

## 研究报告

欢迎扫码关注  
工银亚洲研究



工银亚洲东南亚研究中心

夏林峰 李卢霞

曹凤文 王靖斐

## 还需不需要担心德银？

## 阅读摘要

瑞信危机后德意志银行（以下简称德银）AT1 债券遭遇抛售，CDS 大幅上行、股价下跌，市场忧虑“德银是欧洲银行业下一个薄弱环节”。探究忧虑根源，银行风波突起之下，德银历史的、或有的风险被脆弱情绪放大，令其成为重点忧虑对象。

梳理经营表现，德银 2019 年开启的第三次战略转型取得积极成效。业务结构上，从“大投行经营”模式转向“核心业务多极均衡发展”。区域布局上，深耕欧洲市场，收缩美国投行业务，加大亚太资源投入力度。经营效率上，成本缩减效果显著，经营表现逐年改善。风控能力上，资本充足率及流动性保持稳定，资产和负债的客户、行业结构较为多元。

针对风险隐忧，CRE（商业地产）和衍生品交易业务潜在风险可能被市场“放大”。对于 CRE 业务，约 330 亿欧元的 CRE 资产组合仅占贷款总额的约 7%，其中一半位于美国（51%、约 168 亿欧元），多为第一留置权贷款、抵押资产流动性较好，2022 年增提了板块拨备。对于衍生合约，其中仅约 30% 的双边交割部分需要承担交易对手信用风险，2008 年以后衍生品交易整体盈利水平较为稳定，利率合约（2018 年以来占比持续超 75%）是主要盈利来源。

相较于 SVB（硅谷银行）及瑞信，德银潜在风险特征存在较大差异，发生风险失控的概率较小。与 SVB 相比，德银资产与业务结构更为均衡，接受更为严格的监管。与瑞信相比，德银转型后持续盈利，近年存款规模持续微升，风控指标更为稳定。此外，考虑到德银的系统重要性要高于 SVB 和瑞信，极端情况下公众“更好选择”不多，政府及监管机构的及时支持，时点压力演化为不可控风险的概率较小。

但是，在欧美央行短期或继续加息、并以应急措施呵护金融体系的可能政策组合中，仍需持续关注金融风险跨机构跨市场传播、CRE 市场风险的后续或有发酵、以及延续加息对衍生合约净市值的影响。

注：“工银亚洲”是中国工商银行（亚洲）有限公司的简称。

本报告的预测及建议只作为一般的市场评论，仅供参考，不构成任何投资建议。

本报告版权归工银亚洲东南亚研究中心所有，并保留一切法律权利。任何机构或个人未经授权，不得以任何形式修改、复制、刊登、引用或向其他人分发。

# 还需不需要担心德银？

## 一、忧虑何来：近年风险事件叠加近期银行风波，引发市场紧张情绪

### 1. 近年风险事件。

近年德银在全球多地面临诉讼和监管处罚，尤其 2015-2019 年间罚款、亏损、裁员等负面新闻频出使其成为市场关注焦点，累计逾百亿美元的巨额罚款削弱德银盈利能力、增加资本充足压力。2019 年以来，随着德银对自身问题的逐步修复，遭受的监管处罚有所减少（见图表 1）。

