

2025年12月19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(12/8~12/12)と Weekly データ集

海外は 5 週連続の買越し(現先合計)

### 要約

- 主体別売買動向によると、12/8~12/12 にかけて海外は現先合計で約 4,800 億円の買越し(5 週連続)。個人は約 2,500 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 1,300 億円の買越し(2 週ぶり)。企業の自社株買いを反映する事法は約 2,300 億円の買越し(11 週連続)(図表 1)。GPIF による日本株の買い余地は約 1 兆 1,100 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、勢いが鈍化してきている点に留意。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~51,000 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 5 週連続の買越し(現先合計)

主体別売買動向によると、12/8~12/12 にかけて海外は現先合計で約 4,800 億円の買越し(5 週連続)。個人は約 2,500 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 1,300 億円の買越し(2 週ぶり)。企業の自社株買いを反映する事法は約 2,300 億円の買越し(11 週連続)(図表 1)。GPIF による日本株の買い余地は約 1 兆 1,100 億円と推計(図表 1)。

同期間の TOPIX は上昇した。週明けから水曜日にかけては、10 日の FOMC 会合において米 FRB が利下げを決定するとの見方から日本株も半導体関連銘柄を中心に買いが優勢となったが、来年以降の金融政策見通しがよりタカ派的なものに修正されるとの思惑が強まると、次第に指数全体の上値は重くなった。10 日の FOMC 会合では市場予想通り利下げが決定され、来年の見通しについても市場の思惑ほどタカ派的なものとはならなかつたことで日本株も上昇で反応したものの、直後に発表された米クラウド大手オラクル社の決算が市場の期待を下回る内容であったことを受け急遽に値を消した。ただし、その夜に FOMC 会合通過を受けて米国株が上昇したことで、週末金曜日は日本株も銀行株などのバリュー株を中心に急反発し TOPIX は史上最高値を更新した。

海外勢は、日銀が 19 日の会合で利上げを決定するとの見方が大勢となるなか、バリュー株の比率が大きい TOPIX の先物を中心に買越し動きが大きくなつたとみられる。逆張り志向の強い個人は、相場が大きく上昇した局面で利益確定売りの動きが広まつた。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。

足元の投資家センチメントを確認すると、信用倍率(12/12 申し込み現在)は 5.2 倍と前週比低下(図表 2)。信用買いは減少、信用売りは増加となり、やや楽観的な見方が後退。また、12/18 時点の空売り比率(20 日 MA)は 38.9% と前週比低下となつた。もっとも、11 月下旬に株価が強含んだ際に低下した影響が大きく、投資家センチメントは悪化傾向とみるべきだろう。今後も、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続こう。今後 1 週間程度の日経平均株価の想定レンジは 48,000 円~51,000 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(海外)			現物					指標 TOPIX (pt)	
	合計	TOPIX型	日経型	海外	個人	法人				
						投資信託	事法	金融機関		
2025/11/15	-179.4	-70.4	-107.8	514.8	-236.6	-44.6	192.4	-194.8	-539.8	3,359.8
2025/11/22	1,122.2	1,065.8	58.4	-383.6	115.9	-124.6	259.5	-96.2	-83.5	3,297.7
2025/11/29	278.4	279.0	-1.5	-116.3	-452.8	35.7	167.4	-46.2	23.6	3,378.4
2025/12/6	198.3	91.9	104.3	3.5	207.7	169.9	203.8	-147.0	-208.5	3,362.6
2025/12/13	288.4	317.5	-35.6	189.8	-250.3	144.7	231.2	-35.8	129.4	3,423.8

■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

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	12/19 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
			差し引き
	-0.09兆円	-1.20兆円	1.11兆円

