

銀行：金利の復活と銀行

銀行

2022-No 5: 銀行セクターに対し強気継続

2022年12月23日
SBI証券 企業調査部
シニアアナリスト
鮫島 豊喜

金融政策変更

SBI証券(以下SBI)は銀行セクターに対して強気を継続する。金融政策変更を期待していたSBIにとって、2022年12月20日の日銀によるYCCの上限引上げのタイミングはサプライズであった。実際に10年国債の利回りが0.25%を突き抜けて上昇するのを見て、金利の復活が期待から現実になるのを感じた。

YCCの上限引上げはイールドカーブの歪みを正常化させた。2016年2月に始まったマイナス金利という異常な状況はまだ続いている。時期を正確に当てることは難しいが、マイナス金利政策もいずれ解消されるだろう。金利の復活である。

金利が上がるから資金利益が増加する、だから銀行株を買うというのは正しい見方である。しかし、金利の復活は銀行のあり方を問うものになるとSBIでは考える。金利の復活はリスクプレミアムの復活でもある。銀行がリスクに見合った貸出金利を取れるかを試すことになる。さらに貸出以外でいかに顧客のニーズを汲み取り、ソリューションを提供できるかを試すことになる。そのために銀行がやれることは事業性評価であり、コンサルティング、事業領域の拡大である。その力を磨いてきたかどうか、金利の復活の際に明らかになるだろう。

SBIがカバレッジする大手の地銀は、コンサルティング能力を高め、事業領域を広げてきた。金利の復活は国内の顧客に影響し、地銀のポートフォリオは殆どが国内の顧客である。だからこそ、SBIは地銀を選好する。

投資判断の変更：京都銀行を「買い」、りそなHDを「中立」とする

京都銀行の投資判断を「中立」から「買い」に引上げる。一方、りそなHDを「買い」から「中立」に引き下げる。同社の株価のパフォーマンスは好調で、新しい目標株価でのアップサイドが小さくなったためである。

大手行

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が(図表14)、11月以降はMUFGがみずほFGをアウトパフォームしている(図表15)。3Q決算発表時に追加の自己株式取得が期待されていることが、その理由の一つだろう。SMFGが3メガの中のトップパフォーマーだが、これは当面変わらないだろう。

みずほFGは、企業風土改革に向けて着実に前進しているとSBIでは考えている。具体的には、社員参加型のWGの提言によって、企業理念の再定義やカルチャー変革推進担当者(CCuO、Chief Culture Officer)の採用などである。

地方銀行

地銀の株価パフォーマンスは好調さが続いている。資金利益、役務取引等利益が堅調であること、経費の低下、与信費用が昨年度比、低下しているためであるとSBIは考える。米国金利上昇により、外債の含み損が拡大したものの、株式の売却益で相殺されるなど、赤字になる恐れはないだろう。

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 σ (従来は平均PBR-0.5 σ 、コンコルディアFG、千葉銀行、しずおかFGについては平均PBR)を目標PBRとして、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となってしまうこと、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)	カバレッジ銘柄一覧					
	株価(円) 12月22日	投資判断		目標株価(円)		上値/下値 余地(%)
		旧	新	旧	新	
MUFG (8306)	869.5	中立	中立	710	910	4.7%
SMFG (8316)	5,256	中立	中立	4,500	5,700	8.4%
みずほFG (8411)	1,817	中立	中立	1,650	2,000	10.1%
りそなHD (8308)	722.8	買い	中立	620	780	7.9%
SMTH (8309)	4,628	買い	買い	5,000	5,700	23.2%
コンコル ディアFG (7186)	536	買い	買い	600	670	25.0%
千葉銀行 (8331)	943	買い	買い	1,000	1,100	16.6%
しずおかFG (5831)	1,024	買い	買い	1,200	1,350	31.8%
ふくおかFG (8354)	2,911	中立	中立	2,500	3,100	6.5%
めざほFG (7167)	322	買い	買い	340	440	36.6%
群馬銀行 (8334)	489	買い	買い	480	660	35.0%
京都銀行 (8369)	5,650	中立	買い	5,600	7,800	38.1%
山口FG (8418)	827	買い	買い	1,000	1,200	45.1%

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。目標株価を修正。

SBI は銀行セクターに対して強気を継続する。3つの理由がある: 1)業績改善が続くこと、2)還元強化も続くこと、3)マイナス金利解除の期待、である。外債の含み損の処理は今年度で凡そ目途がつくと SBI では考えている。ROE の上昇はつづくであろう。還元強化は増益による増配、また自己株式取得といった形で現れる。今年度については、追加の施策はあまりないだろうが、来年度も還元強化は続くとしている。12月20日に日銀は YCC の上限を 0.5%に引上げた。これは固定金利の上昇も期待でき、銀行セクターにはポジティブなニュースである。マイナス金利解除の期待は銀行株にポジティブな要因として残っている。

これまで目標株価の算出には、2015年からの平均 PBR から 0.5 σ を引いたものを目標 PBR としていた(コンコルディア FG、千葉銀行、しずおか FG については平均 PBR)。金利の上昇が実現し、さらにマイナス金利解除の期待もあることから、平均 PBR に 0.5 σ を足したものを目標 PBR とする。

2Q 決算後に取材等を行い、業績予想を修正した。投資判断としては、京都銀行を「買い」に引上げる。一方、りそな HD を「中立」に引下げる。同社の株価のパフォーマンスは好調で、新しい目標株価でのアップサイドが小さくなったためである。

2023年のキーワード(金融政策変更以外)

資源価格、エネルギー価格の高騰や円安影響による、資産の質の悪化懸念は頭に入れておくべきだろう。

政策保有株式の売却の加速、株主還元の強化などは継続すると思われる。

多くの銀行で API が整備されつつある。BaaS の本格的な拡大は 2023 年からだろう。

NISA の複雑性がなくなり、投資額の拡充、投資期間が恒久化されることは、資産運用ビジネスにとってプラスとなるだろう。

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	
2022/12/22		MUFG	SMFG	みずほFG	りそなHD	SMTB	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		869.5	5,256.0	1,817.0	722.8	4,628.0	536.0	943.0	1,024.0	2,911.0	322.0	489.0	5,650.0	827.0	
投資判断	新	中立	中立	中立	中立	買い	買い	買い	買い	中立	買い	買い	買い	買い	
△▼=		=	=	=	▼	=	=	=	=	=	=	=	△	=	
	旧	中立	中立	中立	買い	買い	買い	買い	買い	中立	買い	買い	中立	買い	
目標株価	新	910.0	5,700.0	2,000.0	780.0	5,700.0	670.0	1,100.0	1,350.0	3,100.0	440.0	660.0	7,800.0	1,200.0	
	旧	710.0	4,500.0	1,650.0	620.0	5,000.0	600.0	1,000.0	1,200.0	2,500.0	340.0	480.0	5,600.0	1,000.0	
上値/下値余地 (%)		4.7	8.4	10.1	7.9	23.2	25.0	16.6	31.8	6.5	36.6	35.0	38.1	45.1	
目標PBR (倍)	新	0.58	0.59	0.57	0.68	0.66	0.63	0.64	0.62	0.61	0.51	0.51	0.52	0.45	
	旧	0.48	0.46	0.45	0.54	0.58	0.58	0.59	0.56	0.49	0.38	0.36	0.41	0.34	
純利益(10億円)	FY3/23E	新	1,080	786	563	158	190	58.1	62.0	55.4	58.1	47.1	29.2	27.8	22.2
	旧	923	775	593	154	199	58.1	62.0	55.4	58.2	47.7	27.5	27.9	23.9	
	FY3/24E	新	1,215	806	578	166	203	64.2	66.0	59.3	56.2	31.5	28.3	26.5	
	旧	1,035	801	615	173	215	64.2	66.0	59.3	62.1	52.8	30.7	28.5	26.0	
ROE (%)	FY3/23E	新	6.4	6.3	6.3	6.3	7.3	5.1	5.9	5.0	6.0	5.8	2.6	3.6	
	旧	5.5	6.3	6.6	6.3	7.3	5.1	5.9	5.0	6.4	5.2	5.4	2.7	3.8	
	FY3/24E	新	6.9	6.3	6.3	6.4	6.9	5.5	5.9	5.3	6.5	6.2	2.5	4.3	
	旧	6.2	6.4	6.6	6.7	7.4	5.5	5.9	5.3	6.7	5.8	5.9	2.7	4.0	
BPS (円)	FY3/23E	新	1,444	9,408	3,565	1,043	7,861	994	1,454	2,018	5,169	968	1,229	14,813	2,698
	旧	1,399	9,332	3,595	1,043	7,861	994	1,496	2,018	4,849	878	1,276	13,355	2,897	
	FY3/24E	新	1,576	9,903	3,682	1,150	8,608	1,048	1,666	2,133	4,959	849	1,291	15,104	2,829
	旧	1,471	9,786	3,729	1,131	8,489	1,048	1,666	2,133	5,085	929	1,342	13,620	3,034	
EPS (円)	FY3/23E	新	87.9	577.5	222.2	64.5	543.5	49.1	84.6	98.6	306.1	46.9	71.5	371.3	95.6
(潜在株式調整後)	旧	75.3	571.8	234.2	64.5	543.5	49.1	84.9	98.6	308.6	45.7	67.8	360.9	94.2	
	FY3/24E	新	104.6	612.5	228.0	71.0	568.0	55.4	93.0	109.0	353.7	53.7	78.7	382.1	114.5
	旧	89.2	611.0	242.6	73.4	602.7	55.4	93.0	109.0	332.9	52.8	77.5	371.3	102.3	
DPS (円)	FY3/23E	新	32.0	230.0	85.0	21.0	200.0	20.0	26.0	32.0	105.0	11.5	18.0	120.0	31.0
	旧	32.0	220.0	85.0	22.0	200.0	20.0	26.0	32.0	105.0	12.0	16.0	110.0	31.0	
	FY3/24E	新	34.0	230.0	95.0	23.0	190.0	23.0	36.0	42.0	120.0	15.0	17.0	130.0	32.0
	旧	34.0	230.0	95.0	23.0	190.0	23.0	36.0	42.0	115.0	15.0	17.0	130.0	32.0	
与信費用比率 (bps)	FY3/23E	新	48	22	10	7	6	7	-0	8	3	11	9	7	4
	旧	18	19	19	7	7	7	7	-0	8	2	12	8	9	5
	FY3/24E	新	30	21	19	7	6	9	6	9	5	12	8	10	7
	旧	22	20	19	7	6	9	6	9	1	12	8	10	7	
配当性向 (%)	FY3/23E	新	35.8	39.6	38.3	31.3	38.2	40.4	30.5	32.2	33.9	26.1	25.1	32.3	31.9
	旧	41.8	38.2	36.3	34.1	36.5	40.4	30.5	32.2	33.9	25.7	23.5	30.6	29.4	
	FY3/24E	新	32.2	37.4	41.7	32.3	33.4	41.2	38.5	38.2	33.8	27.8	21.5	33.9	26.3
	旧	37.9	37.6	39.2	31.2	31.5	41.2	38.5	38.2	34.4	28.3	21.9	34.9	26.7	
自社株取得 (10億円)	FY3/23E	新	525.0	150.0	0.0	15.0	60.0	15.0	10.0	10.0	5.0	2.0	3.0	10.0	
	旧	500.0	200.0	0.0	0.0	60.0	15.0	10.0	10.0	5.0	16.7	4.0	5.0	10.0	
	FY3/24E	新	375.0	150.0	0.0	15.0	30.0	10.0	10.0	8.0	5.0	8.0	3.5	4.0	5.0
	旧	200.0	100.0	0.0	15.0	30.0	10.0	10.0	8.0	5.0	8.0	3.5	4.0	5.0	
総還元性向 (%)	FY3/23E	新	84.4	58.7	38.3	40.8	69.7	66.2	46.6	50.2	42.5	36.7	32.0	43.1	77.1
	旧	96.0	64.0	36.3	34.1	66.6	66.2	46.6	50.2	42.5	60.7	38.0	48.5	71.1	
	FY3/24E	新	63.0	56.0	41.7	41.4	48.2	56.8	53.7	51.7	41.4	42.1	32.7	48.0	45.1
	旧	57.2	50.1	39.2	39.9	45.4	56.8	53.7	51.7	42.4	43.4	33.3	48.9	46.0	

