

2025 年 10 月 24 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(10/14～10/17)

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、10/14～10/17 にかけて海外は現先合計で約 2,600 億円の売越し(2 週ぶり)。個人は約 3,400 億円の買越し(2 週ぶり)。GPIF の売買動向と連動する信託銀行は約 100 億円の売越し(8 週連続)。企業の自社株買いを反映する事法は約 1,300 億円の買越し(3 週連続)(図表 1)。GPIF による日本株の売り余地は約 1.9 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 47,500 円～50,000 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 2 週ぶりの売越し(現先合計)

主体別売買動向によると、10/14～10/17 にかけて海外は現先合計で約 2,600 億円の売越し(2 週ぶり)。個人は約 3,400 億円の買越し(2 週ぶり)。GPIF の売買動向と連動する信託銀行は約 100 億円の売越し(8 週連続)。企業の自社株買いを反映する事法は約 1,300 億円の買越し(3 週連続)(図表 1)。GPIF による日本株の売り余地は約 1.9 兆円と推計(図表 1)。

同期間の TOPIX は下落した。三連休明けの火曜日は、公明党の連立離脱を受けた政局不透明感の高まりなどを背景に売りの動きが大きくなった。その後は、オランダの半導体製造装置大手 ASML や台湾の半導体受託生産大手 TSMC の決算が好調な結果となったこともあって日本株も半導体関連株を中心に買い戻される場面があったが、週末にかけては米地銀の融資不正・焦げ付きに端を発する信用不安が投資家心理を冷やしたことで米国株が軟調に推移し、連れて日本株も半導体関連や銀行業などを中心に売りが優勢となった。

海外勢は、日本の政局不透明感が高まるなか様子見ムードが台頭し先物を売越した。米地銀の信用不安などもリスク回避姿勢を強める要因になったとみられる。一方、逆張り志向の強い個人は、週初に株価が下落した局面で値ごろ感から押し目買いを行ったとみられる。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(10/17 申し込み現在)は 4.9 倍と前週比上昇であった(図表 2)。一時は危ぶまれた高市総理誕生の確度が上昇するに連れて、リスクオン姿勢が強まり、信用買い残が増加し、信用売り残が減少した。一方で、10/17 時点の空売り比率(20 日 MA)は 38.9%と前週比横ばいであり、最高値圏で推移する日本株を警戒する動きもみられる。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 47,500 円～50,000 円。

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	
2025/9/20	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
2025/10/18	-414.1	153.3	343.1	-152.5	131.4	-114.6	-10.9	3,170.4

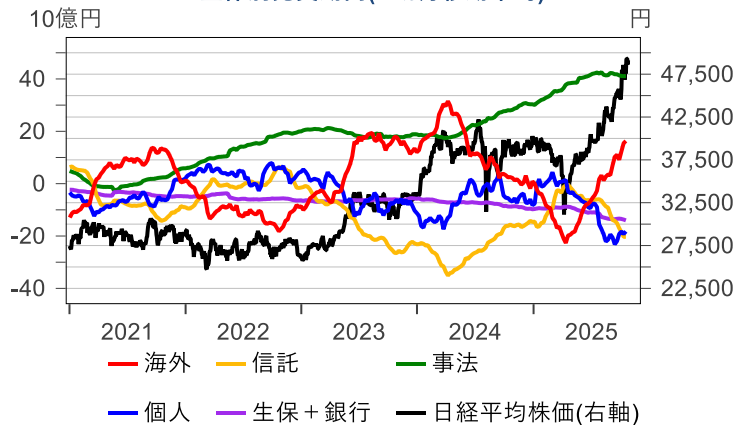
■ GPIFの保有国内株式割合を仮に25%にするとした場合に必要な売買額の推計

	10/24 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	-2.05 兆円	-0.12 兆円	-1.93 兆円

