

講演録

「最近の株式市場をめぐる動向について」

(株)東京証券取引所 常務執行役員 浦西 友義

はじめに

今日は、主に2つのことをお話したいと思います。1つは、最近の株式市場の現状と若干の理論的な分析です。もう1つは、私が自分で担当していますが、東証で扱う代表的な指数のTOPIXをもとに作成されるさまざまなスタイルインデックスについての解説です。

<最近の株式市場の動向>

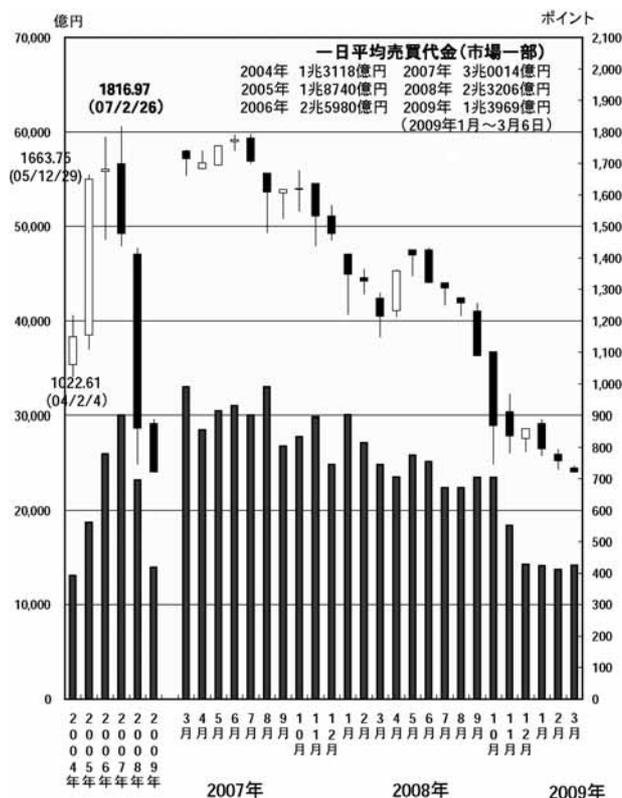
まず、「最近の株式市場の動向」につきまして、お配りした資料をもとに、順次説明したいと思います。

最初に「グラフ1」です。左軸は売買代金、右軸は2007年3月から2009年の最近に至る株価の動きとしてTOPIX（東証株価数）について表示されています。TOPIXは、皆さんご承知かと思いますが、2007年2月26日に1816.97という最近のピークをつけ、それから下落してきています。特に、2008年の9月15日のいわゆるリーマンショックを契機として、株価の下落傾向が続いています。今日はだいぶふん上がっていますが、昨日は700ポイントぎりぎり、一瞬700を切ったような状況です。

その一方で、売買代金は、株価が底を打って2003年の春ぐらいいから回復して、それに並行するような形で増加してきました。ここには、2004年からの数字がありますが、2003年以前では1日当たりの売買金額が1兆円を切るということが一般的でした。2004年からは売買金額が増え、2007年には平均でも1日当たり3兆円の売買金額がありました。ところが、また、2008年、2009年と売買金額が減ってきています。これには2つの原因があります。売買金額ですから株価が下がりますと当然減少します。それから、ここには数字を示していませんが、数量的にみても2007年には1日当たり30億株ぐらいいの売買高がありましたが、昨年は平均で24億株、最近では10億株から14億株という売買高になっています。株価の下落と売買される株式数の減少、両方の影響から最近では1兆円から1兆4000億円ぐらいいの間を行き来しており、3兆円から比べると半分以下になっています。グ

ラフをみるとわかりますように、2004年あたりには1兆円程度だったものが、2007年には3兆円にまで急増しています。これは単に、投資家が市場に参加してきたということではなく、ここ2～3年、いわゆるアルゴリズム・トレードといえますか、コンピューターのプログラムによる売買が急速に普及しており、そういうことも売買の急増につながっているということです。

ちょっと余談になりますけれども、東証では現在、次世代の売買システムを構築しておりまして、来年1月にはそれをリリースする予定です。現状では、取引の多寡によって違いがありますが、コンピューターで売買が完結するまで1秒、2秒はかかります。しかし、アルゴコンピューター取引になりますと、秒単位でのスピードではなくて、



グラフ1 TOPIX及び売買代金の推移

ミリ秒単位になります。ミリというのは千分の一ということです。千分の一秒単位で売買できるシステムでないと、投資家の思うようなきちんとした取引ができないということです。例えば、東証が今、次世代で目指していますのは、10ミリ秒以下で注文を受けたり売買できるようなシステムです。そのようなミリ秒の世界で注文を出す、しかしその後、マーケットの状況が変わります。するとキャンセルしてまたすぐ新たな注文を出す…。このような動きが繰り返されると、売買金額も非常に増えてくるわけです。特に、ヘッジファンド等は、短期的な売買を強く志向していましたので、迅速に対応できるアルゴ取引的なものが多く使われていました。最近の取引金額の大幅な減少というのは、そういうヘッジファンドと短期的な売買をする投資家が市場からかなり撤退したということも一因になっています。

