



りそな経済フラッシュ

2025年11月21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(11/10~11/14)

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、11/10~11/14にかけて海外は現先合計で約3,400億円の買越し(3週ぶり)。個人は約2,400億円の売越し(2週ぶり)。GPIFの売買動向と連動する信託銀行は約5,400億円の売越し(3週ぶり)。企業の自社株買いを反映する事法は約1,900億円の買越し(7週連続)(図表1)。GPIFによる日本株の買い余地は約1兆7,700億円と推計
- 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ってきており、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48,000円~51,500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、11/10~11/14にかけて海外は現先合計で約3,400億円の買越し(3週ぶり)。個人は約2,400億円の売越し(2週ぶり)。GPIFの売買動向と連動する信託銀行は約5,400億円の売越し(3週ぶり)。企業の自社株買いを反映する事法は約1,900億円の買越し(7週連続)(図表1)。GPIFによる日本株の買い余地は約1兆7,700億円と推計(図表1)。

同期間のTOPIXは上昇した。週明け月曜日は、米政府機関の一部閉鎖が終結との期待が高まる中、投資家のリスクセンチメントが改善したことで日本株も半導体関連銘柄を中心に買いが優勢となった。その後は次第に米ハイテク株が軟調な推移となったことで値がさの半導体関連株に売りが入ったものの、これまで出遅れていたバリューリー株に対する物色が進んだことで指数全体としては上昇が続き、木曜日にはTOPIXは史上最高値を更新した。週末金曜日は、米FRBによる12月の利下げ期待が剥落したことを受け、日本株も売りが優勢となった。

海外勢は、米政府機関の一部閉鎖終結を背景としたリスクオンムードのなか、出遅れのバリューリー株を中心に日本株を買越しとみられる。一方、逆張り志向の強い個人は、相場が上昇するにつれて利益確定売りを強めた。事業法人は、大規模な自社株買いの動きが継続し、日本株を下支えした。

足元の投資家のセンチメントを確認すると、信用倍率(11/14申し込み現在)は5.7倍と前週比横ばい(図表2)。信用買い、信用売りいずれも増加しており、楽観的な見方と悲観的な見方が混在しているとみられる。一方、11/20時点の空売り比率(20日MA)は39.1%と前週比上昇しており、依然として急激な上昇に対する高警戒感は燻っているよう。日本株はこれまで上昇をけん引していたハイテク株から、次第に出遅れ感のあるバリューリー株や内需関連株への資金シフトが予想される。今後1週間程度の日経平均株価の想定レンジは48,000円~51,500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ないと否とにかかわらず、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があります。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。


りそなグループ
RESONA

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			
					投資 信託	事法	金融機関 生損保 +銀行	信託
2025/10/18	-414.1	153.3	343.1	-152.5	131.4	-114.6	-10.9	3,170.4
2025/10/25	-6.1	643.6	-512.5	-116.6	64.0	-58.2	-78.6	3,269.5
2025/11/1	-528.4	345.9	-187.7	-336.5	167.4	-58.4	138.8	3,331.8
2025/11/8	-247.7	-355.9	555.8	261.3	205.5	-50.2	75.6	3,298.9
2025/11/15	-179.4	514.8	-236.6	-44.6	192.4	-194.8	-539.8	3,359.8

■ GPIFの保有国内株式割合を仮に25%にする場合に必要な売買額の推計

保有国内株式割合を仮に25%にする場合に必要な売買額の推計	11/21 時点の必要な売買額	9/30以降の信託銀行の累積売買金額	差し引き
	0.66兆円	-1.12兆円	1.77兆円

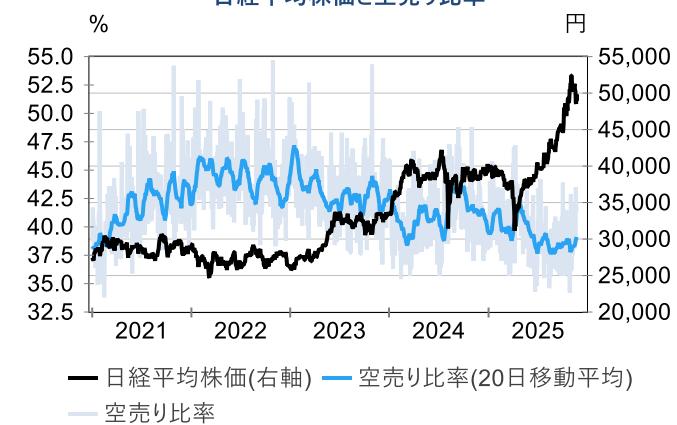
出所: QUICK, Bloomberg

図表2：株式需給の重要指標まとめ

主体別売買動向(12ヶ月移動平均)



