

寄稿者

Raghu Ramachandran
保険資産チャンネルのヘッド
raghu.ramachandran@spglobal.com

保険会社の一般勘定における ETF – 2017 年

はじめに

保険会社は 2004 年以降、上場投資信託 (ETF) に投資しています。保険会社は 2016 年、絶対額及び一般勘定に占める割合の両方で、ETF への投資を引き続き増やしました。本レポートでは、保険会社の一般勘定における ETF の利用状況について分析します。

全米保険監督官協会 (NAIC) は、米国の全ての保険会社に対して年次の財務諸表を州の規制当局に提出するように求めています。この提出書類には、保険会社が保有する全ての証券の明細が含まれています。S&P グローバル・マーケット・インテリジェンス (SPGMI) では、NAIC からのこのデータを編集し、利用可能なフォーマットで使用できるようにしています。当社ではこのデータベースを使用し、全ての保険会社の ETF の保有状況 (現在及び過去の両方) を確認しました。さらに、ETF のデータ及び分析会社であるファースト・ブリッジは、米国の ETF のリストや、各 ETF の特性 (資産クラス、株式戦略、債券の格付けなど) を提供しています。当社ではファースト・ブリッジの分類情報を法定提出データと結合し、保険会社が ETF をどのように活用しているかに関する洞察を得ます。¹

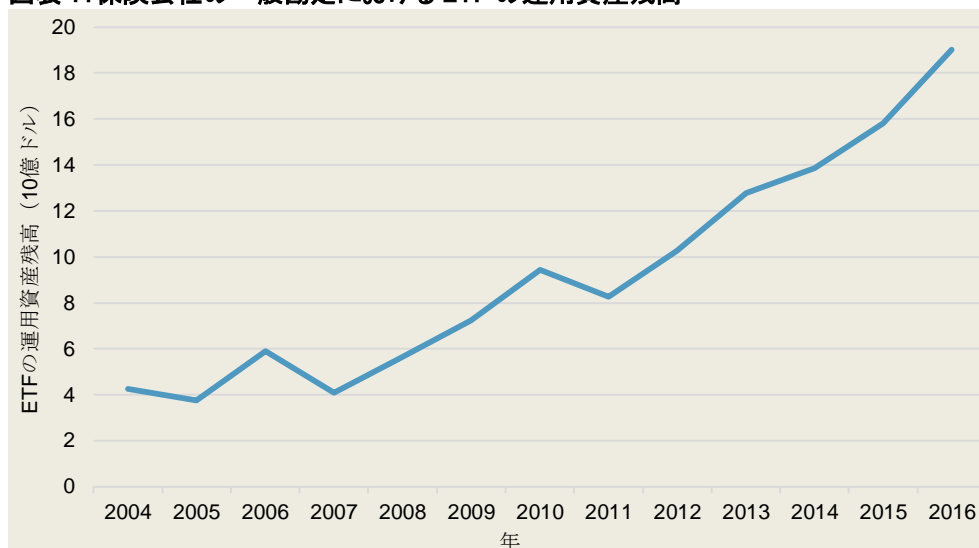
概要

保険会社は ETF の利用を引き続き増やしています。2016 年末時点で、保険会社は一般勘定において 190 億ドルを ETF に投資していました。

¹ 付属資料 1 を参照ください。

保険会社によるETFの利用はここ12年間にわたり一貫して大幅な伸びを示している。

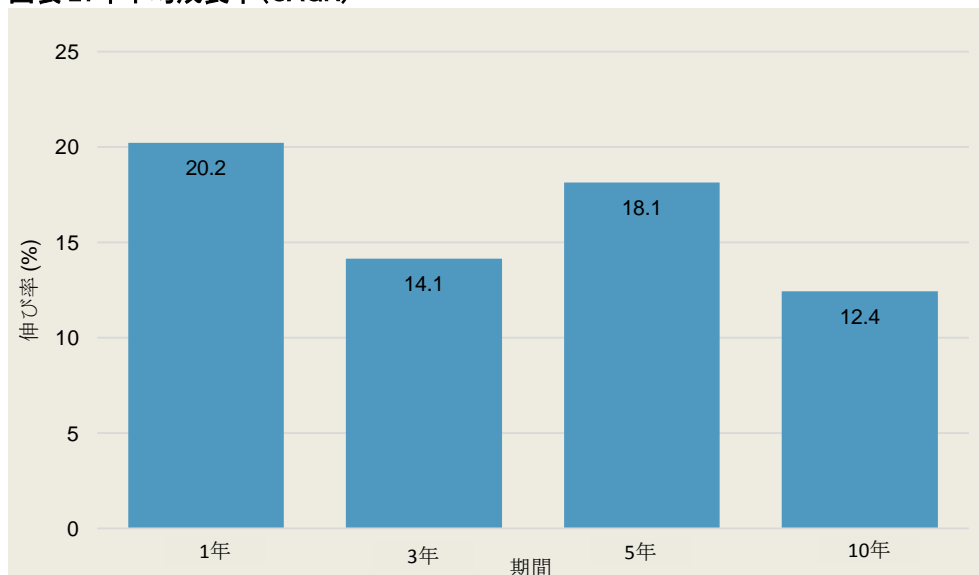
図表 1: 保険会社の一般勘定におけるETFの運用資産残高



出所: S&P グローバル・マーケット・インテリジェンスを通じた NAIC のデータ。2016年12月31日現在のデータ。図表は説明目的のために提示されています。

この190億ドルは、米国のETF資産の2兆5,000億ドルや、一般勘定資産の6兆ドルからするとほんの僅かを占めているに過ぎませんが、保険会社によるETFの利用はここ12年間にわたり一貫して大幅な伸びを示しています。2016年には、保険会社によるETFへの投資額は前年比20%増加しています。さらに、ETFの利用は、過去3年、5年、及び10年の期間において2桁台の年平均成長率(CAGR)を示しています。

図表 2: 年平均成長率(CAGR)

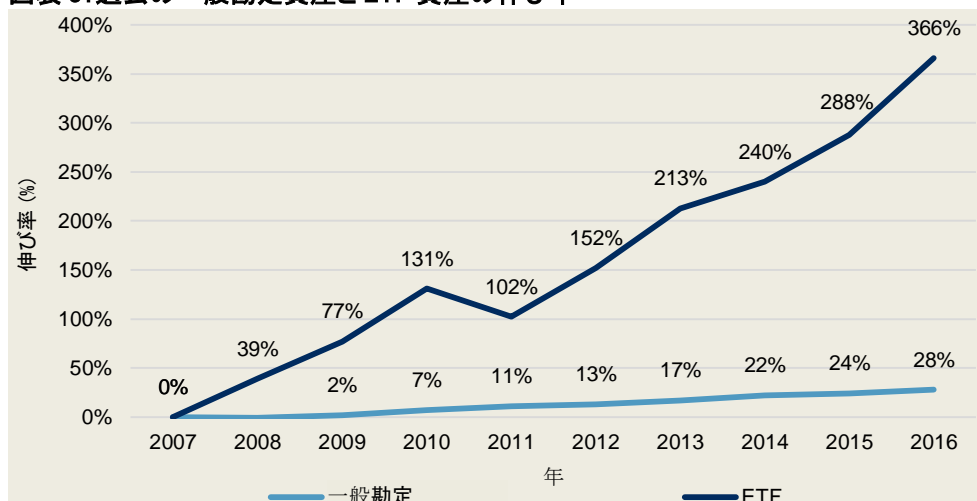


出所: S&P グローバル・マーケット・インテリジェンスを通じた NAIC のデータ。2016年12月31日現在のデータ。図表は説明目的のために提示されています。

ETFの利用の伸び率は2007年以降、一般勘定の総資産の伸び率を大きく上回っています。²

2007年以降、ETFの利用の伸び率は一般勘定の総資産の伸び率を大きく上回っている。

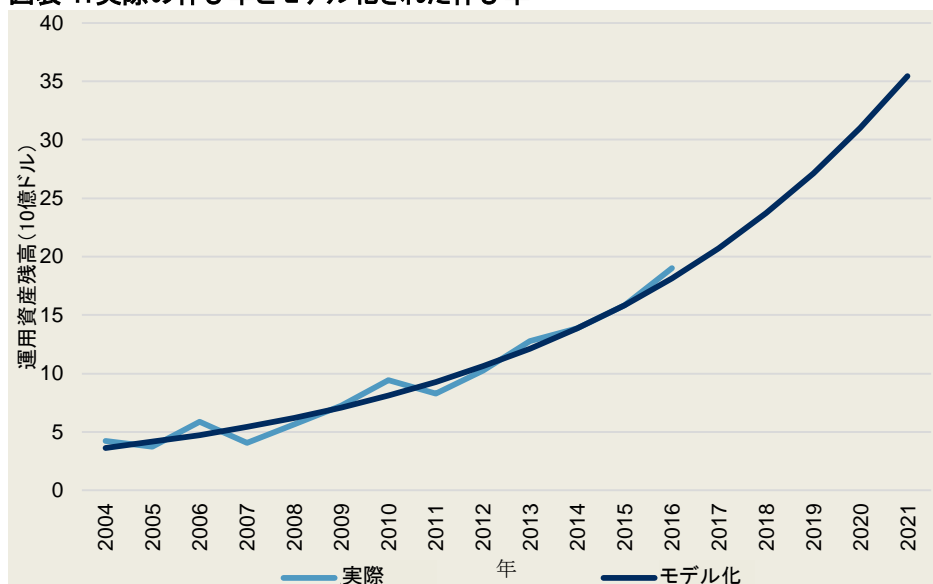
図表3: 過去の一般勘定資産とETF資産の伸び率



出所: S&P グローバル・マーケット・インテリジェンスを通じた NAIC のデータ、セルリー・アソシエイツ。2016年12月31日現在のデータ。図表は説明目的のために提示されています。

ETF資産の過去の伸び率をモデル化するために、当社では運用資産残高(AUM)に適合する線形回帰を使用しました。³ この回帰曲線は、ETF資産の伸び率を正確にモデル化できるようにデザインされています。

図表4: 実際の伸び率とモデル化された伸び率



出所: S&P グローバル・マーケット・インテリジェンスを通じた NAIC のデータ。2016年12月31日現在のデータ。図表は説明目的のために提示されています。

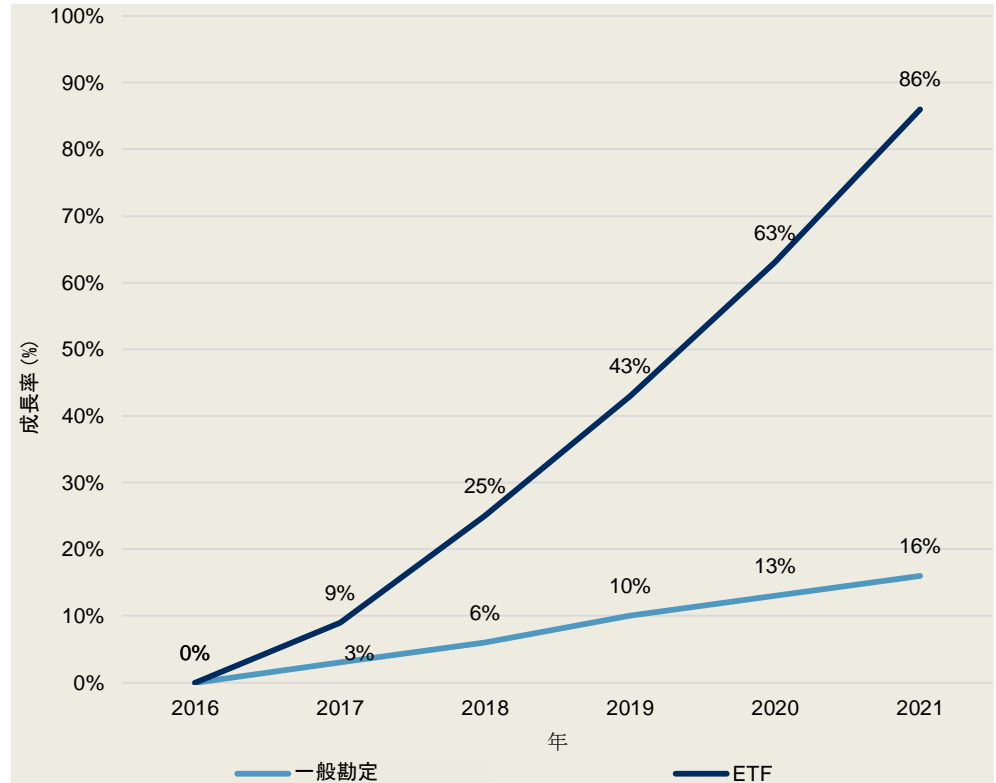
² セルリー・アソシエイツによる2016年11月14日発行の「U.S. Insurance Asset Pools 2016: Meeting the Needs of the U.S. Insurance Industry」の48ページ

³ 付属資料2を参照ください。

次に、当社では回帰モデルを使用し、ETFのトレンドに基づく伸び率を推測しました。仮に保険会社がトレンドに応じてETFの使用を引き続き増やした場合、保険会社によるETFの利用は5年間で86%増加すると見込まれますが、リサーチ会社のセルリー⁴によると、一般勘定の資産は同期間に16%の増加にとどまります。

仮に保険会社がトレンドに応じてETFの使用を引き続き増やした場合、保険会社によるETFの利用は5年間で86%増加すると見込まれる。

図表 5: 予想伸び率

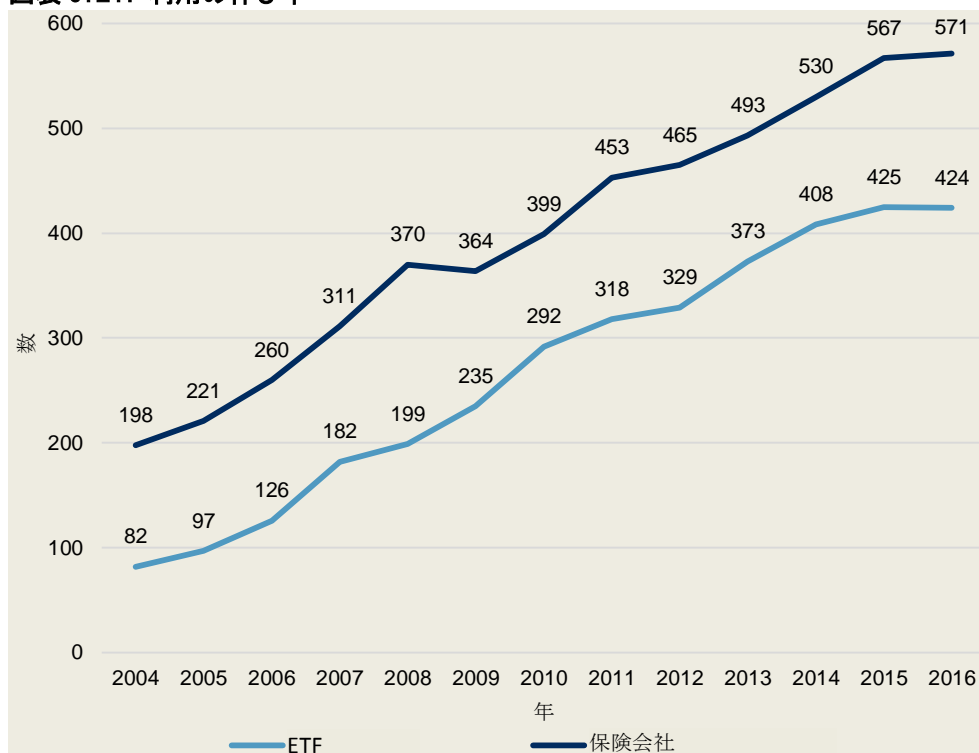


出所: S&P グローバル・マーケット・インテリジェンスを通じた NAIC のデータ、。2016年12月31日現在のデータ。図表は説明目的のために提示されています。

ここ12年間において、保険会社が利用したETFの数や、ETFを利用する保険会社の数は着実に増加しています。2016年時点で、571の保険会社が424の異なるETFに投資していました(図表6を参照)。SPGMIのデータベースによると、2016年時点で1,986の保険会社が上場しているため、全保険会社の約30%がETFに投資していたこととなります。保険会社は比較的少ない資産クラスに投資する傾向があるものの、保険会社が利用するETFの数が着実に増加していることは、ファンドの選択肢の幅が大きく広がっていることを示唆しています。

⁴ セルリー、*op.cit.*、48ページ

図表 6:ETF 利用の伸び率



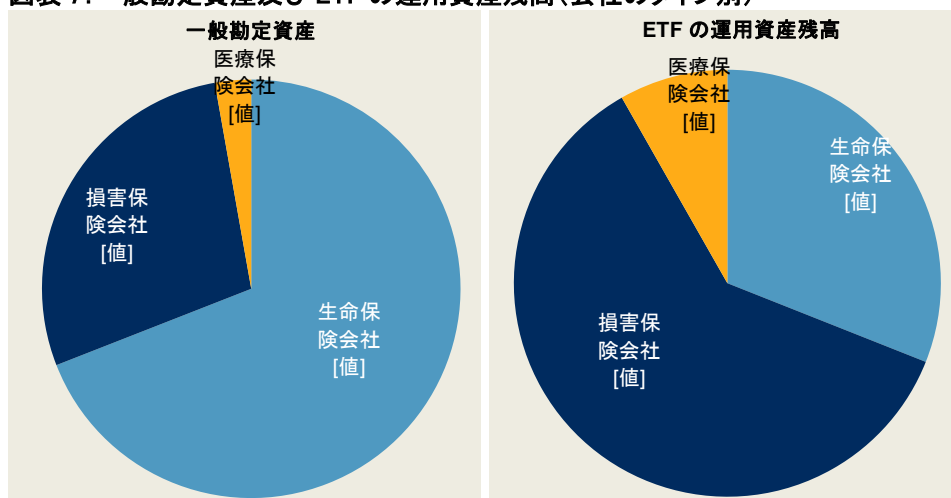
出所: S&P グローバル・マーケット・インテリジェンスを通じた NAIC のデータ。2016年12月31日現在のデータ。図表は説明目的のために提示されています。

会社のタイプ及び規模別の分析

保険業界では、生命保険会社が一般勘定の総資産の69%を占めていますが、損害保険会社(P&C)がETFの大部分を保有しています。

図表 7: 一般勘定資産及びETFの運用資産残高(会社のタイプ別)

生命保険会社が一般勘定の総資産の69%を占めているが、損害保険会社がETFの大部分を保有している。

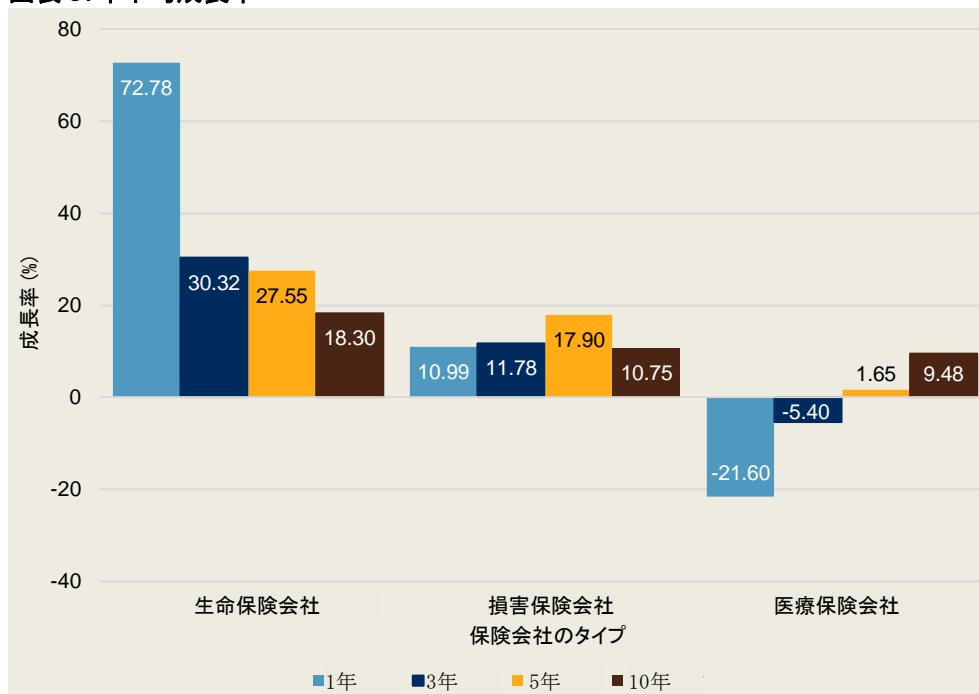


出所: S&P グローバル・マーケット・インテリジェンスを通じた NAIC のデータ。2016年12月31日現在のデータ。図表は説明目的のために提示されています。

ただし、生命保険会社は昨年、急速な伸びを示しました。生命保険会社によるETFの利用は前年比72%増加しており、過去5年間では1年当たり27%増加しています。一方、医療保険会社は過去3年間においてETFの保有を減らしています。

図表 8: 年平均成長率

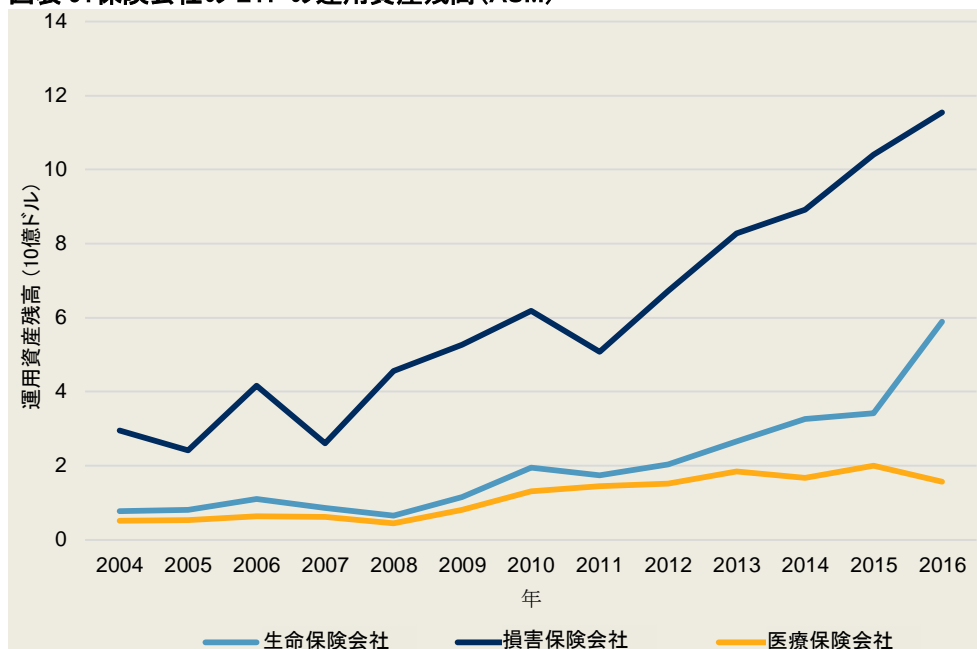
医療保険会社は過去3年間においてETFを減らしている。



出所: S&P グローバル・マーケット・インテリジェンスを通じた NAIC のデータ。2016年12月31日現在のデータ。図表は説明目的のために提示されています。