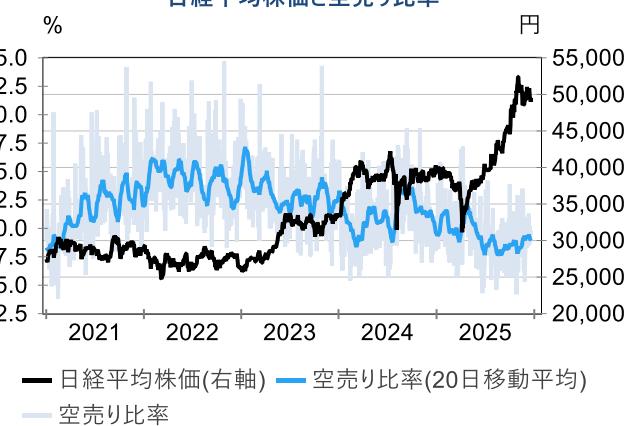
出所:QUICK, Bloomberg

図表2：株式需給の重要指標まとめ

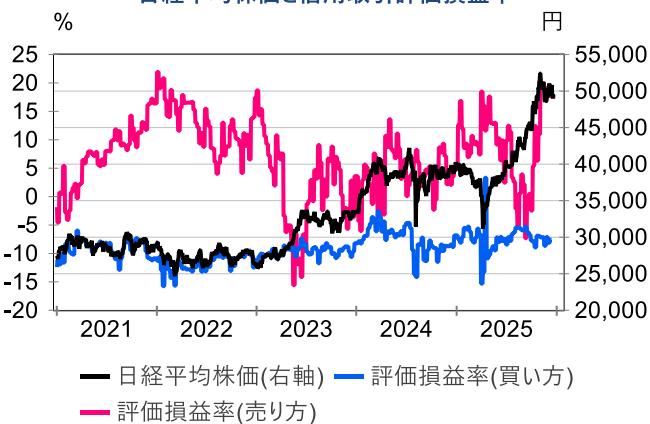
主体別売買動向(12ヶ月移動平均)



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。



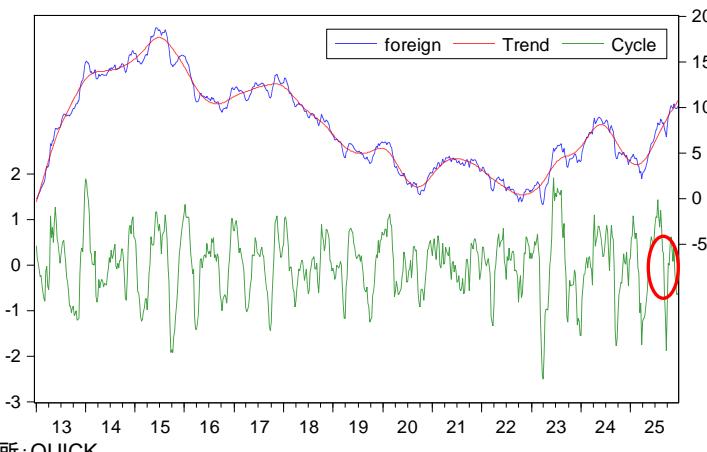
## 海外投資家動向:短期筋の日本株ポジション縮小は一服も、引き続き動向には留意

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、先物いずれも改善した。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の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 48,000 円~51,000 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)

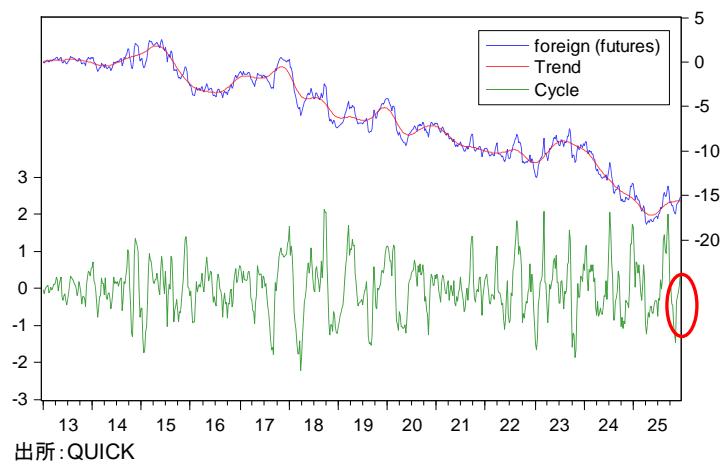
Hodrick-Prescott Filter (lambda=270400)



出所: QUICK

図表 4: 海外投資家の累積売買トレンド (先物)

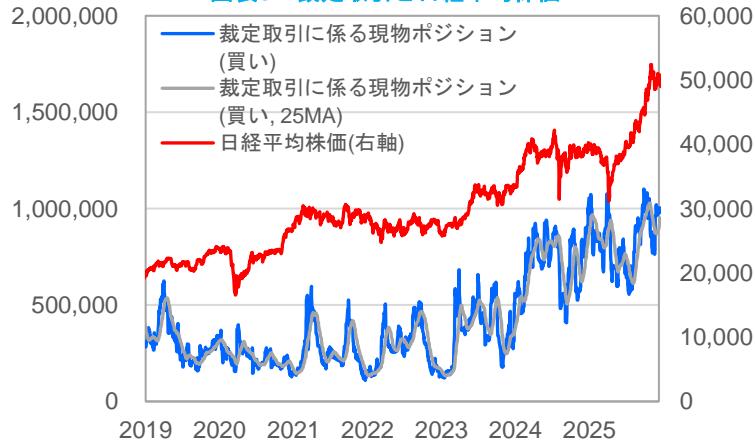
Hodrick-Prescott Filter (lambda=270400)



