

2025 年 9 月 12 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(9/1～9/5)

海外は 2 週ぶりの買越し(現先合計)

要約

- 主体別売買動向によると、9/1～9/5 にかけて海外は現先合計で約 700 億円の買越し(2 週ぶり)。個人は約 1,700 億円の買越し(3 週連続)。GPIF の売買動向と連動する信託銀行は約 4,200 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 3,300 億円の買越し(23 週連続)(図表 1)。GPIF による日本株の売り余地は約 1 兆 4,500 億円と推計(図表 1)
- 海外投資家はこれまで日本株の上昇をけん引してきたが、空売り比率の低下が一服しつつある中、トレンド変化の潮目となるか動向を注視したい。日経平均株価は、10 月 4 日の自民党総裁選までは高値圏での推移を想定。1 週間程度の短期的な想定レンジは 42,500 円～45,500 円
- 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 4,000 億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 週ぶりの買越し(現先合計)

主体別売買動向によると、9/1～9/5 にかけて海外は現先合計で約 700 億円の買越し(2 週ぶり)。個人は約 1,700 億円の買越し(3 週連続)。GPIF の売買動向と連動する信託銀行は約 4,200 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 3,300 億円の買越し(23 週連続)(図表 1)。GPIF による日本株の売り余地は約 1 兆 4,500 億円と推計(図表 1)。

同期間の TOPIX は週末にかけて騰勢を強めた。中国アリババ社が新 AI 半導体を開発したことを受けて米中半導体開発競争が意識されるなか、米ハイテク株が軟調に推移したことを背景に、週前半は日本株も半導体関連株を中心に売りが優勢となった。しかし、週末にかけてはトランプ米大統領が日米関税合意を履行する大統領令に署名したことなどが好感され、自動車株や半導体関連株などを中心に買い直しの動きが強まって指数全体を押し上げた。日本や欧米の金利上昇が週末にかけて一服したことも株式市場にとっては支えになったとみられる。

海外勢は、米 FRB による 9 月利下げ期待が高まったことを受け、リスク資産のポジションを増加させる流れから、日本株を買越す動きとなったとみられる。また、逆張り志向の強い個人は、株価が下落した局面で押し目買いを入れたとみられる。事業法人は、大規模な自社株買いの流れが継続し、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、空売り比率が 37.3%と前週比横ばい、信用倍率は 4.4 倍と前週比横ばいであった(図表 2)。いずれも将来の潜在的な買い余地を示すものであり、トレンドの変化に注意を払いたい。ここまでの株価上昇がショートカバーによるものだとすれば、徐々に買い手が不足していく可能性もある。ただし、いずれもヒストリカルには低水準であるため、直ちに大幅な調整が入る可能性は低いと考えている。今後は、10 月 4 日の自民党総裁選への期待から高値圏での推移が見込まれる。今後 1 週間程度の想定レンジは 42,500 円～45,500 円。

◎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

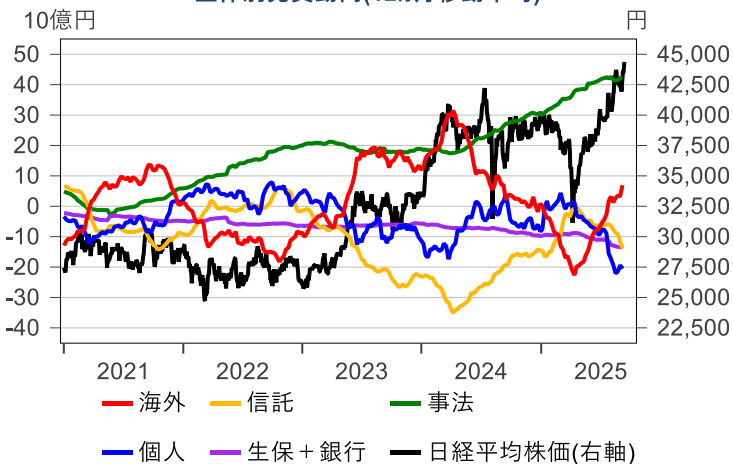
単位：10億円	日経225先物	現物						指数
	海外	海外	個人	法人				TOPIX (pt)
				投資 信託	事法	金融機関		
						生損保 +銀行	信託	
2025/8/9	-86.1	-5.3	-578.1	-38.0	246.0	-95.7	-116.6	3,024.2
2025/8/16	482.4	573.8	-1,125.4	10.0	181.1	-80.8	-216.5	3,107.7
2025/8/23	226.5	-198.9	150.2	-291.0	237.4	-101.3	1.3	3,100.9
2025/8/30	-246.2	-303.2	413.5	-213.9	415.3	-75.0	-446.1	3,075.2
2025/9/6	-59.7	131.4	165.8	-93.9	325.3	-70.5	-422.1	3,105.3

