

8301 日本銀行 (Bank of Japan)

Kabugami V3.2 26.1/100 · D

这家公司是做什么的

日本银行是日本的中央银行，负责货币政策、金融系统稳定、银行券发行、金融机构间结算、国库与国债事务等中央银行业务；8301是其出资证券，不是普通株式会社股票。

最近亮点

2026年9月18日日本银行把无担保隔夜拆借利率目标提高到约1.25%，并于9月24日起适用；与此同时，2026年3月期总资产已从上一年度减少约9.1%，国债与贷款余额下降，资产负债表正常化继续推进。

资料截止 2026-09-24 · 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	2026-09-24
研究规则版本 SHA	6e664e3b99f6fac1496790ae74a7edd13c6c0f74
评分版本	V3.2
发布源 SHA	f089857be6afb3c811c58aec30ae35c16fdb4c51
交付代码版本 SHA	f089857be6afb3c811c58aec30ae35c16fdb4c51
交付运行时指纹	8c0344f89aebb53c8831f3308e2eaa32247cd2c4b252d101b4412d432798325e

先看研究要点

为什么值得研究	中央银行职能具有法律赋予的独特地位，支付结算、货币发行和金融系统稳定职能几乎不可替代；日本银行仍有巨额资产和准备金，机构持续经营能力极强。8301 的长期交易历史和稀缺性也会阶段性产生价格脉冲。
最需要担心什么	这些机构优势几乎不能转化为民间出资者的现金流和治理权：出资者无议决权，年度分红率上限为实缴出资额 5%，绝大部分当期剩余金依法进入法定准备金和国库；市场成交极少，单日几百口即可出现两位数价格变化，价格与可分配现金流之间缺少通常的估值锚。
Kabugami 现在怎么看	8301 最大的研究错误，是把“日本银行很重要、资产很多、政策利率上升”直接翻译成“出资证券更值钱”。事实恰好要求把发行人和证券权利拆开：日本银行作为机构极其耐久，但民间出资者既没有普通股治理权，也不能按比例分享利润和资产；FY2025 当期剩余金约 1.93 万亿日元，最终分红总额仍只有 500 万日元，约 1.83 万亿日元转入国库。只要这一法律结构不变，价格主要由稀缺、低流动性和市场情绪决定，而不是普通股的盈利复利。

01 | 投资问题与当前结论

01.1 | 真正的问题不是“日本银行会不会更赚钱”，而是“这些经济价值能不能流到 8301 持有人”

日本银行是日本唯一的中央银行。它发行银行券、运行货币政策、接受金融机构日银当座存款、维护金融系统与支付结算，并办理国库和国债相关事务。若只看机构地位，它的结构耐久性远高于任何商业银行。

但 8301 的投资问题必须从证券权利开始，而不是从中央银行威望开始。日本银行法下的出资证券与普通公司股票存在三项根本差异：没有相当于股东大会的出资者大会，出资者没有议决权；年度分红率需财务大臣认可且不得超过实缴出资额的 5%；解散时残余财产分配也有法定上限。也就是说，发行人的资产、利润和政策地位并不会自然成为民间持有人的按比例经济权益。

01.2 | 当前结论：发行人质量极高，证券的长期股东价值捕获却极弱

2026 年 3 月期日本银行当期剩余金约 1.9263 万亿日元，但向全部出资者支付的分红总额只有 500 万日元；法定准备金积立 963 亿日元后，约 1.83 万亿日元纳入国库。这个分配结果不是一次性的管理选择，而是制度结构最直接的证据。

因此，本轮不会用商业银行的“盈利增长—ROE—PBR 重估”框架来判断 8301。除非未来法律改变出资者权利，否则日本银行利润更高、ETF 处置、利率正常化或资产价值变化，都不能直接支持普通股式估值扩张。

