

大灣區 – 調查結果良好，但逆流隱現

- 受新冠疫情反彈影響，第三季度大灣區情緒指標下跌，但也預示第四季度將會迎來快速反彈
- 鑒於停電措施和恒大事件影響，我們認為需要調低預期
- 我們的主題問題揭示了房地產、勞動力和工資、ESG 投資方面的相關觀點

克制樂觀情緒

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）開展運營的 1,000 多家公司展開季度調查，由此編制的渣打大灣區營商景氣指數 (GBAI) 顯示 2021 年第三季度該地區的營商信心下滑。GBAI 經營活動“現狀”指數自 2020 年第二季度推出以來，首次出現季度下跌，從 2021 年第二季度的 58.7 跌至第三季度的 52.7。官方數據清楚顯示，受新冠疫情反彈影響，中國整體經濟在上個季度大部分時間內都趨於疲軟；最新的 GBAI 證實，大灣區雖然也未能倖免，但其經濟增長減緩相對輕微，八個 GBAI 成分指數中有六個成分指數依然高於中性關口 50（圖 1）。此外，受訪者認為第三季度的增長回落將是暫時的 — GBAI“預期”指數僅從 59.3 小幅下跌至 57.9（圖 2）；雖然如此，鑒於本調查的時間，該前瞻性數值並未充分反映恒大事件的影響（該影響目前仍在持續）或輪流停電造成的生產中斷。

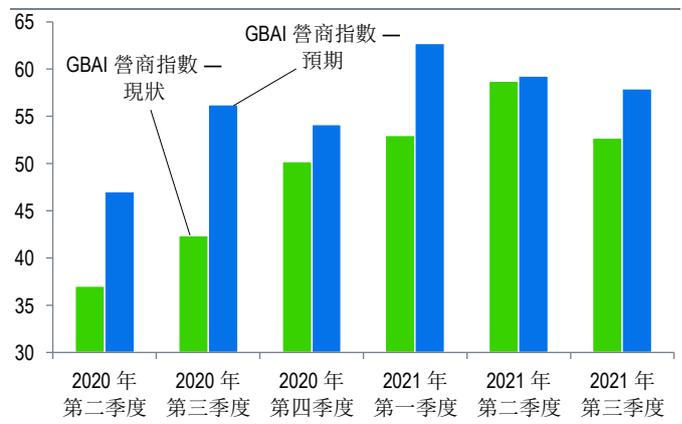
細分數據表明，服務導向的行業領域依然持續相對低迷。這也幫助解釋了深圳子指數大幅度下跌（“現狀”指數下跌了 12.9 點）的原因，深圳的行業領域有較高的服務業比重。第三季度的信用狀況情緒基本保持中性，融資成本的降低緩解了現金流的減少；然而，信用“預期”指數雖然看似不錯，但可能並未反映恒大事件的潛在蔓延。大部分受訪者對大灣區的房地產市場都持有中性態度，但隨著該行業領域的短期困境不斷加劇，受訪者確定的風險因素將日益值得關注。我們也詢問了受訪者對於勞動力市場和 ESG 投資計畫的看法。

圖 1: GBAI 營商指數及其成分指數

	現狀			預期		
	2021年 第三季度	2021年 第二季度	2021年 第一季度	2021年 第三季度	2021年 第二季度	2021年 第一季度
營商指數	52.7	58.7	53.0	57.9	59.3	62.7
1.生產/銷售	54.3	60.4	44.8	61.8	64.5	66.0
2.新訂單	56.1	63.6	50.9	64.6	67.5	66.2
3.產能利用率	46.9	52.8	47.8	56.1	57.3	62.2
4.原料存貨	52.6	60.8	57.1	54.6	51.8	60.0
5.成品/服務價格	62.0	66.3	63.8	59.5	61.5	63.6
6.固定資產投資	50.5	55.2	55.3	52.1	54.6	60.9
7.融資規模	48.6	54.8	56.7	52.9	55.3	60.1
8.利潤	50.8	55.8	47.3	61.3	61.5	62.7

