

德意志银行有可能是下一个瑞信吗？

——德意志银行复盘

行业评级：看好

2023年03月28日

分析师	梁凤洁	分析师	邱冠华	分析师	陈建宇
邮箱	liangfengjie@stocke.com.cn	邮箱	qiuguanhua@stocke.com.cn	邮箱	chenjianyu@stocke.com.cn
电话	021-80108037	电话	021-80105900	电话	
证书编号	S1230520100001	证书编号	S1230520010003	证书编号	S1230522080005

1、股价低迷经营承压

• 市场表现：与同业的分化加剧

2012年以来，德意志银行股价表现与同业分化加剧，背后归因经营表现承压。①**股价表现差**：2008年以来，德意志银行（下称德银）股价累计下跌91%，而标普500金融指数上涨36%。②**基本面承压**：2012年以来，德银ROE回落至对标行平均以下，且在2015-2017年、2019年均出现亏损，整体基本面表现承压。

• 盈利分析：去杠杆+ROA承压

(1) **杠杆水平下行**。巴塞尔协议III落地之后，银行业的杠杆监管大幅收紧。德银压降杠杆水平，导致盈利能力承压。

(2) **ROA低位震荡**。2009-2019年，德银ROA持续低于0.50%，盈利能力承压，主要归因欧债危机冲击+业务转型影响。①**2010-2012年**：欧债危机爆发，欧洲快速降息，导致息差承压，拖累盈利能力。②**2013-2014年**：德银成立NCOU部门，希望在2016年前加速完成非核心资产的去风险进程。存量资产去化导致营收减少、诉讼等成本上升，拖累盈利。③**2015年**：2015年德银大幅亏损，归因业务调整导致的商誉减值，叠加大额监管罚款拖累。④**2016-2017年**：2016年NCOU部门大力压降存量问题资产，导致营收减少、成本上升，全年仍然亏损；2017年NCOU存量资产消化基本结束，税前利润扭亏为盈。⑤**2018-2019年**：2018年盈利基本平稳。2019年再起开启业务转型，成立CRU部门处置问题资产，导致全年大幅亏损。

2、历史包袱消化情况

- **2012-2016年**：(1) **整体资产结构来看**：根据德银披露的处置案例，2012-2016年间，德银出售了部分股权、商业地产及非金融资产如酒店、集装箱码头等，资产更加聚焦金融主业。(2) **金融资产结构来看**：投行业务相关资产、金融机构相关资产占比下降，信贷资产占比上升。其中，衍生品敞口大幅压降，名义金额由2012年末的56万亿下降至2016年的43万亿。
- **2019-2022年**：(1) **转型力度更大**：2012年末NCOU部门资产占总资产比例仅5%，2018年末CRU部门资产占总资产的27%。(2) **资产结构优化**：①出售部分投行资产：2021年，德银将其Prime Finance（主要经纪）、Electronic Equities（电子股票）出售给法巴。②资产结构小幅优化：贷款占比小幅提升、衍生品敞口小幅下降。

3、重点风险压力分析

静态视角，德银目前出现大规模风险暴露的概率不大。但仍需密切关注其衍生品敞口的风险演绎，以及存款流失压力。

- **存款**：①静态视角，德银存款流失压力可控。22Q4末德银存款较22Q3末微降2.6%，而瑞信22Q4存款环比大幅下降37%。②动态视角，3月硅谷银行暴雷后，美国小银行存款加速流失，后续需密切关注德银面临的存款流失压力。
- **盈利**：①静态视角，2020年以来德银ROE持续回升，而瑞信2021-2022年大幅亏损；②动态视角，关注衍生品风险演绎。

4、风险提示：海外金融风险超预期暴露。

目录

CONTENTS

01

股价低迷经营承压

市场表现 | 盈利分析

02

历史包袱消化情况

2012-2016 | 2019-2022

03

重点风险压力分析

存款视角 | 盈利视角

04

风险提示

01

股价低迷 经营承压

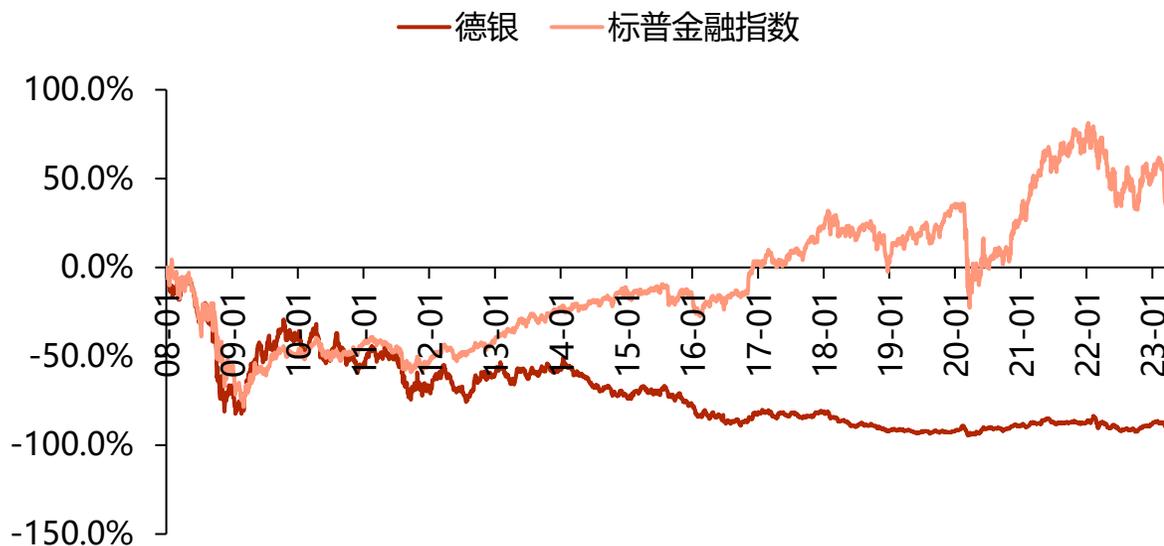
市场表现

盈利分析

2012年以来，德意志银行股价表现与同业分化加剧，背后归因经营表现承压。

- **股价表现差**：2008年以来，德意志银行（下称德银）股价累计下跌91%，而标普500金融指数上涨36%。尤其是2012年以来，德银股价表现与行业出现显著分化：德银持续下跌，而标普金融指数则震荡上行。
- **基本面承压**：2012年以来，德银ROE回落至对标行平均以下，且在2015-2017年、2019年均出现亏损。

