

2024年12月27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(12/16~12/20)

### 海外は3週ぶりの売越し(現先合計)

#### 要約

- 主体別売買動向によると、12/16~12/20にかけて海外は現先合計で約7,300億円の売越し(3週ぶり)。個人は約1,600億円の買越し(3週ぶり)。GPIFの売買動向と連動する信託銀行は約60億円の買越し(4週連続)。企業の自社株買いを反映する事法は約1,800億円の買越し(25週連続)(図表1)。GPIFによる日本株の買い余地は約1.94兆円と推計
- 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3週ぶりの売越し(現先合計)

主体別売買動向によると、12/16~12/20にかけて海外は現先合計で約7,300億円の売越し(3週ぶり)。個人は約1,600億円の買越し(3週ぶり)。GPIFの売買動向と連動する信託銀行は約60億円の買越し(4週連続)。企業の自社株買いを反映する事法は約1,800億円の買越し(25週連続)(図表1)。GPIFによる日本株の買い余地は約1.94兆円と推計。

同期間のTOPIXは下落基調となった。18日のFOMCでは市場予想通り25bpsの利下げが決定された一方でメンバーの政策金利見通しが上方修正されるタカ派的な結果となった。FOMCや日銀会合を控え週前半は様子見姿勢が続いたが、週後半にかけてはFRBのタカ派姿勢と日銀のハト派姿勢が交錯し、半導体関連株や金融株が大きく下落する結果となった。もっとも、海外勢は、米利下げ織り込みの後退に伴う株式ポジション縮小にあたって、日本株についても半導体関連銘柄を中心に売り越したとみられる。一方、逆張り志向が強いといわれる個人は、株価が下落するにつれて買い増しを行った。また、事業法人の自社株買いによる安定的な買越しが引き続き日本株を下支えた。

足元の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19.5pt、信用倍率は5.7倍であった(図表2)。12月FOMCでタカ派な見通しが示されたこともあり、リスクオフムードが強まったが、日銀がハト派な姿勢を示したことで日経VIは低下した。ただし、信用倍率は、信用買いが増えていないために上昇は限定的であり、これは先行きに慎重な投資家が多いことを示唆している。

