

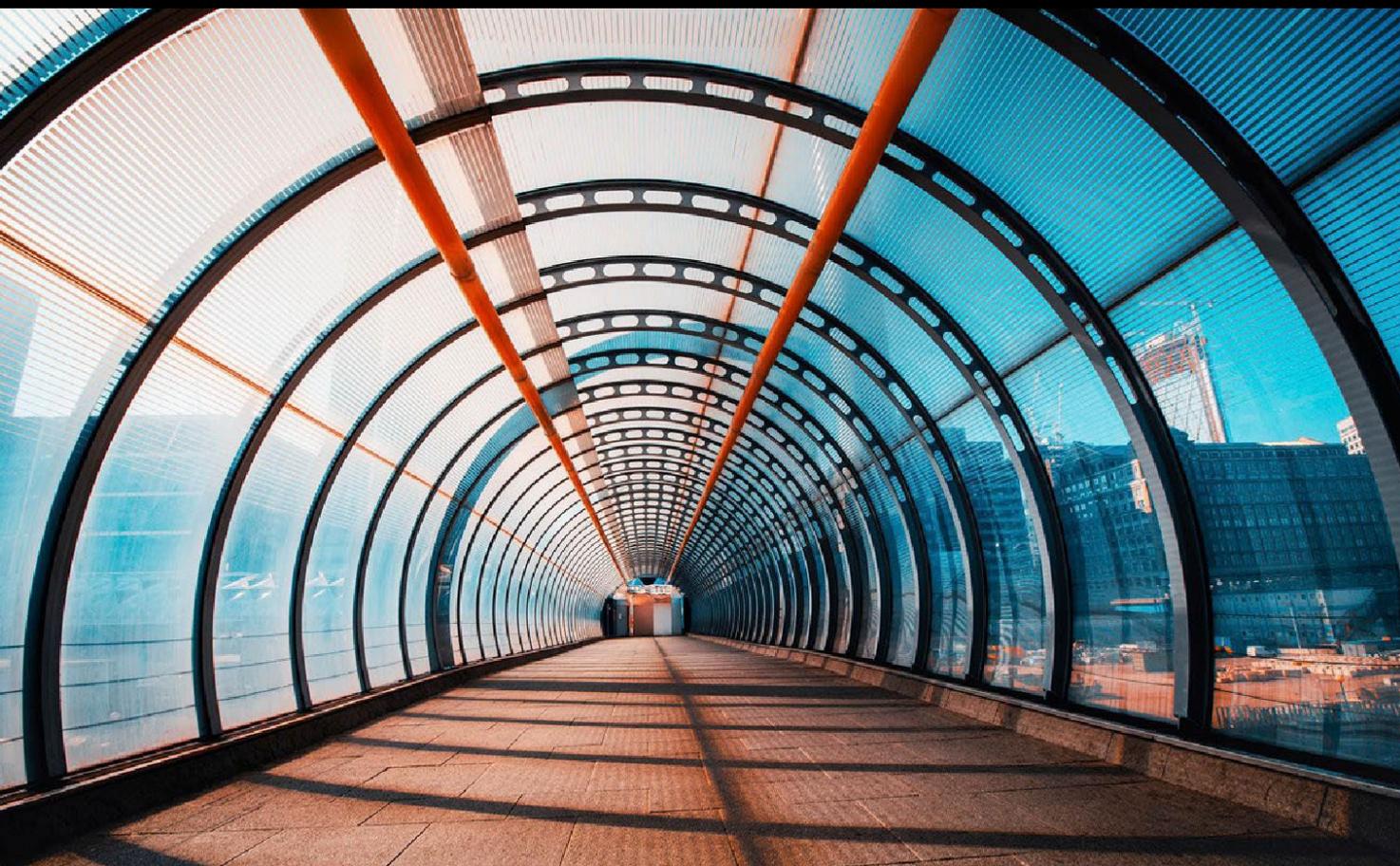
当資料は、ブラックロック・グループ(以下、ブラックロック)が作成した英語版レポートを、ブラックロック・ジャパン株式会社(以下、弊社)が翻訳・編集したものです。ブラックロック全体、ないし弊社が設定・運用するファンドにおける投資判断と当資料の見解と必ずしも一致するものではありません。また、米ドル建資産を中心としたグローバル投資において、主に米ドル建で各資産の評価を行った上で書かれたものです。日本の投資家が円から外貨建資産に投資を行う場合に受ける為替変動の影響は考慮されていないことにご注意の上、参考情報としてご覧ください。本稿は、適格機関投資家様、年金基金様、販売会社様のみを対象としています。個人投資家様への配布はお控え頂きますよう、よろしくお願いたします。

