

8697 株式会社日本取引所グループ (Japan Exchange Group, Inc.)

Kabugami V3.2 68.59/100 · B+

这家公司是做什么的

Japan Exchange Group主营证券及衍生品交易市场、中央清算和上市服务，同时经营商品市场、市场数据、指数、数字服务及自律监管业务。

最近亮点

FY2025归母净利润同比增长29.5%至791.39亿日元；FY2026第一季度现金股票日均成交额同比增长106.2%至12.39万亿日元，公司将FY2026归母净利润指引上调至985亿日元、年度分红指引上调至每股77日…

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	Canonical / OpenAI 研究
研究日期	2026-09-24
评分版本	V3.2
发布源 SHA	957a4810c49288df1bdafaeeef7f8ef05e2875fb0
交付代码版本 SHA	8211fd06f50d4afb443e55e5dc156344af6d2750
交付运行时指纹	eddde84e285a4bed3740b2583636ffedd90ef7236c5cb2c7b8d783d24c7e9880
Canonical 身份协议版本	kabugami-canonical-public-identity-v1
Canonical 公司 ID	b8afda9b-2b27-5758-b925-ae4260a151c0
Canonical 快照 ID	943a9b77-3e04-58f9-9855-8afbb5643877
Canonical 研究日期	2026-09-24
Canonical 修订号	1
Canonical 股票代码	8697

先看研究要点

为什么值得研究	经常性基础设施收入、高固定成本平台的经营杠杆、强营业现金流、明确派息政策、实际回购与股份注销共同支持长期股东价值；价格也已建立高于2024—2025年区间的新状态。
最需要担心什么	当前利润受到异常活跃成交和正利率环境推动，而估值已经给予明显溢价；若正常化盈利偏低，或诚信及系统事故削弱市场信任，盈利与估值倍数可能同时下降。
Kabugami 现在怎么看	V3.2 评分 68.59、评级 B+，行动为持有 / WATCH。JPX 的特许经营权和现金创造能力较强，但截至2026年9月24日约23.69倍公司预测 PER 的价格已明显计入当前强劲经营；在正常化成交额、净抵押品利润和真实超额资本仍未知的条件下，已持有者可继续观察，新增资金宜等待更低估值或更强证据。

01 | 投资问题与当前结论

01.1 | 盈利已经跃升，问题转向能否正常化

JPX 当前最重要的问题不是交易所是否拥有护城河，而是 FY2025 至 FY2026 的盈利跃升中，有多少可以穿越正常市场环境。FY2025 营业收入同比增长 22.5%至 1,987.35 亿日元，归母净利润增长 29.5%至 791.39 亿日元；FY2026 第一季度现金股票日均成交额又同比增长 106.2%至 12.39 万亿日元，公司因而将全年归母净利润指引上调至 985 亿日元。

高固定成本平台确实放大了成交增长，但管理层也承认难以区分市场行情与结构性参与增长。当前利润抬升是真实的，却还不能直接成为永久盈利基准。

相关研究发现：F002·F015·F024·F040

01.2 | 两个未知变量决定估值可信度

可持续盈利应由经常性上市、信息、连接与系统服务，加上正常市场成交及扣除参与者返还、资金和监管资本成本后的净抵押品收益，再减去必要的系统与风险投入构成。目前最关键的两个变量——正常化现金股票成交额和净抵押品利润——都无法从公开资料中可靠量化。这不是边缘性缺口，而是决定当前估值是否合理的核心未知，因此研究没有用单一点估计制造确定性。

相关研究发现：F015·F034·F040·F043

01.3 | 高质量公司不等于当前价格具有充足余量

当前结论是“持有并观察”，而不是在高景气与接近历史高位时追价。JPX 是结构耐久、现金创造能力强的市场基础设施公司，但约 23.7 倍公司预测 PER 已经承认了大部分特许经营权质量。新增资金更适合等待估值回落，或等待正常成交环境证明较高盈利基准、净抵押品贡献和新业务利润能够持续。

相关研究发现：F018·F036·F043

01.4 | 证伪边界必须同时覆盖盈利、信任与多元化

判断会在三类证据出现时明显转弱：成交额和抵押品净收益正常化后利润显著低于当前隐含基准；反复发生诚信或系统事故并造成更强外部管制或持久的参与者不信任；数据、衍生品等多元化业务长期无法形成足以覆盖投入的利润。相反，正常市场环境下仍能维持较高盈利，并证明新业务具有高增量利润率，将加强投资结论。

相关研究发现：F018·F036·F037

02 | 公司本质与商业模式

02.1 | JPX 拥有的是一套交易、清算与自律监管系统

普通股东持有的并不只是一家现金股票交易所，而是一套日本资本市场基础设施：集团覆盖东京证券交易所、大阪交易所、东京商品交易所、中央清算、市场数据与数字服务，并通过日本交易所自主监管法人承担上市审查、参与者检查和市场监控。上市公司、券商、做市商和投资者既是客户，也是创造流动性的共同参与者；监管机构、结算基础设施和技术网络则共同决定系统能否连续运行。

相关研究发现：F001·F039·F044

02.2 | 稳定收入托底，交易与清算决定上行弹性

收入分为两层。交易与清算收入随成交额、衍生品活动、抵押品规模及利率变化，平台固定成本使其具有明显经营杠杆；上市费、信息服务、连接和系统服务则提供更稳定的经常性或使用量收入。后者构成盈利底部，却尚不足以完全抵消严重的交易与清算正常化。清算收入还需要从总额中扣除返还参与者的抵押品收益、资金成本和所需风险资源，不能把总清算收入直接视为股东利润。

相关研究发现：F003·F009·F026

02.3 | 多元化方向可信，经济规模仍待证明

利率清算、小额衍生品、ETF、数据接口和结构化披露数据是合理的增长方向，因为它们可以重复利用 JPX 已有的市场连接、数据历史与监管信息。但这些业务目前仍小于核心交易与清算，产品级利润率、留存率和资本需求也没有充分披露。它们应被视为有潜力的利润来源，而不是已经成熟的第二支柱。

相关研究发现：F006·F039

03 | 产品、客户与供应链

03.1 | 客户同时购买交易入口、清算安全和市场数据

JPX 的核心服务对象包括上市公司、交易参与者、做市商、机构和个人投资者。公司提供现金股票、衍生品与商品交易，JSCC 提供中央清算，上市与连接服务维持市场入口，指数、行情、API 和结构化数据则把交易与披露信息转化为可重复销售的产品。企业价值改革还可能提高上市公司估值、ETF 资产、指数使用及结构化数据需求，使政策执行与商业需求形成反馈。

相关研究发现：F006·F030·F044

03.2 | 没有存货风险，但存在高后果的技术供应依赖

JPX 没有传统制造业供应链，却高度依赖交易系统、数据中心、电信、电力、结算基础设施、技术供应商和专业人员。2020 年硬件故障及切换失败导致现金股票市场停市一整天，说明一个关键节点的失效可以同时中断收入并损害信任。集团已经建设东西互备、关西数据中心并开展业务连续性演练，但关键供应商集中度、合同替代权和第三方网络安全依赖仍未得到完整公开。

相关研究发现：F013·F044

03.3 | 软件投入既是护城河维护，也是执行风险

交易、清算、监控、数据与网络安全软件属于维持特许经营权的生产性资产。JPX 会资本化符合条件的软件，并通常将主要系统在五年内摊销；这意味着系统投入不是可任意压缩的后台费用。投入不足可能增加停市和网络攻击风险，而项目失败又会侵蚀自由现金流并带来减值，两端都需要持续约束。

相关研究发现：F013

03.4 | 真正需要看到的是产品利润，而非发布数量

J-Quants、SCRIPTS Asia、J-LAKE 及相关数据服务证明 JPX 能够把监管与市场信息转化为订阅产品，新衍生品也可能扩大交易和清算需求。然而公开资料尚不能回答这些产品的增量利润率、留存率、所需投资，以及做市激励和费用优惠是否吸收大部分收益。在这些信息出现前，多元化只能被计入潜在的周期缓冲，不能作为已经验证的正常化利润。

相关研究发现：F006·F019·F023·F031

04 | 竞争格局与产业关系

04.1 | 市场中央性来自流动性、清算和监管网络叠加

JPX 的产业地位来自生态系统的集中，而非单一产品垄断。TSE 集中现金股票流动性，OSE 和 TOCOM 承载衍生品与商品，JSCC 连接清算和风险管理，JPX-R 承担自律监管；上市公司、券商、做市商、投资者、JASDEC、监管机构和日本银行共同嵌入这套网络。参与者越集中，交易对手发现、连接和清算效率越高，反过来又强化 JPX 的核心位置。

相关研究发现：F001·F004·F044

04.2 | PTS 尚未取代 TSE，却已限制收费想象空间

Japannext、ODX 等 PTS 为交易所上市股票提供真实的替代执行渠道，最佳执行政策也可能推动场所竞争。当前证据尚未显示 PTS 取代 TSE 的核心流动性角色，但替代渠道、交易量折扣和参与者议价会限制 JPX 提高费用的能力。竞争眼下更像价值捕获约束，而非特许经营权已经消失；真正危险的是流动性外迁形成自我强化。

相关研究发现：F008·F029·F044

04.3 | 监管影响力可以扩张市场，也会约束变现

JPX 通过企业价值要求和公司治理准则影响上市公司的董事会、资本配置与披露。改革若提高企业估值和投资者参与度，会扩大成交、ETF、指数授权及结构化数据需求；但 JPX 同时承担公共市场责任，不能只按利润最大化行事。政策影响力能够扩大市场，却不保证新增价值全部转化为 JPX 利润。

相关研究发现：F007·F030·F041

04.4 | 竞争的关键未知是流动性临界点与 JPX 的应对

下一步竞争判断需要持续比较 PTS 与 TSE 的成交占比、执行质量和参与者费用，而不是静态引用 JPX 当前份额。公开统计可以确认替代渠道存在，却还不能确定流动性临界点，也不能回答当 PTS 继续增长时 JPX 会选择降费、改善执行还是接受份额下降。这个响应函数是护城河变现能力的重要未知。

相关研究发现：F008·F021·F041

05 | 护城河判断

05.1 | 护城河强在网络协同，不是单一牌照

JPX 的护城河由流动性集中、交易与清算一体化、参与者连接、长期数据、上市公司覆盖和监管合法性共同构成。更换场所不仅涉及费用，还涉及对手方深度、系统连接、风控、清算和合规流程，因此切换摩擦高于普通软件或信息服务。这个优势支持长期需求和较高利润率，但并不等同于可以无限提高收费。

相关研究发现：F004·F039·F044

05.2 | 信任不是护城河的附属品，而是成立条件

市场公平和连续运行本身就是经济资产。2024 年交易所员工内幕交易事件直接违背市场诚信职责，2020 年全日停市则证明正式制度和财务实力不能消除关键失效。只要参与者相信市场公平、系统可靠，监管合法性会加强网络效应；一旦事故反复发生，监管处罚、整改成本和参与者不信任会同时削弱护城河。

相关研究发现：F005·F027·F039

05.3 | 系统投资是对信任资产的维护支出

持续的软件、网络安全、数据中心冗余和切换演练，是维持护城河的生产性投入。它们未必立即增加收入，却降低市场中断的概率和持续时间，并帮助事故后恢复信任。JPX 的自我修复能力来自监督、参与者共同复盘、冗余基础设施和充足现金，而不是依靠护城河自行恢复。

相关研究发现：F013·F028·F039

05.4 | 护城河的断裂路径是流动性持续外迁

PTS、最佳执行改革和参与者议价表明，JPX 拥有的是受公共利益与竞争约束的强优势，而不是无约束垄断。当前替代场所尚未动摇中央流动性，但若份额持续上升并形成更深流动性，原有网络效应可能反向运转。需要跟踪的不只是 PTS 份额，还包括 JPX 为守住流动性付出的降费和投资成本。

相关研究发现：F008·F021·F029·F041

06 | 财务质量与现金流

06.1 | 利润增长很强，但增量来源偏市场敏感

FY2025 营业收入为 1,987.35 亿日元，营业利润为 1,162.89 亿日元，归母净利润为 791.39 亿日元；FY2026 第一季度现金股票日均成交额翻倍，公司随后上调盈利指引。利润增速快于收入，符合高固定成本交易平台的经营杠杆特征。然而本轮增量高度关联成交、波动和市场环境，管理层尚不能把结构性参与增长与异常行情拆开，因此当前报告利润不能无折扣地外推。

相关研究发现：F002·F015·F024·F040

06.2 | 抵押品收入必须从总额还原到净利润

正日元利率提高抵押品投资收益，也可能增加利率清算活动，但总清算收入并不等于股东利润。相当部分抵押品收益会返还清算参与者，此外还要承担资金、监管资本和风险资源成本。由于公司未披露完整的总额到净额桥接，任何把利率上升直接换算为等额利润增长的做法都会高估正常化盈利。

相关研究发现：F003·F025

06.3 | 经常性收入托底，却尚未完成周期对冲

上市、信息、连接和系统服务构成经常性收入底部，数据、指数和新衍生品则可能进一步降低周期敏感度。但现有底部仍不足以抵消严重的交易正常化，新产品的利润率和资本要求也未公开。要把多元化计入正常化盈利，需要看到产品级营业利润、留存率及投入，而不是只看到收入和产品数量增长。

相关研究发现：F006·F009·F019·F026·F031

06.4 | 现金转化优秀，但可分配现金需要另算

FY2025 营业现金流为 1,077.49 亿日元，扣除 97.3 亿日元有形资产和 74.99 亿日元无形资产购买中的合计 84.72 亿日元披露口径后，可得到约 993 亿日元的分配前现金创造。营业现金流高于会计利润，且公司没有存货型业务，普通营运资金不是结构性拖累。不过这只是合并现金创造，不代表全部资金都能由母公司分配，清算、网络安全、系统替换和少数股东权益仍构成约束。

相关研究发现：F010·F011·F032·F042

06.5 | 资本化软件不能掩盖必要的维护经济成本

系统投资同时影响利润质量和特许经营权。JPX 会资本化符合条件的软件，主要系统通常按五年摊销；短期利润因而不能只看当期现金支出，长期也不能把系统更新视为可取消的增长投资。维护、网络安全和业务连续性投入是现金流的必要扣减，因为它们承担的是避免停市、数据中断和信任损失的经济功能。

相关研究发现：F013·F028·F039

06.6 | 庞大资产负债表并不等于庞大股东资产

JPX 约 71.6 万亿日元的合并资产主要由配对清算资产、参与者抵押品及对应负债构成，不能按普通金融杠杆或隐藏资产理解。账面另有 693.60 亿日元商誉和 302.86 亿日元无形资产，资本化软件也存在项目减值风险。若不对这些项目进行归一化，投资者会同时高估净资产、超额现金和下行保护。

相关研究发现：F011·F014·F035

07 | 股东、役員与治理

07.1 | 无控股股东，治理依赖制度与市场约束

JPX 没有控股母公司。截至 2026 年 3 月末，外国法人持股 45.46%，主要股东以信托银行和全球托管机构为主。分散且机构化的股权结构有利于股份流动性和董事会自治，但托管账户后的最终受益人并不完全透明，治理纪律主要依赖独立监督、机构投资者压力与市场声誉，而不是控股股东。

相关研究发现：F017

07.2 | 形式治理较完整，行为控制仍需验证

公司采用指名委员会等设置公司结构，十二名董事中十名独立，风险、提名、薪酬和审计委员会构成正式监督基础。问题在于，JPX 经营的是以公平和连续性为核心的公共市场基础设施，治理不能只按独立董事比例评价。2024 年内幕交易事件说明，敏感信息访问和组织文化的实际控制效果比形式结构更重要。

相关研究发现：F005·F027·F039

07.3 | 整改完成不等于合规文化已经修复

JPX 已完成缩小未公开信息访问范围、规则修订、年度承诺、培训以及招聘和调动控制等整改，但调查报告也明确指出程序不能完全消除故意违规。只有未来数年的访问行为、举报与事件记录能够证明文化是否真正改变。若再次发生类似诚信事件，并引发更强监管或参与者不信任，将直接削弱耐久特许经营权判断。

相关研究发现：F005·F022·F037

08 | 资本政策

08.1 | 高派息、回购与注销形成真实股东回报

JPX 的资本返还不是停留在口号上。公司目标派息率至少约 60%，FY2026 年度分红指引提高至每股 77 日元，并在 2026 年完成 200 亿日元回购，取得 9,486,700 股；历史上也有注销库存股的记录。这意味着回购能够形成真实股份缩减，而非长期被库存股或股权激励完全抵消。

相关研究发现：F010·F012

08.2 | 表面现金与真实超额资本之间仍有监管边界

截至 2026 年 3 月末，JPX 报告现金及现金等价物 1,104.71 亿日元、流动借款和债券 524.93 亿日元，但这不能机械地得出可回购净现金。清算资源、法律实体限制、系统连续性、网络安全和监管缓冲都会占用资本。真正的超额资本规模未披露，因此当前分配能力很强，却不能把全部合并现金视为普通股东可立即取得的资产。

相关研究发现：F011·F020·F032

08.3 | 资本纪律不能以削弱市场韧性为代价

高分红和回购能够提高每股价值并约束低回报投资，但也会减少系统替换、网络安全、清算资源和战略扩张所需的选择权。可持续政策应以正常化自由现金流覆盖分配，并优先保留维护市场信任所需的资金。资本返还与自我修复不是两个独立议题：分得过多，可能削弱支撑特许经营权的基础设施。

相关研究发现：F011·F012·F033·F042

09 | 估值与安全边际

09.1 | 当前价格已经承认优质特许经营权

以 2026 年 9 月 24 日收盘价 2,274 日元计算，JPX 市值约 2.35 万亿日元，公司预测 PER 为 23.69 倍，报告 PBR 为 7.22 倍，预测股息率为 3.39%。这不是市场尚未发现交易所护城河的定价，而是已经给予耐久性、较高 ROE 和当前盈利强度显著溢价。股息提供部分现金回报，但不足以单独构成安全边际。

相关研究发现：F016·F034·F043

09.2 | 估值真正押注的是高位盈利基准

估值的敏感点不是当期指引能否兑现，而是正常化利润是否接近这一指引。现金股票成交额若从异常高位回落，交易收入会通过经营杠杆下降；利率带来的抵押品总收益也必须扣除参与者返还、资金和资本成本。由于这两个关键输入仍未知，报告不以 FY2026 指引作为永续基准，也不提供精度虚假的单点内在价值。

相关研究发现：F003·F015·F024·F025·F040

09.3 | 经常性收入提供底部，账面资产不提供简单托底

上市、信息、连接和系统服务提供盈利底部，数据及新产品若形成高利润增长，可以弥补交易正常化；但产品级利润尚未得到证明。与此同时，配对清算余额、商誉和资本化软件必须从普通股东资产价值中正确归一化。因此，PBR 较高并不能仅用庞大合并资产解释，所谓资产保护也不能包括无法自由分配的清算资源。

相关研究发现：F006·F014·F026·F031·F035

09.4 | 企业下行防御较强，股票价格保护只有中等

低普通经营杠杆、强现金流和可调整分红提高了企业穿越周期的能力，却不保证股价免受盈利与估值倍数同时正常化。真正可自由分配的资本规模仍不清楚，这限制了回购和资产价值能够提供的下行保护。当前安全边际因此只是有限，而不是因业务稳健自动充足。

相关研究发现：F011·F020·F032·F042

09.5 | 价格结构与估值共同显示利好已被显著识别

价格已迁移至接近上市以来高位的更高区域，7 月业绩上调后虽有回撤，却没有完全返回旧区间。这与高估值共同说明，市场已经明显识别经营改善。新增资金缺少早期错价优势，更合理的介入条件是价格回落带来更高预期回报，或后续证据证明正常化利润和多元化盈利足以支撑当前溢价。

相关研究发现：F016·F036·F038·F043

10 | Kabugami 技术结构

10.1 | 完整历史把当前问题指向“突破后能否留住”

JPX 自 2013 年拆股调整后约 187 日元的上市历史低点起，长期价格重心逐级上移，但过程中多次出现明显回撤。最近最重要的路径是：2024—2025 年大部分时间主要运行在约 1,400—1,800 日元，2026 年 2 月低点约 1,597 日元，随后快速上升，并于 7 月 29 日触及 2,356 日元的上市历史高点。截至 9 月 24 日收于 2,274 日元，价格仍处于一年区间的高位。