02 | 公司本质与商业模式

02.1 | 日本银行的“商业模式”首先是公共货币制度，而不是股东利润最大化

日本银行的法定使命是物价稳定与金融系统稳定。它通过货币政策操作、日银当座存款、国债与其他资产操作、银行券发行、支付结算、金融机构考查与监测，以及国库和国债事务来完成这些职能。

这与商业银行根本不同。商业银行通过存贷款利差、手续费和资本配置为股东创造利润；中央银行的政策资产负债表首先服务宏观金融目标。利润是政策操作和资产负债表的结果，不是经营目标本身。

02.2 | 最大的“客户”不是普通消费者，而是金融机构、政府和整个支付系统

日本银行当座存款主要由银行、证券公司、短资公司等金融机构持有，承担金融机构间结算、现金支付准备和法定准备金等功能。个人和一般企业并不是像在商业银行那样开立普通存款账户。

这使日本银行的需求端极其耐久：只要日元货币制度与国内金融系统存在，核心基础设施职能就不会因为市场份额竞争而轻易消失。但对 8301 持有人来说，这种耐久性首先保证的是中央银行制度持续运作，并不保证持有人获得更多现金回报。

03 | 产品、客户与供应链

03.1 | 核心“产品”是货币、准备金与最终结算能力

日本银行提供的不是普通金融产品目录，而是一组系统级能力：法定货币发行、日银当座存款、金融市场调节、最后贷款人功能、国债结算和日银网络等。这些能力共同构成日元金融体系的底层基础设施。

对金融机构而言，日银当座存款既是结算工具，也是准备金载体。2026 年 9 月 18 日的政策决定把补完当座存款制度适用利率提高到 1.25%，9 月 24 日起生效。利率上升意味着日本银行对符合条件的准备金余额支付更多利息，也直接改变自身损益结构。

03.2 | “供应链”主要是政策与金融系统依赖，而非传统原材料依赖

日本银行的关键依赖包括国家法律授权、政府和政策委员会制度、金融机构参与网络、国债市场、支付结算基础设施、信息系统和专业人员。2026 年 3 月底日本银行有 4,571 名常勤职员；这些运营能力支撑全国性中央银行职能。

普通制造企业会受原材料断供约束，日本银行更主要面对的是操作风险、系统安全、政策可信度、市场功能和金融稳定风险。它的经营连续性很强，但这些优势仍然与 8301 持有人的分红权相分离。

04 | 竞争格局与产业关系

04.1 | 没有普通意义上的竞争者，但“没有竞争”不等于“股东垄断利润”

日本银行的中央银行地位由法律确立，货币发行、货币政策和核心结算功能不存在可比的国内商业竞争。若从行业位置看，这接近最强的制度性进入壁垒。

然而普通公司的垄断地位之所以对股东有价值，是因为更高定价权、利润率或资本回报最终可以进入股东现金流。日本银行的情况不同：出资者分红依法封顶，绝大部分剩余金进入准备金与国库。所以“中央银行垄断”与“8301 持有人垄断利润”之间没有通常的传导链。

04.2 | 日本银行与商业银行是制度上下游，不是同一经济物种

商业银行把日银当座存款作为结算与准备金资产，并直接受到日本银行政策利率、流动性操作和国债购买节奏影响。日本银行则通过这些工具影响整个银行体系。

因此，把 8301 放进“Bank85”研究有比较价值，但比较结果本身提醒我们：它不应与地银、都市银行按同一套 PBR/ROE 横向估值。代码和行业标签相似，不代表证券经济权利相似。

05 | 护城河判断

05.1 | 发行人的护城河几乎不可复制，但价值捕获被法律截断

从运营层面看，日本银行的护城河来自法律授权、货币发行权、支付结算网络、政策信誉和金融机构对中央银行资产的制度性需求。这些结构具有极高耐久性。

但投资研究必须追问“护城河最后保护谁”。在 8301 上，护城河主要保护货币制度和公共职能，而不是保护民间出资者的超额资本回报。持有人既不能通过议决权改变资本政策，也不能要求把更高利润转化为更高分红。