**BlackRock**

# 機関投資家による 債券ETF活用の拡大

拡大する債券ETF市場と市場環境が機関投資家にもたらす  
債券ETFの新たな活用機会

2022年11月



## 著者

### Caroline Busby

米国機関投資家  
iシェアーズ債券ETFチーム

### Joyce Choi

iシェアーズ債券商品戦略チーム

### Joshua Penzner

米国機関投資家  
iシェアーズ債券ETFヘッド

### Connor Stack

iシェアーズ債券商品戦略チーム

### エディター

Jim Miller

# エグゼクティブ・サマリー

債券ETF市場は予想を上回るスピードで拡大しています。世界の債券ETFの資産残高が1兆米ドルに達するには、債券ETFの誕生から17年を要しました。しかし、ブラックロックは、世界の債券ETFの市場規模は2023年には2兆米ドルを超え、2030年末までに5兆米ドルに達すると予想しています。

この成長を主に牽引しているのが、機関投資家による債券ETFの利用拡大です。新型コロナウイルスのパンデミック初期に債券市場にストレスがかかった局面で、債券ETFの流動性と耐性が確認されたことを発端に、多くの機関投資家が2020年に初めて債券ETFの利用を開始しました。<sup>1</sup> それ以来、機関投資家は債券ETFに様々な活用方法を見出していますが、その背景には主に以下の点に対する評価があると思われる。

## 透明性

## 持続的かつ安定した流動性

## 効率性

## 精緻なエクスポージャー

1. *Institutional Investor* (以下、II社)、“Rising to the challenge of a dynamic market: Institutional investors respond to uncertainty in 2022” (2022年6月)。II社が世界の機関投資家の投資意思決定者759名を対象に実施した調査結果に基づきます。回答者の89%が債券ETFの利用を拡大したか、拡大する予定と回答しました。ETFの利用に関するデータは、世界の保険会社、寄付基金、ファミリーオフィス、財団、年金基金、資産運用会社の投資の意思決定者を対象に2022年1-3月期にII社が実施した調査結果に基づきます。なお、当調査はブラックロックがII社に委託したものです。ブラックロックはII社またはそのグループ会社の関連会社ではありません。

## 世界の運用会社 トップ10

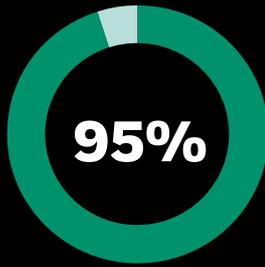
世界の資産運用会社の上位10社のすべてが債券ETFを活用しています。<sup>2</sup>

## 37の公的機関

10カ国の中央銀行を含む37の公的機関がシェアーズ債券ETFに投資しています。<sup>3</sup>

## 米保険トップ10の 8社

米国の最大手保険会社10社のうち8社が債券ETFを活用しており、そのうちの5社は市場のボラティリティが高まった2020年3月以降に投資を開始しました。<sup>4</sup>



ETFの利用動向調査に回答した公的年金基金の95%が、最近のボラティリティ上昇を受けて債券ETFの利用を拡大した、または、今後拡大する可能性が高いと回答しました。<sup>5</sup>

これまで個別銘柄を通じて債券ポートフォリオを構築してきた運用者が、流動性管理、ポートフォリオの効率性向上、ポートフォリオ・レベルでのアルファ創出を目的に債券ETFを利用するようになってきました。債券ETFは従来、機動的にリスク・エクスポージャーを調整するために利用されてきましたが、「ベータ」（長期のコア・アロケーションとしてのエクスポージャー）や「テイルト」（ハイイールド債など、特定のエクスポージャーへの継続的な配分）も反映できることが認識されるようになり、ポートフォリオ内の膨大な数の個別銘柄の代替として利用されています。また、先物やスワップに代わるリスク管理手法として、キャッシュと流動性を管理するために、あるいは大規模なポートフォリオの移管ツールとして、債券ETFを利用する投資家も増えていきます。

