

大灣區 — 調查顯示實況制約預期

- 第三季度大灣區指數跌至九個季度以來的最低點；明顯的經濟放緩打壓復蘇預期
- 借貸成本降低、金融服務表現出色以及香港營商信心改善成為亮點
- 我們進一步分析了新冠疫情影響、中美貿易關稅、房地產市場低迷和全球前景等方面

不看好第四季度快速反彈

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) 顯示第三季度“營商信心”連續第五個季度減弱，從第二季度的 43.3 降至 41.3（圖 1）。這是 2020 年第二季度首次調查以來錄得的最低數據，反映了更具挑戰性的現實，因為近期外部（利率增長和衰退風險）和內部（新冠疫情影響和疲軟的房地產市場）逆風因素加劇。這從而促使受訪者更加謹慎地看待第四季度前景——商業活動預期指數從第二季度的 52.5 跌至第三季度的 49.9（圖 2）。儘管只略微低於 50 中性線，但這也是九個季度以來首次跌破 50，表明企業對經濟勢頭的快速復蘇不抱太大希望。

儘管如此，還是有一些亮點。信貸子指數顯示第三季度借貸成本連續第二個季度明顯降低（儘管預期不會有進一步改善）。加之金融服務業的出色表現，這暗示近期的寬鬆政策（貨幣和房地產）已產生正面影響。香港成功走上持續復蘇的道路，而其他大灣區城市則繼續掙扎——這表明有序解除新冠疫情限制，從而提升大灣區集體復蘇天花板的重要性。根據受訪者對主題性問題的答覆，新冠疫情對受訪者影響最大的方面是運輸和物流。我們還問及他們對如下主題的看法：中美貿易關稅降低前景、房地產市場低迷的影響、他們與各國/地區的接觸及各國/地區的前景。

劉健恒

+852 3843 0711

Kelvin.KH.Lau@sc.com

大中華區高級經濟師

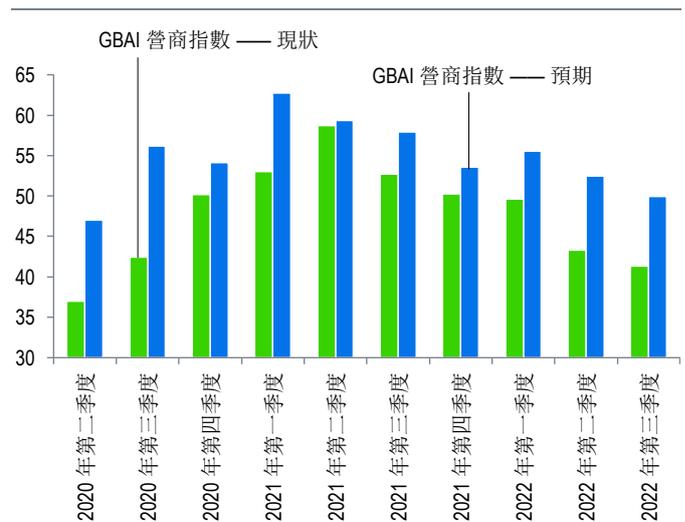
渣打銀行（香港）有限公司

圖 1: GBAI 營商指數及其子指數

	現狀			預期		
	2022年 第三季度	2022年 第二季度	2022年 第一季度	2022年 第三季度	2022年 第二季度	2022年 第一季度
營商指數	41.3	43.3	49.6	49.9	52.5	55.5
1. 生產/銷售	37.8	40.4	48.1	49.5	55.1	55.9
2. 新訂單	39.1	42.2	47.9	50.9	56.3	55.8
3. 產能利用率	41.3	43.4	45.5	51.5	51.5	54.5
4. 原材料庫存	41.4	40.7	50.4	46.0	46.9	53.1
5. 成品/服務價格	50.8	54.8	61.4	55.1	57.8	61.7
6. 固定資產投資	44.2	46.3	48.3	49.0	53.6	52.9
7. 融資規模	38.1	39.7	49.6	47.1	46.2	55.0
8. 利潤	37.5	38.8	45.8	50.5	52.8	55.4

