

2025年3月7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(2/25~2/28)

海外は2週ぶりの売越し(現先合計)

要約

- 主体別売買動向によると、2/25~2/28にかけて海外は現先合計で約9,800億円の売越し(2週連続)。個人は約5,200億円の買越し(2週連続)。GPIFの売買動向と連動する信託銀行は約400億円の売越し(3週連続)。企業の自社株買いを反映する事法は1,600億円の買越し(8週連続)(図表1)。GPIFによる日本株の売り余地は約0.41兆円と推計
- 海外投資家の売り越し基調が続き、日経平均株価は上値の重い展開が続こう。短期的な想定レンジは36,300円~38,300円程度とみている
- 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2週ぶりの売越し(現先合計)

主体別売買動向によると、2/25~2/28にかけて海外は現先合計で約9,800億円の売越し(2週連続)。個人は約5,200億円の買越し(2週連続)。GPIFの売買動向と連動する信託銀行は約400億円の売越し(3週連続)。企業の自社株買いを反映する事法は1,600億円の買越し(8週連続)(図表1)。GPIFによる日本株の売り余地は約0.41兆円と推計。

同期間のTOPIXは下落した。弱いセンチメントを背景とした米景気減速懸念を受けて米ハイテク株が軟調に推移した流れから、日本株も半導体関連銘柄を売る動きが目立った。日本時間27日早朝のエヌビディア決算は実績、見込みともにコンセンサスを上回ったことから半導体関連銘柄に一旦買い直しが入ったものの、その後米国がカナダ、メキシコ、中国に対し予定通り関税を発動する方針を示したことからリスクオフの流れとなって28日は幅広い銘柄で売りが優勢となった。海外勢は、日銀の早期追加利上げ観測に加えて米国の関税政策を巡る不透明感を嫌気し、引き続き日本株のポジションを縮小させたとみられる。一方、逆張り志向が強いといわれる個人は相場が大きく下落したタイミングで引き続き押し目買いを行ったとみられる。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27.6pt、信用倍率は7.4倍であった(図表2)。前週と比べて日経VIは上昇、信用倍率は上昇した。トランプ大統領の関税を巡る発言や米景気不安等が背景にあらう。信用倍率の上昇は、信用買いの減少以上に信用売りが低下したためであり、センチメントの好転を示すものではない。決算は好調であったが、種々の懸念を払しょくするほどではなく、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。



図表 1:主体別売買動向(単位:10 億円)

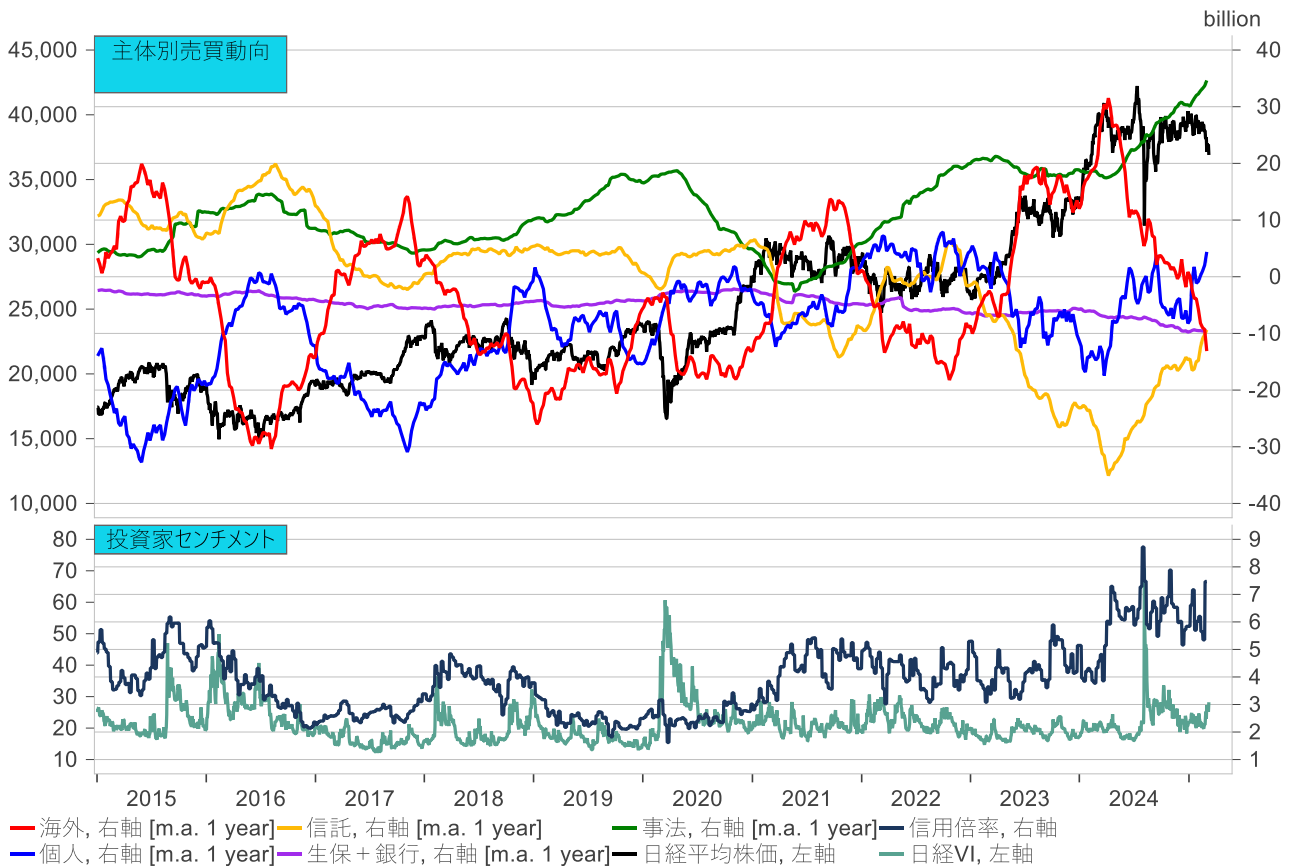
単位:10億円	日経225先物	現物						指数 TOPIX (pt)	
		海外	海外	個人	法人				
					投資 信託	事法	金融機関		
				生損保 +銀行	信託				
2025/2/1	-57.9	-313.4	142.4	-54.9	151.6	-42.3	-94.0	2,788.7	
2025/2/8	-197.5	-265.8	489.2	26.8	303.8	-100.0	63.7	2,737.2	
2025/2/15	1.3	96.4	-100.1	-7.9	167.6	-86.0	-68.1	2,759.2	
2025/2/22	-230.6	-163.2	175.1	49.9	210.1	-68.7	-34.0	2,736.5	
2025/3/1	-370.0	-607.2	518.2	5.1	156.5	-36.5	-39.3	2,682.1	