昨今の金利上昇、高インフレ、高リスク環境により、機関投資家は不安定な流動性や負債要件をどのように管理するか、または数十年ぶりの高インフレ下でいかにしてプラスの実質リターンを創出するかなど、ポートフォリオ構築における様々な課題に直面しています。

こうした状況の中、機関投資家はポートフォリオ構築のソリューションとして、主に右記の6つの点でETFに注目しています。

### 1 流動性の管理

### 2 総保有コストの考慮

### 3 機動的・戦略的資産配分の調整

### 4 デリバティブの代替

### 5 非コア資産の投資ツール

### 6 追加的な利回りの追求

2. 米国は、SEC 13-Fよりブラックロック調べ。欧州およびアジアは資産運用会社の自己申告保有銘柄をベースにブラックロック調べ。世界の資産運用会社の上位10社は、2021年のPensions & Investmentsのデータに基づく。
3. ブラックロックの顧客からの回答に基づく推定（2022年4月20日現在）。
4. S&P Global Intelligence、および全米保険監督官協会（NAIC）、米国証券取引委員会の開示データをベースにブラックロック調べ。
5. Institutional Investor（以下、II社）、「Rising to the challenge of a dynamic market: Institutional investors respond to uncertainty」（2022年6月）。II社が2022年1-3月期に59の公的年金基金を対象に実施した調査に基づきます。なお、当調査はブラックロックがII社に委託したものです。ブラックロックはII社またはそのグループ会社の関連会社ではありません。

## 流動性の管理

ブローカー・ディーラーは規制および資本の制約、在庫の減少、バランスシートの縮小に直面しており、一部の債券市場では流動性の逼迫が進んでいます。こうした動きにより、債券ポートフォリオのエクスポージャーの機動的な調整を行う取引が難しくなっており、特に休暇シーズンや夏期などの流動性が低下する時期にこの傾向が顕著に見られます。2022年6月13日を一例に挙げると、多くの投資家と市場関係者は取引にETFを利用し、エクスポージャーの売買を行いました。この日の米国の債券ETFの取引高は582億米ドルと過去最高を記録し、平均日次取引高の2.5倍近くに達しました。

牽引役は社債ETFで、取引高は250億米ドルと、これも過去最高を記録しました。このうち、iシェアーズの米ドル建てハイイールド社債指数に連動するETFは、単一銘柄で90億米ドルの取引高を記録し、TRACEの現物ハイイールド社債取引高全体の65%を占めました（年間平均は19%）<sup>6</sup>。また、取引高の急増にもかかわらず、上述の米ドル建てハイイールド社債ETFのビッド／オファー・スプレッドは日中を通じて1ベースポイントでした（図1）。6月のような状況であるないに関わらず、ストレス局面でも低ボラティリティ環境でも、債券ETFを利用することで、低コストでポジション構築ができたり、待機資金によるキャッシュ・ドラッグを回避することができます。

## 総保有コストの考慮

ETFまたは現物債券によるポートフォリオ構築を比較検討する場合、総保有コストを考慮するべきでしょう。ブラックロックの試算によると、ETFは現物債券のポートフォリオよりも総保有コス