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。

2022 年第三季度 GBAI 調查結果詳解

上次發佈的 *GBAI 第二季度調查報告* 顯示，企業面臨各種逆風因素，尤其是新一輪新冠疫情相關限制對生產、物流和銷售的影響，導致大灣區遭遇逆境。當時的預期指數暗示第三季度會有適度復蘇，但現實並非如此。相反，依然嚴格的防疫措施和低迷的房地產市場使得國內增長勢頭持續疲軟，而高漲的通貨膨脹、激進的央行收政策和不斷加劇的衰退風險也增加了外部不確定性。諸多因素導致現狀和預期指數進一步滑落，預期指數從 2020 年第二季度首次調查以來跌破 50 中性線，表明這種疲軟情緒有可能持續更長時間。但是，我們的確看到三個亮點：(1) 在大灣區各城市中，過去幾年持續表現不佳的香港的現狀和預期指數均錄得最大環比增幅（圖 3）；(2) 當前信貸狀況指數出現環比改善，反映政策寬鬆取得效果，至少短期內如此（圖 4）；以及 (3) 金融機構在行業間表現優異，考慮到他們對借貸需求和信貸品質的敏感性往往使他們成為經濟健康狀況的風向標，因此這種情形令人欣慰。

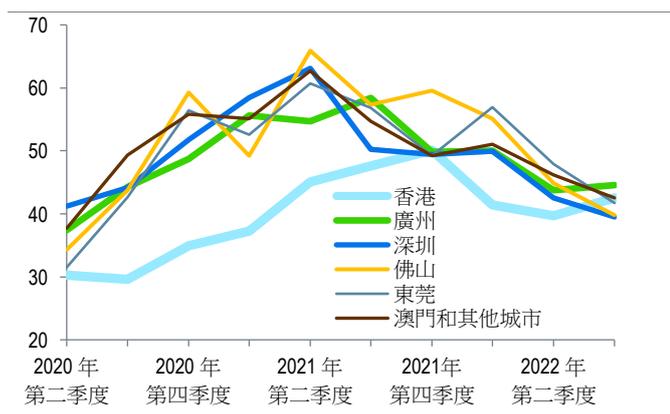
第三季度當前營商情緒 連續第五個季度疲弱

- 現狀指數繼續下滑：**GBAI 商業活動現狀指數從第二季度的 43.3 下降至第三季度的 41.3，為九個季度以來的最低水準（圖 1 和 2）。這已經是連續第五個季度下降，而且是連續第三次低於 50。季度環比下降 4.6%（受惠於較低的基礎），降幅遠小於上次的 12.8%；但是本季度經濟未反彈本身就適時表明了大灣區企業曾面臨（以及依然面臨）的諸多挑戰。在七月末至九月初開展的最新調查，也確認了 *我們對繼七月普遍經濟放緩之後八月看似改善的宏觀數據的懷疑*。我們認為，中國的經濟復蘇仍然脆弱，因為新冠防疫限制和不斷惡化的房地產市場繼續影響整個經濟，將消費者信心推至四月以來的最低點。更不用提外貿的疲軟，這不僅反映了不斷下降大宗商品價格，還體現了全球經濟增長的放緩，因為家庭需求和投資胃口受到通貨膨脹高企和全球利率劇增的打壓。

因此，GBAI 商業活動現狀指數的八個主要子指數中的七個出現惡化，這並不意外（唯一增長的指數是“原材料庫存”，但這可能是因為銷售疲軟導致庫存積壓而非預期訂單提升推動增加庫存），包括生產（-2.6 個百分點）、新訂單（-3.1 個百分點）、融資規模（-1.6 個百分點）和利潤（-1.4 個百分點）在內的多個子指數甚至跌破 40。產能過剩因此繼續惡化（產能利用率下跌 2.1 個百分點，跌至 41.3），而投資胃口亦持續疲弱（固定資產投資指數下跌 2.1 個百分點，跌至 44.2）。成品/服務價格的上漲也出現放緩，可能是因為大宗商品價格下降，以及疲軟的宏觀需求增加了轉嫁成本的難度。

