

2024年12月6日
 日本株

 りそなホールディングス 市場企画部
 ストラテジスト 武居 大暉
 渋谷 和樹

日米欧 Market View: 日本株需給(11/25~11/29)

海外は2週連続の売越し(現先合計)

要約

- 主体別売買動向によると、11/25~11/29 にかけて海外は現先合計で約 2,500 億円の売越し(2 週連続)。個人は約 1,400 億円の買越し(3 週連続)。GPIF の売買動向と連動する信託銀行は約 900 億円の買越し(2 週ぶり)。企業の自社株買いを反映する事法は約 3,000 億円の買越し(22 週連続)(図表 1)。GPIF による日本株の買い余地は約 1.75 兆円と推計
- 海外投資家動向が、グローバルに見た日本株の割安感を理由に買い越す場合、日米株の収益性の違い等を考慮すると、日経平均株価の妥当値は 4 万円程度とみる。ただし、センチメント等を考慮するとこれは上値目途としてみるべきだろう
- 事業法人の高水準の自社株買いが継続。8 月以降の下落局面で大きく買い越しているが、それでも、足元で 4 兆円程度の買い余地があるとみている。今後も下落局面で株価を下支えしよう

海外は2週連続の売越し(現先合計)

主体別売買動向によると、11/25~11/29 にかけて海外は現先合計で約 2,500 億円の売越し(2 週連続)。個人は約 1,400 億円の買越し(3 週連続)。GPIF の売買動向と連動する信託銀行は約 900 億円の買越し(2 週ぶり)。企業の自社株買いを反映する事法は約 3,000 億円の買越し(22 週連続)(図表 1)。GPIF による日本株の買い余地は約 1.75 兆円と推計。

同期間の TOPIX は週初こそ前週末の米国株高を受けて高く始まったものの、その後急落し軟調に推移した。トランプ次期米大統領がカナダ・メキシコ・中国に追加関税を課すといった趣旨の内容を SNS に投稿したことが嫌気され、輸出銘柄などを中心に売りが優勢となった。海外勢は、関税政策によって対象地域に現地法人を持つ日本企業の業績が下押しされるとの懸念から日本株を売越したとみられる。一方、逆張り志向が強いといわれる個人は、相場の安値圏で買い支えたほか、事業法人の自社株買いによる安定的な買越しが日本株を下支えした。

投資家のセンチメントを確認すると、日経 VI(ボラティリティ・インデックス)が 22.23pt、信用倍率は 5.98 倍といずれも高水準(図表 2)。押し目買いの好機との思惑と、トランプ氏の言動次第では大幅下落もあり得るとの警戒感が交錯している。