數據來源：香港貿發局、渣打銀行全球研究部

圖 2: 第三季度總體 GBAI 下跌，但依然高於 50



數據來源：香港貿發局、渣打銀行全球研究部

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。



2021 年第三季度 GBAI 調查結果詳解

最新的渣打 GBAI 調查於 7 月下旬至 9 月中旬進行，那段時間正值新冠疫情反彈導致停產（尤其是在服務業）。後來每日新增病例數基本得到控制，但新出現的挑戰——恒大事件的惡化和輪流停電造成的生產中斷——將有待在我們下一次的調查中才能得到充分反映。因此，我們在解讀最新調查中偏向前瞻性的指數和回答時，應當加以注意。

對於大灣區而言，第三季度只是一個減速帶；第四季度可能才是真正的挑戰

- **現狀指數顯示出小幅回落：**GBAI 經營活動現狀指數自 2020 年第二季度推出以來首次下跌，從之前的 58.7 跌至 2021 年第三季度的 52.7。這並不意外，因為 7 月和 8 月的全國數據——涵蓋從非製造和新出口訂單採購經理人指數到零售銷售額和已銷售住宅建築面積——反映德爾塔變異毒株關聯引發了大範圍停產。全部八個成分指數對指數的季度下跌都有貢獻，但有六個成分指數依然高於 50，這表明目前只是遇上一個小小的減速帶而非持續的經濟放緩。例如，在新訂單成分指數依然較高（56.1，但低於第二季度的 63.6（圖 1））的背景下，對於產能利用率成分指數較弱（46.9）無需過多擔憂。受訪者依然具有很強的最終價格提價能力（62.0 對之前的 66.3），這有助於維持利潤率（50.8 對 55.8），是需求穩健的又一個信號。
- **樂觀的預期與不斷加劇的困境：**GBAI 經營活動預期指數僅按季下跌 1.4 個百分點至 57.9，表明對第四個季度的預期依然樂觀（圖 2）。“新訂單”成分指數數位最高，為 64.6（之前為 67.5），緊隨其後的是“生產”（61.8 對 64.5）和利潤（61.3 對 61.5）；這樣的韌性也呼應了我們對公司能夠持續將升高的成本轉嫁給最終買家的信心。這給予企業一個更大的緩衝，能夠承受更多生產中斷，即便電力短缺情況持續整個第四季度。我們相信，政府將會試圖鼓勵短期煤炭產量提升，同時允許增加煤炭進口，以限制經濟增長下行的風險，從而最終總體遏制此次經濟影響。

衡量恒大事件的影響可能有些困難；這更多取決於如何處理違約和後續重組，以限制其向更大範圍的金融業和實體經濟蔓延。其中的風險在於房地產業進一步疲軟（我們將在下文的“主題問題的關鍵要點”部分詳細探討這一點）、消費者和投資者長期保持審慎情緒以及部分借款人獲得資金的成本增加且更為困難。在此背景之下，今後的 GBAI “固定資產投資”和“融資規模”成分指數可能依然較弱。

圖 3：企業有能力應對融資成本反彈

GBAI 信用指數的五個成分指數——現狀和預期

期望第四季度現金頭寸將會快速反彈
可能會過於樂觀

	現狀			預期		
	2021 年 第三季度	2021 年 第二季度	2021 年 第一季度	2021 年 第三季度	2021 年 第二季度	2021 年 第一季度
信用指數	50.8	51.6	49.8	51.9	53.0	53.7
1.銀行融資成本*	51.7	47.5	48.4	48.4	47.8	46.5
2.非銀行融資成本*	50.7	48.0	48.3	49.2	48.2	47.7
3.銀行對於借貸的態度	51.8	51.1	53.7	49.2	52.8	57.4
4.盈餘現金	48.8	56.3	50.5	58.2	58.1	60.4
5.應收賬款周轉率	51.3	55.2	48.0	54.7	58.1	56.7

