8411 株式会社みずほフィナンシャルグループ（Mizuho Financial Group, Inc.）

Kabugami V3.2 62.3/100 · B

这家公司是做什么的

瑞穗通过银行、信托、证券及全球投行网络，为企业和个人提供融资、结算、投资与风险管理服务。

最近亮点

国内利差与客户收入改善，全年净利润预测提高，乐天金融重组已生效。

资料截止 2026-10-20 · 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、投资劝诱、买卖推荐、目标价或收益保证。投资者可能损失全部本金。

研究身份与发布溯源

研究来源	GPT 研究
研究日期	2026-10-20
研究规则版本 SHA	0faa2fe043ebbb327854ca8b44a7d0e8e4ee3266
评分版本	V3.2
发布源 SHA	8636b35e6501f0111ce6c4e0ee2920a7a6e13987
交付代码版本 SHA	692e93fa010f7841e790bb3169e20ffa783928c0
交付运行时指纹	2b46b74cd031de319293ec5561b534728b70dc634edaa870bfca090457ccfc14

先看研究要点

为什么值得研究	企业关系网络和综合金融能力具有长期价值，资本及流动性存在缓冲。
最需要担心什么	市场收益占增量较大，海外成本增长较快，持续回报尚未完全支持当前估值要求。
Kabugami 现在怎么看	经营改善可信，但不能把一个强劲季度直接当成新的正常盈利，当前更适合等待证据。

01｜投资问题：更多收入，能否转化成持续更高的股东回报

瑞穗的投资问题，已经从能否走出低利率时期，转向改善能持续到什么程度。日本利率回升，使贷款和存款之间的收益空间扩大；企业的融资、并购和资本市场需求，也让银行关系有机会带来更多手续费。但存款需要付出更高成本，全球业务需要人才和系统投入，贷款与部分手续费仍消耗资本。

2026 年 4 至 6 月，归属母公司净利润为 4,229.09 亿日元，同比增长 45.5%；全年预测提高至 1.4 万亿。改善并非虚构：客户业务利润增加 867 亿。不过，市场部门利润增加 1,262 亿，占集团业务利润增量约 49%，明显高于其原有利润占比。这个季度同时包含结构改善和有利市场环境，不能简单乘四。F03

10 月 20 日收盘 7,686 日元，对应约 13.37 倍公司预测盈利、1.62 倍 6 月底普通股账面价值。这个价格已经要求瑞穗进一步提高持续资本回报。与此同时，股价近期反弹越来越难收复前面的跌幅。因此，当前判断是观察改善质量，而不是仅凭利润增幅或“日本加息受益”作出结论。F10

02｜买到什么：综合金融集团的普通股剩余权益

瑞穗拥有银行、信托、证券及海外金融业务。企业可能先通过贷款成为客户，再产生债券发行、并购、外汇和利率对冲、员工福利、股权及财富传承需求。个人客户的账户、支付和存款，则为银行带来资金与服务机会。不同业务互相支持，但每一环节都必须覆盖资金、人员、技术和风险成本。

普通股东买到的是这些业务扣除债权人、少数股东及其他权利后的剩余权益。6 月底集团总资产约 304.28 万亿日元，普通股东权益约 11.51 万亿。客户存款、回购融资和衍生品负债支撑了庞大的资产负债表；不能把 52.12 万亿现金及存放资金看成可以自由分给股东的现金。F01

按 6 月底扣除库存股后的 24.335 亿股计算，每股普通权益约 4,730.08 日元。这个数已经包含当时的证券估值、汇率及套期保值权益影响。之后的回购和乐天交易会改变状态，因此本报告明确使用 6 月底口径，不假造 10 月 20 日即时净资产。

03｜客户、产品与收入：关系有价值，手续费也有不同成本

瑞穗的优势首先是企业关系及服务组合。银行可以提供资金，证券业务连接资本市场，信托业务支持资产管理与制度安排。这样的组合有助于在客户发生重要变化时参与交易，也能让一段客户关系产生多种收入。

