

2020 年度製造業調查 – 大灣區，疫情和供應鏈轉型



- 我們近期開展的粵港澳大灣區製造業年度調查結果顯示，受疫情影響，受訪企業預期 2020 年銷售、訂單、用工和投資均將收縮
- 2020 年大灣區工資水準或出現調查開展 11 年來首次下降；受訪企業對亞洲經濟前景的悲觀程度低於其他地區，但仍對擴大資本投入持謹慎態度
- 出於對美中貿易緊張的擔憂和疫情引發的分散產能趨勢，工資上漲壓力消除未能阻擋大灣區製造業積極考慮將產能搬遷至東盟，越南仍為最受企業青睞的遷入目的地
- 在大灣區金融改革和促進跨界融合的強大政策支撐下，企業對大灣區長期前景仍抱有信心；儘管面臨挑戰，香港在大灣區發展建設中的關鍵地位沒有動搖

劉健恒

+852 3983 8565
Kelvin.KH.Lau@sc.com
大中華區高級經濟師
渣打銀行（香港）有限公司

李韋號

+65 6596 8252
Lee.We-Kok@sc.com
東盟及南亞首席經濟師
渣打銀行

Chidu Narayanan 齊丹

+65 6596 7004
Chidambarathanu.Narayanan@sc.com
亞洲經濟師
渣打銀行

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](#)。



目錄

洞察快速發展的大灣區	3
感受疫情之痛	3
勞動力市場疲態加劇	3
當前企業擴大資本投入意願較為低落	3
向外搬遷，分散產能	3
分散產能持續利好東盟市場	4
大灣區的正面前景	4
2020 年度大灣區製造業調查	5
感受疫情下的大灣區脈動	6
調查顯示企業信心為 11 年來最低	6
新冠疫情衝擊	7
勞動力與工資	11
製造業搬遷	14
產業升級	16
後疫情時代的大灣區發展	18
透視後疫情下的大灣區前景	19
短期挑戰與長期樂觀並存	19
超級城市群集群優勢明顯	20
政策支持力度大	21
前方挑戰艱巨	22
東盟無法獨善其身	23
東盟 – 仍需努力	24
越南 – 仍是直接投資首選目的地	29
本文作者	31
全球研究團隊	32

洞察快速發展的大灣區

今年的製造業年度調查及報告，為讀者帶來大灣區製造企業對疫情影響，產能搬遷和長期產業升級的切身感受

11 年前，我們開啟了第一次年度珠三角製造業調查，以瞭解用工荒加劇和工資上漲對中國經濟帶來的影響，自那時起，我們的年度調查逐漸成為洞察中國快速轉型的製造業中心，以及近年來開創全世界最大的城市群——連結廣東 9 市、香港和澳門特區的未來之城——粵港澳大灣區的獨特管道。今年的調查尤其貼近現實，我們通過調查衡量新冠肺炎疫情爆發和中美關係緊張對宏觀經濟和微觀層面帶來的影響。本次調查繼續關注持續擴大的中國與東盟經貿關聯，隨著一些企業出於不僅節省成本，並且分散產能的考慮而搬離中國，我們認為，中國與東盟之間的經貿關聯的重要性正日漸增強。

感受疫情之痛

受訪企業直言：2020 太難：疫情導致訂單流失令企業最為擔憂

此次調查顯示，新冠疫情爆發給大灣區製造業經營和預期帶來顯著影響，近四分之三受訪企業認為疫情對企業生產經濟造成負面影響。由於大灣區作為中國最大的製造業中心，勞動力中流動人口數量眾多，由於疫情爆發，春節返鄉的勞動力在節後返工推遲，對這一地區生產經營和供應鏈造成干擾。但對於未來，由於全球較長期陷入衰退風險，受訪企業最為擔心訂單減少。56%在美經營的受訪企業和 52%在歐元區經營的受訪企業對當地市場持消極判斷，相比之下，對中國持消極判斷的企業比例為 29%，對東盟持消極判斷的企業比例為 17%，對亞洲其餘經濟體持消極判斷的受訪企業占比為 27%；我們認為亞洲將率先從新冠疫情中恢復。

勞動力市場疲態加劇

調查顯示勞動力市場疲軟，有必要進一步放鬆政策穩增長

44%的受訪企業稱，與一年前相比，招工難度有所降低（去年持此觀點比例為 24%）。近 40%的受訪企業不再面臨招工困難，18%表示勞動力供應過剩，這也許是今年沒有漲薪預期的原因（2019 年工資上漲 4.6%，預期今年將有小幅下降）。這些調查結果表明勞動力市場仍然疲軟，我們預計政府將延續寬鬆政策立場以穩增長，並確保經濟社會穩定。調查也呼應了貨幣政策有必要進一步放鬆的觀點，49%的受訪企業表示融資難度較一年前加大。

當前企業擴大資本投入意願較為低落

製造業 2020 年投資意願低落。大灣區長期升級改造規劃的小波折

宏觀經濟和地緣政治的不確定性或將持續影響到製造企業的投資意願，儘管擴大自動化生產流程投入仍被企業認為是應對工資壓力的首要舉措，但更多受訪企業認為 2020 年主要產業鏈升級模式發展“放慢速度”，而不是“加快速度”，包括人工智慧、機器人、大數據和互聯網、物聯網等升級投資在內。這表明 2020 年下半年製造業投資將繼續落後於基建和房地產投資。對於 2020 年以後，53%的受訪企業已有長期產業升級目標，這也是推動大灣區轉型的重要因素。

向外搬遷，分散產能

每年調查中，我們都會詢問受訪企業，產能搬遷是否為應對工資成本上升的有吸引力的舉措。今年的調查中，受訪企業提出其他向境外搬遷的更充沛理由，43%的受訪企業表示，由於美中關係持續緊張，和（或）新冠疫情，將積極考慮搬遷。這些新的形勢發展或使對生產經營和國際政治形勢變化感到擔憂、並面臨產能過於集中風險的企業感到不安，但是我們看到，企業將產能搬遷到其他國家/地區，並不是取代在他們在中國的產能，而是企業業分散產能的趨勢。在本次調查中，56%的受訪企業選擇將“分散產能”作為搬遷的主要原因。

大灣區製造企業東盟越來越將東盟作為分散產能目的地

分散產能持續利好東盟市場

越南再次榮登受訪企業外遷產能首選目的地（參見本行報告‘越南 – 仍是直接投資首選目的地’），接下來依次為柬埔寨、緬甸和孟加拉。儘管如此，受訪企業對東盟經濟體短期內的前景仍持謹慎觀點（雖然他們認為東盟的情況好於多數其他地區），因為沒有一個市場能免疫於疫情的影響。這或許能夠解釋為什麼只有極少數在東盟經營的受訪企業有計劃在今年擴大產能投資。長期看，我們認為東盟仍是有吸引力的外國直接投資目的地。東盟地區需提高產能水準，以繼續受益於產能搬遷的趨勢。受訪企業提到東盟存在的一些問題，包括本地融資匱乏，生產效率低，勞動力成本上升，以及需要更積極的招商引資舉措、推動區域自由貿易協定等。

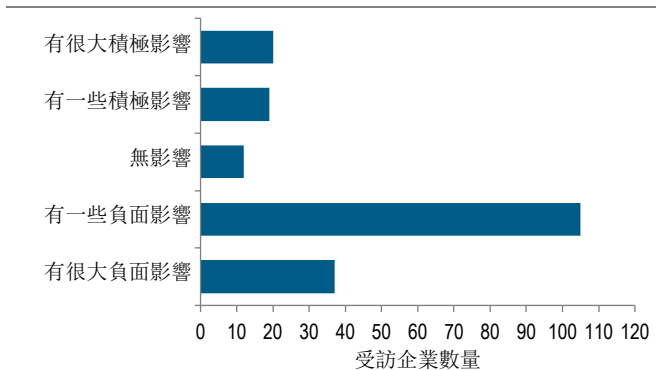
創建超級城市群，離不開強大政策支持

大灣區的正面前景

雖然短期內面臨若干困難，但受訪企業表達出對大灣區長期發展前景的信心。58%的受訪企業認為，大灣區會在未來三到五年內帶來新的商業機遇，略高於對“一帶一路”策略、人民幣國際化、和多邊貿易協定的預期。我們認為，鑒於以下幾點原因，後疫情時代大灣區對中國的重要性將更加凸顯；（1）大灣區在推動中國創新中發揮頭部作用，（2）大灣區能夠吸引高技術人才，和（3）大灣區有大量基礎設施投資需求。美中關係緊張持續的風險或促使中國更加依賴國內，並構建更智慧、更完善的製造業生態體系。

5 月份央行與四家部委聯合發佈“大灣區金融 30 條”，設定大灣區未來金融佈局的總體規劃，推動大灣區金融市場開放，在國際政治形勢不確定性環境下，推動區域長期發展，促進粵港澳持續協作融合。我們相信，香港在國家大灣區建設規劃中處於至關重要的地位，但也要認識到，還需做大量工作，以扭轉外部對“一國兩制”受到損害的觀念。

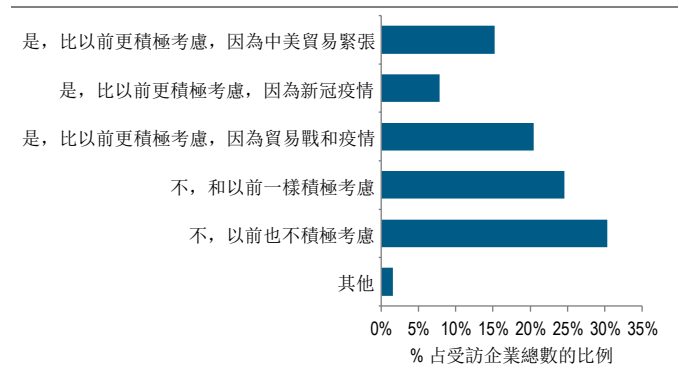
圖表 1：新冠疫情對企業 2020 年生產經營有影響嗎？（受訪企業數量）



來源：渣打銀行全球研究部

渣打全球研究 | 2020 年 7 月 21 日

圖表 2：你的企業是否更積極考慮將產能搬遷到中國以外？（% 占受訪企業總數的比例）



來源：渣打銀行全球研究部

2020 年度大灣區製造業調查

劉健恒

+852 3983 8565

Kelvin.KH.Lau@sc.com

大中華區高級經濟師

渣打銀行（香港）有限公司

Chidu Narayanan 齊丹

+65 6596 7004

Chidambarathanu.Narayanan@sc.com

亞洲經濟師

渣打銀行

符銘財

+886 2 6603 2640

Tony.Phoo@sc.com

東北亞高級經濟師

渣打銀行（台灣）有限公司

感受疫情下的大灣區脈動

調查顯示企業信心為 11 年來最低

190 多家製造企業與我們分享了他們對
新冠疫情衝擊及其長遠影響的觀點

近期我們實施 2020 年度製造業企業客戶調查，這也是我們連續第 11 年實施這一調查。今年 3 月底至 5 月初，190 逾家製造企業通過問卷調查的形式對企業當前生產經營和前景預期情況做出回饋。參與調查中的企業大多數總部位於香港、台灣或內地地區，並全部在大灣區設有生產經營機構。受訪企業包括區內最成功的企業，經受住了十年來用工荒、工資上漲和近些年貿易環境激化和全球經濟放緩，然而與 2020 年新冠疫情爆發帶來的衝擊相比，這些挑戰都見形失色。由於我們的很多受訪企業為行業中的佼佼者，在以往的調查中往往會對調查結果有些許積極的影響，但今年的情況卻不是這樣。除對疫情帶來的衝擊提供有價值的觀察外，這些行業中的頭部企業也成為映射製造業產能搬遷前景、產業升級和政策支持效率的重要參考。

本調查報告包括四個部分，主要內容概述如下：

新冠疫情衝擊及相關（第 7 頁）：受訪企業預預期，2020 年，新冠疫情的衝擊，使得 2019 年處境本已艱難的製造業，生產經營遭受極大影響。超過 80% 的受訪企業將全球新冠疫情爆發及影響視為企業生產經營和前景面臨的最大擔憂，主要原因是訂單損失。受訪企業對亞洲的悲觀情緒普遍低於對世界其他地區，並更為歡迎能夠對企業生產經營帶來更快更直接幫助的政策支持措施（例如減稅降費）。近一半受訪企業表示與一年前相比融資難度增加，建議貨幣政策進一步放鬆。多數受訪企業預計 2020 年底美元對人民幣匯率位於 7.00-7.20 的窄幅內。

用工與工資（第 11 頁）：受訪企業預計 2020 年工資水準將小幅降低，平均降幅為 0.2%，為調查 11 年來工資預期首次降低，2019 年實際薪資增長 4.6%。與一年前相比，60% 的受訪企業降低了薪資預期。近期勞動力市場疲軟也給工資帶來下行壓力。表示用工緊張情況緩解的企業比例從 2018 年的 11.5%、2019 年的 24.4% 增加到 43.5%，近 40% 的企業稱招工不再困難；另外 17.8% 的企業表示勞動力供應過剩。這種情況印證了為什麼今年“全國兩會”提出將“穩就業”作為首要政策目標之一。

產能搬遷（第 14 頁）：43% 的受訪企業表示，由於中美貿易緊張和（或）新冠疫情衝擊，會更積極考慮將產能搬到中國以外；19% 的受訪企業表示已完成搬遷並開始在遷入地運營，去年這一比例只有 6%；越南仍為最受青睞的遷入目的地，之後依次為柬埔寨、緬甸、孟加拉和泰國。目前分散產能成為企業向海外搬遷產能的首要推動因素，由於大灣區勞動力市場疲軟，工資上漲已不再是促進搬遷的迫切理由。

產業升級（第 16 頁）：製造企業表示，由於降低工資成本的迫切性降低，以及經濟前景的不確定性，企業擴大資本投資的意願較低。回饋主要產業升級措施“速度放緩”的企業占比超過“速度加快”的企業占比平均達 7.6 個百分點。對於 2020 年以後，53% 的受訪企業有產業升級的長期目標。

新冠疫情衝擊

2020 年有多難

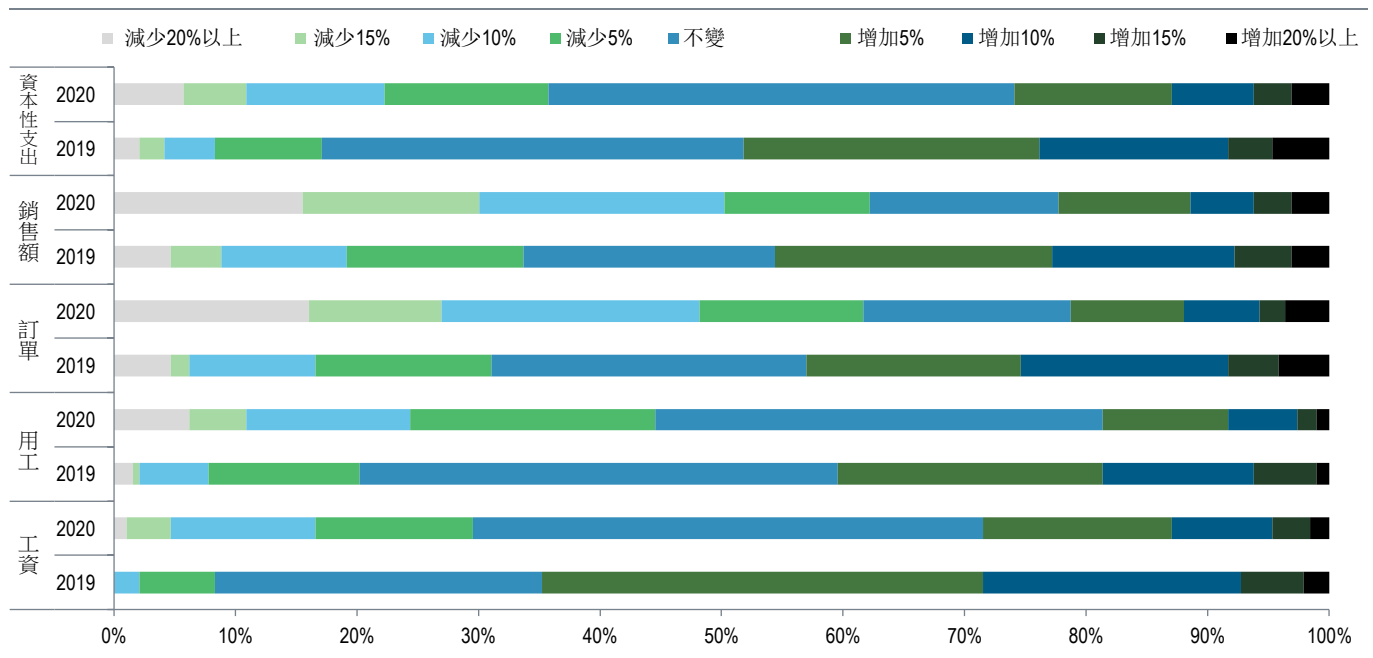
接近 200 家受訪企業中絕大多數認為，
新冠疫情對生產經營的干擾對其預期造成影響

