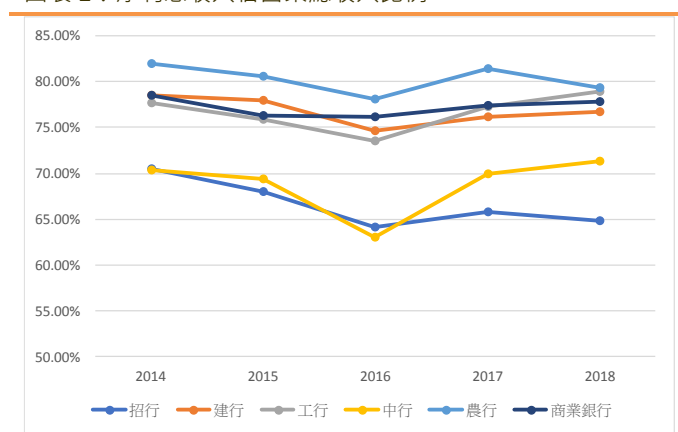




內銀系列文章之淨息差分析

《內銀系列文章之資本要求》中，我們提過愈來愈多的國內銀行強調要優化業務結構，發展不消耗資本及資產的非利息收入業務，然而淨利息收入仍然是內銀最最重要的收入來源。

圖表 1：淨利息收入佔營業總收入比例



資料來源：銀保監會、公司年報、致富集團研究部

從圖表 1 可見，國內商業銀行的淨利息收入佔比整體緩慢向下(近兩年有一點反彈)，可是仍然貢獻營業總收入 75%以上之高。四大國有銀行的淨利息收入佔比走勢與整體商業銀行相若，其中**建設銀行(939.HK)**及**中國銀行(3988.HK)**的佔比較低，**工商銀行(1398.HK)**與**農業銀行(1288.HK)**則較高。業績表現突出的**招商銀行(3968.HK)**則持續減低淨利息收入佔比，2018 年該佔比較整體商業銀行低約 13%。

淨息差與淨利差

顧名思義，銀行的淨利息收入就是由銀行的生息資產賺取的利息收入減去計息負債的利息支出的淨額。生息資產的平均收益率就是利息收入佔平均生息資產的比率；計息負債的平均成本率就是利息支出佔平均計息負債的比率。

招商銀行 2018 年年報內的生息資產及計息負債：

(百萬元人民幣)	平均餘額	利息收入/支出	平均收益率/成本率
生息資產			
貸款和墊款	3,825,123	196,370	5.13%
投資	1,278,915	48,267	3.77%
存放中央銀行款項	510,760	7,961	1.56%
存拆放同業和其他金融機構款項	630,169	18,313	2.91%
合計	6,244,967	270,911	4.34%



計息負債

客戶存款	4,269,523	61,987	1.45%
同業和其他金融機構存拆放款項	863,041	23,028	2.67%
應付債券	340,151	14,530	4.27%
向中央銀行借款	348,093	10,982	3.15%
合計	5,820,808	110,527	1.90%
淨利息收入		160,384	
淨利差			2.44%
淨息差/淨利息收益率			2.57%

淨息差(又名淨利息收益率)，是銀行淨利息收入佔平均生息資產的比率，是衡量銀行生息資產獲利能力的常用指標。另一個非常相似及容易令人混淆的指標是淨利差，純粹就是生息資產的平均收益率減去計息負債的平均成本率的差值。

淨息差與淨利差關係：

$$\text{淨息差} = \text{生息資產收益率} - \frac{\text{平均計息負債}}{\text{平均生息資產}} \times \text{計息負債成本率}$$

從上面算式我們得知，由於通常平均生息資產大於平均計息負債，因此通常淨息差大於淨利差。一般分析裏，我們比較常用的是淨息差指標。

驟眼看，當然是淨息差愈高愈好，淨息差愈高代表銀行的獲利能力愈高，銀行愈賺錢。然而分析並未就此結束。從淨息差的公式我們知道，淨息差的大小決定於生息資產收益率及計息負債成本率。高淨息差可以是因為高生息資產收益率，也可以是因為低計息負債成本率。高生息資產收益率可以來自於競爭優勢，亦可以來自承擔更大的風險。

