

7167 株式会社めぶきフィナンシャルグループ (Mebuki Financial Group, Inc.)

Kabugami V3.2 74.75/100 · B+

这家公司是做什么的

めぶきFG是由茨城的常陽銀行与栃木の足利銀行为核心形成的大型地方金融集团，依靠两县强大的存款与企业主办银行网络经营贷款、支付、财富管理、证券、租赁、信用保证、投资和区域解决方案业务。

最近亮点

2027年3月期Q1归母净利润345亿日元、同比增加122亿，创2016年经营统合以来第一季度最高；银行合计核心业务纯益373亿、同比增加88亿。公司8月把全年经常利润上调至1,535亿日元、归母净利润上调…

资料截止 2026-09-22 · Kabugami 研究

合规与风险声明：本报告为研究记录，不构成投资建议、投资勧诱、买卖推荐、目标价或收益保证。投资者可能损失全部本金。

研究身份与发布溯源

研究来源	GPT 研究
研究日期	2026-09-22
研究规则版本 SHA	e2de6eb0062e4b161b25047953330701009d4e6e
评分版本	V3.2
发布源 SHA	36fc91928acbeae24b3818b6b61dcbd5d45df09b
交付代码版本 SHA	36fc91928acbeae24b3818b6b61dcbd5d45df09b
交付运行时指纹	94cbd61bd39833dcd9443bb866439f1d0a1a971113dc4f93b574a8d915c694ed

先看研究要点

为什么值得研究	常陽銀行与足利銀行在茨城、栃木拥有极强的存贷款和主办银行位置：公司口径两县贷款份额 49.1%、存款份额 39.7%，TDB 调查显示常陽銀行在茨城主办银行份额 46.56%、足利銀行在栃木 45.09%。Q1 存贷利息差同比增加 47 亿、贷款余额同比增长约 3.9%，核心 OHR 降至 44.3%；同时分红由 FY2024 的 12 日元、FY2025 的 16 日元、FY2026 的 28 日元提升至 FY2027 计划 44 日元，资本回报明显改善。
最需要担心什么	最大风险不是“利率不涨”，而是利率继续上升后存款 beta、借款人信用成本和债券估值损失同时加快。Q1 有价证券买卖等损益 117 亿、同比增加 77 亿，不能把全部利润增长都当作结构性净息差；政策保有股虽已卖出大量股票，2026 年 6 月底时价仍约 1,735 亿、约占净资产 15.5%。茨城和栃木总体人口持续自然减少，企业倒产与人手不足压力上升；而当前 1.42 倍 PBR 已经把相当一部分改善计入价格。
Kabugami 现在怎么看	めぶき FG 已经从“低利率下靠规模但资本回报偏低的地银”切换到“利率正常化让大额存款特许权重重新产生利润”的阶段，且 Q1 的核心业务纯益、贷款增长、OHR 改善和股东回报都证明变化是真实的。问题在于市场也已经知道这一点：2022 年至 2026 年股价连续重估，PBR 从长期低于 1 倍进入约 1.42 倍，当前价格要求 ROE 长期稳定高于 8%—9% 的资本成本并继续提升。真正的超额回报不再取决于“日本会不会加息”，而取决于资产端重定价优势能否持续快过存款 beta、信用成本和资本消耗，同时高位价格结构能否经一次有分量的回抽后仍保留新的重心。

01 | 投资问题与当前结论

01.1 | 真正的问题已经从“加息是否利好”变成“盈利能否跑赢已经重估的价格”

如果只看 2026 年的新闻，めぶき FG 很容易被归纳为“日银加息受益的地方银行”。这个判断方向没有错，但已经不足以决定今天普通股的吸引力。

集团在 2025 年 3 月期归母净利润 582 亿日元，2026 年 3 月期升至 841 亿；2027 年 3 月期公司现在预测 1,050 亿。ROE 也从 2025 年 3 月期的 5.9% 升到 2026 年 3 月期 8.2%，本期预测约 9.5%。这些不是一季的偶然数据，而是一条盈利能力持续重建的路径。

与此同时，股票也完成了更快的估值迁移：2022 年末 334 日元、2023 年 428.9 日元、2024 年 642.3 日元、2025 年 1,038 日元，2026 年 9 月 18 日已经到 1,682 日元。当前 PBR 约 1.42 倍，不再是“账面价值打折”的传统地银。

因此本轮 Investment Question 是：

常陽銀行与足利銀行的大额低成本存款、区域客户关系、贷款增长和证券再投资，能否在政策利率进入 1.25% 甚至更高的环境下，把 ROE 稳定推到资本成本之上并继续增长；还是存款重定价、信用成本、债券与政策持股风险会使盈利改善放缓，而当前 1.42 倍 PBR 已经提前透支大部分正常化红利？