■ 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

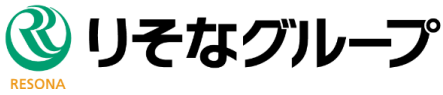
	03/07時点の推計	12/31以降の信託銀行の 累積売買金額	差し引き
保有国内株式割合を仮に25%にする とした場合に必要な売買額の推計	-1.2 兆円	-0.83 兆円	-0.41 兆円

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:マクロポンド, Bloomberg



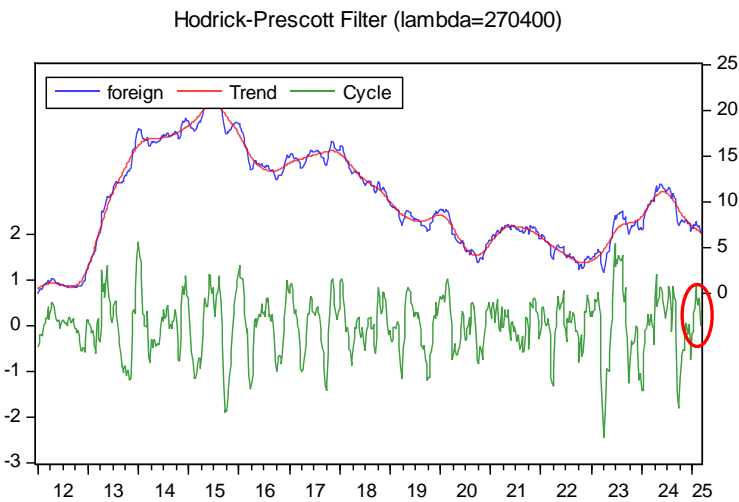
海外投資家動向からは、日経平均株価の上値は重い展開が続くと予想される

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るかと前号で指摘したが、実際に海外は 2 週連続の売り越しとなっている。

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。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。業績は堅調だが、ここもとはセンチメント悪化と円金利上昇を考慮すると、短期的には 36,300 円~38,300 円程度での推移が想定される(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

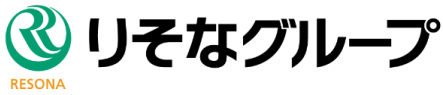
図表 5: 日経平均株価の想定レンジ

■日経平均株価 バリュエーション

NT倍率: 14.2倍

予想EPS (TOPIX)	予想PER(%)	PBR1倍	予想PER(TOPIX)						
			11.0倍	13.5倍	14.0倍	現状	14.5倍	15.0倍	15.5倍
						14.1倍			
10.0%	211.3	31,700	38,900	40,300	40,500	41,800	43,200	44,600	
5.0%	201.7	30,200	37,100	38,500	38,700	39,900	41,200	42,600	
3.0%	197.9	29,700	36,400	37,800	38,000	39,100	40,500	41,800	
1.0%	194.0	29,100	35,700	37,000	37,200	38,300	39,700	41,000	
現状	192.1	28,800	35,300	36,700	36,900	38,000	39,300	40,600	
-1.0%	190.2	28,500	35,000	36,300	36,500	37,600	38,900	40,200	
-3.0%	186.4	27,900	34,300	35,600	35,800	36,800	38,100	39,400	
-5.0%	182.5	27,400	33,600	34,800	35,000	36,100	37,300	38,600	
-10.0%	172.9	25,900	31,800	33,000	33,200	34,200	35,300	36,500	

