

米国株、パッシブ「投げ売り」進捗にらむ

コロナ・バブル下で残高膨張、反転逆流の一服焦点

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2022/3/18 (金)

米国株はコロナ・バブル下でインデックス連動「パッシブ型」の投資家やファンドが増長してきたが、1月からはその反動逆流が株安の一因となっており、当座は投げ売りの進捗と一服が焦点になる。引き続き米国株は複合リスクが重石となるが、2020年春から指数連動型ファンドなどの成績を過剰に押し上げてきた大手 IT ハイテク関連の個別株や指数は一旦の急落一服となってきた。IT ハイテクの影響度が低い輸送株や銀行株との相対倍率は 2020 年春の水準に回帰しつつあるほか、1-3 月の期末対応の一服も注目される。

上がれば買う、買えば上がる過熱、調整が進展

「米国株は 2020 年春のコロナ危機以降、過剰流動性などもあって、上がれば買う、買えば上がるという、インデックス連動『パッシブ型』の投資家やファンドが増長してきた。しかし今年 1 月以降はその逆流反転に見舞われ、個別株の業績無視、バリエーション無視の形で米国株全体が売り込まれている。今後はそうした理屈抜きの投げ売りやヘッジ売りについて、一旦の進捗と一服が注目される」――。

米国系の資産運用会社幹部は、このような指摘を行う。

パッシブ膨張については昨年 12 月、日本経済新聞が 2021 年のマーケット総括として、「世界の株式と債券に投資するファンドへの流入から流出を差し引いた純流入額は合計で 1.4 兆ドル（約 160 兆円＝当時）と、過去最高を更新した。けん引したのは株価指数に連動する『パッシブ』運用だ」と指摘。緩和マネーが追い風になる一方、「個別企業の分析を通じた適正な株価が形成されにくくなる懸念がある」といった警告を発している。

その後の今年 1 月以降の米国株は複合リスクにより、「個別企業の分析を通じた適正な株価」判断が機能しない形で全体株の急落が進んできた。昨年までに急膨張してきたパッシブ型の投資家やファンドによる理屈抜きの投げ売りやヘッジ売りが一因となっている。

一方で足元では 1-3 月の大きなリスク・イベントであった 3 月 15-16 日の米 FRB・FOMC が終了となった。同時に 1-3 月の四半期末である 3 月の後半にかけては、各種投資家による期末対応の利益・損失確定売りや現金化、ポジション手仕舞いなどの「一旦の一段落」が注目されやすい。

2020 年春からのコロナ・バブル以降、各種 ETF（上場投信）など指数連動型ファンドの成績を過剰に押し上げてきたのが、大手 IT ハイテク関連の個別株や

指数だ。1 月からはパッシブ系などの投げ売り余波などで急落してきたが、足元では下げ渋りとなっている。

例えば GAFAM 指数は 1 月 3 日以降の急落を経て、2 月 24 日に昨年 6 月以来の安値をつけてからは、微妙に下値を切り上げている。同指数は Alphabet（Google）、Apple、Meta（Facebook）、Amazon、Microsoft の 5 社で構成されるものだ。また、IT ハイテクの中心企業で構成されるナスダック 100 についても、16 日時点の年初来成績は -14.5% の大幅マイナスながら、2 月 24 日を安値に底這いとなっている。

このうちコロナ危機後のリモート特需、デジタル特需などで大きく上振れしてきたナスダック 100 については、IT ハイテク銘柄を含まない米銀株 KBW 銀行株指数との相対倍率（ナスダック 100 ÷ 米銀株）が、17 日時点で 107.1 となっている（数字が小さいほど米銀株が劣勢）。週末値ベースでは 2 月 11 日週の 100.8 をボトムとして、ナスダック優位と米銀株の劣勢に底入れ機運が見られ始めた。

ハイテク株 ÷ 米銀株や輸送株、コロナ前へ調整

同倍率は 2020 年 9 月に 156 超え、昨年 12 月に 124 超えといった過去最高水準のナスダック上振れ乖離が進んできた。しかし、直近最低である 2 月の 100.8 とは、2020 年 2 月以来の低水準となっている。同年 3 月のコロナ危機以降に加速されてきた IT ハイテク株の過剰な上昇と、IT ハイテク株が組み入れられた各種インデックスの過剰な上振れ、連動したパッシブ系の膨張過熱に関して、足元では「行き過ぎの反動調整進捗」が示唆されつつある。ちょうどその「ナスダック 100 ÷ 米銀株」の相対倍率は、2013 年から長期下限ラインとなってきた 200 週移動平均線までの低下で下げ渋りとなっている。正常化への一旦の回帰進捗を示唆するものだ。