05.2 | 真正值得关注的不是竞争者，而是法律结构是否改变

对普通企业，护城河失效来自技术替代、客户流失或价格竞争；对 8301，最关键的结构变化反而是日本银行法和出资者权利边界是否变化。在没有法律改革之前，发行人再强，也无法消除证券层面的价值泄漏。

06 | 财务质量与现金流

06.1 | FY2025 仍有巨额剩余金，但利率正常化已经提高负债端成本

截至 2026 年 3 月末，日本银行总资产约 663.0 万亿日元，同比下降 9.1%。长债约 530.9 万亿日元，较上年减少约 43.4 万亿日元；贷款约 77.7 万亿日元，减少约 19.1 万亿日元。资产负债表已经从此前扩张转入缩减。

FY2025 经常利润约 2.3421 万亿日元，同比减少约 4,501 亿日元，主要原因之一是补完当座存款制度利息增加。税后当期剩余金约 1.9263 万亿日元，同比减少约 3,378 亿日元。9 月 24 日起适用利率进一步升至 1.25%，所以“加息=日本银行利润增加”并不是可靠逻辑；更高准备金付息也会继续抬高费用。

06.2 | 会计利润很大，但持有人现金转化率接近零

同一个 FY2025，日本银行向全部出资者的分红只有 500 万日元，相当于实缴资本 1 亿日元的 5% 上限；约 1.83 万亿日元剩余金则纳入国库。500 万日元只相当于 1.9263 万亿日元当期剩余金的约 0.00026%。

这不是“现金流不好”，而是现金流的最终归属不同。日本银行能够产生大量会计利润，却几乎不把这些利润转化为民间出资者的分红。对 8301 估值，这比经常利润本身重要得多。

06.3 | 资产负债表规模不能直接变成普通股净资产价值

2026 年 9 月 10 日，日本银行资产约 644.3 万亿日元，其中国债约 519.6 万亿日元、ETF 信托约 37.0 万亿日元；负债端日银当座存款约 412.7 万亿日元。如此巨大的账面规模容易诱发“每口背后资产很多”的直觉。

但日本银行法已经限制出资者的残余财产分配，且中央银行资产与负债本来就是政策工具。把总资产、准备金或 ETF 市值按 100 万口简单除法，等同于把不能自由分配的公共政策资产错误变成民间股东资产。

07 | 股东、役員与治理

07.1 | 政府持有 55%，民间持有 45%，但民间出资者没有普通股治理权

日本银行资本金为 1 亿日元，政府出资 55%，民间出资 45%。每 1 口实缴金额 100 日元，共计 100 万口。

关键不是持股比例，而是权利性质。日本银行不存在相当于股东大会的出资者大会，出资者没有议决权。普通公司里，持股带来的董事选任、资本政策投票、并购表决等治理工具，在 8301 上不存在。

07.2 | 治理首先面向公共政策问责，不面向少数出资者价值最大化

日本银行由政策委员会等法定治理结构负责货币政策与业务运行，财务大臣对分红率等事项具有法定审批角色。这样的制度对于中央银行独立性、公共问责和政策稳定性有其合理性。

但从证券投资角度，它意味着持有人无法通过治理把发行人的经济剩余重新导向自己。治理质量与“少数股东友好”在这里是两个不同问题。

08 | 资本政策

08.1 | 资本政策不是“提高 ROE 后加大分红”，而是依法优先公共财政与政策稳定

日本银行 FY2025 当期剩余金约 1.9263 万亿日元，先按法律积立 963 亿日元法定准备金，再支付 500 万日元分红，剩余约 1.83 万亿日月上缴国库。

这个分配顺序告诉投资者，8301 不存在通常意义上的“分红提升潜力”。即使下一年度利润增加数千亿日元，若法律结构不变，出资者年度分红率仍然不可能超过实缴出资额 5%。

