

2025 年 10 月 3 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(9/22～9/26)

海外は 3 週連続の売越し(現先合計)

要約

- 主体別売買動向によると、9/22～9/26 にかけて海外は現先合計で約 7,800 億円の売越し(3 週連続)。個人は約 1,300 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 3,600 億円の売越し(5 週連続)。企業の自社株買いを反映する事法は約 200 億円の売越し(26 週ぶり)(図表 1)。GPIF による日本株の売り余地は約 6,000 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 43,000 円～47,000 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 1 兆円～2 兆円程度の買い余地があろう

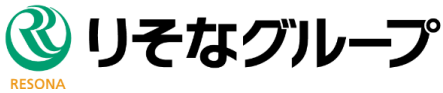
海外は 3 週連続の売越し(現先合計)

主体別売買動向によると、9/22～9/26 にかけて海外は現先合計で約 7,800 億円の売越し(3 週連続)。個人は約 1,300 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 3,600 億円の売越し(5 週連続)。企業の自社株買いを反映する事法は約 200 億円の売越し(26 週ぶり)(図表 1)。GPIF による日本株の売り余地は約 6,000 億円と推計(図表 1)。

同期間の TOPIX は上昇した。米 FOMC 会合において 25bps の利下げが決定され米ハイテク株が堅調に推移したことを受け、25 日にかけては日本株も半導体関連株などを中心に買いが優勢となった。銅先物価格の急上昇を受け、とりわけ非鉄金属の伸びが目立った。その後、米国時間 25 日に公表された米 GDP 確報値が強い結果となると、米 FRB による連続利下げに対する期待が低下し、翌 26 日は日本株も利益確定売りが優勢となった。ただし、週を通して配当権利取りの買いが相場全体をサポートしたほか、週末にかけての円安進行も輸出関連株などを下支えた。

海外勢は、高値警戒感もあり週末にかけて日本株を利益確定売りする動きが目立ったとみられる。また、30 日に配当の権利確定日を控え、先週に引き続き二重課税を避けるためのテクニカルな現物売りが大きくなった。一方、逆張り志向の強い個人は、株価調整局面で配当権利取りを狙った押し目買いの動きが大きくなったとみられる。事業法人は、多くの企業が中間決算期末を迎えるなか、自主規制から自社株買いは手控えられた。

足元の投資家のセンチメントを確認すると、空売り比率(20 日 MA)が 38.6%と前週比上昇、信用倍率は 2.8 倍と前週比低下であった(図表 2)。いずれも売り主体の増加を示唆しており、徐々に高値を警戒する投資家が増えてきたようだ。このまま売り手が増え続ければ、2024 年 3 月頃の様相に相場は一旦のピークをつける可能性もある。自民党総裁選を巡っては、高市氏勝利の場合はショートカバーも相まって日本株は高値を目指し、小泉氏や林氏が勝利の場合は、利益確定売りや高市総裁誕生を期待した主体の失望売りが発生するとみる。今後 1 週間程度の想定レンジは 43,000 円～47,000 円。



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	
2025/8/30	-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
2025/9/13	528.6	-692.4	-468.9	-104.9	207.7	-63.8	-130.1	3,160.5
2025/9/20	229.7	-294.4	-32.7	-45.4	182.5	-43.8	-531.0	3,147.7
2025/9/27	-224.6	-559.2	129.4	-276.0	-21.3	-90.9	-358.4	3,187.0

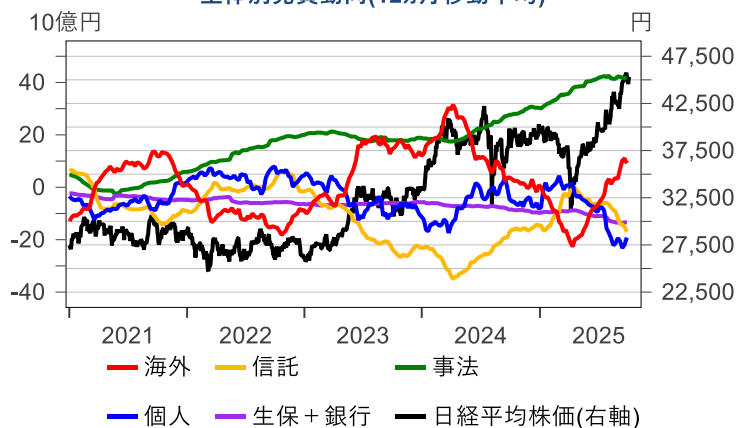
■ GPIFの保有国内株式割合を仮に25%にするとした場合に必要な売買額の推計

	10/03 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	-0.70 兆円	-0.12 兆円	-0.58 兆円