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
2022/12/22	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	869.5	5,256.0	1,817.0	722.8	4,628.0	536.0	943.0	1,024.0	2,911.0	322.0	489.0	5,650.0	827.0
投資判断 (旧)	中立	中立	中立	買い	買い	買い	買い	買い	中立	買い	買い	中立	買い
△▼=	=	=	=	▼	=	=	=	=	=	=	=	=	△
投資判断	中立	中立	中立	中立	買い	買い	買い	買い	中立	買い	買い	買い	買い
目標株価	910.0	5,700.0	2,000.0	780.0	5,700.0	670.0	1,100.0	1,350.0	3,100.0	440.0	660.0	7,800.0	1,200.0
上値/下値余地 (%)	4.7	8.4	10.1	7.9	23.2	25.0	16.6	31.8	6.5	36.6	35.0	38.1	45.1
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	75	235
時価総額 (10億円)	10,874	7,205	4,604	1,723	1,723	635	695	578	550	348	201	425	195
時価総額 (\$ bn)	80.6	53.4	34.1	12.8	12.8	4.7	5.1	4.3	4.1	2.6	1.5	3.1	1.4
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
	FY3/23E	1,080	786	563	158	190	58.1	62.0	55.4	58.1	47.1	29.2	27.8
	FY3/24E	1,215	806	578	166	203	64.2	66.0	59.3	65.9	56.2	31.5	28.3
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
	FY3/23E	-4.5	11.3	6.1	44.1	12.7	7.9	13.8	33.1	7.4	9.7	10.4	34.9
	FY3/24E	12.5	2.5	2.7	4.4	6.5	10.5	6.4	7.0	13.5	19.2	7.8	1.7
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
	FY3/23E	6.4	6.3	6.3	6.3	7.3	5.1	5.9	5.0	6.0	5.0	5.8	2.6
	FY3/24E	6.9	6.3	6.3	6.4	6.9	5.5	5.9	5.3	7.3	6.5	6.2	2.5
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
	FY3/23E	1,444	9,408	3,565	1,043	7,861	994	1,454	2,018	5,169	968	1,229	14,813
	FY3/24E	1,576	9,903	3,682	1,150	8,608	1,048	1,666	2,133	4,959	849	1,291	15,104
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
(潜在株式調整後)	FY3/23E	87.9	577.5	222.2	64.5	543.5	49.1	84.6	98.6	306.1	46.9	71.5	371.3
	FY3/24E	104.6	612.5	228.0	71.0	568.0	55.4	93.0	109.0	353.7	53.7	78.7	382.1
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
	FY3/23E	32.0	230.0	85.0	21.0	200.0	20.0	26.0	32.0	105.0	11.5	18.0	120.0
	FY3/24E	34.0	230.0	95.0	23.0	190.0	23.0	36.0	42.0	120.0	15.0	17.0	130.0
PBR (x)	FY3/23E	0.60	0.56	0.51	0.69	0.59	0.54	0.65	0.51	0.56	0.33	0.54	0.53
	FY3/24E	0.55	0.53	0.49	0.63	0.54	0.51	0.57	0.48	0.59	0.38	0.51	0.52
PER (x)	FY3/23E	9.9	9.1	8.2	11.2	8.5	10.9	11.1	10.4	9.5	6.9	9.2	21.0
	FY3/24E	8.3	8.6	8.0	10.2	8.1	9.7	10.1	9.4	8.2	6.0	8.4	20.4
配当利回り (%)	FY3/23E	3.7	4.4	4.7	2.9	4.3	3.7	2.8	3.1	3.6	3.6	3.7	2.1
	FY3/24E	3.9	4.4	5.2	3.2	4.1	4.3	3.8	4.1	4.1	4.7	3.5	2.3

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	5831	8354	7167	8334	8369	8418
2022/12/22	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	869.5	5,256.0	1,817.0	722.8	4,628.0	536.0	943.0	1,024.0	2,911.0	322.0	489.0	5,650.0	827.0
目標株価	910.0	5,700.0	2,000.0	780.0	5,700.0	670.0	1,100.0	1,350.0	3,100.0	440.0	660.0	7,800.0	1,200.0
上値/下値余地 (%)	4.7	8.4	10.1	7.9	23.2	25.0	16.6	31.8	6.5	36.6	35.0	38.1	45.1
BBGコンセンサス	888.3	5,654.6	1,962.3	668.6	5,163.3	542.1	920.0	1,025.0	2,841.7	312.0	460.0	5,800.0	836.7
上値/下値余地 (%)	2.2	7.6	8.0	-7.5	11.6	1.1	-2.4	0.1	-2.4	-3.1	-5.9	2.7	1.2
BBGレーティング	BUY	10	12	3	8	4	5	3	4	3	1	0	1
	HOLD	4	3	11	4	3	3	5	3	2	2	4	3
	SELL	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	1	0
純利益(10億円)													
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
	FY3/23E	1,080	786	563	158	190	58.1	62.0	55.4	58.1	47.1	29.2	27.8
	FY3/24E	1,215	806	578	166	203	64.2	66.0	59.3	65.9	56.2	31.5	28.3
BBGコンセンサス	FY3/23E	1,028	776	561	154	198	55.6	60.2	52.8	57.3	46.6	26.6	26.8
	FY3/24E	1,128	816	580	169	207	62.3	62.5	54.0	60.4	50.3	29.4	27.2
会社予想	FY3/23E	1,000	770	540	150	190	55.0	60.0	54.0	57.0	45.0	27.0	24.0
DPS (円)													
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
	FY3/23E	32.0	230.0	85.0	21.0	200.0	20.0	26.0	32.0	105.0	11.5	18.0	120.0
	FY3/24E	34.0	230.0	95.0	23.0	190.0	23.0	36.0	42.0	120.0	15.0	17.0	130.0
BBGコンセンサス	FY3/23E	32.4	226.0	85.0	21.3	201.1	19.2	27.3	29.1	105.8	11.5	16.0	105.0
	FY3/24E	36.6	239.1	89.6	22.3	217.7	21.2	31.0	32.0	113.0	12.3	17.0	110.0
会社予想	FY3/23E	32.0	230.0	85.0	21.0	200.0	19.0	26.0	30.0	105.0	11.0	18.0	120.0

