

研究報告

歡迎掃碼關注
工銀亞洲研究



工銀亞洲東南亞研究中心

夏林峰 李盧霞

曹鳳文 王靖斐

還需不需要擔心德銀？

閱讀摘要

瑞信危機後德意志銀行（以下簡稱德銀）AT1 債券遭遇拋售，CDS 大幅上行、股價下跌，市場憂慮“德銀是歐洲銀行業下一個薄弱環節”。探究憂慮根源，銀行風波突起之下，德銀歷史的、或有的風險被脆弱情緒放大，令其成為重點憂慮對象。

梳理經營表現，德銀 2019 年開啟的第三次戰略轉型取得積極成效。業務結構上，從“大投行經營”模式轉向“核心業務多極均衡發展”。區域佈局上，深耕歐洲市場，收縮美國投行業務，加大亞太資源投入力度。經營效率上，成本縮減效果顯著，經營表現逐年改善。風控能力上，資本充足率及流動性保持穩定，資產和負債的客戶、行業結構較為多元。

針對風險隱憂，CRE（商業地產）和衍生品交易業務潛在風險可能被市場“放大”。對於 CRE 業務，約 330 億歐元的 CRE 資產組合僅占貸款總額的約 7%，其中一半位於美國（51%、約 168 億歐元），多為第一留置權貸款、抵押資產流動性較好，2022 年增提了板塊撥備。對於衍生合約，其中僅約 30% 的雙邊交割部分需要承擔交易對手信用風險，2008 年以後衍生品交易整體盈利水平較為穩定，利率合約（2018 年以來占比持續超 75%）是主要盈利來源。

相較於 SVB（矽谷銀行）及瑞信，德銀潛在風險特徵存在較大差異，發生風險失控的概率較小。與 SVB 相比，德銀資產與業務結構更為均衡，接受更為嚴格的監管。與瑞信相比，德銀轉型後持續盈利，近年存款規模持續微升，風控指標更為穩定。此外，考慮到德銀的系統重要性要高於 SVB 和瑞信，極端情況下公眾“更好選擇”不多，政府及監管機構的及時支持，時點壓力演化為不可控風險的概率較小。

但是，在歐美央行短期或繼續加息、並以應急措施呵護金融體系的可能政策組合中，仍需持續關注金融風險跨機構跨市場傳播、CRE 市場風險的後續或有發酵、以及延續加息對衍生合約淨市值的影響。

注：“工銀亞洲”是中國工商銀行（亞洲）有限公司的簡稱。

本報告的預測及建議只作為一般的市場評論，僅供參考，不構成任何投資建議。

本報告版權歸工銀亞洲東南亞研究中心所有，並保留一切法律權利。任何機構或個人未經授權，不得以任何形式修改、複製、刊登、引用或向其他人分發。

還需不需要擔心德銀？

一、憂慮何來：近年風險事件疊加近期銀行風波，引發市場緊張情緒

1. 近年風險事件。

近年德銀在全球多地面臨訴訟和監管處罰，尤其 2015-2019 年間罰款、虧損、裁員等負面新聞頻出使其成為市場關注焦點，累計逾百億美元的巨額罰款削弱德銀盈利能力、增加資本充足壓力。2019 年以來，隨著德銀對自身問題的逐步修復，遭受的監管處罰有所減少（見圖表 1）。

圖表 1：近年德銀監管處罰事件

時間	罰金	事件
2015 年 4 月	25 億美元	被指控操縱 LIBOR，向美國和英國監管支付罰金
2015 年 11 月	2.58 億美元	違反美國制裁規定，向美國支付罰金
2015 年 12 月	1.9 億美元	利用空殼公司逃稅，向美國支付罰金
2016 年 10 月	3800 萬美元	操縱國際銀價及相關的衍生品工具，被美國司法部處罰
2016 年 12 月	72 億美元	次貸危機期間不當出售抵押貸款支持證券，被美國司法部處罰
2017 年 1 月	6.3 億美元	參與俄羅斯 100 億洗錢案，向美國和英國支付罰金
2017 年 1 月	9500 萬美元	美國政府指控德銀 2000 年通過殼公司逃稅
2017 年 4 月	1.57 億美元	因外匯交易監管不力、不符合沃爾克原則，被美聯儲處罰
2018 年 2 月	2.4 億美元	因操縱 LIBOR，被美國以反壟斷提起訴訟
2018 年 7 月	7500 萬美元	因不當處理操作存托憑證（CDR）發行，向美國支付罰金
2020 年 5 月	1.5 億美元	因在歐洲洗錢醜聞中扮演代理銀行，被紐約金融服務部處罰
2021 年 1 月	1.3 億美元	因違反美國《反海外腐敗法》，被美國司法部和 SEC 處罰
2021 年 12 月	980 萬美元	因操縱歐洲銀行間歐元同業拆借利率，被德國金融監管機構處罰

