圖 13：你認為政府還可以怎樣進一步擴大支持消費措施？

受訪者佔比(%)



資料來源：香港貿發局、渣打銀行研究部

揭露附錄

分析師認證資訊披露：

研究分析師以及此研究報告內容之負責研究分析師特此證明：(1) 研究分析師或此研究報告之負責研究分析師表達的看法，已準確反映個人對標的證券、標的發行者及/或其他標的物的意見，(2) 該研究分析師之薪酬中，無論過去、現在或未來，皆無任何部分與此研究報告刊載的某些建議或觀點，存有直接或間接的關聯性。大致上而言，文中所述建議之價值，是評價分析師績效的審酌點之一。

非美國分析師： 本報告中提及的非美國分析師可能不會受限於美國金融業監管局（FINRA）針對美國分析師的全部相關監管要求。

交易建議結構 – 利率

	渣打銀行術語	含義	定義描述
發行人建議	正面	表現領先	我們預計未來3個月內，按美元計價的發行人本幣債券組合總體收益，與我們研究覆蓋*的其他發行人相比如何
	中性	表現平平	
	負面	表現不佳	

*更多關於渣打銀行利率研究和當前交易建議，請參閱 <https://research.sc.com/research/api/application/static/forecasts#rates>

渣打銀行全球研究部提供關於債券產品的直接買入或賣出交易建議，以及債券和/或信用違約互換（CDS）的成對交易建議。在交易建議/觀點/評論中，時間範圍取決於普遍市場狀況，且可能包含或不包含價格目標。

交易建議分佈 – 利率（截至2025年04月7日）

3個月長期展望	覆蓋比例	(IB%)
增持（買入）	29%	(11.1%)
持有觀望（持有不變）	71%	(36.4%)
減持（賣出）	0%	(0.0%)
合計 (IB%)	100%	(29.0%)

IB% - 投行客戶佔比 %

關於過去 12 個月渣打銀行全球研究部的完整建議歷史，請參閱：<https://research.sc.com/disclosures/credit.html>。關於利益衝突披露，請參閱：<https://research.sc.com/disclosures/conflict.html>。

全球免責聲明：

渣打銀行及/或附屬公司（「SCB」）對此文件及文件內刊載及引用的任何資訊（包括市場數據和統計資料），一概未做任何種類的明示、隱含及法律性聲明及保證。

此文件提供截至付印日期的資訊僅供參考及討論使用。無論對任何特定客戶，此等資訊皆不構成進入某些交易或採用某些避險、買賣或投資策略的個人要約及建議，亦不構成對某些利率或價位未來可能之變動的預測，亦不代表未來任何此類變動不會超出報告中表述之程度。報告中（如果有）提及任何證券之價格僅代表報告日所指之價格，並不表示任何交易可以於該價格執行。SCB 一概不代表或保證此類資訊的準確及完整性。本報告基於我們從公開可用渠道獲取的已公開信息，據信較為可靠，但並不確保這類信息具備準確性和完整性，我們不承擔任何由於對事實表述錯誤而帶來的責任以及由於所闡述觀點而引起的義務。由於此文件並非基於特定投資目標或針對特定投資者之資金狀況而寫，因此未旨在包含投資者所需的全部資訊，此檔內容並不適用於所有投資者。任何人使用此檔時，仍應自行尋求專業諮詢，以求瞭解本身是否適合投資或採用此檔所列證券或金融工具或所述投資策略，並應理解，任何與未來展望有關之說明，皆未必能實現。此檔中（如果有）各項意見、預測、假設、估計、衍生估值、目標價格預測僅代表報告日所指之情形，並可能會隨時修正，恕不另行通知。我們所做的預測均會進行定期調整。此文件所列證券或金融工具之價值或收益，可能會上漲或下跌，投資人所得可能會少於本金。未來收益並不能保證，同時本金也有可能遭受損失。以外幣計價的證券及金融工具極易受匯率波動影響，對其價值、價格及收益造成有利或不利影響。以往之表現無法做為未來投資成果之指標，亦無法對未來表現提供任何聲明或保證。儘管我們努力在合理的基礎上更新此文件所述資訊及觀點，但我們無此類義務且不排除由於監管、合規以及其他因素而停止此類做法的可能性。相應的，我們所掌握的資訊並非完全反映在此檔中，同時我們有可能會在此檔發表之前或之後利用該種資訊採取某些行動。SCB 從事直接交易，並不充當任何一方之顧問、代理人或其他信託人。SCB 並非法律、監管、商業、投資、金融、會計及/或稅務顧問，亦無意提供任何此類服務。投資人若需諮詢某筆投資牽涉之法律、監管、商業、投資、金融、會計及/或稅務問題，請自行尋求相關獨立領域之意見。

