



りそな経済フラッシュ

2025年12月1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(11/17~11/21)

海外は2週連続の買越し(現先合計)

要約

- 主体別売買動向によると、11/17~11/21にかけて海外は現先合計で約7,400億円の買越し(2週連続)。個人は約1,200億円の買越し(2週ぶり)。GPIFの売買動向と連動する信託銀行は約800億円の売越し(2週連続)。企業の自社株買いを反映する事法は約2,600億円の買越し(8週連続)(図表1)。GPIFによる日本株の買い余地は約1兆800億円と推計
- 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2週連続の買越し(現先合計)

主体別売買動向によると、11/17~11/21にかけて海外は現先合計で約7,400億円の買越し(2週連続)。個人は約1,200億円の買越し(2週ぶり)。GPIFの売買動向と連動する信託銀行は約800億円の売越し(2週連続)。企業の自社株買いを反映する事法は約2,600億円の買越し(8週連続)(図表1)。GPIFによる日本株の買い余地は約1兆800億円と推計(図表1)。

同期間のTOPIXは下落した。前週末の米株安を受けて日本株も週初から売りが優勢となり、中国観光客の減少懸念もあってインバウンド関連銘柄などの下げが目立った。その後も、米半導体大手エヌビディアの決算を控えるなか、米FRBによる12月利下げ観測の後退を背景に米ハイテク株が軟調に推移したことで投資家のリスク回避ムードが高まり、値がさの半導体関連銘柄を中心に大きく下落した。日本時間木曜早朝に発表された米エヌビディア決算は市場予想を上回る好調なものとなり、これが好感され前日までに下げた半導体関連銘柄を中心に一気に買い戻す動きが大きくなつたが、AIバブルに対する警戒感が燻るなか週末にかけて指数全体の上値は重かった。

海外勢は、リスク回避ムードが高まり現物を売り越した一方、バリュー株への資金シフトを見越してTOPIXを中心に行物を買越したとみられる。一方、逆張り志向の強い個人は、相場が大きく落ち込んだ場面で押し目買いを行ったようだ。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。

足元の投資家センチメントを確認すると、信用倍率(11/21申し込み現在)は5.9倍と前週比横ばい(図表2)。信用買いは横ばい、信用売りは減少となり、やや楽観的な見方が優勢。また、11/27時点の空売り比率(20日MA)は39.1%と前週比横ばいとなった。ハイテク株への過度な悲観の後退と共に、日本株の調整を警戒する姿勢も後退したようだ。もっとも、日銀の利上げ等も意識されるため、今後はこれまで上昇をけん引していたハイテク株から、出遅れ感のあるバリュー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。



図表1：主体別売買動向

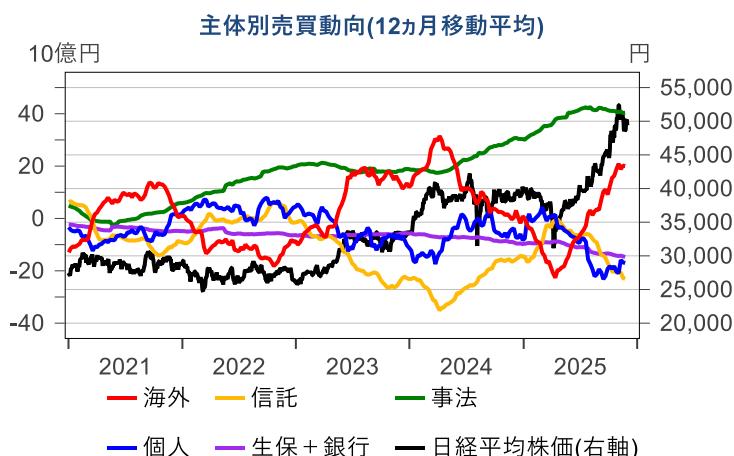
単位：10億円	先物	現物						指数 TOPIX (pt)	
		海外	海外	個人	法人				
					投資 信託	事法	金融機関 生損保 +銀行		
2025/10/25	-6.1	643.6	-512.5	-116.6	64.0	-58.2	-78.6	3,269.5	
2025/11/1	-528.4	345.9	-187.7	-336.5	167.4	-58.4	138.8	3,331.8	
2025/11/8	-247.7	-355.9	555.8	261.3	205.5	-50.2	75.6	3,298.9	
2025/11/15	-179.4	514.8	-236.6	-44.6	192.4	-194.8	-539.8	3,359.8	
2025/11/22	1,122.2	-383.6	115.9	-124.6	259.5	-96.2	-83.5	3,292.2	

