

## 最近のドイツ銀行を巡る課題

—訴訟費用、コール条項付永久劣後債のクーポン払い、ビジネスモデルの問題—

神山 哲也

### ■ 要 約 ■

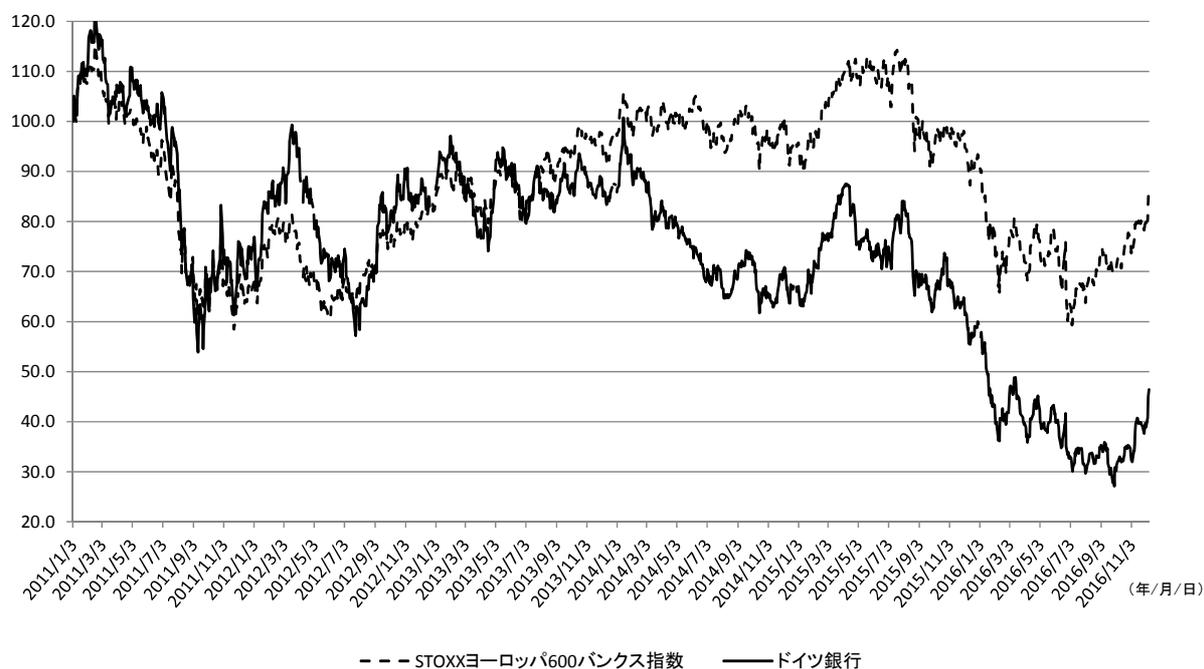
1. ドイツ最大手行であるドイツ銀行に対する投資家の見方が厳しくなっている。実際、2015年は通年赤字で、大型のリストラを実施し、株式配当も見送られている。直近半年でも、様々なリストラ等が報じられている。
2. ドイツ銀行が抱える短期的な課題としては、訴訟費用の問題が挙げられる。特にRMBSの発行・引受に係る米司法省との和解金案件が注目されたが、最終的には、司法省の当初案からほぼ半減しつつもドイツ銀行の訴訟引当金を上回る72億ドルの支払いで和解した。他にも、ロシアのミラー・トレード案件等がある。
3. もう一つの短期的課題として、コール条項付永久劣後債のクーポン払い問題がある。規制上の制約条件である最大配当可能額(MDA)及び配当可能項目をみると、クーポン払い停止水準に近づいてはいるものの、ECBによるMDA適用水準の引き下げや、2016年度は黒字決算が続いていること、夏華銀行の売却に目途がついたことなどから、一定の余裕があると言える。
4. ドイツ銀行が抱える長期的課題としては、ビジネスモデルの問題が挙げられる。商業銀行業務は、国内市場で上位行にシェアが集中していないことや公的金融機関のプレゼンスが高いことから、収益性が低い。他方、ホールセール証券業務は、代替的な収益源がないことから、他の欧銀が資本コストの高さから縮小しているフィクスト・インカムの特レーディングに傾注せざるを得ない状況にある。
5. 米司法省との訴訟問題が対応可能な水準で落ち着いた中、ドイツ銀行に関する投資家の関心の重心は収益性にシフトしていくとみられる。その際、ドイツ銀行が現在のビジネスモデルを維持できるか、注目される。