	09/12 時点の必要な売買額	6/30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	-1.57 兆円	-0.12 兆円	-1.45 兆円

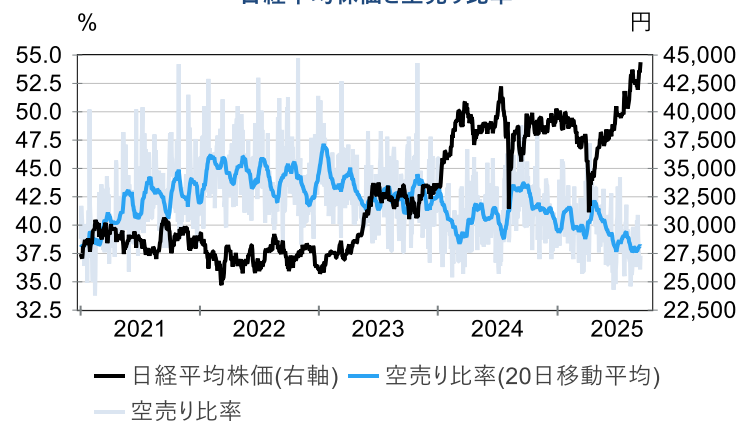
出所: QUICK, Bloomberg

図表 2：株式需給の重要指標まとめ

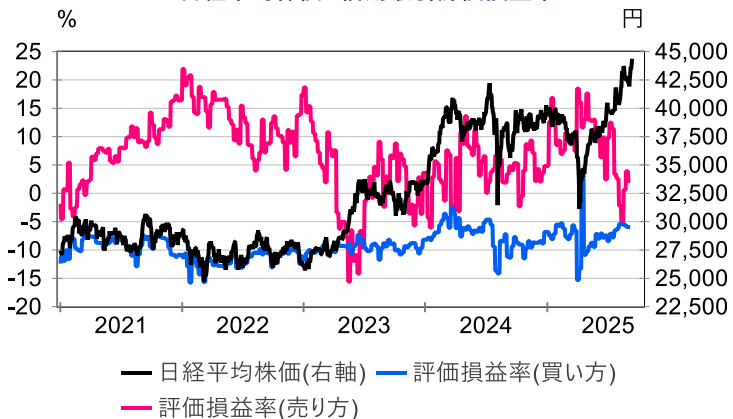
主体別売買動向(12ヵ月移動平均)