我們詢問受訪客戶，2019 年企業經營表現如何，對 2020 年的預期如何（圖表 1），受訪企業傳遞回來的信號非常清晰明確：2020 年將是非常不同於 2019、並且非常困難的一年。

訂單：61.7%的受訪企業預期 2020 年訂單平均減少 12.4%，只有 21.2%的企業預期訂單平均增加 10.0%。這一預期顯著弱於 2019 年的實際訂單情況，2019 年 43%的企業訂單增加（平均增幅 9.4%），優於 31.1%的企業報告訂單下跌（平均降幅 9.4%） - 在美中貿易戰的背景下可謂成績不俗。

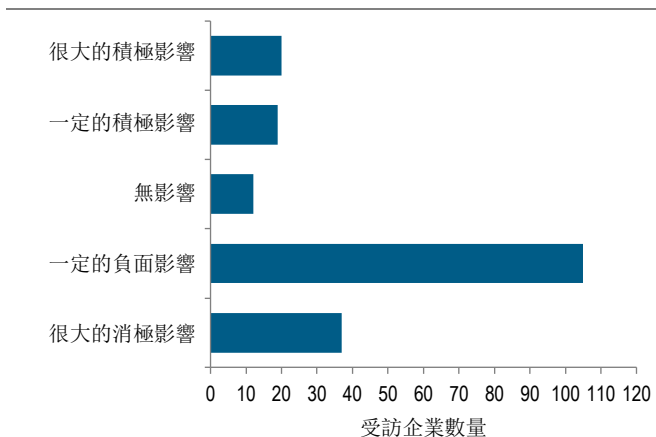
圖表 1：企業以下各項的情況在 2019 年的情況怎樣？2020 年企業的預期怎樣？

占受訪企業總數的比例 %



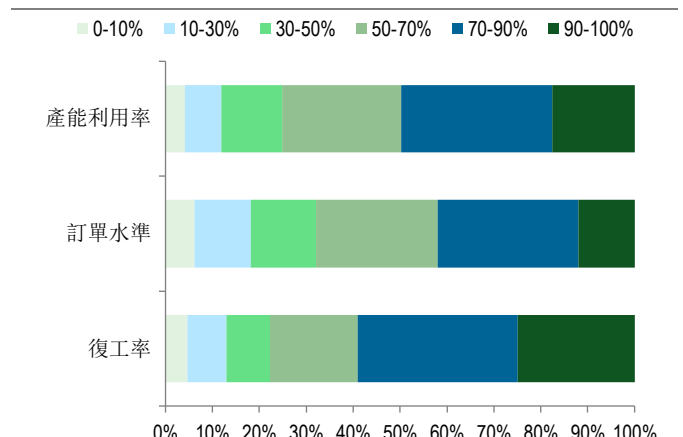
來源：渣打銀行全球研究部

圖表 2：新冠疫情對 2020 年企業生產經營有何影響？(回饋企業數量)



來源：渣打銀行全球研究部

圖表 3：目前各項與正常水準相比如何？(占受訪企業總數的比例 %)



來源：渣打銀行全球研究部

銷售：情況與訂單相仿，62.2%受訪企業預計 2020 年銷售額平均降幅達 12.7%，22.3%的企業預計銷售額平均增加 9.7%。2019 年 45.6%的企業回饋銷售額增加（平均增幅 8.7%），占比超過銷售額下降的企業（占比 33.7%，平均降幅 9.8%）。

用工：經濟不景氣對企業用工的負面溢出效應顯而易見。受訪企業中近半數（44.6%）預計今年將減少用工數量；只有 18.7%的企業表示要增加用工數量。2019 年，40.4%的企業的實際用工人數增加，20.2%的企業實際用工數量壓縮。綜合起來看來，受訪企業預計 2020 年用工數量將減少 2.8%，而 2019 年用工實際增加 1.7%。

工資：受訪企業預計 2020 年工資水準平均降低 0.2%，為調查開展 11 年來企業工資預期首次下降。28.5%的企業預計工資上漲，與預計工資下降的企業占比相當（29.5%）。與 2019 年工資水準的變化形成鮮明對比，去年近 65%的受訪企業工資上調，只有 8.3%的企業工資降低。據我們的調查數據，2019 年平均工資增幅為 4.6%，與 2018 年相仿。

資本投入：企業不會在短期內貿然追加投資，受訪企業資本性投資從 2019 年擴張 2.7%轉為 2020 年預計減少 1.3%。35.8%的受訪企業認為今年資本性投入將要減少（2019 年持此觀點所占比例為 17.1%），25.9%的企業預計資本性投入要增加（2019 年持此觀點比例為 48.2%）。

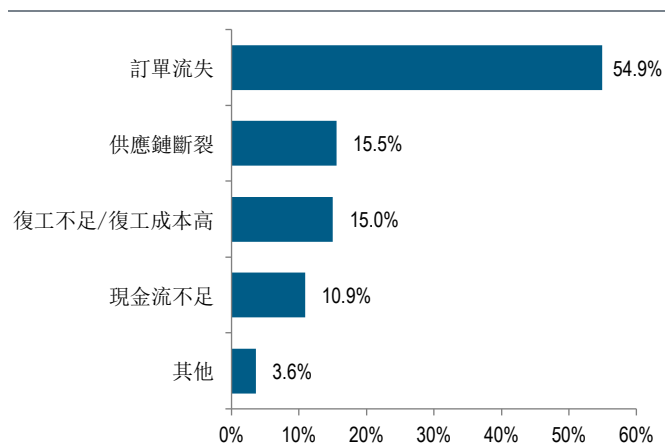
新冠疫情對企業的影響有多大？

每一家紡織企業回饋受益於新冠疫情，就有三家紡織企業回饋受到疫情的負面影響

年初以來新冠疫情爆發，剛剛經歷 2019 年中美貿易緊張加劇等重重挑戰的製造業，經營前景急劇滑坡，19.2%的受訪企業認為新冠疫情對企業生產經營帶來“巨大的負面影響”，另加 54.4%說有“一定的負面影響”（圖表 2）。相對應地，20.2%的企業認為疫情至少對企業有一定的積極影響，持此觀點的行業依次為“紡織與服裝”（有能力轉產口罩等防護設備）、“食品飲料及煙草製品”、“電子封裝與組裝”和“半導體製造設備”。我們留意到，對疫情的影響做出積極回饋的企業在各自所在行業裡屬於特例，並不普遍，例如，紡織企業裡每一家企業認為疫情帶來積極影響，就有 3 家企業認為疫情帶來負面影響。

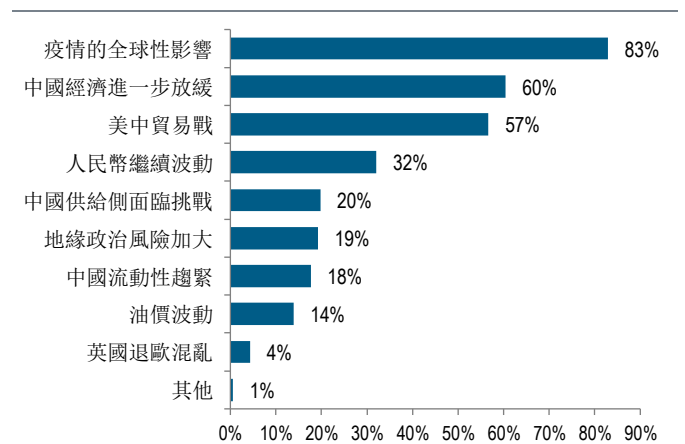
我們的許多受訪企業仍處於年初疫情衝擊的恢復之中，僅有不足六成和半數受訪企業的復工率和產能利用率恢復到常態的 70%及以上（圖表 3），而在去年的調查中，

圖表 4：當前疫情給企業帶來的最大挑戰是什麼（占受訪企業總數的比例 %）



來源：渣打銀行全球研究部

圖表 5：2020 年你最擔心的是？（占受訪企業總數的比例 %）



來源：渣打銀行全球研究部

41%的企業的員工上崗率達到 100%，還有 57%的企業上崗率達到 70%以上。本次調查受訪企業最擔心的是“訂單流失”。54.9%的企業將訂單流失作為疫情下企業面臨的最大挑戰，顯著高於“供應鏈斷裂”、“復工不足”和“現金流不足”（圖表 4）。超半數受訪企業（58%）仍面臨訂單低於正常水準至少 30%的境況，闡明經營情況於短期內難以改善。全球經濟衰退或在一段時間內持續和疫情再度爆發的風險也是企業較為擔心的問題。

企業的擔憂

對於全球各區域前景，受訪企業最不擔心亞洲

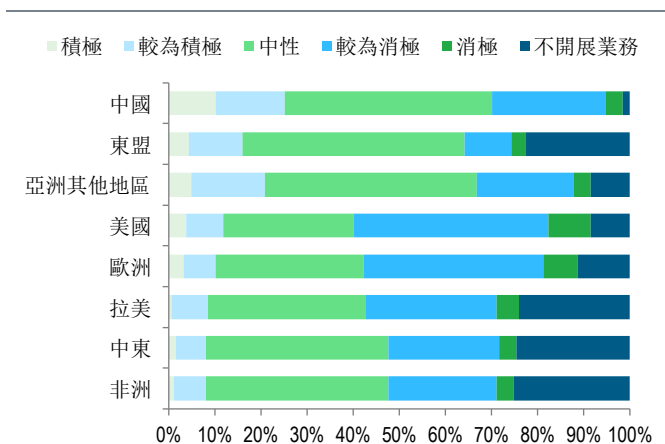
毫不意外，83%的受訪企業選擇將“疫情的世界性影響”作為他們對 2020 年的最大擔憂，與“中國經濟進一步放緩”和“美中貿易戰”為企業最擔憂的三個問題，後兩個問題的得票數也超過 50%（分別為 60%和 57%）。儘管企業最擔心的問題多數與中國相關，但受訪企業仍對中國經濟（以及更大範圍的亞洲經濟）比西方經濟更為樂觀。對中國經濟、東盟和亞洲其餘經濟體持樂觀判斷的企業在這些市場經營的企業中所占比例分別達到 26%、21%和 23%（圖表 6），雖然比例低於去年（分別為 35%、29%和 39%），但仍高於對其他經濟體持樂觀觀點企業所占比例，後者占比降到百分之十幾以內。

對美國和歐元區持消極觀點的企業占比明顯最大（分別為 56%和 52%），超過任何新興市場，與疫情爆發給較發達市場帶來更大挑戰的廣泛看法相印證，近幾個月抗疫封閉措施已造成產能嚴重受損和大量失業。中國雖看似享有“主場優勢”，受訪企業與傳統出口市場的業務關聯和敞口，使得他們對美國和歐元區市場前景的評估較為公允和客觀。

我們認為，全球大範圍停擺抗疫和羸弱的市場情緒暗示出，全球經濟復蘇之路漫長而坎坷，中國最早走出封閉抗疫措施，因而也走在經濟復蘇前列，並且，政府推出強大的政策支持，幫助中國抵禦全球經濟可能較長期衰退帶來的持續拖累，我們預計中國經濟最早在今年二季度已觸底反彈。

圖表 6：你與哪些國家/地區開展業務？你對這些市場 2020 年的判斷如何？

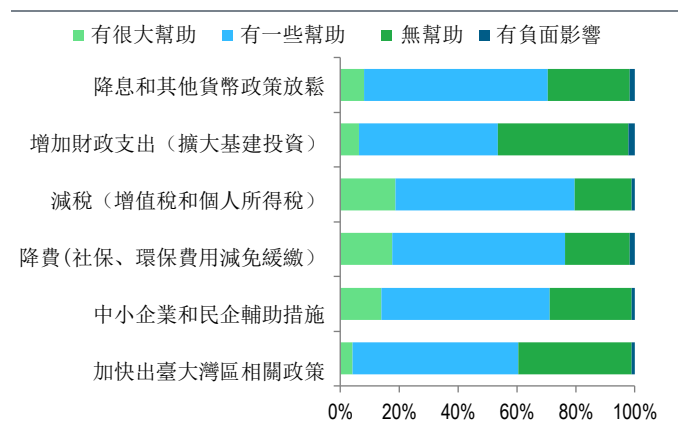
% 占受訪企業總數的比例



來源：渣打銀行全球研究部

圖表 7：2020 年以下政策對你的企業有幫助嗎？

% 占受訪企業總數的比例



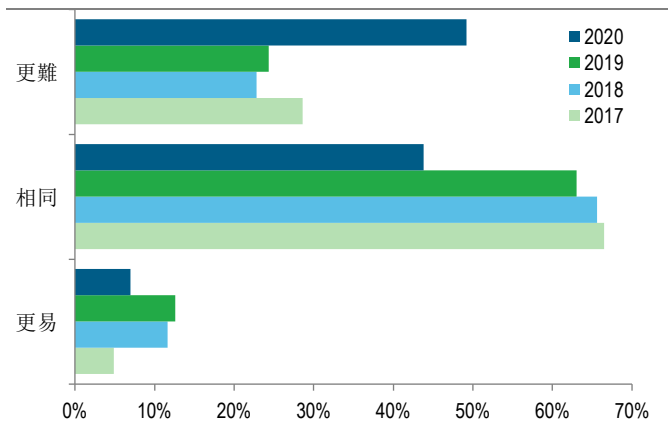
來源：渣打銀行全球研究部

政策預期

我們詢問受訪企業 2020 年政策支持措施對企業的影響情況，從企業回饋可以清晰看出，企業更青睞能夠直接提供紓緩的措施，體現出當前企業面臨的經營困境。80% 的受訪企業認為“更多減稅措施”對企業有幫助，緊隨其後的是“降低收費”（76%），詳見圖表 7。“對中小企業和民企的更多支援措施”和“降息和其他貨幣放鬆措施”（占受訪企業總數的比例 均為 70%）也獲得了較多回應，體現出經濟中的主要受力點。經濟低迷時，中小企業普遍更容易受到衝擊，而在享受廣泛政策支持方面又往往落後一步，就像貨幣政策放鬆到實際融資成本降低之間的傳導總是滯後的。

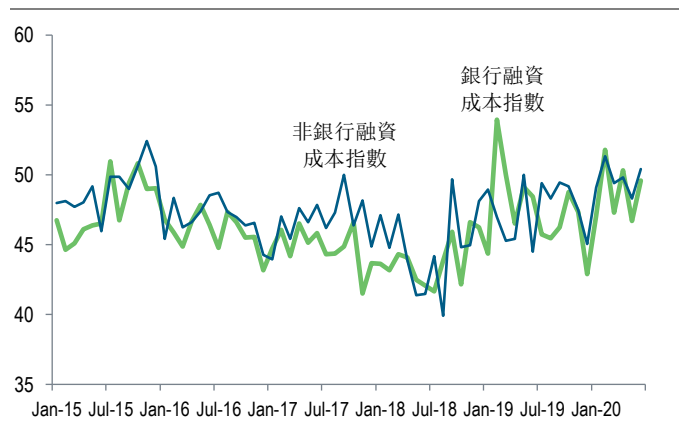
幾乎半數受訪企業（49.2%）預計，今年融資難度要高於去年，大幅高於去年調查中持此觀點者占比 24.4%（圖表 8），儘管年初以來 7 天期公開市場操作利率、1 年期 MLF 利率（中期借貸便利利率）、1 年期 LPR 利率（貸款市場報價利率）以及存款準備金率已降低數輪。調查凸顯出貨幣政策有必要進一步放鬆，這一點也體現在我們最近開展的《月度中國中小企業信心指數（SMEI）調查結果中》，最新一期 SMEI 指數顯示，中小企業銀行貸款融資成本有所改善，但在上半年多數時候仍處於上行壓力（融資成本指數低於 50，詳見圖表 9）。