數據來源：公開信息，工銀亞洲東南亞研究中心整理

2. 衍生品合約和美國 CRE（商業地產）業務或有風險。

截至 2022 年末，德銀衍生品敞口名義本金總額達 42.5 萬億歐元，為總資產規模的 31.8 倍。加息背景下，市場憂

慮這些合約面臨較高的信用風險和利率風險，擔心德銀面臨類似瑞信的虧損壓力。

此外，根據 2022 年報及相關披露，德銀持有約 168 億歐元美國 CRE 投資組合（主要為無追索權貸款，non-recourse lending），而近期美國 CRE 市場被認為是可能引爆中小銀行危機的“風暴眼”，這也成為市場憂慮德銀的另一重動因。

3. 近期金融市場情緒傳染。

SVB 倒閉、瑞信危機等接連發生，歐美央行加息步伐不止，市場恐慌情緒持續發酵。瑞信收購事件拖累德銀 AT1 債券遭遇拋售，3 月 24 日德銀信用違約互換（CDS）暴漲 31 個基點、創記錄最大單日漲幅，當日股價盤中一度暴跌 12% 以上（見圖表 2）。

圖表 2：近期德銀股價走勢



數據來源：WIND，工銀亞洲東南亞研究中心

二、經營剖析：近年德銀經營轉型情況

經歷次貸危機、歐債危機衝擊後，德銀為擺脫經營情況惡化、訴訟處罰不斷、股價大跌的經營困局，曾兩次進行轉

型，但收效有限。2019年，德銀再度啟動戰略轉型，側重風險化解和壓降成本，成效較為樂觀（見圖表3）。

圖表3：德銀2012~2022年共宣佈三次戰略轉型計劃

戰略轉型	提出時間	核心內容
2012-2015	2012年6月	削減加權風險資產、降低成本收入比、推動核心部門發展、提升三大市場客戶服務能力和推動企業文化變革。
2015-2020	2015年4月	提升業務集中度、退出高風險客戶、提升資本充足率和成立專門團隊落實戰略目標。
2019-2022	2019年7月	調整業務板塊，成立企業銀行部、專注核心業務發展，降低運營成本，提高經營效率，優化資本和杠杆比率，加大科技投入，實現可持續的穩定盈利。

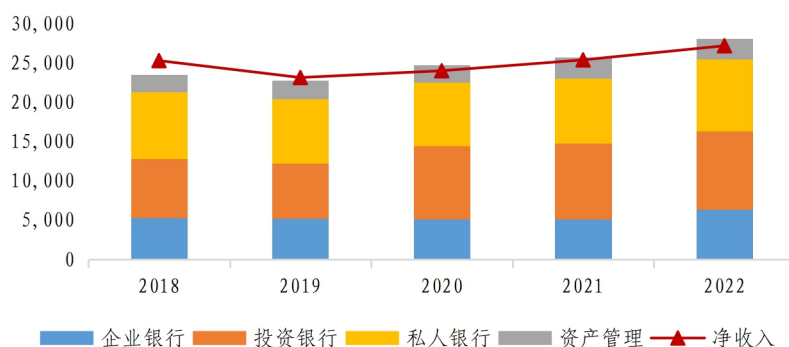
數據來源：工銀亞洲東南亞研究中心

（一）經營結構：重心回歸傳統存貸業務、收縮美國投行業務，初步實現均衡發展

1. 業務條線結構：從“大投行經營”模式轉向“核心業務多極均衡發展”，整體盈利能力持續提升。

業務板塊佈局更加均衡。轉型前，德銀採取“大投行經營”思路，傳統存貸業務基礎相對薄弱；轉型後，德銀聚焦企業銀行、投資銀行、私人銀行和資產管理四大核心業務板塊。2022年，德銀企業銀行、投資銀行、私人銀行和資產管理分別實現63.4、100.2、91.6、26.1億歐元的淨收入，較2018年提升20.0%、32.5%、7.4%、19.3%。其中企業銀行、投資銀行、私人銀行三大板塊齊頭並進，對總營收貢獻分別達23.3%、36.8%、33.6%。（見圖表4）

