



中国建设银行(亚洲)首席投资策略官办公室研究通讯

2025 年 10 月 15 日

【汇丰控股私有化恒生银行的原因及影响分析】

一、事件背景：汇丰私有化恒生的资本安排

10 月 9 日，汇丰控股公布提出私有化其子公司恒生银行的方案，这一消息震惊金融市场。这是 HSBC 自 2018 年以来最大规模的亚洲重组动作。汇丰控股(00005.HK)建议作价 155 元私有化恒生银行(00011.HK)，并撤销其上市地位。汇丰目前持有约 63%恒生股权，为私有化汇丰将须向其他股东支付总额 1,061 亿元。恒生银行目前市账率 (PB) 1.42 倍，私有化作价隐含 PB1.8 倍，总市值约 2,903 亿港元，较 10 月 8 日恒生银行收市价溢价超过 30%。**这是香港银行业近十年最大规模的私有化交易。**

所谓「私有化」，是指将一间上市公司，透过收购或股份转让等方式，转变为由私人股东或单一机构持有的过程，使其从公开市场下市，终结公众所有权的状态。此一程序通常由控股股东(即大股东)主动提出，旨在向市场上的散户及其他小股东全数收购流通在外的股份，随后撤销该公司的上市资格，使其成为不公开交易的私人企业。

表 1：恒生银行私有化交易核心条款

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

数据来源：公开信息整理



此番私有化行动，彰显汇丰在面对香港经济与银行业压力下，采取主动策略以重塑业务架构。短期内汇丰或承受资本紧缩与外界质疑的阵痛，长期则有望实现协同效益与估值回升。而其带来的市场结构变动，或亦将对香港金融生态产生深远影响。

二、汇丰私有化恒生原因分析

（一）简化股权结构，提升运营效率

由于香港的银行业早已进入成熟期，增长放缓的势头下，银行业的增长机会主要是来自收购合并。是次私有化在经济学和业界中，属于一个典型的「短期阵痛、长期获益」收购合并例子。考虑到汇丰近年积极在简化股权结构，其私有化恒生的目的之一是通过整合亚洲业务提升运营效率。汇丰明确表示，两家机构在零售及商业银行领域业务重叠率达 40%，私有化后可每年节省至少 8 亿港元的协同成本，决策流程缩短 30% 以上。可以预见的是，未来汇丰或将大刀阔斧进行重整。加速整合人力资源及 IT 等中后台架构，大幅削减重叠成本，提升整体运营效率。此外，汇丰表示将维持汇丰亚太及恒生银行两个品牌的独特优势，这意味汇丰希望通过强化两间银行的业务联系，提升治理一致性。

（二）恒生银行面临经营困境，处理恒生坏帐或属考量因素之一

恒生银行近年面临的经营压力是促使汇丰决定私有化的另一关键因素。2025 年中期报告显示，尽管恒生银行营业收入微增 3% 至 209.75 亿港元，但股东应占溢利却同比暴跌 30.46% 至 68.80 亿港元，净利润率从 2023 年的 54.52% 骤降至 26.67%。更为严峻的是资产质量恶化问题。早年爆发内房危机，加上近期本地商业房地产价格急跌，令授信银行受压。受商业房地产贷款风险拖累，恒生银行当前面临严峻的坏帐风险。截至 2025 年 6 月 30 日，恒生银行总减值贷款达 550 亿港元，不良贷款率升至 6.69%，远超香港银行业 3.2% 的平均水平。而未计内地贷款的本地商业房地产（CRE）贷款中，已信贷减值客户贷款较半年前增加 26%，达到 250 亿元。截至今年 6 月底，CRE 中「具风险贷款」逾 660 亿元，被评为「第 2 阶段」¹ 风险提升的贷款，由去年底的 294.38 亿元大增逾倍；若加上「第 3 阶段」（涉及 250 亿元）的香港商业房地产贷款，总额达到 918.6 亿元，较 2024 年底大幅上升 87%。

¹ 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。



市场对恒生坏账关注已久。面对财务亏损传闻，银行信誉会受损，或引发挤提风险。对于此类银行，无非是政府接管，或是大股东处理。**汇丰或不想事情进一步恶化，故选择帮助恒生过渡。**恒生私有化后，毋须如上市公司频密公开财务数据或业务细节，公司在处理重大交易时会有更多时间和弹性。**汇丰倾向将风险集中管理于集团层面，免于定期披露相关不良贷款详情，避免对集团造成连锁冲击。**