図表 1:主体別売買動向

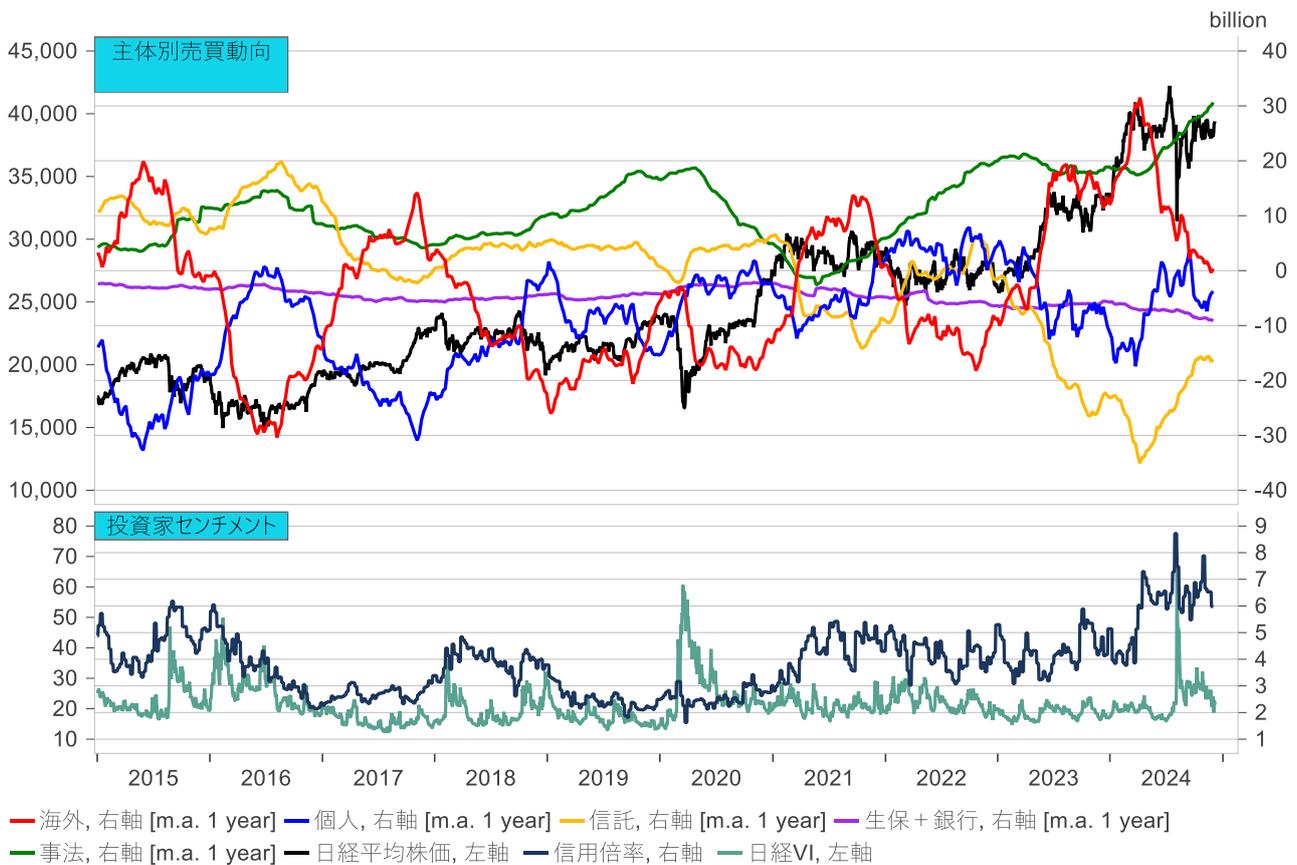
	日経225先物		現物					指数
	海外	海外	個人	法人				TOPIX (pt)
				投資 信託	事法	金融機関		
					生損保 +銀行	信託		
2024/11/2	-278.0	-188.5	-43.8	-119.2	183.0	-24.5	164.1	2,644.3
2024/11/9	170.2	193.8	-743.7	3.0	159.5	-78.9	76.6	2,742.2
2024/11/16	3.3	152.1	1.5	24.1	327.5	-134.1	15.4	2,711.6
2024/11/23	-61.8	-330.0	178.4	-36.2	232.7	-29.1	-13.9	2,696.5
2024/11/30	-70.1	-179.5	140.9	-164.2	296.5	-68.5	85.5	2,680.7

■ GPIFの保有国内株式割合を仮に25%にするとした場合に必要な売買額の推計

	12/06時点の推計	9/30以降の信託銀行の 累積売買金額	差し引き
保有国内株式割合を仮に25%にする とした場合に必要な売買額の推計	2.2 兆円	0.46 兆円	1.75 兆円

出所: QUICK

図表 2:主体別売買動向(12 ヶ月移動平均)と投資家センチメント



出所: マクロボンド, Bloomberg

◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。



海外投資家動向からは、日経平均株価の上値目途は4万円程度とみる

海外投資家は足元で2週連続の売越しとなった(現先合計)。日本株は大統領選後こそ上昇したものの、その後は低調な決算やトランプ次期大統領の対中姿勢への警戒から、株価パフォーマンスは米国に劣後する状況が続いている。ただし、グローバルには割安感がみられるため、一定の押し目買いは入っているとみられる。