圖 3：內地城市向香港靠攏

GBAI 城市“現狀”子指數



資料來源：香港貿發局、渣打銀行研究部

圖 4：銀行融資成本預期將會下降

GBAI 信貸指數子指數

	現狀			預期		
	2022年 第三季度	2022年 第二季度	2022年 第一季度	2022年 第三季度	2022年 第二季度	2022年 第一季度
信貸指數	47.2	46.7	49.1	48.8	51.7	51.8
1. 銀行融資成本*	51.7	52.4	49.4	47.9	49.1	48.4
2. 非銀行融資成本*	50.0	53.3	50.1	48.9	51.5	48.8
3. 銀行對於借貸的態度	46.4	46.2	50.2	48.0	51.0	51.3
4. 盈餘現金	43.9	39.3	47.0	50.7	53.3	55.9
5. 應收賬款周轉率	44.0	42.1	48.6	48.4	53.3	54.6

* 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

當前挑戰導致對第四季度的預期不佳

- **預期指數排除第四季度快速反彈的可能性：**GBAI 商業活動預期指數從第二季度的 52.5 下降至第三季度的 49.9。儘管略微低於 50 中性線，但這是自 2020 年第二季度以來首次跌破 50 大關，表示經過疲軟的第三季度之後，企業對第四季度普遍持有“基本不變”的預期。近期情況暗示許多逆風因素可能短期內不會消退，包括艱難度日的國內房地產市場、即便“二十大”之後大概只是緩慢放鬆的新冠防疫措施（如果有放鬆），以及對通脹高企、美元持續走強、政策利率普遍上調等因素圍繞的外部增長前景的擔憂。人民幣的近期貶值以及相關資金外流擔憂也可能限制中國進一步放寬貨幣政策以支持增長的能力，而這也反映在我們的信貸狀況預期指數中（後面將詳細討論）。

八個主要預期子指數中有六個連續第二個季度環比下降；降幅最大的包括生產（-5.6 個百分點）和固定資產投資（-4.6 個百分點），雙雙跌破 50 中性線。新訂單（-5.4 個百分點，錄得 50.9）依然預計會增長，但增速顯著放緩，這暗示了疲軟的需求前景；加之最終價格增長的放慢（-2.7 個百分點），有可能打壓利潤預期（-2.3 個百分點）。這種謹慎的前景回應了我們在全國層面看到的情形：*我們覆蓋整體中國的中小型企业指數從八月的 51.3 下降至九月的 50.9*，連續第二個季度下滑，主要受到對疫情敏感的服務行業的拖累。

融資成本下降是第三季度亮點

- **政策放寬使得金融狀況有所緩解：**信貸現狀指數從第二季度的 46.7 反彈到第三季度的 47.2（圖 4）。但令人失望的是該指數依然低於 50（甚至不及第一季度的 49.1），掩蓋了某些子指數的不錯表現；特別是，銀行該數字超過 50 的程度越高則表明成本下降約顯著）和非銀行融資成本均在 50 或以上（該數字超過 50 的程度越高則表明成本下降約顯著），暗示了數月來降低企業借貸成本的政策努力（例如，意料之外的八月中旬 1 年期中期借貸便利利率下調 10 個基點）繼續收到成效。話雖如此，我們最新的調查結果繼續顯示企業對銀行借貸的興趣不足（46.4）和企業現金狀況的不良（盈餘現金和應收賬款周轉率分別為 43.9 和 44.0），反映了營商環境面臨的困擾。

更重要的是，所有政策緩解預計都是短期效應。信貸預期指數從第二季度的 51.7 暴跌至第三季度的 48.8，原因是五個子指數均出現環比下滑。受訪者似乎對下個季度融資成本是否持續改善持謹慎態度；事實上，非銀行融資成本預期指數從第二季度短暫上升至 51.5 後，又跌回 48.9，而銀行融資預期則由之前的 49.1 下跌至 47.9，暗示融資預期繼續惡化。其他預期指數也顯示了類似的悲觀轉變，反映了更加暗淡的商業前景。

科技企業的現狀和預期指數跌幅最大

- **金融服務業驚人地展現復原力：**金融服務業是商業活動“現狀”（+7.9 個百分點，錄得 47.3）和“預期”（+9.1 個百分點，錄得 51.15）子指數均優於第二季度的唯一行業（圖 5）。主要原因可能包括近期通過降低銀行“自身借貸成本”或放寬房地產行業限制實施的政策寬鬆，有助於銀行緩解與資產品質和貸款增長相關的一些下行風險。“零售和批發”是除“金融服務業”之外現狀子指數增長（+3.6 個百分點）的唯一行業，但也僅僅漲至 41.3；其預期指數跌破 50，錄得 47.7，印證了之前認為新冠敏感型服務行業（包括零售業、酒店和餐飲及交通運輸）是中國中小型企业指數（SMEI）主要拖累因素的觀點，SMEI 是我們對中國中小型企业營商狀況的月度考察指數。

