

保険会社の一般勘定に おけるETF – 2025年

寄稿者

Anu R. Ganti, CFA

米国ヘッド

指数投資戦略

anu.ganti@spglobal.com

Nick Didio, Ph.D.

定量分析アナリスト

指数投資戦略

nick.didio@spglobal.com

Sabatino Longo

アナリスト

グローバル株式&テーマ別

指数商品管理

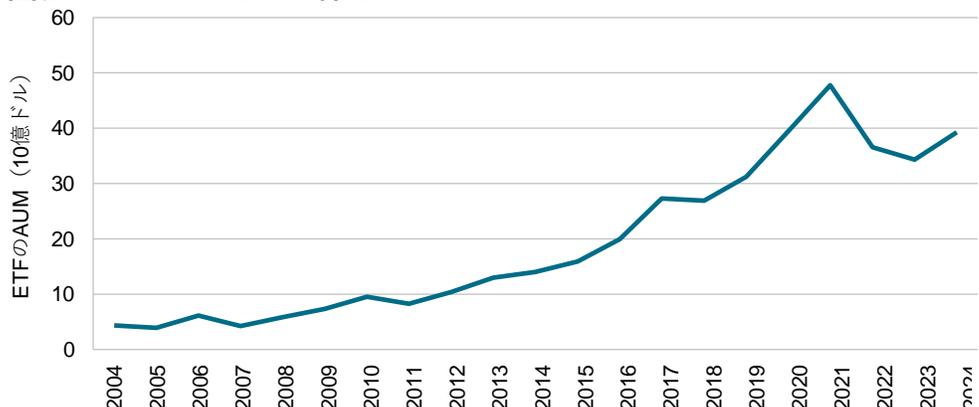
sabatino.longo@spglobal.com

はじめに

当社は米国の保険会社を対象に、一般勘定における上場投資信託（ETF）の利用に関する10回目の年間調査を行い、様々なタイプの保険会社や異なる資産クラスにわたりETFの利用状況を調査しました。また、この数年間において取引パターンがどのように変化しているかについても分析しました。保険会社によるETF保有額は比較的小さいため、個別企業の行動はより特異的な結果に影響を及ぼす場合がありますが、必ずしも幅広い傾向を示唆するものではありません。

米国の保険会社は2024年、393億ドルのETFを保有していました。3年ぶりに大手保険会社において大規模な資金流入が見られ、市場の上昇と相まって、ETFの運用資産残高（AUM）は前年比で14%増加しました。また、ETFの取引額も増加しました。

図表1：ETFのAUMの伸び



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全米保険監督官協会（NAIC）のデータ。2024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。

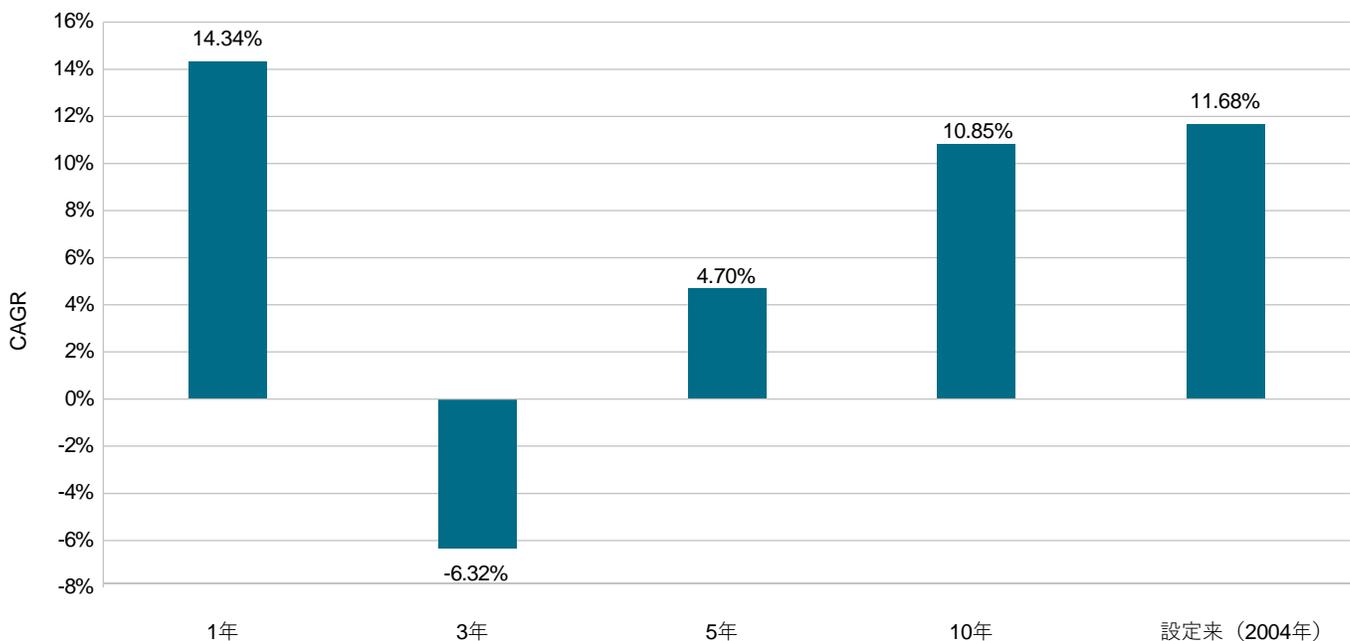
最新のリサーチ、教育、及びコメントの受信をご希望の方は、
on.spdji.com/SignUpで登録してください。

保有分析

米国の保険会社は2024年末時点で、ETFに393億ドルを投資しており、2023年から49億ドルの増加となりました。これは、10兆4,000億ドルに上る米国のETFのAUMのごく一部にとどまっており¹、米国の保険会社の13兆1,000億ドルに上る一般勘定資産に占める割合もわずかとなっています²。したがって、1社のラージまたはメガ保険会社の行動が、市場の動向に非常に大きな影響を与える可能性があります。図表1は、過去20年間にわたる米国の保険会社によるETFの利用を示しています。

AUMは2024年に14%増加し、設定以来の伸び率を上回りました。ETFのAUMが増加したのは2021年以来となりました。ただし、2022年と2023年の減少を受け、3年間の年平均成長率（CAGR）は依然としてマイナスとなっています（図表2を参照）。

図表2：ETFのAUMの年平均成長率（CAGR）



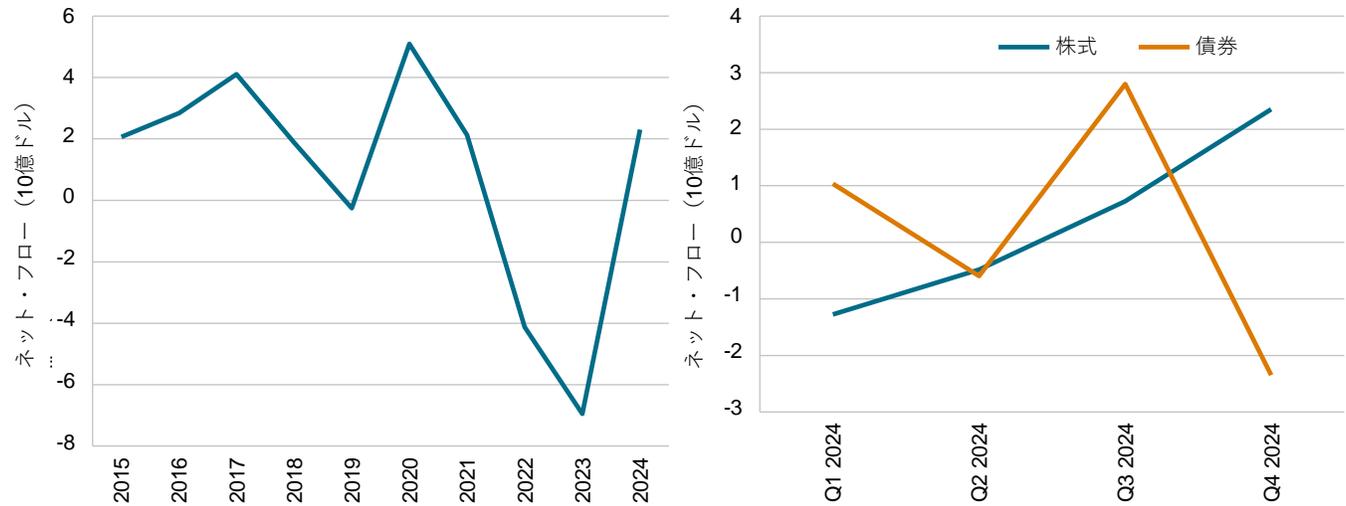
出所：S&P グローバル・マーケット・インテリジェンスを通じたNAICのデータ。2024年12月31日現在のデータを2025年3月25日に集計。図表は説明目的のために提示されています。

保険会社によるETFのネット・フローは2024年に23億ドルとなり、2015年以降で年間として4番目に大きな増加となりました。2024年1-3月期から4-6月期における株式ETFからの資金流出は、2024年7-9月期から10-12月期には資金流入へと転じた一方、債券ETFへの資金フローはまちまちであり、2024年10-12月期には大幅な資金流出となりました（図表3を参照）。債券ETFにおける2024年7-9月期の資金流入及び2024年10-12月期の資金流出はいずれも、ある一社の保険会社によるものでした。

