

银行：专业化潮起

贝塔策略工作室 杜丽虹

摘要

随着中国金融领域的对外开放，多种形式的外资银行开始冲击中国的金融市场，同时，资本市场的高速发展也对传统商业银行提出了新的挑战，这一切都要求中国的银行不能再因循着传统的路线，走存贷款的古老模式，也不能只简单的学习业务模式的创新，——中国的银行到了需要战略的时候了，尤其是新兴商业银行，生存在四大国有商业银行庞大的网点与外资银行多样化的金融工具夹缝中，该如何拓展自己的生存空间、实现赶超？

尽管目前金融政策仍限制着许多战略模式的自由度，但多元化与专业化的业务战略是一个关系到风险资本如何最有效配置的问题，而资本作为银行吸收风险的最后防线，它的有效配置决定了银行的极限扩张速度。尤其是对于那些生存在四大国有商业银行庞大销售网络与外资银行多样化金融工具夹缝中的新兴商业银行，如何发挥每一元资本的最大杠杆、并产生最大回报？如何拓展自己的生存空间、实现赶超？以组合风险为考量的业务战略、以资本回报率为核心的业务选择，正推动着全球银行新一轮的并购和剥离。在这一过程中，相比于混业经营的流行，HDFC 集团的业务专业化战略与花旗的客户专业化战略也许能为我们提供更有意的参考——金融创新打破了传统金融产业的价值链，新兴银行需要颠覆传统理念，以更具想象力的方式分解、再造金融产业的价值链。

银行：专业化潮起

随着中国金融领域的对外开放，多种形式的外资银行开始冲击中国的金融市场，同时，资本市场的高速发展也对传统商业银行提出了新的挑战，这一切都要求中国的银行不能再因循着传统的路线，走存贷款的古老模式，也不能只简单的学习业务模式的创新，中国银行业的结构战略该提上日程了。

尽管目前金融政策仍限制着许多战略模式的自由度，但多元化与专业化的业务战略是一个关系到风险资本如何最有效配置的问题，而资本作为银行吸收风险的最后防线，它的有效配置决定了银行的极限扩张速度。尤其是对于那些生存在四大国有商业银行庞大销售网络与外资银行多样化金融工具夹缝中的新兴商业银行，如何发挥每一元资本的最大杠杆、并产生最大回报？如何拓展自己的生存空间、实现赶超？以组合风险为考量的业务战略、以资本回报率为核心的业务选择，正推动着全球银行新一轮的并购和剥离。在这一过程中，相比于混业经营的流行，HDFC 的业务专业化战略与花旗的客户专业化战略也许能为我们提供更有意的参考——金融创新打破了传统金融产业的价值链，新兴银行需要颠覆传统理念，以更具想象力的方式分解、再造金融产业的价值链。

（一） 新兴银行的专业化道路

自 1998 年花旗集团并购旅行者成为全球最大的银行以来，混业经营巍然成风，新巴塞尔协议的出台更赋予了综合性大银行以更低资本运做更大资产的自由空间，分析师一度认为小型专业化银行将面临严峻挑战。但事实相反，随着金融创新的推进，传统银行的价值链被分解、再造，一批高效率的专业化银行由此诞生，不仅如此，以证券化为代表的金融创新及各种中间服务的兴起，更为专业化银行提供了多种放大资产杠杆的工具，从而可以绕过资本充足率的限制，以单一业务的规模化对抗综合性银行的范围经济优势！

1. HDFC 集团的启示：颠覆传统银行存贷模式

作为一家印度的私营银行，HDFC 进入中国人的视线应该归功于招商银行。随着招商银行股价的一路飚升，市净率创纪录的突破四倍，中国的分析师们发现在花旗、汇丰这些世界性银行巨头身上已经找不到答案了，于是将目光投向了印度这个同中国一样高速成长的人口大国里，市净率一度突破 6 倍的 HDFC 随之映入了眼帘，尤其是当人们惊奇地发现 HDFC 有 70% 的收益都来自于零售业务时，招商银行作为中国的“零售明星”就显得更加耀目了。但经过深入的研究，我们发现，其实 HDFC 不象招商银行，倒更象民生银行，它们都具有贷款领域的相对优势，只是开放的金融环境为 HDFC 提供了高速扩张的外部资金，使它可以将专业化进行到底，成为一家“只做贷款，不做存款”的高度专业化银行！

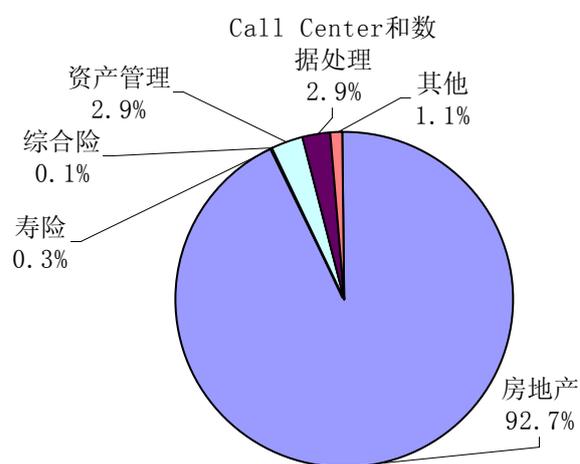
1.1 混业的构架，专业化的经营：90%的收益来自房地产贷款！

表（1）是 HDFC 集团旗下的子公司列表，其中包括了保险公司、基金公司、信托公司，甚至还有风险投资公司，HDFC 似乎已经走上了混业经营的多元化道路。但实际上，从图（1）-（3）的收入、利润和资产结构中不难看出，HDFC 是一家高度专业化的银行，其收入的 93%、营业利润的 88% 都来自于房地产业务（主要是房地产贷款），资产中更是有 95% 的房地产贷款——尽管有着一个混业经营的构架，但 HDFC 本质上是一家专业化的房地产贷款银行。

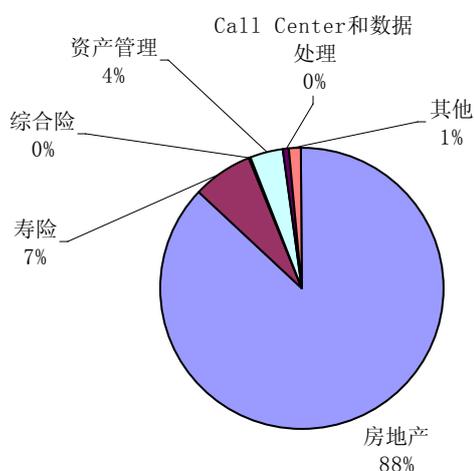
表（1）HDFC 的子公司列表

Company	Shareholding %
HDFC Developers Limited	100.0
HDFC Investments Limited	100.0
HDFC Holdings Limited	100.0
HDFC Trustee Company Limited	100.0
HDFC Realty Limited	100.0
Home Loan Services India Private Limited*	100.0
HDFC Ventures Trustee Company Limited	100.0
HDFC Venture Capital Limited	80.5
HDFC Standard Life Insurance Company Limited	78.8
HDFC Chubb General Insurance Company Limited	74.0
GRUH Finance Limited	61.9
HDFC Asset Management Company Limited	50.1
Intelnet Global Services Private Limited	50.0
HDFC Bank Limited*	22.0

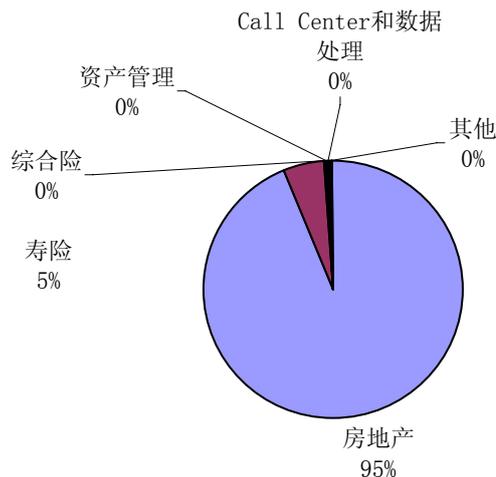
*Includes shareholding of HDFC Investments Limited and HDFC Holdings Limited



图（1）HDFC 的各业务部门的收入贡献



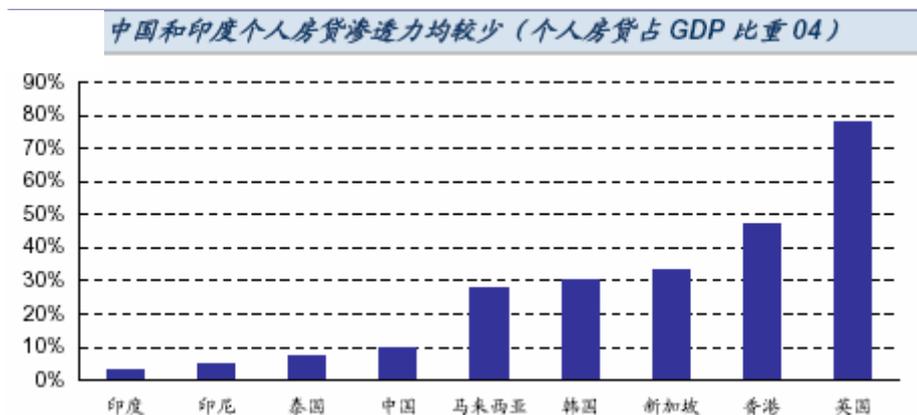
图（2）HDFC 各业务部门的营业利润贡献



图（3）HDFC 各业务部门的资产占比

1. 2 快速膨胀的贷款与日渐萎缩的存款：只做贷款不做存款的银行

作为一家专业化的房地产贷款银行，HDFC 在印度高速成长的房地产贷款市场上尽享成长的喜悦，在 1996~2005 的十年时间里，年新增贷款额翻了十倍，年均增长率 26%。不过相比于发达国家 50% 甚至更高的个人房贷渗透率，印度仅 3% 的个人房贷渗透率为 HDFC 展现了一个更加广阔的未来。



图（4）各国个人房贷渗透率比较

不过，有趣的是，与快速膨胀的贷款不同，HDFC 的存款额自 2003 年以来非但没有增长，还略有萎缩，存款在债务融资中的比重也从十年前的 50% 以上下降到 19%，今天，支撑 HDFC 高速扩张的已不再是存款，而是银行间的同业拆借和国际资本市场融资——2005 年，作为纽交所的上市银行，HDFC 刚在纽约完成了一次私募性质的债券融资。目前，HDFC 的债务融资中只有 19% 来自存款，其余 11% 来自外资银行拆借、37% 来自国内银行贷款、33% 来自债券和可转债融资。从某种意义上说，HDFC 正逐步发展成一家只做贷款、不做存款的银行。