■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

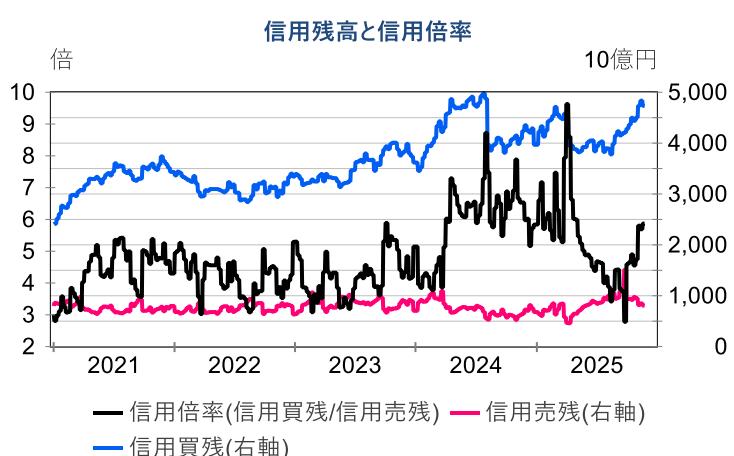
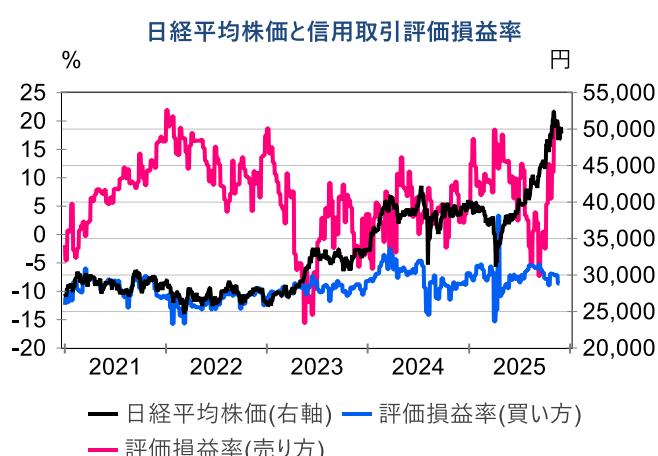
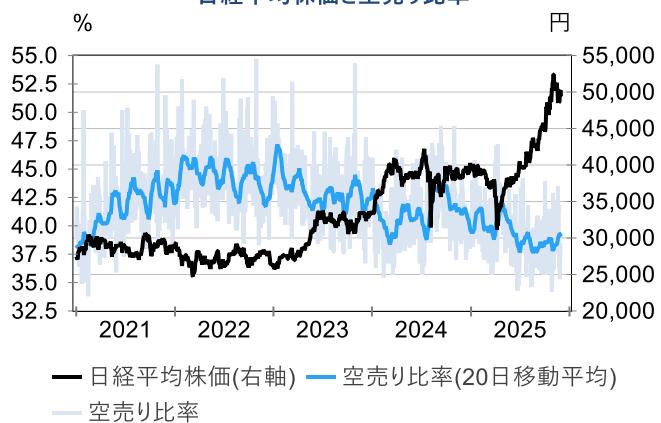
保有国内株式割合を仮に25%にする場合に必要な売買額の推計	12/01 時点の必要な売買額	9/30以降の信託銀行の累積売買金額	差し引き 1.08兆円
	-0.12兆円	-1.20兆円	

出所:QUICK, Bloomberg

図表2：株式需給の重要指標まとめ



日経平均株価と空売り比率



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。



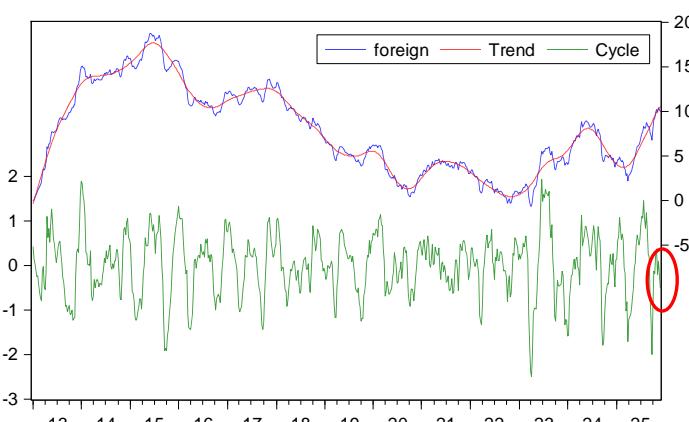
海外投資家動向:短期筋の日本株ポジション縮小に留意

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、先物は改善した。また、裁定取引に係る現物の買いポジションは増加した。海外短期筋の日本株のポジションは、増加方向に転じたが、一時的な反発やグロース株からバリュー株への資金シフトを狙った動きの可能性もある。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)