出所: Bloomberg 注: 数値は12ヵ月先予想



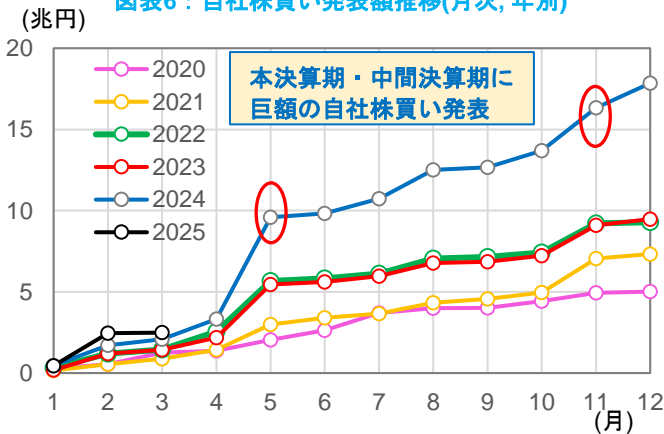
自社株買い余地は3兆円程度と推計。株価下落局面では下支えが期待できる

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。

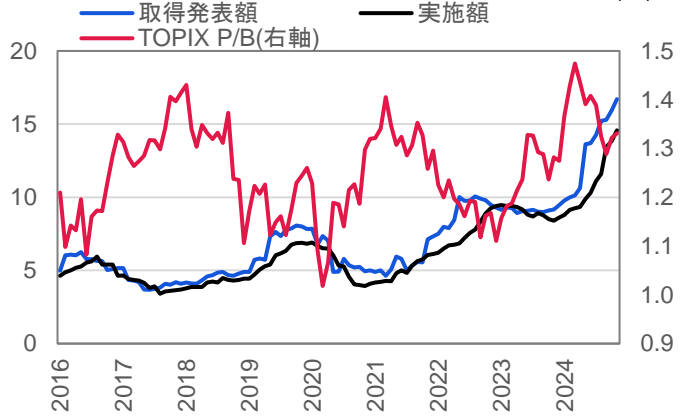
足元で主要企業の決算が出揃いつつあるが、今年の2月までの累計自社株買い発表額は、過去最高を記録した昨年を小幅に上回った。3月決算企業を中心に、会社計画対比での進捗が良好な企業が多かったことが背景にあらう。

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)



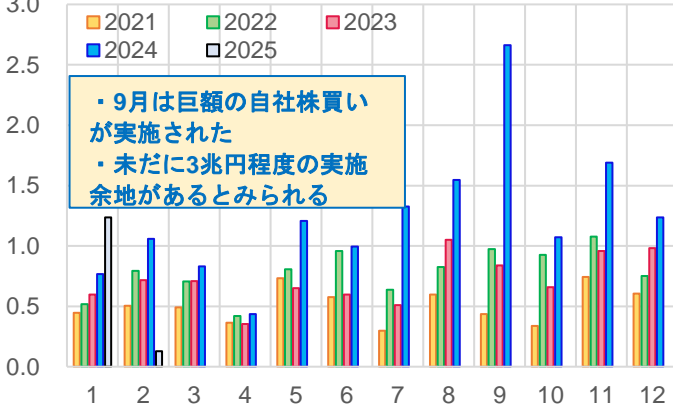
図表 7 : TOPIX採用企業の自社株買いとPBR (倍)



出所: QUICK

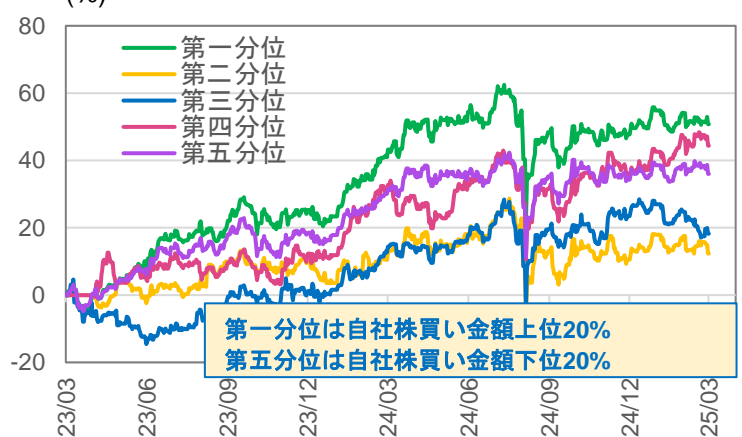
出所: QUICK

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

■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
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)
163	2025/2/25	日本株	日本株需給(2月10日～2月14日)
164	2025/2/27	欧州政治	2025年2月ドイツ連邦議会選挙
165	2025/2/28	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 4Q
166	2025/2/28	豪州経済	25年2月豪州概況
167	2025/3/3	日本株	日本株の2月セクター動向と3月見通し
168	2025/3/3	日本株	日本株需給(2月17日～2月21日)
169	2025/3/4	欧州経済	25年2月ユーロ圏物価動向
170	2025/3/4	米国経済	2月 ISM 製造業景況指数