圖表 8：目前與 2019 年同期相比，企業融資的難易程度如何（% 占受訪企業總數的比例）



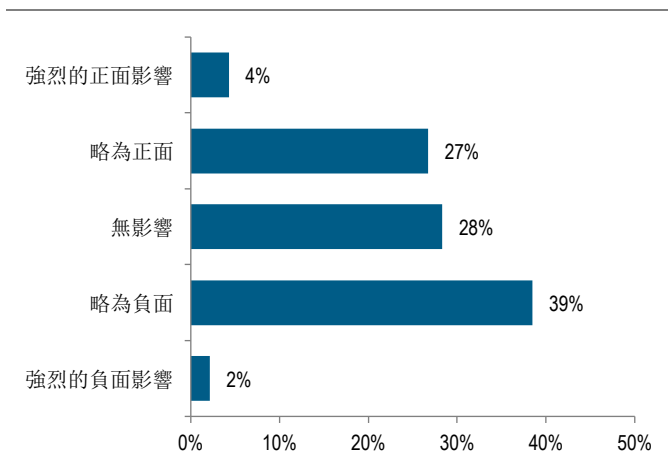
來源：渣打銀行全球研究部

圖表 9：中小企業融資成本上升勢頭開始得到控制（中國中小企業信心指數（SMEI）經營現狀指數*）



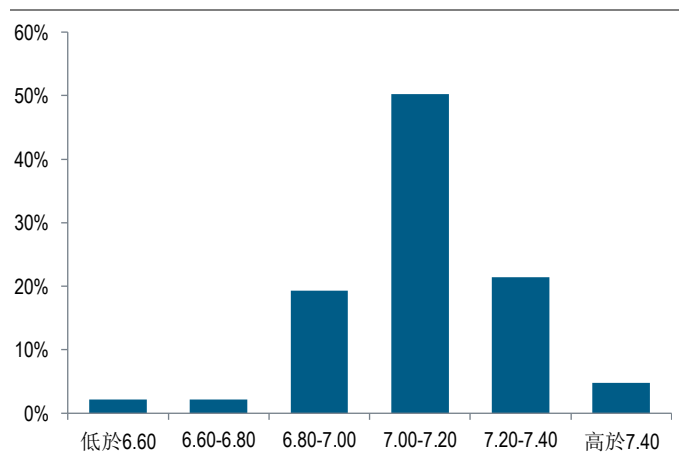
*注：指數位於 50 以上意味著融資成本降低。來源：渣打銀行全球研究部

圖表 10：人民幣波動對你的企業 2019 年經營有無影響？（% 占受訪企業總數的比例）



來源：渣打銀行全球研究部

圖表 11：你預期 2020 年末人民幣對美元匯率將會是？（% 占受訪企業總數的比例）



來源：渣打銀行全球研究部

受訪企業對於財政紓緩措施，例如加大基建支出的歡迎程度低於貨幣放鬆措施，只有 53% 的企業對財政紓緩措施對企業的影響做出積極回饋（圖表 7），原因可能是基建類支出的效力滯後期較長。60% 的受訪企業認為大灣區開發相關措施如果加快實施的話，對企業的扶持作用更為有效，期望能獲得地緣或產業優勢，並擴大市場准入。

人民幣沒有貶值的充足理由

大多數受訪企業預期 2020 年末人民幣對美元匯率位於 7.00-7.20 區間

2019 年全年人民幣（CNY）對美元貶值幅度只有 1.2%，並且在二到四季度貶值更為明顯，達到 3.6%，2019 年二到四季度期間，人民幣貶值的同時伴隨著美中貿易緊張風險上升，並被視為中國應對美國實施懲罰性提高關稅的應對措施，但是，只有 31% 的受訪企業表示，2019 年人民幣波動上升有助於企業經營表現，相比之下，40.6% 的企業認為人民幣波動上升給企業帶來了負面影響（圖表 10）。這體現出相對於潛在的匯率收益，企業更偏好確定性和穩定性，特別是在美中關係緊張的環境下。匯率波動過大或引起資本流出和資本管制的聲音，與受訪企業不希望人民幣匯率波動過大相映照的事實是，絕大多數受訪企業預期 2020 年底人民幣對美元匯率接近當前主要即期匯率，即位於 7.00-7.20 區間內（圖表 11）

勞動力與工資

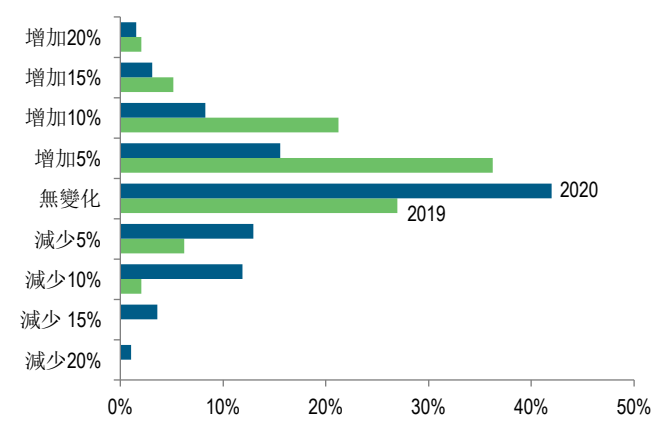
創造就業是衡量經濟健康與否的重要指標

我們的調查顯示，當前的用人市場狀況為十年來最艱難

今年“全國兩會”沒有設定明確的年度 GDP 增長目標，但卻設定了明確的勞動力市場就業目標，表明在困難時期，相對於增長，政府更為關注就業。因此，我們向受訪企業瞭解勞動力市場當前現狀以及他們對工資增長的預期。調查結果顯示，在中國經濟持續面臨本地新冠疫情爆發和全球經濟持續衰退的威脅下，當下的勞動力市場正經歷近十年來最艱難的處境。也正是考慮到就業面臨的嚴峻形勢，全國兩會提出 2020 年城鎮新增 900 萬人就業目標（去年為 1,100 萬），並將城鎮調查失業率控制在 6% 以內（去年為 5.5%）。

圖表 12：2019 年工資增加 4.6%，2020 年企業預期工資降低 0.2%

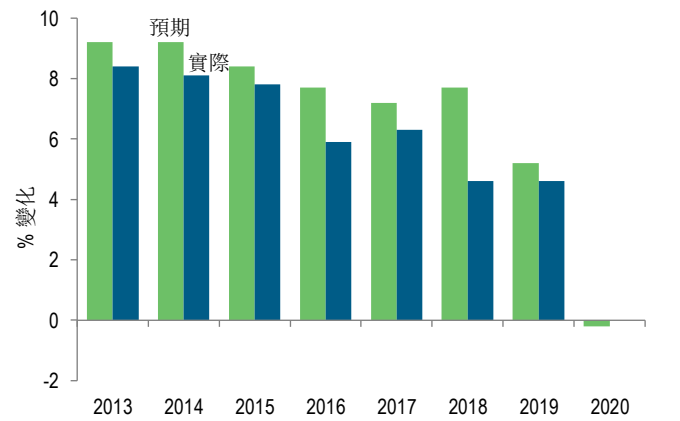
實際與預期工資增幅，% 占受訪企業總數的比例



來源：渣打銀行全球研究部

圖表 13：11 年來企業首次預期工資下降

工資變化預期與實際



來源：渣打銀行全球研究部

相比 2019 年，60%的企業調低了工資預期

受訪企業預期 2020 年工資平均水準將小幅下降 0.2%，而 2019 工資實際增長 4.6%。60%的受訪企業預期今年工資變化幅度小於 2019 年實際，只有 8%的企業預測的情況與此相反（圖表 12）。28.5%的受訪企業預計今年工資將增加，與預計工資減少的企業占比相當（29.5%）。這也是我們開展製造業調查 11 年來首次出現企業預期工資將下降，並且還存在著下調風險，因為之前的預測往往高估了全年的數據（圖表 13）。預計的工資降幅如果剔除物價的話會更大（按我們對 2020 年 CPI 預測值 2.9%計算，2020 年工資降幅為 3.1%），體現出內需疲弱。

企業招工不再困難

接近半數受訪企業表示，與一年前相比，招工難度降低

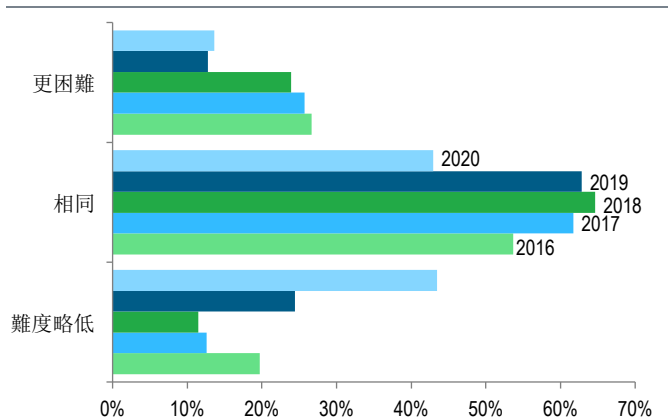
勞動力市場疲弱顯現，或給工資帶來下行壓力。只有 13.6%的企業表示用工短缺的情況在過去 12 個月裡加劇（略高於去年的比例 12.8%，原因可能在於疫情封閉隔離後復工速度較慢），較大幅度低於 2019 年初反映用工短缺的企業占比（圖表 14）。回饋用工短缺緩解的企業占比從 2018 年的 11.5%、2019 年的 24.4%跳升至 2020 年的 43.5%，印證疫情衝擊造成短期內週期性需求疲軟；大灣區（以及中國其他地區）容易受到需求遭受衝擊的影響，同時因為由於人口老齡化，這一地區亦面臨較長期的勞動力供應挑戰。

受訪企業被要求描述所在行業勞動力市場現狀，只有 15.7%的企業認為“用工荒持續”，一年前這一比例為 22.8%（圖表 15）；還有 25.1%的企業認為“用工荒有所舒緩”；近 40%的企業認為“招工不再困難”；其餘 17.8%認為勞動力過剩，這些企業的觀點綜合起來，形成我們開展調查 11 年以來首次出現的多數派觀點，表明勞動力市場不再“緊張”。

工資成本壓力舒緩

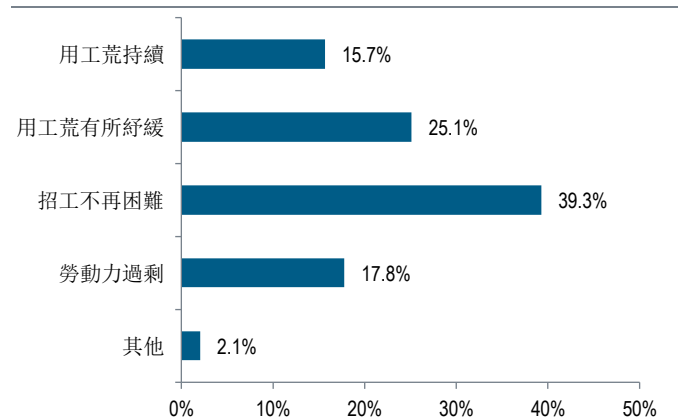
前面我們提到，企業將減稅降費視為最受歡迎的支援措施，廣東省已推出多項此類措施穩就業、支持企業度過難關，2020 年前 4 個月累計減稅降費達 820 億元，其中 430 億元為今年的各項抗疫措施，其餘為延續去年既有的減稅降費舉措。據廣東省地稅局的數據，截至 5 月底，6,000 多家企業獲准延遲社保繳費，涉及總金額達 160 億元。其它穩就業措施多為通過間接幫扶支援企業持續經營（例如發放中小企業貸款），不是直接補貼工資。

圖表 14：今年招工的難度與去年同期相比怎樣？(% 占受訪企業總數的比例)



來源：渣打銀行全研究部

圖表 15：以下哪項最能描述你所在行業的勞動力市場現狀？(% 占受訪企業總數的比例)



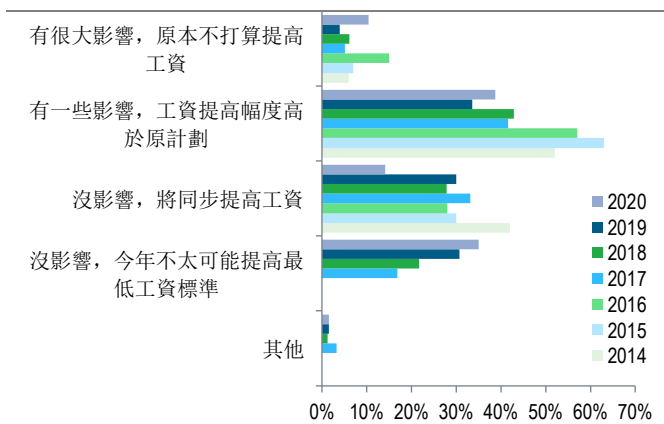
來源：渣打銀行全研究部

擴大就業和幫扶企業渡過難關的重重壓力，也意味著今年很少有省份能做到提高最低工資標準，包括廣東省和深圳市在內，兩地最近一次提高最低工資標準都是在 2018 年。2016 年以來，各省可以每兩到三年提高一次最低工資標準（之前為每兩年至少一次）。今年，最低工資標準提高的要求可能會進一步放鬆，許多省份上一次提高最低工資標準是在 2017 年，今年以來只有三個省份已提高最低工資標準（福建、廣西和青海），平均提高幅度為 9.0%（圖表 17）。

此次調查結果與對最低工資標準提高的預期相呼應，35.1%的受訪企業認為最低工資標準提高與否對企業的工資決策沒有影響，而且認為今年最低工資標準不太可能提高（此觀點企業占比高於 2019 年的 30.8%和 2018 年的 21.7%）。請看圖表 16，相比去年，更多受訪企業（49.2%）預計最低工資標準提高多少會有一些影響，去年這一觀點占比為 37.6%，體現出如果最低工資標準提高，企業對於工資成本提高更為脆弱。工資成本在企業總成本中佔據的份額似乎正在擴大（今年為 25.0%，去年為 22.5%），反映出如果經濟低迷持續，失業將會上升。

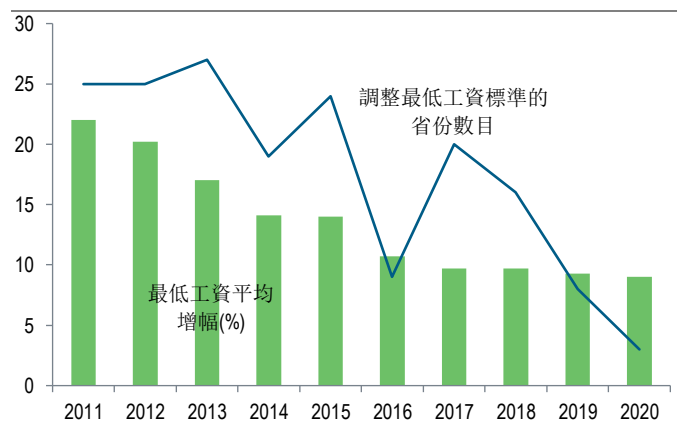
圖表 16：最低工資標準提高的影響

% 占受訪企業總數的比例，本次和前幾次調查



來源：渣打銀行全球研究部

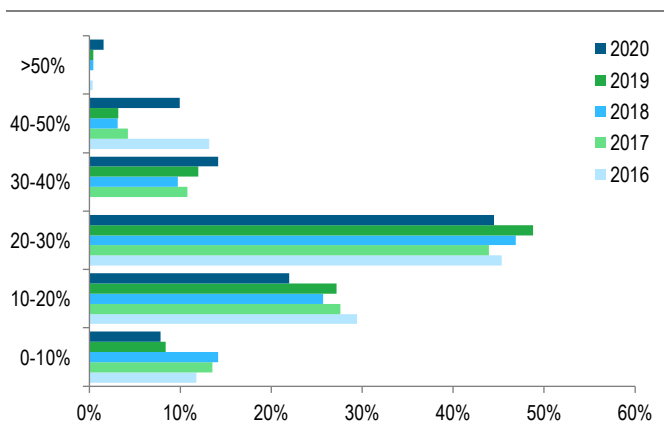
圖表 17：去年 8 個省份提高最低工資標準，平均增幅 9.3%



來源：環亞經濟數據，渣打銀行全球研究部

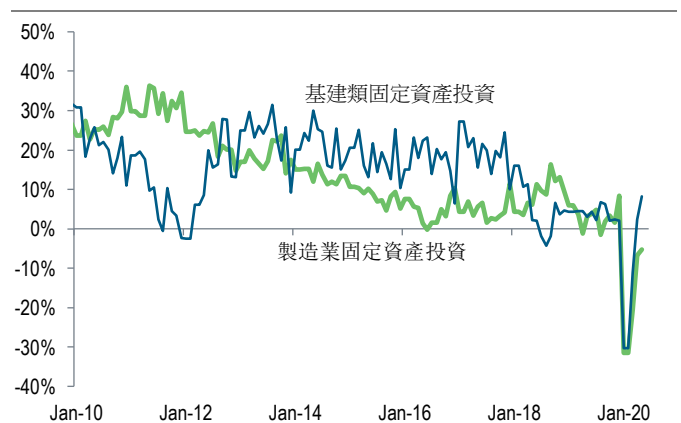
圖表 18：工資成本在你的企業總成本中占多大比重？

% 占受訪企業總數的比例，本次和以前調查



來源：渣打銀行全球研究部

圖表 19：製造業固定資產投資反彈落後於基建類投資（固定資產投資，% 同比）



來源：渣打銀行全球研究部

製造業搬遷

更多企業積極考慮將產能搬遷到中國以外

就業市場疲態日顯使大灣區企業不再緊迫於把產能搬遷到其他國家，或是運用其他策略來應對勞動力短缺；今年將近 30% 的受訪企業選擇不採取行動，較一年前占比高出 22%（圖表 20），其餘 70% 的企業中，選擇“擴大自動化生產流程投資”（占 29.8%）和“向其他國家搬遷”（12.6%）的份額仍有所增加，雖然選擇按兵不動的企業分流了部分票數。儘管在當前宏觀經濟背景下，或許不急於做出較大的投資決策，但結構性改變之下的內在動機已十分強烈，尤其是將產能搬遷到中國以外，由於近一段時間美中關係緊張和新冠疫情，被視為分散產能之舉措。