* 指數高於 50 表明成本降低；數據來源：香港貿易發展局、渣打銀行全球研究部

近期動態

現階段難以衡量恒大事件對整體金融狀況的蔓延情況

- 第三季度金融狀況情緒保持中性：**信用現狀指數連續第二個季度高於 50，但相比第二季度下跌 0.8 個百分點（圖 3）。這得益於銀行和非銀行融資成本成分指數經過 2021 年上半年的明顯惡化後再度改善（即降低）；這與市場普遍認為的**年中之後貨幣政策有所放鬆**（具體表現在 7 月法定準備金比率（RRR）下調）一致。融資成本的降低幫助緩解了現金頭寸的減少，尤其是在業務放緩的情況下，“盈餘現金”現狀指數已下跌 7.5 個百分點至 48.8。

第三季度信用預期指數依然較高，為 51.9，但較第二季度的 53.0 有所下跌；受訪者看到現金流再度改善，但不認為融資成本會大幅降低或借貸會變得較為容易。第四季度至 2022 年初大灣區各企業的融資狀況可能將表現得更加明顯不同：部分企業受恒大事件影響，籌資管道及成本可能會惡化，另有部分企業由於電力相關停產（對於製造商）或交易應收賬款周轉率變慢（對於房地產公司），現金流可能會減少。

出現電力短缺意味著要比渣打預期指數所表明的更加審慎地看待製造業的前景

- 停電措施之前，製造商存續狀況良好：**五個渣打行業“現狀”子指數都出現季度下跌，但製造業 (53.4) 和 IT 業 (55.3) 子指數依然是最高的（圖 4）。IT 業的總共八個成分指數中有六個成分指數數字是所有行業領域中最高的，表明近期的監管不確定性增加對其影響很小。另外，“製造和貿易”現狀子指數有大部分貢獻來自於生產/銷售 (56.0) 和新訂單 (57.4)，表明由於全球德爾塔變異毒株病例增加造成的影響有限（儘管“新出口訂單”成分指數數位低於 50）。除產能利用率成分指數下探到 47.5 之外，製造商的總體分數高於零售商 (50.0)，後者“生產/銷售”成分指數較低 (45.4) 反映出當地新冠疫情反彈的影響。“專業服務”此次的表現甚至遜色於零售商，但這某種程度上是其在第二季度爆發後的常態化。

從“預期”指數可以看出（圖 4），所有行業領域的受訪者都認為未來第四季度將變得更好。然而，在我們的調查結束之後，電力短缺造成的停產為該地區製造

圖 4：GBAI 行業領域營商子指數

經營活動	現狀			預期		
	2021 年 第三季度	2021 年 第二季度	2021 年 第一季度	2021 年 第三季度	2021 年 第二季度	2021 年 第一季度
製造和貿易	53.4	59.7	54.0	58.3	59.8	63.9
零售和批發	50.0	52.4	50.3	56.2	55.1	59.2
金融服務	51.8	52.3	46.4	56.3	58.2	58.7
專業服務	41.3	58.3	39.1	50.2	60.3	44.7
創新和技術	55.3	60.3	46.8	61.2	60.4	58.7

數據來源：香港貿發局、渣打銀行全球研究部

圖 5：GBAI 行業領域信用子指數

信用	現狀			預期		
	2021 年 第三季度	2021 年 第二季度	2021 年 第一季度	2021 年 第三季度	2021 年 第二季度	2021 年 第一季度
製造和貿易	51.0	51.9	50.1	51.9	53.2	53.6
零售和批發	50.5	50.8	49.4	51.9	52.2	55.4
金融服務	50.1	53.1	50.2	49.3	52.2	54.2
專業服務	49.3	46.7	46.4	52.6	51.6	48.8
創新和技術	50.1	51.9	41.0	53.9	52.2	52.8