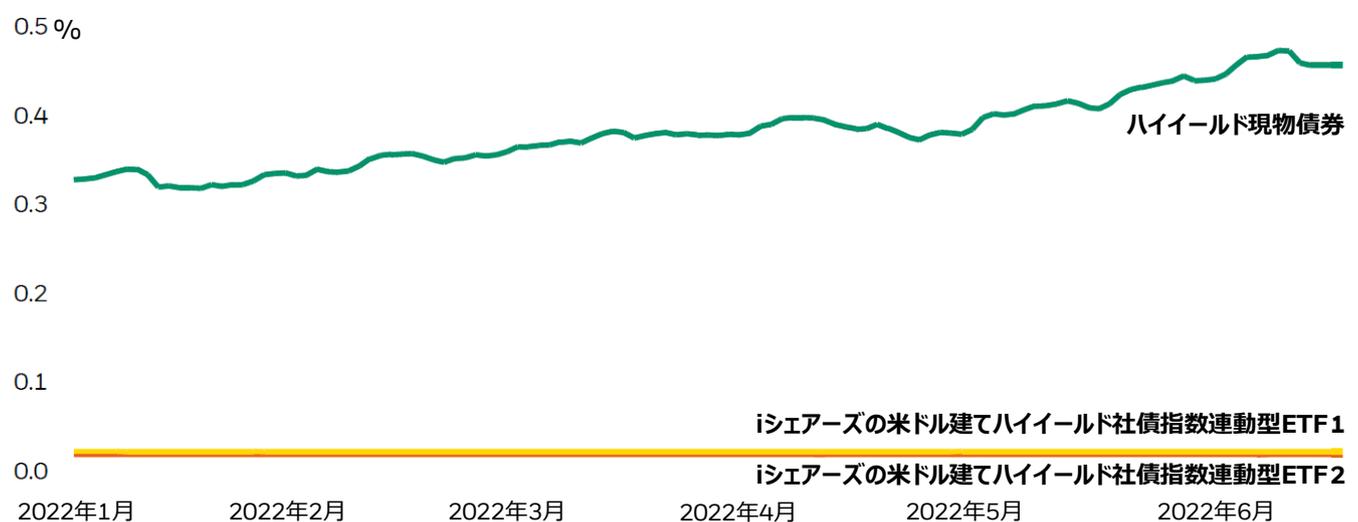
トが低くなる可能性があります。図2に示すように、2億5,000万米ドルの投資適格社債の仮想ポートフォリオとiシェアーズの米ドル建て投資適格社債ETF（1銘柄）を1年間保有した場合の比較では、ETFの証券貸出収入を加味するとネット・コストがETFの方が低くなる可能性があります。これは、証券貸出により想定される40ベースポイントの総収入が、ETFの信託報酬、仲介手数料、取引コストを上回るためです。ただし、この数値は機関投資家とカストディアンとの契約内容や実勢貸出金利の市場環境によって異なります。これに対し、現物債券によるポートフォリオ構築では18ベースポイントの取引コストの発生が見込まれます。

## 機動的・戦略的資産配分の調整

機関投資家が戦略的資産配分を変更する必要がある場合、そのための内部ポートフォリオの構築や外部マネージャーの見直しは多くの時間を要することがあります。資産配分変更の遅れが長引けば、パフォーマンスの低下につながりかねません。より迅速にエクスポージャーを獲得したい機関投資家にとって、ETFはスピードと効率性の点で、適切な手段となりえるでしょう。最近では、一部の機関投資家の間で資産配分に新興国債券またはハイイールド債券まで含める動きが出ていますが、仮に5億米ドル投資するとして、どちらのエクスポージャーも現物でポジションを構築するには数日かかる可能性があります。一方、ETFでは通常1-2日で同様のエクスポージャーを取得することができます。また、図1のビッド／オファー・スプレッドの違いから分かるように、取引コストを大幅にタイト化することが可能です。

6. 出所：ブラックロック、ブルームバーグ、TRACE、2022年6月13日現在。

図1 ハイイールド社債：現物債とETFのビッド／オファー・スプレッドの比較



出所：ブルームバーグ、BAML、2022年6月27日現在

図2 2億5,000万米ドルのロング・エクスポージャー：現物債券ポートフォリオとETFの比較

2億5,000万米ドルの現物債券ポートフォリオとETFの比較 コストはすべて往復で単位はベースポイント。投資開始時のETFのプレミアム/ディスカウントは保有期間を通じて一定であるとの仮定に基づく。		仮定の現物債券 ポートフォリオ	iシェアーズの 米ドル建て投資適格社債 指数連動型ETF
コスト	コスト/収益項目	債券ポートフォリオ (bps)	ETF (bps)
投資開始時およびエグジット時	売買手数料	0	1
	ビッド/アスク・コスト、往復	18	1
	<b>往復取引コスト合計</b>	<b>18</b>	<b>2</b>
保有期間	ETF運用報酬	-	14
	<b>合計</b>	<b>0</b>	<b>14</b>
<b>トータル・コスト</b>		<b>18</b>	<b>16</b>
証券貸出	ETF貸出収入	-	-40
<b>ネット・コスト（証券貸出を含む）</b>		<b>18</b>	<b>-24</b>

