

2025 年 10 月 20 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(10/6～10/10)

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、10/6～10/10 にかけて海外は現先合計で約 1 兆 1,800 億円の買越し(3 週ぶり)。個人は約 4,300 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 4,900 億円の売越し(7 週連続)。企業の自社株買いを反映する事法は約 1,500 億円の買越し(2 週連続)(図表 1)。GPIF による日本株の売り余地は約 1.25 兆円と推計
- 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、先物を売り越し基調である点に留意。ただし、日本株は需給環境が追い風の間にファンダメンタルズが改善してきており、大幅調整のリスクは後退したとみている。今後 1 週間程度の日経平均株価の想定レンジは 46,500 円～49,000 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 週ぶりの買越し(現先合計)

主体別売買動向によると、10/6～10/10 にかけて海外は現先合計で約 1 兆 1,800 億円の買越し(3 週ぶり)。個人は約 4,300 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 4,900 億円の売越し(7 週連続)。企業の自社株買いを反映する事法は約 1,500 億円の買越し(2 週連続)(図表 1)。GPIF による日本株の売り余地は約 1.25 兆円と推計(図表 1)。

同期間の TOPIX は上昇した。4 日の自民党総裁選での高市氏当選がポジティブサプライズとなり、週初は半導体関連株や輸出セクターを中心に記録的な大幅高となった。その後は、高値警戒感が増すなか、米政府機関の一部閉鎖の長期化が懸念されて米国株が軟調に推移したことも受け、上値重く推移した。また、週末にかけて自民党と公明党の連立解消に対する警戒感が高まり、政局を見極めたいとの見方が強まったことで、上げ幅を縮小した。

海外勢は、高市氏当選がサプライズとなり、同氏の掲げる財政拡張的な政策や緩和的な金融政策を支持する姿勢が企業業績にポジティブとの見方から、日本株を大きく買越しした。一方、逆張り志向の強い個人は、株価が大きく上昇したタイミングで利益確定売りの動きを強めた。事業法人は、大規模な自社株買いの動きが継続し、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、信用倍率(10/10 申し込み分)は 4.7 倍と前週比上昇であった(図表 2)。高市総裁誕生というサプライズで株高基調であったことから、信用売り残が大きく減少(=ショートカバー発生)した。一方で、10/17 時点の空売り比率(20 日 MA)は 39.0%と前週比上昇しており、最高値圏で推移する日本株を警戒する動きが継続している。米地銀の信用問題や米中対立激化はリスクだが、現時点では過度な懸念は不要と考えている。11 月の 7-9 月期決算シーズンまでは横ばい圏で推移する可能性が高いとみる。今後 1 週間程度の日経平均株価の想定レンジは 46,500 円～49,000 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	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	
2025/9/13	617.9	-692.4	-468.9	-104.9	207.7	-63.8	-130.1	3,160.5
2025/9/20	552.9	-294.4	-32.7	-45.4	182.5	-43.8	-531.0	3,147.7
2025/9/27	-701.5	-559.2	129.4	-276.0	-21.3	-90.9	-358.4	3,187.0
2025/10/4	-1,285.0	1,239.8	422.3	65.1	122.7	-59.6	-213.7	3,129.2
2025/10/11	117.7	1,058.7	-429.0	-36.4	150.4	-139.8	-488.2	3,197.6