01.2 | 当前答案：经营改善成立，估值安全边际已经明显缩小

当前基本面仍偏正面。2026 年度 Q1 银行合计核心业务纯益 373 亿日元，同比增加 88 亿；其中存贷利息差增加 47 亿，对客役务利润增加 13 亿，有价证券等收支增加 42 亿。核心 OHR 降到 44.3%，说明利润扩张不是完全由股市处置收益造成。

但 Q1 同时有有价证券卖买等损益 117 亿日元，同比增加 77 亿；集团四半期 ROE 达到 12.6% 并不能直接年化成新的正常水平。公司自己给出的全年 ROE 仍是约 9.5%，这是更适合当前估值讨论的基准。

所以本轮判断不是“公司贵了就变差”，而是：公司确实进入更好的盈利状态，但价格已经从修复阶段进入验证阶段。

02 | 公司本质与商业模式

02.1 | 这是两个强区域银行组成的存款特许权，而不是简单的“地方金融集合”

めぶき FG 诞生于 2016 年常陽銀行与足利ホールディングスの经营统合。两家银行保留各自品牌与地盘，但在系统、后台、产品、风险管理和资本配置上不断一体化。

核心经济模式依然是银行的经典结构：

- 用个人、法人和公共存款形成低成本稳定资金；
- 把资金配置到本地企业、个人住房、都市企业、地方公共团体和证券；
- 赚取存贷与证券利差；
- 通过支付、法人解决方案、M&A、事業承継、财富管理、信托、证券、租赁和信用保证增加手续费；
- 用资本管理、风险筛选和股东回报决定普通股最终收益。

在零利率时代，大量存款并不自动成为高回报资产；在利率正常化后，低成本且黏性的存款重新成为稀缺资产。

02.2 | 区域地盘的强度可以被外部数据验证

公司 2026 年 9 月说明资料给出的两县合计数据是：茨城、栃木贷款份额 49.1%，存款份额 39.7%，均为当地第一；地方银行集团主办银行客户数 28,607 家，国内同业中位居第二。

外部 TDB 调查给了更细的验证：

- 茨城 2025 年主办银行调查中，常陽銀行服务 13,672 家企业，份额 46.56%，各行业和各销售规模均居第一；
- 栃木 2025 年调查中，足利銀行服务 9,936 家企业，份额 45.09%，连续 16 年第一。

这类客户关系的价值不是“品牌知名度”，而是长期账户、工资代发、结算、贷款、抵押和企业信息形成的交易黏性与信息优势。

02.3 | 集团化的第二层价值来自非银行业务和共享基础设施

集团还拥有めぶきリース、めぶき証券、信用保证、めぶきカード、IT 与咨询、资本投资、再生能源和区域商社等业务。

这些业务当前并不是利润估值的主角，但有两个战略价值：

1. 提高同一客户的钱包份额，让企业关系从单一贷款延伸到 M&A、继承、证券、租赁、支付和经营支援；
2. 让两家银行逐渐共用系统、风险管理和产品平台，降低重复投入。

管理层在 8 月 Q&A 明确表示，M&A 与事業承継协作已重新强化，遗言信托将共同展开，OA 与零信任安全基础设施也在共同投资。真正的协同不是“两个品牌相加”，而是同一个客户网络被更多产品和更低单位成本服务。

03 | 产品、客户与关键依赖

03.1 | 贷款正在同时获得“量”和“价格”

2026 年 6 月底，不含财务省和特殊账户的贷款余额约 13.526 万亿日元，同比增加 5,087 亿、约 3.9%；其中法人贷款增长约 5.0%，个人贷款增长约 2.6%。

公司 Q&A 称设备投资需求来自维护更新、AI、合理化和省人化，中坚以上企业也开始出现增产投资。管理层认为近两年这类需求仍有韧性，并希望贷款年增速至少保持名义 GDP 附近的 3%。

更重要的是价格。Q1 国内贷款平均余额增长，同时贷款收益率同比提高约 23bp，推动存贷利息差同比增加 47 亿日元。

03.2 | 存款优势依然成立，但“存款 beta”已经成为最重要的变量之一

2026 年 6 月底存款余额约 18.376 万亿日元，同比增加约 2,189 亿、1.2%。法人存款增长更快，个人存款仍保持正增长。

低利率时代，客户把钱放在银行的机会成本几乎为零；利率上升后，竞争格局改变：

- 银行之间会争夺高价值存款；
- 个人资金会流向 NISA、个债和其他资产；
- 公共存款会转向债券；
- 存款利率会逐步追随政策利率。

管理层自己承认，若政策利率继续上升，存款追随率会提高。因此本轮最重要的经营 KPI，不是单看贷款利率，而是资产收益率提升速度减去存款成本上升速度。

03.3 | 财富管理是防止“存款流失”变成“客户资产流失”的关键

集团的应对并不是用更高存款利率争抢每一笔资金，而是把观察单位从“存款余额”改成“客户总预托资产”。

管理层正在强化年轻客户工资账户、富裕层财富管理、资产继承和事业承继。若客户从普通存款转向集团内证券、投信或财富管理产品，银行存款会下降，但客户关系和手续费收入未必流失。

