

# 銀行：強気継続、地銀に注目

銀行

## 2022-No 4: 1QFY3/23 後のアップデート

2022年10月7日  
SBI証券 企業調査部  
シニアアナリスト  
鮫島 豊喜

### 2QFY3/23 予想とセクター判断

1Q 決算後に取材等を行い、業績予想を修正した。米国金利の上昇は B/S にとっても P/L にとってもマイナスの影響を及ぼす。しかし、本業利益は堅調さを維持するであろう。日銀の金融政策の変更がなくても、金利の上昇期待は銀行株価を支え、押し上げると考える。SBI証券(以下 SBI)はセクターに対して強気を継続する。自己株式取得の発表などの還元強化の期待も株価を支えるだろう。

邦銀と米銀の株価のパフォーマンスの違いは、イールドカーブにあると SBI では考えている。日本の場合は今年に入り、10年と2年で見たイールドカーブは以前よりも立っているが、米国の場合、逆イールドとなっている。これが大きな差である。日本銀行が金融政策を変えるには CPI が安定して 2%を超えることが必要だが、その状況にはない。

実際に金利が上がった時の影響は預貸利鞘の改善といったポジティブな面、資金需要の後退といったネガティブな面は容易に想像できる。しかし、2006年以來、初めて政策金利が引き上げられるのであれば、想定外の影響が出てもおかしくない。低金利を前提に埋め込まれたものが、金利の上昇で解き放たれ、市場に大きな影響を与える可能性を考えておく必要があるだろう。

### 大手行

MUFG の株式は 2021 年に 42.6% 上昇した。6 月までの年初来騰落率は +16.7% と SMFG の +2.3%、みずほ FG の +5.5% を大きく上回っていた。MUFG の株は 7 月以降、他の 2 メガをアンダーパフォームしている(図表 12)。SMFG については 1Q 決算が堅調だったこと、みずほ FG に関してはシステムが安定稼働していると思われることが、そうした株価の動きになっていると SBI は考える。

### 地方銀行

地銀の株価パフォーマンスは総じて好調といってよいだろう。株主への還元強化をした地銀の株価のパフォーマンスがよい。一方で、地銀にも米国金利の上昇に伴う債券の含み損の拡大をどうするか、また仕組債の販売の停止または中断による収益への影響をどうするかといった課題がある。

仕組債は主に証券子会社を通じて販売されている。証券子会社の P/L ではトレーディング損益の中に仕組債からの収益が含まれると考えられる。カバレッジの地銀と証券子会社の収益が大きい 4 地銀について、FY3/22 の収益を調べた。営業利益からトレーディング損益を引くと、FFG証券以外は赤字となる。もし仕組債の販売に制限がかかるのであれば、地銀はそれに代わる商品、サービスを考える必要があるだろう。

### 投資判断の変更

りそな HD、SMTH、コンコルディア FG、めぶき FG の 4 社については投資判断「買い」を継続する。これら 4 社が変わる銀行であるという見方に変化はない。しずおか FG (5831、10/3 より株式移転により設立、静岡銀行 8355 は 9 月 29 日に上場廃止)、群馬銀行、山口 FG を「中立」から「買い」に引き上げる。

### バリュエーションとリスク

目標株価の設定の方法については大手行、地方銀行ともに、2015 年からの平均 PBR - 0.5 $\alpha$  従来は SMFG とみずほ FG、地銀には -1 $\alpha$  を目標 PBR とし、FY3/24 の SBI 予想 BPS を掛けて算出している。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。つまり、景気後退の中での金利上昇となることである。また、円安影響による日本経済の後退もリスクと考える。

銘柄 (証券コード)	株価(円) 10月6日	投資判断		目標株価(円)		上値/下値 余地 (%)
		旧	新	旧	新	
MUFG (8306)	667.7	中立	中立	720	710	6.3%
SMFG (8316)	4,192	中立	中立	4,200	4,500	7.3%
みずほFG (8411)	1,596.5	中立	中立	1,600	1,650	3.4%
りそなHD (8308)	538.6	買い	買い	640	620	15.1%
SMTH (8309)	4,314	買い	買い	5,000	5,000	15.9%
コンコル ディアFG (7186)	449	買い	買い	570	580	29.2%
千葉銀行 (8331)	802	中立	中立	760	800	-0.2%
しずおかFG (5831)	866	中立	買い	900	1,050	21.2%
ふくおかFG (8354)	2,594	中立	中立	2,300	2,500	-3.6%
めぶきFG (7167)	288	買い	買い	320	340	18.1%
群馬銀行 (8334)	394	中立	買い	390	480	21.8%
京都銀行 (8369)	5,450	中立	中立	5,500	5,600	2.8%
山口FG (8418)	772	中立	買い	790	1,000	29.5%

出所: SBI証券

## 1. 投資判断と目標株価

### 1.1 セクター判断の変更なし。目標株価を微修正。

りそなHD、SMTH、コンコルディアFG、めぶきFGの投資判断「買い」を継続する(図表 1)。新たにしずおかFG、群馬銀行、山口FGを「買い」に引上げる。引上げはバリュエーション方法を平均PBR-1 $\sigma$ からPBR-0.5 $\sigma$ に変更したためである。

1Q決算後に取材等を行い、業績予想を修正した。米国金利の上昇はB/SにとってもP/Lにとってもマイナスの影響を及ぼす。しかし、1Q決算は本業利益が堅調であることを示している。9月の決定会合でも日本銀行は緩和維持を決定した。実際に金融政策の変更がなくても、金利の上昇期待は銀行株価を支え、押し上げると考える。SBI証券(以下SBI)はセクターに対して強気を継続する。

邦銀と米銀の株価のパフォーマンスの違いは、イールドカーブにあるとSBIでは考えている。日本の場合は今年に入り、10年と2年で見たいールドカーブは以前よりも立っているが、米国の場合、逆イールドとなっている。これが大きな差である。日本銀行が金融政策を変えるにはCPIが安定して2%を超えることが必要だが、その状況にはない。また黒田総裁の後退は来年4月に予定されている。2013年の時のように新総裁の着任は若干前倒しになるかもしれないが、少なくともそれまでの間は金融政策の変更はないだろう。