¹ 出所：CFRA。2024年12月31日現在のデータ。

² 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。2024年12月31日現在のデータ。

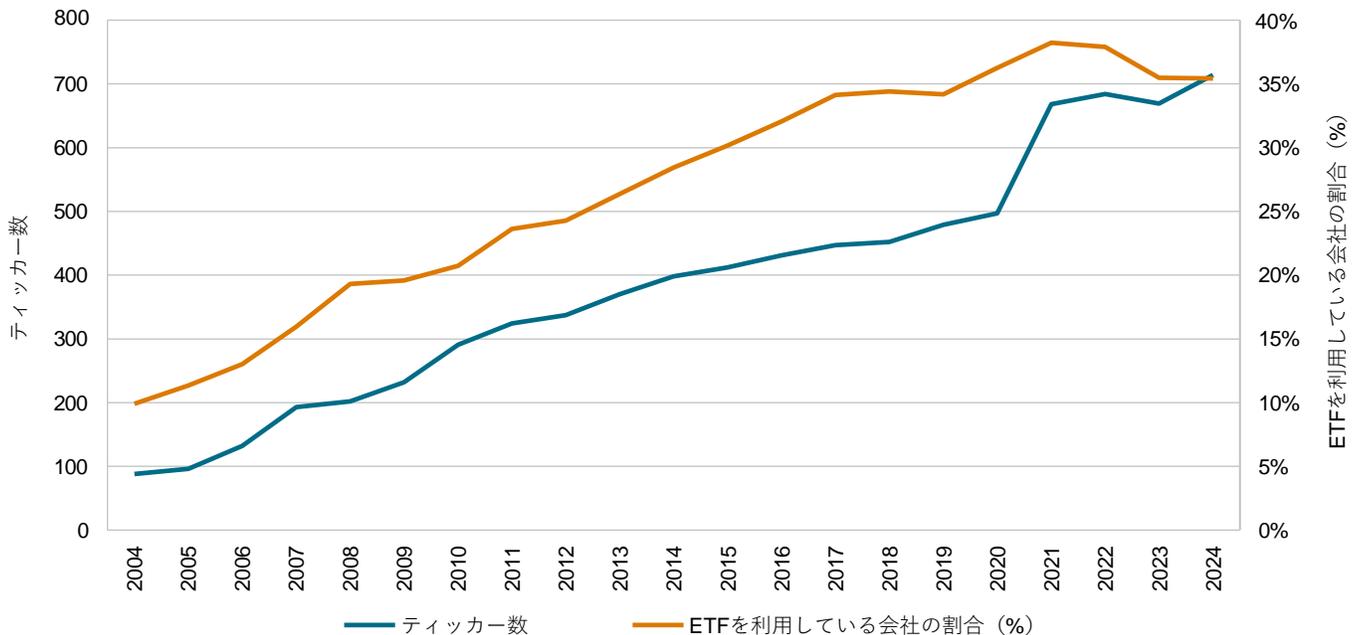
図表3：ETFのネット・フロー



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。2024年12月31日現在のデータを2025年3月25日に集計。図表は説明目的のために提示されています。

また、2024年には保険会社が利用するティッカー数が714まで増加しましたが、ETFを利用する保険会社の数は623社に減少しました。この会社数は全ての保険会社の35%に相当します。ETFを利用する企業数は3年連続で減少しています（図表4を参照）。

図表4：ETFの利用

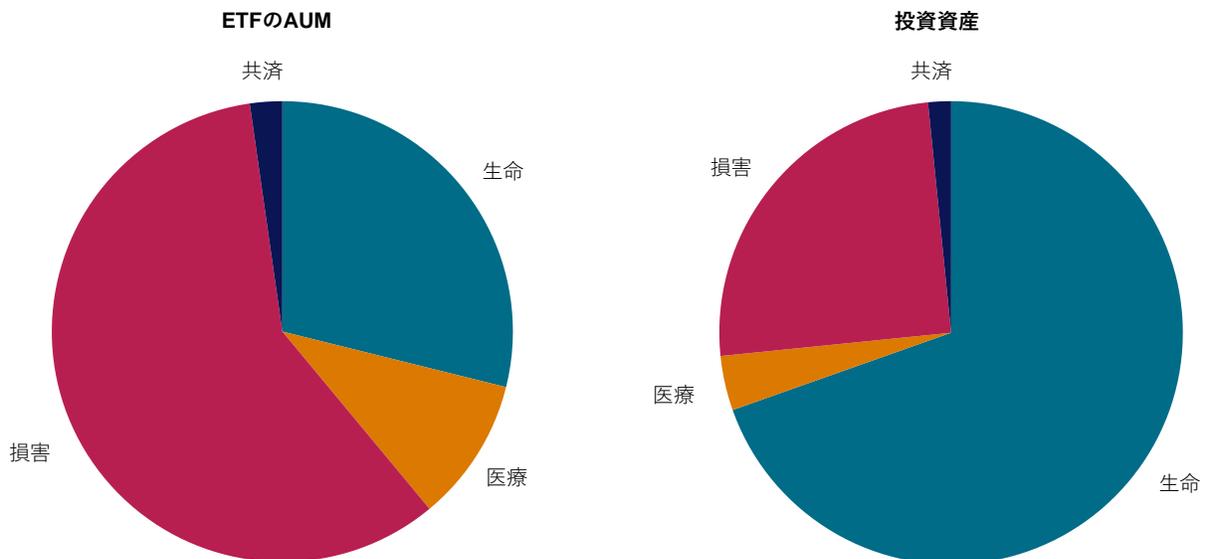


出所：S&P グローバル・マーケット・インテリジェンスを通じたNAICのデータ。2024年12月31日現在のデータを2025年3月25日に集計。図表は説明目的のために提示されています。

会社タイプ別及び規模別の分析

S&Pグローバル・マーケット・インテリジェンスは2023年、共済保険会社によるETF利用のレポートを開始しました。このレポートで共済保険会社を取り上げるのは今回で2回目となります。生命保険会社は損害保険会社よりも大きな投資資産を保有していますが、ETFのAUMでは損害保険会社の方が大きくなりました（図表5を参照）。

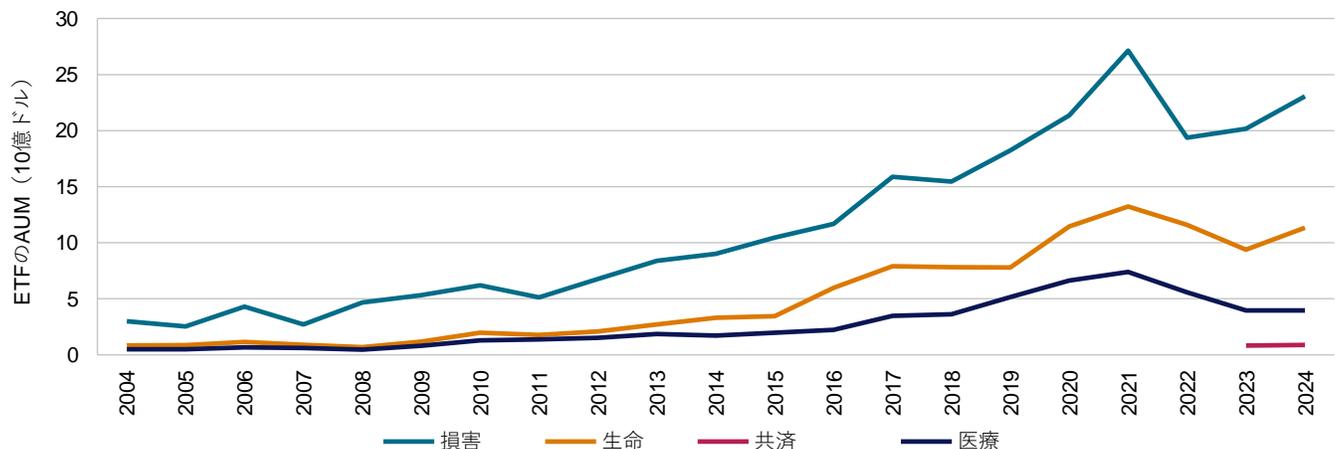
図表5：ETFのAUM及び投資資産（会社タイプ別）



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及びCFRAのデータ。2024年12月31日現在のデータを2025年3月25日に集計。図表は説明目的のために提示されています。

2023年にETFのAUMを増加させたセグメントは損害保険会社のみでしたが、2024年には損害保険会社と生命保険会社の両方のETFのAUMが増加しました。医療保険会社のAUMは横ばいで推移しました（図表6を参照）。

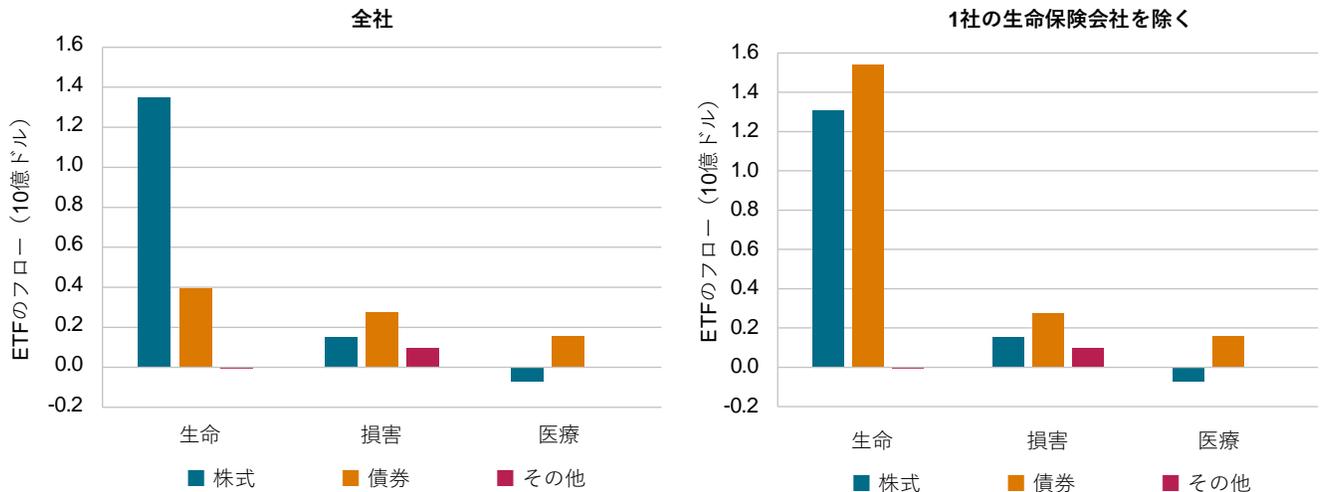
図表6：ETFのAUMの伸び（会社タイプ別）



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。2024年12月31日現在のデータを2025年3月25日に集計。図表は説明目的のために提示されています。