相关研究发现：F046

10.2 | 回抽没有回到旧区间，更高价格状态初步成立

7月高点之后，价格在8月至9月初回到约2,100—2,200日元，但没有重新进入2025年的主要价格区域，随后又恢复至2,274日元。这个返回路径比突破本身更有信息：旧的1,400—1,800日元长期价格吸引区对股价的重新吸收能力已经减弱，约2,100—2,300日元正在形成新的稳定运行区间。只是该区间形成时间较短，尚不足以被视为成熟的多年状态。

相关研究发现：F046

10.3 | 下行阻尼改善，但第二次扩张尚未出现

2026年2月至7月的上升幅度远大于此后的回撤，负面方向的位移也没有把价格带回2025年基础区，说明下行阻尼已经改善。此前高位脉冲曾被后续回撤削弱，因此当前仍需防止同样的历史重演。现阶段迁移已经完成离开旧区间、回抽和部分保留三个步骤，但尚未完成对2,356日元上方的持续再扩张。

相关研究发现：F046

10.4 | 业绩上调确认迁移，却没有创造第二段持续行情

纯价格状态形成后再看事件响应：股价在7月28日第一季度业绩与指引上调前已经明显迁移，次日创出新高；之后即时脉冲有所回吐，但更高价格区域仍被保留。因此价格与基本面的时序是“部分价格领先、随后同步确认”。事件强化了既有迁移，却没有带来独立且持续的第二段上涨，这也说明当前经营改善已被市场显著识别。

相关研究发现：F038·F046

10.5 | 确认看更高区域能否重复，失效看旧区间是否重新吸收

后续若多个月份继续以约2,100日元以上为主要运行区域，较深回抽仍停在2024—2025年上沿之上，或突破2,356日元后保留新高度，技术优势将进一步确认。相反，若长期跌回约1,900—2,000日元以下并重新进入旧区间，或在2,356日元附近反复失败且反弹高点与回撤低点逐次下降，就应把当前状态下调为迁移失败。技术置信度为中等：更高状态真实存在，但尚未经历严重市场冲击或盈利正常化检验。

相关研究发现：F046

11 | 风险与催化剂

11.1 | 高景气盈利与溢价估值可能同步回落

首要风险是盈利与估值同时正常化。当前利润受异常活跃成交和正利率环境支持，而股票又按约23.7倍公司预测盈利交易。若成交额、抵押品净收益或新产品利润低于市场隐含水平，即使公司仍保持稳健，利润增速、分红预期和估值倍数也可能同时下降。

相关研究发现：F002·F018·F036·F043

11.2 | 诚信和连续性失效会直接伤害特许经营权

第二类风险不是普通合规费用，而是信任资产受损。2024 年内幕交易事件和 2020 年全日停市表明，诚信或系统失败可以直接冲击监管合法性、参与者信心和市场连续性。整改措施已经实施，但文化修复仍缺少长期行为证据；若事故反复出现，耐久特许经营权判断本身会被证伪。

相关研究发现：F005·F022·F027·F037·F039

11.3 | 市场扩大不保证 JPX 取得相同比例的利润

第三类风险是价值捕获弱于市场扩张。PTS、最佳执行改革、参与者议价和交易量折扣可能使 JPX 即使受益于更活跃的资本市场，也无法等比例转化为利润。若替代场所形成自我强化的流动性，JPX 还可能通过降费和追加投资来守住份额。

相关研究发现：F008·F029·F041

11.4 | 系统韧性投入能够修复，但不能消除尾部风险

复杂系统、外部结算节点和关键供应商构成高后果依赖。网络攻击、硬件失效、切换失败或软件项目失误既会产生直接修复成本，也可能导致资本化软件减值并损害市场信任。持续投资可以降低风险，却无法将其降为零。

相关研究发现：F013·F014·F028

11.5 | 高股东回报不能挤压自我修复能力

高派息和回购是正面资本纪律，也可能在极端情况下减少清算、网络安全和系统更新的财务余量。真实风险不在当前分红本身，而在公司是否以高景气利润推导过高的永久分配基准。只有正常化现金流覆盖分配且不削弱韧性投资，当前回报政策才可持续。

相关研究发现：F011·F033·F042

11.6 | 催化剂必须最终落到净利润，而非活动量

主要催化剂包括：企业价值与公司治理改革提高上市公司估值、成交和数据需求；更广泛的零售与海外参与维持较高成交；正利率扩大净清算经济；ETF、利率产品和结构化数据形成可验证的产品利润。对新衍生品而言，真正的催化不是上线，而是在减少费用优惠和做市激励后仍能维持流动性。

相关研究发现：F006·F007·F023·F030·F041

11.7 | 最重要的催化是证明，而不是再讲一遍增长故事

正面催化只有在未被价格充分承认时才改善风险回报。当前价格已接近上市历史高位，市场明显认可经营改善，因此最有价值的催化将是高正常化盈利和新业务利润的连续证据，而非另一轮单季成交高峰。

相关研究发现：F018·F036·F043

12 | 反常识发现

12.1 | JPX 既推动改革，也经营改革带来的需求

JPX 一个容易被低估的特点是，它既执行资本市场改革，也可能从改革产生的交易、ETF、指数和数据需求中获益。企业价值要求和治理准则若促使上市公司改善资本配置，会提高市场估值与参与度，随后扩展 JPX 的多个收费池。反常识之处在于，这并非单纯监管红利：公共职责越强，收费、竞争和实施责任受到的约束也越大，因此政策影响力扩大的是机会集合，而不是无条件利润率。

相关研究发现：F007·F030·F041

12.2 | 价格领先后转为消化，说明错价机会已经收窄

另一个重要发现来自价格与基本面的时序。2026 年股价在 7 月业绩上调前已明显迁移，上调后创出历史新高，但没有继续形成独立的第二段上涨；随后回抽又保留了更高价格区域。这说明市场并非尚未发现改善，而是已经提前计入并在确认后进入消化。对投资者而言，真正缺少的不是利好叙事，而是证明当前盈利可以在正常环境中持续的证据。

相关研究发现：F038

13 | 下一次值得跟踪什么

13.1 | 先解决正常成交与净抵押品利润

最高优先级是观察一个成交与波动较正常的报告期，并取得管理层对现金股票正常化成交额的明确判断。同时需要披露抵押品投资收入、参与者返还、资金成本和监管资本成本之间的净额桥接。两项证据将直接决定正常化盈利、合理估值和可持续分红基准。

相关研究发现：F015·F045

13.2 | 用产品利润验证多元化，而不是用产品数量

第二优先级是取得 J-Quants、SCRIPTS Asia、J-LAKE 及新衍生品的产品级收入、营业利润、留存率、投资额和激励成本。若这些业务在减少优惠后仍保持订阅或流动性，并以较高增量利润率增长，才足以证明多元化能够抵消核心交易周期。

相关研究发现：F019·F023·F045

13.3 | 厘清哪些现金真正属于普通股东

需要进一步取得法律实体层面的清算资本、压力资源、资金上划限制，以及系统替换和网络安全预算。只有在这些要求之后仍有明确剩余，才能判断真实超额资本、可持续派息和未来回购能力。

相关研究发现：F020·F045

13.4 | 观察 PTS 是否接近自我强化的临界点

持续比较 PTS 与 TSE 的成交份额、执行质量、价差、参与者费用和 JPX 应对措施。关键证据不是某个月份波动，而是替代场所是否开始形成持续流动性，以及 JPX 是否必须通过明显降费或高投入守住中央市场地位。

相关研究发现：F021·F045

13.5 | 用后续行为而非整改清单验证文化修复

合规文化只能通过时间验证。下一次审阅应检查敏感信息访问记录、内部举报、人员处分、独立监督结果及是否出现新的类似事件。程序执行状态是起点，持续无事故且行为发生改变才是整改有效的证据。

相关研究发现：F022·F045

14 | Kabugami 评分卡

14.1 | 财务韧性与护城河提供主要正贡献

财务韧性与下行防御贡献 10.40/13：现金创造强、普通经营杠杆低，但清算资源与可分配资本边界阻止更高评分。竞争优势与结构耐久性贡献 11.20/14：流动性、清算、连接和监管合法性构成强网络效应，PTS、公共职责与信任风险则限制价值捕获。

相关研究发现：F004·F011·F039

14.2 | 现金质量正面，正常化未知限制上限

盈利质量、现金转化与资本效率贡献 11.05/17：现金转化良好，但成交与抵押品净收益无法可靠正常化。商业结构、产品、客户与关键依赖贡献 7.70/11：业务组合完整且存在经常性收入底部，不过数据和新衍生品尚未成为成熟利润支柱，关键技术供应依赖也未完全披露。

相关研究发现：F006·F015·F040

14.3 | 资本政策有吸引力，估值却压低风险回报

估值与安全边际贡献 6.75/15：当前价格已计入耐久性和高盈利基准，安全边际有限。资本配置与股东回报贡献 7.50/10：至少 60% 的派息目标、实际回购和注销记录具有可信度，但仍需服从系统、网络安全和清算资源需求。

相关研究发现：F012·F016·F042·F043

14.4 | 总分 68.59、B+，行动维持 HOLD / WATCH

治理、所有权与管理层贡献 3.85/7：正式治理基础较强，但内幕交易事件使文化修复仍需验证。Kabugami 技术结构贡献 10.14/13：更高价格状态和回抽保留真实存在，但尚未完成更深压力测试或第二次扩张。八项贡献合计 68.59，对应 V3.2 评级 B+。既定行动为“HOLD / WATCH”：已持有者可继续观察，新增资金等待更好的价格或更强的正常化证据。本节仅解释已经完成的评分裁决，不重新评分或改变权重。

相关研究发现：F005·F046

14.5 | V3.2 评分明细

模块	权重	得分	理由
财务韧性与下行防御	13	10.4	JPX 具备较强的持续现金创造和普通经营层面的低杠杆特征，足以承受常规市场周期并融资修复，但清算资源与可分配资本边界使其不适合按表面净现金或总资产给予最高评分。
竞争优势与结构耐久性	14	11.2	JPX 拥有强而耐久的市场基础设施地位，但其价值捕获受到政策、参与者利益和替代交易场所约束，且信任与系统连续性必须持续维护，因此属于强优势而非无约束垄断。
盈利质量、现金转化与资本效率	17	11.05	现金转化和平台资本效率明显为正，但当前盈利中最重要的周期性与利率敏感部分无法可靠正常化。强劲报告利润不能直接作为永久盈利能力，因而仅评为中度正面。
商业结构、产品、客户与关键依赖	11	7.7	业务组合完整且具有经常性收入底部，但经济成果仍主要由核心市场活动驱动，尚不能把数字服务和新品种视为成熟的第二利润支柱。
估值与安全边际	15	6.75	估值并非基于未被发现的护城河，而是要求高盈利基准继续成立。由于决定性正常化输入仍未知，安全边际有限，正面的业务质量与偏紧的风险回报大致相抵。
资本配置与股东回报	10	7.5	资本返还具有明确政策和实际执行记录，并非仅停留在公告层面；但在超额资本和正常化盈利尚不清楚时，不宜把当前分配强度视为无条件可持续。
治理、所有权与管理层	7	3.85	治理框架具备制度基础，但 JPX 经营的是以公平和连续性为核心的公共市场基础设施，已发生的诚信事件使治理不能仅凭形式结构获得

			高分。当前证据显示修复措施存在，但尚不足以证明文化性修复。
Kabugami 技术结构	13	10.14	受保护技术综合支持真实的更高价格状态、部分回抽保留和改善后的下行阻尼，而非单一突破或指标信号。但迁移仍处于高位消化阶段，旧状态减弱并不等于新状态已完全成熟。

总分： 68.59 / 100

评级： B+

操作建议： HOLD / WATCH：已持有者可继续持有并观察正常化盈利与更深回抽测试；新增资金等待估值回落，或等待正常成交环境下的盈利基准、净抵押品贡献和更高价格状态得到进一步验证，不追逐当前高景气与近历史高位。

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 | 资料范围与时间边界

本报告以 2026 年 9 月 24 日为审阅截止日。主要第一方资料包括 JPX Report 2026、FY2025 年度证券报告、FY2025 决算与 FY2026 第一季度业绩资料、Investor Day 2026、公司治理与股东回报资料、JPX-R 年度报告、JSCC 规则及统计、TSE 企业价值与治理准则文件。外部资料包括金融厅、证券交易等监视委员会、日本银行、日本证券业协会及截至审阅日的市场价格资料。资料只按截止日前公开且可合理获知的版本使用。

相关研究发现：F001·F002·F016

15.2 | 关键证据限制与未决问题

公开资料仍无法可靠量化正常化现金股票成交额、净抵押品利润、数据及新产品的产品级利润率、真实超额资本、PTS 流动性临界点和合规文化修复效果。关键技术供应商集中度也未得到完整披露。这些项目保持 UNKNOWN 或 Research Debt，并已限制盈利、估值、治理和资本政策判断；公司未披露不等于风险不存在，也没有被本报告改写为确定结论。

相关研究发现：F015·F019·F020·F021·F022

15.3 | 技术资料与公开披露边界

技术研究使用 2013 年 1 月 4 日至 2026 年 9 月 24 日的公开拆股调整后历史价格、月度价格和截止日 OHLCV。未提供 Owner 图表，因此本报告不虚构公开图表。技术结论来自完整价格历史、回抽和保留行为，而非单一指标；公开内容也不披露任何专有检测参数或可反向重建的内部方法。

相关研究发现：F038·F046

15.4 | 非投资建议与利益冲突声明

本报告仅用于投资研究与信息交流，不构成买卖证券、税务、法律或个性化投资建议。股价、成交、利率、监管要求、系统事故和公司披露均可能在截止日后变化；后续新信息应进入新的 Review，而不应倒填本次点时判断。投资者应结合自身风险承受能力独立决策。本次研究未提供需要额外披露的特定利益冲突；如实际发布主体存在持仓、商业关系或其他利益冲突，应在发布时据实补充。

相关研究发现：F018·F043

研究发现索引 | 阅读版

本页只列正文 00/01 已提升为核心判断入口的 10 项发现。本次研究共 46 项研究发现；正文里的 F 编号可直接跳到附录 A 的对应发现。在线查看可折叠完整索引 →

发现	对应的中文正文		
F001 · 在线	02	2.1	JPX 拥有的是一套交易、清算与自律监管系统
F002 · 在线	01	1.1	盈利已经跃升，问题转向能否正常化
F016 · 在线	09	9.1	当前价格已经承认优质特许经营权
F018 · 在线	01	1.3	高质量公司不等于当前价格具有充足余量
F036 · 在线	01	1.3	高质量公司不等于当前价格具有充足余量
F043 · 在线	01	1.2	两个未知变量决定估值可信度
F015 · 在线	01	1.1	盈利已经跃升，问题转向能否正常化
F024 · 在线	01	1.1	盈利已经跃升，问题转向能否正常化
F040 · 在线	01	1.1	盈利已经跃升，问题转向能否正常化
F034 · 在线	01	1.2	两个未知变量决定估值可信度

附录 A | 完整研究发现索引

纸面版按“对应中文正文 → 对普通股东的含义 → 证据来源”阅读；重复的证据角色与研究域已经合并。内部英文/机器标记只作为核对记录保留，不再占据读者主视线。在线查看逐条可折叠版本 →

F001 | 02 | 2.1 | JPX 拥有的是一套交易、清算与自律监管系统

写入正文：00 | 报告身份、评分与核心结论；02 | 2.1 | JPX 拥有的是一套交易、清算与自律监管系统；04 | 4.1 | 市场中央性来自流动性、清算和监管网络叠加；15 | 15.1 | 资料范围与时间边界

研究主题：公司本质；研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（5 项；重复标签已按来源合并）

- JPX Report 2026
(https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/tvdivq000000lbh5-att/JPXReport2026_English.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：35；同业比较：01；其他用途：历史
- JPX-R Annual Report 2026 (<https://www.jpx.co.jp/english/regulation/public/02.html>) | 怎么使用：直接 / 支持
- Annual Securities Report FY2025 (<https://www.jpx.co.jp/corporate/news/news-releases/0063/t13vrt000001fba5-att/view25-1.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、02、04、06、15、16、17、18、19、20、21、22、25、27、28、29、32、33、35；专项深挖：01、02、04、06、15、16、17、18、19、20、21、22、25、28、29、32、33；同业比较：24；其他用途：历史
- JPX Report 2026 — Corporate Data and Shareholders
(https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/tvdivq000000lbh5-att/JPXReport2026_English.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、03、09、21、24；专项深挖：01、03、09、21、24
- JSCC Statistics and Clearing-Risk Resources
(<https://www.jpx.co.jp/jscc/en/statistics.html>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：07、18；外部现实校验：03；专项深挖：03、07、18

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：JPX is the listed holding company for an integrated Japanese market-infrastructure system spanning cash equities, derivatives, commodities, central clearing, market data and digital services, and self-regulation.
- 内部研究类型：economic_identity
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：The ordinary shareholder owns an integrated market-infrastructure group, not merely a cash-equity exchange; valuation must respect regulated subsidiaries, minority interests and clearing obligations.
- 不确定性（原始记录）：Precise subsidiary-level distributable capital and minority rights within clearing operations are not fully public.

在线打开本发现 →

F002 | 01 | 1.1 | 盈利已经跃升，问题转向能否正常化

写入正文：00 | 报告身份、评分与核心结论；01 | 1.1 | 盈利已经跃升，问题转向能否正常化；06 | 6.1 | 利润增长很强，但增量来源偏市场敏感；11 | 11.1 | 高景气盈利与溢价估值可能同步回落；15 | 15.1 | 资料范围与时间边界

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（5 项；重复标签已按来源合并）

- Overview of Earnings for Q1 FY2026 (https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/ir-library/financial-info/E_EM_JPX_Q1FY2026.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：05、35；反向验证：27、28、31
- JPX Investor Day 2026 — Presentation and Q&A Transcript (https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/ir-library/events/tvdivq0000009f1z-att/Investor_Day_2026_Script_English.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：08；反向验证：02、03、05、11、12、15、22、27、28、30、31、35
- JPX Report 2026 — Financial and Corporate Data (<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/ir-library/integrated-report/tvdivq0000008t9q-att/b5b4pj0000031kma.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- FY2025 Full-Year Earnings Release (https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/ir-library/financial-info/E_ER_JPX_Q4FY2025.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持
- Annual Securities Report FY2025 (<https://www.jpx.co.jp/corporate/news/news-releases/0063/t13vrt000001fba5-att/view25-1.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：01、02、04、06、15、16、17、18、19、20、21、22、25、27、28、29、32、33、35；专项深挖：01、02、04、06、15、16、17、18、19、20、21、22、25、28、29、32、33；同业比较：24；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：FY2025 profit rose sharply and FY2026 Q1 cash-equity average daily trading value more than doubled, prompting higher guidance; transaction and collateral-sensitive revenue account for much of the uplift.
- 内部研究类型：current_earnings_change
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Current earnings and distributions are much stronger, but extrapolating them without normalization could materially overstate sustainable value.
- 不确定性（原始记录）：Management cannot reliably separate structural reform effects from exceptional market conditions in the current turnover surge.

在线打开本发现 →

F003 | 02 | 2.2 | 稳定收入托底，交易与清算决定上行弹性

写入正文：02 | 2.2 | 稳定收入托底，交易与清算决定上行弹性；06 | 6.2 | 抵押品收入必须从总额还原到净利润；09 | 9.2 | 估值真正押注的是高位盈利基准

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（7 项；重复标签已按来源合并）

- Overview of Earnings for Q1 FY2026 (https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/ir-library/financial-info/E_EM_JPX_Q1FY2026.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：05、35；反向验证：27、28、31
- JPX Investor Day 2026 — Presentation and Q&A Transcript (https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/ir-library/events/tvdivq0000009f1z-att/Investor_Day_2026_Script_English.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：08；反向验证：02、03、05、11、12、15、22、27、28、30、31、35
- JPX Report 2026 — Financial and Corporate Data (<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/ir-library/integrated-report/tvdivq0000008t9q-att/b5b4pj0000031kma.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- FY2025 Full-Year Earnings Release (https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/ir-library/financial-info/E_ER_JPX_Q4FY2025.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持
- Annual Securities Report FY2025 (<https://www.jpx.co.jp/corporate/news/news-releases/0063/t13vrt000001fba5-att/view25-1.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：01、02、04、06、15、16、17、18、19、20、21、22、25、27、28、29、32、33、35；专项深挖：01、02、04、06、15、16、17、18、19、20、21、22、25、28、29、32、33；同业比较：24；其他用途：历史
- JSCC Statistics and Clearing-Risk Resources (<https://www.jpx.co.jp/jscc/en/statistics.html>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：07、18；外部现实校验：03；专项深挖：03、07、18
- Statements on Monetary Policy 2026 (https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmdeci/state_2026/index.htm) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：14；外部现实校验：12、14、16、28、30、35；专项深挖：14

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Positive yen rates can raise collateral investment income and interest-rate clearing activity, but participant returns and clearing-resource requirements prevent one-for-one conversion of gross clearing revenue into JPX profit.
- 内部研究类型：gross_to_net_clearing_economics
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Treating gross clearing revenue as shareholder profit would overstate normalized earnings and valuation support.
- 不确定性（原始记录）：Net collateral contribution after participant returns, funding, regulatory capital and future fee sharing is undisclosed.