这使未来竞争优势从“存款多”升级为：客户的金融资产迁移时，钱是否仍留在集团内部。

04 | 竞争格局与产业关系

04.1 | 两地第一并不意味着竞争结束

常陽銀行与足利銀行分别拥有约 45%—47%的企业主办银行份额，这是明显高于普通地方金融机构的地盘优势。

但外部数据也揭示竞争边界。TDB 指出：

- 栃木の足利銀行虽然连续 16 年第一，但份额仍在缓慢下降；
- 栃木銀行、信用金库以及 GMO あおぞら等网络银行在增加客户；
- 茨城大型企业规模越大，都市银行出现得越多。

因此护城河更像深而缓慢侵蚀的客户网络，不是不可替代的垄断。

04.2 | “地方”并不等于单一人口衰退资产

茨城与栃木整体人口都在下降。2026 年 8 月，茨城人口约 277.6 万，自然减少 1,614 人；栃木约 185.6 万，自然减少 1,116 人。

但区域内部并不均质。茨城同月社会流入为正，つくば市人口首次超过水戸市。集团地盘还覆盖制造业、研究机构、物流、农业和东京圈外溢需求。

这意味着长期需求不应只用“县人口下降”一个变量解释。更合适的视角是：

传统地方人口收缩 + つくば/工业走廊增长 + 制造业设备投资 + 东京圈连接共同决定贷款和存款结构。

04.3 | 利率正常化正在重新分配日本银行业利润

对地方银行而言，利率上升有三层影响：

1. 贷款与证券收益率上升；
2. 存款成本滞后上升；
3. 企业融资成本和债券估值压力上升。

めぶき FG 当前处于第一层收益先兑现、第二和第三层风险逐渐上升的阶段。谁拥有更黏的低成本存款、较短债券久期和更强信用筛选能力，谁就更容易把利率正常化转成股东回报。

05 | 护城河判断

05.1 | 第一层护城河：区域账户和企业关系

常陽、足利几十年积累的企业账户、结算、工资代发、贷款和抵押关系构成真实的切换摩擦。企业主办银行份额约 45%并不是营销口号，它意味着银行在本地经济信息流和资金流中占据高频位置。

这种护城河不会带来软件式高毛利，却会在以下地方产生价值：

- 较低存款获取成本；
- 更完整的企业信息；
- 交叉销售机会；
- 更稳定的贷款来源；
- 客户困难时更早获得信用信号。

05.2 | 第二层护城河：规模足够大，可以承担数字化和风险投资

集团总资产超过 21 万亿日元，是大型地方银行集团。规模使其可以承担：

- 系统现代化；
- 网络安全；
- 数据/AI；
- 财富管理；
- 专业 M&A 与承继团队；
- 海外据点；
- 更复杂的证券与 ALM 管理。

小型地银同样面对数字化、合规和网络安全固定成本，但分母更小。规模因此不是护城河本身，却能提高护城河维护能力。

05.3 | 护城河的反证：存款与交易关系正在“可搬家化”

移动银行、网络银行、NISA、个人国债和资产管理平台让客户资金迁移更容易。管理层自己把年轻客户账户、工资代发和财富管理列为未来存款战略，恰恰说明旧式“本地人自然把钱存在本地银行”的假设已经弱化。

因此本轮竞争优势判断为强，但不是不可侵蚀。真正要验证的是总预托资产留存率和高价值客户钱包份额，而非单纯网点数。

06 | 财务质量与现金流

06.1 | 银行不应拿普通制造业的 OCF 尺子直接衡量

银行的存款和贷款本身就是经营资产与负债，因此传统企业常用的“经营现金流是否覆盖净利润”在这里没有同样解释力。

更重要的财务质量指标是：

- 核心业务纯益；
- 存贷利差；
- 手续费收入；
- 信用成本；

- 有价证券损益；
- ROE/RORA；
- 资本充足率。

按这些指标看，当前改善质量总体较高。

06.2 | Q1 核心利润改善真实，但净利润也含有市场处置收益

Q1 银行合计核心业务纯益 373 亿日元，同比增加 88 亿。构成包括：

- 存贷利息差 344 亿，同比增加 47 亿；
- 对客役务利润 128 亿，同比增加 13 亿；
- 有价证券等收支 199 亿，同比增加 42 亿；
- 经费 298 亿，同比增加 14 亿。

这说明本业正在变好。

但 Q1 同时有有价证券卖买等损益 117 亿、同比增加 77 亿，集团经常利润和净利润因此比核心利润增长更快。投资者应把“结构性利差改善”和“资产处置/交易收益”分开估值。

