りそなグループ
RESONA

りそな経済フラッシュ

2025 年 2 月 25 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(2/10～2/14)

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、2/10～2/14 にかけて海外は現先合計で約 1,000 億円の買越し(3 週ぶり)。個人は約 1,000 億円の売越し(3 週ぶり)。GPIF の売買動向と連動する信託銀行は約 700 億円の売越し(2 週ぶり)。企業の自社株買いを反映する事法は 1,700 億円の買越し(6 週連続)(図表 1)。GPIF による日本株の買い余地は約 0.51 兆円と推計
- 海外投資家が買い越しに転じ、日本株の割安感が修正された場合には、日経平均株価は 42,500 円程度まで上昇する可能性があるが、短期的にはセンチメントが悪化しており、上値の重い展開が続こう
- 事業法人の高水準の自社株買いが継続。足元でも依然として 3 兆円程度の買い余地があるとみている。今年の自社株買い発表額は過去最高の昨年を上回る。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、2/10～2/14 にかけて海外は現先合計で約 1,000 億円の買越し(3 週ぶり)。個人は約 1,000 億円の売越し(3 週ぶり)。GPIF の売買動向と連動する信託銀行は約 700 億円の売越し(2 週ぶり)。企業の自社株買いを反映する事法は 1,700 億円の買越し(6 週連続)(図表 1)。GPIF による日本株の買い余地は約 0.51 兆円と推計。

同期間の TOPIX は大きく上昇した。週前半は引き続き米国の関税政策を巡る不透明感が上値を抑えたが、ロシアによるウクライナ侵略の終結に向けた米ロ協議が開始されると、地政学リスク後退への期待感からリスク資産である株式に買いが集まった。また、同期間にドル円が一時 154 円台まで円安が進行し、輸出関連株を中心に株価上昇のサポートとなった。海外勢は、リスクオンムードでリスク資産のポジションを拡大させるなか、日本株についても決算が好調であった銘柄を中心に物色したとみられる。一方、逆張り志向が強いといわれる個人は相場が上昇したタイミングで利益確定売りの動きが大きくなったとみられる。また、事業法人による自社株買いの動きは引き続き日本株を下支えした。

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 21.1pt、信用倍率は 5.6 倍であった (図表 2)。前週と比べて日経 VI は横ばい、信用倍率は低下した。トランプ大統領の関税を巡る発言等に加え、日銀高官のタカ派発言を受け円長期金利が上昇したため、信用売りがやや増加している。決算は好調であったが、種々の懸念から短期的には市場センチメント好転の機会を逸したようにも見える。

◎注意事項 お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。
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とにかかわらず、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さまご自身の判断でなされるようお願い致します。

りそなグループ
RESONA

図表 1:主体別売買動向(単位:10 億円)

