

保険会社の一般勘定における ETF の利用状況 – 2026 年

はじめに

寄稿者

Anu R. Ganti, CFA

米国指数投資戦略部門

責任者

anu.ganti@spglobal.com

Nick Didio, Ph.D.

指数投資戦略部門

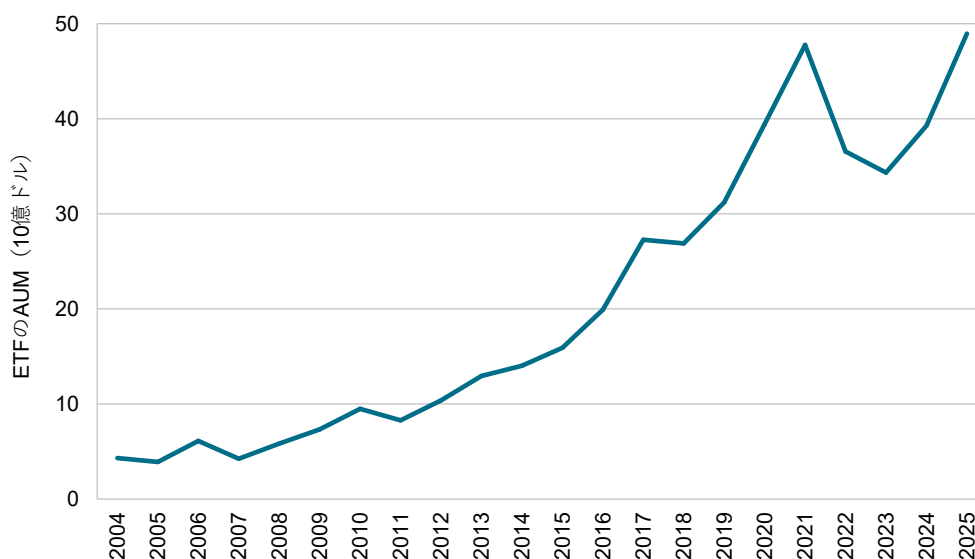
定量分析アソシエイト

nick.didio@spglobal.com

米国の保険会社は 2025 年、490 億ドルの上場投資信託（ETF）を保有していました。保険会社による ETF の保有額は前年に引き続き増加し、2025 年には過去最高を記録しました。保険会社は 2 年連続で ETF を大幅に買い越し、ETF の市場価格も上昇したことから、保険会社の ETF の運用資産残高（AUM）は前年比 25%増加しました。

当社は米国の保険会社を対象に、一般勘定における ETF の利用に関する 11 回目の年次調査を行い、保険会社のタイプ別及び資産クラス別に ETF の利用状況を分析しました。また、保険会社による ETF の取引動向がこの数年間でどのように変化したかについても検証しました。

図表 1：保険会社の一般勘定における 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て取得した全米保険監督官協会（NAIC）のデータ。
2025 年 12 月 31 日現在のデータを 2026 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。