図表 1: 投資判断、目標株価の新旧比較

		8306	8316	8411	8308	8309	7186	8331	5831	8354	7167	8334	8369	8418	
2022/10/6		MUFG	SMFG	みずほFG	りそなHD	SMTH	コンコルディア FG	千葉銀行	しずおかFG	ふくおかFG	めぶきFG	群馬銀行	京都銀行	山口FG	
現株価		667.7	4,192.0	1,596.5	538.6	4,314.0	449.0	802.0	866.0	2,594.0	288.0	394.0	5,450.0	772.0	
投資判断	新	中立	中立	中立	買い	買い	買い	中立	買い	中立	買い	買い	中立	買い	
△▼=		=	=	=	=	=	=	=	△	=	=	△	=	△	
	旧	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	新	710.0	4,500.0	1,650.0	620.0	5,000.0	580.0	800.0	1,050.0	2,500.0	340.0	480.0	5,600.0	1,000.0	
	旧	720.0	4,200.0	1,600.0	640.0	5,000.0	570.0	760.0	900.0	2,300.0	320.0	390.0	5,500.0	790.0	
上値/下値余地 (%)		6.3	7.3	3.4	15.1	15.9	29.2	-0.2	21.2	-3.6	18.1	21.8	2.8	29.5	
目標PBR (倍)	新	0.48	0.46	0.45	0.54	0.58	0.56	0.52	0.50	0.49	0.38	0.36	0.41	0.34	
	旧	0.48	0.43	0.42	0.53	0.58	0.54	0.47	0.43	0.42	0.31	0.28	0.35	0.27	
純利益(10億円)	FY3/23E	新	923	775	593	154	199	57.4	60.6	54.9	58.2	47.7	27.5	27.9	23.9
	旧	1,070	726	542	153	193	58.1	60.2	54.3	57.7	49.0	26.8	27.0	21.1	
	FY3/24E	新	1,035	801	615	173	215	63.9	65.4	57.5	62.1	52.8	30.7	28.5	26.0
	旧	1,020	807	605	170	214	61.1	65.3	56.8	59.7	52.4	31.4	28.6	24.0	
ROE (%)	FY3/23E	新	5.5	6.3	6.6	6.3	7.3	5.0	5.8	5.0	6.4	5.2	5.4	2.7	3.8
	旧	6.3	5.9	5.9	5.8	7.0	5.0	5.6	5.0	6.0	5.0	5.0	2.4	3.3	
	FY3/24E	新	6.2	6.4	6.6	6.7	7.4	5.5	6.1	5.1	6.7	5.8	5.9	2.7	4.0
	旧	5.9	6.5	6.3	6.2	7.3	5.1	5.9	5.1	6.0	5.3	5.7	2.6	3.8	
BPS (円)	FY3/23E	新	1,399	9,332	3,595	1,043	7,861	990	1,470	2,008	4,849	878	1,276	13,355	2,897
	旧	1,411	9,304	3,702	1,140	7,978	1,009	1,515	2,013	5,169	968	1,314	14,978	2,814	
	FY3/24E	新	1,471	9,786	3,729	1,131	8,489	1,036	1,559	2,105	5,085	929	1,342	13,620	3,034
	旧	1,480	9,766	3,832	1,193	8,463	1,053	1,606	2,110	5,396	1,021	1,381	15,276	2,939	
EPS (円)	FY3/23E	新	75.3	571.8	234.2	64.5	543.5	48.5	83.6	98.5	308.6	45.7	67.8	360.9	94.2
(潜在株式調整後)	旧	86.7	539.2	213.9	64.1	526.2	49.1	82.8	97.6	306.1	46.9	64.4	359.4	82.9	
	FY3/24E	新	89.2	611.0	242.6	73.4	602.7	55.4	92.8	105.7	332.9	52.8	77.5	371.3	102.3
	旧	86.3	620.3	238.7	72.1	599.1	53.0	92.7	104.4	319.8	52.4	77.4	387.8	94.6	
DPS (円)	FY3/23E	新	32.0	220.0	85.0	22.0	200.0	20.0	26.0	27.0	105.0	12.0	16.0	110.0	31.0
	旧	32.0	220.0	85.0	22.0	200.0	20.0	26.0	27.0	105.0	12.0	16.0	110.0	31.0	
	FY3/24E	新	34.0	230.0	95.0	23.0	190.0	21.0	27.0	27.0	115.0	15.0	17.0	130.0	32.0
	旧	34.0	230.0	95.0	23.0	190.0	21.0	27.0	27.0	115.0	15.0	17.0	130.0	32.0	
与信費用比率 (bps)	FY3/23E	新	18	19	19	7	7	6	2	6	2	12	8	9	5
	旧	21	19	24	8	6	9	6	4	4	14	9	10	7	
	FY3/24E	新	22	20	19	7	6	9	5	7	1	12	8	10	7
	旧	20	19	19	7	6	9	5	7	4	12	8	10	7	
配当性向 (%)	FY3/23E	新	41.8	38.2	36.3	34.1	36.5	40.9	30.8	27.2	33.9	25.7	23.5	30.6	29.4
	旧	36.6	40.4	39.7	34.3	37.7	40.3	31.2	27.4	34.2	25.1	24.7	30.5	33.4	
	FY3/24E	新	37.9	37.6	39.2	31.2	31.5	37.6	29.0	25.3	34.4	28.3	21.9	34.9	26.7
	旧	39.2	36.9	39.8	31.8	31.6	39.3	29.0	25.6	35.8	28.5	21.9	33.4	28.9	
自社株取得 (10億円)	FY3/23E	新	500.0	200.0	0.0	0.0	60.0	17.0	10.0	10.0	5.0	16.7	4.0	5.0	10.0
	旧	500.0	200.0	0.0	0.0	60.0	17.0	12.0	10.0	5.0	16.7	4.0	5.0	10.0	
	FY3/24E	新	200.0	100.0	0.0	15.0	30.0	12.5	12.0	10.0	8.0	3.5	4.0	5.0	
	旧	200.0	100.0	0.0	15.0	30.0	12.5	12.0	10.0	5.0	8.0	3.5	4.0	5.0	
総還元性向 (%)	FY3/23E	新	96.0	64.0	36.3	34.1	66.6	70.5	47.2	45.4	42.5	60.7	38.0	48.5	71.1
	旧	83.3	68.0	39.7	34.3	68.8	69.6	51.1	45.8	42.8	59.1	39.6	49.0	80.8	
	FY3/24E	新	57.2	50.1	39.2	39.9	45.4	57.2	47.3	42.7	42.4	43.4	33.3	48.9	46.0
	旧	58.8	49.3	39.8	40.7	45.7	59.8	47.4	43.2	44.2	43.8	33.0	47.4	49.7	

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	5831	8354	7167	8334	8369	8418	
2022/10/6	MUFG	SMFG	みずほFG	りそなHD	SMTH	コンコルディア FG	千葉銀行	しずおかFG	ふくおかFG	めぶきFG	群馬銀行	京都銀行	山口FG	
現株価	667.7	4,192.0	1,596.5	538.6	4,314.0	449.0	802.0	866.0	2,594.0	288.0	394.0	5,450.0	772.0	
投資判断 (旧)	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	
△▼=	=	=	=	=	=	=	=	△	=	=	△	=	△	
投資判断	中立	中立	中立	買い	買い	買い	中立	買い	中立	買い	買い	中立	買い	
目標株価	710.0	4,500.0	1,650.0	620.0	5,000.0	580.0	800.0	1,050.0	2,500.0	340.0	480.0	5,600.0	1,000.0	
上値/下値余地 (%)	6.3	7.3	3.4	15.1	15.9	29.2	-0.2	21.2	-3.6	18.1	21.8	2.8	29.5	
発行済み株式数(百万株)	12,506	1,371	2,534	2,383	372	1,185	737	564	189	1,080	411	78	235	
時価総額 (10億円)	8,351	5,747	4,045	1,284	1,606	532	591	489	490	311	162	426	182	
時価総額 (\$ bn)	61.9	42.6	30.0	9.5	11.9	3.9	4.4	3.6	3.6	2.3	1.2	3.2	1.3	
純利益(10億円)	FY3/22	1,131	707	530	110	169	53.9	54.5	41.6	54.1	43.0	26.4	20.6	-13.0
	FY3/23E	923	775	593	154	199	57.4	60.6	54.9	58.2	47.7	27.5	27.9	23.9
	FY3/24E	1,035	801	615	173	215	63.9	65.4	57.5	62.1	52.8	30.7	28.5	26.0
純利益(YoY %)	FY3/22	114.1	0.4	18.3	-27.9	3.7	15.8	13.5	7.6	na	18.1	18.7	1.2	na
	FY3/23E	-18.4	9.7	11.9	39.8	17.9	6.5	11.3	31.8	7.5	11.1	4.1	35.4	na
	FY3/24E	12.2	3.3	3.6	12.5	7.9	11.3	7.8	4.8	6.8	10.7	11.4	2.1	8.6
ROE (%)	FY3/22	6.5	5.8	5.7	4.4	6.2	4.6	5.1	3.8	5.6	4.3	4.8	1.8	-2.0
	FY3/23E	5.5	6.3	6.6	6.3	7.3	5.0	5.8	5.0	6.4	5.2	5.4	2.7	3.8
	FY3/24E	6.2	6.4	6.6	6.7	7.4	5.5	6.1	5.1	6.7	5.8	5.9	2.7	4.0
BPS (円)	FY3/22	1,350	8,826	3,581	1,025	7,250	965	1,437	1,926	4,950	888	1,289	14,467	2,652
	FY3/23E	1,399	9,332	3,595	1,043	7,861	990	1,470	2,008	4,849	878	1,276	13,355	2,897
	FY3/24E	1,471	9,786	3,729	1,131	8,489	1,036	1,559	2,105	5,085	929	1,342	13,620	3,034
EPS (円)	FY3/22	88.5	515.5	209.3	46.2	451.4	38.4	73.6	73.3	284.7	38.9	63.4	273.1	-51.2
(潜在株調整後)	FY3/23E	75.3	571.8	234.2	64.5	543.5	48.5	83.6	98.5	308.6	45.7	67.8	360.9	94.2
	FY3/24E	89.2	611.0	242.6	73.4	602.7	55.4	92.8	105.7	332.9	52.8	77.5	371.3	102.3
DPS (円)	FY3/22	28.0	210.0	80.0	21.0	170.0	18.0	24.0	26.0	95.0	11.0	14.0	100.0	28.0
	FY3/23E	32.0	220.0	85.0	22.0	200.0	20.0	26.0	27.0	105.0	12.0	16.0	110.0	31.0
	FY3/24E	34.0	230.0	95.0	23.0	190.0	21.0	27.0	27.0	115.0	15.0	17.0	130.0	32.0
PBR (x)	FY3/23E	0.48	0.45	0.44	0.52	0.55	0.45	0.55	0.43	0.53	0.33	0.38	0.42	0.35
	FY3/24E	0.45	0.43	0.43	0.48	0.51	0.43	0.51	0.41	0.51	0.31	0.36	0.41	0.33
PER (x)	FY3/23E	8.9	7.3	6.8	8.3	7.9	9.3	9.6	8.8	8.4	6.3	7.1	15.5	10.6
	FY3/24E	7.5	6.9	6.6	7.3	7.2	8.1	8.6	8.2	7.8	5.5	6.2	15.1	9.8
配当利回り (%)	FY3/23E	4.8	5.2	5.3	4.1	4.6	4.5	3.2	3.1	4.0	4.2	4.1	2.0	4.0
	FY3/24E	5.1	5.5	6.0	4.3	4.4	4.7	3.4	3.1	4.4	5.2	4.3	2.4	4.1