表 2：恒生银行 2025 年上半年关键财务指标（港币）

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

数据来源：恒生银行年报

（三）恒生银行被低估，目前是私有化的好时机

汇丰私有化恒生银行的逾 30% 溢价率远超同业案例。2014 年，华侨银行收购永亨银行仅溢价 1.6%，2008 年招商银行收购永隆银行的溢价率也不及此次一半。**汇丰在该时点宣布私有化恒生银行，或是因为觉得市场低估恒生价值。**截至 10 月 8 日，汇丰股价年内已累升逾 50%，而恒生股价只升逾 30%，跑输大市。尽管恒生银行业绩并不能令市场满意，但 9 月美国开始减息，**汇丰认为恒生价值被市场错杀，目前正值其不良贷款压力高峰，反而给予最佳收购时机，可以更好的价格交易。**如前所述，恒生银行目前 PB 约 1.42 倍，私有化作价隐含 PB1.8 倍。**以零售业务为主的银行溢价一向都要比以对公业务为主的银行高，对于银行业的并购，用 1.8 倍 PB 私有化一家香港本地零售业务见长的头部银行，1.8PB 可以说是合理偏低的价钱，具备相当的吸引力。**当年招商银行并购永隆银行，出价为 3PB，而对于香港银行业而言，永隆银行的江湖地位远不如恒生银行。



三、汇丰私有化恒生银行的影响

汇丰私有化恒生对三方均具深远意义。对汇丰而言，将提升长期盈利与资本效率，但短期压低资本比率，并需要暂停回购；对恒生则面临品牌合并、内部重组与员工裁撤，短期资讯透明度下降；对香港银行业而言，市场集中度提高，竞争格局或重塑。

（一）对汇丰属于「短期阵痛、长期获益」

1、短期资本充足率下降，长期盈利能力提升

私有化交易将使汇丰的核心资本充足率（CET1）从 14.6%下降约 125 个基点至 13.35%。因此汇丰已宣布暂停三季度股票回购，以优先恢复 14%–14.5%的 CET1 目标水平。此举短期可能对股价产生负面影响。但长期而言，从财务角度分析，私有化后将消除恒生银行少数股东权益对普通股每股盈利的稀释效应，预计可提升汇丰每股盈利 1.5%，汇丰 ROE 有望从 12%提升至 13%以上，股息提升 3.1%。

2、可以更灵活的集团级风险管理策略吸纳风险

恒生面临重大香港商业房地产贷款的信用减值压力，私有化后可纳入汇丰集团统一风险管理框架，避免独立披露带来的市场恐慌。作为上市公司，恒生需要承担高昂的上市维持费用、严格的监管披露义务，并承受短期业绩的市场压力。当其估值低迷、融资功能基本丧失时，维持上市地位已得不偿失。私有化后，汇丰可重新调整不良贷款拨备策略，以更灵活的集团级别政策吸纳风险。

3、业务协同效应帮助实现战略聚焦

汇丰集团自身也面临战略重构的压力。2025 年 1 月，汇丰将业务重组为香港、英国等四大板块，香港作为核心本位市场的地位空前凸显。此次私有化操作是汇丰“转向亚洲”战略的深化，符合其“精简架构、提升回报”的整体战略。私有化恒生银行后，汇丰能够强化在香港市场的控制力，并将资本配置到回报更高或更具战略意义的区域（如亚洲财富管理业务或中东市场）。

私有化更重要的作用在于业务互补。在汇丰体系内，恒生银行是香港久负盛名的本地银行，在零售及中小企业市场拥有强大品牌优势。恒生银行本地客户基础（尤其在中小企业领域）深厚，财富管理业务稳健发展。据 2025 年半年报，恒生银行财富管理业务同比增长 23%，达到 41.15 亿港元。主要是投资服务收入增长强劲，受惠于证券经济以及相关服务量的激增。此外，保险服务业绩同比上涨



14%，达到 13.57 亿港元，主要反映新业务增长。净服务费收入同比增长 23%，得益于客户成交量增加，特别是证券经纪相关服务收入增长 60%以及零售投资基金收入增长 23%所带动。而汇丰具备强大的全球网络和产品能力。私有化后，汇丰可以更灵活地调配资源，例如将恒生的内地网点与汇丰自贸区资源结合，打造“香港-内地”资金通道。