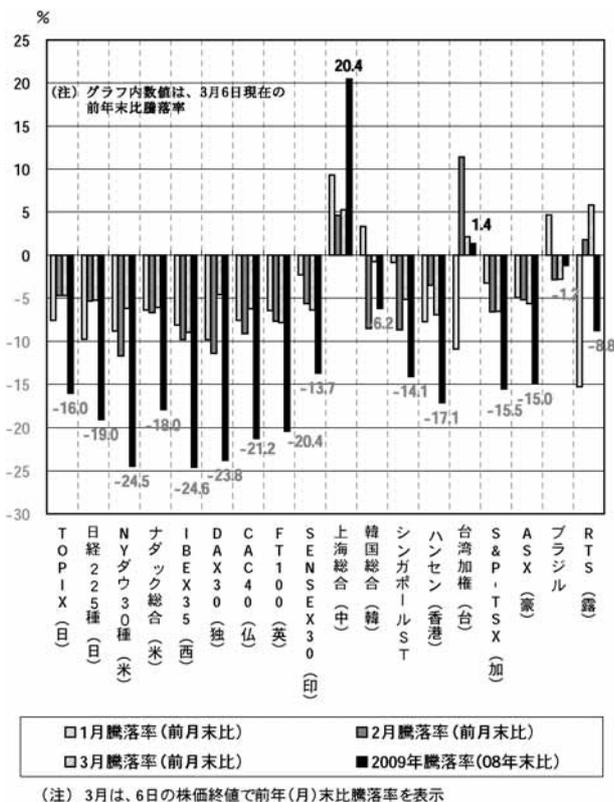
続いて「グラフ2」ですが、これは、2008年末から今年3月の先週あたりまでの株価の動向をみるために、主要市場の株価指数を比較したものです。1月、2月、3月の減少幅です。3月はまだ途中ですが、3月6日の時点での騰落率を書いています。これをみますと、世間ではよく日本が一番下がっていると言われていたのですが、2008年末か

ら比較しますと、日本のTOPIXは-16%、また日経225は-19%なので、NYダウの-24.5%等に比べますと、それほど大きな下落幅ではありません。その一方で、上海総合指数と台湾加権指数をみますと、2008年末に比べてむしろプラスです。ただ、2008年のリーマンショックからの下落率を比べますと、ここには資料はありませんが、日本は円建てでみた場合に、やはりアメリカの株価よりも大幅な下落幅になっています。ここで、株価を何でみるかですが、世界のグローバルな投資家などは、日本の株価もドル建てでみています。そこで、ドル建てでみますと、必ずしも日本の株価がアメリカの株価に比べて大幅に下落しておらず、逆にアメリカの株価下落よりも日本のほうが小さくなっています。

日本の株価下落が非常に大きくなった原因の1つとして、企業の内容が悪いから株が売られたのではなく、一般的に逆のことが起きたというように言われています。すなわち、お金を借りて、例えば円キャリートレードというような形で資産を運用している企業が、お金のファイナンスが難しくなってきたため、早くそれを現金化しないとイケないことになったとします。その時、売れない株よりもまず売れる株から売られるため、日本のブルーチップスの大きな有名な株が売られました。かつ、売る時に、マーケットインパクトと呼ばれていますが、売るとそれだけで株価が下がってしまいます。東京市場の流動性は結構高くて、売ってもマーケットインパクトはそれほど大きくないため、まず東京市場で売ろうということで、かなり売られました。一方、他のアジア市場では流動性がそんなに大きくないため、ちょっと株を売ると大きく株価を下げてしまうので、売りにくかったということも聞いたことがあります。

上海株は、昨年と比べて一応上がっていますが、実は、リーマンショック以降、世界で一番大きな下げ幅を記録しています。その反動といいますか、そういう形で上がっていますので、リーマンショックからの株価の下落をみるとまだまだ低い水準ではないかというふうに思います。

それから、株価指数は、現地通貨建てですから、グローバルな投資家にとっては、単に株価の下落だけではなくて、通貨の下落がものすごく大きな影響を及ぼします。一番大きな影響を受けたのは、一番右側に書かれているRTSです。このロシアの株価は、株価自体の下げもさることながら、ロシア通貨が大幅に減価したために、取引所自体が閉鎖されてしまったという状態がかなり続きました。ブラジルも、昔のブラジルの通貨危機の懸念もあり、アメリカがブラジルの通貨の安定にかな



グラフ2 2009年（1～3月）の世界の株価、月別騰落状況

りを遣い、必死に安定化に努めたということのようです。

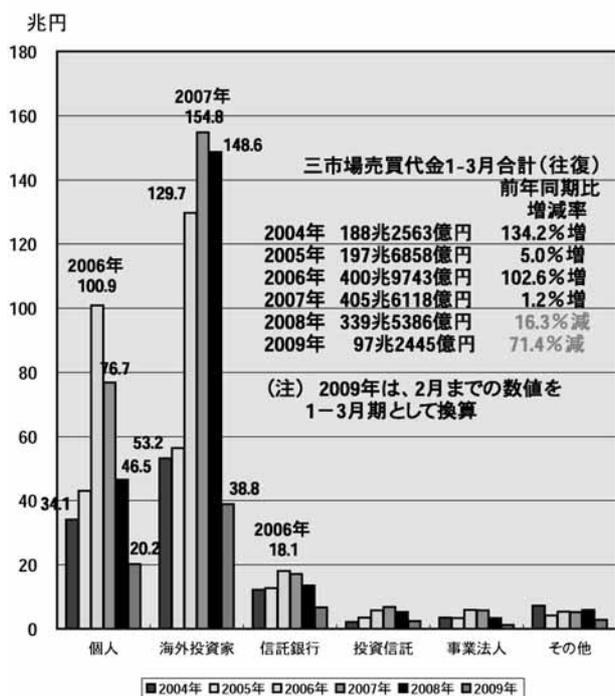
「グラフ3」は、投資家別に売買代金がどう変化してきたかという数字です。これは、1-3月の四半期の数字です。ただ、3月はまだ途中ですので、この2009年の数字は、1-2月の数字を1-3月に換算して表示しています。

棒グラフのところは生の数字ですから、ここは少し小さめの感じで出ています。これをみますと、ここに率は明示されていませんが、日本の市場の売買代金の6割ぐらいは、海外投資家の売買によって占められていることがわかります。次に多いのが個人で、20%~30%というところですが、ここに信託銀行と書いてありますが、信託銀行の株の売買は、いわゆる自分の株というよりもカストディアンといいますが、株を保管する金融機関としての株の売買です。日本でいうと、管理信託やマスタートラスト名義がほとんどですから、この信託銀行の実質株主は、国内の年金等の国内の機関投資家になります。したがって、この機関投資家の動向は信託銀行の動きでだいたいわかります。信託銀行、投資信託、事業法人など、保有割合は結構あるわけですが、株の売買からすると、ほとんど海外の投資家と個人の売買によって価格形成がされるという形です。したがって、この海