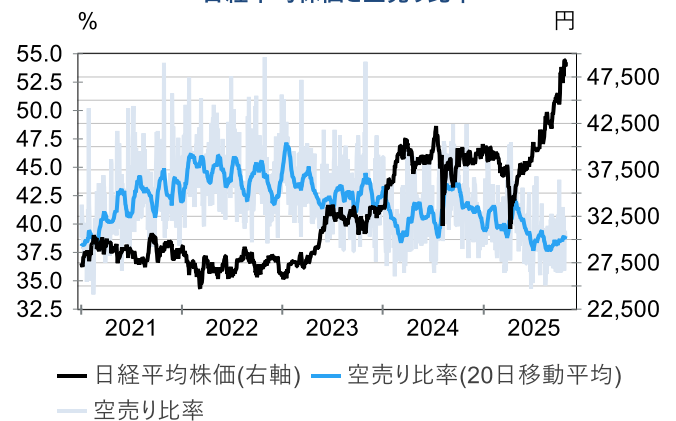
出所：QUICK, Bloomberg

図表 2：株式需給の重要指標まとめ

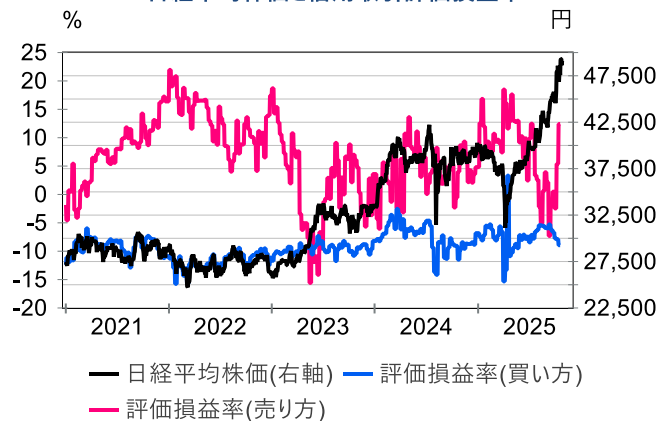
主体別売買動向(12ヵ月移動平均)



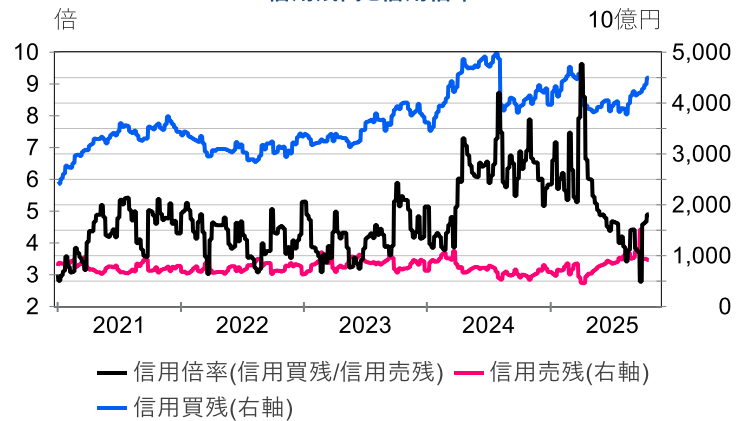
日経平均株価と空売り比率



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

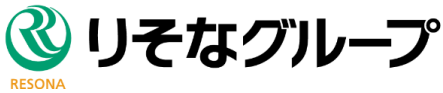


出所：Bloomberg、マクロポンド

◎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。



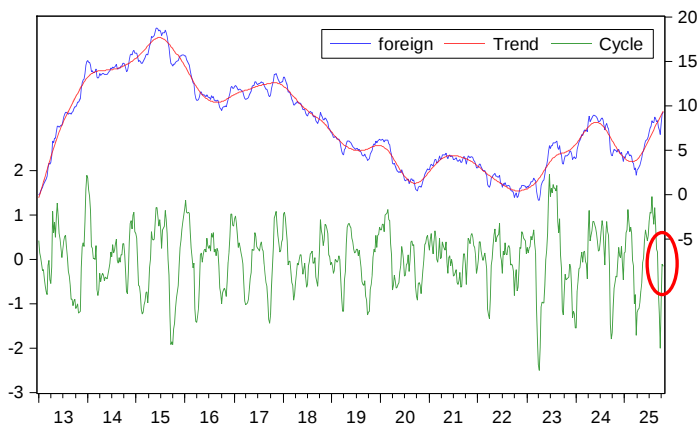
海外投資家動向からは、日経平均株価は高値圏での推移が続くと予想される

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、先物いずれも下落した。また、裁定取引に係る現物の買いポジションは縮小した。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下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 45,500 円~47,500 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、47,000 円~50,000 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 (現物)