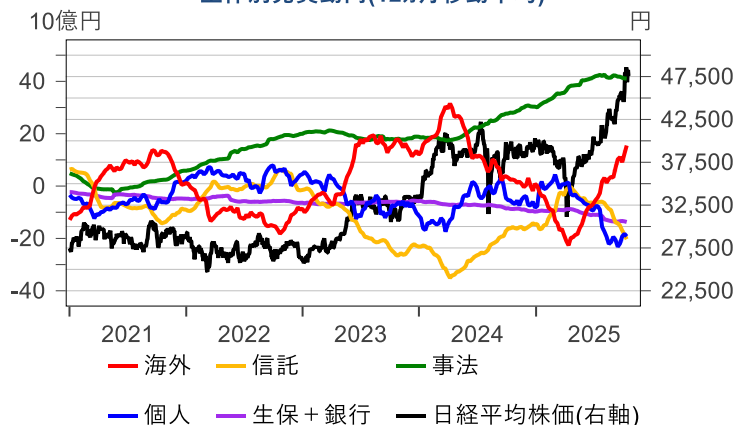
■ GPIFの保有国内株式割合を仮に25%にするとした場合に必要な売買額の推計

	10/20 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	-1.37 兆円	-0.12 兆円	-1.25 兆円

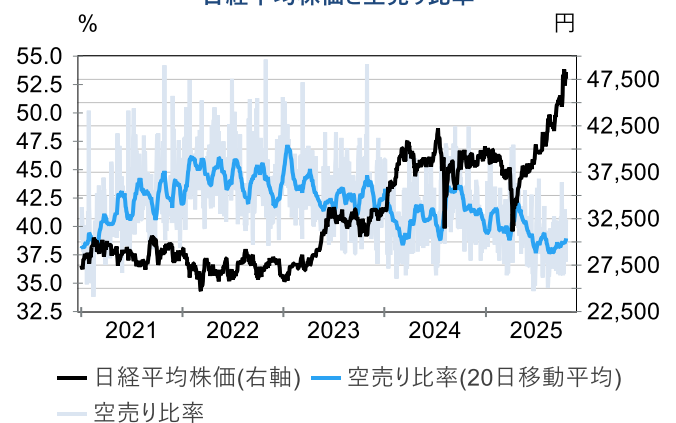
出所：QUICK, Bloomberg

図表 2：株式需給の重要指標まとめ

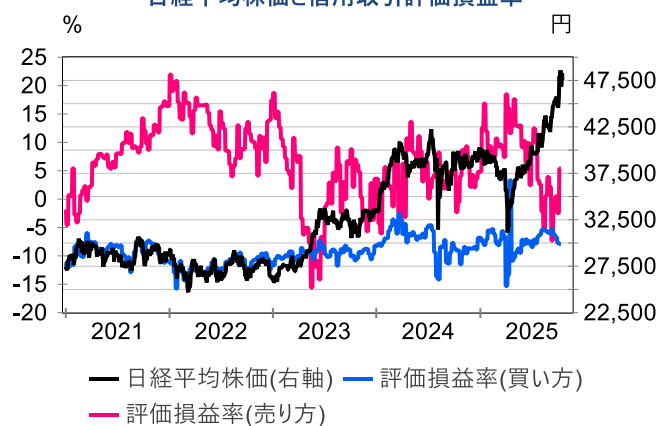
主体別売買動向(12ヵ月移動平均)