因此要了解淨息差，我們必須先了解生息資產及計息負債。至於影響生息資產收益率及計息負債成本率，主要有兩大因素：各項生息資產及計息負債的利率、以及生息資產及計息負債的結構組成。下文我們詳細解說。

生息資產

於國內商業銀行，生息資產主要有四種，分別為貸款和墊款、投資類資產、存放中央銀行款項及存拆放同業和其他金融機構款項。首先簡單介紹一下各類生息資產。

貸款和墊款主要包括公司貸款、個人貸款及票據貼現三類，是銀行最重要的資產。頭兩項貸款比較容易理解，這



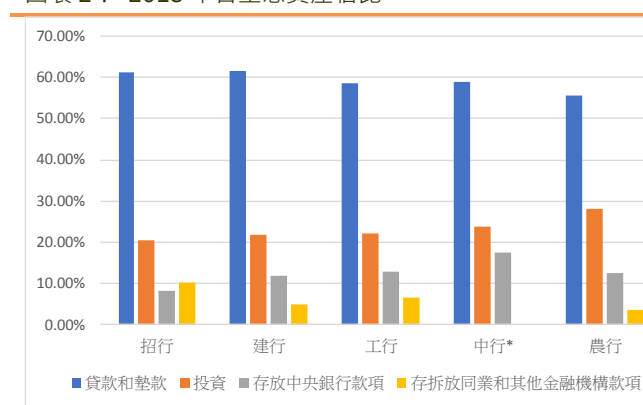
裏多講一些票據貼現。票據貼現是銀行以折讓價(貼現價)買入持票人(貸款人)未到期兌現的商業票據(欠單)，票據到期時，銀行憑票以票面價向承兌人收取現款，銀行在這樣交易賺取了差價，亦即利息。票據貼現是一種短期貸款，最多只有 6 個月。由於貸款和墊款是銀行最重要的資產，本篇文章主要討論貸款和墊款。

投資類資產主要是一些金融資產，包括債券投資、股權投資、基金投資及貴金屬等，其中債券投資佔比最多。《國際財務報告準則第 9 號》(IFRS 9)於 2018 年生效後，金融資產包含三種分類，分別為以攤餘成本計量的金融資產、以公允價值計量且其變動計入當期損益的金融資產、及以公允價值計量且其變動計入其他綜合收益的金融資產。後兩類資產比較容易理解，而以攤餘成本計量的資產，簡單理解就是，該類資產不以市價入賬，而以未來現金流折現入賬，因此不會受市價變動影響其價值。一般銀行的金融資產主要以攤餘成本計量，因此資本市場的波動基本上不會影響其價值。

存放中央銀行款項主要包含法定存款準備金及超額存款準備金。法定存款準備金就是按規定將一定比例的存款向中國人民銀行以及境外中央銀行繳存的存款準備金，此存款不可用於日常業務運作。超額存款準備金為存放於中國人民銀行以及境外中央銀行用於資金清算的款項。這裏需要注意，國內存款準備金制度有所謂的“三檔兩優”政策，因此不同銀行有不同的存款準備金率要求。

存拆放同業和其他金融機構款項表示銀行存放資金於同業或其他金融機構或拆借資金給同業或其他金融機構。銀行之間通常會有業務來往，因此銀行於同業開戶存款不難理解。另外，擁有多餘資金的銀行亦有動機拆借給同業以收取利息。目前，國內同業拆借的市場利率可以參考上海銀行間同業拆放利率(Shibor)。