图表 1：近年德银监管处罚事件

时间	罚金	事件
2015 年 4 月	25 亿美元	被指控操纵 LIBOR，向美国和英国监管支付罚金
2015 年 11 月	2.58 亿美元	违反美国制裁规定，向美国支付罚金
2015 年 12 月	1.9 亿美元	利用空壳公司逃税，向美国支付罚金
2016 年 10 月	3800 万美元	操纵国际银价及相关的衍生品工具，被美国司法部处罚
2016 年 12 月	72 亿美元	次贷危机期间不当出售抵押贷款支持证券，被美国司法部处罚
2017 年 1 月	6.3 亿美元	参与俄罗斯 100 亿洗钱案，向美国和英国支付罚金
2017 年 1 月	9500 万美元	美国政府指控德银 2000 年通过壳公司逃税
2017 年 4 月	1.57 亿美元	因外汇交易监管不力、不符合沃尔克原则，被美联储处罚
2018 年 2 月	2.4 亿美元	因操纵 LIBOR，被美国以反垄断提起诉讼
2018 年 7 月	7500 万美元	因不当处理操作存托凭证（CDR）发行，向美国支付罚金
2020 年 5 月	1.5 亿美元	因在欧洲洗钱丑闻中扮演代理银行，被纽约金融服务部处罚
2021 年 1 月	1.3 亿美元	因违反美国《反海外腐败法》，被美国司法部和 SEC 处罚
2021 年 12 月	980 万美元	因操纵欧洲银行间欧元同业拆借利率，被德国金融监管机构处罚

数据来源：公开信息，工银亚洲东南亚研究中心整理

### 2. 衍生品合约和美国 CRE（商业地产）业务或有风险。

截至 2022 年末，德银衍生品敞口名义本金总额达 42.5 万亿欧元，为总资产规模的 31.8 倍。加息背景下，市场忧

虑这些合约面临较高的信用风险和利率风险，担心德银面临类似瑞信的亏损压力。

此外，根据 2022 年报及相关披露，德银持有约 168 亿欧元美国 CRE 投资组合(主要为无追索权贷款, non-recourse lending)，而近期美国 CRE 市场被认为是可能引爆中小银行危机的“风暴眼”，这也成为市场忧虑德银的另一重动因。

### 3. 近期金融市场情绪传染。

SVB 倒闭、瑞信危机等接连发生，欧美央行加息步伐不止，市场恐慌情绪持续发酵。瑞信收购事件拖累德银 AT1 债券遭遇抛售，3 月 24 日德银信用违约互换 (CDS) 暴涨 31 个基点、创记录最大单日涨幅，当日股价盘中一度暴跌 12% 以上 (见图表 2)。

图表 2：近期德银股价走势



数据来源：WIND，工银亚洲东南亚研究中心

## 二、经营剖析：近年德银经营转型情况

经历次贷危机、欧债危机冲击后，德银为摆脱经营情况恶化、诉讼处罚不断、股价大跌的经营困局，曾两次进行转

型，但收效有限。2019年，德银再度启动战略转型，侧重风险化解和压降成本，成效较为乐观（见图表3）。

图表3：德银2012~2022年共宣布三次战略转型计划

战略转型	提出时间	核心内容
2012-2015	2012年6月	削减加权风险资产、降低成本收入比、推动核心部门发展、提升三大市场客户服务能力和推动企业文化变革。
2015-2020	2015年4月	提升业务集中度、退出高风险客户、提升资本充足率和成立专门团队落实战略目标。
2019-2022	2019年7月	调整业务板块，成立企业银行部、专注核心业务发展，降低运营成本，提高经营效率，优化资本和杠杆比率，加大科技投入，实现可持续的稳定盈利。

数据来源：工银亚洲东南亚研究中心

### （一）经营结构：重心回归传统存贷业务、收缩美国投行业务，初步实现均衡发展

1. 业务条线结构：从“大投行经营”模式转向“核心业务多极均衡发展”，整体盈利能力持续提升。

业务板块布局更加均衡。转型前，德银采取“大投行经营”思路，传统存贷业务基础相对薄弱；转型后，德银聚焦企业银行、投资银行、私人银行和资产管理四大核心业务板块。2022年，德银企业银行、投资银行、私人银行和资产管理分别实现63.4、100.2、91.6、26.1亿欧元的净收入，较2018年提升20.0%、32.5%、7.4%、19.3%。其中企业银行、投资银行、私人银行三大板块齐头并进，对总营收贡献分别达23.3%、36.8%、33.6%。（见图表4）