德银股价表现差于行业



2012年起，德银ROE低于对标行



数据来源：factset, wind, 浙商证券研究。截至2023年3月27日。ROE数据为Return on Common Equity，对标行为摩根大通、摩根士丹利、高盛、瑞士银行、巴克莱银行、美国银行、花旗银行八家金融机构，下同。

杜邦分解后，德银ROE的持续承压背后主要有两大原因：杠杆水平下降、ROA处于低位。

杜邦分析：德银杜邦分析结果

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
ROE	-11.85%	14.05%	5.55%	9.45%	0.54%	1.52%	3.14%	-13.53%	-2.87%	-1.49%	0.53%	-11.35%	1.04%	4.86%	10.33%
杠杆	65.24	52.32	40.94	46.53	47.88	41.28	31.31	33.23	32.98	30.38	27.80	27.86	27.61	26.26	25.43
ROA	-0.18%	0.27%	0.14%	0.20%	0.01%	0.04%	0.10%	-0.41%	-0.09%	-0.05%	0.02%	-0.41%	0.04%	0.18%	0.41%
营业收入	1.05%	1.15%	1.54%	1.42%	1.31%	1.50%	1.61%	1.72%	1.64%	1.53%	1.65%	1.76%	1.79%	1.66%	1.78%
利息净收入	0.59%	0.67%	0.91%	0.86%	0.76%	0.82%	0.86%	0.95%	0.91%	0.81%	0.93%	1.04%	0.88%	0.84%	1.05%
利息收入	2.58%	1.46%	1.69%	1.71%	1.54%	1.41%	1.51%	1.56%	1.59%	1.57%	1.76%	1.90%	1.36%	1.27%	1.83%
利息支出	-1.99%	-0.78%	-0.77%	-0.86%	-0.78%	-0.59%	-0.65%	-0.60%	-0.68%	-0.76%	-0.82%	-0.86%	-0.48%	-0.43%	-0.78%
非息	0.46%	0.48%	0.63%	0.57%	0.55%	0.68%	0.75%	0.76%	0.73%	0.72%	0.71%	0.72%	0.91%	0.83%	0.74%
主要支出	-0.88%	-1.24%	-1.44%	-1.37%	-1.47%	-1.65%	-1.72%	-1.99%	-1.81%	-1.61%	-1.67%	-1.82%	-1.72%	-1.64%	-1.62%
其他成本	-0.83%	-1.09%	-1.37%	-1.28%	-1.39%	-1.54%	-1.65%	-1.93%	-1.72%	-1.58%	-1.64%	-1.77%	-1.58%	-1.60%	-1.53%
信用减值损失	-0.05%	-0.14%	-0.07%	-0.09%	-0.08%	-0.11%	-0.07%	-0.06%	-0.09%	-0.03%	-0.04%	-0.05%	-0.14%	-0.04%	-0.09%
所得税费用	0.09%	-0.01%	-0.10%	-0.05%	-0.02%	-0.04%	-0.09%	-0.04%	-0.03%	-0.13%	-0.07%	-0.20%	-0.03%	-0.07%	0.01%

杜邦分析：德银-对标行

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
ROE	-7.4pc	7.7pc	-1.9pc	2.6pc	-4.3pc	-6.3pc	-3.3pc	-23.1pc	-12.5pc	-7.3pc	-12.8pc	-25.2pc	-9.7pc	-13.7pc	-3.7pc
杠杆	46.21	35.72	24.38	30.04	31.82	25.67	16.16	19.05	19.00	15.79	12.90	12.67	11.50	8.76	7.23
ROA	5bp	-12bp	-31bp	-21bp	-29bp	-46bp	-32bp	-108bp	-77bp	-45bp	-88bp	-132bp	-63bp	-87bp	-36bp
营业收入	-126bp	-264bp	-229bp	-194bp	-185bp	-193bp	-173bp	-173bp	-166bp	-184bp	-178bp	-165bp	-143bp	-146bp	-122bp
利息净收入	-81bp	-93bp	-71bp	-59bp	-60bp	-56bp	-53bp	-47bp	-50bp	-64bp	-55bp	-45bp	-40bp	-31bp	-29bp
利息收入	-113bp	-119bp	-79bp	-57bp	-53bp	-55bp	-37bp	-32bp	-31bp	-50bp	-67bp	-65bp	-33bp	-11bp	-31bp
利息支出	32bp	26bp	8bp	-2bp	-7bp	-1bp	-16bp	-15bp	-19bp	-13bp	12bp	19bp	-7bp	-20bp	2bp
非息	-45bp	-171bp	-158bp	-135bp	-125bp	-137bp	-120bp	-126bp	-116bp	-121bp	-123bp	-120bp	-104bp	-115bp	-92bp
主要支出	248bp	307bp	243bp	216bp	196bp	69bp	78bp	36bp	44bp	82bp	47bp	34bp	56bp	9bp	32bp
其他成本	175bp	201bp	182bp	192bp	180bp	66bp	71bp	26bp	36bp	68bp	35bp	21bp	27bp	25bp	29bp
信用减值损失	73bp	106bp	61bp	24bp	16bp	3bp	7bp	10bp	8bp	13bp	12bp	12bp	29bp	-16bp	3bp
所得税费用	-13bp	1bp	6bp	9bp	7bp	17bp	10bp	19bp	24bp	48bp	16bp	1bp	11bp	15bp	16bp