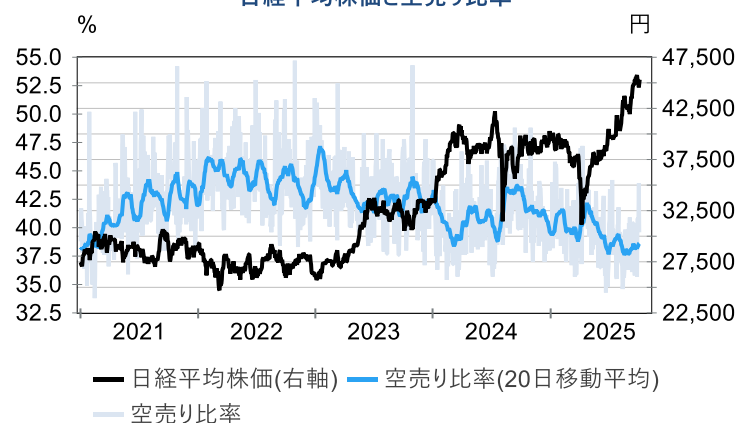
出所：QUICK, Bloomberg

図表 2：株式需給の重要指標まとめ

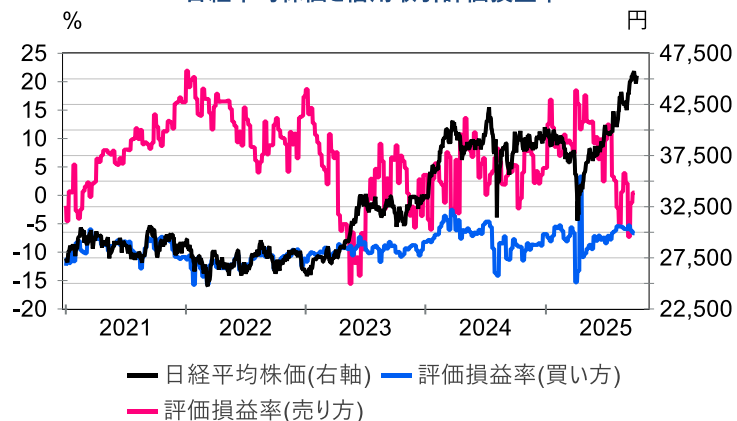
主体別売買動向(12ヵ月移動平均)



