

2025年4月4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(3/24~3/28)

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、3/24~3/28にかけて海外は現先合計で約8,000億円の売越し(2週ぶり)。個人は約4,800億円の買越し(4週ぶり)。GPIFの売買動向と連動する信託銀行は約7,900億円の売越し(2週連続)。企業の自社株買いを反映する事法は約100億円の売越し(12週ぶり)(図表1)。GPIFによる日本株の買い余地は約1.21兆円と推計
- ▶ 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33,000円~35,000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、3/24~3/28にかけて海外は現先合計で約8,000億円の売越し(2週ぶり)。個人は約4,800億円の買越し(4週ぶり)。GPIFの売買動向と連動する信託銀行は約7,900億円の売越し(2週連続)。企業の自社株買いを反映する事法は約100億円の売越し(12週ぶり)(図表1)。GPIFによる日本株の買い余地は約1.21兆円と推計。

同期間のTOPIXは下落した。米国株の回復や配当狙いの買いが支えとなったものの、上昇局面では戻り売り圧力も強く上値の重い展開となった。週末にかけては、米国が自動車に25%の関税を課すとの発表を受け、自動車株を中心に株価が大幅に調整したことに加え、配当落ち日が重なったことも株価下落に拍車をかけた。

海外勢は、米国の自動車関税が、複数のグローバル自動車メーカーを抱える日本経済に対しての影響が大きくなるとの見方から、日本株のポジションを縮小させる動きが大きくなった。一方、逆張り志向の強い個人は、戻り売り圧力が強いなか、配当権利取りの強気の買いが優勢になったとみられる。

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35.7pt、信用倍率は7.9倍であった(図表2)。前週と比べて日経VI、信用倍率はいずれも大きく上昇した。トランプ大統領の関税政策が想定以上に厳しいものとなり、不透明感が強まったことを反映している。米経済はソフトランディングすると見込んでいるため、株価のこれ以上の大きな調整余地は乏しいと考えているが、反発には時間を要しよう。日経平均株価の短期的な下値目途は33,000円、本格的な回復時期は、早くても2025年度中間決算の出揃う2025年末頃とみている。

◎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)

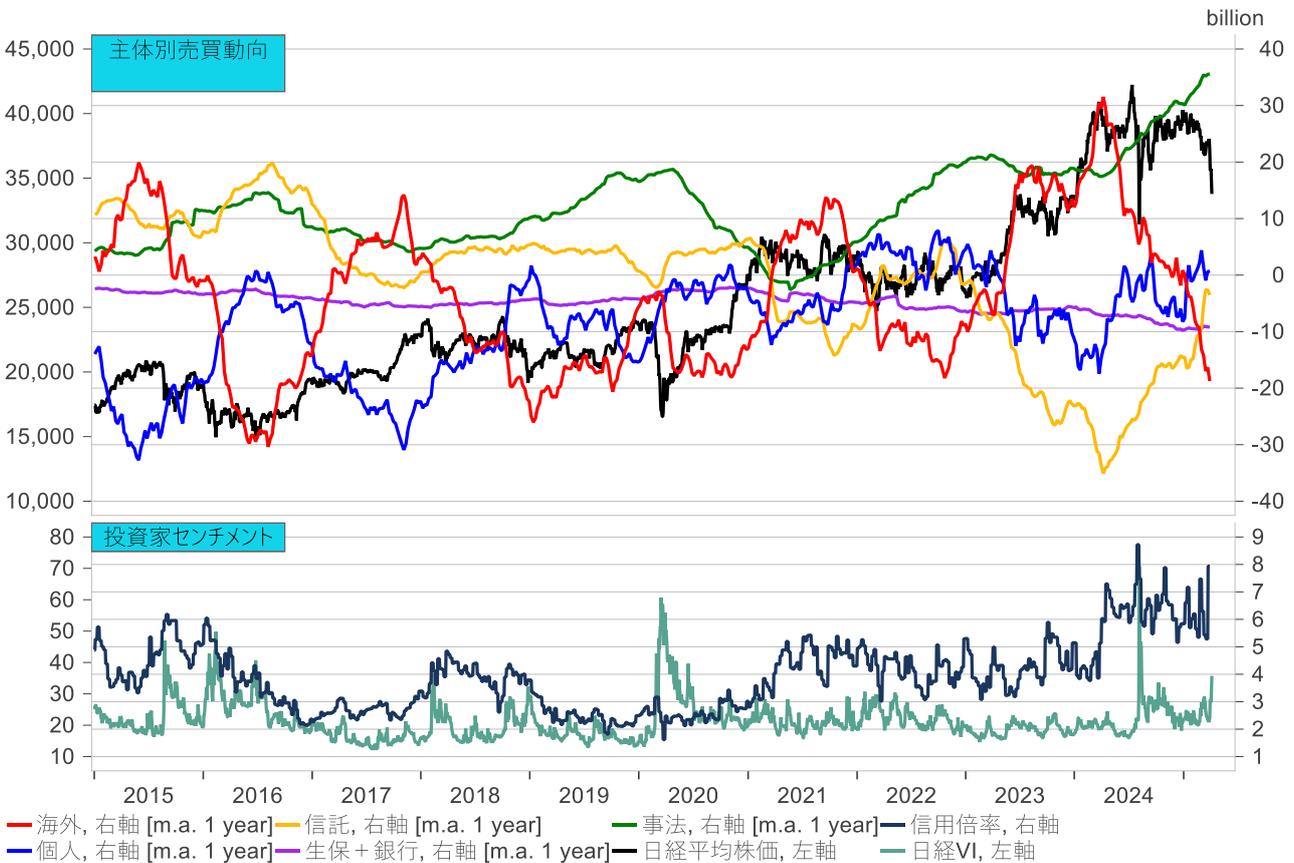
単位：10億円	日経225先物		現物					指数
	海外	海外	個人	法人				TOPIX (pt)
				投資 信託	事法	金融機関		
					生損保 +銀行	信託		
2025/3/1	-370.0	-607.2	518.2	5.1	156.5	-36.5	-39.3	2,682.1
2025/3/8	-242.1	-101.6	-431.9	257.4	203.8	15.3	334.3	2,708.6
2025/3/15	91.2	-808.6	-130.9	-83.4	97.4	-63.0	55.6	2,715.9
2025/3/22	123.9	261.1	-472.9	-128.5	45.0	-20.2	-75.6	2,804.2
2025/3/29	37.2	-841.7	478.3	-182.2	-11.5	-76.2	-791.7	2,815.5