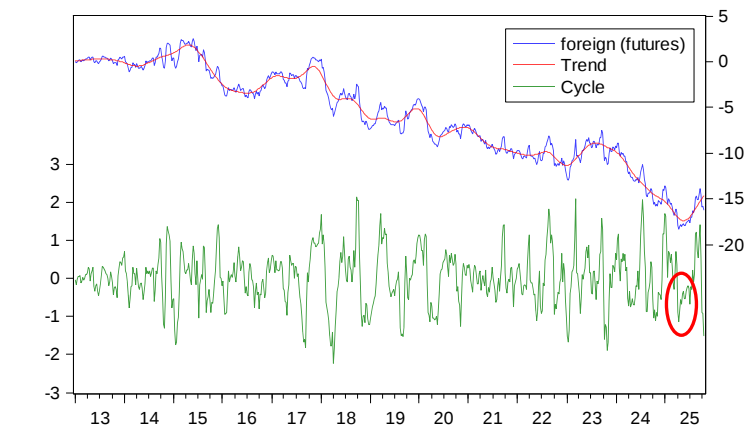
Hodrick-Prescott Filter (lambda=270400)



出所: QUICK

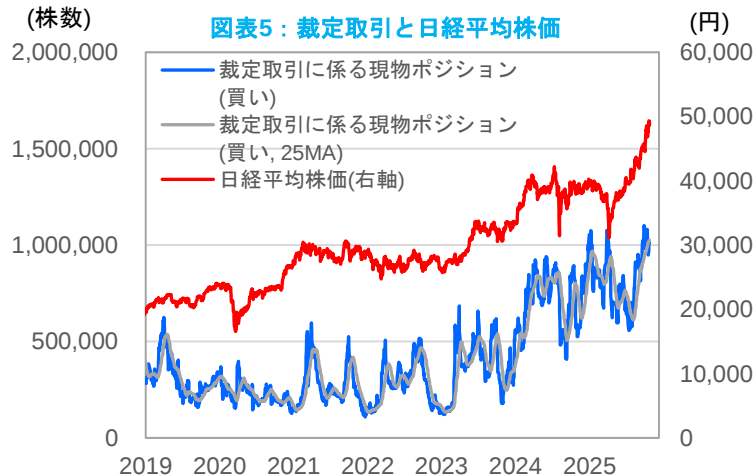
図表 4：海外投資家の累積売買トレンド (先物)

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

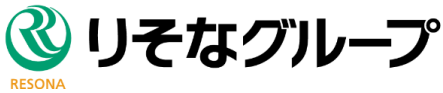
NT倍率: 15.1倍		PBR1倍	予想PER(TOPIX)								
			10.7倍	14.5倍	15.0倍	15.5倍	16.0倍	現状 16.3倍	16.5倍	17.0倍	
予想EPS (TOPIX)	10.0%	220.5	35,700	48,100	49,800	51,500	53,100	54,200	54,800	56,400	
	7.0%	214.5	34,700	46,800	48,400	50,100	51,700	52,700	53,300	54,900	
	5.0%	210.5	34,100	45,900	47,500	49,100	50,700	51,700	52,300	53,900	
	3.0%	206.5	33,400	45,100	46,600	48,200	49,700	50,700	51,300	52,800	
	1.0%	202.5	32,800	44,200	45,700	47,200	48,800	49,700	50,300	51,800	
	現状	200.5	32,400	43,800	45,300	46,800	48,300	49,200	49,800	51,300	
	-1.0%	198.5	32,100	43,300	44,800	46,300	47,800	48,800	49,300	50,800	
	-3.0%	194.5	31,500	42,400	43,900	45,400	46,800	47,800	48,300	49,800	
	-5.0%	190.5	30,800	41,600	43,000	44,400	45,900	46,800	47,300	48,700	
	-7.0%	186.5	30,200	40,700	42,100	43,500	44,900	45,800	46,300	47,700	

