



# 中國建設銀行(亞洲)首席投資策略官辦公室研究通訊

2025 年 10 月 15 日

## 【滙豐控股私有化恒生銀行的原因及影響分析】

### 一、事件背景：滙豐私有化恒生的資本安排

10 月 9 日，滙豐控股公佈提出私有化其子公司恒生銀行的方案，這一消息震驚金融市場。這是 HSBC 自 2018 年以來最大規模的亞洲重組動作。滙豐控股(00005.HK)建議作價 155 元私有化恒生銀行(00011.HK)，並撤銷其上市地位。滙豐目前持有約 63%恒生股權，為私有化滙豐將須向其他股東支付總額 1,061 億元。恒生銀行目前市賬率 (PB) 1.42 倍，私有化作價隱含 PB1.8 倍，總市值約 2,903 億港元，較 10 月 8 日恒生銀行收市價溢價超過 30%。這是香港銀行業近十年最大規模的私有化交易。

所謂「私有化」，是指將一間上市公司，透過收購或股份轉讓等方式，轉變為由私人股東或單一機構持有的過程，使其從公開市場下市，終結公眾所有權的狀態。此一程序通常由控股股東(即大股東)主動提出，旨在向市場上的散戶及其他小股東全數收購流通在外的股份，隨後撤銷該公司的上市資格，使其成為不公開交易的私人企業。

表 1：恒生銀行私有化交易核心條款

| 交易要素 | 具体内容                        | 市场比较                         |
|------|-----------------------------|------------------------------|
| 收购价格 | 每股 155 港元                   | 较前收盘价溢价 30.3%，较一年平均价溢价 48.6% |
| 交易规模 | 1061.56 亿港元（收购剩余 36.65% 股份） | 相当于汇丰 2024 年净利润的 1.2 倍       |
| 估值水平 | 市账率(PB)1.8 倍                | 远超香港同业 0.4 倍的中位水平            |
| 支付方式 | 全现金交易                       | 资金来自汇丰内部资源                   |
| 时间表  | 预计 2026 年上半年完成              | 最后截止日期 2026 年 9 月 30 日       |

數據來源：公開信息整理



此番私有化行動，彰顯滙豐在面對香港經濟與銀行業壓力下，採取主動策略以重塑業務架構。短期內滙豐或承受資本緊縮與外界質疑的陣痛，長期則有望實現協同效益與估值回升。而其帶來的市場結構變動，或亦將對香港金融生態產生深遠影響。

## 二、滙豐私有化恒生原因分析

### （一）簡化股權結構，提升運營效率

由於香港的銀行業早已進入成熟期，增長放緩的勢頭下，銀行業的增長機會主要是來自收購合併。是次私有化在經濟學和業界中，屬於一個典型的「短期陣痛、長期獲益」收購合併例子。考慮到滙豐近年積極在簡化股權結構，其私有化恒生的目的之一是通過整合亞洲業務提升運營效率。滙豐明確表示，兩家機構在零售及商業銀行領域業務重疊率達 40%，私有化後可每年節省至少 8 億港元的協同成本，決策流程縮短 30% 以上。可以預見的是，未來滙豐或將大刀闊斧進行重整。加速整合人力資源及 IT 等中後臺架構，大幅削減重疊成本，提升整體運營效率。此外，滙豐表示將維持滙豐亞太及恒生銀行兩個品牌的獨特優勢，這意味滙豐希望通過強化兩間銀行的業務聯繫，提升治理一致性。