海外投資家の売買動向と概ね連動するTOPIXのリスクプレミアムは足元で横ばい圏で推移している(図表3)。また、大型株は小型株対比でアウトパフォームする状況が継続している(図表4)。

さて、海外投資家が日本株のグローバルに見た割安感を理由に買い越す場合、妥当値はどれくらいと考えればよいだろうか。本稿では、TOPIXとSP500のROE差と、TOPIXのSP500に対する相対株価での算出を試みた。図表5を見ると、両者には概ね正の相関があることが分かる。また、足元では、日米株のROE差に比して、相対株価が低い為、日本株は米国株対比で割安ということも分かる。背景には、冒頭で述べたようなリスクから、日本株離れが起きていることがあろう。日経平均株価に直すと40,000円程度が妥当ということになるが、ここで算出した妥当株価は、懸念が払しょくされた場合に妥当ということだから、しばらくの間、上値の目途として意識すべき水準であると思料する。

(10億円) 図表3：海外投資家売買とTOPIXのリスクプレミアム



図表4：TOPIX Core30/TOPIX Smallと海外投資家の売買動向 (10億円)



注：リスクプレミアム=TOPIX 益回りー日10年金利で計算
逆目盛りで表示。低い程、投資家の株式に対する期待が高い
出所：QUICK, Bloomberg

注：累積売買額は2020年以降
出所：QUICK

図表5：日米相対バリュエーション



■ SP500水準別の日本株の妥当値

SP500	5,700	5,800	5,900	6,000	6,100	6,200
TOPIX	2,678	2,725	2,772	2,819	2,866	2,913
日経平均株価	38,034	38,701	39,368	40,035	40,703	41,370

出所：Bloomberg

◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。



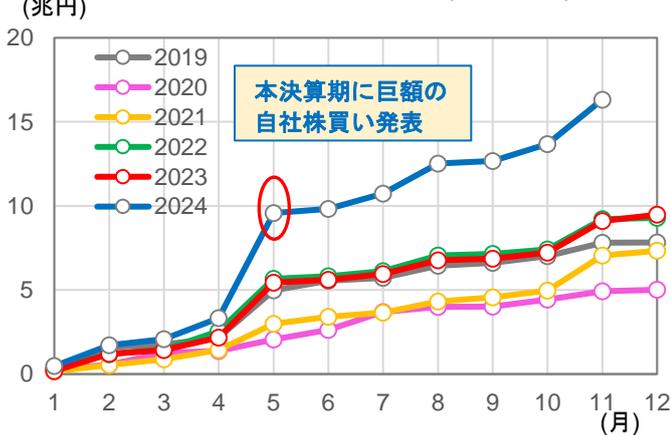
自社株買い余地は4兆円程度と推計。株価下落局面では下支えが期待できる

自社株買い発表額は過去最高水準(図表 6)。4~5 月に発表された決算では、商社や外需関連企業を中心に大型の自社株買いが発表された。累計の自社株買い発表額は過去最高水準だった前年を70%以上、上回る。

図表 7 は、自社株買い発表額及び実施額(12ヵ月合計)、TOPIX のPBR の推移である。発表額は、実施額にやや先行する関係がある。8月5日に、日経平均株価はブラックマンデーを超える大暴落を記録したが、図表 1 で示した通り、その間に事業法人は巨額の自社株買いを実施し、その後の調整局面でも大きく買い越した。最終的に、9月は、例年にない規模での自社株買いが実施された(図表 8)。海外投資家が売越し基調であった中、日本株の下値を支えたとみられる。発表額対比では、依然として4兆円程度の買い余地があるとみられることから、年末にかけても、株価下落局面での株価下支えが期待できる。