損害保険会社のETFの利用は10年間にわたり2桁台前半の伸びを続けています。

図表 9: 保険会社のETFの運用資産残高(AUM)

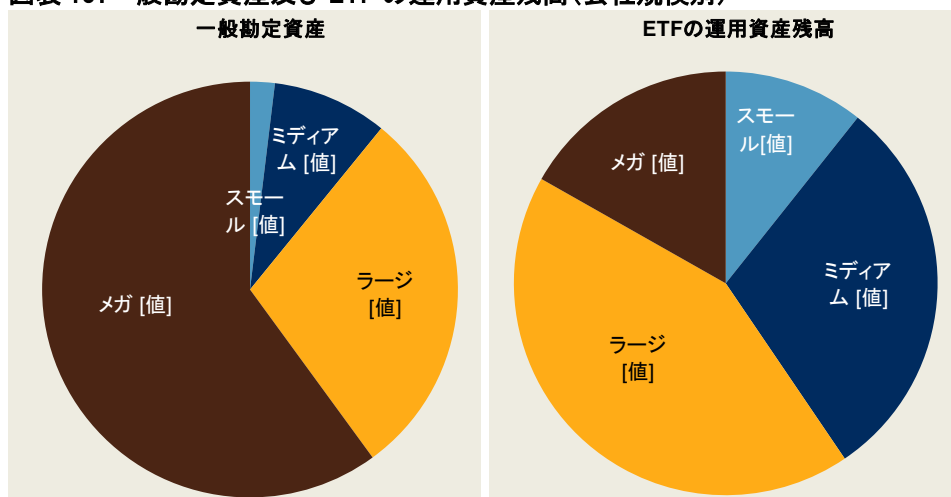


出所: S&P グローバル・マーケット・インテリジェンスを通じた NAIC のデータ。2016年12月31日現在のデータ。図表は説明目的のために提示されています。

また、当社では一般勘定資産の規模別に保険会社を区分しています。当社では一般勘定資産が5億ドル未満の会社を「スモール」、一般勘定資産が5億ドル～50億ドルの会社を「ミディアム」、一般勘定資産が50億ドル～500億ドルの会社を「ラージ」、一般勘定資産が500億ドル超の会社を「メガ」として定義します。メガ会社は保険会社に属する資産のほとんどを保有していますが、保険会社が保有しているETF全体の16%しか保有していません。

図表 10: 一般勘定資産及びETFの運用資産残高(会社規模別)

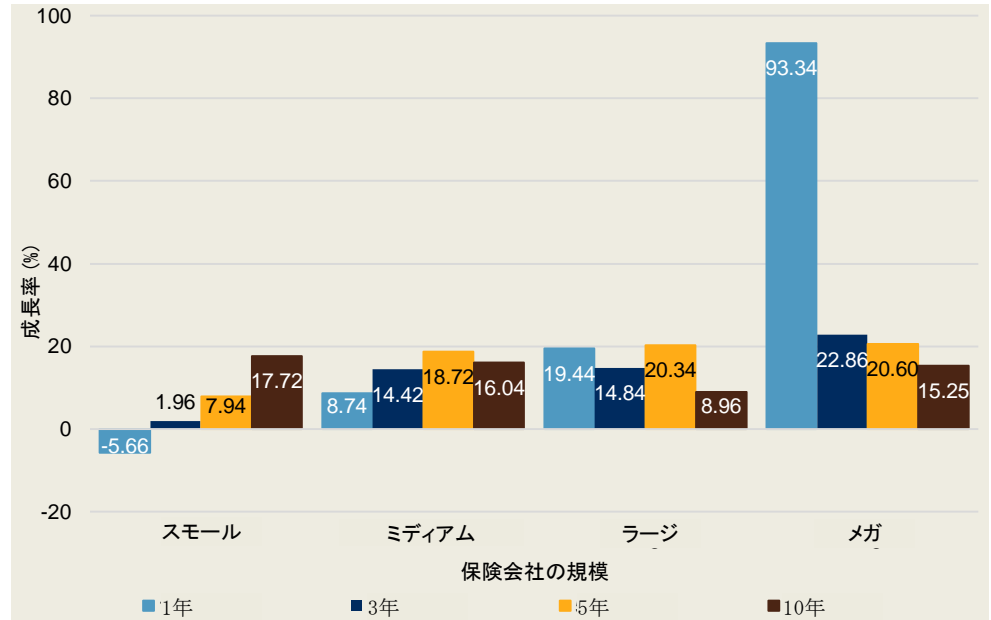
メガ会社は保険会社に属する資産のほとんどを保有しているが、保険会社が保有しているETF全体の16%しか保有していない。



出所: S&P グローバル・マーケット・インテリジェンスを通じた NAIC のデータ。2016年12月31日現在のデータ。図表は説明目的のために提示されています。

しかし、保険会社の規模別で比較すると、2016年にETF投資が最も増加したのはメガ会社でした。

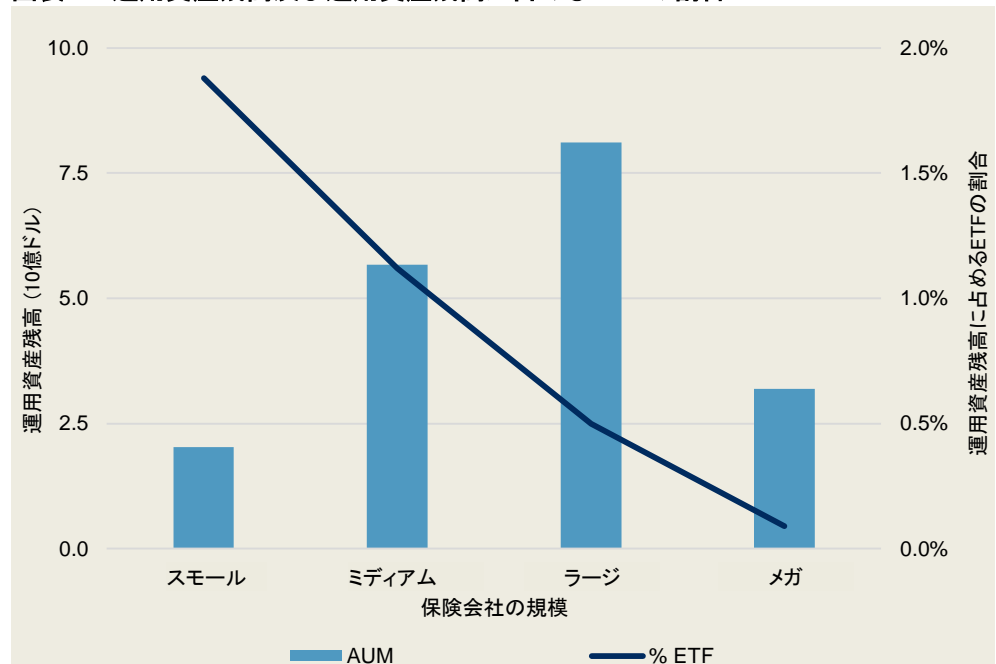
図表 11: 年平均成長率



出所: S&P グローバル・マーケット・インテリジェンスを通じた NAIC のデータ。2016年12月31日現在のデータ。図表は説明目的のために提示されています。

保険会社の規模が大きくなればなるほど、一般勘定資産に占めるETF投資の割合は小さくなります。

図表 12: 運用資産残高及び運用資産残高に占めるETFの割合

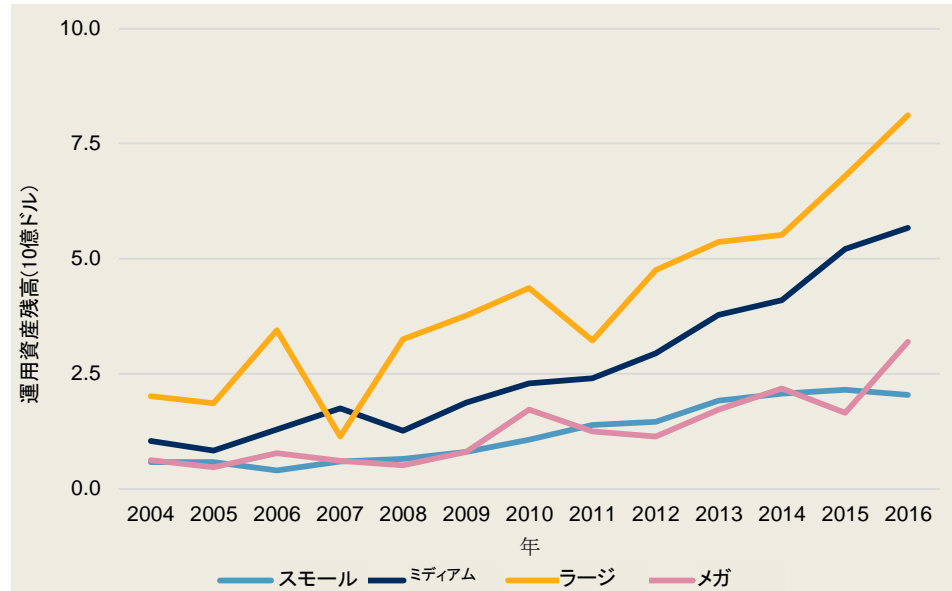


出所: S&P グローバル・マーケット・インテリジェンスを通じた NAIC のデータ。2016年12月31日現在のデータ。図表は説明目的のために提示されています。

保険会社の規模が大きくなればなるほど、一般勘定資産に占めるETF投資の割合は小さくなる。

ただし、小規模な保険会社は2016年にETF投資を減らしています。

図表 13: 保険会社のETFの運用資産残高(会社の規模別)



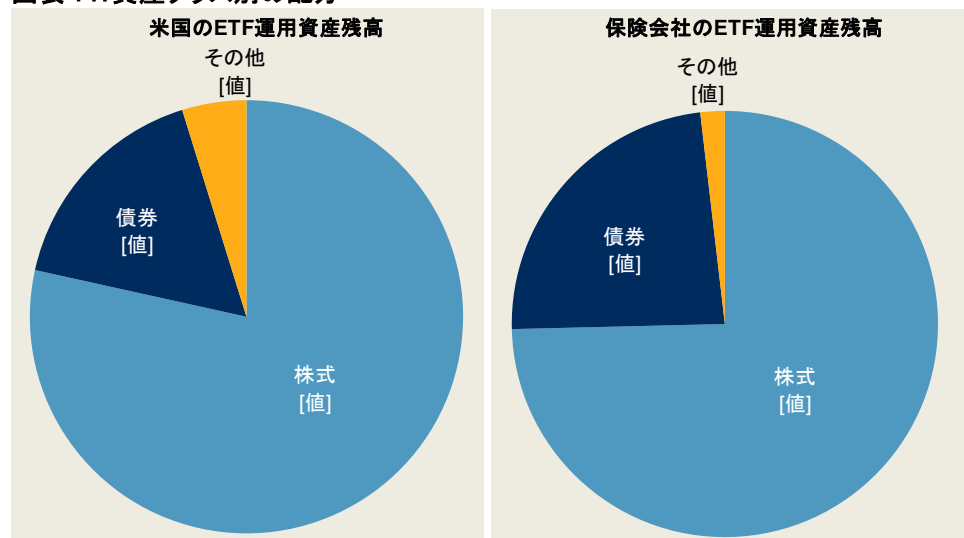
出所: S&P グローバル・マーケット・インテリジェンスを通じた NAIC のデータ。2016年12月31日現在のデータ。図表は説明目的のために提示されています。

資産クラスごとの分析

保険会社のETF運用資産残高(190億ドル)と米国のETF運用資産残高(2兆5,500億ドル)の資産クラスの構成を比較すると、それほど大きな違いは見られません。投資のおよそ4分の3が株式ETFに、約20%が債券に、残りはその他の資産クラスに配分されています。

図表 14: 資産クラス別の配分

保険会社のETF運用資産残高(190億ドル)と米国のETF運用資産残高(2兆5,500億ドル)の資産クラスの構成を比較すると、それほど大きな違いは見られない。

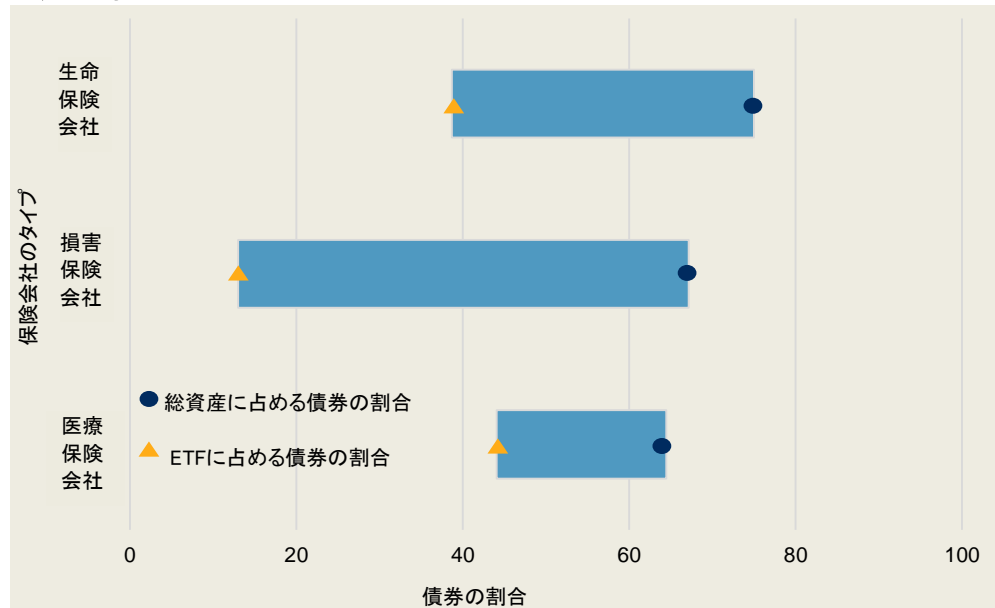


出所: S&P グローバル・マーケット・インテリジェンスを通じた NAIC のデータ、ファースト・ブリッジ。2016年12月31日現在のデータ。図表は説明目的のために提示されています。

保険会社は、資産のほとんどを債券で保有しているものの、ETFでは債券よりも株式に多く投資しています。セルーリによると、保険会社は資産の3分の2から4分の3を債券に投資しています。⁵ 損害保険会社では、総投資額における債券への配分とETF投資額における債券への配分の際に最も大きな相違があります。一方、医療保険会社では、その差が最も小さくなっています。保険会社ではETFのプロファイルが米国全体のプロファイルと似通っている一方で、ETFのプロファイルは自らの一般勘定のプロファイルと大きく異なっています。

⁵ セルーリ、*op. cit.*、51ページ

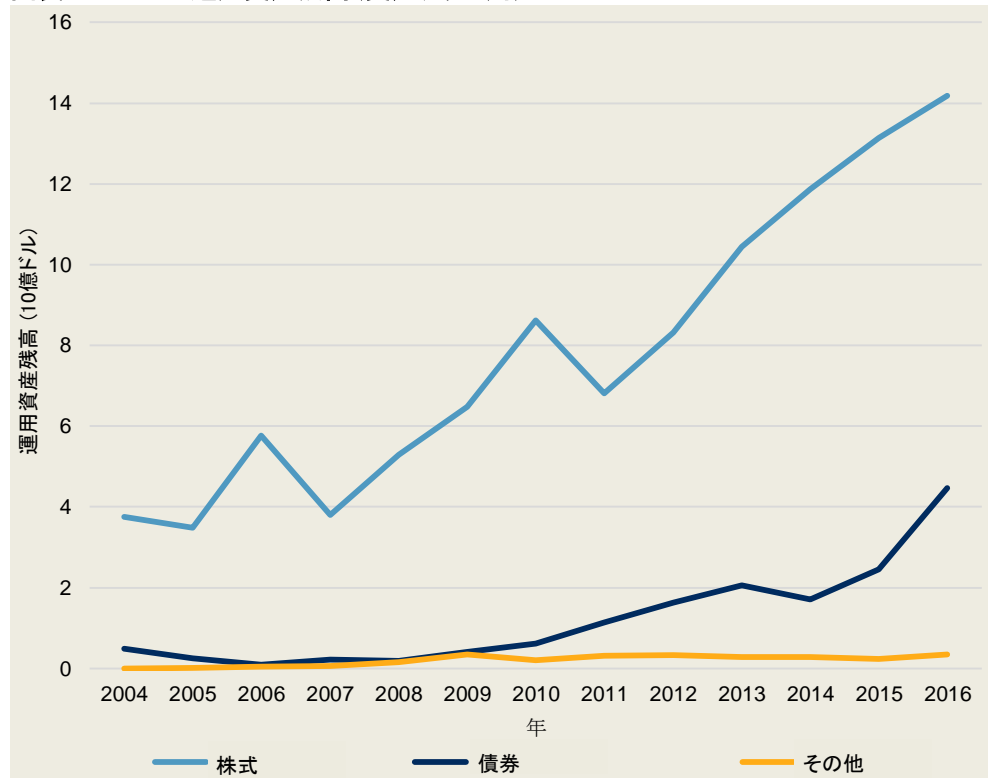
図表 15: 債券への配分



出所: S&P グローバル・マーケット・インテリジェンスを通じた NAIC のデータ、セルーリ・アソシエイツ。2016年12月31日現在のデータ。図表は説明目的のために提示されています。

保険会社では、株式ETFを最も多く保有しているものの、債券ETFは全ての期間にわたり最も急速な伸びを示しています。

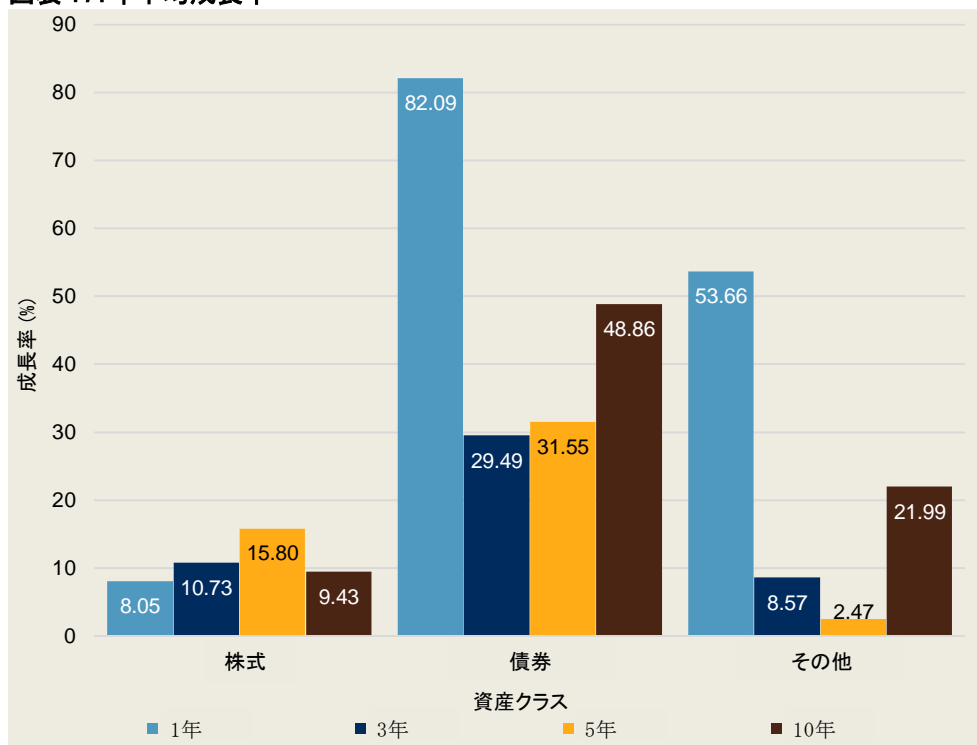
図表 16: ETF の運用資産残高(資産クラス別)



出所: S&P グローバル・マーケット・インテリジェンスを通じた NAIC のデータ、ファースト・ブリッジ。2016年12月31日現在のデータ。図表は説明目的のために提示されています。

保険会社は、2008年まで実質的に債券ETFに投資していなかったが、ここ数年において債券ETFの利用は増加している。

図表 17: 年平均成長率

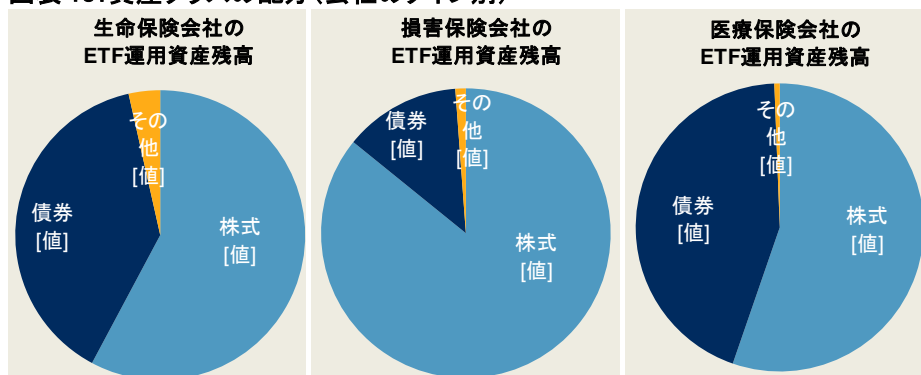


出所: S&P グローバル・マーケット・インテリジェンスを通じた NAIC のデータ、ファースト・ブリッジ。2016年12月31日現在のデータ。図表は説明目的のために提示されています。

損害保険会社は株式ETFに最も多く投資しています。スモール及びラージ会社も株式ETFに最も多く投資している一方、メガ会社は債券ETFに最も多く投資しています。

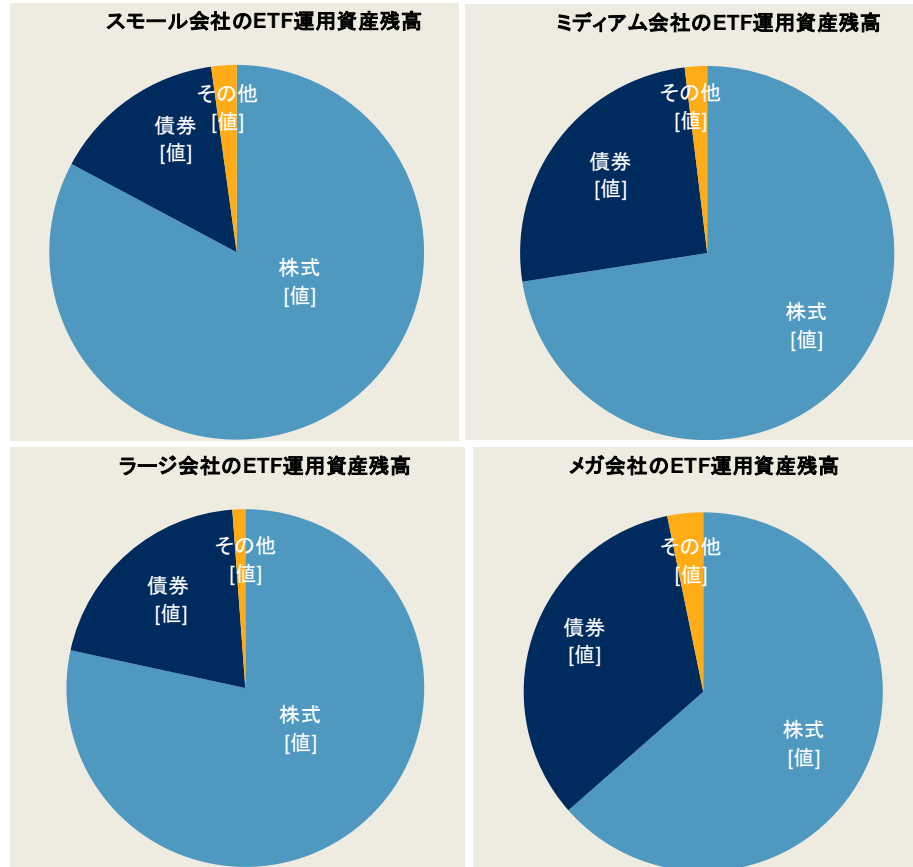
図表 18: 資産クラスの配分(会社のタイプ別)