在线打开本发现 →

F004 | 04 | 4.1 | 市场中央性来自流动性、清算和监管网络叠加

写入正文：04 | 4.1 | 市场中央性来自流动性、清算和监管网络叠加；05 | 5.1 | 护城河强在网络协同，不是单一牌照；14 | 14.1 | 财务韧性与护城河提供主要正贡献

研究范围：开放研究+35项覆盖检查

证据来源（12项；重复标签已按来源合并）

- JPX Report 2026 (<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/tvdivq000000lbh5-att/>)

JPXReport2026_English.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：35；同业比较：01；其他用途：历史

- JPX Investor Day 2026 — Presentation and Q&A Transcript (https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/ir-library/events/tvdivq000009f1z-att/Investor_Day_2026_Script_English.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：08；反向验证：02、03、05、11、12、15、22、27、28、30、31、35
- Financial System Council Market System Working Group — 21st Meeting Minutes (https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market-system/gijiroku/20221014.html) | 怎么使用：直接 / 支持；反向验证：08；同业比较：08、13；其他用途：历史
- JPX-R Annual Report 2026 (<https://www.jpx.co.jp/english/regulation/public/02.html>) | 怎么使用：直接 / 支持
- Corporate Governance (<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/governance/policy/index.html>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：10、13、23、35；专项深挖：10、13、23
- JSCC Statistics and Clearing-Risk Resources (<https://www.jpx.co.jp/jscc/en/statistics.html>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：07、18；外部现实校验：03；专项深挖：03、07、18
- Trading Participation Fees (<https://www.jpx.co.jp/english/rules-participants/participants/fees/index.html>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：02、03、08、10；专项深挖：02、03
- PTS for Equity — September 2026 Update (<https://www.jsda.or.jp/en/statistics/pts-for-equity/>) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：02、03、05、08、09、10、35；反向验证：09、10、35；专项深挖：05、08、10
- JPX Overview and Medium-Term Management Plan 2027 Update (https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/tvdivq000000lbh5-att/JPX_Overview.pdf) | 怎么使用：支持证据；一手验证：11、22、30
- JPX Report 2026 — Financial and Corporate Data (<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/ir-library/integrated-report/tvdivq0000008t9q-att/b5b4pj0000031kma.pdf>) | 怎么使用：支持证据
- Criminal Accusation Concerning an Insider-Trading Case Involving a Tokyo Stock Exchange Employee (https://www.fsa.go.jp/sesc/news/c_2024/2024/20241223-2.html) | 怎么使用：外部现实校验：23、33、35；反向验证：10、13、23、29、33、35；其他用途：反证
- Investigation Report Concerning the TSE Employee Insider-Trading Incident (https://www.jpx.co.jp/english/corporate/news/news-releases/0063/sjacobq000000ammn-att/E_20250130_1.pdf) | 怎么使用：一手验证：23；反向验证：23、35；其他用途：反证

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Liquidity concentration, integrated trading and clearing, connectivity, data history and regulatory legitimacy form a strong moat whose monetization is constrained by JPX's public-market responsibilities.
- 内部研究类型：liquidity_and_regulatory_moat
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：The moat supports durable margins and recurring demand, but public-interest obligations and participant economics prevent unrestricted fee extraction.
- 不确定性（原始记录）：Participant switching costs and price elasticity are not quantified publicly.

在线打开本发现 →

F005 | 05 | 5.2 | 信任不是护城河的附属品，而是成立条件

写入正文：05 | 5.2 | 信任不是护城河的附属品，而是成立条件；07 | 7.2 | 形式治理较完整，行为控制仍需验证；07 | 7.3 | 整改完成不等于合规文化已经修复；11 | 11.2 | 诚信和连续性失效会直接伤害特许经营权；14 | 14.4 | 总分 68.59、B+，行动维持 HOLD / WATCH

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（8 项；重复标签已按来源合并）

- JPX Report 2026
(https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/tvdivq000000lbh5-att/JPXReport2026_English.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：35；同业比较：01；其他用途：历史
- Progress and Implementation Status of Recurrence Prevention Measures
(<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/governance/risk/insider/sjcobq000001nrdv-att/sjcobq000001nrfk.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：23
- Criminal Accusation Concerning an Insider-Trading Case Involving a Tokyo Stock Exchange Employee (https://www.fsa.go.jp/sesc/news/c_2024/2024/20241223-2.html) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：23、33、35；反向验证：10、13、23、29、33、35
- Investigation Report Concerning the TSE Employee Insider-Trading Incident
(https://www.jpx.co.jp/english/corporate/news/news-releases/0063/sjcobq000000ammn-att/E_20250130_1.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：23；反向验证：23、35
- Corporate Governance
(<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/governance/policy/index.html>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：10、13、23、35；专项深挖：10、13、23
- Policy Approaches to Strengthen Cyber Security in the Financial Sector
(<https://www.fsa.go.jp/en/policy/cybersecurity/index.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：04、06、07、13、18、20、23、35；专项深挖：04、07
- The Failure of Equity Trading System on October 1, 2020
(<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/news/news-releases/0060/20201019-01.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：33；反向验证：04、06、10、20、23、29、33、35；专项深挖：10、33；同业比较：04、06、10、20、23、29、33、35；其他用途：历史
- Annual Securities Report FY2024 — Risk and BCP Disclosures
(https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/ir-library/securities-reports/tcgh5100000049ke-att/Annual_Securities_Report_fy2024.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：04、06、20、33；外部现实校验：07；专项深挖：04、06、20、33；同业比较：33；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Compliance and uninterrupted market operation are core economic assets; the 2024 insider-trading incident and 2020 full-day outage demonstrate that formal governance and financial strength do not eliminate franchise-threatening failures.
- 内部研究类型：trust_franchise_and_control_risk
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

- 普通股东含义（原始记录）：Trust failure can damage the franchise faster than ordinary financial weakness by inviting sanctions, remediation costs and loss of participant confidence.
- 不确定性（原始记录）：Implementation of recurrence measures is documented, but a durable change in compliance culture is not yet measurable.

在线打开本发现 →

F006 | 02 | 2.3 | 多元化方向可信，经济规模仍待证明

写入正文：02 | 2.3 | 多元化方向可信，经济规模仍待证明；03 | 3.1 | 客户同时购买交易入口、清算安全和市场数据；03 | 3.4 | 真正需要看到的是产品利润，而非发布数量；06 | 6.3 | 经常性收入托底，却尚未完成周期对冲；09 | 9.3 | 经常性收入提供底部，账面资产不提供简单托底；11 | 11.6 | 催化剂必须最终落到净利润，而非活动量；14 | 14.2 | 现金质量正面，正常化未知限制上限

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（6 项；重复标签已按来源合并）

- JPX Investor Day 2026 — Presentation and Q&A Transcript
(https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/ir-library/events/tvdivq0000009f1z-att/Investor_Day_2026_Script_English.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：08；反向验证：02、03、05、11、12、15、22、27、28、30、31、35
- JPX Overview and Medium-Term Management Plan 2027 Update
(https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/tvdivq000000lbh5-att/JPX_Overview.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：11、22、30
- JPX Report 2026 — Financial and Corporate Data
(<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/ir-library/integrated-report/tvdivq0000008t9q-att/b5b4pj0000031kma.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- JSCC Statistics and Clearing-Risk Resources
(<https://www.jpx.co.jp/jscc/en/statistics.html>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：07、18；外部现实校验：03；专项深挖：03、07、18
- Corporate Governance Code July 2026 Revision Published
(<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/news/news-releases/1020/20260721-01.html>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：11、13、30；外部现实校验：30；专项深挖：11、13、30
- JPXI Adds New Ownership Datasets to J-Quants Pro
(<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/news/news-releases/6020/20260727-01.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：03、04、07、30；专项深挖：03、04、07、30

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Interest-rate clearing, small-lot derivatives, ETFs, data APIs, structured disclosure data and related digital services are credible growth initiatives but remain economically smaller and less proven than core trading and clearing.
- 内部研究类型：emerging_earnings_diversification
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Successful scale could reduce market-cycle dependence, but valuing the initiatives as established profit pools would be premature.
- 不确定性（原始记录）：Product-level operating profit, retention, incremental margins and capital requirements remain undisclosed.

在线打开本发现 →

F007 | 04 | 4.3 | 监管影响力可以扩张市场，也会约束变现

写入正文：04 | 4.3 | 监管影响力可以扩张市场，也会约束变现；11 | 11.6 | 催化剂必须最终落到净利润，而非活动量；12 | 12.1 | JPX 既推动改革，也经营改革带来的需求

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（5 项；重复标签已按来源合并）

- JPX Investor Day 2026 — Presentation and Q&A Transcript (https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/ir-library/events/tvdivq0000009f1z-att/Investor_Day_2026_Script_English.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：08；反向验证：02、03、05、11、12、15、22、27、28、30、31、35
- JPX Overview and Medium-Term Management Plan 2027 Update (https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/tvdivq000000lbh5-att/JPX_Overview.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：11、22、30
- Update to the Request Concerning Management That is Conscious of Cost of Capital and Stock Price (<https://www.jpx.co.jp/english/news/1020/20260428-01.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：13
- Monthly Statistics Report — Equities (<https://www.jpx.co.jp/english/markets/statistics-equities/monthly/>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：05、09、12；外部现实校验：05、11、14、15、28；专项深挖：05、09、11、12
- Corporate Governance Code July 2026 Revision Published (<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/news/news-releases/1020/20260721-01.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：11、13、30；外部现实校验：30；专项深挖：11、13、30

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：TSE's corporate-value and governance reforms can benefit JPX through higher listed-company valuations, trading value, ETF assets, index usage and demand for structured disclosure data.
- 内部研究类型：policy_commercial_feedback
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：The reform agenda can enlarge JPX's fee pools while increasing political scrutiny and implementation responsibilities.
- 不确定性（原始记录）：The portion of reform-driven market growth captured as incremental JPX profit is unknown.

在线打开本发现 →

F008 | 04 | 4.2 | PTS 尚未取代 TSE，却已限制收费想象空间

写入正文：04 | 4.2 | PTS 尚未取代 TSE，却已限制收费想象空间；04 | 4.4 | 竞争的关键未知是流动性临界点与 JPX 的应对；05 | 5.4 | 护城河的断裂路径是流动性持续外迁；11 | 11.3 | 市场扩大不保证 JPX 取得相同比例的利润

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（8 项；重复标签已按来源合并）

- JPX Investor Day 2026 — Presentation and Q&A Transcript (https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/ir-library/events/tvdivq0000009f1z-att/Investor_Day_2026_Script_English.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：08；反向验证：02、03、05、11、12、15、22、27、28、30、31、35
- PTS for Equity Statistics (<https://www.jsda.or.jp/en/statistics/pts-for-equity/>) | 怎么使用：直接 / 支持
- Financial System Council Market System Working Group — 21st Meeting Minutes (https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market-system/gijiroku/20221014.html) | 怎么使用：直接 / 支持；反向验证：08；同业比较：08、13；其他用途：历史
- Trading Participation Fees (<https://www.jpx.co.jp/english/rules-participants/participants/fees/index.html>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：02、03、08、10；专项深挖：02、03
- PTS for Equity — September 2026 Update (<https://www.jsda.or.jp/en/statistics/pts-for-equity/>) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：02、03、05、08、09、10、35；反向验证：09、10、35；专项深挖：05、08、10
- Overview of Earnings for Q1 FY2026 (https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/ir-library/financial-info/E_EM_JPX_Q1FY2026.pdf) | 怎么使用：支持证据；一手验证：05、35；反向验证：27、28、31
- Statements on Monetary Policy 2026 (https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmdeci/state_2026/index.htm) | 怎么使用：支持证据；一手验证：14；外部现实校验：12、14、16、28、30、35；专项深挖：14
- Monthly Statistics Report — Equities (<https://www.jpx.co.jp/english/markets/statistics-equities/monthly/>) | 怎么使用：支持证据；一手验证：05、09、12；外部现实校验：05、11、14、15、28；专项深挖：05、09、11、12

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Japanese PTS venues provide an observable alternative execution channel; current scale does not displace TSE's central liquidity role, but policy-supported competition and participant fee pressure constrain monetization.
- 内部研究类型：venue_competition_constraint
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Competition is more likely to constrain pricing and share than eliminate the franchise in the near term, but self-reinforcing liquidity migration is a material break risk.
- 不确定性（原始记录）：The market-share threshold that would force a material JPX pricing response is unknown.

在线打开本发现 →

F009 | 02 | 2.2 | 稳定收入托底，交易与清算决定上行弹性

写入正文：02 | 2.2 | 稳定收入托底，交易与清算决定上行弹性；06 | 6.3 | 经常性收入托底，却尚未完成周期对冲

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（5 项；重复标签已按来源合并）

- Overview of Earnings for Q1 FY2026 (https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/ir-library/financial-info/E_EM_JPX_Q1FY2026.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：05、35；反向验证：27、28、31
- JPX Report 2026 — Financial and Corporate Data (<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/ir-library/integrated-report/tvdivq0000008t9q-att/b5b4pj0000031kma.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- Annual Securities Report FY2025 (<https://www.jpx.co.jp/corporate/news/news-releases/0063/t13vrt000001fba5-att/view25-1.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：01、02、04、06、15、16、17、18、19、20、21、22、25、27、28、29、32、33、35；专项深挖：01、02、04、06、15、16、17、18、19、20、21、22、25、28、29、32、33；同业比较：24；其他用途：历史
- Financial Highlights Data Download (<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/financials/data/>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：12、15、16、17、22、28；专项深挖：12、15、16、17、22、28；同业比较：02、03、05、09、11、12、14、15、16、17、18、19、21、22、27、28、29、30、32、33、35；其他用途：历史
- Trading Participation Fees (<https://www.jpx.co.jp/english/rules-participants/participants/fees/index.html>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：02、03、08、10；专项深挖：02、03

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Listing, information, connectivity and system services provide meaningful recurring or usage-based revenue below the more cyclical trading and clearing layers.
- 内部研究类型：recurring_revenue_floor
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：These services support downside resilience but are not presently large enough to neutralize severe trading normalization.
- 不确定性（原始记录）：Recurring-revenue retention and subscriber churn are not disclosed.

在线打开本发现 →

F010 | 06 | 6.4 | 现金转化优秀，但可分配现金需要另算

写入正文：06 | 6.4 | 现金转化优秀，但可分配现金需要另算；08 | 8.1 | 高派息、回购与注销形成真实股东回报

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（2 项；重复标签已按来源合并）

- Annual Securities Report FY2025 (<https://www.jpx.co.jp/corporate/news/news-releases/0063/t13vrt000001fba5-att/view25-1.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、02、04、06、15、16、17、18、19、20、21、22、25、27、28、29、32、33、35；专项深挖：01、02、04、06、15、16、17、18、19、20、21、22、25、28、29、32、33；同业比较：24；其他用途：历史
- Financial Highlights Data Download (<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/financials/data/>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：12、15、16、17、22、28；专项深挖：12、15、16、17、22、28；同业比较：

02、03、05、09、11、12、14、15、16、17、18、19、21、22、27、28、29、30、32、33、35；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：FY2025 operating cash flow of JPY107.749 billion exceeded accounting profit and, after JPY8.472 billion of disclosed tangible and intangible purchases, implied approximately JPY99.3 billion of pre-distribution cash generation on the stated basis.
- 内部研究类型：cash_conversion
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Strong cash conversion supports dividends and buybacks, subject to legal-entity availability and necessary resilience investment.
- 不确定性（原始记录）：Maintenance and growth portions of system investment are not precisely separated.

在线打开本发现 →

F011 | 06 | 6.4 | 现金转化优秀，但可分配现金需要另算

写入正文：06 | 6.4 | 现金转化优秀，但可分配现金需要另算；06 | 6.6 | 庞大资产负债表并不等于庞大股东资产；08 | 8.2 | 表面现金与真实超额资本之间仍有监管边界；08 | 8.3 | 资本纪律不能以削弱市场韧性为代价；09 | 9.4 | 企业下行防御较强，股票价格保护只有中等；11 | 11.5 | 高股东回报不能挤压自我修复能力；14 | 14.1 | 财务韧性与护城河提供主要正贡献

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（3 项；重复标签已按来源合并）

- Annual Securities Report FY2025 (<https://www.jpx.co.jp/corporate/news/news-releases/0063/t13vrt000001fba5-att/view25-1.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、02、04、06、15、16、17、18、19、20、21、22、25、27、28、29、32、33、35；专项深挖：01、02、04、06、15、16、17、18、19、20、21、22、25、28、29、32、33；同业比较：24；其他用途：历史
- JSCC Statistics and Clearing-Risk Resources (<https://www.jpx.co.jp/jscc/en/statistics.html>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：07、18；外部现实校验：03；专项深挖：03、07、18
- Policy Approaches to Strengthen Cyber Security in the Financial Sector (<https://www.fsa.go.jp/en/policy/cybersecurity/index.html>) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：04、06、07、13、18、20、23、35；专项深挖：04、07

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：At March 31, 2026 JPX reported JPY110.471 billion of cash and JPY52.493 billion of current borrowings, but its JPY71.6 trillion consolidated asset base is dominated by matched clearing assets, collateral and corresponding liabilities rather than conventional operating leverage.
- 内部研究类型：regulated_capital_availability_boundary
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Gross cash and consolidated assets cannot be used mechanically as downside value or buyback capacity.

- 不确定性（原始记录）：The exact unrestricted surplus above all regulatory, clearing and operational buffers is not disclosed.

在线打开本发现 →

F012 | 08 | 8.1 | 高派息、回购与注销形成真实股东回报

写入正文：08 | 8.1 | 高派息、回购与注销形成真实股东回报；08 | 8.3 | 资本纪律不能以削弱市场韧性为代价；14 | 14.3 | 资本政策有吸引力，估值却压低风险回报

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（6 项；重复标签已按来源合并）

- Overview of Earnings for Q1 FY2026 (https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/ir-library/financial-info/E_EM_JPX_Q1FY2026.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：05、35；反向验证：27、28、31
- Shareholder Returns (<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/shareholders/basic-policy/>) | 怎么使用：直接 / 支持；反向验证：16、32
- Annual Securities Report FY2025 (<https://www.jpx.co.jp/corporate/news/news-releases/0063/t13vrt000001fba5-att/view25-1.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：01、02、04、06、15、16、17、18、19、20、21、22、25、27、28、29、32、33、35；专项深挖：01、02、04、06、15、16、17、18、19、20、21、22、25、28、29、32、33；同业比较：24；其他用途：历史
- Shareholder Returns — Detailed History (<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/shareholders/basic-policy/index.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：25、26、29、35；专项深挖：25、26、29；同业比较：25、26；其他用途：历史
- JPX Investor Day 2026 — Presentation and Q&A Transcript (https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/ir-library/events/tvdivq0000009f1z-att/Investor_Day_2026_Script_English.pdf) | 怎么使用：支持证据；一手验证：08；反向验证：02、03、05、11、12、15、22、27、28、30、31、35
- JPX Overview and Medium-Term Management Plan 2027 Update (https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/tvdivq000000lbh5-att/JPX_Overview.pdf) | 怎么使用：支持证据；一手验证：11、22、30

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：JPX targets at least a 60% payout, revised FY2026 dividend guidance to JPY77 per share, and completed a JPY20 billion repurchase of 9,486,700 shares while maintaining a history of treasury-share cancellation.
- 内部研究类型：capital_return_policy
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Distributions provide tangible per-share value, but should not be interpreted independently of resilience and investment requirements.
- 不确定性（原始记录）：The optimal payout after normalizing current earnings and future resilience investment is uncertain.