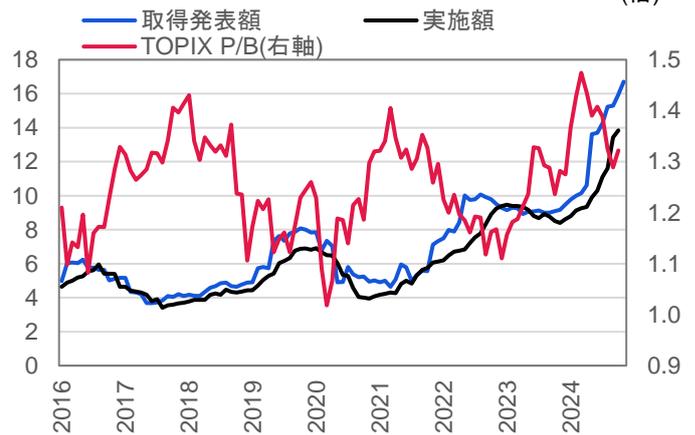
図表 9 は、自己株式取得額別の株価リターンである。東証からPBR改善要請のあった2023年3月以降のリターンを示している。第一分位は、日経平均株価採用銘柄のうち、上位20%が含まれるが、最も株価リターンが良好である。なお、第五分位のパフォーマンスも悪くないが、これは利益を株主還元ではなく投資に振り向けるグロース企業が多く含まれているからであろう。

図表6：自社株買い発表額推移(月次、年別)



出所:QUICK

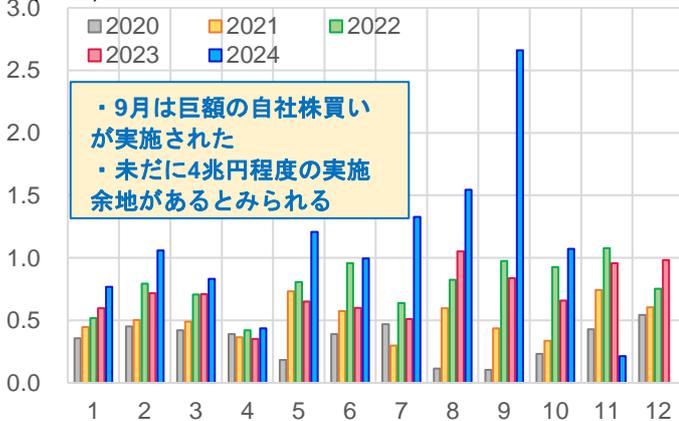
(兆円) 図表7：TOPIX採用企業の自社株買いとPBR (倍)



注：取得発表額及び実施額は12ヵ月合計値

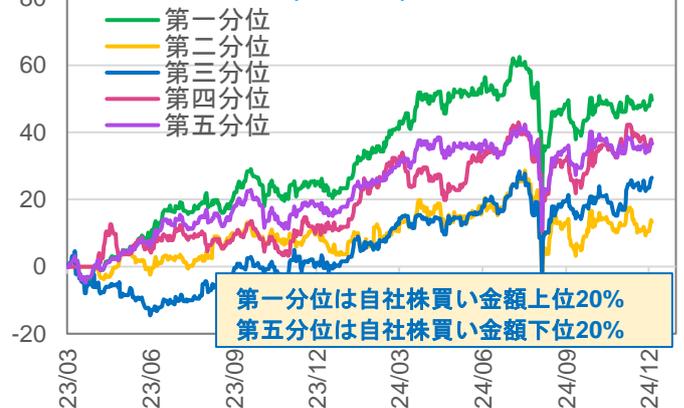
出所:QUICK

図表8：月別自社株買い実施額



出所:QUICK

(%) 図表9：自社株買い金額別累積リターン (2023/03~)



出所:Bloomberg

◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

■バックナンバー(直近発行レポート 50 本)

