

1. 總結及概述

踏入2022年，全球經濟表現疲軟，但各地尤其是美國的通脹壓力持續加劇。展望未來，全球經濟前景面對重大不確定性，包括疫情大規模爆發的風險，以及若美國通脹較預期持久及廣泛，貨幣政策收緊的力度或會超出預期。若美聯儲大幅收緊貨幣政策並導致全球金融狀況收緊，將對較脆弱的新興市場經濟體的復甦構成壓力。最近，俄羅斯和烏克蘭爆發軍事衝突，可能通過貿易及金融渠道對全球經濟帶來顯著影響，並使全球貨幣政策前景更加複雜。

回顧期內，港元匯率回軟，但交易繼續暢順有序。存款總額於回顧期內溫和增長，並沒有資金流出本港銀行體系的顯著跡象。按2021全年計，銀行貸款總額增長有所加快。另一方面，住宅物業市場自2021年中以來有所回軟。

展望未來，Omicron變種病毒的迅速傳播可能會對經濟持續復甦構成威脅，加上美國貨幣政策正常化步伐可能較預期快速，這些風險因素將對銀行的信貸風險管理構成挑戰。銀行應保持警惕及仔細評估相關風險因素對其貸款組合資產質素的潛在影響。

外圍環境

全球經濟自2021年後期開始放緩，弱勢延續至2022年，原因是傳染性極強的Omicron變種病毒擴散導致全球的人員流動限制增加，加上供應瓶頸持續使生產受壓。與此同時，在供求失衡及勞動力短缺下，全球通脹壓力持續加劇，並已在主要先進經濟體（尤其是美國）擴散至廣泛的商品及服務。最近，隨着俄羅斯和烏克蘭爆發軍事衝突，大宗商品價格急升可進一步加劇全球通脹的威脅，而金融市場波動加劇或令全球金融狀況未如理想地收緊，使全球貨幣政策前景更加複雜。

展望未來，全球經濟前景存在重大不確定性。短期內，若疫情大規模爆發，不排除封鎖措施再次實施及供應瓶頸再度惡化。在美國，隨着通脹較預期持久和廣泛的風險越來越大，美聯儲的立場變得鷹派，加快了縮減資產購買和加息的時間表，並開始討論削減資

產負債表。如果美聯儲需要大幅收緊貨幣政策，全球金融狀況可能亦會收緊，導致借款人的償債能力惡化，以及失序的資本外流將對相對脆弱的新興市場經濟體的復甦構成壓力。最近，俄羅斯和烏克蘭軍事衝突或令全球大宗商品價格面臨持續上升的風險，加重工業品供應短缺，並增加金融市場波動。市場波動加劇也可能引發開放式基金的贖回壓力，增加其流動性風險。專題1會討論擺動定價（一種開放式基金的流動性管理工具）能否在市場受壓時降低這些基金的流動性風險，並討論此工具的潛在局限性。

新興亞洲¹方面，2021年下半年經濟持續復甦，惟部分東南亞經濟體在第3季再次實施嚴格防疫措施使復甦勢頭一度放緩，而區內科技產品出口經濟體（南韓及新加坡）則繼續受惠於全球對科技產品的強勁需求。雖然市場普遍預期新興亞洲將於2022年廣泛復

¹ 在這報告中，新興亞洲包括印尼、馬來西亞、菲律賓、新加坡、南韓和泰國。

甦，但區內短期經濟前景正面對多重阻力。首先，新變種病毒依然構成隱憂，尤其是對區內疫苗接種率較低和公共衛生資源緊絀的經濟體。第二，美聯儲加快政策正常化有可能觸發區內資本外流、加重貨幣貶值壓力；而仍需維持寬鬆貨幣政策以支持經濟復甦的區內經濟體，在遏抑資本流出壓力和支援經濟活動之間的取舍將更為困難。第三，主要經濟體放緩，加上在全球經濟逐步重啟的情況下需求可能從商品轉向服務，都會令貿易增長前景受壓。第四，俄羅斯與烏克蘭的衝突引發的多種商品價格上升將會傳導至區內通脹並同時削弱消費。加上全球經濟不確定性增加，區內央行的貨幣政策正常化的決策將變得更為複雜。區內一些增長勢頭較弱而通脹又對能源價格較為敏感的經濟體，其央行將面對尤其困難的取舍。長遠而言，為重建可持續及穩健的增長模式，投資者需要在其投資考量中更加重視環境、社會及管治 (ESG) 因素。專題2研究股票回報對氣候風險變化的敏感度，以及此類敏感度如何受企業的環境表現所影響。