E = SBI 証券予想 出所: 会社資料、ブルームバーグ、SBI 証券

図表 3: コンセンサス、会社予想/目標との比較

	8306	8316	8411	8308	8309	7186	8331	5831	8354	7167	8334	8369	8418	
2022/10/6	MUFG	SMFG	みずほFG	りそなHD	SMTH	コンコルディア FG	千葉銀行	しずおかFG	ふくおかFG	めぶきFG	群馬銀行	京都銀行	山口FG	
現株価	667.7	4,192.0	1,596.5	538.6	4,314.0	449.0	802.0	866.0	2,594.0	288.0	394.0	5,450.0	772.0	
目標株価	710.0	4,500.0	1,650.0	620.0	5,000.0	580.0	800.0	1,050.0	2,500.0	340.0	480.0	5,600.0	1,000.0	
上値/下値余地 (%)	6.3	7.3	3.4	15.1	15.9	29.2	-0.2	21.2	-3.6	18.1	21.8	2.8	29.5	
BBGコンセンサス	863.3	5,166.0	1,962.0	608.3	5,046.7	504.3	851.3	941.4	2,675.0	306.7	413.3	5,850.0	750.0	
上値/下値余地 (%)	29.3	23.2	22.9	12.9	17.0	12.3	6.1	8.7	3.1	6.5	4.9	7.3	-2.8	
<b>BBGレーティング</b>	BUY	7	10	3	8	7	3	4	1	3	4	0	0	
	HOLD	5	3	10	4	3	5	4	7	5	1	3	4	
	SELL	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	1	0	
<b>純利益(10億円)</b>														
SBI予想	FY3/22	1,131	707	530	110	169	53.9	54.5	41.6	54.1	43.0	26.4	20.6	-13.0
	FY3/23E	923	775	593	154	199	57.4	60.6	54.9	58.2	47.7	27.5	27.9	23.9
	FY3/24E	1,035	801	615	173	215	63.9	65.4	57.5	62.1	52.8	30.7	28.5	26.0
BBGコンセンサス	FY3/23E	1,014	757	559	151	198	56.4	60.2	51.4	57.3	47.7	27.4	25.9	17.2
	FY3/24E	1,076	769	580	164	208	61.0	62.0	53.0	59.8	50.4	28.5	26.4	24.3
会社予想	FY3/23E	1,000	730	540	150	190	55.0	60.0	54.0	57.0	45.0	27.0	24.0	17.0
<b>DPS (円)</b>														
SBI予想	FY3/22	28.0	210.0	80.0	21.0	170.0	18.0	24.0	26.0	95.0	11.0	14.0	100.0	28.0
	FY3/23E	32.0	220.0	85.0	22.0	200.0	20.0	26.0	27.0	105.0	12.0	16.0	110.0	31.0
	FY3/24E	34.0	230.0	95.0	23.0	190.0	21.0	27.0	27.0	115.0	15.0	17.0	130.0	32.0
BBGコンセンサス	FY3/23E	32.1	220.0	83.4	21.1	202.0	19.2	26.3	27.0	106.3	11.5	15.5	105.0	31.0
	FY3/24E	34.9	227.1	87.9	22.1	217.3	20.7	27.6	29.0	111.7	12.3	16.5	110.0	37.7
会社予想	FY3/23E	32.0	220.0	80.0	21.0	200.0	19.0	26.0	27.0	105.0	11.0	16.0	100.0	31.0

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	5831	8354	7167	8334	8369	8418
		MUFG	SMFG	みずほFG	りそなHD	SMTH	コンソルディア FG	千葉銀行	しずおかFG	ふくおかFG	めぶきFG	群馬銀行	京都銀行	山口FG
粗利益	FY3/22	3,964	2,946	2,252	602	748	221.3	171.9	151.4	221.1	194.6	91.3	95.7	77.9
	FY3/23E	2,905	3,036	2,223	612	743	220.3	174.4	164.2	231.4	175.2	81.8	94.4	102.0
	FY3/24E	3,526	3,178	2,273	663	755	233.5	183.5	173.6	235.0	197.6	94.6	95.7	107.1
	FY3/25E	3,570	3,192	2,305	674	773	238.0	186.8	175.7	239.1	200.2	95.0	96.8	108.7
営業経費	FY3/22	2,747	1,821	1,393	427	436	131.1	91.1	97.6	142.0	114.6	55.5	55.8	60.6
	FY3/23E	2,198	1,906	1,411	420	445	133.5	90.2	95.8	140.5	110.4	54.6	55.5	59.8
	FY3/24E	2,207	1,930	1,382	417	442	130.9	90.4	95.4	139.2	108.8	54.4	55.4	59.2
	FY3/25E	2,216	1,937	1,344	414	445	130.5	90.1	94.7	138.0	107.3	54.2	55.2	58.6
引当前業務純益	FY3/22	1,217	1,124	860	175	313	90.2	80.8	53.8	79.2	79.9	35.8	39.9	17.3
	FY3/23E	708	1,130	812	192	298	86.9	84.2	68.4	90.9	64.8	27.2	38.9	42.2
	FY3/24E	699	1,105	841	194	301	89.4	84.1	68.8	92.2	66.3	27.4	39.1	42.8
	FY3/25E	1,310	1,241	928	249	311	103.0	93.5	78.9	97.1	90.2	40.4	40.5	48.5
与信費用	FY3/22	331	274	235	59	42	9.2	7.8	6.8	3.1	21.5	8.3	11.0	22.2
	FY3/23E	196	175	160	29	23	8.3	2.7	5.3	3.6	13.5	4.8	5.5	3.7
	FY3/24E	228	192	170	27	18	14.5	6.4	7.1	2.0	13.9	4.4	5.9	5.5
	FY3/25E	217	190	172	28	18	14.7	6.4	7.2	2.0	14.0	4.4	4.9	6.1
株式等関係損益	FY3/22	333	209	-44	46	-38	3.9	2.7	3.6	2.8	3.5	10.8	0.8	-3.8
	FY3/23E	107	101	46	42	6	3.2	4.0	13.4	2.7	14.8	16.0	6.0	4.4
	FY3/24E	115	65	50	20	12	4.2	4.0	8.0	3.4	4.4	8.0	6.0	5.6
	FY3/25E	115	65	50	20	14	4.2	4.0	8.0	3.4	4.4	8.0	6.0	5.6
純利益	FY3/22	1,131	707	530	110	169	53.9	54.5	41.6	54.1	43.0	26.4	20.6	-13.0
	FY3/23E	923	775	593	154	199	57.4	60.6	54.9	58.2	47.7	27.5	27.9	23.9
	FY3/24E	1,035	801	615	173	215	63.9	65.4	57.5	62.1	52.8	30.7	28.5	26.0
	FY3/25E	1,055	810	653	183	227	67.7	67.7	59.9	66.2	55.4	31.1	30.1	26.9
ROE (%)	FY3/22	6.5	5.8	5.7	4.4	6.2	4.6	5.1	3.8	5.6	4.3	4.8	1.8	-2.0
	FY3/23E	5.5	6.3	6.6	6.3	7.3	5.0	5.8	5.0	6.4	5.2	5.4	2.7	3.8
	FY3/24E	6.2	6.4	6.6	6.7	7.4	5.5	6.1	5.1	6.7	5.8	5.9	2.7	4.0
	FY3/25E	6.2	6.3	6.8	6.8	7.5	5.7	6.1	5.2	6.9	6.0	5.8	2.9	4.0
与信費用比率 bps	FY3/22	31	32	28	15	14	7	7	7	2	18	15	24	28
	FY3/23E	18	19	19	7	7	6	2	6	2	12	8	9	5
	FY3/24E	22	20	19	7	6	9	5	7	1	12	8	10	7
	FY3/25E	21	20	19	7	6	9	5	7	1	12	8	8	7
引当率 (%)	FY3/22	1.1	0.9	0.9	0.6	0.5	0.5	1.1	0.6	1.2	0.8	0.9	0.6	1.0
	FY3/23E	1.2	0.8	0.8	0.5	0.5	0.5	1.2	0.5	1.1	0.8	0.7	0.5	0.9
	FY3/24E	1.3	0.8	0.8	0.5	0.5	0.5	1.3	0.5	1.1	0.8	0.7	0.5	0.9
	FY3/25E	1.3	0.8	0.8	0.5	0.5	0.5	1.3	0.5	1.1	0.8	0.7	0.5	0.9
経費率 (%)	FY3/22	69	62	62	71	58	59	53	64	64	59	61	58	78
	FY3/23E	76	63	63	69	60	61	52	58	61	63	67	59	59
	FY3/24E	76	64	62	68	60	59	52	58	60	62	67	59	58
	FY3/25E	63	61	59	62	59	56	49	55	59	54	57	58	55