SCB 及/或附屬公司可能持有本檔所列貨幣或證券等金融工具。SCB 及/或附屬公司或代表人員、董事、員工福利計畫或員工，以及參與本檔出版或準備工作的個人均可以在任何時間，在相關法律規章允許的範圍內，做多或做空此檔或渣打全球研究部網站上



近期動態

列載之證券或金融工具。上述個人或團體亦有可能在此等證券或相關投資中獲得重大利益。他們亦有可能為該投資標的之發行者提供或曾經提供建議、投資銀行服務或其他服務並可能因此獲得相應報酬。關於 SCB 信貸研究團隊出版報告中所涉主體公司或發行人關係方面，SCB 通常作為做市商或流動性提供者。

SCB 渣打全球研究部及其他各個公眾或私人業務職能之間，皆設有物理資訊防火牆，亦訂有一定的政策及程式，以確保機密資訊（含內部資訊）不會對外披露，除非該披露符合政策及程式規定並經監管機關同意。本報告所包含之數據、觀點及其他資訊亦有可能通過其他公開管道獲得。SCB 在此明確聲明並不對上述公開信息的準確性或完整性提供任何聲明及保證，以及承擔任何責任。SCB 亦不為任何協力廠商網站資訊和數據的準確性或可信性提供任何聲明及保證，以及承擔任何責任。

謹此告知，您本身應（如果有必要，在尋求專業建議的基礎上）獨立判斷本文件刊載之任何資訊，同時亦不可將本文件作為任何交易、避險以及投資決策的依據。SCB 無義務亦不承擔任何由於直接或間接使用本檔所帶來的損失（包括個案性、附帶性、衍生性、懲罰性或懲戒性的損害賠償），無論這種損失因何緣故發生，包括但不限於此檔、其內容或相關服務瑕疵、錯誤、不夠完整、過失、謬誤或不準確，抑或由於無法取得此檔或其中某些部分或其中的內容或相關服務而導致的損失。

本數據僅供預期的收件人使用，對於向私人或零售客戶分發本數據時要求發行人進行註冊或持牌但發行人尚未就緒的部分司法管轄區，本數據不得發行，本數據在該等司法管轄區僅限於在專業和機構投資者內進行發行。本通訊受制於 SCB 渣打全球研究部披露網站（<https://research.sc.com/Portal/Public/TermsConditions>）所載內容。該網址刊載的聲明適用於本文件，建議您先行流覽其中的條款和條款條件和聲明。分析師資質和 SCB 渣打全球研究部資訊披露完整版以及本文件中涉及的任何證券等其他資訊，可通過向 ResearchClientServices@sc.com 發送郵件或點擊 SCB 渣打全球研究部報告中連結的方式獲取。本報告遵循 MiFID II 之 Research 及誘因規則。由於涉及您的自身利益，請決定上述規則的適用性與依從性。