損害保険会社及び生命保険会社では、ETFの資金流入額がそれぞれ5億2,500万ドル及び17億ドルとなりましたが、医療保険会社の純資金流入額はわずか8,700万ドルにとどまりました。ただし、ある生命保険会社1社を除くと、残りの生命保険会社全体でのETFの利用額の増加は28億ドルに上りました（図表7を参照）。

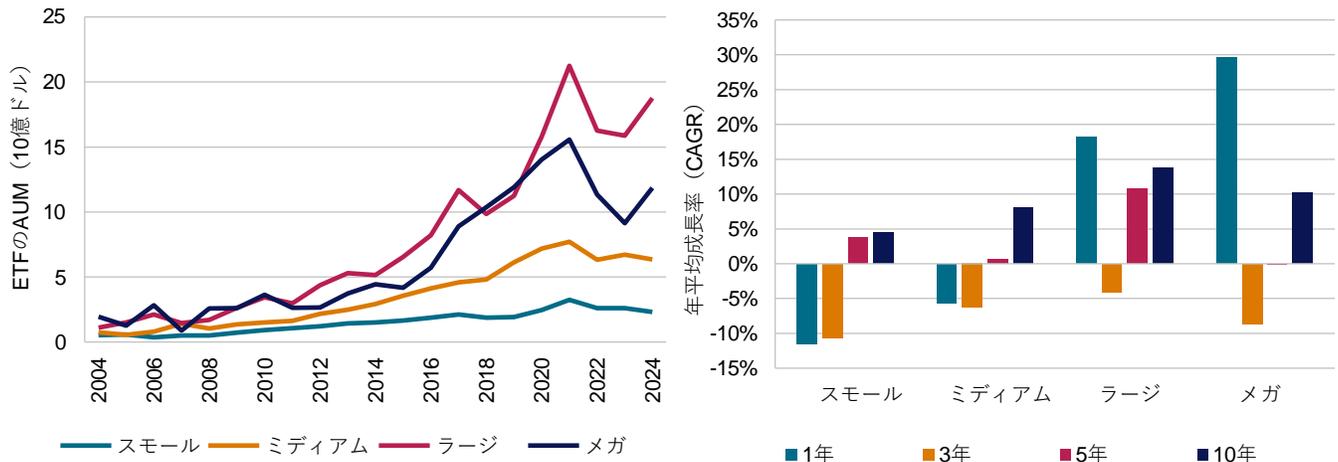
図表7：ETFのネット・フロー（会社タイプ別及び資産クラス別）



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。2024年12月31日現在のデータを2025年3月25日に集計。図表は説明目的のために提示されています。

2023年とは対照的に、2024年のETFへの資金流入は主に大手保険会社に集中しており、メガ保険会社ではAUMが30%の増加率となりました（図表8を参照）。

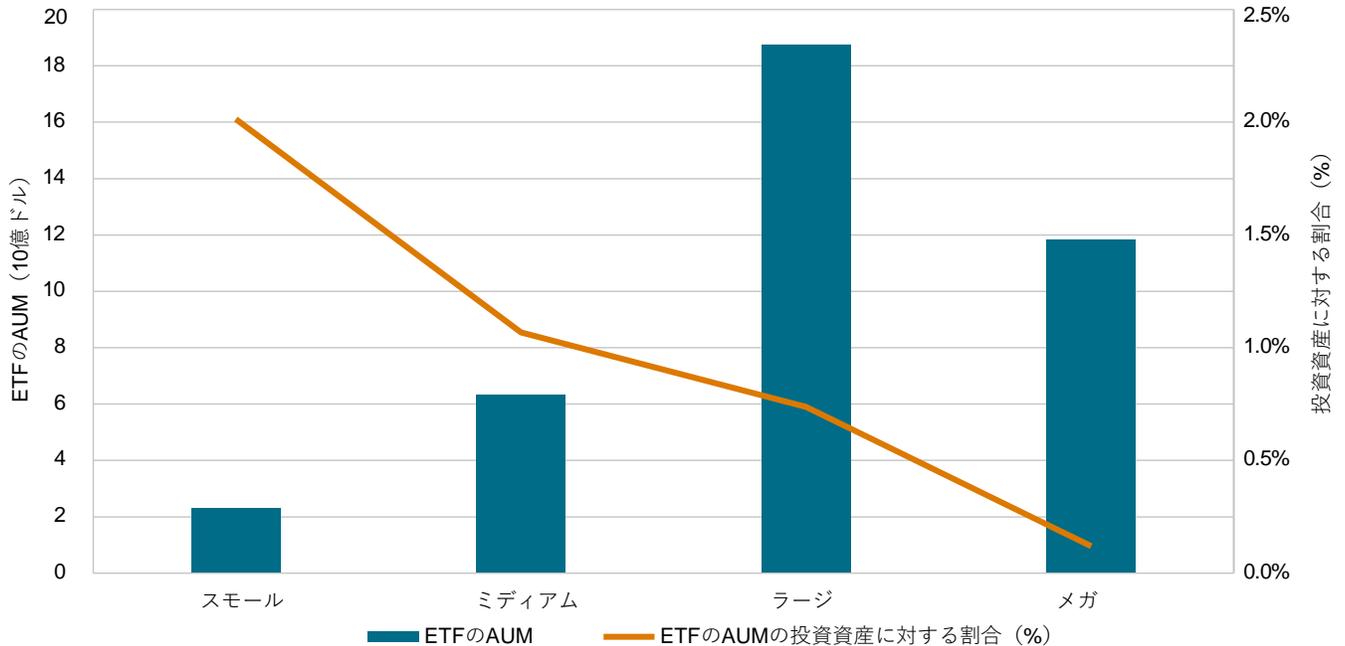
図表8：ETFのAUMの伸び及びCAGR（会社規模別）



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。2024年12月31日現在のデータを2025年3月25日に集計。図表は説明目的のために提示されています。

ラージ保険会社とは異なり、スモール及びミディアムの保険会社はETFの利用を減らし、2022年に見られた傾向に戻りました。ただし、投資資産に対するETFのAUMの割合は、スモール及びミディアムの保険会社の方が高く、これは過去の傾向と一致しています（図表9を参照）。

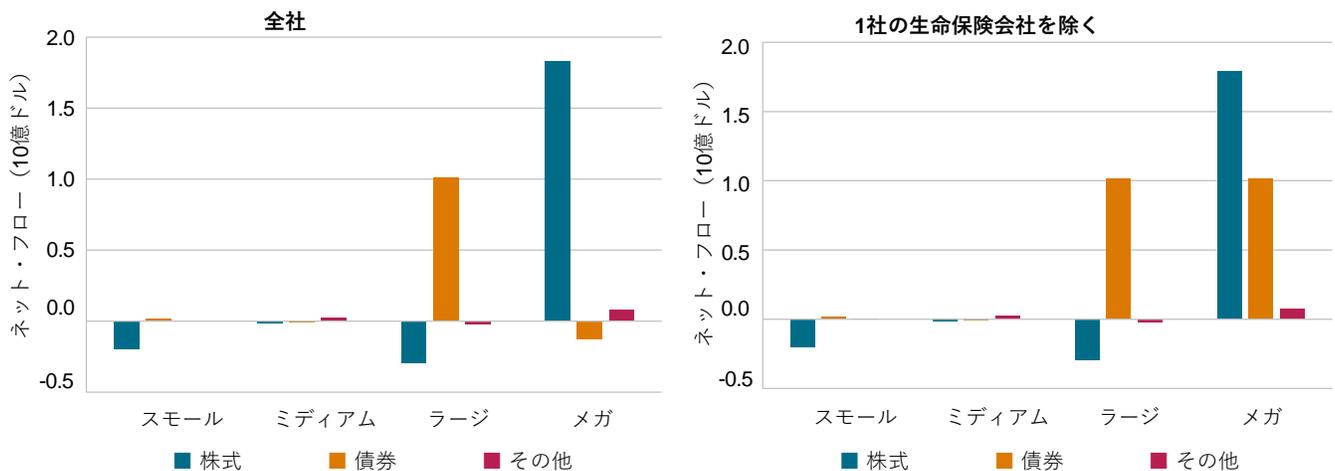
図表9：ETFのAUMの投資資産に対する割合（会社規模別）



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。2024年12月31日現在のデータを2025年3月25日に集計。図表は説明目的のために提示されています。

2024年には、メガ保険会社を除くすべての規模の保険会社で株式ETFからの純流出が見られました。2023年及び2024年は、いずれも株式市場が堅調な年でしたが、2024年のメガ保険会社による株式ETFへの資金流入は、前年とは対照的な動きとなりました。一方、債券の分野に目を向けると、ラージ保険会社のみが債券ETFにおいて大幅な純流入となりました。ただし、ある1社を除くと、メガ保険会社による債券ETFへの純流入は10億ドル強増え、その結果、債券ETFへの流入額が株式ETFへの流入額を上回りました（図表10を参照）。

図表10：ETFのネット・フロー（会社規模別）

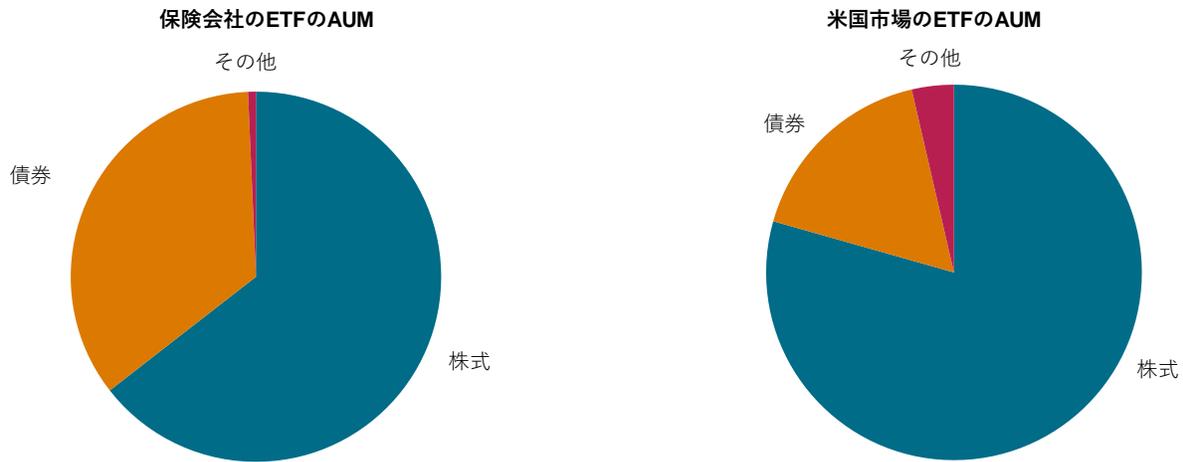


出所：S&P グローバル・マーケット・インテリジェンスを通じたNAICのデータ。2024年12月31日現在のデータを2025年3月25日に集計。図表は説明目的のために提示されています。

