

2024年12月13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(12/2~12/6)

海外は3週ぶりの買越し(現先合計)

要約

- 主体別売買動向によると、12/2~12/6にかけて海外は現先合計で約3,800億円の買越し(3週ぶり)。個人は約4,800億円の売越し(4週ぶり)。GPIFの売買動向と連動する信託銀行は約2,800億円の買越し(2週連続)。企業の自社株買いを反映する事法は約2,100億円の買越し(23週連続)(図表1)。GPIFによる日本株の買い余地は約1.23兆円と推計
- 海外投資家が、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4.1万円程度とみる。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3兆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3週ぶりの買越し(現先合計)

主体別売買動向によると、12/2~12/6にかけて海外は現先合計で約3,800億円の買越し(3週ぶり)。個人は約4,800億円の売越し(4週ぶり)。GPIFの売買動向と連動する信託銀行は約2,800億円の買越し(2週連続)。企業の自社株買いを反映する事法は約2,100億円の買越し(23週連続)(図表1)。GPIFによる日本株の買い余地は約1.23兆円と推計。

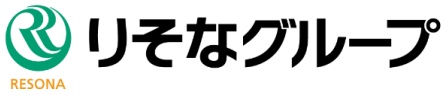
同期間のTOPIXは週初に大きく上昇した後は上値が重い展開となった。GPIFの運用利回り目標引き上げ案を受け、株式組み入れ比率が現行の目安である25%から引き上げられるとの思惑が働いた(他の条件が一定で日本株の組み入れ比率が1%pt上昇すると、日本株の買い余地が2兆円程度増加すると試算される)。また、米国から発表された対中半導体輸出規制において本邦企業が規制対象外となるなど、予想されていたよりも内容が厳しいものでないとの受け止めがあり、半導体関連株の上昇につながった。海外勢は、上記の好材料を受けて日本株の割安感が意識され日本株を買越したとみられる。一方、逆張り志向が強いといわれる個人は、相場の高値圏で戻り売りが優勢となった。また、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21.97pt、信用倍率は6.02倍であった(図表2)。種々の懸念の消化が進み、徐々に日経VIが低下してきた。信用倍率もやや低下してきたが、ヒストリカルには高水準であり、先行きに強気な見方を示す投資家が多いようだ。

◎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。



図表 1:主体別売買動向

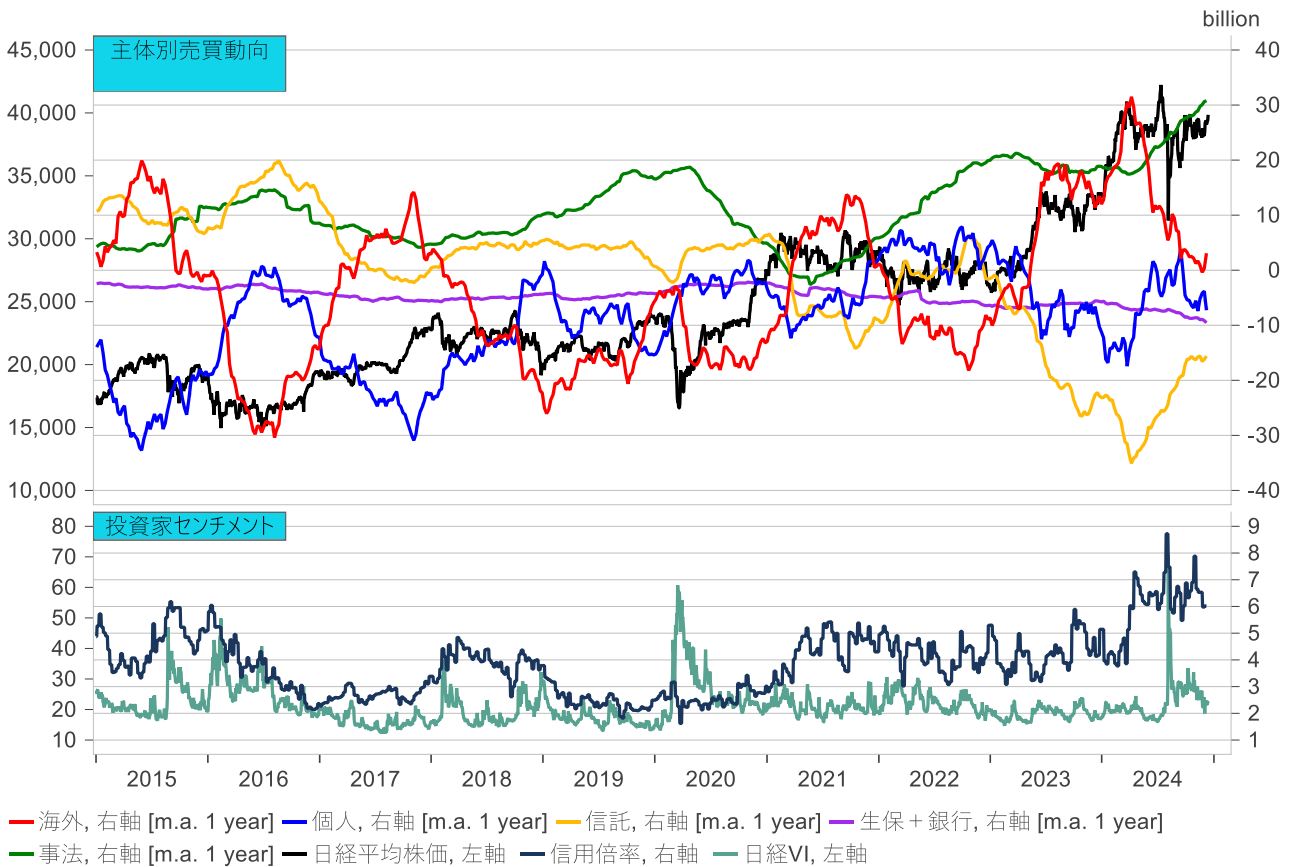
	日経225先物		現物					指数
	海外	海外	個人	法人				TOPIX (pt)
				投資 信託	事法	金融機関		
						生損保 +銀行	信託	
2024/11/9	170.2	193.8	-743.7	3.0	159.5	-78.9	76.6	2,742.2
2024/11/16	3.3	152.1	1.5	24.1	327.5	-134.1	15.4	2,711.6
2024/11/23	-61.8	-330.0	178.4	-36.2	232.7	-29.1	-13.9	2,696.5
2024/11/30	-70.1	-179.5	140.9	-164.2	296.5	-68.5	85.5	2,680.7
2024/12/7	255.3	124.9	-480.7	353.8	214.7	-76.5	280.5	2,727.2