#### ◎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(単位:10 億円)

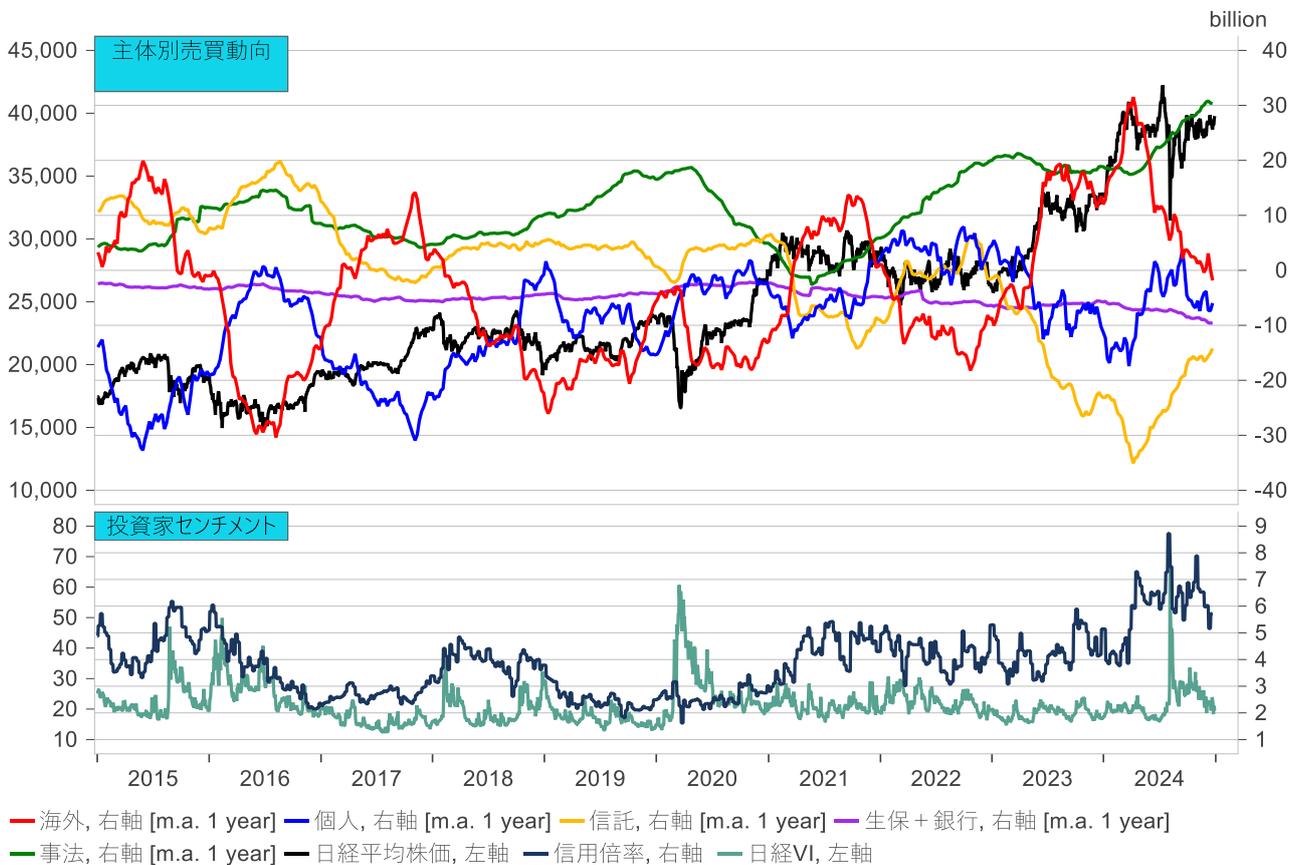
単位:10億円	日経225先物		現物					指数
	海外	海外	個人	法人				TOPIX (pt)
				投資 信託	事法	金融機関		
					生損保 +銀行	信託		
2024/11/23	-61.8	-330.0	178.4	-36.2	232.7	-29.1	-13.9	2,696.5
2024/11/30	-70.1	-179.5	140.9	-164.2	296.5	-68.5	85.5	2,680.7
2024/12/7	255.3	124.9	-480.7	353.8	214.7	-76.5	280.5	2,727.2
2024/12/14	618.0	-509.3	-356.6	213.3	197.5	-45.1	178.0	2,746.6
2024/12/21	-256.1	-475.0	156.1	-83.6	184.5	-33.5	5.9	2,702.0

■ 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

	12/27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	2.9 兆円	0.92 兆円	1.94 兆円

出所: QUICK, Bloomberg

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。日経平均株価は40,000円程度が妥当ということになる。足元で円安が進んでいるが、FRBのタカ派な見通しが米国でリスクオフムードを強めたため、やはり従来通り、日米金利差から試算される株価は上値目途として意識すべき水準であるとする。

(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	2,699	2,746	2,793	2,841	2,888	2,935
日経平均株価	38,320	38,993	39,665	40,337	41,010	41,682

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。



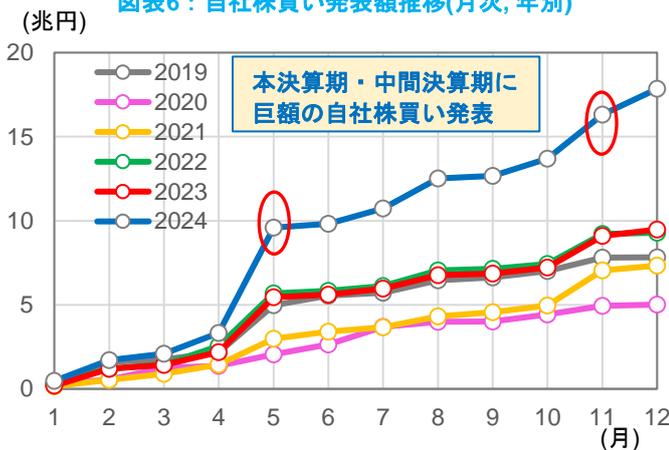
## 自社株買い余地は4兆円程度と推計。株価下落局面では下支えが期待できる

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 P/B 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、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ている。最終的に、9月や11月等の相場が不安定となった月は、例年にならぬ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、日本株を下支えたとみられる。取得額と発表額の差は、依然として4兆円程度あるため、株価下落局面での株価下支えが期待できる。

