

本資料は、Institutional Investor社の使用許諾を取得しております（2022年6月）。本資料のいかなる部分もInstitutional Investor社の許諾なしに、外部関係者に対し、または公表のために、電子的またはその他の方法で複写、複製、配付、送信することは禁じられています。本資料は、米Institutional Investor社が2022年6月に発表した英語版のレポート『Rising to the challenge of a dynamic market』をブラックロック・ジャパン株式会社が、海外の上場投資信託（ETF）業界の動向に関する情報提供を目的として、翻訳・編集したものです



Institutional  
Investor

# 変化の激しい 困難な市場との対峙

2022年の不透明な環境下での、運用会社におけるマルチアセット戦略と  
モデル・ポートフォリオの役割

## ご留意事項

本資料は、Institutional Investor社の使用許諾を取得しております（2022年6月）。本資料のいかなる部分もInstitutional Investor社の許諾なしに、外部関係者に対し、または公表のために、電子的またはその他の方法で複製、複製、配付、送信することは禁じられています。

本資料は、米Institutional Investor社が2022年6月に発表した英語版のレポート『Rising to the challenge of a dynamic market』をブラックロック・ジャパン株式会社（以下、弊社）が、海外の上場投資信託（ETF）業界の動向等に関する情報提供を目的として、翻訳・編集したものです。本資料は、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お願いいたします。巻末に弊社からの金融商品取引に係るリスク・手数料等の重要事項についてのお知らせがございますので、必ずご確認ください。

本資料は、世界のETF業界の潮流を参考情報として紹介するもので、言及されているサービスおよび商品の中には、現在日本において弊社では提供していないものが含まれる場合がありますので、ご注意ください。本資料は、情報の提供のみを目的としており、個別の投資信託を含む有価証券等の売買等を勧誘するものではありません。なお、**各種の信頼できると考えられる情報・データに基づき作成されておりますが、弊社はその正確性・完全性を保証するものではありません。また、将来の投資成果を保証・約束するものではなく、その内容は将来予告なく変更されることがあります。iシェアーズETFへの投資による損益はすべて投資家の皆様に帰属します。**投資をご検討される際は、取扱い金融商品取引業者にて交付される契約締結前書面等を十分にご確認の上、ご自身でご判断ください。

弊社はiシェアーズETFに関する情報の提供は行っておりますが、その売買等に係る契約の締結を行っておりません。本資料における、Institutional Investor社の各種コメント・見解については、弊社を含むブラックロック・グループ（以下、「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や見解と一致するものではありません。本資料をもって特定の金融商品の売買および申込みの勧誘を行う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の発行者およ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。海外投資は、不利な為替変動、一般に認められた会計原則の相違、他国における経済または政治的不安定により、損失を被り投資元本を割り込むおそれがあります。また、エマージング市場は、変動が大きく、取引高が比較的小さいことに加え、同様の要因に関連したリスクも高くなります。また、中小企業への投資や、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ます。不動産投資信託（「REIT」）への投資は経済状況の変化や信用リスク、金利変動の影響を受けます。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。

## 手数料、費用等について

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、売買手数料の他に、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。

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。

## 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

〒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

Tel.03-6703-4110(iシェアーズ事業部)

ホームページ<http://www.blackrock.com/jp/>

# 目次

---

- 2** 概要
- 3** 調査方法
- 5** 変化の激しい市場におけるレジリエンス
- 9** 運用会社はETFをマルチアセット戦略に活用
- 11** モデル・ポートフォリオが運用会社にもたらす変化

# 概要

## 概要

2022年1-3月期にInstitutional Investor社は、世界の機関投資家の投資意思決定者759名を対象に調査を行いました。回答者には、年金、基金、財団、保険会社、ファミリーオフィス、資産運用会社（登録投資顧問（RIA）やヘッジファンドも含む）が含まれます。本稿は、その中から運用担当者（349名）の回答結果を抽出して集計したものです。

本調査は、インフレ、利上げ、後に広範な地政学的懸念に発展した東欧での武力衝突、コモディティ市場でのボラティリティの高まりなど、複数の要因を背景に市場ストレスが高まっている時期に実施されました。調査参加者には、こうした要因の他にポートフォリオに影響を与えうる事柄について幅広く質問をしました。