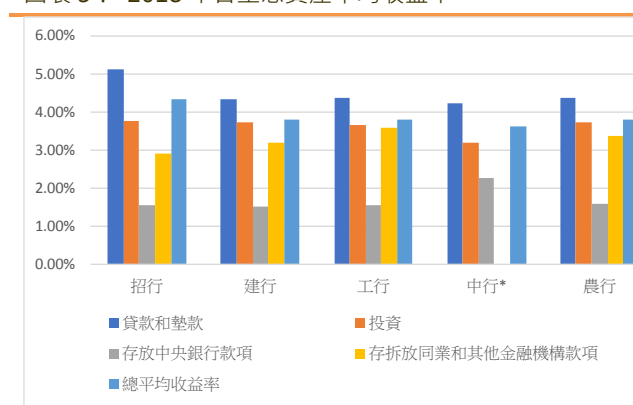
圖表 2：2018 年各生息資產佔比



資料來源：公司年報、致富集團研究部

*中行並無分別列出存放中央銀行款項及存拆放同業款項

圖表 3：2018 年各生息資產平均收益率



資料來源：公司年報、致富集團研究部

*中行並無分別列出存放中央銀行款項及存拆放同業款項

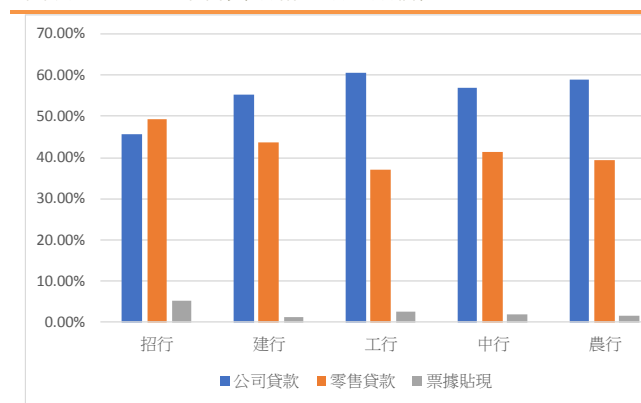
圖表 2 顯示，於四大行及招商銀行的生息資產中，貸款和墊款均高逾五成佔比，尤其是招商銀行及建設銀行均高過六成。當然用於例子的五家銀行均是國內聲譽超卓、網點發展完善(尤其是四大行)的內地銀行，因此貸款和墊款佔比較國內普遍銀行為高。而一般城商行於貸款和墊款佔比則比較低，一般不超過 50%，甚至低於 40%。例如九江銀行(6190.HK)於 2018 年的平均貸款和墊款佔比只有 40.6%，而其最重要的生息資產則是投資類資產，



佔其平均總生息資產的 41.6%。因此分析銀行不能一概而論。

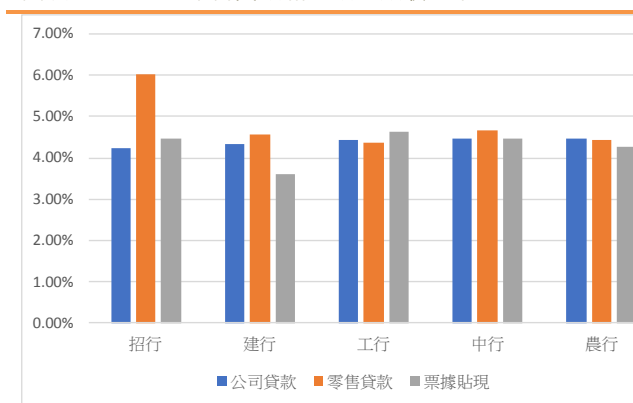
我們再看貸款和墊款的平均收益率。圖表 3 清楚顯示，貸款和墊款的平均收益率是生息資產中最高的資產類別，這個情況適用於大部分銀行。因此我們可以推測，銀行擁有愈高佔比的貸款和墊款，則其總平均收益率愈高。然而從圖表 11 可見，四大行的貸款和墊款的平均收益率相若，可是**招商銀行**卻特別地高，我們下文再作解釋。