資産クラス別の分析

前年と同様に、2024年末時点の米国のETF市場全体では、株式がETFのAUMの79%を占めていましたが、保険会社の一般勘定では、株式ETFの投資比率は64%にとどまっています（図表11を参照）。保険会社による株式ETFの利用は、前年の63%からわずかに上昇しましたが、長期平均の79%を下回っています。

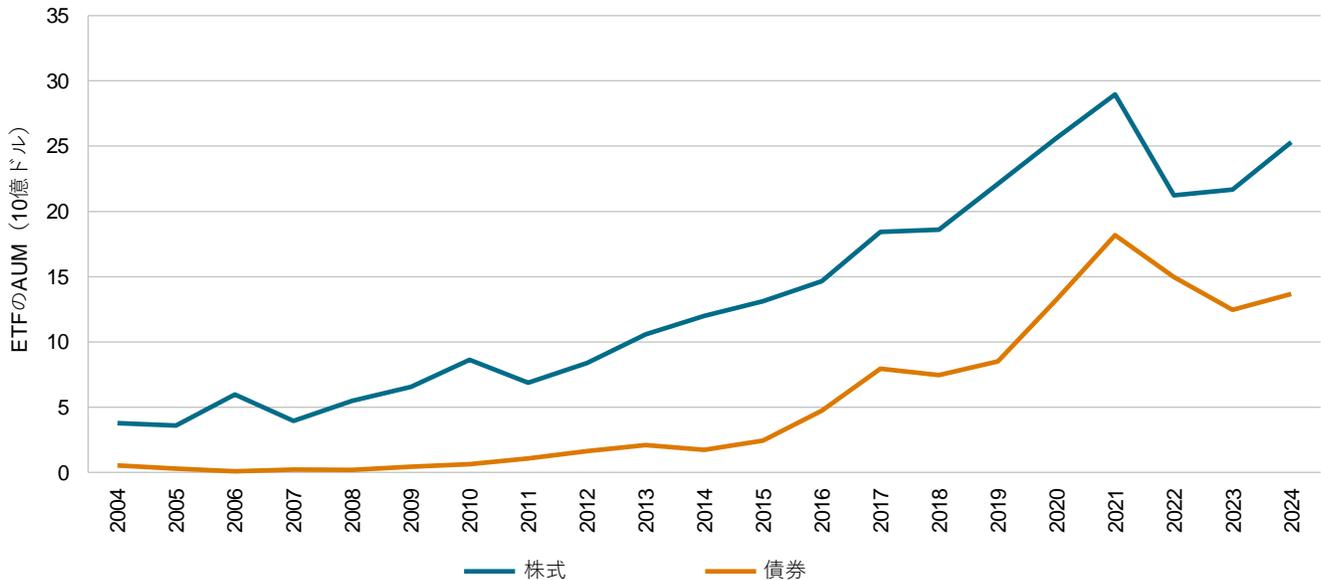
図表11：保険会社と米国市場のETFのAUMの比較（資産クラス別）



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及びCFRAのデータ。2024年12月31日現在のデータを2025年3月25日に集計。図表は説明目的のために提示されています。

株式ETFのAUMは、資金流入やバリュエーションの上昇により昨年から大幅に増加した一方、債券ETFのAUMは過去の減少傾向が底打ちし、回復に向かっています（図表12を参照）。

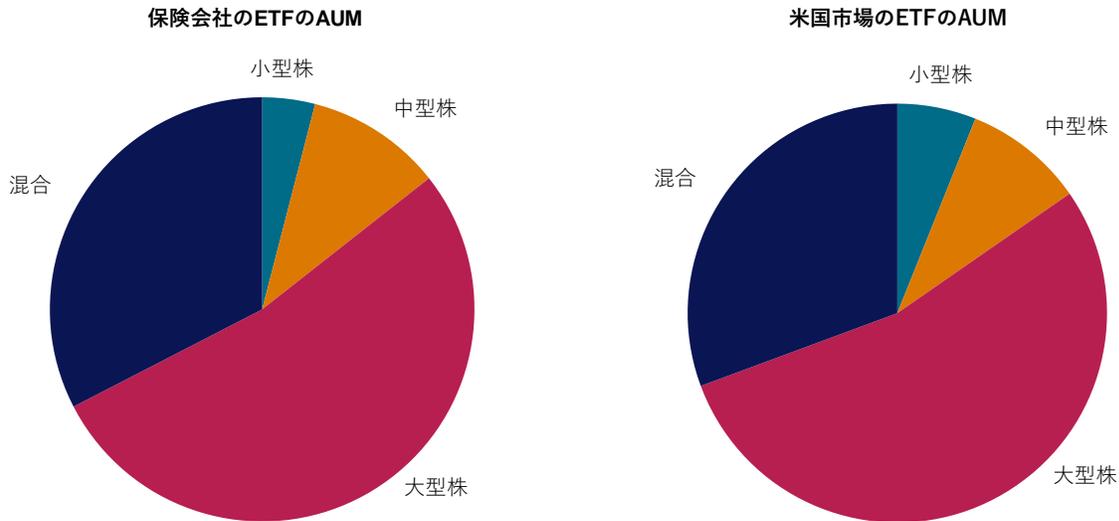
図表12：ETFのAUM（資産クラス別）



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。2024年12月31日現在のデータを2025年3月25日に集計。図表は説明目的のために提示されています。

時価総額で見ると、保険会社が保有する株式ETFは、市場全体の内訳にほぼ沿ったものとなっていました（図表13を参照）。大型株ETFが大きな割合を占め、混合ETFが約3分の1を占め、小型株と中型株のETFが残りを二分しました。

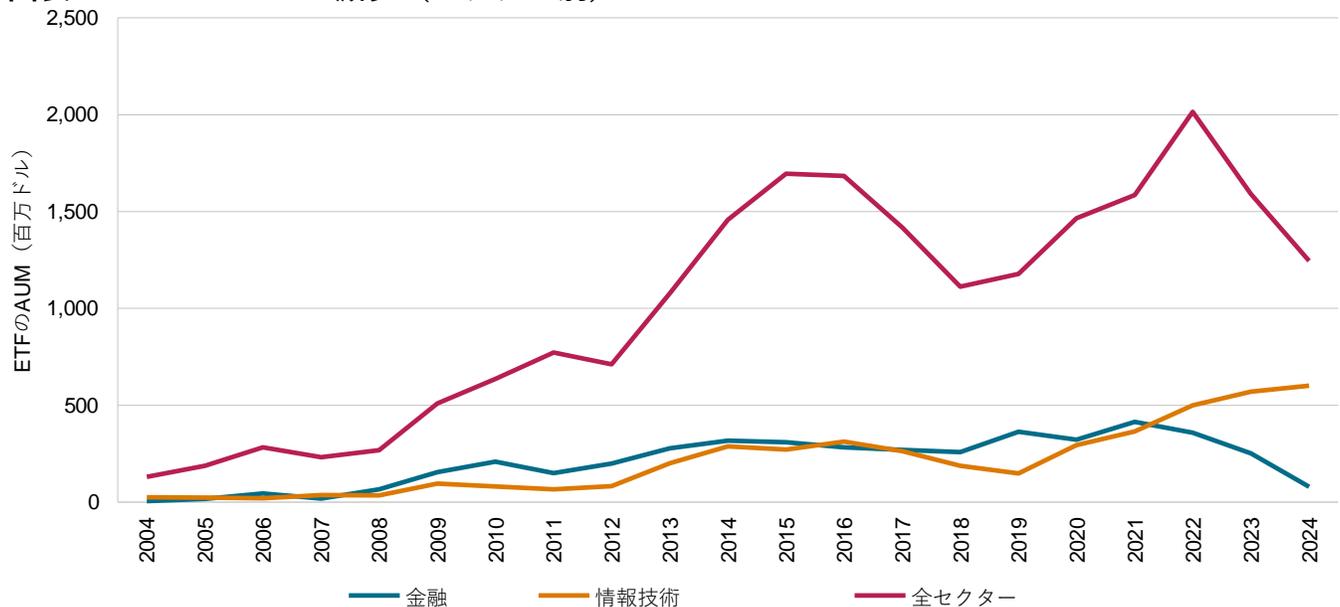
図表13：保険会社と米国市場の株式ETFのAUMの比較（時価総額別）



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及びCFRAのデータ。2024年12月31日現在のデータを2025年3月25日に集計。図表は説明目的のために提示されています。

セクター特化型の株式ETFの利用は、2022年にピークを迎えた後、2024年まで全体として減少しました（図表14を参照）。過去2年間に於いて、全てのセクターが同様に利用されたわけではありません。特に、金融セクターの資産は減少した一方で、情報技術セクターはバリュエーションの上昇などにより増加しました。