HDFC融资结构

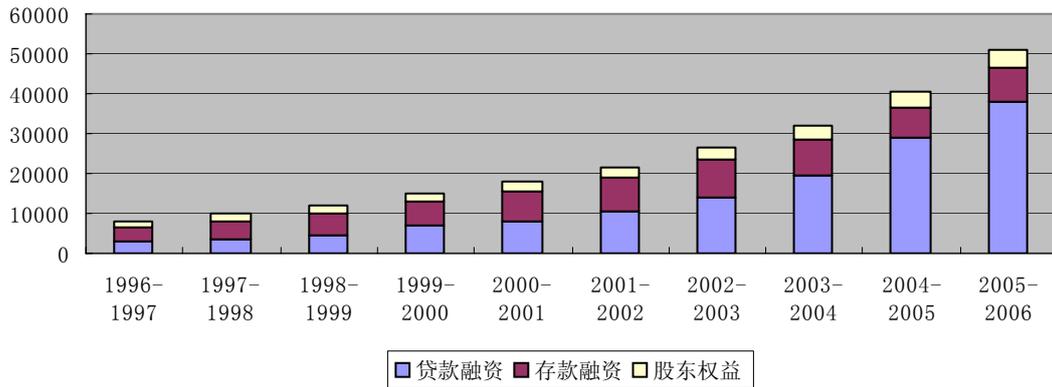


图 (5) HDFC 的融资结构 (数额)

HDFC融资结构 (比例图)

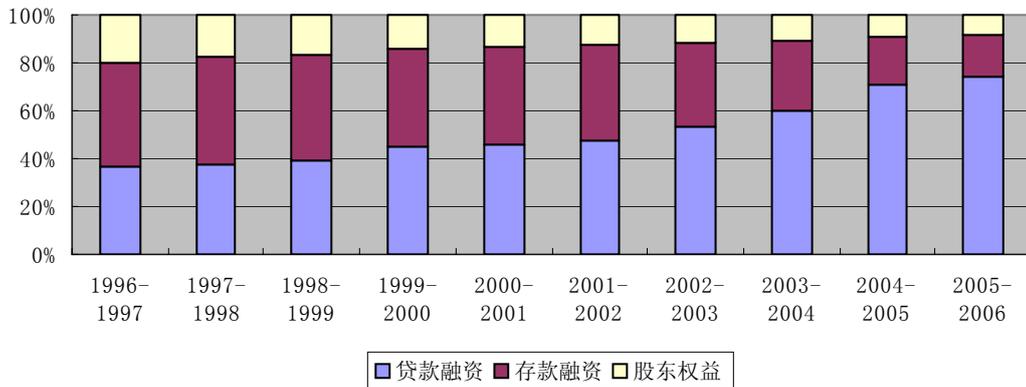


图 (6) HDFC 的融资结构 (比例)

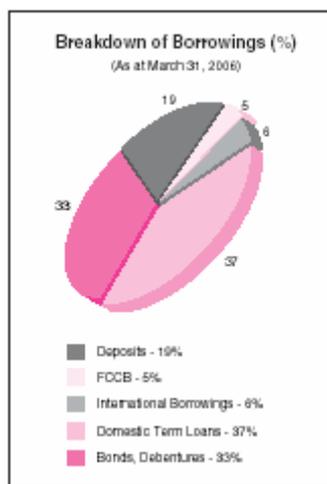


图 (7) HDFC 的债务融资构成

注释: FCCB, 外汇可转换债券 (Foreign Currency Convertible Bonds)
 (资料来源: 公司年报)

1. 3 专注于房地产客户的发掘

尽管 HDFC 有一个多样化的业务架构，但实际上它与招商银行的业务模式有着较大的差异，作为一家以零售市场为主的银行，HDFC 并没有花大力气发展其存款和理财业务，而是专注于更细分的业务市场——房地产贷款。HDFC 的全部营业网点都归属于子公司印度房屋贷款服务公司（Home Loan Service India Private Limited, HLSIL），并通过网上银行、电话营销及第三方代理机构拓展业务——HDFC 在印度全国范围发展了大批代理商，这些代理商为 HDFC 推荐客户，一旦通过信用评估，代理商将按一定比例提成收益，仅 2005~2006 财年第三方代理就从 HDFC 的业务中提成 4.85 亿卢比（约合 8000 多万人民币），贡献了公司个人贷款业务的 65%。此外，HDFC 的网银业务在印度也是首屈一指的，客户甚至可以在网上申请房地产贷款。正是由于这种对房地产市场、而非整个零售金融业务的专注，使 HDFC 能够以最少的人员创造最高的价值，其员工数量只是招商银行的十五分之一，还不到工商银行的百分之一，但其人均净利润却是招商银行的 6.5 倍，是工商银行的 12.4 倍。

表（2）国内银行与 HDFC 的客户、分支数量及人均价值创造的比较

	工商银行	招商银行	民生银行	HDFC
银行客户总数（万户）	15000	4200	1730	960
分支机构	18038	456	253	535
ATM 机数量（台）	19026		1134	1323
员工总数	355312	20653	10609	1343
人均销售额（万元）	46.63	121.33		605.82
人均净利润（万元）	14.15	27.11	32.68	175.8

1. 4 HDFC，专业创造价值

由以上分析不难看出，HDFC 其实是一家高度专业化的房地产贷款银行，公司的所有战略都围绕着房地产市场的发展，它的年报与其说是一家银行的年报，倒更象是一个房地产企业的年报，从 CEO 的“致股东信”到“管理层讨论”都充满了对印度房地产市场前景和风险的分析。实际上，公司名称 HDFC 本身就是 Housing Development Finance Corporation Limited 的缩写。

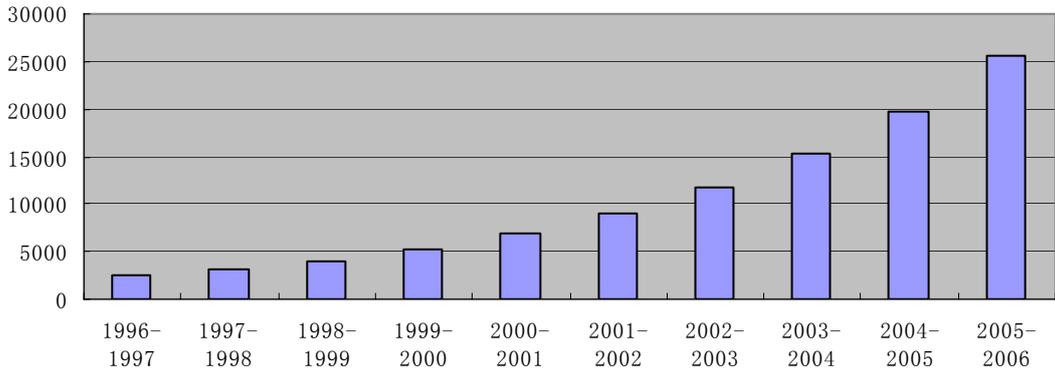
“Throughout, HDFC was guided by its core objective – housing for all through the development of the housing finance sector in India.”

“Being a specialised player dedicated to housing finance gives us a natural edge with our knowledge of housing and real estate markets and the ability to better sensitise ourselves to customers looking for housing finance solutions.”

——Deepak S. Parekh
Chairman of HDFC

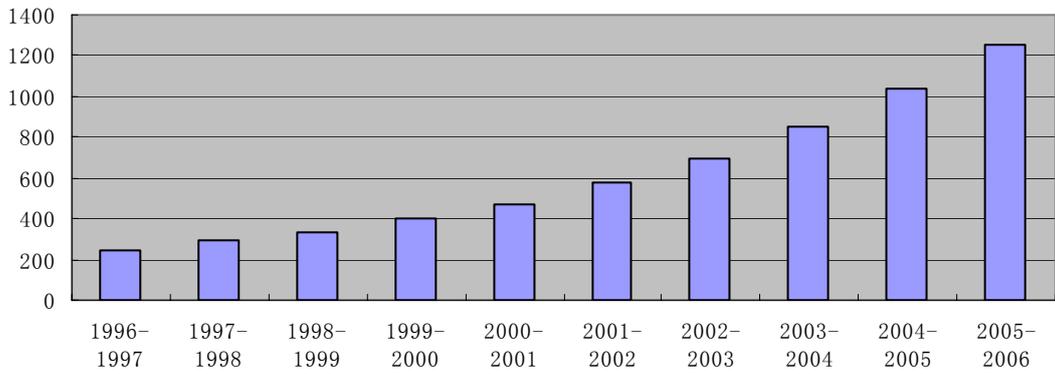
也正是因为对房地产贷款的专业化发展使 HDFC 在这一领域积累了大量风险识别与业务营销方面的优势，再加上印度住宅市场的蓬勃发展，公司的收入和利润高速增长，新增贷款额十年时间翻了十倍，年均增长率 26%，净利润在最近十年中也保持着年均 17.6% 的高增长，最近三年更是达到 22%，每股收益从 10 卢比增长到 50 卢比，十年年均增长 17.5%，更重要的，其净资产回报率从十年前的 15% 上涨到 28%，上涨了将近一倍！

新增贷款额(千万卢比)



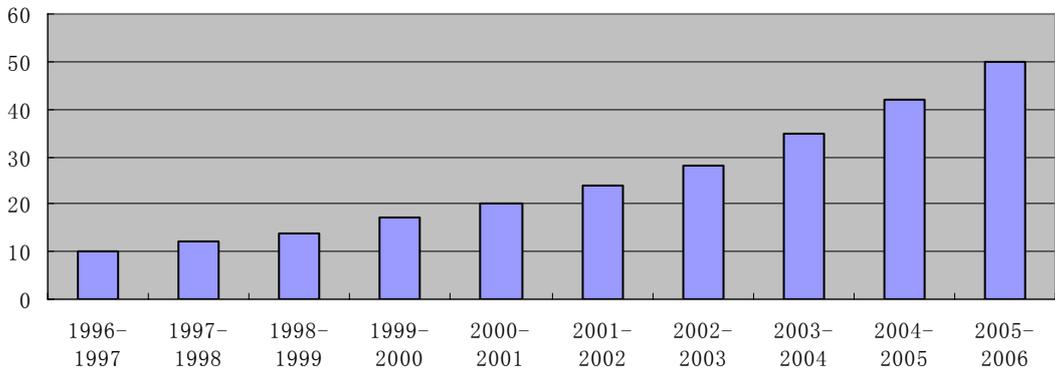
图(8) HDFC 的年度新增贷款额变化

HDFC税后利润(千万卢比)



