

# 銀行：強気スタンスを継続

## 銀行

### 2022-No 2: 金利の上昇、株主還元強化を期待する

2022年4月13日  
SBI証券 企業調査部  
シニアアナリスト  
鮫島 豊喜

#### 大手行

2021年に引き続き、MUFGの年初来のパフォーマンスが3メガ銀行の中でずば抜けてよい。3つの理由があるだろうとSBI証券(以下SBI)は考える。1つ目は米国金利の上昇、2つ目は他の2メガは投資しづらい要因があること、3つ目はFY3/23の自社株買いへの期待である。とはいえ、高いパフォーマンスが続いているので、株価が調整する可能性はあるだろう。

SMFGはSMBC日興証券における金融商品取引法違反の疑いの影響が不透明である。みずほFGはシステム安定化、社内風土改革の進捗がまだ不透明である。

#### 地方銀行

年初来騰落率を見ると地銀の株価パフォーマンスも好調である。FY3/22の会社予想の業績が概ねよいこと、株主還元強化があることがその要因だと思われる。SBIでは日銀の金融政策の変更期待の高まりは2022年の後半だと考えているが、これに変更はない。還元に対する地銀の姿勢に変化がでてきており、強気のスタンスでよいだろう。

#### 投資判断「買い」の銘柄

りそなHD、SMTH、コンコルディアFGに対して「変わる銀行」という見方に変化はない。「買い」を継続する。SBIではさらにめぶきFGを「買い」のリストに加える。めぶきFGの変化は既に起きているとSBIは考えるが、収益性の向上、コストの低下、株主還元強化はまだまだ継続するであろう。

#### 株主還元強化

カバレッジの大手行も地方銀行も株主還元を強化している。京都銀行が2021年12月に、総還元性向の目安を50%とする発表を行ったのは驚きであった。

大手行のFY3/23の総還元性向は48.6%、地銀は47.7%とSBIでは予想している。ここに大きな差はない。配当性向の予想については、それぞれ35.1%、29.4%であり、大手行の配当性向が高い。それは地銀のほうがより自社株取得に熱心とみているということである。

#### 米国金利のインパクト

米国の10Yと2Yの金利が接近、逆転する現象は過去にも見られた。その現象が見られた後に、米国銀行インデックスは上昇する場合も下落する場合もあり、株価の方向性を必ずしも示すものではない。いずれ10Yの利回りが上昇し、イールドカーブはスティープ化するだろう。

#### バリュエーションとリスク

大手行のバリュエーションは2015年からの平均PBR-0.5σとしている。これは金利の上昇は銀行株にとってポジティブと考えるからである。例外はSMFG(このレポートから)とみずほFGで、PBR-1σを用いている。その理由は上記に書いたとおりである。

地銀のバリュエーションに関してはこれまでの2015年からの平均PBR-1σを変更しない。日銀の金融緩和の修正期待を織り込むにはまだ早いと考えている。BPSは大手行、地銀ともにFY3/23(SBI予想)を用いている。

今回のセクターコールのリスクは、FRBの利上げや量的引締め(QT)が2006年の日本銀行と同じような間違いになってしまうこと、である。

銘柄 (証券コード)	株価(円)	投資判断		目標株価(円)		上値/下値 余地(%)
		4月12日	旧	新	旧	
MUFG (8306)	757.3	中立	中立	730	720	-4.9%
SMFG (8316)	3,906.0	中立	中立	4,600	4,100	5.0%
みずほFG (8411)	1,567.0	中立	中立	1,700	1,700	8.5%
りそなHD (8308)	540.7	買い	買い	590	630	16.5%
SMTH (8309)	3,880.0	買い	買い	5,000	5,000	28.9%
コンコル ディアFG (7186)	466.0	買い	買い	560	560	20.2%
千葉銀行 (8331)	765.0	中立	中立	760	740	-3.3%
静岡銀行 (8355)	846.0	中立	中立	950	940	11.1%
ふくおかFG (8354)	2,384.0	中立	中立	2,200	2,200	-7.7%
めぶきFG (7167)	254.0	中立	買い	270	310	22.0%
群馬銀行 (8334)	360.0	中立	中立	410	400	11.1%
京都銀行 (8369)	5,240.0	中立	中立	5,900	5,800	10.7%
山口FG (8418)	705.0	中立	中立	750	690	-2.1%

出所：SBI証券

## 1. 投資判断と目標株価

### 1.1 投資判断の変更有り。目標株価を微修正。

めぶきFGを「買い」に上げる。りそなHD、SMTH、コンコルディアFGの投資判断「買い」を継続する(図表1)。

図表1にあるFY3/22の自社株取得の金額は、発表ベースではなく取得した金額である。SMFGやSMTHの場合、自社株取得の発表はあったが、2022年3月末時点での取得金額はゼロである。そのため、FY3/22に発表されたものはFY3/23に取得されると想定している。

図表 1: 投資判断、目標株価の新旧比較

2022/4/12		8306	8316	8411	8308	8309	7186	8331	8355	8354	7167	8334	8369	8418
		MUFG	SMFG	みずほFG	りそなHD	SMTH	コンコルディアFG	千葉銀行	静岡銀行	ふくおかFG	めぶきFG	群馬銀行	京都銀行	山口FG
現株価		757.3	3,906.0	1,567.0	540.7	3,880.0	466.0	765.0	846.0	2,384.0	254.0	360.0	5,240.0	705.0
投資判断	新	中立	中立	中立	買い	買い	買い	中立	中立	中立	買い	中立	中立	中立
△▼=		=	=	=	=	=	=	=	=	=	△	=	=	=
	旧	中立	中立	中立	買い	買い	買い	中立	中立	中立	中立	中立	中立	中立
目標株価	新	720.0	4,100.0	1,700.0	630.0	5,000.0	560.0	740.0	940.0	2,200.0	310.0	400.0	5,800.0	690.0
	旧	730.0	4,600.0	1,700.0	590.0	5,000.0	560.0	760.0	950.0	2,200.0	270.0	410.0	5,900.0	750.0
上値/下値余地 (%)		-4.9	5.0	8.5	16.5	28.9	20.2	-3.3	11.1	-7.7	22.0	11.1	10.7	-2.1
目標PBR (倍)	新	0.48	0.43	0.43	0.54	0.59	0.54	0.48	0.46	0.41	0.30	0.29	0.34	0.24
	旧	0.48	0.48	0.43	0.54	0.59	0.54	0.48	0.45	0.41	0.28	0.29	0.35	0.24
純利益(10億円)	FY3/22E	新	1,159	719	552	158	172	58.8	56.2	50.5	44.1	27.3	23.3	-13.2
	旧	1,092	718	575	157	170	56.7	56.8	52.1	55.0	43.0	28.8	22.6	26.0
	FY3/23E	新	1,208	730	607	165	188	62.5	62.8	55.6	52.0	29.7	26.9	24.9
	旧	1,148	727	602	165	193	58.5	61.7	53.8	57.6	48.4	29.6	25.0	26.6
ROE (%)	FY3/22E	新	6.6	5.9	5.9	6.1	6.2	5.0	5.3	4.6	5.9	4.4	4.9	2.0
	旧	6.2	5.9	6.1	6.3	6.1	4.8	5.3	4.7	5.6	4.2	5.2	1.9	3.8
	FY3/23E	新	6.8	5.9	6.4	6.0	6.4	5.3	5.8	5.0	5.1	5.3	2.1	3.9
	旧	6.3	5.8	6.1	6.5	6.5	4.9	5.6	4.7	5.7	4.7	5.2	2.0	3.8
BPS (円)	FY3/22E	新	1,407	8,875	3,658	1,130	7,654	979	1,455	1,967	5,158	934	1,351	16,633
	旧	1,431	9,161	3,820	1,050	7,749	988	1,480	2,023	5,209	942	1,370	16,513	2,985
	FY3/23E	新	1,487	9,358	3,793	1,165	8,431	1,027	1,539	2,057	5,344	1,006	1,416	16,978
	旧	1,509	9,567	3,951	1,084	8,364	1,027	1,566	2,113	5,394	973	1,426	16,755	3,106
EPS (円)	FY3/22E	新	90.8	524.4	217.6	66.1	459.1	48.8	75.9	89.0	300.6	39.8	65.5	308.5
(潜在株式調整後)	旧	85.7	527.5	227.0	66.0	453.3	47.1	76.6	91.8	289.5	38.9	69.2	298.7	102.2
	FY3/23E	新	98.1	542.8	239.4	69.3	513.7	52.8	86.7	99.9	303.1	49.5	73.0	360.5
	旧	93.1	548.4	237.5	69.4	522.0	49.7	85.1	96.6	303.2	45.1	72.6	330.8	104.8
DPS (円)	FY3/22E	新	28.0	210.0	80.0	21.0	170.0	18.0	24.0	25.0	95.0	11.0	15.0	100.0
	旧	28.0	210.0	80.0	21.0	165.0	18.0	22.0	25.0	95.0	11.0	15.0	70.0	28.0
	FY3/23E	新	32.0	220.0	85.0	22.0	180.0	19.0	25.0	26.0	105.0	13.0	16.0	110.0
	旧	33.0	210.0	80.0	22.0	180.0	19.0	22.0	26.0	105.0	12.0	16.0	70.0	30.0
与信費用比率 (bps)	FY3/22E	新	12	25	23	9	0	5	5	8	3	14	11	12
	旧	15	16	12	9	1	3	6	10	4	15	10	11	10
	FY3/23E	新	17	20	14	8	6	9	6	6	5	11	9	7
	旧	19	16	10	8	4	11	6	8	5	11	9	6	10
配当性向 (%)	FY3/22E	新	30.7	40.0	36.8	32.1	37.0	36.8	31.6	27.9	31.6	27.3	22.8	32.3
	旧	32.6	39.7	35.2	32.1	36.3	37.9	28.7	27.0	32.8	27.9	21.6	23.4	26.0
	FY3/23E	新	32.4	40.2	35.5	31.7	34.8	35.7	28.7	25.8	34.6	25.7	21.8	30.4
	旧	35.2	38.1	33.7	31.6	34.4	37.9	25.7	26.7	34.6	26.6	22.0	21.2	25.8
自社株取得 (10億円)	FY3/22E	新	150.0	0.0	0.0	50.9	0.0	3.0	5.0	8.8	0.0	19.5	3.5	2.5
	旧	150.0	100.0	0.0	50.9	10.0	10.0	5.0	8.9	0.0	19.5	3.5	0.0	6.5
	FY3/23E	新	250.0	200.0	0.0	10.0	60.0	17.0	12.0	10.0	0.0	16.7	3.5	4.0
	旧	200.0	100.0	0.0	10.0	12.0	10.0	12.0	10.0	0.0	3.0	3.0	0.0	3.0
総還元性向 (%)	FY3/22E	新	43.7	40.0	36.8	64.3	37.0	41.9	40.5	45.2	31.6	71.5	35.6	43.0
	旧	46.3	53.7	35.2	64.5	42.2	55.6	37.5	44.1	32.8	73.3	33.8	23.4	51.0
	FY3/23E	新	53.1	67.5	35.5	37.8	66.8	62.9	47.8	43.8	34.6	57.9	33.6	45.2
	旧	52.7	51.9	33.7	37.7	40.6	55.0	45.2	45.2	34.6	32.8	32.1	21.2	37.1