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	コンソルティア 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	3,915	3,100	2,275	605	725	223.3	167.9	165.0	231.5	158.4	69.0	93.0	98.0
	FY3/24E	4,370	3,216	2,230	654	740	233.3	181.9	175.8	246.0	200.5	93.0	95.4	105.5
	FY3/25E	4,501	3,292	2,270	674	761	238.5	186.2	179.5	249.7	200.7	94.3	96.5	110.6
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	2,791	1,944	1,432	421	450	130.0	87.0	94.5	140.4	107.0	52.3	55.4	58.5
	FY3/24E	2,745	2,029	1,384	419	447	128.0	87.3	95.2	139.2	105.0	51.6	55.3	57.9
	FY3/25E	2,753	2,071	1,368	415	449	127.1	87.7	94.5	139.5	103.6	51.4	55.1	57.3
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	1,125	1,156	843	185	275	93.3	80.9	70.5	91.0	51.4	16.6	37.5	39.5
	FY3/24E	1,170	1,071	891	187	278	95.2	80.6	69.9	92.3	53.5	17.3	37.7	40.1
	FY3/25E	1,617	1,145	862	239	291	106.2	94.2	81.3	106.4	96.9	41.6	40.2	48.1
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	528	202	88	29	19	10.7	-0.1	7.8	5.5	12.4	5.3	4.4	3.2
	FY3/24E	343	214	172	28	19	14.6	7.1	8.7	8.9	14.4	4.4	6.0	5.6
	FY3/25E	348	219	174	29	19	13.5	6.5	6.3	9.0	14.4	4.4	5.0	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	139	161	51	40	4	2.2	6.9	13.7	2.2	32.0	30.4	6.0	3.3
	FY3/24E	115	85	50	20	12	4.2	4.0	10.0	2.4	5.0	10.0	6.0	5.6
	FY3/25E	115	65	50	20	14	4.2	4.0	10.0	2.4	5.0	10.0	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	1,080	786	563	158	190	58.1	62.0	55.4	58.1	47.1	29.2	27.8	22.2
	FY3/24E	1,215	806	578	166	203	64.2	66.0	59.3	65.9	56.2	31.5	28.3	26.5
	FY3/25E	1,293	837	603	181	218	70.5	70.5	64.6	67.4	57.1	32.5	30.2	30.2
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	6.4	6.3	6.3	6.3	7.3	5.1	5.8	5.0	6.0	5.0	5.0	2.4	3.3
	FY3/24E	6.9	6.3	6.3	6.4	6.9	5.5	5.9	5.3	7.3	6.5	6.2	2.5	4.3
	FY3/25E	7.1	6.4	6.3	6.7	7.0	5.8	6.0	5.6	7.2	6.4	6.2	2.7	4.8
与信費用比率 bps	FY3/22	31	32	28	15	14	7	7	7	2	18	15	24	28
	FY3/23E	48	22	10	7	6	7	-0	8	3	11	9	7	4
	FY3/24E	30	21	19	7	6	9	6	9	5	12	8	10	7
	FY3/25E	30	21	19	7	6	9	5	6	5	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	1.1	0.8	0.8	0.5	0.5	0.5	1.1	0.5	1.1	0.8	0.7	0.5	0.9
	FY3/24E	1.1	0.8	0.8	0.5	0.5	0.5	1.1	0.5	1.1	0.8	0.7	0.5	0.9
	FY3/25E	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
経費率 (%)	FY3/22	69	62	62	71	58	59	53	64	64	59	61	58	78
	FY3/23E	71	63	63	70	62	58	52	57	61	68	76	60	60
	FY3/24E	70	65	61	69	62	57	52	58	60	66	75	59	59
	FY3/25E	63	64	61	63	61	54	48	54	57	52	55	58	54

E = SBI 証券予想 出所: 会社資料、SBI 証券

1.2 FY3/23 の3Q 業績予想

図表 5 は、カバレッジ各社の3Q 業績予想である。

MUFG は MUFG ユニオンバンク(MUB)の売却前に生じた損失の戻入 4,481 億円が4Q に計上されるとしている。3Q までの進捗率は高くないだろう。また、同社には3Q 決算発表時に追加の自己株式取得をSBI では予想している。

図表 5: カバレッジ各社の3QFY3/23 予想

10億円	8306 MUFG					8316 SMFG					8411 みずほFG				
	3QFY3/22	2QFY3/23	3QFY3/23E	9mFY3/22	9mFY3/23E	3QFY3/22	2QFY3/23	3QFY3/23E	9mFY3/22	9mFY3/23E	3QFY3/22	2QFY3/23	3QFY3/23E	9mFY3/22	9mFY3/23E
粗利益	970	1,069	869	2,951	2,845	751	835	749	2,182	2,382	587	562	539	1,695	1,693
業務純益	297	339	144	944	691	296	357	269	852	939	244	206	186	685	633
与信費用	-4	-91	-71	27	449	-10	-30	-50	158	145	18	-32	-24	148	64
株式等関係損益	0	0	0	195	109	0	0	0	73	136	0	0	0	-33	41
当期純利益	289	117	175	1,070	407	169	273	114	625	640	93	175	113	479	447
通期予想(会社)					1,000					770					540
与信費用比率 (bps、年率)	17	101	35	3	54	62	22	27	25	21	47	-7	7	24	10
10億円	8308 りそなHD					8309 SMTH									
	3QFY3/22	2QFY3/23	3QFY3/23E	9mFY3/22	9mFY3/23E	3QFY3/22	2QFY3/23	3QFY3/23E	9mFY3/22	9mFY3/23E					
粗利益	153	156	153	476	445	175	175	181	550	555					
業務純益	48	53	47	159	131	69	61	72	228	219					
与信費用	35	-14	-2	21	19	3	-13	-11	-3	14					
株式等関係損益	0	0	0	32	33	0	0	0	-39	2					
当期純利益	46	49	37	127	119	31	39	43	142	147					
通期予想(会社)					150					190					
与信費用比率 (bps、年率)	4	2	12	7	6	2	0	7	-2	6					
10億円	7186 コンコルディアFG					8331 千葉銀行					5381 しずおかFG				
	3QFY3/22	2QFY3/23	3QFY3/23E	9mFY3/22	9mFY3/23E	3QFY3/22	2QFY3/23	3QFY3/23E	9mFY3/22	9mFY3/23E	3QFY3/22	2QFY3/23	3QFY3/23E	9mFY3/22	9mFY3/23E
粗利益	56.5	55.9	53.4	169.1	164.4	42.4	41.3	39.3	132.1	124.1	42.0	43.3	41.5	122.2	122.6
業務純益	24.6	24.6	21.2	71.3	69.3	20.1	19.1	18.9	63.6	59.4	17.7	20.2	18.5	48.0	51.2
与信費用	-1.2	-3.9	-3.0	0.5	8.5	0.1	-3.2	-4.0	3.3	-1.9	1.2	1.1	0.5	4.7	6.3
株式等関係損益	0.0	0.0	0.0	3.3	1.1	0.0	0.0	0.0	2.4	5.9	0.0	0.0	0.0	3.3	11.2
当期純利益	14.2	12.0	14.0	50.0	43.3	13.5	18.4	11.0	45.4	46.3	12.2	13.8	11.8	39.8	40.0
通期予想(会社)					55.0					60.0					54.0
与信費用比率 (bps、年率)	9	17	9	0	8	3	-9	6	4	-2	5	14	9	7	9
10億円	8354 ふくおかFG					7167 めふきFG					8334 群馬銀行				
	3QFY3/22	2QFY3/23	3QFY3/23E	9mFY3/22	9mFY3/23E	3QFY3/22	2QFY3/23	3QFY3/23E	9mFY3/22	9mFY3/23E	3QFY3/22	2QFY3/23	3QFY3/23E	9mFY3/22	9mFY3/23E
粗利益	60.7	54.0	56.8	170.8	171.9	51.0	54.0	42.7	147.1	114.7	23.3	13.1	19.1	72.4	49.3
業務純益	25.1	19.5	21.4	65.7	66.6	23.9	19.5	16.9	64.1	35.1	9.2	0.3	6.1	30.4	10.0
与信費用	-0.4	-1.8	-2.0	2.4	3.9	-0.4	-1.8	-10.0	11.5	8.2	0.2	-9.2	-3.0	4.0	3.9
株式等関係損益	0.0	0.0	0.0	2.9	1.1	0.0	0.0	0.0	3.5	28.0	0.0	0.0	0.0	6.2	23.4
当期純利益	16.2	13.7	13.3	44.2	44.1	13.8	13.7	10.2	38.5	37.1	8.0	5.2	6.1	23.4	19.9
通期予想(会社)					57.0					45.0					27.0
与信費用比率 (bps、年率)	3	2	5	2	3	10	2	11	13	9	7	12	11	14	9
10億円	8369 京都銀行					8418 山口FG									
	3QFY3/22	2QFY3/23	3QFY3/23E	9mFY3/22	9mFY3/23E	3QFY3/22	2QFY3/23	3QFY3/23E	9mFY3/22	9mFY3/23E					
粗利益	28.0	16.1	27.8	78.4	77.2	26.7	22.3	25.2	78.1	72.3					
業務純益	14.4	2.6	14.4	36.5	35.6	11.4	7.1	10.2	32.0	26.6					
与信費用	-0.1	-1.6	0.1	3.6	1.9	-2.2	-4.2	-2.0	4.5	1.8					
株式等関係損益	0.0	0.0	0.0	3.6	3.1	0.0	0.0	0.0	1.8	1.9					
当期純利益	10.1	2.1	10.1	23.9	26.1	8.7	4.6	3.8	20.8	16.1					
通期予想(会社)					24.0					17.0					
与信費用比率 (bps、年率)	5	3	8	8	4	2	4	7	8	3					