在线打开本发现 →

F013 | 03 | 3.2 | 没有存货风险，但存在高后果的技术供应依赖

写入正文：03 | 3.2 | 没有存货风险，但存在高后果的技术供应依赖；03 | 3.3 | 软件投入既是护城河维护，也是执行风险；05 | 5.3 | 系统投资是对信任资产的维护支出；06 | 6.5 | 资本化软件不能掩盖必要的维护经济成本；11 | 11.4 | 系统韧性投入能够修复，但不能消除尾部风险

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（5 项；重复标签已按来源合并）

- Annual Securities Report FY2025 (<https://www.jpx.co.jp/corporate/news/news-releases/0063/t13vrt000001fba5-att/view25-1.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、02、04、06、15、16、17、18、19、20、21、22、25、27、28、29、32、33、35；专项深挖：01、02、04、06、15、16、17、18、19、20、21、22、25、28、29、32、33；同业比较：24；其他用途：历史
- Policy Approaches to Strengthen Cyber Security in the Financial Sector (<https://www.fsa.go.jp/en/policy/cybersecurity/index.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：04、06、07、13、18、20、23、35；专项深挖：04、07
- The Failure of Equity Trading System on October 1, 2020 (<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/news/news-releases/0060/20201019-01.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：33；反向验证：04、06、10、20、23、29、33、35；专项深挖：10、33；同业比较：04、06、10、20、23、29、33、35；其他用途：历史
- Annual Securities Report FY2024 — Risk and BCP Disclosures (https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/ir-library/securities-reports/tcgh5100000049ke-att/Annual_Securities_Report_fy2024.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：04、06、20、33；外部现实校验：07；专项深挖：04、06、20、33；同业比较：33；其他用途：历史
- JPXI Adds New Ownership Datasets to J-Quants Pro (<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/news/news-releases/6020/20260727-01.html>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：03、04、07、30；专项深挖：03、04、07、30

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：JPX capitalizes qualifying software, generally amortizes major systems over five years, and must continuously invest in trading, clearing, surveillance, data and resilience infrastructure.
- 内部研究类型：productive_technology_asset
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Underinvestment can impair the moat, while failed or low-return software programs can reduce free cash flow and trigger impairment.
- 不确定性（原始记录）：Critical vendor concentration and project-level returns are not publicly resolved.

在线打开本发现 →

F014 | 06 | 6.6 | 庞大资产负债表并不等于庞大股东资产

写入正文：06 | 6.6 | 庞大资产负债表并不等于庞大股东资产；09 | 9.3 | 经常性收入提供底部，账面资产不提供简单托底；11 | 11.4 | 系统韧性投入能够修复，但不能消除尾部风险

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（1 项；重复标签已按来源合并）

- Annual Securities Report FY2025 (<https://www.jpx.co.jp/corporate/news/news-releases/0063/t13vrt000001fba5-att/view25-1.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、02、04、06、15、16、17、18、19、20、21、22、25、27、28、29、32、33、35；专项深挖：01、02、04、06、15、16、17、18、19、20、21、22、25、28、29、32、33；同业比较：24；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Goodwill of JPY69.360 billion, intangible assets of JPY30.286 billion, capitalized software and gross clearing presentation create estimation and interpretation risk despite no disclosed major current impairment.
- 内部研究类型：accounting_and_asset_value_boundary
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Failure to normalize these items can overstate net assets, excess cash, profit quality and downside protection.
- 不确定性（原始记录）：Project-level software impairment sensitivity and clearing profit-sharing remain undisclosed.

在线打开本发现 →

F015 | 01 | 1.1 | 盈利已经跃升，问题转向能否正常化

写入正文：01 | 1.1 | 盈利已经跃升，问题转向能否正常化；01 | 1.2 | 两个未知变量决定估值可信度；06 | 6.1 | 利润增长很强，但增量来源偏市场敏感；09 | 9.2 | 估值真正押注的是高位盈利基准；13 | 13.1 | 先解决正常成交与净抵押品利润；14 | 14.2 | 现金质量正面，正常化未知限制上限；15 | 15.2 | 关键证据限制与未决问题

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（8 项；重复标签已按来源合并）

- Overview of Earnings for Q1 FY2026 (https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/ir-library/financial-info/E_EM_JPX_Q1FY2026.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：05、35；反向验证：27、28、31
- JPX Investor Day 2026 — Presentation and Q&A Transcript (https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/ir-library/events/tvdivq0000009f1z-att/Investor_Day_2026_Script_English.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：08；反向验证：02、03、05、11、12、15、22、27、28、30、31、35
- JPX Report 2026 — Financial and Corporate Data (<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/ir-library/integrated-report/tvdivq0000008t9q-att/b5b4pj0000031kma.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- FY2025 Full-Year Earnings Release (https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/ir-library/financial-info/E_ER_JPX_Q4FY2025.pdf) | 怎么使用：直接证据
- Annual Securities Report FY2025 (<https://www.jpx.co.jp/corporate/news/news-releases/0063/t13vrt000001fba5-att/view25-1.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：01、02、04、06、15、16、17、18、19、20、21、22、25、27、28、29、32、33、35；专项深挖：01、02、04、06、15、16、17、18、19、20、21、22、25、28、29、32、33；同业比较：24；其他用途：历史

- Financial Highlights Data Download (<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/financials/data/>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：12、15、16、17、22、28；专项深挖：12、15、16、17、22、28；同业比较：02、03、05、09、11、12、14、15、16、17、18、19、21、22、27、28、29、30、32、33、35；其他用途：历史
- Statements on Monetary Policy 2026 (https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmdeci/state_2026/index.htm) | 怎么使用：直接证据；一手验证：14；外部现实校验：12、14、16、28、30、35；专项深挖：14
- Monthly Statistics Report — Equities (<https://www.jpx.co.jp/english/markets/statistics-equities/monthly/>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：05、09、12；外部现实校验：05、11、14、15、28；专项深挖：05、09、11、12

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The sustainable earnings base equals recurring infrastructure income plus through-cycle transaction and net collateral profit less required system and risk spending; the two largest variable inputs cannot yet be estimated with high confidence.
- 内部研究类型：normalized_earnings_unknown
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：This uncertainty is the principal ceiling on valuation confidence and prevents treating FY2026 guidance as a perpetual base.
- 不确定性（原始记录）：Normalized cash-equity trading value and net collateral contribution remain unresolved after reasonable current public research paths.

在线打开本发现 →

F016 | 09 | 9.1 | 当前价格已经承认优质特许经营权

写入正文：00 | 报告身份、评分与核心结论；09 | 9.1 | 当前价格已经承认优质特许经营权；09 | 9.5 | 价格结构与估值共同显示利好已被显著识别；14 | 14.3 | 资本政策有吸引力，估值却压低风险回报；15 | 15.1 | 资料范围与时间边界

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（5 项；重复标签已按来源合并）

- Overview of Earnings for Q1 FY2026 (https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/ir-library/financial-info/E_EM_JPX_Q1FY2026.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：05、35；反向验证：27、28、31
- Annual Securities Report FY2025 (<https://www.jpx.co.jp/corporate/news/news-releases/0063/t13vrt000001fba5-att/view25-1.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、02、04、06、15、16、17、18、19、20、21、22、25、27、28、29、32、33、35；专项深挖：01、02、04、06、15、16、17、18、19、20、21、22、25、28、29、32、33；同业比较：24；其他用途：历史
- Financial Highlights Data Download (<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/financials/data/>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：12、15、16、17、22、28；专项深挖：12、15、16、17、22、28；同业比较：02、03、05、09、11、12、14、15、16、17、18、19、21、22、27、28、29、30、32、33、35；其他用途：历史

- Japan Exchange Group 8697 Market Snapshot — September 24, 2026 (<https://finance.yahoo.co.jp/quote/8697.T>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：27、31、35；外部现实校验：22、27、29、31；专项深挖：27、29、31
- JPX Investor Day 2026 — Presentation and Q&A Transcript (https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/ir-library/events/tvdivq0000009f1z-att/Investor_Day_2026_Script_English.pdf) | 怎么使用：一手验证：08；反向验证：02、03、05、11、12、15、22、27、28、30、31、35；其他用途：反证

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：At the September 24, 2026 close of JPY2,274, JPX had an approximately JPY2.35 trillion market capitalization, 23.69 times company-forecast PER, 7.22 times reported PBR and 3.39% forecast dividend yield.
- 内部研究类型：valuation_and_expectations
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：The premium can be justified only if high excess returns and a relatively high normalized earnings base persist; otherwise multiple compression can outweigh business durability.
- 不确定性（原始记录）：The market's precise assumptions for normalized turnover, rate income and data margins are not directly observable.

在线打开本发现 →

F017 | 07 | 7.1 | 无控股股东，治理依赖制度与市场约束

写入正文：07 | 7.1 | 无控股股东，治理依赖制度与市场约束

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（3 项；重复标签已按来源合并）

- Annual Securities Report FY2025 (<https://www.jpx.co.jp/corporate/news/news-releases/0063/t13vrt000001fba5-att/view25-1.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、02、04、06、15、16、17、18、19、20、21、22、25、27、28、29、32、33、35；专项深挖：01、02、04、06、15、16、17、18、19、20、21、22、25、28、29、32、33；同业比较：24；其他用途：历史
- Corporate Governance (<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/governance/policy/index.html>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：10、13、23、35；专项深挖：10、13、23
- JPX Report 2026 — Corporate Data and Shareholders (https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/tvdivq000000lbh5-att/JPXReport2026_English.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、03、09、21、24；专项深挖：01、03、09、21、24

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：JPX has no controlling parent; foreign corporations held 45.46% of shares at March 31, 2026, while trust banks and global custodians dominated the major-holder list.
- 内部研究类型：ownership_and_governance_context
- 内部来源标记：COVERAGE35

- 普通股含义（原始记录）：Dispersed ownership supports board autonomy and liquidity but leaves discipline to institutional pressure, governance and market scrutiny rather than a controlling sponsor.
- 不确定性（原始记录）：Beneficial owners within custody accounts and future activist influence are not fully observable.

在线打开本发现 →

F018 | 01 | 1.3 | 高质量公司不等于当前价格具有充足余量

写入正文：00 | 报告身份、评分与核心结论；01 | 1.3 | 高质量公司不等于当前价格具有充足余量；01 | 1.4 | 证伪边界必须同时覆盖盈利、信任与多元化；11 | 11.1 | 高景气盈利与溢价估值可能同步回落；11 | 11.7 | 最重要的催化是证明，而不是再讲一遍增长故事；15 | 15.4 | 非投资建议与利益冲突声明

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（10 项；重复标签已按来源合并）

- JPX Report 2026
(https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/tvdivq000000lbh5-att/JPXReport2026_English.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：35；同业比较：01；其他用途：历史
- Overview of Earnings for Q1 FY2026 (https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/ir-library/financial-info/E_EM_JPX_Q1FY2026.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：05、35；反向验证：27、28、31
- Annual Securities Report FY2025 (<https://www.jpx.co.jp/corporate/news/news-releases/0063/t13vrt000001fba5-att/view25-1.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、02、04、06、15、16、17、18、19、20、21、22、25、27、28、29、32、33、35；专项深挖：01、02、04、06、15、16、17、18、19、20、21、22、25、28、29、32、33；同业比较：24；其他用途：历史
- Corporate Governance
(<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/governance/policy/index.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：10、13、23、35；专项深挖：10、13、23
- Shareholder Returns — Detailed History
(<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/shareholders/basic-policy/index.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：25、26、29、35；专项深挖：25、26、29；同业比较：25、26；其他用途：历史
- PTS for Equity — September 2026 Update (<https://www.jsda.or.jp/en/statistics/pts-for-equity/>) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：02、03、05、08、09、10、35；反向验证：09、10、35；专项深挖：05、08、10
- Japan Exchange Group 8697 Market Snapshot — September 24, 2026
(<https://finance.yahoo.co.jp/quote/8697.T>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：27、31、35；外部现实校验：22、27、29、31；专项深挖：27、29、31
- The Failure of Equity Trading System on October 1, 2020
(<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/news/news-releases/0060/20201019-01.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：33；反向验证：04、06、10、20、23、29、33、35；专项深挖：10、33；同业比较：04、06、10、20、23、29、33、35；其他用途：历史
- Criminal Accusation Concerning an Insider-Trading Case Involving a Tokyo Stock Exchange Employee (https://www.fsa.go.jp/sesc/news/c_2024/2024/20241223-2.html) | 怎么使用：外部现实校验：23、33、35；反向验证：10、13、23、29、33、35；其他用途：反证

- Investigation Report Concerning the TSE Employee Insider-Trading Incident (https://www.jpx.co.jp/english/corporate/news/news-releases/0063/sjcobq000000ammn-att/E_20250130_1.pdf) | 怎么使用：一手验证：23；反向验证：23、35；其他用途：反证

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：JPX is a structurally durable and cash-generative market-infrastructure franchise, but at the Review-date valuation the investment case depends on a high normalized earnings base, continued trust and profitable diversification rather than discovery of an unrecognized moat.
- 内部研究类型：conditional_investment_judgment
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：JPX is a high-quality franchise but not an undiscovered one; acceptable returns require durable earnings and execution sufficient to support the premium price.
- 不确定性（原始记录）：The judgment remains conditional on unresolved normalized turnover, net collateral profit, distributable capital and emerging-product margins.

在线打开本发现 →

F019 | 03 | 3.4 | 真正需要看到的是产品利润，而非发布数量

写入正文：03 | 3.4 | 真正需要看到的是产品利润，而非发布数量；06 | 6.3 | 经常性收入托底，却尚未完成周期对冲；13 | 13.2 | 用产品利润验证多元化，而不是用产品数量；15 | 15.2 | 关键证据限制与未决问题

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（4 项；重复标签已按来源合并）

- JPX Investor Day 2026 — Presentation and Q&A Transcript (https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/ir-library/events/tvdivq0000009f1z-att/Investor_Day_2026_Script_English.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：08；反向验证：02、03、05、11、12、15、22、27、28、30、31、35
- JPX Overview and Medium-Term Management Plan 2027 Update (https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/tvdivq000000lbh5-att/JPX_Overview.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：11、22、30
- JPX Report 2026 — Financial and Corporate Data (<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/ir-library/integrated-report/tvdivq0000008t9q-att/b5b4pj0000031kma.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- JPXI Adds New Ownership Datasets to J-Quants Pro (<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/news/news-releases/6020/20260727-01.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：03、04、07、30；专项深挖：03、04、07、30

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Unresolved question: how quickly data and digital services can grow operating profit, and what incremental margins and investment requirements apply to J-Quants, SCRIPTS Asia, J-LAKE and related services.
- 内部研究类型：research_debt_data_profitability
- 内部来源标记：COVERAGE35

- 普通股东含义（原始记录）：The opposite answer materially changes whether diversification can offset trading normalization and justify the valuation premium.
- 不确定性（原始记录）：No reasonable current public path resolves product-level profit and capital needs.

在线打开本发现 →

F020 | 08 | 8.2 | 表面现金与真实超额资本之间仍有监管边界

写入正文：08 | 8.2 | 表面现金与真实超额资本之间仍有监管边界；09 | 9.4 | 企业下行防御较强，股票价格保护只有中等；13 | 13.3 | 厘清哪些现金真正属于普通股东；15 | 15.2 | 关键证据限制与未决问题

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（6 项；重复标签已按来源合并）

- Annual Securities Report FY2025 (<https://www.jpx.co.jp/corporate/news/news-releases/0063/t13vrt000001fba5-att/view25-1.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、02、04、06、15、16、17、18、19、20、21、22、25、27、28、29、32、33、35；专项深挖：01、02、04、06、15、16、17、18、19、20、21、22、25、28、29、32、33；同业比较：24；其他用途：历史
- JSCC Statistics and Clearing-Risk Resources (<https://www.jpx.co.jp/jscc/en/statistics.html>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：07、18；外部现实校验：03；专项深挖：03、07、18
- Policy Approaches to Strengthen Cyber Security in the Financial Sector (<https://www.fsa.go.jp/en/policy/cybersecurity/index.html>) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：04、06、07、13、18、20、23、35；专项深挖：04、07
- JPX Investor Day 2026 — Presentation and Q&A Transcript (https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/ir-library/events/tvdivq0000009f1z-att/Investor_Day_2026_Script_English.pdf) | 怎么使用：支持证据；一手验证：08；反向验证：02、03、05、11、12、15、22、27、28、30、31、35
- JPX Overview and Medium-Term Management Plan 2027 Update (https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/tvdivq000000lbh5-att/JPX_Overview.pdf) | 怎么使用：支持证据；一手验证：11、22、30
- Shareholder Returns (<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/shareholders/basic-policy/>) | 怎么使用：支持证据；反向验证：16、32

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Unresolved question: how much cash and equity are genuinely excess after clearing-house requirements, operational resilience, cybersecurity, system replacement and potential regulatory demands.
- 内部研究类型：research_debt_excess_capital
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：The answer determines downside protection, sustainable payout and capacity for future buybacks or investment.
- 不确定性（原始记录）：Legal-entity capital, stress resources and upstreaming restrictions are insufficiently granular.

在线打开本发现 →

F021 | 04 | 4.4 | 竞争的关键未知是流动性临界点与JPX的应对

写入正文：04 | 4.4 | 竞争的关键未知是流动性临界点与JPX的应对；05 | 5.4 | 护城河的断裂路径是流动性持续外迁；13 | 13.4 | 观察PTS是否接近自我强化的临界点；15 | 15.2 | 关键证据限制与未决问题

研究范围：35项覆盖检查

证据来源（7项；重复标签已按来源合并）

- PTS for Equity Statistics (<https://www.jsda.or.jp/en/statistics/pts-for-equity/>) | 怎么用：直接 / 支持
- Financial System Council Market System Working Group — 21st Meeting Minutes (https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market-system/gijiroku/20221014.html) | 怎么用：直接 / 支持；反向验证：08；同业比较：08、13；其他用途：历史
- PTS for Equity — September 2026 Update (<https://www.jsda.or.jp/en/statistics/pts-for-equity/>) | 怎么用：直接 / 支持；外部现实校验：02、03、05、08、09、10、35；反向验证：09、10、35；专项深挖：05、08、10
- JPX Investor Day 2026 — Presentation and Q&A Transcript (https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/ir-library/events/tvdivq0000009f1z-att/Investor_Day_2026_Script_English.pdf) | 怎么用：支持证据；一手验证：08；反向验证：02、03、05、11、12、15、22、27、28、30、31、35
- Overview of Earnings for Q1 FY2026 (https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/ir-library/financial-info/E_EM_JPX_Q1FY2026.pdf) | 怎么用：支持证据；一手验证：05、35；反向验证：27、28、31
- Statements on Monetary Policy 2026 (https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmdeci/state_2026/index.htm) | 怎么用：支持证据；一手验证：14；外部现实校验：12、14、16、28、30、35；专项深挖：14
- Monthly Statistics Report — Equities (<https://www.jpx.co.jp/english/markets/statistics-equities/monthly/>) | 怎么用：支持证据；一手验证：05、09、12；外部现实校验：05、11、14、15、28；专项深挖：05、09、11、12

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Unresolved question: whether PTS share is rising materially under current best-execution rules and what pricing or market-share response JPX would need if alternative venues continue gaining liquidity.
- 内部研究类型：research_debt_venue_competition
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：A self-reinforcing PTS gain could weaken fee power and eventually the cash-equity network effect.
- 不确定性（原始记录）：Current statistics show the channel but not the future liquidity tipping point or JPX response function.

在线打开本发现 →

F022 | 07 | 7.3 | 整改完成不等于合规文化已经修复

写入正文：07 | 7.3 | 整改完成不等于合规文化已经修复；11 | 11.2 | 诚信和连续性失效会直接伤害特许经营权；13 | 13.5 | 用后续行为而非整改清单验证文化修复；15 | 15.2 | 关键证据限制与未决问题

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（5 项；重复标签已按来源合并）

- Progress and Implementation Status of Recurrence Prevention Measures
(<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/governance/risk/insider/sjcobq000001nrdv-att/sjcobq000001nrfk.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：23
- Criminal Accusation Concerning an Insider-Trading Case Involving a Tokyo Stock Exchange Employee (https://www.fsa.go.jp/sesc/news/c_2024/2024/20241223-2.html) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：23、33、35；反向验证：10、13、23、29、33、35
- Investigation Report Concerning the TSE Employee Insider-Trading Incident
(https://www.jpx.co.jp/english/corporate/news/news-releases/0063/sjcobq000000ammn-att/E_20250130_1.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：23；反向验证：23、35
- Corporate Governance
(<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/governance/policy/index.html>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：10、13、23、35；专项深挖：10、13、23
- JPX Report 2026
(https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/tvdivq000000lbh5-att/JPXReport2026_English.pdf) | 怎么使用：支持证据；一手验证：35；同业比较：01；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Unresolved question: what measurable evidence would show that post-2024 recurrence measures changed information-access behavior and compliance culture rather than only formal procedures.
- 内部研究类型：research_debt_compliance_culture
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：A procedural rather than cultural repair would leave a material latent threat to the trust franchise.
- 不确定性（原始记录）：Future behavior and incident history are needed; implementation status alone cannot resolve effectiveness.