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: 14.6倍	PBR1倍		予想PER(TOPIX)					
	10.6倍		15.0倍	15.5倍	現状 16.1倍	16.5倍	17.0倍	17.5倍
	予想 EPS (TOPIX)	現状 208.5	35,500	50,200	51,900	53,900	55,200	56,900
10.0%	229.3	35,500	50,200	51,900	53,900	55,200	56,900	58,600
7.0%	223.1	34,600	48,800	50,500	52,400	53,700	55,400	57,000
5.0%	218.9	33,900	47,900	49,500	51,500	52,700	54,300	55,900
3.0%	214.7	33,300	47,000	48,600	50,500	51,700	53,300	54,900
1.0%	210.6	32,600	46,100	47,600	49,500	50,700	52,300	53,800
-1.0%	206.4	32,000	45,200	46,700	48,500	49,700	51,200	52,700
-3.0%	202.2	31,300	44,300	45,800	47,500	48,700	50,200	51,700
-5.0%	198.1	30,700	43,400	44,800	46,600	47,700	49,200	50,600
-7.0%	193.9	30,000	42,500	43,900	45,600	46,700	48,100	49,500

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。

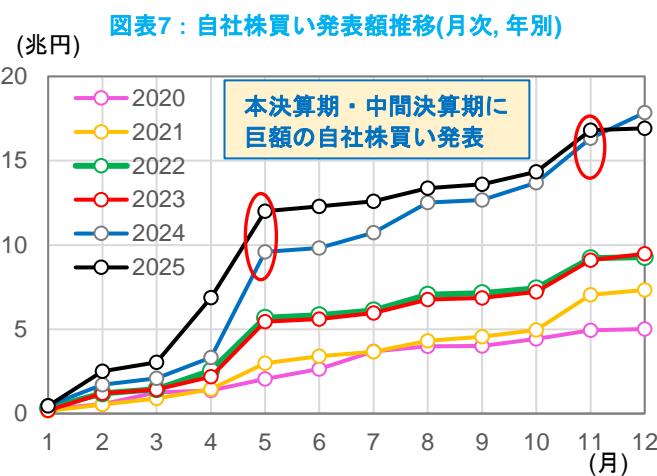


## 自社株買い動向:自社株買い余地は1兆円~2兆円程度と推計

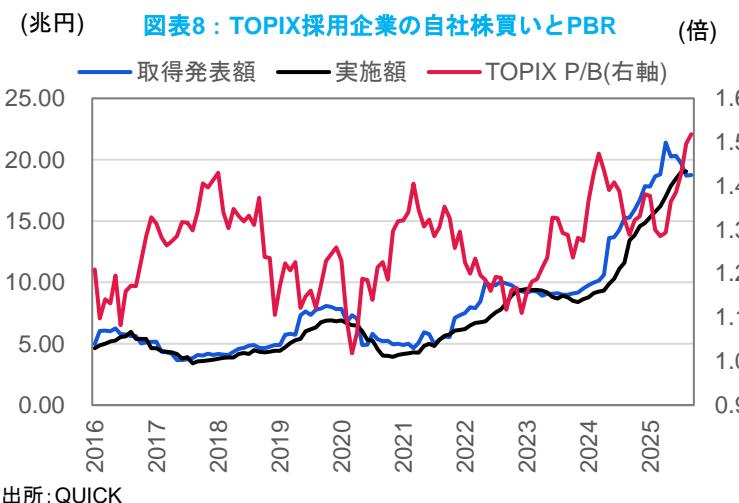
自社株買い発表額は過去最高水準(図表7~8)。今年の11月末までの累計自社株買い発表額は、過去最高を記録した昨年同期間を約3.0%上回った。7~9月期決算は、米関税政策の影響で厳しい決算となることも予想されたが、AIブームや良好な金融環境、各社のコストカット策等が奏功し、これまでに決算発表したTOPIX採用企業の売上高が前年比3.4%成長なのに対し、経常利益は前年比29%成長となった。自社株買い等を通じた株主還元が昨年以上のペースで続くことを期待したい。