損害保険会社は株式ETFに最も多く投資している。



出所: S&P グローバル・マーケット・インテリジェンスを通じた NAIC のデータ、ファースト・ブリッジ。2016年12月31日現在のデータ。図表は説明目的のために提示されています。

図表 19: 資産クラスの配分(会社の規模別)

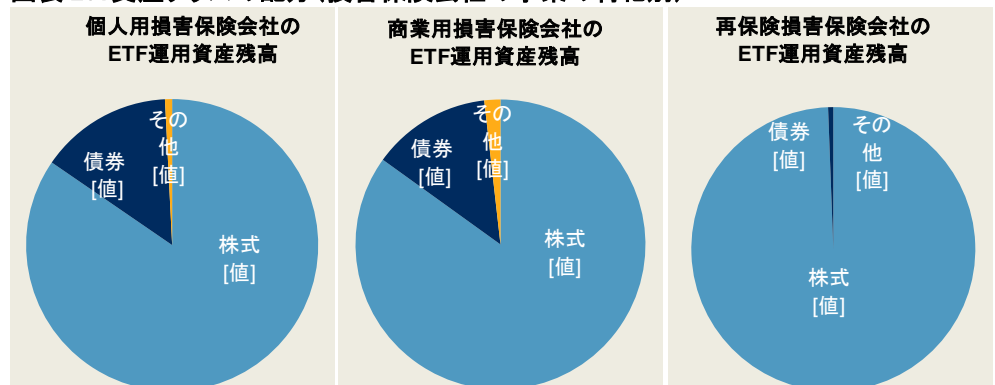


出所: S&P グローバル・マーケット・インテリジェンスを通じた NAIC のデータ、ファースト・ブリッジ。2016年12月31日現在のデータ。図表は説明目的のために提示されています。

個人及び商業用損害保険会社が投資しているETFを見ると、資産クラスの配分にそれほど違いはありませんが、再保険に特化している損害保険会社が投資しているETFは、その大部分が株式ETFとなっています。⁶

図表 20: 資産クラスの配分(損害保険会社の事業の特化別)

再保険に特化している損害保険会社が投資しているETFは、その大部分が株式ETFとなっている。



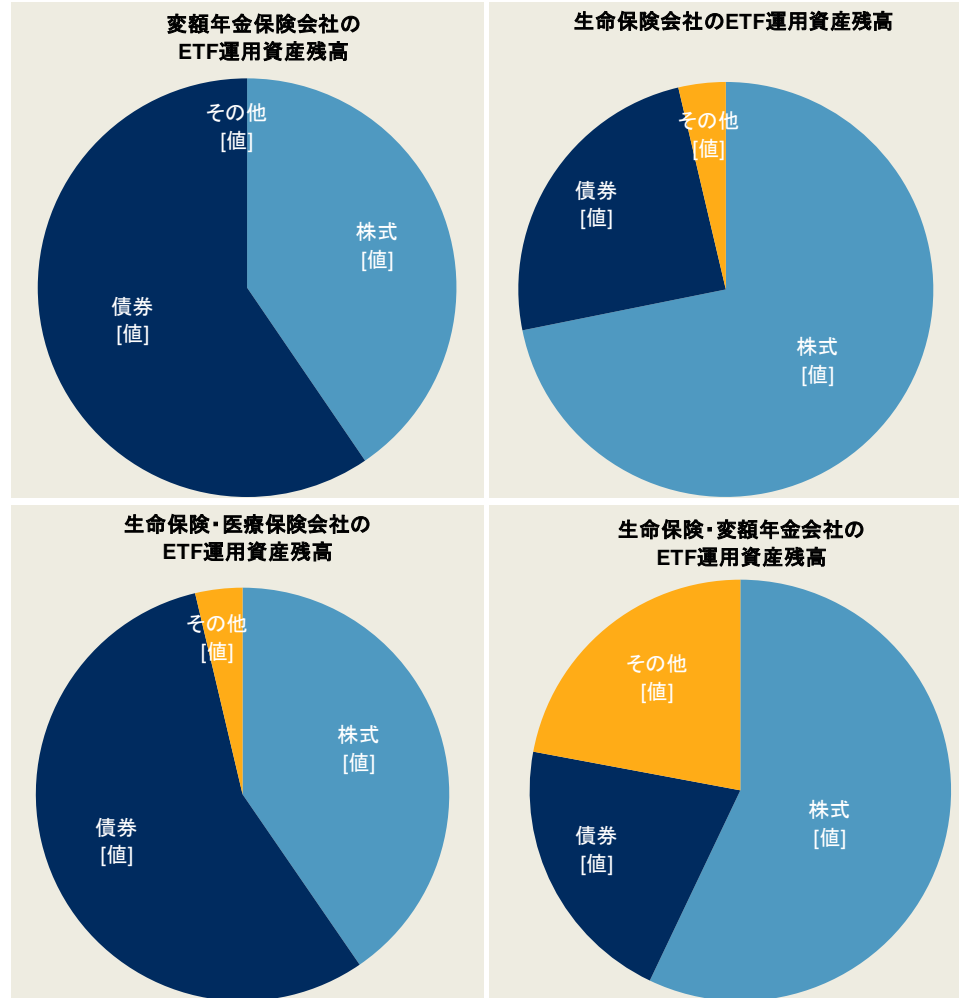
出所: S&P グローバル・マーケット・インテリジェンスを通じた NAIC のデータ、ファースト・ブリッジ。2016年12月31日現在のデータ。図表は説明目的のために提示されています。

⁶ 付属資料 1.2 を参照ください。

一方、生命保険会社が投資するETFは、事業タイプによって資産クラスの配分が大きく異なっています。変額年金保険会社及び生命保険・医療保険会社は債券に多く投資している一方で、生命保険・変額年金保険会社は、コモディティ、金属、及び通貨といったその他の資産クラスにより重点を置いています。

図表 21: 資産クラスの配分(保険事業の特化別)

生命保険会社が投資するETFは、事業タイプによって資産クラスの配分が大きく異なっている。

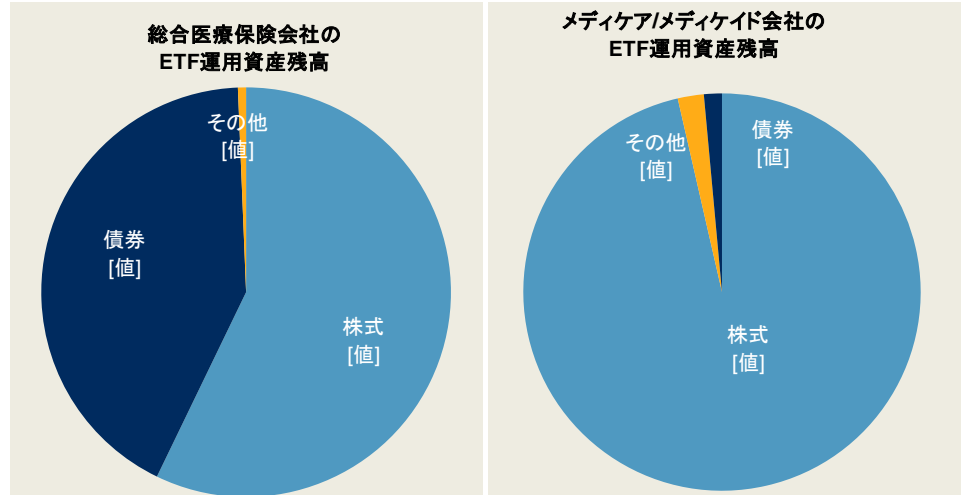


出所: S&P グローバル・マーケット・インテリジェンスを通じた NAIC のデータ、ファースト・ブリッジ。2016年12月31日現在のデータ。図表は説明目的のために提示されています。

同様に、医療保険会社の中では、メディケア/メディケイド会社はほぼ例外なく株式ETFを利用している一方で、総合医療保険会社は債券ETFを利用している可能性が高いと言えます。

総合医療保険会社は債券ETFを利用している可能性が高いと言える。

図表 22: 資産クラスの配分(医療保険事業の特化別)



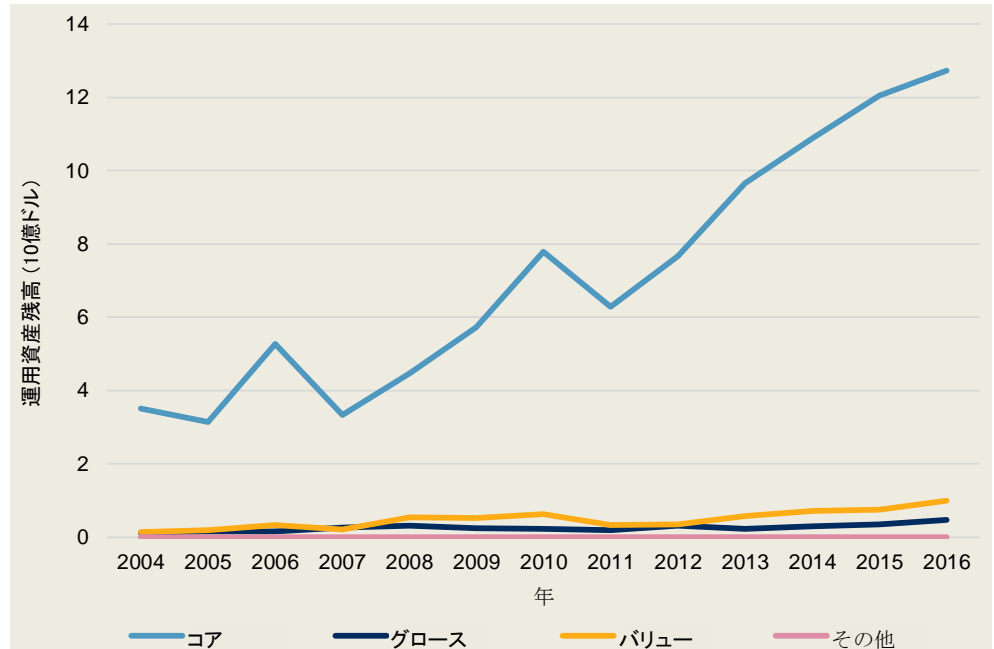
出所: S&P グローバル・マーケット・インテリジェンスを通じた NAIC のデータ、ファースト・ブリッジ。2016年12月31日現在のデータ。図表は説明目的のために提示されています。

株式ETFの分析

株式ETFだけに注目した場合、保険会社は主にコア株式ETFを購入していました。グロース株ETF及びバリュー株ETFは高い伸び率を示していますが、これらのETFを合計してもETF配分全体の10%を占めているに過ぎません。

保険会社は主にコア株式ETFを購入していた。

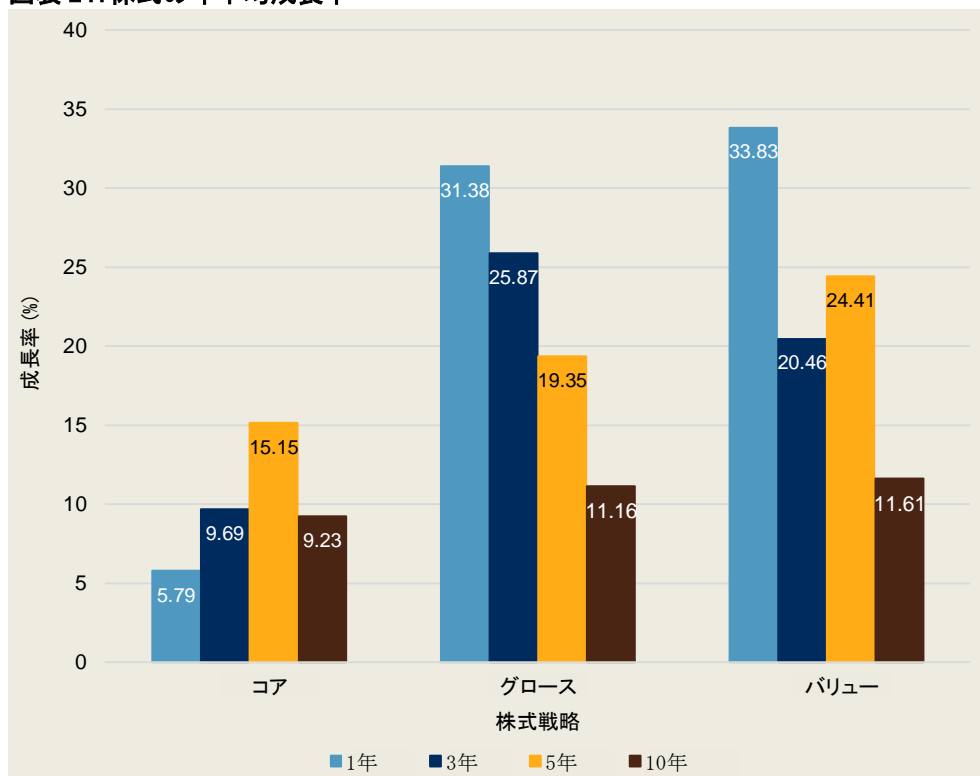
図表 23: 株式ETF運用資産残高



出所: S&P グローバル・マーケット・インテリジェンスを通じた NAIC のデータ、ファースト・ブリッジ。2016年12月31日現在のデータ。図表は説明目的のために提示されています。

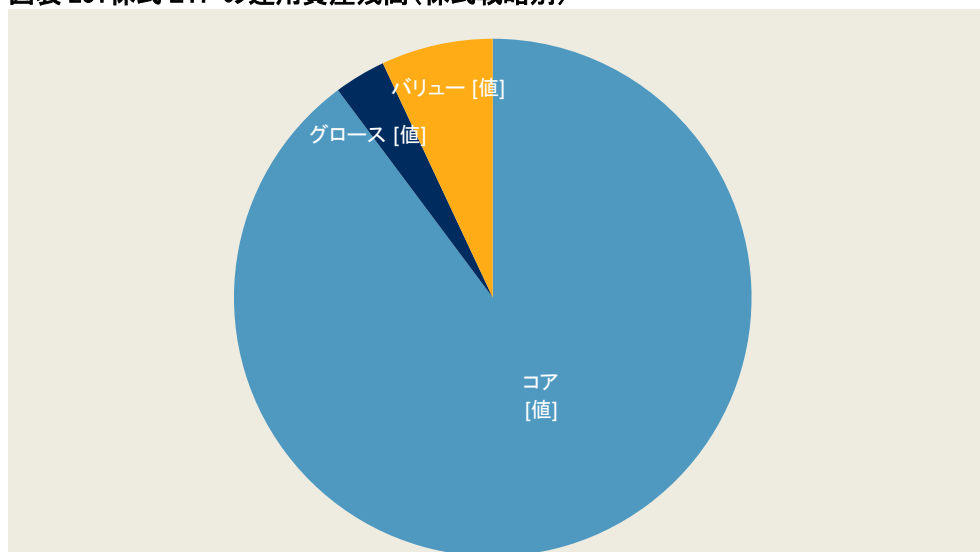
グロース株及びバリュー株ETFは比例して高い伸び率を示している

図表 24: 株式の年平均成長率



出所: S&P グローバル・マーケット・インテリジェンスを通じた NAIC のデータ、ファースト・ブリッジ。2016年12月31日現在のデータ。図表は説明目的のために提示されています。

図表 25: 株式ETFの運用資産残高(株式戦略別)

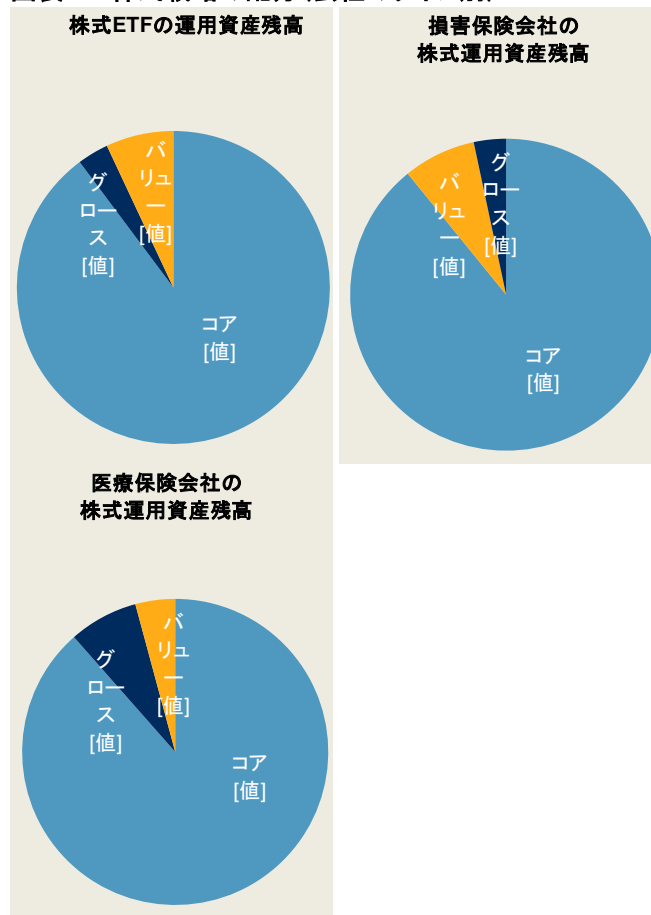


出所: S&P グローバル・マーケット・インテリジェンスを通じた NAIC のデータ、ファースト・ブリッジ。2016年12月31日現在のデータ。図表は説明目的のために提示されています。

コア株式ETFへの配分は、保険会社のタイプ別に見ると大きな違いはありませんが、会社の規模別に見ると多少の違いがあります。ETFでは、メガ保険会社はバリュー株及びグロース株ETFへの投資割合が低いと言えます。

図表 26: 株式戦略の配分(会社のタイプ別)

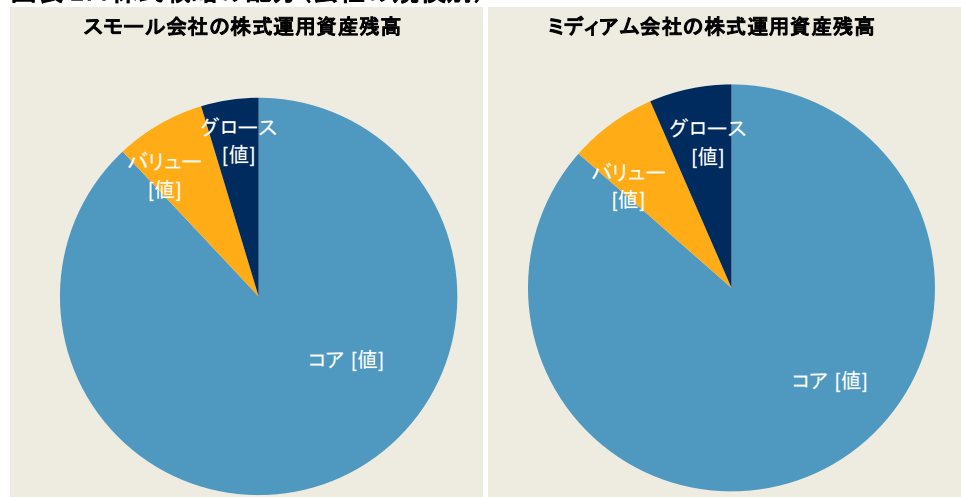
コア株式ETFへの配分は、保険会社のタイプ別に見ると大きな違いはないが、会社の規模別に見ると多少の違いがある。

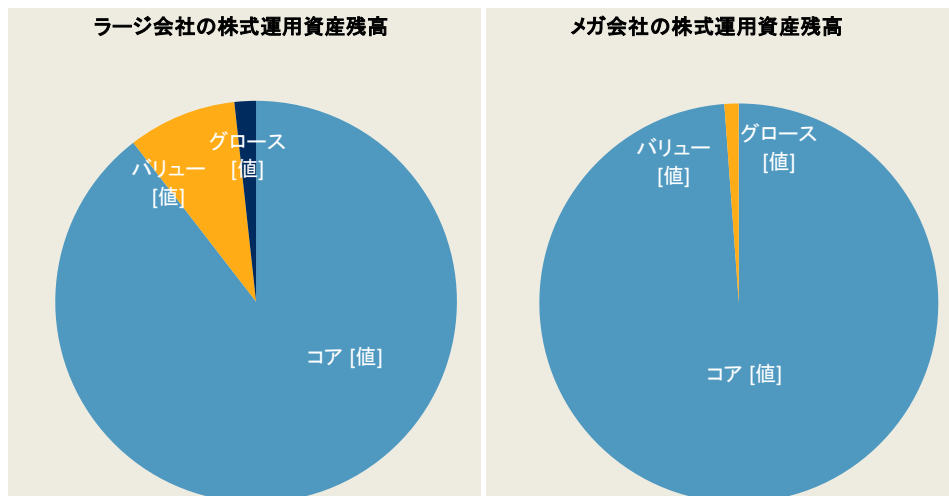


出所: S&P グローバル・マーケット・インテリジェンスを通じた NAIC のデータ、ファースト・ブリッジ。2016年12月31日現在のデータ。図表は説明目的のために提示されています。

図表 27: 株式戦略の配分(会社の規模別)

ETFでは、メガ保険会社はバリュー株及びグロース株ファンドへの投資割合が低い。

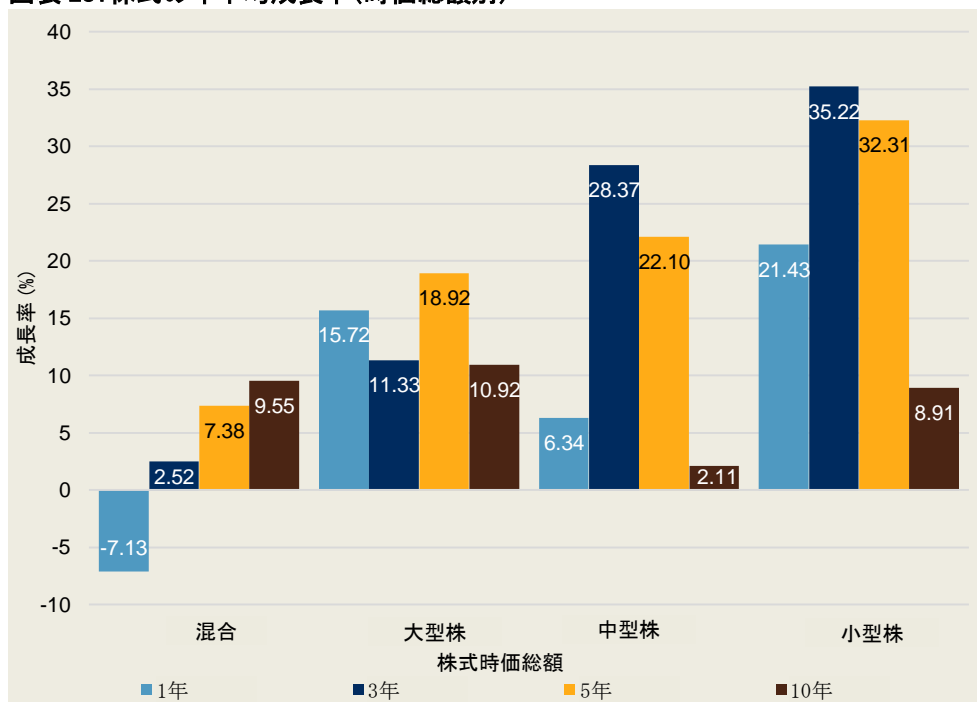




出所: S&P グローバル・マーケット・インテリジェンスを通じた NAIC のデータ、ファースト・ブリッジ。2016年12月31日現在のデータ。図表は説明目的のために提示されています。