图(9) HDFC 的税后利润(千万卢比)

HDFC的每股收益(卢比)



图(10) HDFC 的每股收益(卢比)

净资产回报率

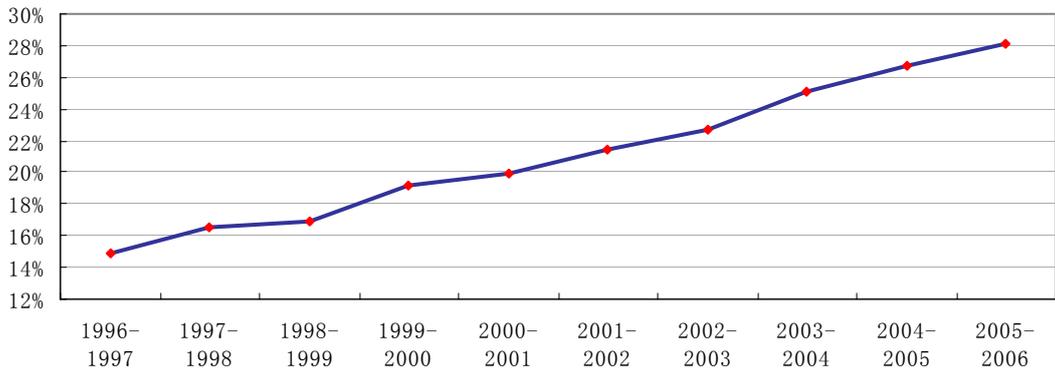


图 (11) HDFC 的净资产回报率变化

业绩的高增长为 HDFC 赢得了 AAA 的信用评级, 并获得了国际投资人的青睐, 使它能够在国内和国际资本市场上获取大量低成本资金, 而无需依靠存款业务融资——尽管吸收储蓄存款的利率成本要比同业拆借或发行债券低, 但对于 HDFC 这类新兴银行, 考虑到网点的建设成本和维持费用, 实际融资成本并不一定比贷款或债券低。由图 (12) 也可以看到, 近年来通过借贷和债券融资, 公司获得了相对稳定的利差收益, 同时, 成本收入比率还呈下降趋势, 而表 (3) 则显示 HDFC 的利差收益实际上是印度银行中较高的, 上述资产盈利能力上的优势在较少存款理财网点的轻资产战略下被放大, 从而提高了公司的资本回报水平, 进而形成资本市场的高估值。

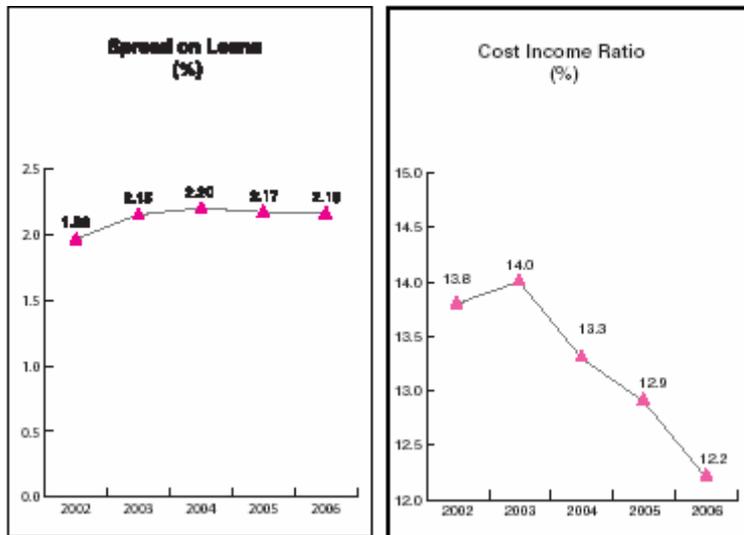


图 (13) HDFC 的利息差与成本收入比率变化

表 (3) 印度主要银行的利差和资产回报水平比较

	净利差收益	ROA	PB
CANARA Bank	3.12%	1.13%	1.8
Corporation Bank	3.81%	1.43%	1.7
HDFC Bank	3.98%	1.42%	4.1
ICICI Bank	2.21%	1.21%	2.6

Oriental Bank of Commerce	3.36%	1.37%	1.4
Punjab National Bank	3.64%	1.10%	1.6
State Bank of India	3.39%	0.91%	2.1

HDFC 已经完全颠覆了传统银行以个人存款养企业贷款的盈利模式，它全力发展优势的房地产贷款业务，以贷款业务的优势来吸引国内外低成本资金，然后再以这些资金来推动优势贷款业务的进一步发展……从这个意义上说，HDFC 非但不是一家混业经营的银行，而且还是一家高度专业化的银行——尽管它有一个混业经营的框架，但是它的业务只聚焦于零售银行，而且集中于房地产贷款这一细分领域，更进一步，它已不仅是业务上的专业化，更是功能上的专业化，只专注于优势贷款业务、逐步萎缩竞争激烈的存款业务，成为一家只做贷款不做存款的银行。

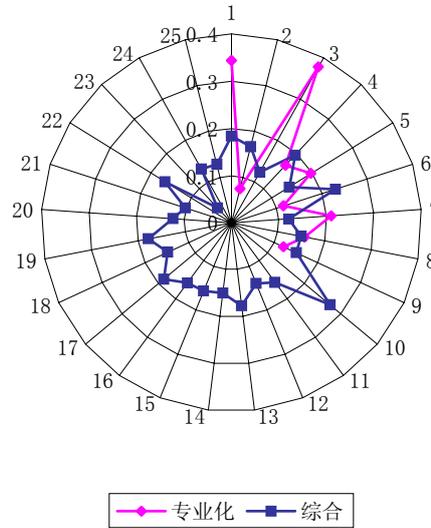
HDFC 的模式似乎与今天世界上的混业经营趋势、金融控股集团的架构相矛盾，但实际上，随着金融创新的推进，在现代金融市场上活跃着许多象 HDFC 一样的专业化银行。

2. 专业化银行的崛起

2.1 金融产业链的分解与再造

二十世纪七十年代以来，随着电子化和全球化的推进，金融创新速度加快，金融产业链被重新分解和再造，在此过程中多样化的专业银行诞生：信用卡和应收帐款证券化的创新，使个人消费贷款业务从传统银行链中分离出来，产生了专业化的信用卡公司，这其中最著名的就是美国的运通公司；而抵押贷款证券化的诞生则将房地产等重要贷款领域也从传统银行链中分离出来，美国市值排名前三十位的银行中就有三家是专业化的抵押贷款银行。类似地专业化金融机构还有很多，如以小额贷款为主要业务的德国银行 Volksbank 和美国中小企业信贷协会，以中长期项目贷款为主要业务的欧洲复兴银行，专业化的结算业务银行——英国的四大清算银行，专业化的金融产品分销商——Charles Schwab，专业化的国际贸易融资银行……上述银行都将某一特殊金融服务从传统的银行价值链中分离出来，通过专业化的风险控制能力降低资金需求和运营成本，凭借创新的金融手段转移、分散风险，以提高资本杠杆，最终实现更高的资本回报和更快的规模扩张——在美国市值排名前三十位的银行中，专业化银行的总资产回报率平均比综合性银行高 0.8 个百分点，净资产回报率高 3.4 个百分点，专业化银行的诞生确实提高了整个金融产业链的效率！

美国专业化银行与综合性银行的净资产回报率分布



图（13）美国专业化银行与综合性银行的净资产回报率分布

2. 2 专业化银行≠小银行

一般认为专业化银行是规模较小的银行，但实际上，在 2005 年美国市值排名前三十位的银行（包括提供商业银行服务的金融集团）中就有 9 家是专业化银行，包括专业化信用卡公司（美国运通、MBNA）、专业化抵押贷款银行（Fannie Mae、Freddie Mac、Countrywide）、专业化教育贷款银行（SLM）、专业化资产管理银行（纽约银行、Mellon、Principal Fin’ 1）、专业化服务机构投资人的银行、专业化发行风险管理产品的银行、专业化的投资银行，以及专业化的零售银行（North Fork）等。他们无论是在资产还是市值规模上都已相当可观，完全颠覆了传统银行的理念与模式。

除上述专业化银行外，还有众多的非银行金融机构、甚至是非金融机构，它们在更专业化的领域提供金融服务，而这些服务也对传统商业银行业务形成了强有力的冲击与替代。典型的如友邦保险，作为一家保险公司，它在理财服务方面的业绩和口碑已远远超过了许多商业银行；还有汽车制造商提供的汽车金融服务，从根本上改变了汽车贷款业务的运营模式，使其与传统银行分离；零售商发行的信用卡，也在对传统银行业形成冲击；而全球化的快递公司 UPS，近年来新开发了存货融资业务，凭借其对客户资产的特殊控制向传统银行的存货融资、信用证业务发起挑战。

插文：Countrywide，专业化的抵押贷款银行

尽管房地产抵押贷款是一个对经济周期高度敏感的行业，但 Countrywide 却已在这个行业里屹立了三十年，并且从 1992 年以来一直保持着收入的稳步增长，其成功的秘诀之一就在于努力构建一个专业化的房地产抵押贷款“圈”，在这个产业圈里不仅有受到政府扶持、专门购买房地产贷款的 Fannie Mae 和 Freddie Mac 所主导的二级市场，还有庞大的资产证券化市场，以及各种交换抵押贷款服务权的市场，这些市场的存在为抵押贷款的风险分散提供了有效的工具，从而降低了行业的风险性。

2.3 来自专业化银行的挑战

专业化银行不仅规模在不断壮大，而且在整个金融产业链中的地位也在逐渐提升，2002年美国信用卡市场的排名，第一位是花旗集团，第二位是 MBNA——一家专业化的信用卡公司，第四位美国运通也是一家专业化银行，而全球知名的综合性银行大通银行只能排在第六位，全美第三大银行美洲银行也只排在第九位！

表（4）2002年美国信用卡市场份额排名

Issuer	Share of Receivables
Citigroup	18.0%
MBNA America	13.5%
First USA/Bank One	12.3%
American Express	9.3%
Discover	8.7%
Chase	7.4%
Providian	5.9%
Capital One	5.8%
Bank of America	5.1%
Household Bank	2.9%

Source: Mayo, "Citigroup," Prudential Financial, March 21, 2002.