但接触客户不等于拥有定价权。公司披露的日本上市企业、全球大型企业覆盖比例，描述的是客户接触范围，不是手续费市场份额。大型企业可以同时向多家银行融资，也可以选择全球投行。国内大企业贷款信用利差约 0.59%，并未随整体贷款存款利差同步明显提高；海外信用利差由上一年度约 1.11%降至 1.07%。F02

本季国内企业解决方案手续费由 621 亿增至 943 亿，其中贷款相关手续费 643 亿、增加 285 亿；投行业务 189 亿、增加 25 亿，房地产业务 111 亿、增加 12 亿。增长主要由贷款相关服务带动。这类收入有价值，但往往连接授信、风险资产和后续融资，不能全部按不占资本的顾问收入理解。F04

个人客户方面，账户、应用程序和联名卡增长提供了入口，真正重要的结果是日常使用、资金留存以及扣除获客成本后的收益。9 月管理层仍承认存款余额增长是课题。把开卡数直接当成稳定低成本存款，会过早确认竞争优势。

04｜竞争力与关键依赖：客户网络需要人才和可靠系统支撑

瑞穗的综合服务能力较难在短时间内复制。企业关系、风险管理能力、监管准入、信托与证券的协作，以及全球执行网络，共同构成进入门槛。客户遇到跨境融资、复杂资本安排和财富传承问题时，这种组合比单一产品更有吸引力。

不过，优势持续的条件十分具体：客户要愿意把重要交易交给瑞穗，优秀银行家要留下，存款成本要可控，系统要可靠运行。全球投行业务面对大型国际银行竞争，招聘和薪酬支出可能先于收入发生。当前全球企业与投行业务的收入增长不足以覆盖费用增长，说明客户覆盖扩大与股东回报提高之间仍有距离。F05

技术也是经营能力的一部分。2021 年金融厅指出的系统事故涉及管理、资源配置与组织文化问题，不能仅归因于硬件。2026 年综合报告列出统一架构、集中管理、演练和资源调整等改革；公司表示 2025 年 10 月首次 MINORI 更新顺利完成，并计划在 2026 年 10 月前分次继续更新。现有材料不足以确认最后一轮已经全部完成，也没有依据断言发生了新的失败。F09

供应商合同、系统替换成本和维护投入的完整拆分没有披露。AI 的效率潜力也不能直接计入利润：9 月管理层虽举出具体节约案例，同时说明尚未形成充分的整体损益贡献。可靠运行、实际成本和客户体验，才是判断技术投入价值的后续证据。

05｜全球业务与合作：交易已经发生，回报还要分别验证

Greenhill 和 Augusta 增加了瑞穗的并购顾问及新能源交易能力。双方参与 TotalEnergies 向 KKR 管理账户出售欧洲 1.2GW 资产组合 50%权益的顾问工作，客户及交易对方的公告确认了真实交易需求。这支持“能力正在被客户采用”的判断，却没有披露瑞穗的具体收费，也不能证明这些收入会稳定重复。

海外业务当前仍面临效率问题。4 至 6 月全球企业与投行业务毛收入增加约 30 亿，费用却增加约 164 亿；业务利润从 1,081 亿降至 955 亿，归属净利润从 960 亿降至 637 亿，滚动 ROE 由 8.3%降至 7.2%。9 月管理层谈到截至 2028 年的 500 亿成本削减目标，但没有给出海外回报追上集团的确定日期。目标不能替代当前结果。F05

印度 Avendus 收购也应保留状态边界。9 月 22 日评级机构 CRISIL 的原始材料仍显示部分监管批准待取得；截至本次核查，没有取得可验证的最终完成公告。因此，本报告不提前计入其合并收益或协同。