08.2 | ETF 处置也不是隐藏资产释放给 8301 持有人

日本银行已决定逐步向市场处置 ETF 和 J-REIT，基本原则是 ETF 按账面价值每年约 3,300 亿日元、J-REIT 约 50 亿日元的节奏出售，并可视市场条件调整。

这会改变日本银行资产结构和未来损益，但它不是普通公司的资产处置返还股东计划。出售所得和损益仍留在中央银行财务体系中，不能直接推导为 8301 特别分红、回购或清算价值释放。

09 | 估值与安全边际

09.1 | 最重要的估值数字不是 PER，而是“24,000 日元价格对应最多 5 日元年分红”

每 1 口实缴出资额为 100 日元，年度分红率最高 5%，所以法律上的年度分红上限为每口 5 日元。最近成交价 24,000 日元对应的理论最高现金收益率约 0.0208%，也就是约万分之 2.08。

这意味着即便日本银行每年都支付法定最高分红，单靠分红回收 24,000 日元买价需要约 4,800 年，且没有考虑资金时间价值。这个计算不是目标价模型，而是说明常规现金流锚几乎不存在。

09.2 | “240 倍实缴出资额”也不能用普通 PBR 解释

24,000 日元是 100 日元实缴出资额的 240 倍。但这里的 100 日元也不是普通公司的每股净资产；同样，日本银行数百兆日元资产也不是持有人可以按比例索取的 BPS。

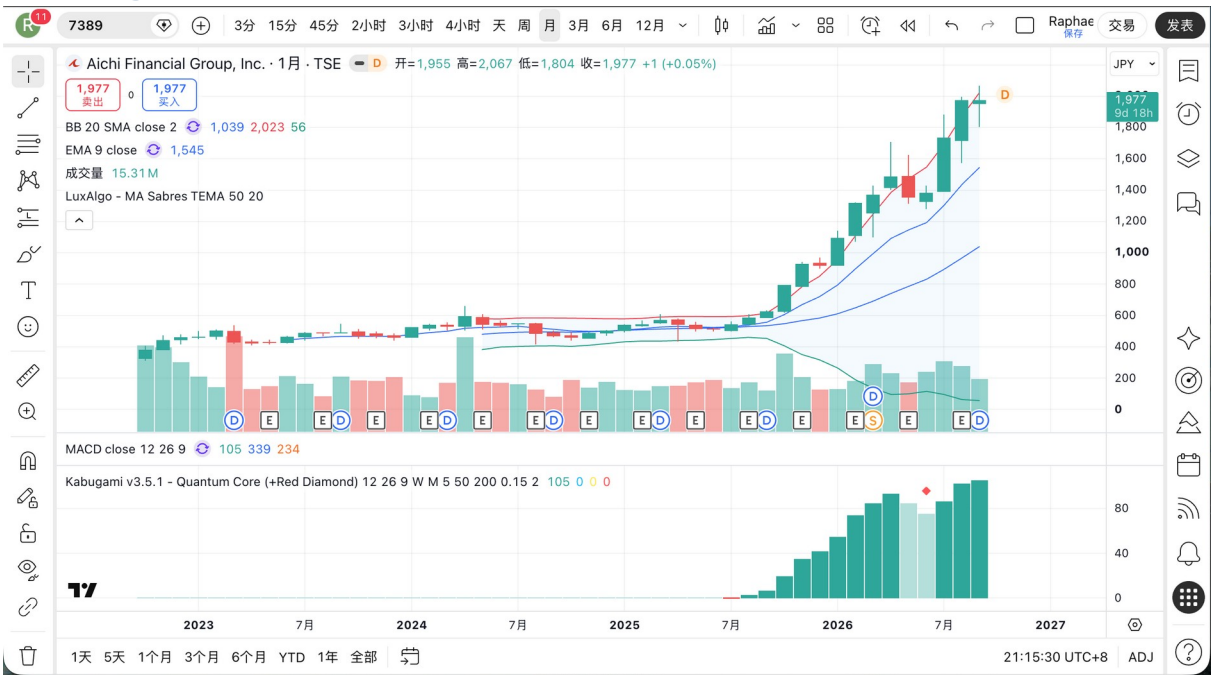
所以传统 PBR 两边都失真：分母不能简单用中央银行净资产替代，分子则主要反映稀缺性、市场约定和极低流动性下的成交价格。安全边际无法从资产或盈利常规估值中建立。