本稿では、その中から運用会社、助言会社、ヘッジファンドからの回答を取り上げています。

調査結果の主な内容は以下のとおりです。

**市場ストレスが1年前のパンデミックによるボラティリティとは異なる要因で高まる中、多くの運用会社が上場投資信託（ETF）を効果的で柔軟性のあるソリューションだと評価していることが分かりました。この傾向は特に債券市場のように流動性が低い市場で顕著でした。**

- 世界の運用会社の中で、今後18カ月間にETFの利用を拡大する可能性が高いと回答した運用会社の割合（34%）は縮小する可能性が高いとした運用会社の割合（29%）を上回りました。また、33%は、今後も現在と同水準でETFを利用すると回答しています（回答者数=349）。
- 運用会社の58%が流動性管理、54%が戦略的資産配分の実施にETFを利用しており、柔軟な取引が可能であることをその理由に挙げています（回答者数=349）。
- 投資家にとって流動性が高いことと、迅速に取引できること（特に高ボラティリティ時）は、引き続きETFの魅力であり、機関投資家の61%がこれらを理由に債券ETFを利用したことが分かりました（回答者=301）。
- 運用会社の59%は、今後18カ月の間にコモディティETFの利用を増やす可能性が高いと回答しています（回答者=349）。
- 運用会社の49%がデリバティブの代替または補完としてETFを利用しています（回答者=349）。

## ETFはマルチアセット戦略の中心的存在

- 回答したほぼすべての運用会社（94%）が何らかの形でマルチアセット戦略を提供しています（回答者=349）。
- マルチアセット戦略でETFを利用する理由は様々ですが、最も多い理由はベンチマークに連動する資産を迅速に取引できることです（回答者=349）。

## モデル・ポートフォリオは投資ソリューション・ツールの1つと見なされる傾向が強くなっている

- 運用会社とアドバイザーのほぼ半数（49%）は顧客向けのソリューションの一部としてモデル・ポートフォリオを利用しており、35%は将来的に利用する可能性が高いと回答しています（回答者=349）。
- 運用会社とアドバイザーが顧客に推奨する（今後推奨を予定している場合を含む）モデル・ポートフォリオの上位3つはグローバル・アロケーション（61%）、インカム（57%）、環境・社会・ガバナンス（ESG）（57%）を重視したポートフォリオです（回答者=331）。

変化の激しい市場環境では、機関投資家と運用会社は、投資目標の達成のために、確信度と柔軟性を備えた戦略と投資商品を採用・活用していく必要があるでしょう。しかし、同時に後述の通り投資家とその運用会社はステークホルダーからのESGソリューションに対する要望に意欲的に応えようとしながら、その他のターンキー・ソリューション（訳注）も提供しようとしています。

**顧客のポートフォリオには、ETFのモデル・ポートフォリオをできる限り利用すべきだと考えています。そうすることで業務を専門家にアウトソースし、コストを削減できるためです。**

– CFP、創業者、RIA、3,300万米ドル

（訳注）カスタマイズなどを必要とせず納品後、直ちに利用できるシステムやソリューション等を指す。「ターンキー」は、鍵を回せばすぐに稼働するという意味で、ユーザーは面倒な前準備なしに、スイッチをオンにするだけで使えるということからこのように呼ばれている。