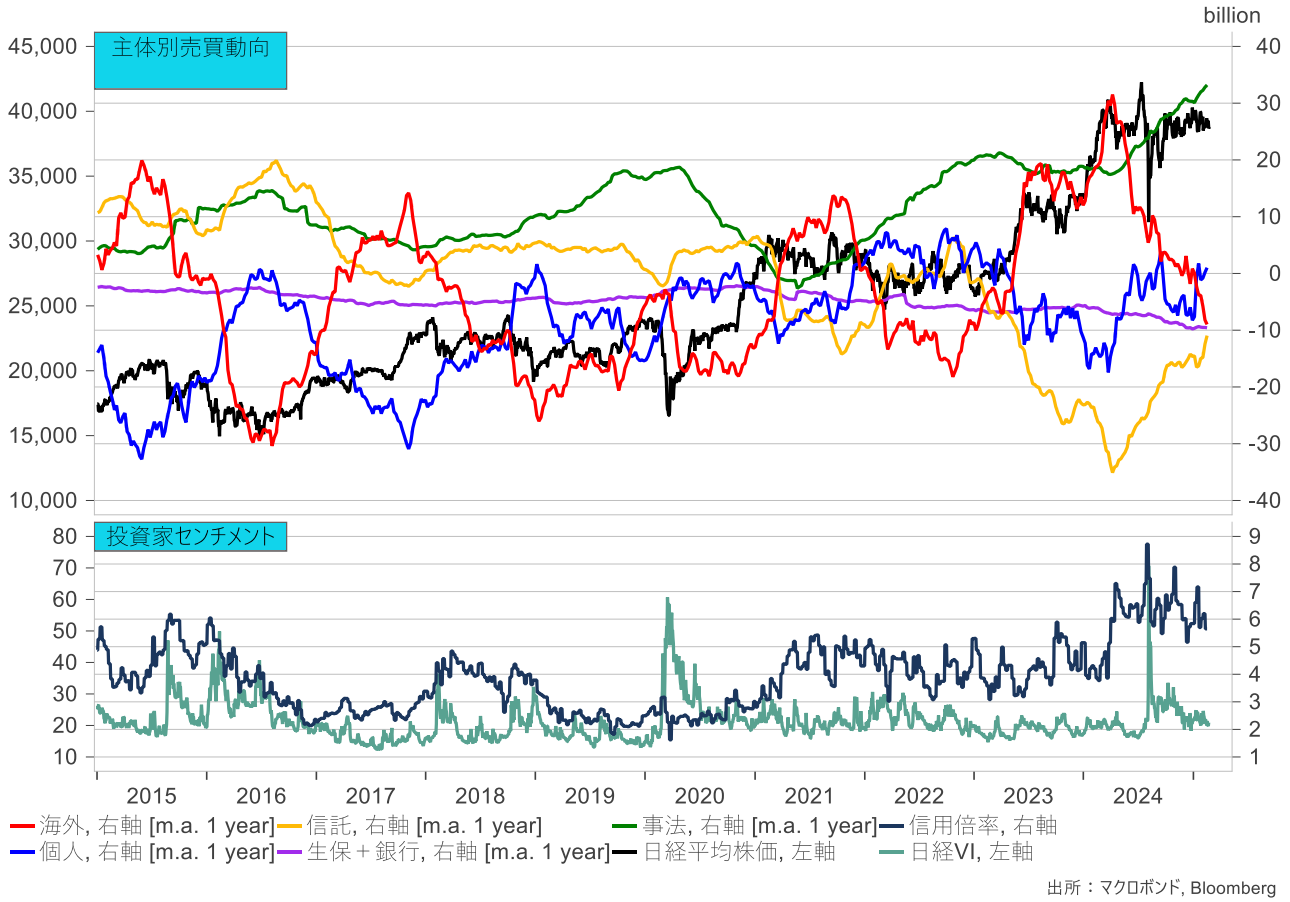
単位：10億円	日経225先物	現物						指数
				法人				
	海外	海外	個人	投資信託	事法	金融機関		TOPIX (pt)
						生損保+銀行	信託	
2025/1/18	-311.5	-4.6	451.3	89.8	205.7	-28.2	-130.0	2,679.4
2025/1/25	275.5	391.1	-458.6	-31.2	198.4	-59.6	-30.9	2,751.0
2025/2/1	-57.9	-313.4	142.4	-54.9	151.6	-42.3	-94.0	2,788.7
2025/2/8	-197.5	-265.8	489.2	26.8	303.8	-100.0	63.7	2,737.2
2025/2/15	1.3	96.4	-100.1	-7.9	167.6	-86.0	-68.1	2,759.2

■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

	02/25時点の推計	12/31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	-0.3 兆円	-0.76 兆円	0.51 兆円

出所:QUICK, Bloomberg

図表 2:主体別売買動向(12 ヵ月移動平均)と投資家センチメント



出所：マクロボンド, Bloomberg

◎注意事項　お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。
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とにかかわらず、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さまご自身の判断でなされるようお願い致します。