圖表 4：2018 年各貸款和墊款種類佔比



資料來源：公司年報、致富集團研究部

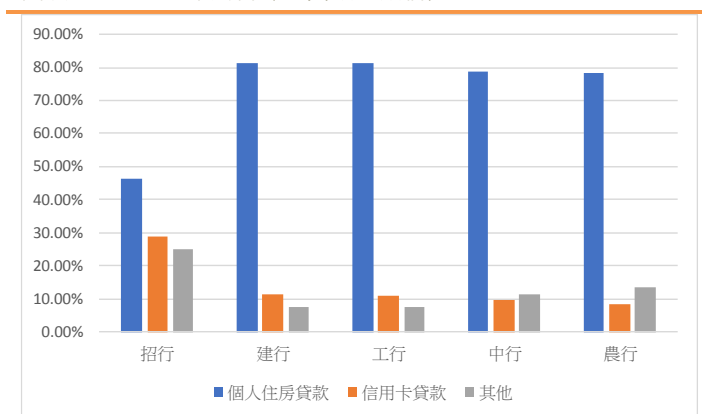
圖表 5：2018 年各貸款和墊款種類收益率



資料來源：公司年報、致富集團研究部

圖表 4 顯示公司貸款、零售貸款及票據貼現於貸款和墊款中的不同比例。貸款和墊款中，四大行的公司貸款佔比明顯最高，然而**招商銀行**卻是零售貸款佔比最高。圖表 5 顯示，四大行的公司貸款及零售貸款的平均收益率差距不大，可是**招商銀行**零售貸款的平均收益率卻高過其公司貸款平均收益率達 42.2%。**招商銀行**的貸款和墊款的平均收益率高於四大行，就是因為其零售貸款佔比及零售貸款平均收益率遠高於四大行。那為甚麼**招商銀行**的零售貸款平均收益率較高呢？我們再往下分析。

圖表 6：2018 年底各零售貸款種類佔比



資料來源：公司年報、致富集團研究部

從圖表 6 可見，個人住房貸款佔四大行的零售貸款比例高達八成左右，然而個人住房貸款只佔**招商銀行**的零售貸款約 46%，大幅低於四大行。而**招商銀行**的信用卡貸款佔比卻大幅高於四大行。雖然公司年報並未有顯示各零



售貸款種類的平均收益率，但我們以常識可以知道，由於房貸擁有充足的抵押品，一般房貸利率是個人貸款中利率最低的，而信用卡貸款由於是無抵押貸款，利率一般很高。因此，我們明白由於四大行的貸款取向偏向保守的房貸，因此零售貸款收益率遠低於**招商銀行**。

總括而言，貸款和墊款的收益率是生息資產中最高的。一般來說，零售貸款收益率高於公司貸款收益率。這個不難理解，因為公司貸款通常是大額貸款，而零售貸款通常是量多額小，因此銀行對於零售貸款的議價能力遠高於公司貸款。而零售貸款中，按揭貸款收益率最低，消費貸、小微貸及信用卡貸款等收益率則較高。此外，零售貸款比起公司貸款還有一個好處，零售貸款的不良貸款率遠低於公司貸款。因此，高收益低風險的零售貸款對於銀行來說肯定是優質資產。然而正如剛才提到的，零售貸款通常是量多額小，因此獲取零售貸款的經營成本是很高的，尤其是初期投放特別高，網點、宣傳、客服、用戶體驗等都是要經過長時間建立的，可是規模一旦建立，競爭優勢是明顯的。

計息負債

於國內商業銀行，計息負債主要有四種，分別為客戶存款、同業和其他金融機構存拆入款項，應付債券及向中央銀行借款。首先簡單介紹一下各類息負債。

客戶存款是銀行的核心資金來源，主要分為公司客戶存款及零售客戶存款，亦可以活期存款及定期存款為分類。由於客戶存款是銀行最重要的計息負債，本篇文章主要討論客戶存款。

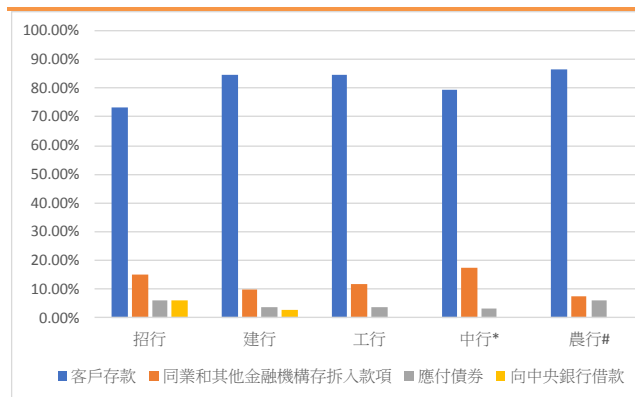
同業和其他金融機構存拆入款項與生息資產的存拆放同業和其他金融機構款項基本上是類似意思，只是今次是銀行接受同業或其他金融機構的存款，或拆入同業資金，因此是計息負債。