## I. はじめに

ドイツ銀行は、グローバルに 2,790 支店（うちドイツ国内 1,827 支店）を持ち、101,104 人の従業員を擁する。商業銀行、投資銀行、資産運用、ウェルス・マネジメント等のサービスを提供する総合金融グループであり、言わずと知れたドイツ最大手行である。しかし直近 2 年ほど、ドイツ銀行に対する投資家の見方が厳しくなっている。2015 年の純損益は 68 億ユーロの赤字となり、2020 年までに約 200 支店を閉鎖し、2.6 万人を削減することや、株式配当金を 2015 年・2016 年と見送る方針も打ち出されている。それに合わせて同行株価も 2014 年以降、欧銀平均から乖離幅を拡大して下落しており、一部では経営不安説も囁かれた（図表 1）。

直近半年の間だけでも、新規採用の抑制、アセットマネジメント事業の売却、米国事業の縮小・売却、コメルツ銀行との統合などが取りざたされた。いずれもドイツ銀行から公式なリリースとして発表されたものではなく、一部は既にドイツ銀行によって否定されているものの<sup>1</sup>、こうした話題が次々として出てくること自体、ドイツ銀行の健全性や収益性に対する投資家の懸念が根深いことを物語っていると言えよう。

図表 1 ドイツ銀行株価と欧州銀行株価指数の推移（日次）



(注) 2011 年 1 月 3 日を 100 として指数化。2016 年 12 月 8 日まで。

(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

<sup>1</sup> 実際、コメルツ銀行との統合説はジョン・クライアン CEO が否定しており、アセットマネジメント事業についても引き続きコミットしていくことが打ち出されている。

そこで以下では、ドイツ銀行が抱える課題について、短期的課題としての訴訟費用とコール条項付永久劣後債のクーポン払いの問題、長期的課題としてのビジネスモデルの問題に分けてみていくこととする。

## II. 短期的課題①：訴訟費用の問題

ドイツ銀行の短期的なリスクとして第一に挙げられるのが訴訟費用の問題である。特に注目されたのが、米司法省との住宅ローン担保証券（RMBS）に係る案件である。ドイツ銀行は2016年9月、2005年から2007年にかけてのRMBSの発行・引受に関して、140億ドルの和解金案への対案提出を求められていることを認めた。これまで米司法省が外銀に対して科した制裁金は、2014年6月に決着したBNPパリバによる経済制裁対象国との取引に係る約90億ドルが最大であり、それさえも米・仏間の政治問題にまで発展した経緯がある。そのため、ドイツ銀行に対して提示された140億ドルという制裁金は、突出した金額といえよう。実際、本件リリースがドイツ銀行から出された後、ドイツ政府が支援を拒否したとの報道と相俟って、ドイツ銀行の株価は急落した。

米司法省は2017年1月、ドイツ銀行と72億ドルの支払いで最終合意に達したことを発表した<sup>2</sup>。ドイツ銀行は2016年第3四半期決算において、訴訟引当金を55億ユーロから59億ユーロに引き上げたことを発表していたが、それを約10億ユーロ超過したことになる。他方、当初の米司法省の和解案からはほぼ半減しており、ドイツ銀行としては増資等が必要となる事態は回避できたものとみられている。なお、ドイツ銀行は本件合意を受け、2016年第4四半期決算で11.7億ドルの損失を計上することとしている。

ドイツ銀行が抱える訴訟リスクは上記米司法省の問題に留まらない。直近では、例えば、リサーチ・アナリストに係る利益相反や情報管理等について、米国証券取引委員会（SEC）により950万ドルの罰金支払いを命じられた案件がある<sup>3</sup>。また、潜在的には、ロシアのミラー・トレード案件も抱えている。ここでいうミラー・トレードとは、ロシアの顧客が現地にてブルーチップ銘柄をルーブル建てで購入し、ほぼ同時にドイツ銀行がロンドン市場にて同一銘柄をドル建てで売却する取引を指す。直裁的に違法行為というわけではないが、取引が推定約60億ドルと大規模であり<sup>4</sup>、かつ一方的であったことから、米国やドイツ、ロシアの当局がマネー・ロンダリングの疑いで調査に乗り出している。本件については、ドイツ連邦金融監督庁（Bafin）がマネー・ロンダリングに係る法規制に違反した証拠を見つけられなかったとの報道もあったが<sup>5</sup>、本稿執筆時点ではBafinから公式なリリースはな

<sup>2</sup> 民事制裁金31億ドル、米国内消費者救済（ローン条件緩和等）41億ドル。

<sup>3</sup> アナリストによる未公表の評価・分析や銘柄推奨等を顧客に伝達することを防止する規則・手続きを具備していなかったことや、アナリストがレポートと反対の推奨をしたことが問題視された（SEC “Deutsche Bank Failed to Properly Safeguard Research Information” October 12, 2016）。なお、2016年4月には、Libor不正操作問題で米英当局から25億ドルの支払いを命じられている。

<sup>4</sup> “Deutsche Bank’s suspicious Russian trades count rises to \$10 billion –source” *Reuters*, December 22, 2015.

