

滙豐整合恒生：一場香港銀行業效率革命正式展開

銘察秋毫

去年10月，當滙豐宣布私有化恒生銀行時，市場焦點大多放在收購價格、少數股東利益以及恒生除牌等問題。然而，《銘察秋毫》在2025年10月10日率先指出，私有化只是第一步，真正值得關注的是完成私有化後的人事及架構重組，以及如何釋放協同效應。如今，隨着市場消息指出滙豐香港與恒生七大職能部門正式展開整合，甚至出現兩個主管變一個主管的安排，筆者當初的判斷正逐步得到印證。



陳淦銘

特許公司秘書公會會士、榮譽法律學士、EMBA、證監會負責人員牌照

不少人將今次整理解為一般企業重組，但若放在全球銀行業發展趨勢來看，這其實代表滙豐在亞洲最重要市場正式展開新一輪管理改革，其意義遠比節省幾百個職位更深遠。過去數十年，滙豐與恒生一直保持「母公司加上市附屬公司」模式。雖然恒生品牌深入香港市場，在零售銀行、中小企及按揭市場均建立優勢，但兩家銀行在資訊科技、財務、人力資源、合規、風險管理、法務及內部審計等後勤部門，其實存在大量重複投資與管理架構。上市地位限制了兩者深度整合，如今恒生已成為滙豐全資附屬公司，這些限制自然消失，整合便成為順理成章的下一步。

值得注意的是，今次市場消息並非單純裁員，而

是採取「One Leadership」（統一領導力）模式，即由一位主管同時負責兩家銀行相同職能，再由兩個團隊共同支援。

統一領導力 提升決策效率

根據媒體報道，目前涉及企業傳訊、公司秘書、風險與合規、資訊科技、內部審計、財務及營運等七大企業職能。這反映滙豐希望統一策略、提升決策效率，同時保留兩個品牌前線業務的獨立性。

更值得市場關注的是，消息指出不少整合後的主管由恒生管理層擔任，部分原本滙豐香港主管甚至改為向恒生一方匯報。這並非代表恒生反客為主，而是反映滙豐集團採取「Best Talent Wins」的管理理念。誰最熟悉香港市場、誰最具執行能力，就由誰帶領整合後的新架構，而不是單純以品牌區分。

從財務角度分析，整合的核心目標仍然是降低成本收入比（Cost-to-Income Ratio）。近年全球銀行業正面對三大壓力：數碼化投資急增、監管成本持

續上升，以及香港銀行貸款需求放緩。在這種背景下，即使收入保持穩定，成本控制亦成為提升股東回報的重要手段。滙豐行政總裁艾橋智自上任以來，已持續推動全球成本優化、出售非核心資產及精簡架構，而香港作為集團最重要盈利來源，自然成為改革重點。

或從四大方向融合

然而，今次整合仍只是第一階段。

筆者相信，未來一至兩年，滙豐與恒生將進一步推動更深層次的資源融合，至少有四個方向值得留意。

第一，是資訊科技平台全面整合。目前兩家銀行仍保留不少獨立系統，包括核心銀行系統、客戶資料平台、支付基建及後勤營運。未來有機會逐步統一基礎平台，利用人工智能、自動化流程及雲端技術，減少重複投資，提高營運效率。

第二，是財富管理全面協同。近年財富管理已成為滙豐全球最重要增長引擎，而香港亦正積極發展家族辦公室及跨境財富管理。未來滙豐與恒生很可能共享產品平台、研究分析及投資顧問資源，再利用兩個品牌接觸不同客戶群，形成一個平台、兩個品牌的營運模式。

第三，是企業銀行及跨境金融資源共享。滙豐擁有全球網絡優勢，恒生則深耕本地中小企市場。未來兩者可共同服務粵港澳大灣區企業，由恒生負責本地客戶關係，滙豐提供跨境融資、外匯、貿易金

融及國際現金管理服務，提升整體客戶價值。

第四，也是最值得關注的一步，就是前線渠道的逐步融合。短期內兩個品牌相信仍會並存，但長遠而言，不排除部分分行網絡、後勤營運中心、客戶服務中心，以至企業客戶經理團隊，逐步實現資源共享。品牌可以保留，但營運模式將愈來愈接近「一個集團、一套平台、多個品牌」。

對香港銀行業而言，滙豐今次改革亦具有示範作用。近年香港銀行普遍面對淨息差收窄、貸款增長放緩、金融科技競爭加劇等挑戰，單靠擴充規模已難以維持盈利增長。未來銀行競爭將由「誰的分行最多」，轉變為「誰的營運效率最高」。因此，可以預期其他大型銀行亦會重新檢視旗下附屬機構、數碼平台及後勤架構，尋求更大的規模經濟。