### （二）恒生銀行面臨經營困境，處理恒生壞帳或屬考量因素之一

恒生銀行近年面臨的經營壓力是促使滙豐決定私有化的另一關鍵因素。2025 年中期報告顯示，儘管恒生銀行營業收入微增 3% 至 209.75 億港元，但股東應占溢利卻同比暴跌 30.46% 至 68.80 億港元，淨利潤率從 2023 年的 54.52% 驟降至 26.67%。更為嚴峻的是資產質量惡化問題。早年爆發內房危機，加上近期本地商業房地產價格急跌，令授信銀行受壓。受商業房地產貸款風險拖累，恒生銀行當前面臨嚴峻的壞帳風險。截至 2025 年 6 月 30 日，恒生銀行總減值貸款達 550 億港元，不良貸款率升至 6.69%，遠超香港銀行業 3.2% 的平均水平。而未計內地貸款的本地商業房地產（CRE）貸款中，已信貸減值客戶貸款較半年前增加 26%，達到 250 億元。截至今年 6 月底，CRE 中「具風險貸款」逾 660 億元，被評為「第 2 階段」<sup>1</sup> 風險提升的貸款，由去年底的 294.38 億元大增逾倍；若加上「第 3 階段」（涉及 250 億元）的香港商業房地產貸款，總額達到 918.6 億元，較 2024 年底大幅上升 87%。

<sup>1</sup> 根据银行风险分类标准，「第 2 阶段」指信贷风险显著增加的资产，需计提全周期预期损失；「第 3 阶段」则为已发生实质违约的资产。



**市場對恒生壞賬關注已久。**面對財務虧損傳聞，銀行信譽會受損，或引發擠提風險。對於此類銀行，無非是政府接管，或是大股東處理。**滙豐或不想事情進一步惡化，故選擇幫助恒生過渡。**恒生私有化後，毋須如上市公司頻密公開財務數據或業務細節，公司在處理重大交易時會有更多時間和彈性。**滙豐傾向將風險集中管理於集團層面，免於定期披露相關不良貸款詳情，避免對集團造成連鎖衝擊。**

表 2：恒生銀行 2025 年上半年關鍵財務指標（港幣）

| 指标名称   | 2025 年上半年 | 同比变化    | 主要原因        |
|--------|-----------|---------|-------------|
| 营业收入   | 209.75 亿  | +3%     | 财富管理及投资服务增长 |
| 股东应占溢利 | 68.80 亿   | -30.46% | 信贷减值损失大幅增加  |
| 总减值贷款  | 550 亿     | +7.8%   | 商业地产贷款质量恶化  |
| 不良贷款率  | 6.69%     | 上升      | 香港商业地产市场低迷  |
| 每股派息   | 2.60 港元   | +8%     | 稳定市场信心      |

數據來源：恒生銀行年報

### （三）恒生銀行被低估，目前是私有化的好時機

滙豐私有化恒生銀行的逾 30%溢價率遠超同業案例。2014 年，華僑銀行收購永亨銀行僅溢價 1.6%，2008 年招商銀行收購永隆銀行的溢價率也不及此次一半。**滙豐在該時點宣佈私有化恒生銀行，或是因為覺得市場低估恒生價值。**截至 10 月 8 日，滙豐股價年內已累升逾 50%，而恒生股價只升逾 30%，跑輸大市。儘管恒生銀行業績並不能令市場滿意，但 9 月美國開始減息，**滙豐認為恒生價值被市場錯殺，目前正值其不良貸款壓力高峰，反而給予最佳收購時機，可以更好的價格交易。**如前所述，恒生銀行目前 PB 約 1.42 倍，私有化作價隱含 PB1.8 倍。**以零售業務為主的銀行溢價一向都要比以對公業務為主的銀行高，對於銀行業的並購，用 1.8 倍 PB 私有化一家香港本地零售業務見長的頭部銀行，1.8PB 可以說是合理偏低的價錢，具備相當的吸引力。**當年招商銀行並購永隆銀行，出價為 3PB，而對於香港銀行業而言，永隆銀行的江湖地位遠不如恒生銀行。



### 三、滙豐私有化恒生銀行的影響

滙豐私有化恒生對三方均具深遠意義。對滙豐而言，將提升長期盈利與資本效率，但短期壓低資本比率，並需要暫停回購；對恒生則面臨品牌合併、內部重組與員工裁撤，短期資訊透明度下降；對香港銀行業而言，市場集中度提高，競爭格局或重塑。

