

8306 株式会社三菱UFJフィナンシャル・グループ (Mitsubishi UFJ Financial Group, Inc.)

Kabugami V3.2 81.21/100 · A

这家公司是做什么的

MUFG是由三菱UFJ银行、信托、证券、信用卡、消费金融、资产管理、Morgan Stanley战略持股以及东南亚伙伴银行共同组成的全球综合金融集团，其真正护城河不是单一存贷利差，而是日本大型客户基础…

最近亮点

FY2027第1季度业务纯益8,090亿日元、归母净利润8,094亿日元，分别同比增加2,660亿和2,633亿日元；Q1 ROE 14.4%，通期2.7万亿日元净利润目标进度30%。增长不仅来自日元利率上升，还来自贷款余额、…

资料截止 2026-09-26 · 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	2026-09-26
研究规则版本 SHA	2d3808b5b2798306423af236383f0c306a9f077d
评分版本	V3.2
发布源 SHA	2379218fa68791a28b7a14c2aca0d580330914f7
交付代码版本 SHA	fc7604eb765ccc77f94b77a12a3b36710fc60b6d
交付运行时指纹	9e9a318acce9edd0970f6ed2008887e39077ec250acac2fef2dbfd6bf9d22ed2

先看研究要点

为什么值得研究	FY2026 净利润 2 兆 4,272 亿日元、ROE 11.3% 已连续创历史新高；FY2027 中期目标进一步上调至 ROE 约 12%，Q1 又高于目标轨道。CET1 仍有充足缓冲，配当性向约 40%、持续增配与大规模回购形成清晰的股东回报纪律。
最需要担心什么	当前股价已从 2020 年低点 380 日元附近上涨近十倍、PBR 接近 1.8 倍以上；利率和 Morgan Stanley 同时贡献盈利，若日本利率路径、全球资本市场或信用周期反转，盈利弹性也会反向体现。Shriram 等大型海外投资、东南亚银行风险、政策持股与全球监管/网络安全都会消耗管理与资本。
Kabugami 现在怎么看	MUFG 已经从“日本低利率时代的低 ROE 大银行”迁移成“ROE 约 12%、资本回报纪律强、全球收入多元”的高质量综合金融平台，经营结构改善是真实而且比单纯加息受益更深。但市场也已经完成了大幅重估：当前投资问题不再是银行会不会修复，而是 12%左右 ROE 能否穿越周期并支撑接近 2 倍 PBR。公司质量明显高于估值安全边际，因此本轮 Rating A、Action 为持有／等待回调，不追高。

01 | 投资问题与当前结论

01.1 | 今天研究 MUFG，最重要的问题已经不是“加息利好多少”

把 MUFG 简化成“日本加息受益股”会低估它，也会高估当前赔率。

FY2027 第一季度业务纯益 8,090 亿日元，同比增加 2,660 亿；归母净利润 8,094 亿日元，同比增加 2,633 亿，ROE 达到 14.4%。公司拆解显示，日元利率上升对业务纯益大约贡献 600 亿日元，但各客户部门合计增益超过 2,000 亿日元，Morgan Stanley 持分法收益同比也增加约 1,000 亿日元。换句话说，利率是重要推力，却不是唯一发动机。

因此本轮核心 Investment Question 是：

当日本利率正常化、国内客户业务、全球 CIB、Morgan Stanley 和亚洲增长同时把 ROE 推到 12%左右以后，这种资本回报能否穿越不同利率与信用周期持续存在，从而支撑当前约 1.8 倍 PBR？

01.2 | 当前答案：企业质量已经升级，赔率却没有同步变得更便宜

FY2026 归母净利润 2 兆 4,272 亿日元、ROE 11.3%，连续第三年刷新最高利润；FY2027 公司目标进一步设为净利润 2.7 万亿日元、ROE 约 12%。Q1 的 8,094 亿净利润已经完成目标 30%，不是“勉强够线”，而是明显在目标轨道之上。