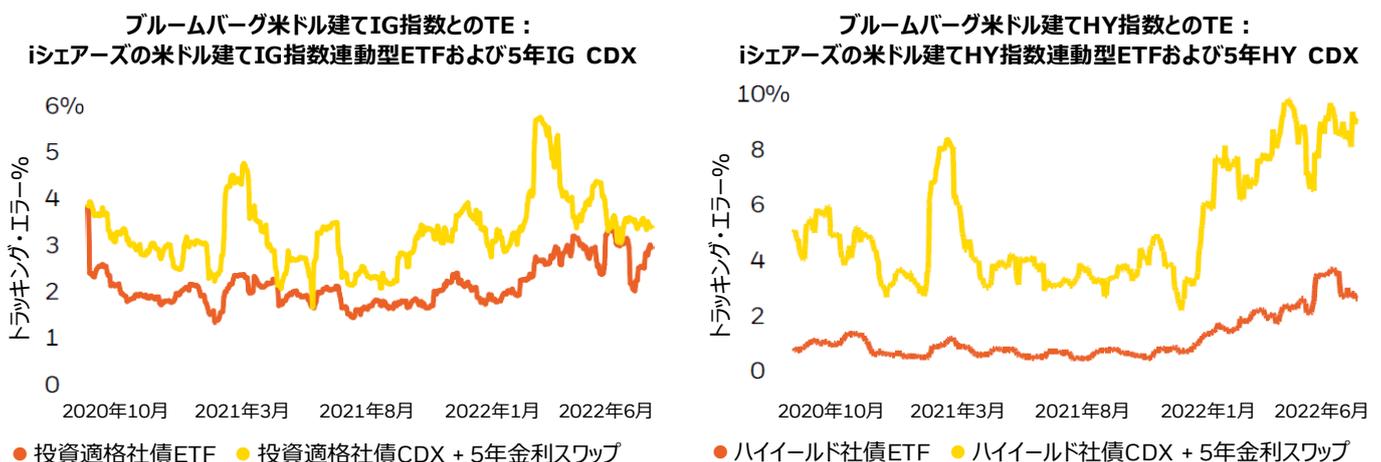
上記の仮定の現物債券ポートフォリオの分析結果は仮定であり、例示のみを目的としています。特定の投資商品または顧客口座を示すものではありません。過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。出所：ブラックロック、ブルームバーグ、2022年6月30日現在。「ETF貸出収入」は、ETF貸出の直近1カ月の年率換算総利回りです。「ETF貸出収入」はファンドのパフォーマンスに含まれておらず、ETF貸出はiシェアーズまたはブラックロックのETF、ブラックロック・ファンド・アドバイザーズ（BFA）（ファンドの資産運用会社でBlackRock Investments, LLCの関連会社）が提供するサービスではありません。貸出利回りは、ETFの貸出による年率換算総利回りであり、現金担保から得られる利回りは含まれていません。実際のETF貸出収入の分割とキャッシュの再投資ビークルは、貸し手とETF貸出の代理人との間で交渉され、それぞれ異なる場合があります。投資家の証券貸出代理人は、総貸出収入の一部を受け取ります（収入分割）が、これは上記の総利回りに勘案されていません。

## デリバティブの代替

機関投資家には、ポートフォリオのクレジット・リスクを追加またはヘッジする上で、多くの選択肢が用意されています。投資適格社債とハイイールド債の運用者は、クレジット・デフォルト指数スワップ（CDX）、クレジット指数先物、クレジット指数トータル・リターン・スワップ、クレジットETF、現物債券の中から選択することができます。どの投資商品の利用が有利かは、市場動向によります。例えば、CDXが提供する流動性によって、投資家はリスクを迅速かつ大規模に追加または削減することができますが、CDXのベース・リスクは極めて大きくなる可能性があり、ストレス局面では現物債券ポートフォリオとの相関が急速に低下する

可能性があります。ハイイールド債と投資適格社債のCDXと代表的な指数のトラッキング・エラーは、それぞれ8%と5%近くまで上昇したことがあります（図3）。また、クレジット指数トータル・リターン・スワップ（iBoxx TRSなど）では通常、ベース・リスクと相関が改善するものの、CDXやクレジットETFと同水準の流動性や取引コストの優位性は享受できません。今後、取引高が増加すれば、社債指数先物（CBOE HYG指数先物など）への関心が高まる余地があるとブラックロックは考えます。