# 調査方法

## 調査方法

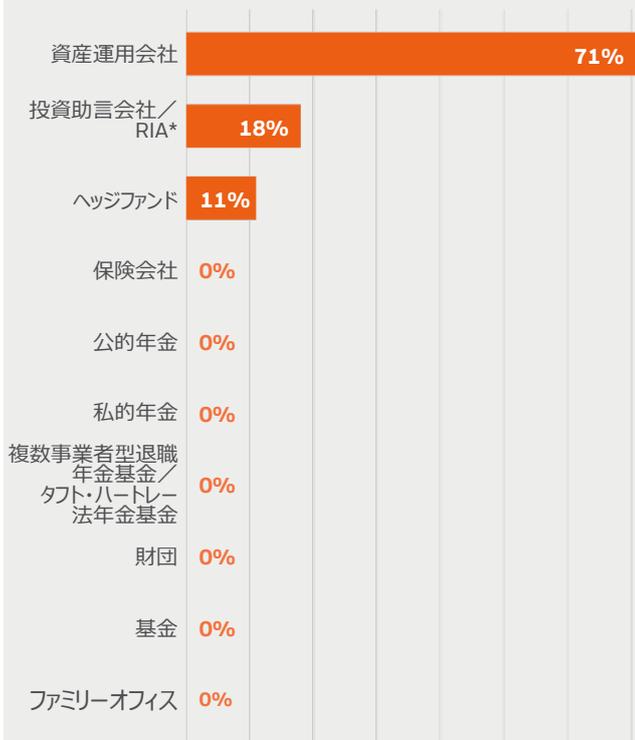
Institutional Investor社の調査チームであるCustom Research Labは、2022年1-3月期に北米、欧州、中東、アフリカ、アジア太平洋、中南米の機関投資家の意思決定者759名を対象に記入形式のアンケートを実施しました。アンケート調査では、インフレや利上げから武力衝突まで多くの難題が生じる中、変化の激しい市場を乗り切る上での懸念点や優先事項を質問しました。本稿では、調査結果のうち、349名の運用担当者からの回答に焦点を当てています。この中には、年金、基金、財団、保険会社、ファミリーオフィス、資産運用会社（ヘッジファンドとRIAを含む）の投資意思決定者12名に対して実施したインタビュー形式の聞き取り調査による回答も含まれます。

用語の定義について：

本稿での「運用会社」とは、アセットオーナーの代わりに資産を運用する資産運用会社、投資助言会社、ヘッジファンド等を指します。また、「アロケーター」および「アセットオーナー」は、年金、財団、基金およびファミリーオフィスなどの受益者の代わりに資産を運用する金融機関を指します。

### 回答者の構成：所属する機関

所属するセグメントをご回答ください。（回答者=349）



\*主に機関投資家向けに資産運用サービスを提供しているRIA（登録投資顧問）

### 回答者の構成：回答者の地位

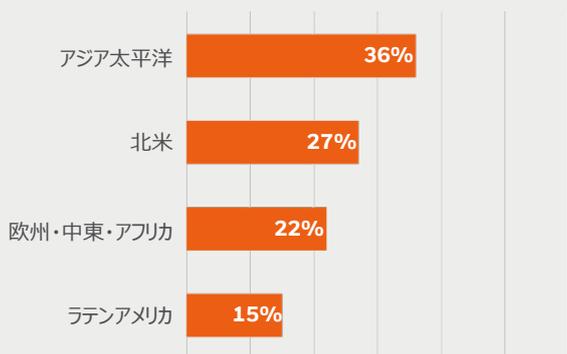
役職をご回答ください。（回答者=349）



# 調査方法

## 回答者の構成：地域

勤務地をご回答ください。（回答者=349）



## 回答者の構成：運用資産残高

勤務する組織の運用資産残高をご回答ください。（回答者=349）



## 第1章

# 変化の激しい市場における レジリエンス



# 変化の激しい市場におけるレジリエンス

2022年1-3月期、機関投資家は、インフレ率と金利の上昇、東欧での紛争に端を発したロシアへの制裁と資本撤退、そしてコモディティ市場の混乱に翻弄される市場に直面しました。

多くの機関投資家を悩ますインフレは、突然顕在化しました。世界の運用会社は、中央銀行の対応に関し、経済成長への影響にかかわらずインフレ抑制策を強化すべき（52%）か、景気刺激策を強化すべき（48%）かで意見が分かれました（回答者=347）。

図表1：中央銀行のインフレへの対応に関し、意見が分かれている

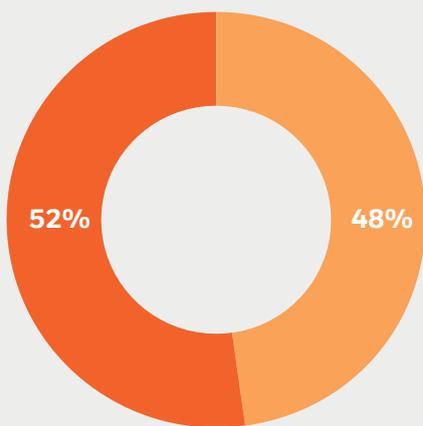
次のいずれの意見が2022年の金融政策に関するあなたの考えを最も反映していますか。（回答者=347）