圖表 4：德銀各業務板塊淨收入變化（百萬歐元）



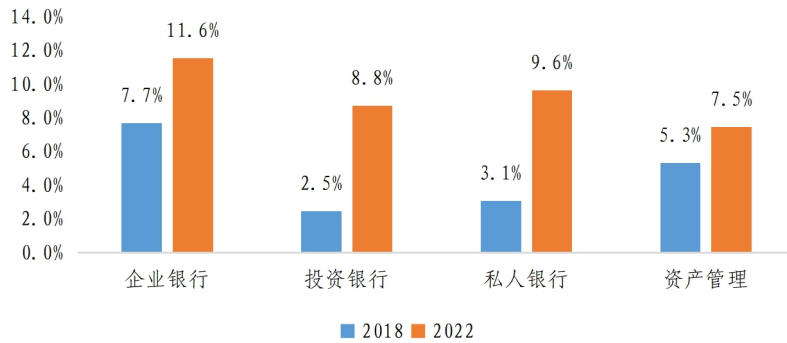
數據來源：德銀年報、工銀亞洲東南亞研究中心

轉型後投行和傳統銀行業務盈利能力均走高。在投行業務上，德銀縮減部分長期虧損的資本市場業務¹、改善業務條線盈利能力，根據 Client & Creditor Presentation 材料，截至 2022 年 9 月末，在 1,150 億歐元的投行資產規模中，承銷發行業務相關的資產占比高達 72.2%，而高風險融資業務資產占比降至 27.8%。2022 年投行業務稅前淨利潤達 34.87 億歐元、較 2018 年顯著提高 263.9%。在傳統業務上，德銀成立企業銀行部²，2022 年企業銀行的利息淨收入達 24.2 億歐元、較 2018 年增長 50.0%（見圖表 5）。

¹ 包括退出全球股票交易和銷售業務（2016–2018 年收入複合年均增速為-17%），降低在固定收益業務尤其是利率業務上的資本佔用。

² 企業銀行（Corporate Bank）由原架構中的企業與投資銀行部（CIB）下屬的環球交易部（GTB）、私人銀行部（PCB）下的德國本土商業銀行業務組成。

圖表 5：德銀四大業務板塊 ROE

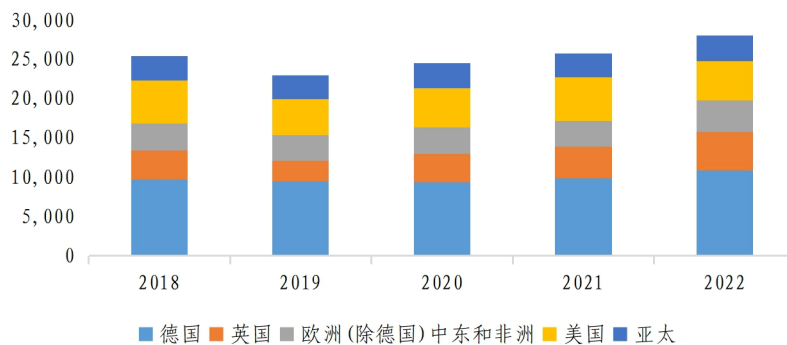


數據來源：德銀年報、工銀亞洲東南亞研究中心

2. 區域市場佈局：深耕德國本土經營、加大亞太資源投入，收縮美國投行業務。

從地域來看，2022 年德國為德銀主要營業地區，淨收入 109.02 億歐元、貢獻率達 38.8%；而美國地區受業務縮減的影響，淨收入較 2018 年下降 8.6%，占總體營收比重自 21.5% 下降至 17.8%。過去德銀曾通過大規模並購進軍美國投行市場，但在金融危機期間遭受重創，第三次戰略轉型中，德銀逐步退出美國股票市場，將投行業務重心轉向德國企業客戶（見圖表 6）。

圖表 6：德銀各地區淨收入變化（百萬歐元）



數據來源：德銀年報、工銀亞洲東南亞研究中心

從員工數的區域變化來看，“成本削減計劃”影響下員工人數整體減少，其中北美員工數量下降最快，而亞太地區員工人數呈上升趨勢，且已超過“歐洲（除德國）、中東和非洲”（見圖表 7）。

圖表 7：德銀員工人數分區域變化情況

地区	2018	2019	2020	2021	2022	较2018相比	较2021相比
德国	41,669	40,491	37,315	35,741	35,594	-14.6%	-0.4%
欧洲(除德国) 中東和非洲	20,871	19,672	19,617	19,311	18,379	-11.9%	-4.8%
亚太	19,732	18,874	19,430	20,215	23,236	17.8%	14.9%
北美	9,275	8,399	8,149	7,556	7,534	-18.8%	-0.3%
拉美	189	162	148	145	187	-1.1%	29.0%
总员工数	91,737	87,597	84,659	82,969	84,930	-7.4%	2.4%