“製造業”的表現並沒有比“零售業”好多少，現狀指數表現同樣疲軟，為 41.2，這表明新冠疫情復發導致生產中斷，以及中國以外地區通脹高企和激進的貨幣緊縮政策導致外部需求疲軟。第三季度製造業預期指數從第二季度的 52.9 降至 50.4，由於美國和歐洲的衰退風險增加，預計下一季度不會再加速；*我們最近將 2023 年美國 GDP 預期從 +0.3% 下調至 -0.2%*，預計 2023 年上半年不僅會出現技術性衰退，還會出現“真正的”衰退。

我們看到“創新和技術”遭遇全球逆風，包括消費需求放緩、產能增長強勁和庫存高企。這加劇了先前監管措施收緊導致對國內形勢的持續憂慮，從而導致高科技公司裁員（據媒體報導）和削減成本。我們的高科技受訪者表示，在第三季度我們的行業子指數中，現狀（-10.7 個百分點至 39.6）和預期（-15.3 個百分點至 46.0）指數均出現最大環比跌幅，暴跌至其最低水準，使其成為表現最差的指數。這從而可能會導致深圳的得分下降，而其他兩個大灣區核心城市在上個季度有所改善。

香港從新冠疫情影響中恢復正常，
幫助其走上了一條與其他大灣區城市
不同的 GBAI 道路

- **香港不再落後了：**香港和廣州是僅有的兩個報告其現狀子指數出現環比改善的城市——與深圳形成鮮明對比，深圳在下跌 3 個百分點後以 39.5 排名最後（圖 7）。深圳更容易被高科技領域拖累，這可能是其表現不佳的原因，其他原因還包括該市在 8 月底/9 月初（我們進行調查時）進行了短暫的封控。相比之下，廣州因新冠疫情直接造成的影響較少，而同期香港甚至將入境旅客的隔離規定放寬至“3+4”（是指在指定酒店強制隔離三天，然後在家進行四天的“醫療觀測”）。隨著進一步放寬至“0+3”要求的最新舉措，我們預計香港在未來幾個季度將繼續保持復蘇步伐。儘管如此，鑒於外部（西方經濟衰退隱約顯現，中國經濟放緩）和本地（利率上升和房地產市場疲軟）因素拖累的加劇，復蘇可能充其量只是溫和，上限非常低。

圖 5：GBAI 行業領域營商子指數

商業活動	現狀			預期		
	2022 年 第三季度	2022 年 第二季度	2022 年 第一季度	2022 年 第三季度	2022 年 第二季度	2022 年 第一季度
製造和貿易	41.2	44.1	50.3	50.4	52.9	55.8
零售和批發	41.3	37.7	48.0	47.7	51.1	55.2
金融服務	47.3	39.4	50.6	51.5	42.4	58.4
專業服務	42.3	45.0	37.0	47.0	49.9	45.3
創新和技術	39.6	50.3	47.1	46.0	61.3	58.1

資料來源：香港貿發局、渣打銀行研究部

圖 6：GBAI 行業領域信貸子指數

信貸	現狀			預期		
	2022 年 第三季度	2022 年 第二季度	2022 年 第一季度	2022 年 第三季度	2022 年 第二季度	2022 年 第一季度
製造和貿易	47.5	47.1	49.3	49.2	52.2	52.5
零售和批發	46.5	44.3	47.8	47.4	49.2	48.3
金融服務	45.2	42.9	51.8	46.9	46.5	51.2
專業服務	43.9	44.5	43.6	43.9	47.8	46.5
創新和技術	47.1	49.6	50.9	46.8	53.0	54.7

資料來源：香港貿發局、渣打銀行研究部

對於非核心大灣區城市，所有商業活動子指數均較第二季度有所惡化，其中佛山的商業活動現狀指數最低 (39.8)，而東莞則預期指數表現最差 (45.5)。我們認為，這進一步證明外部環境出現了實際和能夠感受得到的放緩，因為這兩個城市都以製造業為中心並且更加以出口為導向，使它們成為外部經濟形勢前景的風向標。