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 1)債券等の損失額が予想を下回ること、 2)法人・リテール関連収益が想定を上回ること、 3)3Q決算発表時に自己株式取得が発表されること。	下振れするリスク 1)債券等の損失額が予想を上回ること、 2)3Q決算発表時に自己株式取得の発表がないこと。
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)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 1)風土改革の進捗の確認ができること、 2)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	上振れするリスク 1)株主還元の拡大、 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。	下振れするリスク 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想定以上に進むこと、 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	コンコルディア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)提携戦略の効果の発現。	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)延滞率の上昇と与信費用の増加、 3)東日本銀行の営業力強化の遅れ。
8331	千葉銀行	中立	カタリスト 1)法人役務におけるシローン以外のプロダクトの拡大、 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)キャッシュレス戦略の拡大。	目標株価に到達しないリスク 1)投信・保険収益の大きな落込み、 2)不動産賃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。
5831	しずおかFG	中立	カタリスト 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。	目標株価に到達しないリスク 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)野村証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。	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	カタリスト 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。	目標株価に到達しないリスク 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	カタリスト 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による上方修正と還元の追加発表。	目標株価に到達しないリスク 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	カタリスト 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。	目標株価に到達しないリスク 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 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 7 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、りそな HD、ふくおか FG、千葉銀行、めがき FG、群馬銀行である。

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、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く考えられる。

図表 7: 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

2022/12/20			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	5,298,720	0.8		6.1		-0.6		-3.1		-1.9		1.10	13.3		2.6	12.7		7.4		
INDU	NYダウ	US	9,642,210	-4.0		11.1		6.5		-2.4		-7.7		4.40	18.9		2.1	20.9		9.7		
TPNBK	銀行業(東証1)	JP	292,996	34.3		19.1		13.5		10.6		31.3		0.52	11.5		4.0	26.9		-17.6		
SSBANKX	S&P500銀行	US	1,238,614	-18.7		3.8		-3.8		-7.9		-21.5		1.12	9.3		3.3	35.4		-13.8		
SX7P	欧州銀行	EU	921,243	7.1		7.7		6.1		2.0		1.5		0.66	8.4		6.0	39.7		-24.0		
1	8308 JP	りそなHD	JP	12,677	64.9	1	39.6	1	28.1	1	12.6	6	60.9	1	0.70	15.3	6.7	3.0	29.8	17	-20.3	28
2	8354 JP	ふくおかFG	JP	4,152	55.9	2	21.5	10	9.7	15	14.5	4	50.4	2	0.62	9.6	6.7	3.7	12.2	31	-8.5	12
3	8331 JP	千葉銀行	JP	5,683	43.0	5	27.0	7	18.2	5	14.1	5	43.5	3	0.65	11.8	5.9	2.9	19.5	27	-7.1	11
4	7167 JP	めがきFG	JP	2,682	46.2	3	27.6	6	17.2	8	9.5	7	41.9	4	0.39	7.6	5.6	3.6	21.8	24	-24.1	30
5	8334 JP	群馬銀行	JP	1,546	45.2	4	30.6	2	20.2	4	14.7	2	40.6	5	0.40	8.0	5.6	3.3	14.7	30	-14.6	17
6	8306 JP	三菱UFJ FG	JP	80,262	38.3	6	14.7	18	14.6	11	14.8	1	36.6	6	0.62	18.6	6.4	3.8	42.6	9	-18.6	24
7	8316 JP	三井住友FG	JP	52,133	37.6	7	28.8	4	17.5	6	8.3	10	33.1	7	0.56	9.1	6.5	4.4	29.8	16	-15.6	18
8	7186 JP	コンソルディアFG	JP	4,851	32.2	9	16.5	17	15.5	10	14.6	3	31.2	8	0.56	13.5	5.4	3.6	19.5	26	-16.1	19
9	8418 JP	山口FG	JP	1,675	36.5	8	12.7	20	6.6	19	8.1	11	28.4	9	0.31/A	N/A	4.1	3.8	20.3	25	-19.0	25
10	8411 JP	みずほFG	JP	34,209	29.0	10	18.9	14	9.0	16	8.5	9	27.1	10	0.51	9.6	6.2	4.7	17.3	29	-17.9	21
11	5831 JP	しずおかFG	JP	4,587	26.4	11	26.8	8	20.7	3	9.1	8	27.0	11	0.53	13.9	4.9	2.9	11.9	32	-4.7	8
12	NWG LN	ナットウエスト	GB	30,769	26.1	12	20.0	11	-3.9	29	1.6	17	21.4	12	0.81	9.9	11.2	9.6	38.6	11	-30.2	34
13	8309 JP	三井住友トラストHD	JP	12,460	22.1	13	10.7	21	4.7	23	6.3	13	20.9	13	0.62	10.6	7.3	4.4	25.8	21	-23.1	29
14	HSBA LN	H S B Cホールディングス	GB	121,917	18.7	14	-5.2	36	-5.1	31	5.0	14	16.9	14	0.77	10.0	11.3	4.9	23.0	23	-36.0	35
15	8369 JP	京都銀行	JP	3,250	18.0	15	-0.5	33	3.9	24	0.7	20	7.9	15	0.42	18.6	2.5	1.9	0.4	35	15.9	4
16	NDA SS	ノルデア・バンク	FI	38,562	11.7	16	14.3	19	11.2	14	1.1	18	6.4	16	1.21	11.4	13.2	7.2	77.4	2	-11.1	14
17	UBSG SW	U B S	CH	63,327	8.3	17	8.5	25	5.5	22	-4.8	31	4.2	17	1.02	8.2	12.0	3.1	34.8	13	8.4	5
18	UCG IM	ユニクレディト	IT	27,108	7.4	18	28.9	3	23.7	2	0.7	19	3.1	18	0.47	11.0	7.0	5.9	79.6	1	-41.3	36
19	7164 JP	全国保証	JP	2,620	5.1	21	19.4	12	5.6	20	-0.4	23	2.4	19	1.83	12.2	15.8	3.0	8.5	33	4.4	7
20	INGA NA	I N Gグループ	NL	45,333	6.8	19	18.2	15	17.4	7	0.2	21	2.3	20	0.83	12.2	9.6	6.5	68.8	3	-28.5	32
21	LLOY LN	ロイズ・バンキング・グループ	GB	37,188	5.0	22	5.9	28	-4.8	30	0.1	22	-0.2	22	0.77	7.7	10.7	5.3	34.9	12	-41.7	38
22	SAN SM	サンタンデール	ES	50,139	6.3	20	2.9	31	8.9	17	7.9	12	-0.4	23	0.52	5.3	8.9	5.4	18.6	28	-29.0	33
23	RY CA	ロイヤルバンクオブカナダ	CA	129,642	1.9	24	3.3	30	0.9	27	-3.9	29	-1.3	24	1.75	11.6	15.1	4.2	33.1	14	6.5	6
24	DBK GN	ドイツ銀行	DE	23,053	0.2	26	8.7	24	15.5	9	2.9	16	-2.6	25	0.35	6.3	6.3	3.0	23.1	22	29.4	2
25	BNP FP	B N Pパリバ	FR	69,364	0.4	25	9.5	23	7.3	18	-0.7	25	-6.8	26	0.59	6.5	7.7	7.9	47.9	6	-18.4	23
26	GS US	ゴールドマン・サックス	US	121,686	-4.8	27	24.9	9	5.5	21	-8.6	34	-7.6	27	1.08	8.9	11.9	2.6	47.6	7	17.5	3
27	MS US	モルガン・スタンレー	US	143,930	-7.6	28	19.0	13	-3.1	28	-4.5	30	-10.3	28	1.56	12.0	12.8	3.5	46.6	8	38.1	1
28	WFC US	ウェルズ・ファーゴ	US	156,154	-10.4	30	8.0	26	-8.9	33	-11.9	36	-12.5	29	1.00	11.0	11.6	2.7	61.1	4	-41.7	37
29	BARC LN	パークレイズ	GB	30,008	-9.5	29	-1.4	34	-9.0	35	-1.6	26	-13.6	30	0.46	5.1	8.6	4.6	29.7	18	-18.3	22
30	STT US	ステート・ストリート	US	28,618	-10.6	31	28.8	5	11.2	13	3.2	15	-13.9	31	1.21	10.4	11.7	3.1	31.1	15	-4.8	9
31	JPM US	J Pモルガン・チェース	US	383,341	-12.4	33	17.7	16	11.6	12	-2.4	28	-14.8	32	1.50	10.8	13.9	3.1	27.7	20	-5.5	10
32	ACA FP	クレディ・アグリコル	FR	30,792	-11.7	32	3.6	29	1.3	25	-1.8	27	-16.3	33	0.45	6.0	7.0	9.9	29.4	19	-20.2	27
33	BK US	BNY Mellon	US	35,799	-19.1	34	9.6	22	1.1	26	-0.6	24	-21.3	34	1.03	10.6	9.9	3.2	40.5	10	-12.9	16
34	C US	シティグループ	US	84,854	-21.8	35	-3.8	35	-8.2	34	-10.0	35	-24.6	35	0.47	4.6	6.9	4.7	1.0	34	-19.6	26
35	BAC US	バンク・オブ・アメリカ	US	258,242	-23.7	36	2.1	32	-6.6	32	-12.9	37	-25.9	36	1.07	9.8	11.4	2.7	49.6	5	-11.6	15
36	7342 JP	ウェルスナビ	JP	525	-30.0	37	-18.9	37	-19.1	36	-8.5	33	-30.3	37	6.11	na	9.0	0.0	-19.2	36	na	na
37	CSGN SW	クレディ・スイス	CH	11,790	-65.3	38	-50.3	38	-42.4	38	-28.9	38	-67.0	38	0.17/A	N/A	0.6	2.5	-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