市場披露事項 – 本文件不得用於在任何被禁止發行的地區內向任何個人或管轄區域發行。您若是在下列市場收到此文件，請注意以下說明：

澳大利亞：SCB 的澳大利亞金融服務執照號碼：246833，澳大利亞註冊企業編號（ARBN）：097571778，澳大利亞投資人應注意，本檔僅以「澳大利亞公司法」2001（Cth）中 761G 和 761GA 條定義之“企業客戶”為對象，並非針對定義之“零售客戶”。**孟加拉：**本檔並非在孟加拉所做。本檔（包括與 SCB 有關之內容）由研究分析師獨立自主完成。本報告中所提及的證券不曾亦不會孟加拉登記，同時若沒有孟加拉監管當局事先審批可能不得在孟加拉發售或買賣。收件方對此文件的任何後續操作都應遵循孟加拉相關的法律法規；尤其應遵循孟加拉現行外匯管理條例。**博茨瓦納：**此檔於博茨瓦納系以 Standard Chartered Bank Botswana Limited 為發行及負責機構，本機構為依據「博茨瓦納銀行法」第 46.04 章第 6 條下經博茨瓦納央行合法註冊的金融機構，並於博茨瓦納證券交易所上市。**巴西：**SCB 免責聲明依據巴西證券交易委員會（CVM）指引 598/18 所定：本研究並非在巴西所做。本檔（包括與 SCB 有關之內容）由研究分析師獨立自主完成。本報告中所提及的證券不曾亦不會根據巴西證券和交易委員會的要求進行註冊，同時可能不得在巴西發售或買賣。任何例外均需獲得合法的豁免批准並符合巴西證券法的規定。**中國：**本文件於中國系以渣打銀行（中國）有限公司和渣打證券（中國）有限公司為發行及負責機構，該機構之主要監管機關，包括中國國家金融監督管理總局（NFRA）、國家外匯管理局（SAFE）、中國人民銀行（PBoC）及中國證券監督管理委員會（CSRC）。**歐洲經濟區域：**德國：Standard Chartered Bank AG，為 SCB 分支機構之一，由歐洲央行授權並受德國聯邦金融監督局（Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht-“BaFin”）、歐洲證券和市場管理局（ESMA）和德意志聯邦銀行（Deutsche Bundesbank）監管。本文檔可用於 Standard Chartered Bank AG 依照歐盟金融工具市場法規 II（Directive 2014/65/EU）（“MiFID II”）和德國證券交易法案（“WpHG”）可歸類於合格交易對手或專業客戶的人士（此類人士形成 Standard Chartered Bank AG 目標市場評估後的本文檔目標市場）。其他人士不應依賴本文檔。尤其是本文檔不面向歐洲經濟區域內的零售客戶（依照 MiFID II 和 WpHG 的定義）。本文檔及內容不形成 MiFID II 和 WpHG 定義的個人建議或投資建議。**香港：**此文件以及文中由香港經註冊分析師撰寫的任何報告，於香港係以渣打銀行（香港）有限公司為發行及負責機構，該機構之監管機關為香港金融管理局。**印度：**此檔於印度系以 Standard Chartered Bank, India Branch (“SCB India”) 為發行及負責機構。該機構屬於 SCB 印度分行，設有在印度註冊的研究分析機構（註冊代碼：INH00002814），辦公地址為 Crescenzo, 3A floor, Plot No. C 38&39, G Block, Bandra Kurla Complex, Mumbai 400051。SCB 印度分行經印度儲備銀行（RBI）批准在印度開展銀行業務。該機構亦經印度證券交易委員會（SEBI）註冊，擔任商人銀行、投資顧問、為公開發行提供服務的銀行、託管人等等角色。在印度經營的集團公司詳情請參見 <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）。印度儲備銀行（RBI）曾建議其監管下的實體不得開展虛擬貨幣（“VCs”）交易或為任何個人或實體開展虛擬貨幣交易或結算提供服務或便利；但是最高法院推翻了對加密貨幣交易的禁令。據媒體報導，或禁止交易加密貨幣交易的法律建議正在討論中。證券市場投資存在市場風險。參與投資前，建議仔細閱讀所有相關文件。本檔涉及證券僅作闡釋用途，並非交易推薦。經 SEBI 授權登記和經 NISM（如適用）認證的相關交易不對中間方業績表現提供擔保，對投資收益不提供任何保證，亦不承擔相關法律責任。**印尼：**渣打銀行是在印尼金融服務局和印尼央行獲得執照並受其監管的投行機構，並作為印尼存款保險公司參與方之一。此等資訊皆不構成進入某些交易或採用某些避險、買賣或投資策略的要約及建議，亦不構成對某些利率或價位未來可能之變動的預測，亦不代表未來任何此類變動不會超出報告中表述之程度。未來此類法律法規、監管條例的任何變化可能會影響本文中的資訊，但 SCB 無義務保持文中資訊的及時性或動態更新。文中資訊僅為 SCB 觀點的表達且任何變動不會做出任何提示。**日本：**此檔僅可供「日本金融工具及外匯法」（FIEL）定義之「特定投資人」做為參考，不可作為要約進行 FIEL 定義之「金融工具交易」或日本銀行法定義之「特定存款」等目的使用。**肯雅：**Standard Chartered Bank Kenya Limited 受肯雅中央銀行監管。本文件中的內容僅旨在提供資訊。此檔僅供專業客戶使用，不適用於且不得向零售客戶發行。**韓國：**本文件于韓國系由 Standard Chartered Bank Korea Limited 為發行及負責機構，該機構之主要監管機關為韓國金融監督院及金融服務委員會。**澳門：**此文件由 Standard Chartered Bank (Macau Branch) 在中國人民共和國澳門特別行政區內發佈，其監管機關為澳門金融管理局。**馬來西亞：**本檔由 Standard Chartered Bank Malaysia Berhad 在馬來西亞境內僅面向機構投資者或企業客戶發佈。馬來西亞境內的郵件接收者由本文件產生、或與之有關的任何問題，應接洽 Standard Chartered Bank Malaysia Berhad。**毛里求斯：**Standard Chartered Bank (Mauritius) Limited 受毛里求斯中央銀行和金融服務委員會監管。本文件所有內容皆不構成