主題問題的關鍵要點

我們這次的主題問題關注了四個主要方面：(1) 最近新的新冠疫情影響和政策變化對受訪者的業務有何影響；(2) 中美貿易關稅可能降低帶來的影響；(3) 受訪者對全球不同國家/地區的業務接觸和看法；以及 (4) 中國房地產市場低迷對商業和經濟的影響。

更多關於新冠疫情的影響

我們研究了不同類型的 與新冠疫情相關的影響

在已經目睹了之前新冠疫情復發對我們 GBAI 結果的影響之後，我們詢問了受訪者他們的業務在最近幾個月受到了新冠疫情的何種影響（圖 9）。“運輸/物流影響”以 49.0% 位居榜首，在除金融服務提供者之外的所有行業子指數中獲得最多票數（這也有助於解釋其整體表現為何優異）。金融服務業將監管不確定性視為最大的影響，專業服務業也反映了這一點（緊隨其後）。在所有受訪者和行業中，“需求/訂單減少”(38.5%) 和“原材料/運輸成本上漲”(38.2%) 位居前三位。

針對中國最近將入境旅客的隔離時間縮短為 7 天集中隔離，然後是 3 天居家健康監測（從之前的“14+7”改為“7+3”），我們還詢問了這將對他們的業務有何影響。令人鼓舞的是，40.9% 的受訪者表示“運輸和物流更加順暢”；這表明進一步放寬隔離要求可能是解決大灣區公司面臨的與新冠疫情相關的最嚴峻挑戰的途徑（圖 10）。“銷售活動逐步恢復”(39.1%)、“跨境經濟活動逐步恢復”(37.5%) 和“需求增加/消費者情緒改善”(35.8%) 位列前四。有趣的是，只有 6.0% 的受訪者選擇“沒有改善”，這意味著隨著新冠疫情措施進一步放鬆，可能會有更多好消息出現。

圖 7: GBAI 城市營商子指數

商業活動	現狀			預期		
	2022 年 第三季度	2022 年 第二季度	2022 年 第一季度	2022 年 第三季度	2022 年 第二季度	2022 年 第一季度
香港	42.5	39.7	41.4	46.3	43.3	47.5
廣州	44.6	43.7	50.0	52.0	52.1	58.6
深圳	39.5	42.5	50.0	50.8	54.6	56.5
佛山	39.8	44.9	55.1	50.1	51.0	56.2
東莞	41.7	47.9	56.9	45.5	55.0	57.4
澳門和其他城市	42.5	46.2	51.0	51.8	57.2	56.5

資料來源：香港貿發局、渣打銀行研究部

圖 8: GBAI 城市信貸子指數

信貸	現狀			預期		
	2022 年 第三季度	2022 年 第二季度	2022 年 第一季度	2022 年 第三季度	2022 年 第二季度	2022 年 第一季度
香港	46.4	42.1	45.1	47.2	45.5	47.8
廣州	46.1	45.7	49.0	48.2	49.4	53.5
深圳	47.9	47.9	49.4	49.3	54.7	52.7
佛山	46.6	44.7	52.7	48.6	49.0	51.5
東莞	46.4	47.9	51.5	48.2	51.4	53.0
澳門和其他城市	48.2	49.7	49.6	50.1	53.7	51.1