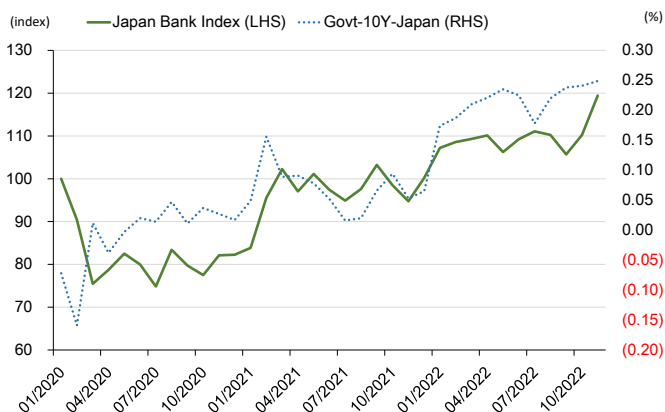
1.5 日米欧の銀行インデックスと長期金利

図表 8 から図表 10 は、2020 年 1 月を 100 とした、日米欧の銀行インデックスの推移と、各地域の 10 年国債の利回りの推移を示したものである。

2022 年に始まった欧米の金利上昇は、両方の地域の銀行インデックスの低下につながっていることが分かる。日本の長期金利も上昇しているが、利鞘拡大の期待が大きいため、他地域と異なり、銀行インデックスの上昇がみられる。

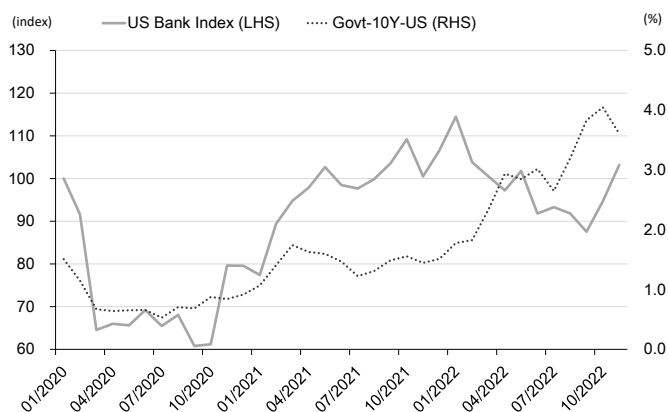
3 地域の銀行インデックスの動きを比較したのが、図表 11 である。日本の銀行インデックスがアウトパフォームしている。2022 年 4 月以降、欧米の銀行インデックスはほぼ同じ動きをしていることが分かる。

図表 8: 日本の銀行インデックスと 10 年国債の利回り推移 (2020 年 1 月から)



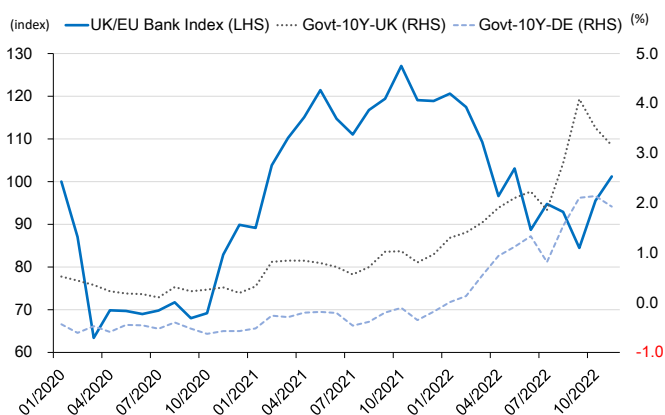
出所:ブルームバーグ、SBI 証券

図表 9: 米国の銀行インデックスと 10 年国債のイールドカーブ推移 (2020 年 1 月から)



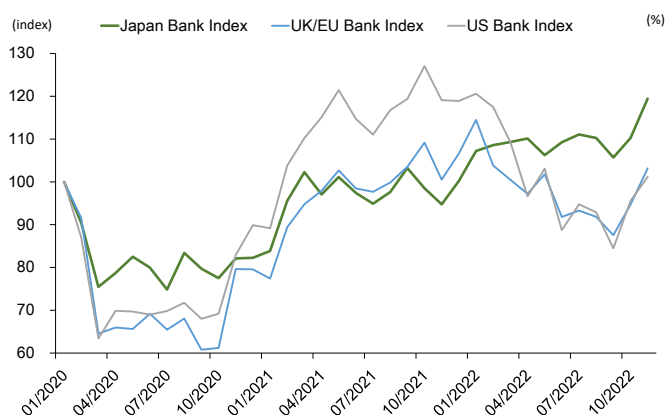
出所:ブルームバーグ、SBI 証券

図表 10: 欧州の銀行インデックスと 10 年国債の利回り推移 (2020 年 1 月から)



出所:ブルームバーグ、SBI 証券

図表 11: 日米欧の銀行インデックス推移 (2020 年 1 月から)



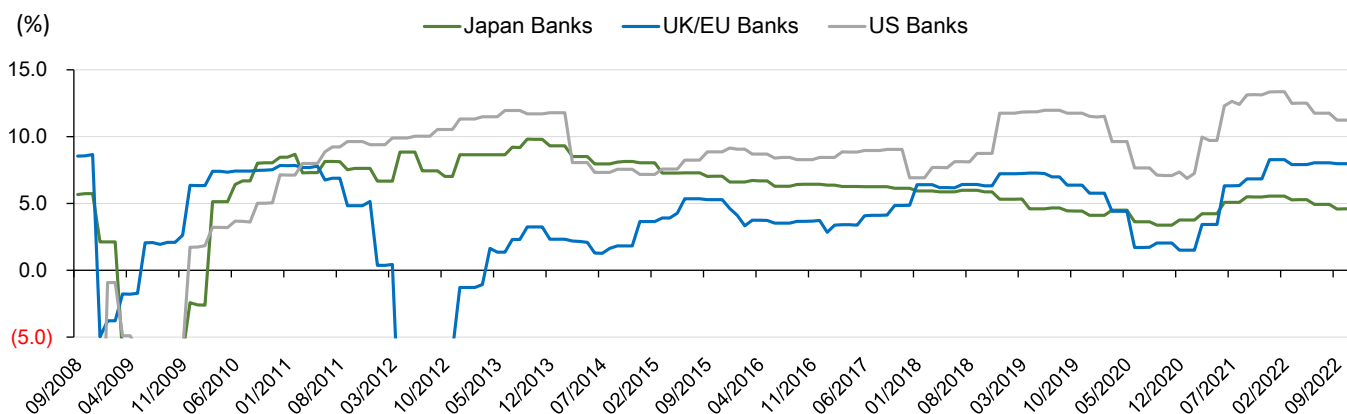
出所:ブルームバーグ、SBI 証券

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、日本の金融政策の変更期待は当面、銀行には好ましいものであることを考えれば、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。

次にアウトパフォームし始める地域はどこだろうか。

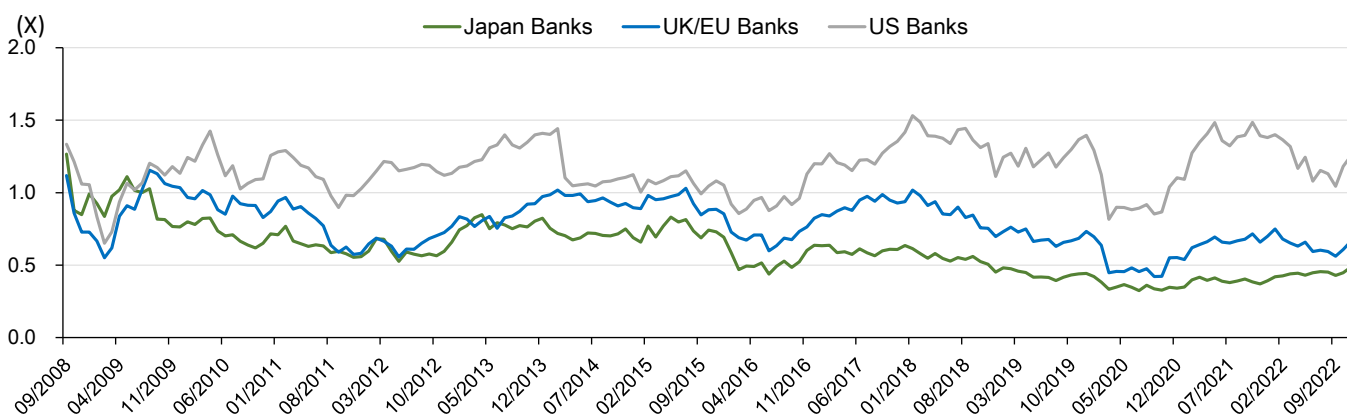
3地域の銀行インデックスのROEの推移が図表12にある。日本とアメリカのROEが低下しているが、欧州のROEは横ばいである。日本のマイナス金利解除の期待が実現すれば、次にアウトパフォームし始めるのは欧州の銀行であろう。