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、マクロボンド

◎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とにかかわらず、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。



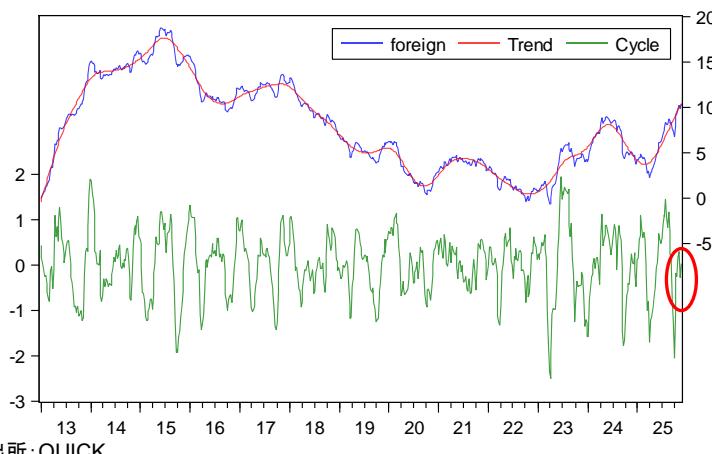
海外投資家動向からは、日経平均株価は高値圏での推移が続くと予想される

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、現物は横ばい、先物は低下した。また、裁定取引に係る現物の買いポジションは縮小した。海外短期筋の日本株のポジションは、縮小方向に転じた可能性が高い。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、NT 倍率 15 倍の時に、ファンダメンタルズに基づく理論値は 47,000 円～50,000 円程度である。足元の株価はこのレンジの範囲内であるが、妥当レンジは年末にかけて上方修正される公算が大きい。12 カ月先予想 EPS は、良好な 7-9 月期決算を受け上方修正が進んでいるためである。その結果、年末の日経平均株価ターゲットレンジは、50,000 円～54,000 円とみている。ただし、NT 倍率を 15 倍としている点、需給が悪化してきている点には留意。寄与度の大きい銘柄が調整した場合や、海外投資家の売り越し基調が強まれば、バリュエーション(=PER)の縮小を通じてレンジの下限を突破する可能性がある。

図表 3：海外投資家の累積売買トレンド (現物)

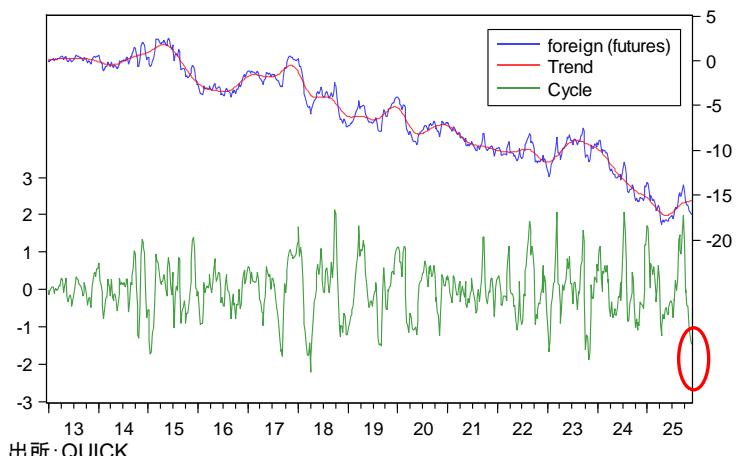
Hodrick-Prescott Filter (lambda=270400)



