

大灣區 – 調查顯示政策提振作用尚未完全展現

- 受去庫存壓力和融資意願減弱影響，第四季度大灣區指數延續年初以來的跌勢
- 預期指數尚未完全反映放寬疫情防控措施的影響；製造商表現欠佳，信貸指數改善
- 我們進一步分析近期一些短期和長期政策以及市場預期變化

加快解封料影響重大

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，2022 年第四季度「營商信心」連續 6 個季度減弱，從第三季度的 41.3 降至 39.5，是 10 個季度以來首次跌破 40 (圖 1 和圖 2)。去庫存和融資意願轉弱是主要拖累因素，兩者與近期宏觀數據普遍疲軟吻合。此外，由於中國內地在調查進行中段才開始放寬疫情防控措施，因此預期指數尚未完全反映有關公布帶來的影響；雖然解禁希望持續升溫，但由於疫情在放寬防控後出現反彈，相關的提振作用也很快被掩蓋。然而，假設往後各波疫情的影響逐步減弱，大灣區營商景氣指數在 2023 年上半年將有很大的追趕空間。與此同時，貨幣情況保持寬鬆令人欣慰；預料下一季度的借貸成本將進一步下降，而受訪者的現金流狀況也會有所改善。

在各行業中，「製造和貿易」的預期指數最差；相比之下，零售商和科技領域受訪者的信心則較上一季度改善，反映了政策支持默默發揮的作用。城市方面，香港的預期指數最高，表現再次超越其餘城市，這得益於香港與內地恢復通關的希望日增；另一方面，廣州的受訪者情緒則受疫情造成的廣泛影響打擊。我們的主題問題深入探討中共二十大結束和疫情防控政策轉向後，受訪者的政策及市場預期有何變化。

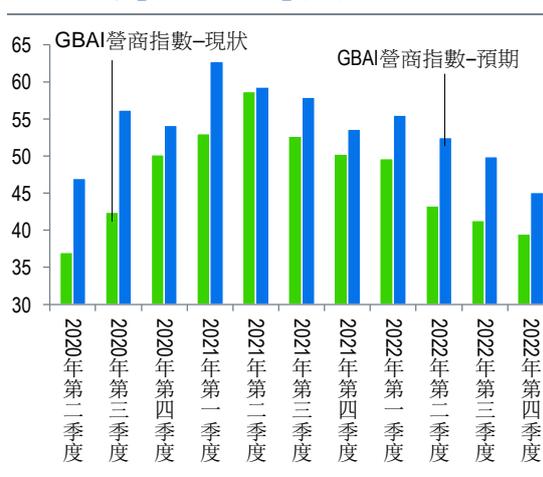
劉健恒
+852 3843 0711
Kelvin.KH.Lau@sc.com
大中華區高級經濟師
渣打銀行(香港)有限公司

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
營商指數	39.5	41.3	43.3	45.1	49.9	52.5
1. 生產/銷售	38.4	37.8	40.4	45.1	49.5	55.1
2. 新訂單	36.9	39.1	42.2	47.6	50.9	56.3
3. 產能利用率	42.0	41.3	43.4	47.1	51.5	51.5
4. 原材料庫存	31.8	41.4	40.7	36.8	46.0	46.9
5. 成品/服務價格	52.2	50.8	54.8	52.1	55.1	57.8
6. 固定資產投資	43.8	44.2	46.3	47.7	49.0	53.6
7. 融資規模	30.9	38.1	39.7	35.6	47.1	46.2
8. 利潤	40.1	37.5	38.8	48.7	50.5	52.8

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 年第四季度 GBAI 調查結果詳解

近期的解封措施需要一段時間才可帶動
大灣區商業情緒好轉

GBAI 第四季度調查於 10 月下旬至 12 月初進行，期間市場環境出現不少變化。中共二十大於 10 月召開後，市場普遍預期將迎來轉變。隨後，內地政府於 11 月 11 日大幅調整疫情防控和住房政策，並要應對每日確診病例急速反彈，以及社會和生產方面出現的混亂情況。與此同時，隨著西方主要市場的經濟衰退風險上升，外部逆風持續加劇，大灣區企業預期訂單減少，因而降低庫存。

GBAI 調查結果顯示當前營商活動進一步疲軟，拖累預期指數連續 3 個季度下跌。廣州市指數的按季跌幅擴大，反映疫情影響的嚴重程度，依然是該市短期復甦幅度的主要決定因素。另一方面，「製造和貿易」行業以及（按城市劃分）出口導向程度更高的東莞的 GBAI 指數較低，與最近工業生產、出口，甚至固定資產投資等官方宏觀數據疲軟吻合。

然而，以上情況不應看成政策力度及支援不足所致；信貸子指數確認，借貸成本持續下降，且受訪者的現金流也有所改善。更重要的是，我們認為，最近的疫情防控政策調整對大灣區營商情緒的提振作用尚未完全展現，當加快解封導致的疫情反彈情況開始減退時，上述作用將與過去 3 年家庭儲蓄的增加和累積的壓抑需求一併釋放，時間可能在 2023 年第二季度。

