



金融 银行

2019-07-11

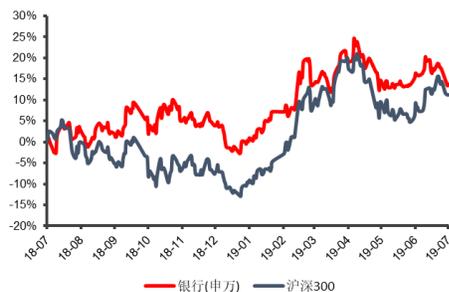
行业点评报告

看好/维持

银行

德意志银行是能带来金融风暴的那只蝴蝶吗？

■ 走势比较



■ 子行业评级

相关研究报告：

《6月券商经营业绩点评：外围环境边际改善，行业经营业绩环比大增》--2019/07/08

《券商分类引导差异化发展，保险中期预期靓丽》--2019/07/08

《银行：上半年新增信贷超9万亿，资产质量高位企稳》--2019/07/07

证券分析师：罗惠洲

电话：010-88695260

E-MAIL: luohz@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518050002

研究助理：支初蓉

电话：010-88695262

E-MAIL: zhicr@tpyzq.com

核心内容：

事件：7月7日，德意志银行（以下简称“德银”）宣布将大规模削减投资银行业务，退出全球股票交易业务，并剥离740亿欧元风险加权资产，并且预计2020年以前在全球裁员1.8万人。

点评：

回归传统存贷业务，业绩扭亏为盈。2015年至2017年，德银净利润连续三年为负，2018年起实现盈利。今年一季度，银行实现净利润2.01亿欧元，同比+67%，主要归功于欧洲紧缩的货币政策。而一季度投行业务收入为33亿欧元，同比-13%，且成本超出收入1亿欧元，严重拖累公司业绩增长。大规模削减亏损的投行业务，并退出利润负增长的股票交易和相关衍生品业务，是德银回归传统存贷业务，夯实核心竞争力的重要一步。

衍生品合约规模逐步压缩，风险敞口净额大幅下降。2019年一季度股票交易和相关衍生品业务总收入为4.68亿欧元，同比-18%。2018年末，德银衍生品名义本金为43.46万亿欧元，其中有近35.60万亿是利率衍生品（占比81.9%），其次是汇率衍生品（占比13.4%），股权及信贷衍生品的占比较小（分别为2.7%、2.0%）。截至一季度末，按IFRS统计，德银衍生工具非净额风险敞口为3310亿欧元，而剔除主净额结算协议影响、现金质押和金融工具质押后，以净额口径计量的衍生工具风险敞口为210亿欧元，较2015年532亿欧元下降超过50%（2015年为前高点）。非净值统计口径的衍生工具敞口规模对投资者有一定误导，与经过双边轧差后的净值体量相差甚远。并且衍生品合约一般为代客持有，实行保证金制度，并设有强制平仓线，因此衍生品本金规模并不能代表其面临的真实风险敞口。

德银CDS利率涨幅不大，市场度量风险可控。从德银次级CDS的利率来看，2015年-2016年CDS利率显著上升达到历史最高点，次高点出现在2011年-2012年。截至7月9日，1年期、5年期、10年期德银次级CDS利率水平均较历史最高点（2015年-2016年）有较大距离，没有出现利率飙升的情况，因此市场度量风险仍在可控范围内。