图表 4：德银各业务板块净收入变化（百万欧元）



数据来源：德银年报、工银亚洲东南亚研究中心

转型后投行和传统银行业务盈利能力均走高。在投行业务上，德银缩减部分长期亏损的资本市场业务<sup>1</sup>、改善业务条线盈利能力，根据 Client & Creditor Presentation 材料，截至 2022 年 9 月末，在 1,150 亿欧元的投行资产规模中，承销发行业务相关的资产占比高达 72.2%，而高风险融资业务资产占比降至 27.8%。2022 年投行业务税前净利润达 34.87 亿欧元、较 2018 年显著提高 263.9%。在传统业务上，德银成立企业银行部<sup>2</sup>，2022 年企业银行的利息净收入达 24.2 亿欧元、较 2018 年增长 50.0%（见图表 5）。

<sup>1</sup> 包括退出全球股票交易和销售业务（2016-2018 年收入复合年均增速为-17%），降低在固定收益业务尤其是利率业务上的资本占用。

<sup>2</sup> 企业银行（Corporate Bank）由原架构中的企业与投资银行部（CIB）下属的环球交易部（GTB）、私人银行部（PCB）下的德国本土商业银行业务组成。

图表 5：德银四大业务板块 ROE

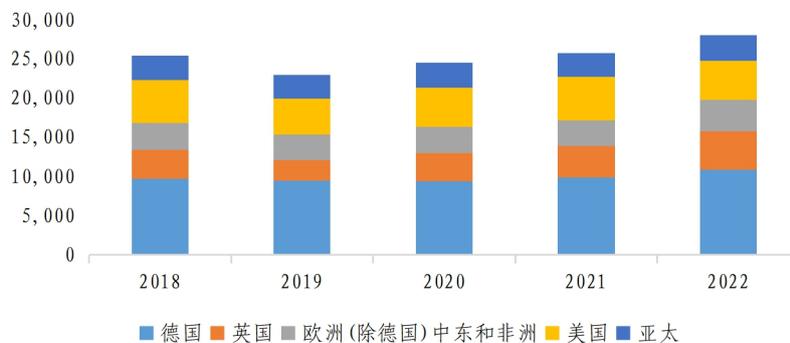


数据来源：德银年报、工银亚洲东南亚研究中心

## 2. 区域市场布局：深耕德国本土经营、加大亚太资源投入，收缩美国投行业务。

从地域来看，2022 年德国为德银主要营业地区，净收入 109.02 亿欧元、贡献率达 38.8%；而美国地区受业务缩减的影响，净收入较 2018 年下降 8.6%，占总体营收比重自 21.5% 下降至 17.8%。过去德银曾通过大规模并购进军美国投行市场，但在金融危机期间遭受重创，第三次战略转型中，德银逐步退出美国股票市场，将投行业务重心转向德国企业客户（见图表 6）。

图表 6：德银各地区净收入变化（百万欧元）



数据来源：德银年报、工银亚洲东南亚研究中心

从员工数的区域变化来看，“成本削减计划”影响下员工人数整体减少，其中北美员工数量下降最快，而亚太地区员工人数呈上升趋势，且已超过“欧洲（除德国）、中东和非洲”（见图表7）。

图表7：德银员工人数分区域变化情况

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)中东和非洲	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%