乐天金融重组则已于 10 月 1 日生效。瑞穗原持有的乐天卡权益换成乐天银行股份，不应再把旧乐天卡持股与新银行持股重复相加。协议中的预期投票权比例约 10.52%，与按不同股数口径计算的稀释后经济比例不同；瑞穗证券持有的乐天证券权益又是另一层关系。F07

合作的经济逻辑，是把瑞穗的企业融资能力与伙伴的客户、资金和分销渠道连接起来。乐天银行存款并不因此变成瑞穗自己的存款。双方讨论的贷款证券化安排，也没有披露充分的基础资产、风险留存和追索条件，暂不能确认释放了多少资本或风险。

UPSIDER 的数字平台同样需要分阶段理解。服务已经启动，但在线融资部分计划于 2027 年春季开始；账户和累计融资目标是未来目标，不能当成今天的收入或资产质量证明。

06｜财务改善：国内客户业务增长，市场收益放大了整体增幅

指标	2026 年 4 至 6 月	需要怎样理解
归属母公司净利润	4,229.09 亿	同比增长 45.5%，不能直接年化
合并业务利润	5,758 亿	同比增加 2,593 亿
客户业务利润	3,358 亿	增加 867 亿，改善具有经营基础
市场业务利润	1,997 亿	增加 1,262 亿，是增量的重要来源
信用成本	61 亿费用	上年同期为 115 亿转回，本季比较反而不利
费用率	47.7%	管理层不认为全年可以维持此低水平

ETF 相关收益由 44 亿增至 433 亿，已经计入业务利润。另一项股票相关损益 305 亿，采用不同分类；不能把同一收益重复加到净利润上。全年政策持股相关收益预期也较高，这些资产出售能够改善资本配置，但存量并非无限。F03

国内利差改善是真实支撑。贷款与存款利差从上一年度约 1.10%提高至 1.26%。但 6 月底国内日元存款 121.4 万亿，较 3 月底下降约 2.5 万亿：企业存款下降，个人存款小幅增加。季节性可以解释部分变化，却不能取消存款竞争。管理层提出的加息收益敏感度，还取决于企业存款成本是否进一步上升。

国内企业业务滚动 ROE 达 14.5%，零售及事业法人业务约 6.8%，全球企业与投行业务约 7.2%，差异说明资源配置仍有改善空间。集团最新滚动 ROE 为 12.5%，高于上一年度 11.4%，但这不是将本季度利润简单年化后的回报。

正常盈利的关键未知，是市场收入回归普通水平、信用成本恢复正常、人员与系统费用继续发生之后，客户业务能留下多少利润。全年信用成本预算约 1,100 亿，首季仅 61 亿，不能因为当前低损失就把剩余风险预算全部转成预期利润。

07｜资本、现金与风险：有缓冲，但必须看清统计口径

6 月底报告口径 CET1 比率为 13.51%，全面实施监管规则后的口径约 11.4%，再剔除其他有价证券估值影响后约 10.4%。三个数字回答不同问题，不能只选最高者。流动性覆盖率 126.1%、杠杆率 4.86%，提供了有意义的缓冲，也不意味着普通股没有损失风险。F06

证券组合净估值收益约 18,225 亿，其中股票约 23,596 亿，而国内债券和外国债券分别存在约 1,388 亿、3,870 亿估值损失。正的合计不能掩盖债券损失，也不能保证股票收益在压力时期仍存在。日债平均剩余期限较短的披露，采用对冲调整并排除持有至到期资产的口径，不能推广到整个证券组合。

年度集团利率压力测试中，规定的平行上移情景导致经济价值减少约 6,127 亿，占当时一级资本约 4.81%。同一表的利息收入变化以“减少为正”表示，上移情景的负数反而代表收入增加。监管压力情景与管理层日元加息 25 个基点的收益估算不同，不能直接相互替代。

海外风险也需要保留边界。约 9,065 亿美元海外敞口包括贷款承诺、担保和衍生品信用等，并不等于贷款余额；美国等美洲区域占比较大。BDC 敞口只是私人信用相关风险的一部分，“美国办公楼为零”的表述限定于特定无追索权贷款范围，不能扩张成没有美国房地产风险。