中國內地2021年下半年的經濟增長放緩，受到新一波新型冠狀病毒疫情爆發、限電措施及房地產市場緊縮措施所影響。展望未來，由於房地產市場持續低迷和Omicron變種病毒的爆發，內地經濟可能在短期內繼續面對下行壓力。因此，內地當局把穩增長作為今年的首要任務，並推出一系列財政和貨幣支持措施。2021年下半年在岸債券違約總額以及國有企業在岸債券違約均有所減少，專題3討論了國企債券的定價近年是否有所改善。銀行業的整體風險仍可控，因為內地銀行（尤其是具系統重要性銀行）對開發商貸款的敞口有限，且不良貸款率較低，撥備覆蓋率較高。

本港經濟

香港經濟於2021年下半年繼續復甦，但步伐較上半年有所放緩。由於貨物出口及私人消費受惠於全球經濟持續復甦、本地勞工市場狀況改善及政府推出消費

券計劃，所以經季節性調整的實質本地生產總值溫和增長。按年比較，2021年下半年經濟增長5.1%，而上半年為7.8%。2021年全年合計，經濟增長6.4%，是2019年以來的首次全年正增長。

踏入2022年，新一波本地疫情以及因此而收緊的社交距離措施為本港經濟活動構成壓力。政府推出第五輪及第六輪防疫抗疫基金，並在《2022-23年度財政預算案》下推出額外的逆周期措施以支撐經濟。²為了支持現金流，「百分百擔保個人特惠貸款」及各項在「中小企融資擔保計劃」下的擔保產品會優化，最高貸款額獲提高，申請期及還款期亦會延長。金管局聯同銀行業亦將「預先批核還息不還本」計劃延長至2022年10月底。³計劃亦同時為借款人提供一個為期一年的部分本金還款選項，而該選項亦適用於「中小企融資擔保計劃」下的貸款。

預計香港經濟於2022年全年合計將繼續復甦，但增長步伐將較2021年緩慢，部分反映全球增長在疫情持續下放緩及較高的基數效應。具體而言，香港的貨物出口將繼續受惠於全球經濟擴張。政府推動多項基本工程及基建項目亦將為經濟提供支持。政府預測2022年實質本地生產總值增長介乎2.0%至3.5%，而國際組織及私人行業分析師的平均增長預測為1.6%。然而，經濟復甦的力度和步伐受到多項在之前幾節中討論到的不明朗因素和風險所影響，尤其是疫情及美國貨幣政策正常化步伐。

隨着經濟復甦，勞工市場在2021年下半年進一步改善，經季節性調整的失業率在年底降至3.9%。整體就業人數有所反彈，但仍低於疫情前的水平。2022年初，官方數據顯示勞工市場壓力在新一波本地疫情下再度浮現。此外，網上招聘廣告數量下跌亦反映新

² 這些措施包括向合資格居民提供一次性\$10,000港元的電子消費券和設立住宅租金開支扣稅。政府預計這些逆周期措施以及基建和其他開支會為經濟增長帶來3個百分點的提振作用。

³ 金管局在2022年1月11日亦宣布把「預先批核還息不還本」計劃下的貿易融資貸款還款期進一步延長90天。

職位空缺有所減少。新一波本地疫情以及收緊防疫措施會於短期內對本地勞工市場(尤其是涉及面對面接觸的行業)構成一定壓力。長遠點看,勞工市場狀況將取決於本地疫情發展及本地經濟復甦的步伐。

本地通脹壓力在近月大致增加,但仍保持溫和。按年比較,基本消費物價通脹率於2021年第3季及第4季分別微升至1.1%及1.2%,而2022年1月仍為1.2%。⁴反映通脹動力的按三個月以年率計的基本通脹率在最近幾個月亦有所回升,某程度上是由於外出用膳和一些能源相關項目價格上漲所致。展望未來,隨着進口價格上漲和疫情導致物流受到干擾,預計本地通脹短期內將稍升。然而租金疲軟和本地勞工成本壓力溫和,應會抑制整體物價壓力。市場共識預測2022年的整體通脹率將達到2.4%,而政府預計2022年的整體通脹率為2.1%,基本通脹率為2.0%。