与此同时，9 月 25 日股价 3,714 日元，市场 PBR 约 1.84 倍；从 2020 年低点 380 日元算，长期重估已经极其充分。

这造成一个很重要的投资结构：

- 公司质量：比过去明显更好；
- 资本回报：已经接近全球大型银行可接受水平；
- 股东回报：持续增配+回购；
- 估值：已经不再给“日本银行低 ROE”的折价。

因此，本轮不是“好公司=现在就买”，而是好公司+中高估值=更需要等待价格或盈利给出新的安全边际。

02 | 公司本质与商业模式

02.1 | MUFG 真正卖的不是“贷款”，而是全球金融基础设施

MUFG 是金融持股集团，核心资产包括三菱 UFJ 银行、三菱 UFJ 信托银行、证券体系、信用卡与消费金融、资产管理、海外商业银行，以及对 Morgan Stanley 的重要战略持股。

当前集团按七个主要事业本部运作：

1. Retail & Digital；
2. 法人・Wealth Management；
3. Japan Corporate & Investment Banking；
4. Asset Management / Investor Services；
5. Global CIB；
6. Global Commercial Banking；
7. Markets。

这使 MUFG 的利润来源远比传统“存款→贷款→利差”复杂。日本个人和法人客户提供资金与交易基础；大型企业客户提供融资、M&A、结算、外汇和资本市场需求；信托与资管提供 AUM 和受托收入；Morgan Stanley 提供全球投行与市场盈利；Krungsri、Bank Danamon 等把增长延伸到东南亚。

02.2 | 真正的长期优势，是一个客户可以被不同金融能力反复服务

一家大型日本企业并不只是贷款客户。它可能同时需要现金管理、外汇、衍生品、M&A、债券发行、股权融资、员工养老金、资产托管与海外扩张融资。

MUFG 最大的结构优势，是这些能力都能在同一集团内被组合。这个模式的经济意义是：

客户关系 → 多产品渗透 → 手续费与利差多元化 → 更高客户终身价值 → 更稳定资本回报。

它比单纯依赖净息差更能穿越利率周期，也解释了为什么 Q1 除了资金利益增加，手续费与市场业务同样增长。

03 | 产品、客户与关键依赖

03.1 | 国内大型客户基础重新变得值钱

长期零利率时代，庞大的日本存贷款基础反而容易成为低收益资产。金利正常化以后，同一客户基础开始重新产生更高的资产收益。

Q1 资金利益从 6,907 亿日元升至 8,823 亿日元，同比增长 1,916 亿。公司说明原因包括日元利率上升和贷款余额增加。

但更重要的是，Corporate & Wealth、JCIB 等业务同时看到融资、外汇、衍生品、不动产、资产管理和 M&A 相关收入增长。利率把存贷业务变好，而日本企业资本重组和财富迁移又把非利息收入一起拉高。

03.2 | Morgan Stanley 不是财务投资，而是全球能力的外接器

MUFG 持有 Morgan Stanley 约 23.8% 议决权，并从 2008 年危机后的资本合作逐步发展到全球联盟。日本证券业务双方交叉持股，全球又在投行、市场、财富管理、资产管理等领域合作。

FY2027 Q1 持分法投资损益 2,615 亿日元，同比增加 1,036 亿，公司明确指出主要原因是 Morgan Stanley 业绩强劲。

这是一项很强的结构性资产：MUFG 无需自己复制 Morgan Stanley 全部全球投行/财富管理能力，就能分享其利润与客户网络。

反面同样明确。Morgan Stanley 收益与全球资本市场高度相关，市场活跃度、估值、投行业务与交易环境下降时，这块利润会放大 MUFG 的周期性。

03.3 | 亚洲是增长池，也是资本纪律考试

MUFG 通过 Krungsri、Bank Danamon 等在东南亚经营本地商业银行，又在 2026 年完成对印度 Shriram Finance 约 20% 的战略投资。