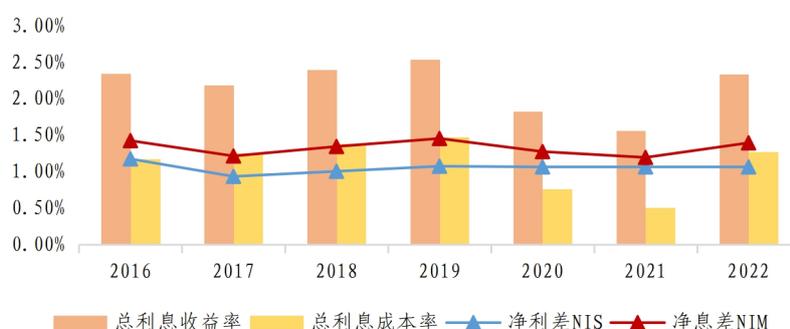
数据来源：德银年报、工银亚洲东南亚研究中心

## （二）盈利能力：成本有效压降，经营表现逐年改善

1. 加息一定程度增厚传统业务盈利空间：净息差抬升、净利差维持稳定。

加息缓解了欧元区长期负利率对银行业传统存贷业务盈利空间挤压。2022年德银总利息收益率上升0.8个百分点至2.33%，净息差上升0.2个百分点至1.39%，净利差稳定在1.06%（见图表8）。

图表8：德银利息平均收益及平均成本

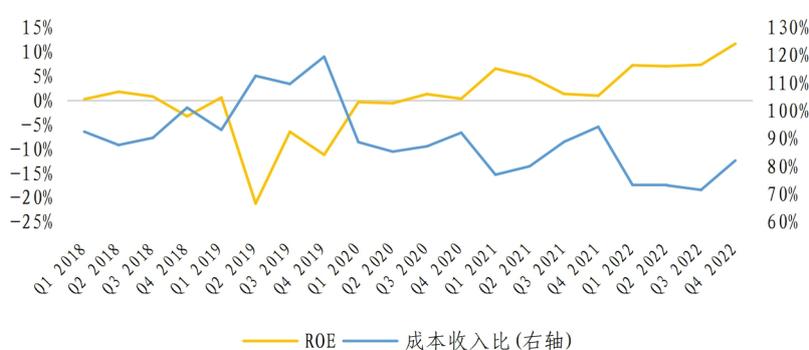


数据来源：德银年报、工银亚洲东南亚研究中心

## 2. 成本收入比趋势性下行，盈利能力显著改善。

经过三年转型，德银成本缩减效果显著，成本收入比从2019年4季度的119.6%降至2022年4季度的82.2%，同期ROE从11.1%升至11.7%。近三年连续盈利，2022年实现净利润56.59亿欧元，较2021年、2018年分别大幅增长125.5%、1557.4%（见图表9和10）。