保険会社のETF市場では大型株が依然として主流となっていますが、ここ数年では、混合ETFへの投資が伸び悩む一方で小型株ETFへの投資が高い伸びを示しています。

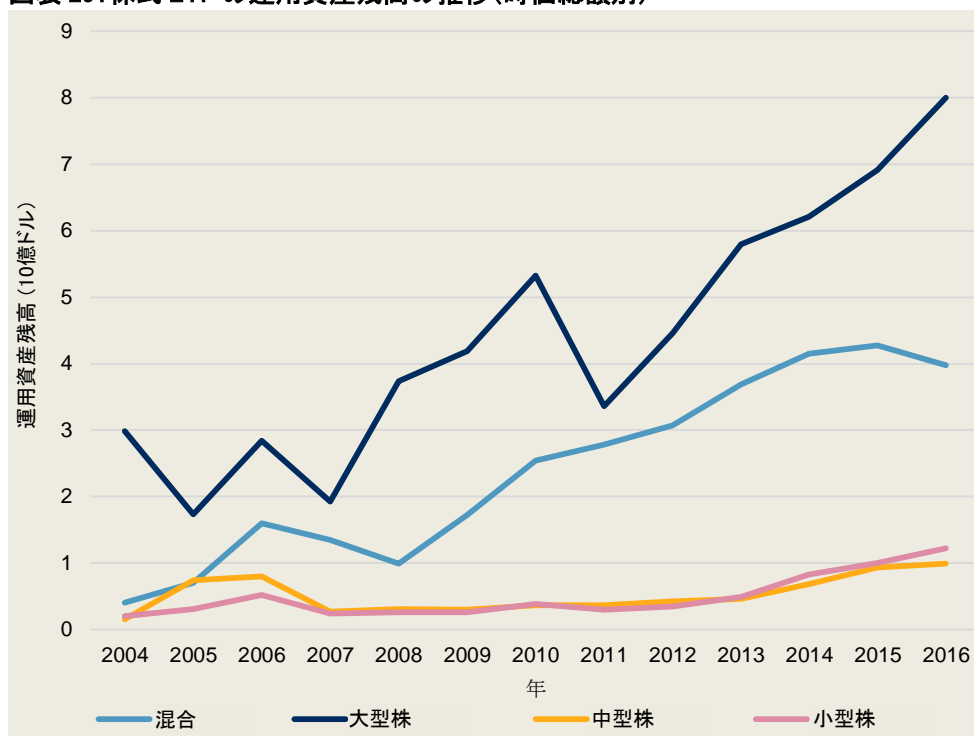
図表 28: 株式の年平均成長率(時価総額別)



出所: S&P グローバル・マーケット・インテリジェンスを通じた NAIC のデータ、ファースト・ブリッジ。2016年12月31日現在のデータ。図表は説明目的のために提示されています。

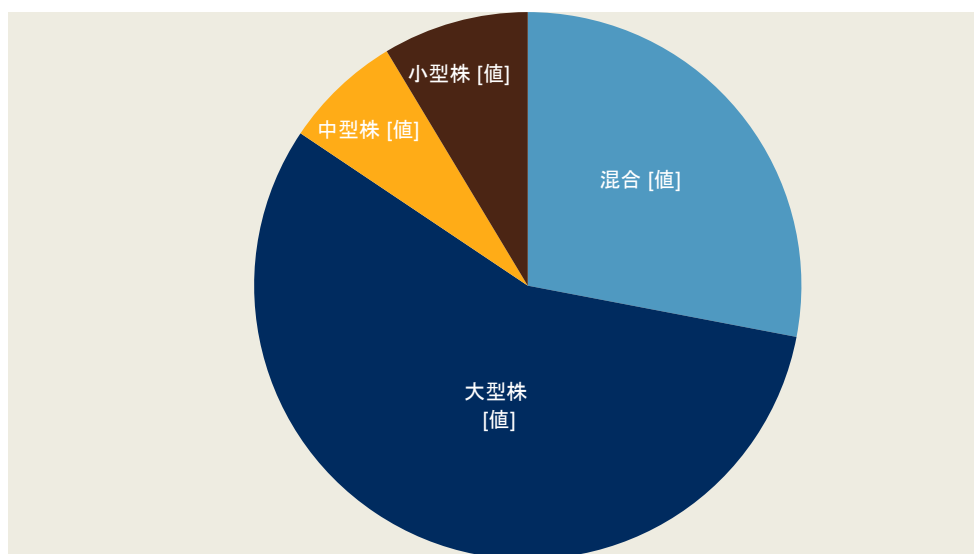
ここ数年では、混合ETFへの投資が伸び悩む一方で小型株ETFへの投資が高い伸びを示している。

図表 29: 株式ETFの運用資産残高の推移(時価総額別)



出所: S&P グローバル・マーケット・インテリジェンスを通じた NAIC のデータ、ファースト・ブリッジ。2016年12月31日現在のデータ。図表は説明目的のために提示されています。

図表 30: 株式ETFの運用資産残高(時価総額別)

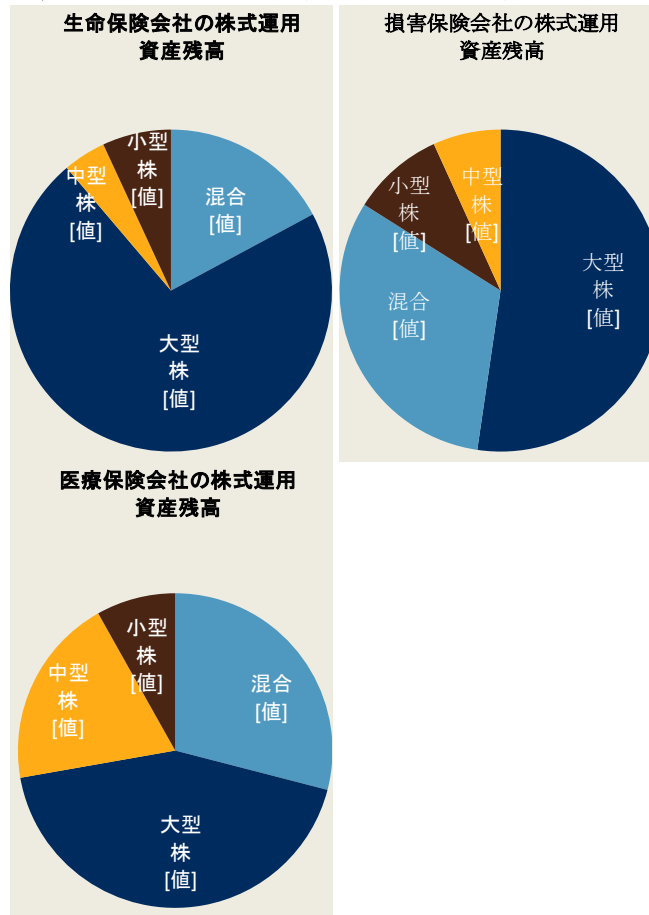


出所: S&P グローバル・マーケット・インテリジェンスを通じた NAIC のデータ、ファースト・ブリッジ。2016年12月31日現在のデータ。図表は説明目的のために提示されています。

株式ETFの投資状況を見ると、生命保険会社及び損害保険会社は大型株ETFを選好している一方で、医療保険会社は様々なETFに分散しています。

生命保険会社及び損害保険会社は大型株ETFを
選好している。

図表 31: 株式ETF運用資産残高の時価総額別内訳(会社のタイプ別)

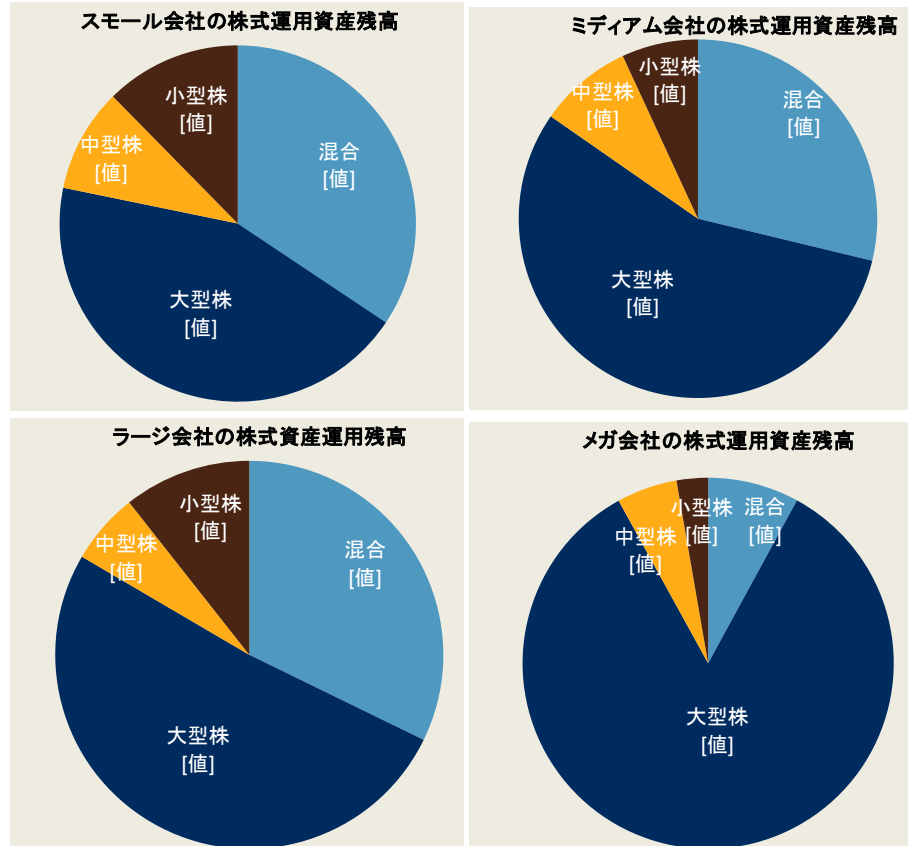


出所: S&P グローバル・マーケット・インテリジェンスを通じた NAIC のデータ、ファースト・ブリッジ。2016年12月31日現在のデータ。図表は説明目的のために提示されています。

会社の規模別では、ほとんどの保険会社が株式の時価総額別で見ると同様な配分を行っていますが、メガ保険会社だけは大型株ETFの割合が非常に高くなっています。

図表 32: 株式ETF運用資産残高の時価総額別内訳(会社の規模別)

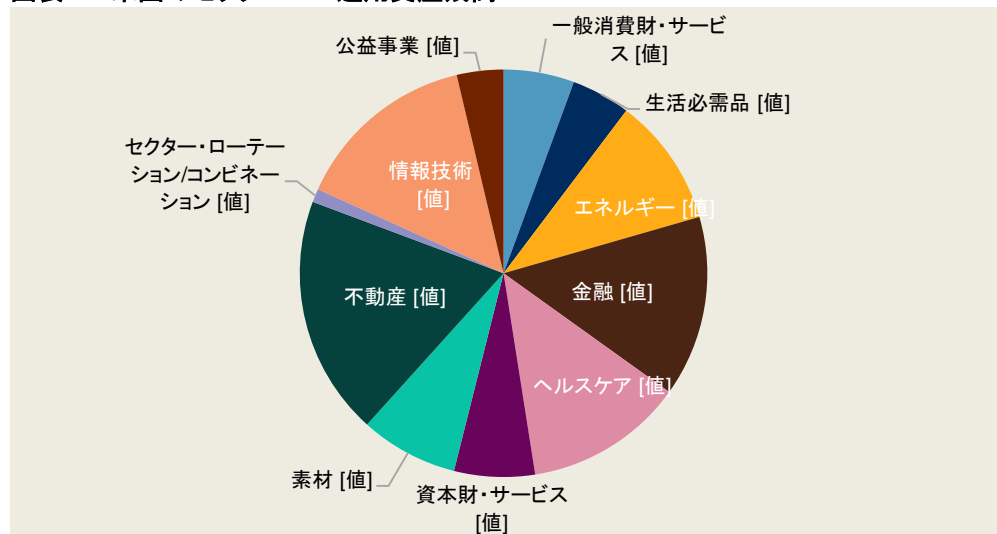
メガ保険会社は主に大型株ETFを中心に投資している一方で、スモール会社は投資先を分散している。



出所: S&P グローバル・マーケット・インテリジェンスを通じた NAIC のデータ、ファースト・ブリッジ。2016年12月31日現在のデータ。図表は説明目的のために提示されています。

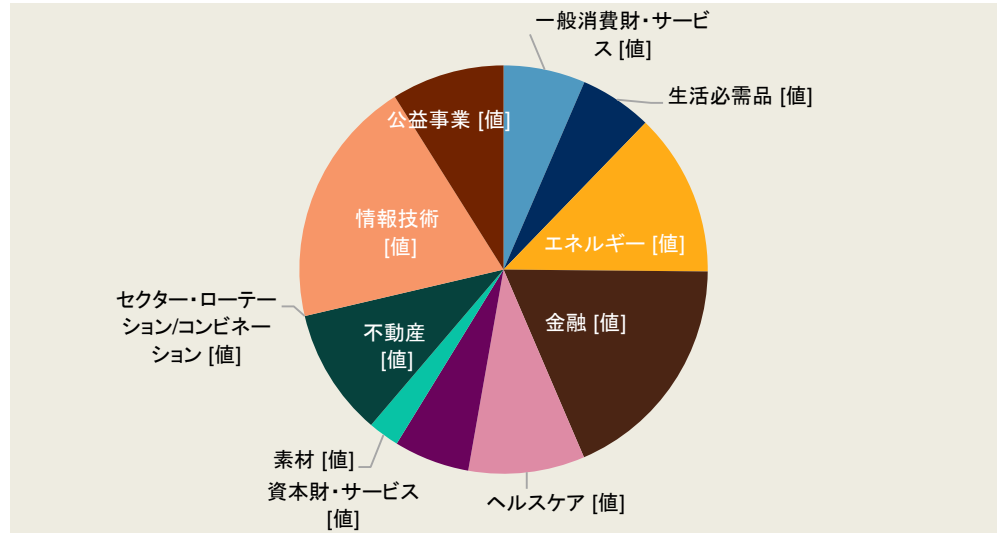
セクター別では、保険会社は米国ETF市場全体の投資比率と比べてテクノロジーや公益事業ETFに多く投資している一方で、エネルギーや素材ETFに少なく投資しています。

図表 33: 米国のセクターETF運用資産残高



出所: ファースト・ブリッジ。2016年12月31日現在のデータ。図表は説明目的のために提示されています。

図表 34: 保険会社のセクターETF 運用資産残高

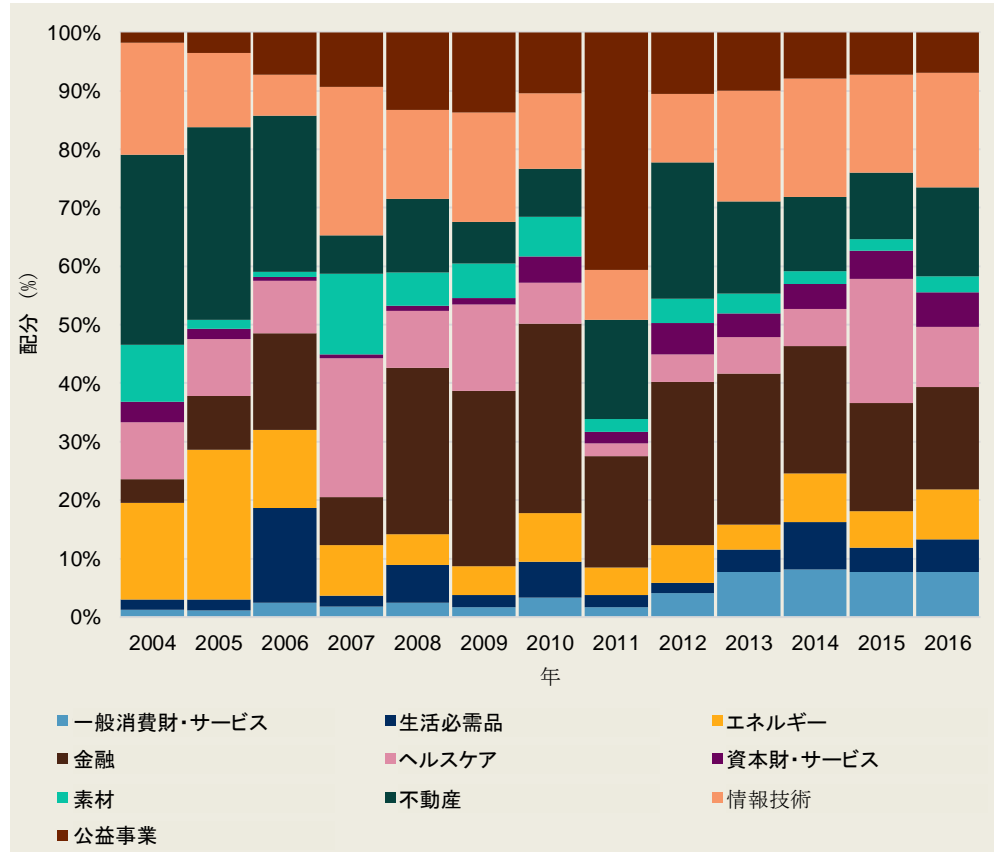


出所: S&P グローバル・マーケット・インテリジェンスを通じた NAIC のデータ、ファースト・ブリッジ。2016年12月31日現在のデータ。図表は説明目的のために提示されています。

過去のETF保有状況からも明らかなように、保険業界はセクターETFを利用してセクター・ローテーションを行っています。

図表 35: 株式セクターETFの運用資産残高

保険業界はセクターETFを利用してセクター・ローテーションを行っている。

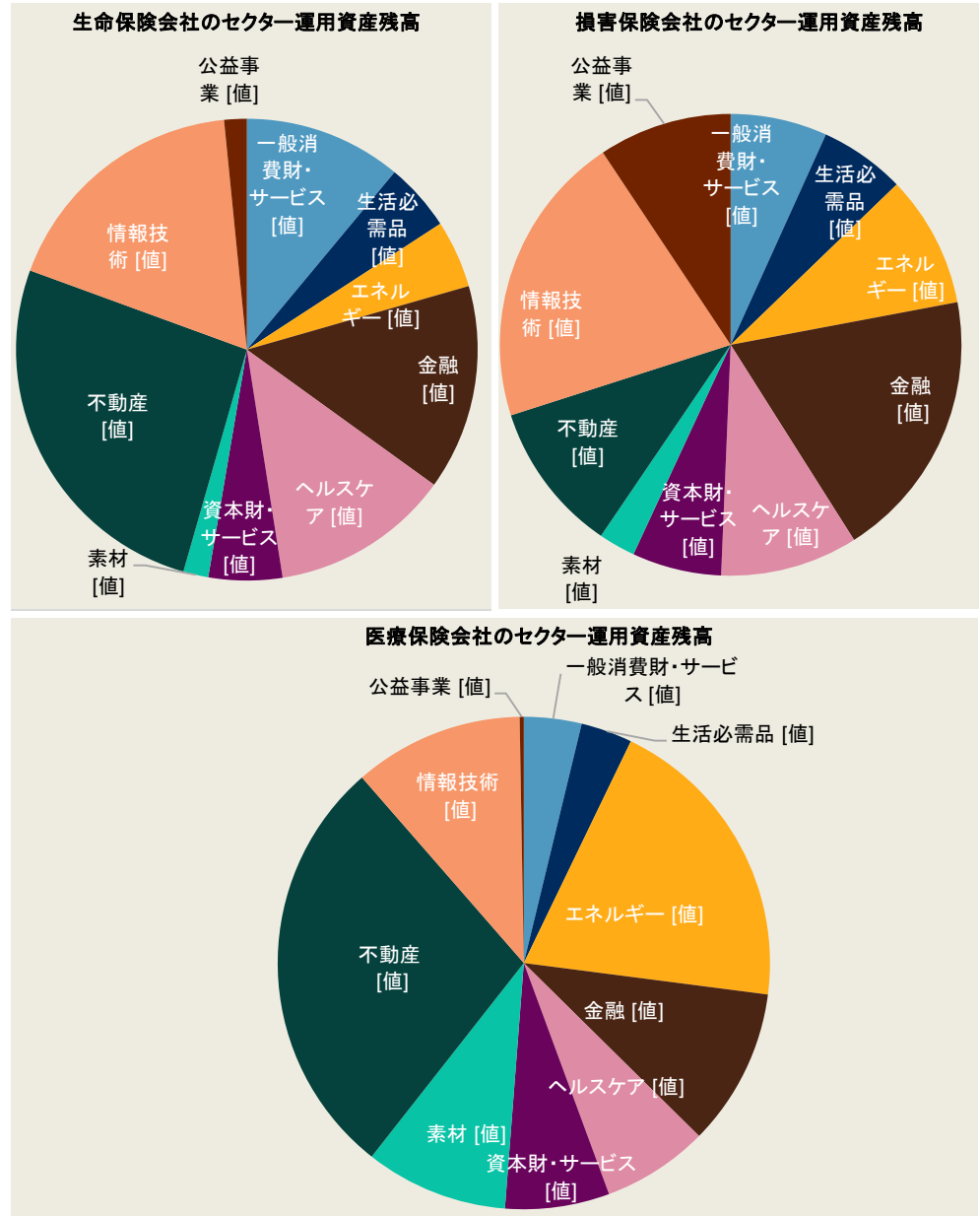


出所: S&P グローバル・マーケット・インテリジェンスを通じた NAIC のデータ、ファースト・ブリッジ。2016年12月31日現在のデータ。図表は説明目的のために提示されています。