● 消息指出滙豐香港與恒生七大職能部門展開整合。圖為滙豐中環總部。 資料圖片

模型主權、Token 經濟學與區塊鏈新機遇 (四之一)

梁淨明 HashKey Capital 研究員

加密演義

當前，所有使用大型語言模型的機構都面臨着兩大壓力：模型主權風險以及Token（詞元）成本壓力。現階段，各國政府將人工智能（AI）視為國家戰略資產，既包括支撐模型運行的先進晶片，也涵蓋模型本身。近期案例顯示，Anthropic的Fable和Mythos模型曾因美國商務部發布出口管制指令而受到限制。OpenAI的GPT-5.6在面向公眾開放前，也僅向受限範圍的用戶提供服務。雖然Fable 5的訪問權限現已恢復，但上述事件表明，在政治議程和國家優先事項的影響下，前沿人工智能模型的獲取正受到越來越多的外部限制。

對於用戶而言，付費訂閱AI服務已不再意味着能夠穩定獲得前沿模型的訪問權限。此外，Fable 5還內置了分類器機制。凡被識別為涉及生物學、化學、蒸餾技術或網絡安全的請求，都會被自動轉交給能力相對較弱的Opus 4.8模型處理。值得關注的是，上述情況均發生在用戶未出現違規使用行為的情況下。這意味着，模型能力的供給和可獲得性在很大程度上仍由供應商單方面決定。模型供應商可以基於自身政策對模型能力進行限制、降級，甚至直接撤回相關服務。因此，過去依賴單一模型供應

商的企業，需要重新評估自身的供應依賴風險，因為對於最先進模型的訪問權限，可能在短時間內被單方面限制，甚至被完全取消。

隨着人工智能應用規模呈指數級增長，企業所面臨的成本壓力也在持續上升。據報道，Uber僅用四個月便耗盡了其2026年度全部AI編程工具預算，隨後不得不採取措施，將每名員工在每項工具上的月度支出上限設定為1,500美元。特斯拉、亞馬遜和Meta等多家企業也採取了類似做法。在此背景下，通過設置使用額度上限、團隊預算管理以及檢查使用情況等方式控制成本，已逐漸成為企業的普遍做法。其目的在於遏制不必要的支出，並評估AI投入是否能夠轉化為實際經濟產出。

去中心化區塊鏈迎更多需求

模型主權風險與Token成本的雙重壓力，正為以透明、無需許可、抗審查和用戶自主控制為核心理念的Web3 AI企業帶來新的發展機遇。去中心化區塊鏈基礎設施有望強化模型所有權保障，提升數據隱私保護水平，降低對中心化中介機構的依賴，並增強人工智能系統的韌性和可驗證性。當前，這一

發展路徑已經在不同層面得到實踐。在模型層，Nous Research推出的開源Hermes系列模型，體現了開放模型生態的發展方向；在推理層，Venice AI與NEAR AI的結合，進一步增強了隱私保護、匿名性和結果可驗證能力；在基礎設施層，去中心化算力市場則將上述理念延伸到底層算力資源的組織和供給方式。

2026年6月，Anthropic因國家安全相關出口管制，被要求暫停所有用戶對Claude Fable 5和Claude Mythos 5的訪問。約三周後，隨着相關指令解除，上述模型的訪問服務才得以恢復。無論人們對這背後的政策爭議作何評判，其反映的現實情況十分明確：一項行政指令可以在數小時內使一款原本面向全球用戶開放的人工智能產品全面下線，而受影響用戶既無法提出申訴，也難以通過其他途徑繼續獲得相關服務。

正是出於對上述風險的考量，各國政府和企業正加快推進「主權人工智能」建設，即通過發展自主算力體系、本土大模型和本國基礎設施承載能力，避免因依賴境外供應商而面臨服務被中斷的風險。

（待續）

從有餘到有為：中等發達國家的文明尺度

程實 工銀國際首席經濟學家

宏觀分析

「窮則獨善其身，達則兼濟天下。」出自《孟子》，本為修身之道，用於國家層面，同樣揭示了一條發展邏輯——從有餘到有為。IMF國家分類實踐也提供了印證，經濟規模和人均收入只是「發達國家」的表層指標，真正構成「發達」內涵的，是結構是否穩固，制度是否透明，社會是否包容，創新是否持久。財富水平可以衡量一個國家有多富裕，而文明能力才可以決定一個國家有多發達。