06.3 | 成本效率已经进入更好的区间

Q1 核心 OHR 约 44.3%，上年同期 49.8%。利润增长快于经费增长，说明利率和业务量改善正在释放经营杠杆。

反面是未来系统现代化、本店重建、网络安全和人才投资会提高固定成本。管理层也把“利率上升结束后，如何控制经费和投资”列为自身风险。

因此 OHR 的真正考验不是利率顺风期能降多低，而是当净息差增长减速后是否仍能维持纪律。

07 | 股东、役員与治理

07.1 | 董事会独立性尚可，但政策保有股仍是治理折价

公司 2026 年 6 月的治理报告显示，董事 12 名中 5 名为独立社外董事，比例 41.7%，没有控制股东，海外投资者持股比例超过 30%。

这为资本效率改革提供了基本治理条件。

但政策保有股仍是最明显的旧银行体制残留。公司从 2023 年 3 月至 2026 年 6 月已减少 55 个股票、账面金额减少 143 亿日元；按“出售时价”计算削减额已经超过 300 亿目标，但由于股票整体上涨，2026 年 6 月底政策保有股时价仍约 1,735 亿日元，占净资产约 15.5%。

07.2 | “卖了很多”与“风险真的下降”不是同一件事

这是本轮最重要的治理反常识之一。

公司确实在卖政策股，但市场上涨使剩余头寸的时价风险仍很大。也就是说，按“卖出数量”和“卖出时价累计”看治理改善明显；按“净资产有多少仍暴露在交叉持股市场风险”看，下降慢得多。

所以未来应重点观察：

- 绝对时价余额；
- 占净资产比例；

- 剩余股票的经济合理性；
- 出售资金如何进入贷款、成长投资或股东回报。

08 | 资本政策

08.1 | 分红政策已经从“稳定”切换到“随利润成长”

年度每股股息变化很清楚：

- FY2024：12 日元；
- FY2025：16 日元；
- FY2026：28 日元；
- FY2027 计划：44 日元。

公司目标是 FY2028 前将配当性向提高到 40% 以上，本期修正后预期配当性向约 39.3%，已经接近目标。

分红增长不是靠提高配当性向单独实现，而是同时伴随净利润从 582 亿升到 841 亿，再向 1,050 亿预测提升，这一点质量较好。

08.2 | 资本充足给了选择权，但不等于应该机械回购

2026 年 6 月底集团自有资本比率 13.10%，高于中期目标“11% 台半ば”。管理层预计随着贷款和风险资产恢复，比例可能回到约 12%，但仍有一定余量。

公司对回购的态度值得注意：在 PBR 已经高于 1 倍、ROE 目标是超过资本成本的环境下，回购不能再只用“PBR 低于 1 就一定划算”的逻辑；管理层表示若市场出现价格扭曲仍会机动执行。

这比机械回购更理性。对股东真正重要的是每一单位资本投向是否高于 8%—9% 的股东资本成本。

08.3 | 利率上升正在提高资本再配置的机会成本

如果贷款 RORA 上升，银行把资本投向贷款可能比回购更有效；如果贷款增长减速、股价显著回落，则回购可能重新成为高回报用途。

因此未来资本政策应在三者间动态比较：

- 有机贷款与客户业务；
- IT/安全/财富管理等成长投资；
- 分红与回购。

09 | 估值与安全边际

09.1 | 现在的 PBR 不是“便宜”，而是对未来 ROE 的要求

以 1,682 日元计，预测 PER 约 15 倍、PBR 约 1.42 倍、股息率约 2.62%。

公司把股东资本成本重新设为 8%—9%，而本期 ROE 预测约 9.5%。如果 ROE 只是暂时略高于资本成本，1.42 倍 PBR 并不明显便宜；市场实际上在期待：

- ROE 继续上升；
- 或者 9%—10%以上的 ROE 能够长期保持；
- 或者资本回报持续提高；
- 或者进一步加息继续扩大利差。

这意味着估值已经把“改善发生”变成了基准，而不是惊喜。

09.2 | 过去一年最大的变化不仅是利润，也是估值尺子

2025 年早中期，股价仍在 600—800 日元区域，PBR 大致处于 0.6—0.8 倍附近；到 2026 年 9 月已约 1.42 倍。

这说明股东过去一年获得的回报同时来自：

1. 盈利预期上调；
2. 资本回报改善；
3. 银行业估值框架重估。

第三项不可能每年重复。未来股价若继续显著上升，更多要靠 EPS、ROE 和分红实际增长，而不是 PBR 再从 0.7 倍翻到 1.4 倍。

09.3 | 三种经济情景

偏弱情景：存款利率追随加快、企业信用成本抬升、证券估值压力扩大，ROE 重新靠近 8%或更低。若同时市场不再愿意支付明显高于 1 倍 PBR，当前估值会面临较大的压缩。