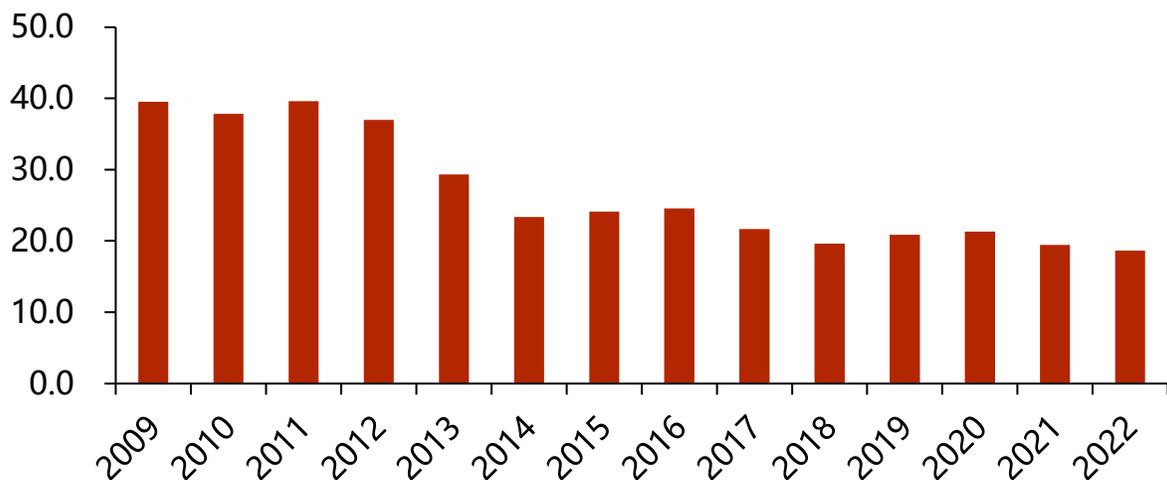
数据来源：wind，浙商证券研究。数据为加权平均。底纹越红，数据越优，下同。

(1) 杠杆水平下行。 巴塞尔协议III落地之后，银行业的杠杆监管大幅收紧。而根据2012年年报披露，德银2011年的核心一级资本充足率不到6%，面临的合规转型压力巨大，被迫调整业务结构、压降杠杆水平，导致规模持续收缩、盈利能力承压。

(2) ROA低位震荡。 2009-2019年，德银ROA持续低于0.50%，盈利能力承压，主要归因欧债危机冲击+业务转型影响。我们根据不同业务发展阶段，重点分析2009-2019年ROA背后核心驱动因素，具体见下文。

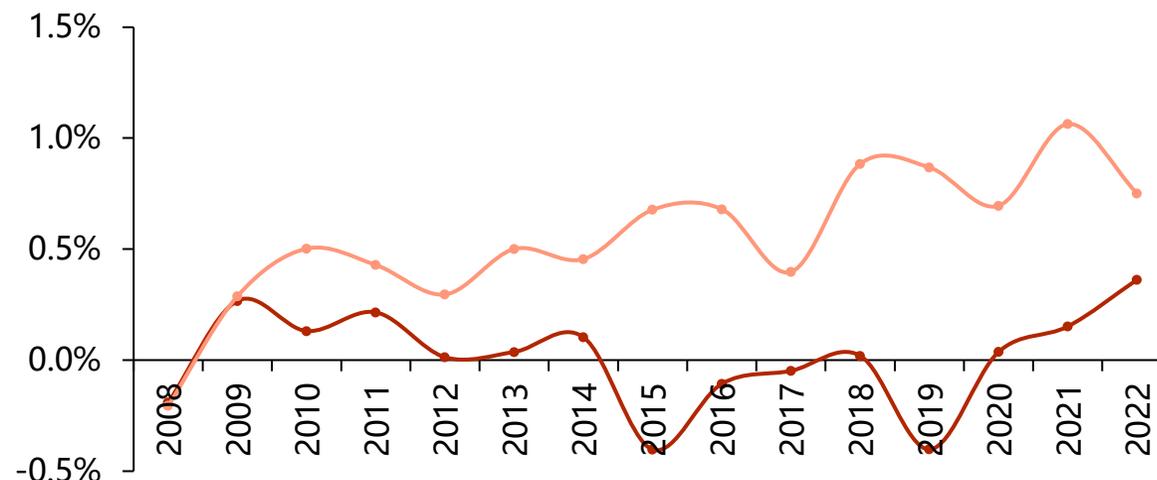
德银杠杆水平震荡下行

■ 总资产/总权益



德银ROA持续低位震荡

— 德银 — 对标行平均

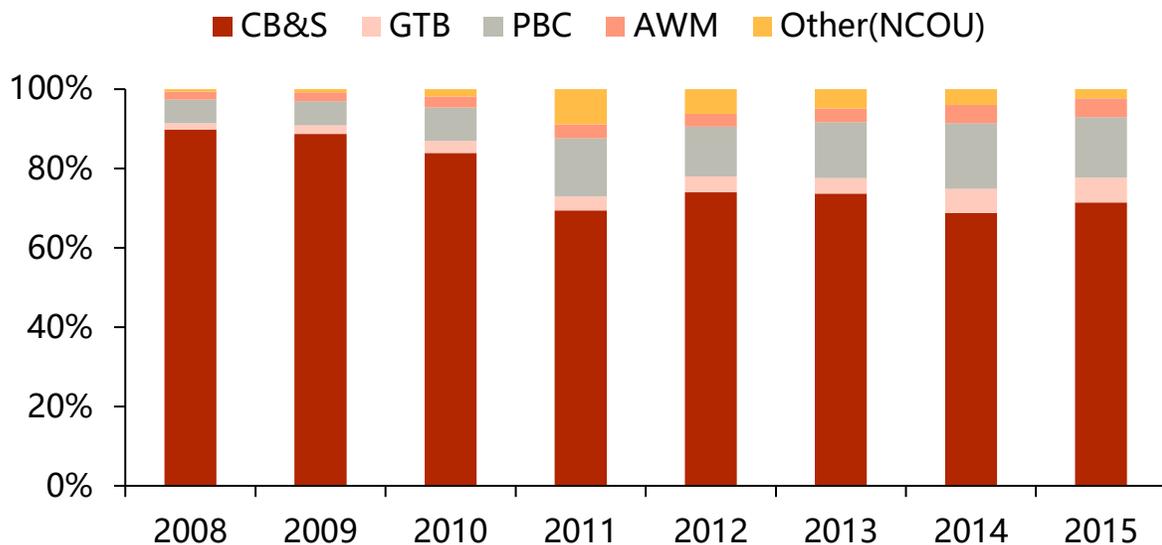


数据来源：wind，浙商证券研究。

2010-2012年，欧债危机爆发，欧洲快速降息，导致德银息差承压，盈利能力下行。

(1) 分部拆解：CB&S盈利能力收窄，拖累整体盈利表现。①业务拆分：德银业务主要分为：CB&S（公司银行和证券，主要经营投行业务）、GTB（全球交易银行，主要经营交易银行业务）、AWM（资产和财富管理）、PBC（私人和商业客户，主要经营零售客户、中小企业客户）、其他部门。其中CB&S（主要经营投行业务）是主要的利润中心，2010年贡献了80%以上的税前利润。②盈利拆解：根据分部利润情况，2010-2012年，最大利润中心CB&S的盈利能力持续收窄，拖累整体盈利表现。