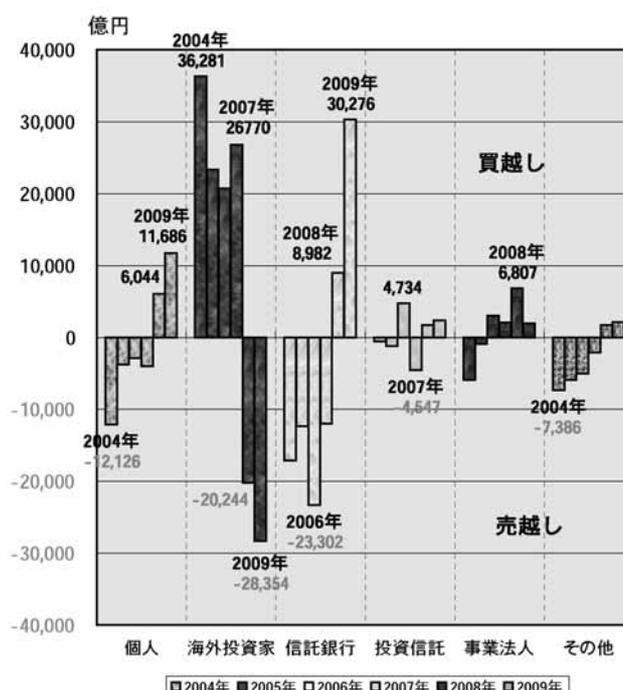
外投資家の売買の動向によって、東京の株式市場はほぼ決まっていると言えます。海外の投資家は、ニューヨーク、ロンドンでの株式投資と東京での株式投資の全部をアービトラージによりバランスさせていますので、相関係数といいますが、連動性が高くなり、なかなか独自の動きをすることができなくなっています。本当は、国内の機関投資家あたりが、売買の中でもう少しウェイトを占めれば、ニューヨークの株式市場との相関係数が少しは薄まる可能性はあるわけですが、現状では、海外のプレイヤーと東京市場のプレイヤーがほぼ同じプレイヤーなので、結局同じような動きをするということです。

東証では毎週、委託者別の売越し・買越し状況を発表しております。それを年間にまとめたものがグラフ3の右側の資料です。2009年はまだ始まったばかりですので、2009年の数字はまだありませんから、1月の数字を単純に12倍しております。ですから、最終的にこういう数字になるとは限りません。これをみるとわかりますが、まず個人は、株の上昇期、2004年から2007年までずっと売越しでしたが、2008年、特にリーマンショック以降は、買越しに転じています。ただ、個人のこの売越し・買越しの数字は、数字的には売越しの数字が若干出やすくなっています。IPOの時に、取引所

委託者別売り買い合計金額の動向



委託者別売り買い差引き金額の動向



(注) 1. 2009年は、1月~2月の実数値を1-3月期として換算して表示 2. その他は、証券会社、生損保、銀行、その他法人 金融の合計

グラフ3 2004年以降の1-3月期における投資部門別株式売買動向(三市場一・二部、金額ベース)

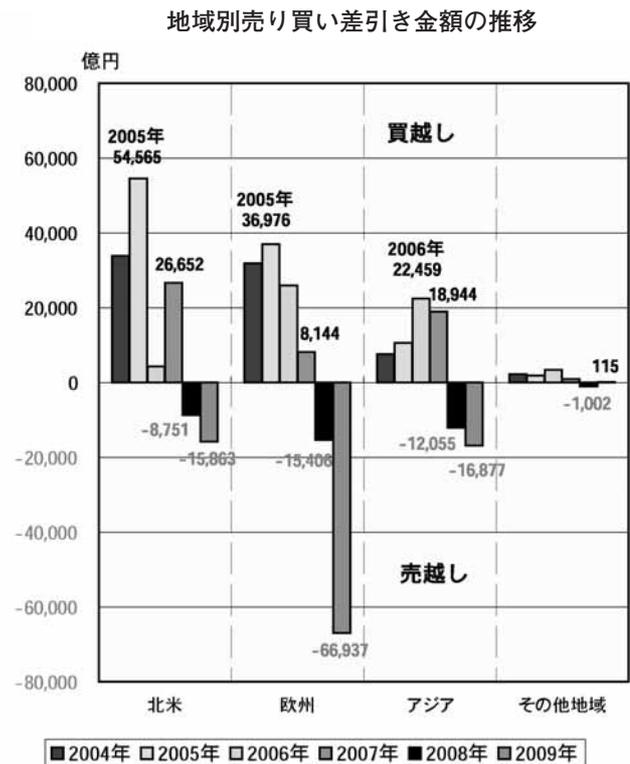
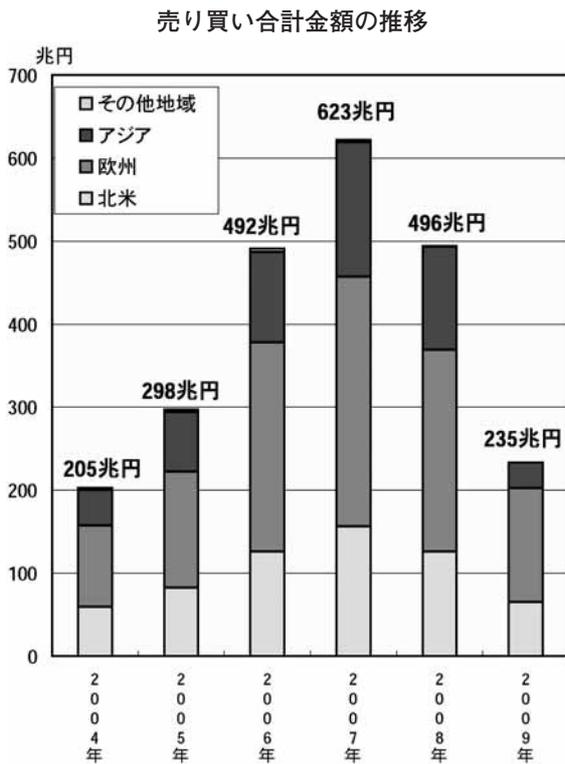
ではなくて、個人が上場する前にIPOに応じる場合があるためです。それを買った株を上場した後、東証で売ると、その買ったところの数字は統計上表れず売ったところの数字だけが表れます。実は、これが売越しにはなっていますが、そんな大きな売越しではなかった、あるいは、若干の買越しだったかもしれません。ただし、2008年の秋からは、かなり大きな買越しが続いていることが分かります。一方、海外投資家ですが、海外投資家にも機関投資家と個人投資家がありますが、ほとんどが機関投資家、あるいはヘッジファンド等です。海外の投資家は、まさに2003年の株価反転以降、大幅な買越しを続けてきましたが、昨年から売越しに転じて、2009年に入っても売越しが続いています。買越しになった週もありましたが、基調としては、売越しが続いているということです。