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。

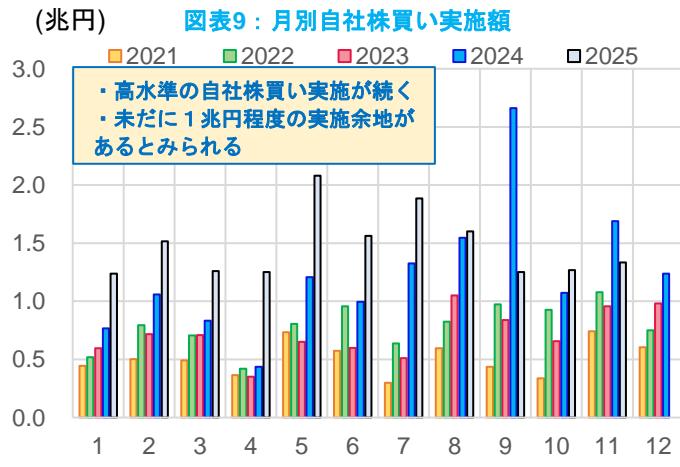


出所: QUICK

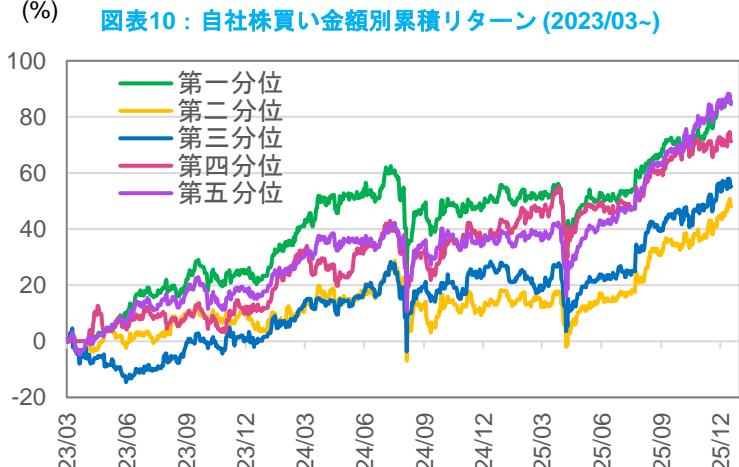


出所: QUICK

注:自社株買い余地は、「発表額の12カ月合計-実施額の12カ月合計」



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

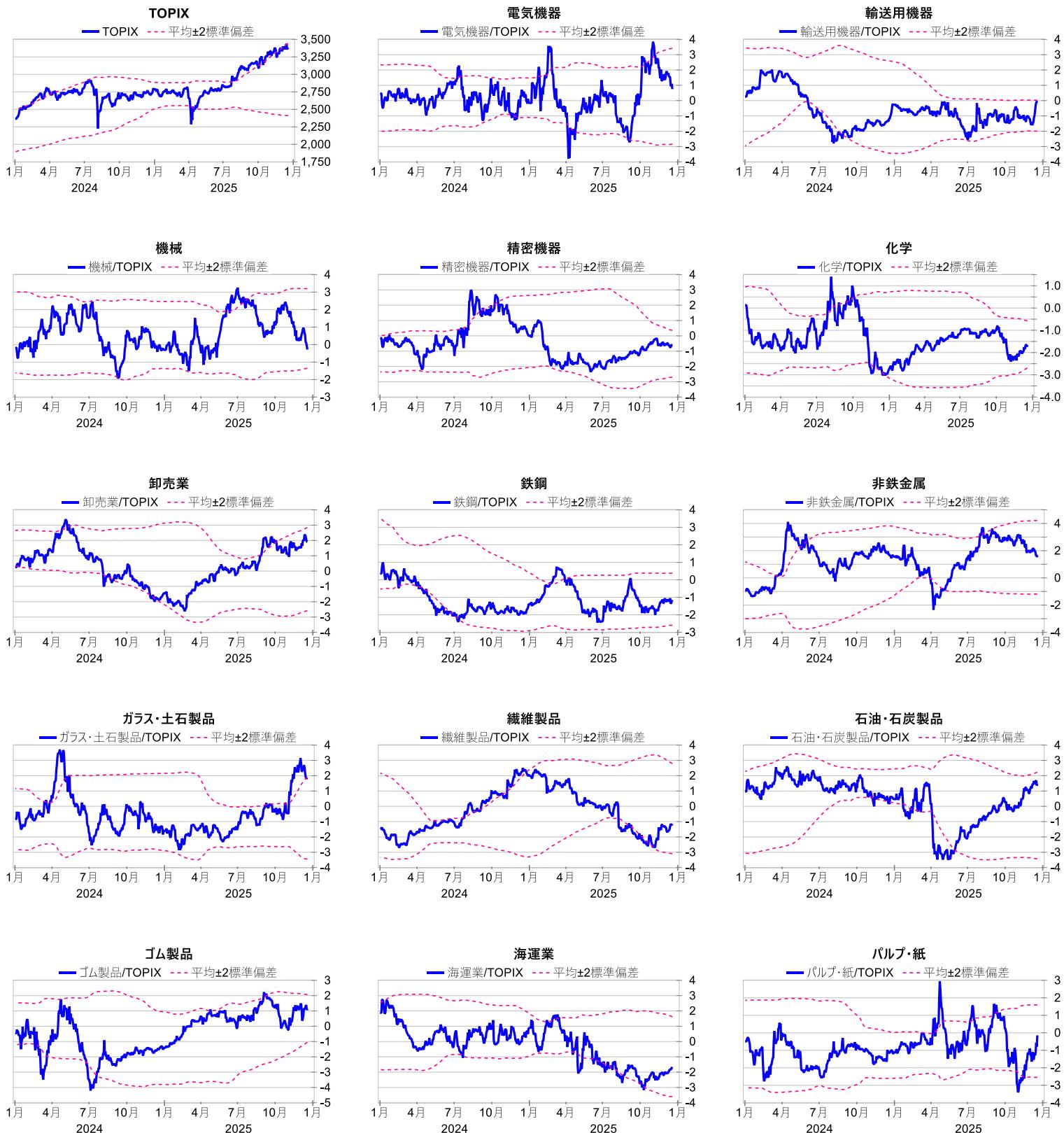