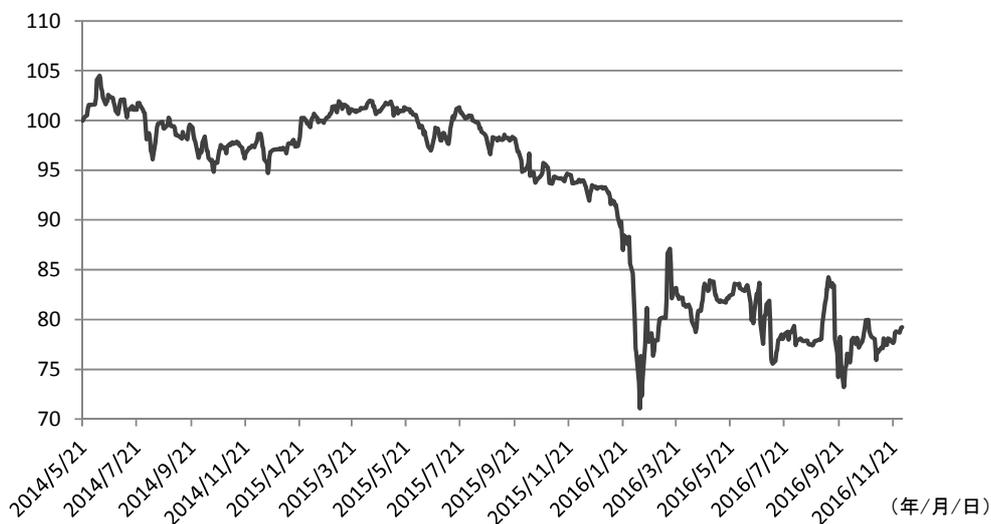
<sup>5</sup> “Deutsche may not face German penalty over Russian trades: sources” *Reuters*, October 6, 2016.

い。今後の Bafin 及び各国当局の出方次第では、上記米司法省の RMBS 案件と併せて、ドイツ銀行にとっての訴訟リスクの要因になり得る。

### Ⅲ. 短期的課題②：コール条項付永久劣後債のクーポン払い問題

ドイツ銀行を巡っては、2016 年に入ってから、「その他ティア 1 資本 (AT1)」として発行されるコール条項付永久劣後債のクーポン払いが機関投資家の間で懸念されている。同証券は、普通株式ティア 1 (CET1) 資本比率が一定のトリガー水準の 5.125% を下回ると元本削減される証券であり、破綻処理ツールの一環に位置付けられるが、ドイツ銀行の場合、投資家の懸念材料となったのは、元本削減の手前の段階のクーポン払いである。そのきっかけは、リサーチ会社のクレジットインサイトが、ドイツ銀行の決算が悪かったり、訴訟費用が想定以上の金額に上った場合、コール条項付永久劣後債のクーポン払いに支障が生じる可能性があることを指摘したことであった<sup>6</sup>。実際、2016 年 4 月にクーポン払いを控えていたドイツ銀行のコール条項付永久劣後債の価格は同年 2 月に急落している (図表 2)<sup>7</sup>。ドイツ銀行のコール条項付永久劣後債のクーポン払いに対する懸念の根拠としては、欧州連合 (EU) における 2 つの利払い制約に係る規制が挙げられる。

図表 2 ドイツ銀行のコール条項付永久劣後債の価格推移 (日次)



(注) 2014 年 5 月 21 日を 100 として指数化。

2014 年 5 月発行の AT1 ユーロ建てコール条項付永久劣後債、クーポン・レート 6.0%。

(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

<sup>6</sup> “Deutsche Bank’s Woes Threaten CoCo Coupons, CreditSights Says” *Bloomberg*, February 8, 2016.

<sup>7</sup> ドイツ銀行は同様のコール条項付永久劣後債を 4 本 (ユーロ建て、ドル建て (2 本)、ポンド建て) 発行している。いずれも元本削減型である。なお、これまでのところ、何れにおいても初回のコール判定日は到来していない。

## 1. 最大配当可能額 (MDA)

EU の第 4 次資本要求指令 (CRDIV) では、資本保全策として、AT1 に算入可能な証券のクーポン支払に制約が課されている。具体的には、まず、普通株式ティア 1 (CET1) 比率が統合バッファーを割り込むか否かが基準となる。CRDIVにおける統合バッファーとは、規制上の最低要件としての CET1 資本比率に上乗せされる CET1 の必要水準であり、資本保全バッファーに機関毎のカウンターシクリカル・キャピタル・バッファー、グローバルにシステム上重要な機関 (G-SII) バッファー、その他システム上重要な機関 (O-SII) バッファー、システミック・リスク・バッファーを加えたものを指す<sup>8</sup>。この基準を割り込む場合、「最大配当可能額 (Maximum Distributable Amount, MDA)」を超過する CET1、AT1、変動報酬・裁量的年金給付<sup>9</sup>に係る支払いをしてはならないこととされる。なお、MDA は、CET1 に含まれない期間利益を係数<sup>10</sup>で乗じたものとなる。そのため、期間利益がゼロもしくは赤字であれば、CET1 や AT1 に係る配当やクーポン払いができないことになる。