次に、左から3つ目は、信託銀行を表しています。信託銀行は、年金、公的年金、あるいは、企業年金、年金等の数字です。国内の機関投資家は、株の上げ局面では、かなり売越しを続けていたわけですが、昨年のリーマンショック以降は、買越しをコンスタントに続けています。このペースでいくと、2009年は3兆円ぐらいの買越しとなるわけですが、これはよくわかりません。

あとは、投資信託、事業法人、その他ですが、

全体からみると、それほど大きな金額ではありません。この個人と海外の投資家、それから、国内の機関投資家の売越し・買越しの数字を2004年から2007年まで累計しますと、個人の場合は、2004年から2007年に累計で約15兆円の売越しです。それから、外国投資家は、2004年から2007年までで、約29兆円の買越しになっています。その一方で、先ほど申し上げました国内の機関投資家は、2004年から2007年で、13兆円の売越しになっています。したがって、一概には言えませんが、実は、2008年に入って外国投資家が売越し、国内個人が買越し、それから国内の機関投資家が買越しとなっています。過去の売越し・買越し額を個人でみると、過去4年間に15兆円も売っているわけで、そういう全体の数字から見ると、余力はそれなりにあるのかなという感じはします。損失を抱えていると、なかなか新たな買越しというのは難しい場面もありますけれども、数字上を見ると、ずっと売越ししていた個人とか国内の機関投資家が買越しに転じています。ただ、過去の売越し額からみると、現状まではそれほど大きな買越しになっていないということです。

「グラフ4」は、海外の投資家のうち、どの地域の投資家が一番売り買いをしているかを表しています。



(注) 1. 全国取引所の数値にはジャスダックを含まない 2. 2009年は、1月の数値を年率(12倍)換算して表示

グラフ4 2004年以降の地域別海外投資家の株式売買動向(全国証券取引所、金額ベース)

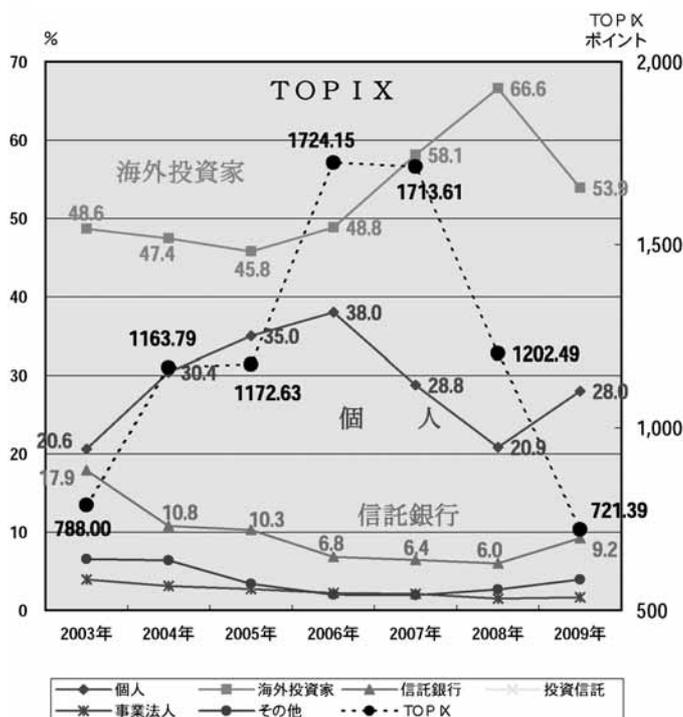
これをみると、欧州が非常に大きくなっています。欧州というとロンドンということですが、これは単にヨーロッパだけの資金というよりも、1つはオイルダラーのようなものがロンドン経由で入ってきています。それから、アメリカの資金もロンドンの支店や現地法人を通じて入ってきていますので、その辺の動きが株価をかなり左右しています。日本の時間帯でいうと、ロンドン時間は午後になりますが、午前中の株価の動き、午後の動きというものは、海外投資家によって、それなりに影響を受けているものと思われます。

グラフ4の右側のグラフは、地域別の売り買いの差し引き金額の推移を表しています。これによりますと、北米の買越しの数字は非常に多かった一方で、売越しの数字は買越しの数字に比べて、まだそんなに大きくないことがわかります。2009年は1月をベースに12倍した推計値ですが、欧州勢は買越しの数字に比べて今年に入ってから売越しの水準が年率換算するとかなりの数字になります。さらにアジアの動きをみると、買越しは北米ほど大きくないですが、売越しも北米なみであり、比較的落ち着いた動きになっているのではないかと思います。