同様に IT ハイテク株指数では、NYSE（NY 証券取引所）・FANG+ 指数についても、他の伝統的な株価指数からの過剰上振れが一服となってきた。同指数の構成銘柄は GAFAM のほか、Netflix や Nvidia、Tesla などを加えたものだ。

FANG+ と IT ハイテク銘柄が含まれない NY ダウ輸送株指数（鉄道、トラック、物流、航空など）の相対倍率（FANG+ ÷ 輸送株）は、16 日時点で 0.378 となっている（数字が小さいほど輸送株が劣勢）。前週 3 月 11 日週の週末値 0.372 から切り上がり、2020 年 3-4 月からの大幅な FANG 上振れに一旦の底入れ機運が見られつつある。0.37 とはコロナ危機直前である

2020年2月以来の低水準だ。過度な過熱の修正と正常化への回帰に向かい始めた。しかもFANG+自体も1月からの急落を経て、2017年以降の長期上昇トレンドの下限ラインである130週移動平均線で下落一服となりつつある。

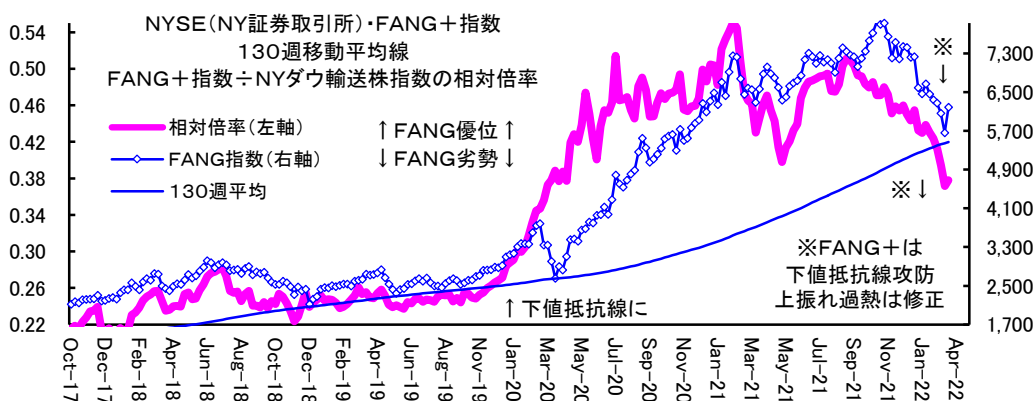
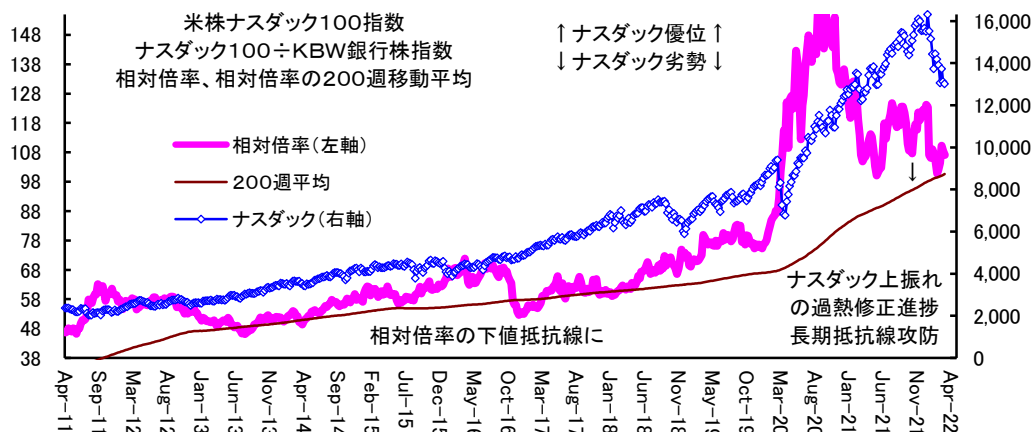
2020年春からのコロナ・バブル以降、インデックス型投資やパッシブ型投資の基準となる株価指数を大きく押し上げてきたのが、米国の大手ITハイテク株であった。こうした個別企業の成長期待と個別株の上昇が各種指数を押し上げたほか、こうした有力株は時価総額が大きく、組み入れ比率が大きい分だけ、インデックス型のミューチュアル・ファンド（投信）やETF（上場投信）に資金が流入するたびに、機械的に有力個別株が押し上げられるという共振スパイラルが加速されてきた。