52%

先進国の中央銀行は、経済成長を犠牲にしてでもインフレ抑制策を強化すべき

48%

先進国の中央銀行は、インフレ抑制を犠牲にしてでも景気刺激策を強化すべき



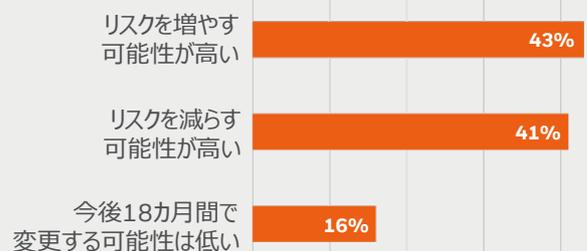
## リスクへの対応策

リスクはどのようなものであれ、投資の意思決定の中心的な要素になりえます。2022年1-3月期の変化の激しい市場環境で、ポートフォリオのリスクを増やすか減らすかについて運用会社の回答は、ほぼ二分されました。

運用会社の16%は今後18カ月の間にポートフォリオのリスク水準を変える可能性は低いと回答しましたが、43%はポートフォリオの全体的なリスクを増加、41%は全体的なリスクを減少する可能性が高いと回答しています（回答者=348）。

図表2：リスクオンかリスクオフか

次のいずれの意見が今後18カ月間でのあなたのポートフォリオの変更に対する予想を最も反映していますか。（回答者=348）

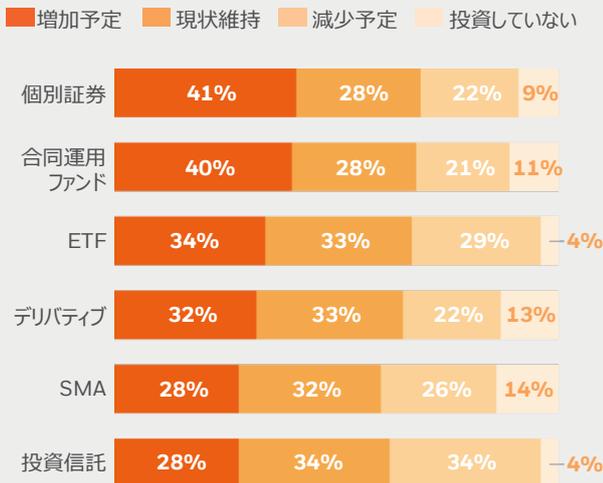


**運用会社は全体的にETF（特にコモディティETF）の利用を増やす可能性が高い**

機関投資家は、目標達成に向けて、今後18カ月間でETFの利用を増やす可能性が高いと回答しています。33%は現在とおよそ同水準で利用すると述べていますが、34%はETFの利用を増やすと述べています（回答者=348）。

**図表3：機関投資家は投資目標達成に向けてETFの利用を拡大**

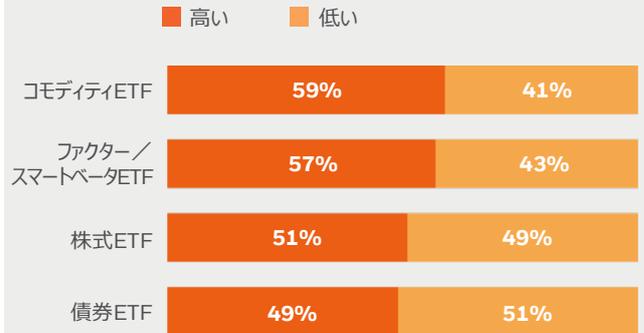
あなたの組織において、次の投資商品の利用は今後18カ月間にどのように変わると考えますか。（回答者=348）



運用会社が、今後18カ月間に利用する可能性が最も高いETFの種類としてコモディティETFを挙げた（59%、回答者=348）ことには、調査時期（2022年1-3月期）が関係している可能性があります。これはそれほど驚くべきことではなく、機動的な売買を行う機関投資家は、上昇するコモディティ市場での迅速で機動的な取引に投資機会を見出していると思われます。