年度经营现金流为负 4.84 万亿，主要受到交易资产、贷款、存款和存单等变动影响；其中还包含普通债券发行。银行现金流分类与工业企业不同。这里不能直接使用“经营现金流减资本开支”计算股东自由现金，也不能只因负现金流就断言利润失真。需要共同观察资金稳定性、风险资产和可分配资本。

08｜资本配置与治理：回购是现金行动，注销是后续股数处理

9 月 24 日公告确认，约 2,000 亿日元、2,435.27 万股回购已于 9 月 18 日完成。注销安排在 10 月 23 日，在本报告截止日仍属未来事件。注销不会再产生一笔同额现金回报；6 月底股份数也已经包含部分回购，不能从中再扣除全部 2,435 万股。F08

本年度每股分红预测 150 日元，比上一年度 145 日元提高。公司以总回报率 50%以上作为指引，但分红、回购、资本充足及增长投资之间仍需要判断。已宣布的回购不能自动代表未来还会追加，也不能把政策指引当作股东已经取得的应收款。

减少政策持股可以实现收益并降低风险资产，但出售收益具有存量限制。海外收购和数字业务投入则应以新增的持续收益衡量，而不是以项目数量评价。上一年度有形和无形资产现金投入合计约 3,189.51 亿，其中维护、更新和增长用途没有完整拆开，尚不足以证明所有投入都提高了资本回报。

治理结构包含 14 名董事中的 8 名外部董事。主要股东中的信托及托管账户，主要代表不同投资者，不应简单理解为单一控制股东。治理改善仍要通过风险信息传递、技术稳定和资本配置结果体现。历史系统事件值得保留，但不能不看后续改革就认定公司永远无法修复。

09｜估值与下行：当前价格需要持续回报继续上台阶

以 10 月 20 日收盘 7,686 日元计算：

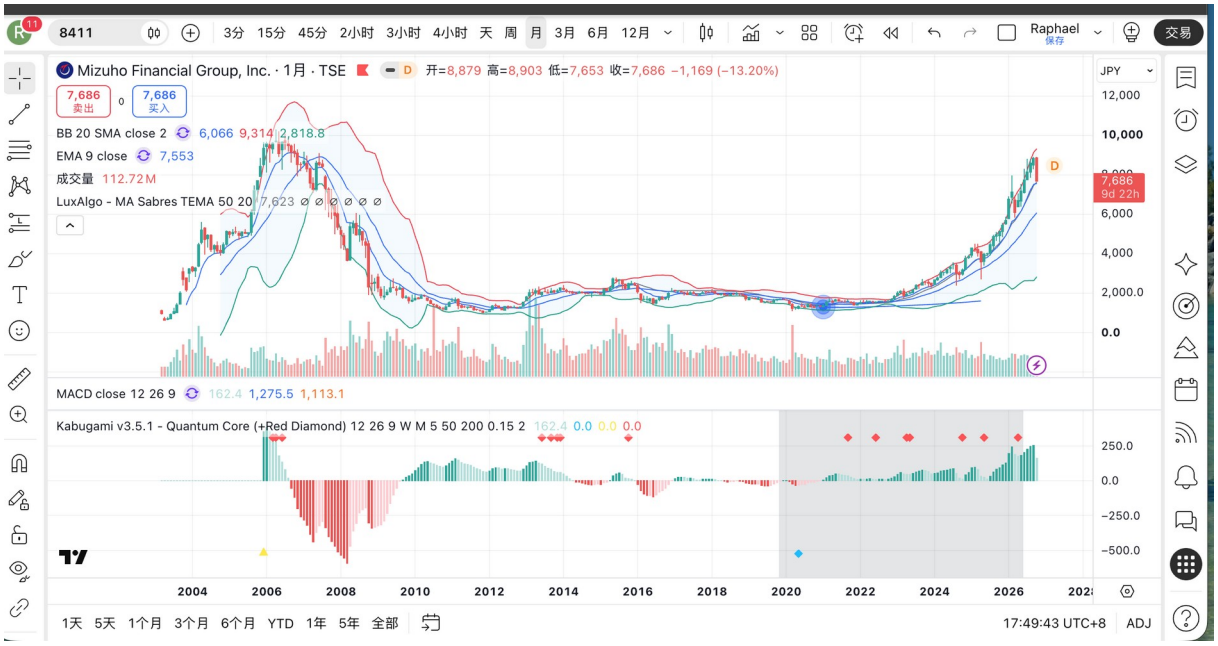
估值项目	结果	口径
市净率	1.62 倍	6 月底普通权益及扣库存股股份数
预测市盈率	13.37 倍	公司 7 月预测每股盈利 575.08 日元
预测股息率	1.95%	每股 150 日元
最新滚动 ROE	12.5%	公司季度说明口径，不是季度年化