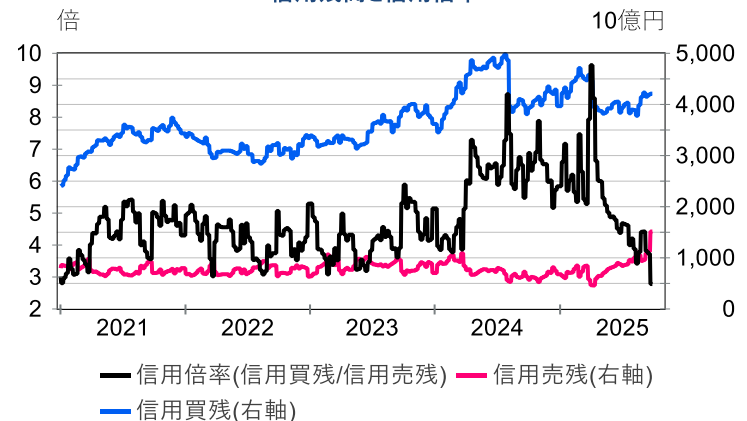
日経平均株価と空売り比率



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

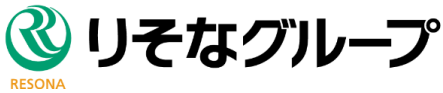


出所：Bloomberg、マクロポンド

◎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。



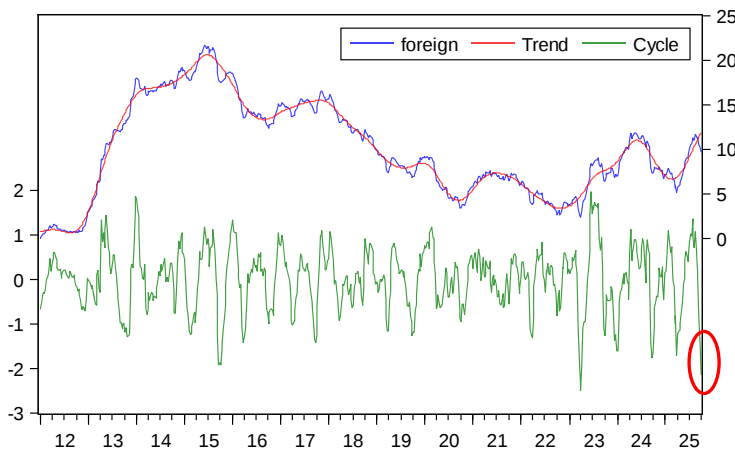
海外投資家動向からは、日経平均株価は高値圏での推移が続くと予想される

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)の前週比は、現物は低下傾向継続、先物は改善一服となった。また、裁定取引に係る現物の買いポジションは、増加傾向が一服した。短期筋の動向を示すとみられる先物及び裁定取引に係る現物買いポジションが、縮小傾向に転じると、前述の空売り比率の低下一服と相まって相場がピークをつけるとみている。引き続き動向に注意を払いたい。石破首相の辞任及び自民党総裁選への期待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 43,000 円~44,000 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。12 ヶ月先予想 EPS は、7-9 月期決算は、3 月決算企業の間決算シーズンであり上方修正が進みやすいこと、年後半にかけて翌年度の増益を織り込むこと等から、改善が続くことで、年末の日経平均株価ターゲットレンジは、45,000 円~46,500 円とみている。需給環境が追い風である間に、予想 EPS の上方修正が進めば、調整余地は小さく、横ばい圏での推移が見込まれる。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

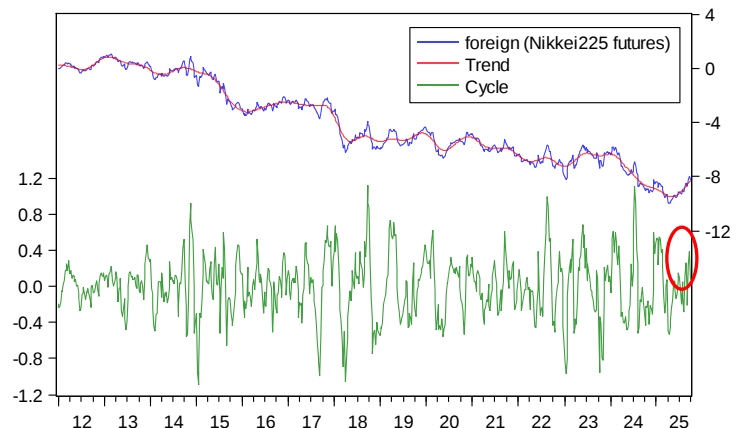
Hodrick-Prescott Filter (lambda=270400)



出所: QUICK

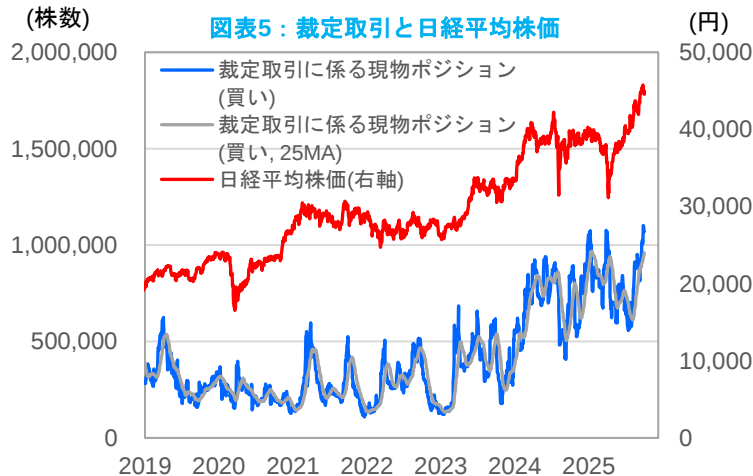
図表 4：海外投資家の累積売買トレンド (日経 225 先物)