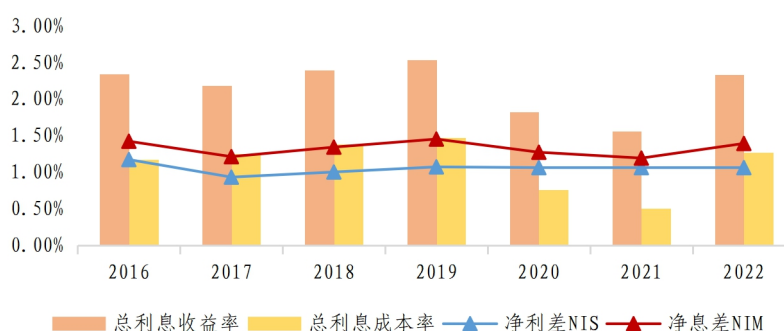
數據來源：德銀年報、工銀亞洲東南亞研究中心

（二）盈利能力：成本有效壓降，經營表現逐年改善

1. 加息一定程度增厚傳統業務盈利空間：淨息差抬升、淨利差維持穩定。

加息緩解了歐元區長期負利率對銀行業傳統存貸業務盈利空間擠壓。2022 年德銀總利息收益率上升 0.8 個百分點至 2.33%，淨息差上升 0.2 個百分點至 1.39%，淨利差穩定在 1.06%（見圖表 8）。

圖表 8：德銀利息平均收益及平均成本

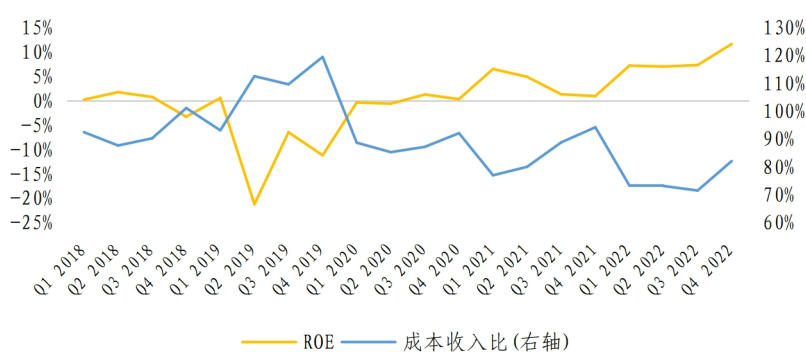


數據來源：德銀年報、工銀亞洲東南亞研究中心

2. 成本收入比趨勢性下行，盈利能力顯著改善。

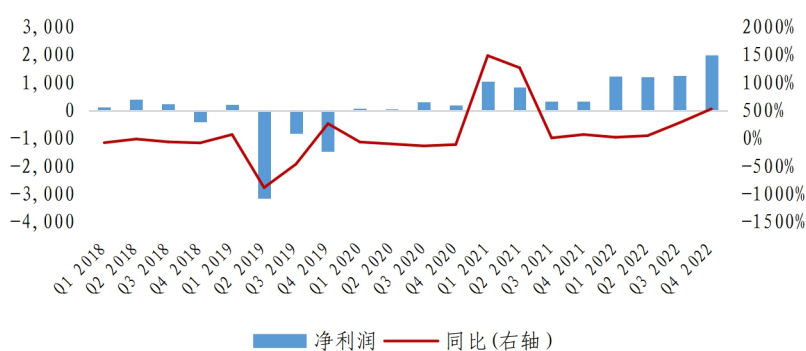
經過三年轉型，德銀成本縮減效果顯著，成本收入比從2019年4季度的119.6%降至2022年4季度的82.2%，同期ROE從11.1%升至11.7%。近三年連續盈利，2022年實現淨利潤56.59億歐元，較2021年、2018年分別大幅增長125.5%、1557.4%（見圖表9和10）。