亚洲的经济与金融渗透率增长，为 MUFG 提供日本之外的长期资产增长和消费金融机会。但这些市场的信用周期、货币、监管和公司治理风险都高于日本本土。

因此，大型海外投资不能因为“印度/ASEAN 增长快”就自动加分。本轮真正看的是：

投入资本 → 风险调整后利润 → ROE 提升 → CET1 仍处目标区间。

04 | 竞争格局与产业关系

04.1 | MUFG 的竞争边界已经不是日本三大行内部比较

在日本，MUFG 与 SMFG、みずほ竞争大型法人、财富管理、零售和支付；在全球 CIB，它面对 JPMorgan、Bank of America、Citi、欧洲大行；在投资银行和财富管理又通过 Morgan Stanley 与全球头部机构共同竞争；在亚洲，则面对当地银行和区域性金融集团。

因此，MUFG 不是一个“日本银行国内份额”的单变量投资。

真正竞争力来自：

- 日本极大的企业与个人客户基盘；
- 美元清算和跨境企业金融；
- 信托、证券、资产管理一体化；
- Morgan Stanley 联盟；
- ASEAN 本地银行网络；
- 资本、合规、风控和技术基础设施。

04.2 | Related Company Pool：MUFG 的经济边界比 8306 本体大得多

相关主体	暴露方式	对 MUFG 的价值传导	主要风险/反证
Morgan Stanley	约 23.8% 议决权持分法关联	全球投行、市场、财富管理、AM 利润与客户网络	全球资本市场周期；持分法利润波动
三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券	MUFG 60% 议决权	日本投行、资本市场、财富管理	交易与发行周期
Krungsri	泰国伙伴银行	ASEAN 零售/中小企业增长	本地信用与货币风险
Bank Danamon	印尼伙伴银行	印尼商业银行和消费金融	信用、监管、资本效率
Shriram Finance	约 20% 战略持股	印度非银行金融增长与交叉合作	大额资本投入、信用周期、治理
三菱 HC キャピタル	20% 持分法关系	租赁/资产金融	资产周期与融资成本
アコム / MUFG ニコス	消费金融/支付	零售手续费与信用业务	消费信用与竞争
日本国内大型企业客户	核心客户网络	存贷、结算、FX、M&A、DC M/ECM、年金	企业融资去中介化

这张关系表说明，MUFG 的 moat 不是某一个产品，而是多层金融网络的组合能力。

05 | 护城河判断

05.1 | 真正的护城河：客户密度、产品宽度、资本与信任

金融业很少有完全不可复制的技术专利。MUFG 的护城河主要由四层构成：

第一，客户密度。日本企业主办行和个人客户基础巨大，交叉销售的起点强。

第二，产品宽度。商业银行、信托、证券、资管、支付、消费金融和海外银行可以共享关系。

第三，全球网络。日本企业出海和跨国企业进入亚洲，都需要跨境美元、外汇、贸易融资和资本市场能力。

第四，资本与信用。大型银行的牌照、资本、合规系统、流动性和品牌信任，需要几十年积累。

05.2 | 护城河的最强反证：规模也会制造低 ROE 和复杂性

MUFG 过去长期拥有这些资源，却仍长期处于低 ROE 和低 PB。这说明“规模大”不是充分条件。

真正让护城河变得可投资的，是最近几年开始出现的：

净利率正常化 + 费用效率改善 + 高收益 RWA 重新配置 + 轻资本手续费增长 + 持续回购。

因此本轮对竞争优势的判断不是“世界最大银行之一所以 90 分”，而是 85/100：优势很强，但监管资本、组织复杂性和全球周期会持续侵蚀一部分超额回报。

06 | 财务质量与资本韧性

06.1 | FY2027 Q1 的质量比“净利创纪录”更重要

Q1 业务粗利益 17,360 亿日元，同比增加 3,776 亿；资金利益 8,823 亿，同比增加 1,916 亿；信托报酬 + 手续费等利益 6,037 亿，同比增加 1,042 亿；业务纯益 8,090 亿，同比增加 2,660 亿。