在企业金融市场上，传统商业银行受到的挤压更加严重，随着直接融资市场的发展，投资银行对传统银行贷款业务形成越来越强的替代作用，尽管传统商业银行也在通过并购等手段积极发展投资银行业务，但目前这一领域仍被大型的投资银行所主导：在投资银行的全球市场份额中，排名前三位的是高盛、摩根士丹利和美林，这三家均是典型的投资银行——即使是没有受到分业经营法规限制的欧洲银行，如瑞士的瑞银华宝和德国的德意志银行也只能排在第七和第九位——传统银行正在失去它的企业客户！

表（5）投资银行业务的全球市场份额排名

Investment Banking League Tables (Global Market Shares)

Bank	Total Fees	Equity	Debt	M&A
Goldman Sachs	14%	18%	5%	20%
Morgan Stanley	11%	12%	9%	14%
Merrill Lynch	11%	14%	8%	14%
Citigroup (SSB)	10%	12%	14%	11%
CSFB	10%	11%	9%	11%
JP Morgan	7%	3%	--	10%
UBS Warburg	5%	5%	5%	5%
Lehman Brothers	4%	5%	5%	4%
Deutsche Bank	3%	3%	6%	--
Dresdner Kleinwort	3%	--	--	8%

Source: Mayo, "Citigroup," Prudential Financial, March 21, 2002. Markets shares are based, respectively, on total investment banking fees (income from equity and debt underwriting plus merger and acquisition advisory services), fees from equity underwriting, fees from debt underwriting, and total value of completed mergers and acquisitions. Missing values (denoted --) indicate that the firm was not in the top 10 in this category.

专业化银行在世界金融服务市场中占据着越来越重要的作用，尽管混业经营重新在全球范围内盛行，但正如我们在后文中将要阐述的，混业经营的盛行从某种意义上也是传统银行为了抵御专业化银行市场侵蚀的手段！

2.4 专业化银行自身的周期性风险

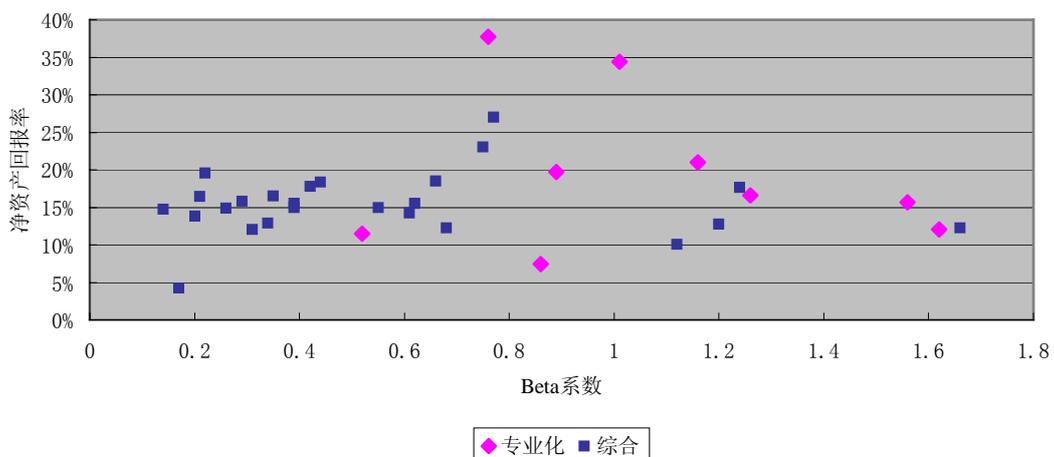
不过专业化银行也有其天然的缺陷，那就是高周期性风险。

MBNA 是美国一家著名的专业化银行，它向特殊的顾客群提供专门的信用卡服务。经过不懈的努力公司逐步同一些体育协会、专业性协会以及部分大学建立了合作关系，联合开发 MBNA 品牌的信用卡；除此之外，它还独自向有着共同特性而且具有吸引力的顾客群，如同学会和老年人，推销自己的信用卡。2004 年时 MBNA 在全美信用卡发行量中排名已升至第二位，仅次于花旗银行。专业化的运营使 MBNA 积累了大量的顾客信息，构建了庞大的数据库系统，并开发了针对特殊顾客群的信用模型，以便做出更加合理的信用判断——2005 年以前 MBNA 的客户的收支平衡率比同行业高出 45%，其坏账亏损率最低时仅为 4%，是同行业的一半。除了专业化的营销及风险控制手段外，现代化金融体系也为银行提供了更多的融资机会，公司借助应收帐款证券化的手段获取了快速扩张中的资本支持。

不过，作为一家专业化的信用卡银行，MBNA 对经济周期高度敏感，为了抵御周期性风险，公司在美国总统大选中主动充当布什政府的“钱袋子”，以期通过政治影响提高美国个人破产保护的门槛，从而减少经济周期中的破产逃债行为。但巨额的选举支出增加了公司的财务负担，为此，2005 年 MBNA 提高了信用卡的罚息率、并减少了部分服务项目，结果导致大批客户加速还款，一季度利润骤降 94%，股价暴跌，最终被一直希望在信用卡业务上有所建树的美国第三大银行美洲银行收购。但，即使是处于低谷期的 MBNA，其专业化能力也让美洲银行支付了近 350 亿美元的对价，包括 52 亿美元的现金和 16% 的美洲银行股权，溢价率超过 50%。

MBNA 的故事揭示了专业化银行的风险：由于金融业自身对经济周期的敏感性，因此，业务高度专业化的银行在提供了更高效率的同时也面临着更大的周期性风险——在美国前三十位银行中，专业化银行的 Beta 系数平均为 1.07 倍，而综合性银行仅为 0.57 倍，高收益、高风险成为专业化银行的特征。

美国银行专业化银行与综合性银行的收益风险分布



图（14）美国专业化银行与综合性银行的收益风险分布

（资料来源：Bloomberg）

3. 中国的专业化银行——民生银行：B to B 版的 HDFC?

民生银行，作为一家民营背景的商业银行，从成立之初就注定了其在中小企业服务方面的优势地位。银行存款额的 85% 来自于企业，而贷款额的 85% 则进入了企业——民生银行已经成为一家服务于中小企业的专业化银行，尤其是在中小企业贷款方面具有较强的优势。

作为一家以企业客户为主的银行，民生在零售市场上一直处于劣势，全国范围内只有分支机构 253 个，雇员 1 万人，与拥有 18000 多个分支机构、35 万名员工的工商银行等四大国有商业银行根本无法相提并论，即使是招商银行，其分支机构和雇员人数上也是民生的两倍——销售网络的弱势决定了公司在吸收储蓄存款方面的劣势，储蓄存款比例一直是同行中较低的，仅为 15%，而储蓄存款方面的弱势又进一步转化为融资成本的劣势——由于储蓄存款的利率普遍低于企业存款，因此，民生银行一直面临着融资成本高的困扰。不过，由于公司在中小企业贷款方面的相对优势，同时贷款结构中中长期贷款占比较高，因此其存贷利差并不低，在 3% 左右，处于同业中较高水平。那么，专业化、高存贷差的民生银行，能成为中国的 HDFC 吗？

表（6）储蓄存款与企业存款的利率差异

招商银行		民生银行	
企业活期存款利率	0.95%	企业存款平均利率	1.84%
企业定期存款利率	2.33%		
储蓄活期存款利率	0.72%	储蓄存款平均利率	1.51%
储蓄定期存款利率	1.98%		

（资料来源：公司年报）

3.1 民生银行，中国的 HDFC?

由于 HDFC 的高市净率估值及其以零售客户为主的特征，国内许多分析师将它与招商银行类比，但其实我们认为民生银行在业务模式上倒更有可能成为中国的 HDFC。尽管 HDFC 与招行都选择以个人消费者为目标客户，但 HDFC 在经营模式上却与民生银行有着更多的相似之处：两者在吸收存款方面都处于劣势，但在各自的细分贷款市场上都培养了独特的优势地位，区别仅在于 HDFC 瞄准的是房地产贷款市场，而民生银行则瞄准中小企业贷款，不过这两个市场同是世界上增长速度最快的人口大国里、成长最快的细分市场！从这个角度看，民生银行绝对有潜力成为中国的 HDFC！但问题是，它真能成为 HDFC 吗？

表（7）国内各银行的主要存贷款状况及资本回报

	民生银行	招商银行	建设银行	工商银行	中国银行
储蓄存款比例	15.7%	40.8%	47.2%	55.2%	59.0%
2005 年净利差	3.26%	2.45%	2.80%	2.51%	2.21%
2006 年上半年净利差	2.94%	2.45%	2.59%	2.30%	2.12%
ROAA	0.29%	0.36%	0.48%	0.37%	0.43%
ROAE	10.85%	9.75%	7.83%	9.79%	7.32%
2005 年末存贷款比例	65.6%	62.1%		49.1%	51.7%
2006 年中存贷款比例	72.8%	63.5%		48.4%	57.2%

（资料来源：公司年报）

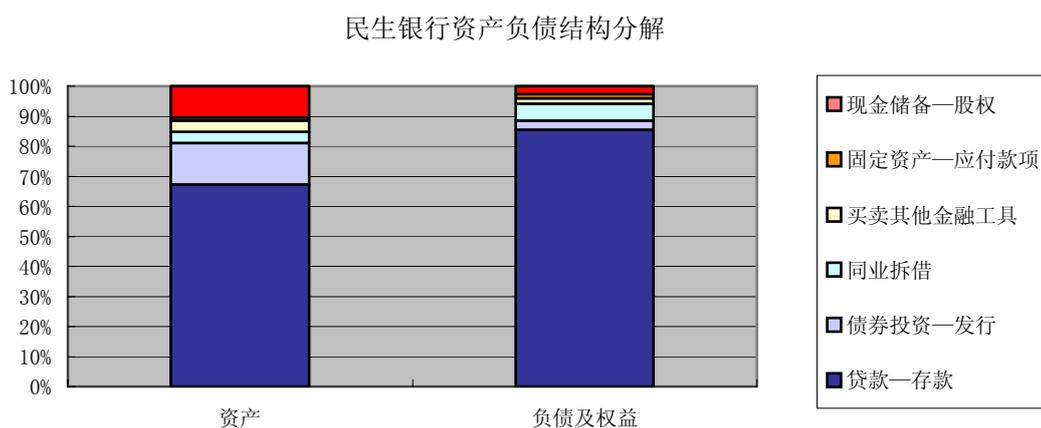
3. 2 存贷比的天花板

民生银行能成为中国的 HDFC 吗？答案是：只要 75% 的存贷款比例限制在，民生银行就很难成为中国的 HDFC！

我国人民银行规定，在境内从事存贷款活动的商业银行，其人民币贷款额不得超过该行人民币存款额的 75%，而外币贷款额不得超过该行外币存款额的 85%！这一存贷款比例上限就象是给民生银行加了个天花板，它将银行专业化贷款能力的发挥空间限定在吸收存款能力的范围以内——公司未来成长空间的释放必须依赖于存款吸收能力的扩张。