E = SBI証券予想 出所: 会社資料、ブルームバーグ、SBI証券

図表 2: カバレッジ銘柄のバリュエーション

	8306	8316	8411	8308	8309	7186	8331	8355	8354	7167	8334	8369	8418	
2022/4/12	MUFG	SMFG	みずほFG	りそなHD	SMTH	コンコルディアFG	千葉銀行	静岡銀行	ふくおかFG	めぶきFG	群馬銀行	京都銀行	山口FG	
現株価	757.3	3,906.0	1,567.0	540.7	3,880.0	466.0	765.0	846.0	2,384.0	254.0	360.0	5,240.0	705.0	
投資判断 (旧)	中立	中立	中立	買い	買い	買い	中立	中立	中立	中立	中立	中立	中立	
△▼=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	△	=	=	=	
投資判断	中立	中立	中立	買い	買い	買い	中立	中立	中立	買い	中立	中立	中立	
目標株価	720.0	4,100.0	1,700.0	630.0	5,000.0	560.0	740.0	940.0	2,200.0	310.0	400.0	5,800.0	690.0	
上値/下値余地 (%)	-4.9	5.0	8.5	16.5	28.9	20.2	-3.3	11.1	-7.7	22.0	11.1	10.7	-2.1	
発行済み株式数(百万株)	12,722	1,371	2,535	2,396	375	1,207	737	564	190	1,088	413	76	241	
時価総額 (10億円)	9,635	5,354	3,972	1,296	1,453	562	564	477	453	276	149	396	170	
時価総額 (\$ bn)	80.3	44.6	33.1	10.8	12.1	4.7	4.7	4.0	3.8	2.3	1.2	3.3	1.4	
純利益(10億円)	FY3/21	777	513	471	124	142	25.3	49.6	43.6	44.6	36.5	13.5	16.9	25.0
	FY3/22E	1,159	719	552	158	172	58.8	56.2	50.5	57.1	44.1	27.3	23.3	-13.2
	FY3/23E	1,208	730	607	165	188	62.5	62.8	55.6	57.6	52.0	29.7	26.9	24.9
純利益(YoY %)	FY3/21	47.1	-27.1	5.0	-18.3	-12.8	-45.6	3.3	12.8	na	0.3	-39.4	-17.3	-1.7
	FY3/22E	49.1	40.2	17.1	26.7	20.9	132.1	13.3	15.8	28.0	20.9	102.3	38.1	na
	FY3/23E	4.3	1.6	10.0	4.5	9.0	6.3	11.8	10.0	0.9	17.9	8.6	15.6	na
ROE (%)	FY3/21	4.7	4.6	5.3	5.6	5.5	2.2	5.0	4.1	5.0	3.8	2.6	1.7	3.9
	FY3/22E	6.6	5.9	5.9	6.1	6.2	5.0	5.3	4.6	5.9	4.4	4.9	2.0	-2.0
	FY3/23E	6.8	5.9	6.4	6.0	6.4	5.3	5.8	5.0	5.8	5.1	5.3	2.1	3.9
BPS (円)	FY3/21	1,308	8,627	3,651	1,009	7,192	956	1,401	1,923	5,044	861	1,304	15,414	2,730
	FY3/22E	1,407	8,875	3,658	1,130	7,654	979	1,455	1,967	5,158	934	1,351	16,633	2,717
	FY3/23E	1,487	9,358	3,793	1,165	8,426	1,027	1,539	2,057	5,344	1,006	1,416	16,978	2,859
EPS (円)	FY3/21	41.0	374.3	185.8	54.2	379.7	38.4	66.8	76.0	234.9	31.5	32.1	223.1	99.6
(潜在株式調整後)	FY3/22E	90.8	524.4	217.6	66.1	459.1	48.8	75.9	89.0	300.6	39.8	65.5	308.5	-51.9
	FY3/23E	98.1	542.8	239.4	69.3	513.7	52.8	86.7	99.9	303.1	49.5	73.0	360.5	98.0
DPS (円)	FY3/21	25.0	190.0	75.0	21.0	150.0	17.0	20.0	25.0	85.0	11.0	13.0	60.0	26.0
	FY3/22E	28.0	210.0	80.0	21.0	170.0	18.0	24.0	25.0	95.0	11.0	15.0	100.0	28.0
	FY3/23E	32.0	220.0	85.0	22.0	180.0	19.0	25.0	26.0	105.0	13.0	16.0	110.0	30.0
PBR (x)	FY3/22E	0.54	0.44	0.43	0.48	0.51	0.48	0.53	0.43	0.46	0.27	0.30	0.35	0.25
	FY3/23E	0.51	0.42	0.41	0.46	0.46	0.45	0.50	0.41	0.45	0.25	0.28	0.34	0.24
PER (x)	FY3/22E	8.3	7.4	7.2	8.2	8.5	9.6	10.1	9.5	7.9	6.4	6.1	18.8	na
	FY3/23E	7.7	7.2	6.5	7.8	7.6	8.8	8.8	8.5	7.9	5.1	5.5	16.1	7.0
配当利回り (%)	FY3/22E	3.7	5.4	5.1	3.9	4.4	3.9	3.1	3.0	4.0	4.3	4.2	1.9	4.0
	FY3/23E	4.2	5.6	5.4	4.1	4.6	4.1	3.3	3.1	4.4	5.1	4.4	2.1	4.3

E = SBI 証券予想 出所: 会社資料、ブルームバーグ、SBI 証券

図表 3: コンセンサス、会社予想/目標との比較

	8306	8316	8411	8308	8309	7186	8331	8355	8354	7167	8334	8369	8418		
2022/4/12	MUFG	SMFG	みずほFG	りそなHD	SMTH	コンコルディアFG	千葉銀行	静岡銀行	ふくおかFG	めぶきFG	群馬銀行	京都銀行	山口FG		
現株価	757.3	3,906.0	1,567.0	540.7	3,880.0	466.0	765.0	846.0	2,384.0	254.0	360.0	5,240.0	705.0		
目標株価	720.0	4,100.0	1,700.0	630.0	5,000.0	560.0	740.0	940.0	2,200.0	310.0	400.0	5,800.0	690.0		
上値/下値余地 (%)	-4.9	5.0	8.5	16.5	28.9	20.2	-3.3	11.1	-7.7	22.0	11.1	10.7	-2.1		
BBGコンセンサス	815.5	5,019.0	1,900.9	611.4	5,065.6	508.8	785.7	918.8	2,592.9	276.7	405.0	5,966.7	730.0		
上値/下値余地 (%)	7.7	28.5	21.3	13.1	30.6	9.2	2.7	8.6	8.8	8.9	12.5	13.9	3.5		
BBGレーティング	BUY	8	9	3	7	9	3	5	1	4	2	0	0		
	HOLD	5	4	10	5	2	5	3	7	4	2	3	3		
	SELL	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	1	0		
純利益(10億円)	SBI予想	FY3/21	777	513	471	124	142	25.3	49.6	43.6	44.6	36.5	13.5	16.9	25.0
	FY3/22E	1,159	719	552	158	172	58.8	56.2	50.5	57.1	44.1	27.3	23.3	-13.2	
	FY3/23E	1,208	730	607	165	188	62.5	62.8	55.6	57.6	52.0	29.7	26.9	24.9	
BBGコンセンサス	FY3/22E	1,127	707	551	141	163	54.3	54.6	45.8	51.0	43.4	23.1	20.3	13.3	
	FY3/23E	1,066	740	552	152	183	57.0	58.9	49.6	52.9	47.6	24.1	23.0	25.3	
会社予想	FY3/22E	1,050	670	530	145	170	52.0	52.0	45.5	53.0	38.0	26.0	20.0	-13.5	
DPS (円)	SBI予想	FY3/21	25.0	190.0	75.0	21.0	150.0	17.0	20.0	25.0	85.0	11.0	13.0	60.0	26.0
	FY3/22E	28.0	210.0	80.0	21.0	170.0	18.0	24.0	25.0	95.0	11.0	15.0	100.0	28.0	
	FY3/23E	32.0	220.0	85.0	22.0	180.0	19.0	25.0	26.0	105.0	13.0	16.0	110.0	30.0	
BBGコンセンサス	FY3/22E	27.9	210.0	80.4	21.1	165.0	18.0	23.7	25.0	95.5	11.0	14.5	87.5	28.0	
	FY3/23E	30.8	221.2	84.3	21.9	195.0	18.5	25.0	27.4	104.0	11.0	15.5	87.5	30.0	
会社予想	FY3/22E	28.0	210.0	80.0	21.0	170.0	18.0	24.0	25.0	95.0	11.0	14.0	100.0	28.0	