**図表4：コモディティETFの利用の顕著な増加**

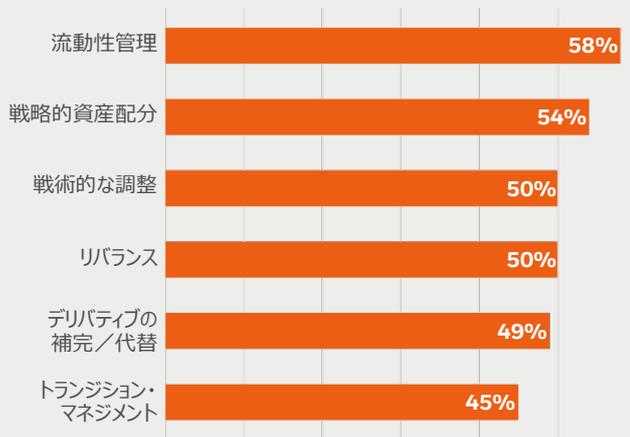
今後18カ月間に以下のETFを利用する可能性は高いですか、または低いですか。（回答者=348）



コモディティETFの利用の増加は、運用会社がETFの利用目的を広範にしていることと符合しており、流動性管理（58%）、戦略的資産配分（54%）、機動的な調整とリバランス（各50%）、デリバティブの補完または代替（49%）といった目的でETFが利用されています（回答者=348）。

図表5：ポートフォリオ運用におけるETFの利用目的は多岐に亘る

ETFの利用目的で該当するものを選択してください。  
(回答者=348)



### 第1章のポイント

- インフレに対して中央銀行が取るべき措置やポートフォリオのリスクの増減について、世界の運用会社の意見は二分している。
- 運用会社のETFの利用は今後18カ月間に増加する可能性が高く、その用途として戦略的資産配分、流動性管理、デリバティブの補完や代替が挙げられている。
- ETFの中では、コモディティETFの利用を増やすとした回答者が最も多かった。

## 第2章

# 運用会社はETFを マルチアセット戦略に活用



# 運用会社はETFをマルチアセット戦略に活用

調査に参加した大半の運用会社は機関投資家にマルチアセット戦略を提供しています。ETFは、幅広い用途での活用が可能であることや種類の豊富さはもとより、柔軟性が多数のマルチアセット戦略で必要不可欠な投資ツールとなっています。例えば、運用会社の49%が個別証券やデリバティブの代わりとしてETFを使っていると述べており（回答者=348）、ETFの中でコモディティETFの利用を増やす可能性が最も高いという前掲の回答と整合的です（図表4参照）。

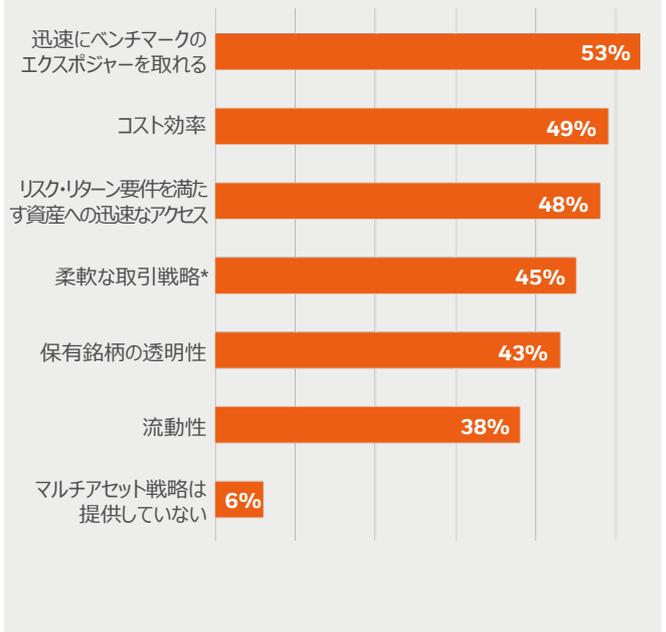
回答者のうちマルチアセット戦略を提供していない運用会社はわずか6%でした（回答者=348）。マルチアセット戦略を提供している運用会社にとって、ETFは非常に多くの課題を解決できる、使い勝手の良い金融商品です。マルチアセット戦略で運用会社がETFを利用する理由は、ETFの特性そのものに起因します。すなわち、ETFによりベンチマークに連動する資産を迅速に取引できるためです（53%、回答者=348）。

その他に、運用会社がマルチアセット戦略においてETFを利用する理由として、コスト効率（49%）、リスク・リターン要件を満たす資産へのアクセス（48%）、ETFを効果的に使うことで柔軟な取引戦略が可能になる（45%）といった点が挙げられています（回答者=348）。