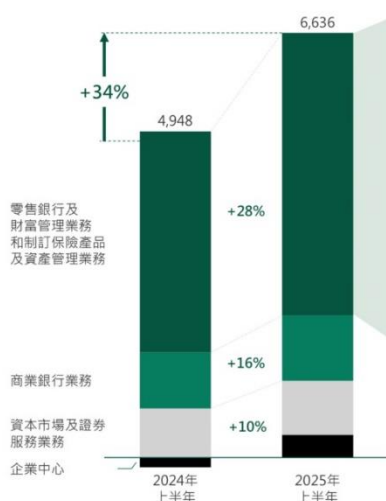
图 1：恒生银行财富管理业务和保险业务表现

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

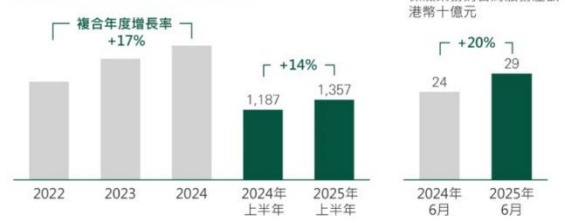
服務費和其他收入 · 港幣百萬元



投資收入 · 港幣百萬元



人壽保險服務業績 · 港幣百萬元



数据来源：恒生银行年报

(二) 对恒生银行的影响

1、可专注于企业长期发展，增加运营灵活性

当公司股价被市场长期低估，或其账上拥有大量未被充分认可的资产时，若大股东与管理层对公司长期前景极具信心，公司私有化将更有利于企业专注于长期发展，不必过度关注短期股价波动。而被汇丰私有化后，恒生在制定策略与执行决策时，也将不再受到上市规则、监管审查以及公众股东意见的掣肘，决策流程得以大幅简化与加速。此外，恒生可受惠于共享集团资源。

2、经营重心与业务转向

汇丰整合后，恒生将聚焦于零售及高净值客户业务，同时在企业融资及中小企贷款上享受集团资源支持；但部分传统商业地产贷款业务或将逐步收缩，以优化风险收益结构。



3、资讯透明度下降

退市后，恒生不再须定期独立披露财务及风险状况，其品牌逐步整合至汇丰集团下，短期内投资者对资产质量及未来策略的可见度将下降。部分前线网点和中后台部门将整并或裁撤。

四、汇丰私有化恒生银行对香港银行业的启示和影响

（一）香港银行业面临困境和挑战

恒生银行的困境折射出香港银行业面临的结构性挑战。受香港商业房地产市场低迷、高息环境增加资金成本、金融科技公司蚕食传统业务利润等因素影响，香港银行业净利润增速从 2021 年的 18% 降至 2024 年的 4%，不良贷款率升至 3.2%。利率波动与竞争加剧压缩行业盈利空间。2025 年上半年，香港 21 家持牌银行中 8 家净利润增速为负。**低增长环境下，规模效应成生存关键，行业整合势在必行。**

恒生银行的情况尤其凸显了香港银行业对地产依赖的风险。恒生对香港商业房地产的贷款高度集中，截至 2025 年 6 月底，其香港商业房地产贷款余额达 1238 亿港元，其中仅 320 亿元属于最优质的第一阶段贷款，超过 900 亿元的贷款处于第二和第三阶段（信贷风险显著增加或已出现实质风险）。这种资产结构使恒生银行在香港地产下行周期中异常脆弱，而香港写字楼空置率攀升、开发商融资困难等宏观因素更加剧了这种脆弱性。

香港银行业整体面临的挑战为此次私有化提供了行业背景。行业困境导致银行股估值普遍低迷，香港可比同业 PB 中位数仅为 0.4 倍，而汇丰对恒生的出价对应 1.8 倍 PB，虽高于同业，但较恒生历史估值仍属低位。