E = SBI 証券予想 出所: 会社資料、SBI 証券

## 1.2 FY3/23 の 2Q 業績予想

図表 5 は、カバレッジ各社の 2Q 業績予想である。外債の処理が残るため、今年度の 2Q は京都銀行を除いて前年比減益となるだろう。

図表 5: カバレッジ各社の 2QFY3/23 予想

10億円	8306 MUFG					8316 SMFG					8411 みずほFG				
	2QFY3/22	1QFY3/23	2QFY3/23E	1HFY3/22	1HFY3/23E	2QFY3/22	1QFY3/23	2QFY3/23E	1HFY3/22	1HFY3/23E	2QFY3/22	1QFY3/23	2QFY3/23E	1HFY3/22	1HFY3/23E
粗利益	1,024	908	497	1,981	1,405	740	797	673	1,431	1,470	582	592	439	1,109	1,031
債券関係損益	32	-406	-99	71	-505	18	-33	-50	28	-83	16	17	-70	23	-53
業務純益	362	208	124	647	332	302	313	213	555	526	249	241	81	441	322
与信費用	-23	74	-15	-18	59	16	32	39	27	71	52	65	32	50	97
株式関係損益	61	74	-27	127	47	41	37	27	81	64	-9	20	10	15	31
当期純利益	398	114	205	781	318	253	252	136	456	388	135	159	81	386	240
与信費用比率 (bps)	-9	27	-5	-3	11	8	14	17	6	16	25	31	15	12	23
10億円	8308 りそなHD					8309 SMTH									
	2QFY3/22	1QFY3/23	2QFY3/23E	1HFY3/22	1HFY3/23E	2QFY3/22	1QFY3/23	2QFY3/23E	1HFY3/22	1HFY3/23E					
粗利益	174	136	151	323	287	203	199	173	375	372					
債券関係損益	5	-26	-22	-2	-48	5	-11	-20	9	-32					
業務純益	69	31	48	111	80	96	86	64	159	150					
与信費用	10	6	6	17	12	-7	9	5	-5	14					
株式関係損益	10	18	6	24	24	-20	-0	2	-18	2					
当期純利益	47	34	35	81	69	60	65	31	111	95					
与信費用比率 (bps)	10	6	7	9	6	-9	11	7	-3	9					
10億円	7186 コンコルディアFG					8331 千葉銀行					5831 しずおかFG				
	2QFY3/22	1QFY3/23	2QFY3/23E	1HFY3/22	1HFY3/23E	2QFY3/22	1QFY3/23	2QFY3/23E	1HFY3/22	1HFY3/23E	2QFY3/22	1QFY3/23	2QFY3/23E	1HFY3/22	1HFY3/23E
粗利益	56.9	55.1	55.2	112.6	110.3	44.9	43.4	37.6	89.7	81.0	41.4	37.9	40.9	80.2	78.8
債券関係損益	-0.1	-2.8	-2.9	-0.7	-5.7	0.5	-5.4	-4.0	0.7	-9.4	1.1	-8.4	-2.0	0.6	-10.4
業務純益	23.6	23.5	20.3	46.7	43.8	21.2	21.4	14.2	43.5	35.6	17.6	12.6	17.3	30.3	29.9
与信費用	1.7	-1.0	2.9	-2.7	1.8	-0.3	-1.1	1.5	2.4	0.4	2.2	0.9	1.5	3.7	2.4
株式関係損益	0	57	-56	3	1	2	1	1	3	2	5	7	2	5	9
当期純利益	15	17	13	36	30	17	17	8	32	25	13	14	11	28	25
与信費用比率 (bps)	5	-3	8	-2	2	-1	-4	5	4	1	9	4	6	5	5
10億円	8354 ふくおかFG					7167 めぶきFG					8334 群馬銀行				
	2QFY3/22	1QFY3/23	2QFY3/23E	1HFY3/22	1HFY3/23E	2QFY3/22	1QFY3/23	2QFY3/23E	1HFY3/22	1HFY3/23E	2QFY3/22	1QFY3/23	2QFY3/23E	1HFY3/22	1HFY3/23E
粗利益	53.5	61.1	52.7	110.1	113.8	46.3	37.8	39.6	96.1	77.4	21.7	17.1	20.7	49.1	37.8
債券関係損益	-2.2	-0.6	1.5	-2.2	0.9	-2.9	-15.9	-9.7	-3.2	-25.6	-0.1	-8.9	-1.8	0.7	-10.7
業務純益	19.4	25.8	18.2	40.6	43.9	18.7	10.6	11.5	40.1	22.1	8.2	3.6	6.9	21.2	10.5
与信費用	2.3	1.2	3.2	1.2	4.3	7.7	0.2	4.9	8.6	5.1	2.3	0.7	1.5	2.9	2.2
株式関係損益	2	-0	1	2	1	-2	11	2	4	13	0	9	2	5	11
当期純利益	13	17	11	28	28	6	15	6	25	22	4	9	5	15	14
与信費用比率 (bps)	5	3	8	1	5	27	1	17	15	9	16	5	10	10	8
10億円	8369 京都銀行					8418 山口FG									
	2QFY3/22	1QFY3/23	2QFY3/23E	1HFY3/22	1HFY3/23E	2QFY3/22	1QFY3/23	2QFY3/23E	1HFY3/22	1HFY3/23E					
粗利益	18.1	33.3	16.4	50.4	49.6	24.5	24.8	25.0	51.4	49.7					
債券関係損益	0.1	-1.7	0.1	0.6	-1.6	-1.5	-3.4	-0.7	-2.3	-4.1					
業務純益	4.4	18.6	2.8	22.0	21.4	8.8	9.3	10.3	20.7	19.6					
与信費用	4.3	0.3	1.5	2.8	1.8	3.6	-0.5	1.3	4.2	0.8					
株式関係損益	2	0	2	0	2	1	0	1	1	2					
当期純利益	-0	14	2	14	16	5	8	4	12	11					
与信費用比率 (bps)	28	2	10	6	6	18	-3	7	11	2					