ドイツ銀行の場合、まず、2015 年度の通年決算が赤字であった。そのため、MDA 算定の係数の片方がゼロとなり、CET1 資本比率が統合バッファーを下回った場合、コール条項付永久劣後債のクーポン払いができないということになる。次に、ドイツ銀行の統合バッファーについては、まず、欧州中央銀行 (ECB) が 2015 年 12 月 4 日、CRR/CRDIV のフェーズイン・ベース<sup>11</sup>で CET1 資本比率 10.25% (資本保全バッファー含む) を維持することを求めた。これに G-SII バッファー 0.5%、カウンターシクリカル・キャピタル・バッファー 0.01% を加えた 10.76% が 2016 年度において求められる統合バッファーを含めた CET1 資本比率となる。なお、このうち、当局から第 2 の柱 (Pillar 2) 要件として求められる CET1 資本比率の水準は 5.125% と考えられる<sup>12</sup>。

即ち、ドイツ銀行に関して MDA が適用されるのは、2016 年度では、CET1 資本比率が 10.76% を下回った場合となる。ドイツ銀行のフェーズイン・ベースの CET1 資本比率は、2016 年第 1 四半期末で 12.0%、同第 3 四半期末では 12.6% となっており、MDA が適用される水準を第 1 四半期末で 124bp、直近では 184bp しか上回っていないことになる。ここが、ドイツ銀行によるコール条項付永久劣後債のクーポン払いへ懸念が生じる一因であった。

もっとも、MDA を巡っては、見直しが実施されている。ECB が 2016 年 7 月に公表したストレス・テストに関する Q&A<sup>13</sup>において、2017 年度から、第 2 の柱を要件とガイダンスに分離することとされた。第 2 の柱のガイダンスは MDA が適用される CET1 の水準を構成しないため、MDA が適用される水準はガイダンスの分だけ低下することになる。即ち、AT1 のクーポン払いの削減・停止が実施される可能性が低下することになり、ドイツ銀行

<sup>8</sup> システミック・リスク・バッファーと G-SII バッファーは、より大きい方が適用される。

<sup>9</sup> 金融機関が統合バッファーを割り込んだ時に支払い義務が設けられた変動報酬支払や裁量的年金給付。

<sup>10</sup> 係数は、第 1 の柱 (Pillar 1) の要件に算入されない CET1 資本比率に応じて、0 から 0.6 に設定される。

<sup>11</sup> CRR/CRDIV は、適用時期・水準・資本控除において段階的に適用。

<sup>12</sup> 10.25% から最低水準 4.5% と資本保全バッファー 0.625% を引いたもの。

<sup>13</sup> ECB "Frequently asked questions on the 2016 EU-wide stress test" July 26, 2016.

のコール条項付永久劣後債保有者にとってはプラスの材料となる<sup>14</sup>。なお、欧州委員会が2016年11月に公表した第5次資本要求指令（CRDV）案においても、第2の柱におけるガイダンスの導入が提案されている<sup>15</sup>。

実際、ドイツ銀行のリリースによると<sup>16</sup>、ECBによる2017年度の監督上の評価プロセスで求められるCET1資本比率は9.51%であり、2016年度から比べると1.25%低下している。低下に最も寄与したのが第2の柱の要件であり、2.75%と2016年度からほぼ半減している<sup>17</sup>。

## 2. 配当可能項目

MDAと並んで、ドイツ銀行のコール条項付永久劣後債のクーポン払いを制約する要因として、資本要求規則（CRR）の「配当可能項目（Distributable Item）」に係る規制がある。CRRでは、AT1証券に係る支払い要件の一つとして、配当可能項目から支払うことが求められている。配当可能項目の定義は、直近会計年度末の利益・繰り越し利益・株式等配当前の準備金から、繰り越し損失・各国法や定款により配当が禁止される利益・各国法や定款により配当不能とされた準備金を差し引いたもの、となっている。

ドイツ銀行は、2016年に入ってからコール条項付永久劣後債のクーポン払いに対する懸念が投資家の間で広がったことを受け、2016年2月8日、AT1の支払いキャパシティ（配当可能項目）に関するステートメントを公表した。それによると、当時で計10億ユーロ（後に同年3月末時点で11億ユーロと発表）ほどのキャパシティがあり、同年4月のAT1クーポン払いをすることは十分に可能だとした。また、2017年度には、前年繰り越し分に夏華銀行の売却益と国内法に基づく準備金を加えて、最大43億ユーロとなる見通しを示した。このステートメントを受け、ドイツ銀行のコール条項付永久劣後債の価格は2016年2月に一定程度の回復をみせている（前掲図表2）。