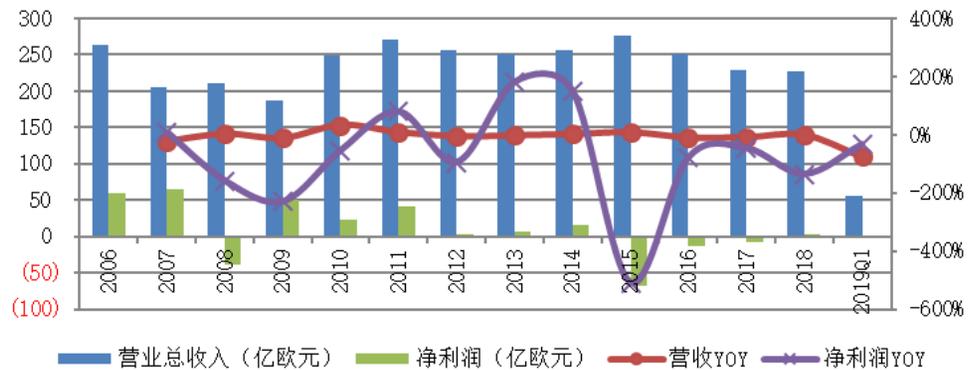
风险提示：德意志银行此次重组带来的支出超预期；银行CDS利率大幅上涨；高核销侵蚀业绩。

1、回归传统存贷业务，业绩扭亏为盈

德意志银行是德国最大的商业银行，全球系统重要性银行之一，在英国《银行家》杂志评选出的2018年全球1000强银行中排名第27位。

今年四月，德银与德国商业银行的合并计划搁浅导致德银的经营压力进一步加剧。2015年至2017年，德银净利润连续三年为负，2018年起实现盈利。今年一季度，银行实现净利润2.01亿欧元，同比+67%，主要归功于欧洲紧缩的货币政策。而一季度投行业务收入为33亿欧元，同比-13%，且成本超出收入1亿欧元，严重拖累公司业绩增长。短期来看，此次重组将带来额外支出，德银预计第二季度税后亏损28亿欧元，2019年全年重组成本将达51亿欧元。长期看，银行精简亏损的投行业务后，业务成本和人力成本将大大下降，对专注主营业务和提高盈利能力有较大帮助。预计2022年集团成本将减少60亿欧元至170亿欧元，在当前基础上降低1/4。

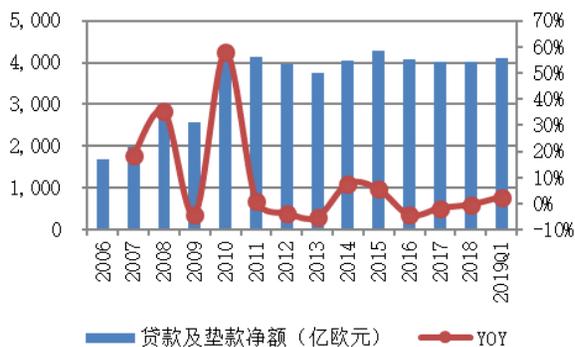
图表1：德银营业收入、净利润及其增速



资料来源：Wind，太平洋研究院

德银在连续三年缩表后实现增长，信贷规模扩张空间大。2019年一季度末，德银总资产规模达到1.44万亿欧元，同比+6.60%，增速较2018年末大幅上升15.19个百分点。德银总资产规模在2015-2018年连续三年压降后，2019年一季度实现正增长。其中，一季度末贷款及垫款净额为4106亿欧元，同比+2.56%，增速较2018年末上升2.91个百分点，占总资产的比重为28.6%。由于2008年金融危机后，德银在致力于发展投行等非传统信贷业务，使其贷款在总资产的比重由2008年的35.39%逐步降至30%以下。若德银将业务重心放回传统信贷，考虑到其资本充足率较高，因而信贷规模扩张空间较大，由贷款规模扩张所带来的业绩增长可期。存款方面，一季度末存款余额为5751亿欧元，同比+1.90%，增速较2018年上升4.72个百分点，占总负债的比重为42.04%。