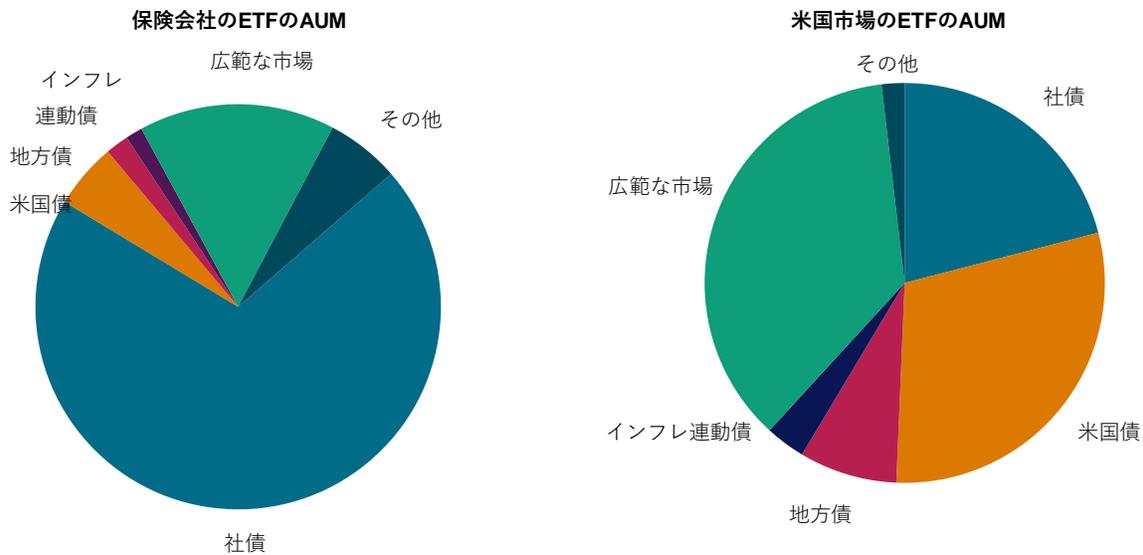
図表14：ETFのAUMの減少（セクター別）



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及びCFRAのデータ。2024年12月31日現在のデータを2025年3月25日に集計。図表は説明目的のために提示されています。

債券ETFに目を向けると、保険会社による債券ETFの利用では、社債ETFが引き続き大きな割合を占めていますが、米国のETF市場全体で見ると、少ない割合を占めているに過ぎません（図表15を参照）。

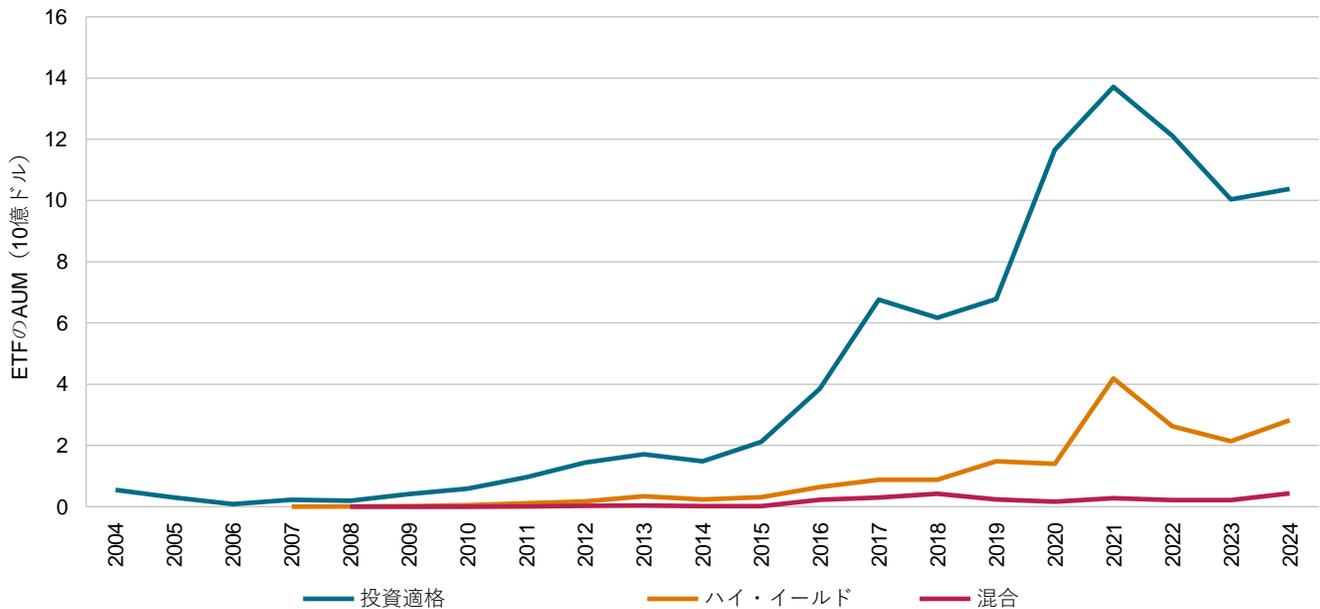
図表15：保険会社と米国市場の債券ETFのAUMの比較（債券タイプ別）



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及びCFRAのデータ。2024年12月31日現在のデータを2025年3月25日に集計。図表は説明目的のために提示されています。

債券ETFの利用は2024年に増加し、投資適格債を中心にハイ・イールド債も大きな割合を占め、2022年及び2023年に見られた減少とは対照的でした（図表16を参照）。

図表16：債券ETFのAUM（格付け別）

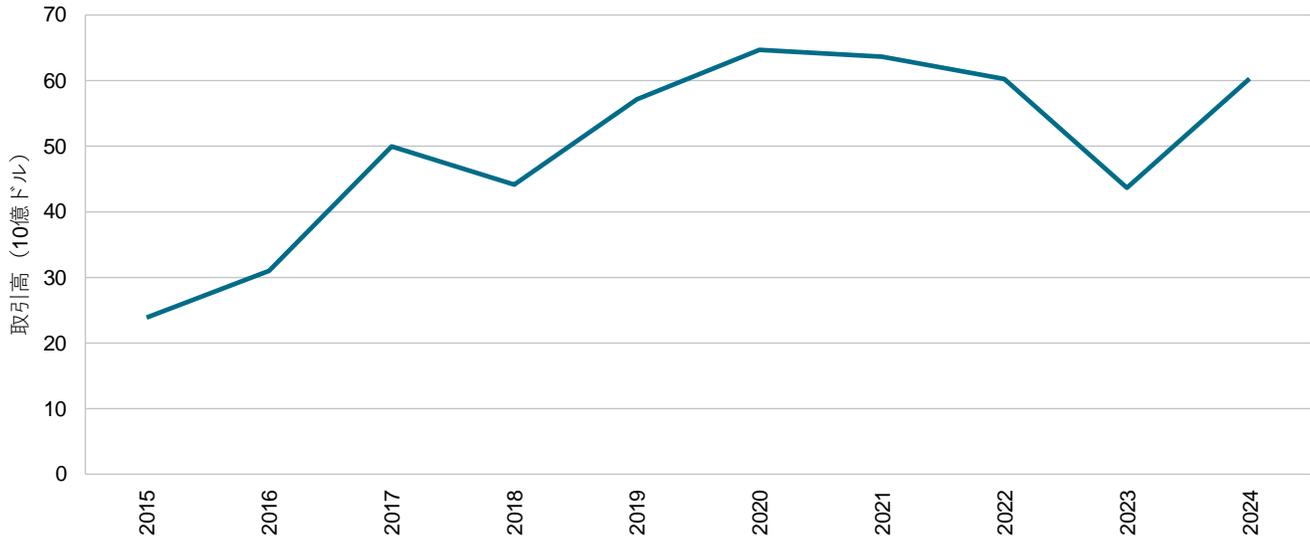


出所：S&P グローバル・マーケット・インテリジェンスを通じたNAIC及びCFRAのデータ。2024年12月31日現在のデータを2025年3月25日に集計。図表は説明目的のために提示されています。

取引分析

また、2023年とは対照的に、ETFへの資金流入の増加に伴い、2024年には保険会社によるETFの取引額は38%増加し、2020年のピーク水準にほぼ回復しました（図表17を参照）。

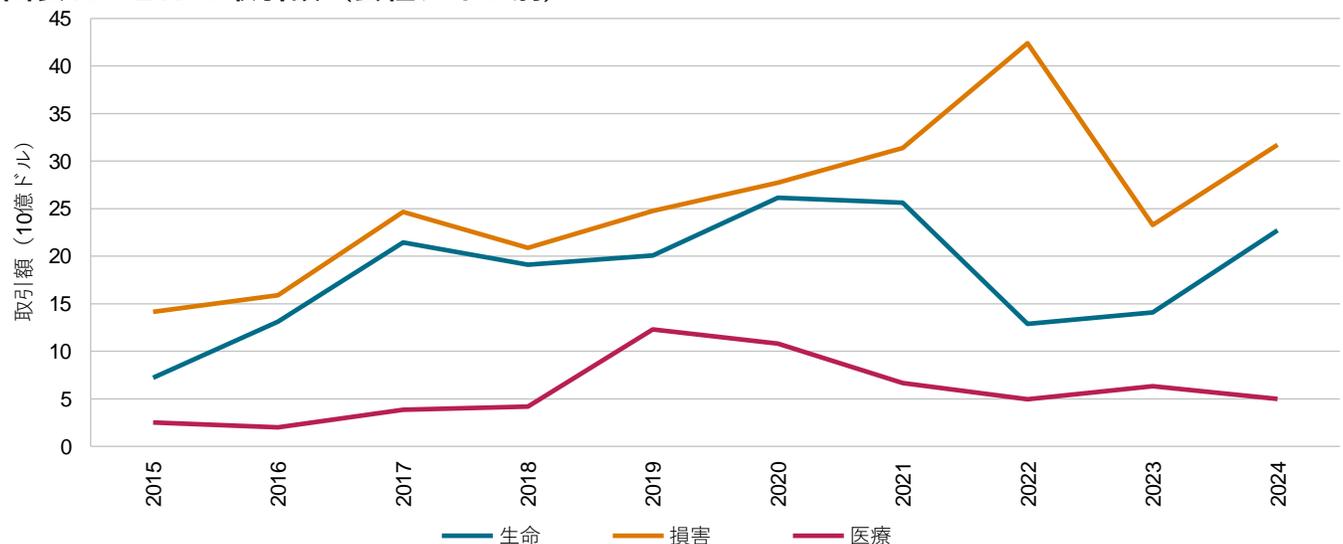
図表17：ETFの取引額



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。2024年12月31日現在のデータを2025年3月25日に集計。図表は説明目的のために提示されています。