興味深いことに、セクターETFへの投資割合は保険会社のタイプと保険会社の規模の両方で異なります。

セクターETFへの投資は、会社のタイプにより大きく異なっている。

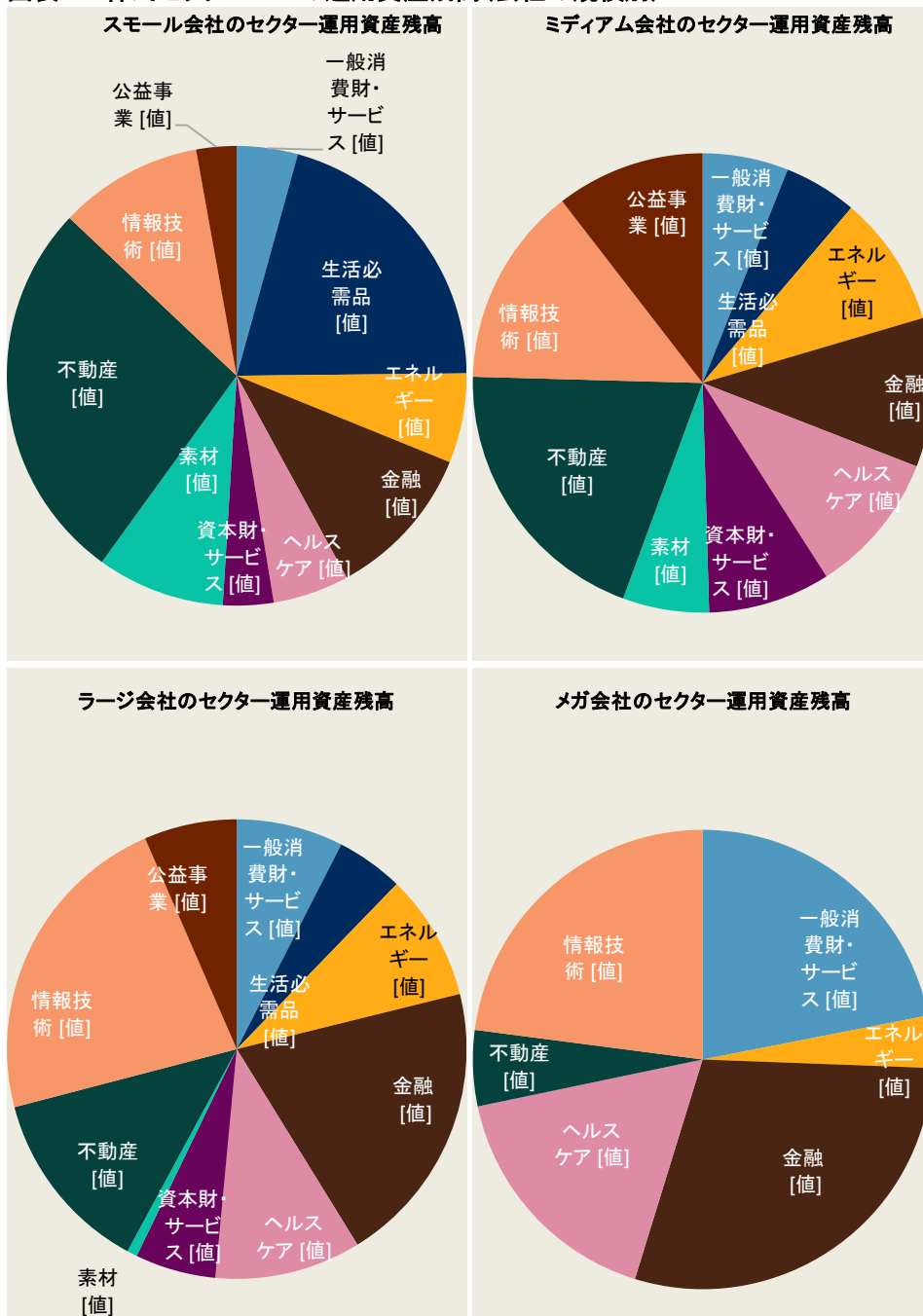
図表 36: 株式セクターETFの運用資産残高(会社のタイプ別)



出所: S&P グローバル・マーケット・インテリジェンスを通じた NAIC のデータ、ファースト・ブリッジ。2016年12月31日現在のデータ。図表は説明目的のために提示されています。

スモール保険会社は、その他の会社よりも不動産に大きな配分を行っている。

図表 37: 株式セクターETFの運用資産残高(会社の規模別)

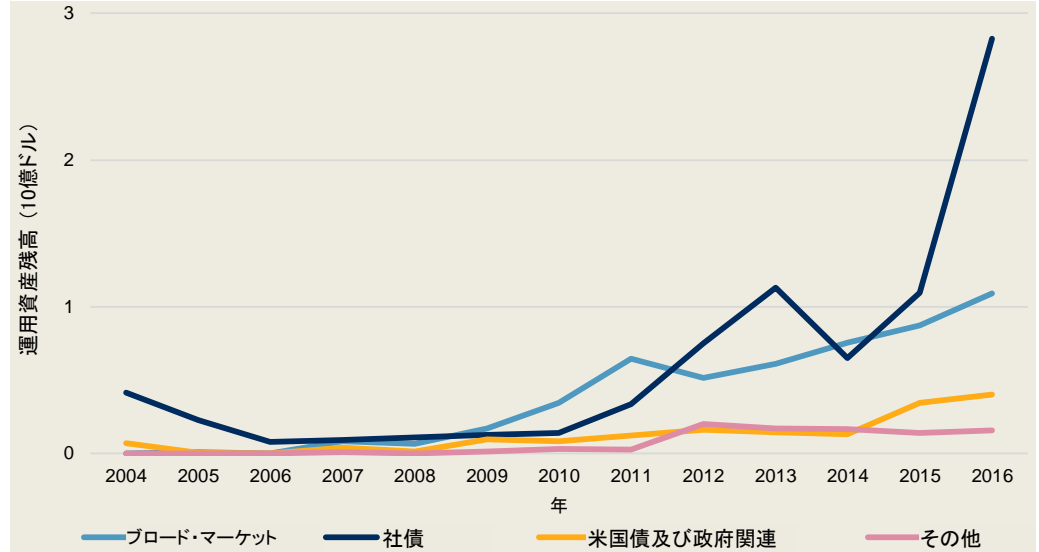


出所: S&P グローバル・マーケット・インテリジェンスを通じた NAIC のデータ、ファースト・ブリッジ。2016年12月31日現在のデータ。図表は説明目的のために提示されています。

債券ETFの分析

保険会社は、2008年まで実質的に債券ETFに投資していませんでした。当初は、ブロード・マーケット債券ETFへの投資でした。ただし、ここ数年において、企業はコーポレート債券ETFへの投資を増やし始めました。

図表 38: 債券ETFの運用資産残高

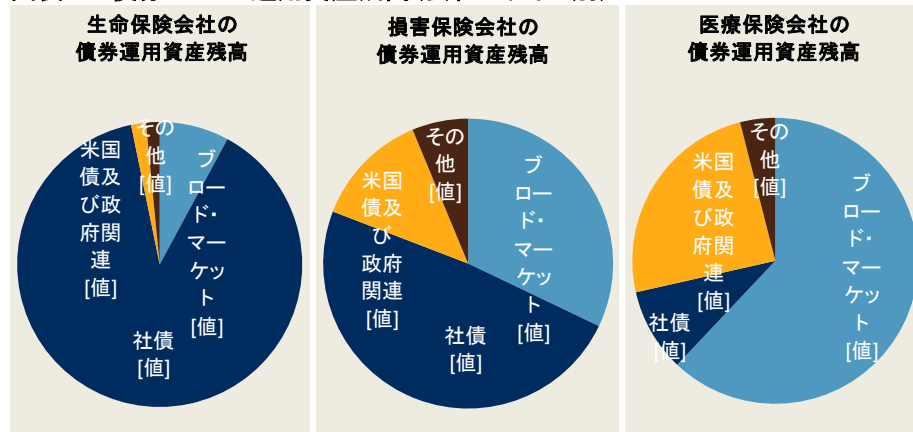


出所: S&P グローバル・マーケット・インテリジェンスを通じた NAIC のデータ、ファースト・ブリッジ。2016年12月31日現在のデータ。図表は説明目的のために提示されています。

債券ETFへの投資状況は、保険会社の規模やタイプによって非常に大きく異なります。生命保険会社はコーポレートETFを選好し、医療保険会社はブロード・マーケット及び米国債ETFを選好し、損害保険会社はより広範囲に分散投資しています。

図表 39: 債券ETFの運用資産残高(会社のタイプ別)

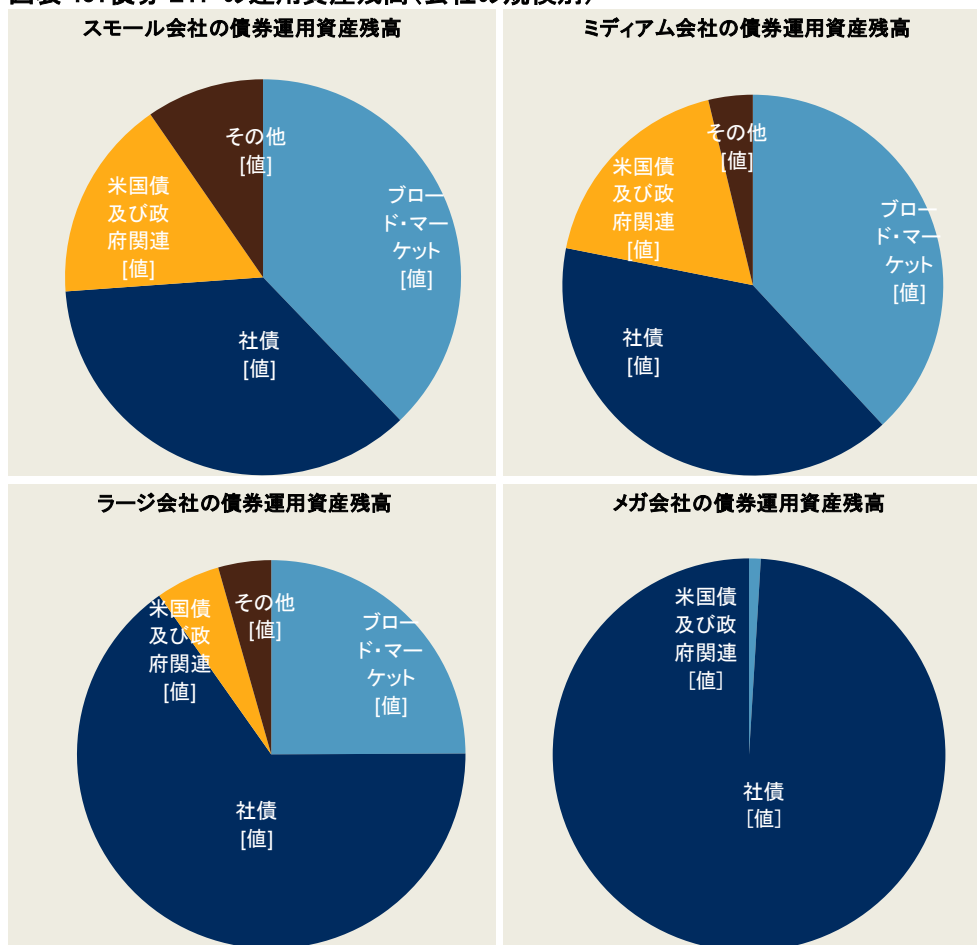
債券ETFへの投資状況は、保険会社の規模やタイプによって非常に大きく異なる。



出所: S&P グローバル・マーケット・インテリジェンスを通じた NAIC のデータ、ファースト・ブリッジ。2016年12月31日現在のデータ。図表は説明目的のために提示されています。

図表 40:債券ETFの運用資産残高(会社の規模別)

メガ保険会社はほぼ例外なくコーポレート債券ETFを利用している。

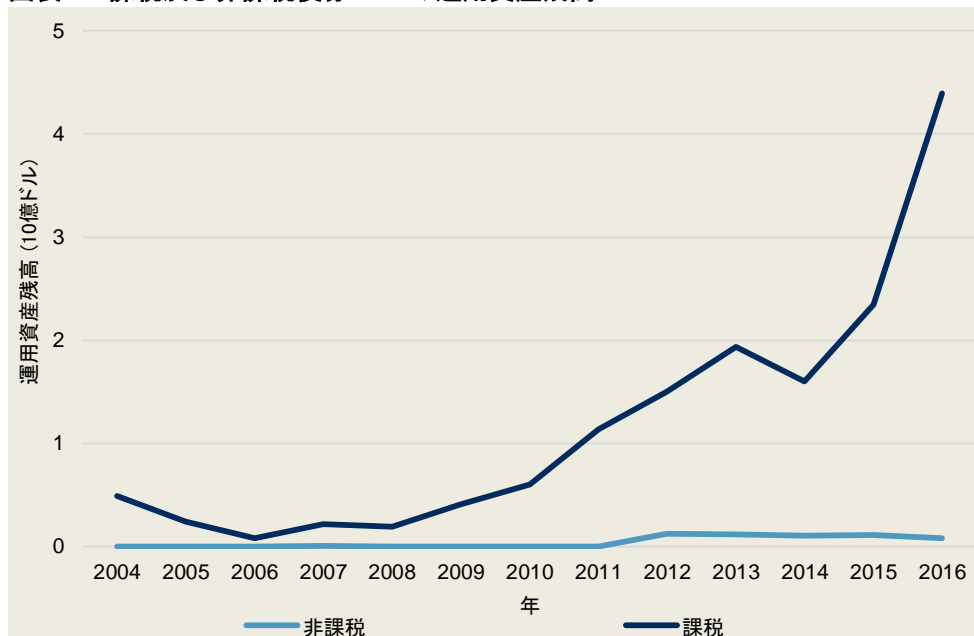


出所: S&P グローバル・マーケット・インテリジェンスを通じた NAIC のデータ、ファースト・ブリッジ。2016年12月31日現在のデータ。図表は説明目的のために提示されています。

メガ保険会社はほぼ例外なくコーポレート債券ETFを利用しており、ブロード・マーケットETF及び米国債ETFへの投資割合は、会社規模が大きくなるに従って低下しています。

保険会社はほぼ例外なくコーポレート債券ETFに投資しています。一部の損害保険会社は非課税ETFに投資していますが、少額にとどまっています。

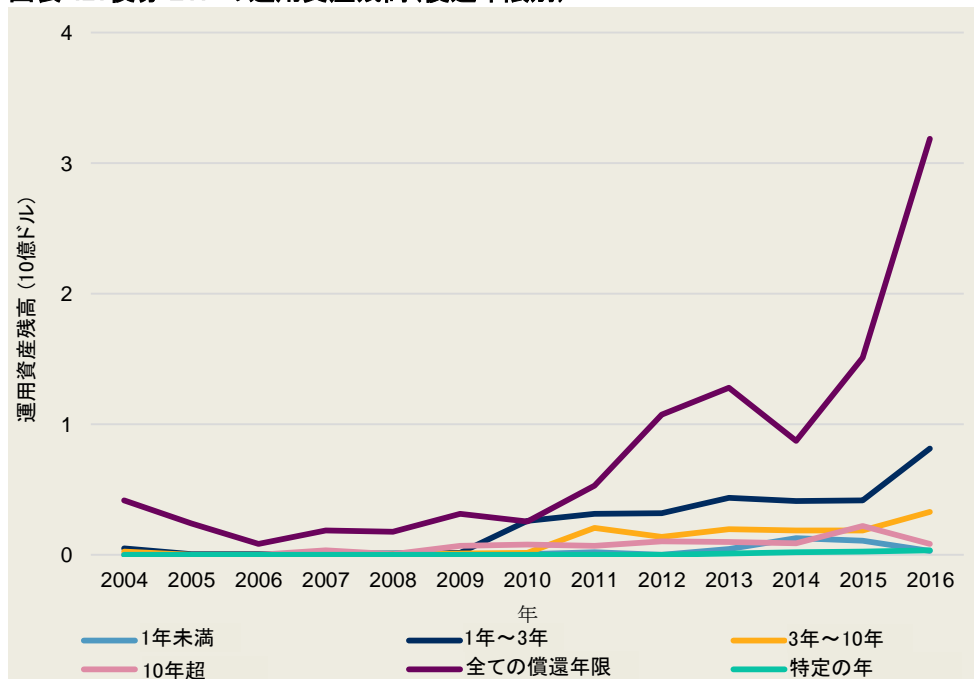
図表 41: 課税及び非課税債券ETFの運用資産残高



出所: S&P グローバル・マーケット・インテリジェンスを通じた NAIC のデータ、ファースト・ブリッジ。2016年12月31日現在のデータ。図表は説明目的のために提示されています。

全体的に見ると、保険会社は債券ETFを選択する際に、特定の年の償還を偏好していません。

図表 42: 債券ETFの運用資産残高(償還年限別)

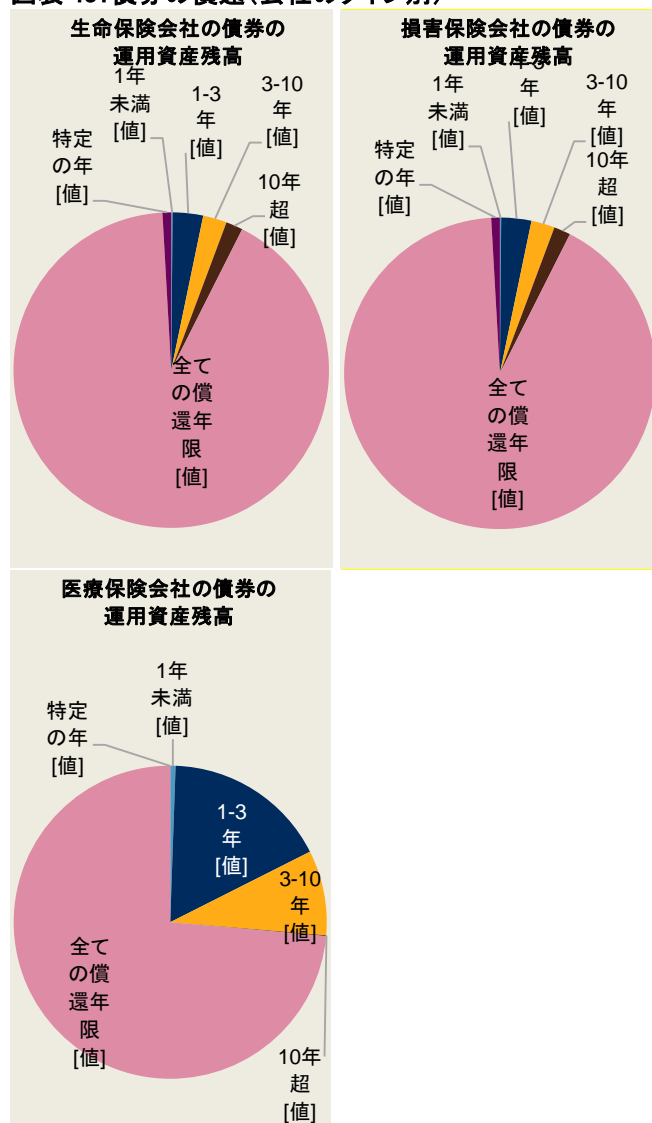


出所: S&P グローバル・マーケット・インテリジェンスを通じた NAIC のデータ、ファースト・ブリッジ。2016年12月31日現在のデータ。図表は説明目的のために提示されています。

全体的に見て、保険会社は全ての償還年限のETFを利用しているが、ここ数年において特定の年に償還を迎えるETFの利用が伸びている。

ただし、損害保険会社や医療保険会社は特定の年に償還を迎えるファンドを利用し始めています。

図表 43: 債券の償還(会社のタイプ別)

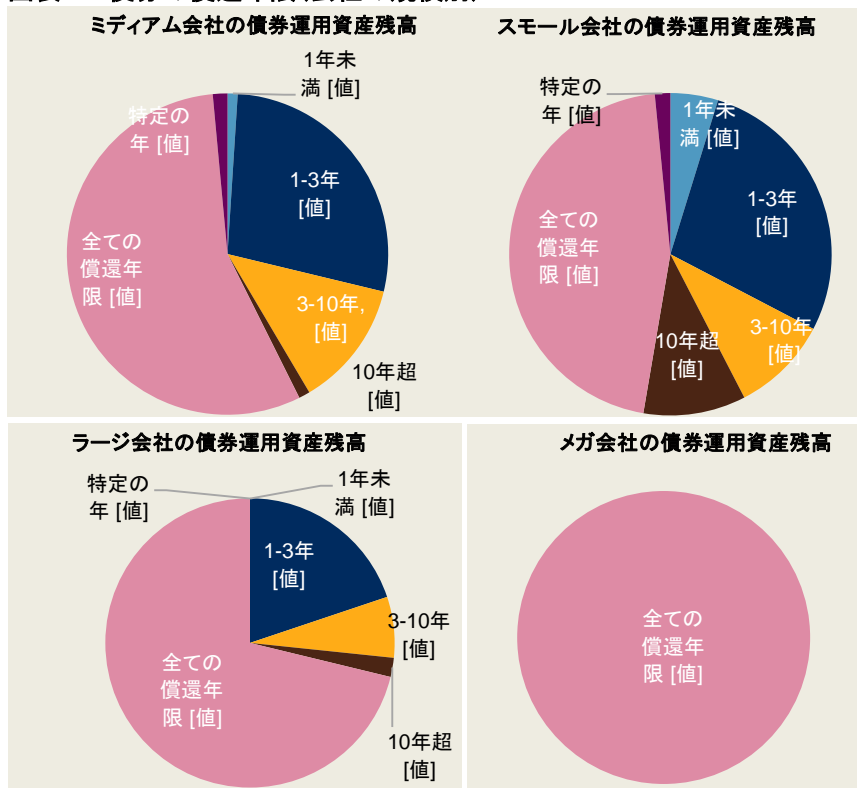


出所: S&P グローバル・マーケット・インテリジェンスを通じた NAIC のデータ、ファースト・ブリッジ。2016年12月31日現在のデータ。図表は説明目的のために提示されています。

特定の年に償還を迎えるETFは主にスモール会社及びミディアム会社が投資しています。

保険会社の規模が小さくなるに従って、特定の年に償還を迎えるETFへの投資が増えている。

図表 44: 債券の償還年限(会社の規模別)

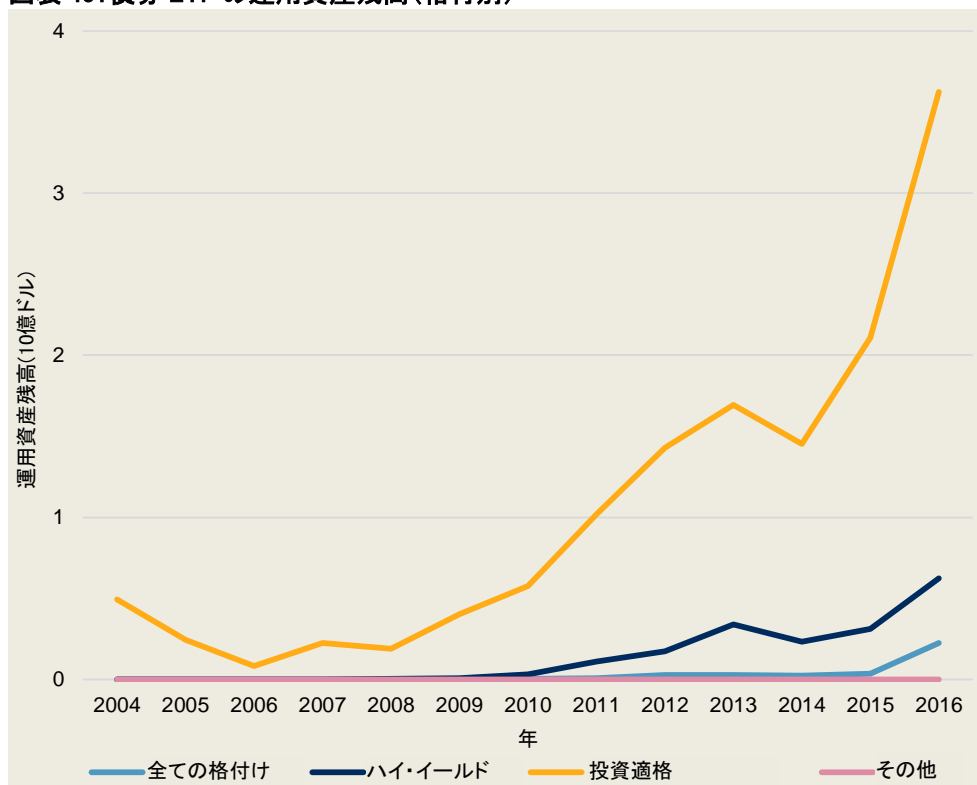


出所: S&P グローバル・マーケット・インテリジェンスを通じた NAIC のデータ、ファースト・ブリッジ。2016年12月31日現在のデータ。図表は説明目的のために提示されています。