E = 予想 出所: 会社資料、ブルームバーグ、SBI 証券

図表 4: カバレッジ銘柄の業績サマリー

10億円		8306	8316	8411	8308	8309	7186	8331	8355	8354	7167	8334	8369	8418
		MUFG	SMFG	みずほFG	りそなHD	SMTH	コンソルデア FG	千葉銀行	静岡銀行	ふくおかFG	めぐみFG	群馬銀行	京都銀行	山口FG
粗利益	FY3/21	3,998	2,806	2,199	639	681	201.9	167.8	156.0	217.2	188.0	89.6	88.8	95.5
	FY3/22E	3,894	3,036	2,229	636	724	224.6	176.1	160.2	224.4	186.0	91.7	95.4	79.8
	FY3/23E	3,485	3,049	2,225	657	729	231.1	186.9	166.6	229.8	191.7	94.7	96.7	107.8
	FY3/24E	3,526	3,063	2,263	663	748	236.9	189.4	169.0	231.3	192.4	95.6	97.8	109.3
営業経費	FY3/21	2,787	1,747	1,415	426	431	136.9	94.0	93.7	150.3	115.8	57.5	56.9	64.5
	FY3/22E	2,794	1,712	1,375	424	434	135.4	93.6	98.3	134.5	110.3	56.0	56.6	60.7
	FY3/23E	2,244	1,734	1,293	420	442	134.8	95.3	96.8	133.7	107.6	56.5	56.4	60.1
	FY3/24E	2,251	1,740	1,282	417	453	133.4	95.4	95.1	132.8	105.6	56.2	56.3	59.5
引当前業務純益	FY3/21	1,211	1,059	784	213	249	65.0	73.9	62.3	66.9	72.3	32.2	31.9	31.0
	FY3/22E	1,100	1,323	853	212	291	89.2	82.4	61.8	89.9	75.7	35.7	38.8	19.1
	FY3/23E	1,651	1,302	936	216	282	89.8	80.7	63.3	90.7	78.4	35.3	39.0	19.8
	FY3/24E	1,234	1,309	943	240	276	97.7	91.4	71.5	97.0	86.1	38.4	40.5	48.4
与信費用	FY3/21	516	361	205	57	8	31.6	10.6	13.0	1.5	23.4	22.4	8.8	9.4
	FY3/22E	131	214	191	34	1	6.9	5.3	7.8	5.5	16.8	6.0	7.4	13.9
	FY3/23E	182	173	113	31	18	13.5	6.8	5.5	8.9	13.0	5.2	4.4	6.2
	FY3/24E	158	172	93	27	18	15.0	6.3	7.0	8.8	10.3	4.3	4.4	6.1
株式等関係損益	FY3/21	130	64	12	47	-44	8.8	5.8	8.0	4.9	-0.8	9.4	1.5	18.1
	FY3/22E	102	103	-51	44	-54	2.0	3.4	5.2	3.8	4.4	7.2	1.6	0.1
	FY3/23E	265	60	68	23	9	4.2	4.0	9.0	3.4	6.0	8.0	2.0	5.6
	FY3/24E	115	60	88	23	12	4.2	4.0	9.0	3.4	6.0	8.0	2.0	5.6
純利益	FY3/21	777	513	471	124	142	25.3	49.6	43.6	44.6	36.5	13.5	16.9	25.0
	FY3/22E	1,159	719	552	158	172	58.8	56.2	50.5	57.1	44.1	27.3	23.3	-13.2
	FY3/23E	1,208	730	607	165	188	62.5	62.8	55.6	57.6	52.0	29.7	26.9	24.9
	FY3/24E	1,092	762	669	175	198	66.3	65.9	56.2	60.7	55.3	31.1	27.7	27.4
ROE (%)	FY3/21	4.7	4.6	5.3	5.6	5.5	2.2	5.0	4.1	5.0	3.8	2.6	1.7	3.9
	FY3/22E	6.6	5.9	5.9	6.1	6.2	5.0	5.3	4.6	5.9	4.4	4.9	2.0	-2.0
	FY3/23E	6.8	5.9	6.4	6.0	6.4	5.3	5.8	5.0	5.8	5.1	5.3	2.1	3.9
	FY3/24E	6.0	6.1	6.8	6.2	6.4	5.5	5.9	4.9	5.9	5.3	5.4	2.2	4.2
与信費用比率 bps	FY3/21	47	44	25	16	3	24	10	15	1	21	40	20	12
	FY3/22E	12	25	23	9	0	5	5	8	3	14	11	12	18
	FY3/23E	17	20	14	8	6	9	6	6	5	11	9	7	8
	FY3/24E	16	20	11	7	6	10	5	7	5	9	8	7	7
引当率 (%)	FY3/21	1.0	0.8	0.7	0.5	0.4	0.6	1.0	0.6	1.2	0.7	1.1	0.5	0.9
	FY3/22E	1.0	0.8	0.6	0.5	0.4	0.5	1.0	0.6	1.1	0.7	0.7	0.4	0.9
	FY3/23E	1.2	0.7	0.7	0.5	0.4	0.5	1.2	0.6	1.1	0.7	0.7	0.4	0.9
	FY3/24E	1.3	0.7	0.7	0.5	0.4	0.5	1.3	0.6	1.1	0.7	0.7	0.4	0.8
経費率 (%)	FY3/21	70	62	64	67	63	68	56	60	69	62	64	64	68
	FY3/22E	72	56	62	67	60	60	53	61	60	59	61	59	76
	FY3/23E	58	57	58	66	61	60	54	60	60	58	62	59	75
	FY3/24E	65	57	58	64	62	58	51	57	58	55	59	58	55

E = SBI証券予想 出所: 会社資料、SBI証券

## 1.2 めぶき FG について 投資判断「買い」、目標株価 310 円

### 収益力強化、コスト削減、還元の強化

めぶき FG は 2022 年 3 月に、「長期ビジョン 2030」と「第 3 次グループ中期経営計画」の概要を発表した。グループの経営理念のもとに長期ビジョンが据えられ、それを目指すための 2025 年 3 月までの [第 3 次中期経営計画](#) が設定された。

もともとのグループの経営理念は変わっておらず、いわばパーパスの位置づけだと SBI ではとらえている。長期ビジョンは 2030 年をターゲットとしたものである。顧客からの収益に占めるフィー収益（銀行の役務利益と銀行以外の子会社からの収益）を 50%以上にする、連結経常利益を 1,000 億円以上にする、といった目標が設定された。同時にサステナビリティ方針も示され、グループでマテリアリティに取り組む姿勢がはっきりとしてきた。

図表 5 は、めぶき FG の新中計の基本戦略の概略である。

図表 5：めぶき FG の新中期経営計画の基本戦略（2022 年 4 月-2025 年 3 月）

めぶき FG の基本戦略	基本戦略 1	基本戦略 2		基本戦略 3	
	地域を支えるビジネスモデルの追求	持続可能な経営基盤の構築		人材の育成・活躍促進	
新事業領域	事業領域拡大への挑戦	DXの推進	グループ経営の高度化	価値を創造する人材の育成・確保	ダイバーシティの実践・働きがいの充実に向けた取り組み
総合金融サービス領域	総合金融サービスの深化		新規デジタル投資70億円、業務削減・見直し580人相当、経費削減30億円	DX人材400人、DXベース人材3,000人（3/22は1,000人）	
伝統的銀行領域	伝統的銀行サービスの革新 有価証券運用・投融資の多様化				

出所：会社資料、SBI 証券

総合金融サービスの深化は中期的な視点から同社の収益力強化につながるだろう。また、めぶき FG の変化はコスト削減という点において、2022 年 3 月に終了した中計期間の中で大きな成果を残した。しかし、コストの削減は今後も継続されるだろう。

株主還元の方針は「配当性向 30%以上を目安」とすることが継続された。実績としては 30%以上が続いている（図表 7）。

また、DX の推進と DX 人材の育成と確保が 3 つの事業領域の拡大を支える柱となっているのは、めぶき FG の新中計の特徴であろう。

#### 収益力強化：

長期ビジョンの中に顧客からのフィー収益の目標が示された。図表 6 は過去 3 年間の法人役務、預り資産関連手数料の収益の推移である。FY3/21 の与信関連手数料はコロナウイルスの影響を受けて前年比減となったと思われる。FY3/22 においては、事業支援関連手数料の増加が目立つ。これはビジネスマッチング、事業計画策定支援、M&A といった非伝統的銀行業務の収益が伸びているからである。特に事業計画策定支援は、FY3/22 から計上されている新しい事業分野である。コンサルティング業務の強化施策の効果と言えるだろう。

図表 6 から分かるように、法人役務は預り資産関連手数料に比べるとまだまだ小さい。伸ばす余地は大きいと SBI では考える。

預り資産関連手数料におけるグループ連携の収益増加は、めぶき証券の収益増加が要因である。めぶき証券は 2 つの子銀行の兄弟会社でもあり、預り資産ビジネスには欠かせないエンティティとなっている。

図表 6：顧客からのフィー収益推移：法人役務の強化、グループ連携の成果が見られる

10億円	6ヶ月					9ヶ月			年度		
	1HFY3/20	2HFY3/20	1HFY3/21	2HFY3/21	1HFY3/22	9mFY3/20	9mFY3/21	9mFY3/22	FY3/19	FY3/20	FY3/21
<b>法人役務</b>											
与信関連手数料	3.80	4.40	3.47	4.08	3.51	5.73	5.17	5.06	7.57	8.20	7.55
事業支援関連手数料	0.73	0.71	0.77	1.11	1.38	1.07	1.15	2.22	2.02	1.44	1.88
合計	4.53	5.12	4.25	5.19	4.89	6.80	6.33	7.29	9.59	9.65	9.44
YoY (%)	1.8	41.0	-6.2	1.4	15.1	7.9	-6.9	15.2	18.7	0.6	-2.2
<b>預り資産関連手数料</b>											
グループ連携	1.29	2.41	1.62	3.21	2.68	2.51	2.75	4.12	2.43	3.70	4.83
銀行	5.43	5.53	4.56	5.54	5.92	8.12	7.10	9.14	11.41	10.96	10.10
合計	6.72	7.94	6.18	8.75	8.60	10.63	9.85	13.26	13.84	14.66	14.93
YoY (%)	-2.9	63.7	-8.0	10.2	39.2	0.9	-7.3	34.6	17.6	5.9	1.8
合計：顧客からのフィー収益	11.25	13.06	10.43	13.94	13.49	17.43	16.18	20.55	23.43	24.31	24.37
YoY (%)	-1.1	54.0	-7.3	6.7	29.3	3.6	-7.2	27.0	18.0	3.8	0.2