基准情景：贷款和证券收益率继续提高，存款 beta 逐步上升但仍滞后，信用成本可控，ROE 稳定在 9%—10%左右，分红继续增长。此时当前估值可以被基本面消化，但安全边际更多来自利润兑现而不是低价格。

改善情景：1.25%—1.5%利率环境下集团自己的利率敏感性持续兑现，同时存款黏性优于预期、RORA 管理和政策股释放提高资本效率，ROE 稳定进入 10%以上并继续提高。这才是当前 PBR 继续扩张的强证据。

本报告不把这些情景直接翻成目标价，因为关键变量是 ROE 相对于资本成本的持续差额，不是某一个静态倍数。

10 | Kabugami 技术结构



Owner 提供的长期月线原图；作为本章公开展示图。

10.1 | 完整价格生命史：旧的低位状态已经明显失去控制

7167 的长周期价格历史显示，2013—2017 年主要运行在约 400—500 日元上下；2018—2020 出现深度下行，2020 年最低曾到 160 日元。2021 年虽反弹，但年末仍只有 237 日元。

真正的状态变化从 2022 年开始：

- 2022 年末 334 日元，全年+40.9%；
- 2023 年末 428.9 日元，+28.4%；
- 2024 年末 642.3 日元，+49.8%；
- 2025 年末 1,038 日元，+61.6%；
- 2026 年截至 9 月 18 日 1,682 日元，较上年末又+62.0%。

这不是一次突破，而是持续四年以上的价格重心阶梯式上移。旧的 200—500 日元吸引区已经失去过去那种把价格完整拉回去的能力。

10.2 | 本轮 Technical Question：新高位已经建立，还是仍处于没有经过深回抽的超强迁移段？

当前问题已经不是“能不能脱离低位”，因为脱离本身证据充分。

真正的问题是：

1,000 日元以上、尤其 1,500—1,700 日元区域，能否在一次有分量的回抽后仍成为新的重复活动区，还是当前只是连续数年加速上行后尚未测试的新高区？

这是“旧状态已弱化”和“新状态已完全稳定”之间的区别。

10.3 | Chart Truth：每一次主要回抽都停在比过去更高的位置

年线结构最明显的特征不是单一高点，而是低点和收盘重心都持续抬高：

- 2022 年低点 232；
- 2023 年低点 310；

- 2024 年低点 413.2；
- 2025 年低点 517.7；
- 2026 年年内低点 1,044.5。

过去四年没有出现“冲高后完全回到旧中心”的典型失败脉冲。价格离开旧区域后，后续回抽大多只回到更高层级。

这是一条强 Return Topology 证据：旧状态的再吸收能力显著下降。

10.4 | 但当前高位的 Return Topology 还没有成熟

2026 年 9 月 3 日创下 1,726.5 日元年内高点，9 月 18 日仍在 1,682 日元，距离高点很近。过去一年 52 周低点约 871.7 日元，意味着价格在不到一年里接近翻倍。

因此当前并没有足够历史证明：

- 1,500 以上能否在深回抽中守住；
- 新高位是否会形成长期重复活动；
- 波动放大后价格会回到 1,000—1,300 还是停在更高区域。

这不是看空证据，而是尚未经历验证。

10.5 | 路径指纹：从多年低位停滞切换到连续阶梯迁移

2018—2021 的路径是下跌、低位震荡和有限恢复；2022 以后转成几乎每年都建立更高中心的阶梯上移。

这说明长期阻尼结构发生了实质变化。旧的下降/低位规律不只是“暂停”，而是被连续四年的更高低点 and 更高收盘反复否定。

但越接近加速末端，越不能用“过去几年一直涨”作为下一阶段技术依据。下一阶段最有信息价值的不是再创新高，而是创新高之后的回抽深度、停留时间和再次离开能力。

10.6 | 事件响应：盈利上调能留下价格，但当前价格也开始提前交易未来

2025—2026 多次业绩上调、分红提高和日本利率正常化后，股价不仅脉冲上行，而且没有回到原来的低位中心。这说明市场对基本面改善的接受具有持续性。

另一方面，2026 年 8 月 5 日公司上调全年利润与分红后，9 月初价格进一步到 1,726.5，随后只是温和回落。当前市场已经在用更高的 PBR 表达对未来利率和 ROE 的期待。