図表 12: 日米欧の銀行インデックスの ROE 推移



出所:ブルームバーグ、SBI証券

図表 13: 日米欧の銀行インデックスの PBR 推移



出所:ブルームバーグ、SBI証券

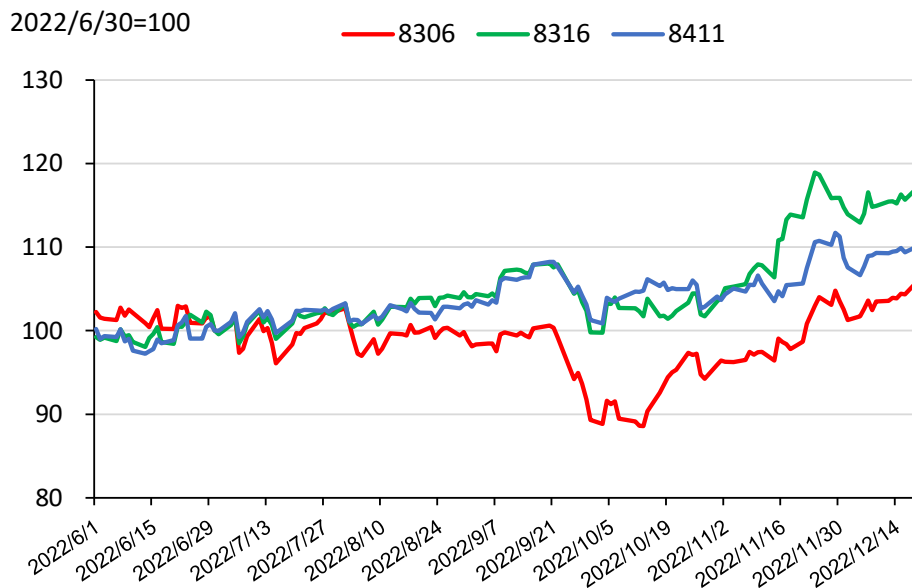
1.6 3メガバンクの相対株価

3メガバンクの相対株価を示しているのが図表14である。6月30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。

11月以降はMUFGがみずほFGをアウトパフォームしている(図表15)。3Q決算発表時に追加の自己株式取得が期待されていることが、その理由の一つだろう。SMFGが3メガの中のトップパフォーマーだが、これは当面変わらないだろう。

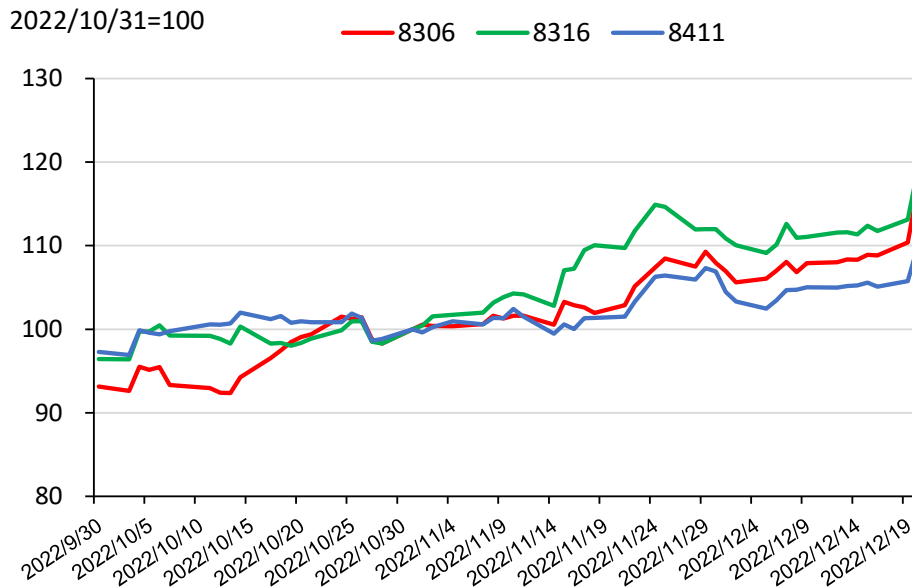
みずほFGに関しては、企業風土改革に向けて着実に前進しているとSBIでは考えている。具体的には、社員参加型のWGの提言によって、企業理念の再定義やカルチャー変革推進担当者(CCuO、Chief Culture Officer)の採用などである。こうした発信は、企業風土の変化を投資家が確信するためにより取組みである。

図表14: 3メガバンクの相対株価 (2022年6月30日=100)



出所:ブルームバーグ、SBI証券

図表15: 3メガバンクの相対株価 (2022年10月31日=100)



出所:ブルームバーグ、SBI証券

1.7 1H 決算と外債の含み損益

図表 16 はカバレッジ各社の 1H 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 1H 純利益の割合)が最も低いことが分かる。そのため、カバレッジ大手行の平均進捗率は 48%である。

地銀の進捗率はいずれも 50%を超えている。地銀の平均進捗率は 57%である。

進捗率が高いのは SMFG、みずほ FG、めぶき FG、京都銀行、山口 FG である。

外債の含み損が最も大きいのは MUFG で 1.8 兆円である。SMFG とみずほ FG はそれぞれ約 1 兆円である。地銀の中ではふくおか FG の含み損が約 800 億円と大きい。次いで千葉銀行の 545 億円、めぶき FG の 519 億円である。開示していない銀行もあるが、ヘッジ勘案後の含み損は約 6 割となっている。

これらの含み損は 9 月末の数字である。10 月以降、アメリカの金利は 9 月よりも低くなっている。同じようなことが 6 月決算以降に起きた。含み損の処理を行う機会が再度、来たと言えるだろう。

図表 16: 1H 決算と外債の含み損益

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	770.0	540.0	150.0	190.0	2,650	55.0	60.0	54.0	57.0	45.0	27.0	24.0	17.0	339	2,989
	1HFY3/22	781.4	456.1	385.7	80.8	111.0	1,815	35.9	31.9	27.5	27.9	24.7	15.4	13.8	12.1	189	2,004
1HFY3/23	231.1	525.4	334.0	82.7	95.4	1,269	29.4	35.3	28.2	30.8	26.9	13.8	16.0	12.3	193	1,461	
	進捗率	23%	68%	62%	55%	50%	48%	53%	59%	52%	54%	60%	51%	66%	72%	57%	49%
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	-5.4	-8.4	-0.6	-15.9	-8.9	-1.7	-3.4	-47	-507
	1HFY3/23	-497.1	-63.3	-15.7	-39.5	-24.8	-640	-6.7	-8.6	-7.3	-2.4	-39.3	-18.1	-3.3	-7.6	-93	-734
株式関係損益	4QFY3/22	332.6	209.1	-43.8	45.5	-38.3	505	3.9	2.7	3.6	2.8	3.5	10.8	0.8	-3.8	24	529
	1QFY3/23	73.7	36.8	20.4	18.1	-0.1	149	0.1	1.0	6.9	-0.0	11.3	9.0	0.3	0.2	29	178
	1HFY3/23	147.0	92.1	38.4	35.4	-2.5	310	0.0	5.3	9.3	0.5	24.3	16.4	1.6	0.4	58	368
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	na	-180	-2,911
	1HFY3/23	-1,840.9	-1,049.3	-1,081.7	-53.1	-66.0	-4,091	-31.6	-54.5	-41.3	-79.9	-51.9	-15.1	-5.6	na	-280	-4,371
外債含み損益(ヘッジ後)	1HFY3/23	-1,000.0	na	-606.2	na	-31.0	na	-25.0	-37.8	-59.5	na	na	na	na	-19.4		
与信費用	1QFY3/23	74.0	32.1	64.8	5.6	8.6	185	-1.0	-1.1	0.9	1.2	0.2	0.7	0.3	-0.5	1	186
	1HFY3/23	279.2	51.0	-14.4	2.1	0.2	318	6.3	-2.6	3.3	0.7	4.9	1.7	0.5	0.9	16	334
与信費用比率 (bps)	1QFY3/23	26.8	14.1	30.6	5.7	11.1		-2.7	-3.7	3.9	2.8	0.6	4.9	1.7	-2.6		
	1HFY3/23	64.0	18.3	11.9	3.9	5.7		7.1	-6.3	5.9	2.2	8.6	8.2	1.6	0.9		

CE =会社予想 出所: SBI 証券

2. 金融政策と銀行株価

2.1 YCC の上限引き上げはよいニュース

2022年12月20日に日本銀行は長期金利の変動幅を0.25%から0.50%に拡大した。

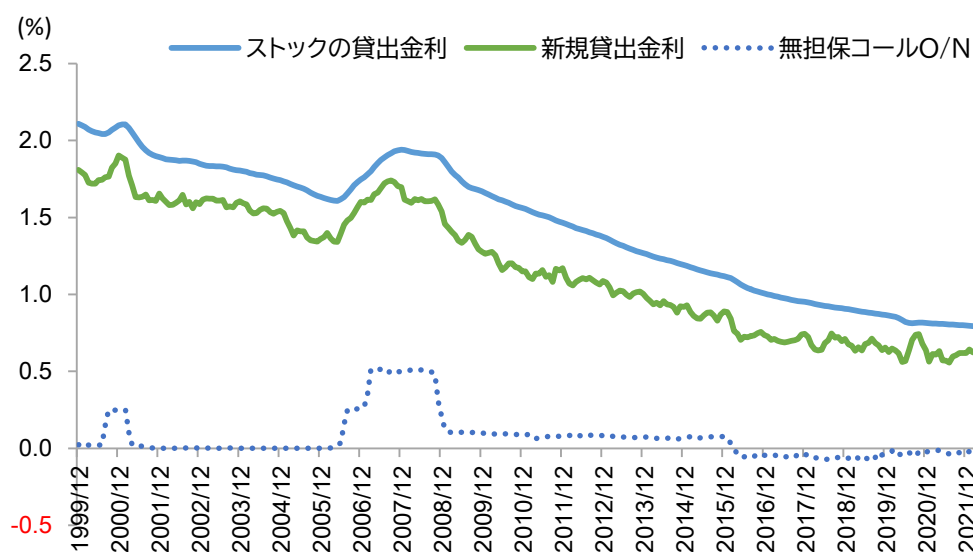
2.2 日銀の金融政策変更で貸出金利は上がるのか

図表 17 はストックの貸出金利(既存貸出の金利)、新規の貸出金利、無担保コール O/N 金利の長期推移を示したものである。

2000年以降、日本銀行が金融引き締め、つまり金利を上げたのは3回しかない。2000年8月、2006年7月、2007年2月である。いずれも無担保コール O/N の金利が25bp 上げられた。2007年2月には0.5%まで上げられた。