出所：会社資料、SBI証券

**コスト削減：**

めぶき FG は 2016 年 10 月に設立された。それ以降、常陽銀行の年間の営業経費は FY3/18 に 693 億円となり、それ以降減少傾向にある。足利銀行の年間の営業経費は FY3/20 に 511 億円へと増加し、それ以降減少傾向にある。足利銀行の営業経費が FY3/20 にピークだったのは 2020 年 1 月に常陽銀行と同じ基幹システムに移行したためである。それ以降減少しているのは、同じシステムにしたことによる削減効果である。

めぶき FG は前中計の重要施策の一つである、店舗ネットワークの最適化の目標を大幅に超過達成した。

店舗の効率化：目標は 3 年間で 2 割程度の店舗数を効率化するというものであったが、FY3/22 の上期までに 6 割以上の 196 店舗を効率化した。FY3/22 の下期にはさらに 16 店舗を効率化する予定である。

人員の捻出：目標は 3 年間で 220 人の捻出であったが、FY3/22 の上期までに 480 人を捻出した。FY3/22 の下期にはさらに 60 人を追加する予定である。

店舗コスト：目標は 3 年間で 10 億円を削減するというものであったが、FY3/22 の上期までに 29 億円を削減した。FY3/22 の下期にはさらに 9 億円を削減する予定である。

総人員については、19年3月末の10,500人(うち行員6,500人)を22年3月までに9,700人(うち行員6,200人)に減らす計画である。21年9月末の総人員は9,850人(うち行員6,300人)であり、計画は達成されることとなるだろう。

こうしたコスト削減に対する取組みは、新中計のDXの推進による業務削減・見直しによって、今後も続くものとSBIでは考える。

**株主還元強化：**

めぶき FG の還元方針は「総還元性向 30%以上」である。新中計においてもそれは変更されなかった。

図表 7 が示すように、めぶき FG の総還元性向の実績は 30%を超えている。SBI では DPS の引上げ、自社株取得などにより、実質的に 40%を上回るものになると考えている。

SBI 予想は、それに沿ったものである。FY3/22 と FY3/23 の総還元性向はそれぞれ 71.5%、57.9%と高い還元性向を予想している。その理由は以下の通りである。

FY3/22 の 1Q においては、野村証券が持つめぶき FG の株式の処分に合わせて、60 百万株、145 億円の自社株取得が行われた。さらに 3Q には 21 百万株、50 億円の自社株取得が行われた。後者は純粋な株主還元としての自社株取得である。

野村証券は 4.68 百万株を保有している。SBI では FY3/23 にこの株数に相当する自社株買い 117 億円と、50 億円の追加の自社株取得があると想定している。

野村証券の持分が無くなることで、一時的な需給の悪化懸念は払拭されるだろう。それはめぶき FG の株価にとってポジティブだと SBI では考える。

図表 7: めぶき FG の主な指標の推移と(SBI)予想

		FY3/15(*)	FY3/16(*)	FY3/17(*)	FY3/18	FY3/19	FY3/20	FY3/21	FY3/22E	FY3/23E	FY3/24E	FY3/25E
<b>粗利益</b>	10億円											
めぶきFG	連結	197.4	203.8	193.1	183.4	189.5	192.5	188.0	186.0	191.7	192.4	195.4
常陽銀行	単体	109.1	111.5	105.2	100.4	101.3	110.2	102.4	99.4	103.8	104.2	106.8
足利銀行	単体	80.6	84.4	82.3	80.3	84.3	76.1	77.7	78.3	79.3	79.3	79.3
連単差		7.7	7.9	5.5	2.7	3.9	6.2	7.9	8.3	8.6	8.9	9.4
<b>営業経費</b>	10億円											
めぶきFG	連結	128.8	126.3	125.3	120.4	119.6	119.6	115.8	110.3	107.6	105.6	103.6
常陽銀行	単体	71.4	69.7	72.5	69.3	66.9	64.8	63.2	60.7	59.6	58.7	57.8
足利銀行	単体	49.0	47.7	46.5	47.3	49.1	51.1	49.2	47.1	45.5	44.4	43.3
子銀行合計	単体	120.4	117.4	119.1	116.7	116.0	115.9	112.4	107.8	105.1	103.1	101.1
連単差		8.4	8.9	6.3	3.8	3.7	3.8	3.4	2.5	2.5	2.5	2.5
<b>OHR</b>	(%)											
めぶきFG	連結	65.3	62.0	64.9	65.7	63.1	62.2	61.6	59.3	56.1	54.9	53.0
常陽銀行	単体	65.5	62.5	68.9	69.0	66.0	58.8	61.7	61.1	57.4	56.3	54.1
足利銀行	単体	60.7	56.5	56.5	58.9	58.2	67.1	63.3	60.1	57.5	56.0	54.6
<b>当期純利益</b>	10億円											
めぶきFG	連結	45.8	53.5	51.3	43.1	46.3	36.4	36.5	44.1	52.0	55.3	59.1
常陽銀行	単体	23.9	27.8	24.5	25.5	28.7	24.7	24.5	24.1	29.0	30.9	33.2
足利銀行	単体	19.8	30.9	26.4	21.4	31.3	11.2	17.7	17.4	21.0	22.5	23.9
連単差		2.1	-5.1	0.4	-3.8	-13.7	0.5	-5.7	2.7	2.0	2.0	2.0
<b>ROE</b>	(%)											
めぶきFG	連結	5.6	6.0	19.4	4.9	5.2	3.9	3.8	4.4	5.1	5.3	5.6
常陽銀行	単体	4.4	4.7	4.2	4.2	4.8	4.1	4.0	3.7	4.3	4.5	4.7
足利銀行	単体	7.2	10.4	8.4	6.7	9.4	3.2	4.8	4.6	5.4	5.6	5.8
<b>株主還元</b>	10億円											
DPS	(円)				11.0	11.0	11.0	11.0	11.0	13.0	15.0	17.0
配当金額	連結				13.0	12.9	12.8	12.8	12.0	13.4	15.1	16.5
配当性向	%				30.1	27.8	35.3	35.0	27.3	25.7	27.2	27.9
自社株取得額	連結				0.0	2.1	4.0	0.0	19.5	16.7	8.0	9.0
自社株取得率	%				0.0	4.5	11.0	0.0	44.3	32.1	14.5	15.2
総還元性向	%				30.1	32.4	46.3	35.0	71.5	57.9	41.7	43.1

(\*): FY3/15、FY3/16、FY3/17の上期までは常陽銀行と足利銀行の合算

FY3/17: 負ののれんの利益1,192億円を除く

出所: 会社資料、SBI 証券

### めぶき FG の社長交代、常陽銀行の頭取交代

めぶき FG は2月のリリースで、6月に現社長の笹島律夫氏が退任し、秋野哲也氏が社長に就任すると発表した。また、4月1日に常陽銀行の頭取は笹島氏から秋野氏に交代した。

上で述べたような前中計のコスト削減の目標達成などは笹島社長の手腕によるところが大きい。経営企画の担当役員としてそれをサポートしてきた秋野氏には、新中計での目標の超過達成を期待したい。

めぶき FG は個人分野を得意とする足利銀行と法人分野を得意とする常陽銀行が統合してできた銀行持株会社である。統合して6年半であるが、証券、リースなどの子会社化によりグループ会社の収益力も向上している。長期ビジョンである「地域とともにあゆむ価値創造グループ」を目指すには、銀行以外の子会社のトップが FG の取締役会に入る、子会社間の人材の往来など、グループガバナンス体制と人事制度の強化も必要であろう。



### 1.3 みずほ FG について 投資判断「中立」、目標株価 1,700 円

#### みずほ FG への提言

ここ数年、みずほ FG のコスト削減と収益力強化は大きく改善した。FY3/22 配当予想も 1 株 75 円から 80 円に引き上げられた。投資家からも、買うべきか、いつ買うべきかといった質問が寄せられる。財務面の改善は明らかで、それは投資家も知っているのである。にもかかわらず、株価のパフォーマンスがよくないのは、2 つの課題を抱えているからと SBI では考える。

一つはシステムの安定稼働である。もう一つは企業風土の改革である。どちらも外からは変わったのか分かりにくい点が共通している。それでは投資家はどのように変化を知ることができるか。第三者の手を借りることだと SBI では考える。

#### **システムの安定稼働: 下野氏の発信**

2022 年 4 月に日本 IBM の副会長であった下野雅承氏が、みずほ FG の執行役員に就任した。みずほ銀行の非常勤取締役も兼務している。執行役員になるならば、純粋な意味では下野氏は第三者とは言えない。

しかし、みずほ FG の MINORI(基幹システム)の運用、稼働について何が問題で、それをどう解決しようとしているのか、またその進捗はどうか、といったことを下野氏に話してもらえば、我々は安定稼働への道のりとその進み具合を知ることができるだろう。

#### **企業風土の改善: 特別委員会の再調査**

昨年、第三者の弁護士らで構成される「システム障害特別委員会」が、その調査報告書([リンク](#))の中でみずほの企業風土の問題を指摘した。また、金融庁からも厳しい指摘を受けている。

企業風土の改革にはトップのリードも必要であるが、社員のボトムアップの動きも不可欠である。マネジメントは、社員の「心理的安全性」を確保しながらその声を聞き、みずほらしさの再構築をしていく必要があるだろう。

では、投資家は企業風土の改善をどうやって知ることができるか。

SBI の提言は、システム障害特別委員会の同じ委員に再度、調査してもらおうというものだ。企業風土の問題の改善があるという結果が出たならば、誰の言葉よりもそれを信頼することができるだろう。再調査のタイミングとしては、木原社長が変わりつつある、または変わったと確信できた時でよいだろう。

#### **改革の光と影:**

中計の目標の達成という改革の光には影が伴い、光が強いと影が見つらいというのが、みずほ FG のシステム障害からの教訓である。改革の全貌が投資家に見えるような工夫、仕組みをみずほが構築できれば、株価の反転につながるであろう。