这些数字显示，投资者已经为比旧低利率时期更好的盈利能力支付溢价。用简单持续增长模型检验，在长期增长 1%、要求回报 9%的假设下，1.625 倍市净率需要约 14%的持续 ROE；若要求回报 10%，则需要约 15.6%。这只是敏感度分析，不是目标价，也不是声称市场只有一种预期。F10

较有利的情况，是国内客户利润继续增长，海外费用效率改善，贷款分销在保留合理风险的情况下提高资本使用效率。较不利的情况，则是市场收益回落、存款成本加快上升或信用损失增加，而费用不容易下降。即使银行没有偿付危机，估值倍数收缩也可能让股东承受损失。

账面价值不是保证回收的底价。证券估值、汇率、套期保值、信用损失和经营投入都可能改变它；合作权益已经包含在财务资产或投资账面中，不能无条件再次加到估值上。

10｜独立技术结构：长期抬升仍在，近期修复能力正在减弱



Owner 提供的长期月线原图；作为本章公开展示图。

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

价格研究使用可取得的 2000 年以来年度历史，以及月、周、日数据。早期包含前身集团时期；历史价格采用供应商调整口径，并核对 2020 年 10 月 1 日十股并一股的资本变化，没有把它当成含分红总回报序列，也没有声称独立重建所有早期资本调整。

长期看，2009 至 2022 年股价主要在约 1,000—2,800 日元的宽区间反复。2023 年以后逐步离开这一范围，2024 年收于 3,873，2025 年虽一度回到 2,688，年底仍升至 5,700。这个持续抬升过程具有意义。不过，2006 年曾出现约 10,300 的历史高点，当前不能直接称为全部历史新高；不同时期的股本和经营结构也不能混作相同估值。

2026 年 3 月回落至约 5,834 后，股价再次上行，6 月底 7,743、7 月底 8,167、8 月底 8,623、9 月底 8,855。9 月底及 10 月初曾触及 8,903，但之后无法继续保持。10 月 20 日收于 7,686，已经低于 7、8、9 月各自的月内低点，说明夏季形成的较高交易区域失守。F11

更值得注意的是反弹质量。9 月底及 10 月初仍能较完整修复前面的跌幅；10 月 13 日的回升、随后 10 月 19 日的回升，却越来越难收回上一段下跌。10 月 20 日再次下行，最低 7,653，收盘接近当日低位。当前证据不支持宣称新的上涨已经确认。

较积极的变化，需要先重新站回约 7,850—8,150，再观察 8,278—8,450 能否被稳定接受；8,850—8,903 仍是重要上方区域。如果继续失去约 7,630 且反弹无力，接下来关注 7,320、7,060 附近此前的交易区域。这些是条件和观察位置，不是必然到达的价格预测。