ドイツ銀行のAT1クーポン払いの観点からみた配当可能項目については、いくつかの安心材料が挙げられる。まず、2015年12月に発表した夏華銀行の売却が実現していなかったことから、ドイツ銀行によるAT1の支払いキャパシティに関するステートメントを疑問視する投資家もいたが、2016年11月には夏華銀行売却について中国当局の承認を得たことが発表されているため、その懸念は和らいでいる。また、2016年のドイツ銀行の決算は、3四半期連続黒字を確保している点も安心材料といえよう。そもそも、夏華銀行売却に見られるように、いざとなれば資産売却で配当可能項目を賄うことも可能である。

他方、ドイツ銀行のAT1クーポン払いに懸念がないわけではない。2016年3月末時点の配当可能項目11億ユーロという水準は、欧銀の中で最も少ない部類に入る。例えば、格付

<sup>14</sup> 本稿執筆時点では、2017年度にECBがドイツ銀行に対して、第2の柱としてどの程度のCET1資本比率を要求するのか、どのように第2の柱を要件とガイダンスに分けるのかは不明である。なお、ソシエテ・ジェネラルは、2016年11月の第3四半期決算において、ECBからの公式承認を条件とする事前通知に基づき、2017年度のMDA適用水準が200bp低下する見込みだとしている。

<sup>15</sup> 詳細については、神山哲也「欧州委員会のCRR IIパッケージ案—EU版FBO規制とパーゼル基準からの緩和—」『野村資本市場クォーターリー』2017年冬号参照。

<sup>16</sup> Deutsche Bank “Deutsche Bank publishes 2017 SREP requirements” December 27 2016

<sup>17</sup> 他方、資本保全バッファは1.25%に、G-SIIバッファは1.00%に引き上げられている。

機関のスコープ・レーティングによると、足元欧州で最も銀行部門が脆弱化しているイタリアの最大手行でも、ユニクレディトで189億ユーロ、インテサー・サンパオロで258億ユーロの配当可能項目があると推計されている<sup>18</sup>。また、上記訴訟費用が引当金を大幅に超過するような事態となれば、準備金を取り崩される可能性が生じ、その場合、再び同行によるコール条項付永久劣後債のクーポン払いへの懸念が投資家の間で広がりかねない。更に、上記CRRの配当可能項目の定義にもあるように、算定の細部は各国法に委ねられている。ドイツの場合、国内親会社の非連結ベースの決算が対象となっており、国内会計原則が採用されるため、投資家からすると不透明感があつたことも指摘されている<sup>19</sup>。

なお、ドイツ銀行が2015年4月に発表したポストバンクの売却が遅延していることについて、ドイツ国内会計基準に基づく配当可能項目にその理由を求める見方もある。即ち、ポストバンクの価値が2008年の買収時から半減しているとみられる中、その評価損は国際会計基準では計上されてきたものの、国内会計基準では計上されてこなかった。しかし、ポストバンクを売却すると、国内会計基準でも損失を計上することが必要となる。かくして、国内会計基準に基づくコール条項付永久劣後債のクーポン払いの原資となる配当可能項目の減少に繋がる、というわけである。他方、ドイツ銀行にとって、資本増強のためにポストバンク売却は不可避と見る向きもある。そのため、ドイツ銀行のコール条項付永久劣後債保有者としては、ポストバンクの売却にも注視しなければならない状況となっている<sup>20</sup>。

#### IV. 長期的課題：ビジネスモデルの問題

上記の訴訟費用とコール条項付永久劣後債クーポン払いに加え、ドイツ銀行を巡っては、より長期的な課題として、ビジネスモデルの問題が指摘できる。具体的には、国内商業銀行業務では市場構造からくる低収益性、ホールセール証券業務ではフィクスト・インカムの特レーディングに傾注していることに伴う資本コストの高さが挙げられる。