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

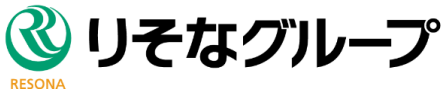
NT倍率：14.6倍		PBR1倍		予想PER(TOPIX)						
		10.8倍	14.5倍	15.0倍	現状 15.6倍	16.0倍	16.5倍	17.0倍		
予想 EPS (TOPIX)	10.0%	219.7	34,500	46,400	48,000	50,000	51,200	52,800	54,400	
	7.0%	213.7	33,600	45,200	46,700	48,600	49,800	51,400	53,000	
	5.0%	209.7	32,900	44,300	45,900	47,700	48,900	50,400	52,000	
	3.0%	205.7	32,300	43,500	45,000	46,800	48,000	49,500	51,000	
	1.0%	201.7	31,700	42,600	44,100	45,900	47,100	48,500	50,000	
	現状	199.7	31,400	42,200	43,700	45,500	46,600	48,000	49,500	
	-1.0%	197.7	31,000	41,800	43,200	45,000	46,100	47,600	49,000	
	-3.0%	193.7	30,400	41,000	42,400	44,100	45,200	46,600	48,000	
	-5.0%	189.7	29,800	40,100	41,500	43,200	44,300	45,600	47,000	
	-7.0%	185.7	29,200	39,300	40,600	42,300	43,300	44,700	46,000	

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。



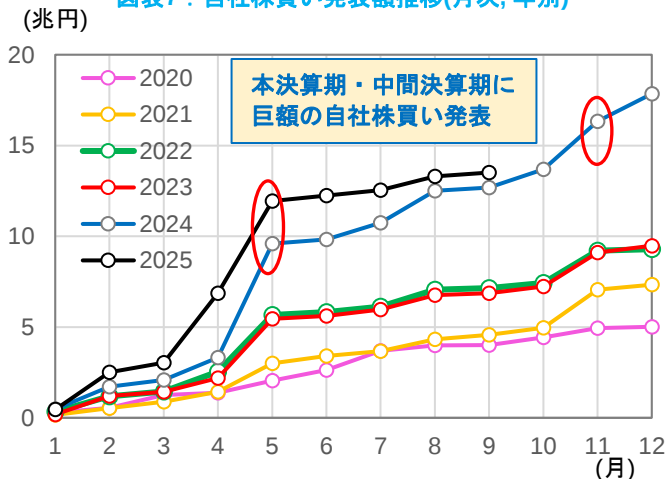
自社株買い余地は1兆円～2兆円程度と推計。株価下落局面では下支えが期待できる

自社株買い発表額は過去最高水準(図表7～8)。今年の9/26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6.6%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。

今年の4月以降の取得額と発表額の差は、依然として1兆円～2兆円程度あるため、株価下落局面で一定の株価下支えが期待できるが(2024年以降、9月や11月等の相場が不安定となった月は、例年になく規模での自社株買いが実施された(図表9))、徐々にその余地は縮小してきている点には留意。

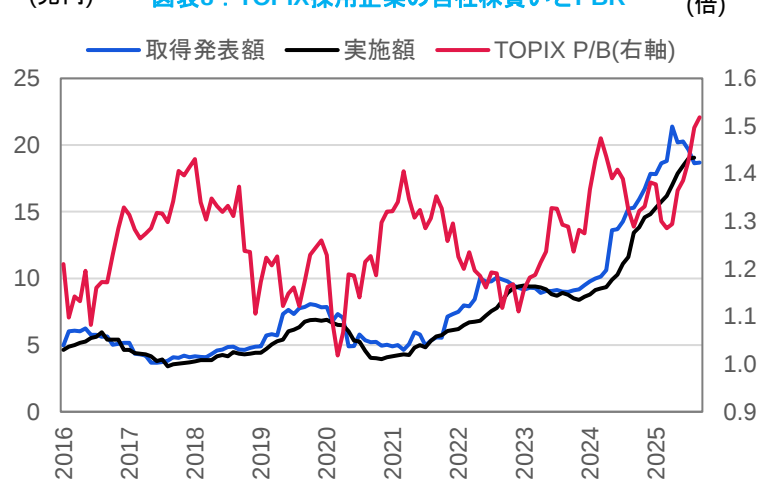
図表10は、自己株式取得額別の株価リターンである。東証からPBR改善要請のあった2023年3月以降のリターンを示している。第一分位は、日経平均株価採用銘柄のうち、上位20%が含まれるが、最も株価リターンが良好である。4月初旬に株価が急落した際には、総合商社大手が自社株買いを発表し、逆行高となった。株主価値創出手段、あるいは、株価が割安であることを市場へアピールする手段としての自社株買いは、グローバルに事業を展開する大企業を中心に増えていく公算が大きい。引き続き、自社株買いに注目したい。