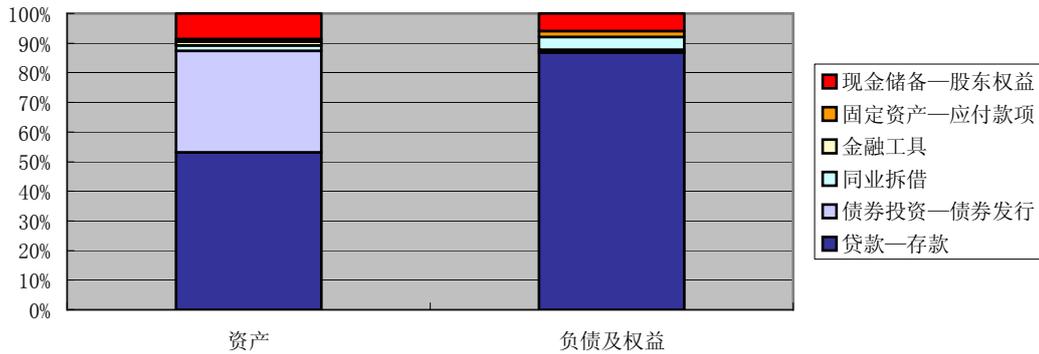
但不幸的是，民生的存贷款比例已经非常接近这一上限了，其平均存贷款比例为 69%，2006 年中期更是高达 72.8%，是国内上市银行中最高的一——但与 HDFC500% 以上的存贷款比例相比（美国、印度等大多数国家商业银行不设存贷款比例限制），民生的杠杆率还很低，因此，要想实现同样的增长速度每年的存款增长必须达到 30~40% 水平，可是，2006 年我国金融机构人民币各项存款余额的增长率仅为 16.82%，2006 年三季度民生银行自身各项存款较 2005 年末增 12.34%，主打零售市场的招商银行三季度存款较上年末增 15.4%，年度化以后仍显著低于 30~40% 的存款增长需求——显然，对于网点少、吸收存款能力弱的民生银行，30~40% 的年存款增长率是个难以完成的任务。存贷款比例上限，限制了民生银行贷款优势的发挥，使它不得不走上综合银行的道路，努力“拉”存款！

75% 的存贷款比例对专业银行发展的负面影响还不仅于此，它迫使企业拿出 25% 的高息存款投资于低回报的国债、金融债资产上，从而抵消了高存贷利差的部分收益。而民生银行股本金不足的现状又进一步恶化了资产回报率的状况：由图（15）~（17）可见，建设银行、中国银行等资本金相对充裕的银行，其央行拨备、固定资产投资等无息或低息资产基本上可以用股权资本、应付款项等无息资金来支撑，但对于民生银行，低息资产与无息资金之间的缺口较大，必须用有息、甚至是相对高息的资金来弥合，从而进一步降低了银行的净利息收益率，最终体现为民生银行的低资产盈利能力——不过，正是高资本杠杆的应用使民生银行的净资产回报率在几家上市银行中名列前茅。



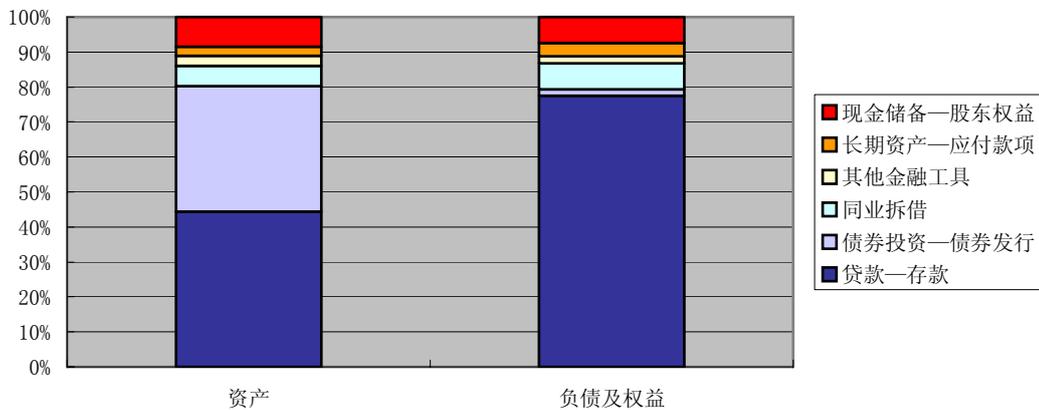
图（15）民生银行资产负债结构分解

建设银行资产负债结构分解



图（16）建设银行资产负债结构分解

中国银行资产负债结构分解



图（17）中国银行资产负债结构分解

总之，存贷款比例上限的规定限制了专业化银行在中国的发展，使许多象民生银行一样在某一特定贷款领域具有独特优势的银行不可能实现 HDFC 高成长轨迹。存贷款比例上限要求中国的银行具有均衡的能力，但对于新兴银行，这几乎是不可能的。如何才能绕过这一限制呢？

3. 3 并购突围

与中国多数企业赶超中所面临的资金瓶颈不同，民生银行面临的是政策限制的存款瓶颈——即使公司增发股票或债券，募集资金也不能用于增加贷款；当然，公司可以选择以募集资金扩建网点、增加存款——2006 年，民生银行就提出要大力发展零售业务，在 2007 年使零售业务的比重由目前的 15% 上升到 30%——这一战略虽然在短期内能够缓解公司的存贷款限制，但从长期看无助于公司专业化能力的培养，而且，在未来存款业务由单一服务向一体化、一站式服务转型的过程中，处于零售端劣势的民生银行其存款业务在长期中必将面临萎缩的威胁，届时新建的网点就可能成为扩张中的鸡肋。

在此背景下，公司唯一的选择是通过并购具有贷款优势的地方性城市商业银行来突围，在不突破存贷款比例上限的情况下，获取当地优质的中小企业客户，实现加速扩张（被并购对象的资产结构符合存贷款比例限制，因此，并购不会导致存贷比的突破）。

（二）传统银行的客户专业化转型

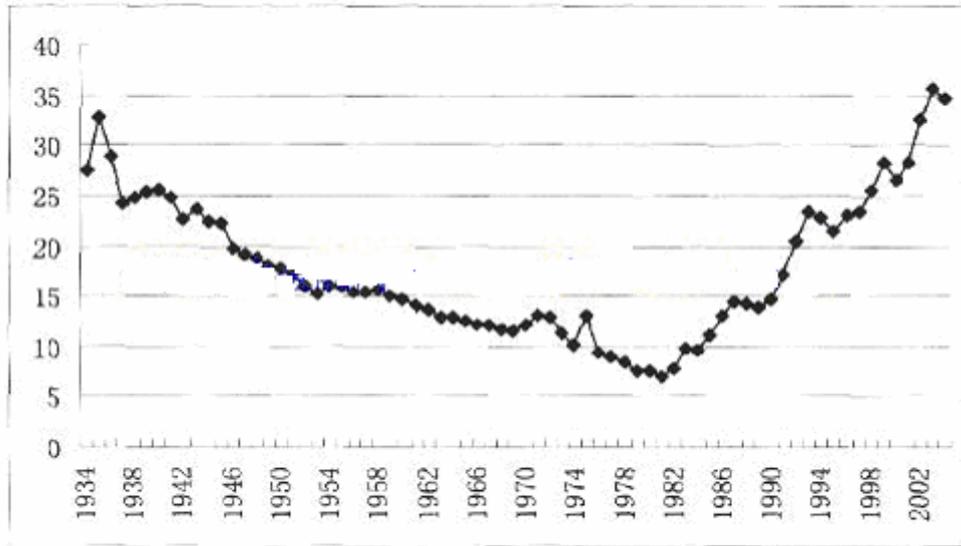
1. 传统银行的反攻：以金融渠道的全覆盖来抵御脱媒的威胁

在第一部分我们提到了汽车制造商的汽车信贷、零售商的信用卡发行、以及资本市场直接融资等对传统银行业务的替代作用，即“银行脱媒”。所谓“脱媒”一般是指交易活动跳过中介而直接在供需双方间进行；而银行“脱媒化”是指在金融创新的过程中，现代金融价值链被分解再造，使居民储蓄向投资转化时，更多地脱离以银行为媒介的间接投融资方式，转而采用直接投融资方式，这就迫使银行主动寻找传统业务以外的新市场，为直接融资提供相应服务，即发展投资银行和其他中间业务。图（18）显示了美国自 1934~2003 年商业银行的非利息收入占比，由图可见，随着 80 年代金融创新的加速和金融管制的放松，传统存贷款业务在银行中的地位正逐渐下降，非利息收入占比逐年上升。

为了抵御这种由金融创新所带来的脱媒威胁，许多传统银行都开始走向新业务，成立于 1812 年的花旗银行，在 20 世纪 20 年代开始涉足零售银行业务，1921 年成立了第一家专对个人服务的分行，1928 年成为首家提供个人贷款的商业银行，不过，花旗银行成为真正意义上的零售银行还是始于上世纪 70 年代——1977 年，花旗率先大规模将 ATM 机引入银行系统，并成为美国 VISA 卡与万事达卡的最主要发行者。在经历了 80 年代美国的房地产贷款危机和海外业务信用危机后，90 年代，花旗开始加速扩张，引入了多种零售金融服务，成为全球首屈一指的零售金融企业。1998 年花旗又开始涉足公司金融业务，此后在消费金融、公司金融与资产管理等领域多线作战：通过收购旅行者集团花旗把业务延伸到保险和投资银行领域，通过并购 Banamex、Sears 卡业务花旗强化了与美国最大家具装饰公司家得宝（Home Depot）的信用卡合作关系，通过收购 Associates First Capital 设于 15 个国家的 2600 家分行，花旗实现了进一步的国际化——到 2003 年末，花旗集团的业务已扩展形成九大板块，即信用卡、消费金融、零售银行、资本市场、交易服务、私人客户服务、寿险及年金、私人银行、资产管理，并分别归属全球消费集团、公司与投资银行业务、全球资产管理、替代投资及公司总部五大业务集团——2003 年，花旗集团已成为全球服务种类最为齐全、兼业领域最为广泛的大型金融企业。