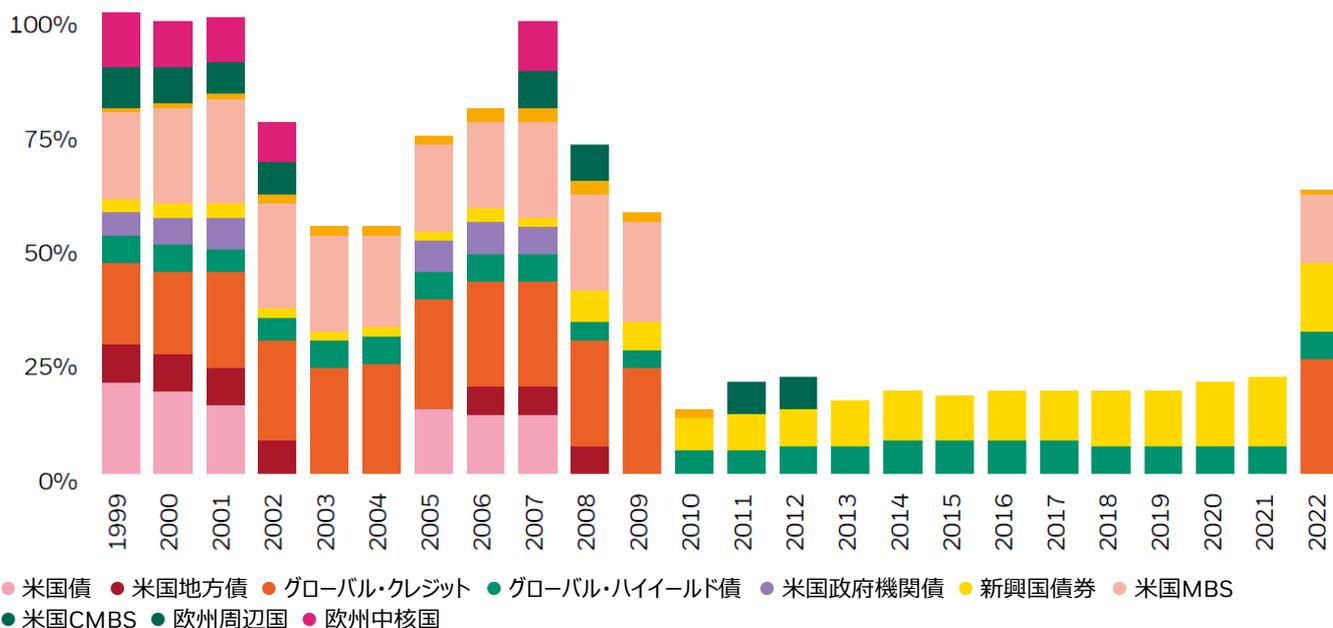
図3 ブルームバーグ指数とのトラッキング・エラー（TE）の比較：米ドル建て投資適格社債ETFと米ドル建てハイイールド社債ETF（ともにiシェアーズETF）およびCDX



出所：ブルームバーグ、ブラックロック。トラッキング・エラーは20日移動平均。  
2022年8月8日現在

## 図4：利回りの回復

利回りが4%以上の債券指数の割合、1999-2022年



出所：ブラックロック、2022年6月21日現在。過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。

## 非コア資産の投資ツール

債券指数の多くが10年ぶりに4%以上の利回り水準となる中、公開市場でもインカムの創出に期待ができます。例えば、投資適格社債の利回りは4.7%<sup>7</sup>、デュレーションは7.5年です。ビッド/アスク・スプレッドがタイトで効率性の高いETFを利用すれば、投資規模を問わず低コストで様々な市場にアクセスできます。ETF市場の進化と拡大により、ブロードなエクスポージャーからよりニッチなものまで、ETFを通して様々な市場エクスポージャーの獲得が可能となっているため、多様な資産クラスから構成されるポートフォリオを効率的に運用することができます。機関投資家は、ハイイールド債やレバレッジド・ローン、TIPS、新興国債券など、流動性が低い資産クラスやベンチマークに含まれない資産クラスへも、ETFを使って配分を行うことができます。

## 追加的な利回りの追求

証券貸出市場も、機関投資家が追加的な利回りを追求できる市場の一つです。オプションおよびTRS市場も包含するETFエコシステムの拡大によって、従来のロングオンリーのETF投資家は、追加的な利回りを得るために受益証券を貸し出すことが可能になってきています。資産配分を変更することなく利回りを高めたい機関投資家は、ETF貸出による追加的な利回りの獲得が期待できます。iシェアーズのハイイールド社債ETFと投資適格社債ETFにおいて、ロング・ポジションと貸出を組み合わせた戦略は、貸出利回りの上昇に伴い重要性が高まっています。

7. ブルームバーグ米国投資適格社債インデックス、2022年6月30日現在

図5は、証券貸出による過去5年間の追加的な利回りを示したものです。

図5：利回りの改善：ETFの貸出を活用することで追加的な利回りが期待できる（例）

	米ドル建て 投資適格社債指数 連動型ETFの 年率リターン	平均 貸出利回り	米ドル建て 投資適格社債指数 連動型ETF (含む貸出利回り)
<b>1年</b>	-16.19%	0.21%	-15.99%
<b>3年</b>	-1.38%	0.12%	-1.26%
<b>5年</b>	1.20%	0.08%	1.28%

	米ドル建て ハイイールド社債指数 連動型ETFの 年率リターン	平均 貸出利回り	米ドル建て ハイイールド社債指数 連動型ETF (含む貸出利回り)
<b>1年</b>	-13.13%	0.95%	-12.19%
<b>3年</b>	-1.08%	0.45%	-0.63%
<b>5年</b>	1.18%	0.46%	1.64%

出所：ブルームバーグ、マークイット、2022年6月30日現在。投資家とカस्टディアンで50対50で分割すると仮定。パフォーマンス・データは過去の実績を示すもので、将来の結果を保証するものではありません。投資リターンと元本は市況によって変動し、受益証券の売却時に増減している可能性があります。現在のパフォーマンスは、上記のパフォーマンスと異なる可能性があります。ETF受益証券に対する借入需要があること、および証券貸出によって収入が得られることは保証されていません。ファンドの純投資収入から支払われる分配金は、証券貸出による収入がある場合はその収入を含み、通常の所得として投資家は課税されます。ETF受益証券の貸出による収入は、ファンドのパフォーマンスに含まれておらず、受益証券の貸出は、iシェアーズまたはブラックロックのETF、ブラックロック・ファンド・アドバイザーズ（ファンドの資産運用会社でBlackRock Investments LLCの関連会社）が提供するサービスではありません。

# 結論

本稿でご紹介した債券ETFの活用例は、より効率的なポートフォリオ構築への必要性を背景に、機関投資家とETFがそれぞれに進化してきた証左であると言えるでしょう。債券ETFは投資テクノロジーのひとつであり、数多くの機関投資家に透明性、アクセス、流動性、効率性を提供してきました<sup>8</sup>。機関投資家は今後も債券ETFという優れた投資テクノロジーを利用し、それにより債券ETFはさらなる進化を遂げ、それがポートフォリオ構築とリスク管理の精緻化に寄与するでしょう。ブラックロックは、債券ETFはこれからも債券市場の構造的変化を促進し、最新の債券電子取引市場に組み込まれていくと考えます。

8. *Institutional Investor*, Rising to the challenge of a dynamic market: Institutional investors respond to uncertainty in 2022、2022年6月。759人の回答に基づきます。債券ETFの透明性、流動性、市場アクセスについて投資家に調査を行いました。ETFの利用に関するデータは、保険会社、寄付基金、ファミリーオフィス、財団、年金基金、資産運用会社の投資の意思決定者を対象に2022年1-3月期に実施したグローバル調査に基づくものです。ブラックロックはこの調査のスポンサーです。ブラックロックはInstitutional Investorまたはその関連会社の関連会社ではありません。

## 重要事項

記載内容は、ブラックロック・グループ(以下、ブラックロック)が作成した英語版レポートを基に、ブラックロック・ジャパン株式会社(以下、弊社)が翻訳・編集したものです。記載内容は、情報提供を目的として作成されたものであり、特定の金融商品取引の勧誘を目的とするものではありません。また、米ドル建資産を中心としたグローバル投資において、主に米ドル建で各資産の評価を行った上で書かれたものです。日本の投資家が円から、外貨建資産に投資を行う場合に受ける為替変動の影響は考慮されていないことにご注意の上、参考情報としてご覧ください。記載内容は、日本に居住する個人投資家にはあてはまらない場合がある旨にご留意ください。また、日本のお客様の知識、経験、リスク許容度、財産の状況及び金融商品取引契約を締結する目的等を勘案したものではありません。記載内容は、ブラックロック及び弊社が信頼できると判断した資料・データ等により作成しましたが、その正確性及び完全性について保証するものではありません。また、記載内容の各種情報は過去のものまたは見通しであり、今後の運用成果を保証するものではなく、本情報を利用したことによって生じた損失等について、ブラックロック及び弊社はその責任を負うものではありません。記載内容の市況や見通しは作成日現在のブラックロックの見解であり、今後の経済動向や市場環境の変化、あるいは金融取引手法の多様化に伴う変化に対応し、予告なく変更される可能性があります。また、ブラックロックの見解、あるいはブラックロックが設定・運用するファンドにおける投資判断と必ずしも一致するものではありません。

## リスクについて

iシェアーズETFは、投資元本および投資元本からの収益の確保が保証されているものではありません。iシェアーズETFの価格は、連動を目標とする指数、組入有価証券の価格変動、金利および為替の変動等ならびにiシェアーズETFの発行者及び組入有価証券の発行者の経営・財務状況の変化ならびにそれらに関する外部評価の変化等により変動し、投資者は損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。特定の地域や分野に特化した投資では、一般に変動が大きくなり、より高い地理的リスクやアセットクラスのリスクにさらされます。信用取引等のお取引をされる場合は、保証金または証拠金以上のお取引が可能であるため、保証金または証拠金を超える大きな損失を被ることがあります。

弊社が投資一任契約または投資信託によりご提供する戦略は、全て、投資元本が保証されておりません。弊社がご提供する戦略毎のリスク、コストについては、投資対象とする金融商品等がそれぞれの戦略によって異なりますので、一律に表示することができません。従いまして実際に弊社戦略の提供を受けられる場合には、それぞれの提供形態に沿ってお客様に交付されます契約締結前交付書面、目論見書、投資信託約款及び商品説明書等をよくお読みいただき、その内容をご確認ください。

## 手数料・費用等について

東証上場iシェアーズETFについて：東京証券取引所に上場しているiシェアーズETFを売買する際の手数料は取扱いの金融商品取引業者（証券会社）等によって定められます。詳しくは証券会社までお問い合わせください。ETFの保有期間中は運用管理費用等を間接的にご負担いただきます。

海外上場iシェアーズETFについて：海外の証券取引所に上場しているiシェアーズETFの売買の際の手数料は取扱い金融商品取引業者（証券会社）によって定められます。売買にあたっては、前述の手数料の他に、外国金融商品市場等における売買手数料および公租公課その他の賦課金が発生することがあります。（現地法制度等により定められるため記載できません。）売買にあたり、円貨と外貨、または異なる外貨間での交換をする際には、それぞれの証券会社で別途定められた手数料が課せられることがあります。ETFの保有期間中は運用管理費用等を間接的にご負担いただきます。

保有時の費用の率は個別のiシェアーズETFによって異なります。また運用状況や保有期間等に応じて異なることからその上限額を示すことはできません。個別のiシェアーズETFに関する情報、運用報酬・管理報酬等については、取扱い金融商品取引業者（証券会社）、またはiシェアーズETFに関するウェブサイトにてご確認ください。

※iシェアーズETFは、本資料で言及されている指数提供会社が出資、保証または発行を行うものではありません。また、これらの指数提供会社は、当ファンドへの投資の妥当性に関してもいかなる表明も行いません。ブラックロックは上記の指数提供会社の関連会社ではありません。本資料で言及されている指数の著作権その他一切の知的財産権は、各指数提供会社に帰属します。

©2022 BlackRock 無断複写・転載を禁じます。iShares (®iシェアーズ®) およびBlackRock (®ブラックロック®) はブラックロック・インクおよび米国その他の地域におけるその子会社の登録商標です。他のすべての商標、サービスマーク、または登録商標はそれぞれの所有者に帰属します。本資料の著作権は、ブラックロック・ジャパン株式会社に帰属し、全部または一部分であってもこれを複製・転用することは社内用、社外用を問わず許諾されていません。本資料で言及されている指数の著作権その他一切の知的財産権は、指数毎の提供会社に帰属します。指数提供会社は、iシェアーズETFのいずれに関しても出資、保証、発行、販売、または販売促進を行うものではなく、またiシェアーズETFへの投資の妥当性についていかなる表明も行いません。ブラックロックは上記の指数提供会社の関連会社ではありません。

## お問い合わせ先

ブラックロック・ジャパン株式会社

金融商品取引業者関東財務局長（金商）第375号加入協会／一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人投資信託協会、日本証券業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

ホームページ： <http://www.blackrock.com/jp/>

〒100-8217 東京都千代田区丸の内一丁目8番3号丸の内トラストタワー本館