過去の傾向と同様に、保険会社によるETF取引の大部分は損害保険会社によって牽引されましたが、生命保険会社の取引額も同様に大幅な増加となりました。一方、医療保険会社の取引額はわずかに減少しました（図表18を参照）。

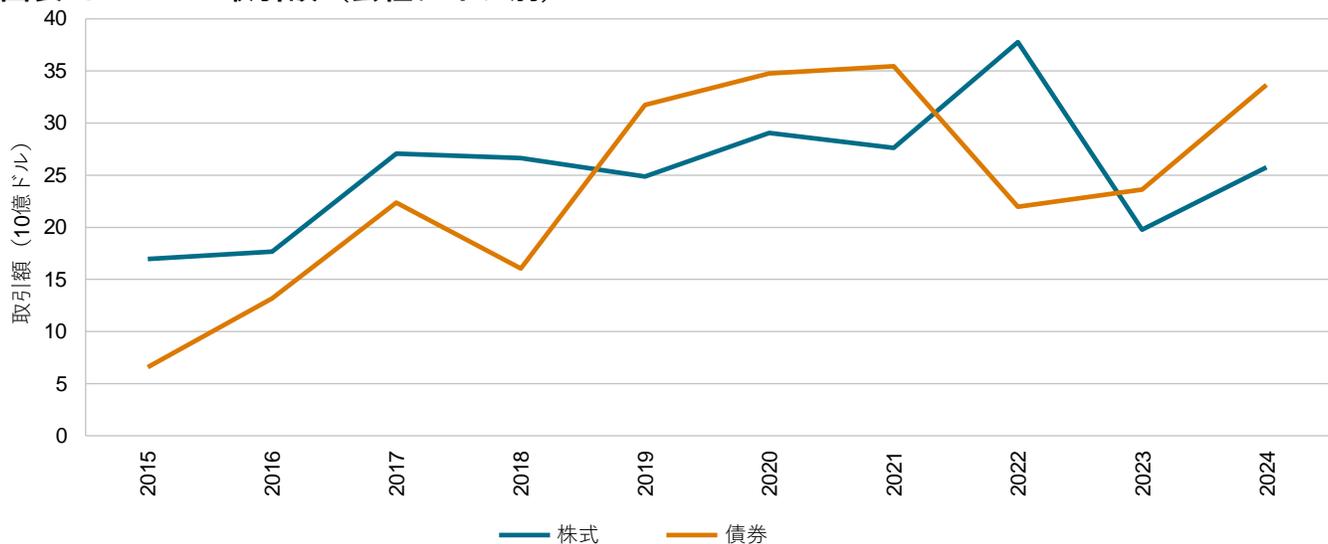
図表18：ETFの取引額（会社タイプ別）



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。2024年12月31日現在のデータを2025年3月25日に集計。図表は説明目的のために提示されています。

2023年からの傾向が続き、保険会社は株式ETFよりも債券ETFを多く取引しており、その差は2024年にさらに拡大しました（図表19を参照）。

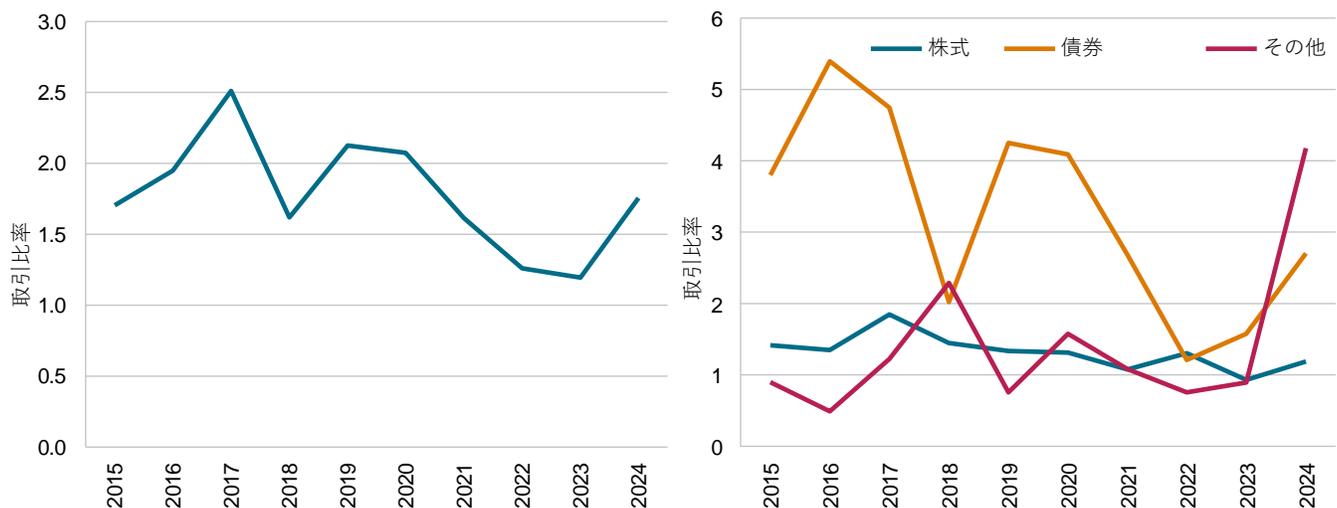
図表19：ETFの取引額（会社タイプ別）



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。2024年12月31日現在のデータを2025年3月25日に集計。図表は説明目的のために提示されています。

また、保有データと取引データを組み合わせ、保有資産に対する取引額の比率を分析しました。当社では、所与の年の取引額と、同じ年の開始時点で保有していたETFの金額の比率を「取引比率」と定義しています。保険会社全体の取引比率は上昇し、主に債券ETFにより牽引されたものの、株式ETFでも取引比率の上昇が見られました。「その他」のカテゴリー（オルタナティブ、コモディティ、及び通貨ETFで構成されている）では取引比率の大幅な上昇が見られたものの、資産金額が比較的小さいため、全体の取引比率には影響を与えませんでした（図表20を参照）。

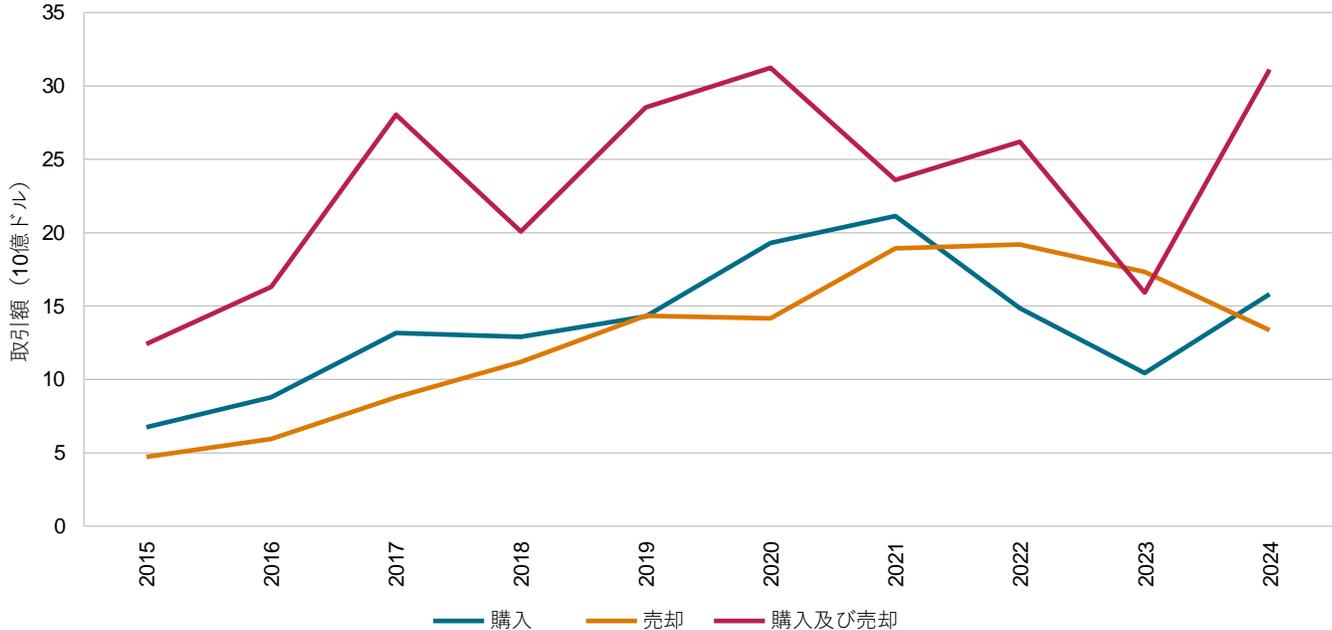
図表21：ETFの取引比率（業界全体及び資産クラス別）



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。2024年12月31日現在のデータを2025年3月25日に集計。図表は説明目的のために提示されています。

歴史的には、取引の大半はスケジュールD、パート5（つまり、同じ年に購入及び売却された証券）において報告されました。2023年の減少とは対照的に、2024年は市場が正常な状態に戻り、「同じ年に購入及び売却されたETF」は2020年に記録したピーク水準までほぼ倍増しました。2024年にはネット・フローがプラスであったことを踏まえると、2021年以来初めて「単独で購入された資産」が「純粋に売却された資産」を上回ったことは驚くことではありません（図表21を参照）。