數據來源：香港貿發局、渣打銀行全球研究部

業生產的前景籠罩上了一層陰影 — 中國官方的製造業採購經理人指數從 8 月的 50.1 進一步下跌至 9 月的 49.6，自去年新冠疫情爆發以來首次下探到 50 以下。此次是高能耗行業拖累了總體指數。

- 深圳現正逐漸失去其第一名的地位**
- 第三季度深圳暫時趨冷。** 在上個季度的 *GBAI 調查更新* 中，我們注意到城市子指數排名的第一位經常發生更替。第三季度也不例外 — 深圳在第二季度以較大優勢擊敗廣州後失去了其領先地位（並且明顯衰退）。兩座核心城市的先後落後是因為它們更加側重於服務業，受到了新冠疫情反彈的嚴重打擊。渣打城市“預期”子指數數值表明對第四季度前景的情緒樂觀（圖 6）。如今隨著每日新冠疫情病例數重新得到控制，偏向以出口為主的非核心內陸城市更可能會因為電力短缺而停產。與此同時，我們認為香港將會繼續迎頭趕上，因為其到目前為止已成功規避德爾塔變異毒株關聯造成的影響，為區內經濟恢復贏得了時間。

我們將拭目以待香港能否憑藉旨在加速深港融合與協作的前海合作區而日漸縮小與深圳的差距（日前官方已宣佈該區新的開發規劃）。根據前海規劃，該區面積將擴建為原來的八倍，提供一個廣博的經濟基地，並逐步引入跨境技術創新、金融開放和服務貿易擴張（無論是家庭理財、先進製造業還是交通基礎設施）業務。與此類似，澳門將主要通過直接參與橫琴的相關決策及其執行，借助新的橫琴規劃加速多元行業發展以及與珠海及其他大灣區城市的融合。

圖 6: GBAI 城市營商子指數

經營活動	現狀			預期		
	2021 年 第三季度	2021 年 第二季度	2021 年 第一季度	2021 年 第三季度	2021 年 第二季度	2021 年 第一季度
中國香港	47.6	45.1	37.3	56.4	50.8	50.7
廣州	58.4	54.7	55.6	60.6	57.9	66.0
深圳	50.2	63.1	58.4	58.0	60.0	65.9
佛山	57.3	65.9	49.2	59.5	65.6	60.8
東莞	56.8	60.7	52.6	55.5	65.2	64.1
澳門和其他城市	54.7	62.7	55.1	56.8	62.4	64.5

數據來源：香港貿發局、渣打銀行全球研究部

圖 7: GBAI 城市信用子指數

信用	現狀			預期		
	2021 年 第三季度	2021 年 第二季度	2021 年 第一季度	2021 年 第三季度	2021 年 第二季度	2021 年 第一季度
中國香港	49.7	45.1	46.1	51.9	50.5	51.1
廣州	53.3	52.6	49.7	52.0	53.5	55.1
深圳	51.1	53.0	51.0	52.2	52.6	53.4
佛山	51.4	53.9	51.3	54.1	56.7	55.2
東莞	50.6	51.6	47.8	52.5	56.2	54.4
澳門和其他城市	48.4	53.2	50.9	49.8	53.2	54.8

數據來源：香港貿發局、渣打銀行全球研究部

主題問題的關鍵要點

我們此次的主題問題聚焦於 (1) 受訪者對其公司目前所在城市的房地產市場的看法；(2) 當地勞動力市場的人才和工資挑戰；以及 (3) 受訪者明年的 ESG 相關投資計畫。我們的主要發現如下。