圖表 9：德銀集團主要盈利能力指標



數據來源：德銀年報、工銀亞洲東南亞研究中心

圖表 10：德銀盈利情況已明顯改善（百萬歐元）



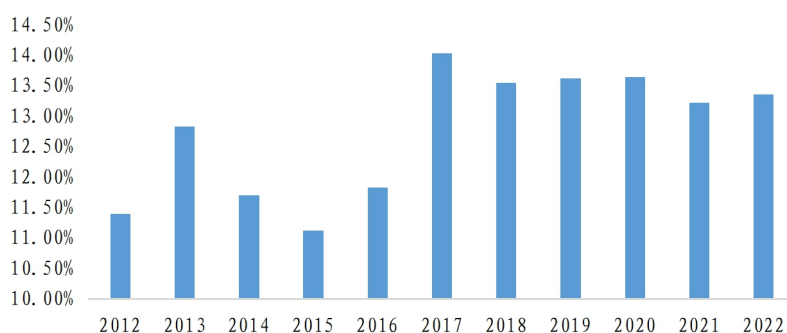
數據來源：德銀年報、工銀亞洲東南亞研究中心

（三）風控現狀：風險化解初見成效，主要風險指標良好

1. 風險指標：資本和流動性狀況保持基本穩定。

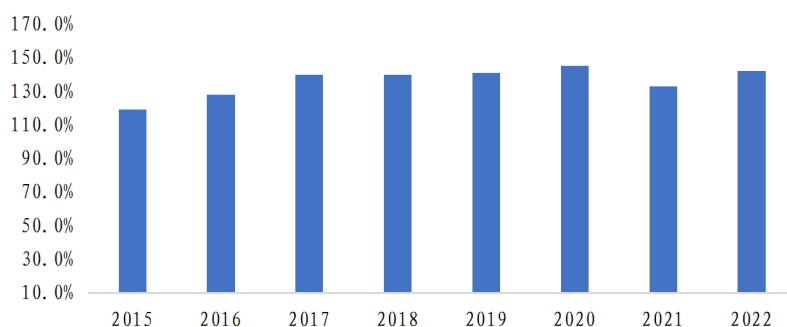
近年德銀持續開展資產負債表風險剝離行動，一級資本充足率（CET1 ratio）有效改善並保持穩定，2022 年末為 13.4%、較 2021 年提升 0.1 個百分點。此外，流動性覆蓋率（LCR）、淨穩定資金比率（NSFR）分別為 142%、119%，均滿足高於 100% 的監管要求（見圖表 11 和 12）。

圖表 11：一級資本充足率得到有效改善



數據來源：德銀年報、工銀亞洲東南亞研究中心

圖表 12：LCR 位於近年較高水平



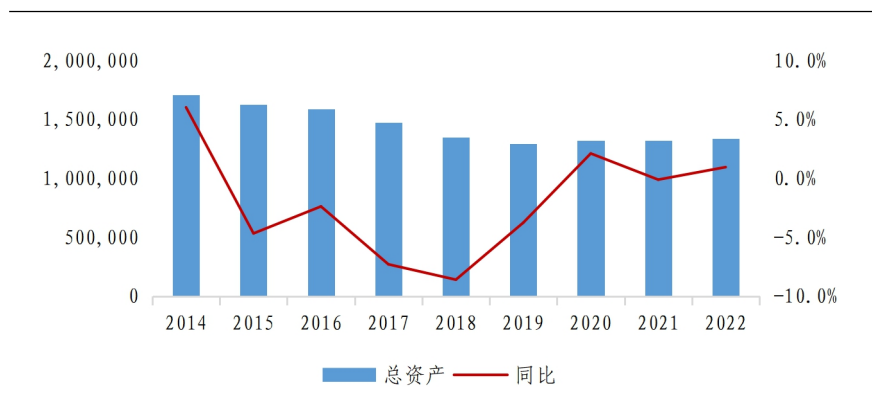
數據來源：德銀年報、工銀亞洲東南亞研究中心

2. 資產負債集中度：回歸傳統存貸業務，資產及負債結構較為均衡。

近年德銀總資產規模呈先收縮後穩定的態勢。2022 年底

總資產規模為 1.34 萬億歐元，較 2021 年底增長 1.0%。從 2022 年末資產結構來看，以公允價值計量的金融資產（38.5%）與貸款（36.2%）占比相當（見圖表 13）。