應付債券主要包括已發行長期債券、已發行次級債券、已發行合格二級資本債券及存款證。其中存款證或稱同業存單，類似於同業存款，投資者主體同樣是商業銀行或其他金融機構，差別在於同業存單可以於二級市場交易，是可以交易的同業存款。

向中央銀行借款是中央銀行調節國內貨幣流動性的重要手段，是貨幣政策的一環。央行的貨幣工具有我們常見的正回購、逆回購，亦有其他比較長期的貨幣工具，例如 SLF、MLF 及 PSL 等。央行的利率政策有所謂的 " 利率走廊 " 機制，意即央行希望控制短期的銀行同業拆息於一定利率範圍之內，當同業拆息超過這個範圍時，央行就會利用適合的貨幣工具放水或收水，令到同業拆息回到這個範圍內。因此，央行是有需要時才會出動貨幣工具，向中央銀行借款不會是內銀主要的資金來源。



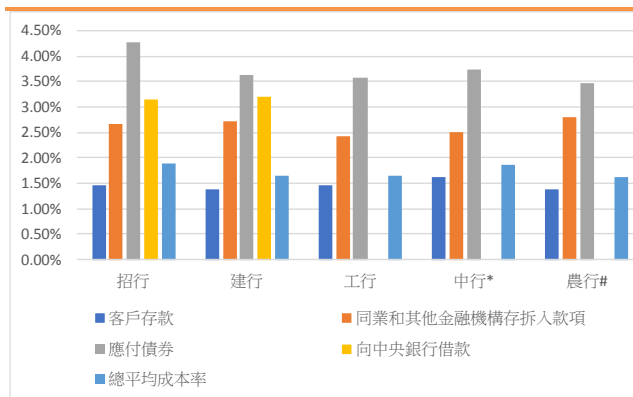
圖表 7：2018 年各計息負債平均餘額佔比



資料來源：公司年報、致富集團研究部

*中行的同業和其他金融機構存拆放款項包含央行借款；#農行的應付債券包含央行借款；工行並無列出央行借款

圖表 8：2018 年各計息負債平均成本率



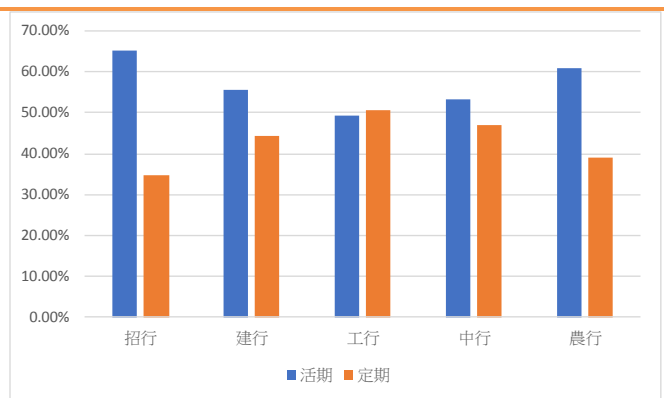
資料來源：公司年報、致富集團研究部

*中行的同業和其他金融機構存拆放款項包含央行借款；#農行的應付債券包含央行借款；工行並無列出央行借款

圖表 7 顯示，於四大行及招商銀行的計息負債中，客戶存款均高逾七成佔比，建設銀行、工商銀行及農業銀行更高逾八成。同樣地，由於用於例子的五家銀行均是國內聲譽超卓、網點發展完善(尤其是四大行)的內地銀行，因此客戶存款佔比較國內普遍銀行為高。而一般股份制商業銀行於客戶存款佔比則比較低，一般不超過 70%。例如民生銀行(1988.HK)於 2018 年的客戶存款平均餘額佔比只有 55.9%，相對地，其比較依賴同業及其他金融機構存拆入款項，佔其總計息負債的 25.6%。因此不同銀行靠著其不同策略及能力，有不同自身特色，不能一概而論。