図表21：ETFの取引額（NAICの集計による）



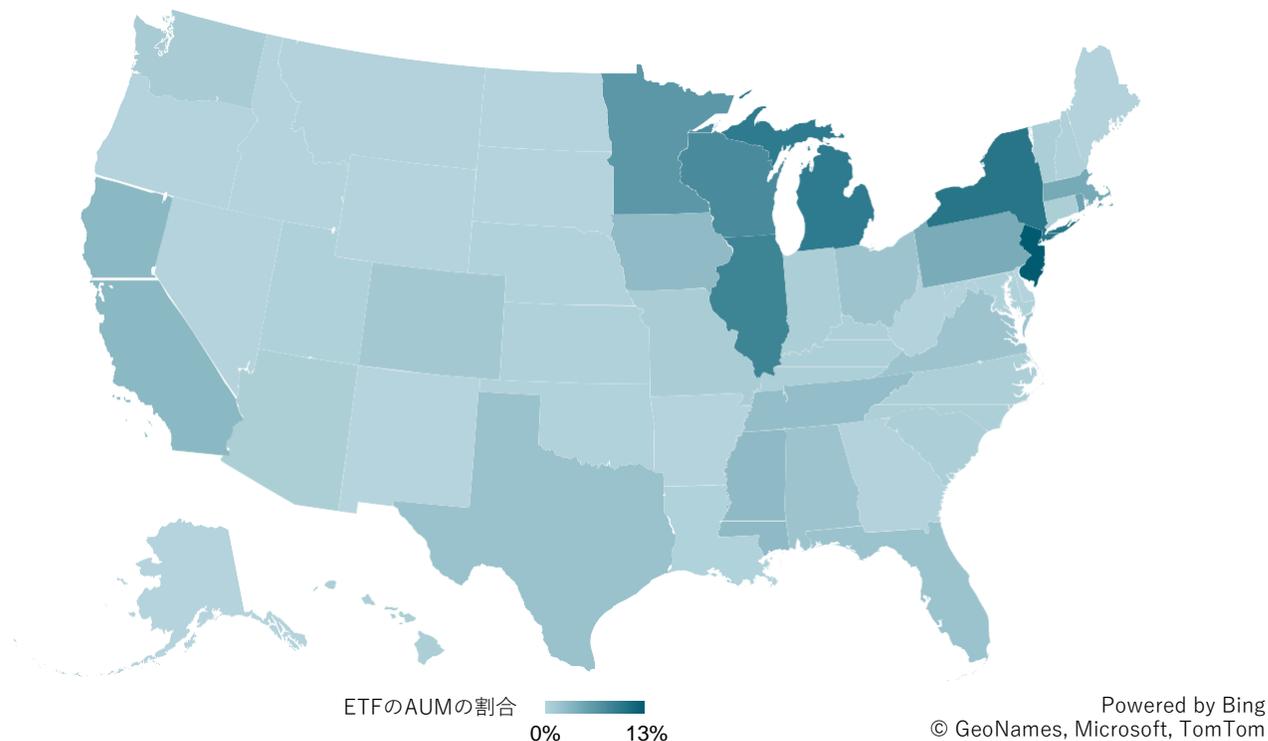
出所：S&P グローバル・マーケット・インテリジェンスを通じたNAICのデータ。2024年12月31日現在のデータを2025年3月25日に集計。図表は説明目的のために提示されています。

地理的分析

地理的には、ニュージャージー州、ニューヨーク州、ミシガン州、イリノイ州、及びウィスコンシン州に本社を置く保険会社（図表22を参照）が、全ての保険会社のETF資産全体の約50%を占めており、ニュージャージー州はETFのAUM総額において過去最高を記録しました。ニューヨーク州でのETF利用は2022年にピークに達しましたが、その後は大幅に減少し、ここ2年間で30億ドル以上の減少となりました。2023年から2024年までの減少は、1社のメガ保険会社による特異な動きによるものであり、同社の動きを除くと、ニューヨーク州のETFのAUMは増加していたこととなります。ただし、ウィスコンシン州及びイリノイ州では、ETFの保有が大幅に増加し、ここ数年にわたる減少傾向から反転しました（図表24を参照）。

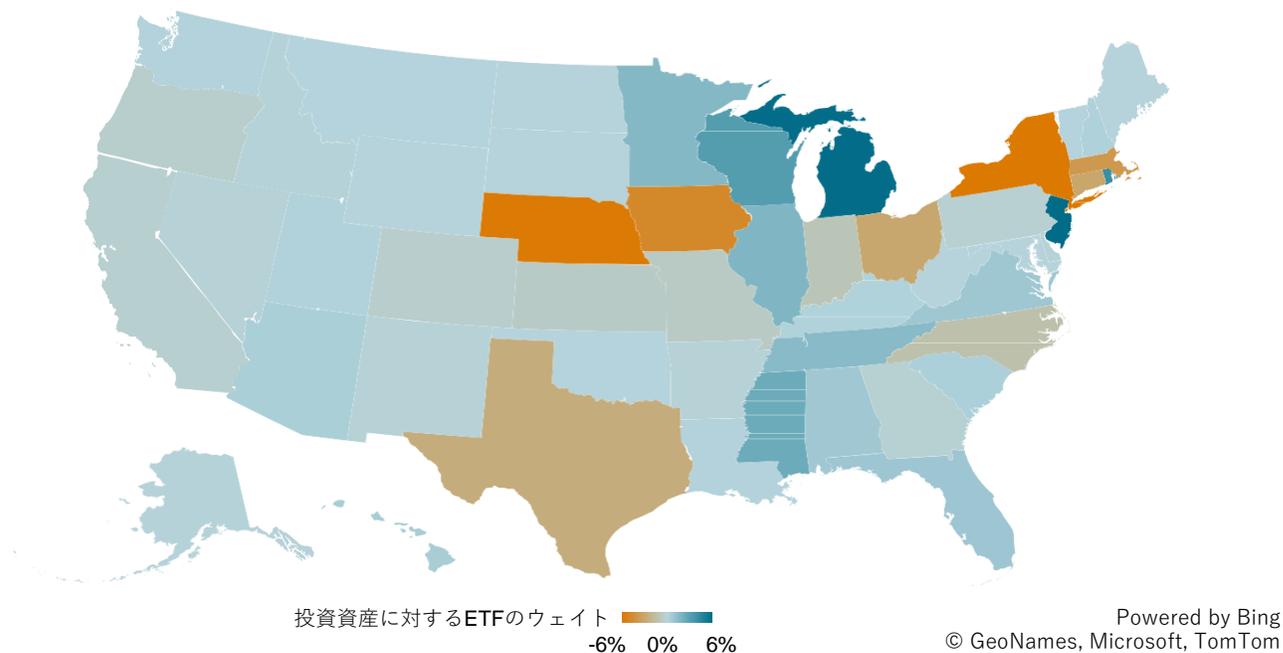
また、投資資産に対するETFの保有割合についても分析を行いました。ニュージャージー州とミシガン州では、投資資産に対するETFの保有割合が高く、ロードアイランド州、ウィスコンシン州、及びミシシッピ州がこれに続きました（図表23を参照）。

図表22：ETFのAUM（本社所在地別）



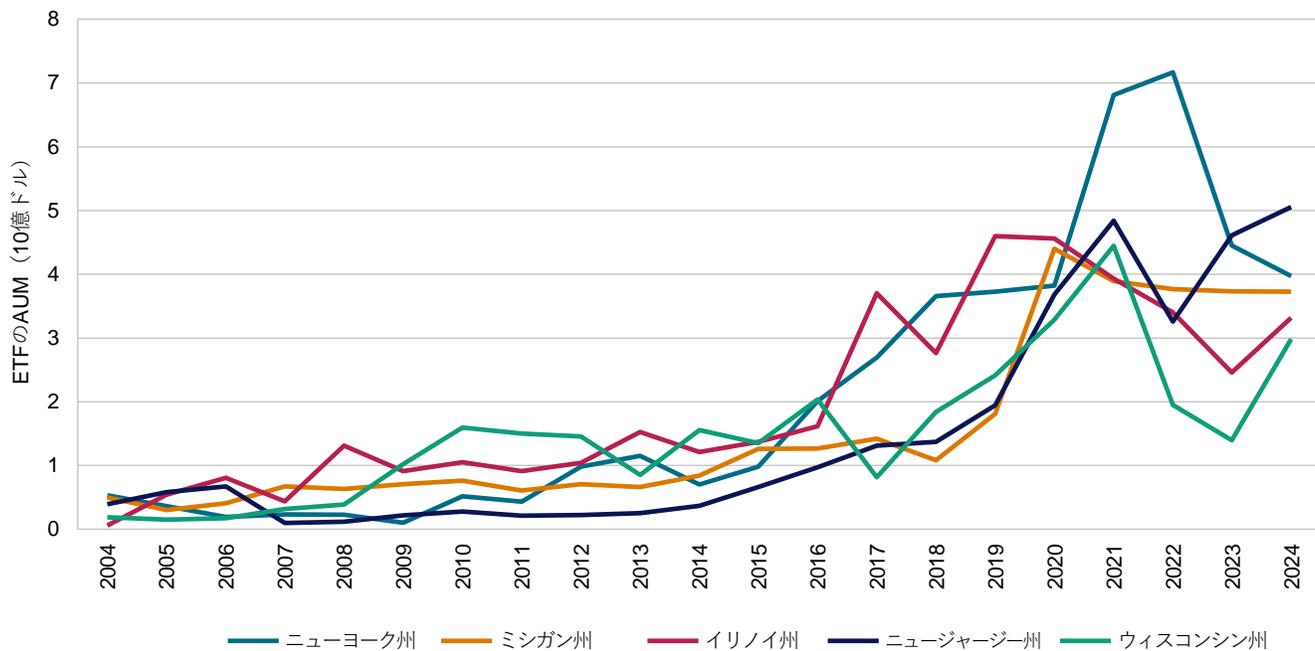
出所：S&P グローバル・マーケット・インテリジェンスを通じたNAICのデータ。2024年12月31日現在のデータを2025年3月25日に集計。図表は説明目的のために提示されています。

図表23：投資資産に対するETFのAUMのオーバーウェイト/アンダーウェイト（本社所在地別）



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。2024年12月31日現在のデータを2025年3月25日に集計。図表は説明目的のために提示されています。

図表24：上位5州のETFのAUMの増加額（本社所在地別）



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。2024年12月31日現在のデータを2025年3月25日に集計。図表は説明目的のために提示されています。

付属資料1 – メソドロジー

全米保険監督官協会（NAIC）は、全ての米国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からこのデータを取得し、利用可能なフォーマットに編集しています。当社はこのデータベースから、全ての保険会社のETFの保有状況と取引（現在及び過去の両方）を抽出しました。さらに、ETFのデータと分析を行う会社であるCFRA ETFデータは、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）を当社に提供しています。当社ではCFRA ETF分類とSPGMIの法定提出データを結合し、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した。