出所: QUICK

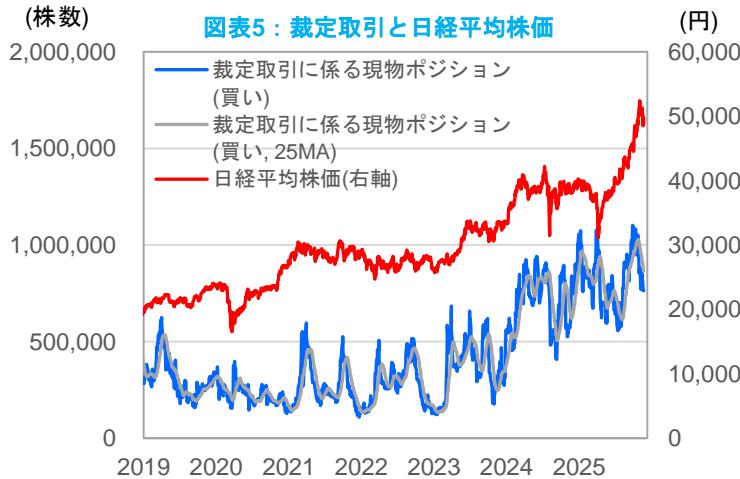
図表 4：海外投資家の累積売買トレンド (先物)

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 : 14.8倍	PBR1倍		予想PER(TOPIX)						
	予想EPS (TOPIX)	現状	10.8倍	15.5倍	16.0倍	17.0倍	17.5倍	18.0倍	
			211.4	215.4	211.4	207.4	203.3	201.3	199.3
10.0%	35,400	50,900	52,600	53,900	55,800	57,500	59,100		
7.0%	34,400	49,500	51,100	52,400	54,300	55,900	57,500		
5.0%	33,800	48,600	50,200	51,400	53,300	54,900	56,400		
3.0%	33,200	47,700	49,200	50,500	52,300	53,800	55,400		
1.0%	32,500	46,700	48,300	49,500	51,300	52,800	54,300		
現状	32,200	46,300	47,800	49,000	50,800	52,300	53,700		
-1.0%	31,900	45,800	47,300	48,500	50,300	51,700	53,200		
-3.0%	31,200	44,900	46,300	47,500	49,200	50,700	52,100		
-5.0%	30,600	44,000	45,400	46,500	48,200	49,600	51,100		
-7.0%	29,900	43,000	44,400	45,600	47,200	48,600	50,000		

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とにかかわらず、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説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。