我們再看圖表 8，客戶存款的平均成本率顯著低於其他計息負債，是銀行最優質的資金來源。四大國有銀行有天然優勢，無論是網點數量、政府的隱形擔保或傳統慣性因素，都使得國內存戶偏向於存款四大行。四大行由於客戶存款佔比高，成本率低，因此他們的總平均成本率是結構性偏低。其中中國銀行是四大行中最弱一家，無論客戶存款佔比及成本率都是顯著差了一截。至於招商銀行雖然是股份制商業銀行，但無論是客戶存款佔比或成本率都比得住四大行，甚至招商銀行的客戶存款平均成本率低於中國銀行，因此招商銀行的總平均成本率亦是處於低水平，只有 1.90%。若同樣以民生銀行為例，其客戶存款成本率及總平均成本率分別是 2.17%及 2.89%，顯著高於以上五家銀行。

圖表 9：2018 年底客戶存款餘額分類



資料來源：公司年報、致富集團研究部

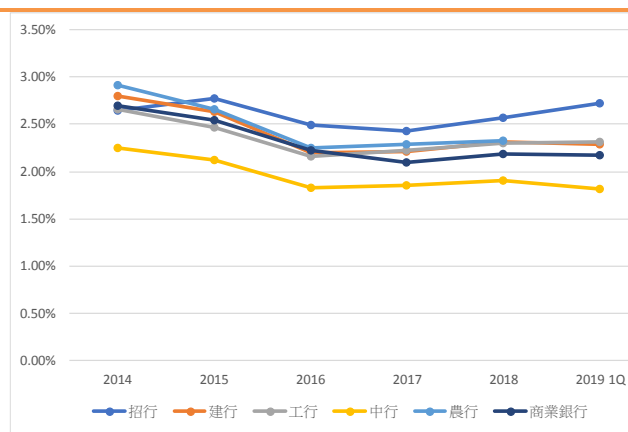


我們把客戶存款再看得深入一點。客戶存款可分為活期存款及定期存款。我們以常識知道活期利率遠低於定期利率。若以**建設銀行** 2018 年數據為例，其活期平均利率為 0.56%、定期平均利率為 2.35%，活期平均利率只是定期平均利率的 23.8%。因此，活期存款絕對是最便宜的貸款。圖表 9 可見，四大行的活期存款佔比整體高於五成，當中**農業銀行**最高，**工商銀行**最低。至於**招商銀行**的活期存款佔比則突出地高，達到 65.34%，這亦是為何其客戶存款平均成本率能夠媲美四大行的原因。

總括而言，客戶存款是銀行最重要的計息負債，亦是最便宜的計息負債。而客戶存款中可分為活期存款及定期存款，活期存款的成本率大幅低於定期存款。活期存款佔比較高亦可說明銀行的攬儲能力較高，不用以高息定存吸引存戶。然而活期存款的競爭在於銀行本身的綜合實力，包括網點數量、聲譽、服務、黏性、成本效益等，是銀行競爭優勢的體現。