風險因素指向第四季度房地產業的下行風險

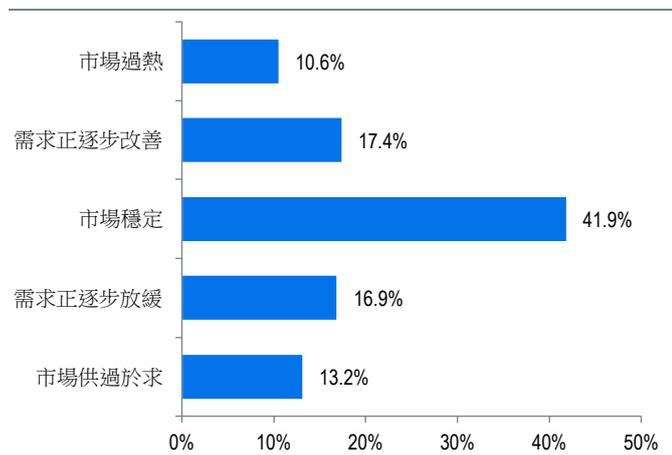
- 房地產業：** 我們要求受訪者描述其公司所在大灣區城市目前的房地產市場（不只是住宅，也包括辦公室、店鋪、工廠等）（圖 8）。大部分受訪者對大灣區的房地產市場都持有中性態度，將近 42% 的受訪者稱市場穩定，認為需求正逐步放緩 (16.9%) 與認為需求正在改善 (17.4%) 的受訪者的比例幾近相同。此外也有不少受訪者贊同兩個極端回答，10.6% 的受訪者認為市場過熱，13.2% 認為市場供過於求。

受訪者的回答呼應了當局的屢次呼籲的“房住不炒”（意思是重點確保房子價格穩定）。然而，隨著恒大的困境被持續揭開，房地產市場的下行風險似乎正在逐漸增加，公寓銷售減緩，住宅價格進一步下降。受訪者反映的前三大風險因素——融資成本增加 (37.4%)、需求減少 (35.7%) 和監管收緊 (34.4%)——在該行業短期困境加劇的情況下，似乎也產生著影響（圖 9）。

恒大事件的直接影響是房地產開發商及其貿易供應商的信貸管道及成本惡化，貸款人由於害怕事件波及而導致更多違約而會更加小心謹慎。此外，恒大困境持續的時間越長，房地產需求可能將會愈加明顯地下降。最後，政府直接救助的可能性很低，這釋放了一個強烈信號，即對於維持房地產市場健康發展這個主要目標，管理該行業的杠杆並處理道德風險依然是重中之重。