2010-2012年，CB&S是主要的利润中心



2010-2012年，CB&S盈利能力下行

	CB&S	GTB	PBC	AWM	Other(NCOU)
2008	-0.45%	2.71%	0.74%	-1.17%	7.63%
2009	0.21%	1.60%	0.34%	0.43%	1.95%
2010	0.41%	1.53%	0.53%	1.10%	-3.60%
2011	0.25%	1.35%	0.70%	1.39%	-1.37%
2012	0.19%	0.82%	0.55%	0.23%	-2.51%
2013	0.22%	1.21%	0.50%	1.08%	-4.32%
2014	0.25%	1.13%	0.45%	1.32%	-5.65%
2015	-0.17%	1.40%	-1.28%	1.47%	-8.28%

数据来源：公司财报，浙商证券研究。注：右表数据为税前净利润/分部期初期末平均总资产。2008-2009年，Other数据为公司投资板块（Corporate Investment），2010年以后为NCOU板块。

2010-2012年，欧债危机爆发，欧洲快速降息，导致德银息差承压，盈利能力下行。

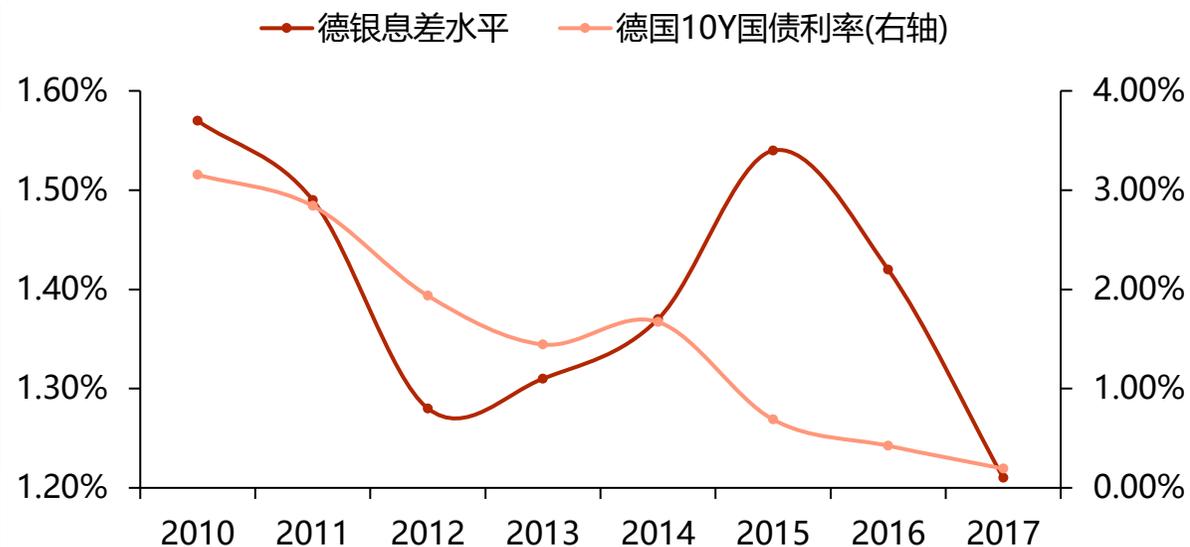
(2) 息差拖累：对CB&S的分部盈利进行杜邦分析，发现2010-2012年CB&S盈利能力的下行，主要归因息差收窄，导致利息净收入贡献下降。2010年欧债危机全面爆发，并在2011年蔓延至意大利、西班牙等经济体，为应对危机，2011年11月开始，欧洲央行连续降息。受此影响，德银2010-2012年息差水平持续收窄，由2010年的1.57%，收窄29bp至2012年的1.28%。

CB&S杜邦分析

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
营业收入	0.02%	0.98%	1.24%	0.97%	1.02%	1.04%	1.18%	1.21%
利息净收入	0.40%	0.45%	0.57%	0.41%	0.35%	0.41%	0.46%	0.54%
非息收入	-0.38%	0.53%	0.67%	0.56%	0.67%	0.63%	0.72%	0.66%
信用减值损失	-0.02%	-0.11%	0.00%	-0.01%	-0.01%	-0.01%	-0.01%	-0.02%
非息成本	-0.45%	-0.66%	-0.83%	-0.71%	-0.82%	-0.80%	-0.91%	-1.35%
薪酬福利	-0.02%	-0.01%	-0.01%	-0.01%	-0.01%	-0.28%	-0.32%	-0.32%
一般及行政费用	0.01%	-0.04%	0.00%	0.00%	0.00%	-0.51%	-0.58%	-0.84%
商誉等无形资产减值	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-0.08%	0.00%	0.00%	-0.18%
重组活动	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-0.02%	-0.01%	-0.01%	-0.01%
税前利润	-0.45%	0.21%	0.41%	0.25%	0.19%	0.22%	0.25%	-0.17%

数据来源：公司财报，wind，浙商证券研究。注：左表数据为税前净利润/期初期末分部总资产。

受利率下行影响，德银息差水平承压



2013-2014年，德银推进业务转型，拖累盈利表现。

(1) **业务分部**：2012年四季度，德银成立NCOU部门（非核心业务部门），希望能加速非核心资产去风险，提振整体资本水平。根据分部利润情况，2013-2014年，CB&S的盈利已经边际企稳回升，其余业务板块盈利能力也基本保持平稳，但新成立的NCOU大幅亏损，拖累整理盈利表现。(2) **转型影响**：NCOU部门的亏损，主要归因在处置、消化存量资产的过程中，相关资产带来的营收减少，同时处置资产相关的诉讼等成本上升。

2013-2014年，NCOU盈利能力大幅下行

	CB&S	GTB	PBC	AWM	Other (NCOU)
2008	-0.45%	2.71%	0.74%	-1.17%	7.63%
2009	0.21%	1.60%	0.34%	0.43%	1.95%
2010	0.41%	1.53%	0.53%	1.10%	-3.60%
2011	0.25%	1.35%	0.70%	1.39%	-1.37%
2012	0.19%	0.82%	0.55%	0.23%	-2.51%
2013	0.22%	1.21%	0.50%	1.08%	-4.32%
2014	0.25%	1.13%	0.45%	1.32%	-5.65%
2015	-0.17%	1.40%	-1.28%	1.47%	-8.28%