营业费用虽然增加 1,116 亿，但收入增长更快，费用率由 60.0%改善到 53.4%。

这说明盈利不是靠削成本，也不只是靠持股出售。主营客户业务、市场和 Morgan Stanley 都在扩张。

归母净利润 8,094 亿，同比增加 48%，Q1 ROE 14.4%；即使扣除政策股卖却益、市场波动等一次性弹性，经营底盘仍明显比过去高。

06.2 | 信用成本正在上升，但目前仍可被经营利润覆盖

Q1 与信相关费用为 720 亿日元，同比恶化 251 亿。公司解释部分来自上年大额拨备回拨的反动。

对 MUFG 这种巨型银行，信用成本“增加”本身不是异常；真正的问题是信用成本相对于业务纯益、贷款增长和风险资产的比例。

当前 8,090 亿业务纯益远高于 720 亿信用费用，资本缓冲也仍充足，因此还不是资产质量恶化信号。但在全球增长放缓、美国企业信用或亚洲消费金融恶化时，这一项可能快速上升。

06.3 | CET1 给了增长和回购空间

FY2027 Q1 普通股等 Tier1 比率 12.95%；扣除有价证券含益为 10.8%。Basel III 最终化完全实施口径为 11.4%，扣除含益 9.5%。

公司中期资本目标区间是 9.5-10.5%。当前完全实施且扣除含益口径正好在区间下沿附近，说明并非“资本无限富余”，但正常口径仍有充分缓冲。

Shriram 等大型投资、业务增长、回购与分红都在竞争同一份资本，因此资本分配纪律将成为未来 ROE 能否维持 12%的关键。

07 | 股东、治理与管理层

07.1 | 治理结构已经接近全球大型金融集团标准

MUFG 原则上要求独立社外董事占董事会过半。2026 年 6 月 26 日董事名单中，外部董事包括法律、保险、科技、会计、产业与国际机构背景人士。

集团同时设有指名・ガバナンス、报酬、审计、风险、美国风险等委员会，并通过风险偏好、资本分配、压力测试和 Top Risk 框架管理全球风险。

这不意味着大型银行不会出事故，但它说明风险管理不是“事后审查”，而是已经嵌入资本和业务计划。

07.2 | 治理最大的历史问题之一——政策持股——正在实质缩小

MUFG 明确把政策保有股票余额削减作为资本效率和风险管理要求。2025 年度按取得原价卖出约 1,660 亿日元，2024-2026 三年目标为累计 7,000 亿日元；政策持股市值加视同持股占连结净资产比例已降至 18.0%，低于 20%。

这有两层意义：

1. 减少股价波动对资本的污染；
2. 把低回报资本释放给回购、增长投资和高收益业务。

但需要注意，卖却益本身会暂时抬高利润。公司把中长期 ROE 约 12% 的假设明确设为“不依赖政策持股卖却益”，这是本轮很重要的正面纪律。

08 | 资本政策与股东回报

08.1 | 分红和回购已经形成可重复纪律

MUFG 的基本股东回报方针是配当性向约 40%，通过利润增长持续提高每股配当，并根据业绩、资本、成长投资机会和股价机动回购。

FY2025 每股配当 86 日元，FY2026 预测 96 日元。近两年又连续实施数千亿日元规模回购：

- 2025 年 5-7 月约 2,500 亿日元；
- 2025 年 11 月至 2026 年 2 月约 2,500 亿日元；
- 2026 年 5-6 月约 1,000 亿日元。

而且公司原则上把自有股份控制在发行股本约 5% 以内，超过部分注销。

08.2 | 资本政策的真正价值，是把高 ROE 转成每股价值

银行 ROE 变好以后，如果所有利润都留在账面而不能高回报再投资，股东仍未必得到好结果。

MUFG 当前做的是“资本三角”：

资本健全性 ↔ 成长投资 ↔ 股东回报。

这个框架在当前周期表现不错：既投 Shriram 等增长资产，又继续增配和回购。

本轮资本配置模块 90/100，不是因为回购金额大，而是因为利润增长、回购、注销和资本目标之间已经形成较清晰的纪律。

09 | 估值与安全边际

09.1 | 最大风险不是公司变差，而是市场已经知道公司变好了

9月25日收盘 3,714 日元，市场 PBR 约 1.84 倍，BPS 约 2,016.67 日元。2026 年预测配当 96 日元，对应股息率约 2.58%。