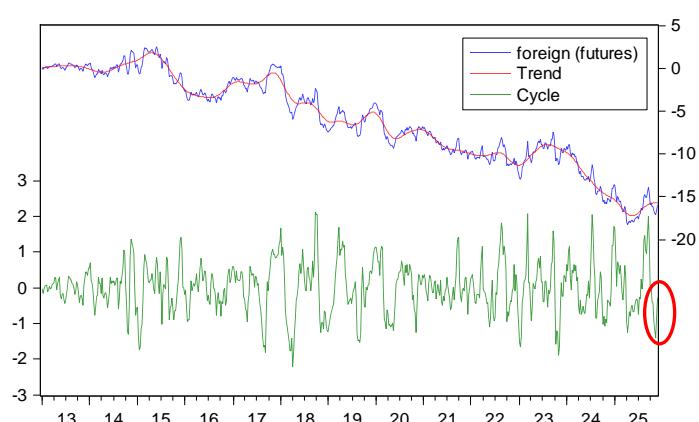
Hodrick-Prescott Filter ($\lambda=270400$)



出所: QUICK

図表 4 : 海外投資家の累積売買トレンド (先物)

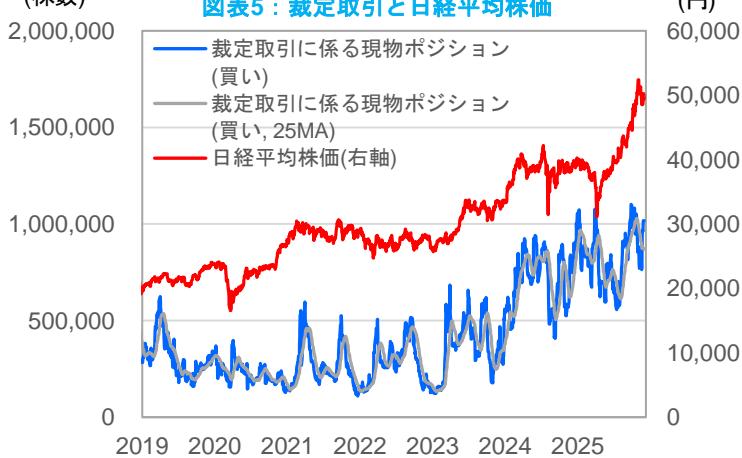
Hodrick-Prescott Filter ($\lambda=270400$)



出所: QUICK

(株数)

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 予想EPS (TOPIX)	PBR1倍 予想PER(TOPIX)							
	10.6倍		15.5倍	16.0倍	現状 16.3倍	17.0倍	17.5倍	18.0倍
	7.0%	219.7	34,400	50,300	51,900	52,800	55,200	56,800
5.0%	215.6	33,700	49,400	50,900	51,800	54,100	55,700	57,300
3.0%	211.5	33,100	48,400	50,000	50,900	53,100	54,700	56,200
1.0%	207.4	32,400	47,500	49,000	49,900	52,100	53,600	55,100
現状	205.3	32,100	47,000	48,500	49,400	51,600	53,100	54,600
-1.0%	203.3	31,800	46,500	48,000	48,900	51,000	52,500	54,000
-3.0%	199.2	31,200	45,600	47,100	47,900	50,000	51,500	52,900
-5.0%	195.1	30,500	44,700	46,100	46,900	49,000	50,400	51,900
-7.0%	191.0	29,900	43,700	45,100	45,900	47,900	49,400	50,800