**我々はアクティブ・マネージャーであり、マルチアセット・ポートフォリオでのETFの価値は、戦術的アロケーションにあります。つまり、成長株／バリュー株、米国／グローバル／新興国、セクターや債券といったエクスポージャー間で資金移動が機動的にできる点です。**

– Head of Portfolio Management、  
運用会社／プライベート・バンク、  
運用資産残高1.6兆米ドル

**図表6：マルチアセット戦略におけるETFの主な役割**  
マルチアセット戦略においてETFが有効な選択肢と考える理由は以下のうちどれですか。（回答者=348）



\*例：リスク取引、電子取引、純資産価額（NAV）取引など

## 第2章のポイント

- 運用会社は、ETFの柔軟性とポートフォリオ運用の課題解決策として、モデルポートフォリオの運用にETFを積極的に利用している。
- 多くの運用会社は、ベンチマークと同様のリスク・リターン特性がある資産を即座に取引できること、コスト効率の高さ、柔軟な取引という点でETFを評価している。

## 第3章

# モデル・ポートフォリオが 運用会社にもたらす変化



# モデル・ポートフォリオが運用会社にもたらす変化

モデル・ポートフォリオ経由で提供されるファンドの運用資産残高は、2016年の2.1兆米ドルから2021年7-9月期には4.9兆米ドル超へと2倍以上に拡大し、2025年までには推定10兆米ドルへとさらに倍増すると予想されています<sup>1</sup>。

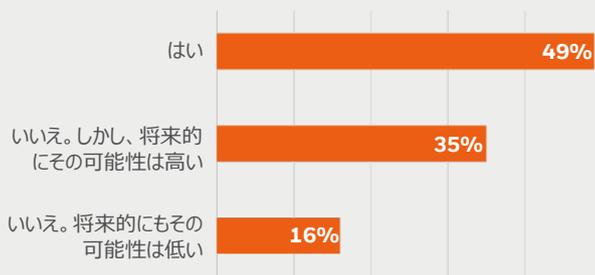
モデル・ポートフォリオ市場は依然として進化を遂げていますが、その普及度や成長は、最終投資家のためにモデルを利用する運用会社にどのくらい価値を提供できるかにかかっています。モデル・ポートフォリオは、ビジネスの拡張性を高め、それによりアドバイザーは、よりきめ細かなサービスを顧客に提供するために時間を割くことができるようになるかもしれません。

## 世界的な傾向

調査に参加した運用会社／アドバイザーのほぼ半数（49%）は、最終投資家向けのポートフォリオにモデル・ポートフォリオを提供／利用しており、未採用の運用会社／アドバイザーにおいても、35%が将来的に提供／利用する可能性が高いと回答しています（回答者=348）。

図表7：モデル・ポートフォリオの利用が拡大

あなたの組織ではモデル・ポートフォリオの提供や運用を行っていますか。（回答者=348）



## 主要なモデルはESG重視とインカム重視

アドバイザーは、モデル提供会社が提供する様々なモデル・ポートフォリオから選択することが可能です。調査データによると、最終投資家に最も多く採用されている（近々採用される場合を含む）モデル・ポートフォリオは、グローバル・アロケーション（61%）、インカム重視（57%）、サステナビリティ重視（57%）の3種類です（回答者=331）。

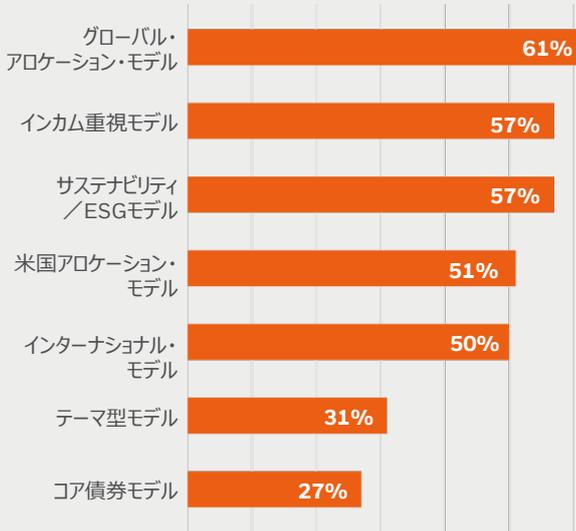
ESGモデル・ポートフォリオは、運用会社が投資見通しを提供する上で拡張性の優位性が働く一例です。ESGソリューションに対する最終投資家の需要は増加しており、ブルームバーグの推計では、世界におけるESGの運用資産残高は、2014年の約15兆米ドルから現在は約35兆米ドルにまで成長しており、2025年までに50兆米ドルに達すると予想されています<sup>2</sup>。しかし、ESGポートフォリオを一から構築してその根拠を説明することは、特にESGの判断基準に一貫性がない現状では、膨大な時間を要します。ESGファンドやETFのモデル・ポートフォリオを顧客のポートフォリオのコア・ポジションとして位置づけ、他のモデル・ポートフォリオやSMA、個別証券などをサテライト・ポジションとして構築することで、カスタマイズしたポートフォリオの提案をすることもできるでしょう。

(1) 出所：Bloomberg, Broadridge Financial, 2022年1月18日時点

(2) 出所：Bloomberg, 「ESG by the Numbers: Sustainable Investing Set Records in 2021」2022年2月3日

図表8：最も需要のあるモデル・ポートフォリオ

次のどのモデル・ポートフォリオを運用していますか。あるいは運用する予定がありますか。(回答者=348)



#### 運用会社とモデル・ポートフォリオ・プロバイダーとの協働

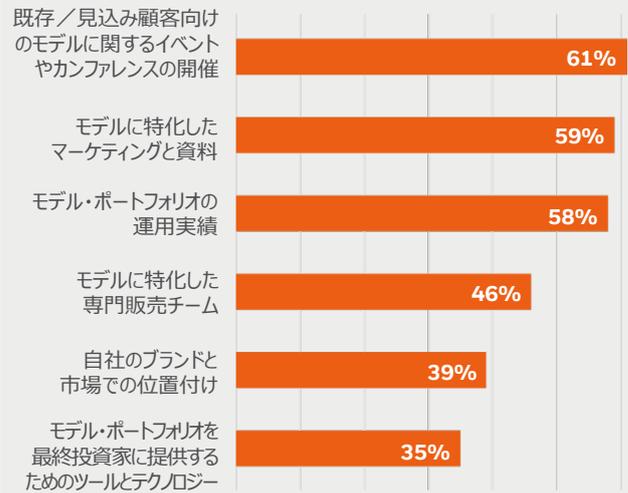
モデル・ポートフォリオをある種のアウトソースと見なすのであれば、モデル・ポートフォリオを最終投資家に提供する運用会社やアドバイザーがサポートや関連リソースを頻繁にモデル・プロバイダーに求めることは当然かもしれません。実際に調査データがそれを示しています。

モデル・ポートフォリオを利用する運用会社やアドバイザーは、モデル・ポートフォリオ・プロバイダーが既存顧客や見込み顧客を対象に開催するモデル関連のイベントへの参加を最も望んでいます(61%、回答者=331)。

次に高い要望があったのは、モデル・ポートフォリオに特化したマーケティング・プログラムと関連コンテンツの提供(59%)で、その次がモデル・ポートフォリオの優れた運用実績(58%)でした(回答者=331)。

図表9：モデル・ポートフォリオ・プロバイダーとの協働

モデル・ポートフォリオを顧客に提供する場合、次のどの点があなたの組織にとって最も重要ですか。(回答者=331)



「**モデル・ポートフォリオ・プロバイダーの採用を検討する場合、強力なブランドは重要ですが、税効率の高いポートフォリオが揃っていることも重要です。モデル・プロバイダーと強い関係を築くことも非常に重要です。定期的な会議を持ち、市場で何が起きているかについて話すことで、自身の知識を深め、顧客に情報提供することが可能になるためです。**

– CFP、創業者、RIA、3,300万米ドル

### 第3章のポイント

- 調査に回答した、世界中の運用会社とアドバイザーの半数近くが最終投資家にモデル・ポートフォリオを提供している。また、35%が今後の提供を計画している。
- グローバル・アロケーション、インカム重視、ESG重視の各モデルを運用している（または今後その計画がある）と回答した運用会社の割合はそれぞれ61%、57%、57%であった（回答者=331）。
- 最終投資家にモデルを提供している運用会社やアドバイザーは、モデル・プロバイダーからの多大なサポートを期待している。