## 1.4 カタリストとリスク

SBIの想定する各社のカタリストとリスクを下の図表8にまとめた。

図表8：カタリストとリスク

コード	会社名	投資判断	上振れするリスク/カタリスト	下振れするリスク/目標株価に到達しないリスク
8306	MUFG	中立	上振れするリスク 1)株主還元策の拡大、2)市場本部の収益の上ぶれ、 3)法人・リテール関連収益が想定を上回ること。	下振れするリスク 1)市場本部の収益の大きな減少、2)与信費用、コンプライアンス関連費用の想定以上の増加、3)海外の子会社の業績不振や資産の減損。
8316	SMFG	中立	上振れするリスク 1)株主還元策の拡大、2)決済プラットフォームの構築の成功、3)営業経費対比の収益の拡大。	下振れするリスク 1)営業経費対比の収益性の低下、2)与信費用の想定以上の増加、3)アジア等の海外の子会社の業績不振。
8411	みずほFG	中立	上振れするリスク 1)預貸収益の改善、増加、2)みずほ銀行以外の子会社の収益貢献の増加、3)人員削減の計画以上の進捗、4)システム障害の懸念の縮小。	下振れするリスク 1)預貸収益の更なる悪化、2)償却費用以外の営業経費の増加、3)想定以上の与信費用の増加。
8308	りそなHD	買い	カタリスト 1)株主還元策の拡大、2)他の地銀との提携の拡大、3)東京圏におけるプレゼンス（貸出、預金など）の拡大。	目標株価に到達しないリスク 1)想定以上の与信費用の増加、2)市場関連の収益の大幅な下落、3)国内預貸利鞘の想定以上の悪化。
8309	SMTB	買い	カタリスト 1)手数料収益の想定以上の増加、2)政策保有株式の削減が進むこと、3)経費削減の想定以上の進捗。	目標株価に到達しないリスク 1)与信費用の想定以上の増加、2)信託銀行以外の子会社の業績不振、3)政策保有株式削減の遅れ。
7186	コンソルディアFG	買い	カタリスト 1)横浜銀行の東京地域における収益が予想以上に伸びること、2)横浜銀行と東日本銀行の収益シナジーが予想以上に大きくなること、3)コスト負担の大きい支店の見直し策の発表。	目標株価に到達しないリスク 1)コストシナジーの発現の遅れ、2)東日本銀行の営業力強化の遅れ。
8331	千葉銀行	中立	上振れするリスク 1)加盟店の増加など、キャッシュレス戦略の進捗があること、2)武蔵野銀行、横浜銀行とのアライアンスによるシナジーが想定以上となること、3)与信費用がSBI予想を下回ること。	下振れするリスク 1)投信・保険収益の大きな落込み、2)不動産貸貸業向け貸出における競争激化による収益率の大幅な低下、3)貸出金の延滞率の上昇。
8355	静岡銀行	中立	上振れするリスク 1)事業領域拡大による収益が予想以上となること、2)他業種との提携が収益に結びつくこと、3)次世代システム稼働の効果がみられること。	下振れするリスク 1)余裕資本の使い方を間違えること、2)事業領域拡大分野における競争激化による収益率の低下または与信費用の急増、3)県内支店網の見直しの遅れ。
8354	ふくおかFG	中立	上振れするリスク 1)みんなの銀行の拡大（口座数、預金残高、BaaS事業）、2)熊本県における貸出金が想定以上に成長すること	下振れするリスク 1)長崎県における収益の悪化、2)福岡県内の競争激化による想定以上の収益性の低下、3)想定以上の与信費用の増加。
7167	めぶきFG	買い	カタリスト 1)シナジー効果の大幅な上ぶれ、2)人員シフトの上積みとそれによる収益の上積み、3)手数料収益が想定を上回ること。	目標株価に到達しないリスク 1)想定以上の与信費用の増加、2)コスト削減の計画の未達、3)めぶき証券やめぶきリースなど、銀行以外の子会社における成長の鈍化。
8334	群馬銀行	中立	上振れするリスク 1)経費の削減による効率性の改善、2)法人役務などの増加による、非金利収益の強化。	下振れするリスク 1)アパートローンの延滞率上昇、2)群馬県内の製造業などの景況感悪化。
8369	京都銀行	中立	上振れするリスク 1)貸出金利回り引上げの施策の奏功、2)役務取引等利益の想定以上の増加、3)政策保有株式の売却。	下振れするリスク 1)貸出金利回り引上げの施策がうまくいかないこと、2)株式市場の下落により、BPSが大きく減少すること。
8418	山口FG	中立	上振れするリスク 1)役務収益の想定以上の増加、2)現在の中計の着実な実行。	下振れするリスク 1)貸出金利の低下が加速すること、2)外債などの有価証券投資による損失の拡大、3)手数料収益強化の遅れ。

出所：SBI証券

## 2. 株主還元強化

カバレッジの大手行も地方銀行も株主還元を強化している(図表9)。この図表の中で、SMFGとSMTHとコンコルディアFGのFY3/22EとFY3/23Eについては、FY3/22に発表された自社株取得がまだ終了していないので、発表ベースの自社株取得額を使っている(図表中、緑のハイライト)。

大手行のFY3/23の総還元性向は48.6%、地銀は47.1%とSBIでは予想している。ここに大きな差はない。配当性向の予想については、それぞれ35.1%、29.4%であり、大手行の配当性向が高い。それは地銀のほうがより自社株取得に熱心だということである。

図表9：株主還元の推移と予想

10億円、%		8306	8316	8411	8308	8309	大手行	7186	8331	8355	8354	7167	8334	8369	8418	地銀	合計
		MUFG	SMFG	みずほFG	りそなHD	SMTH		コンコルディアFG	千葉銀行	静岡銀行	ふくおかFG	めぶきFG	群馬銀行	京都銀行	山口FG		
純利益	FY3/19	872.7	726.7	96.6	175.2	173.9	2,045	54.3	50.5	46.9	51.6	46.3	23.3	31.7	23.1	328	2,373
	FY3/20	528.2	703.9	448.6	152.4	163.0	1,996	46.5	48.0	38.7	110.6	36.4	22.3	20.4	25.4	348	2,344
	FY3/21	777.0	512.8	471.0	124.5	142.2	2,028	25.3	49.6	43.6	44.6	36.5	13.5	16.9	25.0	255	2,283
	FY3/22E	1,158.5	718.8	551.7	157.7	172.0	2,759	58.8	56.2	50.5	57.1	44.1	27.3	23.3	-13.2	304	3,063
	FY3/23E	1,207.9	730.5	606.8	164.8	187.5	2,898	62.5	62.8	55.6	57.6	52.0	29.7	26.9	24.9	372	3,270
DPS	FY3/19	22.0	180.0	7.5	21.0	140.0		16.0	16.0	22.0	85.0	11.0	13.0	100.0	22.0		
	FY3/20	25.0	190.0	7.5	21.0	150.0		16.0	18.0	22.0	85.0	11.0	13.0	60.0	24.0		
	FY3/21	25.0	190.0	7.5	21.0	150.0		17.0	20.0	25.0	85.0	11.0	13.0	60.0	26.0		
	FY3/22E	28.0	210.0	8.0	21.0	170.0		18.0	24.0	25.0	95.0	11.0	14.0	100.0	28.0		
	FY3/23E	32.0	220.0	8.5	22.0	180.0		19.0	25.0	26.0	105.0	13.0	16.0	110.0	30.0		
配当額	FY3/19	286.1	251.2	190.2	48.6	53.0	829	19.9	12.3	13.0	14.6	12.9	5.6	7.6	5.5	91	920
	FY3/20	322.1	260.2	190.2	48.2	56.2	877	19.3	13.4	12.6	16.2	12.8	5.5	4.5	6.1	90	967
	FY3/21	321.1	260.4	190.2	48.2	56.2	876	20.5	14.9	14.4	16.2	12.8	5.5	4.5	6.5	95	971
	FY3/22E	355.7	287.9	202.8	50.6	61.8	959	21.7	17.8	14.1	18.1	12.0	6.2	7.5	6.7	104	1,063
	FY3/23E	391.9	293.3	215.4	52.2	65.3	1,018	22.3	18.0	14.3	20.0	13.4	6.5	8.2	6.7	109	1,128
自社株取得額	FY3/19	150.0	70.0	0.0	0.0	9.0	229.0	10.0	15.0	10.1	0.0	2.1	4.1	0.0	19.3	60.5	290
	FY3/20	50.0	100.0	0.0	10.0	16.0	176.0	13.0	10.0	10.0	0.0	4.0	3.0	0.0	0.0	40.0	216
	FY3/21	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	5.0	5.0	5
	FY3/22E	150.0	100.0	0.0	50.9	30.0	330.9	10.0	5.0	8.8	0.0	19.5	3.5	2.5	6.5	55.8	387
	FY3/23E	250.0	100.0	0.0	10.0	30.0	390.0	10.0	12.0	10.0	0.0	16.7	3.5	4.0	5.0	61.2	451
配当性向	FY3/19	32.8	34.6	197.0	27.8	30.5	40.5	36.6	24.4	27.6	28.3	27.8	23.9	23.8	23.9	27.8	38.8
	FY3/20	61.0	37.0	42.4	31.6	34.5	43.9	41.5	27.8	32.6	14.6	35.3	24.5	22.2	24.0	25.9	41.3
	FY3/21	41.3	50.8	40.4	38.7	39.5	43.2	81.0	29.9	32.9	36.2	35.0	40.5	26.9	26.0	37.3	42.5
	FY3/22E	30.7	40.0	36.8	32.1	35.9	34.8	36.8	31.6	27.9	31.6	27.3	22.8	32.3	na	34.2	34.7
	FY3/23E	32.4	40.2	35.5	31.7	34.8	35.1	35.7	28.7	25.8	34.6	25.7	21.8	30.4	27.0	29.4	34.5
自社株取得の比率	FY3/19	17.2	9.6	0.0	0.0	5.2	11.2	18.4	29.7	21.5	0.0	4.5	17.6	0.0	83.2	18.5	12.2
	FY3/20	9.5	14.2	0.0	6.6	9.8	8.8	27.9	20.8	25.8	0.0	11.0	13.5	0.0	0.0	11.5	9.2
	FY3/21	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	20.0	2.0	0.2
	FY3/22E	12.9	13.9	0.0	32.3	17.4	12.0	17.0	8.9	17.3	0.0	44.3	12.8	10.7	na	18.3	12.6
	FY3/23E	20.7	13.7	0.0	6.1	16.0	13.5	16.0	19.1	18.0	0.0	32.1	11.8	14.9	20.1	16.4	13.8
総還元性向	FY3/19	50.0	44.2	197.0	27.8	35.7	51.7	55.0	54.1	49.1	28.3	32.4	41.5	23.8	107.1	46.3	51.0
	FY3/20	70.5	51.2	42.4	38.2	44.3	52.7	69.4	48.7	58.5	14.6	46.3	37.9	22.2	24.0	37.4	50.5
	FY3/21	41.3	50.8	40.4	38.7	39.5	43.2	81.0	29.9	32.9	36.2	35.0	40.5	26.9	46.0	39.3	42.8
	FY3/22E	43.7	54.0	36.8	64.3	53.4	46.7	53.9	40.5	45.2	31.6	71.5	35.6	43.0	na	52.5	47.3
	FY3/23E	53.1	53.8	35.5	37.8	50.8	48.6	51.7	47.8	43.8	34.6	57.9	33.6	45.2	47.1	45.9	48.3