09.3 | 唯一可辩护的“价值”更多来自稀缺交易属性，而不是可分配经济价值

8301 有很长的交易历史、总口数固定且民间份额有限，市场又极不活跃。这种稀缺性可能在特定叙事下产生剧烈价格脉冲。

但稀缺不是现金流。只要价格上涨没有伴随法律权利改善，它更接近流动性与情绪溢价，而不是企业内在价值复利。对长期价值投资者而言，本轮估值安全边际判定为极弱。

10 | Kabugami 技术结构



10.1 | 完整长期价格史显示：旧高价区早已失去控制，20,000—30,000 日元附近成为近年的主要运行区域

8301 的长期历史非常特殊。1996 年年内高点曾到 205,000 日元，2005—2007 年又出现 135,000—176,000 日元级别的高价区；但 2008 年收盘已经降至 64,000 日元，此后长期下移。2013 年曾脉冲到 94,000 日元，2021 年又到 58,000 日元，但都未形成可持续的更高价格区域。

近五年收盘更稳定地落在低位：2022 年 24,300 日元、2023 年 26,200 日元、2024 年 26,100 日元、2025 年 24,700 日元。先只看价格事实，过去多次向上脉冲最终都被重新吸回 20,000—30,000 日元区域，长期价格重心并没有完成向上迁移。

10.2 | 本轮技术问题：9 月 18 日的 12.68% 跳升，是迁移开始，还是极低流动性下的一次脉冲

2026 年 2 月 13 日年内高点 28,000 日元，9 月 16 日低点 21,300 日元。9 月 18 日从 21,300 日元附近跳至 24,000 日元，单日涨幅 12.68%，但成交只有 400 口；9 月 24 日盘中仍没有新成交。

在一个几百口成交就能制造两位数涨幅的市场里，价格速度不能单独证明状态改变。真正的技术证据需要看离开旧区间后能否持续成交、能否经受回抽、能否在更高区域形成反复停留和重新组织。当前证据还没有达到这一门槛。

10.3 | 失败脉冲记忆很强，旧低位状态仍占主导

2021 年 58,000 日元、2023 年 39,900 日元、2024 年 37,900 日元的高点都没有留下更高的年度收盘区域。每次上冲后，价格都重新回到 20,000 多日元。这样的返回拓扑说明旧低位主要运行区域具有很强的重新吸收能力。

因此本轮纯价格判断是：长期下降已经进入低位钝化，但向上新状态尚未建立。这比简单说“超跌”更准确。旧的高位下降过程已经大幅减速，可是新的更高价格重心仍缺乏持续成交和回抽后的保留证据。

10.4 | 技术结论与确认条件

当前技术评分偏弱，不是因为最近没有上涨，而是因为上涨缺少迁移质量。若未来价格能够在显著增加的成交参与下突破近年 28,000—40,000 日元上方供给区，并在一次有分量的回抽后仍维持更高的稳定运行区间，才有资格讨论旧低位吸引区真正失效。

反过来，如果价格再次回到 21,000—25,000 日元并长期稀疏成交，9 月 18 日的跳升只会成为又一次失败脉冲记忆。极低流动性本身就是技术结构的一部分，不能被当成无关噪音。