#### （一）對滙豐屬於「短期陣痛、長期獲益」

##### 1、短期資本充足率下降，長期盈利能力提升

私有化交易將使滙豐的核心資本充足率（CET1）從 14.6% 下降約 125 個基點至 13.35%。因此滙豐已宣佈暫停三季度股票回購，以優先恢復 14%-14.5% 的 CET1 目標水平。此舉短期可能對股價產生負面影響。但長期而言，從財務角度分析，私有化後將消除恒生銀行少數股東權益對普通股每股盈利的稀釋效應，預計可提升滙豐每股盈利 1.5%，滙豐 ROE 有望從 12% 提升至 13% 以上，股息提升 3.1%。

##### 2、可以更靈活的集團級風險管理策略吸納風險

恒生面臨重大香港商業房地產貸款的信用減值壓力，私有化後可納入滙豐集團統一風險管理框架，避免獨立披露帶來的市場恐慌。作為上市公司，恒生需要承擔高昂的上市維持費用、嚴格的監管披露義務，並承受短期業績的市場壓力。當其估值低迷、融資功能基本喪失時，維持上市地位已得不償失。私有化後，滙豐可重新調整不良貸款撥備策略，以更靈活的集團級別政策吸納風險。

##### 3、業務協同效應幫助實現戰略聚焦

滙豐集團自身也面臨戰略重構的壓力。2025 年 1 月，滙豐將業務重組為香港、英國等四大板塊，香港作為核心本位市場的地位空前凸顯。此次私有化操作是滙豐“轉向亞洲”戰略的深化，符合其“精簡架構、提升回報”的整體戰略。私有化恒生銀行後，滙豐能夠強化在香港市場的控制力，並將資本配置到回報更高或更具戰略意義的區域（如亞洲財富管理業務或中東市場）。

私有化更重要的作用在於業務互補。在滙豐體系內，恒生銀行是香港久負盛名的本地銀行，在零售及中小企業市場擁有強大品牌優勢。恒生銀行本地客戶基礎（尤其在中小企業領域）深厚，財富管理業務穩健發展。據 2025 年半年報，恒生銀行財富管理業務同比增長 23%，達到 41.15 億港元。主要是投資服務收入增長強勁，受惠於證券經濟以及相關服務量的激增。此外，保險服務業績同比上漲



14%，達到 13.57 億港元，主要反映新業務增長。淨服務費收入同比增長 23%，得益于客戶成交量增加，特別是證券經紀相關服務收入增長 60%以及零售投資基金收入增長 23%所帶動。而滙豐具備強大的全球網絡和產品能力。私有化後，滙豐可以更靈活地調配資源，例如將恒生的內地網點與滙豐自貿區資源結合，打造"香港-內地"資金通道。

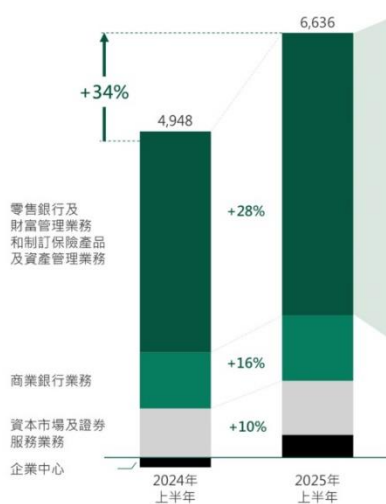
圖 1：恒生銀行財富管理業務和保險業務表現

### 投資及保險業務帶動服務費和其他收入有所增長



情況  
資產負債表  
收入  
支出  
附註

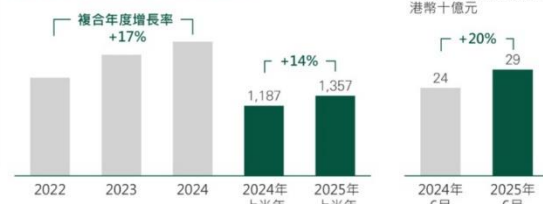
服務費和其他收入 · 港幣百萬元



投資收入 · 港幣百萬元



人壽保險服務業績 · 港幣百萬元



數據來源：恒生銀行年報

## (二) 對恒生銀行的影響

### 1、可專注於企業長期發展，增加運營靈活性

當公司股價被市場長期低估，或其賬上擁有大量未被充分認可的資產時，若大股東與管理層對公司長期前景極具信心，公司私有化將更有利於企業專注於長期發展，不必過度關注短期股價波動。而被滙豐私有化後，恒生在制定策略與執行決策時，也將不再受到上市規則、監管審查以及公眾股東意見的掣肘，決策流程得以大幅簡化與加速。此外，恒生可受惠于共享集團資源。