在线打开本发现 →

F023 | 03 | 3.4 | 真正需要看到的是产品利润，而非发布数量

写入正文：03 | 3.4 | 真正需要看到的是产品利润，而非发布数量；11 | 11.6 | 催化剂必须最终落到净利润，而非活动量；13 | 13.2 | 用产品利润验证多元化，而不是用产品数量

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（4 项；重复标签已按来源合并）

- JPX Investor Day 2026 — Presentation and Q&A Transcript
(https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/ir-library/events/tvdivq0000009f1z-att/Investor_Day_2026_Script_English.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：08；反向验证：02、03、05、11、12、15、22、27、28、30、31、35
- JPX Overview and Medium-Term Management Plan 2027 Update
(https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/tvdivq000000lbh5-att/JPX_Overview.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：11、22、30

- JSCC Statistics and Clearing-Risk Resources (<https://www.jpx.co.jp/jscc/en/statistics.html>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：07、18；外部现实校验：03；专项深挖：03、07、18
- Update to the Request Concerning Management That is Conscious of Cost of Capital and Stock Price (<https://www.jpx.co.jp/english/news/1020/20260428-01.html>) | 怎么使用：支持证据；一手验证：13

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Unresolved question: whether new derivatives can achieve self-sustaining liquidity without fee discounts and market-maker incentives absorbing most incremental profit.
- 内部研究类型：research_debt_derivatives_liquidity
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Low net economics from prolonged incentives would weaken the claimed diversification path.
- 不确定性（原始记录）：Product-level incentive costs, contribution margins and liquidity thresholds are undisclosed.

在线打开本发现 →

F024 | 01 | 1.1 | 盈利已经跃升，问题转向能否正常化

写入正文：01 | 1.1 | 盈利已经跃升，问题转向能否正常化；06 | 6.1 | 利润增长很强，但增量来源偏市场敏感；09 | 9.2 | 估值真正押注的是高位盈利基准

研究范围：开放研究+35项覆盖检查

证据来源（6项；重复标签已按来源合并）

- Overview of Earnings for Q1 FY2026 (https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/ir-library/financial-info/E_EM_JPX_Q1FY2026.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：05、35；反向验证：27、28、31
- JPX Investor Day 2026 — Presentation and Q&A Transcript (https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/ir-library/events/tvdivq0000009f1z-att/Investor_Day_2026_Script_English.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：08；反向验证：02、03、05、11、12、15、22、27、28、30、31、35
- JPX Report 2026 — Financial and Corporate Data (<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/ir-library/integrated-report/tvdivq0000008t9q-att/b5b4pj0000031kma.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- FY2025 Full-Year Earnings Release (https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/ir-library/financial-info/E_ER_JPX_Q4FY2025.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持
- Financial Highlights Data Download (<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/financials/data/>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：12、15、16、17、22、28；专项深挖：12、15、16、17、22、28；同业比较：02、03、05、09、11、12、14、15、16、17、18、19、21、22、27、28、29、30、32、33、35；其他用途：历史
- Monthly Statistics Report — Equities (<https://www.jpx.co.jp/english/markets/statistics-equities/monthly/>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：05、09、12；外部现实校验：05、11、14、15、28；专项深挖：05、09、11、12

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The FY2025-FY2026 earnings uplift raises the prospective earnings base but cannot be treated as normalized until exceptional cash-equity turnover and market-condition effects are separated from durable participation growth.
- 内部研究类型：QUALIFIES_AS_CYCLICAL_INPUT
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F025 | 06 | 6.2 | 抵押品收入必须从总额还原到净利润

写入正文：06 | 6.2 | 抵押品收入必须从总额还原到净利润；09 | 9.2 | 估值真正押注的是高位盈利基准

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（7 项；重复标签已按来源合并）

- Overview of Earnings for Q1 FY2026 (https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/ir-library/financial-info/E_EM_JPX_Q1FY2026.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：05、35；反向验证：27、28、31
- JPX Investor Day 2026 — Presentation and Q&A Transcript (https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/ir-library/events/tvdivq000009f1z-att/Investor_Day_2026_Script_English.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：08；反向验证：02、03、05、11、12、15、22、27、28、30、31、35
- JPX Report 2026 — Financial and Corporate Data (<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/ir-library/integrated-report/tvdivq000008t9q-att/b5b4pj0000031kma.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- FY2025 Full-Year Earnings Release (https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/ir-library/financial-info/E_ER_JPX_Q4FY2025.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持
- Annual Securities Report FY2025 (<https://www.jpx.co.jp/corporate/news/news-releases/0063/t13vrt000001fba5-att/view25-1.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：01、02、04、06、15、16、17、18、19、20、21、22、25、27、28、29、32、33、35；专项深挖：01、02、04、06、15、16、17、18、19、20、21、22、25、28、29、32、33；同业比较：24；其他用途：历史
- JSCC Statistics and Clearing-Risk Resources (<https://www.jpx.co.jp/jscc/en/statistics.html>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：07、18；外部现实校验：03；专项深挖：03、07、18
- Statements on Monetary Policy 2026 (https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmdeci/state_2026/index.htm) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：14；外部现实校验：12、14、16、28、30、35；专项深挖：14

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Gross collateral-related clearing income must be reduced for participant returns, funding and capital requirements before it can support normalized shareholder earnings.
- 内部研究类型：REQUIRES_NET_NORMALIZATION
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F026 | 02 | 2.2 | 稳定收入托底，交易与清算决定上行弹性

写入正文：02 | 2.2 | 稳定收入托底，交易与清算决定上行弹性；06 | 6.3 | 经常性收入托底，却尚未完成周期对冲；09 | 9.3 | 经常性收入提供底部，账面资产不提供简单托底

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（5 项；重复标签已按来源合并）

- Overview of Earnings for Q1 FY2026 (https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/ir-library/financial-info/E_EM_JPX_Q1FY2026.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：05、35；反向验证：27、28、31
- JPX Report 2026 — Financial and Corporate Data (<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/ir-library/integrated-report/tvdivq0000008t9q-att/b5b4pj00000031kma.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- Annual Securities Report FY2025 (<https://www.jpx.co.jp/corporate/news/news-releases/0063/t13vrt000001fba5-att/view25-1.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：01、02、04、06、15、16、17、18、19、20、21、22、25、27、28、29、32、33、35；专项深挖：01、02、04、06、15、16、17、18、19、20、21、22、25、28、29、32、33；同业比较：24；其他用途：历史
- Financial Highlights Data Download (<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/financials/data/>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：12、15、16、17、22、28；专项深挖：12、15、16、17、22、28；同业比较：02、03、05、09、11、12、14、15、16、17、18、19、21、22、27、28、29、30、32、33、35；其他用途：历史
- Trading Participation Fees (<https://www.jpx.co.jp/english/rules-participants/participants/fees/index.html>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：02、03、08、10；专项深挖：02、03

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Listing, information, connectivity and system services support a recurring earnings floor, but current evidence does not show that this floor could offset a major normalization in trading and clearing activity.
- 内部研究类型：SUPPORTS_DURABLE_FLOOR
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F027 | 05 | 5.2 | 信任不是护城河的附属品，而是成立条件

写入正文：05 | 5.2 | 信任不是护城河的附属品，而是成立条件；07 | 7.2 | 形式治理较完整，行为控制仍需验证；11 | 11.2 | 诚信和连续性失效会直接伤害特许经营权

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（13 项；重复标签已按来源合并）

- JPX Report 2026 (https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/tvdivq000000lbh5-att/JPXReport2026_English.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：35；同业比较：01；其他用途：历史

- Progress and Implementation Status of Recurrence Prevention Measures (<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/governance/risk/insider/sjcobq000001nrdiv-att/sjcobq000001nrk.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：23
- Criminal Accusation Concerning an Insider-Trading Case Involving a Tokyo Stock Exchange Employee (https://www.fsa.go.jp/sesc/news/c_2024/2024/20241223-2.html) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：23、33、35；反向验证：10、13、23、29、33、35；其他用途：反证
- Investigation Report Concerning the TSE Employee Insider-Trading Incident (https://www.jpx.co.jp/english/corporate/news/news-releases/0063/sjcobq000000ammn-att/E_20250130_1.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：23；反向验证：23、35；其他用途：反证
- Corporate Governance (<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/governance/policy/index.html>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：10、13、23、35；专项深挖：10、13、23
- The Failure of Equity Trading System on October 1, 2020 (<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/news/news-releases/0060/20201019-01.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：33；反向验证：04、06、10、20、23、29、33、35；专项深挖：10、33；同业比较：04、06、10、20、23、29、33、35；其他用途：历史
- Annual Securities Report FY2024 — Risk and BCP Disclosures (https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/ir-library/securities-reports/tcgh5100000049ke-att/Annual_Securities_Report_fy2024.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：04、06、20、33；外部现实校验：07；专项深挖：04、06、20、33；同业比较：33；其他用途：历史
- JPX Investor Day 2026 — Presentation and Q&A Transcript (https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/ir-library/events/tvdivq0000009f1z-att/Investor_Day_2026_Script_English.pdf) | 怎么使用：支持证据；一手验证：08；反向验证：02、03、05、11、12、15、22、27、28、30、31、35
- JPX Overview and Medium-Term Management Plan 2027 Update (https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/tvdivq000000lbh5-att/JPX_Overview.pdf) | 怎么使用：支持证据；一手验证：11、22、30
- JPX Report 2026 — Financial and Corporate Data (<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/ir-library/integrated-report/tvdivq0000008t9q-att/b5b4pj0000031kma.pdf>) | 怎么使用：支持证据
- Financial System Council Market System Working Group — 21st Meeting Minutes (https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market-system/gijiroku/20221014.html) | 怎么使用：支持证据；反向验证：08；同业比较：08、13；其他用途：历史
- JPX-R Annual Report 2026 (<https://www.jpx.co.jp/english/regulation/public/02.html>) | 怎么使用：支持证据
- Policy Approaches to Strengthen Cyber Security in the Financial Sector (<https://www.fsa.go.jp/en/policy/cybersecurity/index.html>) | 怎么使用：支持证据；外部现实校验：04、06、07、13、18、20、23、35；专项深挖：04、07

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：JPX's liquidity and regulatory moat remains durable only while market participants trust the fairness and continuity of its systems; the insider-trading incident and 2020 outage are direct counter-evidence to treating the moat as self-sustaining.
- 内部研究类型：CONDITIONS_AND_CAN_ERODE

- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F028 | 05 | 5.3 | 系统投资是对信任资产的维护支出

写入正文：05 | 5.3 | 系统投资是对信任资产的维护支出；06 | 6.5 | 资本化软件不能掩盖必要的维护经济成本；11 | 11.4 | 系统韧性投入能够修复，但不能消除尾部风险

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（4 项；重复标签已按来源合并）

- Annual Securities Report FY2025 (<https://www.jpx.co.jp/corporate/news/news-releases/0063/t13vrt000001fba5-att/view25-1.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、02、04、06、15、16、17、18、19、20、21、22、25、27、28、29、32、33、35；专项深挖：01、02、04、06、15、16、17、18、19、20、21、22、25、28、29、32、33；同业比较：24；其他用途：历史
- Policy Approaches to Strengthen Cyber Security in the Financial Sector (<https://www.fsa.go.jp/en/policy/cybersecurity/index.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：04、06、07、13、18、20、23、35；专项深挖：04、07
- The Failure of Equity Trading System on October 1, 2020 (<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/news/news-releases/0060/20201019-01.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：33；反向验证：04、06、10、20、23、29、33、35；专项深挖：10、33；同业比较：04、06、10、20、23、29、33、35；其他用途：历史
- Annual Securities Report FY2024 — Risk and BCP Disclosures (https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/ir-library/securities-reports/tcgh5100000049ke-att/Annual_Securities_Report_fy2024.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：04、06、20、33；外部现实校验：07；专项深挖：04、06、20、33；同业比较：33；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Software, cybersecurity, data-center redundancy and continuity investment are productive moat-maintenance assets because they reduce the probability and duration of failures that could damage market confidence.
- 内部研究类型：MAINTAINS_AND_REPAIRS
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F029 | 04 | 4.2 | PTS 尚未取代 TSE，却已限制收费想象空间

写入正文：04 | 4.2 | PTS 尚未取代 TSE，却已限制收费想象空间；05 | 5.4 | 护城河的断裂路径是流动性持续外迁；11 | 11.3 | 市场扩大不保证 JPX 取得相同比例的利润

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（8 项；重复标签已按来源合并）

- JPX Investor Day 2026 — Presentation and Q&A Transcript (<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/ir-library/events/>)

tvdivq0000009f1z-att/Investor_Day_2026_Script_English.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：08；反向验证：02、03、05、11、12、15、22、27、28、30、31、35

- PTS for Equity Statistics (<https://www.jsda.or.jp/en/statistics/pts-for-equity/>) | 怎么使用：直接 / 支持
- Financial System Council Market System Working Group — 21st Meeting Minutes (https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market-system/gijiroku/20221014.html) | 怎么使用：直接 / 支持；反向验证：08；同业比较：08、13；其他用途：历史
- Trading Participation Fees (<https://www.jpx.co.jp/english/rules-participants/participants/fees/index.html>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：02、03、08、10；专项深挖：02、03
- PTS for Equity — September 2026 Update (<https://www.jsda.or.jp/en/statistics/pts-for-equity/>) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：02、03、05、08、09、10、35；反向验证：09、10、35；专项深挖：05、08、10
- Overview of Earnings for Q1 FY2026 (https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/ir-library/financial-info/E_EM_JPX_Q1FY2026.pdf) | 怎么使用：支持证据；一手验证：05、35；反向验证：27、28、31
- Statements on Monetary Policy 2026 (https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmdeci/state_2026/index.htm) | 怎么使用：支持证据；一手验证：14；外部现实校验：12、14、16、28、30、35；专项深挖：14
- Monthly Statistics Report — Equities (<https://www.jpx.co.jp/english/markets/statistics-equities/monthly/>) | 怎么使用：支持证据；一手验证：05、09、12；外部现实校验：05、11、14、15、28；专项深挖：05、09、11、12

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：PTS growth, best-execution policy and participant bargaining constrain JPY's fee power, although current evidence does not show that alternative venues have displaced TSE's central liquidity role.
- 内部研究类型：LIMITS_MONETIZATION_WITHOUT_NULLIFYING
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F030 | 03 | 3.1 | 客户同时购买交易入口、清算安全和市场数据

写入正文：03 | 3.1 | 客户同时购买交易入口、清算安全和市场数据；04 | 4.3 | 监管影响力可以扩张市场，也会约束变现；11 | 11.6 | 催化剂必须最终落到净利润，而非活动量；12 | 12.1 | JPX 既推动改革，也经营改革带来的需求

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（6 项；重复标签已按来源合并）

- JPX Investor Day 2026 — Presentation and Q&A Transcript (https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/ir-library/events/tvdivq0000009f1z-att/Investor_Day_2026_Script_English.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：08；反向验证：02、03、05、11、12、15、22、27、28、30、31、35
- JPX Overview and Medium-Term Management Plan 2027 Update (https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/tvdivq000000lbh5-att/JPX_Overview.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：11、22、30

- Update to the Request Concerning Management That is Conscious of Cost of Capital and Stock Price (<https://www.jpx.co.jp/english/news/1020/20260428-01.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：13
- Monthly Statistics Report — Equities (<https://www.jpx.co.jp/english/markets/statistics-equities/monthly/>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：05、09、12；外部现实校验：05、11、14、15、28；专项深挖：05、09、11、12
- Corporate Governance Code July 2026 Revision Published (<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/news/news-releases/1020/20260721-01.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：11、13、30；外部现实校验：30；专项深挖：11、13、30
- JPXI Adds New Ownership Datasets to J-Quants Pro (<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/news/news-releases/6020/20260727-01.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：03、04、07、30；专项深挖：03、04、07、30

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Corporate-value and governance reforms can support JPX through higher listed-company valuations and participation as well as larger ETF, index and structured-data demand, but the resulting incremental profit remains uncertain.
- 内部研究类型：EXPANDS_MULTIPLE_DEMAND_CHANNELS
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F031 | 03 | 3.4 | 真正需要看到的是产品利润，而非发布数量

写入正文：03 | 3.4 | 真正需要看到的是产品利润，而非发布数量；06 | 6.3 | 经常性收入托底，却尚未完成周期对冲；09 | 9.3 | 经常性收入提供底部，账面资产不提供简单托底

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（5 项；重复标签已按来源合并）

- JPX Investor Day 2026 — Presentation and Q&A Transcript (https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/ir-library/events/tvdivq0000009f1z-att/Investor_Day_2026_Script_English.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：08；反向验证：02、03、05、11、12、15、22、27、28、30、31、35
- JPX Overview and Medium-Term Management Plan 2027 Update (https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/tvdivq000000lbh5-att/JPX_Overview.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：11、22、30
- JPX Report 2026 — Financial and Corporate Data (<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/ir-library/integrated-report/tvdivq0000008t9q-att/b5b4pj0000031kma.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- JSCC Statistics and Clearing-Risk Resources (<https://www.jpx.co.jp/jsc/en/statistics.html>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：07、18；外部现实校验：03；专项深挖：03、07、18
- JPXI Adds New Ownership Datasets to J-Quants Pro (<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/news/news-releases/6020/20260727-01.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：03、04、07、30；专项深挖：03、04、07、30

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Data, index, derivatives and digital initiatives could make earnings less market-sensitive, but undisclosed product margins and capital requirements prevent treating them as a proven offset to trading normalization.
- 内部研究类型：POTENTIAL_OFFSET_NOT_YET_PROVEN
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F032 | 06 | 6.4 | 现金转化优秀，但可分配现金需要另算

写入正文：06 | 6.4 | 现金转化优秀，但可分配现金需要另算；08 | 8.2 | 表面现金与真实超额资本之间仍有监管边界；09 | 9.4 | 企业下行防御较强，股票价格保护只有中等

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（4 项；重复标签已按来源合并）

- Annual Securities Report FY2025 (<https://www.jpx.co.jp/corporate/news/news-releases/0063/t13vrt000001fba5-att/view25-1.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、02、04、06、15、16、17、18、19、20、21、22、25、27、28、29、32、33、35；专项深挖：01、02、04、06、15、16、17、18、19、20、21、22、25、28、29、32、33；同业比较：24；其他用途：历史
- Financial Highlights Data Download (<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/financials/data/>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：12、15、16、17、22、28；专项深挖：12、15、16、17、22、28；同业比较：02、03、05、09、11、12、14、15、16、17、18、19、21、22、27、28、29、30、32、33、35；其他用途：历史
- JSCC Statistics and Clearing-Risk Resources (<https://www.jpx.co.jp/jscc/en/statistics.html>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：07、18；外部现实校验：03；专项深挖：03、07、18
- Policy Approaches to Strengthen Cyber Security in the Financial Sector (<https://www.fsa.go.jp/en/policy/cybersecurity/index.html>) | 怎么使用：直接证据；外部现实校验：04、06、07、13、18、20、23、35；专项深挖：04、07

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Strong operating cash conversion supports shareholder distributions, but consolidated cash and the gross balance sheet do not establish unrestricted parent-available capital after clearing, resilience and minority claims.
- 内部研究类型：SUPPORTS_BUT_DOES_NOT_EQUAL
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F033 | 08 | 8.3 | 资本纪律不能以削弱市场韧性为代价