11 | 风险与催化剂

11.1 | 主要风险

第一，权利结构风险。没有议决权，分红率依法封顶，清算残余财产也受上限约束；发行人变得更强并不自动让证券持有人获得更多经济权利。

第二，估值锚缺失。当前价格相对最高 5 日元年度分红几乎无法用股息折现支撑；普通 PER、PBR 又不具备可比意义。

第三，流动性风险。近期单日常见 0—400 口成交，价格会被极少量交易大幅推动。想卖出时，盘口深度可能比理论估值更重要。

第四，叙事误读。加息、ETF 处置、巨额资产或中央银行利润容易被市场解读为利好，但这些变量与出资者可分配现金之间没有普通股式传导。

第五，政策损益波动。利率上升也会提高日银当座存款付息成本。FY2025 经常利润已经因该项成本增加而下降，未来政策正常化并非单向增利。

11.2 | 可能推动价格的事件

短期价格仍可能受日本银行政策会议、进一步加息、ETF 处置进度、罕见成交、媒体关注或“中央银行概念”交易推动。10 月 29—30 日是下一次金融政策决定会议。

但这些只能称为价格催化剂，不是股东现金流催化剂。只有日本银行法或出资证券权利发生实质改变，才可能重写本轮长期估值结论。

12 | 反常识发现

本轮最重要的 Research Dividend，是把“中央银行经济价值”与“出资证券持有人价值”彻底拆开。

其一，利润越大并不意味着 8301 分红越大。FY2025 当期剩余金约 1.9263 万亿日元，但全部出资者分红只有 500 万日元；超过 95% 的当期剩余金在扣除法定准备金后进入国库。对 8301 而言，研究利润增长而不研究分配规则，会得出方向性错误的结论。

其二，加息甚至可能先压低日本银行会计利润。FY2025 经常利润下降的重要原因之一，就是补完当座存款利息增加。9 月 24 日起该适用利率升至 1.25%，意味着负债端付息进一步抬高。即便未来政策正常化改善某些资产收益，持有人仍受 5% 实缴资本分红上限约束。

其三，8301 的价格更像“稀缺性 + 低流动性 + 叙事”的结果，而不是中央银行净资产的折价交易。2021、2023、2024 多次大幅上冲都没有形成更高长期价格区域，说明脉冲本身并不等于价值重估。