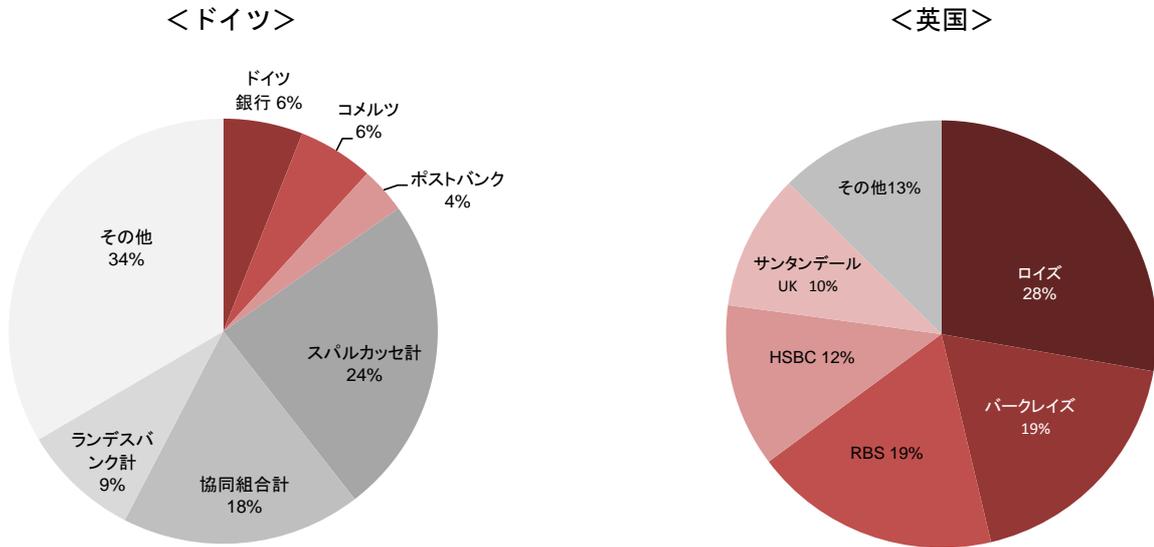
まず、商業銀行業務については、ドイツの場合、ランデスバンクやスパルカッセといった公的な金融機関が歴史的に各地域で重要な役割を担っており、場合によっては収益度外視で貸出等を行っているとも言われる。そのため、民間商業銀行は自ずとコスト競争に巻き込まれ、低収益に苦しむことになる。加えて、ドイツでは、他の国にみられるような上位行の寡占化が進んでいない。例えば英国の預金市場では、上位5行で約9割、上位3行でも約7割のシェアを占めるのに対し、ドイツでは上位3行で15%ほどのシェアを握るに過ぎない（図表3）。また、クレジットカードの利用が少ないこともドイツの特徴として挙げられる。例えば、15歳以上人口に占めるクレジットカード保有率をみると、米国が60.1%、

<sup>18</sup> Scope Ratings “Identifying and Calculating Available Distributable Items (ADI): The Example of Italian Banks” January 15, 2015. なお、イタリア銀行部門の不良債権問題については、神山哲也「イタリア銀行部門の不良債権問題と対応策」『野村資本市場クォーターリー』2016年夏号ウェブサイト版掲載論文参照。

<sup>19</sup> “Deutsche Bank’s CoCo Payments Hinge on Obscure Accounting Metric” *Bloomberg*, February 10, 2016.

<sup>20</sup> “What’s Keeping Deutsche Bank From Postbank Sale? CoCo Bonds” *Bloomberg*, November 7, 2016.

図表3 英独における銀行預金シェア



(注) 2014 年末。

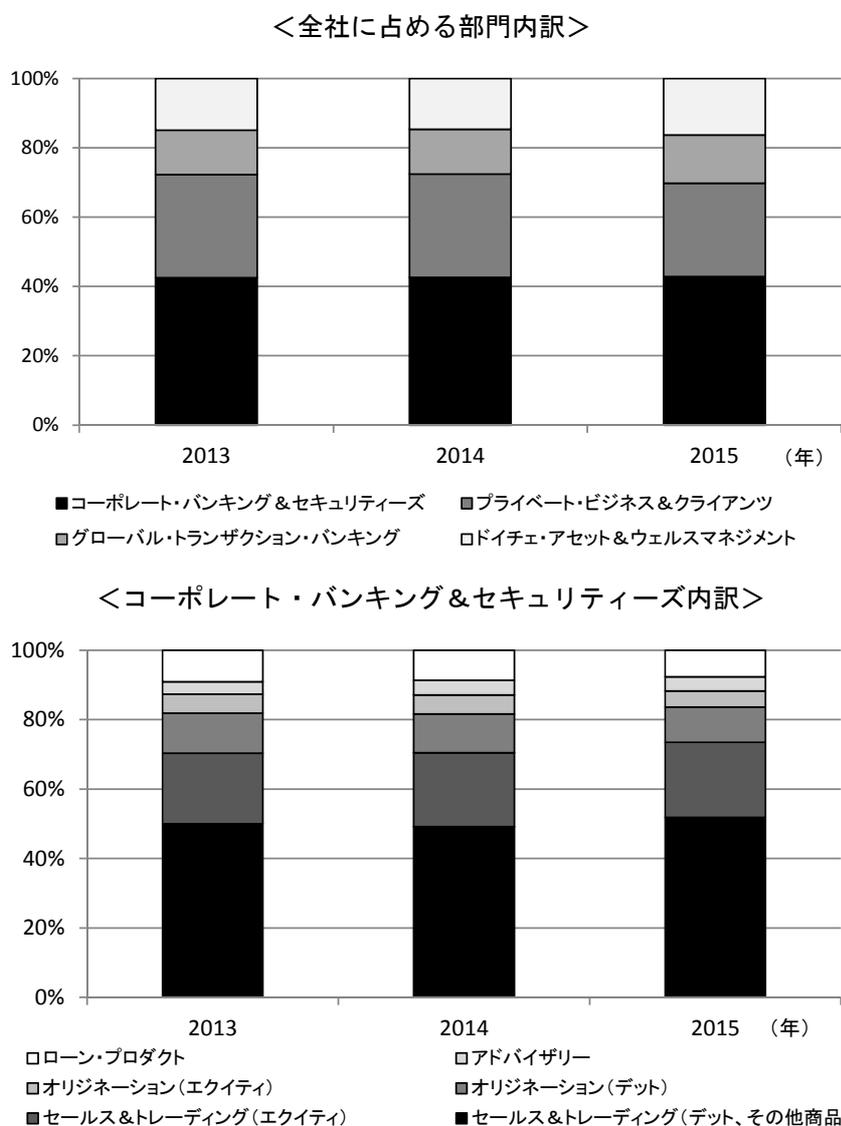
(出所) Scope Ratings “Banking in Germany: Constructive Prospects against Many Odds” July 7, 2015 及び Economics Online より野村資本市場研究所作成