图表9：德银集团主要盈利能力指标



数据来源：德银年报、工银亚洲东南亚研究中心

图表10：德银盈利情况已明显改善（百万欧元）



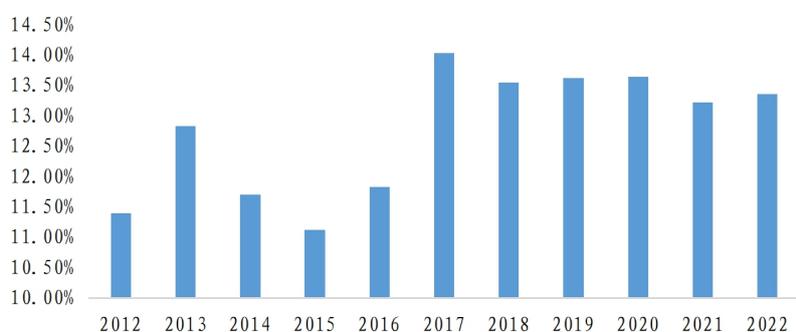
数据来源：德银年报、工银亚洲东南亚研究中心

**（三）风控现状：风险化解初见成效，主要风险指标良好**

## 1. 风险指标：资本和流动性状况保持基本稳定。

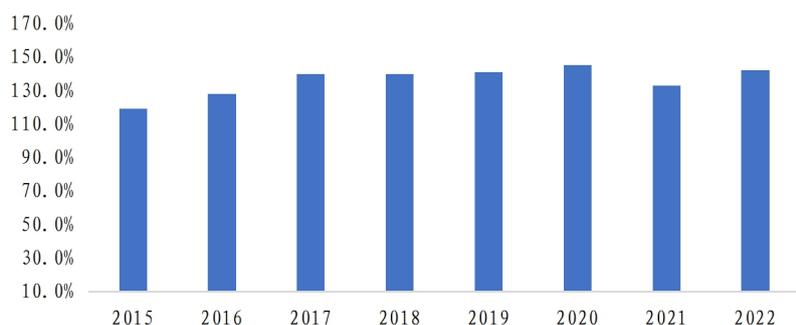
近年德银持续开展资产负债表风险剥离行动，一级资本充足率（CET1 ratio）有效改善并保持稳定，2022年末为13.4%、较2021年提升0.1个百分点。此外，流动性覆盖率（LCR）、净稳定资金比率（NSFR）分别为142%、119%，均满足高于100%的监管要求（见图表11和12）。

图表 11：一级资本充足率得到有效改善



数据来源：德银年报、工银亚洲东南亚研究中心

图表 12：LCR 位于近年较高水平



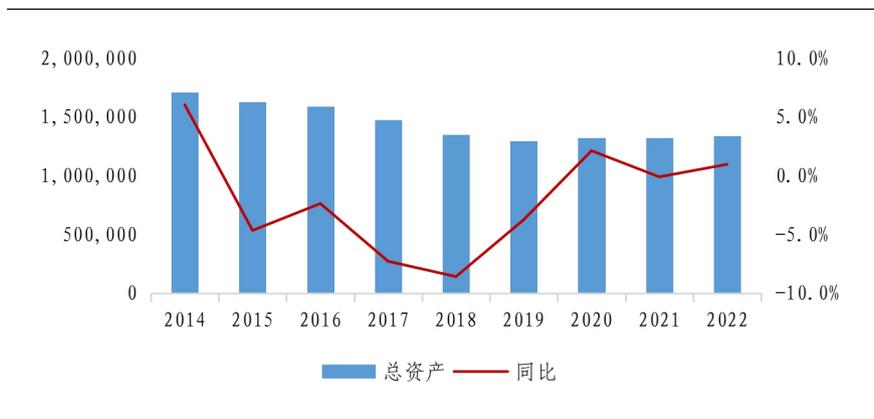
数据来源：德银年报、工银亚洲东南亚研究中心

## 2. 资产负债集中度：回归传统存贷业务，资产及负债结构较为均衡。

近年德银总资产规模呈先收缩后稳定的态势。2022年底

总资产规模为 1.34 万亿欧元，较 2021 年底增长 1.0%。从 2022 年末资产结构来看，以公允价值计量的金融资产(38.5%)与贷款(36.2%)占比相当(见图表 13)。