由於中美貿易緊張和（或）新冠疫情的影響，很多受訪企業更積極地考慮將產能搬遷到國外

由於美中貿易緊張和（或）新冠疫情衝擊，43% 的受訪企業正更積極考慮將產能自中國搬遷到國外（圖表 21）。這些情況引起對於中國境內的製造業正趨向於高度集中化風險的擔憂。但是，受訪企業的考量是推動產能分散化經營，而不是將在中國境內現有產能完全搬遷到國外，後者被認為不切實際。如果我們加上沒有因貿易戰或疫情而動搖，但仍積極考慮將產能搬遷到國外的 24.6% 的企業，那麼相當可觀的大多數（68%）正考慮要“搬出去”。

繼續推進結構轉型

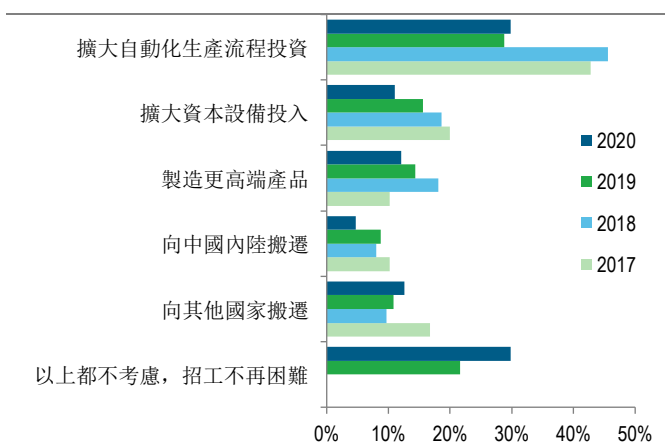
在 68% 的正在考慮、或有計劃考慮搬遷產能的企業中，19% 已經完成搬遷，並已開始在遷入地生產經營，高於一年前僅為 6% 的比例（圖表 22）；還有 6% 的企業正處於搬遷過程中；11% 的企業表示剛啟動搬遷。位於“仍在考慮”之列的企業從一年前的 56% 降至 45%，表明部分企業一年前就開始將搬遷計畫付諸行動。尚未開始考慮搬遷的企業數量和去年持平（占比均為 19%）。

鑒於企業面臨勞動力短缺和其他挑戰的時日已久，已開始在境外經營的製造企業所占比例可能要遠高於上述數據，部分企業已不再需要搬遷更多產能到境外，企業或許認為產能分散化已足以應對貿易不利環境，因而當前更為關注產業升級。

越南仍為最受青睞遷入地

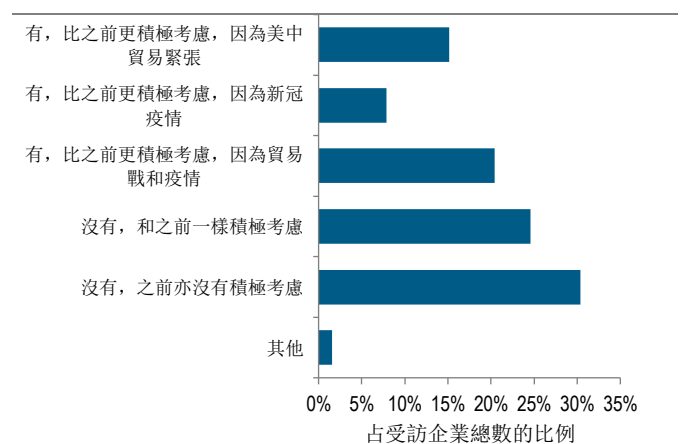
在考慮將產能轉移的企業心目中，與前幾年一樣，越南仍位居最受青睞遷入目的地榜首（圖表 23）。越南和柬埔寨、緬甸、孟加拉、和泰國為最受歡迎遷入地前五名，也

圖表 20：你的企業如何應對用工荒？
% 占受訪企業總數的比例，今年和以前年度調查



* 去年開始的新選項；來源：渣打銀行全球研究部

圖表 21：你是否更主動地考慮將產能搬出中國？ (% 占受訪企業總數的比例)



來源：渣打銀行全球研究部

和去年非常類似，不同之處是以前年度柬埔寨得到票數今年有一部分分給了馬拉西亞（第 6 位）、印尼（第 7 位）和台灣（第 8 位）。這些目的地的選擇或表明考慮將產能外遷的企業主要為低端製造業，如紡織與服裝、電子封裝與組裝等行業。這一結論的例外是越南和台灣，越南獲得多個行業青睞，台灣則受益於電子產業台商回流。

分散產能是驅動企業搬遷的重要因素

並不令人意外，受訪企業認為將產能搬遷能帶來推進產能分散的顯著優勢，56.0%的企業將這一原因作為工資以外的主要獲益（圖表 24）。其餘的搬遷理由企業占比均在 20%-30%之間，依次為“勞動力數量和品質更佳”、“有吸引力的稅收優惠”、“自由貿易協定帶來的相關好處”和“靠近新的買家或顧客”。相比之下，工資壓力不再成為企業最大的擔憂，我們認為工資以外的優勢對於企業決定是否搬遷、向哪裡搬遷，這些因素可能比節省工資更為重要。

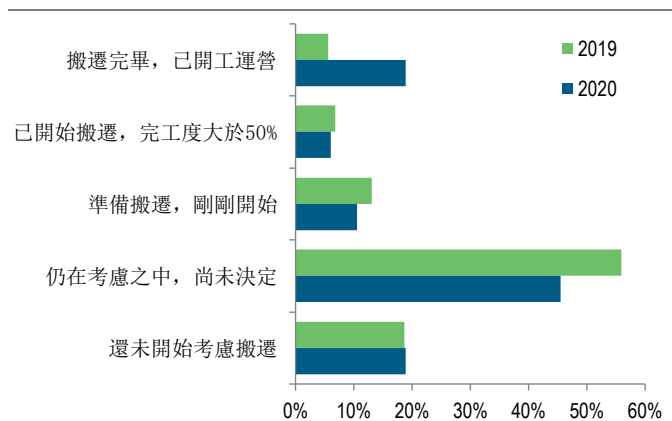
我們的調查顯示，將產能“向其他國家/地區搬遷”預計能夠節省的平均工資成本（15.7%）與“擴大資本設備投入”（15.5%），或“製造更高端產品”（15.1%）的差別並不大，雖然“向其他國家/地區搬遷”呈現更明顯的長尾分佈（圖表 26）。擴大自動化/流程投入節省的成本較少（10.2%）。但是，節約成本只是提高生產效率的原因之一，提高生產效率還需要有力的政策推動創新和產業升級。

企業對於搬遷到中國以外國家所擔憂的問題，“勞動力品質和生產效率低”（37.1%）和“政治/社會前景存在不確定性”（36.4%）是得票最多的兩個選項，略超過“交通和基礎設施不夠完善”（35.5%，圖表 25）；“法律體系不健全”、“離供應商太遠”是得票接近的第四和第五個擔憂因素。企業的這些回饋體現出阻礙企業搬出中國的主要因素，也和我們的觀點相一致：儘管反全球化情緒上升會使人們關注供應鏈過於集中的風險，但中國在供應鏈中的中心地位因過於重要而不會很快降低。

概覽
大灣區
製造業調查
後疫情時代
大灣區發展
東盟
無法獨善其身

圖表 22：目前企業位於搬遷的哪一階段？

% 占受訪企業總數的比例

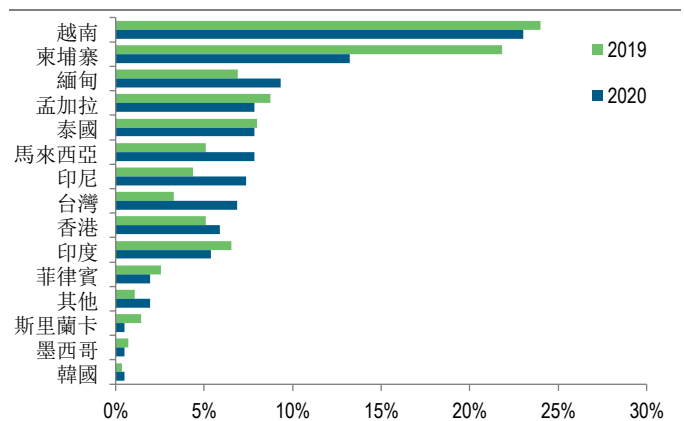


來源：渣打銀行全球研究部

渣打全球研究 | 2020 年 7 月 21 日

圖表 23：如果你的企業計畫遷往其他地區，會搬到哪裡？（%

占受訪企業總數的比例）



來源：渣打銀行全球研究部

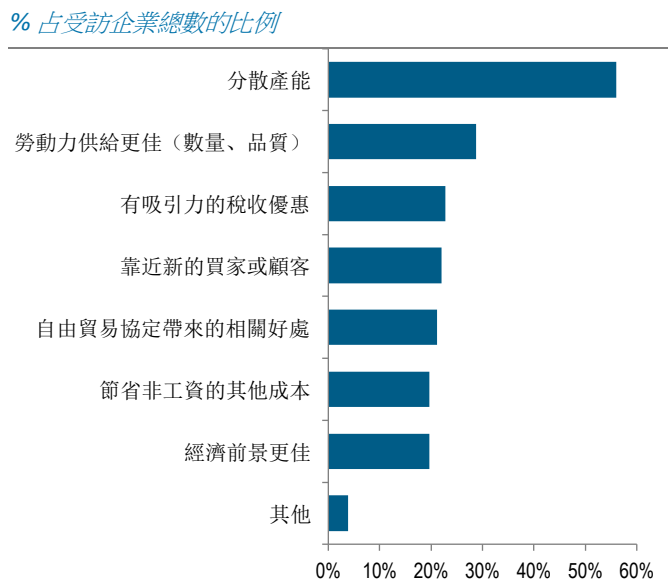
產業升級

製造業投資萎縮

官方數據顯示，年初以來受疫情製造業投資增長乏力，5 月製造業投資同比降至 5.3%，而房地產投資同比增長已回到 8% 以上（圖表 19），我們稍早所做的調查也顯示 2020 年資本性投入或將放緩。35.8% 的受訪企業預期 2020 年資本性投入將收縮，25.9% 的企業預測資本性投入將擴大。這表明與去年相比，製造業的投資意願明顯回落，去年 17.1% 的企業資本性投入減少，48.2% 的企業資本性投入增加（圖表 1）。

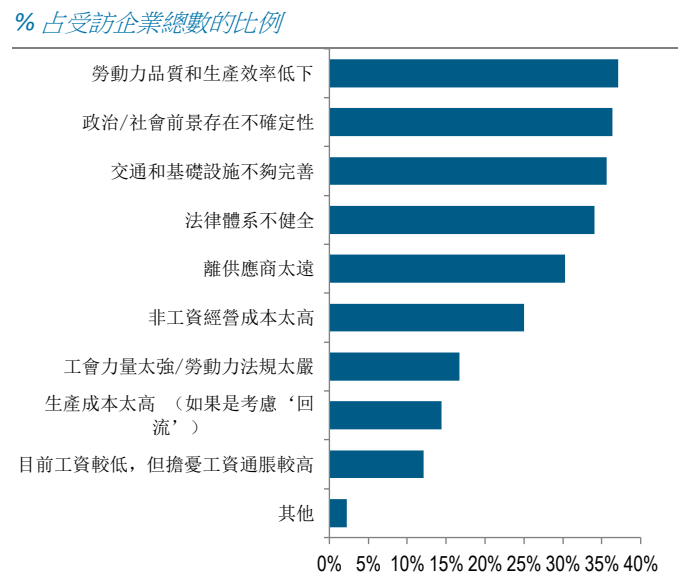
當前經濟和政治前景的不確定性可能是資本性投入意願低落的主要原因，並且，信貸獲得雖有改善，但信貸成本仍居高不下。用工不再短缺使得製造業提高生產效率和降低單位成本的緊迫性降低，如圖表 20 所示，29.8% 的受訪企業（占比與 2019 年相仿）選擇將擴大自動化生產流程投資作為應對工資壓力的主要手段；選擇“擴大資本設備投入”的企業占比從去年的 16% 降低到 11%；選擇“製造更高端產品”的企業占比從 14% 降低到 12%。我們仍然認為，中國在 2019 年之前就持續面臨的挑戰勞動力短缺和工資壓力，如果能夠推動微觀層面的行為改變，即通過擴大投資改善成本結構、提高生產效率和競爭力，也不失其積極意義。

圖表 24：產能搬遷帶來的工資壓力以外的好處



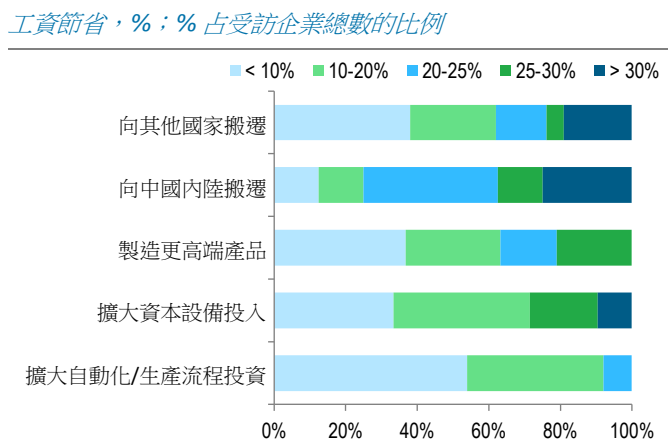
來源：渣打銀行全球研究部

圖表 25：搬遷到境外目的地可能的擔憂



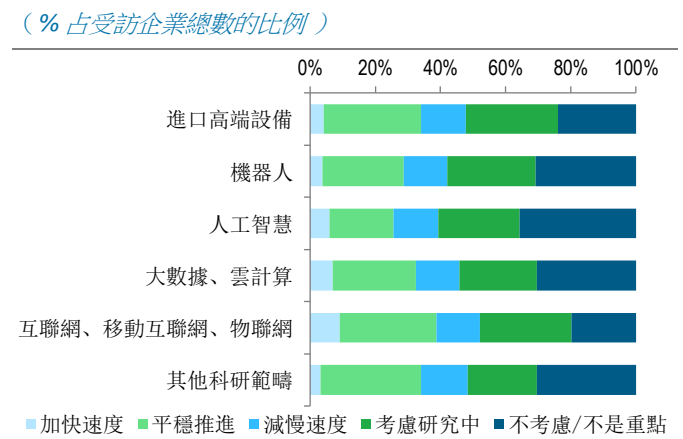
來源：渣打銀行全球研究部

圖表 26：你的選擇能為企業節省多少資金？



來源：渣打銀行全球研究部

圖表 27：你的企業 2020 年產業升級的計畫是？



來源：渣打銀行全球研究部

關鍵領域創新意願低落

中美貿易關係惡化和新冠疫情的雙重夾擊，可能促使中國更加依靠自身科技創新並創建更完整的的製造業生態體系。產業升級將助力大灣區正在進行的轉型之路，高端製造業吸引高技術人才並促進區域人口增加。