當前營商環境仍充滿挑戰

- **第四季度現狀指數繼續下滑：**GBAI 商業活動現狀指數從第三季度的 41.3 降至第四季度的 39.5，是 10 個季度以來首次跌破 40（圖 1 和圖 2）。該指數已連續 6 個季度下降，且連續 4 個季度低於 50，反映區內營商環境依然充滿挑戰。最新的調查結果與近期全國的宏觀數據吻合，*即在確診人數激增和外部需求疲軟下，11 月份經濟增長急劇放緩*。具體來說，出口（比上年同期下跌 8.7%，10 月份為減少 0.3%）、零售額（按年下跌 5.9%，10 月份為減少 0.5%）、工業生產（按年上升 2.2%，10 月份為上升 5%）、製造業投資（按年上升 6.2%，10 月份為上升 6.9%）和房地產銷售面積（按年下跌 32.5%，10 月份為減少 23.8%）均呈增長放緩或收縮擴大。在全國性經濟放緩下，大灣區也很自然無法獨善其身。

從表面上看，最新的 GBAI 比上季下降 4.4%，跌幅與第三季度的 4.6% 相若；不過，由於基數較低，這次跌勢也可以說更為嚴重。即便如此，令人欣慰的是，今季整體 GBAI 的下跌層面已見收窄—在 8 個子指數中，只有 4 個比上季為低，而上季則有 7 個。生產/銷售（比上季升 1.6%）、產能利用率（升 1.7%）、成品/服務價格（升 2.8%）和利潤（升 6.9%）均較上季略有改善；然而，這些升幅並不足以彌補原材料庫存（減 23.2%）和融資規模（減 18.9%）大跌。這兩個表現欠佳的子指數都是下一季度業務前景的較佳領先指標—原材料庫存下降明顯反映訂單前景信心減弱，而融資規模收縮則意味商家短期內並不急於擴張業務（無論是營運資金還是資本投資）。

近期動態

最新的預期指數受到現實壓力影響，且尚未完全反映疫情防控逐漸解封帶來的轉機

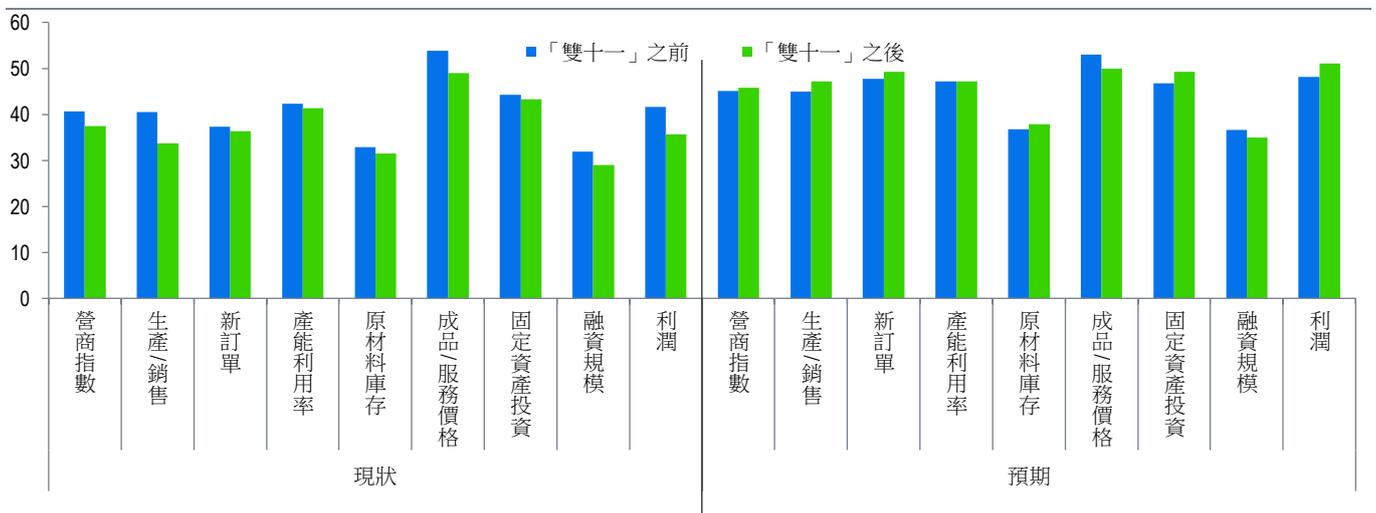
- 預期指數未見好轉：**GBAI 商業活動預期指數繼在第三季度跌至略低於 50 的中性線後，第四季度再降至 45.1，是連續 3 個季度惡化，也是過去 7 個季度中第六度下滑。與上述現狀指數中更具前瞻性的部分一樣，受訪者普遍認為，由於外部和內部原因，下一季度的營商環境將再轉差。從外部看，短期的去庫存壓力料依然明顯；而在高通脹和央行緊縮政策的滯後效應下，我們認為全球經濟在 2023 年上半年將進一步放緩，然後才會反彈。內部方面，儘管最近內地的疫情防控和房地產政策都有所放寬（詳見下文），但我們預料不少相關拖累因素在 2023 年初仍將繼續存在。根據調查結果，8 個預期子指數全比上季下降（總體跌幅為 9.6%），當中同樣以原材料庫存（跌 20%）和融資規模（跌 24.4%）跌幅最大。