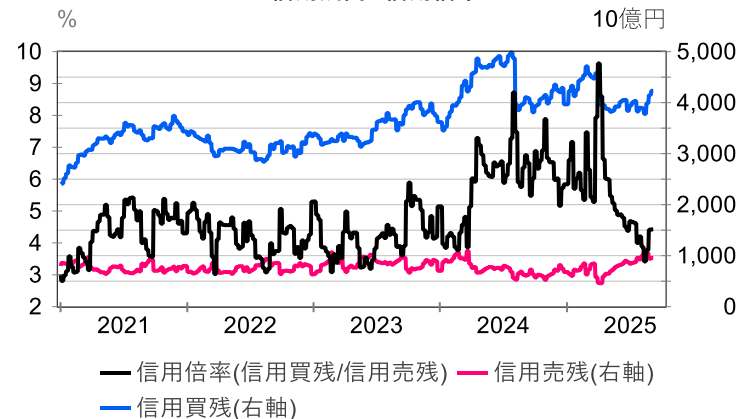
日経平均株価と空売り比率



日経平均株価と信用取引評価損益率



信用残高と信用倍率

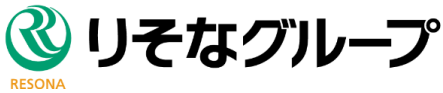


出所: Bloomberg、マクロポンド

◎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。



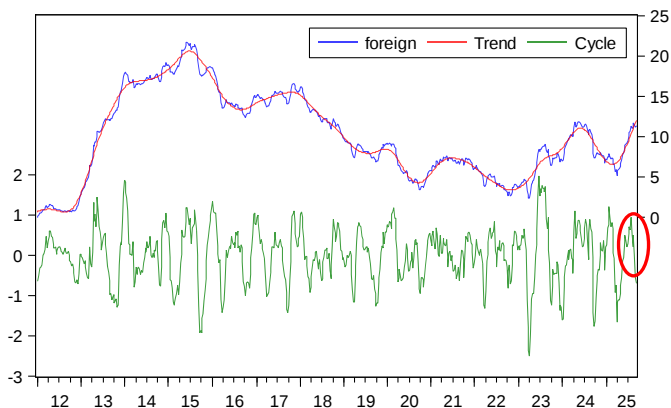
海外投資家動向からは、日経平均株価は高値圏での推移が続くと予想される

現物及び先物の海外投資家動向を HP フィルターを用いてトレンド分析した(図表 3~4)。足元のモメンタム(Cycle)について、現物、先物いずれも低下傾向である。また、裁定取引に係る現物の買いポジションは、増加傾向である。海外投資家の日本株に対する強気姿勢変化の潮目となるか、前述の空売り比率の低下が一服と合わせて注意を払いたい。石破首相の辞任という株式市場にとってのポジティブサプライズにより日本株は水準を一段と切り上げたが、中期の方向性としては、日本株の上昇相場は終わり、高値圏でレンジ相場入りの可能性が高まりつつあるとみる。

TOPIX の EPS と NT 倍率を使って日経平均株価のバリュエーションを判断すると、ファンダメンタルズに基づく理論値は 41,500 円~43,000 円程度である。需給環境を鑑みると、直ちにこの水準まで修正される可能性は低いが、現状が上方に乖離した水準であることには留意したい。日本株の EPS には季節性があり、年初~7 月頃までは横ばい圏で推移し、その後は年末にかけて上方修正が進むことが多い。5 月頃に 3 月決算企業が保守的な会社計画を示す傾向にあることや、年後半にかけて翌年度の増益を織り込むためとみられる。仮に、年末の 12 ヶ月先予想 EPS が CY2026 の予想 EPS 程度まで上昇するならば、日経平均株価 43,000 円~44,000 円が正当化され得る。需給環境が追い風である間に、予想 EPS の上方修正が進むか、今後の動向に注目したい。

図表 3：海外投資家の累積売買トレンド

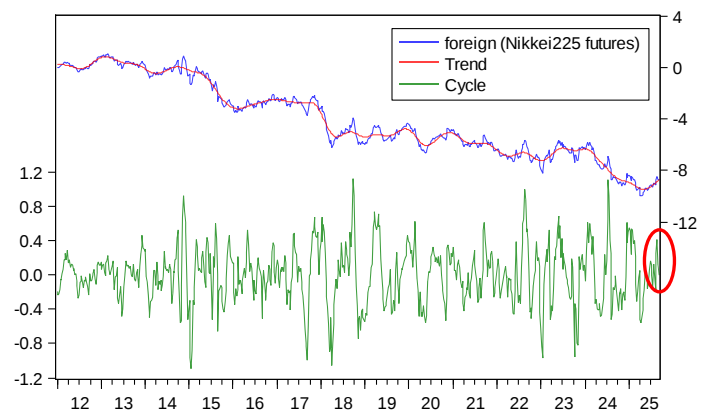
Hodrick-Prescott Filter (lambda=270400)