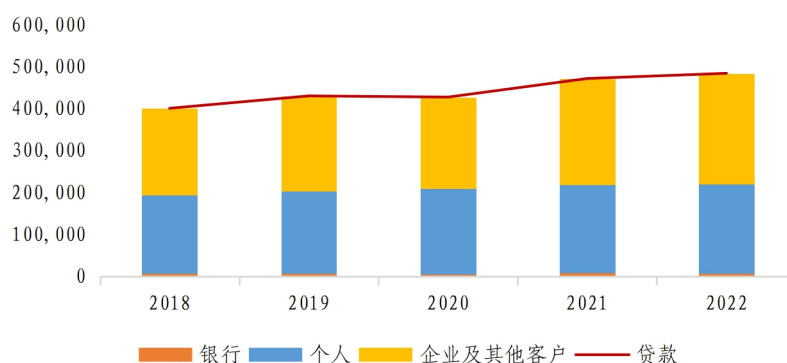
圖表 13：德銀資產規模變動（百萬歐元）



數據來源：德銀年報、工銀亞洲東南亞研究中心

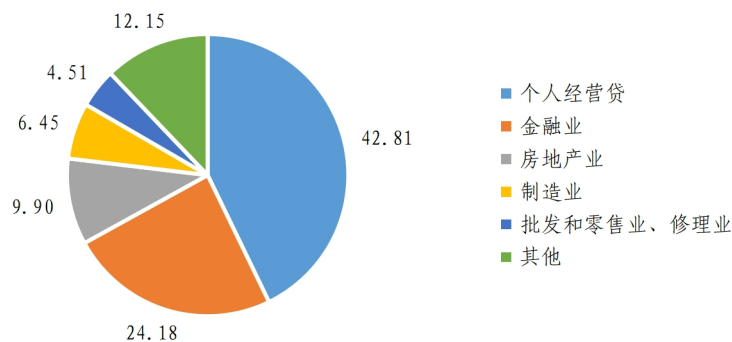
貸款投放上，對公、零售各占一半左右，行業分佈較為多元，投行業務融資占比不高。零售貸款（43.90%）和企業及其他客戶貸款（54.62%）各占一半，以個人經營貸（42.81%）、金融業（24.18%）、房地產業（9.90%）、製造業（6.45%）、批發零售業及修理業（4.51%）為主，行業客戶分佈較為均衡。根據德銀最新的 Client & Creditor Presentation 材料，截至 2022 年底，投行業務板塊貸款存量占比僅為 21%，私人銀行和企業銀行貸款存量占比則分別達到 54%和 25%（見圖表 14 和 15）。

圖表 14： 根據客戶對象的貸款分類（百萬歐元）



數據來源：德銀年報、工銀亞洲東南亞研究中心

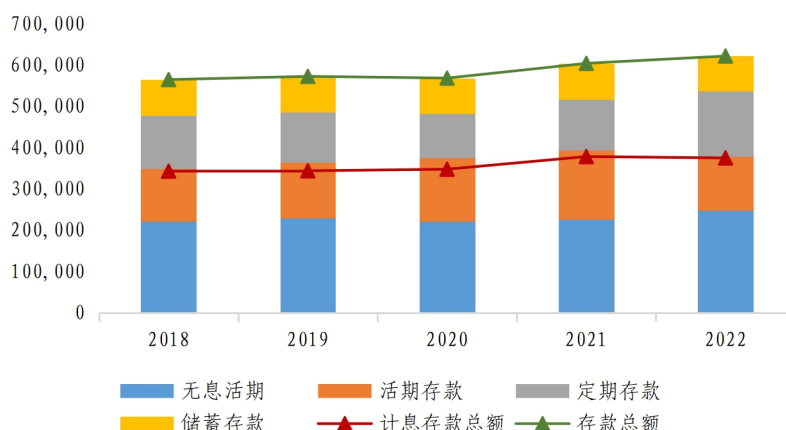
圖表 15： 根據行業結構的貸款分類（百萬歐元）



數據來源：德銀年報、工銀亞洲東南亞研究中心

近三年存款規模較為穩定，無息存款占比約四成。2022 年底存款規模為 6,214.6 億歐元，較 2021 年底新增 177.1 億歐元，占總負債比重達 49.2%。從結構上來看，無息和有息存款分別占四成、六成（見圖表 16）。

圖表 16： 根據計息方式的存款分類（百萬歐元）



數據來源：德銀年報、工銀亞洲東南亞研究中心

三、市場憂慮兩大潛在風險如何？

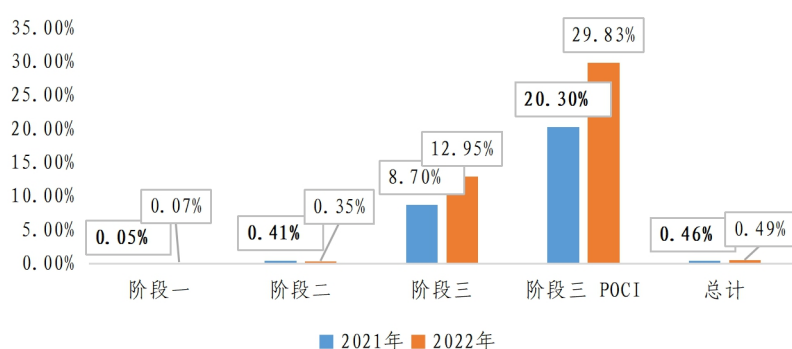
（一）商業地產業務潛在風險：區域分佈較為多元，抵押資產流動性較好，並增提了板塊撥備