长期区间突破与近期结构走弱可以同时成立。10 月的月线、当周周线尚未结束，当前周成交量还存在来源汇总不一致，因此不据此制造放量确认。Owner 图用于报告展示，不替代上述独立研究。

再看事件顺序：9 月战略说明、回购完成公告及 10 月 1 日乐天重组，都没有使较高价格持续站稳。这说明市场并未持续接受全部乐观解释，但不能把每次涨跌直接归因于某个公告。基本面改善不能替代价格修复，价格走弱也不能单独证明经营改善不存在。

11｜催化剂与行动条件

值得关注的下一步，是客户收入在正常信用成本下继续增长，存款留存改善，以及海外费用增长放缓。若贷款分销能够披露清楚的风险保留和资本效率结果，将有助于判断企业融资网络能否转化为更高每股回报。

追加回购、进一步减少政策持股、全球业务整合和数字融资发展，也可能推动价值变化，但需要满足资本、审批和实际经营条件。10 月 23 日的计划注销是已完成回购的后续处理，不是新的 2,000 亿现金投入。

当前行动是观察。提高判断的条件，是持续经营结果与价格修复共同出现；降低判断的条件，是存款成本吞噬利差、海外扩张持续低回报、重大信用或系统损失，或者资本配置削弱每股权益。F12

12｜本次研究增加的认识

第一，手续费增长并不天然意味着轻资本增长。瑞穗本季企业解决方案手续费的主要增量来自贷款相关业务，必须与授信、风险资产和贷款分销一起判断。

第二，利润增长需要按来源拆开。客户业务确实改善，信用成本比较还形成拖累；但市场业务贡献了很大增量，低费用率和低当季信用损失也不能无限延续。因此，“全部只是一次性”和“全部已经成为正常盈利”都不符合证据。

第三，合作的法律状态与经济结果是两件事。乐天重组已经生效，旧权益描述必须更新；风险分销究竟释放多少资本，却仍需要更具体的条款和结果。不能用一项交易的完成，证明另一项收益已经实现。F04F07

13｜重要未知与证伪条件

目前最重要的未知有四类：

- 市场收益、政策持股出售和信用成本恢复普通水平后，持续净利润及 ROE 能维持在哪里。
- 乐天相关贷款分销中，哪些风险仍由瑞穗保留，实际收费、资金成本与资本释放分别是多少。
- 海外顾问能力扩张和成本削减，能否让全球企业与投行业务的回报接近集团水平；Avendus 最终完成及投入回报需后续确认。
- 数字获客能否产生稳定存款，MINORI 后续更新与 AI 投入能否在可靠运行的同时降低总成本。

这些未知限制当前判断，而不是用乐观数字填空。若后续几个季度显示客户增长足以覆盖正常风险和费用，合作经济性透明且资本回报持续上升，当前谨慎判断应当调整。反之，若利润越来越依赖市场或出售收益，而存款、海外效率和系统投入没有改善，便不能继续把高增速解释为结构升级。

14｜Kabugami 评分

模块	权重	得分	依据
财务韧性与下行防御	13	9.10	资本及流动性有缓冲，全球信用、市场及承诺风险仍重要。
竞争优势与结构耐久性	14	10.50	企业关系和综合金融能力有价值，存款与贷款竞争限制定价。
盈利质量、现金转化与资本效率	17	11.05	客户改善真实，市场收益及海外较低回报限制正常盈利判断。
商业结构、产品、客户与关键依赖	11	7.70	服务及客户较广，仍依赖人才、系统和合作执行。
估值与安全边际	15	6.75	当前价格要求持续回报进一步提高，安全边际不明显。
资本配置与股东回报	10	6.50	回购和分红落实，新增投资回报与未来资金分配仍待验证。
治理、所有权与管理层	7	4.20	改革及外部监督存在，历史问题的修复须以结果检验。
独立技术结构	13	6.50	长期抬升未消失，近期高位失守、反弹修复减弱。
合计	100	62.30	V3.2／B