图表2：德银贷款净额及其增速



资料来源：Wind，太平洋研究院

图表3：德银总资产及其增速



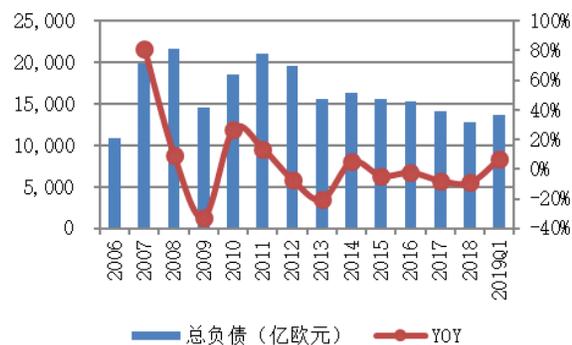
资料来源：Wind，太平洋研究院

图表4：德银存款净额及其增速



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

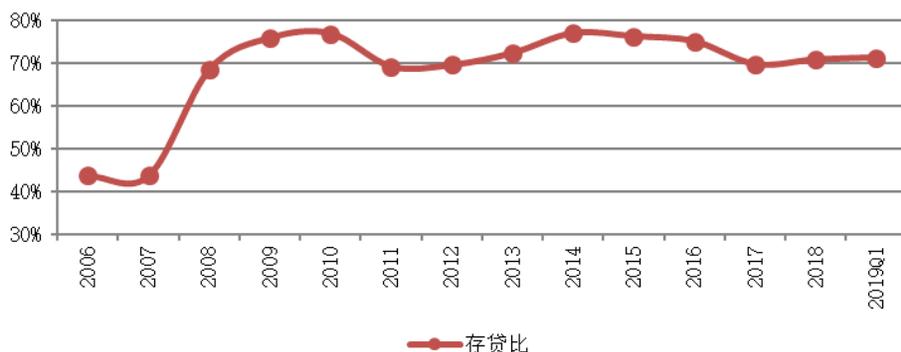
图表5：德银总负债及其增速



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

一季度末德银存贷比较去年末上升0.47个百分点至71.39%。2008年至今，德银存贷比在68%-77%的范围内波动，2017年降至近五年的最低点69.84%，2018年起略有上升。