政策金利に反応し、新規貸出金利もストックの貸出金利も上昇した。金融政策変更で貸出金利は上昇するということである。

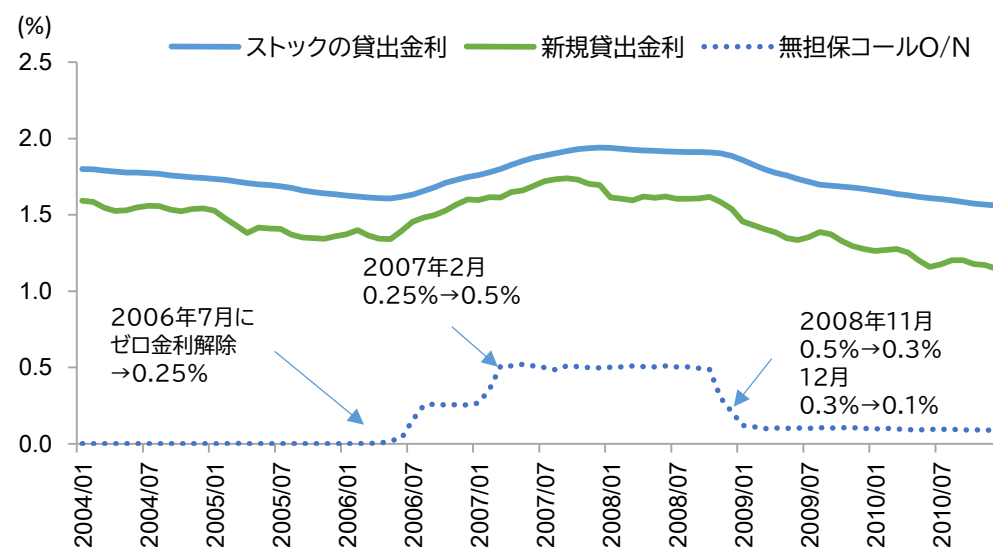
図表 17: 銀行の貸出金利と政策金利



出所:ブルームバーグ、SBI証券

図表 18 は上の図表を短い期間にしたものである。新規貸出金利が政策金利の変更により早く反応していることが分かる。

図表 18: 銀行の貸出金利と政策金利(2004年1月から2010年12月まで)



出所:ブルームバーグ、SBI証券

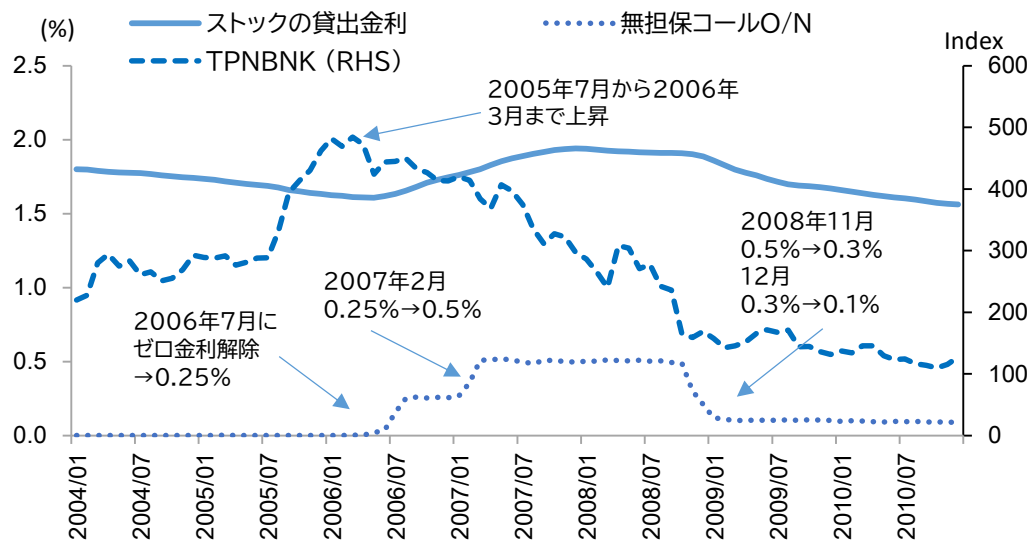
2.3 日銀の金融政策変更で銀行株価は上がるのか

では、金融政策変更で銀行株価は上がるのか。

2005年から2006年にかけて銀行株は大きく上昇した。具体的には2005年7月から2006年3月までである。銀行インデックスのピークは2006年3月だったが、これは最初の利上げである2006年7月よりも早い。すなわち、銀行株は金融政策変更の期待で上昇するということである。2007年2月には再度の利上げがあったが、銀行の低下傾向は変わっていない。

2005年の夏からの上昇は日銀の金融政策変更、つまり金利の引上げが期待されたことが大きな要因であろう。加えて、郵政改革という大きな政治的イシューも銀行株にポジティブな影響を及ぼした面もあるだろう。

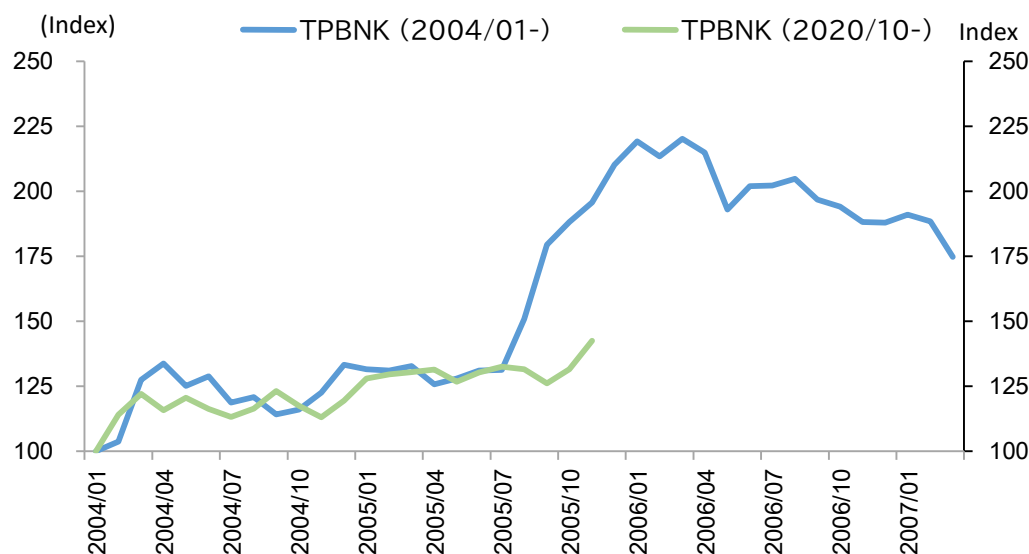
図表 19: 銀行インデックスと政策金利、貸出金利



出所:ブルームバーグ、SBI証券

2004年1月を100とした銀行インデックスの推移と2020年10月を100とした銀行インデックスの推移を示したのが図表20である。どの時点を開始にするかで変わるだろうが、足元の銀行株式の上昇は当時と似ている可能性がある。

図表 20: 銀行インデックスの推移



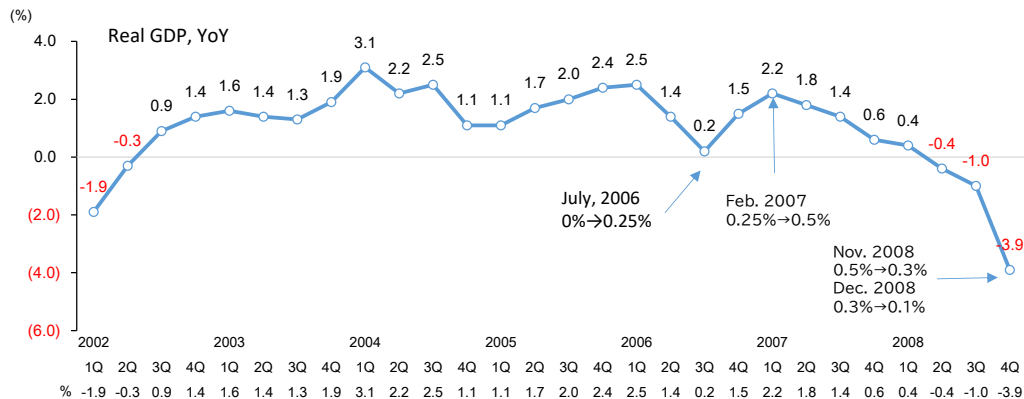
出所:ブルームバーグ、SBI証券

2.4 2006年/2007年の利上げ前後のGDP推移と現在

2003年4月に、いわゆる「リソナショック」が起きた。日本のGDPは2003年3Qを底に回復していった。いったん、2004年4Qから2005年1Qにかけてやや停滞するものの、2006年1Qまで毎四半期、GDPの成長は続いた(図表21)。