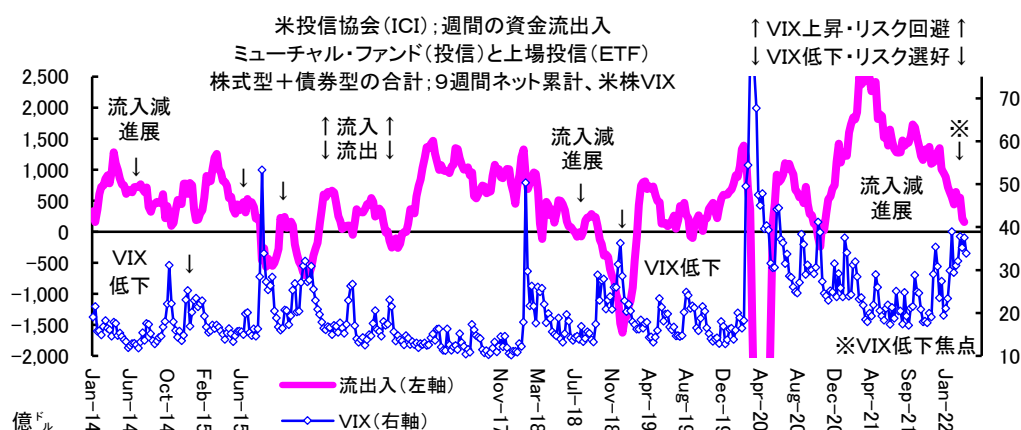
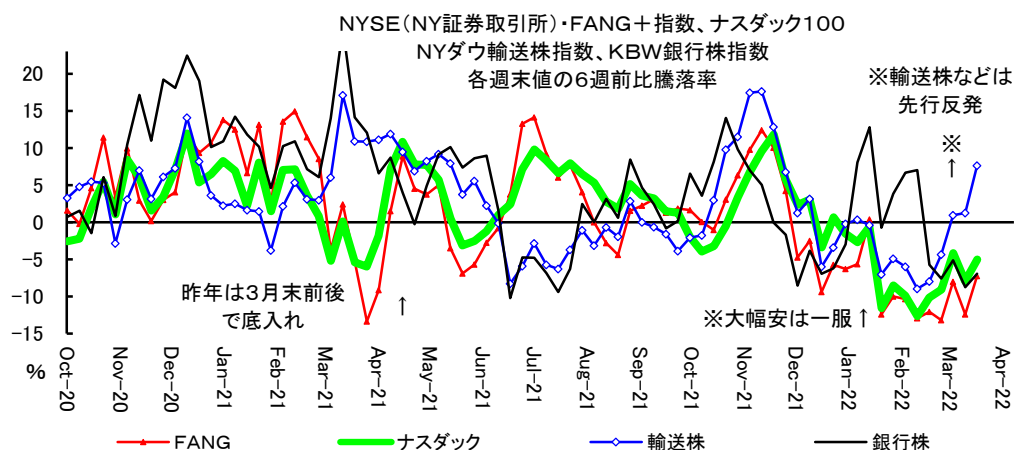
その分だけ今年1月以降は、逆流回転が助長されている。インデックス型の投資家による投げ売りが個別有力株の下落を助長し、有力株の下落がインデックスの成績悪化を通じて一段の売りを誘発させるという構図だ。目先はその投げ売り一服が注目され

やすい。

米投資信託協会（ICI）によると、株式・債券に投資するミューチュアル・ファンド（投信）とETF（上場投信）の合計ネット資金流出入は、株式ETFなどインデックス連動型からの資金流出もあって、1月19日週からは流出超の傾向が続いてきた。しかし、3月2日週の-141億ドルが直近最大のマイナス額となる形で、3月9日週は+40億ドルの流入超へと転じている。

トレンドを示す9週間のネット累計でいえば、昨年9月の+1686億ドルをピークに流入減が加速されてきた。しかし、最新3月9日週は+157億ドルにまで減少してきたところで、流入減のモメンタムは鈍化しつつある。過去実績として同ネット累計の流入減一服や流出増の一服は、リスク回避の尺度であり、米株投資家の不安心理を映すシカゴ・オプション取引所（CBOE）ボラティリティ（VIX）指数の上昇ピークアウト（＝リスク回避と米株安の一服）と明確な相関性を有している。





お客様は、本レポートに表示されている情報をお客様自身のためにのみご利用するものとし、第三者への提供、再配信を行うこと、独自に加工すること、複写もしくは加工したものを第三者に譲渡または使用させることは出来ません。情報の内容については万全を期しておりますが、その内容を保証するものではありません。また、これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社および本情報提供者は一切の責任を負いません。本レポートの内容は、投資一般に関する情報の提供を目的としたものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資にあたっての最終判断はお客様ご自身でお願いします。