E=SBI証券予想 出所：会社資料、SBI証券

岩手銀行の株式を保有するイギリスの機関投資家であるシルチェスターが、同行に対して76円の特別配当を株主総会に提案するというニュースがあった(4月1日、ブルームバーグ)。シルチェスターは岩手銀行以外にも、京都銀行、コンコルディアFG、中国銀行などに投資を行っている。

その京都銀行は2021年12月に、総還元性向50%を目安とする還元方針の変更の発表を行ったのは驚きであった。同行に対する還元強化の意見は他の株主からもあったと思われる。しかし、配当性向30%を目安とする方針から総還元性向50%への引上げについてはSBIでは高く評価する。

今後地銀セクターにおいては還元強化の動きが加速すると思われる。しかし、収益性の低い地銀、資本の水準が低い地銀もあり、還元については出来るところとそうでないところと二極化するであろう。

### 3. 日米の銀行インデックスと金利の動き

今に始まったことではないが、日米の10年債の利回りは長期的に低下傾向にある。日本の銀行インデックスは同様に長期低下傾向にあるが、米国の銀行インデックスは必ずしも金利と同じ方向に動くわけではない。

#### 日本の銀行インデックスは日本の金利を見ている

図表10は日本の銀行インデックスと10年国債(日本と米国)の利回り推移を示したものである。図表11は日本の銀行インデックスと日本国債と米国債のイールドカーブ(10年 - 2年)の推移を示したものである。

これらの図表から言えることは

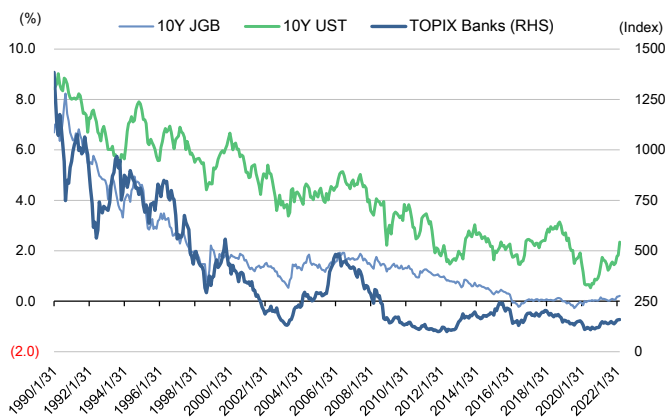
(図表10)：日本の銀行インデックスは、米国の金利よりも日本の金利に連動する。

(図表11)：日本の銀行インデックスは、米国債のイールドカーブよりも日本国債のイールドカーブに連動する。

この1年、日本の長期金利は緩やかに上昇している。2023年4月には日本銀行の黒田総裁は任期満了となる。後任の総裁が黒田総裁以上に緩和的になろうとしても、そうできる手段は少ない。緩和に向かうよりも現状維持から引締めに向かうと考えるべきであろう。

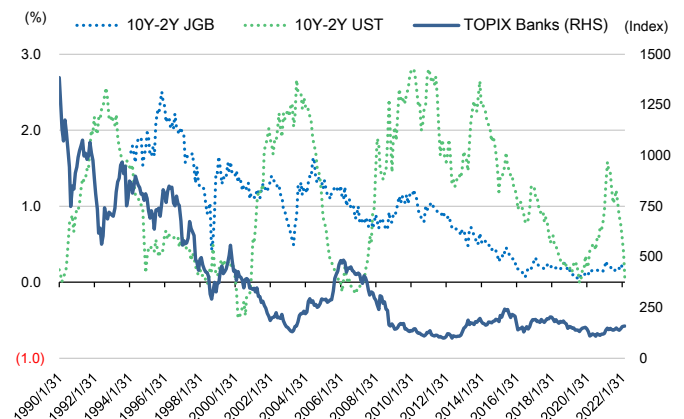
そのため、SBIでは銀行セクターへの強気スタンスを維持する。

図表10：日本の銀行インデックスと10年国債(日本と米国)の利回り推移



出所：ブルームバーグ、SBI証券

図表11：日本の銀行インデックスと日本国債と米国債のイールドカーブ推移



出所：ブルームバーグ、SBI証券

#### 米国の銀行インデックスは米国の金利と常に同じ方向に動くわけではない

図表12は米国の銀行インデックスと米国の10年国債の利回り推移を示したものである。図表13は米国の銀行インデックスと米国のイールドカーブの推移を示したものである。

これらの図表から言えることは

(図表12)：米国の銀行インデックスは、米国の金利と常に同じ方向に動くわけではない。

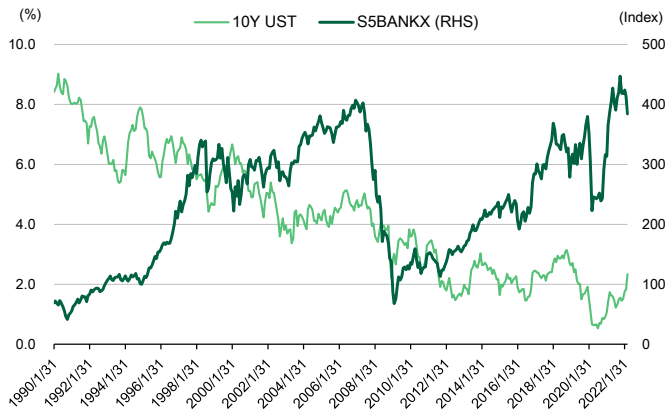
(図表13)：米国の銀行インデックスは、米国のイールドカーブと常に同じ方向に動くわけではない。

(図表13)：スティープ化すれば利鞘の拡大ということになるが、スティープ化したからと言って米国債の銀行インデックスが常に上昇するとは限らない。これは金利の上昇やスティープ化に反応する日本の銀行と異なる点である。

(図表 13):長短の金利差が逆転したからといって、その後銀行インデックスが必ず下がるということはない。

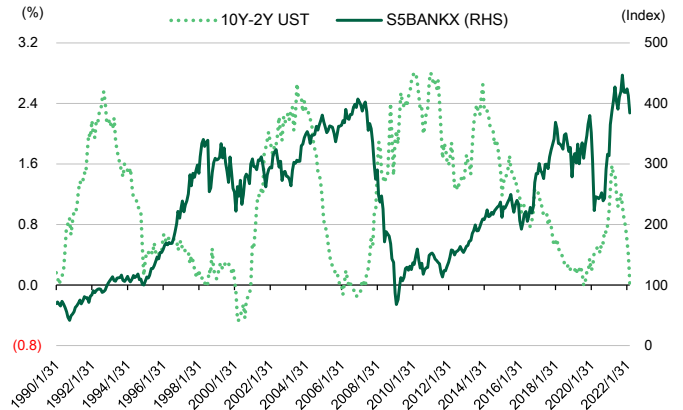
とはいえ 2006 年にインバートした後に、世界金融危機(GFC)が起きた。2019 年にインバートした後に、コロナウイルス危機が起きたが、これは偶然であろう。

図表 12: 米国の銀行インデックスと米国 10 年国債の利回り推移



出所:ブルームバーグ、SBI 証券

図表 13: 米国の銀行インデックスと米国債のイールドカーブ推移



出所:ブルームバーグ、SBI 証券

### FF レートが上昇する時にはイールドカーブはフラット化しやすい

図表 14 は米国の銀行インデックス、米国 10 年国債の利回り、FF レートの推移を示したものである。図表 15 は米国の銀行インデックス、イールドカーブ、FF レートの推移を示したものである。

これらの図表から言えることは

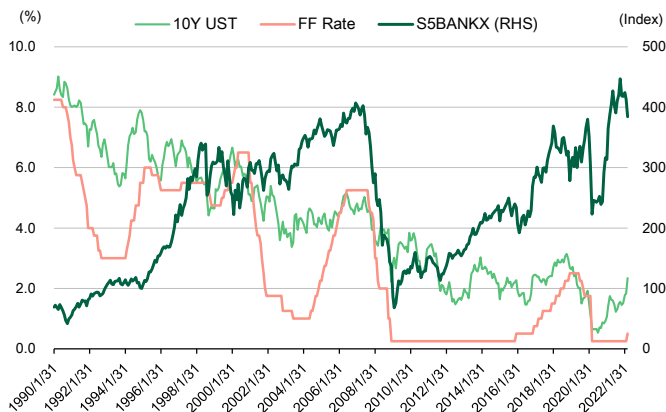
(図表 14): 米国 10 年国債の利回りは長期的に低下傾向にある。同様に FF レートも引き下げた後に引き上げる水準が低くなっている。