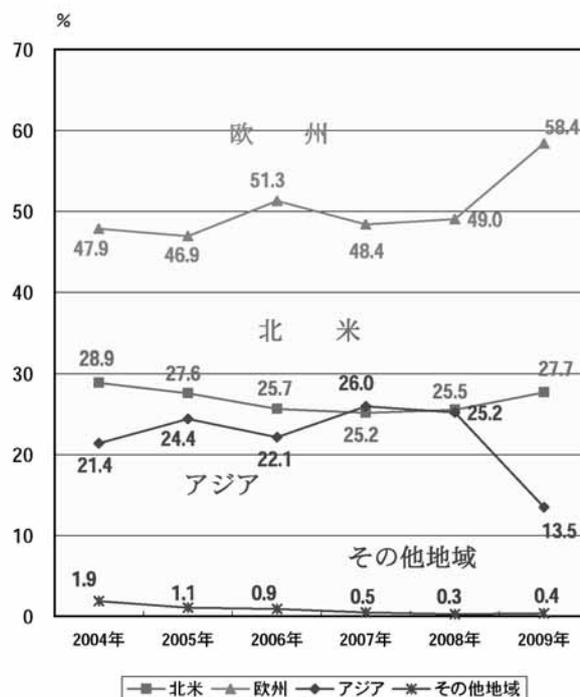
「グラフ5」は、委託者別売買代金のシェアをみたものです。ここでもやはり海外の投資家が5割から6割を占めています。特に、2008年は比率が66%であり、海外の投資家の売買シェアが7割近くまで拡大しています。その一方で、個人投資家については、2006年あたりは38%でかなり高かったわけですが、ウェイト的にみると徐々に下がって、2008年は20%です。しかし、2009年に入りまして、外国の投資家の減少に応じて個人の売買割合は若干上昇しており28%となりました。ただ、絶対金額は減少しています。ちなみに、外国人投資家の昨年の保有割合は約28%ですから、外国人の売買は、保有割合の2倍ぐらいに当たります。一方、個人の昨年の保有割合は20%弱ですので、保有よりちょっと高い割合の売買をしていることとなります。この数字から、海外の投資家が非常にアクティブに保有株を売買していることがわかります。

次に、下段グラフの地域別の売買シェアをみますと、欧州勢が、やはり際立って、割合を上げているということです。先ほど、コンピューターのプログラムを用いたアルゴトレードという売買の手段が増えてきたことを申し上げました。従来は、株は株、外為は外為、商品は商品というように縦割りであったものが、今のトレンドとしては、1つの注文のコンピューター上で、株でもフォレックスでも金でも商品でも、全部注文できます。か

2003年（1-3月期）以降の委託者別売買代金シェア



2004年以降の地域別売買シェアの推移



グラフ5 投資部門別売買シェア及び海外投資家地域別売買シェアの動向（金額ベース）

つ、簡単なものであれば、もうそこで自動的に売買できる、そういうプログラムがついていまして、すべての価格が連携をもって動く時代になっています。

例えば、関連する展示会で実際にみたことがあります。日経225の先物が東京とシンガポールの両方にあり、マーケットが違うため微妙な価格差がありますが、自動的なプログラムにセットいたしますと、どちらかが安い場合には安いほうを買って、高いほうを瞬時に売るということを手を借りずに自動的にやってしまうのです。ですから、トレーダーがプログラムをセットしておくと、彼らが昼休みの食事をしている間に、機械が自動的に売買をしておいてくれるという話を聞きました。ただ、最近の傾向として、流動性が少ないといえますか、段々こういうパニック状態になりますと、機械的な売買はかえって難しくなるということで、若干昔に近い売買も復活しているとも聞いています。

もう1つ、株式市場の世界的な傾向として、昔は個人中心の市場だった株式市場が、機関投資家化するという傾向になっています。昭和30年代の日本では、全体に占める個人の持ち株の保有比率が60%ぐらいでした。40年代を通じて株式持合いにより金融機関とか事業法人の株が増えてきましたが、いわゆる機関投資家の株はほとんどなかったわけです。ここ数年間で、機関投資家の株が、もう50%を超えています。例えば海外の投資家の保有比率は、4～5年前には4～5%でしたが、今はもう28%です。また、投資、信託銀行保有株というのは年金等の株ですが、昔は数%ぐらいだったものが、今は23～24%にもなっています。こ

れに生保を合わせ、国内と海外を合計すると50%を超えています。アメリカの場合には、それが70%、80%です。例えば、アメリカの個人は、個別の株をほとんど持たずに投資信託を買う、あるいはETFを買うというスタイルですので、保有者としては、ETFであれば、コストディアン・バンクの名義で保有しています。そういうところは、大きな取引をマーケットですると、買おうとすると株価が上がりますし、売ろうとすると株価が下がるということで、マーケットインパクトが大きくなります。それをいかに小さくして株を売ったり買ったりしたらよいかは今大きな課題になっています。株を細かく分割して市場に発注する方法が多くなってきましたが、それでも間に合わないため、さらに市場の外で、ダークプールと言われる相対取引あるいは多角的な売買の気配を表示しない形での取引が結構増えつつあります。日本では、まだほとんどありませんが、アメリカ、ヨーロッパ等では、それが20%というようになっております。更にATSと呼ばれる市場外取引も増えており、ニューヨーク証券取引所の株がニューヨーク証券取引所で取引されているのがもう50%以下になっています。このように、世界の株式市場は日本の株式市場とは相当違った様子になっています。