りそなグループ
RESONA

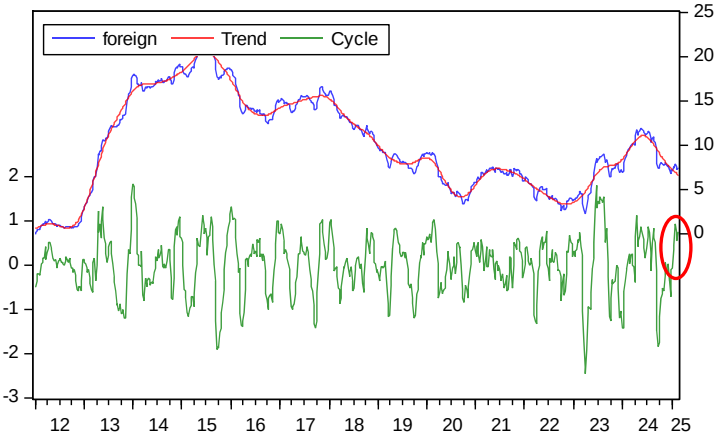
海外投資家動向からは、日経平均株価の上値は重い展開が続くと予想される

海外投資家は 2024 年 6 月以降売越基調が継続している。HP フィルターを用いて短期トレンド分析すると、24 年末以降、回復基調であったが足元でモメンタム(Cycle)の回復は一服した (図表 3)。短期的には売り越しトレンドに転換する可能性があり注意を要しよう。

2024 年 3Q の決算は、純利益がコンセンサスを 3%程度上回る等好調であったが、トランプ米大統領の対中姿勢への警戒感や関税政策への懸念、日銀高官のタカ派発言とそれに伴う円金利上昇等から、海外投資家は売り越し基調に転じ、日本株は収益性対比で割安な状況が続いている。ただし、短期的にはセンチメント回復の機会を逸した可能性があり、フェアバリューへの回帰時期は、早くて次回決算(2024 年度本決算)シーズン、本決算では例年保守的な会社計画が発表され、それが嫌気される傾向であることを踏まえると、夏頃までずれ込む可能性もあるだろう。

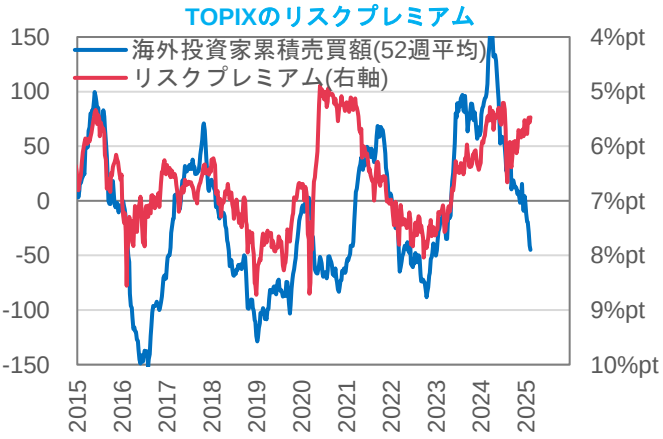
日経平均株価のフェアバリューについて、コンセンサスの充実している TOPIX を基に算出した。TOPIX の ROE は足元で約 9%であり、PBR×ROE モデルからは、その際の妥当な PER は 15.6 倍程度と試算される。従って、妥当な TOPIX の水準は 2,932pt、日経平均株価に直すと 42,500 円と試算される(図表 5)。

図表 3：海外投資家の累積売買トレンド



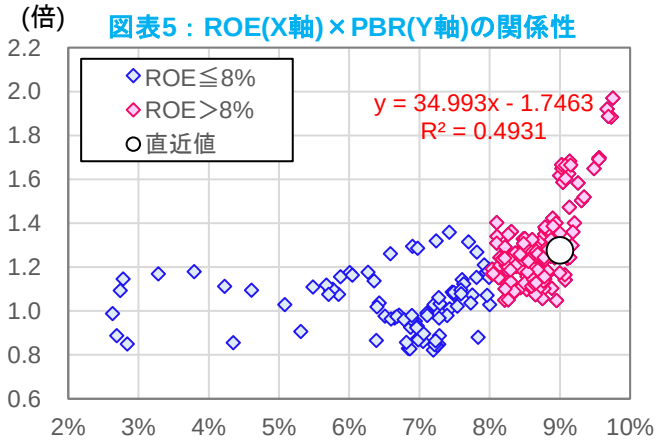
出所：QUICK
注：HP フィルターは、系列の長期トレンド成分の滑らかな推定値を得るために広く使用されている平滑化手法

図表4：海外投資家売買とTOPIXのリスクプレミアム



注：リスクプレミアム＝TOPIX 益回り－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

図表5：ROE(X軸)×PBR(Y軸)の関係性



■PBR×ROEバリュエーション

ROE	妥当PBR	妥当PER	妥当TOPIX	妥当日経平均株価
9.00%	1.40	15.59	2,932	42,520

出所：Bloomberg

◎注意事項　お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。
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とにかかわらず、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さまご自身の判断でなされるようお願い致します。