花旗银行从传统商业银行走向零售银行、进而全能银行，而摩根大通则从传统的公司贷款领域延伸为世界最大的衍生交易银行，即使是美洲银行，这家业务创新相对保守的银行，其传统业务的比例也在不断下降。美洲银行，作为美国第三大银行，其网点数量是摩根大通的 2 倍，是花旗的 7 倍多，其业务模式与中国的四大国有商业银行更相似。但就是这样一家银行，2006 年三季度其传统的企业贷款业务也只占到公司总资产的六分之一，占公司金融部门总资产的 35.7%，而公司金融业务部门四分之三的收入都来自于咨询和投资银行的服务收益。为了快速强化自己在新兴金融领域的地位，并购成为传统商业银行多元化的主要手段，2006 年 1 月美洲银行并购全美第二大发卡行 MBNA，从而大幅提升了自己在信用卡领域的地位，直接挑战排名第一的花旗集团，而在此之前，美洲银行的信用卡业务一直在十名左右。

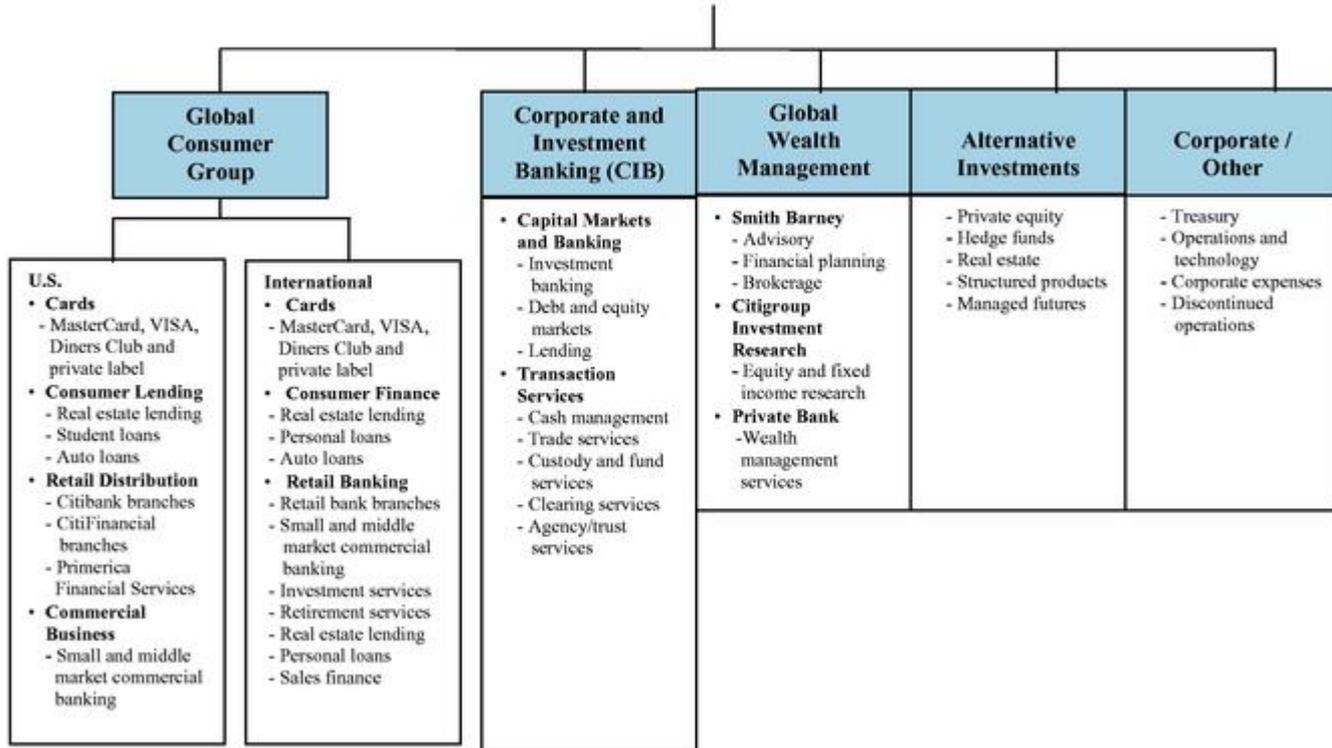
美国商业银行非利息收入占总收入比例(1934-2003)



数据来源:美国联邦存款保险公司, www.fdic.com.

图(18) 美国商业银行非利息收入占比变化

CITIGROUP SEGMENTS AND PRODUCTS

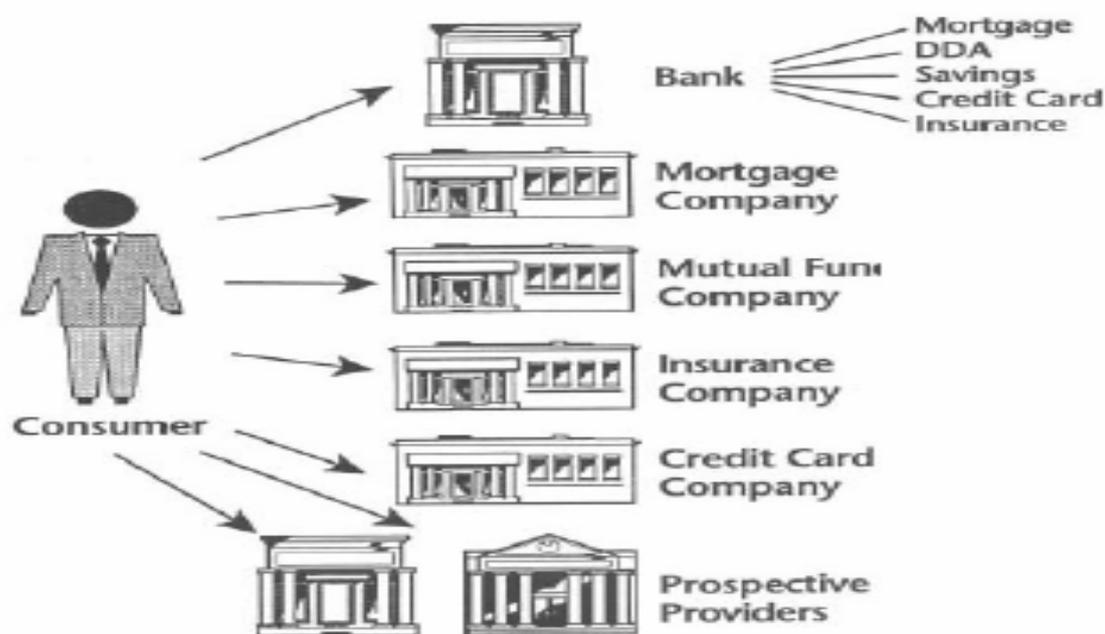


图(19) 全面多元化时期花旗集团的业务架构

脱媒不仅威胁着美国的银行,也同样威胁着中国的银行。随着股票市场、公司债市场、信托市场的发展,特别是2005年5月短期融资券市场的逐渐放开,传统银行的存贷款业务正经受考验。一方面,存款领域受到各种基金、理财产品的分流,以开放式基金为例,2001年只有117亿份,2005年已增加到1018亿份,年均复合增长率71.7%,2006年基金总体规模已达到6208亿份,净值达到8550亿元——受资本市场繁荣的影响,2006年全年居民储蓄存款同比少增1125

亿元。另一方面，贷款业务也面临着资本市场的替代威胁，出现了大企业不需要贷款，小企业又不敢放贷的困境。2006年新发短期融资券接近3000亿元，比上年翻了一番——相比于1年期利率高达6.12%的银行贷款，目前短期融券的发行利率普遍不超过4%，对于大企业有着显而易见的吸引力。除短债市场的繁荣外，2006年企业债券市场也突破千亿，同比增长55%，再加上股市放开融资，未来直接融资必将对传统商业银行间接融资形成强有力的替代冲击。

在此背景下，为客户提供一体化服务以覆盖各种金融渠道，是传统银行应对脱媒威胁的唯一选择，而利用行业周期性、并购专业化银行则为大的银行集团提供了更快、更高质量发展的捷径。



图（20）消费金融领域的一体化服务

插文：中信金融控股集团

中信控股是国内第一家金融控股公司，作为中信集团的核心业务，占集团总资产的81%，贡献了集团总收入的43%。其子公司包括了银行、证券公司、信托公司、资产管理公司、期货公司、保险、信用卡公司等。

中信旗下的商业银行，除了香港的中信嘉华外，还有内地的中信实业银行，作为新兴商业银行，中信实业一向主打公司金融市场，但在直接融资的冲击下，面临大企业的脱媒威胁；不过，作为整个中信集团，完整的金融平台使公司几乎覆盖了所有的融资渠道，从而在集团层面摆脱了脱媒威胁。

2. 1 零售金融与公司金融：协同效应正在弱化

2. 1. 1 传统模式：以零售业务的存款支持公司金融业务的贷款

在传统商业银行的存贷款模式下，由于个人贷款需求较弱，但存款能力较强，因此，银行发展必然是以个人储蓄存款来支持企业的贷款需求，如表（7）所示，2006 年中期我国各主要银行的储蓄存款额都显著超越了个人贷款额，其中，工商银行的储蓄存款是个人贷款的 6 倍多，即使是大力发展零售业务的招商银行，储蓄存款也相当于个人贷款的 3.33 倍，在这一背景下，零售金融与公司金融业务之间存在着较强的协同效应。

表（8）部分国内银行储蓄存款及个人贷款情况

	储蓄存款（百万元）	个人贷款（百万元）	储蓄存款/个人贷款
工商银行	3,278,731	533,087	6.15
建设银行	2,119,859	520,713	4.07
中国银行	2,384,224	541,455	4.40
招商银行	286,776	86,058	3.33

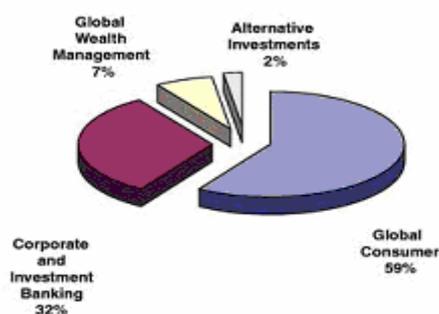
2. 1. 2 现代模式：独立的资金循环

在现代金融体系下，金融产业链发生了结构性的变化，零售业务的贷款需求日益增加，从房地产贷款、信用卡透支到汽车贷款……目前美国个人贷款已占到全部贷款的 39.2%！在我国，尽管企业贷款仍占到总贷款额的 90%，但近年来个人贷款业务快速上升，自 2001 年 12 月 31 日到 2005 年 12 月 31 日的四年时间里，我国人民币个人贷款业务的复合年均增长率已经达到了 33.1%，其中房地产个人贷款已经从 2001 年底的 5600 亿元上升到 2005 年底的 1.8 万亿元，信用卡也从零发展到 4000 万张，未来随着发卡行数量的增加和个人信用体系的逐步完善，个人贷款业务的数量和比重都将大幅上升。