圖 8：您會如何描述您公司所在大港區城市目前的房地產市場*？

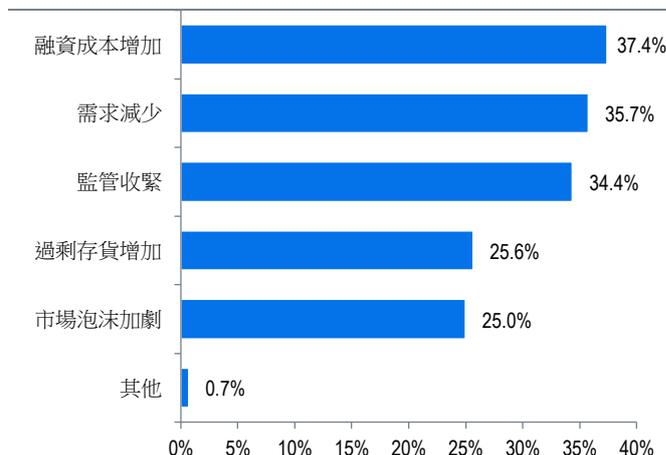
受訪者百分比



* 房地產市場指住宅、辦公室、店鋪、工廠等的購買和租賃市場。數據來源：香港貿發局、渣打銀行全球研究部

圖 9：您公司所在城市的房地產市場面臨的最大風險是什麼？

認為成本上升的受訪者百分比



數據來源：香港貿發局、渣打銀行全球研究部

近期動態

工資壓力和勞動力緊缺雖然具有挑戰性，但可能不是當下最緊迫的問題

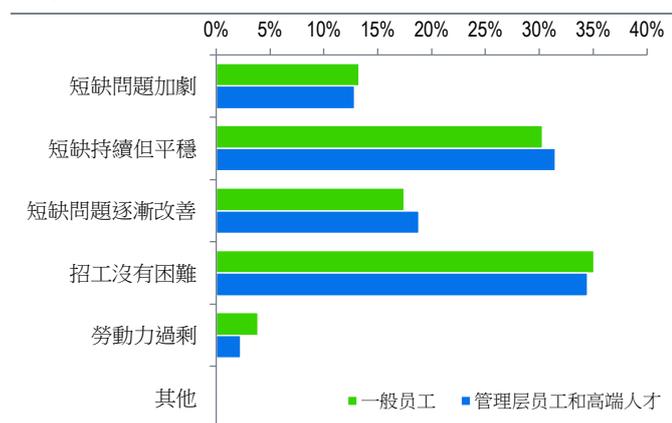
- 工作者和工資：**在我們上一份報告中，我們詢問受訪者運營成本增加的主要原因，將近 60% 的受訪者選擇了“現有員工工資成本增加”，多於選擇“原料成本增加”（這更多地影響到製造商）的受訪者；選擇“雇用新員工的工資成本增加”的受訪者人數排在第三位。根據這一情況以及在該地區內招募人才的挑戰，我們此次追問了一些有關勞動力的具體問題。第一個問題是關於他們公司所在大灣區城市目前的勞動力市場環境；僅 13.3% 的受訪者認為一般員工緊缺的情況愈加嚴重，另有 30.3% 認為勞動力市場穩定（但也存在緊缺）。這表明，所有受訪者中有半數以上認為一般員工資源不緊張或者不緊缺（圖 10）。有趣的是，對於管理層員工和高端人才的回答遵循相似的分佈模式。

工資壓力問題獲得了相似的結果；僅 19.2% 的受訪者認為員工加薪壓力加重，與此相比，將近 50% 稱幾乎未感到員工加薪的壓力（圖 11）。這表明，工資和人才雖然是企業一直需要考慮的重要問題，但大灣區的公司可能並未將這些放在心上，而是要處理其他更為顯著的困難。43.3% 的受訪者稱其不擔心工資對總體成本的影響，與此相比，47.6% 稱其較為擔心，僅 9.1% 表達了更多焦慮。

從行業上來看，製造業和技術業聲稱各層面勞動力資源都不緊張或緊缺的受訪者比例最低（但仍然高於 50%）。在加薪方面，製造商和專業服務公司中稱加薪壓力加重的受訪者比例最高，分別為 22% 和 24%。年營業額較高的公司的工資壓力和勞動力緊缺大多更加嚴重，但與年營業額較低的公司相比，它們不那麼擔心相關負面成本影響。

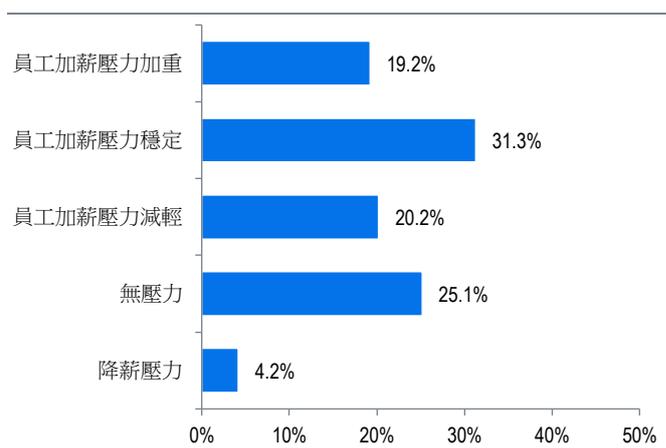
- ESG 投資：**ESG 是另一個值得反復探討的話題。在我們上一份報告中，我們注意到有三分之二的受訪者認為其公司參與環境保護無壓力。我們此次特別詢問了受訪者他們的 ESG 投資計畫，結果發現他們中有將近四分之三目前沒有此類投資，而且明年也沒有投資計畫（圖 12）。被提問他們實現 ESG 目標所面臨的挑戰時，35% 的受訪者提到資金或財務支持不足，排在第二和第三位的回答則都涉及到需要更多資訊或政策說明（圖 13）。