りそなグループ
RESONA

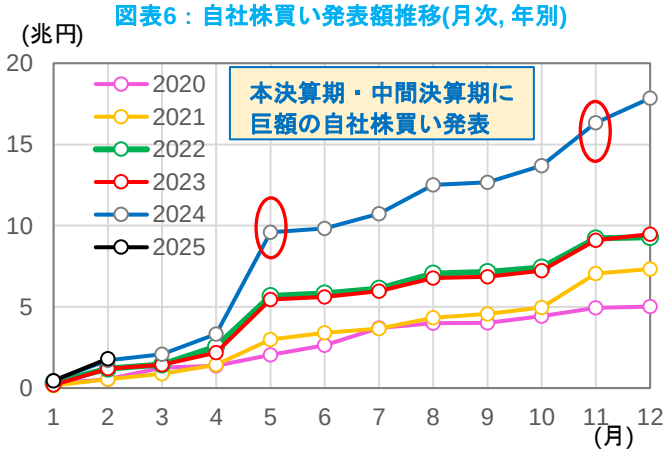
自社株買い余地は 3 兆円程度と推計。株価下落局面では下支えが期待できる

自社株買い発表額は過去最高水準(図表 6～7)。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。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 3 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。

足元で主要企業の決算が出揃いつつあるが、今年の自社株買い発表額は、過去最高を記録した昨年を小幅に上回る。3 月決算企業を中心に、会社計画対比での進捗が良好な企業は自社株買いを発表する可能性が高く、引き続き注目したい。

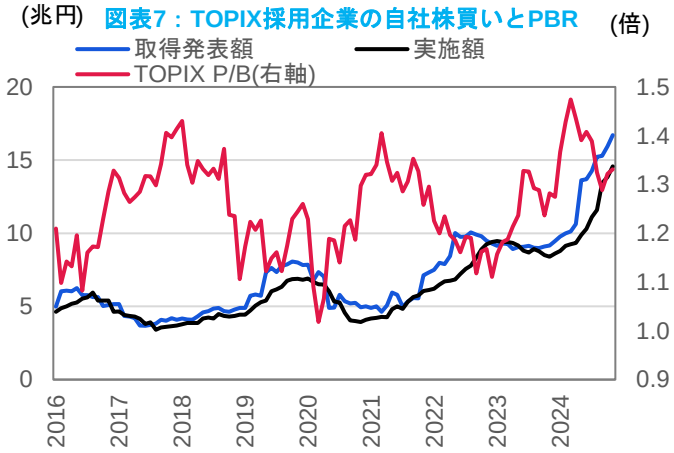
図表 9 は、自己株式取得額別の株価リターンである。東証から PBR 改善要請のあった 2023 年 3 月以降のリターンを示している。第一分位は、日経平均株価採用銘柄のうち、上位 20%が含まれるが、最も株価リターンが良好である。先日、自動車大手が ROE 目標の引き上げを発表したが、その手段として大規模な自社株買いがありうると考えている。同社の PBR は 1 倍を超えているが、株主価値創出手段としての自社株買いは、グローバルに事業を展開する大企業を中心に増えていく公算が大きい。引き続き、同ファクターに注目したい。

図表6：自社株買い発表額推移(月次, 年別)