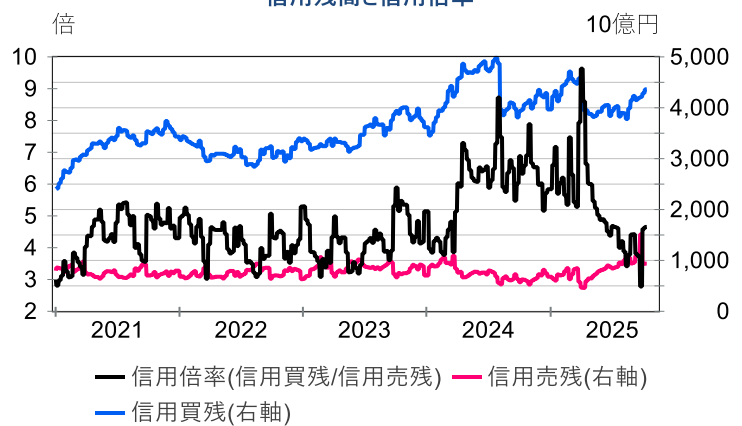
日経平均株価と空売り比率



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

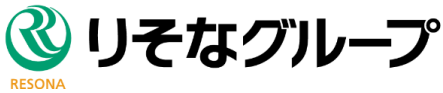


出所：Bloomberg、マクロポンド

◎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。



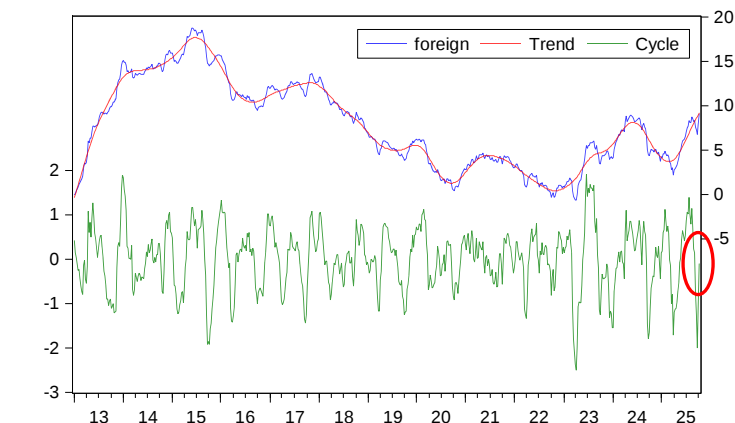
海外投資家動向からは、日経平均株価は高値圏での推移が続くと予想される

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、現物は上昇を継続し、先物は下落を継続した。また、裁定取引に係る現物の買いポジションは横ばいであった。海外投資家動向は、足元で、株高を意識させる材料とリスク回避を促す材料が交錯し一進一退となっている。なお、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一服と相まって相場がピークをつける可能性が高いため、動向には注意を払いたい。

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 44,000 円~46,500 円程度である。上述の経路で株価が調整する際は、この水準が意識される可能性があるものの、以下で述べる様に、調整リスクは小さくなってきている。12 カ月先予想 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~48,000 円とみている。従前より、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と述べてきたが、その可能性が高まってきた。

図表 3：海外投資家の累積売買トレンド

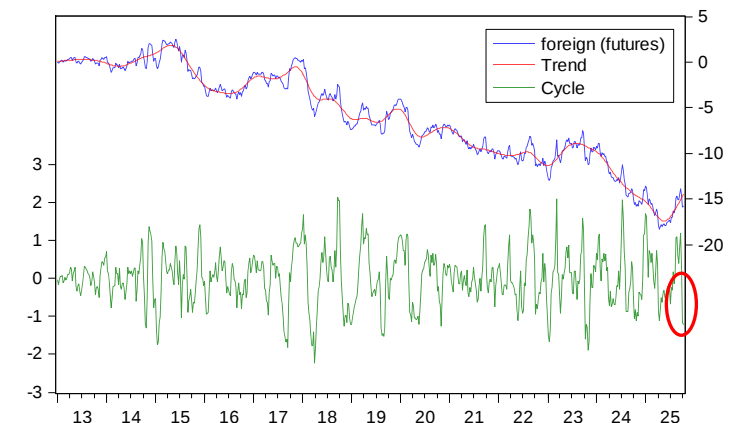
Hodrick-Prescott Filter (lambda=270400)