如果把 MUFG 放回 2020 年 380 日元、低 PB、零利率和 ROE 低迷的世界，这个价格变化非常巨大。2024、2025、2026 股价连续大幅上涨，已经把：

- 日本利率正常化；
- ROE 改善；
- 政策持股释放；
- 股东回报增强；
- Morgan Stanley 价值；
- 亚洲增长

很大程度计入价格。

09.2 | 1.8 倍 PB 不是不能成立，但必须长期维持接近 12% ROE

FY2026 实际 ROE 11.3%，公司 FY2027 目标约 12%，Q1 单季 14.4%。如果经过完整周期后仍能维持 12% 左右 ROE、增长每股净资产并持续分红回购，1.8 倍 PB 并非不可解释。

但安全边际已经从“估值很低”变成“盈利质量必须持续”。

若 ROE 回落到 8-9%、信用成本正常化上升、Morgan Stanley 利润退潮，1.8 倍 PB 的压缩空间会明显大于 0.8 倍 PB 时代。

因此本轮估值模块仅 45/100。不是说公司贵得不能持有，而是当前价格对判断错误的容忍度已经明显下降。

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。

Owner 图后绑定说明：本次 Review 的 Research / Technical 在无 Owner 图条件下完成；本图是在该 Review 冻结后按同一 Review 身份补绑定，仅用于最终公开展示。文中关于“未继承/未分配 Owner Media”“无图”或 text-only 的表述均描述研究冻结时点，不代表最终页面仍无图；Research Truth、Technical、Score、Review 日期与历史身份均未因此改变。

10.1 | 完整生命史：旧的长期低价世界已经被彻底甩在后面

经调整年次价格显示，8306 在 2006 年曾高见约 1,950 日元，2008 金融危机跌至 427 日元；2011 年最低 318 日元，2016 年最低 425.8 日元，2020 年疫情期间又跌至 380 日元。

这三轮跨十多年的低点都反复回到 300-400 多日元区域，说明长期旧价格世界的吸引力极强。即使 2015 年一度升到 936.8 日元，也未真正摆脱。

真正的结构变化从 2020 以后开始：

2021 年收 624.9、2022 年 889、2023 年 1,211.5、2024 年 1,846、2025 年 2,493，2026 年 9 月已经 3,714 日元。

价格不只是“涨了”，而是连续多年把运行区间向上迁移，而且已经远超 2006 年调整后 1,950 日元高位。

10.2 | Technical Question：现在已经不是“旧状态死了吗”，而是“新高位状态能否经受深回抽”

对 8306 继续用“底部形成”“金叉”思维已经明显落后。

真正的问题是：

2024-2026 形成的 3,000 日元以上新价格区域，能不能在经历一次真正的利率/信用/市场冲击后，仍不重新回到 2,000 日元附近的旧中层世界？

这是一只已经完成大尺度迁移的股票，下一阶段看的是新状态耐久性。

10.3 | Return Topology 显示，回抽后的保留能力在提高

2025 年 3 月股价高至 2,239.5 日元，4 月外部冲击下一度跌到 1,310 日元，幅度很深。但 5 月收盘已经恢复到 2,025.5，年底收 2,493。

2026 年 1-2 月进一步涨到 3,087 日元；3 月又回抽至 2,521 日元、月末收 2,600。之后 4 月收 2,817、5 月 2,999、6 月 3,207、7 月 3,571，7 月高 3,813。9 月最低仍约 3,554，收 3,714。

这里最重要的不是“7 月又创新高”，而是：

- 2025 年深跌后没有回到 2023 年的 805 附近；
- 2026 年 3 月回抽没有回到 2025 年 1,300-2,000 的低区；
- 后续再扩张形成 3,000 以上新的反复运行区。

旧区域的重新吸收能力明显衰减。

10.4 | Memory 与 Center：长期记忆已经从“低 PB 银行”重写成“高 ROE 银行”