写入正文：08 | 8.3 | 资本纪律不能以削弱市场韧性为代价；11 | 11.5 | 高股东回报不能挤压自我修复能力

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（6 项；重复标签已按来源合并）

- Overview of Earnings for Q1 FY2026 (https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/ir-library/financial-info/E_EM_JPX_Q1FY2026.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：05、35；反向验证：27、28、31
- JPX Investor Day 2026 — Presentation and Q&A Transcript (https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/ir-library/events/tvdivq0000009f1z-att/Investor_Day_2026_Script_English.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：08；反向验证：02、03、05、11、12、15、22、27、28、30、31、35
- JPX Overview and Medium-Term Management Plan 2027 Update (https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/tvdivq000000lbh5-att/JPX_Overview.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：11、22、30
- Shareholder Returns (<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/shareholders/basic-policy/>) | 怎么使用：直接 / 支持；反向验证：16、32
- Annual Securities Report FY2025 (<https://www.jpx.co.jp/corporate/news/news-releases/0063/t13vrt000001fba5-att/view25-1.pdf>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：01、02、04、06、15、16、17、18、19、20、21、22、25、27、28、29、32、33、35；专项深挖：01、02、04、06、15、16、17、18、19、20、21、22、25、28、29、32、33；同业比较：24；其他用途：历史
- Shareholder Returns — Detailed History (<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/shareholders/basic-policy/index.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：25、26、29、35；专项深挖：25、26、29；同业比较：25、26；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：High dividends, repurchases and share cancellation improve per-share outcomes and capital discipline, but reduce flexibility if system replacement, cyber defense, clearing resources or strategic investment require more capital.
- 内部研究类型：CREATES_DISCIPLINE_BUT_REDUCES_OPTIONALITY
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F034 | 01 | 1.2 | 两个未知变量决定估值可信度

写入正文：01 | 1.2 | 两个未知变量决定估值可信度；09 | 9.1 | 当前价格已经承认优质特许经营权

研究范围：开放研究+35项覆盖检查

证据来源（6项；重复标签已按来源合并）

- Overview of Earnings for Q1 FY2026 (https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/ir-library/financial-info/E_EM_JPX_Q1FY2026.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：05、35；反向验证：27、28、31
- JPX Investor Day 2026 — Presentation and Q&A Transcript (https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/ir-library/events/tvdivq0000009f1z-att/Investor_Day_2026_Script_English.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：08；反向验证：02、03、05、11、12、15、22、27、28、30、31、35；其他用途：反证

- Annual Securities Report FY2025 (<https://www.jpx.co.jp/corporate/news/news-releases/0063/t13vrt000001fba5-att/view25-1.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、02、04、06、15、16、17、18、19、20、21、22、25、27、28、29、32、33、35；专项深挖：01、02、04、06、15、16、17、18、19、20、21、22、25、28、29、32、33；同业比较：24；其他用途：历史
- Financial Highlights Data Download (<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/financials/data/>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：12、15、16、17、22、28；专项深挖：12、15、16、17、22、28；同业比较：02、03、05、09、11、12、14、15、16、17、18、19、21、22、27、28、29、30、32、33、35；其他用途：历史
- Japan Exchange Group 8697 Market Snapshot — September 24, 2026 (<https://finance.yahoo.co.jp/quote/8697.T>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：27、31、35；外部现实校验：22、27、29、31；专项深挖：27、29、31
- JPX Report 2026 — Financial and Corporate Data (<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/ir-library/integrated-report/tvdivq0000008t9q-att/b5b4pj0000031kma.pdf>) | 怎么使用：支持证据

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：At roughly 23.7 times company-forecast earnings and 7.2 times book value, valuation depends more on the level of normalized turnover and net collateral profit than on proving that JPX has a moat.
- 内部研究类型：DECISIVE_INPUT_TO
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F035 | 06 | 6.6 | 庞大资产负债表并不等于庞大股东资产

写入正文：06 | 6.6 | 庞大资产负债表并不等于庞大股东资产；09 | 9.3 | 经常性收入提供底部，账面资产不提供简单托底

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（1 项；重复标签已按来源合并）

- Annual Securities Report FY2025 (<https://www.jpx.co.jp/corporate/news/news-releases/0063/t13vrt000001fba5-att/view25-1.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、02、04、06、15、16、17、18、19、20、21、22、25、27、28、29、32、33、35；专项深挖：01、02、04、06、15、16、17、18、19、20、21、22、25、28、29、32、33；同业比较：24；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Matched clearing balances, restricted capital, goodwill and capitalized software require normalization so that gross assets, cash or collateral revenue are not mistaken for ordinary-shareholder value.
- 内部研究类型：PREVENTS_OVERSTATEMENT_OF
- 内部来源标记：COVERAGE35

在线打开本发现 →

F036 | 01 | 1.3 | 高质量公司不等于当前价格具有充足余量

写入正文：00 | 报告身份、评分与核心结论；01 | 1.3 | 高质量公司不等于当前价格具有充足余量；01 | 1.4 | 证伪边界必须同时覆盖盈利、信任与多元化；09 | 9.5 | 价格结构与估值共同显示利好已被显著识别；11 | 11.1 | 高景气盈利与溢价估值可能同步回落；11 | 11.7 | 最重要的催化是证明，而不是再讲一遍增长故事

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（11 项；重复标签已按来源合并）

- JPX Report 2026
(https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/tvdivq000000lbh5-att/JPXReport2026_English.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：35；同业比较：01；其他用途：历史
- Overview of Earnings for Q1 FY2026 (https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/ir-library/financial-info/E_EM_JPX_Q1FY2026.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：05、35；反向验证：27、28、31
- Annual Securities Report FY2025 (<https://www.jpx.co.jp/corporate/news/news-releases/0063/t13vrt000001fba5-att/view25-1.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、02、04、06、15、16、17、18、19、20、21、22、25、27、28、29、32、33、35；专项深挖：01、02、04、06、15、16、17、18、19、20、21、22、25、28、29、32、33；同业比较：24；其他用途：历史
- Corporate Governance
(<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/governance/policy/index.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：10、13、23、35；专项深挖：10、13、23
- Shareholder Returns — Detailed History
(<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/shareholders/basic-policy/index.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：25、26、29、35；专项深挖：25、26、29；同业比较：25、26；其他用途：历史
- PTS for Equity — September 2026 Update (<https://www.jsda.or.jp/en/statistics/pts-for-equity/>) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：02、03、05、08、09、10、35；反向验证：09、10、35；专项深挖：05、08、10
- Japan Exchange Group 8697 Market Snapshot — September 24, 2026
(<https://finance.yahoo.co.jp/quote/8697.T>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：27、31、35；外部现实校验：22、27、29、31；专项深挖：27、29、31
- The Failure of Equity Trading System on October 1, 2020
(<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/news/news-releases/0060/20201019-01.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：33；反向验证：04、06、10、20、23、29、33、35；专项深挖：10、33；同业比较：04、06、10、20、23、29、33、35；其他用途：历史
- JPX Investor Day 2026 — Presentation and Q&A Transcript
(https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/ir-library/events/tvdivq0000009f1z-att/Investor_Day_2026_Script_English.pdf) | 怎么使用：一手验证：08；反向验证：02、03、05、11、12、15、22、27、28、30、31、35；其他用途：反证
- Criminal Accusation Concerning an Insider-Trading Case Involving a Tokyo Stock Exchange Employee (https://www.fsa.go.jp/sesc/news/c_2024/2024/20241223-2.html) | 怎么使用：外部现实校验：23、33、35；反向验证：10、13、23、29、33、35；其他用途：反证

- Investigation Report Concerning the TSE Employee Insider-Trading Incident (https://www.jpx.co.jp/english/corporate/news/news-releases/0063/sjcobq000000ammn-att/E_20250130_1.pdf) | 怎么使用：一手验证：23；反向验证：23、35；其他用途：反证

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：JPX's business quality is high, but the premium valuation leaves only moderate protection against earnings normalization, repeated trust failures or unsuccessful diversification.
- 内部研究类型：CONDITIONS_ATTRACTIVENESS_OF
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F037 | 01 | 1.4 | 证伪边界必须同时覆盖盈利、信任与多元化

写入正文：01 | 1.4 | 证伪边界必须同时覆盖盈利、信任与多元化；07 | 7.3 | 整改完成不等于合规文化已经修复；11 | 11.2 | 诚信和连续性失效会直接伤害特许经营权

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（13 项；重复标签已按来源合并）

- Progress and Implementation Status of Recurrence Prevention Measures (<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/governance/risk/insider/sjcobq000001nrdiv-att/sjcobq000001nrkf.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：23
- Criminal Accusation Concerning an Insider-Trading Case Involving a Tokyo Stock Exchange Employee (https://www.fsa.go.jp/sesc/news/c_2024/2024/20241223-2.html) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：23、33、35；反向验证：10、13、23、29、33、35；其他用途：反证
- Investigation Report Concerning the TSE Employee Insider-Trading Incident (https://www.jpx.co.jp/english/corporate/news/news-releases/0063/sjcobq000000ammn-att/E_20250130_1.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：23；反向验证：23、35；其他用途：反证
- Policy Approaches to Strengthen Cyber Security in the Financial Sector (<https://www.fsa.go.jp/en/policy/cybersecurity/index.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：04、06、07、13、18、20、23、35；专项深挖：04、07
- The Failure of Equity Trading System on October 1, 2020 (<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/news/news-releases/0060/20201019-01.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：33；反向验证：04、06、10、20、23、29、33、35；专项深挖：10、33；同业比较：04、06、10、20、23、29、33、35；其他用途：历史
- Annual Securities Report FY2024 — Risk and BCP Disclosures (https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/ir-library/securities-reports/tcgh5100000049ke-att/Annual_Securities_Report_fy2024.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：04、06、20、33；外部现实校验：07；专项深挖：04、06、20、33；同业比较：33；其他用途：历史
- JPX Report 2026 (https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/tvdivq000000lbh5-att/JPXReport2026_English.pdf) | 怎么使用：支持证据；一手验证：35；同业比较：01；其他用途：历史

- Overview of Earnings for Q1 FY2026 (https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/ir-library/financial-info/E_EM_JPX_Q1FY2026.pdf) | 怎么使用：支持证据；一手验证：05、35；反向验证：27、28、31
- Annual Securities Report FY2025 (<https://www.jpx.co.jp/corporate/news/news-releases/0063/t13vrt000001fba5-att/view25-1.pdf>) | 怎么使用：支持证据；一手验证：01、02、04、06、15、16、17、18、19、20、21、22、25、27、28、29、32、33、35；专项深挖：01、02、04、06、15、16、17、18、19、20、21、22、25、28、29、32、33；同业比较：24；其他用途：历史
- Corporate Governance (<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/governance/policy/index.html>) | 怎么使用：支持证据；一手验证：10、13、23、35；专项深挖：10、13、23
- Shareholder Returns — Detailed History (<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/shareholders/basic-policy/index.html>) | 怎么使用：支持证据；一手验证：25、26、29、35；专项深挖：25、26、29；同业比较：25、26；其他用途：历史
- PTS for Equity — September 2026 Update (<https://www.jsda.or.jp/en/statistics/pts-for-equity/>) | 怎么使用：支持证据；外部现实校验：02、03、05、08、09、10、35；反向验证：09、10、35；专项深挖：05、08、10
- Japan Exchange Group 8697 Market Snapshot — September 24, 2026 (<https://finance.yahoo.co.jp/quote/8697.T>) | 怎么使用：支持证据；一手验证：27、31、35；外部现实校验：22、27、29、31；专项深挖：27、29、31

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Repeated integrity or system failures, especially if they cause stronger external control or lasting participant distrust, would weaken the durable-franchise thesis even if near-term earnings remained strong.
- 内部研究类型：MATERIAL_FALSIFICATION_PATH
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F038 | 09 | 9.5 | 价格结构与估值共同显示利好已被显著识别

写入正文：09 | 9.5 | 价格结构与估值共同显示利好已被显著识别；10 | 10.4 | 业绩上调确认迁移，却没有创造第二段持续行情；12 | 12.2 | 价格领先后转为消化，说明错价机会已经收窄；15 | 15.3 | 技术资料与公开披露边界

研究范围：开放研究+35项覆盖检查

证据来源（5项；重复标签已按来源合并）

- Overview of Earnings for Q1 FY2026 (https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/ir-library/financial-info/E_EM_JPX_Q1FY2026.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：05、35；反向验证：27、28、31
- Japan Exchange Group 8697 Market Snapshot — September 24, 2026 (<https://finance.yahoo.co.jp/quote/8697.T>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：27、31、35；外部现实校验：22、27、29、31；专项深挖：27、29、31
- JPX 8697 Historical Daily Prices (<https://stocks.monex.co.jp/8697.T/historical>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：34；专项深挖：34；同业比较：31；其他用途：历史

- Japan Exchange Group Monthly Adjusted Price History (<https://www.digrin.com/stocks/detail/8697.T/price>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：34；专项深挖：34；同业比较：31、34；其他用途：历史
- TSE 8697 Full-History Price Reference (<https://www.tradingview.com/symbols/TSE-8697/>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：34；专项深挖：34；同业比较：31、34；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：The protected Technical Synthesis independently indicates an established but not fully mature higher price state; combined with the July earnings response and premium valuation, this shows that current business strength is substantially recognized rather than undiscovered.
- 内部研究类型：CROSS_LANE_EXPECTATION_EVIDENCE
- 内部来源标记：TECHNICAL / OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

在线打开本发现 →

F039 | 02 | 2.1 | JPX 拥有的是一套交易、清算与自律监管系统

写入正文：02 | 2.1 | JPX 拥有的是一套交易、清算与自律监管系统；02 | 2.3 | 多元化方向可信，经济规模仍待证明；05 | 5.1 | 护城河强在网络协同，不是单一牌照；05 | 5.2 | 信任不是护城河的附属品，而是成立条件；05 | 5.3 | 系统投资是对信任资产的维护支出；06 | 6.5 | 资本化软件不能掩盖必要的维护经济成本；07 | 7.2 | 形式治理较完整，行为控制仍需验证；11 | 11.2 | 诚信和连续性失效会直接伤害特许经营权；14 | 14.1 | 财务韧性与护城河提供主要正贡献

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（24 项；重复标签已按来源合并）

- JPX Report 2026 (https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/tvdivq000000lbh5-att/JPXReport2026_English.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：35；同业比较：01；其他用途：历史
- JPX-R Annual Report 2026 (<https://www.jpx.co.jp/english/regulation/public/02.html>) | 怎么使用：直接 / 支持
- Annual Securities Report FY2025 (<https://www.jpx.co.jp/corporate/news/news-releases/0063/t13vrt000001fba5-att/view25-1.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、02、04、06、15、16、17、18、19、20、21、22、25、27、28、29、32、33、35；专项深挖：01、02、04、06、15、16、17、18、19、20、21、22、25、28、29、32、33；同业比较：24；其他用途：历史
- JPX Report 2026 — Corporate Data and Shareholders (https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/tvdivq000000lbh5-att/JPXReport2026_English.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、03、09、21、24；专项深挖：01、03、09、21、24
- JSCC Statistics and Clearing-Risk Resources (<https://www.jpx.co.jp/jscc/en/statistics.html>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：07、18；外部现实校验：03；专项深挖：03、07、18
- JPX Investor Day 2026 — Presentation and Q&A Transcript (<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/ir-library/events/>)

tvdivq0000009f1z-att/Investor_Day_2026_Script_English.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：08；反向验证：02、03、05、11、12、15、22、27、28、30、31、35

- Financial System Council Market System Working Group — 21st Meeting Minutes (https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market-system/gijiroku/20221014.html) | 怎么使用：直接 / 支持；反向验证：08；同业比较：08、13；其他用途：历史
- Corporate Governance (<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/governance/policy/index.html>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：10、13、23、35；专项深挖：10、13、23
- Trading Participation Fees (<https://www.jpx.co.jp/english/rules-participants/participants/fees/index.html>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：02、03、08、10；专项深挖：02、03
- PTS for Equity — September 2026 Update (<https://www.jsda.or.jp/en/statistics/pts-for-equity/>) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：02、03、05、08、09、10、35；反向验证：09、10、35；专项深挖：05、08、10
- JPX Overview and Medium-Term Management Plan 2027 Update (https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/tvdivq000000lbh5-att/JPX_Overview.pdf) | 怎么使用：支持证据；一手验证：11、22、30
- JPX Report 2026 — Financial and Corporate Data (<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/ir-library/integrated-report/tvdivq0000008t9q-att/b5b4pj0000031kma.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- Criminal Accusation Concerning an Insider-Trading Case Involving a Tokyo Stock Exchange Employee (https://www.fsa.go.jp/sesc/news/c_2024/2024/20241223-2.html) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：23、33、35；反向验证：10、13、23、29、33、35；其他用途：反证
- Investigation Report Concerning the TSE Employee Insider-Trading Incident (https://www.jpx.co.jp/english/corporate/news/news-releases/0063/sjcobq000000ammn-att/E_20250130_1.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：23；反向验证：23、35；其他用途：反证
- Overview of Earnings for Q1 FY2026 (https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/ir-library/financial-info/E_EM_JPX_Q1FY2026.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：05、35；反向验证：27、28、31
- Financial Highlights Data Download (<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/financials/data/>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：12、15、16、17、22、28；专项深挖：12、15、16、17、22、28；同业比较：02、03、05、09、11、12、14、15、16、17、18、19、21、22、27、28、29、30、32、33、35；其他用途：历史
- Progress and Implementation Status of Recurrence Prevention Measures (<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/governance/risk/insider/sjcobq000001nrdiv-att/sjcobq000001nrfk.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：23
- Policy Approaches to Strengthen Cyber Security in the Financial Sector (<https://www.fsa.go.jp/en/policy/cybersecurity/index.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：04、06、07、13、18、20、23、35；专项深挖：04、07
- The Failure of Equity Trading System on October 1, 2020 (<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/news/news-releases/0060/20201019-01.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：33；反向验证：04、06、10、20、23、29、33、35；专项深挖：10、33；同业比较：04、06、10、20、23、29、33、35；其他用途：历史

- Annual Securities Report FY2024 — Risk and BCP Disclosures
(https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/ir-library/securities-reports/tcgh5100000049ke-att/Annual_Securities_Report_fy2024.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：04、06、20、33；外部现实校验：07；专项深挖：04、06、20、33；同业比较：33；其他用途：历史
- JPXI Adds New Ownership Datasets to J-Quants Pro
(<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/news/news-releases/6020/20260727-01.html>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：03、04、07、30；专项深挖：03、04、07、30
- PTS for Equity Statistics (<https://www.jsda.or.jp/en/statistics/pts-for-equity/>) | 怎么使用：直接 / 支持
- Statements on Monetary Policy 2026
(https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmdeci/state_2026/index.htm) | 怎么使用：支持证据；一手验证：14；外部现实校验：12、14、16、28、30、35；专项深挖：14
- Monthly Statistics Report — Equities (<https://www.jpx.co.jp/english/markets/statistics-equities/monthly/>) | 怎么使用：支持证据；一手验证：05、09、12；外部现实校验：05、11、14、15、28；专项深挖：05、09、11、12

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Durable Business Portrait | JPX's durable foundation is the concentration of liquidity, integration of trading with clearing and self-regulation, participant connectivity, proprietary market data, listed-company breadth and public confidence. These slow variables create network effects, recurring infrastructure use, strong cash conversion and high returns on an ordinary operating asset base. Structural weaknesses are common exposure to Japanese market activity and yen financial conditions, dependence on complex systems and vendors, and the possibility that integrity or operational failures undermine regulatory legitimacy. Self-repair rests on oversight, independent committees, participant-inclusive incident review, redundant infrastructure, continuing software investment, strong cash generation and flexible distributions. Potential irreversible breaks include persistent liquidity loss to alternative venues, repeated integrity or system failures, a clearing loss beyond funded resources, or underinvestment that weakens confidence.
- 内部研究类型：durable_business_portrait
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：The business can survive ordinary market cycles and finance repair, but franchise durability depends on continuous investment and trust rather than financial resources alone.
- 不确定性（原始记录）：Critical supplier concentration, exact distributable capital and severe clearing-loss magnitude remain unresolved.