■ 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

	04/04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	0.8 兆円	-0.44 兆円	1.21 兆円

出所：QUICK, Bloomberg

図表 2：主体別売買動向(12 カ月移動平均)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は重い展開が続くと予想される

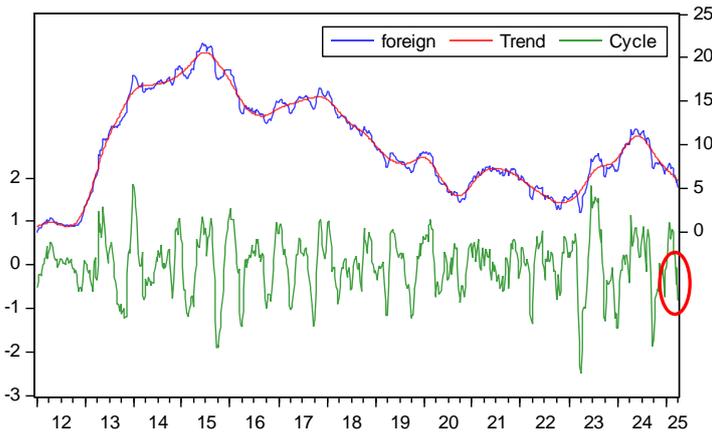
海外投資家の動向を HP フィルターを用いて短期トレンド分析すると、足元のモメンタム(Cycle)は、大きく落ち込んでおり、過去の経験則からは、そろそろ一服の公算が大きい (図表 3)。

ただし、株価の本格的な回復には時間を要する公算が大きい。まず、トランプ大統領の関税政策が想定以上に厳しいものとなったことから、2024 年度本決算発表と同時に発表されるであろう期初計画は、平時以上に保守的なものになるとみている。保守的な会社計画を受け、海外投資家の日本株売り越し基調は継続しよう。このシナリオの下では、フェアバリューへの回帰時期は、早くて 2025 年度中間決算シーズンであろう。堅調な実績を受け、保守的な会社計画の上方修正がコンセンサスとなれば、株価反発も期待できる。もっとも、米国経済の減速が一服するのは 2025 年 Q2~Q3 になるとみており、従って、中間決算シーズンでの株価反発は、あくまでも、ベストシナリオであるという点には留意されたい。