行动为观察，研究及技术信心均为中等。评分保留业务质量与价格吸引力的区别；同一项客户网络优势没有在多个模块重复奖励，技术判断也没有从利润增长推导。

15｜来源与口径

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。

金额未另注明时为日元。第一季度指 2026 年 4 至 6 月；全年预测对应 2027 年 3 月结束的财年。回购及合作状态更新至 10 月 20 日可取得的原始公告，预测采用 7 月更新值。价格取 10 月 20 日有日期的收盘数据，账面价值保持 6 月底口径。

- S01｜第一季度决算短信 (https://www.mizuho-fg.co.jp/investors/financial/tanshin/pdf/data2703_1q.pdf)：财务、权益、股数及预测。
- S02｜第一季度说明资料 (https://www.mizuho-fg.co.jp/investors/financial/tanshin/pdf/data2703_1q_2.pdf)及说明

要旨 (https://www.mizuho-fg.co.jp/investors/financial/briefing/pdf/20260730_3.pdf)：利润来源、利差、费用、风险和分部。

- S03｜2026 年 3 月期财务 (https://www.mizuho-fg.co.jp/investors/financial/tanshin/pdf/data2603_fy.pdf)、年度说明 (https://www.mizuho-fg.co.jp/investors/financial/briefing/pdf/20260519_1.pdf)、问答 (https://www.mizuho-fg.co.jp/investors/financial/briefing/pdf/20260519_5.pdf)：年度比较、现金流和正常化口径。
- S04｜8 月资本资料 (https://www.mizuho-fg.co.jp/investors/financial/briefing/pdf/20260814_1.pdf)：资本口径及监管缓冲。
- S05｜2026 综合报告 (https://www.mizuho-fg.co.jp/investors/disclosure/pdf/data26d_all_browsing.pdf)及财务风险资料 (https://www.mizuho-fg.co.jp/investors/disclosure/pdf/data26d_shiryo_all.pdf)：治理、IT、主要股东、现金流及集团利率风险；后者按相关章节读取。
- S06｜9 月 IR Day (https://www.mizuho-fg.co.jp/investors/financial/briefing/pdf/20260911_2.pdf)及问答 (https://www.mizuho-fg.co.jp/investors/financial/briefing/pdf/20260911_3.pdf)：存款、全球业务、贷款分销与数字投入的限制。
- S07｜9 月 24 日回购完成公告 (https://www.mizuho-fg.co.jp/release/pdf/20260924release_jp.pdf)：回购金额、股数及计划注销日期。
- S08｜乐天 10 月 1 日重组生效公告 (https://corp.rakuten.co.jp/news/press/2026/1001_11.html)及提交 SEC 的协议材料 (https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1335730/000119312526231899/d144079d6k.htm)：换股和投票权口径；不把乐天自身税项归给瑞穗。
- S09｜CRISIL 9 月 22 日 Avendus 原始评级说明 (https://www.crisilratings.com/mnt/winshare/Ratings/RatingList/RatingDocs/AvendusCapitalPrivateLimited_September%2022%202026_RR_403074.html)：当时仍待部分监管批准。
- S10｜瑞穗确认联合顾问交易 (https://www.mizuhogroup.com/emea-news/greenhill-and-augusta-co-affiliates-of-mizuho-act-as-excusive-financial-advisor-to-totalenergies-on-the-sale-of-a-50-stake-in-1-2-gw-european-renewable-energy-portfolio-to-kkr)及 KKR 交易原始公告 (https://media.kkr.com/news-details?linkId=990299878&news_id=bb2ba677-87f7-4219-885a-71e9a3ccba54)：客户使用与交易条件，不提供瑞穗收费利润。
- S11｜金融厅 2021 年处分 (https://www.fsa.go.jp/news/r3/ginkou/20211126/20211126.html)：历史系统和治理问题，与 S05 当前改革对读。
- S12｜年线 (https://s.kabutan.jp/stocks/8411/historical_prices/yearly/)、月线 (https://s.kabutan.jp/stocks/8411/historical_prices/monthly/)、周线 (https://s.kabutan.jp/stocks/8411/historical_prices/weekly/)、日线 (https://s.kabutan.jp/stocks/8411/historical_prices/daily/)及 Yahoo 近期价格 (https://finance.yahoo.co.jp/quote/8411.T/history)：独立价格研究与当日交叉核对。
- S13｜2020 年股份合并说明 (https://www.mizuho-fg.co.jp/release/20201020release_jp.html)：历史价格单位核对。