首先，什麼是發達國家？富裕不等於發達。從經濟結構來看，IMF指出如果一個經濟體出口高度集中，即便人均GDP可觀，也難以滿足「發達經濟體」的要求。當前，在第四次科技革命蓄勢待發的背景下，人工智能、清潔能源、生命科學等領域的競爭加速演進，技術擴散、產業升級和創新能力，也正成為區分「高收入國家」與「發達經濟體」的關鍵變量。

其次，什麼是中等？中等不等於中間。從結構角度看，「中等」意味着經濟體系已具備較為完整的產業鏈與產業體系，既有跨周期運行的韌性，又在向高端製造業、高附加值服務業不斷延伸。從制度角度看，「中等」反映出治理體系已經構建起基本透明、相對穩定的規則框架，宏觀政策具備一定的前瞻性與連續性，公共治理的精細化程度與效力正

在逐步提高。從社會角度看，「中等」體現為教育、醫療、社保和公共服務覆蓋大多數人口，社會流動渠道基本暢通，但在公平性、可及性與服務質量方面仍有提升空間。從文明角度看，「中等」意味着精神文明建設、公共理性培育、文化創新能力已有顯著進展。從國際功能看，「中等」代表國家已經可以在區域和全球層面提供一定公共產品，但系統化的全球公共品供給能力尚需進一步強化。

5大方向實現中國式現代化

最後，中國如何走向中等發達國家？底線穩固、上限打開。

在「全球一時間」坐標中審視中國的發展道路，可以看到中國式現代化試圖回答一個比「如何變得更富裕」更深層的問題。中國式現代化提出的五大特徵，正是這一邏輯在結構、制度、社會與文明維度上的展開。

首先是人口規模巨大的現代化。人口廣覆蓋是中國式現代化最鮮明的約束，也是最獨特的優勢。任何國家的現代化都需要構建普惠的公共服務體系，人口規模、地理格局、城鄉結構與區域發展水平疊加，使得現代化必須在高度複雜的內部結構中保持整體推進。

其次是全體人民共同富裕的現代化。技術變革加速、人口老化加深、城鄉空間重構等因素疊加，使得分配結構面臨新的挑戰。能否在不同區域、不同群體之間形成兼具效率與公平的分配格局，關係到社會穩定，也關係到消費潛力挖掘、創新活力培育和全要素生產率提升。

第三是物質文明和精神文明相協調的現代化。物質基礎提供底氣，精神文明塑造氣質。微觀層面，收入提升改善了個體生活條件。

第四是人與自然和諧共生的現代化。發展方式能否轉向可再生、可持續，已經成為判定一個國家能否在未來保持競爭力的重要維度。中國式現代化將綠色轉型、生態文明建設和低碳發展上升為長期戰略任務，通過「雙碳」引導能源、產業和技術結構的深度調整。生態環境治理體系的完善、城市更新與存量優化的推進、綠色技術與綠色產業的擴展，為經濟增長更新了邊界條件。

最後是走和平發展道路的現代化。和平發展既是中國式現代化的對外原則，也是維護內部穩定預期的重要條件。中國通過堅持合作共贏、推動制度性開放、參與全球治理，為自身發展爭取相對穩定的外部環境，從而為中國在全球體系中的長期參與提供支撐。

財富管理：建立完整投資周期的閉環思維

黃偉棠 寰宇天灝投資管理行政總裁、香港都會大學客席講師、註冊會計師、特許金融分析師

在複雜多變的全球金融市場中，個人與機構投資者常面臨市場波動與情緒干擾的挑戰。日前於香港都會大學講授投資管理課程時，與學生深入探討實現資本長期穩健增長，關鍵在於理解並執行一套系統化的「投資周期」。這不僅是單純資本調配，更是涵蓋目標設定、策略制定、風險控制及定期復盤的動態管理體系。從概念建立到實務操作，每一個環節都環環相扣，共同構成財富累積堅實基石。建立這種周期觀念，能讓投資者在面對經濟循環與市場牛熊交替時，始終保持清醒頭腦與戰略定力。

投資者首先需要釐清「投資目的」，如安居置業、子女教育或退休生活等願景。但僅有願景不足以指導日常操作，必須轉化為理性的「投資目標」。這要把抽象需求量化為具體財務指標，包括