データの説明はここまでにしめて、次に、「将来予想利回りと株価」に関する「図1」を用意しました。

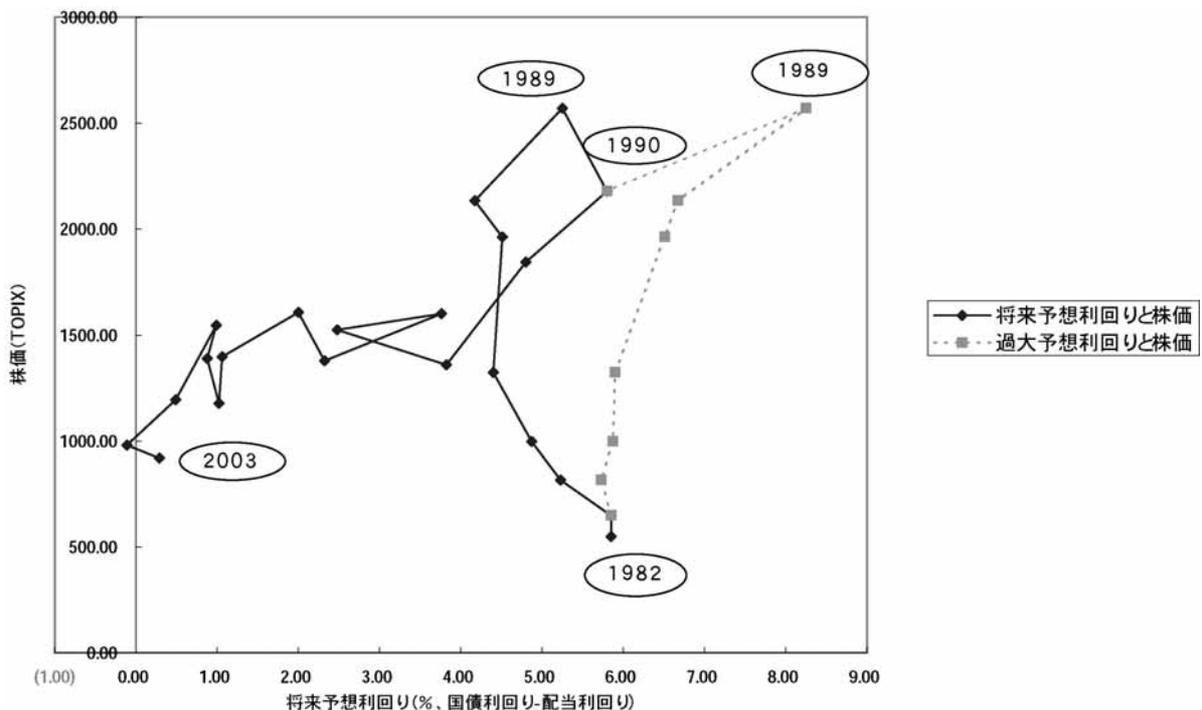


図1 将来予想利回りと株価

これは、何を表したいかですが、今日の日経新聞にも書いてありますが、一般にリスク資産の利回りというのは、リスクのない国債のような資産の利子率に比べて、大きくなければいけないということです。リスクプレミアムがないと、合理的な投資ができないのです。ただ、最近は違いますが、日本でいうと、配当利回りがだいたい1%ぐらいで、金利が2%、3%で、理屈に合わないこととなりますが、実は、その株式の投資にあたる利回りを考える時は、現状の実質利回りだけではなくて、将来に期待されている利回りを合わせて考えると、最低、国債の金利よりも上回っているはずだという仮定を置きます。ここに書いてありますように、国債の金利から配当利回りを差し引いたものを実線のグラフで表しています。ただ、国債の金利から配当利回りを差し引いたものは、1つの仮説ですが、将来に対する収益率のいわば最低利回りということで、実際には、もっと高い期待利回りが投資家の潜在意識としてあったのではないかという考えをグラフで示したのがこれになります。1982年をスタートにして1989年まで、黒い実線が垂直に上がっていています。この垂直に上がっているということは、将来の期待利益が変わらないのに株価がどんどん上がっているということですが、これは単に国債金利から配当利回りという定義をしたからです。実際は、将来への期待がもっと高かったのではないかということで、1982年から89年まで毎年0.5%ずつ将来の期待利回りが高まったという仮説を立てまして、それを足し込んだ結果が、点線のグラフになります。

これで何がわかるかということ、株価というのは、現在の利回りというよりも、将来の収益の期待利回りが高まると、どんどん上昇していくということです。逆に、当たり前ですが、将来に対する期待が低くなると、株価はどんどん下がります。それで、左側をみますと、マイナスになっています。2009年1月の数字は、期待収益率がマイナス1%台であり、昨年もマイナスの収益率であることです。そこで、何が正しい収益、将来に対する収益率かは誰もわかりませんが、こうしたグラフを描き、なぜ株価が下がるかをみることにより、投資家が暗黙裡に期待している心理が非常に大きく株価に影響していることを表せないかと考えてみたわけです。もちろん現状の収益、あるいは配当の水準も重要なことではあります。

日本の経済は非常に悪化しているということを前提として考えると、結局、5年先、10年先にもこういう株価形成がされている可能性があるのではないかと思います。それは、現段階では断定できませんが、マイナスの期待が将来の株価の背

景にあるということです。一方、1989年の株価上昇の背景には、将来の利回りが6%、7%上昇するという前提での株購入があったと感じています。

実は、ちょうど1989年に私は大蔵省の調査企画課というところで、金融政策を担当していました。今は金融政策というと、公定歩合ということで日本銀行の専管事項です。当時は、公定歩合の上げ下げというのは、日本銀行と大蔵省が相談して決めていました。それはなぜかということ、臨時金利調整法というのがありまして、預金金利が自由化されていませんでしたので、公定歩合の変更と同時に預金金利を上げ下げするということが大前提でした。そのため、公定歩合を上げる時は、相談の上、預金金利も同時並行で上げることになっていました。1989年の春と秋と年末と、さらに年明けに公定歩合を上げましたが、その時に大変驚いたことがありました。それは、公定歩合をなぜ上げるかということの説明する日本銀行の発表文がありますが、その中で株価が高すぎるので上げるということをはっきり書いて公定歩合を上げた途端に、株価が上がったということです。冷静に考えた場合、ここで言う期待収益率は通常でいうと4%ぐらいであってもいいものが、実は、暗黙裡に言うと、それが9%ほどにもなり誰もそれを信じて疑わないという状態が生じていたのではないかと思います。さらに、マーケットの雰囲気金融政策の中で変えることが重要だという認識の下、年末のクリスマス時期に再び公定歩合を上げました。その直後に、日経225が市場最高値をつけました。ただ、年明けから株価が下がり始めるのですが、私の個人的な感じですが、金融政策は半年ぐらいのタイムラグをもって市場に影響を与えるものだと思います。1990年の年明けから株価は落ちて始めてその後10年ぐらいそれが続いていくわけですが、そういう意味でも、単なるファンダメンタルズだけではなくて、マーケットの心理というのは、株価を大きく左右する要因であるかと思っています。現在は1989年と逆の状況にあり、すべての人が悲観的になっているわけです。しかし、悲観的すぎるといっても誰も信じません。そういう状況を今どう評価するかというのが、非常に重要なことだと思います。