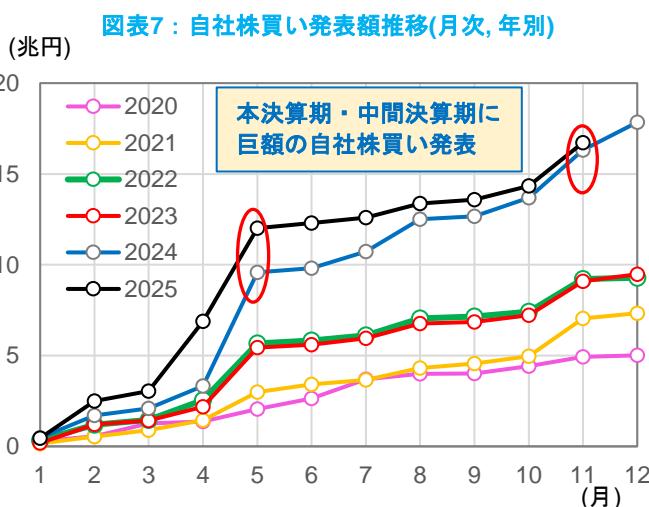


自社株買い余地は1兆円～2兆円程度と推計。株価下落局面では下支えが期待できる

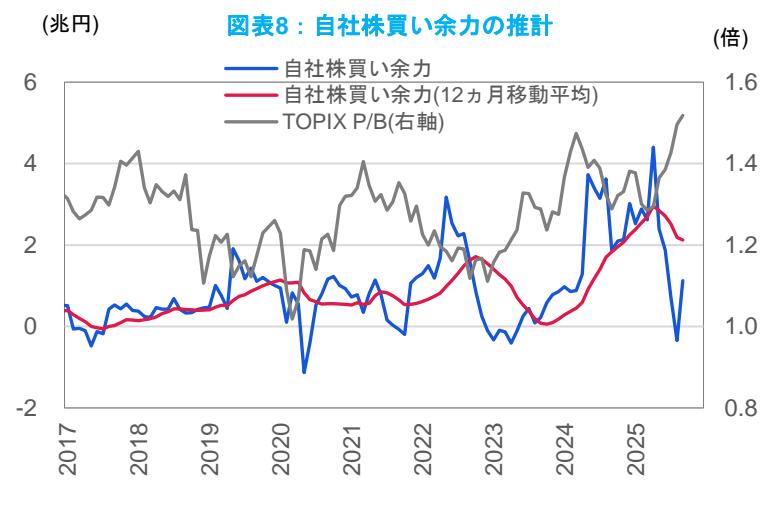
自社株買い発表額は過去最高水準(図表7～8)。今年の10月末までの累計自社株買い発表額は、過去最高を記録した昨年同期間を約3.7%上回った。7・9月期決算は、米関税政策の影響で厳しい決算となることも予想されたが、AIブームや良好な金融環境、各社のコストカット策等が奏功し、これまでに決算発表したTOPIX採用企業の売上高が前年比3.4%成長なのに対し、経常利益は前年比29%成長となった。自社株買い等を通じた株主還元が昨年以上のペースで続くことを期待したい。

自社株買い余力(=発表額－実施額)は、依然として1兆円～2兆円程度あると推計される。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。

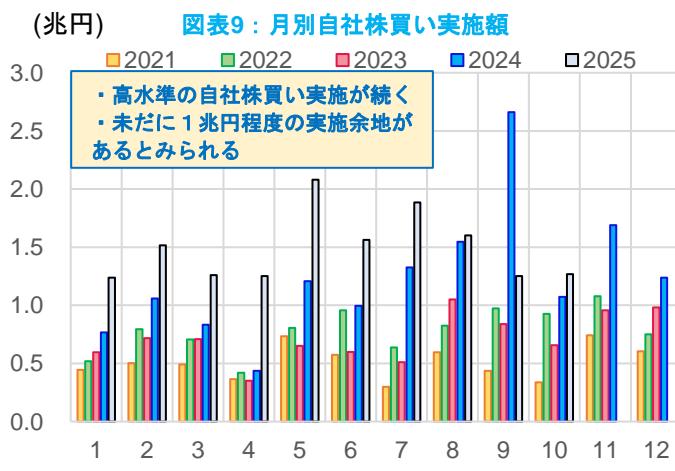


出所: QUICK

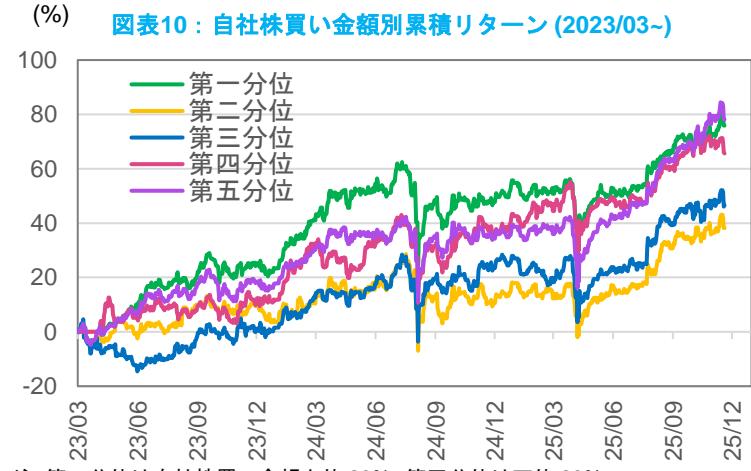


出所: QUICK

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」



注: QUICK



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とにかかわらず、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説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。



■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
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	米国経済、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)
284	2025/10/24	日本株	日本株需給(10月14日～10月17日)
285	2025/10/30	米国経済	10月FOMCとマーケット環境の整理
286	2025/10/31	欧州経済	ECB<欧州中央銀行>理事会
287	2025/10/31	日本株	日本株需給(10月20日～10月24日)
288	2025/10/31	欧州経済	25年第3四半期ユーロ圏 GDP 統計
289	2025/11/4	欧州経済	25年10月ユーロ圏物価動向
290	2025/11/4	日本株	日本株10月レビューと11月見通し
291	2025/11/5	米国株、米国経済	11月ISM 製造業景況感指数と米国株見通し
292	2025/11/5	日本株	日本株需給(10月27日～10月31日)

◎注意事項

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

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ともあります。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。