這種對前景的審慎態度，與全國各地的情況相符。由於製造業和非製造業的產出持續收縮，我們的中國中小型企業指數(SMEI) 從 10 月的 49.9 下滑至 11 月的 49.2，連跌 4 個月。然而，我們仍維持高於市場普遍預期的預測，即 2023 年中國國內生產總值 (GDP) 將增長 5.8% (2022 年預計增長 3.0%)。我們認為，近期放寬疫情防控措施和支持房地產市場發展等政策調整，將有助釋放中國近幾年積累的壓抑需求和家庭儲蓄。因此，在 2023 年下半年，消費或會推動經濟大力反彈，收復失地。

- 評估近期政策轉向的提振作用：**中國最近放寬疫情防控和 support 房地產市場等措施，對第四季度 GBAI 預期指數並無太大即時影響，主要原因相信與調查進行的時間有關；當局在 11 月 11 日（以下簡稱「雙十一」）公布第一波放寬措施，當時正值調查期(10 月底至 12 月初)中段。更具體地說，在我們收到的 1,023 份回覆中，56%是在「雙十一」之前提交。此外，在政策公布後首數星期，相關預期產生的提振作用估計一度被確診數字上升及多地據報出現示威等憂慮削弱或蓋過。直到最近（且主要是調查期結束後），我們才看到政策落實的速度和範圍都超出預期，令市場開始相信中國將致力兌現迅速解封的承諾。

圖 3：GBAI 營商指數，所有受訪者

受訪者百分比，按收到回覆時計算



資料來源：香港貿發局、渣打銀行研究部

「雙十一」後預期的改善程度輕微

就上述觀點而言，從進一步細分分析可見，若比較「雙十一」前後的回覆，大灣區營商情緒並無明顯改善。事實上，「雙十一」之後的商業活動現狀指數 (37.5) 甚至比之前 (40.6) 更差，反映疫情影響惡化，以及外部逆風對經濟的拖累增加(圖 3)。特別是，在「雙十一」前後，生產/銷售現狀指數相差 6.8 點，跌幅為所有 8 個子指數中最大，相信反映了因疫情反彈及/或訂單減弱對鄭州等地的生產活動造成的打擊。這種情況估計也令「雙十一」之後的預期受壓，指數僅從「雙十一」之前的 45.1 微升至 45.8。即便如此，在 8 個 GBAI 預期子指數中，有 5 個在「雙十一」後有所上升，不過被成品/服務價格子指數疲軟所抵銷，但該子指數並非表現最差/最令人擔憂者。這種情況或者顯示，放寬疫情防控帶來的提振作用只是延遲出現，而市場對解封的預期在 2023 年上半年將更加牢固。

借貸成本持續下降

- 融資條件放寬成為亮點：** 信貸現狀指數連續兩個季度上升，從第三季度的 47.2 升至第四季度的 48.6 (圖 4)。雖然指數仍低於 50 或第一季度的 49.1，不過我們認為指數明確反映以下可喜情況：(1) 從銀行和非銀行融資成本子指數上升可見，借貸成本有所下降；(2) 雖然本地和全球增長前景信心轉弱，但現金流現狀出人意料地連續兩個季度改善，儘管盈餘現金和應收賬款周轉率仍遠低於 50 的中性線。無論如何，最新的調查結果繼續顯示，銀行的借貸意欲繼續轉弱，子指數為 45.6，而之前為 46.4。
- 信貸預期也在改善，相應的整體指數從之前的 48.8 回升到 50 中性線以上，達到 50.6。同樣，借貸成本下降是主要驅動因素，而盈餘現金預期將有所改善，應收賬款周轉率也將停止收縮。我們認為，貨幣政策在短期內仍會繼續提供支持，以抑制增長下行的風險。尤其在 2023 年首數月，在新財政預算於 3 月通過前，推出新財政刺激措施的空間或許有限。我們認為，在此之前，貨幣政策不得不承擔促進信貸增長和保持流動性充裕的重任。由於近期經濟疲軟，*我們預料中期借貸便利利率在 2023 年第一季度將下調 10 個基點，而存款準備金率在第二季度將降低 25 個基點*。展望未來，我們預期下半年經濟增長反彈，通脹可能上升，預料中國人民銀行在 2023 年餘下時間將保持政策利率和存款準備金率不變。

圖 4：融資條件明顯正在放寬

GBAI 信貸指數 5 個子指數——現狀與預期

儘管宏觀環境充滿挑戰，但盈餘現金和應收賬款周轉率或已開始改善

	現狀			預期		
	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
信貸指數	48.6	47.2	46.7	50.6	48.8	51.7
1. 銀行融資成本 *	52.2	51.7	52.4	52.5	47.9	49.1
2. 非銀行融資成本 *	53.8	50.0	53.3	52.6	48.9	51.5
3. 銀行對於借貸的態度	45.6	46.4	46.2	46.9	48.0	51.0
4. 盈餘現金	44.5	43.9	39.3	51.3	50.7	53.3
5. 應收賬款周轉率	46.9	44.0	42.1	49.9	48.4	53.3