保険会社は主に投資適格債ETFに投資しています。ただし、ETFへの投資が増えるに従って、保険会社はハイ・イールド債ETFへの投資を増やし始めています。会社の規模やタイプ別で見て、ハイ・イールド債ETFへの投資状況に大きな違いはありません。

ETFへの投資が増えるに従って、保険会社はハイ・イールド債ETFへの投資を増やし始めている。

図表 45: 債券ETFの運用資産残高(格付別)



出所: S&P グローバル・マーケット・インテリジェンスを通じた NAIC のデータ、ファースト・ブリッジ。2016年12月31日現在のデータ。図表は説明目的のために提示されています。

スマート・ベータ ETF の分析

当社は3つの方法でETFを分類します。⁷

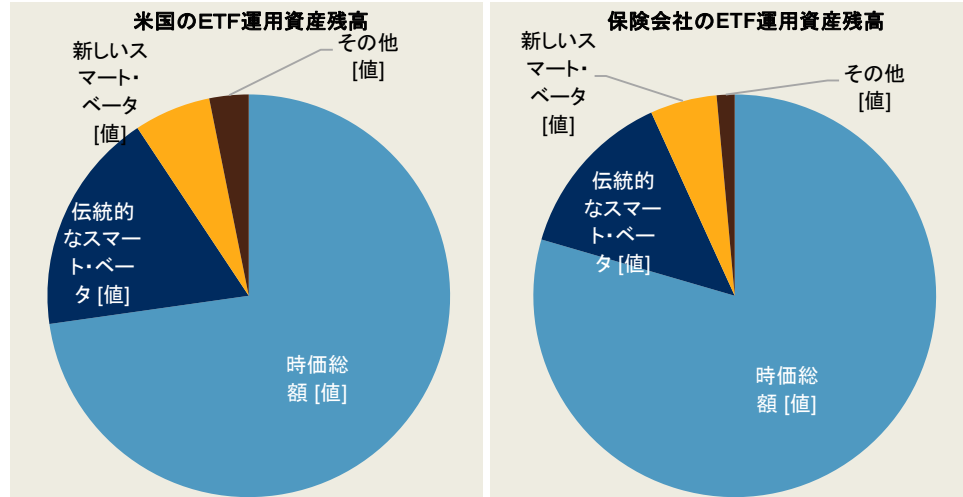
- 時価総額: 時価総額加重
- 伝統的なスマート・ベータ: バリュウ、グロース、配当、または均等加重
- 新しいスマート・ベータ: その他全てのスマート・ベータ戦略(モメンタム、低ボラティリティ、シングル、及びマルチ・ファクターなど)

保険市場と米国ETF市場のスマート・ベータへの投資割合を比べると、両者の間に大きな違いはありません。約75%-80%が時価総額ETFで占められており、約15%が伝統的なスマート・ベータETFで占められ、約5%が新しいスマート・ベータETFで占められています。

⁷ 付属資料 1.5 を参照ください。

時価総額ETFは保険会社の投資において引き続き大きな割合を占めている。

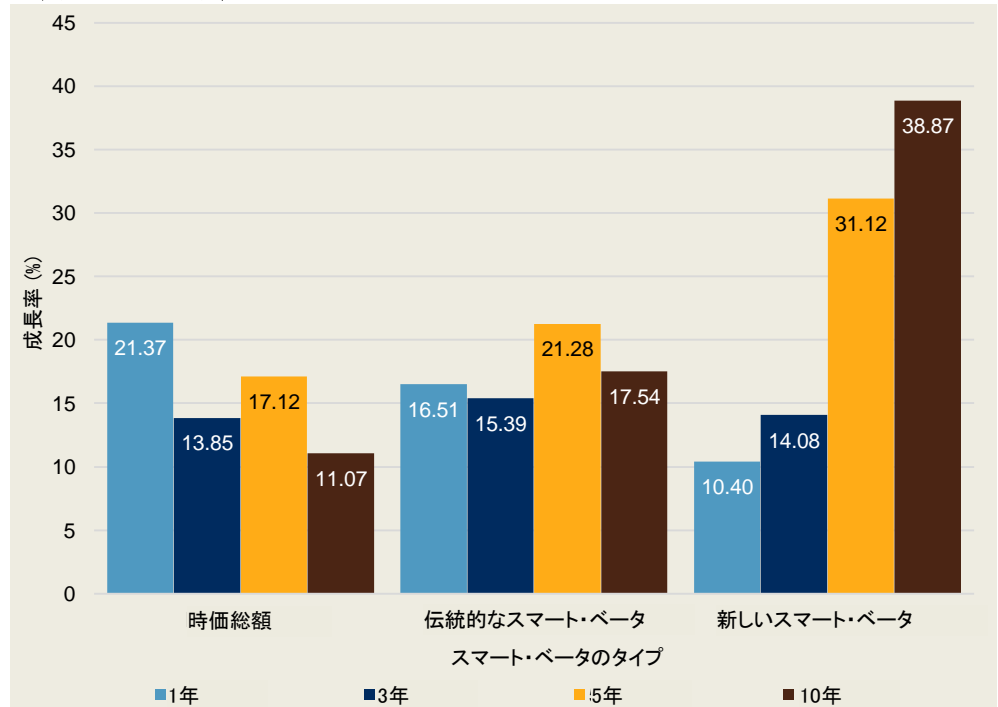
図表 46: スマート・ベータETFの運用資産残高



出所: S&P グローバル・マーケット・インテリジェンスを通じた NAIC のデータ、ファースト・ブリッジ。2016年12月31日現在のデータ。図表は説明目的のために提示されています。

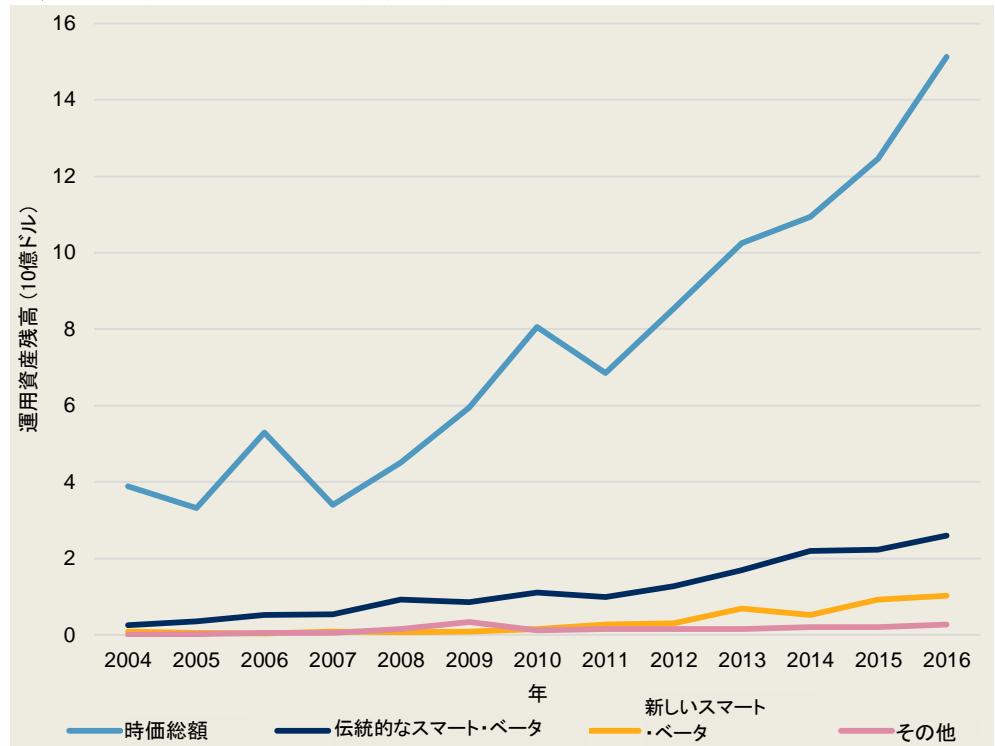
時価総額ETFは保険会社の投資において引き続き大きな割合を占めています。長期的に見ると、新しいスマート・ベータETFは堅調な伸びを示していますが、ここ数年では時価総額及び伝統的なスマート・ベータが好調な伸びを示しています。

図表 47: 年平均成長率



出所: S&P グローバル・マーケット・インテリジェンスを通じた NAIC のデータ、ファースト・ブリッジ。2016年12月31日現在のデータ。図表は説明目的のために提示されています。

図表 48: 保険会社のETF運用資産残高

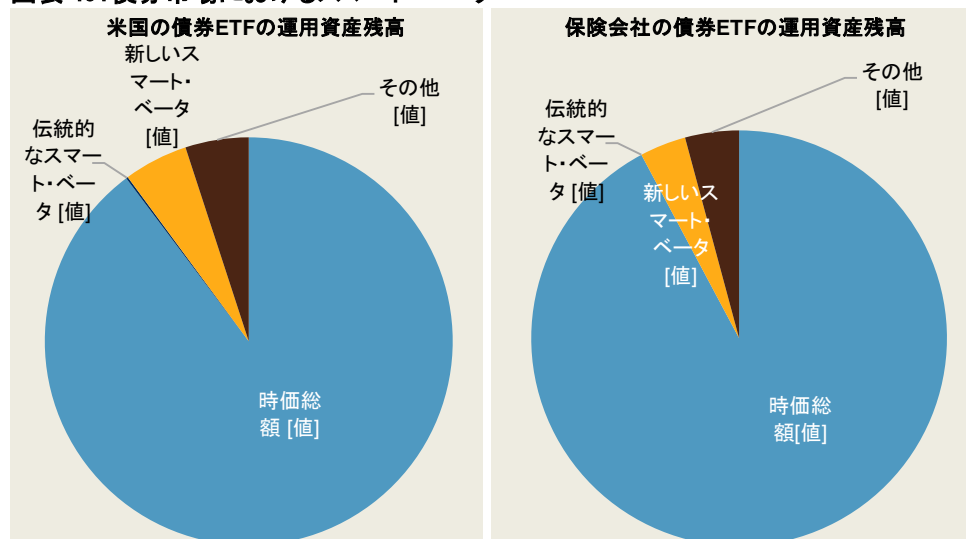


出所: S&P グローバル・マーケット・インテリジェンスを通じた NAIC のデータ、ファースト・ブリッジ。2016年12月31日現在のデータ。図表は説明目的のために提示されています。

保険会社の一般勘定とETF市場全体のスマート・ベータETFへの投資割合を比べると、両者の間に大きな違いは見られません。

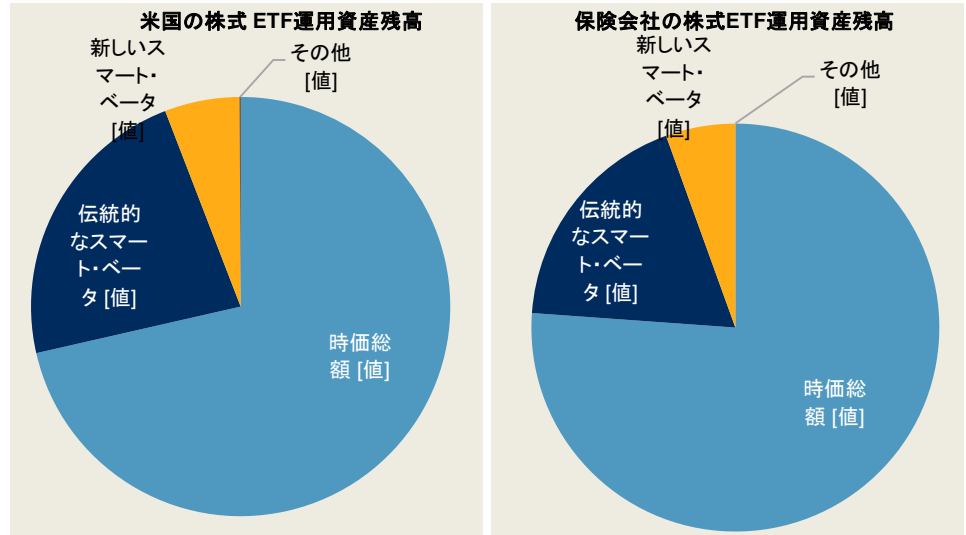
図表 49: 債券市場におけるスマート・ベータ

保険会社と市場全体の債券・株式ETFへの投資割合を比べると、両者の間に大きな違いはない。



出所: S&P グローバル・マーケット・インテリジェンスを通じた NAIC のデータ、ファースト・ブリッジ。2016年12月31日現在のデータ。図表は説明目的のために提示されています。

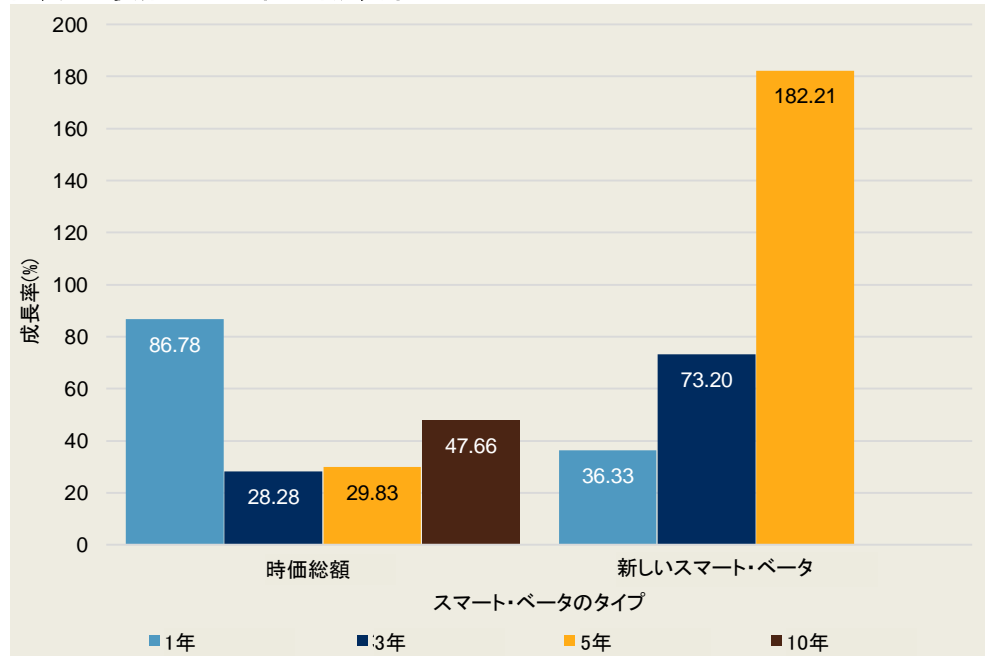
図表 50: 株式市場におけるスマート・ベータ



出所: S&P グローバル・マーケット・インテリジェンスを通じた NAIC のデータ、ファースト・ブリッジ。2016年12月31日現在のデータ。図表は説明目的のために提示されています。

保険会社は債券ETFへの投資を始めて以降、主に時価総額ETFに投資してきました。一部の会社では新しいスマート・ベータ債券ETFに投資し始めています。

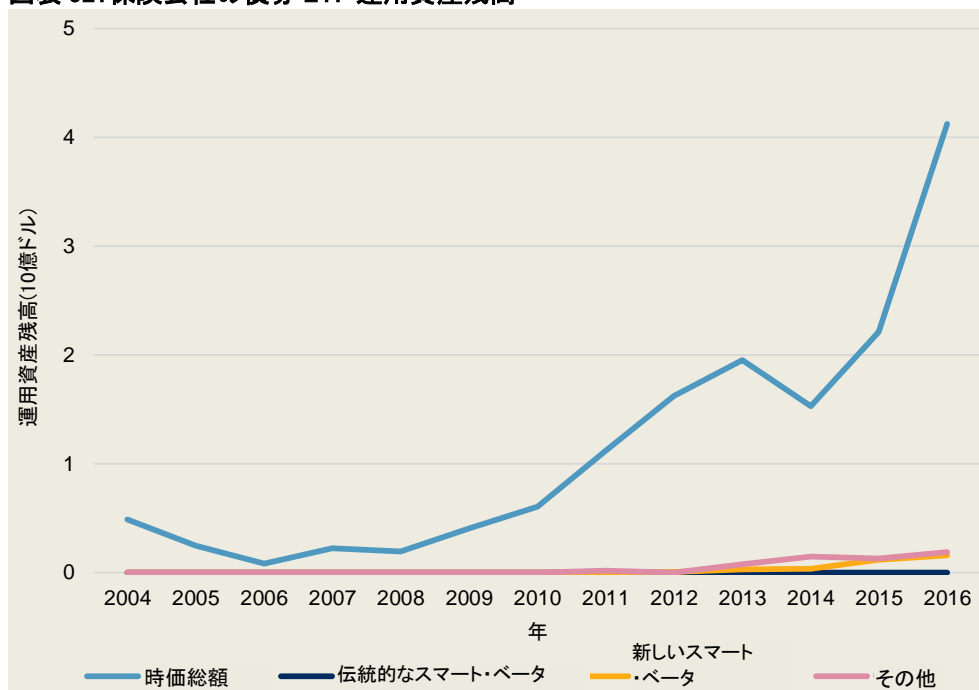
図表 51: 債券ETFの年平均成長率



出所: S&P グローバル・マーケット・インテリジェンスを通じた NAIC のデータ、ファースト・ブリッジ。2016年12月31日現在のデータ。図表は説明目的のために提示されています。

新しいスマート・ベータ債券ETFは高い伸びを示しているが、市場全体に占める割合は依然として小さい。

図表 52: 保険会社の債券ETF運用資産残高

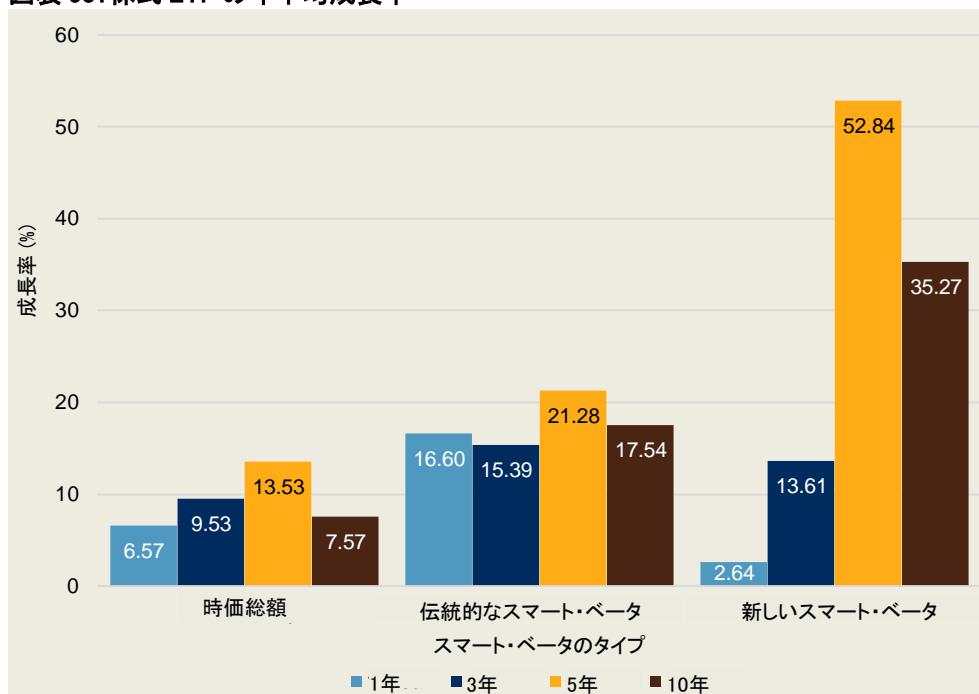


出所: S&P グローバル・マーケット・インテリジェンスを通じた NAIC のデータ、ファースト・ブリッジ。2016年12月31日現在のデータ。図表は説明目的のために提示されています。

ただし、保険会社は株式ポートフォリオにおいてスマート・ベータETFへの投資を
選好しています。

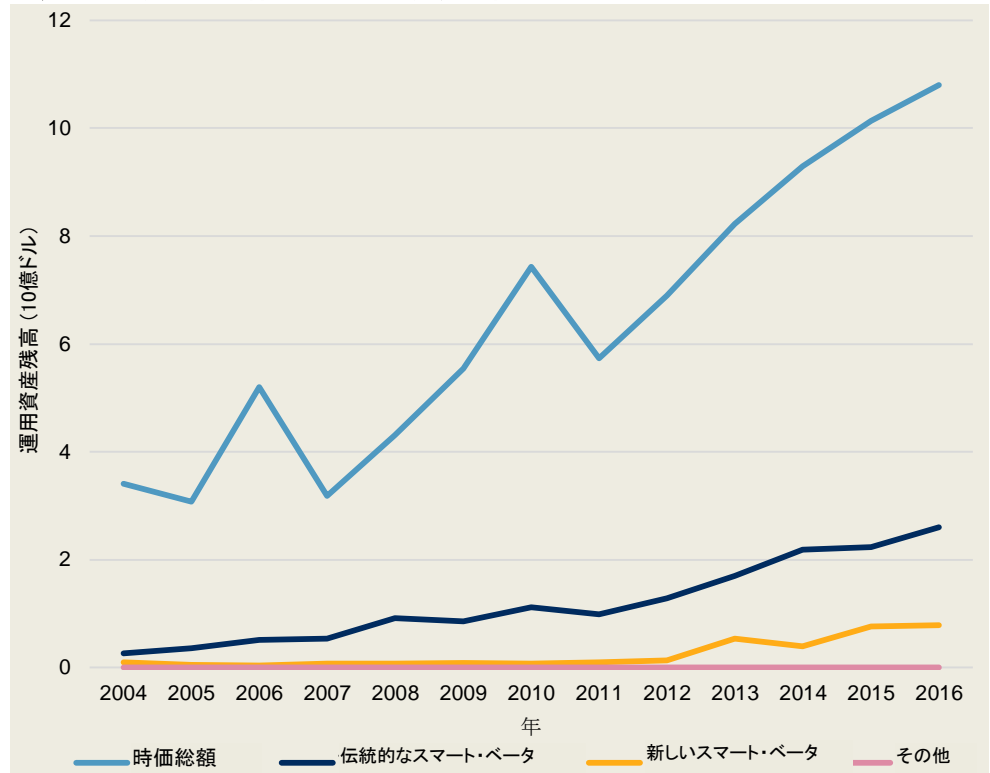
保険会社は株式ポート
フォリオにおいてスマート・
ベータETFへの投資を
選好している。