貨幣狀況及資金流動

自2021年9月以來,在本地股市避險情緒下,港元兌美元逐步回軟。儘管港元一度在2021年10月輕微反彈,但港元升勢其後失去動力,主要由於經滬港通和深港通的南向淨買入資金疲弱,以及市場預期美元將隨着聯儲局的貨幣政策正常化而走強。整體而言,港元在大部分時間處於兌換保證範圍的強方,交易繼續暢順有序。存款總額於回顧期內溫和增長,沒有資金流出本港銀行體系的顯著跡象。

香港的銀行同業市場交易繼續暢順有序。由於銀行同業流動資金充裕,於回顧期內,香港銀行同業拆息維持低位。新造按揭的平均貸款利率由2021年7月的1.48%略為上升至2022年1月的1.56%。主要零售銀行的最優惠貸款利率於回顧期內維持不變,介乎5.00%至5.50%之間。

⁴ 受惠於政府一次性紓困措施,2021年第三季及第四季的按年整體通脹率為2.3%及2.0%,高於2021年第1及第2季的平均水平1.6%。

離岸人民幣銀行業務繼續蓬勃發展。特別是,香港的離岸人民幣資金池繼續增長,截至2022年1月底,人民幣客戶存款及存款證餘額增長至11,135億元人民幣。雖然人民幣貸款餘額減少,但香港的人民幣貿易結算繼續增長。2021年人民幣即時支付結算系統的平均每日成交量上升至15,226億元人民幣。展望未來,憑藉香港高效的金融基礎設施以及南北雙向的滬港通、深港通、債券通和跨境理財通,內地資本帳持續開放,國際投資者對人民幣資產的需求增加,以及「一帶一路」和「粵港澳大灣區」倡議下區域經濟金融合作的深化,香港離岸人民幣業務預期將會受惠。

資產市場

在政府貨幣和財政政策的刺激下,全球經濟復甦以及強勁的企業盈利帶動全球主要股市整體上在2021年最後一個季度繼續上揚,帶領摩根士丹利國際資本世界指數在2022年1月4日創下3,262點的歷史新高。然而,市場日益憂慮發達經濟體主要央行在通脹風險急升下的緊縮立場、商品價格急升以及俄烏衝突升溫,令全球主要股市自2022年1月初以來有所整固。

2021年第4季,與全球主要股市持續上揚相反,港股市維持低迷,主要受科技股大幅下跌所拖累。儘管香港股市在2022年初出現輕微反彈,但在香港疫情發展和俄烏衝突升溫的不確定性下,恒生指數在2月底跌至22,713點的接近兩年新低。

在穩定發行的支持下,港元和離岸人民幣債券市場在2021年下半年繼續增長。隨着美國通脹加速,10年期美國國債收益率上升,於回顧期內,港元主權及非主權債券收益率均上升。同時,在全球流動資金充裕以及就香港上市的固定收益交易所買賣基金及貨幣市場交易所買賣基金所推出的兩項新的費用寬免支持下,香港自2021年9月以來持續錄得債券資金淨流入。

展望未來，本地股票及債券市場仍容易受全球經濟復甦的可持續性，在Omicron變種病毒迅速擴散下的疫情發展、能源價格上升、主要央行為應對通脹再度升溫而採取的貨幣政策以及俄烏衝突升溫等不明朗因素所影響。就離岸人民幣債券市場而言，儘管人民幣固定收益資產的估值將會因內地與其他主要先進經濟體之間的預期貨幣政策有分歧而受惠，但對人民幣債券違約率上升的擔憂仍可能持續，這可能會抑制投資者的需求。中期而言，本港債券市場發展受多項政策措施所支持，包括債券通「南向通」及其他可能在香港發行的人民幣地方政府債券。

住宅物業市場自2021年中以來有所回軟，部分原因是受資產市場氣氛減弱以及本地新一波疫情所影響。成交量從2021年上半年的高位回落。二手樓價在2021年9月達到近期高位後，在最後一季亦下降1.2%。由於樓價在2021年上半年的顯著上升，全年合計樓價仍上漲3.6%。最近的市場數據顯示樓市在2022年初繼續偏軟。