<スタイルインデックス>

ここで少し東京証券取引所の宣伝をさせていただきます。お手元に、東証の主な株価指数と書かれた一覧があります。TOPIXとは、東証株価指数の英文名ですけれども、日経225で使われている225指数は、実は、東証が昔使っていたことが

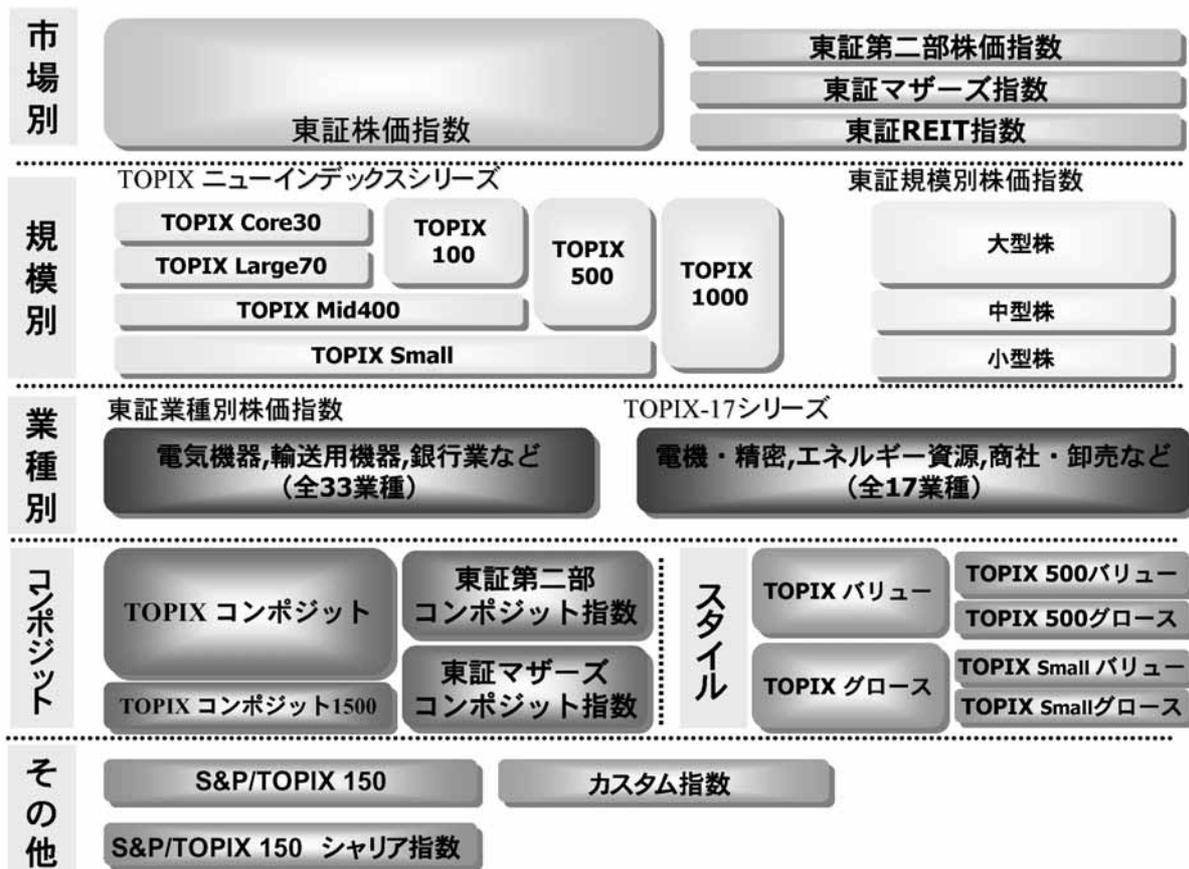
あります。1969年にそれまでの東証株価平均指数に替えて、TOPIXを発表しました。指数の算出自体は、実は1968年1月から開始していました。

TOPIXの特徴は、東証1部のすべての株価の時価の加重平均指数になっていること、すなわちマーケットそのものの動きを表す株価指数ということです。ただ、2～3年前に世界の潮流に沿って、指数の計算の仕方を若干変えました。それは、浮動株という割合で、浮動株時価ウェイトで計算し直しました。市場に出てこない株は、マーケットで取引されていないため、それを除外して考えよということです。これが現在、世界の標準になっております。