2006年7月の政策金利の引上げはタイミングとしては遅かったと言える。2回目は必要なかったかもしれない。そして2008年の引下げは遅かったと言えよう。

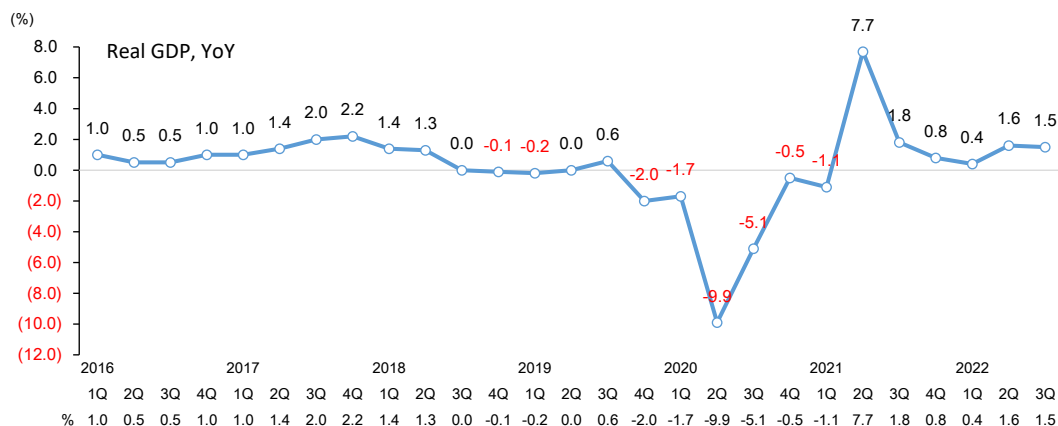
図表 21: GDP 成長率の推移と政策金利の変更(四半期、前年比、2002年1Qから)



出所:内閣府、SBI証券

図表 22 は 2016 年 1Q からの GDP 成長率の推移である。

図表 22: GDP 成長率の推移(四半期、前年比、2016年1Qから)



出所:内閣府、SBI証券

GDP 成長率の水準が 2005 年、2006 年と異なるものの、2022 年 2Q、3Q の水準が続くのであれば、金融政策変更は悪くないだろう。現在の金融政策変更の期待はここにも一因があるのかもしれない。GDP の見通しが低くなるのであれば、変更も先延ばしとなる可能性はある。

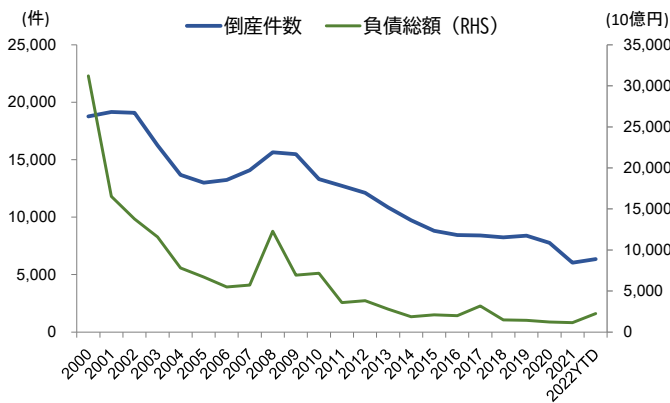
3. 倒産件数の増加

国内の環境に全く問題がないわけではない。図表 23 は倒産件数と負債総額の年次の推移、図表 24 は月次の推移を示したものである。

年次の図表から、件数も負債総額も底打ちをして、大きくはないが上昇していることが分かる。月次の図表からは倒産件数の増加傾向が見える。

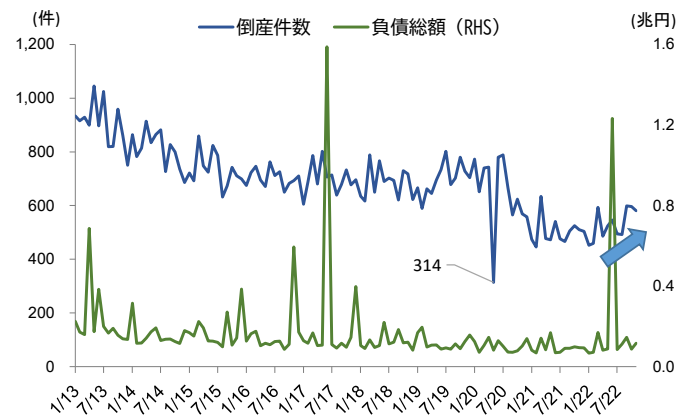
2022年の負債総額の増加は、自動車部品メーカーのマレリによるものであるから、一過性とは言えるだろう。しかし、件数の増加はやや気にしておくべき点だとSBIでは考える。

図表 23: 倒産件数と負債総額の推移
(年次、2022YTD は年換算)



出所: 東京商エリサーチ、ブルームバーグ、SBI 証券

図表 24: 倒産件数と負債総額の推移
(月次)



出所: 東京商エリサーチ、ブルームバーグ、SBI 証券

4. 株主還元の期待

図表 25 は SBI のカバレッジの銀行の FY3/20 から FY22 までの実績と FY3/23 の会社予想である。純利益、DPS、配当額、自己株式取得、配当性向などを示している。

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、SMTH

である。

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は

しずおか FG、京都銀行

である。

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%の株主還元の目標を持っており、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 25: 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	770.0	540.0	150.0	190.0	2,650	55.0	60.0	54.0	57.0	45.0	27.0	24.0	17.0	339	2,989
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	230.0	85.0	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	387.1	311.2	215.4	52.4	72.7	1,039	23.5	18.9	14.9	19.7	12.3	6.6	8.2	7.0	111	1,150
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	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
	FY3/22	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	450.0	100.0	0.0	15.0	0.0	565.0	15.0	10.0	0.0	5.0	5.0	2.0	3.0	10.0	50.0	615
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	43.4
	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	38.7	40.4	39.9	35.0	38.3	39.2	42.7	31.5	27.6	34.6	27.3	24.5	34.2	41.4	32.8	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	9.7
	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	45.0	13.0	0.0	10.0	0.0	21.3	27.3	16.7	0.0	8.8	11.1	7.4	12.5	58.8	14.7	20.6
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	53.1
	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	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	83.7	53.4	39.9	45.0	38.3	60.5	69.9	48.2	27.6	43.4	38.4	31.9	46.7	100.3	47.5	59.1

CE は会社予想、E は会社予想に基づく数値、TD は 4 月から 11 月末まで 出所: 会社資料、SBI 証券

5. 地銀株の株価パフォーマンス

上場地銀の株価パフォーマンスを示したのが図表 28 である。2022 年の年初来騰落率の高い順に並べてある。

地銀の株価を動かしたのは、

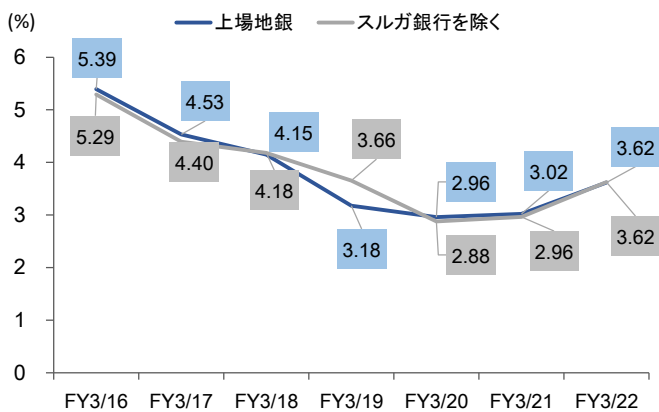
- 1) 業績の改善、
- 2) 株主還元の強化、
- 3) 日銀の金融政策変更への期待、

であると SBI では考える。

上場地銀の平均 ROE は FY3/16 の 5.39% から低下し続け、FY3/20 に 3% を切る 2.96% に下がった。しかし、FY3/21 に 3.02%、FY3/22 に 3.62% へと改善した(図表 26 参照)。トップラインの増加、経費の削減などでコア業務純益が増加したことが一つの要因である。

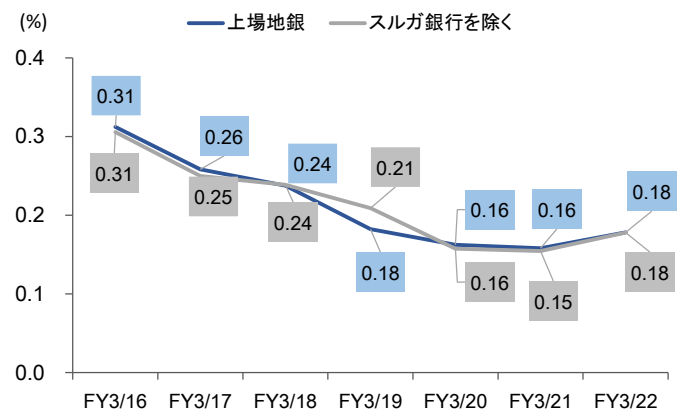
業績の改善の一例として、東京きらぼし FG(7173、NR) を挙げることができる。FY3/22 の純利益は 181 億円、一過性の利益 65 億円を除いても 116 億円であった。FY3/20 の 76 億円、FY3/21 の 41 億円から大きく増加した。

図表 26: 上場地銀の ROE の推移
(負ののれんの利益を除く)



出所: 会社資料、ブルームバーグ、SBI 証券

図表 27: 上場地銀の ROA の推移
(負ののれんの利益を除く)



出所: 会社資料、ブルームバーグ、SBI 証券

京都銀行(8369、買い)が総株主還元性向について 50% を目安にするというリリースを出したのが 1 年前の 2021 年 12 月である。同行は 2022 年 1 月に、実質的に初めてとなる自己株式取得を発表し、2 月に実施。今期も 11 月に自己株式取得を発表し実施中。ふくおか FG(8354、中立)も今年、自己株式取得を行った。北國 FHD(7381、NR)は株主との対話により、資本政策を大きく変更し、それが今年の株価上昇につながった。

日銀の金融政策変更への期待は、2022 年の年初から少しずつ株価に織り込まれてきたと SBI では考えている。実際に政策の変更がある前まで、銀行株にはポジティブな要因となるだろう。

【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.sbisecc.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.sbisecc.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.sbisecc.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、資格も有していません。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いませんが、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。本レポートは目録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。本レポートは目録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。