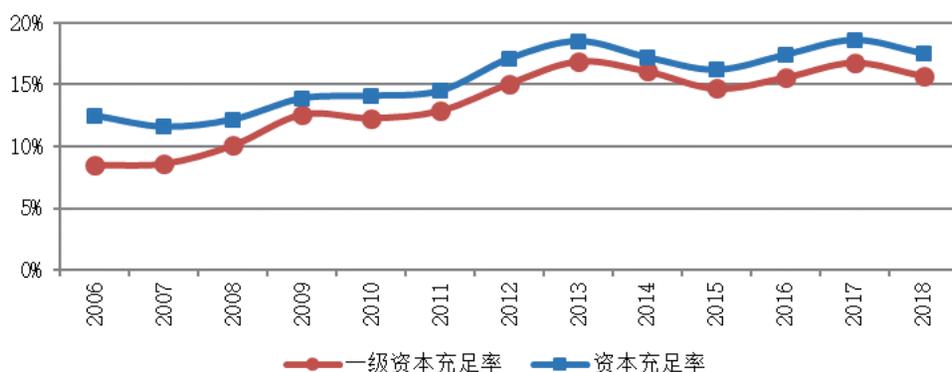
图表6：德银存贷比



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

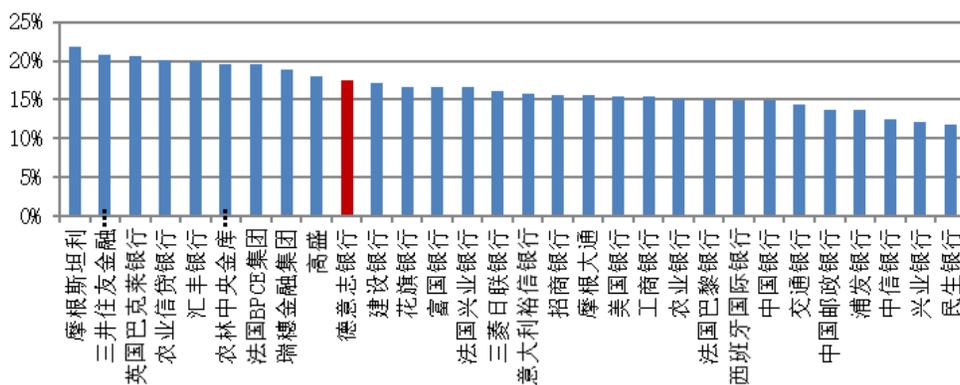
德银资本充足率处于行业中上游水平。2018年末，德银资本充足率、一级资本充足率分别为17.5%、15.7%，较去年末分别下降1.1个、1.1个百分点，虽然资本充足率指标边际下降，但其资产充足率、一级资本充足率均远高于巴塞尔协议对系统重要性银行的要求，资本足以支撑其业务扩展。在全球前30强银行中，德银资本充足率排在第10位，处于行业中上游水平。

图表7：一级资本充足率、资本充足率



资料来源：Wind，太平洋研究院

图表8：全球前30强银行资本充足率比较

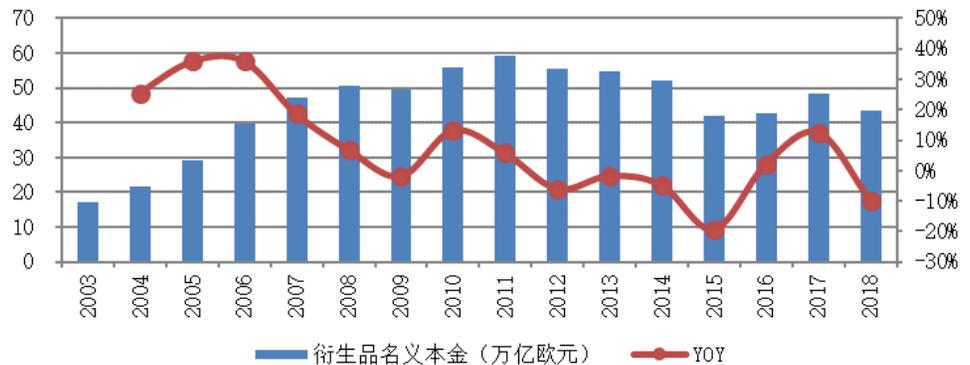


资料来源：Wind，太平洋研究院

2、衍生品合约规模逐步压缩，风险敞口净额大幅下降

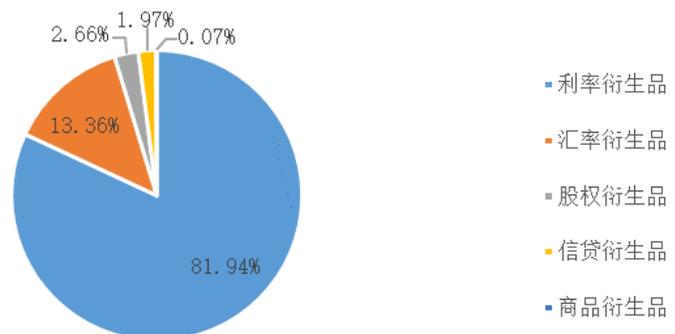
除关闭公司亏损的股票交易业务外，德银还计划所减债券和利率交易业务。2019年一季度股票交易和相关衍生品业务总收入为4.68亿欧元，同比-18%。2018年末，德银行衍生品名义本金为43.46万亿欧元，其实有近35.60万亿是利率衍生品（占比81.9%），其次是汇率衍生品（占比13.4%），股权及信贷衍生品的占比较小（分别为2.7%、2.0%）。截至一季度末，按IFRS统计，德银衍生工具非净额风险敞口为3310亿欧元，而剔除主净额结算协议影响、现金质押和金融工具质押后，以净额口径计量的衍生工具风险敞口为210亿欧元，较2015年532亿欧元下降超过50%（2015年为前高点）。非净值统计口径的衍生工具敞口规模对投资者有一定误导，与经过双边轧差后的净值体量相差甚远。并且衍生品合约一般为代客持有，实行保证金制度，并设有强制平仓线，因此衍生品本金规模并不能代表其面临的真实风险敞口。