在线打开本发现 →

F040 | 01 | 1.1 | 盈利已经跃升，问题转向能否正常化

写入正文：01 | 1.1 | 盈利已经跃升，问题转向能否正常化；01 | 1.2 | 两个未知变量决定估值可信度；06 | 6.1 | 利润增长很强，但增量来源偏市场敏感；09 | 9.2 | 估值真正押注的是高位盈利基准；14 | 14.2 | 现金质量正面，正常化未知限制上限

研究范围：开放研究+35项覆盖检查

证据来源（26 项；重复标签已按来源合并）

- Overview of Earnings for Q1 FY2026 (https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/ir-library/financial-info/E_EM_JPX_Q1FY2026.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：05、35；反向验证：27、28、31
- JPX Investor Day 2026 — Presentation and Q&A Transcript (https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/ir-library/events/tvdivq0000009f1z-att/Investor_Day_2026_Script_English.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：08；反向验证：02、03、05、11、12、15、22、27、28、30、31、35
- JPX Report 2026 — Financial and Corporate Data (<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/ir-library/integrated-report/tvdivq0000008t9q-att/b5b4pj0000031kma.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- FY2025 Full-Year Earnings Release (https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/ir-library/financial-info/E_ER_JPX_Q4FY2025.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持
- Annual Securities Report FY2025 (<https://www.jpx.co.jp/corporate/news/news-releases/0063/t13vrt000001fba5-att/view25-1.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、02、04、06、15、16、17、18、19、20、21、22、25、27、28、29、32、33、35；专项深挖：01、02、04、06、15、16、17、18、19、20、21、22、25、28、29、32、33；同业比较：24；其他用途：历史
- JSCC Statistics and Clearing-Risk Resources (<https://www.jpx.co.jp/jscc/en/statistics.html>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：07、18；外部现实校验：03；专项深挖：03、07、18
- Statements on Monetary Policy 2026 (https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmdeci/state_2026/index.htm) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：14；外部现实校验：12、14、16、28、30、35；专项深挖：14
- Financial Highlights Data Download (<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/financials/data/>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：12、15、16、17、22、28；专项深挖：12、15、16、17、22、28；同业比较：02、03、05、09、11、12、14、15、16、17、18、19、21、22、27、28、29、30、32、33、35；其他用途：历史
- Trading Participation Fees (<https://www.jpx.co.jp/english/rules-participants/participants/fees/index.html>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：02、03、08、10；专项深挖：02、03
- JPX Overview and Medium-Term Management Plan 2027 Update (https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/tvdivq000000lbh5-att/JPX_Overview.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：11、22、30
- Corporate Governance Code July 2026 Revision Published (<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/news/news-releases/1020/20260721-01.html>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：11、13、30；外部现实校验：30；专项深挖：11、13、30
- JPXI Adds New Ownership Datasets to J-Quants Pro (<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/news/news-releases/6020/20260727-01.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：03、04、07、30；专项深挖：03、04、07、30
- Monthly Statistics Report — Equities (<https://www.jpx.co.jp/english/markets/statistics-equities/monthly/>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：05、09、12；外部现实校验：05、11、14、15、28；专项深挖：05、09、11、12
- JPX Report 2026 (<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/tvdivq000000lbh5-att/>)

JPXReport2026_English.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：35；同业比较：01；其他用途：历史

- JPX-R Annual Report 2026 (<https://www.jpx.co.jp/english/regulation/public/02.html>) | 怎么使用：直接 / 支持
- JPX Report 2026 — Corporate Data and Shareholders (https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/tvdivq000000lbh5-att/JPXReport2026_English.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、03、09、21、24；专项深挖：01、03、09、21、24
- Financial System Council Market System Working Group — 21st Meeting Minutes (https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market-system/gijiroku/20221014.html) | 怎么使用：直接 / 支持；反向验证：08；同业比较：08、13；其他用途：历史
- Corporate Governance (<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/governance/policy/index.html>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：10、13、23、35；专项深挖：10、13、23
- PTS for Equity — September 2026 Update (<https://www.jsda.or.jp/en/statistics/pts-for-equity/>) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：02、03、05、08、09、10、35；反向验证：09、10、35；专项深挖：05、08、10
- Criminal Accusation Concerning an Insider-Trading Case Involving a Tokyo Stock Exchange Employee (https://www.fsa.go.jp/sesc/news/c_2024/2024/20241223-2.html) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：23、33、35；反向验证：10、13、23、29、33、35；其他用途：反证
- Investigation Report Concerning the TSE Employee Insider-Trading Incident (https://www.jpx.co.jp/english/corporate/news/news-releases/0063/sjacobq000000ammn-att/E_20250130_1.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：23；反向验证：23、35；其他用途：反证
- Progress and Implementation Status of Recurrence Prevention Measures (<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/governance/risk/insider/sjacobq000001nrdiv-att/sjacobq000001nrkf.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：23
- Policy Approaches to Strengthen Cyber Security in the Financial Sector (<https://www.fsa.go.jp/en/policy/cybersecurity/index.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：04、06、07、13、18、20、23、35；专项深挖：04、07
- The Failure of Equity Trading System on October 1, 2020 (<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/news/news-releases/0060/20201019-01.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：33；反向验证：04、06、10、20、23、29、33、35；专项深挖：10、33；同业比较：04、06、10、20、23、29、33、35；其他用途：历史
- Annual Securities Report FY2024 — Risk and BCP Disclosures (https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/ir-library/securities-reports/tcgh5100000049ke-att/Annual_Securities_Report_fy2024.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：04、06、20、33；外部现实校验：07；专项深挖：04、06、20、33；同业比较：33；其他用途：历史
- PTS for Equity Statistics (<https://www.jsda.or.jp/en/statistics/pts-for-equity/>) | 怎么使用：直接 / 支持

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Current Earnings and Normalization Architecture | The current earnings surge overlays rather than replaces the durable franchise. Cash-equity turnover, orders, volatility and positive yen rates amplify transaction and gross clearing revenue

through a high-fixed-cost platform. Recurring listing, information and system services provide a floor, while data and product initiatives offer a possible future offset. Because management cannot separate structural turnover growth from market effects and collateral revenue is shared with participants, a point estimate of normalized earnings would create false certainty.

- 内部研究类型：cross_domain_causal_system
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股含义（原始记录）：The investment case should apply a normalization haircut to current earnings unless subsequent normal-volume periods establish a higher durable base.
- 不确定性（原始记录）：Normalized cash-equity trading value and net collateral profit remain material UNKNOWNs with no reasonable current public resolution path.

在线打开本发现 →

F041 | 04 | 4.3 | 监管影响力可以扩张市场，也会约束变现

写入正文：04 | 4.3 | 监管影响力可以扩张市场，也会约束变现；04 | 4.4 | 竞争的关键未知是流动性临界点与JPX的应对；05 | 5.4 | 护城河的断裂路径是流动性持续外迁；11 | 11.3 | 市场扩大不保证JPX取得相同比例的利润；11 | 11.6 | 催化剂必须最终落到净利润，而非活动量；12 | 12.1 | JPX既推动改革，也经营改革带来的需求

研究范围：开放研究+35项覆盖检查

证据来源（27项；重复标签已按来源合并）

- JPX Investor Day 2026 — Presentation and Q&A Transcript (https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/ir-library/events/tvdivq0000009f1z-att/Investor_Day_2026_Script_English.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：08；反向验证：02、03、05、11、12、15、22、27、28、30、31、35
- JPX Overview and Medium-Term Management Plan 2027 Update (https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/tvdivq000000lbh5-att/JPX_Overview.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：11、22、30
- Update to the Request Concerning Management That is Conscious of Cost of Capital and Stock Price (<https://www.jpx.co.jp/english/news/1020/20260428-01.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：13
- Monthly Statistics Report — Equities (<https://www.jpx.co.jp/english/markets/statistics-equities/monthly/>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：05、09、12；外部现实校验：05、11、14、15、28；专项深挖：05、09、11、12
- Corporate Governance Code July 2026 Revision Published (<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/news/news-releases/1020/20260721-01.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：11、13、30；外部现实校验：30；专项深挖：11、13、30
- JPX Report 2026 — Financial and Corporate Data (<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/ir-library/integrated-report/tvdivq0000008t9q-att/b5b4pj0000031kma.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- JSCC Statistics and Clearing-Risk Resources (<https://www.jpx.co.jp/jscc/en/statistics.html>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：07、18；外部现实校验：03；专项深挖：03、07、18

- JPXI Adds New Ownership Datasets to J-Quants Pro (<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/news/news-releases/6020/20260727-01.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：03、04、07、30；专项深挖：03、04、07、30
- PTS for Equity Statistics (<https://www.jsda.or.jp/en/statistics/pts-for-equity/>) | 怎么使用：直接 / 支持
- Financial System Council Market System Working Group — 21st Meeting Minutes (https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market-system/gijiroku/20221014.html) | 怎么使用：直接 / 支持；反向验证：08；同业比较：08、13；其他用途：历史
- Trading Participation Fees (<https://www.jpx.co.jp/english/rules-participants/participants/fees/index.html>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：02、03、08、10；专项深挖：02、03
- PTS for Equity — September 2026 Update (<https://www.jsda.or.jp/en/statistics/pts-for-equity/>) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：02、03、05、08、09、10、35；反向验证：09、10、35；专项深挖：05、08、10
- Overview of Earnings for Q1 FY2026 (https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/ir-library/financial-info/E_EM_JPX_Q1FY2026.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：05、35；反向验证：27、28、31
- Statements on Monetary Policy 2026 (https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmdeci/state_2026/index.htm) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：14；外部现实校验：12、14、16、28、30、35；专项深挖：14
- JPX Report 2026 (https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/tvdivq000000lbh5-att/JPXReport2026_English.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：35；同业比较：01；其他用途：历史
- JPX-R Annual Report 2026 (<https://www.jpx.co.jp/english/regulation/public/02.html>) | 怎么使用：直接 / 支持
- Corporate Governance (<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/governance/policy/index.html>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：10、13、23、35；专项深挖：10、13、23
- Criminal Accusation Concerning an Insider-Trading Case Involving a Tokyo Stock Exchange Employee (https://www.fsa.go.jp/sesc/news/c_2024/2024/20241223-2.html) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：23、33、35；反向验证：10、13、23、29、33、35；其他用途：反证
- Investigation Report Concerning the TSE Employee Insider-Trading Incident (https://www.jpx.co.jp/english/corporate/news/news-releases/0063/sjacobq000000ammn-att/E_20250130_1.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：23；反向验证：23、35；其他用途：反证
- Annual Securities Report FY2025 (<https://www.jpx.co.jp/corporate/news/news-releases/0063/t13vrt000001fba5-att/view25-1.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、02、04、06、15、16、17、18、19、20、21、22、25、27、28、29、32、33、35；专项深挖：01、02、04、06、15、16、17、18、19、20、21、22、25、28、29、32、33；同业比较：24；其他用途：历史
- JPX Report 2026 — Corporate Data and Shareholders (https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/tvdivq000000lbh5-att/JPXReport2026_English.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、03、09、21、24；专项深挖：01、03、09、21、24

- Financial Highlights Data Download (<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/financials/data/>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：12、15、16、17、22、28；专项深挖：12、15、16、17、22、28；同业比较：02、03、05、09、11、12、14、15、16、17、18、19、21、22、27、28、29、30、32、33、35；其他用途：历史
- Progress and Implementation Status of Recurrence Prevention Measures (<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/governance/risk/insider/sjacobq000001nrdv-att/sjacobq000001nrfk.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：23
- Policy Approaches to Strengthen Cyber Security in the Financial Sector (<https://www.fsa.go.jp/en/policy/cybersecurity/index.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：04、06、07、13、18、20、23、35；专项深挖：04、07
- The Failure of Equity Trading System on October 1, 2020 (<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/news/news-releases/0060/20201019-01.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：33；反向验证：04、06、10、20、23、29、33、35；专项深挖：10、33；同业比较：04、06、10、20、23、29、33、35；其他用途：历史
- Annual Securities Report FY2024 — Risk and BCP Disclosures (https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/ir-library/securities-reports/tcgh5100000049ke-att/Annual_Securities_Report_fy2024.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：04、06、20、33；外部现实校验：07；专项深挖：04、06、20、33；同业比较：33；其他用途：历史
- FY2025 Full-Year Earnings Release (https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/ir-library/financial-info/E_ER_JPX_Q4FY2025.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Policy Influence, Market Growth and Monetization Constraint | JPX can influence listed-company governance, disclosure and capital allocation in ways that increase valuations, participation, ETF assets, index demand and structured-data usage. The same dual regulatory-commercial role increases scrutiny. Liquidity and integrated clearing reinforce JPX's central position, while best-execution reform, alternative venues, discounts and participant interests constrain how much of market growth JPX can retain.
- 内部研究类型：policy_market_feedback_system
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Policy-led market expansion is valuable only to the extent it produces durable incremental profit after competition, incentives and required investment.
- 不确定性（原始记录）：Incremental profit capture from reforms and the long-run competitive equilibrium with PTS venues remain unknown.

在线打开本发现 →

F042 | 06 | 6.4 | 现金转化优秀，但可分配现金需要另算

写入正文：06 | 6.4 | 现金转化优秀，但可分配现金需要另算；08 | 8.3 | 资本纪律不能以削弱市场韧性为代价；09 | 9.4 | 企业下行防御较强，股票价格保护只有中等；11 | 11.5 | 高股东回报不能挤压自我修复能力；14 | 14.3 | 资本政策有吸引力，估值却压低风险回报

研究范围：开放研究+35项覆盖检查

证据来源（26 项；重复标签已按来源合并）

- Annual Securities Report FY2025 (<https://www.jpx.co.jp/corporate/news/news-releases/0063/t13vrt000001fba5-att/view25-1.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、02、04、06、15、16、17、18、19、20、21、22、25、27、28、29、32、33、35；专项深挖：01、02、04、06、15、16、17、18、19、20、21、22、25、28、29、32、33；同业比较：24；其他用途：历史
- Financial Highlights Data Download (<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/financials/data/>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：12、15、16、17、22、28；专项深挖：12、15、16、17、22、28；同业比较：02、03、05、09、11、12、14、15、16、17、18、19、21、22、27、28、29、30、32、33、35；其他用途：历史
- JSCC Statistics and Clearing-Risk Resources (<https://www.jpx.co.jp/jscc/en/statistics.html>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：07、18；外部现实校验：03；专项深挖：03、07、18
- Policy Approaches to Strengthen Cyber Security in the Financial Sector (<https://www.fsa.go.jp/en/policy/cybersecurity/index.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：04、06、07、13、18、20、23、35；专项深挖：04、07
- Overview of Earnings for Q1 FY2026 (https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/ir-library/financial-info/E_EM_JPX_Q1FY2026.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：05、35；反向验证：27、28、31
- Shareholder Returns (<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/shareholders/basic-policy/>) | 怎么使用：直接 / 支持；反向验证：16、32
- Shareholder Returns — Detailed History (<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/shareholders/basic-policy/index.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：25、26、29、35；专项深挖：25、26、29；同业比较：25、26；其他用途：历史
- JPX Investor Day 2026 — Presentation and Q&A Transcript (https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/ir-library/events/tvdivq0000009f1z-att/Investor_Day_2026_Script_English.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：08；反向验证：02、03、05、11、12、15、22、27、28、30、31、35
- JPX Overview and Medium-Term Management Plan 2027 Update (https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/tvdivq000000lbh5-att/JPX_Overview.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：11、22、30
- The Failure of Equity Trading System on October 1, 2020 (<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/news/news-releases/0060/20201019-01.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：33；反向验证：04、06、10、20、23、29、33、35；专项深挖：10、33；同业比较：04、06、10、20、23、29、33、35；其他用途：历史
- Annual Securities Report FY2024 — Risk and BCP Disclosures (https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/ir-library/securities-reports/tcgh5100000049ke-att/Annual_Securities_Report_fy2024.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：04、06、20、33；外部现实校验：07；专项深挖：04、06、20、33；同业比较：33；其他用途：历史
- JPXI Adds New Ownership Datasets to J-Quants Pro (<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/news/news-releases/6020/20260727-01.html>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：03、04、07、30；专项深挖：03、04、07、30

- JPX Report 2026
(https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/tvdivq000000lbh5-att/JPXReport2026_English.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：35；同业比较：01；其他用途：历史
- JPX-R Annual Report 2026 (<https://www.jpx.co.jp/english/regulation/public/02.html>) | 怎么使用：直接 / 支持
- JPX Report 2026 — Corporate Data and Shareholders
(https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/tvdivq000000lbh5-att/JPXReport2026_English.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、03、09、21、24；专项深挖：01、03、09、21、24
- Financial System Council Market System Working Group — 21st Meeting Minutes
(https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market-system/gijiroku/20221014.html) | 怎么使用：直接 / 支持；反向验证：08；同业比较：08、13；其他用途：历史
- Corporate Governance
(<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/governance/policy/index.html>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：10、13、23、35；专项深挖：10、13、23
- Trading Participation Fees
(<https://www.jpx.co.jp/english/rules-participants/participants/fees/index.html>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：02、03、08、10；专项深挖：02、03
- PTS for Equity — September 2026 Update (<https://www.jsda.or.jp/en/statistics/pts-for-equity/>) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：02、03、05、08、09、10、35；反向验证：09、10、35；专项深挖：05、08、10
- JPX Report 2026 — Financial and Corporate Data
(<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/ir-library/integrated-report/tvdivq0000008t9q-att/b5b4pj0000031kma.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- Criminal Accusation Concerning an Insider-Trading Case Involving a Tokyo Stock Exchange Employee (https://www.fsa.go.jp/sesc/news/c_2024/2024/20241223-2.html) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：23、33、35；反向验证：10、13、23、29、33、35；其他用途：反证
- Investigation Report Concerning the TSE Employee Insider-Trading Incident
(https://www.jpx.co.jp/english/corporate/news/news-releases/0063/sjacobq000000ammn-att/E_20250130_1.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：23；反向验证：23、35；其他用途：反证
- Progress and Implementation Status of Recurrence Prevention Measures
(<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/governance/risk/insider/sjacobq000001nrdv-att/sjacobq000001nrfk.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：23
- PTS for Equity Statistics (<https://www.jsda.or.jp/en/statistics/pts-for-equity/>) | 怎么使用：直接 / 支持
- Statements on Monetary Policy 2026
(https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmdeci/state_2026/index.htm) | 怎么使用：支持证据；一手验证：14；外部现实校验：12、14、16、28、30、35；专项深挖：14
- Monthly Statistics Report — Equities (<https://www.jpx.co.jp/english/markets/statistics-equities/monthly/>) | 怎么使用：支持证据；一手验证：05、09、12；外部现实校验：05、11、14、15、28；专项深挖：05、09、11、12

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Cash Conversion, Distribution and Resilience Trade-off | Strong operating cash flow and modest ordinary capital intensity support large distributions. The bridge to ordinary-shareholder cash must nevertheless reserve capital for clearing, system continuity, cybersecurity and strategic investment. Dividends, repurchases and cancellation improve per-share outcomes and impose discipline, but excessive payout can weaken the same self-repair capacity that protects the franchise.
- 内部研究类型：cash_capital_self_repair_system
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股含义（原始记录）：High cash returns are attractive only while they remain subordinate to sufficient clearing and operational resilience.
- 不确定性（原始记录）：Exact excess capital and the maintenance-versus-growth investment split are not disclosed.