Findings｜研究发现与正文对应

F01｜普通权益与资金规模必须分开
集团庞大资产及现金由多种资金来源支持，普通权益约 11.51 万亿；合作方存款不归瑞穗所有。股东价值受监管和其他权利限制。依据 S01、S05、S08；对应 02、07。

F02｜加息改善不等于客户定价权全面提高
整体利差扩大，但企业信用利差与存款留存显示竞争仍在。个人存款增长及季节性解释构成反面证据，不能直接判定资金外流危机。依据 S02、S06；对应 03、06。

F03｜客户增长真实，市场收益放大了增幅
客户与市场利润都增长，但市场贡献约 49%的业务利润增量。ETF 分类、信用费用比较及全年费用预期限制季度年化。依据 S01—S03；对应 01、06、12。

F04｜贷款相关手续费仍连接资本与风险
企业手续费主要增量来自信用相关业务，贷款分销的风险留存未披露。不能把收入增长全部理解为轻资本顾问业务。依据 S02、S06；对应 03、05、12。

F05｜全球顾问能力有客户使用，回报改善尚未同步
真实客户交易验证业务能力；海外费用、利润和 ROE 却显示扩张成本。成本目标及待批收购不计作已兑现收益。依据 S02、S06、S09、S10；对应 04、05、13。

F06｜资本缓冲不能脱离分母和风险范围
CET1 不同版本、证券估值抵销、海外敞口范围及银行现金流分类共同决定韧性。压力测试是情景，不是损失上限。依据 S03—S05；对应 07、09。

F07｜乐天重组完成不等于合作收益全部兑现
10 月 1 日换股生效，旧卡权益不能重复计算；投票权与经济比例口径不同。伙伴资金与未来分销经济性仍须分别判断。依据 S06、S08；对应 05、12、13。

F08｜回购完成、注销未来、额外回报仍有条件
2000 亿现金回购已完成，10 月 23 日注销尚未发生；股份和现金都不能重复计算。未来回报指引受资本和投资需要约束。依据 S01、S03、S07；对应 08、11。

F09｜系统稳定是资金与客户关系的经济基础
历史问题涉及治理，当前改革和已完成更新提供修复证据；后续更新结果、维护支出和 AI 整体收益尚不充分。依据 S05、S06、S11；对应 04、08、13。

F10｜市净率溢价要求更高的持续 ROE

现价对应 1.625 倍 6 月底净资产，在明确增长和要求回报假设下，需要约 14%—15.6%持续 ROE。不是目标价；盈利构成与最新 12.5%滚动回报限制安全边际。依据 S01—S03、S12 及本报告计算；对应 00、09。

F11｜长期上涨与近期修复减弱同时存在

多年区间突破仍有意义，夏季较高价格区域却已失守，近期回升越来越难恢复跌幅。当前未完成周月线和成交量差异均保留。依据 S12、S13；完整技术解释见 10。

F12｜下一步要验证持续回报，而非重复宣布增长

客户利润、资金质量、海外效率及可验证分销经济性，是提高判断的条件；反向变化或重大经营损失会削弱论点。价格修复独立观察。依据上述各发现；对应 01、11、13、14。

<!-- KBG_OWNER_CHART_INBOX_ATTACHMENT_ID: 5472 --

<!-- KBG_OWNER_CHART_OWNER_EXPLICIT: 5472|8411 --

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。