2008-2020 的价格记忆长期围绕几百日元展开，背后对应的也是零利率、低 ROE 和危机记忆。

2021 以后价格重心逐级上移：

几百日元 → 800-1,200 → 1,800-2,500 → 3,000 以上。

这与基本面同步：日本利率环境改变、政策持股释放、ROE 从 7% 左右升到 11-12%、资本回报加强。

当前价格重心已经明显高于 2006 旧高，说明历史记忆不是简单“恢复”，而是发生了新的估值制度迁移。

10.5 | 当前矛盾：技术强，但位置已经远离长期低风险区

技术正面非常强：

- 长期低点逐级抬高；
- 旧高位被突破；
- 深回抽后保留高度；
- 成交活跃；
- 2026 年回撤后继续创新高。

但风险也正来自这种强势。3,714 日元已经接近年内 3,813 高点，且连续数年大幅上涨。当前买入者承担的是“新状态能否持续”的风险，而不是“旧状态是否死亡”的风险。

因此，本轮 Technical 内部判断 85/100，而不是 95 或 100。

10.6 | Price-Fundamental Timing 与失效条件

价格与基本面更接近 Synchronized / Price-led at the margin。

2022 以后日本利率预期改善、ROE 提高和股东回报增强，价格重心同步抬升；部分价格突破领先于财务报表完全兑现，但没有证据支持未公开信息解释。

真正提高技术置信度的下一证据，是一次有分量回抽后仍能在 3,000 日元附近或以上重新组织，并再次挑战 3,813 日元。

若持续跌回 2,500 日元以下，并在 2,000-2,500 形成新的长期重心，则说明当前高位迁移开始失去稳定性；若进一步重新跌回 2024 年 1,800 附近，本轮高技术评分必须大幅下修。

11 | 风险、催化剂与反证

11.1 | 主要风险

第一，估值压缩。公司不需要出大问题，只要 ROE 从 12% 回到 9% 左右，当前约 1.8 倍 PB 就可能明显收缩。

第二，信用周期。Q1 信用相关费用已同比增加。全球企业、商业地产、消费金融或亚洲资产质量恶化，会直接吃掉业务利润。

第三，利率双向性。日本利率上升增加资产收益，但存款也会重定价；更高利率还会影响债券估值、企业融资和信用成本。

第四，Morgan Stanley 依赖。Q1 持分法投资收益大幅增加，强化盈利，也增加全球市场周期暴露。

第五，海外资本配置。Shriram、ASEAN 伙伴银行和其他海外投资提供增长，但大额资本投入一旦 ROE 不及预期，会拖累集团整体资本效率。

第六，系统与网络安全。巨型金融平台的交易、支付和客户数据规模，使 IT/网络安全成为永久 Top Risk，而不是普通后台问题。

11.2 | 主要催化剂

下一重要证据是 11 月中旬 FY2027 上半年决算。重点不是“净利有没有继续增长”，而是：

- 日元利率贡献与存款成本的净效果；
- 各客户部门手续费增长；
- 信用成本；
- Morgan Stanley 持分法收益；
- CET1 与 RWA；
- 是否追加回购；
- 2.7 万亿净利润和 12% ROE 目标是否上修或继续超进度。

若这些因素继续正向，市场会进一步把 MUFG 从“日本大银行”定价成“全球高 ROE 综合金融平台”。

12 | 反常识发现

本轮最重要的 Research Dividend 是：

MUFG 最好的基本面改善，恰恰也是当前估值最大的风险来源。

过去十多年，投资者常常因为 MUFG“太大、太慢、ROE 低”而给它很低 PB。现在这些问题真的在变：

- ROE 11.3%，目标 12%；
- Q1 ROE 14.4%；
- 政策持股快速下降；
- 回购常态化；
- Morgan Stanley 盈利强；
- 日本利率恢复；
- 海外增长继续。