NCOU杜邦分析

Other(NCOU)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
营业收入	8.24%	4.47%	-1.31%	0.58%	0.91%	1.11%	0.34%	1.21%
利息净收入	23.93%	0.03%	2.32%	1.42%	1.32%	0.68%	0.10%	-0.24%
非息收入	-15.69%	4.43%	-3.63%	-0.84%	-0.41%	0.43%	0.24%	1.45%
信用减值损失	0.01%	-0.03%	-0.59%	-0.25%	-0.55%	-1.02%	-0.50%	-0.16%
非息成本	-0.61%	-2.49%	-1.72%	-1.69%	-2.85%	-4.42%	-5.48%	-9.33%
薪酬福利	0.00%	0.00%	-0.06%	-0.04%	0.00%	-0.29%	-0.21%	-0.28%
一般及行政费用	-0.05%	-0.03%	0.00%	0.00%	0.00%	-4.10%	-4.89%	-9.05%
商誉等无形资产减值	0.00%	-0.65%	0.00%	0.00%	-0.36%	0.00%	-0.22%	0.00%
重组活动	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-0.03%	-0.26%	0.00%
税前利润	7.63%	1.95%	-3.60%	-1.37%	-2.51%	-4.32%	-5.65%	-8.28%

数据来源：公司财报，浙商证券研究。注：左表数据为税前净利润/期初期末分部总资产。

2015-2019年，德银业务调整，叠加遭到监管大额处罚，导致亏损。

(1) 业务分部调整：2015-2019年，德银多次调整业务结构，以求改善经营动能。我们根据业务结构调整进展、经营表现情况，将2015-2019年细分为2015、2016-2017、2018-2019年，分析不同时间段盈利动能的变化。

德银2015-2019年业务结构调整情况

2015年	CB&S		GTB	PB&C	Deutsche Asset & Wealth Management		NCOU	
	S&T	Corporate Finance		PB&C	Private Wealth Management	Asset Management		
2016年	Global Markets	Corporate & Investment Banking		Private, Wealth & Commercial Clients + Postbank		Deutsche Asset Management	NCOU	
2017年	Corporate & Investment Bank			Private & Commercial Bank		Deutsche Asset Management		
2019年	Investment Bank	Corporate Bank			Private Bank	Asset Management	Credit Release Unit	Corporate & Other

数据来源：公司财报，浙商证券研究。

(2) 盈利驱动分析：

- **2015年：业务调整导致的商誉减值计提，叠加大额监管罚款拖累盈利。**拆解分部利润后，2015年亏损，主要归因CR&S、PBC、NCOU三条业务线的盈利能力大幅走弱，核心原因在于成本端，尤其是商誉减值、诉讼费用的拖累。①**商誉损失方面**，2015年针对德国邮政银行，计提了近36亿欧元的商誉减值，同时CB&S也计提了近22亿欧元的商誉减值损失；②**综合成本方面**，主要归因诉讼费用拖累。2015年德银支付了52亿欧元的法务费用，而当年扣除税+一次性支出的收入仅66亿欧元。

2015年，CB&S、PBC、NCOU盈利能力下行

	CB&S	GTB	PBC	AWM	Other(NCOU)
2008	-0.45%	2.71%	0.74%	-1.17%	7.63%
2009	0.21%	1.60%	0.34%	0.43%	1.95%
2010	0.41%	1.53%	0.53%	1.10%	-3.60%
2011	0.25%	1.35%	0.70%	1.39%	-1.37%
2012	0.19%	0.82%	0.55%	0.23%	-2.51%
2013	0.22%	1.21%	0.50%	1.08%	-4.32%
2014	0.25%	1.13%	0.45%	1.32%	-5.65%
2015	-0.17%	1.40%	-1.28%	1.47%	-8.28%

2015年杜邦杜邦分析结果-2014年杜邦分析结果

	CB&S	PB&C	NCOU
营业收入	3bp	-20bp	88bp
利息净收入	8bp	9bp	-34bp
非息收入	-5bp	-29bp	122bp
信用减值损失	-1bp	-4bp	34bp
非息成本	-44bp	-158bp	-385bp
薪酬福利	0bp	-1bp	-8bp
一般及行政费用	-26bp	5bp	-416bp
商誉等无形资产减值	-18bp	-140bp	22bp
重组活动	0bp	-22bp	26bp
税前利润	-42bp	-173bp	-263bp

数据来源：公司财报，wind，浙商证券研究。注：左表数据为税前净利润/期初期末分部总资产。

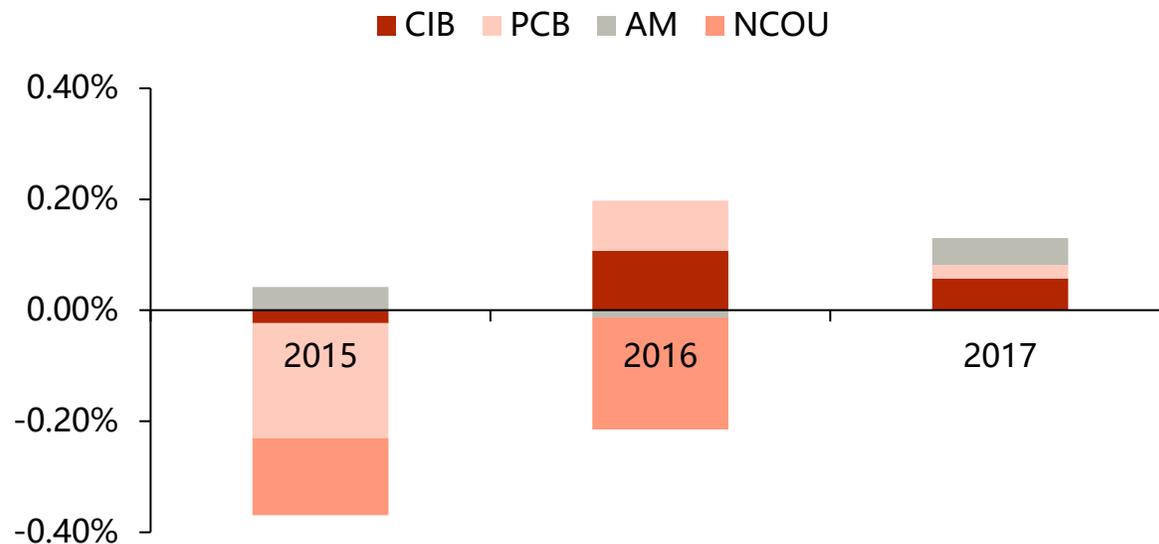
(2) 盈利驱动分析：

- 2016-2017年：盈利边际修复，但仍受业务转型阵痛拖累。**因业务分部结构变更，我们使用2017年的业务分部，拆解德银经营情况。其中：
 - ①2016年：延续亏损。**主要归因NCOU部门大力压降存量问题资产，导致投资损失和处置成本上升、息差下降，大幅拖累盈利。同时，注意到2016年资管部门亏损，主要归因2016年德银出售Abbey Life，一次性计提商誉减值。
 - ②2017年：税前利润扭亏为盈。**背后主要归因NCOU存量资产消化基本结束，对盈利的拖累消退。税后利润仍然亏损，归因美国税务改革带来的一次性税务支出。其中，2017年CIB、PCB盈利能力均小幅下滑，CIB归因美国加息，导致S&T（销售和交易）业务承压、负债成本上行；PCB归因出售波兰地区的零售业务影响，根据财报，如还原出售影响，PCB盈利基本平稳。