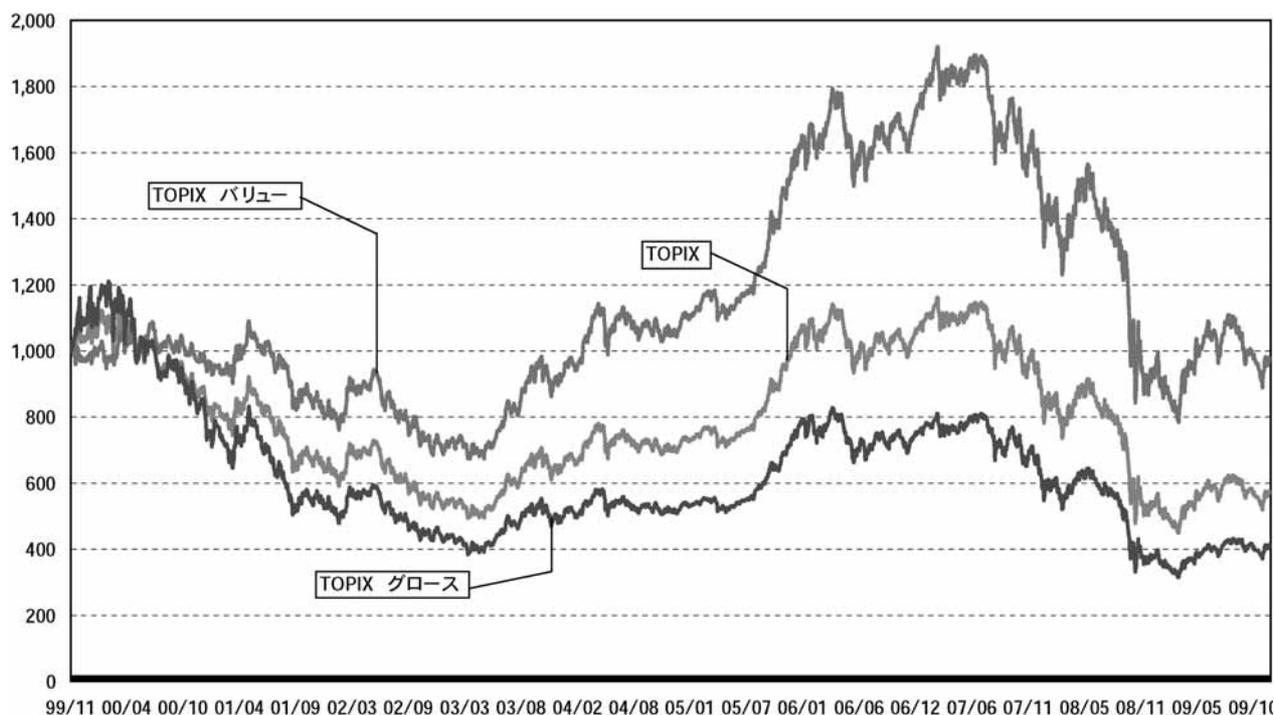
マーケットにはいろいろな特性がありますので、大型株とか中型株とか小型株とか、あるいは業種別とか、それぞれの指数をつくってあります。ただ、合計いたしますとTOPIXになるということにしています。さらに、「資料」の下の方に、「スタイル指数」、「コンポジット指数」、「S&P/TOPIX150」、「S&P/TOPIX150シャリア指数」というようなあまり耳慣れない指数もあります。

まず、TOPIXのスタイルインデックスとは何かということについて、TOPIX資料に説明しています。TOPIX全体を、バリュートの株またはグロースの株といった投資スタイルにより、「TOPIXバリュート」と「TOPIXグロース」と分類しています。さらに、大型株と小型株もその中でバリュートとグロースに分けて、このパフォーマンスを比較できるようにしています。

資料では、「TOPIXコンポジット」とか「TOPIXコンポジット1500」などの東証コンポジットインデックスシリーズについて説明しています。コンポジットというのは、総合指数という意味合いを持っています。実は、東証に上場しておりますのは、普通株だけではなく、無議決権の優先株とか、信金中金の無議決権の出資証券というものも上場しております。議決権はありませんが、株の配当に準じて配当されますから、経済的には普通株と同様に扱って良いのではないかという考えで、より広い株を対象にしています。さらに、TOPIXは、外国株が入っておりません。すべて国内株だけなのです。ですから、外国の企業で東証に単独上場している株もこのコンポジットの中に入れます。つまり、出身地ではなくどこのマー



資料 東証の主な株価指数



グラフ 6 TOPIX及びスタイル指数の動向（1999年11月～2009年12月、1999.11.1=1,000）

ケットに属しているかということと、証券の経済的性質で普通株に類似したものはすべて入れてしまおうということで、コンポジットという概念を導入しました。TOPIXは一部上場の指数ですから、上場企業数の増加に伴いその数は増え、無制限に増えることになってしまいます。何故「1500」かと言いますと、パッシブ運用などをする側からすると、あまり増えすぎてもどうかという懸念があり、大きな銘柄1500を区切り、1つのパッシブ運用をしやすいような指数をつくったということです。

「グラフ6」に、バリューとグロースの指数の比較表を用意しております。これをみますと、パフォーマンスとしては、TOPIXが真ん中でバリューが上、グロースが下になっています。バリューとグロースは、この短期的、短中期的パフォーマンスとしてはかなり分かれています。そうするとグロースは駄目なのかということになりますが、これはもっと長期的にみていきますと、当然逆転することもあるわけです。経済の情勢、あるいはその期間によってグロース株とバリュー株のパフォーマンスが違ってくるわけです。このバリ

ュー株とグロース株は、昨年から試行的に終値ベースで数値を発表しています。先月の2月9日からリアルタイムベースでバリューとグロースを配信しています。

機関投資家は、従来からパッシブ運用ということで、TOPIXと同じポートフォリオを作って株式投資を運用してきました。しかし、それだけでは少し工夫が足りないということで、経済情勢などに応じてバリューとグロースの割合を微妙に変化させたり、大型株、中型株の割合、あるいは業種別を変化させたりして、運用するようになってきています。日本ではまだあまり行われておりませんが、欧米の年金等は、これらに対応するETFを使ってパッシブ運用あるいはスタイル運用するというのが一般的になっています。そういう意味で、個人の投資家にとっても、バリュー、グロースのETFは未だ出てきてないのですが、ETFを組み合わせることによって、プロが行うようなスタイル運用のようなものも今後可能になってくるのではないかと考えております。

（終わり）

（2009年3月13日収録、事務局編集）