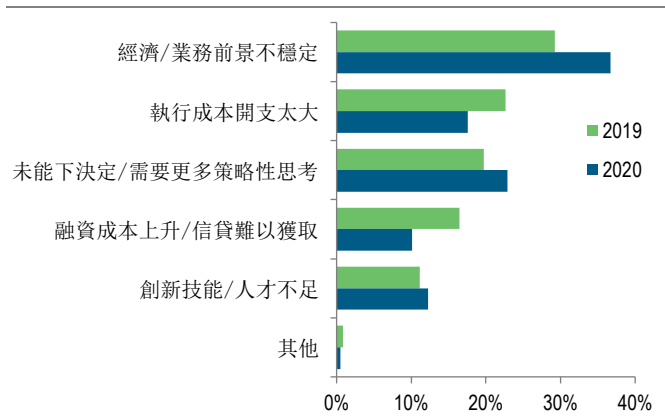
2020 產業升級路上的小挫折

不幸的是，與一年前相比，受訪企業在產業創新和產業升級的所有關鍵領域的參與度（詳見圖表 27）似均有所下降，52%的受訪企業有參與“互聯網、移動互聯網和物聯網”（一年前占比為 59%），48%的企業有參與“進口高端設備”（一年前為 63%），46%的企業有參與“大數據，雲計算”（一年前為 54%），42%的企業有參與“機器人”（一年前為 46%），39%為“人工智慧”（一年前為 45%），但平均 26%的受訪企業表示正積極考慮進行這類投資，占比高於去年的 18%。

短期內企業科技投入動力尚顯不足，當問及 2020 年的投資計畫落實情況，表示創新計畫“減慢速度”的企業占比超過“加快速度”的企業占比平均達 7.6 個百分點，“機器人”和“進口高端資本設備”的負淨值最大，達到 9.6 個百分點，“互聯網、移動互聯網和物聯網”負淨值最小，為 4.9 個百分點。和 2019 年的情況類似，37%的企業認為，不確定的宏觀經濟和商業前景是 2020 年產業升級的最大障礙（圖表 28），此觀點占比高於去年的 29%，反映出中美技術性脫鉤風險加大。23%的企業仍處在研究考慮階段，尚未決定是否改造升級或表示需要進一步策略規劃。

2020 年以後，53%的受訪企業有產業升級的長期目標（圖表 29），但是這一占比低於 2019 年地 63%，因為當前很多企業將產業升級視為逐年制定的計畫（今年和去年企業占比分別為 32%和 24%），一旦遇到短期內的突發情況，比如今年的新冠疫情，這些企業大多會立刻暫停產業升級計畫。我們認為，目前沒有產業升級計畫的 14%的企業，如果想參與大灣區轉型，將不得不在今後追趕其他企業。

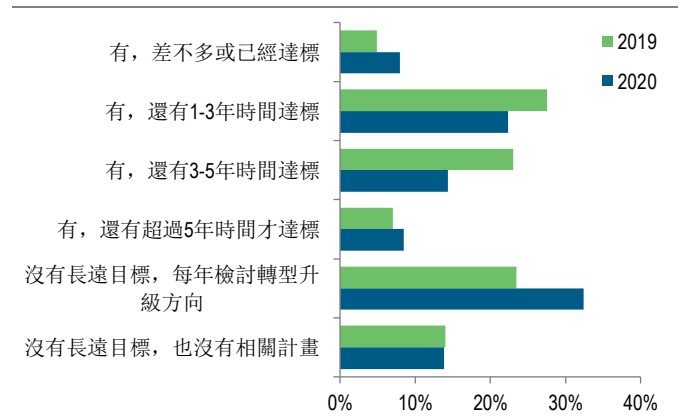
圖表 28：你的企業 2020 年產業升級的最大障礙是什麼？
（% 占受訪企業總數的比例）



來源：渣打銀行全球研究部

渣打全球研究 | 2020 年 7 月 21 日

圖表 29：你的企業是否有轉型升級的長期規劃？（% 占受訪企業總數的比例）



來源：渣打銀行全球研究部

後疫情時代的大灣區發展

劉健恒

+852 3983 8565

Kelvin.KH.Lau@sc.com

大中華區高級經濟師

渣打銀行（香港）有限公司

透視後疫情下的大灣區前景

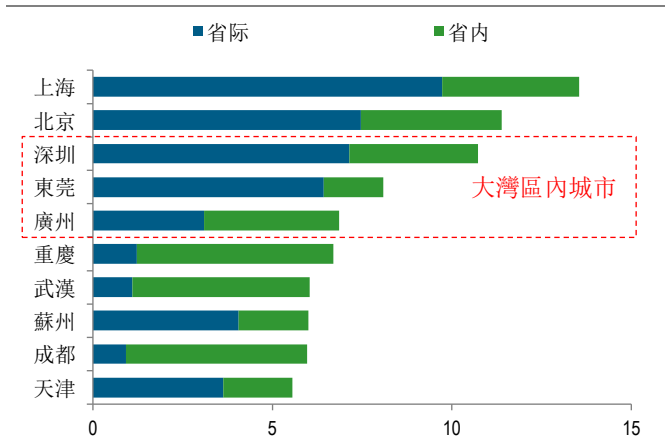
短期挑戰與長期樂觀並存

新冠疫情顯著拖累了粵港澳大灣區製造企的經營業績和前景預期（見前述內容）。這並不意外，尤其是考慮到大灣區擁有全國最龐大的進城務工人口，支撐大灣區成為極具規模的製造業中心（圖表 1 和 2）。疫情爆發後防疫隔離封閉措施和出行禁令嚴重擾亂了大灣區供應鏈。地區人口達 7,000 萬的同時，大灣區人口密度為全國平均人口密度的七倍，居國內各經濟區之首。出口導向型經濟使大灣區易受全球經濟衰退衝擊，在粵港澳三地經濟緩步回歸正常之際，外部不確定性又給大灣區回歸正常增添了障礙。

簡言之，使大灣區獨具特色和競爭力的特性，同時也放大了新冠疫情對地區的影響。但即便如此，我們調查的大灣區企業繼續對大灣區長期前景充滿信心。57.8%的受訪企業預計未來幾年大灣區將帶來新的商業機遇，略高於對“一帶一路”（56.1%）、人民幣國際化（55.6%）和其他多邊貿易協定持積極預期的企業占比。此外，大灣區還是調查問卷所有選項中整體負面回應最少的地區。

圖表 1：大灣區位居國內流動人口前十大城市行列

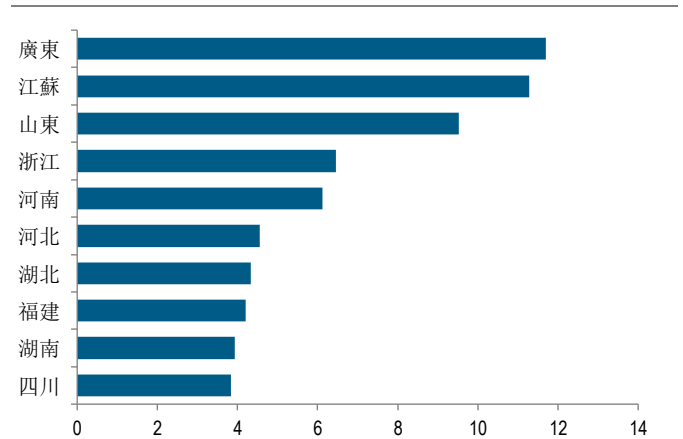
百萬人



來源：國家統計局，聯合國人口基金會，聯合國兒童基金會，渣打銀行全球研究部

圖表 2：廣東是中國最大的製造業中心

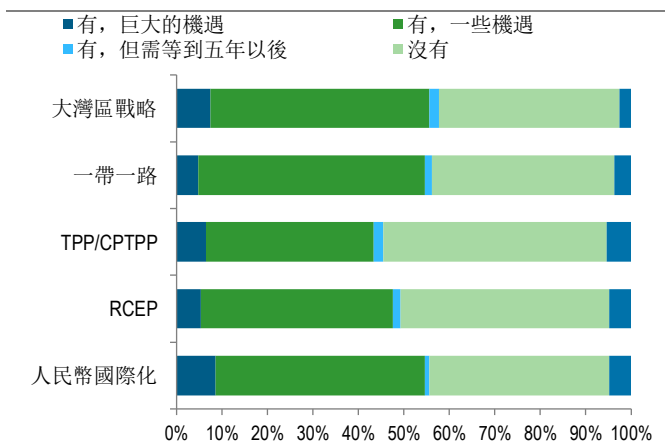
(工業產值排名前十省份，占 2017 年總產值的比例)



來源：環亞經濟數據，渣打銀行全球研究部

圖表 3：未來 3-5 年下列那些驅動因素可能給你的企業帶來新的機遇？

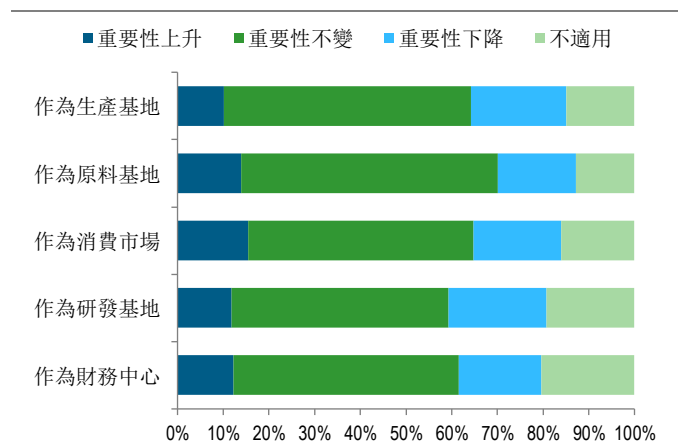
占受訪企業的比例 %



來源：渣打銀行全球研究部

圖表 4：大灣區市場重要性對你的集團業務而言，在以下領域將發生何種變化？

占受訪企業的比例 %



來源：渣打銀行全球研究部

15.5%的受訪企業稱大灣區將成為所在企業的一個更加重要的消費市場，與去年調研的結果不相上下，同時 13.9%的企業將大灣區作為原料基地，不低於 10%的企業將其作為生產基地、研發基地和財務中心（圖表 4）。上述數據似乎並不顯著，但我們注意到受訪企業可能已在大灣區經營多年且有大量投資；約 60-70%的企業認為大灣區在所有業務功能方面的重要性至少仍與往年相當。選擇“重要性下降”的企業（平均為 19%）或受到除了大灣區短期和長期內所能提供的因素以外的其他考慮所影響。例如，出於對中美貿易關係持續緊張和對供應鏈高度集中風險的擔憂，越來越多的大灣區製造商正考慮遷廠或將產能分散到其他國家等措施。

2019 年大灣區專題報告中，我們列舉了支撐中長期內政府對大灣區升級轉型宏偉規劃的多項因素。下文我們將簡要回顧這些因素，並通過後疫情的視角加以分析。

超級城市群優勢明顯

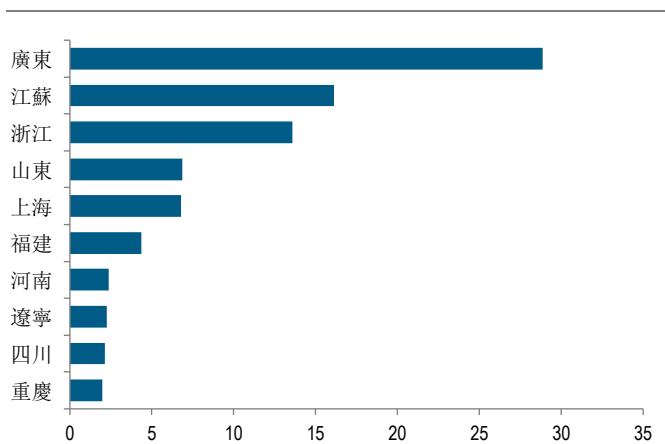
中國是新冠病毒爆發後全球率先開始復蘇的國家，疫情對全球經濟造成損傷，迫使中國尋找內在的增長驅動力。中美貿易關係惡化和地緣政治緊張的風險，或促使中國減少龐大的供應鏈對外國技術和其他進口零部件的依賴，可能會通過打造國產“智慧”並完備的製造業生態體系。鑒於大灣區具備通過集群效應實現規模化和創新化的能力，吸引高端人才（拉動消費和提高生產率）的能力，以及存在加大基建投資提升一體化水準的迫切需求，大灣區將在國內製造業生態體系打造過程中起關鍵作用；因此我們認為在後疫情時代的全球背景下，中國打造超大城市集群的重要性進一步上升。

中國有諸多理由打造類似三藩市灣區模式的粵港澳大灣區。首先，廣東已經是中國南方較為成熟的產業和創新基地，“灣區”的概念只需由現狀進一步拓展延伸。同時廣東省出口占全國總出口的 29%、工業總產值的 12%、高新技術產品銷售額的 37%和專利總數的 49%（圖表 5 和 6）。廣東還是全國社會融資總量（中國信貸創設最廣義的統計指標）最大的省份，於過往經濟下行期間全國社會融資總量增長放緩的背景下，廣東社會融資總量在全國的占比往往反會上升，凸顯出困難時期廣東在推動中國整體增長方面的重要性（圖表 7）。

其次，大灣區高新技術產業密集的特性有望吸引專業技術型人才落戶。老齡化導致中國勞動人口增長停滯不前，但隨著農村居民不斷追求更好的就業機會和更高的生活水準，紛紛湧入類似大灣區的超大城市集群，這一趨勢或還將延續。“虹吸效應”或促使國

圖表 5：廣東是中國最大的出口省份

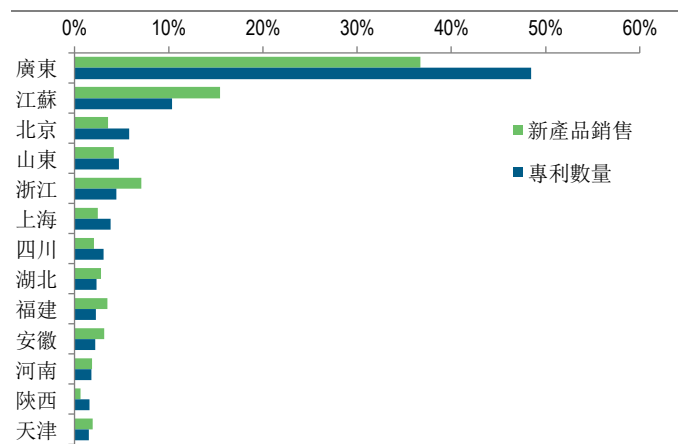
中國前十大出口大省，占 2019 年出口總額的比例 %



來源：環亞經濟數據，渣打銀行全球研究部

圖表 6：廣東創新能力全國領先

高科技產業，占 2018 年全國總數的比例 %



來源：Wind 數據，渣打銀行全球研究部

內其他城市的人口遷徙至大灣區。原因在於大灣區憑藉創新驅動力、產業升級、更高的薪資和更具吸引力的落戶政策，在創造就業方面具有極強的吸引力，不僅可吸納農村勞動力，還可吸引一、二線城市的高端人才流入。

過去五年廣東和深圳人口增長極為顯著

如圖表 8 所示，過去五年深圳和廣東常住人口分別增加 270 萬和 220 萬人，相比之下，同期北京和上海僅分別增加 2 萬和 2.5 萬人。這一數據支援我們的預測，即到 2035 年大灣區人口總量將由目前的約 7,000 萬左右增加到 1 億人；人口增多將帶來更多的經濟活動，提高勞動生產率並增大對基建的需求，後者對於為大灣區長遠經營營造廣闊空間將十分關鍵，例如要求更加高效便捷的交通網絡，滿足住宅區足夠分散的同時維持可接受的通勤時間。我們預計短期內中國將主要依靠基建投資支持疫情後的經濟復蘇，長期內通過加速清關、提供更高效的數據關聯和縮短供應鏈和供應鏈區域化等措施逐步推動經濟轉型。