計算預期年化收益率、資金使用期限以及可承受的最大回撤極限。明確量化目標，能在市場出現極端狂熱或恐慌時發揮穩定作用。

當量化目標確立後，核心命題轉向排兵布陣。研究表明，投資組合長期收益差異中，有九成以上源於資產配置結構設計，而非單純個股選擇或短期擇時。資產配置主要分為戰略與戰術兩個核心層次。前者着眼於長期宏觀趨勢，確定股債及另類資產的基本比例；後者則在戰略框架約束下，針對中短期市場波動或估值偏離進行動態微調，捕捉階段性收益或規避黑天鵝風險。配置結構確立後，執行流程遵循嚴格「自上而下」過濾：先進行策略選擇，再延伸至資產類別配置，最終落實到具體標的精選。

在追逐高收益的過程中，建立完善風險管理系統是不可或缺的防護網。隨着市場價值波動，各類資

產漲跌會打破初始平衡比例，使組合風險敞口被動放大。此時，必須執行機制化的「定期調倉再平衡」。透過賣出漲幅過高、估值偏高的資產，並將資金補倉至相對低估標的，強制實現理性高拋低吸。這項操作能有效幫助投資者克服追漲殺跌的貪婪與恐懼，使組合重新回歸初始風險與收益平衡點，守住長期配置底線。

周而復始 復盤再投資

投資周期終點，也是下次循環的起點。在完成階段性執行與調倉後，投資者必須進行嚴謹定期業績復盤。要以客觀數據為錨，剝離運氣成分，深入剖析收益歸因——明確回報是來自於可複製策略邏輯與深度研究，抑或僅是搭乘市場普漲大勢順風車。投資本質是認知的變現。

美伊邊談邊打 左右各國貨幣政策

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

百家觀點

本欄上周提及日圓跌勢值得跟進，畢竟作為套息交易組成部分，萬一市況逆轉，如受中東戰事影響，油價推升通脹預期，各國央行急於加息，現金流折現模式下，股匯債商品估值打折，拆倉潮或會動搖日圓根基。

若美年內加息 日圓難免走低

從最根本說起，日本經濟迷失四十年，儘管日股過去幾年反彈，但日圓利率（不論名義或實質）以至通脹水平重回正軌，絕非易事，若碰巧美國意圖加息，日圓相對走低無可避免。說到底，日本央行既要跟當地政府交代，後者又要跟美國政府協調，若美國年內加息，日本亦只能先作退讓。本周美聯儲議息，儘管不加不減居多，但日本央行仍得誠惶誠恐，聽候指示。

由此看來，議息決策仍須視乎戰事發展。即月紐約期油曾急升至最高每桶93.5美元，已踏入本欄所指90至100美元的警戒區間，投資者倉位調度，降系統性風險，美債孳息升，美股指數及金價受壓。參考今年第二季所見，戰事激烈時，油價於90至100

美元高企為時比外界預計為長，觸發通脹預期，自然令各地央行加息概率趨升，以現金流折現模式計，普遍資產價格估值打折，不論股匯債商品，都有一定負面影響。整體風險胃納愈低，日圓弱勢愈明顯。

中期選舉難回天 特朗普兵行險着

整體而言，要留意美國中期選舉，共和黨或已打定輪數，正常部署回天乏力，特朗普便乾脆兵行險着，繼續以其選民支持者喜歡的另類做法，動搖現狀，是否有效另一回事，但起碼行動多，上述中東實地戰是其一，近日又再興起關稅戰新招則為其二。如此一來，短期各方風險胃納下降，應是大勢所趨。

但誠如本欄一直說，特朗普在位，不管首屆任期，抑或競選連任敗陣後再重新上場，對於投資者而言，有個明顯特色，就是其消息無盡，而且猶如無定向風，金融市場上，一概以此為隨機震盪，不能不理會，又不能太過在意。

這種若有意若無意，甚至不經意的心態，可能比較有利於投資者面對忽上忽落的市況。事實上，過去兩三星期，美方對於伊朗態度轉趨強硬，取消和談，乾脆開打，地緣政治風險增加，連帶一眾資產價格的表現，近日市場動態再有明顯變化。

面對隨機震盪 風物長宜放眼量

上周末又有新變化，當大家一面倒押注戰事持續，油價連續大升多日，金股齊跌，又迎來一記轉身，翻來覆去，很難令人不聯想，之前屢次傳出，特朗普班子，不只其本人，也在金融市場上，以內幕消息圖利，上下其手。

既然不可能比其更早知道動向，與其緊跟其變化仍落後形勢，被動如斯，較可取的反而是降槓桿，免受隨機震盪干預。風物長宜放眼量，中長線角度觀全局，起碼一個月或一季，甚至半年，才較值博。

（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。）

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。