淨息差分析

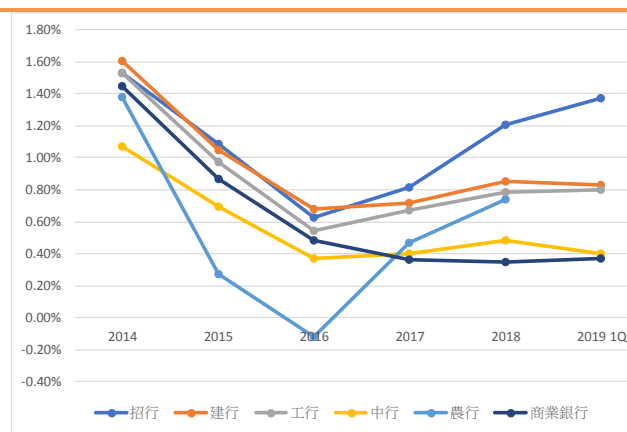
圖表 10：淨息差走勢



資料來源：公司年報、致富集團研究部

農業銀行並未有披露 2019 年第一季淨息差數據。

圖表 11：風險調整後的淨息差走勢



資料來源：公司年報、致富集團研究部

農業銀行並未有披露 2019 年第一季淨息差數據。

從圖表 10 可見，截至 2019 年第一季底止，國內商業銀行整體淨息差維持在 2% 以上。於四大行當中，表現較好的有**建設銀行**及**農業銀行**，而**中國銀行**則表現最差，其淨息差只有 1.82%，低全國平均水平。從上文得知，**中國銀行**無論在生息資產收益率及計息負債成本率均表現較差，其中生息資產收益率較低，主要由於國外貸款佔**中國銀行**總貸款比例較高，而國外貸款的收益率較低所致；而計息負債成本率較高，主要由於其客戶存款佔比較低及其成本率亦較高所致。

致於**招商銀行**的淨息差大幅好於國內平均水平，達到 2.72%。原因在上文亦有所討論，主要由於其零售貸款佔比及零售貸款平均收益率較高，以及其計息負債的總平均成本率亦處於較低水平所致。



此外，從圖表 10 可見，國內商業銀行淨息差從 2017 年開始出現拐點，由跌轉升。然而 2019 年第一季度，各內銀的淨息差走勢出現分化，**招商銀行**及**工商銀行**淨息差持續向上，但**建設銀行**、**中國銀行**及整體國內商業銀行的淨息差均出現輕微下降。由於 2018 年下半年開始，中美貿易矛盾逐漸激化，國內經濟下行壓力加大，央行維持流動性寬鬆環境，同業拆借利率出現下行走勢。然而現實情況比較繁雜，央行的貨幣逆周期政策雖然可以影響銀行間同業拆息，但是其利率傳導效果不彰，貸款利率並未出現明顯下降。因此，比較依賴同業拆借為資金來源的中小銀行，有機會因此得益，淨息差反而擴闊。而大型商業銀行則有可能因貸款需求下降而影響其淨息差水平。

上文我們亦有談到高淨息差有可能是因為承擔了更高的風險，因此我們可以簡單地用淨息差減去不良貸款率，而得出一個風險調整後的淨息差指標。從圖表 11 可見，經過風險調整後的淨息差，**招商銀行**的表現更加突出，是國內商業銀行的 2.70 倍，而四大國有銀行的風險調整後淨息差亦整體高於國內商業銀行，顯示四大行的風控能力較高。



免責聲明

本報告由致富集團(“致富”)之附屬公司致富證券有限公司提供，所載之內容或意見乃根據本公司認為可靠之資料來源來編製，惟本公司並不就此等內容之準確性、完整性及正確性作出明示或默示之保證。本報告內之所有意見均可在不作另行通知之下作出更改。本報告的作用純粹為提供資訊，並不應視為對本報告內提及的任何產品買賣或交易之專業推介、建議、邀請或要約。致富及其附屬公司、僱員及其家屬及有關人士可於任何時間持有、買賣或以市場認可之方式，包括以代理人或當事人對本報告內提及的任何產品進行投資或買賣。投資附帶風險，投資者需注意投資項目之價值可升亦可跌，而過往之表現亦不一定反映未來之表現。投資者進行投資前請尋求獨立之投資意見。致富在法律上均不負責任何人因使用本報告內資料而蒙受的任何直接或間接損失。致富擁有此報告內容之版權，在未獲致富許可前，不得翻印、分發或發行本報告以作任何用途。撰寫研究報告內的分析員(“此等人士”)均為根據證券及期貨條例註冊的持牌人士，此等人士保證，文中觀點均為其對有關報告提及的證券及發行者的真正看法。截至本報告發表當日，此等人士均未於本報告中所推介的股份存有權益。



www.chiefgroup.com.hk