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。



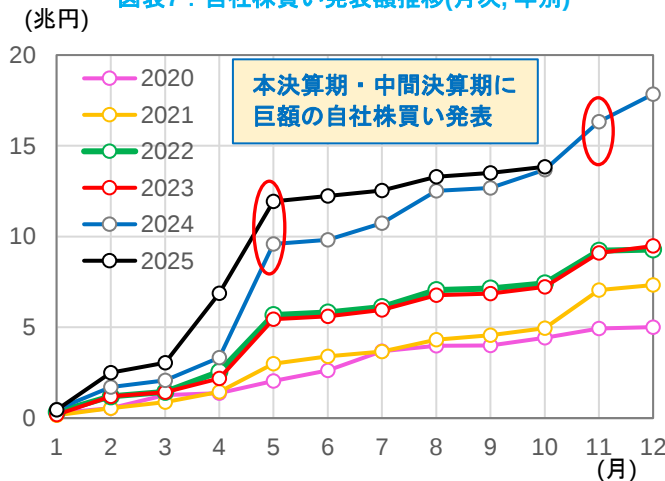
自社株買い余地は1兆円～2兆円程度と推計。株価下落局面では下支えが期待できる

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。

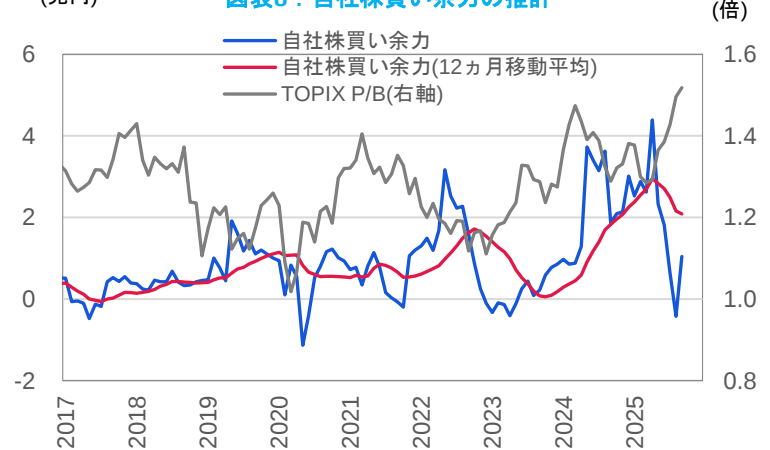
図表7：自社株買い発表額推移(月次、年別)



出所:QUICK

(兆円)

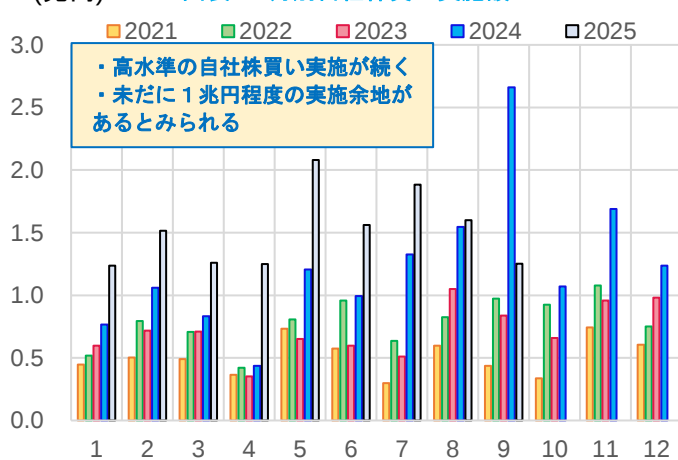
図表8：自社株買い余力の推計



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」

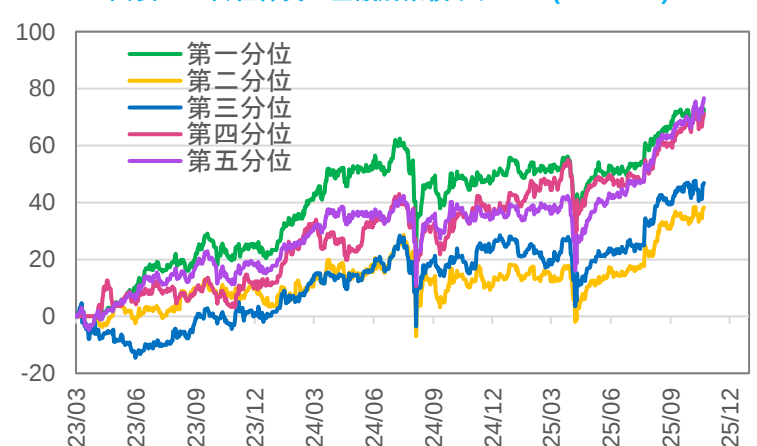
図表9：月別自社株買い実施額



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
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)
282	2025/10/16	豪州経済	25 年 10 月豪州概況
283	2025/10/20	日本株	日本株需給(10 月 6 日～10 月 10 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。