政策支持力度大

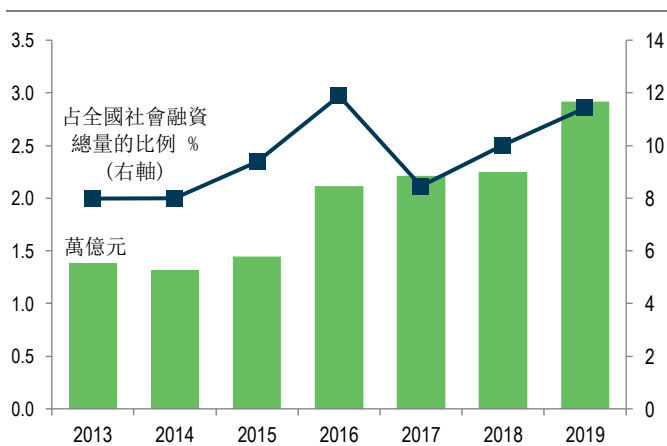
最新發佈的大灣區發展指導政策要求加強與香港的整合

我們認為即使在抗疫時期，中央政府仍會高度重視大灣區發展規劃。5 月 14 日，多家金融監管主體（包括中國人民銀行、中國銀行保險監督管理委員會、中國證券監督管理委員會和國家外匯管理局）聯合發佈《關於金融支援粵港澳大灣區建設的意見》（簡稱“意見”），支持大灣區金融改革和對外開放。《意見》包含四條基本原則（堅持服務實體經濟；堅持合作互利共贏；堅持市場化導向；堅持防範系統性金融風險）和 26 條新的措施，具體包括但不限於持續探索更多資金跨境管道（“理財通”和“保險通”），開展私募股權投資基金跨境投資試點，以及擴大既有項目（跨境貸款和現金池）。《意見》還指出將明確支持進一步推動離岸人民幣市場發展，優化完善“滬港通”、“深港通”和“債券通”計畫，推動綠色金融合作，加強金融科技創新服務。

《意見》給大灣區投資者注入一針強心劑。過去 9 個月香港社會緊張情緒升溫，中央政府仍然承諾支持香港與大灣區其他城市間的合作。《意見》特別指出支持香港深度參與全國金融體系改革規劃，充分發揮香港“一國兩制”體制下金融體系的獨特優勢，提升香港國際金融中心的地位。

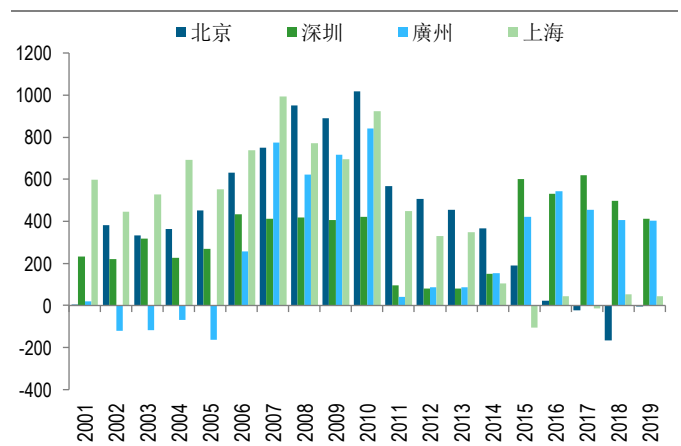
我們在近期報告中回答了關於香港獨特地位和港幣被頻繁問及的 10 個問題，我們認為，香港與美國關係的轉變不足以削弱香港獨有的競爭優勢，擴大到大灣區亦是如

圖表 7：整體信貸增長放緩背景下，中國更加依賴廣東
廣東省社會融資總量



來源：渣打銀行全球研究部

圖表 8：深圳和廣東人口增長強勁
(常住人口變動，千人)



來源：渣打銀行全球研究部

此。香港仍然提供了資本自由流動、完善的法律體系、人才儲備和簡明且較低的稅收制度；我們認為這些優勢不會突然消失。

隨著中美兩國緊張關係持續存在，香港作為中國進出國際金融市場的主要通道，其重要性或將持續存在，甚至進一步提升。由於中國在境外上市的企業面臨越來越多的國際審查，部分企業面臨潛在的退市風險，香港可為其提供募集資本和財務運作的一個熟悉的近距離可替代平臺。中美兩個超級大國間可能爆發金融戰所引發的擔憂，同樣或加速增大對使用人民幣作為支付、結算和投資貨幣的需求。我們預計隨著中央政府不斷推動人民幣國際化進程，香港作為最大的離岸人民幣樞紐和中國資本項目開放的試驗田，將收穫巨大推動力，鞏固香港國際金融中心的地位。

前方挑戰艱巨

儘管粵港澳新冠新增確診病例趨於穩定，但三地邊境口岸重啟較為緩慢，仍需進一步整合

我們意識到美國宣佈香港不再享有“高度自治”會帶來名譽上的損傷。政府應該以實際行動打消有關中國未能踐行“一國兩制”的憂慮，以保證香港的競爭優勢和對大灣區的獨特貢獻不被削弱。我們一再強調，大灣區的協同效應很大程度上來自香港和澳門能持續堅持經濟開放和市場化原則，以及港澳完善的城市機構和健全的法制體系。

實際上，我們還認為推進生產全要素的跨境聯結需要做的還有很多。這一點也體現在儘管近期內地和港澳地區的新冠肺炎新增確診病例均趨向穩定，但截至目前香港對通往內地和澳門的邊境口岸的重啟工作仍進展緩慢。三地法律和社會體制間的政策協作和落實並非易事。我們希望疫情過後中央見更關注於打破三地間物理、社會和監管邊界，促進人員、物資、服務、資本和資訊的跨境流動，同時保持“一國兩制”基本原則不變。

東盟無法獨善其身

李韋號

+65 6596 8252

Lee.We-Kok@sc.com

東盟及南亞首席經濟師

渣打銀行

Chidu Narayanan 齊丹

+65 6596 7004

Chidambarathanu.Narayanan@sc.com

亞洲經濟師

渣打銀行

東盟 – 仍需努力

當下面臨諸多挑戰

我們開展 2020 年度大灣區調查時，新冠疫情仍處於爆發時期。因此，受訪企業對部分調研問題的回答更為謹慎。我們的關注焦點仍在於瞭解企業對中期內東盟外國直接投資流入的看法。然而，部分受訪企業強調指出未來數月東盟直接投資流入可能面臨的挑戰，並建言東盟需努力打破當前發展瓶頸、提高生產效率，以加強自身的競爭能力（圖表 5）。

經濟前景不確定性較大且持續時間長：2019 年主要受中美貿易戰的影響，2020 又受新冠病毒大流行的意外衝擊。因此受訪企業對東盟短期前景更加謹慎並不令人意外，但多數企業仍維持中性立場，與 2019 年度調查時的結果相似（圖表 1）。鑒於近期東盟經濟前景較為低迷，因此儘管企業預計中美貿易關係緊張和產能分散的趨勢導致需求由中國轉向東盟，但僅有少數受訪企業表示今年可能會擴大東盟工廠的產能。

東盟未能免疫地緣政治帶來的擾動

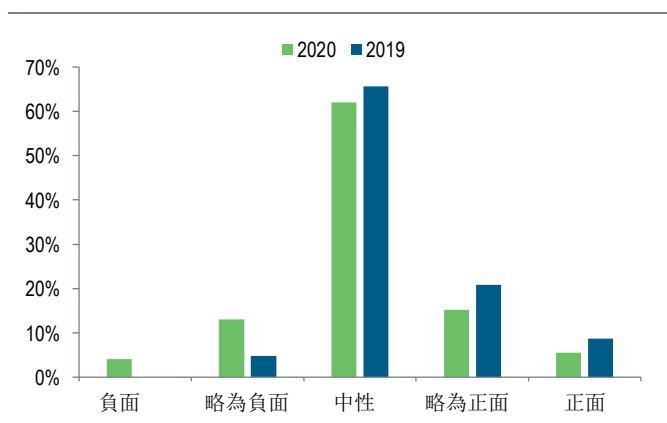
東盟持續為外商直接投資所青睞，尤其是在企業基於產能分散趨勢而將產能遷出中國的形勢下，但東盟仍無法免疫於短期挑戰的影響。除疫情外，中美關係持續惡化給東盟帶來增長下行風險。東盟是全球最為開放的經濟體之一，對外貿易占 GDP 的比重約達 100%。

中美貿易戰期間，部分分析人士熱衷於分析中美關係惡化的潛在贏家和輸家。東盟通常被吹捧為潛在受益方。我們發現由於美國對中國進口商品加征關稅（參見 [US-China trade war – Tracking the impact](#)），導致東盟部分經濟體對美出口上升（占美國總體進口的份額）。然而，沒有任何一個東盟國家是絕對贏家（圖表 2）。東盟對美直接出口上升後不久，隨著中美貿易戰進一步升級，東盟對美國和其他發達經濟體的整體出口隨即開始下降。

有鑑於此，考慮到地緣政治緊張持續惡化且新冠疫情加劇了這一趨勢，即便直接投資加速遷離中國，我們注意到，短期內企業對於在東盟擴大投資仍保持謹慎。

圖表 1：你如何看待 2020 年東盟發展前景？

占受訪企業總數的比例 %

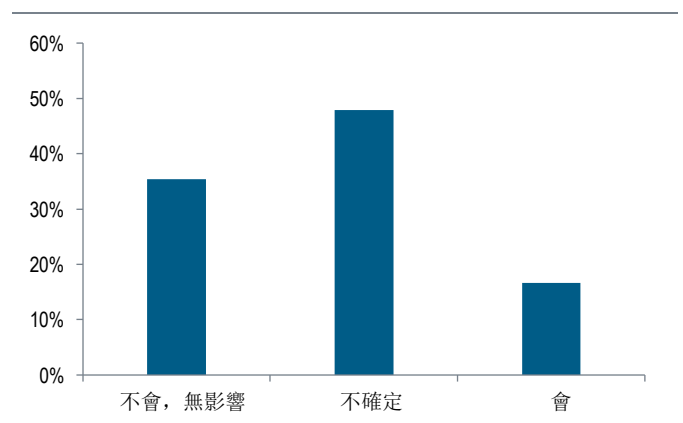


來源：渣打銀行全球研究部

渣打全球研究 | 2020 年 7 月 21 日

圖表 2：考慮到中美貿易戰和疫情因素，你的企業會擴大東盟工廠的產能嗎？

占受訪企業總數的比例 %



來源：渣打銀行全球研究部

東盟亟需提高生產效率

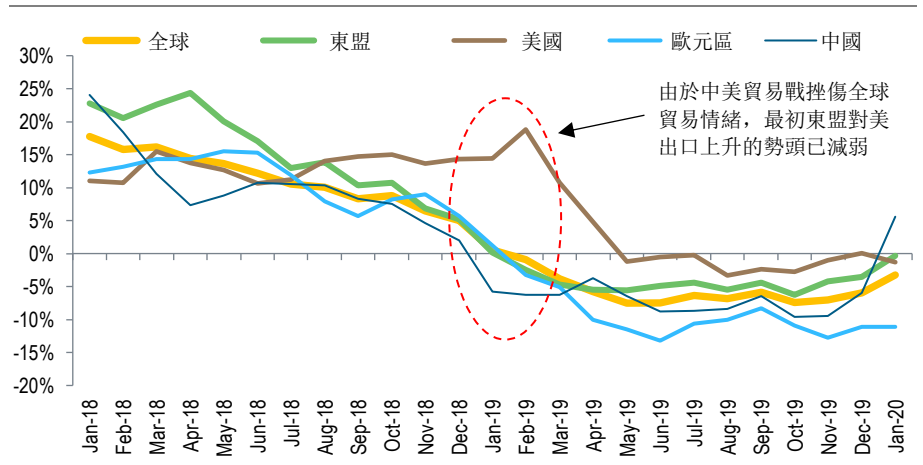
除短期挑戰外，如何吸引投資方面的一個更加緊迫的問題是，東盟生產效率水準低下；中期內東盟需提高生產效率以解決投資企業所關注的成本問題。2020 年度調查中，當被問及對在東盟投資的感受時，很多受訪企業表示不太滿意，僅約 20% 的企業的總體回應（可能選擇一個以上的選項）是積極的。

餘下約 80% 的企業強調存在諸如缺乏當地融資管道、生產效率低下以及用工成本上升過快等問題。儘管上述回應或與東盟欠發達地區的投資有關，我們仍然認為東盟所有經濟體需出臺更加積極的相關措施，加大對工人或雇員的培訓力度，通過提高生產效率而非降低工資的方式來提高自身在節省成本方面的競爭力。

東盟還需積極推動和幫助投資者利用自貿協定。除東盟區域內自貿協定外，東盟已經與中國、印度、日本、韓國、澳大利亞和紐西蘭六個貿易談判國簽署了 5 項自貿協定。

圖表 3：東盟未能免疫全球情緒疲軟的負面影響

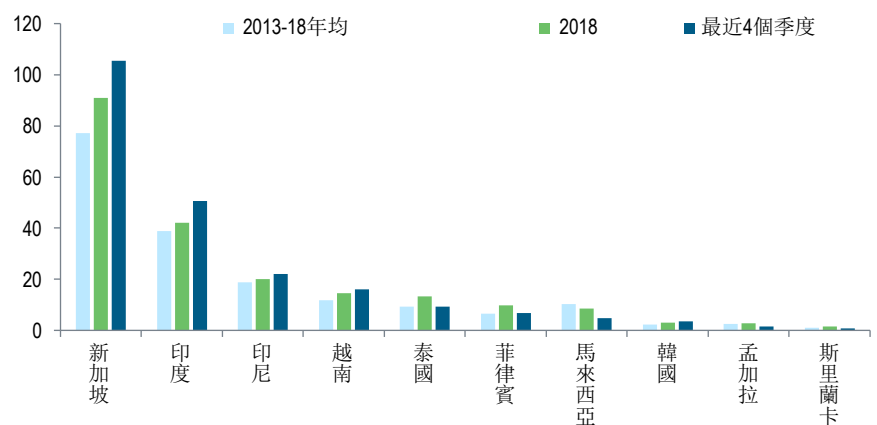
東盟出口, 同比 %



來源：環亞經濟數據，渣打銀行全球研究部

圖表 4：東盟直接投資流入或已受到 2018-19 年中美貿易戰的影響

十億美元



來源：環亞經濟數據，渣打銀行全球研究部

然而，我們調查結果持續凸顯出，上述自貿協定的運用程度較為有限，僅四分之一的受訪企業稱受益於東盟自貿協定（圖表 6）。此外，東盟一體化進程持續時間久，約 46% 的受訪企業認為東盟一體化程度不夠高，35% 由於資訊不足表示不確定，僅約 19% 的受訪企業認為對自身業務而言東盟一體化較為充分（圖表 7）。

東盟仍受外國直接投資追捧

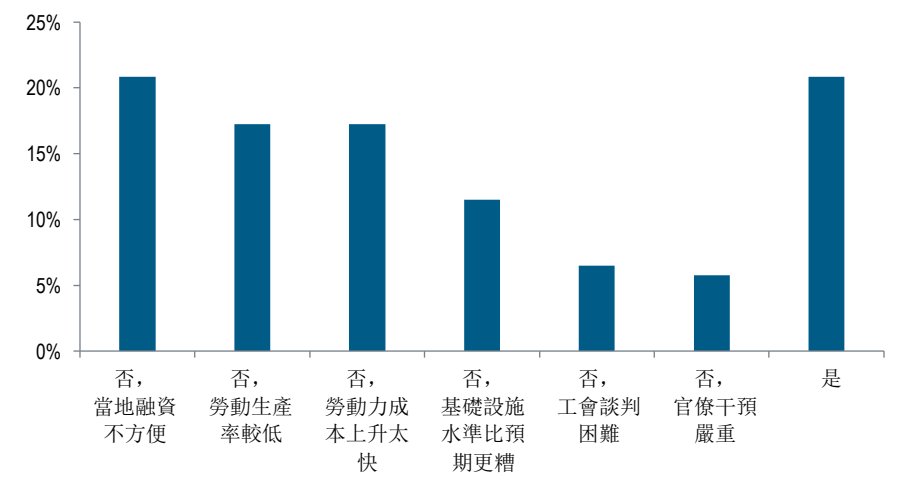
目前東盟吸引外國直接投資規模超過中國

撇除短期挑戰，東盟將持續吸引外國直接投資。據 2019 年《全球投資報告》顯示，2018 年東盟吸收的外國直接投資流入達 1,490 億美元，連續第二年超過中國。從占全球直接投資的份額來看，2018 年流入東盟的直接投資占全球直接投資的份額達 11.5%（圖表 8）。