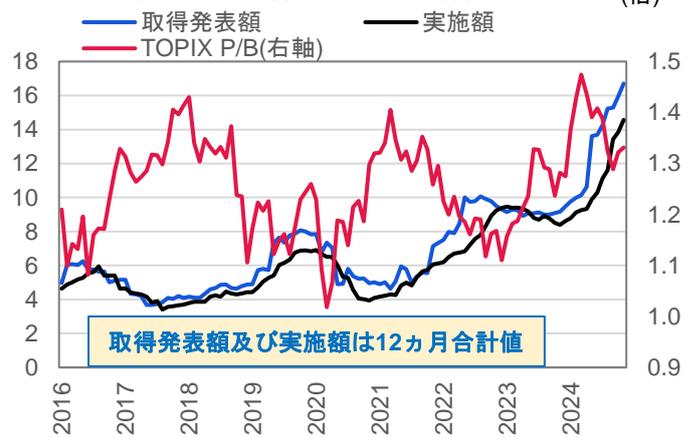
図表 9 は、自己株式取得額別の株価リターンである。東証から P/B 改善要請のあった2023年3月以降のリターンを示している。第一分位は、日経平均株価採用銘柄のうち、上位20%が含まれるが、最も株価リターンが良好である。先日、自動車大手が ROE 目標の引き上げを発表したが、その手段として大規模な自社株買いがありうると考えている。同社の P/B は1倍を超えているが、株主価値創出手段としての自社株買いは、グローバルに事業を展開する大企業を中心に増えていく公算が大きい。引き続き、同ファクターに注目したい。

図表6：自社株買い発表額推移(月次、年別)



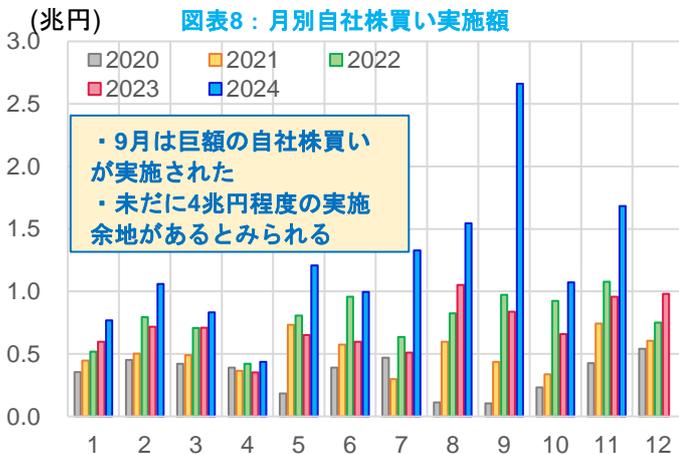
出所: QUICK

図表7：TOPIX採用企業の自社株買いとPBR (倍)