截至 2022 年底，德銀 CRE（商業地產）貸款約為 330 億歐元（主要為無追索權貸款，non-recourse lending）、占貸款總額的 7%，整體看風險相對可控：一是資產組合地域分佈較為多元，除美國（51%）外，還分佈於歐洲（36%）和亞洲（13%）；二是貸款對象也較為多元，主要分散於辦公地產（34%）、酒店（12%）和零售（11%）。三是貸款抵押資產流動性較好。根據德銀年報，其 CRE 貸款的抵押地產多數是位於大城市、流動性較高的資產，並以第一留置權貸款（First Lien Mortgage）³為主，清償順序靠前。其中，德銀投資銀

³ 留置權狀態是當債務人違約需要出賣物業清償債務時某抵押貸款的清償順序，第一留置權清算時享有第一受償權。第二留置權（也稱低級留置權）抵押貸款清算時，其貸款人必須等第一留置權的貸款人完全清償後才能夠受償。

行（281 億歐元）和商業銀行（53 億歐元）條線下的 CRE 貸款平均抵押率分別約為 61%、53%。四是主動提高地產板塊的風險撥備水平。2022 年，針對地產板塊資產第三階段預期信用損失計提較 2021 年增加 3,500 萬歐元，推動地產板塊總體撥備率從 0.46% 提高至 0.49%（見圖表 17）。

圖表 17：地產板塊三階段貸款減值撥備率



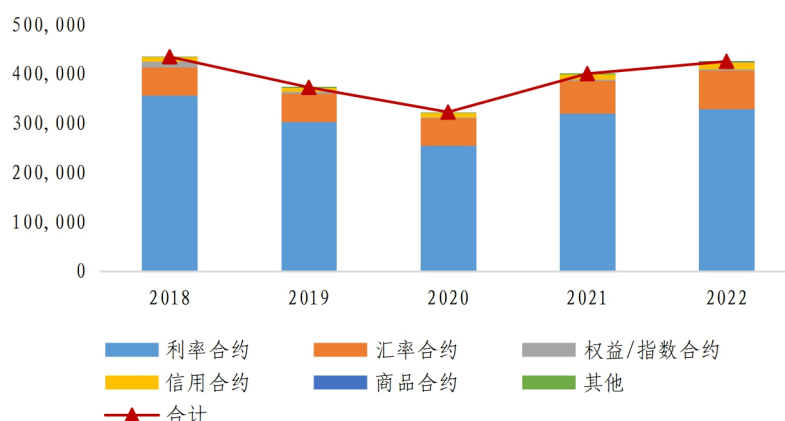
數據來源：德銀年報、工銀亞洲東南亞研究中心

（二）衍生品風險敞口：衍生品合約名義本金規模偏高，占比超 75% 的利率合約近年盈利表現穩定

從產品類別來看，截至 2022 年底，德銀 77.3% 的交易集中在利率合約，對於市場擔心的信用風險和市場風險：

僅 30% 衍生品合約需要承擔信用風險。德銀約 0.89 萬億歐元的衍生品（2.1%）通過交易所交易，場外交易中 28.6 萬億歐元的衍生品交易（67.1%）也採用了中央對手方清算制度（CCPs），僅剩餘 13.1 萬億歐元（30.8%）的雙邊交割部分需要承擔交易對手的信用風險（見圖表 18）。