图表9：德银行衍生品名义本金及增速



资料来源：德意志银行年报，太平洋研究院

图表10：德银行衍生品合约结构（2018年末）



资料来源：德意志银行年报，太平洋研究院

图表11：德银行衍生品风险敞口（非净额）



资料来源：德意志银行年报，太平洋研究院

图表12：德银行衍生品风险敞口（净额）

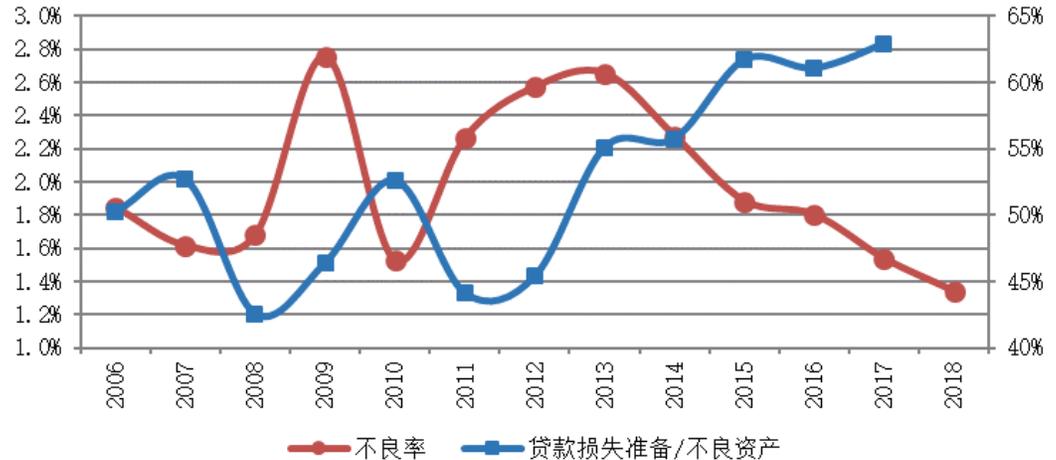


资料来源：德意志银行年报，太平洋研究院

3、设立坏账处理部门，处置20%杠杆敞口及740亿元RWA

德银宣布设立资本释放部 (capital release unit, CRU)，该部门类似中国的四大AMC，将处置20%的杠杆敞口(约合2880亿欧元)以及740亿欧元的风险加权资产(RWA)。从资产质量上看，18年末德银不良率为1.34%，较2018年末下降0.63个百分点，其不良率在全球前30强银行中处于较低水平，资产质量不断优化。此外，2018年末德银风险加权资产/总资产较2017年上升2.65至25.99，而将处置的740亿欧元风险资产占总风险加权资产的比重约为0.2%，因此此次处置风险加权资产对德银的影响在可控范围内。德银的资本充足率及不良率水平仍可支持银行正常运营，贷款损失准备与不良资产的比重也持续上升，风险抵补能力增强。

图表13：德银不良率及贷款损失准备/不良资产



资料来源：德意志银行年报，太平洋研究院

4、CDO和CDS过度发行曾带来严重后果——美国次贷危机

CDS是目前全球交易最为广泛的场外信用衍生品，它是一种价格浮动的可交易的保单，该保单对贷款风险予以担保，但同时具有高杠杆的属性。美国次贷危机与CDO和CDS的过度发行有直接关系。