出所: QUICK

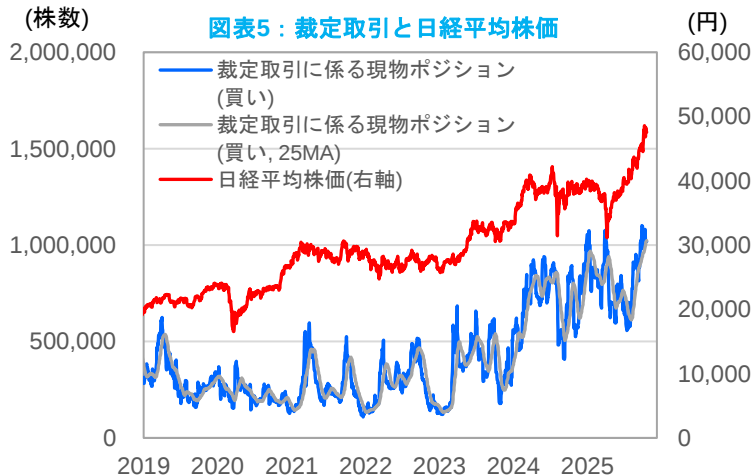
図表 4：海外投資家の累積売買トレンド (日経 225 先物)

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

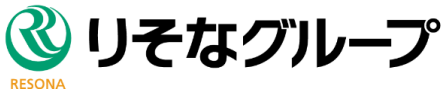
NT倍率：15倍		PBR1倍		予想PER(TOPIX)						
		10.7倍	15.0倍	15.5倍	現状 15.8倍	16.0倍	16.5倍	17.0倍		
予想EPS (TOPIX)	10.0%	220.3	35,500	49,600	51,200	52,300	52,900	54,600	56,200	
	7.0%	214.3	34,500	48,200	49,800	50,900	51,500	53,100	54,700	
	5.0%	210.3	33,900	47,300	48,900	50,000	50,500	52,100	53,700	
	3.0%	206.3	33,300	46,400	48,000	49,000	49,500	51,100	52,600	
	1.0%	202.3	32,600	45,500	47,100	48,100	48,600	50,100	51,600	
	現状	200.3	32,300	45,100	46,600	47,600	48,100	49,600	51,100	
	-1.0%	198.3	32,000	44,600	46,100	47,100	47,600	49,100	50,600	
	-3.0%	194.3	31,300	43,700	45,200	46,200	46,600	48,100	49,600	
	-5.0%	190.3	30,700	42,800	44,300	45,200	45,700	47,100	48,500	
	-7.0%	186.2	30,000	41,900	43,300	44,300	44,700	46,100	47,500	

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。



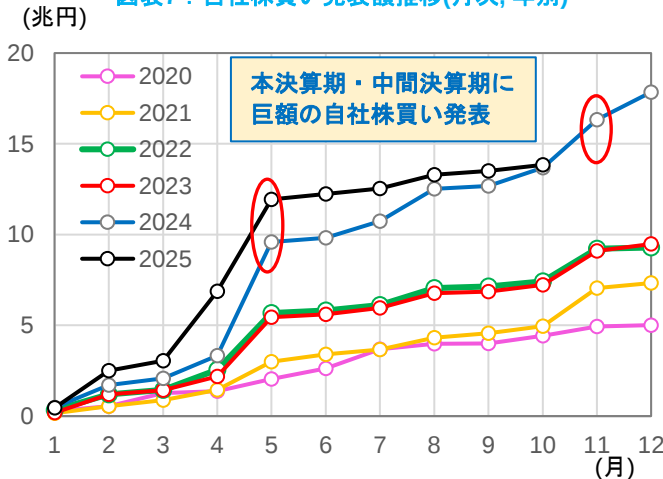
自社株買い余地は1兆円～2兆円程度と推計。株価下落局面では下支えが期待できる

自社株買い発表額は過去最高水準(図表7～8)。今年の9月末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。

自社株買い余力(=発表額－実施額)は、依然として1兆円～2兆円程度あるとみられるため、株価下落局面で一定の株価下支えが期待できるが(実際、相場が不安定となった2024年9月や11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))、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、第五分位(≒グロース銘柄)に次いで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。