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
89	2024/10/2	日本株	<a href="#">日本株 9月セクター動向と10月見通し</a>
90	2024/10/2	日本株, 日本政治	<a href="#">自民党総裁選ショックを巡る論点整理</a>
91	2024/10/3	欧州経済	<a href="#">9月ユーロ圏物価動向</a>
92	2024/10/4	日本株	<a href="#">日本株需給(9月24日~9月27日)</a>
93	2024/10/7	米国経済	<a href="#">9月雇用統計</a>
94	2024/10/11	半導体, 日本株, 米国株	<a href="#">半導体市場 Monthly(2024年10月)</a>
95	2024/10/11	米国経済	<a href="#">9月CPI</a>
96	2024/10/11	コモディティ	<a href="#">9月WTI原油先物価格</a>
97	2024/10/11	日本株	<a href="#">日本株需給(9月30日~10月4日)</a>
98	2024/10/18	豪州経済	<a href="#">10月豪州概況</a>
99	2024/10/18	欧州経済	<a href="#">ECB&lt;欧州中央銀行&gt;理事会</a>
100	2024/10/23	欧州経済	<a href="#">10月ユーロ概況</a>
101	2024/10/30	日本経済	<a href="#">9月物価オルタナティブデータ~日経 CPINow</a>
102	2024/10/30	日本経済	<a href="#">9月賃金オルタナティブデータ~HRog 賃金 Now</a>
103	2024/11/1	欧州経済	<a href="#">ユーロ圏 GDP 統計</a>
104	2024/11/1	日本株	<a href="#">日本株需給(10月21日~10月25日)</a>
105	2024/11/5	日本株	<a href="#">日本株 10月セクター動向と11月見通し</a>
106	2024/11/5	米国経済	<a href="#">10月ISM製造業景況感指数</a>
107	2024/11/5	米国経済	<a href="#">10月雇用統計</a>
108	2024/11/5	日本株, 米国株	<a href="#">11月日米株バリュエーション~日本: 中立、米国: 強気</a>
109	2024/11/5	欧州経済	<a href="#">10月ユーロ圏物価動向</a>
110	2024/11/8	米国経済	<a href="#">11月FOMC</a>
111	2024/11/8	米国政治, 米国株	<a href="#">2024年米大統領選挙結果のマーケットへの影響</a>
112	2024/11/11	日本株	<a href="#">日本株需給(10月28日~11月1日)</a>
113	2024/11/11	半導体, 日本株, 米国株	<a href="#">半導体市場 Monthly(2024年11月)</a>
114	2024/11/14	米国経済	<a href="#">10月CPI</a>
115	2024/11/14	コモディティ	<a href="#">10月WTI原油先物価格</a>
116	2024/11/14	豪州経済	<a href="#">11月豪州概況</a>
117	2024/11/15	日本株	<a href="#">日本株需給(11月5日~11月8日)</a>
118	2024/11/22	欧州経済	<a href="#">2024年第3四半期ユーロ圏賃金動向</a>
119	2024/11/22	米国株, 日本株	<a href="#">エヌビディアの決算とマーケットへの影響 2025 3Q</a>
120	2024/11/22	日本株	<a href="#">日本株需給(11月11日~11月15日)</a>
121	2024/11/29	日本経済	<a href="#">10月物価オルタナティブデータ~日経 CPINow</a>
122	2024/11/29	日本経済	<a href="#">10月賃金オルタナティブデータ~HRog 賃金 Now</a>
123	2024/11/29	日本株	<a href="#">日本株需給(11月18日~11月22日)</a>
124	2024/12/2	欧州経済	<a href="#">11月ユーロ圏物価動向</a>
125	2024/12/2	日本株	<a href="#">日本株 11月セクター動向と12月見通し</a>
126	2024/12/3	米国経済	<a href="#">11月ISM製造業景況感指数</a>
127	2024/12/3	日本株, 米国株	<a href="#">12月日米株バリュエーション~日本: 中立、米国: 中立</a>
128	2024/12/6	日本株	<a href="#">日本株需給(11月25日~11月29日)</a>
129	2024/12/9	米国経済	<a href="#">11月雇用統計</a>
130	2024/12/11	米国経済, 米国株	<a href="#">2025年のマーケット見通し~米国編</a>
131	2024/12/13	欧州経済	<a href="#">ECB&lt;欧州中央銀行&gt;理事会</a>
132	2024/12/13	日本株	<a href="#">日本株需給(12月2日~12月6日)</a>
133	2024/12/13	半導体, 日本株, 米国株	<a href="#">半導体市場 Monthly(2024年12月)</a>
134	2024/12/19	米国経済	<a href="#">12月FOMC</a>
135	2024/12/19	コモディティ	<a href="#">11月WTI原油先物価格</a>
136	2024/12/20	日本株	<a href="#">日本株受給(12月9日~12月13日)</a>
137	2024/12/20	日本経済, 日本株	<a href="#">2025年のマーケット見通し~日本編</a>
138	2024/12/20	豪州経済	<a href="#">12月豪州概況</a>

## ◎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。