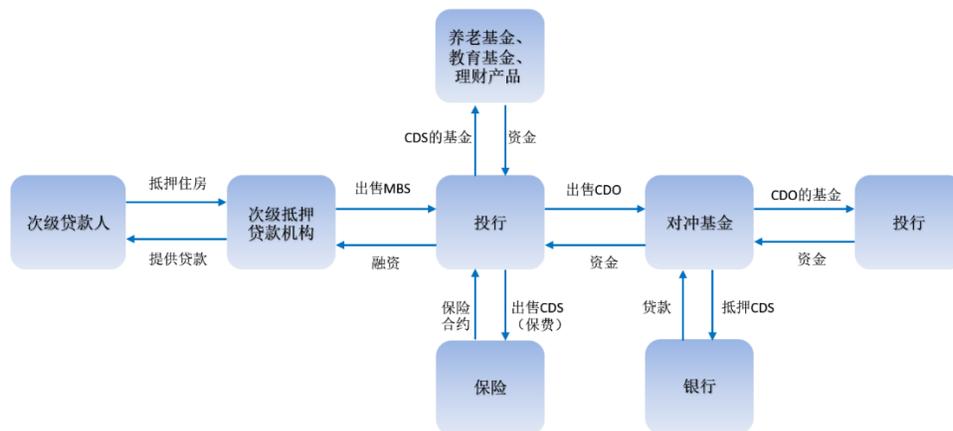
90年代末起，美国贷款公司将大量房贷发放给信用等级较低的贷款人（次级贷款者），但同时担忧贷款违约风险，就联合投行将房地产债务打包成一个新产品——CDO（债务抵押债券）。CDO本质上是一种债券，银行发行CDO的目的就是让其持有人来共同分担房贷风险。投行又把现有的CDO（假设债务风险等级5）分成高级（风险等级2）和普通（风险等级8）CDO两部分，高级CDO拥有优先获得赔付的权利，因此风险相对降低。但普通CDO由于风险过高，只能以高利率销售给对冲基金，对冲基金从银行以低利率贷款从而获得高收益。

通过发放大量房贷，使美国房价在2001年末飙升，由此使得与房贷相关利益人（贷款买房者，贷款公司，投行，银行，对冲基金）均赚得盆满钵满。投行因此放松了警惕，开始买入对冲基金；对冲基金又将手里的CDO抵押给银行借出更多的钱去买普通CDO（高风险）。

为了规避普通CDO的高风险，投行创造出了CDS，即给CDO投保，从CDO里拿出一部分钱作为保费给保险公司，当CDO发生违约时，保险公司与投行共同承担违约损失。当看到CDS销售一空时，投资买入CDS的基金应运而生，其风险不言而喻，但投行将之前投资CDS获得的收益作为保证金，如果该基金亏损，可先用保证金垫付，且该基金可以提前赎回，由此又吸引一大批投资者加入，包括养老基金、教育基金、理财产品等，此时该基金的发行规模不断扩大，其保证金早已无法覆盖发行规模。

2006年末，美国房地产泡沫破裂，使房贷带来的一系列债务及其衍生品违约或亏损，并引发一系列连锁反应。房价暴跌，贷款人违约，导致贷款公司倒闭，对冲基金大幅亏损，为其提供贷款的银行产生大量坏账，提供担保的保险公司和买入对冲基金的投行产生巨额亏损，又引起股市大跌，美国经济下行，民众赔钱后更加无法偿还房贷。结果，美国次贷危机爆发。