2020 年開展的調查中，我們發現分散產能（圖表 9）是企業將產能轉移至東盟的首要原因，其他原因包括充足的勞動力供給、稅收優惠和靠近新的市場等考慮。但分散產能得到的票數最多，凸顯出受訪企業出於對地緣政治和企業經營的擔憂而採取行動的動機正在增強。

圖表 5：你對企業在東盟的投資是否滿意？

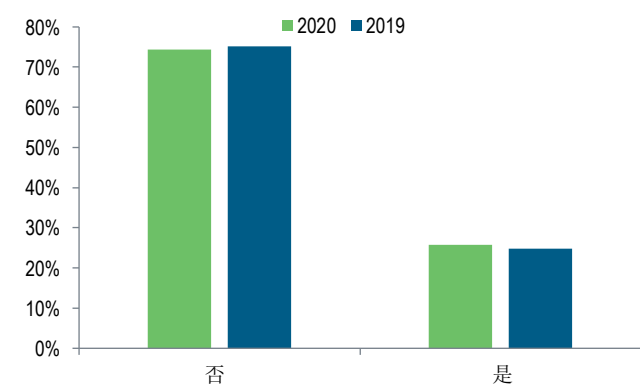
占受訪企業總數的比例 %



來源：渣打銀行全球研究部

圖表 6：你的企業是否受益於東盟範圍內的自貿協定？

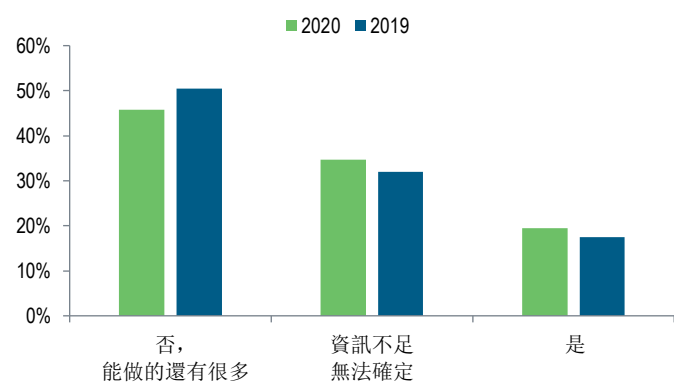
占受訪企業總數的比例 %



來源：渣打銀行全球研究部

圖表 7：對你的企業戰略而言，東盟一體化程度是否充分？(占受訪企業總數的比例 %)

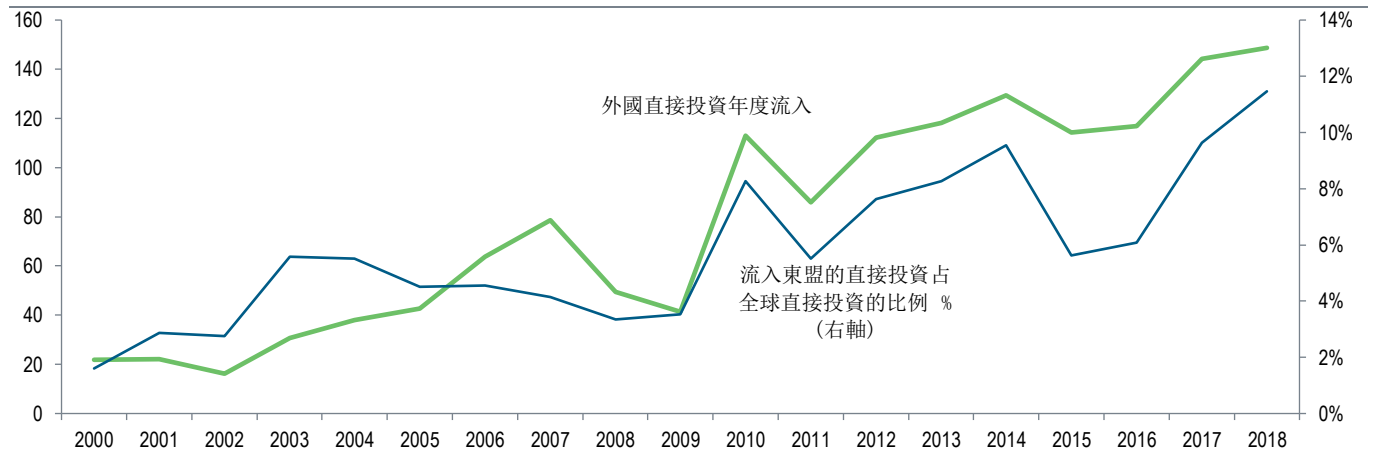
占受訪企業總數的比例 %



來源：渣打銀行全球研究部

圖表 8：東盟持續受到全球直接投資的強烈追捧

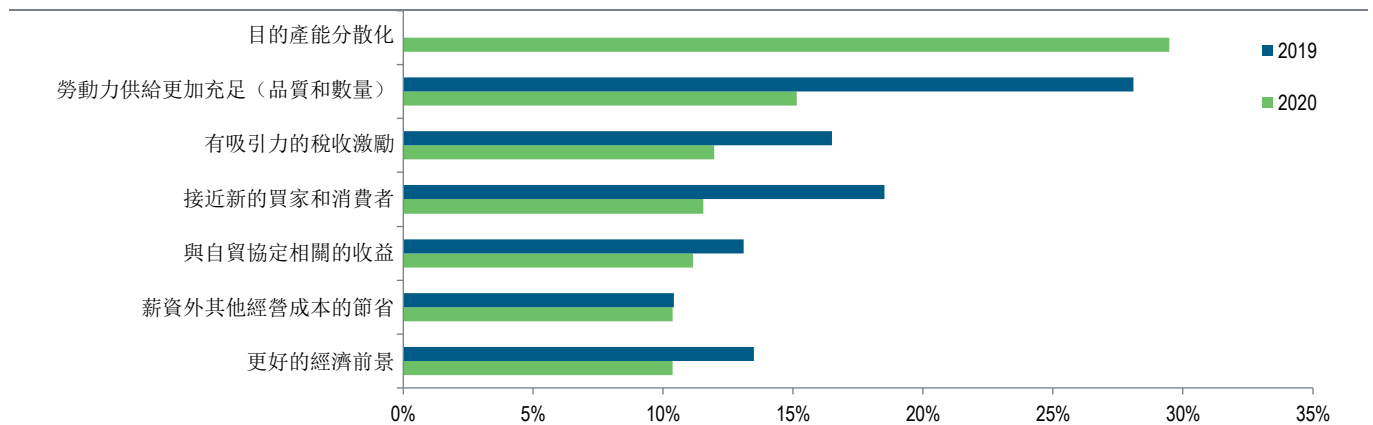
流入東盟的外國直接投資，十億美元，左軸；流入東盟直接投資，占全球外國直接投資的比例%，右軸



來源：聯合國貿易與發展會議，渣打銀行全球研究部

圖表 9：你的企業考慮遷廠至備選目的地，能夠帶來的工資以外的優勢有哪些？

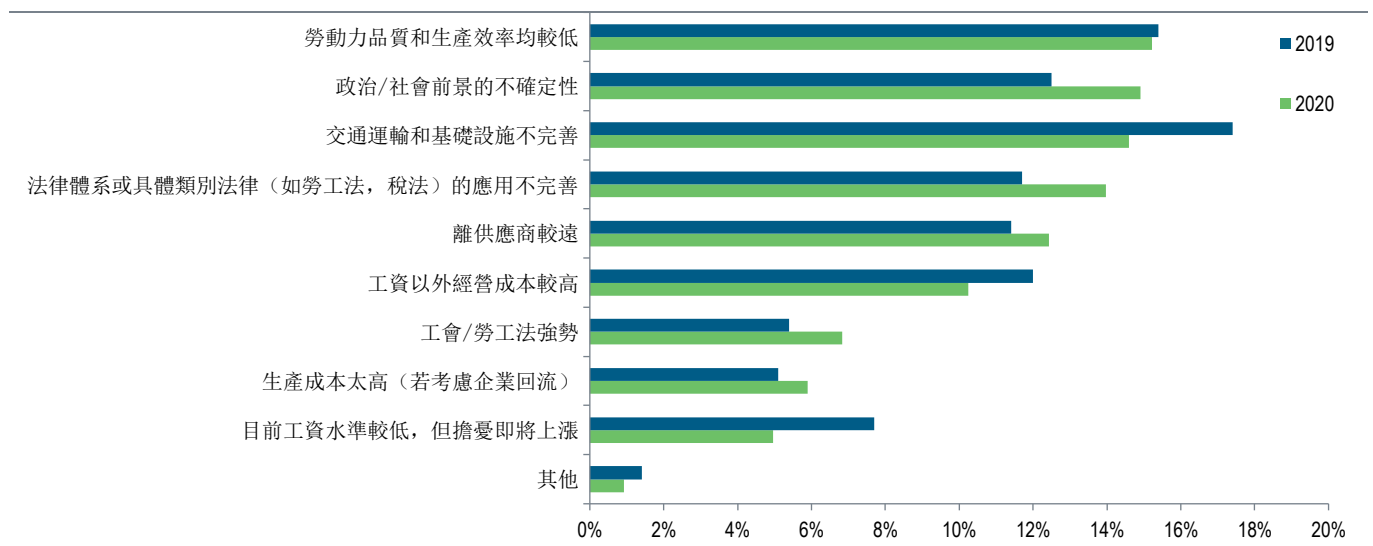
占受訪企業總數的比例%



來源：渣打銀行全球研究部

圖表 10：你的企業考慮遷廠至備選目的地，主要關注哪些因素？

占受訪企業總數的比例%

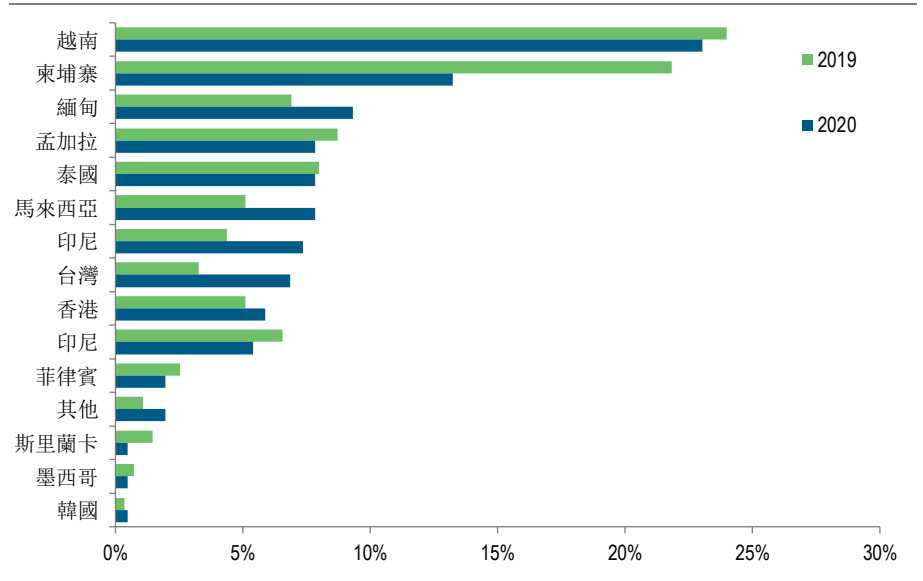


來源：渣打銀行全球研究部

2020 年度調查中，越南仍是受訪企業尋求將產能遷出中國的首選目的地，其次是柬埔寨和緬甸（圖表 11）。選擇越南建廠的受訪客戶行業分佈較為廣泛，其中電子產品相關行業占 23%，紡織和服裝行業約占 19%。其他行業還包括金屬加工、木材加工、食品、飲料、煙草以及橡膠和塑膠行業。選擇緬甸建廠的受訪企業行業分佈亦較為廣泛，包括紡織和服裝、食品、飲料、煙草、傢俱製作和金屬加工等行業。相對來看，紡織和服裝業有相當大比例的企業（約占受訪企業總數的 43%）選擇遷廠至柬埔寨。

湄公河地區仍是外國直接投資的首選地區

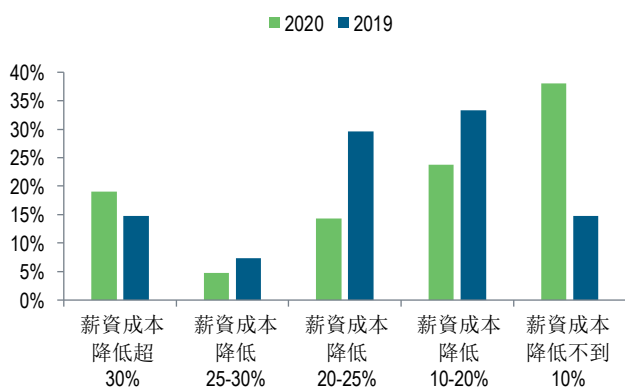
圖表 11：如果你計畫將產能遷往其他地區，將遷往哪裡？（占受訪企業的比例 %）



來源：渣打銀行全球研究部

圖表 12：選擇遷廠節省薪資成本的比例是多少？

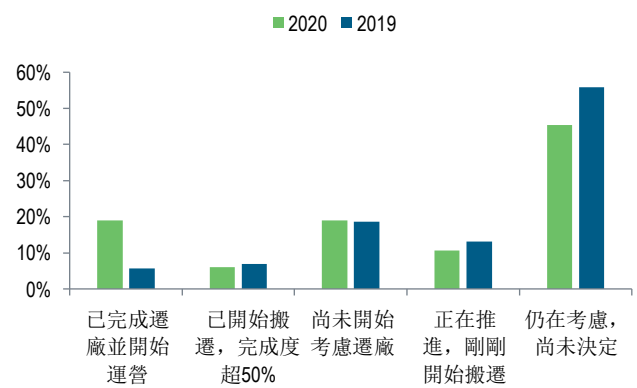
薪資節省比例, %



來源：渣打銀行全球研究部

圖表 13：你的企業目前處於遷廠的哪個階段

占受訪企業總數的比例 %



來源：渣打銀行全球研究部

越南 – 仍是直接投資首選目的地

基於多種原因，越南仍是極具吸引力的投資目的地

最近幾年，越南一直是企業尋求將製造產能遷出中國的首選目的地。越南擁有大量低成本勞動力供給、地理位置毗鄰中國，且與中美兩國均保持良好關係，使其日益成為重要的區域貿易中心。越南對外貿易占 GDP 的比重由 2009 的 120% 大幅升至約 200%，主要由於進口（主要從中國）和出口（主要對美國和歐元區）均顯著增長。

這一轉型很大程度上是受近十年大量外國直接投入流入的驅動。2011 年迄今，越南吸收的外國直接投資總額超 1,400 億美元，占 2019 年 GDP 的比重超 50%。其中逾 50% 的直接投資流向製造業，較大比例流向出口型製造業。

直接投資或已過峰值，但資金流入仍然強勁

越南直接投資流入主要驅動力是能夠為企業大幅節省工資成本；然而越南的勞動力紅利正在消退。在 2014 年度調查中，受訪企業估算將製造產能遷至越南大約可節省 20% 的工資成本，到 2020 年度調查時，受訪企業估算遷廠至越南將節省約 12.3% 的工資成本，低於將產能遷往境外整體節省 15% 成本均值。

多家受訪製造商強調，越南工人工資迅速上漲已引起關注。過去五年直接投資支持的製造業工人工資年均增長約 10%。據日本對外貿易組織（JETRO）一份 2019 年度調查的數據顯示，2019 年越南製造業工人平均月薪約為 236 美元，較 2015 年的 185 美元顯著上升。這一結果使得越南基本進入東盟地區中等工資水準，大幅高於柬埔寨、老撾、緬甸和孟加拉。2015 年越南工資平均漲幅約 10%，與我們調查的受訪客戶回饋的 10-15% 基本相符。

2019 年越南已經落地的外國直接投資達 200 億美元，或代表直接投資流入的峰值。工資上漲或降低越南作為低成本製造業中心的吸引力。然而，我們預計短期內越南直接投資流入仍將保持強勁，但低於 2019 年的水準；我們預測未來五年越南年均直接投資流入約為 100-150 億美元。