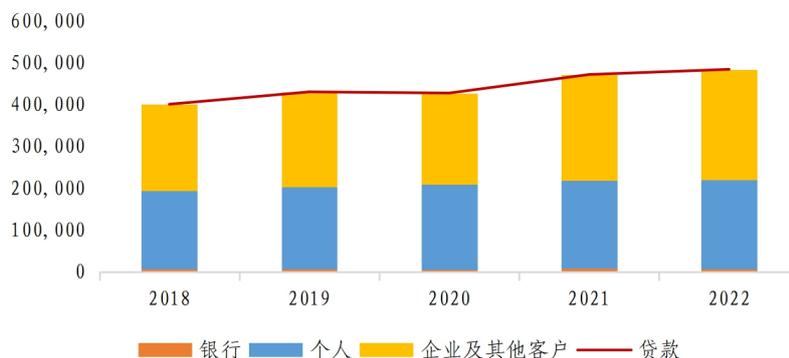
图表 13：德银资产规模变动（百万欧元）



数据来源：德银年报、工银亚洲东南亚研究中心

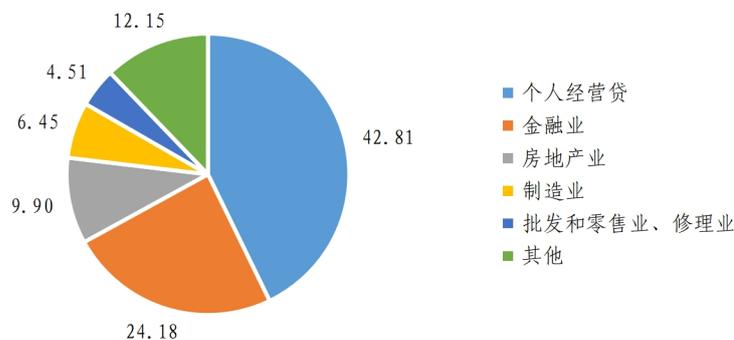
贷款投放上，对公、零售各占一半左右，行业分布较为多元，投行业务融资占比不高。零售贷款(43.90%)和企业及其他客户贷款(54.62%)各占一半，以个人经营贷(42.81%)、金融业(24.18%)、房地产业(9.90%)、制造业(6.45%)、批发零售业及修理业(4.51%)为主，行业客户分布较为均衡。根据德银最新的 Client & Creditor Presentation 材料，截至 2022 年底，投行业务板块贷款存量占比仅为 21%，私人银行和企业银行贷款存量占比则分别达到 54%和 25%(见图表 14 和 15)。

图表 14： 根据客户对象的贷款分类（百万欧元）



数据来源：德银年报、工银亚洲东南亚研究中心

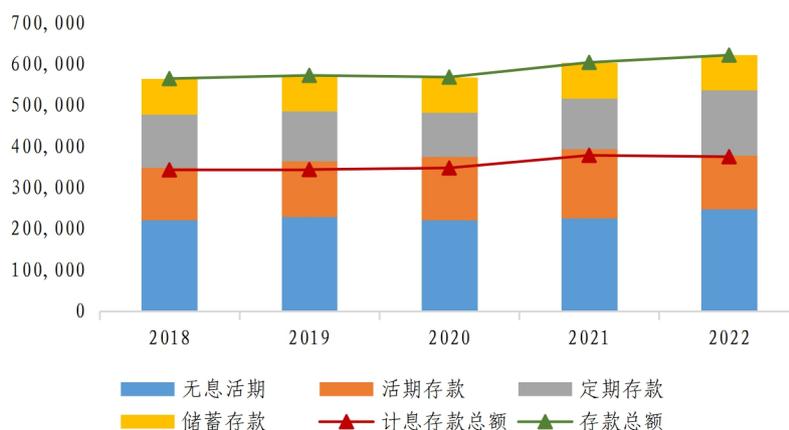
图表 15： 根据行业结构的贷款分类（百万欧元）



数据来源：德银年报、工银亚洲东南亚研究中心

近三年存款规模较为稳定，无息存款占比约四成。2022 年底存款规模为 6,214.6 亿欧元，较 2021 年底新增 177.1 亿欧元，占总负债比重达 49.2%。从结构上来看，无息和有息存款分别占四成、六成（见图表 16）。

图表 16： 根据计息方式的存款分类（百万欧元）



数据来源：德银年报、工银亚洲东南亚研究中心

### 三、市场忧虑两大潜在风险如何？

#### （一）商业地产业务潜在风险：区域分布较为多元，抵押资产流动性较好，并增提了板块拨备

截至 2022 年底，德银 CRE（商业地产）贷款约为 330 亿欧元（主要为无追索权贷款，non-recourse lending）、占贷款总额的 7%，整体看风险相对可控：一是资产组合地域分布较为多元，除美国（51%）外，还分布于欧洲（36%）和亚洲（13%）；二是贷款对象也较为多元，主要分散于办公地产（34%）、酒店（12%）和零售（11%）。三是贷款抵押资产流动性较好。根据德银年报，其 CRE 贷款的抵押地产多数是位于大城市、流动性较高的资产，并以第一留置权贷款（First Lien Mortgage）<sup>3</sup>为主，清偿顺序靠前。其中，德银投资银