纯价格结论因此是：

旧状态明显失去控制；新状态已经形成较强高位组织，但最新 1,500—1,700 区域仍缺少一次有意义的深回抽验证。

10.7 | 技术确认与失效

偏正面的进一步确认，不需要某条均线金叉，而是：

- 下一次大幅回抽不重新回到 2025 年的主要交易中心；
- 1,200—1,400 以上逐渐形成可重复停留；
- 再次向上扩张后仍能把回抽低点抬高。

相反，如果未来一轮下行完整跌穿 1,000 附近并长时间重新被旧区域吸收，就说明当前高位迁移的稳定性被高估。

本轮 Technical Judgment 取 80/100：长期迁移证据强，新状态已部分建立，但最新高位缺少深回抽后的保留验证。

11 | 风险与催化剂

11.1 | 最大正面催化剂：1.25%政策利率比公司 8 月情景更早出现

公司 8 月的敏感性分析假设政策利率在 2026 年 12 月达到 1.25%，估算 2027 年度资金利益相对基础情景增加约 105 亿日元，并带来约 0.7 个百分点 ROE 提升；1.50%情景的增益更大。

实际日银已在 2026 年 9 月 18 日把政策利率提高至 1.25%，时间明显早于公司演示情景。

这形成潜在上振空间，但不能机械把敏感性数字直接加到公司利润预测，因为：

- 存款重定价也会提前；
- 信用成本可能上升；
- 公司会调整债券、贷款和资本配置；
- 管理层尚未发布新的正式业绩修正。

11.2 | 最大经营风险：同一份加息红利也会伤害客户

全国 2026 年 1—8 月倒产 7,199 件，同比增加；物价高倒产和人手不足倒产都在上升。栃木 TDB 的 2025 高风险企业分析中，高风险企业比例 13.6%，全国第二；茨城、栃木超过一半受访企业都反映正社员不足。

银行的利率上升收益与客户压力是一体两面：

贷款利率上升 → 银行利差增加 → 企业融资成本上升 → 脆弱客户信用风险提高。

公司 Q1 信用成本 18 亿日元、全年计划 100 亿，目前并未恶化，但这是未来最需要连续验证的风险指标。

11.3 | 证券组合的风险不是只看当期损益

截至 2026 年 3 月，公司证券余额约 3.8 万亿日元，其中国内债券约 2.1 万亿、外国债券约 0.8 万亿、股票约 0.2 万亿、投信等约 0.6 万亿。

公司通过套期保值和缩短久期降低国内债券的利率风险，并把低收益债券逐步换成更高收益债券。当前国内债券久期约 3.5 年，利率上升反而带来较快再投资机会。

但若出现“高通胀 + 长端利率快速上升 + 信用恶化”的滞胀型环境，债券和贷款的风险可能同时出现，公司自己也把这列为压力测试重点。

11.4 | 未来最有信息价值的催化剂

下一阶段比新闻数量更值得跟踪的是：

1. 2027 年 3 月期上半年实际存贷利息差；
2. 存款利率和存款余额的追随速度；
3. 信用成本是否仍在计划内；
4. 政策保有股时价余额是否真正下降；

5. ROE 是否持续高于公司 8%—9% 的资本成本；
6. 分红与回购是否继续建立每股价值；
7. 高位股价的第一次有分量回抽如何结束。

12 | 反常识发现

12.1 | “加息利好银行”已经不是最有价值的信息

最容易看到的是资产收益率提高。更有价值的是，利率上升会依次穿过四个层次：

贷款/证券重定价 → 存款 beta → 借款人信用质量 → 资本配置。

当前めぶき FG 处在第一层收益领先兑现的阶段。股票未来的超额回报取决于这个领先优势能维持多久，而不是利率本身有没有上升。

12.2 | 政策保有股“削减目标达成”与资本风险下降可以同时不成立

公司出售政策股的累计时价已经超过 300 亿日元目标，但由于日本股票市场上涨，剩余头寸时价反而较 2023 年基准更高。

所以“卖了多少”是行动指标，“剩余风险占净资产多少”才是资本指标。这两者必须分开。

12.3 | 人口下降并没有消灭区域银行的价值，但改变了价值来源

若把茨城、栃木都定义为“人口减少县”，容易忽略つくば、制造业、物流、设备投资和东京圈外溢。

未来地方银行真正可持续的增长，不会来自全县人口重新上升，而来自：

- 企业资本开支；
- 高生产率区域集中；
- 财富管理；
- 事业承继；
- 客户整合；
- 数字化降低服务成本。

12.4 | 股票已经从“低估值修复”进入“ROE 兑现”

过去几年买入者同时赚到了利润增长和 PBR 修复。当前 PBR 约 1.42 倍后，第二部分的空间已经显著缩小。

从现在开始，最有质量的上涨应越来越来自每股利润、ROE 和分红增长，而不是市场简单重新给一个更高 PBR。

13 | 下一次值得跟踪什么

13.1 | 存款 beta 到底多快

UNKNOWN：1.25% 政策利率刚在 9 月 18 日落地，公司尚未披露这个新利率水平下完整季度的存款追随率。

为什么重要： 它直接决定资产端加息红利能留下多少。

下一证据： 2027 年 3 月期上半年/第三季度的存款利率、存款余额、存贷利息差与公司最新敏感性分析。

13.2 | 信用成本是否从“正常”转为“利率压力”