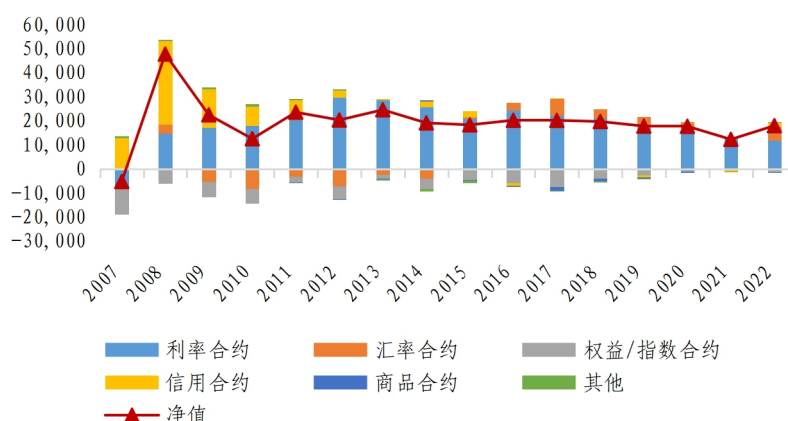
圖表 18： 不同類別的金融衍生品敞口名義總額（百萬歐元）



數據來源：德銀年報、工銀亞洲東南亞研究中心

近年利率衍生合約保持較好盈利狀況。金融衍生品敞口名義總額、即名義本金總額，並不代表業務整體風險敞口，相關合約的淨市值是用於衡量盈利能力的較好參考指標。2022 年底德銀衍生品淨市值為 179.6 億歐元，較 2021 年底上升 57.0 億歐元，整體盈利能力依舊強勁。分產品來看，利率衍生品淨市值為 118.4 億歐元，是主要獲利來源。從歷史上看，德銀衍生品交易整體盈利水平自 2008 年後均較穩定，其利率合約盈利能力較強，而權益類產品波動較大、為主要拖累項（見圖表 19）。

圖表 19： 不同類別的金融衍生品市淨值變動（百萬歐元）



數據來源：德銀年報、工銀亞洲東南亞研究中心

四、趨勢前瞻：德銀是否會成為下一個暴雷者？

（一）德銀與 SVB、瑞信的風險特徵有較大差異，發生風險失控的概率較小

與 SVB 相比，德銀資產與業務結構更為均衡，接受更為嚴格的監管。SVB 深耕科創行業，其風險在於存貸兩端業務集中度過高，加息導致債權資產（占比超 50%）大幅貶值，恐慌情緒下儲戶抱團擠兌，快速引發流動性危機；而德銀的資產與業務結構較為多元，其以公允價值計量的金融資產占比（38%）與信貸資產相當。此外，德銀採用國際財務報告準則（IFRS），其他綜合收益（OCI）納入資本充足率計算考慮，因此，其分類為以公允價值計量且其變動計入其他綜合收益的金融資產，因加息導致 OCI 波動會直接影響資本充足率計算考慮，不存在類似 SVB 的“監管套利”引致的實質資本充足率虛高問題（根據當前監管規定，SVB 計入累計其他

綜合收益（AOCI）的部分，不納入資本充足率計算考慮詳見前期報告《矽谷銀行事件的四點思考》。

與瑞信相比，德銀轉型後持續盈利，近年存款規模持續微升，風控指標更為穩定。不同於瑞信的持續虧損，德銀于2019年接連實施第三輪戰略轉型後，2020年起連續3年持續盈利、淨利潤分別達到6.24億、25.1億、56.59億歐元，具有更為堅實的風險緩衝墊，**特別是相對高風險的投行業務近年也保持較好營收能力。**此外，受存款流失等衝擊，瑞信的LCR指標呈下降趨勢，特別是2022年降幅明顯，但近三年德銀存款規模小幅走升，LCR指標在2021年下降後於2022年重新走升。

此外，考慮到德銀的系統重要性要高於SVB和瑞信，極端情況下公眾“更好選擇”不多，政府及監管機構的及時支持，時點壓力演化為不可控風險的概率較小。

（二）需持續關注的幾個潛在脆弱點，不排除時點性壓力突增情形

不過，在歐美央行短期或繼續加息、並以應急措施呵護金融體系的可能政策組合中，時點性風險事件仍可能繼續波及德銀，需持續跟蹤關注。一是**金融風險的跨機構跨市場傳染**。持續加息及前期加息的滯後效應尚未完全顯現，後續金融機構風險散發仍可能產生漣漪擴散效應，德銀金融行業資產占比超30%、偏高，不排除金融風險傳染導致德銀髮生時點性壓力事件的可能。二是**CRE市場風險的後續或有發酵**。

美國 68%-80%的 CRE 貸款業務由中小地區銀行承擔，美聯儲加息亦挫傷地產價值，3 月黑石 5.62 億美元 CMBS 違約、風險已初步顯現。而德銀 CRE 貸款一半在美國，若後續 CRE 風險發酵，可能波及德銀。儘管 2022 年末德銀地產板塊撥備計提比率升至 0.49%，但與製造業撥備水平（2.00%）相比，絕對值水平也並不高。三是延續加息對衍生合約淨市值的影響。2022 年財報僅顯示年度衍生合約淨市值情況，2023 年以來歐美央行已連續加息兩次，後續或仍有 1 到 2 次加息空間，2023 年以來衍生合約淨市值波動尚需持續觀察。



香港中資銀行業協會
Chinese Banking Association
of Hong Kong

**本文章版權屬撰稿機構及/或作者
所有，不得轉載。**

**本文章發表的內容均為撰稿機構
及/或作者的意見及分析，並不代
表香港中資銀行業協會意見。**