図表 53: 株式ETFの年平均成長率



出所: S&P グローバル・マーケット・インテリジェンスを通じた NAIC のデータ、ファースト・ブリッジ。2016年12月31日現在のデータ。図表は説明目的のために提示されています。

図表 54: 保険会社の株式ETF運用資産残高

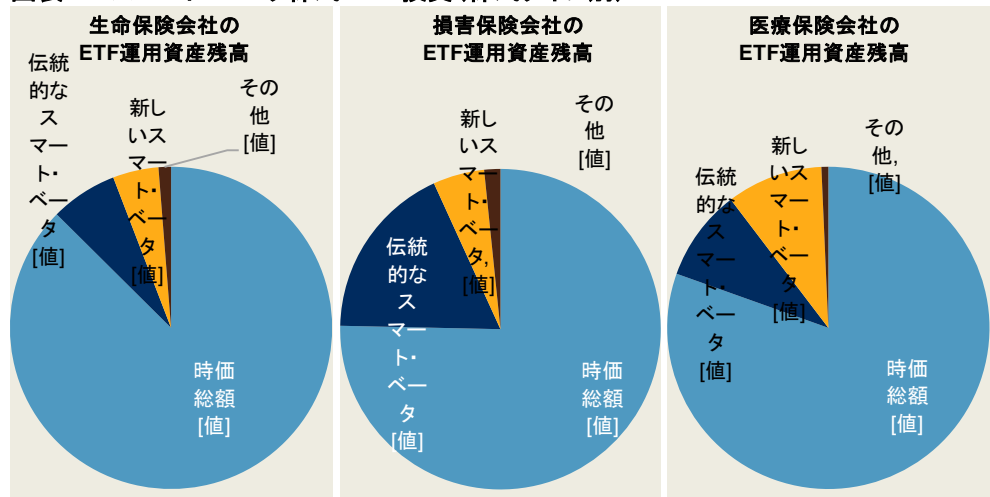


出所: S&P グローバル・マーケット・インテリジェンスを通じた NAIC のデータ、ファースト・ブリッジ。2016年12月31日現在のデータ。図表は説明目的のために提示されています。

損害保険会社はスマート・ベータへの投資が最も多い一方、生命保険会社はスマート・ベータへの投資が最も少なくなっています。

図表 55: スマート・ベータ株式ETF投資(株式タイプ別)

損害保険会社はスマート・ベータへの投資が最も多い。

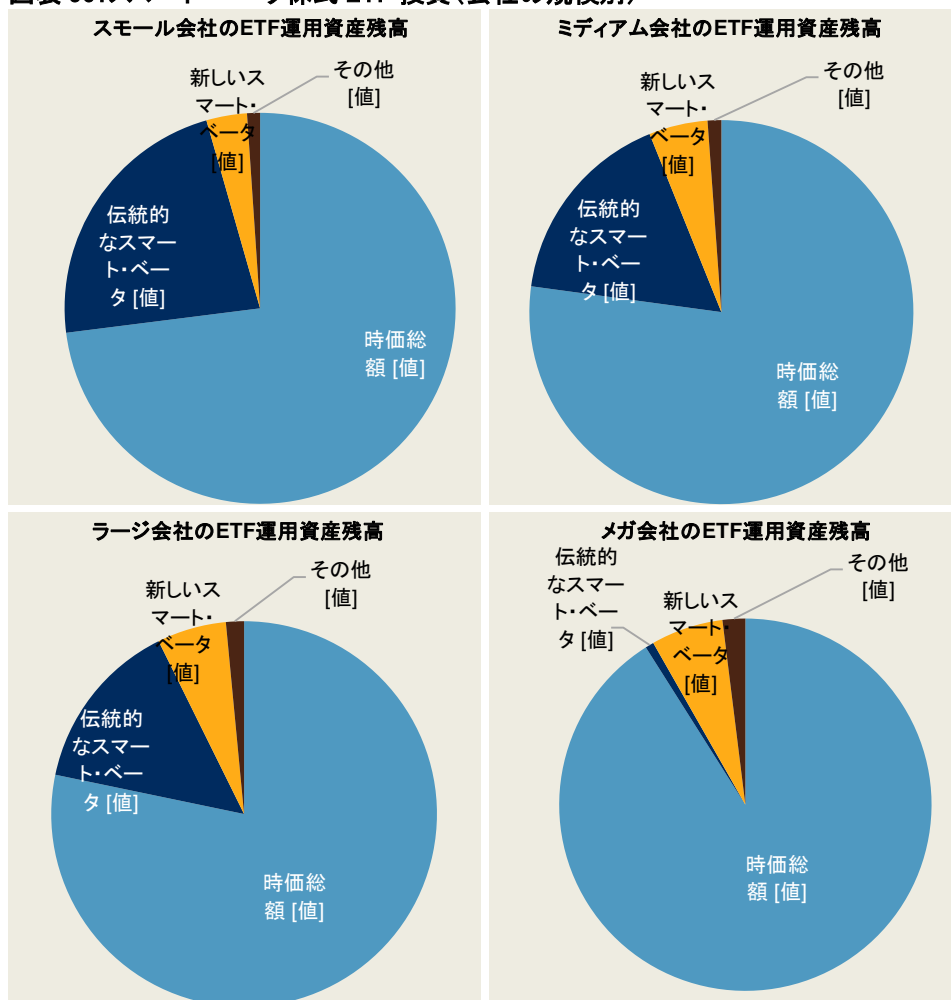


出所: S&P グローバル・マーケット・インテリジェンスを通じた NAIC のデータ、ファースト・ブリッジ。2016年12月31日現在のデータ。図表は説明目的のために提示されています。

スモール会社はスマート・ベータへの投資が最も多い一方で、メガ会社はスマート・ベータへの投資が最も少なくなっています。

スモール会社はスマート・ベータへの投資が最も多い。

図表 56: スマート・ベータ株式ETF投資(会社の規模別)

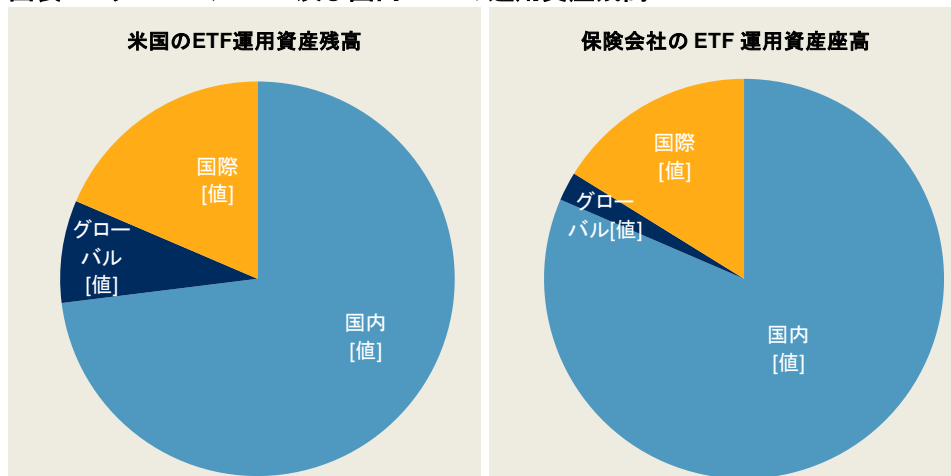


出所: S&P グローバル・マーケット・インテリジェンスを通じた NAIC のデータ、ファースト・ブリッジ。2016年12月31日現在のデータ。図表は説明目的のために提示されています。

その他の分析

ETF投資では、米国の保険会社は引き続き米国市場を重視しています。米国の保険会社は、一般的な市場と比較して純粋なグローバルETFへの投資をやや抑えているとともに、純粋なグローバルETFへの投資を実質的にも抑えています。

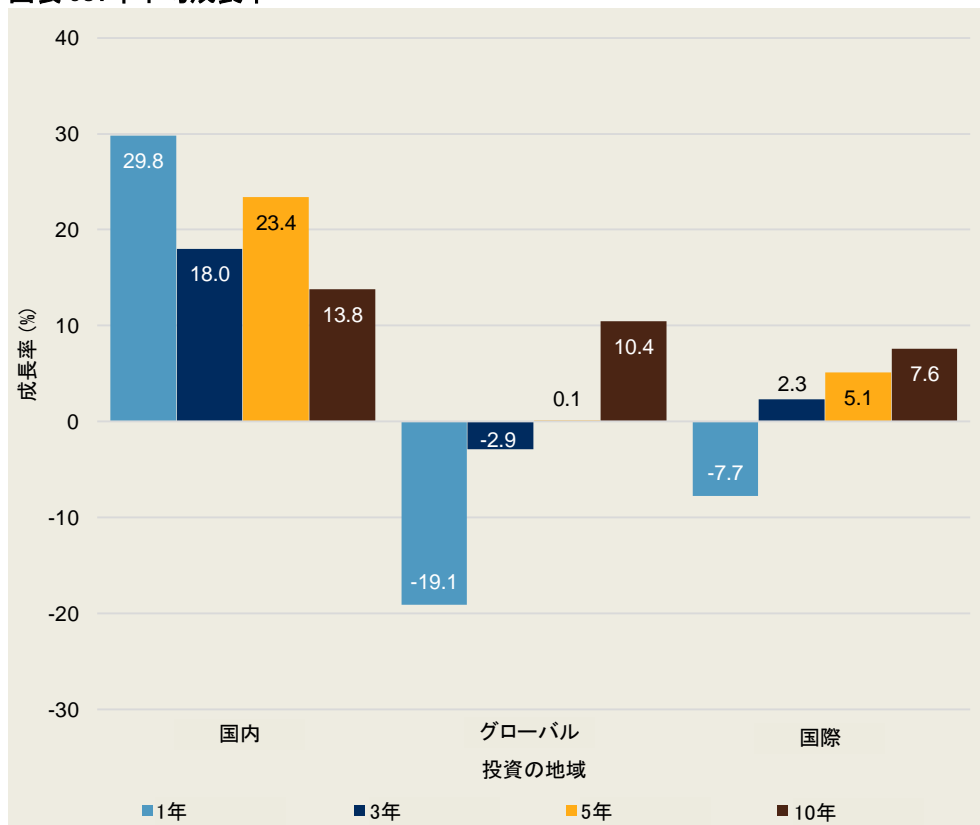
図表 57: グローバル ETF 及び国内 ETF の運用資産残高



出所: S&P グローバル・マーケット・インテリジェンスを通じた NAIC のデータ、ファースト・ブリッジ。2016年12月31日現在のデータ。図表は説明目的のために提示されています。

さらに、保険会社は米国以外のETFへのエクスポージャーを減らし始めています。

図表 58: 年平均成長率

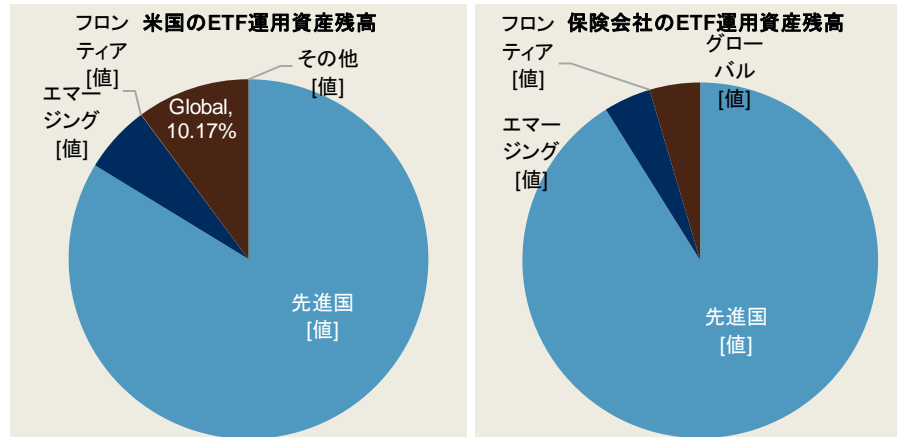


出所: S&P グローバル・マーケット・インテリジェンスを通じた NAIC のデータ、ファースト・ブリッジ。2016年12月31日現在のデータ。図表は説明目的のために提示されています。

同様に、米国の保険会社は、エマージング市場やフロンティア市場を投資対象とするETFよりも、先進国を投資対象とするETFを引き続き選好しています。

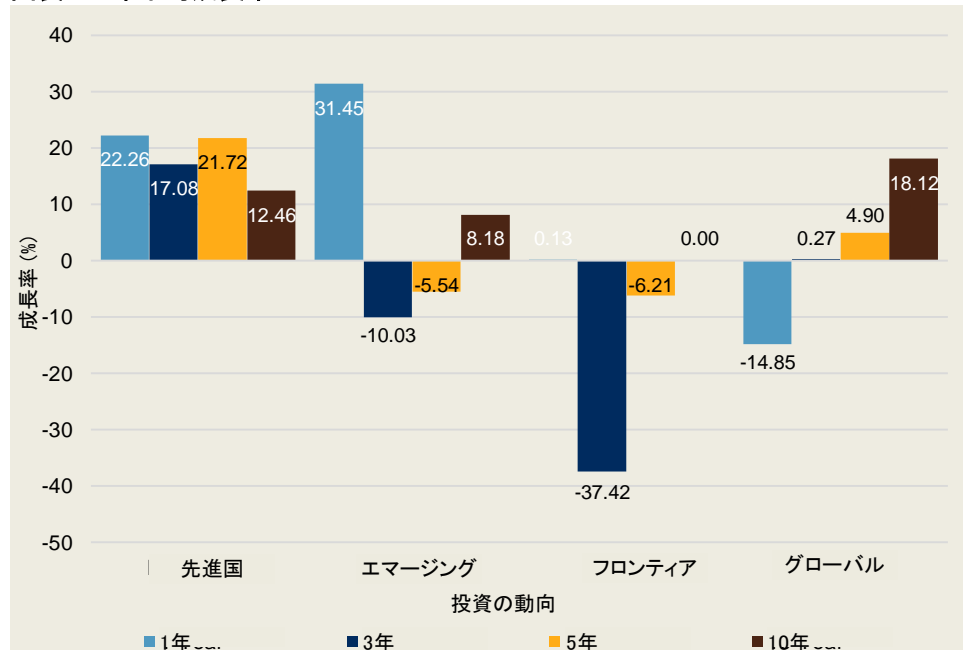
保険会社は米国以外のETFへのエクスポージャーを減らし始めている。

図表 59: エマージング市場、フロンティア市場、及びグローバル市場のETF運用資産残高



出所: S&P グローバル・マーケット・インテリジェンスを通じた NAIC のデータ、ファースト・ブリッジ。2016年12月31日現在のデータ。図表は説明目的のために提示されています。

図表 60: 年平均成長率



出所: S&P グローバル・マーケット・インテリジェンスを通じた NAIC のデータ、ファースト・ブリッジ。2016年12月31日現在のデータ。図表は説明目的のために提示されています。

保険会社は ESG の ETF に大きな投資を行っていない。

保険会社は ESG の ETF に大きな投資を行っていません。

図表 65: 保険会社の ESG の ETF への投資状況

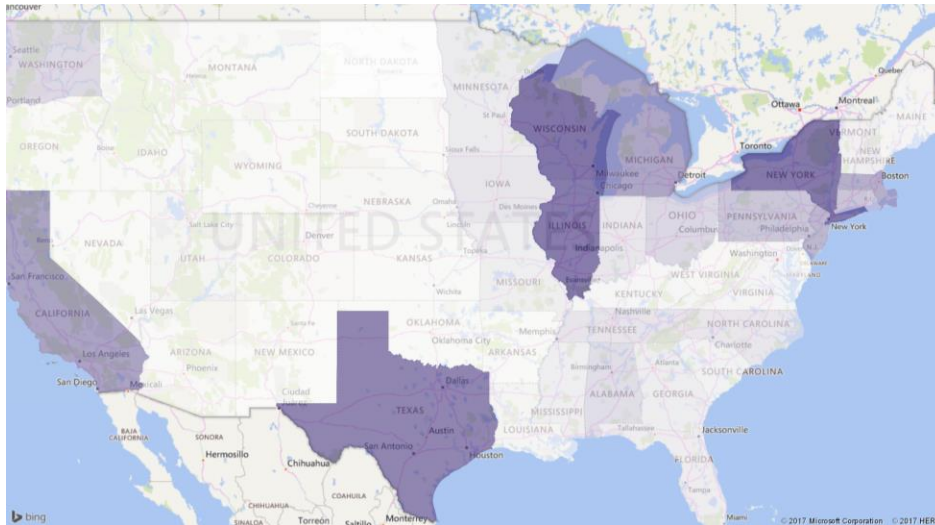
ESG のタイプ	運用資産残高
ESG 以外	19,001,722,427
ESG	9,860,000
環境	2,513
合計	19,011,584,940

出所: S&P グローバル・マーケット・インテリジェンスを通じた NAIC のデータ、ファースト・ブリッジ。2016年12月31日現在のデータ。表は説明目的のために提示されています。

地域別分布

全体として、米国五大湖周辺の州に集中している保険会社はETFへの投資額が最大であり、テキサス州やカリフォルニア州に集中している保険会社もETFへの投資額が大きくなっています。

図表 61:ETF 投資の地域別分布



出所: S&P グローバル・マーケット・インテリジェンスを通じた NAIC のデータ。2016年12月31日現在のデータ。図表は説明目的のために提示されています。

ただし、ETF 投資の地域別分布は保険会社のタイプにより異なります。

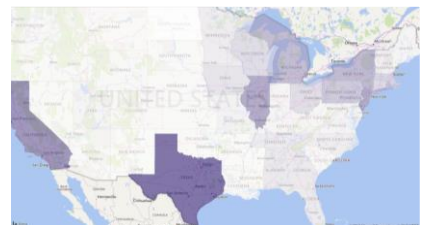
図表 62:ETF 投資の地域別分布(保険会社のタイプ別)



医療保険会社



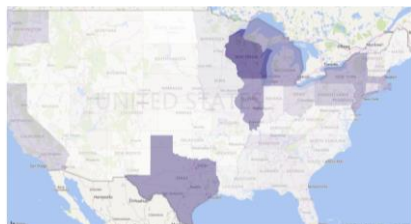
生命保険会社



損害保険会社

出所: S&P グローバル・マーケット・インテリジェンスを通じた NAIC のデータ。2016年12月31日現在のデータ。図表は説明目的のために提示されています。

図表 63:ETF 投資の地域別分布(資産クラス別)



株式



債券



その他

出所: S&P グローバル・マーケット・インテリジェンスを通じた NAIC のデータ。2016年12月31日現在のデータ。図表は説明目的のために提示されています。

興味深いことに、ETF 投資の地域別分布は資産クラスごとでも異なっています。

付属資料 1 - メソロジー

全ての保険会社の保有データに関して、当社では S&P グローバル・マーケット・インテリジェンス (SPGMI) が収集した全米保険監督官協会 (NAIC) のデータを使用しています。保険会社は 2 月末時点で NAIC にデータを提出します。SPGMI はデータを検索し、それをデータベースに読み込みます。データベースの完全性は、NAIC からデータを受け取る際の適時性や、チェックするデータ量に左右されます。完全な情報をタイムリーに入手するため、当社では今回の分析に向けて 2017 年 4 月 7 日にデータを検索しました。場合によって、企業が提出プロセスを終えていない、NAIC がデータを SPGMI に送っていない、あるいは SPGMI がこの日付までにデータをレビューしておらず、読み込んでいないなどの場合もあります。それでも、当社は 2017 年 4 月 7 日までに読み込まれたデータ量が保険業界を十分にカバーしていると考えています。

当社は保険会社が保有する全ての ETF のリストをこのデータベースから抽出しました。保有銘柄のティッカーや CUSIP 番号の両方をマスター ETF リストと照合することにより、この抽出作業を行いました。エラーチェックを行ったにもかかわらず、保険会社が完全または正確な情報を常に提出するとは限りません。基本的なデータに誤りがあるため、この分析にも誤りが含まれています。

当社は米国の ETF のリストや、これらの ETF の特性をファースト・ブリッジから入手しました。当社はファースト・ブリッジからのデータの正確性や完全性を前提としています。

場合によって、当社ではファースト・ブリッジまたは SPGMI とは異なる方法でデータをグループ分けしました。これらの差異について以下に説明します。

1.1 資産クラス

ファースト・ブリッジでは各 ETF を 6 つの資産クラスに分類しています。当社では株式と債券を別々の資産クラスとし、残りの 4 つの資産クラス (コモディティ・金属、通貨、ターゲットデート/マルチ資産、その他の資産タイプ) を一つにまとめて「その他」にマップしました。

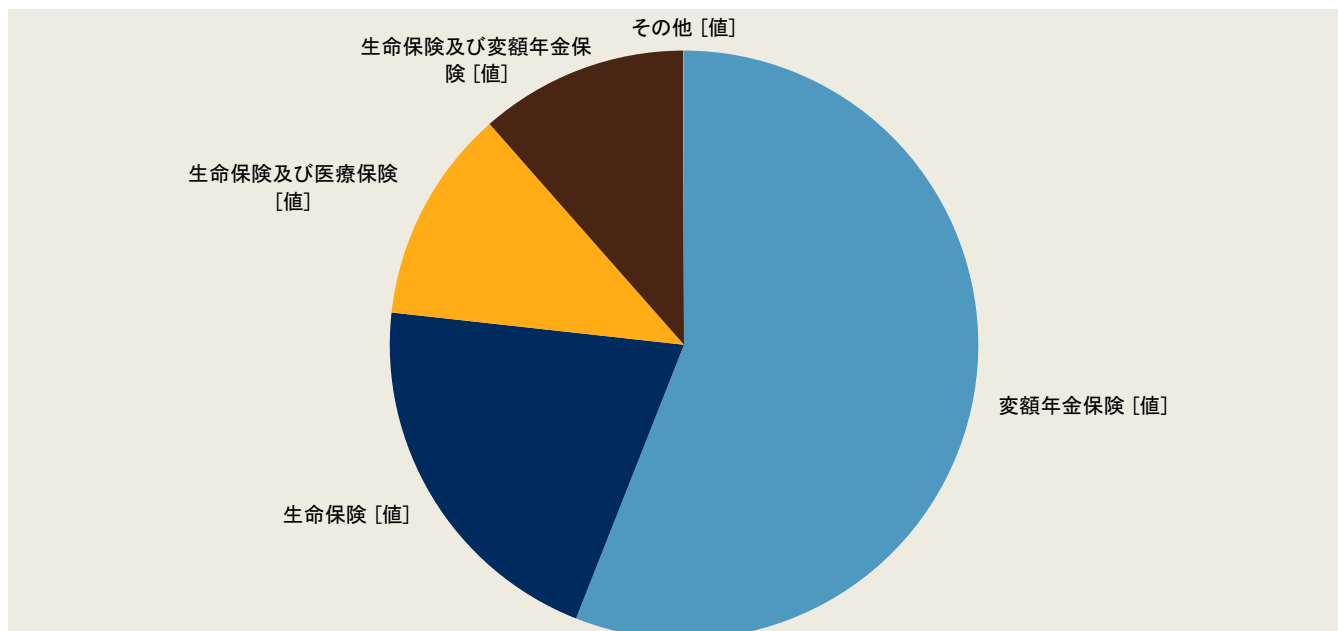
1.2 ビジネス・フォーカス

また、SPGMI のデータにより、当社はビジネス・フォーカス別に会社を分類することもできます。生命保険会社に関して、SPGMI では以下の 10 のビジネス・フォーカス別に分類しています (変額年金保険フォーカス、クレジット保険フォーカス、グループ傷害・医療保険フォーカス、個人生命保険及び傷害・医療保険フォーカス、個人生命保険フォーカス、生命保険及び傷害・医療保険フォーカス、生命保険及び変額年金保険フォーカス、生命保険フォーカス、特殊傷害・医療保険フォーカス、及び最低正味収入保険料 (NPW) 生命保険)。当社ではこれらを 5 つのグループに分類しています。