E=SBI証券予想 出所: 会社資料、SBI証券

### 1.3 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6にまとめた。

図表6：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	下振れするリスク
			1)債券等の損失額が予想を下回ること、2)ユニオンバンクの売却の早期クロージング、3)法人・リテール関連収益が想定を上回ること。	1)債券等の損失額が予想を上回ること、2)自己株式取得の発表がないこと、3)ユニオンバンクのクロージングが来年にずれること。
8316	SMFG	中立	上振れするリスク	下振れするリスク
			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、4)SMBC日興証券等に対する行政処分の発表。	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)自己株式取得の発表がないこと。
8411	みずほFG	中立	上振れするリスク	下振れするリスク
			1)増配の発表、2)風土改革の進捗の確認ができること、3)システム障害の懸念の縮小。	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	目標株価に到達しないリスク
			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。	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	SMTH	買い	カタリスト	目標株価に到達しないリスク
			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想定以上に進むこと、3)経費削減の想定以上の進捗。	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	コンコルディアFG	買い	カタリスト	目標株価に到達しないリスク
			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)提携戦略の効果の発現。	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	下振れするリスク
			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。	1)投信・保険収益の大きな落込み、2)不動産貸貸貸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。
5831	しずおかFG	買い	カタリスト	目標株価に到達しないリスク
			1)持株会社化したことで収益が多様化し成長すること、2)他銀行との提携が収益に結びつくこと、3)他業種との提携が収益に結びつくこと。	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	下振れするリスク
			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	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	目標株価に到達しないリスク
			1)野村證券が保有する株が縮小すること、2)自己株式取得の発表、3)増配、4)手数料収益が想定を上回ること。	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	買い	カタリスト	目標株価に到達しないリスク
			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。	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	下振れするリスク
			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と還元の追加発表。	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	買い	カタリスト	目標株価に到達しないリスク
			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。	1)外債などの有価証券投資による損失の拡大、2)貸出金利の低下が加速すること、3)手数料収益強化の遅れ。

出所：SBI証券

### 1.4 日米の銀行インデックスと長期金利

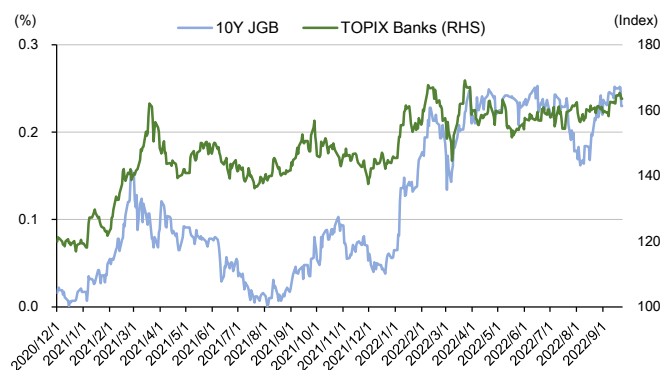
日本の10年国債利回りは7月から8月に低下し、その後上昇に転じたものの、YCCの上限である0.25%を超えていない。(図表7)。投資家との攻防は今後もつづくであろうが、2023年4月に日本銀行の黒田総裁が交代するまでは現在の金融政策が維持されていくだろう。2013年のように、新しい総裁の就任は早まる可能性もあるだろう。

引き続き、引締め期待が無くなるわけではないとSBIでは考えている。黒田総裁の後継者は維持か引締めの方向性を打ち出すだろう。つまり、「金利の上昇期待」は続くということだ。

2005年夏からの銀行株の上昇は、金利の上昇期待と郵政改革と好調な景気によってもたらされた。今は郵政改革のような政策的な後押しはなく、当時ほどの景気の状態ではないものの、SBIでは銀行セクターへの強気スタンスを維持する。2006年の利上げ後、銀行株は下がっていったことは付記しておきたい。

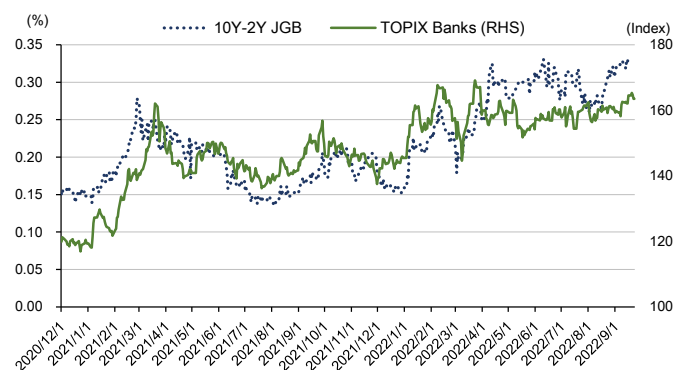
総裁の交代まで約半年となった。実際に金利が上がった時の影響は預貸利鞘の改善といったポジティブな面、資金需要の後退といったネガティブな面は容易に想像できる。しかし、2006年以来、初めて政策金利が引き上げられるのであれば、想定外の影響が出てもおかしくない。低金利を前提に埋め込まれたものが、金利の上昇で解き放たれ、市場に大きな影響を与える可能性を考えておく必要があるだろう。

図表 7: 日本の銀行インデックスと10年国債の利回り推移



出所:ブルームバーグ、SBI証券

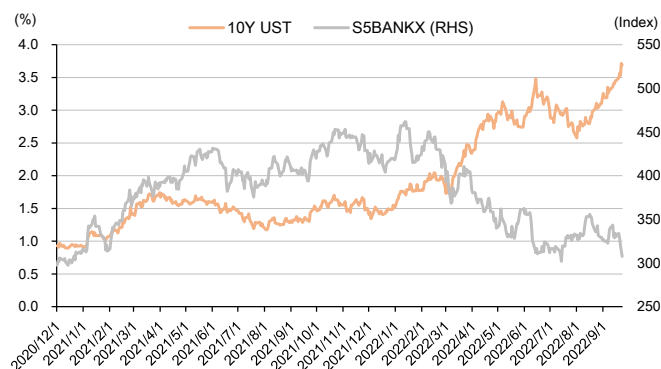
図表 8: 日本の銀行インデックスと日本国債のイールドカーブ推移



出所:ブルームバーグ、SBI証券

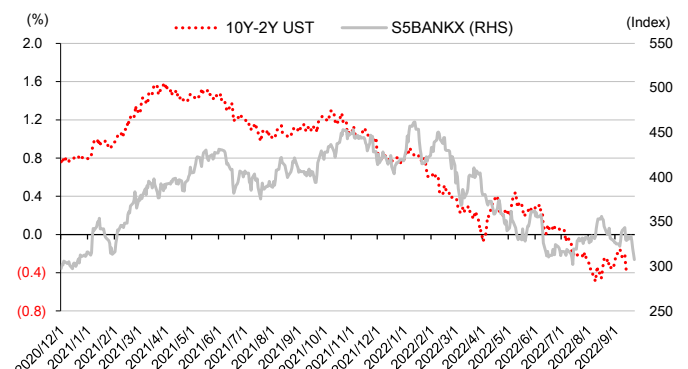
図表 9 は米国の銀行インデックスと米国の10年国債の利回り推移を示したものである。図表 10 は米国の銀行インデックスと米国のイールドカーブの推移を示したものである。米国の10年国債の利回りも3.5%を付けた後、7月から8月にかけて調整した。その後再度上昇し3.5%を超えている。一方、イールドカーブの低下が米国の銀行インデックスの頭を押さえていると思われる。

図表 9: 米国の銀行インデックスと10年国債の利回り推移



出所:ブルームバーグ、SBI証券

図表 10: 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



### 1.5 カバレッジ各社とグローバルバンクのパフォーマンス比較

図表 11 は SBI のカバレッジ各社とグローバルバンクのパフォーマンスを比較したものである。2022 年の年初来騰落率の高い順に並べている。

SBI のカバレッジの中でパフォーマンスのトップ 5 は、山口 FG、ふくおか FG、めぶき FG、りそな HD、千葉銀行である。

2022 年においては、日本の銀行・ノンバンクが、欧米の銀行よりも高いパフォーマンスを維持している。米国の銀行は、上で見たように長期金利以上の短期金利の上昇による利ザヤの悪化が重しとなっていると思われる。欧州の銀行は景気悪化懸念によって株価のパフォーマンスが悪いと考えられる。

日米欧の銀行株のパフォーマンスは、どこかの地域が常に悪いということはない。パフォーマンスの逆転、リバーサルは起きる。しかし、日本の金融政策は当面、安定していて変化がないということを考えれば、現在のような日本がアウトパフォームするという状況はしばらく続くのではないと思われる。