■ 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

	12/13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	2.0 兆円	0.74 兆円	1.23 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

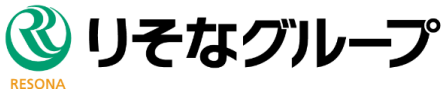


出所: マクロボンド, Bloomberg

◎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 4.1 万円程度とみる

海外投資家は足元で 3 週ぶりの売越しとなった(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。

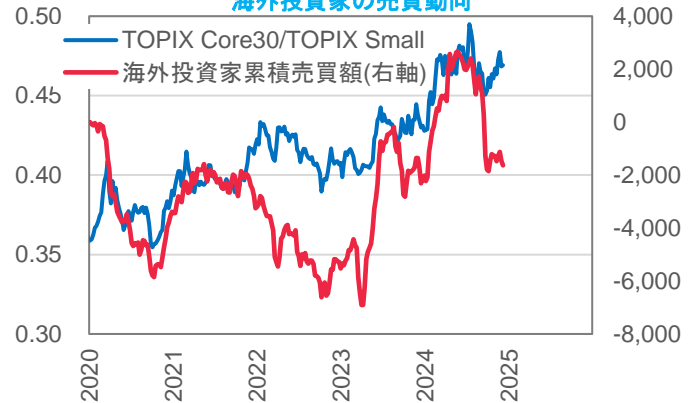
海外投資家の売買動向と概ね連動する TOPIX のリスクプレミアムは足元で横ばい圏で推移している(図表 3)。また、大型株は小型株対比でアウトパフォームする状況が継続している(図表 4)。

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 41,000 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



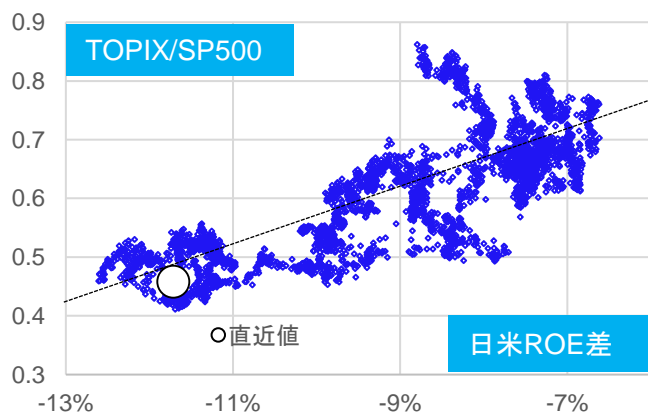
図表4：TOPIX Core30/ TOPIX Smallと海外投資家の売買動向 (10億円)



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	2,705	2,753	2,800	2,848	2,895	2,943
日経平均株価	38,415	39,089	39,763	40,437	41,111	41,785