付属資料1.1：S&Pグローバル・マーケット・インテリジェンス・データ

米国の保険会社に関して、当社では2025年2月末時点でNAIC（全米保険監督官協会）に提出された米国の保険会社のデータに基づいて、S&Pグローバル・マーケット・インテリジェンス（SPGMI）が収集したデータを使用しました。SPGMIはそのデータを読み出し、データベースに入力しました。データベースの完全性は、NAICからデータを受け取る際のSPGMIの適時性や、SPGMIが実行する品質管理の量に左右されました。データの品質と迅速性のバランスを図るために、当社では今回の分析に向けて2025年3月25日にデータを読み出しました。

SPGMIは各社を様々な方法で分類します。グループのメンバーである会社については、全ての会社をグループとして同じように分類しました。例えば、グループに様々な所有形態（株式、レシプロカル・エクステンジ、ロイズ・シンジケートなど）の個別会社が含まれていたとしても、当社はそのグループを株式会社として分類しました。この分析では、親組織の所有形態を全ての子会社に割り当てました。本レポートでは、全ての特性にわたり同様の割り当てを行っています。

当社は、2024年12月31日現在の投資資産に基づいて、各社を規模別に分別しました。

- スモール：投資資産が5億ドル未満
- ミディアム：投資資産が5億ドル以上50億ドル未満
- ラージ：投資資産が50億ドル以上500億ドル未満
- メガ：投資資産が500億ドル以上

SPGMIは、各社の所有形態を16の異なる方法で分類し、これを4つの組織形態に集約しました。

- 株式：株式会社
- 相互：相互会社
- 共済：共済会社
- その他：ブルークロス/ブルーシールド非営利、ブルークロス/ブルーシールド株式、有限責任会社、ロイズの組織、非営利団体、レシプロカル・エクステンジ、リスク・リテンション・グループ、シンジケート、外国保険会社の米国支店、その他

付属資料1.2：CFRA ETFデータ

今回の分析では、当社はETFデータのソースとしてCFRA ETFデータ（CFRA）を利用し、CFRAが開発した分類ラベルを利用しました。当社はCFRAが提供するデータの一貫性及び完全性を前提としています。

当社は、保険会社がこれらのファンドの大部分には投資していないことに注目しています。これらのファンドをETFと呼んでいますが、ファンドの法的構造は様々です。このリストに掲載されているファンドの大半はオープンエンド型のETFです。ただし、いくつかの大規模なファンドは、ユニット投資信託やグラントー・トラストを保有しています。残りのファンドの法的構成（セミトランスペアレントのETFを含む）は、資産額において大きな割合を占めていません。このため、法的構成別にETFの利用状況を分析しておらず、これらのファンドを全てETFと呼ぶことにしました。

CFRAは、この分析に必要とされる以上に詳細にETFを分類している場合があります。このような場合には、分析をより意味のあるものにするためにフィールドをまとめました。

例えば、CFRAの資産クラスの項目には6つの異なるカテゴリーがありました。当社はこれを3つに集約しました。

- 株式：株式
- 債券：債券
- その他：コモディティ・メタル、通貨、ターゲット・デット/マルチ・アセット、及びその他の資産タイプ

CFRAは、時価総額別に8つの項目に株式ETFを分類しました。当社はこれらを4つの項目に統合しました。

- 混合：ブロード・マーケット/マルチ・キャップ
- 大型株：大型株及びメガ株
- 中型株：中型株、大型株・中型株、及び小型株・中型株
- 小型株：小型株及び超小型株

CFRAは、株式ETFがセクターETFであったかどうかを識別するために、株式ETFの個別セクター・フィールドを分類しました。セクターに特化していないか、あるいは異なるセクターをローテーションしているETFは除外しています。

- セクター以外：適用外、セクター・ローテーション/コンビネーション
- セクター：その他の全て

CFRAは、債券ETFを8つのタイプに分類しました。当社はこれを以下の6つの債券タイプにまとめました。

- ブロード・マーケット：ブロード・マーケット
- 社債：社債
- 米国債：米国債及び政府機関債

- 地方債：地方債
- インフレ連動債：インフレ連動債
- その他：転換社債、モーゲージ、及び非該当

クレジット・クオリティでは、CFRAは債券ETFを「投資適格」、「ハイ・イールド」、「混合」、または「非該当」に分類しました。

付属資料1.3：データ抽出メソッドロジック

SPGMIは、そのデータベースからETF保有額とETF取引額の両方のデータを抽出するために、2つのテンプレートを持っています。このメソッドロジックは、2023年以前に発行されたレポートで利用した抽出方法とは若干異なります。2つの手法により抽出されたデータには、最小限の差異しか存在しません。本レポートでは、保険会社によるETFの利用状況を抽出するために、SPGMIのテンプレートを利用しました。S&P グローバル各部門の一貫性を保つため、今後のレポートでも引き続きこのテンプレートを利用する方針です。

本稿をタイムリーに発行するために、2025年3月にSPGMIデータベースからデータを抽出しました。しかし、上述したように、データの一部は依然として不完全です。

General Disclaimer

© 2025 S&P Dow Jones Indices. All rights reserved. S&P, S&P 500, SPX, SPY, The 500, US500, US 30, S&P 100, S&P COMPOSITE 1500, S&P 400, S&P MIDCAP 400, S&P 600, S&P SMALLCAP 600, S&P GIVI, GLOBAL TITANS, DIVIDEND ARISTOCRATS, DIVIDEND MONARCHS, BUYBACK ARISTOCRATS, SELECT SECTOR, S&P MAESTRO, S&P PRISM, GICS, SPIVA, SPDR, INDEXOLOGY, iTraxx, iBoxx, ABX, ADBI, CDX, CMBX, MBX, MCDX, PRIMEX, HHPI and SOVX are trademarks of S&P Global, Inc. (“S&P Global”) or its affiliates. DOW JONES, DJIA, THE DOW and DOW JONES INDUSTRIAL AVERAGE are trademarks of Dow Jones Trademark Holdings LLC (“Dow Jones”). These trademarks together with others have been licensed to S&P Dow Jones Indices LLC. Redistribution or reproduction in whole or in part are prohibited without written permission of S&P Dow Jones Indices LLC. This document does not constitute an offer of services in jurisdictions where S&P Dow Jones Indices LLC, S&P Global, Dow Jones or their respective affiliates (collectively “S&P Dow Jones Indices”) do not have the necessary licenses. Except for certain custom index calculation services, 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 and providing custom calculation services. Past performance of an index is not an indication or guarantee of future results.

It is not possible to invest directly in an index. Exposure to an asset class represented by an index may be 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. Index performance does not reflect trading costs, management fees or expenses. 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. S&P Dow Jones Indices is not an investment adviser, commodity trading advisor, commodity pool operator, broker dealer, fiduciary, promoter” (as defined in the Investment Company Act of 1940, as amended), “expert” as enumerated within 5 U.S.C. § 77k(a) or tax advisor. Inclusion of a security, commodity, crypto currency or other asset within an index is not a recommendation by S&P Dow Jones Indices to buy, sell, or hold such security, commodity, crypto currency or other asset, nor is it considered to be investment advice or commodity trading advice. [Drafting Note: the following language to be applied when disclaimer is used for US benchmark indices such as S&P 400, 500, 600, Dow Jones Industrial Average, etc.: Closing prices for S&P Dow Jones Indices’ S benchmark indices are calculated by S&P Dow Jones Indices based on the closing price of the individual constituents of the index as set by their primary exchange. Closing prices are received by S&P Dow Jones Indices from one of its third party vendors and verified by comparing them with prices from an alternative vendor. The vendors receive the closing price from the primary exchanges. Real-time intraday prices are calculated similarly without a second verification.

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 “AS IS” WITHOUT WARRANTIES, INCLUDING, BUT NOT LIMITED TO, ANY WARRANTIES OF MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR A PARTICULAR PURPOSE OR USE, FREEDOM FROM BUGS, SOFTWARE ERRORS OR DISCONTINUED SUPPORT. NO LIABILITY FOR DAMAGES OR LOSS OF PROFITS OR OPPORTUNITIES WILL BE ASSUMED OR INCURRED BY S&P DOW JONES INDICES PARTIES 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.

Credit-related information and other analyses, including ratings, research and valuations are generally provided by licensors and/or affiliates of S&P Dow Jones Indices, including but not limited to S&P Global’s other divisions such as S&P Global Market Intelligence.] Any credit-related information and other related analyses and statements in the Content are statements of opinion as of the date they are expressed and not statements of fact. Any opinion, analyses and rating acknowledgement decisions are not recommendations to purchase, hold, or sell any securities or to make any investment decisions, and do not address the suitability of any security. S&P Dow Jones Indices does not assume any obligation to update the Content following publication in any form or format. The Content should not be relied on and is not a substitute for the skill, judgment and experience of the user, its management, employees, advisors and/or clients when making investment and other business decisions. S&P Dow Jones Indices LLC does not act as a fiduciary or an investment advisor. While S&P Dow Jones Indices has obtained information from sources they believe to be reliable, S&P Dow Jones Indices does not perform an audit or undertake any duty of due diligence or independent verification of any information it receives.

S&P Global keeps certain activities of its various divisions and business units separate from each other in order to preserve the independence and objectivity of their respective activities. As a result, certain divisions and business units of S&P Global may have information that is not available to other business units. S&P Global 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.

The Global Industry Classification Standard (GICS®) was developed by and is the exclusive property and a trademark of S&P and MSCI. Neither MSCI, S&P nor any other party involved in making or compiling any GICS classifications makes any express or implied warranties or

representations with respect to such standard or classification (or the results to be obtained by the use thereof), and all such parties hereby expressly disclaim all warranties of originality, accuracy, completeness, merchantability or fitness for a particular purpose with respect to any of such standard or classification. Without limiting any of the foregoing, in no event shall MSCI, S&P, any of their affiliates or any third party involved in making or compiling any GICS classifications have any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages.