

2021年の 市場ボラティリティの行方

2020年に機関投資家は どう行動し、何を学んだのか

本資料は、Institutional Investor社が2021年に発表した英語版のレポート『Managing Market Volatility in 2021』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。ブラックロック全体、ないし当社が設定・運用するファンドにおける投資判断と本レポートの見解と必ずしも一致するものではありません。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、よろしくお願いいたします。

ご留意事項

本資料は、米Institutional Investor社が2021年1月に発表した英語版のレポート『Managing Market Volatility in 2021』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。原文と齟齬が生じた場合は原文の内容が優先されます。巻末にブラックロック・ジャパン株式会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、必ずお読み下さい。

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、よろしくお願いいたします。

本資料における、Institutional Investor社の各種コメント・見解については、ブラックロック・ジャパン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。また、本資料内の特定のETFの種類・銘柄に関する記述は、前述の目的で海外のETF業界の動向を説明するための一例として示すものであり、実際のお客様の金融商品取引の目的等を勘案して記述された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申込みの勧誘を行うものではありません。

本資料では、世界のETF業界の潮流を参考情報として紹介しており、言及されているサービスおよび商品の中には、現在日本においてブラックロック・ジャパン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、ご留意下さい。

本調査はブラックロックがInstitutional Investor社に調査を委託したものです。同社はブラックロックの関連会社ではありません。当資料の複製・転用等は固くお断り申し上げます。

目次

- 3** エグゼクティブ・サマリーおよび調査手法

- 5** 不透明な市場環境を背景に
流動性と取引スピードを重視する投資家が増加

- 9** 高ボラティリティ環境の長期化を見据え、
より機動的なポートフォリオ運用へのシフトが進む

- 14** ETFの活用事例

- 17** ETFの選考基準は、運用資産残高、流動性、ベンチマーク指数

エグゼクティブ・サマリー

2020年7-9月期にInstitutional Investor社は、世界の機関投資家（保険会社、基金、ファミリー・オフィス、財団、年金基金、資産運用会社）の意思決定者766名に対し、2020年前半に市場ボラティリティが急騰した際の対応に関する調査を実施しました。本調査に記載するデータは、注記がない限り760名以上の回答結果に基づくものです。

調査は、パンデミックによる影響が最も大きかった第一波の後に実施されたため、市場ボラティリティが高まった環境でのパフォーマンスの振り返りと、今回の経験を踏まえた今後数年間の方針の両方について回答を得ることができました。以下は調査結果の概要です。

大多数の投資家が短期的にETFの利用を拡大すると回答

今後18か月間のETFの利用について意向を尋ねたところ、65%の回答者が拡大すると回答しました。これは、デリバティブ（62%）、ミューチュアル・ファンド（59%）やその他の投資ビークルを上回っています（n=766）。

ポートフォリオ運用に最も求められているのは機動性

回答者の約50%が迅速にポートフォリオのエクスポージャーを調整できることを昨年よりも重視すると回答しました。これは、重視する点としては、最も大きな変化となりました（n=766）。

リバランスの際に最もよく用いられているETF

パンデミックによるボラティリティの高まりにより、リバランスを行った機関投資家のうち70%がETFを用いていました。ETFは、その他の投資ビークルと比較して、最も多く利用されていました（n=692）。

マルチアセット戦略の運用者は、ETFをデリバティブや現物債券と組み合わせて利用

多くの運用会社は、デリバティブや現物債券をETFに替えたり、ETFを補完的に活用したりすることで、より精緻なエクスポージャーを獲得できると考えています。

ETFプロバイダーの選定において重視されるのは、ポートフォリオ構築ツールの質と高い専門性

マルチアセット戦略の運用者は、ETFをデリバティブや現物債券と組み合わせて利用しています。

マルチアセット戦略の運用担当者は、投資目的に合わせてETFを活用

マルチアセット戦略の運用者は、その名が示す通り、複数の資産を組み合わせ、グロース、インカム、低リスクなどの特定の投資目的に基づいて運用しています。本調査に回答した、資産運用会社やヘッジファンドでマルチアセット戦略運用に携わる362名の運用者の過半数がETFの透明性（58%）、取引の柔軟性（55%）、流動性（54%）、取引コストの効率性（53%）を評価すると回答しました。

高ボラティリティ環境下では、流動性と取引のスピードが最も重要

リバランスを検討しているか否かにかかわらず、機関投資家は今後しばらくの間、ボラティリティの高い状態が続く（または経済が回復する）ことを念頭に、ポートフォリオ運用に機動性を求めていることが明らかになりました。

債券ETFはパンデミックによる高ボラティリティ環境下で流動性を提供

回答者の大多数（92%）がボラティリティ上昇時は、現物債券の売買が困難であったと回答しました。その対応策として、ETFを利用したと回答した機関投資家は54%に上りました（n=766）。

リバランスの障壁は、高い取引コストと流動性の逼迫

ボラティリティ急騰時にリバランスを断念した機関投資家（74社）が挙げた理由で最も多かったのは、取引コストの高さ（66%）と流動性の逼迫（55%）でした（n=692）。

調査結果からは、パンデミックがもたらした極度にボラティリティの高い環境下で、機関投資家がどのようにその状況に対応し、必要な流動性を確保したのかが明らかになりました。また、コロナ危機の混乱が収束した後も、ETFがポートフォリオの戦略的または戦術的資産の構築の主要なツールとして利用されていることが分かりました。以降では、調査結果を詳述します。

調査手法

2020年7-9月期に、Institutional Investor社の調査チームであるCustom Research Labは、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766名を対象に、2020年前半に市場ボラティリティが急騰した際に、各社の取った対応について調査を実施しました。本調査では、記入形式のアンケートに加え、数十社の保険会社、財団、ファミリー・オフィス、基金、年金基金、資産運用会社に対してインタビュー形式で聞き取り調査を行いました。なお、本稿では、資産保有者である投資家にサービスを提供する立場の回答者から得た回答（記入式、聞き取り調査ともに）を「資産運用会社」として集計しています。

調査対象の母集団は以下の通りです。

投資家セグメント (n=766)		役職 (n=766)	
資産運用会社	34%	CIO (最高投資責任者)	18%
保険会社	20%	運用担当VPまたはディレクター	15%
登録投資顧問会社/ ファイナンシャル・アドバイザー会社	10%	株式または債券投資アナリスト	13%
公的年金基金	9%	リスク管理責任者	13%
財団	6%	ポートフォリオ・マネージャー	11%
ファミリー・オフィス	6%	プロダクト・スペシャリスト	11%
企業年金基金	5%	リサーチ担当ディレクター	10%
ヘッジファンド	4%	株式または債券トレーダー	9%
基金	4%		
複数事業者型退職年金基金/ タフト・ハートレー法年金基金	2%		
地域 (n=766)		運用資産残高 (n=766)	
北米	36%	500億米ドル超	26%
欧州、中東、アフリカ	29%	100億～500億米ドル未満	27%
アジア太平洋	21%	50億～100億米ドル	9%
中南米	14%	10億～50億米ドル未満	22%
		5億～10億米ドル未満	8%
		5億米ドル未満	8%