* 指數高於 50 表明成本降低。

資料來源：香港貿易發展局、渣打銀行研究部

外向型產業 2023 年恐開局欠順 • **製造商的預期最弱：**「製造和貿易」、「專業服務」和「金融服務」的現狀和預期指數均比上季下降 (圖 5)。其中，只有製造商和專業服務供應商的現狀指數低於 40，而「金融服務」則在第三季度取得出色表現後經歷調整。與上季相比，「製造和貿易」的預期指數降幅最大，從第三季度的 50.4 降至 44.3，屬各行業中最低。製造商預期指數的表現欠佳正好發揮提醒作用，說明本地區容易受到外部需求疲軟的影響。我們認為隨著美國和歐元區恐將陷入衰退，上述需求問題可能持續到 2023 年。工業生產短期內也可能面對疫情造成的持續影響，而在重大政策調整見效之前，疲軟的房地產市場也會拖累經濟增長。

相比之下，「零售和批發」的抗逆力優秀得多，現狀和預期子指數分別比上季溫和上升 0.9 點和 1.1 點。「創新和技術」子指數的漲幅更大，分別上升 2.9 點和 3.8 點。「雙十一」之後，零售商預期顯著轉佳，與科技領域受訪者預期的下降對比鮮明，我們認為這主要與樣本數量較少有關，而不是營商環境惡化 (圖 9)。事實上，我們認為，根據最近結束的中央經濟工作會議，零售商和科技領域受訪者在 2023 年似乎都大有可為。

中央經濟工作會議要求 2023 年從改善預期、提振信心入手，使經濟「整體好轉」及「合理增長」；重點是把「恢復和擴大消費」擺在優先位置，增加居民收入，支持住房改善、新能源汽車、養老服務等消費。會議還要求「發展數字經濟，提升常態化監管水平，支持平台企業」。除重申支持民營企業並鼓勵其發展壯大外，會議新聞稿對互聯網平台發揮的作用也更正面，清楚表明近年打擊市場情緒的監管風暴正在退卻，轉為實行常態化監管。對於科技領域受訪者來說，這是一個可喜的轉變。在第三季度 GBAI 調查報告中，該領域的子指數錄得最大的按季跌幅。

圖 5: GBAI 行業領域營商子指數

商業活動	現狀			預期		
	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
製造和貿易	39.0	41.2	44.1	44.3	50.4	52.9
零售和批發	42.2	41.3	37.7	48.8	47.7	51.1
金融服務	45.4	47.3	39.4	50.5	51.5	42.4
專業服務	38.5	42.3	45.0	46.1	47.0	49.9
創新和技術	42.5	39.6	50.3	49.8	46.0	61.3

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
製造和貿易	48.5	47.5	47.1	50.7	49.2	52.2
零售和批發	49.0	46.5	44.3	49.9	47.4	49.2
金融服務	46.9	45.2	42.9	52.4	46.9	46.5
專業服務	49.1	43.9	44.5	49.3	43.9	47.8
創新和技術	53.1	47.1	49.6	54.8	46.8	53.0

資料來源：香港貿發局、渣打銀行研究部

近期動態

廣州是最受疫情影響的大灣區核心城市 • **香港在大灣區核心城市中表現最佳**：大灣區 3 個核心城市的現狀指數均比上季下降，且都面對同樣的內部和外部不明朗因素；不過，廣州的跌幅尤大（下跌 7 點，香港和深圳分別下跌 0.8 點和 0.7 點），完全抵銷此前的升幅（第三季度曾經表現亮麗）。然而，更重要的是，與其他大灣區城市相比，廣州所受的疫情影響更甚，包括封鎖小區以至工廠停工等，這從該市的市級出行指標疲軟可見一斑，例如交通延誤低於正常水平等（圖 7）。

相反，香港由於較早開始解封，因此所受的疫情打擊較內地城市少，而隨著內地放寬防疫政策，香港與內地恢復通關的希望大增，成為另一利好因素。香港的預期指數表現更好，連續兩個季度上升，從上季的 46.3 升至 48.4；香港也是唯一一個子指數按季上升的城市，與廣州下跌 8.9 點形成鮮明對比。

最後，從「雙十一」前後的細分數據比較可見，在調查期間，香港保持向好態勢，而廣州的現狀和預期指數均出現下滑（圖 10）。相比之下，儘管深圳的現狀指數在「雙十一」後表現較弱，但預期指數尚能保持。然而，雖然東莞的子指數在「雙十一」後大幅反彈，但我們認為不宜過分解讀，因為該市的樣本規模遠較核心城市為小。

總而言之，我們認為香港在「雙十一」之後的出色表現是個很好的指引，說明大灣區其他城市在首數波疫情反彈過後，最終也會在解封憧憬帶動下重回正軌。

圖 7：GBAI 城市營商子指數

商業活動	現狀			預期		
	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
廣州	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
東莞	34.5	41.7	47.9	37.1	45.5	55.0
澳門和其他城市	41.9	42.5	46.2	42.8	51.8	57.2

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

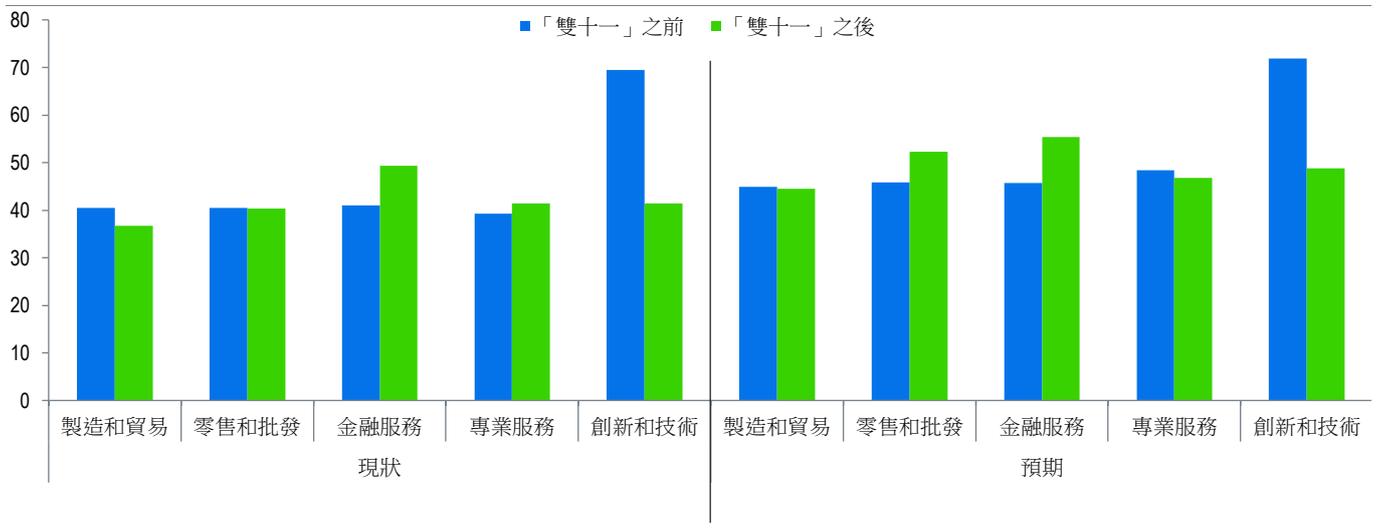
信貸	現狀			預期		
	2022 年第四季	2022 年第三季	2022 年第二季	2022 年第四季	2022 年第三季	2022 年第二季
香港	45.9	46.4	42.1	48.4	47.2	45.5
廣州	47.6	46.1	45.7	49.1	48.2	49.4
深圳	50.7	47.9	47.9	54.4	49.3	54.7
佛山	47.5	46.6	44.7	49.2	48.6	49.0
東莞	48.3	46.4	47.9	46.5	48.2	51.4
澳門和其他城市	47.3	48.2	49.7	47.0	50.1	53.7

資料來源：香港貿發局、渣打銀行研究部

近期動態

圖 9：GBAI 行業領域營商子指數

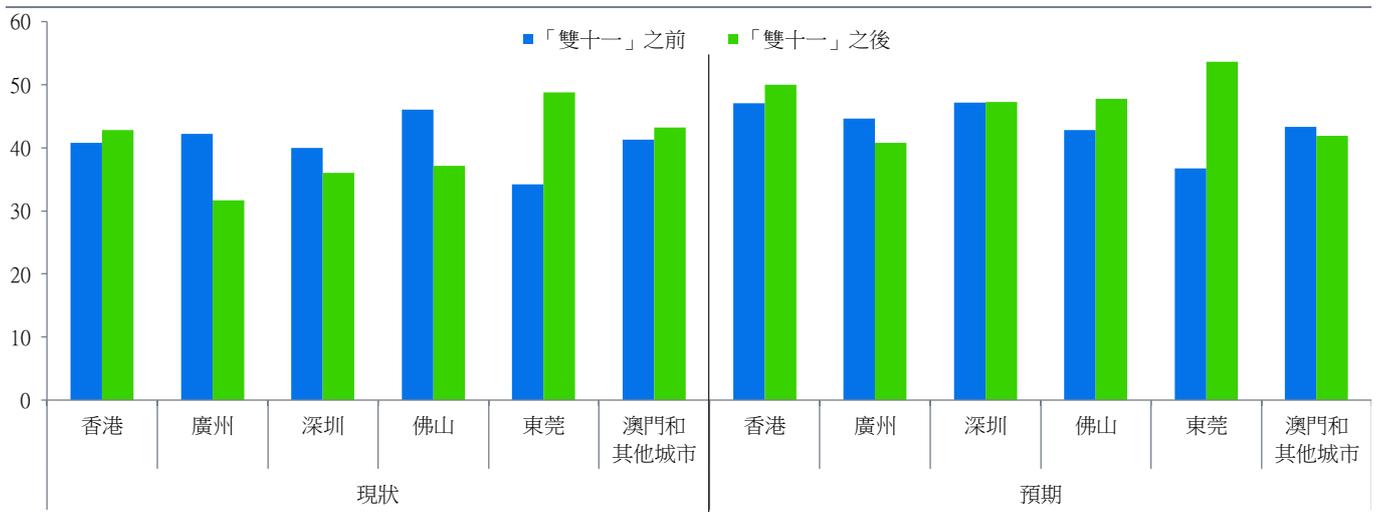
受訪者百分比，按收到回覆時計算



資料來源：香港貿發局、渣打銀行研究部

圖 10：GBAI 城市營商子指數

受訪者百分比，按收到回覆時計算



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

我們的主題問題深入探討，經過最近的一系列重大政治事件和政策公布後，大灣區對於 2023 年的營商預期可能出現甚麼變化，這些事件包括 10 月的中共二十大，以及 11 月以來的疫情防控和住房等政策轉向。