図表 11: カバレッジ各社とグローバルバンクのパフォーマンス比較

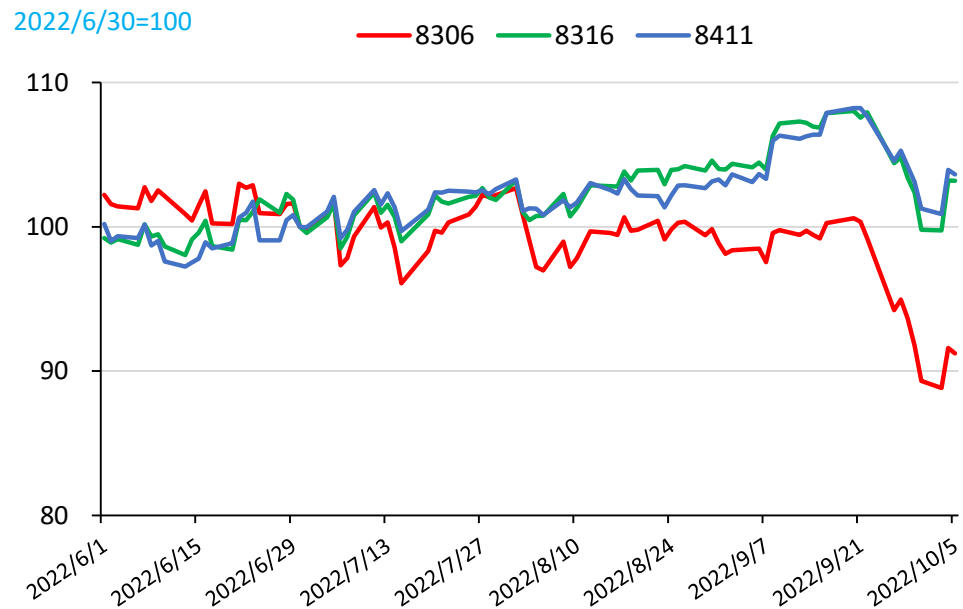
2022/10/3		騰落率 (%)										2021		2020								
ティッカー	略称	国	時価総額 (\$m)	1年 Rank	6ヶ月 Rank	3ヶ月 Rank	1ヶ月 Rank	年初来 Rank	PBR (x)	PER (x)	来年度予想 ROE (%)	予想配当利回 (%)	騰落率 (%)	Rank	騰落率 (%)	Rank						
TPX	TOPIX	JP	4,702,095	-4.6	-3.9	1.1	-3.4	-5.1	1.14	14.4		2.6	12.7		7.4							
INDU	NYダウ	US	9,263,230	-12.3	-14.4	-4.7	-5.8	-17.6	3.95	16.3		2.4	20.9		9.7							
TPNBK	銀行業(東証1)	JP	226,894	9.1	-2.4	-1.2	-2.4	9.6	0.44	9.0		4.7	26.9		-17.6							
S5BANKX	S&P500銀行	US	1,188,528	-26.5	-18.3	-2.6	-5.8	-25.2	1.06	8.7		3.4	35.4		-13.8							
SX7P	欧州銀行	EU	729,292	-8.1	-10.0	-2.7	-5.0	-12.9	0.57	7.2		6.7	39.7		-24.0							
1	8354 JP	ふくおかFG	JP	3,359	31.9	1	8.4	5	7.7	5	5.4	5	34.1	1	0.55	8.9	6.4	4.1	12.2	31	-8.5	12
2	7167 JP	めぶきFG	JP	2,110	20.9	4	10.6	3	8.1	4	6.1	3	23.0	2	0.33	7.8	5.4	4.1	21.8	24	-24.1	29
3	8308 JP	りそなHD	JP	8,697	24.8	2	1.0	14	5.3	8	3.2	7	21.7	3	0.54	11.9	6.4	3.9	29.8	17	-20.3	27
4	8331 JP	千葉銀行	JP	4,351	11.2	7	6.7	6	7.4	6	5.5	4	21.0	4	0.56	10.5	5.7	3.3	19.5	27	-7.1	11
5	8418 JP	山口FG	JP	1,372	19.2	5	11.5	2	3.3	14	0.1	13	15.9	5	0.29/A	N/A	4.0	4.0	20.3	25	-19.0	24
6	8334 JP	群馬銀行	JP	1,129	10.6	8	9.2	4	3.4	13	2.0	8	13.2	6	0.32	6.9	5.3	3.9	14.7	30	-14.6	17
7	8309 JP	三井住友トラストHD	JP	10,670	14.3	6	6.1	7	0.8	17	-2.7	16	11.9	7	0.58	8.7	7.3	4.7	25.8	21	-23.1	28
8	8411 JP	みずほFG	JP	27,348	6.0	12	1.2	13	3.4	12	-0.2	14	11.8	8	0.46	9.3	6.2	5.2	17.3	29	-17.9	20
9	5831 JP	しずおかFG	JP	3,599	-1.1	17	3.1	10	10.7	3	10.1	1	9.6	9	0.46	12.1	4.7	3.0	11.9	32	-4.7	8
10	7186 JP	コンコルディアFG	JP	3,658	4.8	14	-3.6	17	-3.6	24	0.3	12	9.0	10	0.47	10.7	5.1	4.3	19.5	26	-16.1	19
11	8306 JP	三菱UFJFG	JP	59,554	5.6	13	-13.9	26	-8.9	34	-7.5	27	8.2	11	0.50	9.9	6.4	4.8	42.6	9	-18.6	23
12	8316 JP	三井住友FG	JP	38,258	10.6	9	5.0	9	2.8	15	-1.9	15	7.5	12	0.46	7.5	6.1	5.3	29.8	16	-15.6	18
13	HSBA LN	H S B Cホールディングス	GB	103,890	23.9	3	-11.5	24	-12.5	35	-13.7	34	7.3	13	0.63	7.6	10.3	5.5	23.0	23	-36.0	33
14	NWGLN	ナットウエスト	GB	24,734	6.5	11	5.2	8	5.1	9	-9.8	31	5.1	14	0.63	8.5	10.7	11.8	38.6	11	-30.2	32
15	8369 JP	京都銀行	JP	2,729	6.5	10	-1.9	16	-5.6	30	-4.2	20	-0.4	15	0.39	19.6	2.5	2.0	0.4	35	15.9	4
16	7164 JP	全国保証	JP	2,299	-7.8	21	2.1	11	14.9	2	4.9	6	-1.0	16	1.81	12.1	15.9	3.0	8.5	33	4.4	7
17	RY CN	ロイヤルバンクオブカナダ	CA	128,026	3.1	15	-6.9	20	1.7	16	2.0	9	-3.9	17	1.81	11.4	16.5	4.0	33.1	14	6.5	6
18	NDA SS	ノルデア・バンク	FI	32,139	-3.3	20	-3.8	18	4.8	11	-3.8	18	-7.3	18	1.10	10.4	12.5	7.7	77.4	2	-11.1	14
19	UBSG SW	U B S	CH	52,169	2.2	16	-17.2	29	-4.0	26	-5.9	24	-8.1	19	0.85	6.4	12.0	3.6	34.8	13	8.4	5
20	LLOY LN	ロイズ・バンキング・グループ	GB	31,846	-3.2	19	-7.6	21	0.3	20	-4.4	21	-8.4	20	0.65	6.5	10.5	5.7	34.9	12	-41.7	36
21	WFC US	ウェルズ・ファーゴ	US	157,715	-9.7	22	-13.6	25	4.9	10	-4.1	19	-11.8	21	1.01	10.1	11.0	2.6	61.1	4	-41.7	35
22	SAN SM	サンタンデール	ES	40,595	-18.4	25	-21.1	32	-8.2	32	1.5	10	-14.6	22	0.46	4.8	9.0	5.8	18.6	28	-29.0	31
23	MS US	モルガン・スタンレー	US	137,998	-16.3	24	-6.0	19	5.7	7	-7.0	25	-16.1	23	1.48	10.5	13.4	3.7	46.6	8	38.1	1
24	UCG IM	ユニクレディ	IT	21,238	-1.3	18	13.3	1	17.9	1	7.1	2	-16.4	24	0.40	12.9	6.3	6.0	79.6	1	-41.3	34
25	BARC LN	バークレイズ	GB	25,954	-19.9	28	-0.0	15	-4.0	27	-14.0	35	-19.5	25	0.42	4.9	8.0	4.8	29.7	18	-18.3	21
26	GS US	ゴールドマン・サックス	US	106,485	-19.3	27	-8.2	22	0.7	18	-9.8	30	-20.2	26	0.95	6.6	12.4	3.0	47.6	7	17.5	3
27	INGA NA	I N Gグループ	NL	32,929	-19.0	26	1.4	12	-3.8	25	0.9	11	-20.4	27	0.65	8.7	8.8	8.4	68.8	3	-28.5	30
28	BNP FP	B N Pパリバ	FR	53,123	-14.4	23	-9.1	23	-3.2	23	-7.6	28	-22.7	28	0.50	5.6	7.5	9.4	47.9	6	-18.4	22
29	ACA FP	クレディ・アグリコル	FR	25,258	-21.1	29	-14.6	27	-3.0	22	-9.0	29	-25.7	29	0.44	5.1	7.5	11.1	29.4	19	-20.2	26
30	C US	シティグループ	US	82,426	-38.1	35	-17.0	28	-8.3	33	-12.9	33	-27.5	30	0.46	4.5	7.2	4.8	1.0	34	-19.6	25
31	7342 JP	ウェルズナビ	JP	485	-56.7	37	-33.2	35	-13.8	36	-18.4	36	-28.5	31	6.56	na	9.0	0.0	-19.2	36	na	na
32	BAC US	バンク・オブ・アメリカ	US	249,816	-26.2	32	-23.0	33	-0.8	21	-7.0	26	-28.9	32	1.04	9.5	11.6	2.8	49.6	5	-11.6	15
33	DBK GY	ドイツ銀行	DE	15,467	-27.8	33	-34.1	36	-5.3	29	-11.0	32	-29.3	33	0.26	6.2	6.1	4.0	23.1	22	29.4	2
34	BK US	BNY Mellon	US	32,049	-22.9	30	-18.5	30	-5.7	31	-3.6	17	-30.2	34	0.89	10.0	9.6	3.6	40.5	10	-12.9	16
35	STT US	ステート・ストリート	US	23,200	-24.6	31	-25.0	34	0.6	19	-5.8	23	-30.4	35	0.98	8.2	11.9	3.8	31.1	15	-4.8	9
36	JPM US	J P モルガン・チェース	US	315,926	-33.7	34	-19.1	31	-4.7	28	-5.3	22	-30.4	36	1.25	8.4	13.5	3.7	27.7	20	-5.5	10
37	CSGN SW	クレディ・スイス	CH	10,528	-56.4	36	-46.2	37	-2.4	37	-23.7	37	-54.9	37	0.22/A	N/A	3.8	1.9	-21.3	37	-10.5	13