資料來源：香港貿發局、渣打銀行研究部

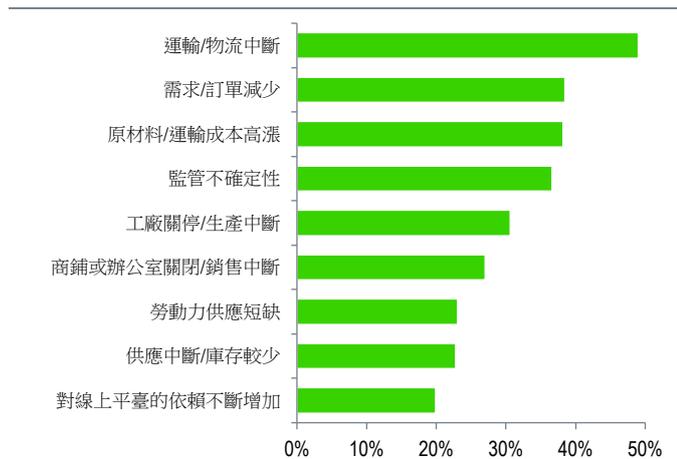
關稅降低的好處

在設計這次最新調查時，市場對中美貿易關稅可能降低的預期正在上升，部分原因是對中美關係改善的希望，以及對美國想方設法降低其快速攀升的通貨膨脹的看法。然而，隨後兩岸局勢的發展阻礙了中美關係的改善，而美國也轉向更激進的貨幣緊縮政策，以遏制通脹壓力。儘管如此，衡量受訪者如何看待這種關稅降低帶來的好處仍然是有得益的（圖 11）。20.1% 的受訪者至少看到了一些正面影響，而 6.0% 的受訪者則看到了負面影響。然而，佔 41.5% 的大多數受訪者認為影響將在很大程度上是中性的，因為任何關稅降低的規模和範圍都可能會很小。再加上另外 6.1% 的受訪者表示他們不期望會出現任何關稅降低，突顯了受訪者對中美關係在短期內取得實質性突破存在根本性的比較務實（或懷疑）的態度。但最終，如果出現降低，只有 26.2% 的受訪者表示這對他們的業務沒有任何影響，因為關稅對他們的業務影響不大。

受訪者還認為關稅降低對經濟有長期的好處，最明顯的是隨著中美關係改善，雙邊貿易增加 (39.1%)，隨後人民幣可能反彈 (38.1%)，（可能更大的）客戶訂單回歸 (36.3%) 和全球通脹緩解 (36.0%)。不到 20% 的受訪者表示對經濟沒有重大影響（圖 12）。

圖 9：最近幾個月，您的業務在哪些方面受到了新冠疫情的影響？

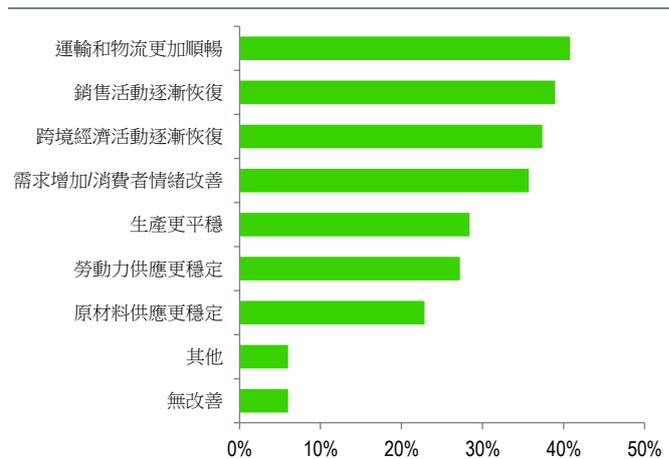
受訪者 %



資料來源：香港貿發局、渣打銀行研究部

圖 10：您認為中國最近將隔離時間縮短為“7+3”將如何改善您的業務？

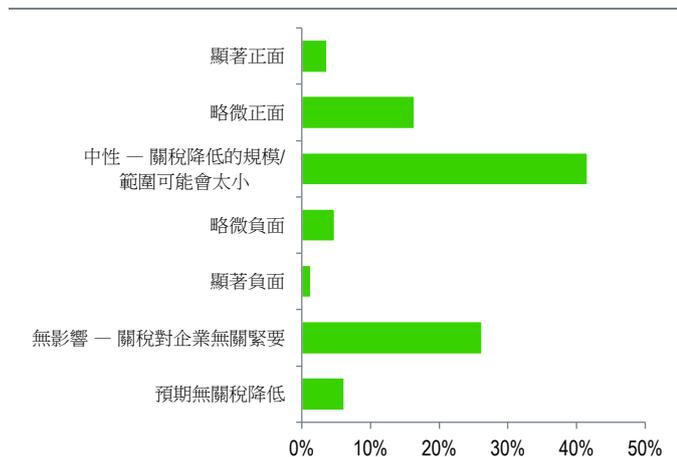
受訪者 %



資料來源：香港貿發局、渣打銀行研究部

圖 11：中美貿易關稅可能降低對您的業務有何影響？

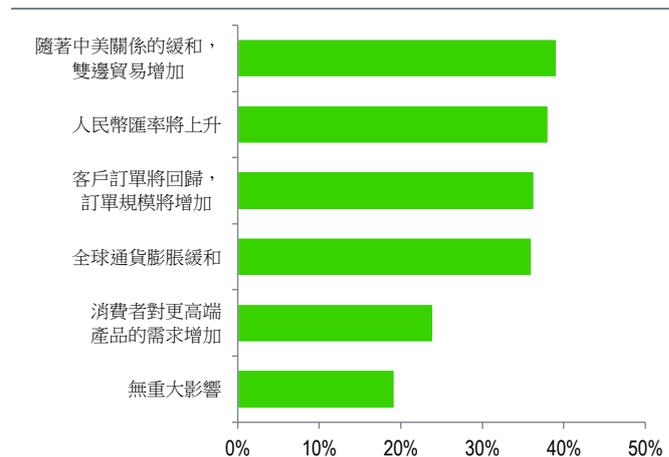
受訪者 %



資料來源：香港貿發局、渣打銀行研究部

圖 12：如果中美貿易關稅降低，將如何惠及經濟？

受訪者 %



資料來源：香港貿發局、渣打銀行研究部

房地產市場放緩

房地產困境不會快速結束

近幾個季度，中國房地產市場的低迷明顯拖累了整體經濟。8 月份房屋銷售面積同比减少 24.5%，2022 年的前 8 個月同比减少 26.8%。房地產投資的降幅從 7 月的 -12.1% 擴大至 8 月的 -13.8%。儘管政府最近（通過降低房貸利率和稅收優惠）加大了支持力度以提升住房需求，並且還要求銀行向購房者和開發商提供更多貸款，但許多內地開發商仍面臨現金短缺和房地產投資明顯會持續收縮更長時間的風險。

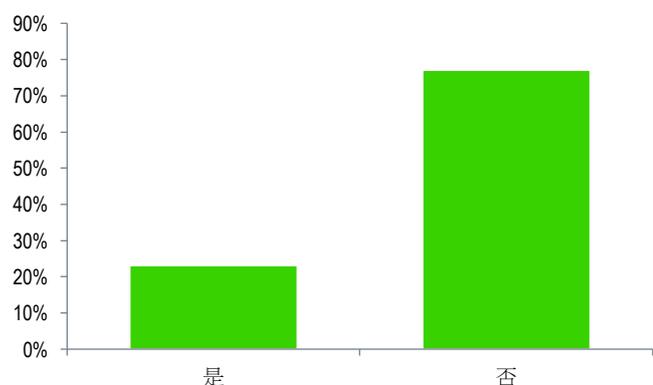
中國房地產市場的困境似乎沒有簡單的解決方案，這使其成為未來幾個季度大灣區公司的主要不利因素。23% 的受訪者表示受到了最近房地產低迷的影響（圖 13）。就更廣泛的影響而言，18.5% 的受訪者表示房地產低迷將對整體經濟產生重大影響，而 68.4% 的受訪者表示影響有限（圖 14）。剩餘 13.1% 的受訪者表示不會有影響。

對增長的擔憂正在上升

我們的最後一組主題問題專注於受訪者與全球各國家/地區的實際接觸以及他們對其的展望。不出所料，中國大陸（82.4%）和香港（43.2%）是受訪者接觸最多的兩個市場（圖 15）。緊隨其後的是傳統發達市場（歐盟為 19.5%，美國為 17.9%）和區域鄰國（東盟為 17.0%，亞洲其他地區（日本和韓國除外）為 14.8%）。