2016-2017年分部盈利情况

	Corporate & Investment Bank	Private & Commercial Bank	Deutsche Asset Management	NCOU
2015	-0.03%	-1.08%	2.25%	-9.84%
2016	0.14%	0.44%	-1.67%	-58.07%
2017	0.07%	0.11%	8.94%	

税前利润/德银整体总资产：NCOU是16年主要拖累



数据来源：公司财报，浙商证券研究。注：左表数据为税前净利润/期初期末分部总资产。

(2) 盈利驱动分析：

- **2018-2019年：2019年再次开启转型，导致盈利承压。**2018年德银盈利基本保持平稳，重点关注2019年变化。2019年，德银再次开启业务转型，成立资产处置部门Capital Release Unit (CRU)，处置低收益业务和资产。类似2015年，存量资产、业务的处置，带来的商誉减值、诉讼成本，导致2019年盈利再次全面走弱。
- **2020-2022年：盈利能力逐步修复。**根据2019年财报，2019年已消化2019-2022年转型预计成本的70%。2020年开始，德银业务盈利能力逐步恢复。

2019年：业务转型导致盈利全面走弱

	Corporate Bank	Investment Bank	Private Bank	Asset Management	CRU
2018	0.55%	0.18%	0.25%	4.07%	-0.34%
2019	0.06%	0.09%	-0.09%	4.69%	-1.01%
2020	0.24%	0.59%	-0.04%	7.24%	-0.96%
2021	0.42%	0.62%	0.12%	10.47%	-0.83%
2022	0.81%	0.54%	0.62%	7.54%	-0.96%

商誉减值、诉讼成本是2019年盈利的主要拖累项

	CB	IB	PB	AM	CRU
营业收入	11bp	-16bp	-16bp	-83bp	-39bp
利息净收入	16bp	10bp	-4bp	17bp	-4bp
非息收入	-5bp	-26bp	-12bp	-101bp	-35bp
信用减值损失	-7bp	-1bp	0bp	-2bp	0bp
非息成本	-53bp	7bp	-18bp	205bp	-27bp
薪酬福利	-2bp	6bp	4bp	37bp	1bp
一般及行政费用	-23bp	0bp	0bp	175bp	-26bp
商誉等无形资产减值	-22bp	0bp	-19bp	0bp	0bp
重组活动	-5bp	1bp	-3bp	-8bp	-3bp
税前利润	-49bp	-9bp	-34bp	62bp	-66bp

数据来源：公司财报，浙商证券研究。注：左表数据为税前净利润/期初期末分部总资产。

02

历史包袱 消化情况

2012-2016

2019-2022

如前分析，2012-2019年德银经营承压，主要原因是其业务转型、消化历史包袱导致的。具体消化了什么包袱？

(1) 2012-2016年消化了什么包袱？

- **从金融资产来看，德银资产结构回归传统。**经过2012-2016年压降和调整，德银资产结构发生较大变化：较高风险的交易性投行类资产、金融机构相关资产占比下降，传统的信贷资产占比上升。①**从主体来看**，与银行等金融机构相关的资产占比大幅压降，与零售、制造业相关的资产占比大幅提升。②**从类型来看**，回购和回购式交易、债券资产的占比大幅下降，而信贷、不可撤销贷款承诺相关资产占比提升，整体资产结构，向传统银行靠拢，高风险的投行类资产占比下降。贷款中，商业地产相关的贷款占比下降，而零售贷款占比提升。

各类资产占信用敞口比重变化 (2016年-2012年)

	贷款	不可撤销 贷款承诺	或有负债	场外衍生品	交易贷款	交易债权	AFS债券	回购和回购式 交易	合计
银行和保险	2.8pc	1.4pc	-0.4pc	-0.6pc	0.1pc	-1.5pc	0.4pc	-7.7pc	-5.5pc
基金管理活动	1.3pc	0.2pc	-0.2pc	-0.3pc	0.0pc	-0.5pc	-0.1pc	0.0pc	0.3pc
制造业	1.1pc	1.7pc	-0.1pc	0.2pc	0.0pc	-0.1pc	0.0pc	0.0pc	2.8pc
批发和零售贸易	0.2pc	0.3pc	0.0pc	0.0pc	0.0pc	0.0pc	0.0pc	0.0pc	0.6pc
零售	3.7pc	-0.1pc	-0.1pc	0.0pc	-0.1pc	0.0pc	0.0pc	0.0pc	3.4pc
商业地产	-1.2pc	0.2pc	0.0pc	0.0pc	0.0pc	0.0pc	0.0pc	0.0pc	-0.9pc
公共部门	0.3pc	0.1pc	0.0pc	0.1pc	0.0pc	-3.0pc	1.5pc	0.0pc	-0.9pc
其他	-0.4pc	2.2pc	0.1pc	-0.4pc	-0.1pc	-0.6pc	0.1pc	-0.5pc	0.3pc
Total	7.8pc	6.0pc	-0.6pc	-0.9pc	-0.2pc	-5.8pc	1.9pc	-8.2pc	

数据来源：公司财报，浙商证券研究。

(1) 2012-2016年消化了什么包袱？

- 从金融资产来看，德银资产结构回归传统。③重点关注衍生品相关敞口。2012-2016年，德银衍生品敞口下降。衍生品名义金额规模由2012年的56万亿欧元，压降至2016年的43万亿欧元，名义金额/股东权益由2012年超1000倍，收窄至2016年662倍。
- 从整体资产来看，德银重新聚焦金融主业。根据德银披露的处置案例，2012-2016年间，德银出售了部分股权及非金融资产，如酒店、集装箱码头等，资产更加聚焦金融主业。

德银衍生品名义金额情况

百万欧元	2012		2016	
	余额	余额/股东权益	余额	余额/股东权益
利率相关	45,337,568	83954%	34,548,253	53300%
货币相关	5,927,966	10977%	5,614,579	8662%
权益相关	1,205,957	2233%	1,115,951	1722%
信用相关	2,622,329	4856%	1,517,089	2341%
商品相关	410,123	759%	76,062	117%
其他	101,096	187%	25,877	40%
合计	55,605,039	102967%	42,897,811	66181%

2012-2016年德银NCOU完成的部分交易案例

时间	情况	金额
2013年1月	出售了在Dedalus GmbH & Co. KGaA中15%的权益，通过这个权益，间接持有1.1%的EADS N.V.股权。	2.5亿欧元
2013年5月	偿还剩余的ECB-eligible票据	>8亿欧元
2013年6月	向三菱日联集团旗下公司出售商业地产贷款	37亿美元
2013年12月	向GE地产资本出售英国商业地产贷款	14亿英镑
2014年3月	向Kleinwort Benson Group和RHJ International出售BHF-BANK	3.47亿欧元
2014年12月	向黑石出售Nevada Property 1 LLC (拉斯维加斯大都会酒店)	17.3亿美元
2015年4月	向DP World出售Fairview Container Terminal	5.8亿加币
2016年4月	向MIP III出售Maher Terminals	7.39亿美元
2016年11月	出售20%Red Rock Resorts股权	

(2) 2019-2022年消化了什么包袱？

- **转型力度更大：**2019年，德银再次成立问题资产处置部门（Capital Release Unit），希望处置低收益、非核心业务。与2012年相比，2019年的资产处置力度更大，2012年末NCOU部门资产占总资产比例仅5%，2018年末CRU部门资产占总资产的27%。从结果来看，2019-2022年转型成效显著，根据年报披露，截至2022年末，CRU已经完成了91%非战略业务的压降。
- **资产结构优化：**①**出售部分投行资产：**2021年，德银将其Prime Finance（主要经纪）、Electronic Equities（电子股票）出售给法巴。②**资产结构小幅优化：**2018-2022年，德银资产结构小幅优化，贷款占比小幅提升、衍生品敞口小幅下降。注意到表外项目占比提升，但考虑到表外主要为贷款承诺为主，业务本质类信贷，风险可控。

各类资产占信用敞口比重变化 (2022年-2018年)

	贷款	表外资产	场外衍生品	债权	回购和回购式交易	合计
金融和保险	1.3pc	0.6pc	0.3pc	-1.4pc	-0.2pc	0.6pc
公共行政和国防, 强制性社会保障	-0.6pc	0.5pc	-0.2pc	-0.6pc	0.3pc	-0.5pc
制造业	-0.3pc	0.6pc	0.0pc	-0.1pc	0.0pc	0.2pc
房地产	0.9pc	0.1pc	-0.1pc	0.0pc	0.0pc	0.9pc
批发及零售贸易、汽车修理	-0.2pc	0.1pc	0.0pc	0.0pc	0.0pc	-0.1pc
信息和通信	0.2pc	-0.4pc	0.0pc	-0.1pc	0.0pc	-0.3pc
电力、燃气、蒸汽和空调	0.1pc	0.3pc	0.0pc	0.0pc	0.1pc	0.4pc
Total	0.6pc	1.6pc	-0.2pc	-2.2pc	0.2pc	

2022年衍生品名义金额较2018年变化

	余额降幅	余额/股东权益变化
利率相关	-7.6%	-6332pc
货币相关	34.4%	2339pc
权益相关	-80.3%	-1365pc
信用相关	78.3%	863pc
商品相关	38.5%	14pc
其他	197.1%	52pc
合计	-2.1%	-4428pc