(図表 15): FF レートが低下する時にはイールドカーブがスティープ化しやすい。

(図表 15): FF レートが上昇する時にはイールドカーブがフラット化しやすい。

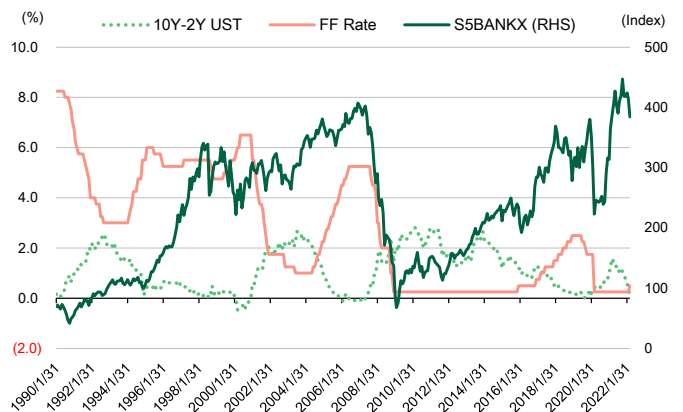
(図表 15): FF レートの引上げが予想される今は、イールドカーブがフラット化していると思われる。

図表 14: 米国の銀行インデックス、米国 10 年国債の利回り、FF レートの推移



出所:ブルームバーグ、SBI 証券

図表 15: 米国の銀行インデックス、イールドカーブ、FF レートの推移



出所:ブルームバーグ、SBI 証券

## 金融引締めにより米国のイールドカーブは正常化するのではないか

図表 16 は米国 10 年国債と 2 年国債の利回り、FF レートの推移を示すものである。図表 17 は米国の 2 年国債の利回り、イールドカーブ、2 年国債と FF レートの利回り差の推移を示すものである。

これらの図表から言えることは

(図表 16)：米国 10 年国債の利回りは低下傾向にある。同様に 2 年国債の利回りとも FF レートもピークの水準が低くなっている。

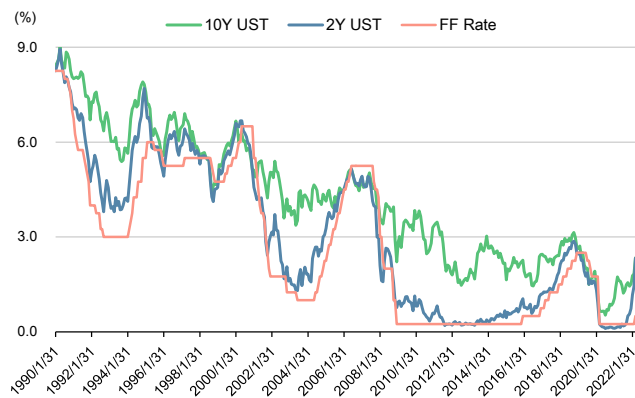
(図表 16)：2 年国債の利回りとも FF レートは連動している。2 年国債の利回りが先に上昇し、それを FF レートが追いかけている。

(図表 17)：10 年国債と 2 年国債の利回り差(イールドカーブ)よりも、2 年国債の利回りとも FF レートの利回り差の動きは小さい。

(図表 17)：2 年国債の利回りとも FF レートの利回り差は 2004 年来の高さにある。

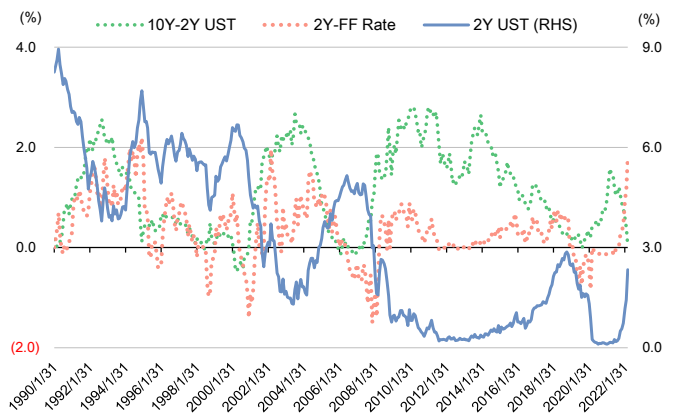
(図表 17)：FF レートが引き上げられ、2 年国債の利回りとの差は縮まるであろう。足元の 10 年国債の利回りは、量的緩和の影響で低く抑えられていると考えれば、QT(量的引締め)により、さらに上昇していきだろう。そしてイールドカーブのインバートという状況が解消され、スティープ化すると考えられる。

図表 16：米国 10 年国債と 2 年国債の利回り、FF レートの推移



出所：ブルームバーグ、SBI 証券

図表 17：米国の 2 年国債の利回り、イールドカーブ、2 年国債と FF レートの利回り差の推移



出所：ブルームバーグ、SBI 証券



## 国別のロシア、ウクライナ向けエクスポージャ

BIS (Bank of International Settlement) のデータによると、2021年9月末においてロシアへのエクスポージャが大きいのは、フランスとイタリアで、それぞれ 250 億ドル以上である。フランスはウクライナ向けのエクスポージャも 37 億ドルある。

図表 19: ロシア向け、ウクライナ向けエクスポージャ

百万ドル、2021/9		ロシア向け エクスポージャ	ウクライナ向け エクスポージャ	合計
1	France	25,156	3,703	28,859
2	Italy	25,310		25,310
3	Austria	17,511	4,144	21,655
4	United States	14,673	1,721	16,394
5	Japan	9,564	141	9,705
6	Germany	8,076		8,076
7	Switzerland	3,725	449	4,174
8	United Kingdom	3,042	154	3,196
9	Korea	1,692		1,692
10	Spain	812	56	868
11	Greece	187	194	381
12	Chinese Taipei	184		184
13	Turkey	171	1	172
14	Portugal	149	22	171
15	Sweden		91	91
16	Belgium	45	15	60
17	Canada	13		13
18	Brazil	5		5
19	Australia	4	0	4
20	Panama	4		4

出所: BIS Material、SBI 証券



## 【目標株価・レーティングについて】

目標株価は、当社のアナリストが今後6カ月から1年の期間に達すると予想している株価水準です。投資判断(レーティング)の定義は以下の通りです。

買い: 目標株価が現在の株価を15%以上上回ると判断する銘柄

中立: 目標株価と現在の株価の差が±15%未満の範囲内にあると判断する銘柄

売り: 目標株価が現在の株価を15%以上下回ると判断する銘柄

NR: 投資判断を実施しない銘柄

RS: 一時的にレーティング及び目標株価を付与しない銘柄

※当社レーティングは、2019年4月1日をもって、5段階から3段階に変更いたしました。また、当社アナリストが対象会社を評価・分析した結果算出した目標株価をベースにした絶対評価になります。

※目標株価の根拠についてはレポート本文をご参照ください。

## 【利益相反関係発生の可能性】

株式会社SBI証券及びその関連会社は、本レポートに記載された企業に対して投資銀行業務に関するサービスを提供する等、同企業と取引を行なっている、又は今後行なう可能性があります。したがって、本レポートを閲覧される投資家の皆さまは、本レポートの客観性に影響を与える利益相反関係が当社に発生する可能性があることを予めご了承ください。本レポートはあくまでも投資判断の参考のための一つの要素としてご参照ください。

## 【重要な開示事項】

・保有株式等について

株式会社SBI証券及びその関連会社は、本レポートに掲載されている銘柄の株式について、今後保有し、又は売買する可能性があります。また、株式会社SBI証券及びその関連会社は、本レポートで示される投資判断や見解と相反する、もしくは整合しないかたちで、自己において売り又は買いのポジションを有する可能性があります。

当社が発行済株式総数の5%を超える株式等を保有しているとして大量保有報告を行っている銘柄は当社WEBサイト

(URL: [https://search.sbisec.co.jp/v2/popwin/info/home/pop690\\_kajji.html](https://search.sbisec.co.jp/v2/popwin/info/home/pop690_kajji.html))にてご確認頂けます。

・主幹事担当会社について

2015年3月以降、募集・売出し(普通社債を除く)にあたり株式会社SBI証券が、主幹事となっている銘柄は当社WEBサイト

(URL: [https://search.sbisec.co.jp/v2/popwin/info/home/pop690\\_kajji.html](https://search.sbisec.co.jp/v2/popwin/info/home/pop690_kajji.html))にてご確認頂けます。

※WEBサイトを閲覧可能な環境にない方は弊社営業担当者までご連絡下さい。

## 【その他留意事項】

本レポートは株式会社SBI証券により、株式会社SBI証券及び、又はその関連会社の顧客への情報提供のみを目的として作成されたものであり、個別の銘柄その他関連する金融商品の売買推奨や、投資勧誘を目的としたものではありません。投資に関する最終決定は投資家ご自身の判断と責任でなされるようお願いいたします。本レポートは、信頼できると判断した情報源からの情報に基づいて作成したものです。その正確性、完全性を保証するものではありません。本レポートの内容には、本文中に記載されている株式会社SBI証券のアナリストや従業員、又は1社若しくは複数の株式会社SBI証券の関連会社によって単独又は共同で作成された資料が含まれます。また、本レポートの内容は作成時点のものであり、当社は本レポートに記載される情報及び投資判断等の見解を更新する義務を負うものではありません。本レポートに記載の情報、意見等は予告なく変更される可能性があります。過去の実績値にもとづき推定された将来のパフォーマンス等に関する内容はあくまでもシミュレーションであり、お客さま個々人の運用成果等を保証又は示唆するものではありません。万一、本レポートに基づいてお客さまが損害を被ったとしても当社及び情報発信元は一切その責任を負うものではありません。本レポートは著作権によって保護されており、無断で転用、複製又は販売等を行うことは固く禁じます。本レポート内の情報は一般的な性質のものであり、お客さまの個別の投資その他の目的、財務状況又はニーズを考慮することなく作成されています。お客さまは、ご自身の投資判断に対して単独で責任を負っていただく必要があります。お客さまは、ご検討中の証券に関する一切の契約又は書類を締結されるに先立ち、すべての書類を慎重にお読みいただき、最終的な投資判断を行われる前に、提供されたその他一切の関連書類を慎重にお読みいただく必要があります。