圖 13： 貴公司的業務是否受到最近中國房地產市場低迷的影響？

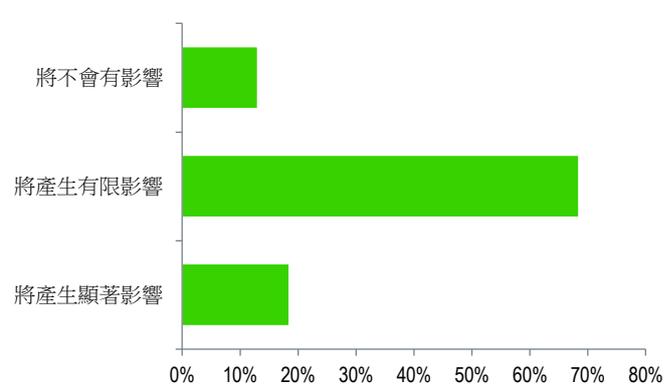
受訪者 %



資料來源：香港貿發局、渣打銀行研究部

圖 14： 您如何看待最近中國房地產市場低迷對整體經濟的影響？

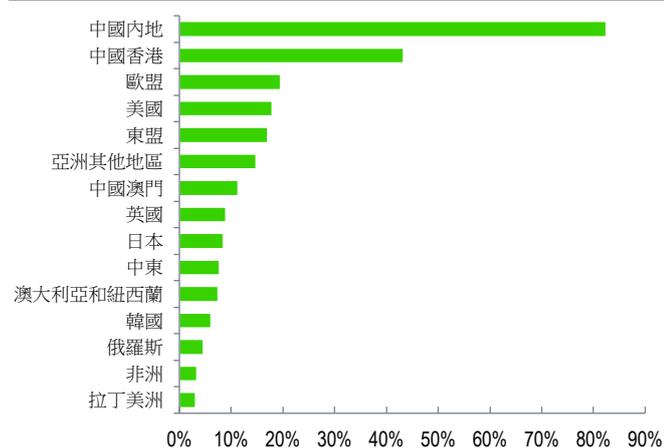
受訪者 %



資料來源：香港貿發局、渣打銀行研究部

圖 15： 您在哪些國家/地區開展業務？

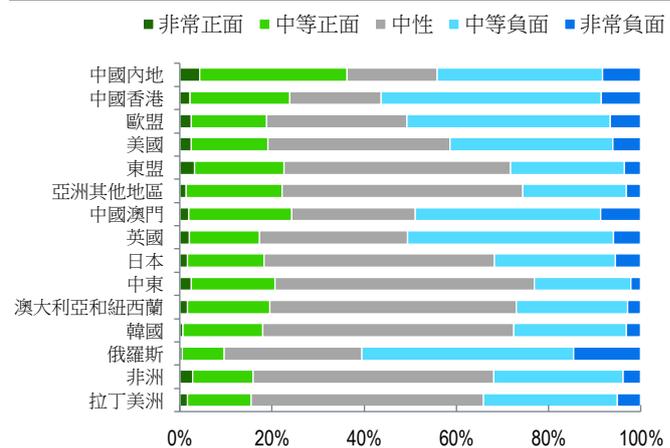
受訪者 %



資料來源：香港貿發局、渣打銀行研究部

圖 16： 您對以下市場今年的表現有何看法？

受訪者 %



資料來源：香港貿發局、渣打銀行研究部



受訪者對中國大陸仍然相對樂觀，總體正面回應比例最高 (36%)，其次是香港和澳門 (均為 24%)、東盟 (23%) 和“亞洲其他地區”(22%) (圖 16)。但從淨值 (選擇正面選項的比例減去選擇負面選項的比例) 來看，所有國家/地區均處於負面區域，排名最低的是俄羅斯 (-50.8%)，其次是香港、歐盟和英國 (超過 -30%)。中國大陸 (-7.8%) 表現相對較好，僅次於東盟 (-5.5%)、“亞洲其他地區”(-3.5%) 和中東 (-2.4%)。這反映了對增長的廣泛擔憂。

所有國家/地區均出現負淨值的事實與我們 *在第 13 次年度大灣區客戶調查中提出的類似問題所得到的結果形成鮮明對比*，當時我們在 2022 年 4 月至 5 月期間對該地區的 200 多家製造商進行了調查。在該年度調查中，中國 (+33%)、東盟 (+21%)、亞洲其他地區 (+15%) 和美國 (+2%) 均出現正淨值回復；甚至歐盟也處於中性的 0%。這證實了我們當時的看法，即“我們認為，如果今天進行調查，中國、美國和歐洲的得分可能會下降”，因為許多國內外不利因素自第二季度以來一直存在甚至惡化。

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 2022 年第 3 季度），另一個審視「預期」（2022 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 17: 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 2022 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：

2022 年 10 月 17 日

(英文報告'*On the Ground – GBA – Survey says expectations tempered by reality*' 發佈日期)

本中文報告發佈於：

2022 年 10 月 17 日 格林威治標準時間 05:00