UNKNOWN： Q1 信用成本仅 18 亿，尚不足以观察加息后中小企业的完整传导。

下一证据： 半年信用成本、金融再生法开示债权、行业别重组案例和公司物价/人手不足客户的风险分类。

13.3 | 政策保有股的“数量下降”能不能转成“净资产风险下降”

UNKNOWN： 公司已经持续出售，但市场上涨抵消了时价风险下降。

下一证据： 半年/全年时价余额、净资产占比、已同意出售但尚未完成的股票进度。

13.4 | 两行协同能否出现可量化的盈利贡献

UNKNOWN： 管理层正在推进 M&A、遗言信托、OA 和安全基础共通化，但具体协同数值计划要到下一期中期计划才可能披露。

下一证据： 2028 年度开始的新中期计划、共同平台成本、跨行客户转介、非利息收入和单位客户收益。

13.5 | 高位价格的真正回抽测试

UNKNOWN： 1,500—1,700 日元区域刚形成不久，没有完成深回抽后的稳定性验证。

下一证据： 下一轮周/月线级别明显回撤后的低点、停留区和再扩张路径。

13.6 | Research Stop

本轮已经对公司本质、两大区域地盘、贷款与存款、证券、信用、资本、治理、政策保有股、股东回报、人口与企业风险、利率敏感性以及完整价格历史进行了当前公开信息下的高信息价值研究。

剩余最重要问题都需要新的时间序列数据而不是继续重复搜索当前材料：1.25%利率落地后的存款 beta、信用成本、政策股余额和高位价格回抽都尚未发生完整观察期。继续搜索同一时点资料不会实质改变当前 Thesis、Score 或 Action，因此本轮 Research Stop 成立。

14 | Kabugami Score 评分卡

模块	权重	Module Judgment	加权贡献	主要判断
财务韧性与下行防御	13	80	10.40	大额存款、13%左右资本比率和核心利润改善提供较强缓冲；但债券估值、信用成本和加息后客户压力仍是真风险。
竞争优势与结构耐久性	14	80	11.20	常陽/足利在两县约 45%主办银行份额和高存贷款份额构成强区域网络；网络银行和大

				企业端都市银行竞争使优势不是垄断。
盈利质量、现金转化与资本效率	17	80	13.60	核心业务纯益、存贷利差和 OHR 均改善，ROE 预测 9.5%；Q1 证券处置收益较大，长期 ROE 仍需穿越存款 beta 与信用周期。
商业结构、产品、客户与关键依赖	11	75	8.25	两大区域与非银行产品拓宽收入，企业设备投资和贷款增长强；人口、存款迁移和地方客户信用仍是关键依赖。
估值与安全边际	15	50	7.50	约 15 倍预测 PER、1.42 倍 PBR 已明显计入改善，股息率约 2.6%；需要持续高于资本成本的 ROE 才能消化。
资本配置与股东回报	10	85	8.50	DPS 从 12→16→28→44 日元，配当性向向 40% 靠近，资本余力较高；政策股仍占大量资本。
治理、所有权与管理层	7	70	4.90	独立社外董事比例约 42%，资本成本/RORA 意识上升；政策保有股和两行协同的量化仍有改善空间。
Kabugami 技术结构	13	80	10.40	2022 以来持续阶梯迁移、旧低位再吸收能力显著下降；最新 1,500—1,700 区仍缺少深回抽后的稳定验证。
总分	100		74.75	B+

14.1 | 为什么差一点没有进入 A

经营质量本身已经接近 A 区间，主要拉低总分的是估值安全边际。

如果今天仍是 0.7 倍 PBR 而公司已经拥有相同的 Q1 核心利润、9.5% ROE 预测和 44 日元股息，投资吸引力会完全不同。但 1.42 倍 PBR 意味着市场已经把相当一部分未来改善搬到今天。

14.2 | 什么会让 Score 上调

最有可能上调评分的组合是：

- 1.25%利率下存贷利差继续扩大；
- 存款 beta 低于市场担忧；
- 信用成本维持正常；
- ROE 稳定进入 10%以上；
- 政策保有股占净资产比例实质下降；
- 股价经历深回抽后仍保留更高重心。

14.3 | 什么会让 Score 下调

- 存款追随率急升导致利差改善停止；
- 信用成本明显超过计划；
- 长端利率冲击证券资本；
- ROE 重新跌回资本成本以下；
- 高位价格被旧区域大幅再吸收；
- 资本配置重新偏向低回报交叉持股或过度扩张。