疫情防控政策決定復甦幅度

解決大灣區企業最關心的問題應可令信心隨時間回升

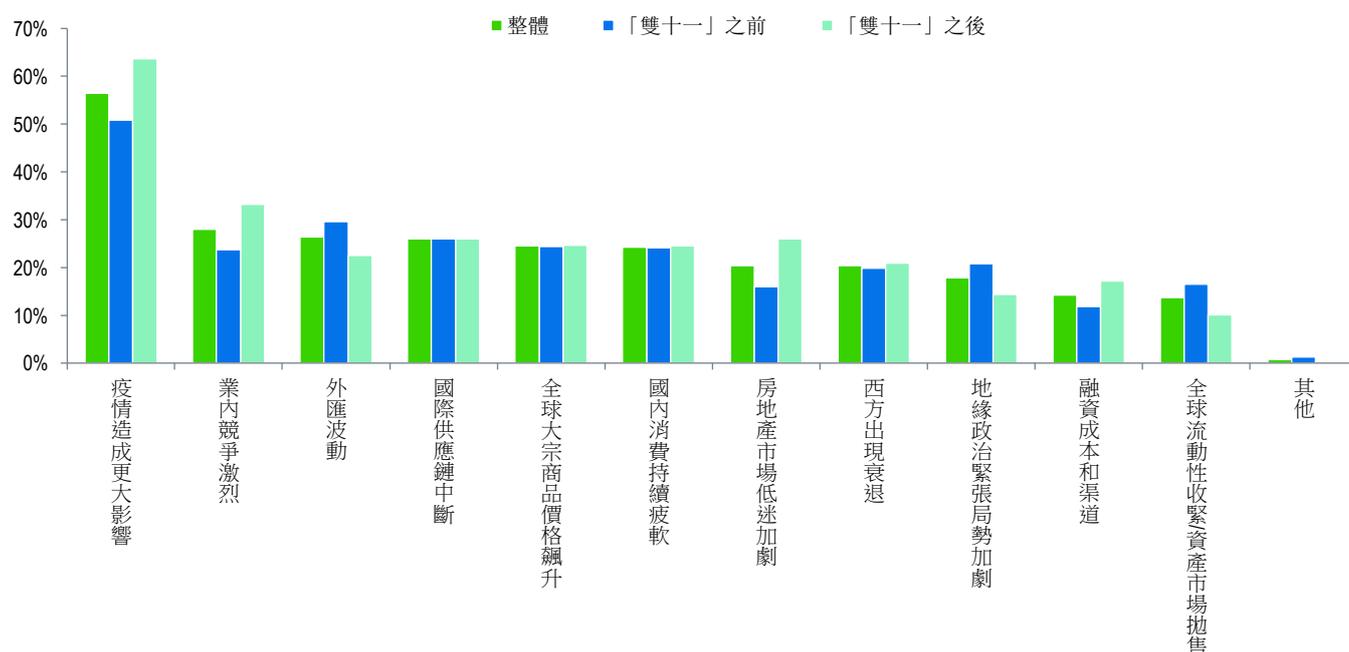
我們詢問受訪者有關 2023 年業務面臨的最大宏觀和市場風險；不出所料，「疫情造成更大影響」以 57% 位居榜首（圖 11），較次位的「業內競爭激烈」（28%）高出一倍多。以上結果進一步支持中國在 11 月 11 日公布的 20 條優化疫情防控措施，以急切啟動防疫退場行動，告別「動態清零」。上述公布無疑是個重大轉折點，因為它象徵中國終於走上解封的道路。

雖然內地防疫政策出現轉向，但是確診個案上升，消費者和工人須居家隔離，醫療設施人滿為患，使人們對解封的預期大打折扣：在「雙十一」之後，選擇「疫情造成更大影響」（64%）、「業內競爭激烈」（33%）和「房地產市場低迷」（26%）的受訪者比例明顯更高。

只有約四分之一的受訪者預期大灣區城市會在 2023 年內顯著放寬疫情防控措施（圖 12），進一步證明受訪者普遍對解封持懷疑態度。相比之下，27% 的受訪者認為嚴格的防疫規定將成為常態，其餘 48% 的受訪者選擇「很難說」，可見在未來幾個季度，市場情緒有很大的反彈空間。

圖 11：2023 年受訪者的業務面臨的最大宏觀和市場風險是甚麼？

回覆百分比(可選擇多個答案)



資料來源：香港貿易發展局、渣打銀行研究部

經濟反應落後於金融市場

在 2023 年的各種挑戰中，「外匯波動」(30%)在「雙十一」前排行第二，而在「雙十一」後則跌至第七位(23%)。此結果與政策轉向後金融市場更直接及利好的反應互為呼應，而經濟反應則較審慎。受訪者的共識仍然是 2023 年的業務前景將較 2022 年為佳，共有 22%表示業務至少將略為好轉，13%表示至少會略為轉差。比較「雙十一」前後的回覆，選擇「大致相同」的受訪者比例增加超過 10 個百分點，但選擇「好轉」和「轉差」的比例均有減少，意味淨變化不大(圖 13)。如果在這次第一波疫情反彈後向受訪者提出同樣問題，我們應該會得到更多積極的回應。