聚焦硬基建和軟基建投資

越南需通過提供更高品質的教育和更多的職業培訓，提升國內仍然龐大且不斷增長的勞動力群體的素質，以便向製造業價值鏈上游進發並持續吸引外國直接投資。這一進程已經開始，越南政府已顯著加大教育領域投資以提升教育水準，並已推動越南在經合組織國際學生評估系統（PISA）中的排名上升。越南教育行業亦接收了大量外國私人投資，助力當地進一步提升教育水準。

此外，越南政府聚焦改善硬基礎設施，大量投資公路、港口和鐵路建設。越南擁有全球最繁忙港口排名前五中的兩個港口，2020 年累計貨運量達 950 萬個標準集裝箱；馬來西亞是東盟五國中另一個在全球最繁忙港口排名前 50 中擁有兩個港口的國家。2018 年越南在世界銀行物流績效指數中排名第 39，較 2010 年的 53 顯著上升。目前越南在東盟內部的物流績效指數排名僅位於新加坡和泰國之後，且提升幅度之大為東盟之最。

短期內越南政府對硬基建和軟基建領域的投資，有望支持越南保持最受歡迎投資目的地的地位。越南已受益於低成本製造業這一“唾手可得”的趨勢；未來幾年或許是向更高附加值製造業基地轉型的關鍵期。

節省薪資成本對越南直接投資流入的吸引力日益下降

持續投資硬性和軟性基礎設施應有助於維持越南直接投資流入



由出口導向型經濟轉向本國消費拉動型經濟

直接投資流入仍顯強勁，但或已過峰值

2014 年，我們曾預測隨著中國低成本製造業遷至海外的趨勢日益普遍，越南外國直接投資將大幅增長。除上文強調的因素外，越南還為國際製造業提供了一個龐大且不斷增長、富裕程度不斷提高的國內市場，隨著高報酬崗位數量增多，工資將隨時間的推進而上漲，支持城市化和消費能力，因此僅靠低成本製造一項優勢難以持續吸引外國直接投資長期流入。我們認為目前越南正接近一個拐點，開始憑藉國內日益富裕的消費群體吸引直接投資流入，而不僅僅是出於節省成本的考量。

據日本對外貿易組織（JETRO）的一份調研結果顯示，越南超過 50% 的銷售為外貿銷售，比例為東盟主要經濟體（菲律賓除外）中的最高值，表明越南仍以出口型製造業基地為主導。但 2019 年該比例由 2010-11 年的約 60% 降至 53.1%，我們預計未來十年隨著越南由出口導向型製造業中心向國內消費驅動型經濟體轉型，這一比例還將持續下降。

概覽

大灣區
製造業調查

後疫情時代
大灣區發展

東盟
無法獨善其身



本文作者

劉健恒

+852 3983 8565
Kelvin.KH.Lau@sc.com
大中華區高級經濟師
渣打銀行（香港）有限公司

Chidu Narayanan 齊丹

+65 6596 7004
Chidambarathanu.Narayanan@sc.com
亞洲經濟師
渣打銀行

李韋號

+65 6596 8252
Lee.We-Kok@sc.com
東盟及南亞首席經濟師
渣打銀行

符銘財

+886 2 6603 2640
Tony.Pho@sc.com
東北亞高級經濟師
渣打銀行（台灣）有限公司



全球研究團隊

全球研究主管

Eric Robertsen +65 6596 8950
Global Head, Research
Chief Strategist
Eric.Robertsen@sc.com
Standard Chartered Bank, Singapore Branch

Thematic and Geopolitical Research

Madhur Jha +91 124 617 6084
Head, Thematic Research
Madhur.Jha@sc.com
Standard Chartered Bank, India

Chidu Narayanan +65 6596 7004
Economist, Asia
Chidambarathanu.Narayanan@sc.com
Standard Chartered Bank, Singapore Branch

Philippe Dauba-Pantanacce +44 20 7885 7277
Senior Economist, Global Geopolitical Strategist
Philippe.Dauba-Pantanacce@sc.com
Standard Chartered Bank

China Macro Strategy

Becky Liu +852 3983 8563
Head, China Macro Strategy
Becky.Liu@sc.com
Standard Chartered Bank (HK) Limited

Jeffrey Zhang +852 3983 8540
Fixed Income Strategist
Jeffrey.Zhang@sc.com
Standard Chartered Bank (HK) Limited

Terry Chan +852 3983 8560
TerrySC.Chan@sc.com
Fixed Income Associate
Standard Chartered Bank (HK) Limited

Economic Research

Africa and Middle East

Razia Khan +44 20 7885 6914
Head of Research, Africa and Middle East
Razia.Khan@sc.com
Standard Chartered Bank

Africa

Sarah Baynton-Glen, CFA +44 20 7885 2330
Economist, Africa
Sarah.Baynton-Glen@sc.com
Standard Chartered Bank

Emmanuel Kwapong, CFA +44 20 7885 5840
Economist, Africa
Emmanuel.Kwapong@sc.com
Standard Chartered Bank

Middle East

Bilal Khan +971 4508 3591
Head of Economic Research, MENAP
Bilal.Khan2@sc.com
Standard Chartered Bank

Carla Slim +971 4 508 3738
Economist, MENAP
Carla.Slim@sc.com
Standard Chartered Bank

Europe and Americas

Sarah Hewin +44 20 7885 6251
Head of Research, Europe and Americas
Sarah.Hewin@sc.com
Standard Chartered Bank

Europe

Christopher Graham +44 20 7885 5731
Economist, Europe
Christopher.Graham@sc.com
Standard Chartered Bank

Asia

Shuang Ding +852 3983 8549
Chief Economist, Greater China and North Asia
Shuang.Ding@sc.com
Standard Chartered Bank (HK) Limited

Edward Lee Wee Kok +65 6596 8252
Chief Economist, ASEAN and South Asia
Lee.We-Kok@sc.com
Standard Chartered Bank, Singapore Branch

Southeast Asia

Jonathan Koh +65 6596 1262
Economist, Asia
Jonathan.Koh@sc.com
Standard Chartered Bank, Singapore Branch

Tim Leelahaphan

+66 2724 8878
Economist, Thailand
Tim.Leelahaphan@sc.com
Standard Chartered Bank (Thai) Public Company Limited

Aldian Taloputra +62 21 2555 0596
Senior Economist, Indonesia
Aldian.Taloputra@sc.com
Standard Chartered Bank, Indonesia Branch

South Asia

Anubhuti Sahay +91 22 6115 8840
Head, South Asia Economic Research
Anubhuti.Sahay@sc.com
Standard Chartered Bank, India

Saurav Anand +91 22 6115 8845
Economist, South Asia
Saurav.Anand@sc.com
Standard Chartered Bank, India

Kanika Pasricha +91 22 6115 8820
Economist, India
Kanika.Pasricha@sc.com
Standard Chartered Bank, India

Greater China

Hunter Chan +852 3983 8568
Economist, Greater China
Hunter.Chan@sc.com
Standard Chartered Bank (HK) Limited

Kelvin Lau +852 3983 8565
Senior Economist, Greater China
Kelvin.KH.Lau@sc.com
Standard Chartered Bank (HK) Limited

Wei Li +86 21 3851 5017
Senior Economist, China
Wei.Li@sc.com
Standard Chartered Bank (China) Limited

Tony Phoo +886 2 6603 2640
Senior Economist, NEA
Tony.Phoo@sc.com
Standard Chartered Bank (Taiwan) Limited

Lan Shen +86 10 5918 8261
Economist, China
Lan.Shen@sc.com
Standard Chartered Bank (China) Limited

Korea

Chong Hoon Park +82 2 3702 5011
Head, Korea Economic Research
ChongHoon.Park@sc.com
Standard Chartered Bank Korea Limited



Commodities Research

Paul Horsnell +44 20 7885 6913
Head, Commodities Research
Paul.Horsnell@sc.com
Standard Chartered Bank

Suki Cooper +1 212 667 0319
Suki.Cooper@sc.com
Precious Metals Analyst
Standard Chartered Bank NY Branch

Emily Ashford +44 20 7885 7082
Energy Analyst
Emily.Ashford@sc.com
Standard Chartered Bank

Sudakshina Unnikrishnan +44 20 7885 6583
Sudakshina.Unnikrishnan@sc.com
Commodities Analyst
Standard Chartered Bank

Rates, Credit & FX Research

Rates Research

Kaushik Rudra +65 6596 8260
Global Head, Rates and Credit Research
Kaushik.Rudra@sc.com
Standard Chartered Bank, Singapore Branch

John Davies +44 20 7885 7640
US Rates Strategist
John.Davies@sc.com
Standard Chartered Bank

Samir Gadio +44 20 7885 8618
Head, Africa Strategy
Samir.Gadio@sc.com
Standard Chartered Bank

Arup Ghosh +65 6596 4620
Senior Asia Rates Strategist
Arup.Ghosh@sc.com
Standard Chartered Bank, Singapore Branch

Nagaraj Kulkarni +65 6596 6738
Senior Asia Rates Strategist
Nagaraj.Kulkarni@sc.com
Standard Chartered Bank, Singapore Branch

Lawrence Lai +65 6596 8261
Asia Rates and Flow Strategist
Lawrence.Lai@sc.com
Standard Chartered Bank, Singapore Branch

Eva Otieno +25 42 0329 4004
Africa Strategist
EvaWanjiku.Otieno@sc.com
Standard Chartered Bank Kenya Ltd

Credit Research

Kaushik Rudra +65 6596 8260
Global Head, Rates and Credit Research
Kaushik.Rudra@sc.com
Standard Chartered Bank, Singapore Branch

Shankar Narayanaswamy +65 6596 8249
Head of Sovereign Strategy, East
Shankar.Narayanaswamy@sc.com
Standard Chartered Bank, Singapore Branch

Simrin Sandhu +65 6596 6281
Head, Middle East Credit Research
Simrin.Sandhu@sc.com
Standard Chartered Bank, Singapore Branch

Bharat Shettigar +65 6596 8251
Head of Asia Corporate Credit Research
Bharat.Shettigar@sc.com
Standard Chartered Bank, Singapore Branch

Gordian Kemen +1 212 667 0441
Head, EM Sovereign Strategy, West
Gordian.Kemen@sc.com
Standard Chartered Securities (North America), LLC

Chengwei Chu +86 21 3851 5018
Analyst, China Corporate Credit Research
Chengwei.Chu@sc.com
Standard Chartered Bank (China) Limited

Xin Yi Cheng +65 6596 7606
XinYi.Cheng@sc.com
Credit Research Analyst
Standard Chartered Bank, Singapore Branch

FX Research

Steve Englander +1 212 667 0564
Steve.Englander@sc.com
Head, Global G10 FX Research and
North America Macro Strategy
Standard Chartered Bank NY Branch

Geoffrey Kendrick +44 20 7885 6175
Global Head, Emerging Markets FX Research
Geoffrey.Kendrick@sc.com
Standard Chartered Bank

Divya Devesh +65 6596 8608
Head of ASA FX research
Divya.Devesh@sc.com
Standard Chartered Bank, Singapore Branch

Ilya Gofshiteyn +1 212 667 0787
Ilya.Gofshiteyn@sc.com
Senior EM Macro Strategist
Standard Chartered Bank NY Branch

Mayank Mishra +65 6596 7466
Global FX and Macro Strategist
Mayank.Mishra@sc.com
Standard Chartered Bank, Singapore Branch

Melissa Chan +65 6918 1922
Quant Strategist
Melissa.chan@sc.com
Standard Chartered Bank, Singapore Branch

Flows Strategy

Lawrence Lai +65 6596 8261
Asia Rates and Flow Strategist
Lawrence.Lai@sc.com
Standard Chartered Bank, Singapore Branch

Lemon Zhang +65 6596 9498
Macro & FX Strategist
Lemon.Zhang@sc.com
Standard Chartered Bank, Singapore Branch



特別報告 – 2020 年度製造業調查 – 大灣區，疫情和供應鏈轉型

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判點之一。

全球免責聲明：

渣打銀行及/或附屬公司（「SCB」）對此文件及文件中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。

此文件提供截至刊印日期的資訊僅供參考及討論使用。無論對任何人，此等資訊皆不構成或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關連觀點而引發的義務。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，投資人所持可能會少於本金。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，並不富有任何一方之顧問、代理人或其他信任人。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，亦訂有一定的政策和程式，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和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（包括個人、附帶性、衍生性、懲罰性或懲戒性的損害賠償），無論這種損失如何緣故發生，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，建議您先瀏覽其中的條款和條款條件和聲明。分析師資訊和 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。

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

英國及歐洲經濟區：SCB 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。本通告以《金融工具市場法 II》(2014/65/EU 指令，即“MiFID II”) 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通告的目標市場）為物件。需指出的是，此次通告並非以歐洲經濟區零售客戶（依據 MiFID II 定義）為物件。本檔中任何內容均不構成 MiFID II 定義之個人建議或投資意見。

澳大利亞：SCB 的澳大利亞金融服務執照號碼：246833，澳大利亞註冊實體號碼 (ARBN)：097571778，澳大利亞投資者應注意，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」為物件，並非針對對監管之「零售客戶」。孟加拉：本檔並非在孟加拉所發。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亦不會在孟加拉登記，同時若沒有孟加拉當局事先審批可能不得在孟加拉發售或買賣。收件方對本文件的任何後續操作均應遵守孟加拉相關的法律法規；尤其應遵守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發。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。任何例外均須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)。香港：此文件，除對期貨合約交易提供意見外，均為便於期貨合約交易的決定的任何部分以及由香港經註冊分析師撰寫的任何部分之外，於香港系以渣打銀行（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。此檔對期貨合約交易提供意見或為便於期貨合約交易的決定以及由香港經註冊分析師撰寫的任何部分，系以渣打證券（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證監會。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，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、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/india_result.html。印尼：渣打銀行雅加達分行註冊在印尼金融服務局註冊並受其監管的發行機構。此等資訊皆不能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檔中的資訊，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」(1948 年第 25 法案，即“FIEA”) 定義之「特定投資人」做為參考，不可作為要約進行 FIEA 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(1981 年第 59 法案)。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：本文件於韓國系由 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」為物件，並非針對對該法定義之「零售客戶」。Standard Chartered Bank (英國) 不屬於於 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亦不會在巴基斯坦登記，同時若無巴基斯坦監管當局及/或有關政府法定機構的事前批准，可能不得於巴基斯坦發售或買賣。菲律賓：本文件菲律賓可能系以 Standard Chartered Bank (Philippines) (SCB PH) 為發行機構，該機構之監管機關為菲律賓中央銀行(Telephone No. (+63) 708-7701, Website: www.bsp.gov.ph)。本文件僅針對菲律賓 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。SCB PH 在本文件提及的任何證券、投資或交易的合適性和適用性方面對閣下本檔的任何人不做任何保證。本檔亦不應構成或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 條規定的豁免發行。新加坡：本文件於新加坡系由 SCB 新加坡分行 (UEN No.:S16FC0027L) 及/或 Standard Chartered Bank (Singapore) Limited (UEN No.:201224747C) 發行，本文件涉及之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 SCB 新加坡分行或 Standard Chartered Bank (Singapore) Limited (視情形而定)。南非：Standard Chartered Bank, Johannesburg Branch (“SCB Johannesburg Branch”) 是遵循南非 2005 年《國家信貸法》第 34 條登記註冊的信貸供應商，編號 NCRCPA。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而準備，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，不直接對 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對合格的「專業客戶」和「市場交易對手」而不針對於「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。

美國：除有外匯 (FX)、全球外匯 (Global FX)、利率及商品之權外，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物件。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。我們不以美國人為物件，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) 該證券或該特定資產獲得美國聯邦及州證券法之豁免。我們不以美國人為物件，從事證券募集或銷售活動，除非：(i) 我方或我方附屬公司或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、翻譯、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 2020 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、再轉作、修改、變更、改寫、以及以各種形式傳播或以各種方式翻譯本檔任何部分。

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、簽署： 本文資料除指明外截至： 本中文報告發佈於： 李煒 2020 年 6 月 29 日 2020 年 7 月 21 日 格林威治標準時間 03:30 中國高級經濟師 (英文報告 Special Report – Shop Talk – GBA, COVID-19 and shifting supply chains 發佈日期)

渣打全球研究 | 2020 年 7 月 21 日 34