在經濟環境充滿挑戰下，金管局自2009年以來推行的宏觀審慎措施有助抑制家庭槓桿水平以及加強銀行對按揭貸款的風險管理，從而提高家庭及銀行抵禦潛在的利率或樓市衝擊的能力。專題4利用成交大數據探討由非銀行機構提供的住宅按揭貸款的普及程度，並討論其相關政策的啟示。

展望未來，住宅物業市場前景受到如之前所述的眾多不明朗因素及風險所影響。本地方面，新一波本地疫情以及重新收緊社交距離措施可能會拖累經濟復甦，並抑制住屋需求。外圍方面，美國政策利率前景的不確定性將繼續影響物業市場氣氛。長遠而言，住宅市場的前景將取決於房屋供求缺口。政府預計未來幾年私人住宅供應量仍會維持在高位。⁵

非住宅物業市場繼2021年上半年有所改善後，在下半年呈現回穩跡象。雖然工廠大廈的價格及租金普遍已回升至接近疫情前的高位，但零售物業及寫字樓的價格仍低於其相應的高位。非住宅物業市場前景將取決於最近的疫情發展以及不斷變化的經濟環境。例如，新一波本地疫情下，更嚴厲的社交距離措施以及因此轉差的營商氣氛，可能會抑制對商業物業的需求，尤其是寫字樓市場在未來數年將會有更多供應。另一方面，恢復與中國內地的免檢疫通關，可能有利非住宅物業市場。

銀行業表現

由於淨利息和非利息收入均下降以及經營開支上升，零售銀行在2021年下半年盈利有所減少。2021年下半年，零售銀行整體稅前經營溢利較2020年同期下跌16.1%。資產回報率相應地在2021年下半年下跌至0.50%，而2020年同期為0.61%。

銀行業穩健的資本和流動性狀況繼續為銀行在抵禦下行衝擊時提供強大緩衝。截至2021年底，本地註冊認可機構的綜合總資本比率高達20.2%，遠高於國際最低要求。第1類機構的平均流動性覆蓋比率及第2類機構的平均流動性維持比率於2021年第4季分別維持在151.9%及59.1%的高位。同時，最新的銀行穩定資金淨額比率亦繼續遠高於法定最低水平。

大致反映6月底新股認購貸款的高基數效應，銀行貸款總額在2021年下半年有所減少。儘管如此，銀行業貸款總額在2021年全年仍錄得3.8%的增長，高於2020年的1.2%。以半年計，所有認可機構的貸款及墊款總額在2021年下半年下跌3.1%。若撇除2021年6月底新股認購貸款的效應，貸款及墊款總額於回顧期內輕微減少0.6%，其中主要受本地貸款（包括在香港境內使用的貸款及貿易融資）輕微減少所帶動。在香港境外使用的貸款大致維持於與六個月前的相若水平。銀行業的特定分類貸款比率在2021年

⁵ 差餉物業估價署預計2022年至2023年私人住宅單位的每年平均落成量將超過22,000個單位，高於過去五年的平均水平。

下半年小幅上升，但其按歷史及國際標準衡量均處於低位。

從較長遠的角度來看，氣候相關風險可能對金融穩定性產生重大影響。為了加強我們對氣候相關事宜的系統性風險分析，專題5採用「央行與監管機構綠色金融網絡」(NGFS)提出的兩個氣候參考情境，透過由上而下的分析框架以評估氣候相關風險對在香港上市非金融類公司的財務影響。分析的一個重要結果是，當我們比較氣候轉型風險對公司違約風險的長期影響時，在「有序轉型」情境下的影響將顯著小於在「失序轉型」情境下的影響。此外，我們亦發現在這兩個轉型情境下氣候實體風險對違約風險的影響，均低於在「不採取行動」情境下的影響。綜合結果顯示，盡早採取應對氣候變化行動會帶來明顯的益處。

展望未來，Omicron變種病毒的迅速傳播可能對經濟持續復甦構成威脅。再加上美國貨幣政策正常化步伐可能較預期快速及俄烏政治緊張局勢升溫對全球經濟產生的下行風險，這些風險因素將對銀行的信貸風險管理構成挑戰。銀行應保持警惕及仔細評估這些風險因素對其貸款組合資產質素的潛在影響。

《貨幣與金融穩定情況半年度報告》由香港金融管理局經濟研究部職員編製。