英国が 61.7%、日本が 66.1%であるのに対し、ドイツでは 45.8%に留まる<sup>21</sup>。こうしたドイツの銀行業界の構造・特性から、最大手のドイツ銀行とはいえ、国内商業銀行業務で十分な収益性を確保できない。ポストバンクの売却も、こうした背景から来ているものと言える。

他方、ホールセール証券業務では、ドイツ銀行がこれまで、ホールセール証券部門のコーポレート・バンキング&セキュリティーズ、中でも特に、いわゆる FICC（フィクスト・インカム、為替、コモディティ）に該当する「セールス&トレーディング（デット、その他商品）」を主力としてきたことが足かせになっている（図表 4）。金融危機後の資本規制等の強化を受けて、欧銀の多くはバランスシートを利用する FICC を中心とするホールセール証券業務の縮小をリストラ策の中心としてきた。例えば、UBS やパークレイズは各々、2011 年、2014 年のリストラ策でホールセール証券事業の縮小を打ち出しており、実際、全社に占めるホールセール証券事業のリスク加重資産（RWA）の比率を大幅に低下させている（図表 5）。しかし、ドイツ銀行の場合、UBS やクレディ・スイスのウェルス・マネジメントやパークレイズの商業銀行業務・クレジットカード業務のような代替となる収益源がない。また、上記から、国内商業銀行業務に収益源を求めることも難しい。元々 FICC を主力としてきたため、そこを縮小しては収益性が大幅に低下してしまう。実際、ドイツ

<sup>21</sup> 2014 年末時点、出所は世界銀行。

図表4 ドイツ銀行の純収益内訳



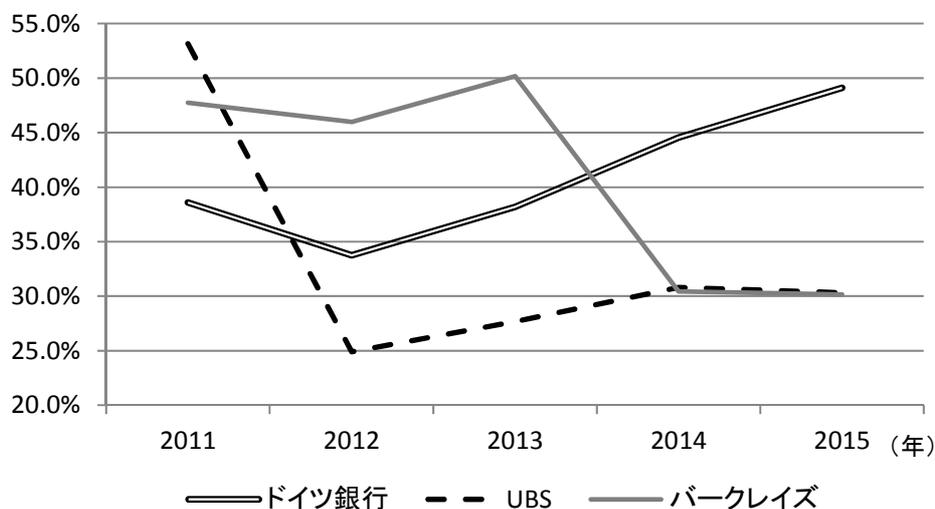
(注) 赤字のノンコア部門除く。

(出所) ドイツ銀行年次報告書より野村資本市場研究所作成

銀行が2015年4月に公表し、同年10月にアップデートした中期経営計画「ストラテジー2020」においても、投資銀行部門は「最適化」することとされており、全社に占める同部門のRWAの比率はむしろ上昇している（前掲図表5）。このようにドイツ銀行は、資本コストの重いFICCに引き続き傾注せざるを得ないという弱みを抱え続けることになる<sup>22</sup>。