No	発行日	テーマ	タイトル
76	2024/9/12	米国経済	8 月 CPI
77	2024/9/12	半導体, 日本株	半導体市場 Monthly (2024 年 9 月)
78	2024/9/13	欧州経済	ECB<欧州中央銀行>理事会
79	2024/9/13	日本株	日本株需給(9月2日~9月6日)
80	2024/9/19	米国経済	9 月 FOMC
81	2024/9/20	豪州経済	9 月豪州概況
82	2024/9/24	日本株	日本株需給(9月9日~9月13日)
83	2024/9/24	日本株, 米国株	シン・ブラックマンデーを巡る論点整理
84	2024/9/27	日本経済	8 月物価オルタナティブデータ~日経 CPINow
85	2024/9/27	日本経済	8 月賃金オルタナティブデータ~HRoq 賃金 Now
86	2024/9/30	日本株	日本株需給(9月17日~9月20日)
87	2024/10/2	米国経済	9 月 ISM 製造業景況感指数
88	2024/10/2	日本株, 米国株	10 月日米株バリュエーション~日本: 弱気、米国: 中立
89	2024/10/2	日本株	日本株 9 月セクター動向と 10 月見通し
90	2024/10/2	日本株, 日本政治	自民党総裁選ショックを巡る論点整理
91	2024/10/3	欧州経済	9 月ユーロ圏物価動向
92	2024/10/4	日本株	日本株需給 (9 月 24 日~9 月 27 日)
93	2024/10/7	米国経済	9 月雇用統計
94	2024/10/11	半導体, 日本株, 米国株	半導体市場 Monthly (2024 年 10 月)
95	2024/10/11	米国経済	9 月 CPI
96	2024/10/11	コモディティ	9 月 WTI 原油先物価格
97	2024/10/11	日本株	日本株需給(9月30日~10月4日)
98	2024/10/18	豪州経済	10 月豪州概況
99	2024/10/18	欧州経済	ECB<欧州中央銀行>理事会
100	2024/10/23	欧州経済	10 月ユーロ概況
101	2024/10/30	日本経済	9 月物価オルタナティブデータ~日経 CPINow
102	2024/10/30	日本経済	9 月賃金オルタナティブデータ~HRoq 賃金 Now
103	2024/11/1	欧州経済	ユーロ圏 GDP 統計
104	2024/11/1	日本株	日本株需給 (10 月 21 日~10 月 25 日)
105	2024/11/5	日本株	日本株 10 月セクター動向と 11 月見通し
106	2024/11/5	米国経済	10 月 ISM 製造業景況感指数
107	2024/11/5	米国経済	10 月雇用統計
108	2024/11/5	日本株, 米国株	11 月日米株バリュエーション~日本: 中立、米国: 強気
109	2024/11/5	欧州経済	10 月ユーロ圏物価動向
110	2024/11/8	米国経済	11 月 FOMC
111	2024/11/8	米国政治, 米国株	2024 年米大統領選挙結果のマーケットへの影響
112	2024/11/11	日本株	日本株需給(10月28日~11月1日)
113	2024/11/11	半導体, 日本株, 米国株	半導体市場 Monthly (2024 年 11 月)
114	2024/11/14	米国経済	10 月 CPI
115	2024/11/14	コモディティ	10 月 WTI 原油先物価格
116	2024/11/14	豪州経済	11 月豪州概況
117	2024/11/15	日本株	日本株需給(11月5日~11月8日)
118	2024/11/22	欧州経済	2024 年第 3 四半期ユーロ圏賃金動向
119	2024/11/22	米国株, 日本株	エヌビディアの決算とマーケットへの影響 2025 3Q
120	2024/11/22	日本株	日本株需給(11月11日~11月15日)
121	2024/11/29	日本経済	10 月物価オルタナティブデータ~日経 CPINow
122	2024/11/29	日本経済	10 月賃金オルタナティブデータ~HRoq 賃金 Now
123	2024/11/29	日本株	日本株需給(11月18日~11月22日)
124	2024/12/2	欧州経済	11 月ユーロ圏物価動向
125	2024/12/2	日本株	日本株 11 月セクター動向と 12 月見通し

◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。