但在个人贷款需求增加的同时，企业贷款需求却在下降。在美国，公司金融业务部门中传统贷款业务所占的比重已经越来越小，投资银行、证券交易等服务于直接融资市场的业务正取代贷款业务成为公司金融业务的主流，而这些业务具有较强的中间业务性质，使整个公司金融部门的资金支出下降。

在此背景下，消费金融业务部门与公司金融业务部门已经打破了传统模式下相互依存的关系，消费与公司两大部门各自均能够形成独立、平衡的现金流循环，以摩根大通为例，2006 年三季度零售部门的总存款额为 1990 亿美元，而总贷款额为 2033 亿美元，基本平衡，在全球最大的消费金融银行，花旗银行，消费部门的贷款更是占到总贷款额的 75%——在现代金融体系下，消费金融与公司金融两大业务部门均可以独立存在，客户层面的专业化银行已不再是空想。

2. 1. 3 花旗银行：全能银行到零售银行的回归



图（22）2006 年三季度花旗银行的业务结构

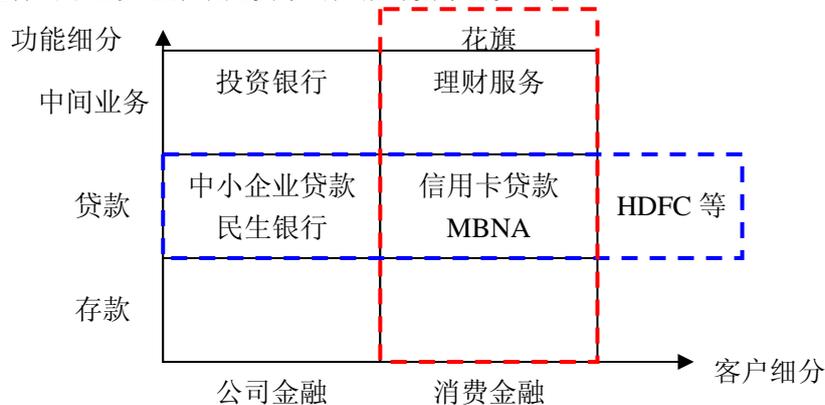
所谓客户层面的专业化银行是指：尽管银行涉及的业务领域是多样的，甚至是混业的，但它所面对的客户却是“专业化”的，即，银行针对某一特定客户群，如消费者或企业客户，提供全面的金融服务。

花旗银行，作为全球最大的银行正逐步由全能银行向以消费者为主要目标客户的零售银行回归。实际上，在1998年花旗并购旅行者以前它就是一家以零售业务为主的银行，1998年并购旅行者后，花旗进入了公司金融业务中的投资银行、资产管理（服务于机构客户）等领域，此后又通过并购墨西哥银行等综合性大银行进入了更广泛的业务领域，到2003年公司业务已横跨信用卡、消费者金融、零售银行、资本市场及银行、交易服务、私人客户服务、寿险及年金、花旗私人银行、资产管理九大板块，成为全球业务范围最广的银行。

但多领域的业务架构并没能给公司带来范围经济效应，在一系列丑闻事件后，2005年12月，花旗将旗下资产管理业务出售给Legg Mason公司，以换取对方的124家分支机构的1226个金融顾问，增强花旗集团针对个人客户的理财服务。今年一季度，花旗集团又宣布以115亿美元的价格将旗下的旅行者寿险和年金公司与几乎所有的国际保险业务（墨西哥除外）卖给美国大都会寿险公司，这是继花旗集团2002年出售旅行者财险公司之后的又一重大战略调整。除此以外，公司还剥离了一系列面向企业客户的金融业务，包括折价出售14亿美元的建筑贷款给二十一抵押贷款公司（21st Mortgage Corp）、出售运输金融业务给通用集团的商业金融分部——花旗集团正由多领域的全能银行向以零售业务为中心的客户专业化银行回归。

在2004、2005年间，花旗的并购对象不再是象旅行者一样的综合型大银行，而是一系列能够强化自身在消费金融和交易系统方面优势的专业化银行，其中为强化花旗的消费信贷业务，公司并购了信安住房抵押贷款公司（Principal Residential Mortgage Inc.）、华盛顿互助金融公司（Washington Mutual Finance Corporation）及第一美国银行（First American Bank），并分三个阶段收购了联合百货公司（Federated Department Stores Inc.）的信用卡应收账款组合；同时，为了加强证券电子执行和卖方交易管理能力，花旗并购了拉瓦交易公司（Lava Trading），为加强衍生金融产品业务收购了骑士交易集团（Knight Trading Group）的金融衍生商品业务等等。

综上，混业经营的放宽并不等于全能银行，更不等于无限扩大的业务范围。金融创新使许多原本密不可分的金融业务被分解开来，从而颠覆了传统意义上银行的存贷款经营模式，银行可以在更自由的范围内组织业务结构：花旗将产业链“纵向”切割为不同目标客户的细分市场，围绕消费者的各种金融需求提供全方位的服务——客户专业化；而HDFC则将产业链“横向”切割为不同功能的细分市场，向所有有房地产贷款需求的客户（以消费者为主）提供金融服务——业务专业化；还有类似于MBNA等在客户和功能上都专业化银行。但无论是多元化，还是专业化，也无论是哪种形式的专业化，在有限资本与资本安全的巴塞尔协议框架下，决定银行业务结构和战略选择的最重要因素就是资本的回报与资本的安全性。



图（23）专业化的细分市场割据

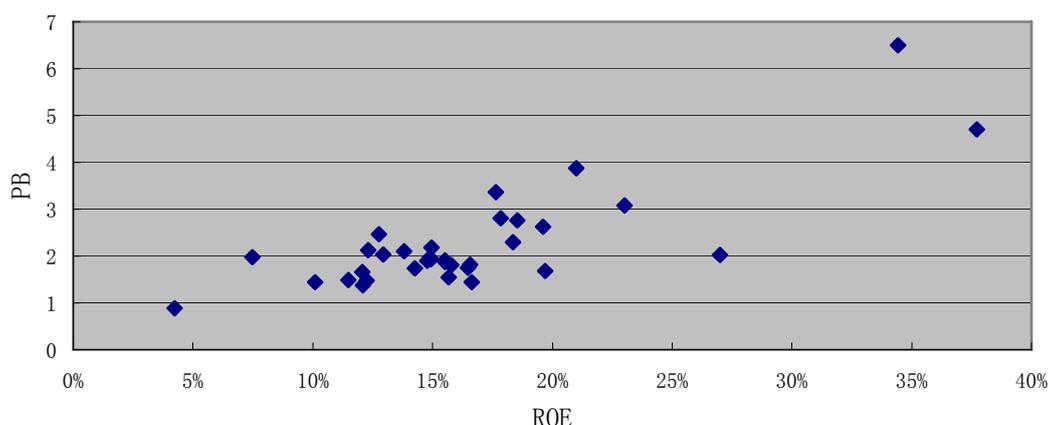
（三）多元化与专业化之争，以风险资本配置为核心的业务选择

1. 以资本回报率为核心的业务选择

全能银行的盛行与专业化银行的兴起，这两个看似矛盾的趋势究竟该如何理解？专业化与多元化战略，孰优孰劣？

衡量一家银行战略的好坏，根本在于股东回报，即资本市场估值。在美国，银行的市净率与资本回报率高度相关——相关系数在 0.8 以上，资本回报率可以解释市净率差异的 60%——资本回报率成为银行战略的核心，银行围绕资本回报率筛选着业务组合。

美国银行的PB与ROE关系



图（24）美国前三十位银行的市净率与净资产回报率关系

在传统金融体系下，银行是风险的评价者；随着直接融资和中间业务的兴起，银行还承担了风险转移和风险分散的功能，但无论角色如何变化，银行始终是风险的汇集地，而资本作为吸收风险的最后防线，对银行的安全成长有着决定性的意义，资本的回报与扩张成为银行极限增长的决定性因素。

根据巴塞尔协议的规定，银行的核心资本充足率应达到 4%、资本充足率达到 8%，也就是说 1 元钱的核心资本最大就能支撑 25 元钱的资产，于是，非金融企业多元化过程中的现金流争夺，在金融企业中转化为风险资本的争夺——在有限资本下，不同业务之间争夺着风险资本的配置，但最终银行只可能将资本配置给资本回报率最高的业务组合。

表（9）和（10）分别是美洲银行和摩根大通主要业务部门的净资产回报率及成本收入比率状况，由表可见，尽管银行间业务的资本回报率存在差异，但在银行内部，各自的消费金融与公司金融（包括投资银行）业务净资产回报率都很相近——在风险资本有限的情况下，银行肯定会将资本配置给回报率最高的业务，因此，如果消费金融、公司金融的资本回报率在长期中存在着较大的差异，那么低回报率的业务在长期中必然萎缩，甚至从业务结构中消失。至于证券服务、资产管理等业务，由于占用风险资本较少，因此，作为一项增值业务对消费金融和传统公司金融业务的资本挤占效应较弱，不形成排斥关系。

表（9）美洲银行的资本回报率和成本收入比率

	ROE	成本/收入
--	-----	-------

消费金融	18.42%	45%
公司金融	18.62%	49%
资产管理	21.68%	53%

表（10）摩根大通的资本回报率和成本收入比率

	ROE	成本/收入
消费金融	21%	57%
信用卡	20%	34%
公司金融	17%	54%
投资银行	18%	44%
证券服务	46%	71%
资产管理	39%	68%

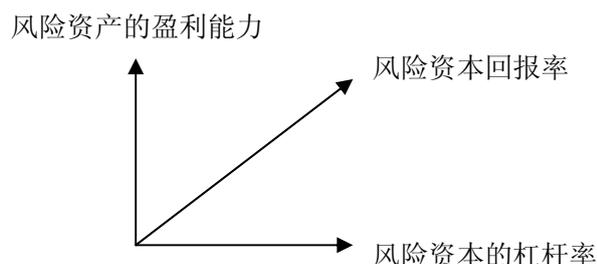
实际上，花旗的业务架构调整正是对上述原则的应用。2004 年花旗集团引入风险资本分配模型进行业务部门的考核评价，以改善资本配置。所谓风险资本分配模型就是用风险资本回报率和投入资本回报率来考量各部门业务绩效。其中，风险资本定义为在 1 年内用以吸收由于极端严重事件引起的潜在非预期经济损失的资本，而投入资本定义为扣减抵押服务权后的风险资本、商誉和无形资产的总和；风险资本回报率就是净利润与风险资本的比值，用来评价业务运营绩效，并用以调整资产负债结构和风险资本规模；投入资本回报率则是用扣除了集团内部费用分摊后的部门净利润除以投入资本，用来评价可能的业务收购或剥离回报。在此基础上，2005 年花旗集团明确提出要将资本分配到高回报和有增长机遇的领域，推动业务经营由“混合”转向“分离”。