図表7：自社株買い発表額推移(月次、年別)



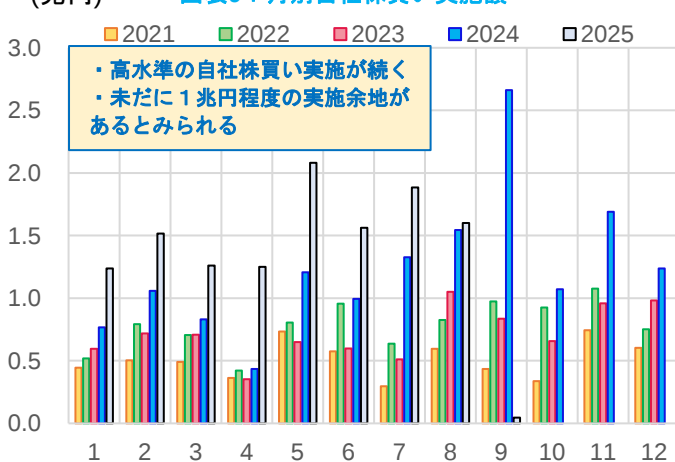
出所: QUICK

図表8：TOPIX採用企業の自社株買いとPBR



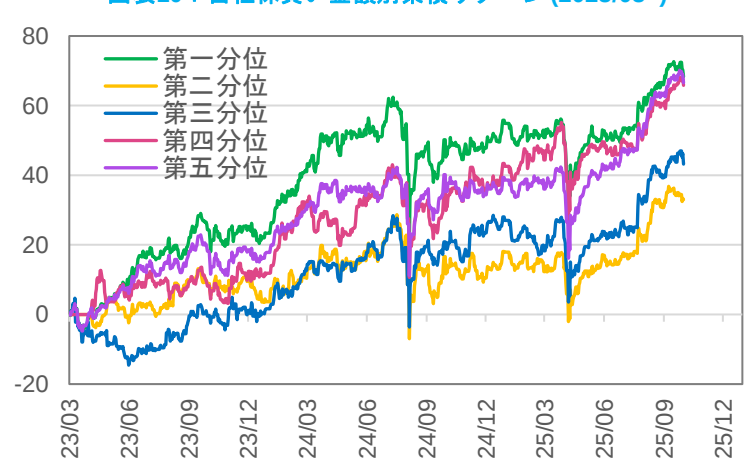
出所: QUICK

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
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
265	2025/9/12	日本株	日本株需給(9 月 1 日～9 月 5 日)
266	2025/9/12	米国経済	8 月米 CPI
267	2025/9/12	半導体, 日本株, 米国株	9 月半導体市場及びハイテク株動向
268	2025/9/12	欧州経済	ECB<欧州中央銀行>理事会
269	2025/9/18	米経済, 米金利, 米国株	9 月 FOMC とマーケットへの影響
270	2025/9/18	豪州経済	25 年 9 月豪州概況
271	2025/9/19	日本株	ここもとの日本株上昇相場についての考察～日経平均 4 万 5000 円は妥当か
272	2025/9/22	日本株	日本株需給(9 月 8 日～9 月 12 日)
273	2025/9/29	日本株	日本株需給(9 月 16 日～9 月 19 日)
274	2025/9/30	コモディティ	25 年 8・9 月 WTI 原油先物価格
275	2025/10/1	日本株	日本株 9 月レビューと 10 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。