出所: QUICK

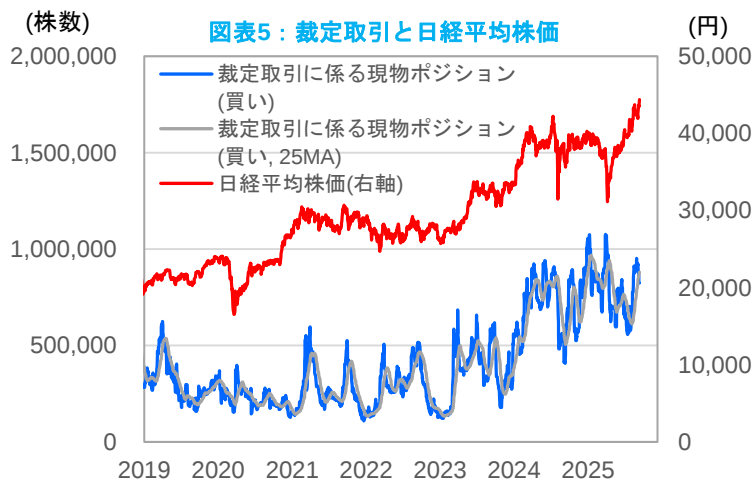
図表 4：海外投資家の累積売買トレンド (日経 225 先物)

Hodrick-Prescott Filter (lambda=270400)



出所: QUICK

図表 5：裁定取引と日経平均株価



出所: Bloomberg

図表 6：日経平均株価バリュエーションマトリクス

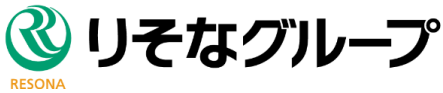
NT 倍率：14.1 倍		PBR1 倍		予想 PER (TOPIX)						
		10.9 倍	14.5 倍	15.0 倍	15.5 倍	現状 16.0 倍	16.5 倍	17.0 倍		
予想 EPS (TOPIX)	15.0%	225.6	34,600	46,100	47,700	49,300	51,000	52,500	54,100	
	10.0%	215.8	33,100	44,100	45,600	47,200	48,800	50,200	51,700	
	5.0%	206.0	31,600	42,100	43,600	45,000	46,600	47,900	49,400	
	3.0%	202.1	31,000	41,300	42,700	44,200	45,700	47,000	48,400	
	1.0%	198.2	30,400	40,500	41,900	43,300	44,800	46,100	47,500	
	現状	196.2	30,100	40,100	41,500	42,900	44,400	45,600	47,000	
	-1.0%	194.2	29,800	39,700	41,100	42,400	43,900	45,200	46,500	
	-3.0%	190.3	29,200	38,900	40,200	41,600	43,000	44,300	45,600	
	-5.0%	186.4	28,600	38,100	39,400	40,700	42,200	43,400	44,700	
	-10.0%	176.6	27,100	36,100	37,300	38,600	39,900	41,100	42,300	

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。



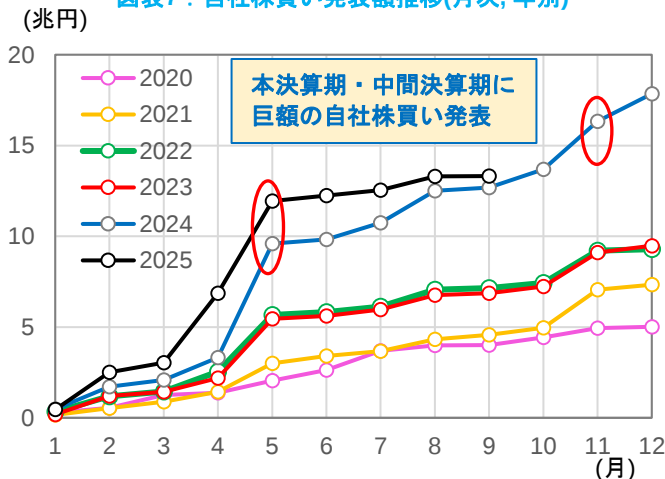
自社株買い余地は1兆円程度と推計。株価下落局面では下支えが期待できる

自社株買い発表額は過去最高水準(図表7~8)。今年の9/11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同期間を約5%上回った。米関税政策等の影響で4-6月期決算は前年比で減益となる企業も散見され、株主還元の発表は低調であったため、自社株買い発表額の成長率は徐々に低下している。

ただし、取得額と発表額の差は、依然として4,000億円程度あるため、株価下落局面で一定の株価下支えが期待できるが、徐々にその余地は縮小してきている点に留意。2024年以降、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てきたが(図表9)、同規模の下支えを行う余力には乏しい。