對人民幣的信心未受影響

大多數受訪者估計在 2023 年大部分時間，美元兌人民幣匯率將介乎 6.80 至 7.20 之間

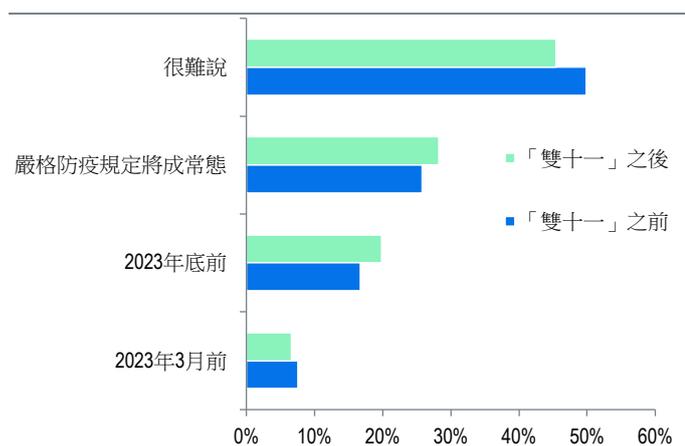
外匯方面，美元兌人民幣的匯率從 11 月初的 7.30 以上跌至 12 月初的 7.00 以下，此後一直維持在該水平。在此之前，人民幣在 7 至 10 月期間對美元貶值近 9%，而在 2022 年首 10 個月則貶值 13%。近 12%的受訪者表示，之前的人民幣弱勢對其業務產生負面影響，認為有正面影響的則稍高於 6% (圖 14)。超過 80%的受訪者認為影響中性，可見與其他主要交易貨幣相比，人民幣的波動似乎並非最受關注的外匯問題。當被問及 2023 年初、2023 年中和 2023 年底的美元兌人民幣匯率時，大多數受訪者(分別為 73%、73%和 71%)認為在 2023 年內，兩者之間的匯率將介乎 6.80 至 7.20 (圖 15)。我們同意這一看法，預測 2023 年底美元兌人民幣匯率為 6.95。在美國聯邦儲備局結束加息和中國經濟增長放緩見底之前，短期內美元兌人民幣的風險屬上行；但是，隨著時間的推移，在增長轉佳、貨幣政策轉趨強硬，以及國際收支狀況堅穩等支持下，風險應會轉向下行。

短期與長期政策前景

最後，我們探討近幾個月來受訪者對政策取向的看法有何變化(圖 16)。以回應淨值計(即選擇「改善」的受訪者減去選擇「惡化」的受訪者)，「大灣區發展」的正淨值最高(22%)，其次是「綠色發展」(17%)、「創新」(12%)和「金融開放」(10%)。考慮到國家主席習近平在中共二十大開幕式發表報告時提到科技自立自強，發展綠色低碳產業的重要性，以上結果並不令人意外。報告又強調教育和大力培養人才是科技自立自強

圖 12：中共二十大後，受訪者認為大灣區內地城市何時會大幅放寬疫情防控措施？

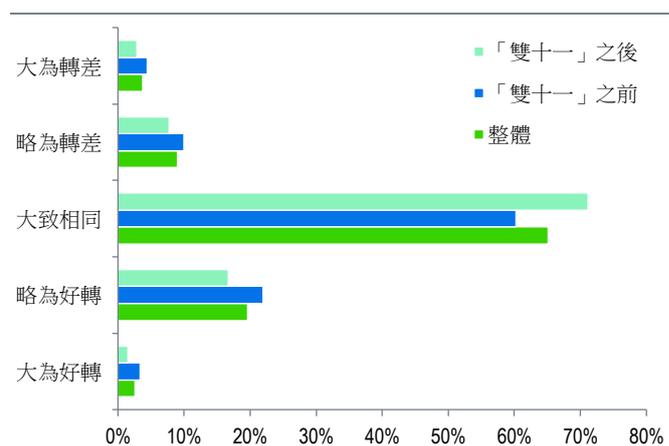
受訪者百分比，按收到回覆時計算



資料來源：香港貿發局、渣打銀行研究部

圖 13：與 2022 年相比，受訪者估計 2023 年的業務前景將如何？

受訪者百分比，按收到回覆時計算



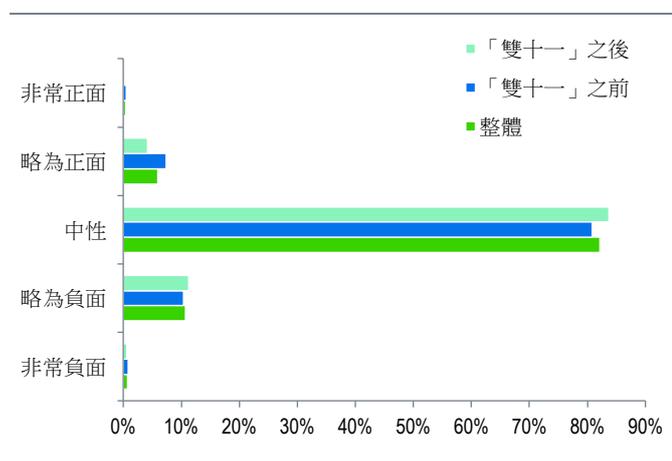
資料來源：香港貿發局、渣打銀行研究部

戰略的一環。我們一直強調大灣區在引領中國創新、消費和吸引人才方面的重要性。這幾方面都在習近平提出中國到本世紀中葉建成現代化強國的願景中擔當核心地位。

另一方面，「支持房地產市場」和「中美關係」均錄得負淨值，分別為-5.9%和-5.2%。同時，這兩個領域與「貨幣政策寬鬆」的「不確定」比例也是最高，分別為35%、37%和36%，表明比起較長期變革性政策舉措的有效性，受訪者較不看好當局會推出短期提振政策，以及地緣政治局勢能迅速緩和。