<sup>3</sup> 留置权状态是当债务人违约需要出卖物业清偿债务时某抵押贷款的清偿顺序，第一留置权清算时享有第一受偿权。第二留置权（也称低级留置权）抵押贷款清算时，其贷款人必须等第一留置权的贷款人完全清偿后才能够受偿。

行（281 亿欧元）和商业银行（53 亿欧元）条线下的 CRE 贷款平均抵押率分别约为 61%、53%。四是主动提高地产板块的风险拨备水平。2022 年，针对地产板块资产第三阶段预期信用损失计提较 2021 年增加 3,500 万欧元，推动地产板块总体拨备率从 0.46% 提高至 0.49%（见图表 17）。

图表 17：地产板块三阶段贷款减值拨备率



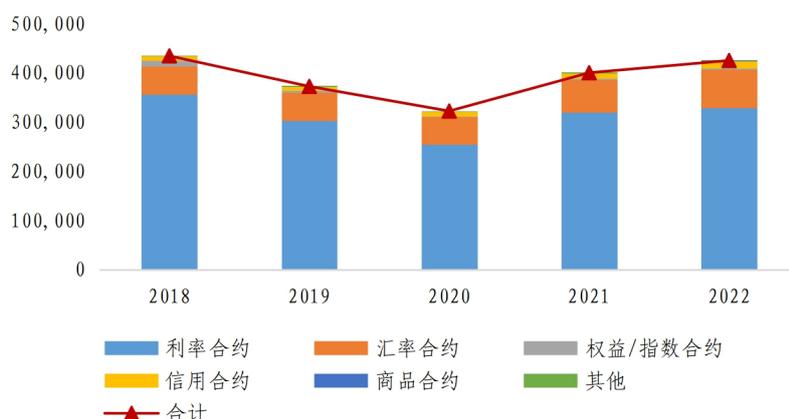
数据来源：德银年报、工银亚洲东南亚研究中心

## （二）衍生品风险敞口：衍生品合约名义本金规模偏高，占比超 75% 的利率合约近年盈利表现稳定

从产品类别来看，截至 2022 年底，德银 77.3% 的交易集中在利率合约，对于市场担心的信用风险和市场风险：

仅 30% 衍生品合约需要承担信用风险。德银约 0.89 万亿欧元的衍生品（2.1%）通过交易所交易，场外交易中 28.6 万亿欧元的衍生品交易（67.1%）也采用了中央对手方清算制度（CCPs），仅剩余 13.1 万亿欧元（30.8%）的双边交割部分需要承担交易对手的信用风险（见图表 18）。

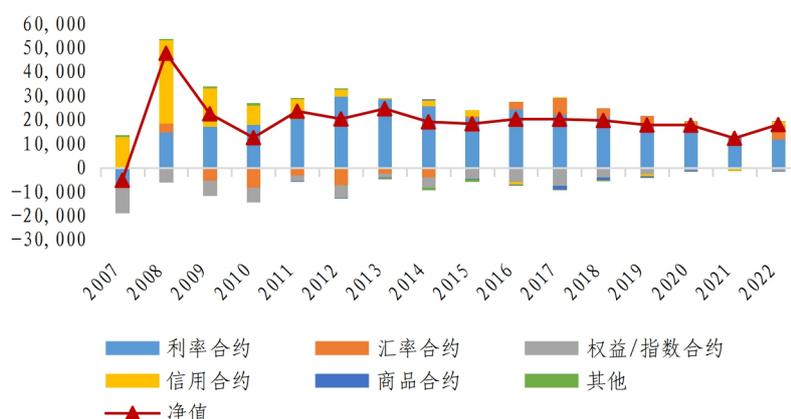
图表 18： 不同类别的金融衍生品敞口名义总额（百万欧元）



数据来源：德银年报、工银亚洲东南亚研究中心

近年利率衍生合约保持较好盈利状况。金融衍生品敞口名义总额、即名义本金总额，并不代表业务整体风险敞口，相关合约的净市值是用于衡量盈利能力的较好参考指标。2022 年底德银衍生品净市值为 179.6 亿欧元，较 2021 年底上升 57.0 亿欧元，整体盈利能力依旧强劲。分产品来看，利率衍生品净市值为 118.4 亿欧元，是主要获利来源。从历史上看，德银衍生品交易整体盈利水平自 2008 年后均较稳定，其利率合约盈利能力较强，而权益类产品波动较大、为主要拖累项（见图表 19）。