15 | 来源与合规

合规与风险声明

本报告为 Kabugami.jp 公开研究记录，不构成投资建议、投资招揽、证券买卖推荐、目标价、收益保证或适合性判断；投资者可能损失部分或全部本金。

本报告基于公开资料与研究判断制作。任何评分、估值、情景、技术结构或其他研究判断均可能因事实遗漏、资料时差、解释差异、模型错误、市场、流动性、信用、业务、技术、治理或资本政策变化而偏离实际结果。读者应阅读最新法定披露，并结合自身风险承受能力、资金期限及税务／法律状况独立决策。

15.1 | 主要公司与监管来源

- めぶきフィナンシャルグループ | 2026 年度第 1 四半期決算・机构投資家説明資料：<https://www.mebuki-fg.co.jp/shareholder/pdf/ir_library/analyst/fy2026siryo_1q.pdf
- めぶきフィナンシャルグループ | 2026 年度第 1 四半期決算説明会 主な Q&A：<https://www.mebuki-fg.co.jp/shareholder/pdf/ir_library/analyst/faq2026_1q.pdf
- めぶきフィナンシャルグループ | 2026 年 9 月個人投資家説明資料：<https://www.mebuki-fg.co.jp/shareholder/pdf/ir_library/explanation/202609.pdf
- めぶきフィナンシャルグループ | 決算短信・決算説明資料：<https://www.mebuki-fg.co.jp/shareholder/ir_library/results/
- めぶきフィナンシャルグループ | 有价証券報告書：<https://www.mebuki-fg.co.jp/shareholder/ir_library/securities/
- めぶきフィナンシャルグループ | 配当情報：<<https://www.mebuki-fg.co.jp/shareholder/stock/dividend.html>
- めぶきフィナンシャルグループ | Corporate Governance 報告：<<https://www.mebuki-fg.co.jp/company/governance/report.html>
- めぶきフィナンシャルグループ | 集团公司：<<https://www.mebuki-fg.co.jp/company/group/>
- 日本銀行 | 2026 年金融市场调节方针：<https://www.boj.or.jp/mopo/mpmdeci/state_2026/index.htm
- 日本取引所グループ | 休業日一覧：<<https://www.jpx.co.jp/corporate/about-jpx/calendar/>

15.2 | 区域与竞争外部证据

- 帝国データバンク | 茨城县「主办银行」动向调查 2025：<<https://www.tdb.co.jp/report/industry/20260130-mainbank25y-ibaraki/>>
- 帝国データバンク | 栃木县「主办银行」动向调查 2025：<<https://www.tdb.co.jp/report/industry/20260213-mainbank25y-tochigi/>>
- 帝国データバンク | 全国企业倒产 2026 年 8 月：<<https://www.tdb.co.jp/report/economic/20260918-movie-bankruptcy202608/>>
- 帝国データバンク | 栃木县倒产风险分析 2025：<<https://www.tdb.co.jp/report/economic/20260522-highrisk-tochigi/>>
- 茨城县 | 2026 年 8 月人口推计：<<https://www.pref.ibaraki.jp/kikaku/tokei/fukyu/tokei/betsu/jinko/getsu/jinko2608.html>>
- 栃木县 | 2026 年 8 月人口推计：<<https://www.pref.tochigi.lg.jp/c04/houdou/houdou/r8-8maijin.html>>

15.3 | 市场价格与估值

- Yahoo!ファイナンス | 7167 历史价格：<<https://finance.yahoo.co.jp/quote/7167.T/history>>
- 株探 | 7167 年次历史价格：<https://s.kabutan.jp/stocks/7167/historical_prices/yearly/>
- 銘柄スカウター | 7167 股息・估值：<<https://scouter.monex.co.jp/report/dps/7167>>
- 株探 | 7167 财务与业绩修正历史：<<https://s.kabutan.jp/stocks/7167/finance/>>

15.4 | 证据边界

本报告的 Review date 是 2026-09-22。由于东证现货市场 2026 年 9 月 21 日至 23 日休市，市场价格锚定最近完整交易日 2026-09-18。日银同日把政策利率上调到 1.25%，该事实在 Review cutoff 之前已经公开，因此可进入本轮基本面 Research；但公司 8 月业绩预测并未因该决定自动更新，本报告不会把公司内部敏感性测试直接当成新的正式利润指引。

客户级存款 beta、1.25%政策利率下完整季度信用成本、下一期政策保有股时价余额以及 1,500—1,700 日元高位的深回抽表现尚无完整公开观察期，因此保留为 UNKNOWN / 下一证据，而不是推测。

本报告仅用于研究与信息整理，不构成证券买卖建议、投资招揽、目标价、收益保证或适合性判断。Technical Research 以真实历史价格为证据；基本面事件只有在纯价格状态形成后，才用于研究价格响应，不作为纯 Technical 原因。

最后一页 | 合规与风险声明

本报告基于公开资料与研究判断制作。任何评分、估值、情景或结构推演均可能错误；市场、流动性、信用、业务、技术、治理与资本政策风险均可能导致重大或全部本金损失。