近期動態

2005「毛里求斯證券法」定義之投資建議或鼓勵其從事證券交易的任何建議。**新西蘭**：新西蘭投資者應注意，本檔僅以 2008「新西蘭金融顧問法」第 5C 條定義之“企業客戶”為對象，並非針對該法定義之“零售客戶”。Standard Chartered Bank (英國註冊)不屬於《1989 年新西蘭儲備銀行法案》框架下定義之新西蘭“註冊銀行”。**巴基斯坦**：本文件所提及的證券不曾亦不會在巴基斯坦登記，同時若無巴基斯坦監管當局事前審批，可能不得於巴基斯坦發售或買賣。**菲律賓**：本文件於菲律賓可能係以 Standard Chartered Bank (Philippines) (SCB PH) 為發行機構予菲律賓 8799 法案 10.1 節 (L) 定義的合格買家，其他企業和機構客戶需遵守證券監管規則 (SRC) 的規定。本文檔僅供提供資訊之用。SCB PH 在本文檔提及的任何證券、投資或交易的合適性和適用性方面對閱讀本文檔的投資者不做任何保證。本文檔使用者在與 SCB 進行涉及任何本文檔提及的證券類交易時被要求先行經歷 SCB 的合適性與適用性決定流程。本文檔不曾亦不應構成未在菲律賓證券交易委員會登記的證券的發售、買賣、承諾買賣或發行的建議，除非該證券符合「菲律賓證券法」第 9 條規定的豁免證券，或證券發行或出售符合「菲律賓證券法」第 10 條規定的豁免交易。SCB PH 之主要監管機構為菲律賓中央銀行 (郵件：consumeraffairs@bsp.gov.ph)。與本件涉及的任何產品及服務相關的任何問題，應通過 straight2bank.ph@sc.com 發送郵件至 SCB PH 客戶服務中心 (或本行不定期向您提供的其他聯繫方式)。**新加坡**：本文件於新加坡係由 Standard Chartered Bank (Singapore) Limited (UEN No.:201224747C) 發行，本文件涉及的有關產品或僅向符合「新加坡證券及期貨法」第 289 章定義之認證投資者、專業投資者及機構投資者而發行，新加坡收件人若有任何與此文件產生、或與之有關的任何問題，應接洽 Standard Chartered Bank (Singapore) Limited (視情形而定)。**南非**：Standard Chartered Bank, Johannesburg Branch (“SCB Johannesburg Branch”)依 2002 年金融顧問及仲介服務法 37 第 8 條之規定，持有金融服務提供者執照，SCB 亦按照 2005 年國民授信法成為註冊信貸提供者，登記號碼為 NCRCP4。**泰國**：此文件旨在傳播一般資訊且專門為泰國證券交易委員會辦公室發佈的有關豁免投資諮詢服務的通告所定義的機構投資者準備，不定期進行修改和補充。本文件不對泰國公眾發行。**阿聯酋**：Standard Chartered Bank UAE 在阿聯酋國家對阿聯酋居民不提供任何財務分析或諮詢服務，本文件所有內容亦不構成 2008 阿聯酋證券及商品管理局第 48/r 號決議所定義之金融諮詢和財務分析。**阿聯酋 (DIFC)**：Standard Chartered Bank, Dubai International Financial Centre (SCB DIFC)辦公室地址為 Dubai International Financial Centre, Building 1, Gate Precinct, P.O. Box 999, Dubai, 其作為 SCB 的一個分支並受迪拜金融服務局(“DFSA”)的監管。