

滙豐私有化恒生 後續動作更重要

銘察秋

滙豐昨日提出以每股155元現金收購剩餘恒生銀行股份，恒生整體估值約2,900億元，計劃將恒生私有化從港交所除牌。滙豐現時持有約63%的股權，即約需出資1,061億元買下36%股權。此事立刻成為市場焦點，背後既有戰略邏輯，也有時機上的考量，但為何是現在？



陳漳銘
特許公司秘書公會會員、法律學士、EMBA、證監會持牌人

滙豐理由是「長期投資、支持香港」與「整合並提升區域業務協同」。但筆者深入剖析，認為亦有以下三大因素影響：

首先，提升處理資產資本配置的靈活性。恒生近年受香港及內地房地產相關壞賬影響，不良貸款上升，資本和風險管理壓力加劇。將恒生由上市公眾公司變為全資子公司，滙豐可更靈活分配資本、調整準備金及風險緩衝，並避免在公開市場上因股價波動帶來處理資本壓力。滙豐聲明指出交易會令滙豐的核心資本比率臨時受

壓，但滙豐準備暫停回購以恢復資本水平，顯示資本運作是決策核心。

其次，從策略上收編以強化香港平台。滙豐將香港與英國視為兩大核心市場。透過完全控制恒生，滙豐可更直接部署在香港的零售、財富管理和商業銀行資源，並將滙豐的全球產品鏈與恒生的優質客群串連，提升交叉銷售的協同效應。滙豐公開稱會保留恒生品牌與經營自主性，但實際上整合空間仍很大。

最後，是估值上的時機。恒生股價受壓一段時間，滙豐用約30%的溢價定價既能給予少數股東即時退出溢價，也把交易定在一個滙豐認為合理甚至偏低的估值；同時，滙豐藉此向市場與監管機構傳達對香港前景的信心。

私有化屬主動解決問題之舉

換言之，滙豐在見到恒生資產質量問題顯現、估值相對可接受的時點出手，既是低價買貨機會也是主動解決問題的時機。對滙豐而言，好處是能更靈活管理資本與風險，在內部進行資產分類或重組時不必受公開市場壓力束縛；其次是提升營運協同與投資效率，消除與少數股東溝通與上市成本，亦便於快速推動系統升級、產品整合與重組分銷渠道。

至於私有化壞處與風險，一是影響資本消耗與短期市場反應——收購短期將降低滙豐的核心資本比率，迫使其暫停股本回購甚至調整股息政策，拖累股價與投資者情緒；二是少數股東和監管機構可能提出反對或附帶條件而拖長過程；三是降低市場流動性與品牌形象意義——恒生上市以來均是香港金融重要象徵，其退市令資本市場失去一隻大型本地銀行股，可能被投資者視為對香港負面訊號。

滙豐持有約63%股權，按香港公司法與收購安排，若董事會與獨立董事組成的委員會支持方案，並獲法院及監管機關核准，方案通過的門檻實際上對滙豐有利。歷史經驗顯示，當大股東提出有吸引

力溢價並獲董事會推薦，除非出現利益衝突指控、估值爭議，少數股東反對的幾率有限。

整合優勢 香港業務或更上一層樓

不少人忽略，但筆者認為若成功私有化後，滙豐的後續動作更重要：

滙豐雖已承諾保留恒生品牌與本地授權，但大機會在後台系統、風險模型、合規框架及資本調配上做深度整合，創造更大的營運協同；可能會把某些風險性較高的地產相關資產與貸款轉到已非上市公眾公司的恒生，或透過內部定價調整風險報酬，而滙豐何時恢復回購及派息政策亦值得關注；估計會將更多全球資產配置、離岸產品、跨境財富管理渠道注入恒生，擴大非利息業務的利潤；預料滙豐必會進行人力整合及業務網絡評估，裁員或重組成本是無可避免。

滙豐此時提出私有化恒生，既是對香港長期押注的表態，也是主動處理恒生近期資產質量與資本壓力的方案。一個近百年歷史的本地龍頭銀行將從上市公眾公司變成集團控制，對香港來說，短期內或帶來市場與資本結構的震盪，但若滙豐能善用整合後的資本與網絡優勢，或可強化香港作為其亞洲核心的地位。

十月股災之說 先搞清楚概念

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

每逢10月，股市中人總要對傳統10月股災說法，作一點心理準備。統計數據上，相關證據並不壓倒性。誠然，當中有過大跌，但同樣有過大升，平均來說，仍是升多跌少。換言之，大家有此印象，某程度上是行為金融學上，常見的心理錯覺使然。