予想はブルームバーグ予想 出所:ブルームバーグ、SBI 証券

3メガバンクの相対株価を示しているのが図表12である。6月29日の株価を100としている。昨年、今年の前半まで好調だったMUFGの株価であるが7月以降はSMFGとみずほFGの株価をアンダーパフォームしている。

ユニオンバンクの売却のクロージングが遅れていること、それに伴う一時的な減損が生じて純利益を圧迫していることがアンダーパフォームの要因であろう。MUFGの現時点(2022年9月30日)においてもクロージングの発表はない。当面、MUFGの株価を抑える要因となるだろう。

図表12: 3メガバンクの相対株価 (2022年6月29日=100)



出所: ブルームバーグ、SBI証券

## 1.6 1Q 決算と外債の含み損益

図表 13 は 1Q 決算の純利益、債券関係損益、外債の含み損益である。

大手行の中では MUFG の進捗率(会社予想に対する 1Q 純利益の割合)が最も低いことが分かる。地銀においては千葉銀行と山口 FG が低い。

進捗率が高いのは SMFG、SMTH、めぶき FG、京都銀行である。

外債の含み損が最も大きいのは MUFG で 1.2 兆円である。SMFG とみずほ FG はそれぞれ約 7,300 億円、約 7,100 億円である。地銀の中で含み損が最も大きいのはふくおか FG の 443 億円である。

これらの含み損は 6 月末の数字である。7 月から 8 月にかけて日米の国債金利が下がったが、その時にポジションを落としていれば、9 月の金利の上昇の影響を和らげることができているだろう。7 月においても 8 月においても、全てのカバレッジ銀行は年末に向けて金利の上昇を懸念していたので、適切な処理をしていたと SBI では考えている。

図表 13: 1Q 決算と外債の含み損益

10億円		8306	8316	8411	8308	8309	大手行	7186	8331	5831	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	しずおか FG	ふくおか FG	めぶき FG	群馬銀行	京都銀行	山口FG		
純利益	FY3/20	528.2	703.9	448.6	152.4	163.0	1,996	46.5	48.0	38.7	-6.8	36.4	22.3	20.4	25.4	231	2,227
	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
	FY3/22	1,130.8	706.6	530.5	110.0	169.1	2,647	53.9	54.5	41.6	54.1	43.0	26.4	20.6	-13.0	281	2,928
	FY3/23CE	1,000.0	730.0	540.0	150.0	190.0	2,610	55.0	60.0	54.0	57.0	45.0	27.0	24.0	17.0	339	2,949
	1QFY3/22	383.1	203.2	250.5	34.2	50.8	922	20.7	15.3	14.1	15.2	18.8	11.5	13.9	6.9	116	1,038
1QFY3/23	113.7	252.4	159.3	33.9	64.6	624	17.3	13.2	14.4	13.8	15.4	8.6	13.9	3.4	100	724	
進捗率		11%	35%	29%	23%	34%	24%	31%	22%	27%	24%	34%	32%	58%	20%	30%	25%
債券関係損益	4QFY3/22	-140.4	-42.4	-49.5	-59.8	-17.2	-309	-9.3	-1.6	-9.6	-5.3	-7.1	-1.2	-0.7	-30.9	-66	-375
	1QFY3/23	-406.1	-33.1	16.5	-25.7	-11.5	-460	-2.8	-3.0	-8.4	-1.0	-15.9	-8.9	-1.7	-2.8	-45	-505
外債含み損益	1QFY3/23	-1,218.0	-729.6	-709.2	-40.1	-34.1	-2,731	-23.1	-28.4	-21.7	-44.3	-35.7	-17.1	-9.6	-40.1	-220	-2,951
与信費用	1QFY3/23	74.0	32.1	64.8	5.6	8.6	185.1	-1.0	1.8	0.9	1.7	0.2	0.7	0.3	1.4	5.9	191
与信費用比率 (bps)	1QFY3/23	26.8	14.1	30.6	5.7	11.1		-0.7	-3.7	3.9	2.8	0.6	4.9	1.7	-2.6		

出所: SBI 証券

## 2. 地銀の証券子会社

### 2.1 証券子会社の収益

仕組債は主に証券子会社を通じて販売されている。証券子会社の P/L ではトレーディング損益の中に仕組債からの収益が含まれると考えられる(図表 14)。カバレッジの地銀と証券子会社の収益が大きい 4 地銀について、FY3/22 の収益を調べた。

営業利益からトレーディング損益を引くと、FFG 証券以外は赤字となる(図表の中の D-C)。もし仕組債の販売に制限がかかるのであれば、地銀はそれに代わる商品、サービスを考える必要がある。