<sup>22</sup> 欧銀のリストラ策については、神山哲也「投資銀行業務の縮小を進める大手欧銀」『野村資本市場クォーターリー』2015年夏号ウェブサイト掲載版論文参照。

図表5 ホールセール証券事業 RWA の全社 RWA に占める比率の推移



(注) バークレイズのホールセール証券事業の RWA は 2013 年以降 CRDIV ベースで算出。  
 また、2013 年はホールセール証券事業の一部をノンコア部門に移管する前の数字。  
 UBS のホールセール証券事業の RWA は 2012 年以降バーゼルⅢ完全適用ベースで算出。  
 (出所) 各社年次報告書より野村資本市場研究所作成

## V. おわりに

ドイツの銀行部門において苦境に陥っているのは、ドイツ銀行に限られない。民間商業銀行第 2 位のコメルツ銀行も 2016 年 10 月、投資銀行部門におけるトレーディング業務の更なる縮小と併せて、9,600 人の人員削減策を打ち出している。ランデスバンクやスパルカッセも、前記の理由から低収益性に苦しんでいることに加え、統合が進んでいないことから、個々の資金調達も困難になっていることが指摘されている<sup>23</sup>。実際、ドイツの銀行部門の自己資本利益率 (ROE) は一桁台前半にまで落ち込んでいる。コメルツ銀行も含めたこれらの銀行に共通するのは、純金利収入依存型のビジネスモデルを採っていることであり、マイナス金利下では特に厳しい状況に置かれる。ヴォルフガング・ショイブレ財務相などドイツ国内から ECB のマイナス金利政策について批判的な声が挙げられるのは、こうした背景がある。

もともと、ドイツ銀行の場合、国内他行とは些か事情を異にする。足元の収益性の観点からすれば、マイナス金利の影響はあるものの、主力ではない国内商業銀行業務への影響に留まり、むしろホールセール証券事業で資本コストの高い FICC を主力としていることが重石になっている。

万が一、ドイツ銀行が経営難に陥るような事態になれば、その影響は計り知れない。ホ

<sup>23</sup> “The Titanic Struggles of German Banking” Euromoney, November 2016.

ールセール証券事業において、デリバティブ等において広範な取引関係を持つため、店頭デリバティブ取引における中央清算義務を前提としても、中央清算機関（CCP）、更にはその参加者に甚大な影響が及ぶことになる。国際通貨基金（IMF）も、2016年6月に公表したドイツの金融部門評価プログラムにおいて、グローバルにシステム上重要な銀行（G-SIB）の中で、ドイツ銀行がシステミック・リスクに最も寄与し得る主体だとしている<sup>24</sup>。

ドイツ政府も、米司法省との和解問題が浮上した後、支援を拒否するなど冷淡な姿勢を示しているように見えるが、ドイツ銀行の金融システムにおける重要性は認識しているものと思われる。Bafin がミラー・トレードの追及を見送るというのも、それが事実であれば、ドイツ銀行を側面支援しているものと捉えることができる。ドイツ政府としては、イタリア政府による銀行救済に反対するなど、他国政府・他国銀行を救済する負担を回避するべく、投資家負担による破綻処理ツールである銀行再生・破綻処理指令（BRRD）におけるベイルイン規定の厳格な適用を主張している中、自国の銀行に対してのみ、救済について寛容な姿勢をみせるわけにはいかないという思惑があるものと考えられる。なお、ECB も、MDA の適用水準の引き下げに繋がる第2の柱の運用を見直したり、2016年7月に公表したストレス・テストにおいて、ドイツ銀行にのみ未実現の夏華銀行の売却益を資本計上するなど<sup>25</sup>、ドイツ銀行を利する施策を講じている。

当面の最大のリスク要因とみられた米司法省の訴訟問題が自力での対応が可能な水準で落ち着いた中、ドイツ銀行の経営不安説も後退するとみられる。投資家の関心の重心は今後、収益性にシフトしていくものとみられ、その時に、ドイツ銀行が現在のビジネスモデルを維持できるか、注目される。

<sup>24</sup> IMF “Germany: Financial Sector Assessment Program” June 10,2016.

<sup>25</sup> これにより、ドイツ銀行のストレス・シナリオ下の CET1 資本比率は 0.4%押し上げられた。もっとも本件は、明るみに出たことにより、むしろ同行に対する投資家の懸念を強める結果となった。