引伸波幅大 股價未必跌

10月波幅較其他月份為大，這是事實，但波幅大，不等於指數或股價向下，這亦是事實。事實是，大家常用的風險指標之一，人所共知的VIX指數，本身類似於量度美股標準的引伸波幅，也就是上落的程度，而不一定是跌市出現的幾率。

當然，一般來說，基於種種因素，包括槓桿的使用，以至拋空的局限，升得慢，跌得快，是股市常態，如此一來，若以後市波動程度作為焦點，往往是VIX量度的引伸波幅升，隨之而來的是跌市多於升市，這樣的一種聯想。

均值回歸追落後 借機回吐人之常情

至於港股本身，在10月有否什麼潛在的負面因素？其實所謂負面，就把正面反過來。不論是缺乏正面，抑或之前正面太多，某程度上都可以解讀為短暫負面。

比方說，十多年來，終於等到均值回歸，追落後，今年表現如有神助，但會否之前三季升得太多，有投資者藉機獲利回吐，人之常情，但說由此而影響整體大勢，似乎不符現實，尤其近年所見，A股和港股相關度高，反而港股跟美股未必一致。

但，即使如此，說到底，歷史上曾經出現不只一次大型跌市，其中部分最矚目的場景都在10月，始終是大家擔心所在。有趣的是，雖然港股歷史不及美股長，但起碼如今仍在市場上打滾的，很多人對於1987年10月的大跌，仍然有很深刻印象。

股市反映企業能力 萬里長空極不現實

事過境遷，究竟當年觸發點為何，甚至歷史有否公論，都不在這裏討論範圍。關鍵問題是：股災之後，一切如何？

不難發現，即使當日恒指大跌三分之一，也可以不久便回復原狀，甚至超越當時水平極多，說明了，何以長遠而言，在股市中只肯造淡造空者，不容易生存，因為股市不只反映經濟，真正反映的是已上市企業的賺錢能力，而後者擺明是強，強者愈強，否則如何過五關斬六將，甚至成為指數權重個股之一？

有此概念，即使對於股災有戒心，必須謹記股



● 10月股災月的說法存有不同版本，有分析認為投資者宜多作了解。

資料圖片
指向上的趨勢，所謂隨機，是有個正數的基礎，一切最多變零，股價股指不會負空。何況，變零本身已經極不現實，別妄想萬里長空。

無論如何，儘管歷史上有好幾次所謂股災，出現在10月份，但不等於10月便是股災月，兩者的邏輯關係要搞清楚。大波動可以是股價或指數大跌，亦可以是大升，歷史數據所見，平均而言，仍是升多跌少，即使對10月而言，亦復如是。

(權益披露：本人為證監會持牌人士，本人或本人之聯繫人或本人所管理基金並無持有文中所述個股。)

KPI現代管理智慧之鑰 助力北都區提速發展



龍漢標
立法會地產及建造界議員

在現代的商業和公共行政領域，KPI（關鍵績效指標）早已成為一種普及的行政管理工具。

香港人對關鍵績效指標並不陌生，從企業績效、零售推廣，以至政府的施政報告中，都重視關鍵績效指標在施政與管理中的重要性。關鍵績效指標的核心，在於將訂立好的政策與營運目標，化為可量化的指標，更重要的是用作管理進度、衡量成效，並在不斷變化的社會和市場環境中作適時調整。

KPI並非近代才有的新事物。據文獻記載，其雛形可追溯到歐洲工業革命時期，早在19世紀初，蘇格蘭已有紡紗工廠，使用不同顏色的木塊放於員工桌上，標記工人每日表現，黑色代表不理想，白色代表優秀，從而提高產量和效率，可以視為早期績效管理的雛形。

再看現代政府行政管理中也有引用KPI推動施政效率。如新加坡政府科技署就以政府數碼服務滿意度年度調查作為部門指標，衡量公眾對政府數碼服務的評價，並將結果作為改善服務的依據。新加坡政府的「數位政府藍圖」亦訂立出15個KPI，涵蓋公務員數碼科技應用能力、政府部門使用人工智能項目數量等用以檢視政府在數碼化、服務電子化等進展，作為優化政策的依據。