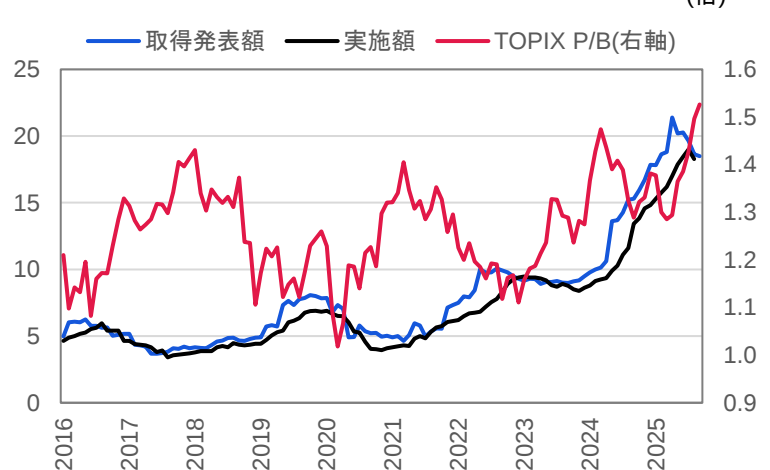
図表10は、自己株式取得額別の株価リターンである。東証からPBR改善要請のあった2023年3月以降のリターンを示している。第一分位は、日経平均株価採用銘柄のうち、上位20%が含まれるが、最も株価リターンが良好である。4月初旬に株価が急落した際には、総合商社大手が自社株買いを発表し、逆行高となった。株主価値創出手段、あるいは、株価が割安であることを市場へアピールする手段としての自社株買いは、グローバルに事業を展開する大企業を中心に増えていく公算が大きい。引き続き、自社株買いに注目したい。

図表7：自社株買い発表額推移(月次、年別)



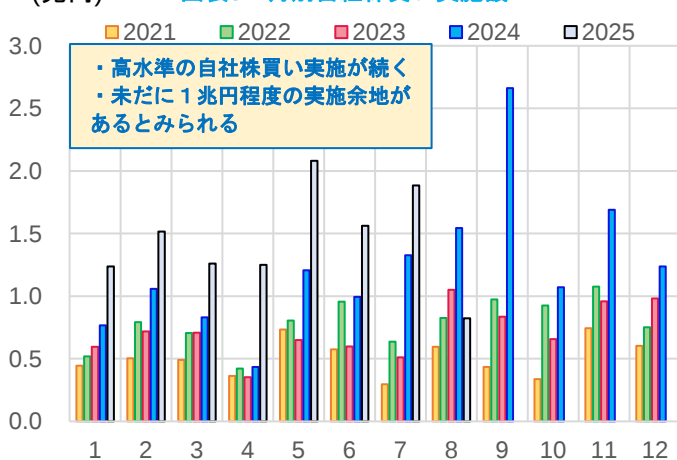
出所: QUICK

図表8：TOPIX採用企業の自社株買いとPBR (倍)



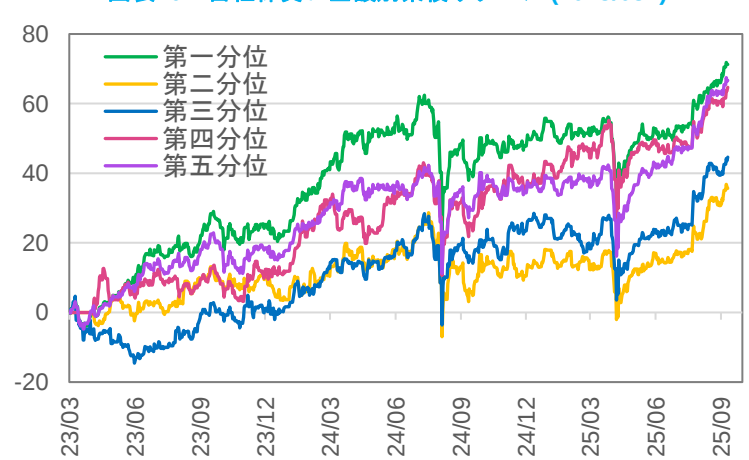
出所: QUICK

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~)