### 2、經營重心與業務轉向

滙豐整合後，恒生將聚焦于零售及高淨值客戶業務，同時在企業融資及中小企貸款上享受集團資源支持；但部分傳統商業地產貸款業務或將逐步收縮，以優化風險收益結構。



### 3、資訊透明度下降

退市後，恒生不再須定期獨立披露財務及風險狀況，其品牌逐步整合至滙豐集團下，短期內投資者對資產質量及未來策略的可見度將下降。部分前線網點和中後臺部門將整並或裁撤。

## 四、滙豐私有化恒生銀行對香港銀行業的啟示和影響

### （一）香港銀行業面臨困境和挑戰

**恒生銀行的困境折射出香港銀行業面臨的結構性挑戰。**受香港商業房地產市場低迷、高息環境增加資金成本、金融科技公司蠶食傳統業務利潤等因素影響，香港銀行業淨利潤增速從 2021 年的 18% 降至 2024 年的 4%，不良貸款率升至 3.2%。利率波動與競爭加劇壓縮行業盈利空間。2025 年上半年，香港 21 家持牌銀行中 8 家淨利潤增速為負。**低增長環境下，規模效應成生存關鍵，行業整合勢在必行。**

**恒生銀行的情況尤其凸顯了香港銀行業對地產依賴的風險。**恒生對香港商業房地產的貸款高度集中，截至 2025 年 6 月底，其香港商業房地產貸款餘額達 1238 億港元，其中僅 320 億元屬最優質的第一階段貸款，超過 900 億元的貸款處於第二和第三階段（信貸風險顯著增加或已出現實質風險）。這種資產結構使恒生銀行在香港地產下行週期中異常脆弱，而香港寫字樓空置率攀升、開發商融資困難等宏觀因素更加劇了這種脆弱性。

**香港銀行業整體面臨的挑戰為此次私有化提供了行業背景。**行業困境導致銀行股估值普遍低迷，香港可比同業 PB 中位數僅為 0.4 倍，而滙豐對恒生的出價對應 1.8 倍 PB，雖高於同業，但較恒生歷史估值仍屬低位。

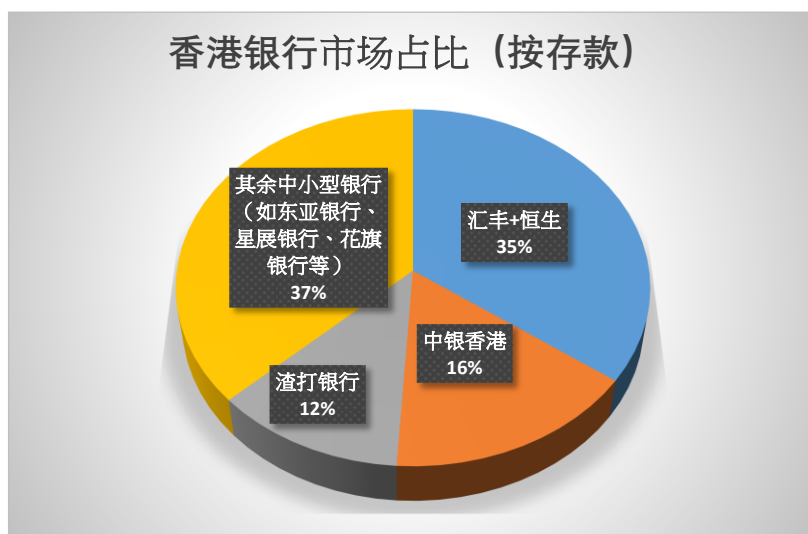
### （二）恒生銀行私有化將對香港銀行業產生結構性影響

#### 1、香港銀行業市場集中度進一步提升

**私有化後，滙豐系在香港存款市場的份額約 35%，形成滙豐、中銀香港、渣打等巨頭主導的格局，市場集中度進一步提高。**前四大銀行合計市占率接近 70%，大型銀行在品牌、資本及資源上具有顯著優勢，未來或進一步鞏固領先地位。**市場結構變化可能引發兩重效應：一方面，大型銀行擁有更強的風險抵禦能力和規模經濟；另一方面，競爭減弱可能損害消費者利益，中小企業融資服務可能邊緣化。**