表（11）花旗集团主要业务部门的资本回报指标

	风险资本回报	投入资本回报
消费金融	45%	21%
公司金融	31%	23%
财富管理	67%	41%

总之，资本回报率作为估值的决定性因素，在银行业务结构和战略选择中具有重要意义。进一步，风险资本回报率作为业务选择的结果，由银行为获取收益而持有的风险资产的盈利能力（比如贷款的利差收益），以及为吸收风险所占用的资本决定（根据巴塞尔协议标准办法，我国私人部门的贷款风险权重为 100%，相应地需要 8%的资本吸收风险，而对信用卡风险权重为 75%，相应需要 6%的资本吸收风险……），即：

$$\text{风险资本回报率} = \text{风险资产的盈利能力} \times \text{风险资本的杠杆率} = \frac{\text{业务收益}}{\text{盈利性资产}} \times \frac{\text{盈利性资产}}{\text{风险资本占用}}$$



图（25）资本回报率的分解

围绕风险资本回报率，专业化银行与多元化银行进行着激烈的竞争。传统的综合性银行凭借其广阔的资金来源努力获取更低成本的资金，以提高资产的盈利能力；并凭借其多样化的业务和风险管理体系来降低资本需求，提高资本杠杆。而新兴的专业化银行则通过电子化和中间服务来实现轻资产运营，提高资产回报率；通过证券化等金融创新手段转移、分散风险，降低风险资本的占用，从而提高风险资本的杠杆率，最终实现以最少的资本运做大量的资产，以单一业务的规模效应对抗综合性银行多业务的范围经济。在这场对决中，那些凭借专业化能力创造了更高效的专业化银行略占上风：美国运通的市净率高达 6.5 倍，教育贷款专业化的 SLM 高达 4.7 倍，理财专业化的梅隆银行也达到 3.88 倍，与之相对花旗银行 2.3 倍的市净率、美洲银行 1.8 倍的市净率和摩根大通 1.5 倍的市净率则相形见绌了。

专业化和多元化银行：风险资产盈利能力—风险资本杠杆率

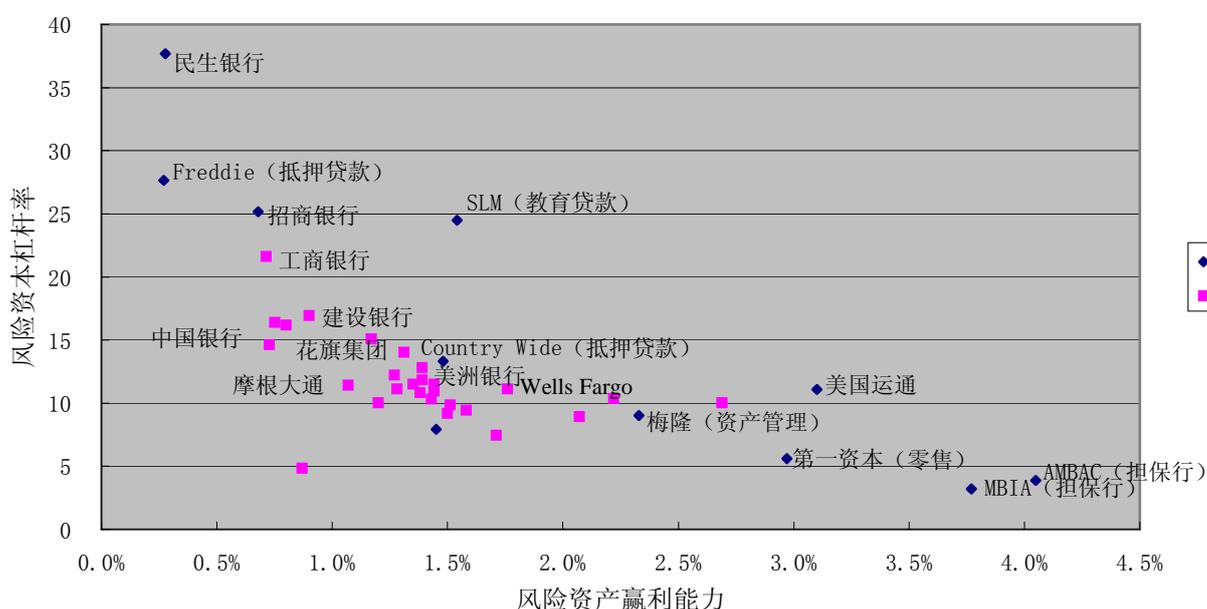


图 (26) 专业化银行与多元化银行：资产盈利能力与资本杠杆率
(资料来源：Bloomberg，公司年报)

2. 业务组合风险决定并购空间

风险资本的回报率决定了银行在长期中的平均收益状况，进而决定了有限资本下的长期扩张能力，但作为风险汇集的中心，银行的任何一项单一业务都面临较大的风险，正如前文提到的专业化信用卡公司 MBNA，一次错误的决策就使这家全美第二大发卡行的利润额骤降 94%——MBNA 并不是特例，单一业务的风险是专业化银行自身难以回避的，尤其是业务专业化的银行周期性更强，这也就是为什么在美国多元化银行的风险系数比专业化银行低一半的原因了：客户专业化但业务多元化的花旗银行 Beta 系数仅为 0.44 倍，而客户和业务均多元化的美洲银行 Beta 系数更低，仅为 0.35 倍，但专业化的信用卡公司美国运通的 Beta 系数达到 1.01 倍，与美国经济周期同步，而以资产管理为主的梅隆银行 Beta 系数高达 1.16 倍，即使是教育贷款市场的佼佼者 SLM 公司的 Beta 系数也为 0.76 倍，高于同等规模的综合性银行。

专业化银行与多元化银行：ROE vs. Beta

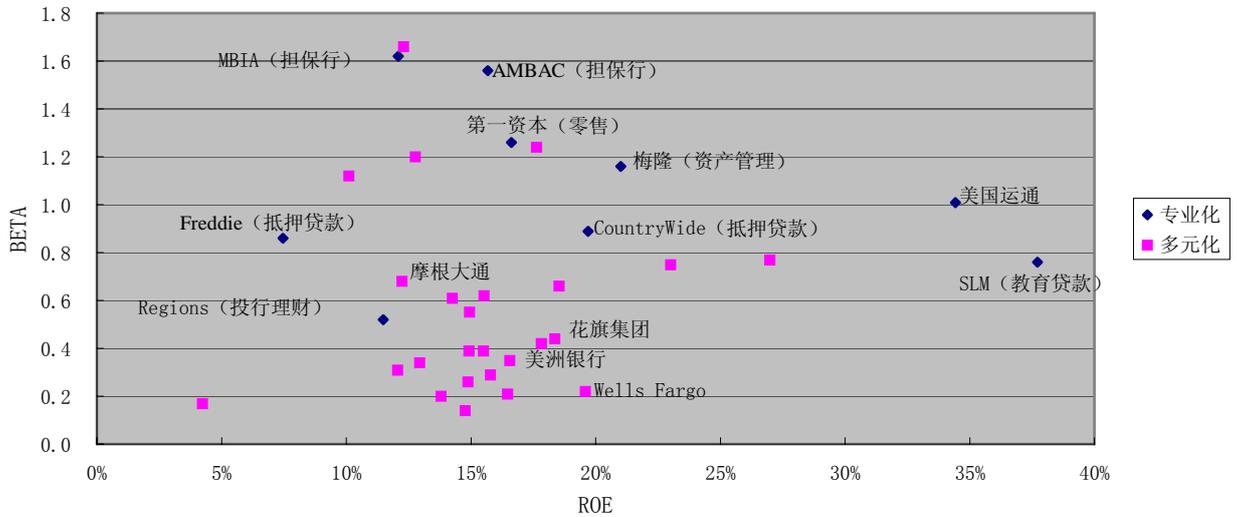


图 (27) 美国专业化银行与多元化银行的收益—风险分布

数据来源：Bloomberg

专业化银行在创造更高效的同时，也带来了更大的风险——高 Beta 值为综合性银行提供了套利低谷的并购空间，正是这种单一业务风险的存在使越来越多的专业化银行被多元化银行所收购。专业化，还是多元化？银行业务结构和战略选择是个三维的权衡体系：业务组合的抗周期性决定了银行的并购和被并购空间，风险资产的盈利能力和风险资本的杠杆率则决定了银行的收益和扩张速度——三个维度的权衡决定了多种银行战略的并存，而处于资本评价体系右上端的银行具有最强的战略优势。

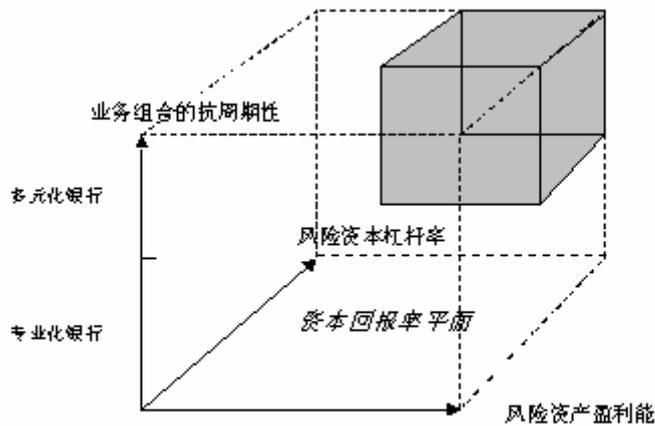


图 (28) 银行业务定位的三维示意图

3. 启示

随着中国金融领域的对外开放，多种形式的外资银行开始冲击中国的金融市场，同时，资本市场的高速发展也对传统商业银行提出了新的挑战，这一切都要求中国的银行不能再因循着传统的路线，走存贷款的简单模式，也不可能只简单照搬业务模式——中国的银行到了需要战略的时候了，尤其是新兴商业银行，生存在四大国有商业银行庞大的网点与外资银行多样化的金融工具夹缝中，该如何拓展自己的生存空间、实现赶超？

HDFC 的业务专业化道路与花旗的客户专业化回归为中国的新兴商业银行提供了有意的参考。尽管目前金融政策仍限制着许多战略模式的自由度，但多元化与专业化的战略选择是一个关系到风险资本配置的决策，而资本作为银行吸收风险的最后防线，它的有效配置决定了银行的极限扩张速度。如何发挥每一元资本的最大杠杆并产生最大回报？银行家们需要颠覆传统理念，以更具想象力的方式分解、再造金融产业的价值链。