KPI亦在近年幾份施政報告中被多次提及，訂立「以結果為目標」的施政理念。2022年和2023年施政報告就分別訂立了百多個不同指標，當中包括KPI，以達至「除了監察進度，亦為了在需要時作出指導及修正，希望幫助部門解決問題」。可見KPI已是現代公共行政管理的關鍵工具。這管理思維，正好與北都區簡化行政程序、「拆鬆綁」的政策互相呼應。新一份施政報告提出，由特首領導三個高層次工作組，並將北都區發展制訂專屬法例以建立靈活的法律和施政框架。政府定出了北都區發展目標並制訂行政架構和法例，作為政府部門和公務員在處理北都區項目時的依據。政策體現政府持續創新的施政理念。

發展時間跨越十年 KPI作用大

然而，北都區發展時間跨越十年，社會與市場環境必然不斷變化，這正是KPI發揮作用之處。透過訂立適切的指標，例如行政審批時間縮短幅度、土地平整進度、基建項目完成率、產業園區招商成果等，政府既能為前線部門提供清晰指引和制訂服務承諾，亦能定時審視施政效果，因應社會、經濟發展而作出修正，讓施政目標、行政治理互相配合，從而加快北都區進程，成為香港經濟的新引擎。

《騰訊傳》讀後感：創新為企業的靈魂

財經淺談

陸宏立 香港理工工商管理博士、香港銀行學會考試審核委員會委員、香港董事學會培訓委員會委員、香港學術及職業評審局專家

一間企業得以在競爭大潮中脫穎而出，有賴本身自強不息。

筆者最近閱讀《騰訊傳》(1998—2016)中國互聯網公司進化論(吳曉波著，浙江大學出版社，2017年第1版)，對此頗有啟發。

作者用「十年磨一劍」的認真精神，花5年多時間，走訪了60多位騰訊的各級管理者，並進行了多輪次的百人級外圍訪談。他還走訪了互聯網業界的從業者、觀察家和騰訊的競爭者。該書是一次大規模的「田野調查」，同時也是現場目擊紀錄。

《騰訊傳》全面地記述騰訊崛起的背景、經過及波折，並以互聯網的視角詮釋中國在融入全球化進程中的種種努力和獨特性。

騰訊由1998年開始創業成為世界級互聯網巨頭，以即時通訊工具起步，逐漸進入社交網絡、互動娛樂、網絡媒體、電子商務等領域，在超高

速發展的同時亦飽受爭議，在「3Q大戰」的激烈衝突之後又進一步走向開放。騰訊的發展路徑，是中國互聯網企業成長的縮影。

用自己創新 模仿別人成功之處

本書指出，騰訊在發展的初期，做對了三件事。第一，它對ICQ的模仿建立在微創新的基礎上。它把信息存從客戶端轉移到服務器端，從而適應了當時中國的上網環境。

第二，騰訊很早就提出「用戶體念」的概念，它富有創意地推出了「會員服務」，一切建基於滿足用戶的需要及用戶體驗的設計，使客戶流量來了不想走。

第三，馬化騰在創業不久後便開始謀求資本市場支持。騰訊是第二家在香港上市的互聯網公司。作者概括出馬化騰團隊所形成的極具個性的核心能力，包括：(1)產品極簡主義；(2)

用戶驅動戰略；(3)內部賽馬機制；(4)試錯迭代策略；(5)生態養成模式；(6)資本整合能力；及(7)專注創業初心。真是一矢中的，彈無虛發。

「讀懂騰訊，便讀懂中國互聯網史。」今天的中國，建基於ICT網絡，以人工智能為引擎的第四次工業革命，正進入一個萬物感知、萬物互聯、萬物智能的世界。中國的互聯網人在對應用迭代和對本土消費者行為了解上，找到自己的處理辦法，並位居世界前列。

讀畢《騰訊傳》，筆者的最大感受是創新是一個企業的靈魂。騰訊的成功在於勇於創新，而一分耕耘，一分收穫，沒有人能隨隨便便就能成功。成功總是充滿了汗水，這是顛撲不破的真理。

一個肯與時俱進的企業蘊藏著無限的潛能；只要自強不息，一切皆有可能。

人行「囤金」為大趨勢 香港拓黃金交易市場及時而重要

龐溟 經濟學博士、經濟學家

根據國家外匯管理局的最新統計數據，截至9月末，中國官方黃金儲備為7,406萬盎司，較8月末增加4萬盎司，已連續11個月增持黃金。考慮到國際金價在9月份累計上漲超過10%，中國人民銀行9月份環比增持黃金的速度相比今年以來6萬至7萬盎司的月均增持規模有所放緩，顯示出人行在優化儲備結構、擴大黃金儲備規模與成本控制等目標之間的精準平衡。