圖 2：香港銀行市場結構



數據來源：公開資料，Morning Star

## （2）中小型銀行或形成差異化競爭

市場集中度提高背景下，中小型銀行與新興虛擬銀行面臨更高的競爭，加劇盈利壓力。中小型銀行正透過專業化服務、區域深耕、市場細分及數字化改革，加強競爭力，以分食餘下 30% 的存款市場。

## （3）香港銀行業可能出現整合浪潮

滙豐的舉動可能促使其他銀行評估自身業務架構效率，渣打、中銀香港等機構已開始相關評估。滙豐整合後可提供更完整的跨境金融服務，但中小銀行或被迫轉向其他領域；虛擬銀行及金融科技初創或迎來機會，以填補傳統銀行撤退的細分市場。中小型銀行面臨兩種選擇：要麼尋求與大集團合作，要麼專注特定領域。無論哪種選擇，香港銀行業都將告別過去的分散格局，進入“大魚主導”的時代。

## 結語

滙豐私有化恒生銀行是一場高度戰略性佈局，既有短期資本與透明度壓力，但也將在中長期透過整合協同強化集團在亞太區的競爭優勢，並提升集團盈利能力。對恒生銀行而言，雖失去獨立市場地位，卻可在集團框架下獲得更豐厚資源支持。對香港銀行業而言，意味著競爭格局的再塑與監管模式的進一步完善。此次私有化既帶來挑戰也蘊含機遇。挑戰在於市場集中度提高可能抑制創新與競爭；機遇在於強化後的銀行巨頭可能提升香港銀行業的整體競爭力。



## 重要事項及免責聲明

本檔經由中國建設銀行(亞洲)有限公司(「中國建行投資研究部」)刊發,檔的內容未經任何香港的金融監管機構審閱(包括香港證券及期貨事務監察委員會),僅供參考之用。本檔並不構成、亦無意作為、也不應被詮釋為專業意見,或要約或建議投資於本檔內所述之任何產品、服務、外匯、商品、證券或其他投資產品。

本檔所載資料乃根據中國建行投資研究部認為可靠的資料來源而編制,惟該等資料來源未經獨立核證。本檔表達的預測及意見只作為一般的市場評論,並不構成投資意見或保證回報。該等預測及意見為中國建行投資研究部或撰寫本檔的(一位或多位)分析員於本檔刊發時的意見,可作修改而毋須另行通知。本檔並未就其中所載任何資料、預測或意見的公平性、準確性、時限性、完整性或正確性,以及任何該等預測或意見所依據的基準作出任何明文或暗示的保證、陳述、擔保或承諾,任何情況下,中國建設銀行(亞洲)有限公司概不就使用或依賴本檔所載任何該等資料、預測或意見直接或間接引致的任何損失承擔任何責任及義務。投資者須自行評估本檔所載資料、預測及/或意見的相關性、準確性及充足性,並作出彼等為該等評估而認為必要或恰當的獨立調查。

本檔所述的投資可能並不適合所有投資者,且並未考慮各收件人的特定投資目標或經驗、財政狀況或其他需要。因此,本檔並無就其中所述任何投資是否適合或切合任何個別人士的情況作出任何聲明或推薦,亦不會就此承擔任何責任。投資者須基於本身的投資目標、財政狀況及特定需要而作出投資決定,並應有需要的情況下諮詢獨立專業顧問。投資者不應依賴本檔作為專業意見之用。