1

**不透明な市場環境を
背景に流動性と
取引スピードを重視する
投資家が増加**

機関投資家は今後も市場ボラティリティは高止まりすると予想

今後18カ月の見通しを尋ねたところ、68%の機関投資家がボラティリティが高い状態が続くと予想していることが分かりました（n=766）。また、高ボラティリティ環境が続くと回答した投資家は、他の投資ビークルよりもETFの活用を増やす予定であると回答しました。

パンデミックにより、ハイイールド債、投資適格社債、新興国債券、さらに一時は米国債などの複数の債券市場で、流動性や価格発見機能、取引方法、取引コストなどが障壁となり取引が困難になりました。この時期に機関投資家が債券ETFに目を向けたことは特筆すべき点でしょう。

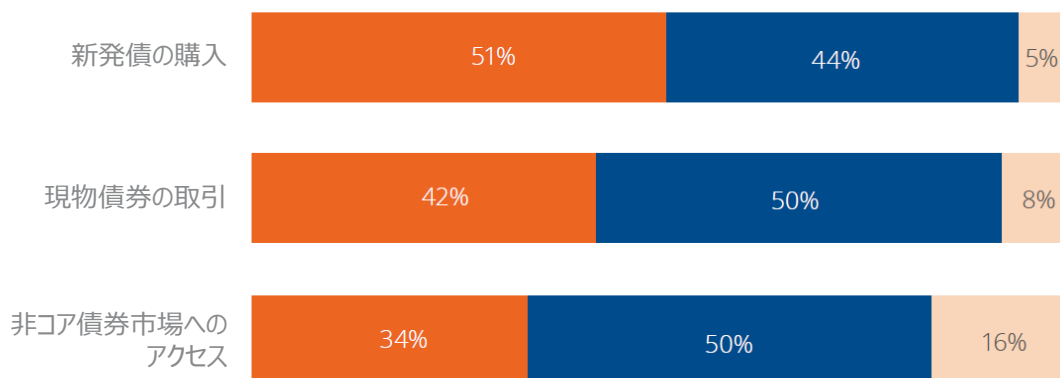
市場ボラティリティが上昇した時期に機関投資家が債券ETFを利用した理由の1つは、債券の調達と取引の実行が困難になったためです。ETFを利用した理由として、以下の回答が得られました。

- » パンデミックによる市場の混乱期に、新発債の購入が困難だった（95%）（図1を参照）。
- » 現物債券の取引が難しかった（92%）。
- » パンデミックによるボラティリティ急騰時に、現物債券の調達や価格の設定、取引を実行するために債券ETFの利用を拡大した（54%）（n=762）。
- » 債券ETFの流動性（61%）、迅速な市場エクスポージャーの獲得（55%）、個別証券の分析が不要（51%）といった点から現物債券よりもETFを評価した（図2を参照）。

図1：パンデミックによるボラティリティの高まりは新発債への投資を困難にした

パンデミックによるボラティリティの上昇は、債券取引にどの程度影響を及ぼしましたか？
以下の点についてお答えください。（n=766）

■ 非常に困難だった ■ 幾分困難だった ■ あまりあるいは全く影響なかった



パンデミックにより市場が急落すると、米国債券ETFの取引高は、2020年1-3月期で1.3兆米ドルに急増しました。これは2019年の取引高（2.6兆米ドル）の半分に相当します¹。コロナ渦の市場で、機関投資家が原物債券市場よりETFの方が流動性と透明性の両方で優れ、取引コストが低いと判断したケースが多かったことを示唆しています。

¹ BlackRock、Bloomberg（2020年5月31日時点）

65%

の機関投資家が
ETFの利用を
増やすと回答
(n=766)

さらに

29%

が現在のETFへの
アロケーションを
今後も同水準に
維持すると回答

インタビュー調査より

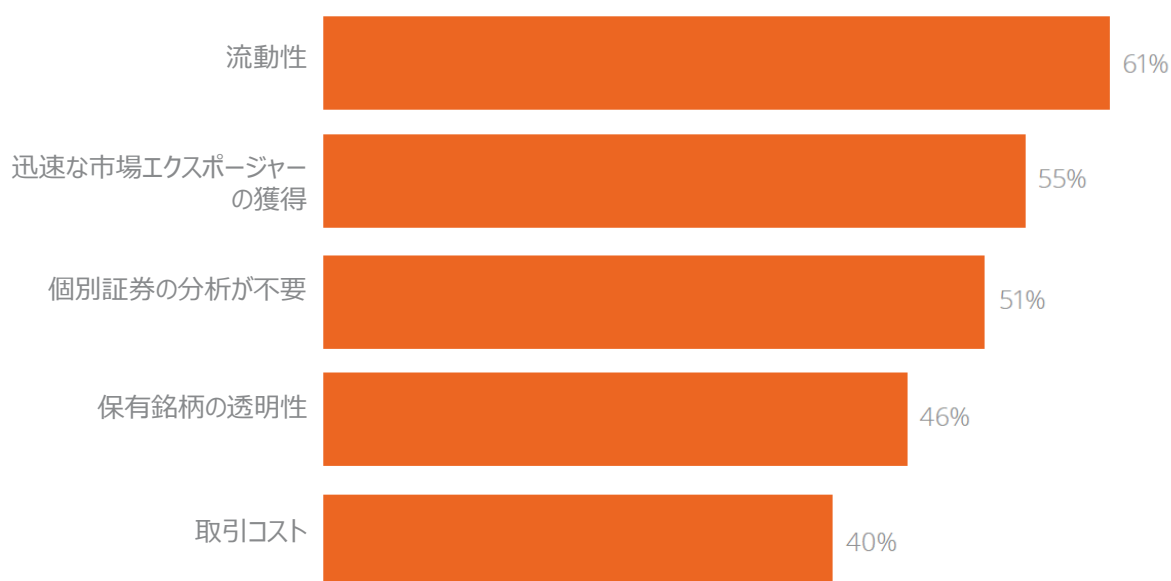
「我々の株式ポジションの市場価格は大幅に下落しました。市場が大きくメルトダウンする中、リバランスを行うべきか、また、行うのであれば合理的な価格でリバランスを実行できるかどうかを判断しなければなりませんでした。

その時、ETF市場が非常にスムーズに機能していることに気がきました。ETFは、主要な資産クラスだけでなく、アクティブ・マネージャーにとっては十分な流動性の確保が難しい資産クラスにおいても、最適なリバランスの手段を提供してくれました。」

— 資産運用会社の
シニアアナリスト

図2：市場ボラティリティが高まった際に、機関投資家は債券ETFの流動性、取引のスピード、個別証券の分析が不要な点などを評価

現物債券を債券ETFに替える理由として、次のうちどれが該当しますか？（n=671）



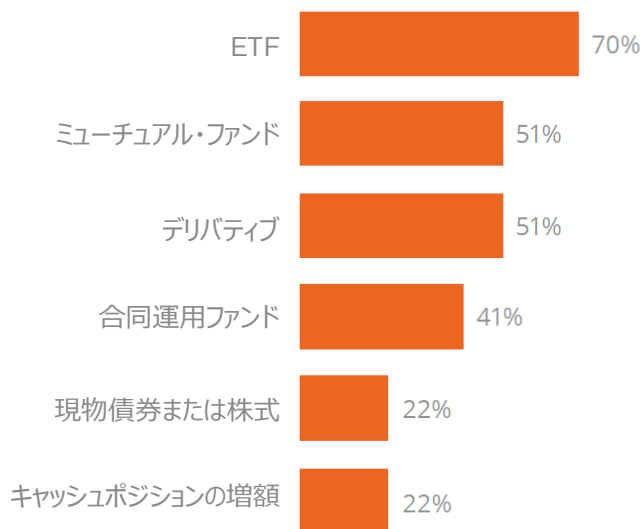
ボラティリティが高い市場でのリバランスやポジション調整では流動性と取引のスピードが求められる

本調査に回答した766の機関投資家の大多数（90%）が、パンデミックを機に市場ボラティリティが高まり始めてから6カ月以内にポートフォリオをリバランスしました。リバランス自体は想定内であったものの、市場の急落は、ポートフォリオが意図したものから乖離し、認識していた以上に高いリスクを取っていたことや、資産間の相関が高まっていたことを露呈しました。²

回答結果からは、投資方針に沿った資産構成に調整する際に機関投資家がETFを選好し、70%がリバランスにETFを活用していたことが明らかになりました（図3を参照）。

図3：機関投資家の大多数がパンデミックから6カ月以内にリバランスを実施

パンデミックによる市場のボラティリティが高まり始めてから、ポートフォリオのリバランスに用いた手段は何ですか？（n=692）



キーポイント

- ▶ 大半の機関投資家はパンデミック発生時から6カ月以内にリバランスし、ETFはその際に最も利用された投資ツールだった。
- ▶ 機関投資家は今後も市場ボラティリティは高止まりするとみており、65%がETFの利用を増やす意向を示した。一方で、29%は現在の水準を維持すると回答。
- ▶ 現物債券の調達は、パンデミック発生時の高ボラティリティ環境下では困難を極め、過半数（54%）の機関投資家が債券ETFの利用を増やした（n=762）。

² 相関は、2つの証券の価格変動が互いに関連する度合いを示す指標です。相関が高い場合、2つの証券の値動きは近似する傾向にあります。

³ デュレーションは、金利に対する債券の感応度の指標です。デュレーション1年ごとに金利が1%上昇すると債券ファンドの価値が1%下落するというように、金利の変化と反対方向にファンドの価値が変化します。

聞き取り調査より

「2019年末頃から投資適格債や短期デュレーション³、保守的なリスク・ポジションなどのクレジット戦略にETFを利用することが有効だと考えるようになりました。その頃から、ETFのリスクや流動性を意識してみようにはじめました。

パンデミック発生後の数カ月間は、流動性が理想的とは言えない環境で投資家の反応を見守りました。市場が落ち着きを取り戻した今、我々のポートフォリオには多額のキャッシュが滞留しています。さらに中期的には債券の投資先も検討しなければなりません。これらの資産の投資先として今後ETFの投資を増やすことを検討しています。」

— 保険会社の
ポートフォリオ・マネージャー



2

高ボラティリティ環境の
長期化を見据え、
より機動的な
ポートフォリオ運用への
シフトが進む

ポートフォリオ構築の進化とETF

機関投資家は、ETFの流動性や、透明性、効率性を評価し、ETFの利用を拡大してきました。本調査の回答者の68%は、今後も市場ボラティリティが高止まりするとみており、ポートフォリオ調整のツールとしてよりETFを高く評価するようになっていきます（n=766）。

スピード（容易に取引ができることと、迅速にエクスポージャーを獲得ができること）に対するニーズは高まっています。1年前と比較して、ポートフォリオの保有銘柄を迅速に変更できることをより重視すると回答した機関投資家の割合は、49%にのぼりました。（図4を参照）。

市場ボラティリティの高止まりを見据え、流動性を評価する投資家は増えており、回答者の29%が流動性は1年前と比較してより重要になっていると答えています。また、22%の機関投資家が1年前と比較して、取引コストをより重視すると回答しています。

回答を総合すると、ボラティリティの高い環境でポートフォリオを調整するために、機関投資家は今後も引き続きETFを利用すると思われ、ETFはこのような環境に対峙するうえで欠かせない特徴を備えた投資ツールであるといえるでしょう。

聞き取り調査より

「債券ポートフォリオのデュレーションを管理するために、頻繁に戦術的な資産配分を行っています。ETFは種類が豊富で流動性があるものが多く、私募債、投資適格社債、証券化資産、新興国債券など、セクターレベルで細分化して投資できます。ETFを使って戦略的にも戦術的にも非常に容易に細かく資産配分の調整をしています。」

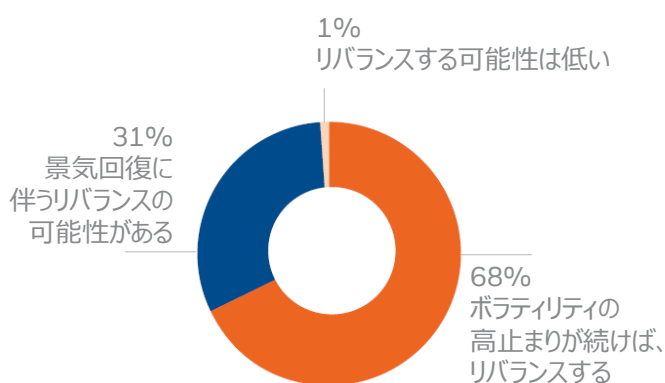
－ 資産運用会社の
シニアアナリスト

「ETFは種類が豊富なため、ポートフォリオのポジション戦略の幅が広がりました。」

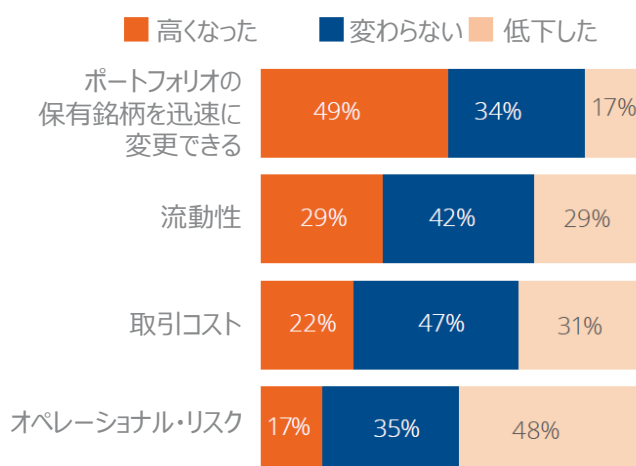
－ 保険会社の
ポートフォリオ・マネージャー

図4：市場ボラティリティの高まりを受け、柔軟なポートフォリオ運用を重視する投資家が増加

次のうち、今後18か月間のポートフォリオのリバランスについて最もあなたの考え方に近いのはどれですか？（n=766）



次の項目について1年前と今を比較して重要度は変わりましたか？（n=692）



マルチアセット戦略におけるETF

本調査に回答したほぼ全ての資産運用会社がマルチアセット戦略を提供しています。マルチアセット戦略はその名の通り、様々な資産クラス、セクター、投資スタイルを用いてポートフォリオを運用します。ETFはエクスポージャーが豊富で商品数も多く、マルチアセット戦略と互換性の高い投資ツールです。機関投資家は、ETFを現物債券やデリバティブの代替として用いることがあると回答しています。

資産運用会社がETFをマルチアセット戦略に利用する理由に挙げた中で最も多かったのは、保有銘柄の透明性です（58%）。機関投資家にとって何を保有しているかを把握することの重要度が増しているためと考えられます。本調査の資産運用会社（ヘッジファンドを含む）は、ETFがマルチアセット戦略にもたらす取引の柔軟性（55%）、流動性（54%）、効率的な取引コスト（53%）も評価しています（図5を参照）。

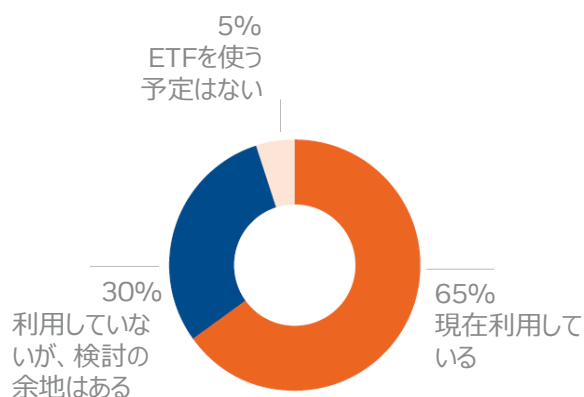
聞き取り調査より

「マルチアセット戦略の運用を担当していますが、アクティブ戦略のみで取りたい市場エクスポージャーをすべて網羅できるわけではありません。資産クラスによっては、ETF以外ではエクスポージャーが取れないケースもありますし、ETFは流動性があるので有効な選択肢の一つとして考えています。」

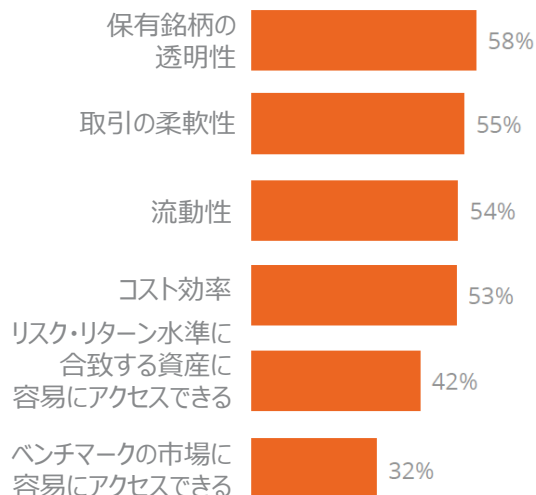
－ 資産運用会社の
ポートフォリオ・マネージャー

図5：資産運用会社のマルチアセット戦略でETFが利用される理由

マルチアセット戦略の投資ツールとして、ETFを利用していますか？（n=362）



マルチアセット戦略の投資ツールとしてETFを評価する点として、次のうちどれが該当しますか？（n=341）



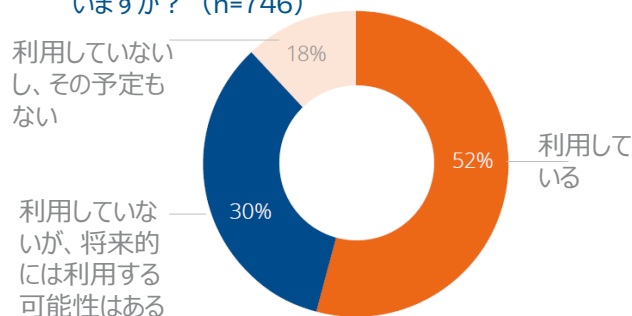
マルチアセット戦略におけるデリバティブの代替・補完としてのETF

低金利で高バリュエーションの市場環境下で、利回り目標を達成するため、機関投資家と運用会社は時としてデリバティブとレバレッジを活用し、伝統的な株式投資への集中リスクを回避しています。ヘッジとレバレッジの組み合わせは、ボラティリティが高い時には特に効果的です。前述の通り、機関投資家の大半が今後18カ月間も、市場ボラティリティは高止まりすると予想しています。

店頭取引（OTC）のデリバティブは透明性を欠き、ほとんど規制されていないためカウンターパーティー・リスクが伴います。カウンターパーティー・リスクを回避するために、多くの機関投資家はETFをデリバティブと組み合わせたり、デリバティブの代替として用いています。回答者の82%は、ETFをデリバティブの代わりにして（あるいはデリバティブの補完として）現在利用している、もしくは利用を検討中であると回答しています（図6を参照）。

図6：多くの機関投資家は、ETFをデリバティブの代替手段として利用

デリバティブの補完または代替としてETFを利用していますか？（n=746）



聞き取り調査より

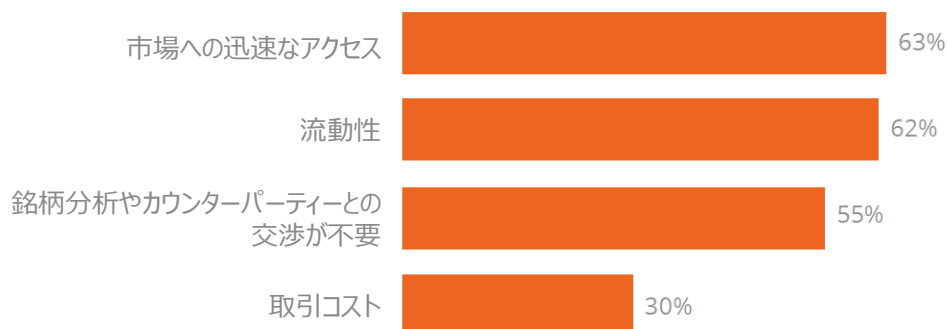
「セパレート・アカウントではデリバティブの利用が許可されていない場合もあり、流動性を確保するためにETFを活用しています。」

— 資産運用会社の
ポートフォリオ・マネージャー

機関投資家は、デリバティブの補完としてETFを用いる主な理由に、市場への迅速なアクセス（63%）と流動性（62%）を挙げています（図7を参照）。さらに、個別銘柄分析や、取引ごとにカウンターパーティーとの交渉をする必要がないなどといった、デリバティブ取引特有の理由を挙げている機関投資家も半数以上（55%）にのぼります。興味深い点として、コスト効率は他のケースと比べてそれほど重視されていません。

図7：機関投資家がETFをデリバティブの代替、または補完ツールとして利用する理由

ETFをデリバティブの代替／補完として利用する理由として、次のうちどれが該当しますか？（n=612）



機関投資家にとってデリバティブとETFは必ずしも二者択一を迫るものではなく、状況に応じては両方を利用するケースもあると思われます。

様々な状況を想定してデリバティブとETFのどちらを選好するか質問したところ、有効回答を寄せた612名が、ETFとデリバティブの両方を用いた補完的な戦略を選好すると回答しました。

- » 52%は、戦術的な資産配分にETFとデリバティブの両方を利用している。
- » 48%は、資産運用会社間のトランジション（移管）の期間において両方を利用している。
- » トランジションの期間では、32%の機関投資家がETFのみを利用し、11%はデリバティブのみを利用。ETFをデリバティブの代わりとするのも併用することもないと答えた回答者（n=134）は、その主な理由に規制当局や組織の規定による制限（87%）を挙げた。
- » 33%の機関投資家は、ポートフォリオのリバランスを行う時に両方を利用している。

ETFとデリバティブの併用は、機関投資家がETFの新しく創造的な活用法を探求することに意欲的であることを示唆していると言えるでしょう。

キーポイント

- » 市場ボラティリティの高止まりが予想されるなか、機関投資家は、より機動的にポートフォリオを運用したいと考えている。
- » ETFは、マルチアセット戦略が重視する、迅速な市場へのアクセスを可能にすることで、ポートフォリオ運用に柔軟性を提供している。
- » デリバティブの代替としてETFを利用することの理由の一つに、個別証券の分析が不要であることや、個別証券ごとにカウンターパーティーとの交渉をする必要がないことが挙げられる。

An abstract background on the left side of the page, featuring a dense field of thin, glowing green lines that resemble fiber optic cables or data streams. The lines are oriented vertically and have a slight wavy, undulating pattern. Small, bright green dots are scattered throughout the lines, adding to the digital or network-like aesthetic. The background is black, making the green elements stand out.

3

ETFの活用事例

ETFの主な利用目的：流動性管理、トランジション・マネジメント、戦術的な資産配分

ETFの3つの主な特徴は、トランジション・マネジメント（運用会社間の資産移管）に求められる点に表れていると言えるでしょう。それらはすなわち、暫定的ベータの獲得が容易であること、戦術的資産配分を即時に実行できること、そして市場全体の流動性が低下した時でも流動性が比較的高いことです。新型コロナウイルスの感染拡大を受けてボラティリティが上昇すると、こうした特徴に注目が集まり、機関投資家はETFを重要な投資ツールとして活用するようになりました。ETF市場の発展の歴史の背景には、絶えずETFの新たな活用方法を見いだしてきた投資家の存在があります。

ETFの活用事例

流動性管理

回答者の過半数（52%）が、何らかのETFを流動性管理に使用していると回答しました（n=762）。別の質問では、394名の回答者の80%以上が、債券ETFが特に流動性管理に適していると回答しています。

トランジション・マネジメント

投資先の運用会社を入れ替える際にETFを利用すると答えた回答者は、70%にのぼりました（n=762）。運用会社の入れ替えにETFを利用すると答えた回答者の大半は、債券ETF（74%）と株式ETF（51%）を特に評価していると回答しました（n=534）。

戦術的な資産配分

回答者の60%以上が、ETFをポートフォリオの戦術的な資産配分に利用していると回答しました（n=762）。戦術的な資産配分に利用するETFとして最も多く挙げられたのは、債券ETF（66%）と株式ETF（57%）でした（n=468）。

「即時に資金を投資するか、または現金化する必要が生じた場合、最初に検討するのはETFです。それは流動性が高いためです。」

－ 資産運用会社の
ポートフォリオ・マネージャー

「運用会社のデューデリジェンスを経て、投資を開始するまでの間は、ETFを利用してエクスポージャーを拡大しています。ETFを利用すれば、すぐに何らかの資産に投資してベータ⁴のエクスポージャーを構築できるからです。」

－ 大学基金の
副CIO

「外国人投資家に制限を設けている市場に投資する際は、ETFが有効なツールとなります。アジアをはじめとする米国以外の地域は、原資産への投資上限額に関する多くの規制を設けています。そのため、上限額に近づいてきたら、アクティブ戦略と並行してETFに資金を振り向け、規制や割り当て上限に抵触することを回避しています。」

－ 資産運用会社の
ポートフォリオ・マネージャー

「投資手法から想定されるより、大幅に好成績を上げている運用会社があると仮定します。我々はその運用会社への投資額を縮小し、パフォーマンスがある程度落ち着くまで、引き揚げた資金の一部を暫定的にETFに振り向けることがあります。我々は、こういったことを頻繁に行っていません。」

－ 資産運用会社の
シニアアナリスト

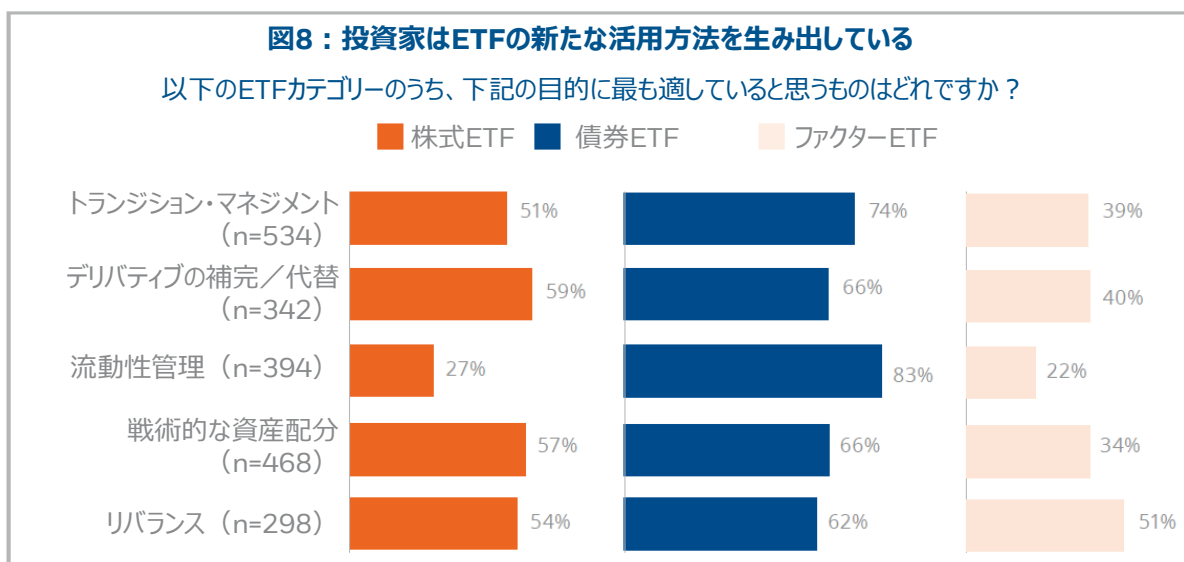
「運用会社を解約して資産を現金化したり、他の暫定的な投資ビークルに資金を移したりする際には、往々にして多くのリスクが伴います。ETFに配分しておけばパフォーマンスの悪化を最小限にすることが期待でき、資産クラスの観点からも非常にスムーズなトランジションを執行できます。」

－ 資産運用会社の
ポートフォリオ・マネージャー

⁴ ベータとは、ポートフォリオのリターンのうち、市場全体のリターンに帰することのできる部分を指します。

トランジション・マネジメントの期間は極めて重要で、時として長期化しますが、この間、機関投資家の70%がETFを利用していることが分かりました。このうち74%の機関投資家が、トランジション・マネジメントには債券ETFが特に効果的だと回答しました（図8を参照）。

- » 機関投資家によるETFの利用目的として次に多かったのが、ポートフォリオの戦術的な資産配分（61%）と流動性管理（52%）でした。
- » いずれの場合も、債券ETFが特に有効と回答した機関投資家は3分の2以上（戦術的な資産配分：66%、流動性管理：83%）にのびりました。



また調査に回答した759の機関投資家のうち、ポートフォリオのリバランスで債券の個別銘柄を選好すると回答した投資家は28%であった一方、債券ETFを選好すると回答した投資家は41%に上り、個別銘柄より債券ETFを選好する傾向が明らかになりました。市場が最もストレスを受けた新型コロナウイルス感染拡大初期における債券ETFの利用状況から鑑みると、市場の調整局面で債券ETFを利用することに機関投資家が慣れていくことで、市場のボラティリティの上昇時に債券ETFを利用するケースは次第に増加する可能性があるでしょう。

機関投資家の中でも、年金基金と保険会社は、時として長期の投資ニーズと短期の資金ニーズが一致しない場合があるため、負債対応投資（LDI）戦略の中にETFの活用意義を見いだしています。年金基金や保険会社は、規制と合理的なニーズに基づいた選好の両面から、債券資産に依存しています。調査に参加した264の保険会社および年金基金のうち、4分の3近く（73%）がETFをLDI戦略に利用しており、また26%が現在は利用していないが今後利用する可能性が高いと回答しました。

キーポイント

- » 機関投資家の利用拡大とともに、ETFの活用方法も進化を遂げている。
- » 債券ETFは、往々にしてポートフォリオの流動性管理や戦術的ソリューションに用いられている。
- » ある機関投資家の意思決定者は、運用会社間の資産移管の期間にETFを利用することは、「ポートフォリオのパフォーマンス悪化を軽減」し得る方法だと回答。
- » 調査に参加した保険会社と年金基金のうち、73%がETFをLDI戦略に利用。



4

**ETFの選考基準は
運用資産残高、流動性、
ベンチマーク指数**

ETFの選択において重要な役割を担うベンチマーク指数

世界には約7,000本のETFが存在しますが、機関投資家の運用資産残高（AUM）の大部分は少数のETFに集中しており、上位20本のETFが上位100本のETFのAUMの55%を占めています⁵。実に766名の調査回答者の65%がETFの利用を拡大する予定だと回答し、市場ボラティリティが高止まりするとの見通しを背景に（図4を参照）、投資家にとってベンチマーク指数はETFの選定プロセスにおける最も重要な検討事項の1つとであることが分かりました（図12を参照）。

機関投資家は、ETFのベンチマークとなる指数をさまざまな観点から重要視しています。回答者の53%が、ベンチマーク指数はETFを選定する際の最も重要な基準の1つであると回答しました。次いでETFプロバイダーのブランドと市場での地位、運用手数料と取引コスト、過去のパフォーマンス、その他の要因が続きました。

予想されていたことではありますが、このグローバル調査では最大手の指数プロバイダー3社がベンチマークとして選好されていることが分かりました。MSCI、S&P、FTSEラッセルは、国内（ホームカントリー）株式とグローバル株式の両方で選好されているほか、ファクター投資戦略やESG／サステナブル投資戦略でも選好されているという結果が出ました（図9～11を参照）。

図9：MSCI、S&P、FTSEラッセルは株式ベンチマーク指数として最も一般的
株式投資のベンチマークとして採用している指数プロバイダーを教えてください（n=766）

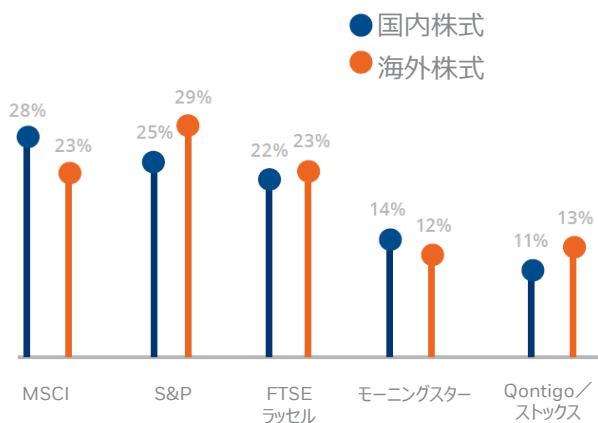


図10：MSCI、S&P、FTSEラッセルはファクター投資戦略やESG戦略のベンチマークとして支持を集める
ファクター投資戦略およびESG戦略のベンチマークとして採用している指数プロバイダーを教えてください（n=766）

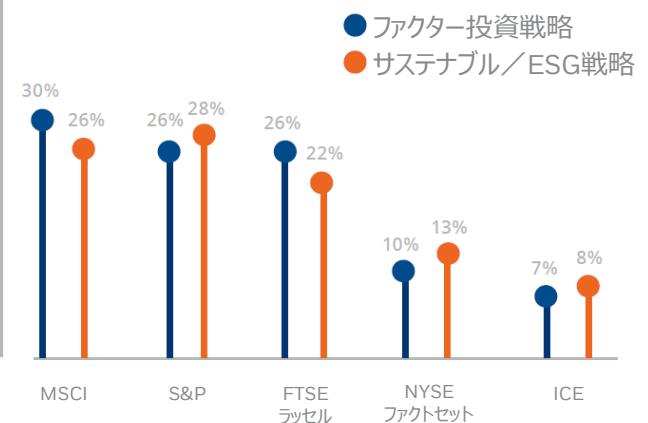
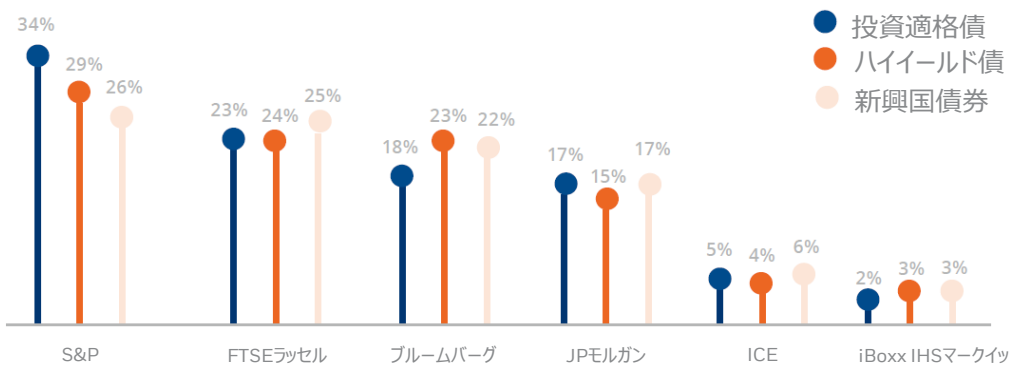


図11：債券の指数プロバイダーの中ではS&P、FTSEラッセル、ブルームバーグが優勢
債券投資のベンチマークとして採用している指数プロバイダーを教えてください（n=766）



⁵ 出所：ETF DATABASE、2021年1月13日時点 <https://etfdb.com/compare/market-cap/>

債券に関しては、投資適格社債、ハイイールド債、新興国債券の選好ベンチマークとして、S&PとFTSEラッセルがそれぞれ1位と2位になり、ブルームバーグが3位でした。

資産運用会社や証券会社は、機関投資家からの高度なETF分析ツールに対するニーズを背景に、様々な指標において投資ビークルを比較できるツールを開発しています。

ETFの評価においては、機関投資家と資産運用会社の60%以上が、3つのデータソースをそれぞれ利用していました。64%が「ブルームバーグまたは他データ・プラットフォーム」を、62%が「資産運用会社の提供ツール」を、60%が「証券会社の分析ツール」を利用しているという回答が得られました。

グローバル全体でAUM、流動性、取引高を重視する傾向が明らかに

上述のように、ETFが連動するベンチマークは、機関投資家にとって極めて重要な点です。ベンチマークより重要度が唯一高かったのは、「AUM、流動性、取引高」で、68%の機関投資家が重視すると回答しました（図12を参照）。

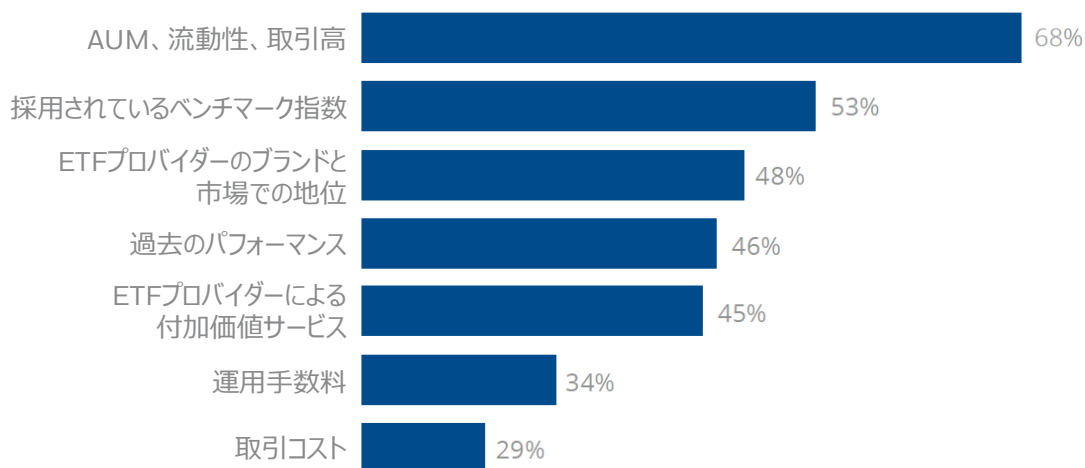
聞き取り調査より

「（2020年の）3月～4月以降、特定のインデックス・ファンドまたはETFに集中的に投資したいと考え、最終的にETFに投資を開始しました。市場全体が回復すれば、ベータの上昇の波に乗れると考えたためです。パフォーマンスの戻りに高い確信度があったいくつかのアクティブ・ファンドに投資しましたが、株式投資資金の多くはETFに割り当てました。」

— 基金のCIO

図12：ETFの選考基準は、運用資産残高（AUM）、流動性、ベンチマーク指数

ETFを選択する際、以下の項目の中で最も重視するものはどれですか？（n=762）



前述のデータで注目すべき点に、「ETFプロバイダーによる付加価値サービス」が挙げられます。ETFを選択する際の検討事項としての優先順位は低いものの、このデータから、機関投資家はETFプロバイダーが提供するサービスを有益と考え、大いに期待していることが読み取れます。

回答者の62%が、ETFを評価する際は資産運用会社が提供するツールを利用すると答えていることを踏まえると、付加価値サービスの重要性は高いと言えるでしょう。ポートフォリオ構築に関する専門知識を非常に重視すると考える機関投資家は10社中7社近くにのぼり、また効果的なクライアント・サポート、市場見通しに対する知見、ポートフォリオのモデリングおよびトレーディング・ツールを重視すると考える機関投資家は、少なくとも半数に達しました（図13を参照）。

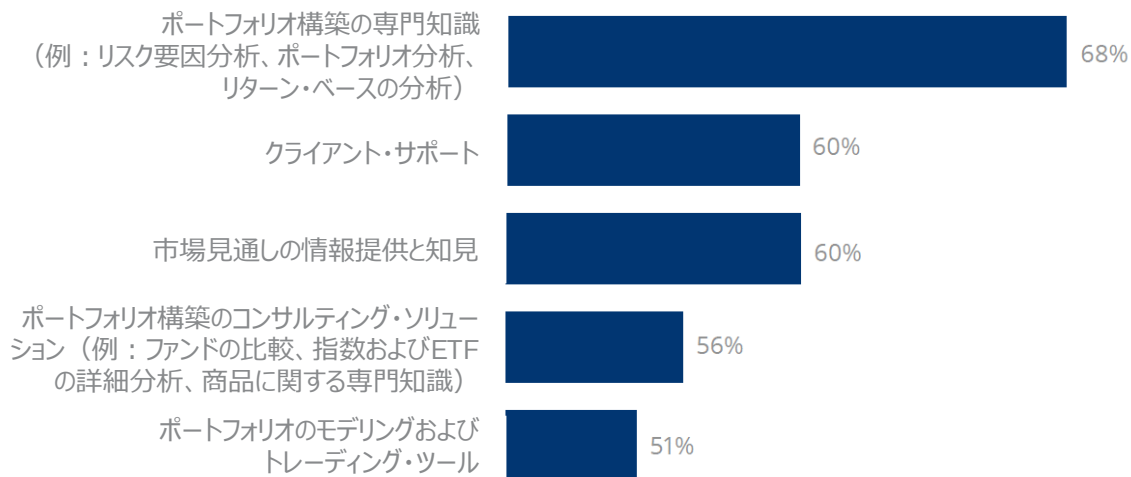
聞き取り調査より

「多くのツールを利用していますが、ETFプロバイダーが提供するツールは非常に重宝しています。トレーディング活動や資金の流れ、対象資産クラスの流動性に関する多くの分析が可能になるためです。ツールを用いて市場全体を視野に入れ、なるべく多くの情報源を取り込むよう努めています。」

－ 資産運用会社の
シニアアナリスト

図13：機関投資家はETFプロバイダーの専門知識とサービスを重視

ETFプロバイダーが提供する以下の付加価値サービスのうち、ETFの選択において最も有益だと思うものはどれですか？（n=762）



調査に参加した機関投資家からのETFやETFプロバイダーに対する要求水準は高く、主に以下が求められていることが分かりました。

- » AUM、流動性、取引高
- » 適切なベンチマーク指数
- » 専門のクライアント・サポート部隊などをはじめとする付加価値サービス
- » 市場の見通しに対する知見
- » ポートフォリオ構築やモデルに関する様々な専門知識
- » 効果的なトレーディング・ツール

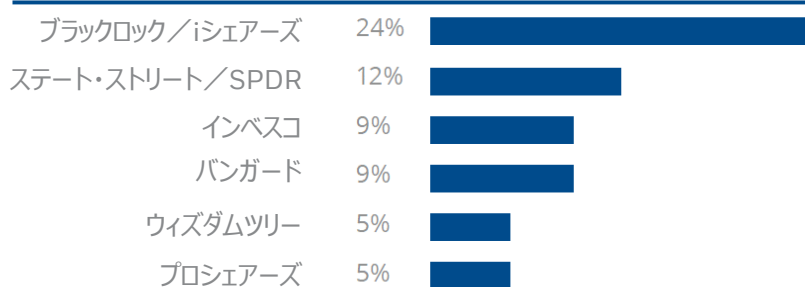
ETFプロバイダーに期待する商品やサービスに基づいて、選好するETFプロバイダーを機関投資家に尋ねたところ、最も評価が高かったのはブラックロック/iシェアーズでした。

調査回答者の4分の1近く（24%）がブラックロック/iシェアーズを選択しました（図14を参照）。次いでスタート・ストリート/SPDR（12%）、インベスコおよびバンガード（各9%）、ウィズダムツリーおよびプロシェアーズ（各5%）が続きました。

図14：選好されるETFプロバイダーのランキング

どのETFプロバイダーを選好しますか？（n=762）

プロバイダー



注：このほか、支持率はどれも5%以下だったものの、調査回答者からは19社のプロバイダーが挙げられました。順位は主にETFプロバイダー、資産運用会社または投資顧問会社の顧客による評価に基づくものではなく、Institutional Investor社が機関投資家を対象に実施したこのグローバル調査で、「ETFプロバイダーの中からどの企業を選びますか？」と質問して得られた762件の回答に基づいています。そのため、順位は顧客の評価を表すものではありません。この調査への参加に際して、資産運用会社、顧問会社、資産保有者またはETFプロバイダーが支払った報酬も受け取った報酬もありません。ETFプロバイダーの順位はETF、ETFプロバイダー、資産運用会社または投資顧問会社の将来のパフォーマンスを示唆するものではありません。

キーポイント

- » ETFのベンチマーク指数はETFを選択する際の主要な検討事項であり、「AUM、流動性、取引高」（これら3つの項目を1つの選択肢として提示）に次ぐ順位だった。
- » 最もよく利用されるベンチマークは、株式ではMSCI、S&P、FTSEラッセルであり、債券ではS&P、FTSEラッセル、ブルームバーグだった。
- » 機関投資家はETFプロバイダーに付加価値サービスやツールを求めており、中でも最も重視されるのはポートフォリオの構築に関するサービスであった。
- » 市場見通しに対する知見、ポートフォリオのモデリングおよびトレーディング・ツールも、機関投資家がETFプロバイダーに期待する事柄の上位に入った。
- » 本調査に参加した機関投資家の回答結果によると、ETFならびに関連サービスおよびツールにおいて最も高い評価を得たETFプロバイダーは、ブラックロック/iシェアーズだった。

重要事項

本資料は、Institutional Investor社の使用許諾を取得しております。

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。また、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。本資料に掲載された過去の実績および今後の予測は、なんら将来の成果を保証または示唆するものではありません。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、ご自身でご判断下さい。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。本資料は信頼できると判断した資料・データ等に基づき作成していますが、その正確性および完全性について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。

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、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。

本調査はブラックロックがInstitutional Investor社に調査の依頼を委託したものです。Institutional Investor社はブラックロックの関連会社ではありません。当資料の複製・転用等は固くお断り申し上げます。

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。



1120 Avenue of the Americas, 6th Floor, New York, NY 10036
InstitutionalInvestor.com

Copyright © Institutional Investor LLC 2021 All rights reserved.

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/>