数据来源：公司财报，浙商证券研究。注：因篇幅原因，此处表格仅列示占比较大的行业资产变化情况。

03

重点风险 压力分析

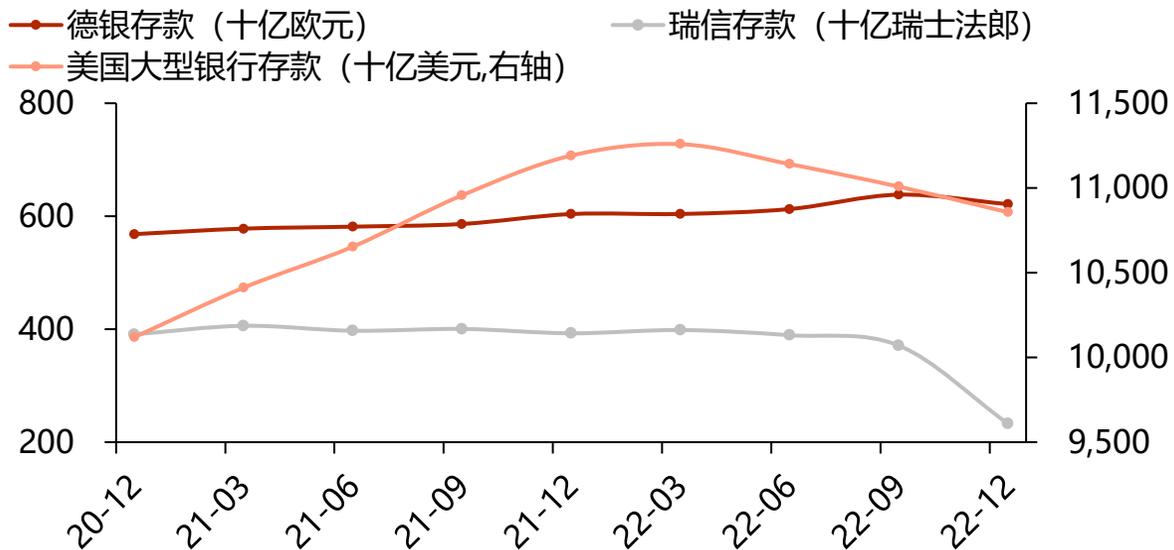
存款视角

盈利视角

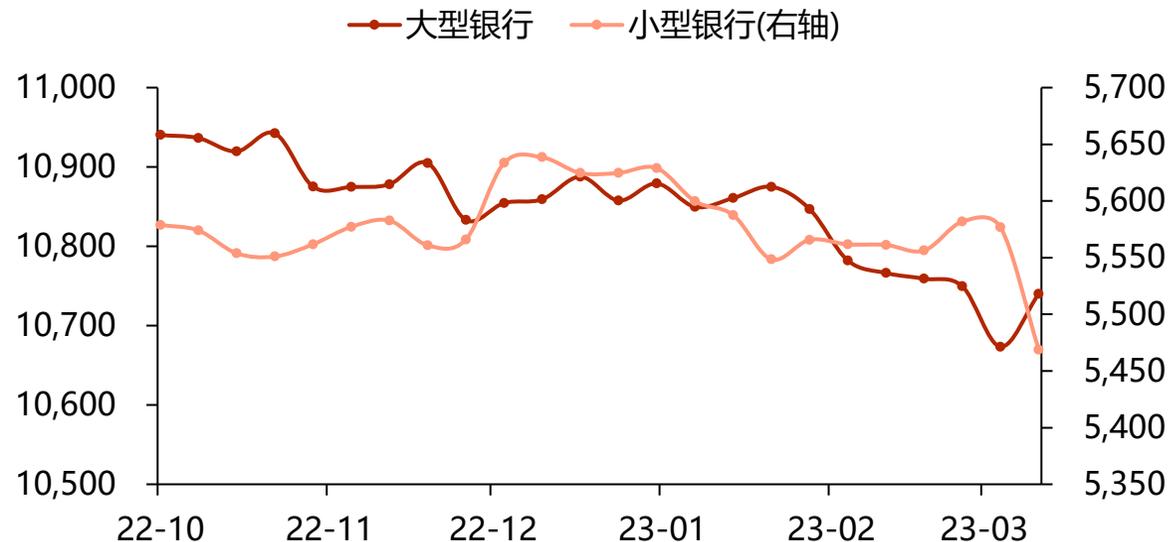
静态视角，德银目前出现大规模风险暴露的概率不大。但仍需密切关注其衍生品敞口的风险演绎，以及存款流失压力。

- **存款来看：①静态视角，德银存款流失压力可控。**2022年以来，德银存款变化趋势与行业基本一致。22Q4末德银存款较22Q3末下降2.6%，较21A提升2.9%。美国大型银行存款较22Q3下降1.4%，较21A下降3.0%。而瑞信22Q4末存款较22Q3末大幅下降37%，与瑞信相比，德银存款流失压力整体可控。②**动态视角，关注后续存款流失压力。**根据高频数据显示，3月硅谷银行暴雷后，美国小银行存款加速流失，背后主要归因客户信心不足。后续需密切关注德银面临的存款流失压力。

德银存款变化情况与行业基本一致



3月美国小型银行存款加速流失 (十亿美元)

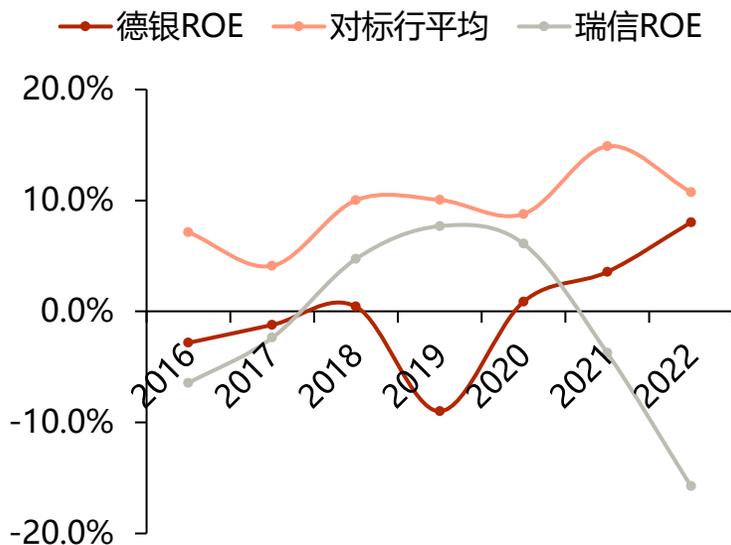


数据来源：FED，公司财报，浙商证券研究。

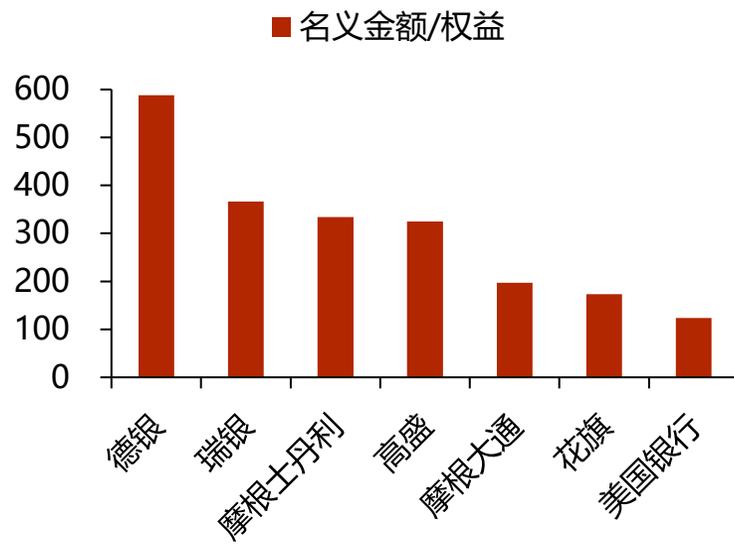
静态视角，德银目前出现大规模风险暴露的概率不大。但仍需密切关注其衍生品敞口的风险演绎，以及存款流失压力。

- **盈利来看：①静态视角，德银盈利能力已边际修复。**2020年以来，德银盈利能力持续修复，较同业的差距缩小，而瑞信则持续亏损，盈利承压。同时，德银分类至FVOCI的金融投资占比小（2022年末仅2.4%），加息带来的潜在资产损失有限；②**动态视角，关注衍生品的风险演绎情况。**截至2022年末，德银衍生品名义金额/权益接近600倍，远超对标行水平。同时，德银衍生品敞口主要以利率相关的衍生品为主，在利率快速上行过程中，衍生品相关风险面临不确定性，后续演绎仍需关注。

2019年以来德银ROE修复



德银衍生品敞口较大



德银利率相关衍生品布局较多

单位：百万欧元	2022	
	余额	余额/股东权益
利率相关	32,875,370	45453%
货币相关	7,799,058	10783%
权益相关	227,021	314%
信用相关	1,523,414	2106%
商品相关	43,668	60%
其他	58,660	81%
合计	42,527,190	58798%

数据来源：公司财报，浙商证券研究。注：衍生品数据截至2022年末，摩根大通为2022H1末数据。

海外金融风险超预期爆发。如海外金融风险超预期爆发，如衍生品相关风险大幅暴露、存款挤兑现象蔓延，则可能导致德银面临的经营压力、风险压力显著上升。

行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>