图表 19： 不同类别的金融衍生品市净值变动（百万欧元）



数据来源：德银年报、工银亚洲东南亚研究中心

#### 四、趋势前瞻：德银是否会成为下一个暴雷者？

（一）德银与 SVB、瑞信的风险特征有较大差异，发生风险失控的概率较小

与 SVB 相比，德银资产与业务结构更为均衡，接受更为严格的监管。SVB 深耕科创行业，其风险在于存贷两端业务集中度过高，加息导致债权资产（占比超 50%）大幅贬值，恐慌情绪下储户抱团挤兑，快速引发流动性危机；而德银的资产与业务结构较为多元，其以公允价值计量的金融资产占比（38%）与信贷资产相当。此外，德银采用国际财务报告准则（IFRS），其他综合收益（OCI）纳入资本充足率计算考虑，因此，其分类为以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产，因加息导致 OCI 波动会直接影响资本充足率计算考虑，不存在类似 SVB 的“监管套利”引致的实质资本充足率虚高问题（根据当前监管规定，SVB 计入累计其他

综合收益（AOCI）的部分，不纳入资本充足率计算考虑详见前期报告《硅谷银行事件的四点思考》）。

与瑞信相比，德银转型后持续盈利，近年存款规模持续微升，风控指标更为稳定。不同于瑞信的持续亏损，德银于2019年接连实施第三轮战略转型后，2020年起连续3年持续盈利、净利润分别达到6.24亿、25.1亿、56.59亿欧元，具有更为坚实的风险缓冲垫，特别是相对高风险的投行业务近年也保持较好营收能力。此外，受存款流失等冲击，瑞信的LCR指标呈下降趋势，特别是2022年降幅明显，但近三年德银存款规模小幅走升，LCR指标在2021年下降后于2022年重新走升。

此外，考虑到德银的系统重要性要高于SVB和瑞信，极端情况下公众“更好选择”不多，政府及监管机构的及时支持，时点压力演化为不可控风险的概率较小。

## **（二）需持续关注的几个潜在脆弱点，不排除时点性压力突增情形**

不过，在欧美央行短期或继续加息、并以应急措施呵护金融体系的可能政策组合中，时点性风险事件仍可能继续波及德银，需持续跟踪关注。一是**金融风险的跨机构跨市场传染**。持续加息及前期加息的滞后效应尚未完全显现，后续金融机构风险散发仍可能产生涟漪扩散效应，德银金融行业资产占比超30%、偏高，不排除金融风险传染导致德银发生时点性压力事件的可能。二是**CRE市场风险的后续或有发酵**。

美国 68%-80%的 CRE 贷款业务由中小地区银行承担，美联储加息亦挫伤地产价值，3 月黑石 5.62 亿美元 CMBS 违约、风险已初步显现。而德银 CRE 贷款一半在美国，若后续 CRE 风险发酵，可能波及德银。尽管 2022 年末德银地产板块拨备计提比率升至 0.49%，但与制造业拨备水平（2.00%）相比，绝对值水平也并不高。三是延续加息对衍生合约净市值的影响。2022 年财报仅显示年度衍生合约净市值情况，2023 年以来欧美央行已连续加息两次，后续或仍有 1 到 2 次加息空间，2023 年以来衍生合约净市值波动尚需持续观察。



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

**本文章版权属撰稿机构及/或作者  
所有，不得转载。**

**本文章发表的内容均为撰稿机构  
及/或作者的意见及分析，并不代  
表香港中资银行业协会意见。**