图表14：美国次贷危机的爆发



资料来源：太平洋研究院

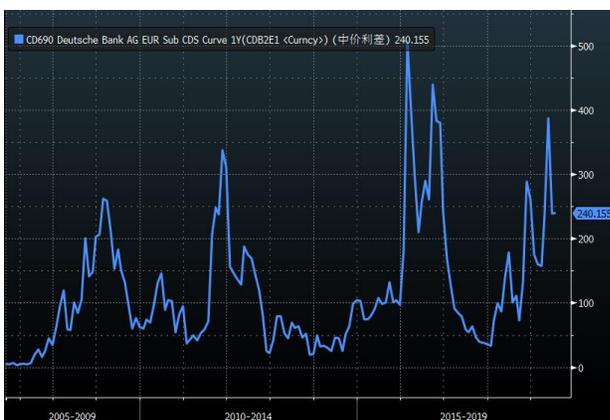
通过对债务的打包创造出CDO（一级创新），抵押CDO又创造出CDS（二级创新），CDS相当于CDO的衍生品，CDS的畅销促使投行继续创造出基于CDS的衍生品（三级创新）。每一层级信用风险衍生品的创新都将债务的信用风险转移给了更多的投资者，但却始终无法消除，债务违约事件一旦爆发，该链条上的相关投资者都将受到牵连，更重要的是，多层嵌套带来的高杠杆融资必将产生多米诺骨牌效应，风险被加倍放大后使投资者蒙受巨额损失，甚至影响国家经济发展。不过，这与2008年美国金融危机之前，CDS交易市场无集中竞价、无公开交易信息、无监管法律（“三无”市场）有很大关系，现如今，监管部门对衍生品合约的参与者和创设产品均有严格要求，以做好衍生品的风险控制和管理。

5、德银CDS利率涨幅不大，对全球经济影响可控

从历史上看，2003年起全球衍生品规模大幅扩张，德银行衍生品合约名义金额在2008年达到第一个峰值50.4万亿欧元，在2011年达到第二个峰值59.2万亿欧元。德银的衍生品业务两个快速扩张时期恰巧就是在次贷危机和欧债危机之前。但是两次金融危机的爆发并未使得德银行衍生品业务萎靡不振，而是催生出大量的衍生品交易需求。2014年末，德银的衍生品规模仍高于次贷危机之前的水平，用于增强流动性的MBS和ABS逐渐减少，而用于避险的互换、期权等价值急剧上升。互换、期权的交易量又非常大，因此德银持有的衍生品合约的市场价值迅速上升。但是，金融危机所带来的教训使监管部门对衍生品风险的管控逐步增强，衍生品的价值难以实现。15年德银大幅亏损的深层原因就源于衍生品业务，包括为适应资本监管规则而进行商誉和无形资产减值，对华夏银行和德国储蓄银行的减值等。所以，从2013年开始，德银逐步压降衍生品合约规模，目前的风险敞口较2015年末的532亿欧元进一步下降，其对全球经济的影响也在不断减小。

在有效市场中，可以根据CDS利率判断投资者信心、市场风险偏好以及投资者对市场主体短期盈利能力的预期。从德银次级CDS的利率来看，2015年-2016年CDS利率显著上升达到历史最高点，次高点出现在2011年-2012年。截至7月9日，1年期、5年期、10年期德银次级CDS利率水平均较历史最高点（2015年-2016年）有较大距离，没有出现利率飙升的情况，因此市场度量风险仍在可控范围内。

图表15：德银1年期次级CDS利率



资料来源：Bloomberg，太平洋研究院

图表16：德银5年期次级CDS利率



资料来源：Bloomberg，太平洋研究院

图表17：德银10年期次级CDS利率



资料来源：Bloomberg，太平洋研究院

6、结论

从德意志银行自身经营情况看，公司业绩逐步扭亏为盈，此次重大战略转型的原因就是缓解业绩压力，因此大规模削减亏损的投行业务，退出利润负增长的股票交易和相关衍生品业务，这是德银回归传统存贷业务，夯实核心竞争力的重要一步。从对外部经济的影响来看，德银衍生品合约名义本金逐步压降至2018年末的43万亿欧元，19年一季度末以净额计算的衍生品风险敞口下降至210亿欧元（较15年532亿欧元下降超过50%），加上08年金融危机后监管部门加强对衍生品业务的风险管控，目前发生系统性风险的可能性微乎其微。

风险提示：德意志银行此次重组带来的支出超预期；银行CDS利率大幅上涨；高核销侵蚀业绩。

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafl@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。