### ◎注意事項

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。



## 株式市場データ集

### ■業種別相対株価動向

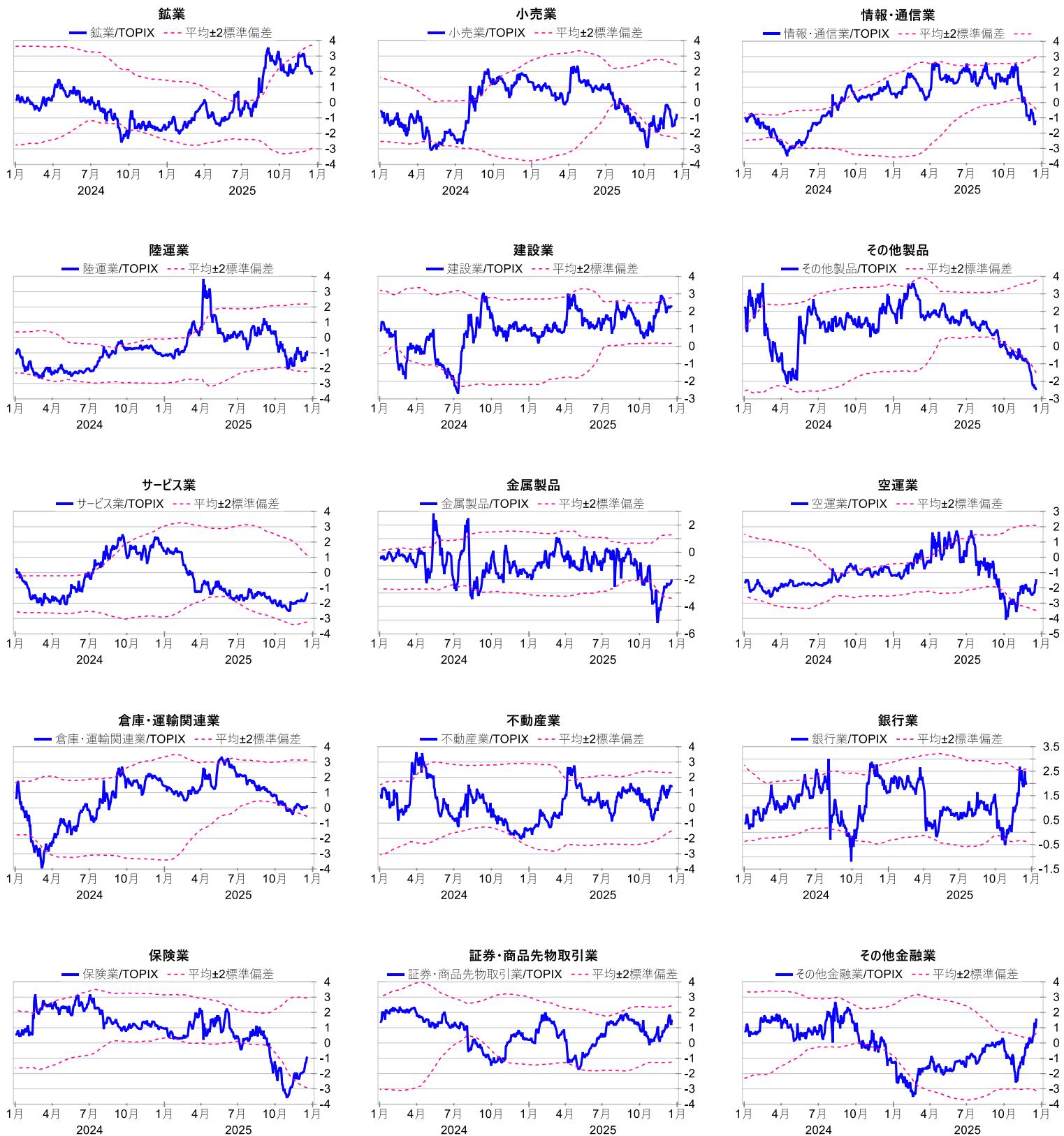


#### ◎注意事項

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。

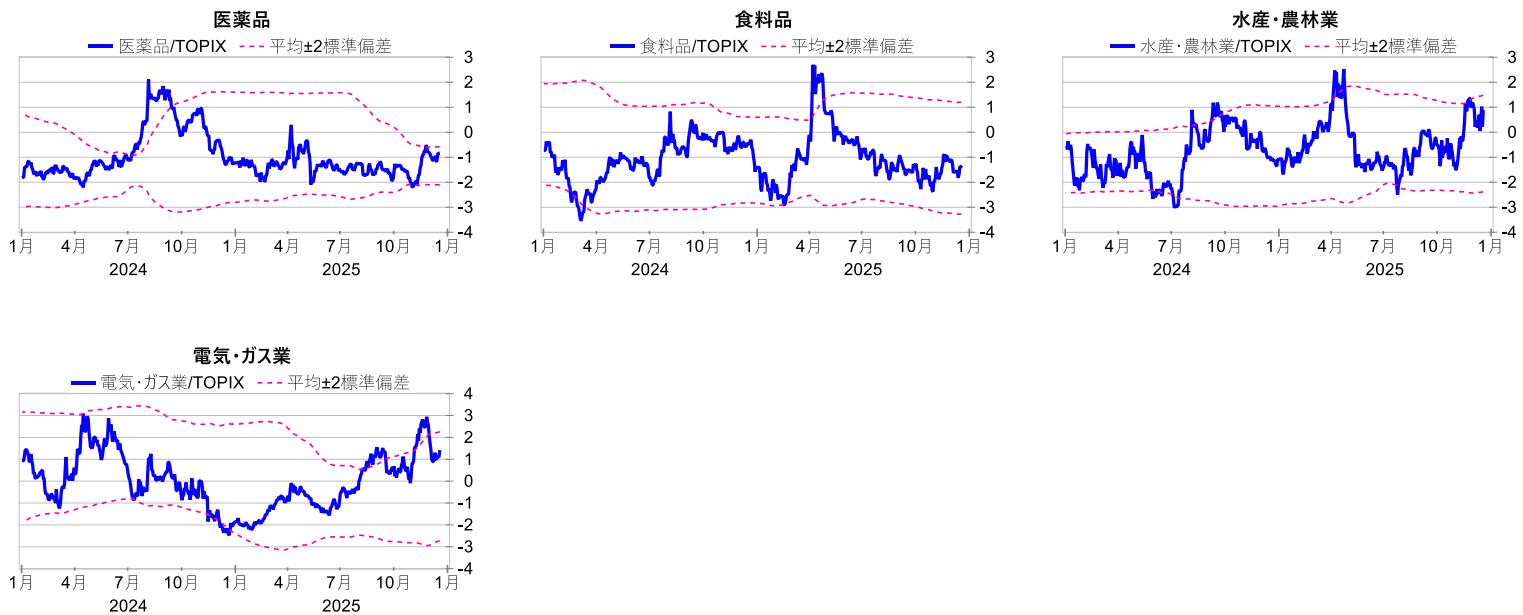
# りそなグループ



## ◎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。



注:250 営業日のデータを使って標準化した  
出所:Bloomberg、マクロボンド

### ■スタイル別相対株価動向



注:250 営業日のデータを使って標準化した  
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。

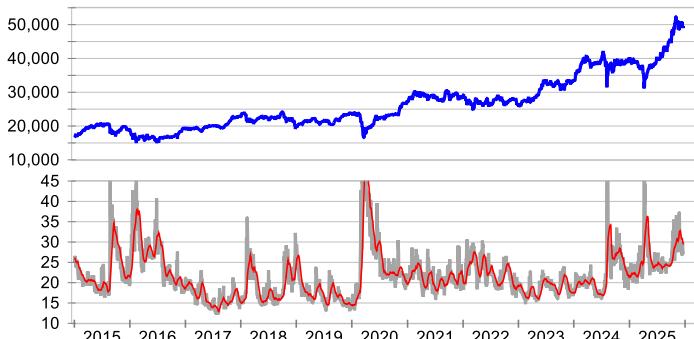
お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。