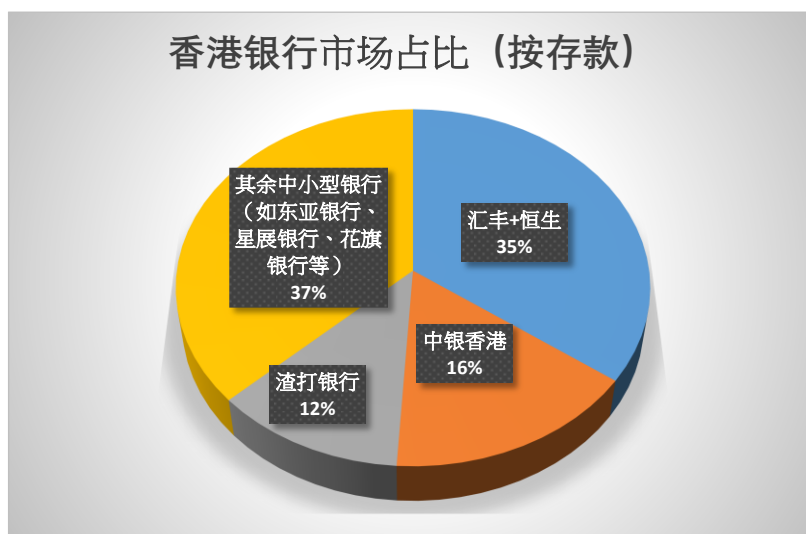
（二）恒生银行私有化将对香港银行业产生结构性影响

1、香港银行业市场集中度进一步提升

私有化后，汇丰系在香港存款市场的份额约 35%，形成汇丰、中银香港、渣打等巨头主导的格局，市场集中度进一步提高。前四大银行合计市占率接近 70%，大型银行在品牌、资本及资源上具有显著优势，未来或进一步巩固领先地位。**市场结构变化可能引发两重效应：一方面，大型银行拥有更强的风险抵御能力和规模经济；另一方面，竞争减弱可能损害消费者利益，中小企业融资服务可能边缘化。**



图 2：香港银行市场结构



数据来源：公开资料，Morning Star

（2）中小型银行或形成差异化竞争

市场集中度提高背景下，中小型银行与新兴虚拟银行面临更高的竞争，加剧盈利压力。中小型银行正透过专业化服务、区域深耕、市场细分及数字化改革，加强竞争力，以分食余下 30% 的存款市场。

（3）香港银行业可能出现整合浪潮

汇丰的举动可能促使其他银行评估自身业务架构效率，渣打、中银香港等机构已开始相关评估。汇丰整合后可提供更完整的跨境金融服务，但中小银行或被迫转向其他领域；虚拟银行及金融科技初创或迎来机会，以填补传统银行撤退的细分市场。中小型银行面临两种选择：要么寻求与大集团合作，要么专注特定领域。无论哪种选择，香港银行业都将告别过去的分散格局，进入“大鱼主导”的时代。

结语

汇丰私有化恒生银行是一场高度战略性布局，既有短期资本与透明度压力，但也将在中长期透过整合协同强化集团在亚太区的竞争优势，并提升集团盈利能力。对恒生银行而言，虽失去独立市场地位，却可在集团框架下获得更丰厚资源支持。对香港银行业而言，意味着竞争格局的再塑与监管模式的进一步完善。此次私有化既带来挑战也蕴含机遇。挑战在于市场集中度提高可能抑制创新与竞争；机遇在于强化后的银行巨头可能提升香港银行业的整体竞争力。



重要事项及免责声明

本档经由中国建设银行(亚洲)有限公司(「中国建行投资研究部」)刊发,档的内容未经任何香港的金融监管机构审阅(包括香港证券及期货事务监察委员会),仅供参考之用。本档并不构成、亦无意作为、也不应被诠释为专业意见,或要约或建议投资于本档内所述之任何产品、服务、外汇、商品、证券或其他投资产品。

本档所载资料乃根据中国建行投资研究部认为可靠的资料来源而编制,惟该等资料来源未经独立核证。本档表达的预测及意见只作为一般的市场评论,并不构成投资意见或保证回报。该等预测及意见为中国建行投资研究部或撰写本档的(一位或多位)分析员于本档刊发时的意见,可作修改而毋须另行通知。本档并未就其中所载任何资料、预测或意见的公平性、准确性、时限性、完整性或正确性,以及任何该等预测或意见所依据的基准作出任何明文或暗示的保证、陈述、担保或承诺,任何情况下,中国建设银行(亚洲)有限公司概不就使用或依赖本档所载任何该等资料、预测或意见直接或间接引致的任何损失承担任何责任及义务。投资者须自行评估本档所载资料、预测及/或意见的相关性、准确性及充足性,并作出彼等为该等评估而认为必要或恰当的独立调查。