在线打开本发现 →

F043 | 01 | 1.2 | 两个未知变量决定估值可信度

写入正文：00 | 报告身份、评分与核心结论；01 | 1.2 | 两个未知变量决定估值可信度；01 | 1.3 | 高质量公司不等于当前价格具有充足余量；09 | 9.1 | 当前价格已经承认优质特许经营权；09 | 9.5 | 价格结构与估值共同显示利好已被显著识别；11 | 11.1 | 高景气盈利与溢价估值可能同步回落；11 | 11.7 | 最重要的催化是证明，而不是再讲一遍增长故事；14 | 14.3 | 资本政策有吸引力，估值却压低风险回报；15 | 15.4 | 非投资建议与利益冲突声明

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（29 项；重复标签已按来源合并）

- Overview of Earnings for Q1 FY2026 (https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/ir-library/financial-info/E_EM_JPX_Q1FY2026.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：05、35；反向验证：27、28、31
- JPX Investor Day 2026 — Presentation and Q&A Transcript (https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/ir-library/events/tvdivq0000009f1z-att/Investor_Day_2026_Script_English.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：08；反向验证：02、03、05、11、12、15、22、27、28、30、31、35；其他用途：反证
- JPX Report 2026 — Financial and Corporate Data (<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/ir-library/integrated-report/tvdivq0000008t9q-att/b5b4pj0000031kma.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- FY2025 Full-Year Earnings Release (https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/ir-library/financial-info/E_ER_JPX_Q4FY2025.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持
- Annual Securities Report FY2025 (<https://www.jpx.co.jp/corporate/news/news-releases/0063/t13vrt000001fba5-att/view25-1.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、02、04、06、15、16、17、18、19、20、21、22、25、27、28、29、32、33、35；专项深挖：01、02、04、06、15、16、17、18、19、20、21、22、25、28、29、32、33；同业比较：24；其他用途：历史
- Financial Highlights Data Download (<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/financials/data/>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：12、15、16、17、22、28；专项深挖：12、15、16、17、22、28；同业比较：02、03、05、09、11、12、14、15、16、17、18、19、21、22、27、28、29、30、32、33、35；其他用途：历史

- Statements on Monetary Policy 2026
(https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmdeci/state_2026/index.htm) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：14；外部现实校验：12、14、16、28、30、35；专项深挖：14
- Monthly Statistics Report — Equities (<https://www.jpx.co.jp/english/markets/statistics-equities/monthly/>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：05、09、12；外部现实校验：05、11、14、15、28；专项深挖：05、09、11、12
- Japan Exchange Group 8697 Market Snapshot — September 24, 2026
(<https://finance.yahoo.co.jp/quote/8697.T>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：27、31、35；外部现实校验：22、27、29、31；专项深挖：27、29、31
- JPX Report 2026
(https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/tvdivq000000lbh5-att/JPXReport2026_English.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：35；同业比较：01；其他用途：历史
- Corporate Governance
(<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/governance/policy/index.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：10、13、23、35；专项深挖：10、13、23
- Shareholder Returns — Detailed History
(<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/shareholders/basic-policy/index.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：25、26、29、35；专项深挖：25、26、29；同业比较：25、26；其他用途：历史
- PTS for Equity — September 2026 Update (<https://www.jsda.or.jp/en/statistics/pts-for-equity/>) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：02、03、05、08、09、10、35；反向验证：09、10、35；专项深挖：05、08、10
- The Failure of Equity Trading System on October 1, 2020
(<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/news/news-releases/0060/20201019-01.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：33；反向验证：04、06、10、20、23、29、33、35；专项深挖：10、33；同业比较：04、06、10、20、23、29、33、35；其他用途：历史
- Criminal Accusation Concerning an Insider-Trading Case Involving a Tokyo Stock Exchange Employee (https://www.fsa.go.jp/sesc/news/c_2024/2024/20241223-2.html) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：23、33、35；反向验证：10、13、23、29、33、35；其他用途：反证
- Investigation Report Concerning the TSE Employee Insider-Trading Incident
(https://www.jpx.co.jp/english/corporate/news/news-releases/0063/sjcobq000000amnn-att/E_20250130_1.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：23；反向验证：23、35；其他用途：反证
- Progress and Implementation Status of Recurrence Prevention Measures
(<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/governance/risk/insider/sjcobq000001nrdv-att/sjcobq000001nrfk.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：23
- Policy Approaches to Strengthen Cyber Security in the Financial Sector
(<https://www.fsa.go.jp/en/policy/cybersecurity/index.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：04、06、07、13、18、20、23、35；专项深挖：04、07
- Annual Securities Report FY2024 — Risk and BCP Disclosures
(https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/ir-library/securities-reports/tcgh5100000049ke-att/Annual_Securities_Report_fy2024.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：04、06、20、33；外部现实校验：07；专项深挖：04、06、20、33；同业比较：33；其他用途：历史

- JSCC Statistics and Clearing-Risk Resources
(<https://www.jpx.co.jp/jscc/en/statistics.html>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：07、18；外部现实校验：03；专项深挖：03、07、18
- Trading Participation Fees
(<https://www.jpx.co.jp/english/rules-participants/participants/fees/index.html>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：02、03、08、10；专项深挖：02、03
- JPX Overview and Medium-Term Management Plan 2027 Update
(https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/tvdivq000000lbh5-att/JPX_Overview.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：11、22、30
- Corporate Governance Code July 2026 Revision Published
(<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/news/news-releases/1020/20260721-01.html>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：11、13、30；外部现实校验：30；专项深挖：11、13、30
- JPXI Adds New Ownership Datasets to J-Quants Pro
(<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/news/news-releases/6020/20260727-01.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：03、04、07、30；专项深挖：03、04、07、30
- JPX-R Annual Report 2026 (<https://www.jpx.co.jp/english/regulation/public/02.html>) | 怎么使用：直接 / 支持
- JPX Report 2026 — Corporate Data and Shareholders
(https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/tvdivq000000lbh5-att/JPXReport2026_English.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、03、09、21、24；专项深挖：01、03、09、21、24
- Financial System Council Market System Working Group — 21st Meeting Minutes
(https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market-system/gijiroku/20221014.html) | 怎么使用：直接 / 支持；反向验证：08；同业比较：08、13；其他用途：历史
- PTS for Equity Statistics (<https://www.jsda.or.jp/en/statistics/pts-for-equity/>) | 怎么使用：直接 / 支持
- Shareholder Returns
(<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/shareholders/basic-policy/>) | 怎么使用：直接 / 支持；反向验证：16、32

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Valuation, Downside and Conditional Thesis | The Review-date price embeds recognition of JPX's durability and current earnings strength. A premium forecast PER and PBR require persistent excess returns, disciplined capital allocation and a normalized earnings base relatively close to current strength. Recurring revenue, low ordinary leverage and flexible distributions protect business continuity, but they provide only moderate stock-price protection if earnings or the multiple normalize.
- 内部研究类型：valuation_and_thesis_bridge
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：The shares can underperform despite a durable franchise if current turnover and collateral economics prove less persistent than the premium valuation assumes.
- 不确定性（原始记录）：The market's exact normalized assumptions cannot be observed, and the two key earnings-normalization inputs remain unresolved.

在线打开本发现 →

F044 | 02 | 2.1 | JPX 拥有的是一套交易、清算与自律监管系统

写入正文：02 | 2.1 | JPX 拥有的是一套交易、清算与自律监管系统；03 | 3.1 | 客户同时购买交易入口、清算安全和市场数据；03 | 3.2 | 没有存货风险，但存在高后果的技术供应依赖；04 | 4.1 | 市场中央性来自流动性、清算和监管网络叠加；04 | 4.2 | PTS 尚未取代 TSE，却已限制收费想象空间；05 | 5.1 | 护城河强在网络协同，不是单一牌照

研究范围：开放研究+35 项覆盖检查

证据来源（27 项；重复标签已按来源合并）

- JPX Report 2026
(https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/tvdivq000000lbh5-att/JPXReport2026_English.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：35；同业比较：01；其他用途：历史
- JPX-R Annual Report 2026 (<https://www.jpx.co.jp/english/regulation/public/02.html>) | 怎么使用：直接 / 支持
- Annual Securities Report FY2025 (<https://www.jpx.co.jp/corporate/news/news-releases/0063/t13vrt000001fba5-att/view25-1.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、02、04、06、15、16、17、18、19、20、21、22、25、27、28、29、32、33、35；专项深挖：01、02、04、06、15、16、17、18、19、20、21、22、25、28、29、32、33；同业比较：24；其他用途：历史
- JPX Report 2026 — Corporate Data and Shareholders
(https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/tvdivq000000lbh5-att/JPXReport2026_English.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、03、09、21、24；专项深挖：01、03、09、21、24
- JSCC Statistics and Clearing-Risk Resources
(<https://www.jpx.co.jp/jscc/en/statistics.html>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：07、18；外部现实校验：03；专项深挖：03、07、18
- JPX Investor Day 2026 — Presentation and Q&A Transcript
(https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/ir-library/events/tvdivq0000009f1z-att/Investor_Day_2026_Script_English.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：08；反向验证：02、03、05、11、12、15、22、27、28、30、31、35
- Financial System Council Market System Working Group — 21st Meeting Minutes
(https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market-system/gijiroku/20221014.html) | 怎么使用：直接 / 支持；反向验证：08；同业比较：08、13；其他用途：历史
- Corporate Governance
(<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/governance/policy/index.html>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：10、13、23、35；专项深挖：10、13、23
- Trading Participation Fees
(<https://www.jpx.co.jp/english/rules-participants/participants/fees/index.html>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：02、03、08、10；专项深挖：02、03
- PTS for Equity — September 2026 Update (<https://www.jsda.or.jp/en/statistics/pts-for-equity/>) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：02、03、05、08、09、10、35；反向验证：09、10、35；专项深挖：05、08、10
- JPX Overview and Medium-Term Management Plan 2027 Update
(https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/tvdivq000000lbh5-att/JPX_Overview.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：11、22、30

- JPX Report 2026 — Financial and Corporate Data (<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/ir-library/integrated-report/tvdivq0000008t9q-att/b5b4pj0000031kma.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- Criminal Accusation Concerning an Insider-Trading Case Involving a Tokyo Stock Exchange Employee (https://www.fsa.go.jp/sesc/news/c_2024/2024/20241223-2.html) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：23、33、35；反向验证：10、13、23、29、33、35；其他用途：反证
- Investigation Report Concerning the TSE Employee Insider-Trading Incident (https://www.jpx.co.jp/english/corporate/news/news-releases/0063/sjacobq000000ammn-att/E_20250130_1.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：23；反向验证：23、35；其他用途：反证
- PTS for Equity Statistics (<https://www.jsda.or.jp/en/statistics/pts-for-equity/>) | 怎么使用：直接 / 支持
- Overview of Earnings for Q1 FY2026 (https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/ir-library/financial-info/E_EM_JPX_Q1FY2026.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：05、35；反向验证：27、28、31
- Statements on Monetary Policy 2026 (https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmdeci/state_2026/index.htm) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：14；外部现实校验：12、14、16、28、30、35；专项深挖：14
- Monthly Statistics Report — Equities (<https://www.jpx.co.jp/english/markets/statistics-equities/monthly/>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：05、09、12；外部现实校验：05、11、14、15、28；专项深挖：05、09、11、12
- Update to the Request Concerning Management That is Conscious of Cost of Capital and Stock Price (<https://www.jpx.co.jp/english/news/1020/20260428-01.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：13
- Corporate Governance Code July 2026 Revision Published (<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/news/news-releases/1020/20260721-01.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：11、13、30；外部现实校验：30；专项深挖：11、13、30
- Financial Highlights Data Download (<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/financials/data/>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：12、15、16、17、22、28；专项深挖：12、15、16、17、22、28；同业比较：02、03、05、09、11、12、14、15、16、17、18、19、21、22、27、28、29、30、32、33、35；其他用途：历史
- Progress and Implementation Status of Recurrence Prevention Measures (<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/governance/risk/insider/sjacobq000001nrdv-att/sjacobq000001nrfk.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：23
- Policy Approaches to Strengthen Cyber Security in the Financial Sector (<https://www.fsa.go.jp/en/policy/cybersecurity/index.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：04、06、07、13、18、20、23、35；专项深挖：04、07
- The Failure of Equity Trading System on October 1, 2020 (<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/news/news-releases/0060/20201019-01.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：33；反向验证：04、06、10、20、23、29、33、35；专项深挖：10、33；同业比较：04、06、10、20、23、29、33、35；其他用途：历史
- Annual Securities Report FY2024 — Risk and BCP Disclosures (https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/ir-library/securities-reports/tcgh5100000049ke-att/Annual_Securities_Report_fy2024.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一

手验证：04、06、20、33；外部现实校验：07；专项深挖：04、06、20、33；同业比较：33；其他用途：历史

- JPXI Adds New Ownership Datasets to J-Quants Pro (<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/news/news-releases/6020/20260727-01.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：03、04、07、30；专项深挖：03、04、07、30
- FY2025 Full-Year Earnings Release (https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/ir-library/financial-info/E_ER_JPX_Q4FY2025.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：JPX Industrial, Regulatory and Market Ecosystem | JPX owns and operates TSE, OSE, TOCOM and JPXI; controls JSCC with non-controlling interests; and performs group self-regulation through JPX-R. Listed companies, brokers, market makers and investors are both customers and liquidity providers. Japannext, ODX and aggregate Japanese PTS compete in cash-equity execution. FSA and BOJ shape competition, capital, rates and resilience; JASDEC is a critical settlement dependency; and JEPX supports electricity-market product linkage. This network strengthens centrality while creating regulatory, participant, settlement and partner dependencies.
- 内部研究类型：industrial_and_regulatory_ecosystem
- 内部来源标记：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：JPX's moat derives from an ecosystem rather than unilateral control; value capture depends on retaining liquidity while meeting public, participant and infrastructure obligations.
- 不确定性（原始记录）：Commercial splits, partner bargaining terms and critical supplier contracts are incompletely disclosed.

在线打开本发现 →

F045 | 13 | 13.1 | 先解决正常成交与净抵押品利润

写入正文：13 | 13.1 | 先解决正常成交与净抵押品利润；13 | 13.2 | 用产品利润验证多元化，而不是用产品数量；13 | 13.3 | 厘清哪些现金真正属于普通股东；13 | 13.4 | 观察 PTS 是否接近自我强化的临界点；13 | 13.5 | 用后续行为而非整改清单验证文化修复

研究范围：35 项覆盖检查

证据来源（29 项；重复标签已按来源合并）

- Overview of Earnings for Q1 FY2026 (https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/ir-library/financial-info/E_EM_JPX_Q1FY2026.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：05、35；反向验证：27、28、31
- JPX Investor Day 2026 — Presentation and Q&A Transcript (https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/ir-library/events/tvdivq0000009f1z-att/Investor_Day_2026_Script_English.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：08；反向验证：02、03、05、11、12、15、22、27、28、30、31、35
- JPX Report 2026 — Financial and Corporate Data (<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/ir-library/integrated-report/tvdivq0000008t9q-att/b5b4pj0000031kma.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持
- FY2025 Full-Year Earnings Release (https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/ir-library/financial-info/E_ER_JPX_Q4FY2025.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持

- Annual Securities Report FY2025 (<https://www.jpx.co.jp/corporate/news/news-releases/0063/t13vrt000001fba5-att/view25-1.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、02、04、06、15、16、17、18、19、20、21、22、25、27、28、29、32、33、35；专项深挖：01、02、04、06、15、16、17、18、19、20、21、22、25、28、29、32、33；同业比较：24；其他用途：历史
- Financial Highlights Data Download (<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/financials/data/>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：12、15、16、17、22、28；专项深挖：12、15、16、17、22、28；同业比较：02、03、05、09、11、12、14、15、16、17、18、19、21、22、27、28、29、30、32、33、35；其他用途：历史
- Statements on Monetary Policy 2026 (https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmdeci/state_2026/index.htm) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：14；外部现实校验：12、14、16、28、30、35；专项深挖：14
- Monthly Statistics Report — Equities (<https://www.jpx.co.jp/english/markets/statistics-equities/monthly/>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：05、09、12；外部现实校验：05、11、14、15、28；专项深挖：05、09、11、12
- JPX Overview and Medium-Term Management Plan 2027 Update (https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/tvdivq000000lbh5-att/JPX_Overview.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：11、22、30
- JPXI Adds New Ownership Datasets to J-Quants Pro (<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/news/news-releases/6020/20260727-01.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：03、04、07、30；专项深挖：03、04、07、30
- JSCC Statistics and Clearing-Risk Resources (<https://www.jpx.co.jp/jscc/en/statistics.html>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：07、18；外部现实校验：03；专项深挖：03、07、18
- Policy Approaches to Strengthen Cyber Security in the Financial Sector (<https://www.fsa.go.jp/en/policy/cybersecurity/index.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：04、06、07、13、18、20、23、35；专项深挖：04、07
- Shareholder Returns (<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/shareholders/basic-policy/>) | 怎么使用：直接 / 支持；反向验证：16、32
- PTS for Equity Statistics (<https://www.jsda.or.jp/en/statistics/pts-for-equity/>) | 怎么使用：直接 / 支持
- Financial System Council Market System Working Group — 21st Meeting Minutes (https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market-system/gijiroku/20221014.html) | 怎么使用：直接 / 支持；反向验证：08；同业比较：08、13；其他用途：历史
- PTS for Equity — September 2026 Update (<https://www.jsda.or.jp/en/statistics/pts-for-equity/>) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：02、03、05、08、09、10、35；反向验证：09、10、35；专项深挖：05、08、10
- Progress and Implementation Status of Recurrence Prevention Measures (<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/governance/risk/insider/sjcobq000001nrdiv-att/sjcobq000001nrfrk.pdf>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：23
- Criminal Accusation Concerning an Insider-Trading Case Involving a Tokyo Stock Exchange Employee (https://www.fsa.go.jp/sesc/news/c_2024/2024/20241223-2.html) | 怎么使用：直接 / 支持；外部现实校验：23、33、35；反向验证：10、13、23、29、33、35；其他用途：反证

- Investigation Report Concerning the TSE Employee Insider-Trading Incident (https://www.jpx.co.jp/english/corporate/news/news-releases/0063/sjacobq000000amnn-att/E_20250130_1.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：23；反向验证：23、35；其他用途：反证
- Corporate Governance (<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/governance/policy/index.html>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：10、13、23、35；专项深挖：10、13、23
- JPX Report 2026 (https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/tvdivq000000lbh5-att/JPXReport2026_English.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：35；同业比较：01；其他用途：历史
- Update to the Request Concerning Management That is Conscious of Cost of Capital and Stock Price (<https://www.jpx.co.jp/english/news/1020/20260428-01.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：13
- Trading Participation Fees (<https://www.jpx.co.jp/english/rules-participants/participants/fees/index.html>) | 怎么使用：直接证据；一手验证：02、03、08、10；专项深挖：02、03
- Corporate Governance Code July 2026 Revision Published (<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/news/news-releases/1020/20260721-01.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：11、13、30；外部现实校验：30；专项深挖：11、13、30
- JPX-R Annual Report 2026 (<https://www.jpx.co.jp/english/regulation/public/02.html>) | 怎么使用：直接 / 支持
- JPX Report 2026 — Corporate Data and Shareholders (https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/tvdivq000000lbh5-att/JPXReport2026_English.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：01、03、09、21、24；专项深挖：01、03、09、21、24
- The Failure of Equity Trading System on October 1, 2020 (<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/news/news-releases/0060/20201019-01.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：33；反向验证：04、06、10、20、23、29、33、35；专项深挖：10、33；同业比较：04、06、10、20、23、29、33、35；其他用途：历史
- Annual Securities Report FY2024 — Risk and BCP Disclosures (https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/ir-library/securities-reports/tcgh5100000049ke-att/Annual_Securities_Report_fy2024.pdf) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：04、06、20、33；外部现实校验：07；专项深挖：04、06、20、33；同业比较：33；其他用途：历史
- Shareholder Returns — Detailed History (<https://www.jpx.co.jp/english/corporate/investor-relations/shareholders/basic-policy/index.html>) | 怎么使用：直接 / 支持；一手验证：25、26、29、35；专项深挖：25、26、29；同业比较：25、26；其他用途：历史

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：High-Value Research Debt | Highest-value next evidence includes a normal-volume reporting period, a net collateral-income bridge, product-level data and derivatives profitability, legal-entity clearing capital and upstreaming detail, updated venue-share and execution-quality evidence, and through-time compliance-control outcomes. These debts condition valuation, confidence and falsification but do not

require reopening the current Review because no reasonable current high-information path remains.

- 内部研究类型：research_debt_portfolio
- 内部来源标记：COVERAGE35
- 普通股东含义（原始记录）：Resolution could materially raise or lower the sustainable earnings estimate, capital-return capacity, moat durability and acceptable valuation.
- 不确定性（原始记录）：These questions are intentionally unresolved; current public paths were exhausted or cannot yet provide through-time evidence.

在线打开本发现 →

F046 | 10 | 10.1 | 完整历史把当前问题指向“突破后能否留住”

写入正文：10 | 10.1 | 完整历史把当前问题指向“突破后能否留住”；10 | 10.2 | 回抽没有回到旧区间，更高价格状态初步成立；10 | 10.3 | 下行阻尼改善，但第二次扩张尚未出现；10 | 10.4 | 业绩上调确认迁移，却没有创造第二段持续行情；10 | 10.5 | 确认看更高区域能否重复，失效看旧区间是否重新吸收；14 | 14.4 | 总分 68.59、B+，行动维持 HOLD / WATCH；15 | 15.3 | 技术资料与公开披露边界

还不能确定：受保护的 Technical Research 结构；公开边界以其正文路由为准。

研究原始记录（核对用）

- 研究原文：Protected Technical Synthesis
- 内部研究类型：protected_technical_synthesis
- 内部来源标记：TECHNICAL
- 公开边界：受保护 Technical Research 仅保留可追踪身份，本索引不重写其内部语义。

在线打开本发现 →

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。