- 変額年金保険: 変額年金保険フォーカス
- 生命保険: 個人生命保険及び傷害・医療保険フォーカス、個人生命保険フォーカス、生命保険フォーカス、最低正味収入保険料 (NPW) 生命保険
- 生命保険及び医療保険: グループ傷害・医療保険フォーカス、特殊傷害・医療保険フォーカス、及び生命保険及び傷害・医療保険フォーカス
- 生命保険及び変額年金保険: 生命保険及び変額年金保険フォーカス
- その他: クレジット保険フォーカス

生命保険会社に関して、変額年金保険会社が一般勘定資産の大半を有しています。

図表 64: 生命保険会社の資産(事業タイプ別)



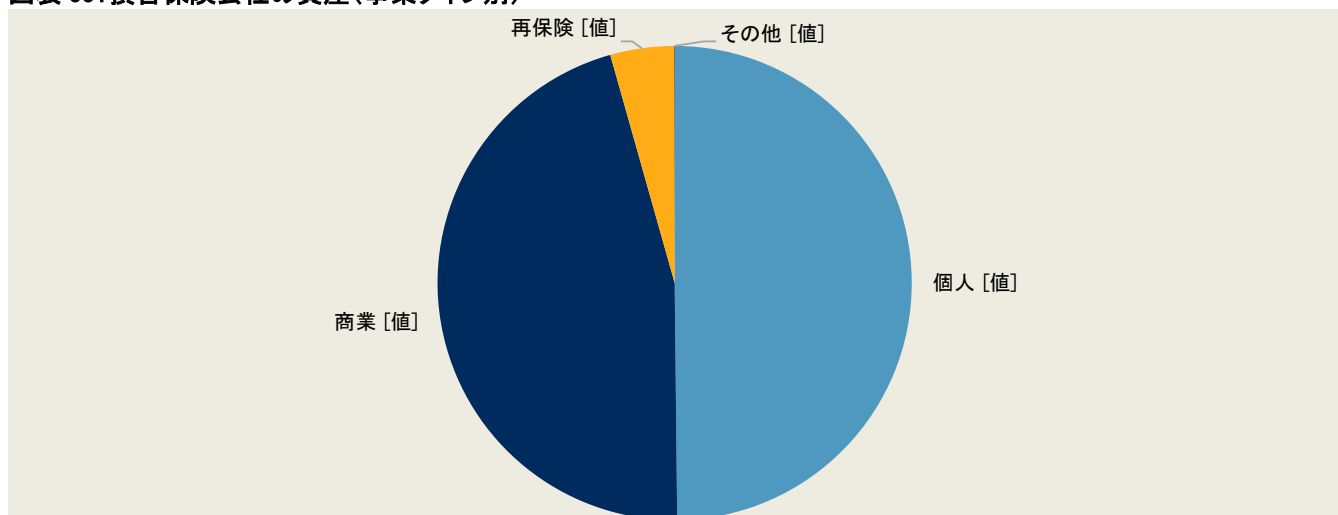
出所: S&P グローバル・マーケット・インテリジェンスを通じた NAIC のデータ。2016年12月31日現在のデータ。図表は説明目的のために提示されています。

SPGMI のデータベースでは、損害保険会社を以下の 12 のビジネス・フォーカス別に分類しています(商業金融保険フォーカス、商業賠償責任フォーカス、商業保険フォーカス、商業医療ミス・フォーカス、商業物件フォーカス、商業労災補償フォーカス、傷害・医療保険フォーカス、大型再保険フォーカス、個人保険フォーカス、個人物件フォーカス、再保険フォーカス、及び最低正味収入保険料(NPW)損害保険)。当社ではこれらを 4 つの分野に集約しています。

- 商業: 商業金融保険フォーカス、商業賠償責任フォーカス、商業保険フォーカス、商業医療ミス・フォーカス、商業物件フォーカス、商業労災補償フォーカス
- 個人: 個人保険フォーカス、個人物件フォーカス
- 再保険: 再保険フォーカス、大型再保険フォーカス
- その他: 傷害・医療保険フォーカス

損害保険会社の一般勘定資産の大半は個人保険にフォーカスしている会社が保有しています。

図表 65: 損害保険会社の資産(事業タイプ別)



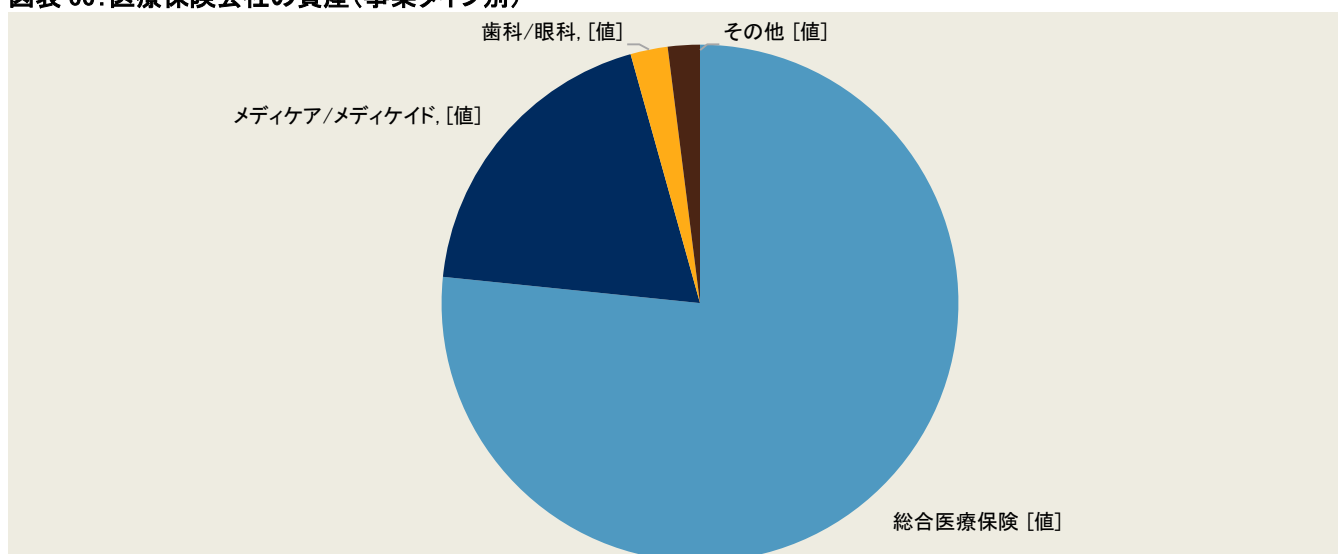
出所: S&P グローバル・マーケット・インテリジェンスを通じた NAIC のデータ。2016年12月31日現在のデータ。図表は説明目的のために提示されています。

SPGMI のデータベースでは、医療保険会社を以下の 12 のビジネス・フォーカス別に分類しています(総合医療保険、歯科/眼科、メディケイド・プロバイダー、メディケア・プロバイダー、医療その他フォーカス、最低正味収入保険料(NPW)医療保険)。当社ではこれらを 4 つのグループに分類しています。

- 総合医療保険: 総合医療保険
- 歯科/眼科: 歯科/眼科
- メディケイド/メディケア: メディケイド・プロバイダー、メディケア・プロバイダー
- その他: 医療その他フォーカス、最低正味収入保険料(NPW)医療保険

医療保険会社の一般勘定資産の大半は総合医療保険会社が保有しています。

図表 66: 医療保険会社の資産(事業タイプ別)



出所: S&P グローバル・マーケット・インテリジェンスを通じた NAIC のデータ。2016年12月31日現在のデータ。図表は説明目的のために提示されています。

1.3 株式の時価総額

ファースト・ブリッジでは株式ETFを以下の6つの時価総額別に分類しています(ブロード・マーケット/マルチキャップ、中大型株、大型株、超大型株、超小型株、中型株、小型株、中小型株(SMID))。当社ではこれらを4つのグループの集約しています。

- 混合:ブロード・マーケット/マルチキャップ
- 大型株:大型株及び超大型株
- 中型株:中型株、中小型株、及び中大型株
- 小型株:小型株及び超小型株

1.4 債券タイプ

ファースト・ブリッジでは債券を以下の6つのタイプ別に分類しています(社債、米国債及び政府関連債、転換社債、インフレ連動債、モーゲージ、地方債)があります。当社では最後の4つの債券タイプを「その他」のグループに分類しています。

1.5 スマート・ベータ

数や運用資産残高の点において、ほとんどのETFは時価総額加重となっています。指数プロバイダーやETFスポンサーは、新たな指数やETFを構築しており、これらはアクティブ運用マネージャーのメソロジーの一部を定型的にモデル化しています。最も古い試みでは株価収益率(PER)に基づいて株式を分類しました。「バリュー」の括りにはPERの低い銘柄が含まれた一方、「グロース」の括りにはPERの高い銘柄が含まれました。これらは、新しい分類である「スマート・ベータ」と呼ばれています。当社ではETFを3つの方法で分類しています。

- 時価総額:標準的な時価総額加重
- 伝統的なスマート・ベータ:バリュー加重、グロース加重、配当加重、及び均等加重
- 新しいスマート・ベータ:その他全てのスマート・ベータ戦略(モメンタム、低ボラティリティ、単一ファクター及びマルチ・ファクター)

残念ながら、ファースト・ブリッジには内蔵型のスマート・ベータ分類がないため、当社はファースト・ブリッジの3つの既存の分類に基づいてスマート・ベータ・タグを構築しました(グロース/バリュー、ファンダメンタル加重タイプ、指数加重スキーム)。グロース/バリューには以下の4つのファクターがあります(グロース、バリュー、コア/混合、及び該当なし)。ファンダメンタル加重タイプには以下の11のファクターがあります(配当加重、収益加重、FTSE RAFI、グロース/バリュー・ファクター加重、モメンタム加重、クオリティ加重、レベニュー加重、バリュエーション加重、マルチ・ファクター加重、その他、及び該当なし)。指数加重スキームには以下の6つのファクターがあります(均等加重、ファンダメンタル加重、時価総額加重、ボラティリティ/ベータ加重、その他、及び該当なし)。

当社はスマート・ベータ・タグを以下の通り構築しました。

- グロース/バリュー = グロースまたはバリュー → 伝統的なスマート・ベータ
- ファンダメンタル加重タイプ = 配当加重 → 伝統的なスマート・ベータ
- 指数加重スキーム = 均等加重 → 伝統的なスマート・ベータ

- 指数加重スキーム = 時価総額加重 → 時価総額
- 3つの分類の全てが「該当なし」→ その他
- 新しいスマート・ベータ(上記の分類に該当しない場合)

残念ながら、米国のETF運用資産残高合計の3.09%がスマート・ベータの「その他」に該当します。

図表 67: スマート・ベータ分類

基本的な加重タイプ	均等加重	ファンダメンタル加重	時価総額加重	該当なし	その他の加重	ボラティリティ/ ベータ加重	総合計 (%)
コア/混合							
配当加重	-	4.99	-	-	-	-	4.99
収益加重	-	0.11	-	-	-	-	0.11
FTSE RAFI	-	0.31	-	-	-	-	0.31
グロス/バリュー・ファクター加重	-	0.04	-	-	-	-	0.04
モメンタム加重	-	0.11	-	-	-	-	0.11
マルチ・ファクター加重	-	0.29	-	-	-	-	0.29
該当なし (%)	1.90	-	55.97	0.06	1.64	1.54	61.11
その他	-	0.26	-	-	-	-	0.26
クオリティ加重	-	0.18	-	-	-	-	0.18
レベニュー加重	-	0.05	-	-	-	-	0.05
バリュエーション加重	-	0.00	-	-	-	-	0.00
コア/混合合計 (%)	1.90	6.34	55.97	0.06	1.64	1.54	67.45
グロス							
配当加重	-	0.11	-	-	-	-	0.11
グロス/バリュー・ファクター加重	-	0.13	-	-	-	-	0.13
マルチ・ファクター加重	-	0.00	-	-	-	-	0.00
該当なし (%)	0.03	-	4.76	0.01	0.00	-	4.80
その他	-	0.02	-	-	-	-	0.02
レベニュー加重	-	0.00	-	-	-	-	0.00
グロス合計 (%)	0.03	0.26	4.76	0.01	0.00	-	5.06
該当なし							
配当加重	-	0.00	-	-	-	-	0.00
グロス/バリュー・ファクター加重	-	0.00	-	-	-	-	0.00
モメンタム加重	-	0.01	-	-	-	-	0.01
マルチ・ファクター加重	-	0.00	-	-	-	-	0.00
該当なし (%)	0.10	-	16.78	3.09	1.57	0.00	21.55
その他	-	0.05	-	-	-	-	0.05
該当なし合計 (%)	0.10	0.07	16.78	3.09	1.57	0.00	21.62
バリュー							
配当加重	-	0.02	-	-	-	-	0.02
収益加重	-	0.01	-	-	-	-	0.01
グロス/バリュー・ファクター加重	-	0.23	-	-	-	-	0.23
マルチ・ファクター加重	-	0.11	-	-	-	-	0.11
該当なし (%)	0.16	-	5.27	0.01	0.04	-	5.49
バリュー合計 (%)	0.16	0.37	5.27	0.01	0.04	-	5.86
グロス合計 (%)	2.20	7.04	82.79	3.18	3.25	1.54	100.00

出所: S&P グローバル・マーケット・インテリジェンスを通じた NAIC のデータ。ファースト・ブリッジ。2016年12月31日現在のデータ。表は説明目的のために提示されています。

1.6 環境・社会・ガバナンス(ESG)

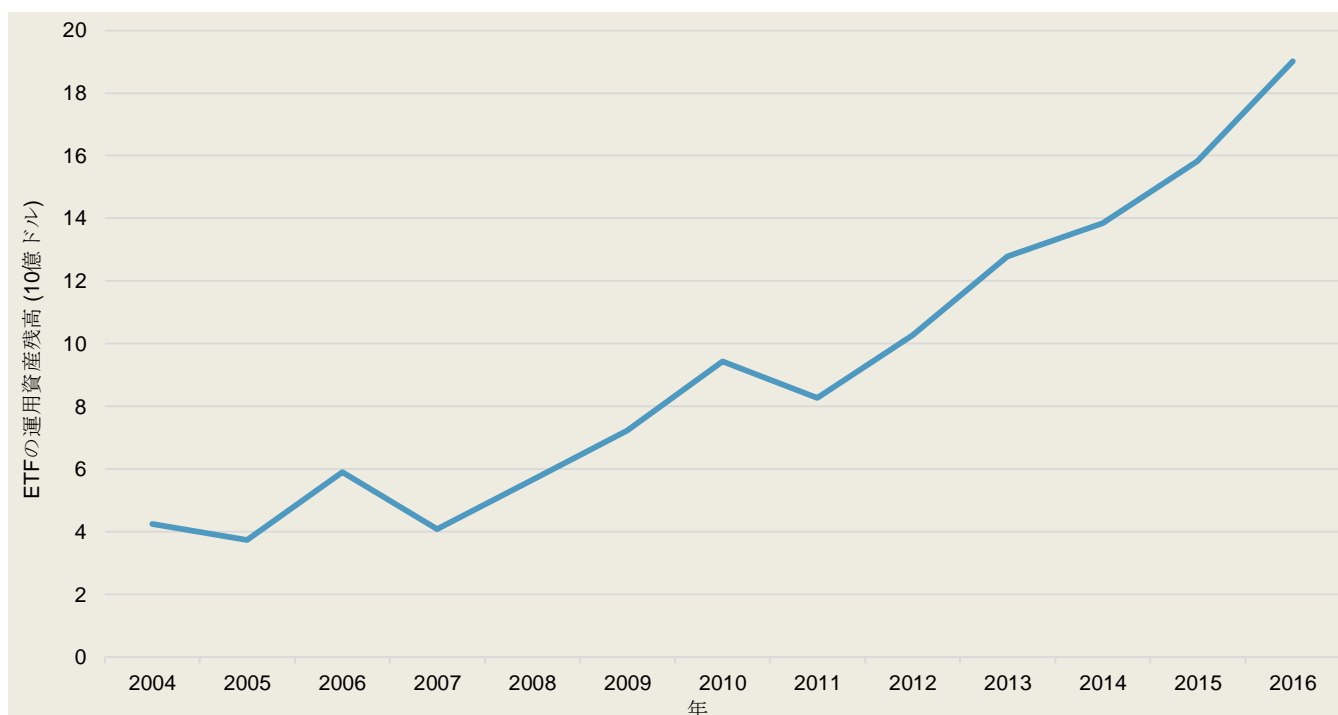
ファースト・ブリッジでは各ETFのESG哲学を以下の7つに分類しています(宗教的倫理に基づいた社会活動、コーポレート・ガバナンス、ESG、廃棄物管理、低カーボン・フットプリント、クリーン・エネルギー、該当なし)。当社ではこれらを次のようにグループ分けしています。

- 環境: クリーン・エネルギー、低カーボン・フットプリント
- ESG: ESG
- ガバナンス: コーポレート・ガバナンス
- 社会: 宗教的倫理に基づいた社会活動
- ESGではない: 該当なし

付属資料2 - 運用資産残高の伸びの線形回帰

保険会社におけるETFの成長トレンドをモデル化するために、当社では線形回帰をデータに適用しています。

図表 68: 保険会社におけるETFの運用資産残高



出所: S&P グローバル・マーケット・インテリジェンスを通じた NAIC のデータ。2016年12月31日現在のデータ。図表は説明目的のために提示されています。

データに基づくと、保険会社におけるETFの運用資産残高は以下のように表されます。

$$\ln(AUM) = 0.1339 \times Year - 246.3370$$

$$\text{保険会社(運用資産残高)} = 0.1339 \times \text{年} - 246.3370$$

このモデルの決定係数は93.84%となりました。決定係数はこのモデルが実際の結果をどれだけ正確に説明しているかを示しており、0%から100%までの数値で表されます。0%の数値は、独立変数(年)が従属変数(運用資産残高)を説明できないことを示唆しています。100%の数値は、モデルが従属変数を正確に説明していることを示唆しています。

当社ではこのモデルを使用し、過去のトレンドに従って成長が続くことを前提として、将来の運用資産残高を推定しています。

GENERAL DISCLAIMER

Copyright © 2017 by S&P Dow Jones Indices LLC, a part of S&P Global. All rights reserved. Standard & Poor's®, S&P 500® and S&P® are registered trademarks of Standard & Poor's Financial Services LLC ("S&P"), a subsidiary of S&P Global. Dow Jones® is a registered trademark of Dow Jones Trademark Holdings LLC ("Dow Jones"). Trademarks have been licensed to S&P Dow Jones Indices LLC. Redistribution, reproduction and/or photocopying in whole or in part are prohibited without written permission. This document does not constitute an offer of services in jurisdictions where S&P Dow Jones Indices LLC, Dow Jones, S&P or their respective affiliates (collectively "S&P Dow Jones Indices") do not have the necessary licenses. All information provided by S&P Dow Jones Indices is impersonal and not tailored to the needs of any person, entity or group of persons. S&P Dow Jones Indices receives compensation in connection with licensing its indices to third parties. Past performance of an index is not a guarantee of future results.

It is not possible to invest directly in an index. Exposure to an asset class represented by an index is available through investable instruments based on that index. S&P Dow Jones Indices does not sponsor, endorse, sell, promote or manage any investment fund or other investment vehicle that is offered by third parties and that seeks to provide an investment return based on the performance of any index. S&P Dow Jones Indices makes no assurance that investment products based on the index will accurately track index performance or provide positive investment returns. S&P Dow Jones Indices LLC is not an investment advisor, and S&P Dow Jones Indices makes no representation regarding the advisability of investing in any such investment fund or other investment vehicle. A decision to invest in any such investment fund or other investment vehicle should not be made in reliance on any of the statements set forth in this document. Prospective investors are advised to make an investment in any such fund or other vehicle only after carefully considering the risks associated with investing in such funds, as detailed in an offering memorandum or similar document that is prepared by or on behalf of the issuer of the investment fund or other vehicle. Inclusion of a security within an index is not a recommendation by S&P Dow Jones Indices to buy, sell, or hold such security, nor is it considered to be investment advice.

These materials have been prepared solely for informational purposes based upon information generally available to the public and from sources believed to be reliable. No content contained in these materials (including index data, ratings, credit-related analyses and data, research, valuations, model, software or other application or output therefrom) or any part thereof (Content) may be modified, reverse-engineered, reproduced or distributed in any form or by any means, or stored in a database or retrieval system, without the prior written permission of S&P Dow Jones Indices. The Content shall not be used for any unlawful or unauthorized purposes. S&P Dow Jones Indices and its third-party data providers and licensors (collectively "S&P Dow Jones Indices Parties") do not guarantee the accuracy, completeness, timeliness or availability of the Content. S&P Dow Jones Indices Parties are not responsible for any errors or omissions, regardless of the cause, for the results obtained from the use of the Content. THE CONTENT IS PROVIDED ON AN "AS IS" BASIS. S&P DOW JONES INDICES PARTIES DISCLAIM ANY AND ALL EXPRESS OR IMPLIED WARRANTIES, INCLUDING, BUT NOT LIMITED TO, ANY WARRANTIES OF MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR A PARTICULAR PURPOSE OR USE, FREEDOM FROM BUGS, SOFTWARE ERRORS OR DEFECTS, THAT THE CONTENT'S FUNCTIONING WILL BE UNINTERRUPTED OR THAT THE CONTENT WILL OPERATE WITH ANY SOFTWARE OR HARDWARE CONFIGURATION. In no event shall S&P Dow Jones Indices Parties be liable to any party for any direct, indirect, incidental, exemplary, compensatory, punitive, special or consequential damages, costs, expenses, legal fees, or losses (including, without limitation, lost income or lost profits and opportunity costs) in connection with any use of the Content even if advised of the possibility of such damages.

S&P Dow Jones Indices keeps certain activities of its business units separate from each other in order to preserve the independence and objectivity of their respective activities. As a result, certain business units of S&P Dow Jones Indices may have information that is not available to other business units. S&P Dow Jones Indices has established policies and procedures to maintain the confidentiality of certain non-public information received in connection with each analytical process.

In addition, S&P Dow Jones Indices provides a wide range of services to, or relating to, many organizations, including issuers of securities, investment advisers, broker-dealers, investment banks, other financial institutions and financial intermediaries, and accordingly may receive fees or other economic benefits from those organizations, including organizations whose securities or services they may recommend, rate, include in model portfolios, evaluate or otherwise address.