圖 14：近期人民幣弱勢對受訪者的業務有何影響？

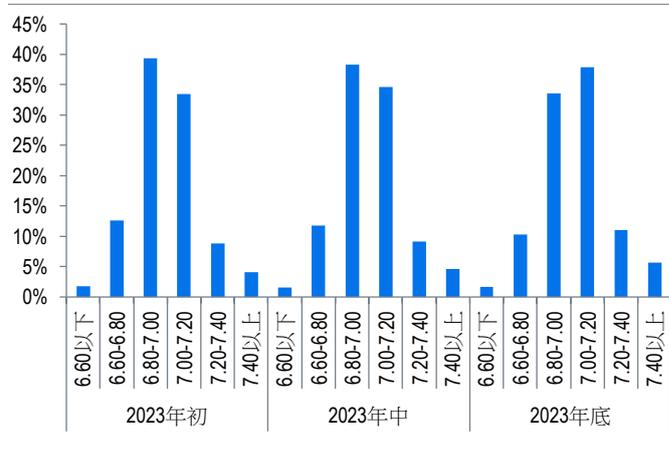
受訪者百分比，按收到回覆時計算



資料來源：香港貿發局、渣打銀行研究部

圖 15：受訪者估計 2023 年初、2023 年中和 2023 年底美元兌人民幣匯率將介乎甚麼水平？

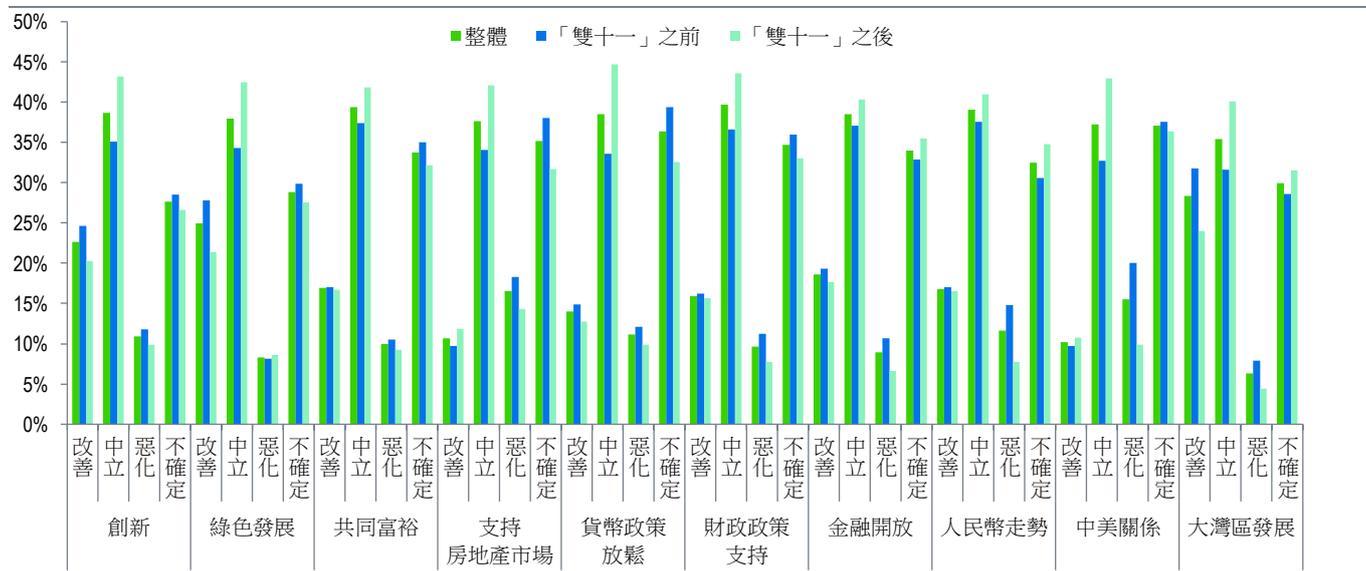
受訪者百分比



資料來源：香港貿發局、渣打銀行研究部

圖 16：受訪者在 10 月後對以下領域的看法有何變化？

受訪者百分比，按收到回覆時計算



資料來源：香港貿發局、渣打銀行研究部

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 2022 年第 4 季度），另一個審視「預期」（2023 年第 1 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



近期動態

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性及完整性。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



近期動態

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”) 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獲得執照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督局 (Prudential Regulation Authority), 監管機關為金融行為監督局 (Financial Conduct Authority) 和審慎監督局。本次通告以金融行為監督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 (依據金融行為監督局手冊定義) 為對象。本文檔中任何內容均不構成金融行為監督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



近期動態

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 2023 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：

2023 年 1 月 18 日

（英文報告'*GBA – Survey shows delayed boost from policy pivot*' 發佈日期）

本中文報告發佈於：

2023 年 1 月 18 日 格林威治標準時間 05:00