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。



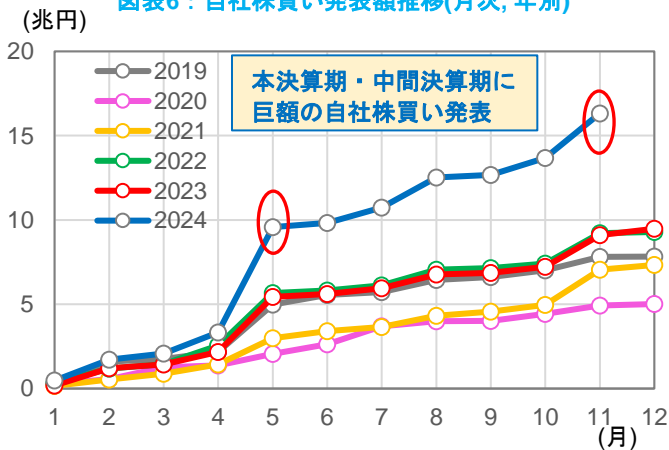
自社株買い余地は3兆円程度と推計。株価下落局面では下支えが期待できる

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3兆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。

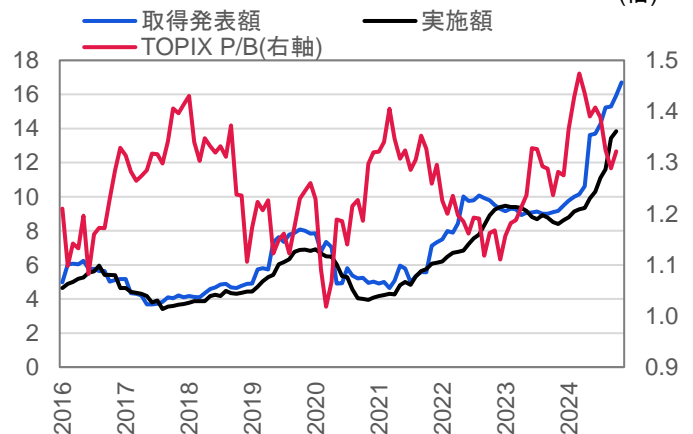
図表 9 は、自己株式取得額別の株価リターンである。東証からPBR改善要請のあった2023年3月以降のリターンを示している。第一分位は、日経平均株価採用銘柄のうち、上位20%が含まれるが、最も株価リターンが良好である。なお、第五分位のパフォーマンスも悪くないが、これは利益を株主還元ではなく投資に振り向けるグロース企業が多く含まれているからであろう。

図表6：自社株買い発表額推移(月次、年別)



出所:QUICK

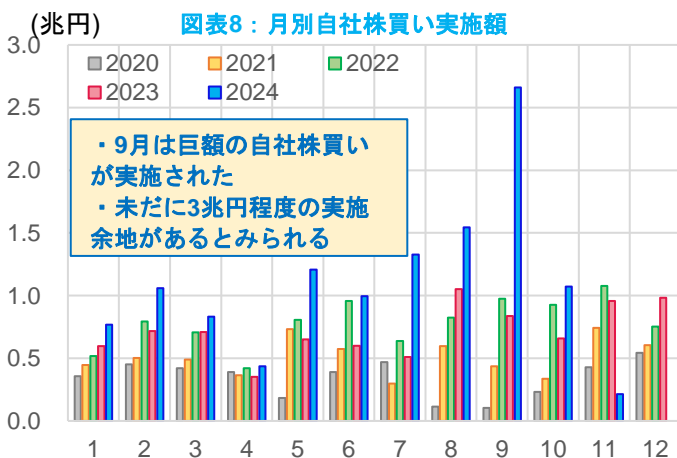
(兆円) 図表7：TOPIX採用企業の自社株買いとPBR (倍)



注：取得発表額及び実施額は12ヵ月合計値

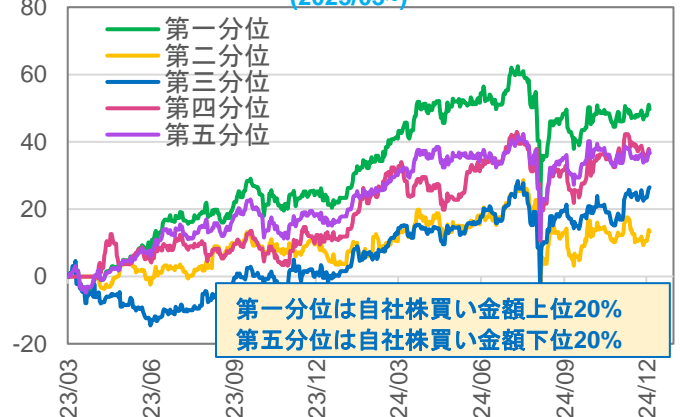
出所:QUICK

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
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~HRog 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~HRog 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~HRog 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
126	2024/12/3	米国経済	11月ISM製造業景況感指数
127	2024/12/3	日本株, 米国株	12月日米株バリュエーション~日本: 中立、米国: 中立
128	2024/12/6	日本株	日本株需給(11月25日~11月29日)
129	2024/12/9	米国経済	11月雇用統計
130	2024/12/11	米国経済, 米国株	2025年のマーケット見通し~米国編

◎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。