但市场也已经用接近十倍于 2020 低点的股价回报了这些改善。

所以最危险的分析方式，反而是看到基本面越来越好以后，仍然用 2020 年的“低估值修复股”框架评价今天。

第二个 Research Dividend 是：

Morgan Stanley 使 MUFG 更强，也使“纯日本加息股”这个标签更错误。

Q1 中 Morgan Stanley 带来的持分法收益增量超过 1,000 亿日元，和日元利率贡献处于同一数量级。MUFG 实际上同时押注：

日本利率、全球资本市场、亚洲金融增长、企业重组、财富管理。

这提高了长期盈利的多样性，也提高了系统复杂度。

13 | 下一次最值得跟踪什么

13.1 | Research Debt 1：12% ROE 去掉周期顺风后还能剩多少

当前 ROE 改善包含：

- 日本利率上升；
- Morgan Stanley 强劲市场周期；
- 政策持股卖却；
- 汇率影响。

下一 Review 要把这几项逐一分离，重建真正可持续的 normalised ROE。公司中长期 12% 目标不依赖政策股卖却益是积极信号，但仍需实际报表验证。

13.2 | Research Debt 2：存款成本的重定价速度

Q1 显示日元利率上升对业务纯益约贡献 600 亿日元，但政策利率环境还在变化。

下一次应继续追：

- 日元贷款收益率；
- 国内存款平均利率；
- 存款 beta；
- NIM；
- 固定/浮动贷款重定价；
- 对未来年度净利息收入的净影响。

13.3 | Research Debt 3：Shriram 和亚洲资本效率

Shriram 约 20% 投资是巨额资本动作。下一次需要看到：

- 持分法利润贡献；
- 增量 ROE/RORA；
- 资本占用；
- 和 MUFG 印度客户/产品的交叉协同；
- 信用成本；
- CET1 恢复路径。

若这项投资只增加利润绝对额但降低集团 ROE，它不应被视为高质量增长。

13.4 | Research Debt 4：技术上的第一次真正高位回抽

价格已经从 2020 几百日元世界迁移到 3,000 以上。下一次最有信息价值的，不是再创一个新高，而是一次真正的利率/信用冲击发生时：

它到底回到 3,000 上方、2,500 附近，还是重新被 2,000 多日元旧区域吸收。

这个 Return 结果会决定当前高 Technical 评分是否成立。

14 | Kabugami Score V3.2

模块	权重	内部判断	加权贡献	核心理由
财务韧性与下行防御	13	90/100	11.70	全球系统重要银行级资本、存款与流动性基础强；CET1 充分，但海外与市场资产使尾部风险不为零。
竞争优势与结构耐久性	14	85/100	11.90	日本客户基盘、信托/证券/银行一体化、全球 CIB、Morgan Stanley 与亚洲网络形成很强组合壁垒。
盈利质量、现金转化与资本效率	17	88/100	14.96	FY2026 ROE 11.3%、Q1 14.4%，利润来源多元且费用率改善；仍有利率、MS 与市场周期顺风。
商业结构、产品、客户与关键依赖	11	90/100	9.90	零售、法人、CIB、市场、资管、信托、亚洲商业银行和 MS 高度互补，单一业务依赖低。
估值与安全边际	15	45/100	6.75	PBR 约 1.84 倍、股价接近年高且较 2020 低点接近十倍；必须持续 12%附近 ROE 才能支撑。
资本配置与股东回报	10	90/100	9.00	40%配当方针、持续增配、数千亿回购、注销纪律和政策持股削减形成清晰股东价值循环。
治理、所有权与管	7	85/100	5.95	独董过半原则、专

理层				业风险委员会和全球风险框架成熟；复杂集团仍存在执行与监管风险。
Kabugami 技术结构	13	85/100	11.05	2020 以来长期中心持续上移，2025/26 深回抽后保留高度并远超旧高；当前位置高，下一次深回抽是关键。
合计	100		81.21	Rating A

14.1 | 为什么是 A，而不是 A+

企业质量本身已经有 A+甚至 S 区间的局部特征：资本、客户、全球网络、利润多元化、股东回报都很强。

但 Kabugami Score 不是企业名气评分。当前 1.8 倍左右 PBR、接近年内高点的价格，使估值与安全边际明显拉低总分；与此同时，12% ROE 还需要经过更完整的信用和利率周期验证。