## ■市場センチメント及び株価動向

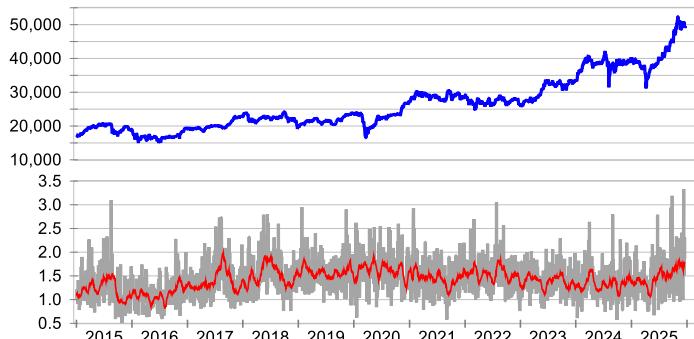
日経VIと日経平均株価

— 日経VI — 日経VI(4週平均) — 日経平均株価



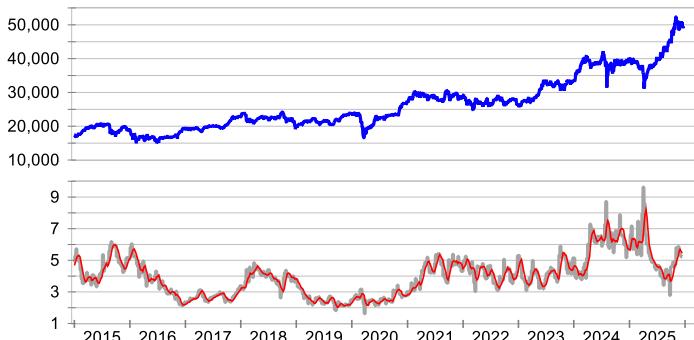
ブットコールレシオと日経平均株価

— 日経ブットコールレシオ — 日経ブットコールレシオ(4週平均) — 日経平均株価



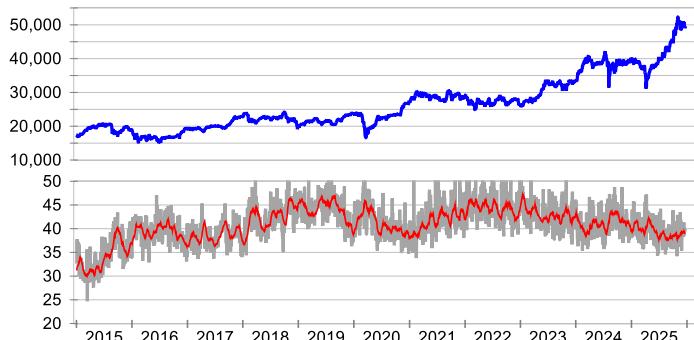
信用倍率と日経平均株価

— 信用倍率 — 信用倍率(4週平均) — 日経平均株価



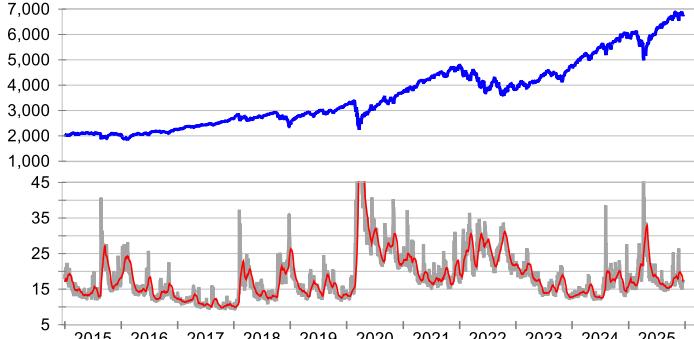
空売り比率と日経平均株価

— 空売り比率 — 空売り比率(4週平均) — 日絶平均株価



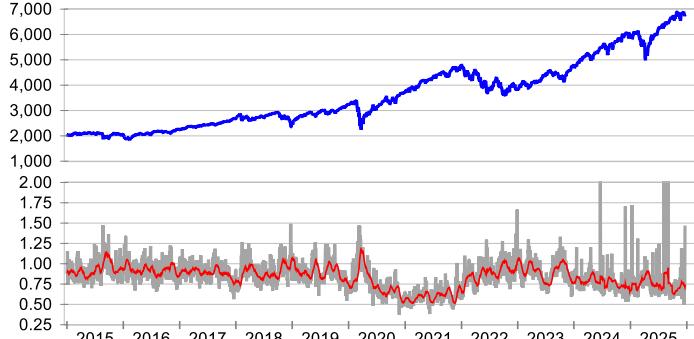
VIX指数とSP500

— VIX指数 — VIX指数(4週平均) — S&amp;P 500種



ブットコールレシオとSP500

— ブットコールレシオ — ブットコールレシオ(4週平均) — S&amp;P 500種



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。



## ■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
263	2025/9/8	米国経済	<a href="#">8月雇用統計</a>
264	2025/9/10	日本株	<a href="#">自民党総裁選と日本株見通し</a>
265	2025/9/12	日本株	<a href="#">日本株需給(9月1日～9月5日)</a>
266	2025/9/12	米国経済	<a href="#">8月米 CPI</a>
267	2025/9/12	半導体、日本株、米国株	<a href="#">9月半導体市場及びハイテク株動向</a>
268	2025/9/12	欧州経済	<a href="#">ECB&lt;欧州中央銀行&gt;理事会</a>
269	2025/9/18	米国経済、米金利、米国株	<a href="#">9月 FOMC とマーケットへの影響</a>
270	2025/9/18	豪州経済	<a href="#">25年9月豪州概況</a>
271	2025/9/19	日本株	<a href="#">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</a>
272	2025/9/22	日本株	<a href="#">日本株需給(9月8日～9月12日)</a>
273	2025/9/29	日本株	<a href="#">日本株需給(9月16日～9月19日)</a>
274	2025/9/30	コモディティ	<a href="#">25年8・9月WTI原油先物価格</a>
275	2025/10/1	日本株	<a href="#">日本株9月レビューと10月見通し</a>
276	2025/10/2	欧州経済	<a href="#">25年9月ユーロ圏物価動向</a>
277	2025/10/2	米国株、米国経済	<a href="#">9月ISM製造業景況感指数と米国株見通し</a>
278	2025/10/3	日本株	<a href="#">日本株需給(9月22日～9月26日)</a>
279	2025/10/6	日本株、ドル円	<a href="#">高市氏勝利とマーケットへの影響</a>
280	2025/10/10	半導体、日本株、米国株	<a href="#">10月半導体市場及びハイテク株動向</a>
281	2025/10/10	日本株	<a href="#">日本株需給(9月29日～10月3日)</a>
282	2025/10/16	豪州経済	<a href="#">25年10月豪州概況</a>