## 【日本: 金融商品取引法における表示事項(手数料及びリスク情報等)】

株式会社SBI証券で取り扱っている商品等へのご投資には、各商品毎に所定の手数料や必要経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等は価格の変動等により損失が生じるおそれがあります(信用取引、先物・オプション取引、外国為替保証金取引、取引所CFD(くりっく株365)では差し入れた保証金・証拠金(元本)を上回る損失が生じるおそれがあります)。各商品等への投資に際してご負担いただく手数料等及びリスクは商品毎に異なりますので、詳細につきましては、株式会社SBI証券のWEBサイトの当該商品等のページ、金融商品取引法に係る表示又は契約締結前交付書面等をご確認ください。

金融商品取引法に係る表示は下記の当社WEBサイト(日本語ページのみ)をご参照ください。

(URL: [https://search.sbisec.co.jp/v2/popwin/info/home/pop6040\\_torihikihou.html](https://search.sbisec.co.jp/v2/popwin/info/home/pop6040_torihikihou.html))

商号等: 株式会社SBI証券 金融商品取引業者

登録番号: 関東財務局長(金商)第44号

加入協会: 日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

## 【国別・地域別の開示事項】

日本国外へのレポートの配布先は、「機関投資家」のみを対象としています。「機関投資家」の定義は国・地域ごとに異なります。本レポート、又は本レポートに含まれる情報のいずれも、有価証券の取得、売却、募集の申込みもしくは引受けに関するいかなる契約の締結の申込み又は誘引を目的としたものではありません。本レポートに関するお問い合わせは、弊社の営業担当者までお願い致します。

**英国:** 本レポートは以下(i)~(iii)に該当する者(これらの者をまとめて「関係者」という。)のみに配布されたものです。

- (i) 2000年金融サービス市場法 2005年金融販売令(その後の改正を含む。)(「金融販売令」)第19条に従い投資に関する専門的経験を有する者
- (ii) 金融販売令第49条(2)(a)乃至(d)に該当する者(純資産額の大きい企業や法人格のない団体等)
- (iii) その他、本レポートを適法に配布できる者

本レポートは、関係者のみを対象とし、関係者のみに利用可能なものであり、関係者以外の者がそれに基づき行為し又は依頼することはできません。本レポートに関係するいかなる投資又は投資活動も関係者のみが利用し関与できるものです。本レポートの交付を受けたいかなる者も、英国において、本レポートを交付、回覧もしくは配布してはならず、又は他の何人に対しても、本レポートを複製し、付与し若しくは閲覧に供してはなりません。

**欧州経済地域:** 欧州経済領域外からの本レポートの配布は各国の監督庁に届出されたものではありません。また、本レポートは投資推奨、投資戦略推奨その他の投資サービス又は投資関連サービスに関する欧州法域の法令に準拠して作成されたものではありません。本レポートは欧州経済領域のプロ投資家(professional investors)、若しくはこれと同等の投資家に対し、原則として要請に応じて配布されます。本レポートの交付を受けたいかなる者も、本レポートを交付、回覧もしくは配布してはならず、又は他の何人に対しても、本レポートを複製し、付与し若しくは閲覧に供してはなりません。

**米国:** 本レポートは株式会社 SBI証券が、1934年米国証券取引所法(その後の改正を含む。)に基づく規則 15a-6 に従い、同規則に定義される米国主要機関投資家(major U.S. institutional investors)のためにのみ作成したものです。本レポートの交付を受けたいかなる者も、米国において、本レポートを交付、回覧もしくは配布してはならず、又は他の何人に対しても、本レポートを複製し、付与し若しくは閲覧に供してはなりません。株式会社 SBI証券は、米国における登録証券業者ではありません。また、本レポートの作成に関与したアナリストは、金融取引業規制機構(FINRA)によりリサーチ・アナリストとして登録されておらず、資格も有しておりません。過去の実績は将来の業績を示唆するものではありません。

**香港:** 本レポートは株式会社 SBI証券のグループ会社である SBI Securities (Hong Kong) Limited(本社: Suite 1101, Ocean Centre, Harbour City, 5 Canton Road, Tsimshatsui, Hong Kong、以下「SBIHK」という。)により香港証券先物条例に定義されるプロ投資家(professional investors)のみに配布されます。SBIHKは香港証券先物条例に基づき、Type 1 - 証券取引及び Type 4 - 証券取引に関する助言を行うライセンスを取得しており、香港証券先物取引委員会の規制を受けています。本レポートは香港証券先物条例に定義されるプロ投資家のみを配布対象として作成され、これに該当しない香港の公衆に対して配布、入手又は閲覧してはなりません。本レポートの交付を受けたいかなる者も、香港において、本レポートを交付、回覧もしくは配布してはならず、又は他の何人に対しても、本レポートを複製し、付与し若しくは閲覧に供してはなりません。

**シンガポール:** シンガポールにおいては、株式会社 SBI証券のグループ会社である SBI Securities (Singapore) Pte. Ltd.(本社: 1 Raffles Place, #39-02, One Raffles Place Tower 1, Singapore 048616、電話番号: +65 6305 8599、以下「SBI Singapore」という。)又は、株式会社 SBI証券により機関投資家(institutional investors)、適格投資家(credited investors)及び専門投資家(expert investors)(それぞれ、金融アドバイザー規則(Financial Advisers Regulation)で定義される。)のみに配布されます。シンガポールで本レポートを受領した者は、本レポートから生じる、又は本レポートに関する事項について連絡する場合は、SBI Singapore にご連絡ください。SBI Singapore は、シンガポール金融管理局(Monetary Authority of Singapore)により発行された、資本市場商品である証券の取引、有価証券保管サービスの提供を行うための資本市場サービス免許を有しており、金融アドバイザー法(Financial Advisers Act)第23条第1項(d)に基づく免除金融アドバイザーです。株式会社 SBI証券は、シンガポールで規制行為又は金融アドバイザーサービスの提供を行うための免許を有しておりませんが、SBI Singapore との取り決めに基づき、シンガポールの適用法令に基づき課される条件に従ってのみ、規制行為及び金融アドバイザーサービスの提供を行うことができます。

本レポートの交付を受けたいかなる者も、シンガポールにおいて、本レポートを交付、回覧もしくは配布してはならず、又は他の何人に対しても、本レポートを複製し、付与し若しくは閲覧に供してはなりません。

**オーストラリア:** 本レポートはオーストラリア 2001年会社法に定義されるホールセール顧客(wholesale clients)のみへの配布を目的として作成されたものです。本レポートの交付を受けたいかなる者も、オーストラリアにおいて、本レポートを交付、回覧もしくは配布してはならず、又は他の何人に対しても、本レポートを複製し、付与し若しくは閲覧に供してはなりません。株式会社 SBI証券は、オーストラリアにおいて同国の金融サービス業ライセンス(以下「AFSL」という。)を保有していませんが、ASIC クラスオーダー-03/824 に従って AFSL 保有義務を免除されています。

**中国(上海):** 本レポートは適格国内機関投資家による海外証券投資の管理のための試行法に定義される適格国内機関投資家(Qualified Domestic Institutional Investors)のみへの配布を目的として作成されたものです。本レポートの交付を受けたいかなる者も、中国(上海)において、本レポートを交付、回覧もしくは配布してはならず、又は他の何人に対しても、本レポートを複製し、付与し若しくは閲覧に供してはなりません。

**台湾:** 台湾域外からの本レポートの配布は台湾当局のライセンスや承認を得たものではありません。本レポートの交付を受けたいかなる者も、台湾において、本レポートを交付、回覧もしくは配布してはならず、又は他の何人に対しても、本レポートを複製し、付与し若しくは閲覧に供してはなりません。

**韓国:** 本レポートは情報提供のみを目的として作成されております。本レポートは目論見書その他の募集書面を構成せず、また、いかなる証券についての販売の申し出又は購入の申し出の勧誘を意図するものではありません。本レポートに含まれる内容につき、自身、自身の代理人若しくは自身の管理若しくは受託する口座による又はそれらを代理しての投資判断のための、ビジネス、財務、投資、ヘッジ、取引、法令、規制、税務又は会計上の助言と解してはならず、また投資判断の主要な根拠としてはなりません。本レポートの韓国への配布は「機関投資家」のみを対象とし、それらの者からの要請に応じて配布されます。本レポートの交付を受けたいかなる者も、韓国において、本レポートを交付、回覧もしくは配布してはならず、又は他の何人に対しても、本レポートを複製し、付与し若しくは閲覧に供してはなりません。

**スイス:** 本レポートは機関投資家のみに配布されたものであり、本レポートの交付を受けた者は、スイスにおいて、本レポートを交付、回覧もしくは配布してはならず、又は他の何人に対しても、本レポートを複製し、付与し若しくは閲覧に供してはなりません。スイス連邦金融サービス法に従い、本レポートはスイスにおいて、いかなる証券の投資勧誘を構成し、また、その基礎となるものではありません。スイス連邦金融サービス法に従い、本レポートは投資助言その他の金融サービスの提供とみなされてはなりません。

## その他の国・地域:

本レポートは情報提供のみを目的として作成されております。本レポートは目論見書その他の募集書面を構成せず、証券の勧誘行為が認められていない国・地域において、いかなる証券についての販売の申し出又は購入の申し出の勧誘を意図するものではありません。また、本レポートはプロ投資家(professional investors)、若しくはこれと同等の投資家に対し、原則として要請に応じて配布されます。本レポートの交付を受けたいかなる者も、本レポートを交付、回覧もしくは配布してはならず、又は他の何人に対しても、本レポートを複製し、付与し若しくは閲覧に供してはなりません。

## 【英語版レポートの免責事項】

株式会社 SBI証券が提供するアナリスト・レポートは日本語版がオリジナルの正規版となります。本レポートは、株式会社 SBI証券に在籍するアナリストが日本語で執筆したアナリスト・レポートを英語に翻訳したものです。英語版作成にあたっての翻訳は、当社が契約するアプリケーション・サービス・プロバイダー(ASP)が提供する自動翻訳ソフトを利用しています。当該ソフトを利用して翻訳された英語版レポートの内容は、アナリスト・レポートの執筆を担当するアナリストが確認していますが、株式会社 SBI証券、情報発信元及び ASP 業者は、その情報の正確性、最新性、完全性、有用性等いかなる保証をするものではありません。