如果未来 ROE 在不依赖政策股卖却和异常市场利润下稳定 12%以上，同时股价经历明显回抽后仍维持高重心，评分可以进入 A+。

如果 ROE 回落到 9%附近而估值仍维持当前水平，估值模块和 Technical 都会下修。

15 | 来源、证据边界与 Compliance

合规与风险声明

本报告仅基于公开资料，用于 Kabugami 独立投资研究、研究方法验证和历史判断记录，不构成证券募集、投资建议、目标价格或收益保证。

MUFG 是全球复杂金融集团，未来结果会受到日本与海外利率、汇率、市场交易、信用周期、监管资本、Morgan Stanley、亚洲子公司与资本配置共同影响；任何单一“加息受益”标签都不足以代表完整风险。

后续 Review 应从本轮 Research Debt 继续，而不是因为股价创新高或单季利润强劲就重新制造一个新故事。

```
<!-- KBG_OWNER_CHART_INBOX_ATTACHMENT_ID: 4412 --  
<!-- KBG_OWNER_CHART_VISUAL_IDENTITY: 4412|8306 --
```

15.1 | 主要来源

- 本 Review 主要使用 MUFG 官方披露、集团治理/战略资料、Basel 资本数据及公开市场价格历史：
- 1. MUFG | 2026 年度第 1 四半期 決算ハイライト
<https://www.mufg.jp/ir/fs/>
 - 2. MUFG | よくあるご質問：2026 年度第 1 四半期

<https://www.mufig.jp/faqs/>

3. MUFG | 経営戦略・中期経営計画

<https://www.mufig.jp/profile/strategy/>

4. MUFG | トップメッセージ / MUFG Report 2026

https://www.mufig.jp/ir/report/disclosure/ir2026_ceomessage/

5. MUFG | 事業内容

https://www.mufig.jp/profile/biz_and_network/

6. MUFG | 株主還元方針

<https://www.mufig.jp/ir/stock/return/>

7. MUFG | コーポレートガバナンス方針

<https://www.mufig.jp/profile/governance/policy/>

8. MUFG | 取締役一覧 / Corporate Governance

<https://www.mufig.jp/english/profile/overview/management/>

9. MUFG | リスク管理

<https://www.mufig.jp/profile/governance/risk/>

10. MUFG | 2026 年 3 月期有価証券報告書

https://www.mufig.jp/ir/report/security_report/2026/

11. MUFG | Basel III 2027 年 3 月期第 1 四半期

<https://www.mufig.jp/ir/report/basel3/2027-1q/>

12. MUFG | グループ会社一覧

https://www.mufig.jp/profile/biz_and_network/group/

13. Yahoo!ファイナンス | 8306 株価・市場指標

<https://finance.yahoo.co.jp/quote/8306.T/>

14. 株探 | 8306 年次・月次価格

https://s.kabutan.jp/stocks/8306/historical_prices/yearly/

https://s.kabutan.jp/stocks/8306/historical_prices/monthly/

15.2 | 証拠境界

Review date 为 2026-09-26，市场价格以 2026-09-25 最后完整交易日为锚。

FY2027 仅完成第一季度，因此 14.4%单季 ROE 不能机械外推全年；公司正式全年目标仍是净利润 2.7 万亿日元、ROE 约 12%。

银行现金流表不适合机械套用制造业“OCF 减 CAPEX”自由现金流标准。本 Review 对现金与盈利质量主要使用资本充足、信用成本、资金利益、手续费、费用率、ROE、RWA 与股东回报判断。

Technical 使用经调整年次/月次及近期日线公开数据。2001-2026 的历史价格已足以判断长期 Center/Memory 迁移；但本轮没有为每个历史冲击重建逐日序列，因此不发布虚假精确的 Recovery Half-life 数字。

本轮仍保留四项 Research Debt：正常化 ROE、存款 beta、Shriram 增量资本回报、下一次高位深回抽的 Return Topology。

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。