本文件旨在僅供“專業客戶”使用，不直接向 DFSA 監管規則定義的“零售客戶”提供。在 DIFC 分支中，SCB 有權提供的金融服務僅針對合格的“專業客戶”和“市場交易對手”而不針對“零售客戶”。“專業客戶”將無法獲得更高水準的零售客戶保護和補償權利，同時若您選擇被歸類為“零售客戶”，由於我們未持有在當地提供金融服務及產品的許可，因此無法向您此類服務及產品。**英國**：SCB 及/或附屬公司在英國的授權機關為審慎監管局 (Prudential Regulation Authority)，監管機關為金融行為監管局 (Financial Conduct Authority) 和審慎監管局。本次通告以金融行為監管局手冊項下渣打銀行歸類為合格交易對手或專業客戶的人士 (該類人士根據渣打銀行的目標市場評估為本次通告的目標市場) 為對象。需指出的是，此次通告並非以英國零售客戶 (依據金融行為監管局手冊定義) 為對象。本文檔中任何內容均不構成金融行為監管局手冊定義之個人建議或投資意見。**美國**：除有關外匯 (FX)、全球外匯 (Global FX)、利率及商品之檔外，此檔若需於美國發行，或發行於美國人時，均僅限於美國 1934 年證券法第 15a-6(a)(2)號規則定義之大型機構投資者為對象。任何收到此檔之美國人在接受此檔後，即表示已聲明及同意本身確係屬大型機構投資者，並瞭解從事證券交易涉及之風險。此檔之任何美國收件人，若需要額外的資訊或欲執行此文件所列證券或金融工具交易，皆應聯繫 Standard Chartered Securities North America, LLC 註冊代表，地址：1095 Avenue of the Americas, New York, N.Y. 10036, US，電話：+ 1 212 667 0700。我們不以美國人為對象，從事證券募集或銷售活動，除非：(A)該證券已向美國證券及外匯交易委員會及美國各相關州之監管當局完成銷售登記，或(B)該證券或該特定交易獲得美國聯邦及州證券法律之豁免。我們不以美國人為對象，從事證券募集或銷售活動，除非：(i)我方或我方附屬公司及相關人員均已依法完成登記或取得執照，從事相關業務，以及(ii)我方或我方附屬公司及相關人員符合美國聯邦及州相關法律之豁免資格。本文件涉及任何有關美國人、授權子公司或管道分支 (參見美國商品期貨交易委員會規定、闡釋、指導或其他此類條例之定義) 的外匯、全球外匯、利率及商品的內容，僅旨在發向符合「美國商品交易法」第 1a(18)章節中定義的合格的契約內各參與方。**尚比亞**：Standard Chartered Bank Zambia Plc (SCB Zambia)在尚比亞登記註冊並符合「尚比亞銀行和金融服務法」第 387 條中商業銀行之定義且符合 2016 年證券法第 41 條中交易商之定義，其主要監管機關包括尚比亞中央銀行，路沙卡證券交易所及尚比亞證券和交易委員會。

著作權 2025 Standard Chartered Bank 及附屬公司。版權所有。文中第三方來源材料的版權使用已告知對方或已獲准使用。未經 SCB 書面批准，任何人皆不得擅自複製，再轉發，修改，變更，改寫，以及以各種形式傳播或以各種方式翻譯文檔任何部分。

[本文件乃以英文編制。本中文翻譯版僅供參考，以英文版為準。](#)

編輯、簽發：

丁爽

大中華及北亞首席經濟師

本文資料除指明外截至：

2025 年 4 月 15 日

(英文報告'*GBA – Survey reflects calm before tariff storm*' 發佈日期)

本中文報告發佈於：

2025 年 4 月 15 日 格林威治標準時間 05:00