投資涉及風險,投資者應注意投資的價值可升亦可跌,過往的表現不一定可以預示日後的表現。本檔並非亦無意總覽本片所述投資牽涉的任何或所有風險。投資者作出任何投資決定前,應細閱及瞭解有關該等投資的所有發售檔,以及其中所載的風險披露聲明及風險警告。

貨幣匯率受多種因素影響,包括國家及國際金融及經濟條件、政治及自然事件的發生。有時正常市場力量會受中央銀行或其他體系所干擾。有時匯率及有關的價目會驟升或驟跌。某些政府可能會在很少或沒有警告的情況下加設外匯管制或其他貨幣政策。該等政策可能對某貨幣的可兌換性有重大影響。人民幣現時並不可自由兌換,並受外匯管制和限制(可能隨時受到非提前通知的變化)。您應事先考慮並瞭解人民幣資金流動性對您造成的影響。如果您將人民幣轉換為其他貨幣,人民幣匯率的波動可能會令您承受損失。在岸人民幣和離岸人民幣乃按照不同法規下運作,在不同的獨立市場和流動資金池以不同的匯率進行交易,它們的匯率變動可能會明顯地不同。

債券。買賣債券涉及流通及利率風險,未必百分百能夠保證賺取利潤,反而可能招致損失。如果債券發行機構出現信貸或失責事件,客戶有該機構未能如期向客戶繳付利息或本金的風險。投資於新興市場債券涉及特別考慮及較高風險,例如較大的價格波動、較不完善的監管及法律架構、經濟、社會及政治的不穩定等。

證券買賣。買賣證券很可能會招致損失而不是一定獲利。

證券孖展買賣。倘若客戶在本行保持一個孖展帳戶,透過存入抵押品融資作交易的損失風險是重大的。客戶遭受的損失可能會大於客戶存于本行作為抵押品的現金及任何其他資產。市場狀況可能令客戶不可能行使或有指令,例如「止蝕」或「止限」指令。客戶可能收到短期通知,須存入額外孖展或利息付款。倘若所須的孖展或利息付款未能在指定時間內作出,客戶的證券抵押品可被清算而毋須客戶同意。此外,客戶對在客戶帳戶中產生的任何不足的款項及對客戶帳戶收取的利息,仍須承擔法律責任。客戶因此應慎重考慮因應客戶本身的財政狀況及投資目標,有關財務安排是否適合。

虛擬資產。一般而言,虛擬資產價格極為波動,沒有內在價值,也沒有任何政府、銀行或實物擔保,而且涉及一系列不同的風險。虛擬資產屬高風險產品,不是每個人都適合參與投資。投資者應小心考慮自己的風險承受能力,以及是否瞭解虛擬資產的特性及風險。若未能完全理解虛擬資產或未能承受潛在虧損,便不應投資於這些資產。

編制本檔的研究分析員證實,在本檔表達的意見準確反映彼(彼等)研究分析員的個人意見,而彼(彼等)的薪酬的任何部分過往不曾、現在及將來亦不會與本檔所載的特定推薦或意見直接或間接掛鉤。

透過任何途徑或以任何方式再次派發或改編本檔或其中任何部分,均在嚴禁之列。本檔無意向派發本檔即觸犯法例或規例的司法權區或國家的任何人士或實體派發,亦無意供該等人士或實體使用。在事前未得中國建設銀行(亞洲)有限公司以書面方式表示批准的情況下,不得以任何方式或以任何途徑(包括電子、機械、複印、錄影或其他形式)複製或傳送本檔各部分或將本檔各部分儲存於可予檢索的系統。

中國建設銀行(亞洲)股份有限公司為一間受香港金融管理局規管之持牌銀行,及證券及期貨條例下的註冊機構(中央編號:AAC155),從事第一類(證券交易)及第四類(就證券提供意見)的受規管活動。本檔的數據並不構成買賣任何虛擬資產的建議或要約,也不構成任何預測未來可能發生的任何虛擬資產的價格變動。本檔由中國建設銀行(亞洲)股份有限公司發行,並未經證監會或香港任何其他監管機構審閱。本文並非獨立投資研究報告。