13 | 下一次值得跟踪什么

1. 法律权利是否改变。日本银行法关于议决权、分红上限、残余财产分配的任何修法，是最重要的结构性变量。

2. FY2026 利息支出。1.25% 政策利率下，补完当座存款付息对经常利润和准备金的影响有多大。

3. 国库纳付与分红。下一年度剩余金如何分配；即使利润变化，500 万日元级分红是否仍维持法定上限结构。

4. 资产负债表正常化。国债、贷款、当座存款余额继续缩减的节奏，以及资产负债结构变化对损益的影响。

5. ETF/J-REIT 处置。实际出售节奏、市场条件调整与相关损益，但不要把它误读为股东资产释放。

6. 10 月 29—30 日政策会议。是否继续加息，以及市场对政策路径的重新定价。

7. 成交活跃度。是否从单日 0—数百口的极低成交，转向持续更高参与度；没有参与度改善的突破可信度有限。

8. 价格返回结构。若未来越过 28,000 日元甚至 40,000 日元区域，第一次真正回抽后能否保留更高价格重心，是判断迁移质量的关键。

14 | Kabugami Score V3.2

评分压缩的是“8301 作为可投资证券对普通持有人的结构”，不是日本银行作为公共机构的重要程度。

模块	权重	判断	加权贡献
财务韧性与下行防御	13	中央银行持续经营能力极强，但证券价格缺少可分配资产与现金流形成的普通股下行锚。	7.15
竞争优势与结构耐久性	14	法律地位与系统职能几乎不可复制；但制度优势无法按比例转成民间出资者回报。	6.30
盈利质量、现金转化与资本效率	17	会计利润真实且规模巨大，但向持有人的现金转化率接近零；FY2025 分红仅 500 万日元。	1.70
商业结构、产品、客户与关键依赖	11	支付结算、货币和金融机构网络极耐久，但公共职能与证券持有人经济权利脱钩。	6.05
估值与安全边际	15	24,000 日元对应最高 5 日元年分红，约 0.0208%收益率；传统 PER/PBR 无可靠适用基础。	0.00
资本配置与股东回报	10	绝大部分剩余金依法进入准备金与国库，分红率被法定上限锁定，不存在普通公司的回购/分红优化路径。	0.00
治理、所有权与管理层	7	公共政策治理体系完整，但出资者没有议决权，无法通过持有证券影响资本政策。	0.35
Kabugami 技术结构	13	长期高价区持续下移，多次上冲被重新吸回 20,000 多日元；近期跳升成交极低，新状态尚未建立。	4.55
合计	100		26.10

Rating：D。

评分解释：低分并不是对日本银行信用或中央银行能力的否定，而是对“证券权利能否把发行人价值传递给持有人”的判断。发行人拥有极强的制度耐久性，但分红、治理、残余财产和资本配置权利都被严格限制；再叠加极低流动性和缺少基本面估值锚，长期普通股投资赔率很弱。

15 | 来源、时间边界与合规说明

15.1 | Compliance / 风险披露

本报告基于公开信息和 Kabugami 独立研究方法形成。评分、评级与 Action 是研究时点的投资判断压缩，不构成证券买卖邀请、个别投资建议、目标价或收益保证。8301 是特殊法律结构的出资证券，不能把本报告中的“股东”类分析词理解为它拥有普通株式会社股票的完整权利。

15.2 | 主要公开来源

- 日本银行，《日本銀行の出資証券とは何ですか？》：资本金 1 亿日元、政府 55%/民间 45%、每口 100 日元；无出资者大会和议决权；分红率年 5% 上限；解散残余财产分配上限。
- 日本银行，《第 141 回事業年度（令和 7 年度）決算等について》（2026-05-27）：总资产、经常利润、当期剩余金、法定准备金、500 万日元分红与约 1.83 万亿日元国库纳付。
- 日本银行，《営業毎旬報告（9 月 10 日現在）》（2026-09-14）：最新可得资产负债表结构，包括国债、ETF 信托、贷款、日银当座存款与准备金。
- 日本银行，《金融市場調節方針の変更について》（2026-09-18）：政策利率与补完当座存款适用利率提高至 1.25%，2026-09-24 起适用。
- 日本银行，《令和 7 年度業務概況書》（2026-05-27）：中央银行使命、业务范围与组织运营。
- 日本银行，《日本銀行当座預金とは何ですか？》《補完当座預金制度とは何ですか？》：当座存款功能、金融机构交易对象与付息制度。
- 日本银行，《Basic Principles for Disposal of ETFs and J-REITs》（2025-09-19）：ETF/J-REIT 市场处置基本原则与年度出售节奏。
- 株探、日本 Yahoo!ファイナンス及交易所历史行情：8301 长期年线、2026 年日/周成交与单元口数，用于独立 Technical Research。

15.3 | 时间边界与 Research Debt

Review date 为 2026-09-24。政策利率 1.25% 于本日开始适用，但本轮不存在其生效后的完整季度损益数据，因此不能提前断言 FY2026 经常利润会降至何种水平。9 月 20 日时点的下一份日本银行旬报计划于 9 月 25 日公布，属于本 Review cutoff 之后的新公开信息，不回填本轮。

技术面上，9 月 24 日盘中没有成交，最近真实成交日是 9 月 18 日；不把“无成交情况下延续显示的 24,000 日元”当成新的市场确认。最大的 Research Debt 有两项：第一，1.25% 付息环境对 FY2026 年度利润和准备金的完整影响；第二，在极低流动性下，8301 价格中有多少长期溢价来自可重复的稀缺需求、多少只是偶发成交造成的离散报价。两者都不会改变当前法律权利边界，但会影响未来的短期价格与技术判断。

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。