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。

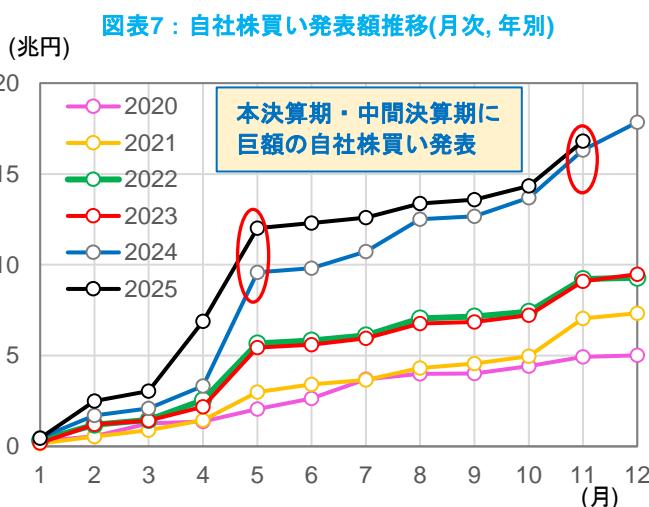


自社株買い動向：自社株買い余地は1兆円～2兆円程度と推計

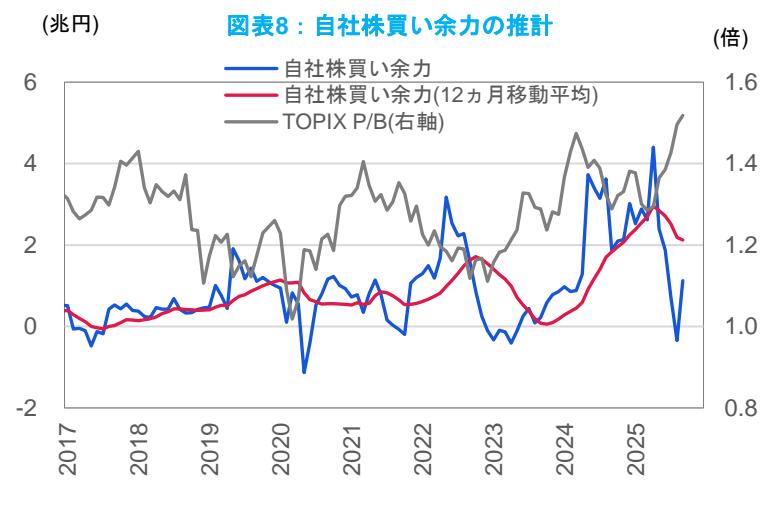
自社株買い発表額は過去最高水準(図表7～8)。今年の11月末までの累計自社株買い発表額は、過去最高を記録した昨年同期間を約3.0%上回った。7・9月期決算は、米関税政策の影響で厳しい決算となることも予想されたが、AIブームや良好な金融環境、各社のコストカット策等が奏功し、これまでに決算発表したTOPIX採用企業の売上高が前年比3.4%成長なのに対し、経常利益は前年比29%成長となった。自社株買い等を通じた株主還元が昨年以上のペースで続くことを期待したい。

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。

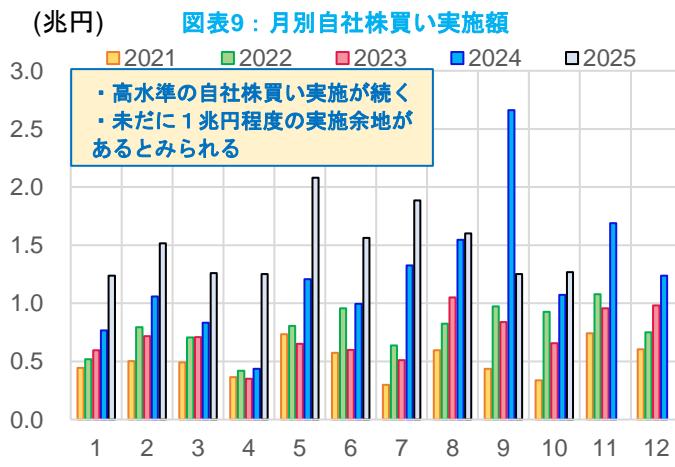


出所: QUICK

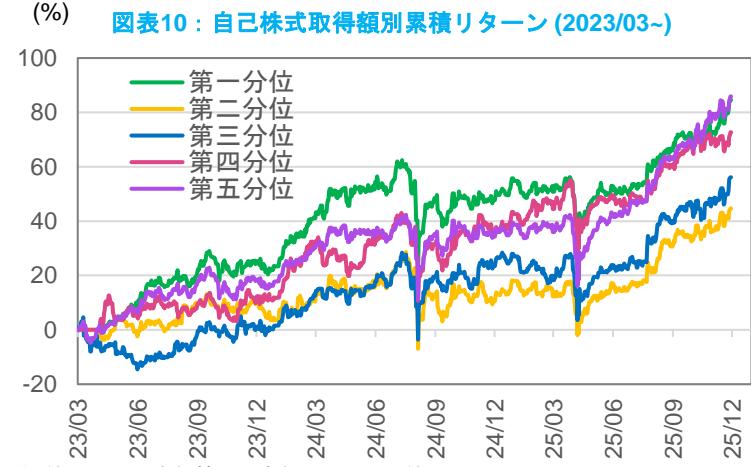


出所: QUICK

注: 自社株買い余力は、「発表額の12ヶ月合計－実施額の12ヶ月合計」



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
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	2025/11/11	日本株	日本株需給(10 月 27 日～10 月 31 日)
293	2025/11/14	日本株	日本株需給(11 月 4 日～11 月 7 日)
294	2025/11/14	半導体, 日本株, 米国株	11 月半導体市場及びハイテク株動向
295	2025/11/14	豪州経済	11 月豪州概況
296	2025/11/20	半導体, 日本株, 米国株	エヌビディアの決算 FY2026 3Q
297	2025/11/21	米国経済	9 月米雇用統計
298	2025/11/21	日本株	日本株需給(11 月 10 日～11 月 14 日)
299	2025/11/25	欧州経済	25 年第 3 四半期ユーロ圏賃金動向
300	2025/11/26	米国経済	米国消費関連指標とマーケット見通し

◎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。