需給動向から推計される短期的な日経平均株価のフェアバリューは、33,000 円~35,000 円程度とみている(図表 5)。

図表 3：海外投資家の累積売買トレンド

Hodrick-Prescott Filter (lambda=270400)



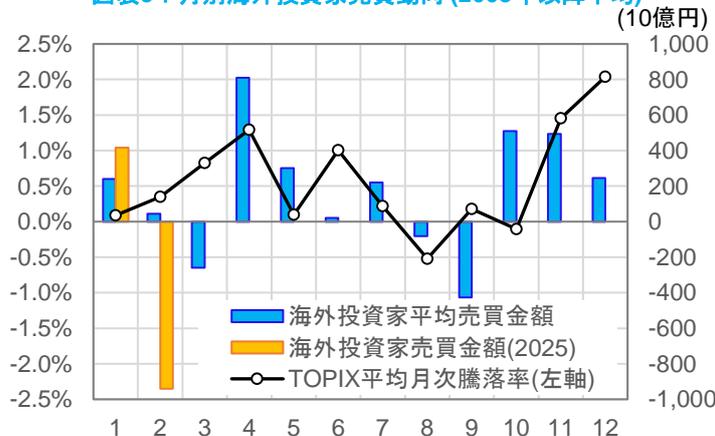
注：HP フィルターは、系列の長期トレンド成分の滑らかな推定値を得るために広く使用されている平滑化手法
出所：QUICK

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 益回り一日 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：月別海外投資家売買動向 (2003 年以降平均)



出所：QUICK

図表 6：日経平均株価バリュエーションマトリクス

NT倍率：13.5倍

		PBR1倍	予想PER(TOPIX)					
			11.0倍	12.5倍	13.0倍	現状 13.4倍	14.0倍	14.5倍
予想EPS (TOPIX)	10.0%	210.8	31,400	35,600	37,100	38,200	39,900	41,300
	5.0%	201.2	29,900	34,000	35,400	36,500	38,100	39,500
	3.0%	197.4	29,400	33,400	34,700	35,800	37,400	38,700
	1.0%	193.6	28,800	32,700	34,000	35,100	36,600	38,000
	現状	191.6	28,500	32,400	33,700	34,700	36,300	37,600
	-1.0%	189.7	28,200	32,100	33,400	34,400	35,900	37,200
	-3.0%	185.9	27,700	31,400	32,700	33,700	35,200	36,400
	-5.0%	182.1	27,100	30,800	32,000	33,000	34,500	35,700
	-10.0%	172.5	25,700	29,200	30,300	31,300	32,700	33,800

出所：Bloomberg 注：数値は12ヵ月先予想

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。



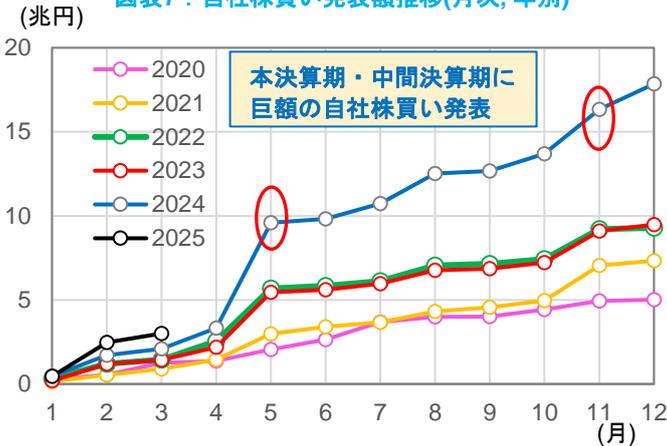
自社株買い余地は3兆円程度と推計。株価下落局面では下支えが期待できる

自社株買い発表額は過去最高水準(図表 7~8)。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 9)。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、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。

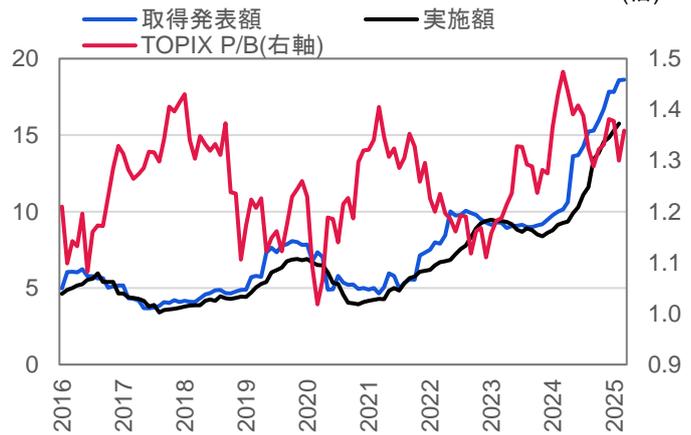
図表 10 は、自己株式取得額別の株価リターンである。東証からPBR改善要請のあった2023年3月以降のリターンを示している。第一分位は、日経平均株価採用銘柄のうち、上位20%が含まれるが、最も株価リターンが良好である。先日、自動車大手がROE目標の引き上げを発表したが、その手段として大規模な自社株買いがありうると考えている。同社のPBRは1倍を超えているが、株主価値創出手段としての自社株買いは、グローバルに事業を展開する大企業を中心に増えていく公算が大きい。引き続き、同ファクターに注目したい。

図表7：自社株買い発表額推移(月次、年別)



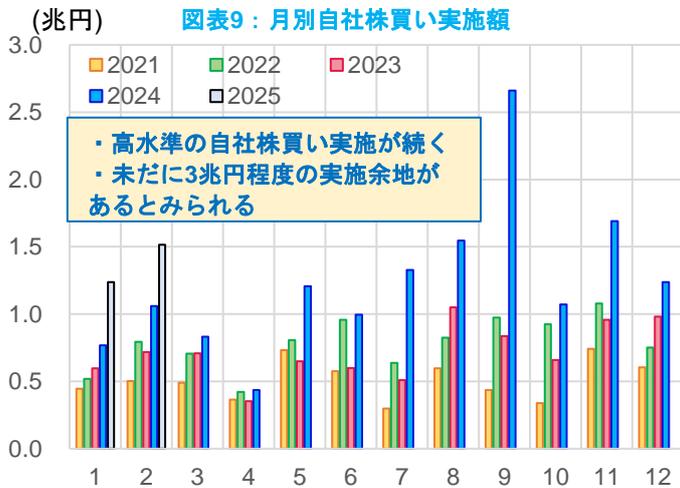
出所: QUICK

図表8：TOPIX採用企業の自社株買いとPBR (倍)



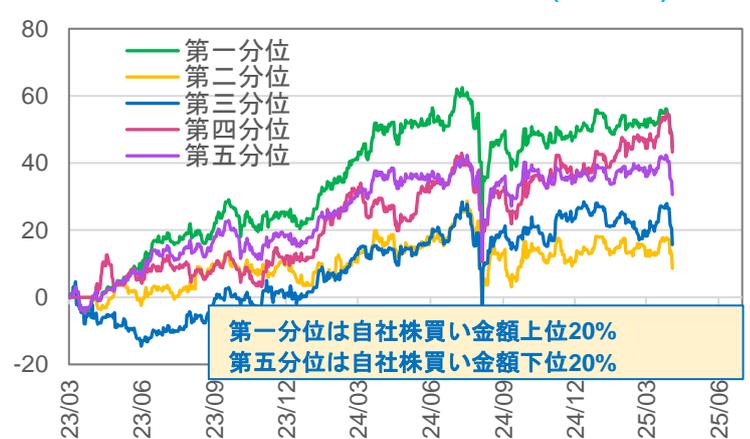
出所: QUICK

図表9：月別自社株買い実施額



出所: QUICK

図表10：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
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	日本株需給(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, 米国株	2月 ISM 製造業景況感指数
171	2025/3/7	半導体, 米国株	日本株需給(2月25日~2月28日)
172	2025/3/7	欧州経済	ECB<欧州中央銀行>理事会
173	2025/3/12	半導体, 日本株, 米国株	半導体市場 Monthly(2025年3月)
174	2025/3/13	米国経済	2月米 CPI
175	2025/3/14	日本株	日本株需給(3月3日~3月7日)
176	2025/3/19	米国株	2025年の米国株見通し(2025年3月号)
177	2025/3/21	米国経済	3月 FOMC
178	2025/3/24	日本株	日本株需給(3月10日~3月14日)
179	2025/3/28	日本株	日本株需給(3月17日~3月21日)
180	2025/4/1	日本株	日本株 3月セクター動向と4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。