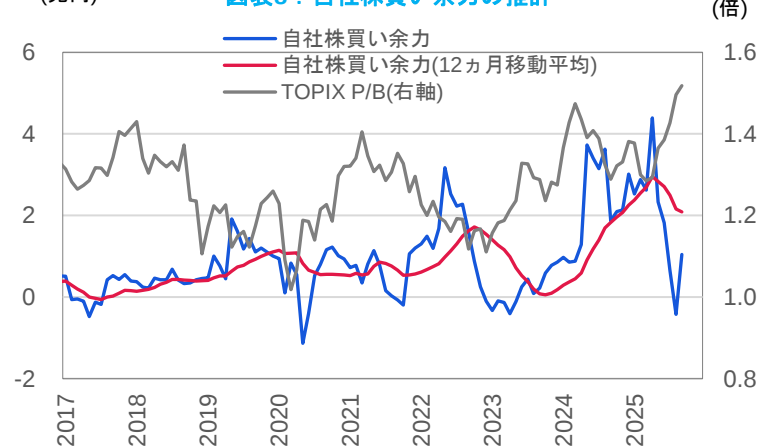
図表7：自社株買い発表額推移(月次、年別)



出所: QUICK

(兆円)

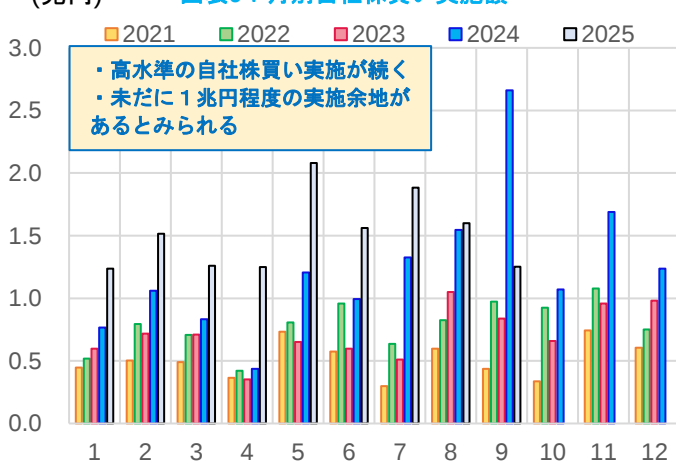
図表8：自社株買い余力の推計



出所: QUICK

注: 自社株買い余力は、「発表額の12ヵ月合計－実施額の12ヵ月合計」

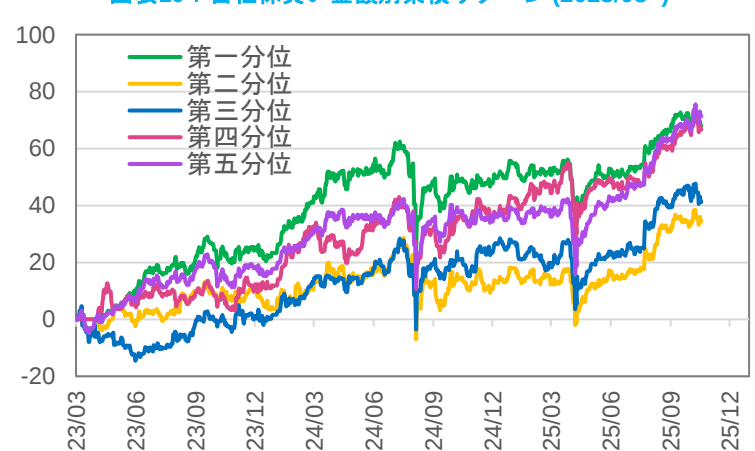
図表9：月別自社株買い実施額



注: 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
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	米国株, 米国経済	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
276	2025/10/2	欧州経済	25年9月ユーロ圏物価動向
277	2025/10/2	米国株, 米国経済	9月ISM製造業景況感指数と米国株見通し
278	2025/10/3	日本株	日本株需給(9月22日～9月26日)
279	2025/10/6	日本株, ドル円	高市氏勝利とマーケットへの影響
280	2025/10/10	半導体, 日本株, 米国株	10月半導体市場及びハイテク株動向
281	2025/10/10	日本株	日本株需給(9月29日～10月3日)

◎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。