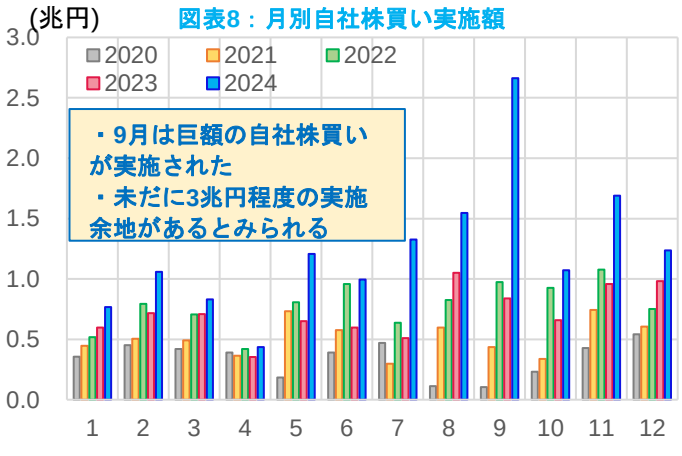
出所：QUICK

図表7：TOPIX採用企業の自社株買いとPBR



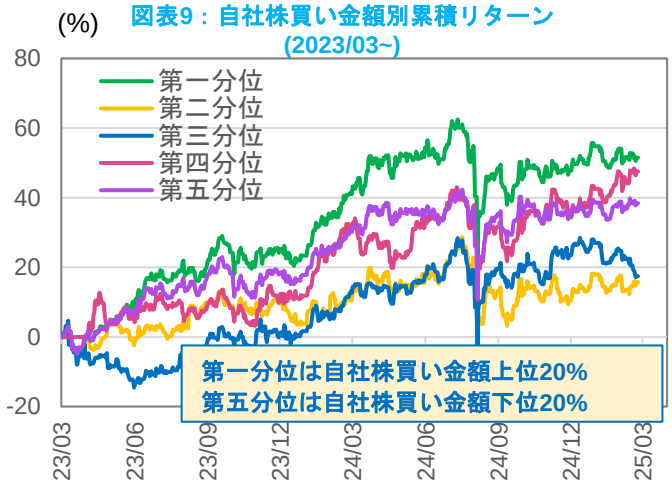
出所：QUICK

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　お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。
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とにかかわらず、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さまご自身の判断でなされるようお願い致します。

りそなグループ
RESONA

■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
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
131	2024/12/13	欧州経済	ECB<欧州中央銀行>理事会
132	2024/12/13	日本株	日本株需給(12 月 2 日～12 月 6 日)
133	2024/12/13	半導体，日本株，米国株	半導体市場 Monthly(2024 年 12 月)
134	2024/12/19	米国経済	12 月 FOMC
135	2024/12/19	コモディティ	11 月 WTI 原油先物価格
136	2024/12/20	日本株	日本株受給(12 月 9 日～12 月 13 日)
137	2024/12/20	日本経済，日本株	2025 年のマーケット見通し～日本編
138	2024/12/20	豪州経済	12 月豪州概況
139	2024/12/27	日本株	日本株需給(12 月 16 日～12 月 20 日)
140	2024/12/27	日本株	日本株 12 月セクター動向と 1 月見通し
141	2025/1/6	米国経済	12 月 ISM 製造業景況感指数
142	2025/1/10	日本株	日本株需給(12 月 23 日～12 月 27 日)
143	2025/1/14	米国経済	12 月米雇用統計
144	2025/1/15	半導体，日本株，米国株	半導体市場 Monthly(2025 年 1 月)
145	2025/1/20	日本株	日本株需給(1 月 6 日～1 月 10 日)
146	2025/1/20	コモディティ	12 月 WTI 原油先物価格
147	2025/1/22	豪州経済	1 月豪州概況
148	2025/1/24	日本株	日本株需給(1 月 14 日～1 月 17 日)
149	2025/1/27	日本株	日本株と ESG 投資～GPIF 採用指数の視点から
150	2025/1/30	米国経済	1 月 FOMC
151	2025/1/31	欧州経済	24 年第 4 四半期ユーロ圏 GDP 統計
152	2025/1/31	日本株	日本株需給(1/20～1/24)
153	2025/1/31	欧州経済	ECB<欧州中央銀行>理事会
154	2025/2/3	日本株	日本株 1 月セクター動向と 2 月見通し
155	2025/2/3	日本株，米国株	2 月日米株バリュエーション～日本：中立、米国：中立
156	2025/2/4	米国経済	1 月 ISM 製造業景況感指数
157	2025/2/4	欧州経済	25 年 1 月ユーロ圏物価動向
158	2025/2/7	日本株	日本株需給(1 月 27 日～1 月 31 日)
159	2025/2/13	米国経済	1 月米 CPI
160	2025/2/14	半導体，日本株，米国株	半導体市場 Monthly(2025 年 2 月)
161	2025/2/14	コモディティ	25 年 1 月 WTI 原油先物価格
162	2025/2/17	日本株	日本株需給(2 月 3 日～2 月 7 日)

◎注意事項　お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。
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とにかかわらず、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さまご自身の判断でなされるようお願い致します。