本档所述的投资可能并不适合所有投资者,且并未考虑各收件人的特定投资目标或经验、财政状况或其他需要。因此,本档并无就其中所述任何投资是否适合或切合任何个别人士的情况作出任何声明或推荐,亦不会就此承担任何责任。投资者须基于本身的投资目标、财政状况及特定需要而作出投资决定,并应有需要的情况下咨询独立专业顾问。投资者不应依赖本档作为专业意见之用。

投资涉及风险,投资者应注意投资的价值可升亦可跌,过往的表现不一定可以预示日后的表现。本档并非亦无意总览本片所述投资牵涉的任何或所有风险。投资者作出任何投资决定前,应细阅及了解有关该等投资的所有发售档,以及其中所载的风险披露声明及风险警告。

货币汇率受多种因素影响,包括国家及国际金融及经济条件、政治及自然事件的发生。有时正常市场力量会受中央银行或其他体系所干扰。有时汇率及有关的价目会骤升或骤跌。某些政府可能会在很少或没有警告的情况下加设外汇管制或其他货币政策。该等政策可能对某货币的可兑换性有重大影响。人民币现时并不可自由兑换,并受外汇管制和限制(可能随时受到非提前通知的变化)。您应事先考虑并了解人民币资金流动性对您造成的影响。如果您将人民币转换为其他货币,人民币汇率的波动可能会令您承受损失。在岸人民币和离岸人民币乃按照不同法规下运作,在不同的独立市场和流动资金池以不同的汇率进行交易,它们的汇率变动可能会明显地不同。

债券。买卖债券涉及流通及利率风险,未必百分百能够保证赚取利润,反而可能招致损失。如果债券发行机构出现信贷或失责事件,客户有该机构未能如期向客户缴付利息或本金的风险。投资于新兴市场债券涉及特别考虑及较高风险,例如较大的价格波动、较不完善的监管及法律架构、经济、社会及政治的不稳定等。

证券买卖。买卖证券很可能会招致损失而不是一定获利。

证券孖展买卖。倘若客户在本行保持一个孖展账户,透过存入抵押品融资作交易的损失风险是重大的。客户遭受的损失可能会大于客户存于本行作为抵押品的现金及任何其他资产。市场状况可能令客户不可能行使或有指令,例如「止蚀」或「止限」指令。客户可能收到短期通知,须存入额外孖展或利息付款。倘若所须的孖展或利息付款未能在指定时间内作出,客户的证券抵押品可被清算而毋须客户同意。此外,客户对在客户账户中产生的任何不足的款项及对客户账户收取的利息,仍须承担法律责任。客户因此应慎重考虑因应客户本身的财政状况及投资目标,有关财务安排是否适合。

虚拟资产。一般而言,虚拟资产价格极为波动,没有内在价值,也没有任何政府、银行或实物担保,而且涉及一系列不同的风险。虚拟资产属高风险产品,不是每个人都适合参与投资。投资者应小心考虑自己的风险承受能力,以及是否了解虚拟资产的特性及风险。若未能完全理解虚拟资产或未能承受潜在亏损,便不应投资于这些资产。

编制本档的研究分析员证实,在本档表达的意见准确反映彼(彼等)研究分析员的个人意见,而彼(彼等)的薪酬的任何部分过往不曾、现在及将来亦不会与本档所载的特定推荐或意见直接或间接挂钩。

透过任何途径或以任何方式再次派发或改编本档或其中任何部分,均在严禁之列。本档无意向派发本档即触犯法例或规例的司法权区或国家的任何人士或实体派发,亦无意供该等人士或实体使用。在事前未得中国建设银行(亚洲)有限公司以书面方式表示批准的情况下,不得以任何方式或以任何途径(包括电子、机械、复印、录影或其他形式)复制或传送本档各部分或将本档各部分储存于可予检索的系统。

中国建设银行(亚洲)股份有限公司为一间受香港金融管理局规管之持牌银行,及证券及期货条例下的注册机构(中央编号:AAC155),从事第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)的受规管活动。本文件的数据并不构成买卖任何虚拟资产的建议或要约,也不构成任何预测未来可能发生的任何虚拟资产的价格变动。本文件由中国建设银行(亚洲)股份有限公司发行,并未经证监会或香港任何其他监管机构审阅。本文并非独立投资研究报告。