注: 第一分位は自社株買い金額上位20%、第五分位は下位20%

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
215	2025/6/5	米国株	米国株 5 月レビューと 6 月見通し
216	2025/6/6	日本株	日本株需給(5 月 26 日～5 月 30 日)
217	2025/6/6	欧州経済	ECB<欧州中央銀行>理事会
218	2025/6/10	米国経済	5 月雇用統計
219	2025/6/13	半導体, 日本株, 米国株	半導体市場 Monthly(2025 年 6 月)
220	2025/6/13	日本株	日本株需給(6 月 2 日～6 月 6 日)
221	2025/6/13	米国経済	5 月米 CPI
222	2025/6/19	米国経済	6 月 FOMC
223	2025/6/19	豪州経済	25 年 6 月豪州概況
224	2025/6/20	日本株	日本株需給(6 月 9 日～6 月 13 日)
225	2025/6/24	米国株, 日本株	ROE 分解からみえる米ハイテク株の優位性
226	2025/6/26	コモディティ	25 年 5・6 月 WTI 原油先物価格
227	2025/6/27	日本株	日本株需給(6 月 16 日～6 月 20 日)
228	2025/7/1	日本株	日本株 6 月セクター動向と 7 月見通し
229	2025/7/2	米国経済, 米国株	6 月 ISM 製造業景況感指数と米国株見通し
230	2025/7/2	欧州経済	25 年 6 月ユーロ圏物価動向
231	2025/7/4	米国経済	6 月雇用統計
232	2025/7/4	日本株	日本株需給(6 月 23 日～6 月 27 日)
233	2025/7/11	日本株	日本株需給(6 月 30 日～7 月 4 日)
234	2025/7/16	米国経済	6 月米 CPI
235	2025/7/17	豪州経済	25 年 7 月豪州概況
236	2025/7/18	半導体, 日本株, 米国株	半導体市場 Monthly (2025 年 7 月)
237	2025/7/18	日本株	日本株需給(7 月 7 日～7 月 11 日)
238	2025/7/25	欧州経済	ECB<欧州中央銀行>理事会
239	2025/7/25	日本株	日米関税交渉と日本株バリュエーション
240	2025/7/28	日本株	日本株需給(7 月 14 日～7 月 18 日)
241	2025/7/30	コモディティ	25 年 6・7 月 WTI 原油先物価格
242	2025/7/31	欧州経済	25 年第 2 四半期ユーロ圏 GDP 統計
243	2025/7/31	米国経済	7 月 FOMC
244	2025/8/1	欧州経済	日本株の 7 月セクター動向と 8 月見通し
245	2025/8/1	日本株	日本株需給(7 月 22 日～7 月 25 日)
246	2025/8/4	欧州経済	25 年 7 月ユーロ圏物価動向
247	2025/8/4	米国経済, 米国株	7 月 ISM 製造業景況感指数と米国株見通し
248	2025/8/4	米国経済	7 月雇用統計
249	2025/8/8	日本株	日本株需給(7 月 28 日～8 月 1 日)
250	2025/8/13	米国経済	7 月米 CPI
251	2025/8/13	半導体, 日本株, 米国株	半導体市場 Monthly(2025 年 8 月)
252	2025/8/14	豪州経済	25 年 8 月豪州概況
253	2025/8/18	日本株	日本株需給(8 月 4 日～8 月 8 日)
254	2025/8/22	日本株	日本株需給(8 月 12 日～8 月 15 日)
255	2025/8/25	欧州経済	25 年第二四半期ユーロ圏賃金動向
256	2025/8/28	コモディティ	25 年 7・8 月 WTI 原油先物価格
257	2025/8/28	半導体, 日本株, 米国株	エヌビディアの決算 FY2026 2Q
258	2025/8/28	日本株	日本株需給(8 月 18 日～8 月 22 日)
259	2025/8/28	日本株	4-6 月期決算と年末までの見通し
260	2025/9/3	日本株	25 年 8 月ユーロ圏物価動向
261	2025/9/3	日本株	8 月 ISM 製造業景況感指数と米国株見通し
262	2025/9/5	日本株	日本株需給(8 月 25 日～8 月 29 日)
263	2025/9/8	米国経済	8 月雇用統計
264	2025/9/10	日本株	自民党総裁選と日本株見通し

◎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。