283	2025/10/20	日本株	<a href="#">日本株需給(10月6日～10月10日)</a>
284	2025/10/24	日本株	<a href="#">日本株需給(10月14日～10月17日)</a>
285	2025/10/30	米国経済	<a href="#">10月FOMCとマーケット環境の整理</a>
286	2025/10/31	欧州経済	<a href="#">ECB&lt;欧州中央銀行&gt;理事会</a>
287	2025/10/31	日本株	<a href="#">日本株需給(10月20日～10月24日)</a>
288	2025/10/31	欧州経済	<a href="#">25年第3四半期ユーロ圏GDP統計</a>
289	2025/11/4	欧州経済	<a href="#">25年10月ユーロ圏物価動向</a>
290	2025/11/4	日本株	<a href="#">日本株10月レビューと11月見通し</a>
291	2025/11/5	米国株、米国経済	<a href="#">11月ISM製造業景況感指数と米国株見通し</a>
292	2025/11/11	日本株	<a href="#">日本株需給(10月27日～10月31日)</a>
293	2025/11/14	日本株	<a href="#">日本株需給(11月4日～11月7日)</a>
294	2025/11/14	半導体、日本株、米国株	<a href="#">11月半導体市場及びハイテク株動向</a>
295	2025/11/14	豪州経済	<a href="#">11月豪州概況</a>
296	2025/11/20	半導体、日本株、米国株	<a href="#">エヌビディアの決算 FY2026 3Q</a>
297	2025/11/21	米国経済	<a href="#">9月米雇用統計</a>
298	2025/11/21	日本株	<a href="#">日本株需給(11月10日～11月14日)</a>
299	2025/11/25	欧州経済	<a href="#">25年第3四半期ユーロ圏賃金動向</a>
300	2025/11/26	米国経済	<a href="#">米国消費関連指標とマーケット見通し</a>
301	2025/11/28	コモディティ	<a href="#">25年10・11月WTI原油先物価格</a>
302	2025/11/28	日本株	<a href="#">7-9月期決算集計と日本株ストラテジー～日経平均株価は25年度に6万円に達する可能性もある</a>
303	2025/12/1	日本株	<a href="#">日本株需給(11月17日～11月21日)</a>
304	2025/12/1	日本株	<a href="#">日本株11月レビューと12月見通し</a>
305	2025/12/3	欧州経済	<a href="#">25年11月ユーロ圏物価動向</a>
306	2025/12/5	日本株	<a href="#">日本株需給(11月25日～11月28日)とWeeklyデータ集</a>
307	2025/12/11	コモディティ	<a href="#">25年12月豪州概況</a>
308	2025/12/12	日本株	<a href="#">12月FOMCとマーケット環境の整理</a>
309	2025/12/12	日本株	<a href="#">日本株需給(12月1日～12月5日)とWeeklyデータ集</a>
310	2025/12/15	日本株	<a href="#">12月半導体市場及びハイテク株動向</a>
311	2025/12/15	欧州経済	<a href="#">2026年の日本株ストラテジー</a>
312	2025/12/17	日本株	<a href="#">11月米雇用統計</a>

## ◎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。