圖 10：您會如何描述您公司所在大灣區城市的勞動力市場狀況？（受訪者百分比，按員工類型）



數據來源：香港貿發局、渣打銀行全球研究部

圖 11：您會如何描述您公司的加薪壓力水準？受訪者百分比



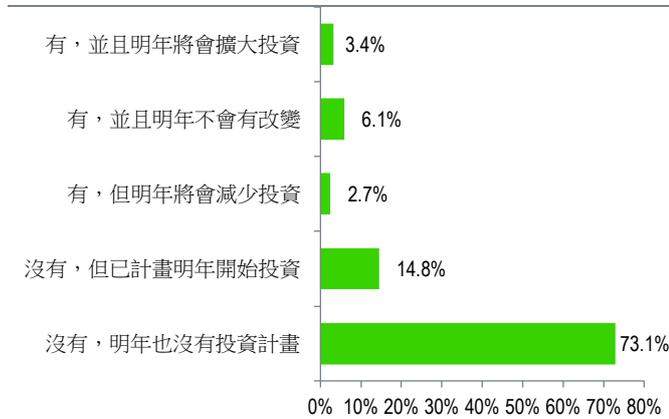
數據來源：香港貿發局、渣打銀行全球研究部



近期動態

圖 12: 您有進行 ESG 相關投資嗎? 您預計此等計畫明年會有何改變?

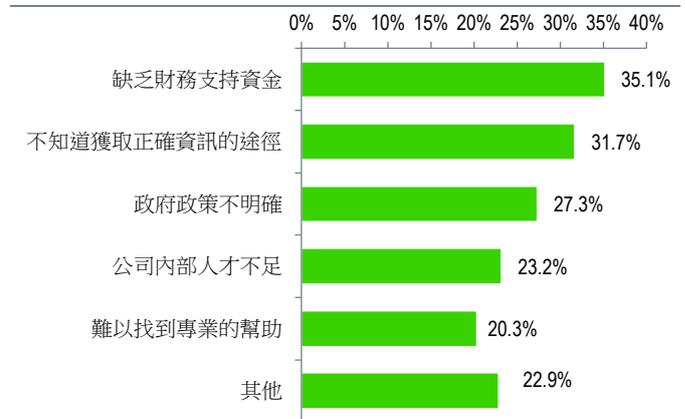
受訪者百分比



數據來源: 香港貿發局、渣打銀行全球研究部

圖 13: 您公司實現 ESG 目標的挑戰有哪些?

受訪者百分比



數據來源: 香港貿發局、渣打銀行全球研究部



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 2021 年第 3 季度），另一個審視「預期」（2021 年第 4 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 14: 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			
中山			
江門	200		
珠海			
肇慶			
澳門			
總計	1,000	總計	1,000

來源：香港貿發局、渣打銀行全球研究部



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。

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。無論對任何人，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。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刊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或者是唯一的造市商。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。

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 scgr@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：** 此檔於中國系以渣打銀行（中國）有限公司為發行及負責機構，該機構之主要監管機關，包括中國銀行業和保險業監督管理委員會（CBIRC）、國家外匯管理局（SAFE）及中國人民銀行（PBoC）。**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-



近期動態

“BaFin”) 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，於香港係由渣打銀行 (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：此檔於印度係以 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，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/>。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。

印尼：渣打銀行雅加達分行是在印尼金融服務局註冊並受其監管的投行機構。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：本文件于韓國係由 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 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的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，此檔若需于美國發行，或發行于美國人時，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系屬大型機構投資者，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



近期動態

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 2021 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：

2021 年 10 月 11 日

(英文報告'*GBA – Benign survey results, but headwinds loom*' 發佈日期)

本中文報告發佈於：

2021 年 10 月 11 日 格林威治標準時間 05:00