トレーディング損益の連結引当業務純益に対する割合(図表の中の C/H)は、ひろぎん HD と第四北越 FG においては 10%を超える。

図表 14: 証券子会社の収益と連結収益

FY3/22 百万円		7186 コンコルディアFG	8331 千葉銀行	5832 しずおかFG	8354 ふくおかFG	7167 めぶきFG	8334 群馬銀行	8369 京都銀行	8418 山口FG	7380 十六FG	7337 ひろぎんHD	8368 百五銀行	7327 第四北越FG
証券子会社		浜銀TT証券	ちばぎん証券	静銀TM証券	FFG証券	めぶき証券	ぐんぎん証券	京銀証券	ワイエム証券	十六TT証券	ひろぎん証券	百五証券	第四北越証券
営業収益	A	9,363	6,535	7,455	5,267	5,069	3,549	1,370	4,703	3,396	7,819	2,483	5,508
受入手数料	B	6,166	3,471	4,471	4,014	1,134	650	119	3,394	1,856	3,439	909	2,136
トレーディング損益	C	3,170	2,981	2,969	1,201	3,935	2,899	1,219	1,293	1,535	3,665	1,575	3,355
営業利益	D	1,684	631	2,306	1,354	2,431	1,660	283	412	1,020	1,853	875	2,654
営業利益 - トレーディング損益	D-C	-1,486	-2,350	-663	153	-1,504	-1,239	-935	-881	-515	-1,812	-699	-701
連結収益													
粗利益	E	221,328	171,907	151,429	221,133	194,563	91,315	95,656	77,858	67,429	92,018	61,135	91,349
役員取引等利益	F	53,673	38,577	31,258	35,695	40,263	13,322	14,259	17,008	17,110	20,938	14,647	21,012
その他業務利益	G	-2,525	985	-5,506	3,017	-5,327	5,940	2,337	-27,677	-4,051	-2,939	-5,298	9,887
引当業務純益	H	90,197	80,776	53,800	79,155	79,939	35,812	39,906	17,296	22,869	33,987	18,366	26,279
連結収益に対する証券子会社の収益の割合 (%)													
営業収益/粗利益	A/E	4.2	3.8	4.9	2.4	2.6	3.9	1.4	6.0	5.0	8.5	4.1	6.0
受入手数料/役員取引等利益	B/F	11.5	9.0	14.3	11.2	2.8	4.9	0.8	20.0	10.8	16.4	6.2	10.2
トレーディング損益/引当業務純益	C/H	3.5	3.7	5.5	1.5	4.9	8.1	3.1	7.5	6.7	10.8	8.6	12.8
営業利益/引当業務純益	D/H	1.9	0.8	4.3	1.7	3.0	4.6	0.7	2.4	4.5	5.5	4.8	10.1

出所: 会社資料、SBI 証券

### 2.2 金融庁のスタンスと地銀の反応

金融庁は 2022 年 6 月 30 日に、「[投資信託等の販売会社による顧客本位の業務運営のモニタリング結果について](#)」というレポートを発表した。レポートは

十分な金融知識がないと、そのリスクやコスト見合いのリターンの理解が困難である中、リスクに見合ったリターンが確保されていない商品性

比較的広い範囲の顧客に対して、コスト等の開示や比較説明が必ずしも十分ではない形で提案・販売されている販売体制

などを指摘している。また 8 月 31 日に発表された「[2022 事務年度金融行政方針](#)」においても仕組債の商品組成、販売、管理の態勢の構築が今後重点的にモニタリングされることが示された。

これに対し、地銀の反応は

千葉銀行は販売を全面停止し、再開は未定の状況である。横浜銀行は一部停止し、販売のあり方を再点検する。広島銀行は一部商品の廃止を検討している。

といったものである(日本経済新聞 2022 年 9 月 14 日の[記事](#))。

上で見たように、トレーディング損益がゼロになっても、証券子会社の営業利益が激減する、または赤字に転落することはあっても、連結収益の中では十分に吸収可能である。とはいえ、一時的には影響は避けられないだろう。

### 3. 株主還元の期待

図表 15 は SBI のカバレッジの銀行の FY3/20 から FY3/23 の会社予想の推移である。純利益、DPS、配当額を示している。

大手行の中で、今期中に新規または追加の自己株式取得の発表があると SBI が期待している銀行は

MUFG、SMFG、りそな HD、SMTH

である。

みずほ FG については、自己株式取得をする段階にはないが、増配の期待はがあると SBI では考えている。

地銀の中で、今期中に新規または追加の自己株式取得の発表があると SBI が期待している銀行

コンコルディア FG、しずおか FG、めぶき FG、群馬銀行、京都銀行

である。

めぶき FG の場合、野村証券が 4.31% を保有している。これまで野村証券が保有株式を減らす際、めぶき FG は自己株式取得で吸収してきた。野村証券が保有する分についても同様に対処すると SBI では考えている。めぶき FG は統合以来、年間の DPS を 11 円としてきたが、野村証券の保有がさらに小さくなるか、ゼロになれば増配する可能性もあるだろう。

京都銀行は今年度から政策保有株式の売却を始める(リリース)。それによる売却益は今年度の会社予想には含まれていない。同行は 50% の株主還元目標を持っており、売却益による純利益の増加は今年度の還元の増加ということになる。

図表 15: 純利益、DPS 等(実績と会社予想)

10億円		8306	8316	8411	8308	8309		7186	8331	5831	8354	7167	8334	8369	8418		
		MUFG	SMFG	みずほ FG	りそな HD	SMTH	大手行	コンコル ディアFG	千葉銀行	しずおか FG	ふくおか FG	めぶき FG	群馬銀行	京都銀行	山口FG	地銀	合計
純利益	FY3/20	528.2	703.9	448.6	152.4	163.0	1,996	46.5	48.0	38.7	-6.8	36.4	22.3	20.4	25.4	231	2,227
	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
	FY3/22	1,130.8	706.6	530.5	110.0	169.1	2,647	53.9	54.5	41.6	54.1	43.0	26.4	20.6	-13.0	281	2,928
	FY3/23CE	1,000.0	730.0	540.0	150.0	190.0	2,610	55.0	60.0	54.0	57.0	45.0	27.0	24.0	17.0	339	2,949
	DPS (円)	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	75.0	21.0	150.0	17.0	20.0	25.0	85.0	11.0	13.0	60.0	26.0			
	FY3/22	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			
	FY3/23CE	32.0	220.0	80.0	21.0	200.0	19.0	26.0	27.0	105.0	11.0	16.0	100.0	31.0			
配当額	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
	FY3/22	356.3	287.9	202.8	50.4	63.7	961	21.7	17.8	14.7	18.1	12.0	5.9	7.5	6.8	104	1,065
	FY3/23E	390.0	293.3	215.4	52.4	72.7	1,024	23.5	18.8	14.9	19.7	12.3	6.6	8.2	7.0	111	1,135
	自社株取得額	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
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
FY3/22		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
FY3/23TD		300.0	0.0	0.0	0.0	0.0	300.0	0.0	10.0	0.0	5.0	0.0	0.0	0.0	10.0	25.0	325
配当性向 (%)		FY3/20	61.0	37.0	42.4	31.6	34.5	43.9	41.5	27.8	32.6	na	35.3	24.5	22.2	24.0	39.1
	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
	FY3/22	31.5	40.7	38.2	45.8	37.7	36.3	40.2	32.6	35.2	33.4	27.9	22.3	36.5	na	37.1	36.4
	FY3/23E	39.0	40.2	39.9	34.9	38.3	39.2	42.7	31.3	27.6	34.6	27.3	24.5	34.2	41.4	32.7	38.5
	自社株取得の比率 (%)	FY3/20	9.5	14.2	0.0	6.6	9.8	8.8	27.9	20.8	25.8	na	11.0	13.5	0.0	0.0	17.3
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
FY3/22		13.3	14.2	0.0	46.3	17.7	12.5	18.6	9.2	21.0	0.0	45.4	13.2	12.1	na	19.8	13.2
FY3/23TD		30.0	0.0	0.0	0.0	0.0	11.5	0.0	16.7	0.0	8.8	0.0	0.0	0.0	58.8	7.4	11.0
総還元性向 (%)		FY3/20	70.5	51.2	42.4	38.2	44.3	52.7	69.4	48.7	58.5	na	46.3	37.9	22.2	24.0	56.5
	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
	FY3/22	44.8	54.9	38.2	92.1	55.4	48.8	58.7	41.8	56.3	33.4	73.4	35.5	48.6	na	57.0	49.6
	FY3/23TD	69.0	40.2	39.9	34.9	38.3	50.7	42.7	47.9	27.6	43.4	27.3	24.5	34.2	100.3	40.1	49.5

予想は会社予想 出所:ブルームバーグ、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、閲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、閲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、閲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、入手又は閲覧されてはなりません。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、閲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、閲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、閲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、閲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、閲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、閲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、閲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、閲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。