多度小幅補倉 有深遠考量

中國官方黃金儲備在2009年快速突破千噸關口後，近幾年一直保持溫和且有韌性的增量。在筆者看來，面對國際環境的多變與不確定性，在全球主要央行紛紛「囤金」的背景下，人行的低量多次小幅補倉節奏，更易于平滑市場波動、把握成本窗口、降低一次性大批量購入對金價的衝擊，既提前對沖了全球宏觀風險，又可以在關鍵節點提供「官方預期」信號，持續為市場預期提供「穩定器」功效，還折射出人民幣國際化與外匯儲備多元化戰略布局的深遠考量。

近年來，金飾類和金條類等傳統黃金消費性有所下滑，而黃金ETF和央行購金等投資類需求則出

現明顯增長，開始成為影響黃金總需求的核心變量。

自2019年3月29日起，各國央行可以將按市值計價的黃金持有量計算為現金持有量，列入與貨幣具有同等地位的一級資產和可進行擴充資產負債表的核心資產，黃金的貨幣屬性得以大大強化，並對美元形成趨勢性替代。在之後數年間，各國央行總體購金量處於歷史高位水平。全球央行黃金儲備分佈的不平衡及黃金佔外儲比例分佈的不平衡，也意味著新興經濟體央行購金具有持續性的預期。特別是俄羅斯、土耳其、印度等新興經濟體央行，出於去美元化和通脹對沖的雙重需求，正大幅擴充其黃金儲備。

黃金作用多元 具保值增值

與此同時，儘管近年來黃金的全球已探明儲量有所增加，但受礦山產量增速有限、礦石品位下降、勘探難度加大、開採成本上升、回收金源小幅下滑等不利因素影響，全球黃金新增供給已難提速。按當前生產水平計算，全球可開採年限僅為約20年。在這種供需緊平衡格局下，金價上行動能仍將穩固。

黃金既是商品也是金融資產，兼具工業、珠寶、

貨幣及投資屬性。黃金在跨周期避險、抗通脹、長期保值增值等方面仍具備獨特優點，是全球廣泛接受的最終支付手段。在全球主要儲備貨幣仍以美元為主的格局下，黃金作為國際公認的避險資產與最終支付手段，能在特殊情況下為官方外匯組合提供補充保障。預計各國央行和投資者將會繼續增持黃金投資，並以其投資需求和避險需求持續為金價提供支撐。

金價波動風向標愈發凸顯

筆者認為，人行推進國際儲備多元化，在組合配置中加入和動態調整黃金儲備的戰術操作不會改變，持續增持黃金的戰略方向也不會改變。伴隨着人民幣國際化進程提速，搭配一定規模的黃金儲備，不僅為境外央行和機構持有人民幣資產提供信心背書，也為「以人民幣計價的黃金產品」奠定流動性基礎，為穩慎推進人民幣國際化創造有利條件。可以說，從優化國際儲備結構、穩慎扎實推進人民幣國際化以及應對當前國際環境變化等角度出發，未來人行增持黃金仍是主方向。

隨着國內外經濟金融格局演進和市場避險情緒時刻變化，黃金依舊是儲備管理的重要支柱，而金價

波動的風向標意義也愈發凸顯。中國在全球黃金市場的穩健布局，不僅為自身儲備資產的安全加碼，也為國際投資者提供了重要的前哨信號，促使機構和投資者重新審視資產配置中的黃金比重。

正因如此，行政長官在2025年施政報告中提出加速建立國際黃金交易市場，以三年超越2,000噸為目標，建立區域黃金儲備樞紐，建立香港黃金中央清算系統等措施，可謂正當其時。

香港作為國際金融中心，建立了成熟的金融結算體系和豐富的金融產品，可以協助投資者以黃金基金和代幣化黃金投資產品等多種方式增加黃金投資頭寸、達致投資組合多元化。香港擁有全球最大的離岸人民幣資金池，為人民幣計價的黃金交易提供了基礎和保障。香港具「一國兩制」優勢，與內地市場進行互聯互通、合作協同，共同發展「在岸+離岸」的黃金交易生態系統，進一步加強境內外黃金市場的深度與流動性，不斷提升中國在全球黃金市場的話語權和影響力。香港在當中扮演的角色，既及時又重要。

題為編者所擬。本版文章，為作者之個人意見，不代表本報立場。