最新のリサーチ、解説記事、及びイベント情報の受信をご希望の方は、

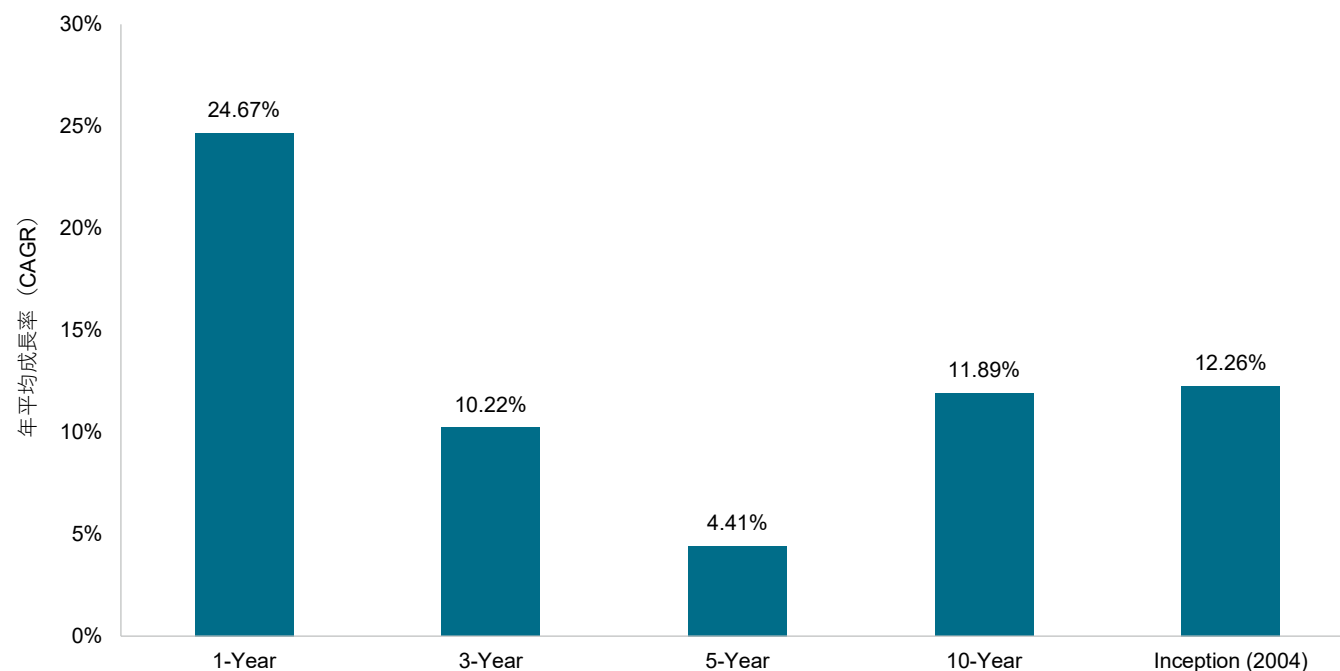
on.spdji.com/SignUp からご登録ください。

ETF 保有状況の分析

米国の保険会社は 2025 年末時点で 490 億ドルの ETF を保有しており、前年から 100 億ドル増加しました。一方、米国の ETF 市場全体の AUM は 13 兆 5,000 億ドル¹、米国の保険会社の一般勘定資産は 14 兆 1,000 億ドル²に上っており、これらと比べると、米国の保険会社による ETF 保有額（490 億ドル）はごくわずかな規模にとどまっています。そのため、個別の保険会社による ETF への投資動向が調査結果を大きく左右する可能性があります。図表 1 は、米国の保険会社による ETF の保有額について、過去 20 年余りの推移を示しています。

2025 年には、米国の保険会社が保有する ETF の AUM が 25% と大幅に増加し、伸び率は集計開始以来の年平均成長率（CAGR）の 2 倍に達しました。3 年間の CAGR はここ数年マイナスで推移していましたが、2025 年にはプラスに転じました（図表 2 を参照）。

図表 2：ETF の AUM の年平均成長率（CAGR）



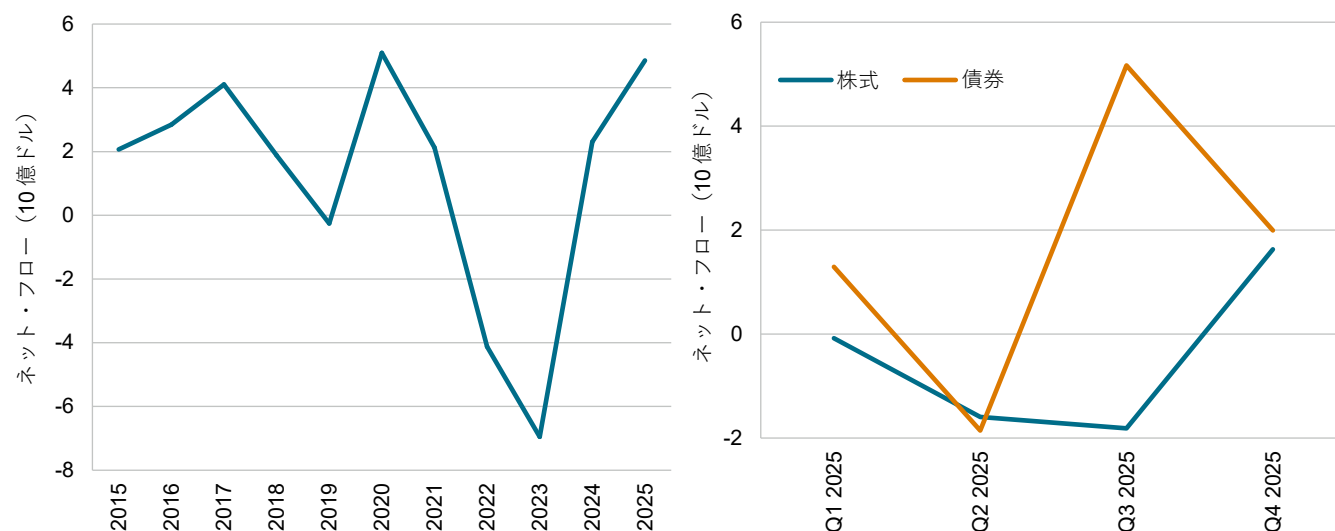
出所：S&P グローバル・マーケット・インテリジェンスを通じて取得した NAIC のデータ。2025 年 12 月 31 日現在のデータを 2026 年 3 月 25 日に集計。図表は説明目的のために提示されています。

保険会社による ETF への純資金流入額は 2025 年に 49 億ドルとなり、年間の純資金流入額としては 2015 年以降で 2 番目の規模となりました。株式 ETF では資金流出が見られたものの、年間を通じて株式 ETF の評価額が上昇したことに加え、10-12 月期には大規模な資金流入があったため、資金流出の影響は相殺されました。債券 ETF への資金フローは、4-6 月期を除いてプラスとなりました（図表 3 を参照）。債券 ETF における 1-3 月期の資金流入と 4-6 月期の資金流出は、1 社のメガ保険会社によるものでした。

¹ 出所：CFRA。2025 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て取得した全米保険監督官協会（NAIC）のデータ。2025 年 12 月 31 日現在のデータ。

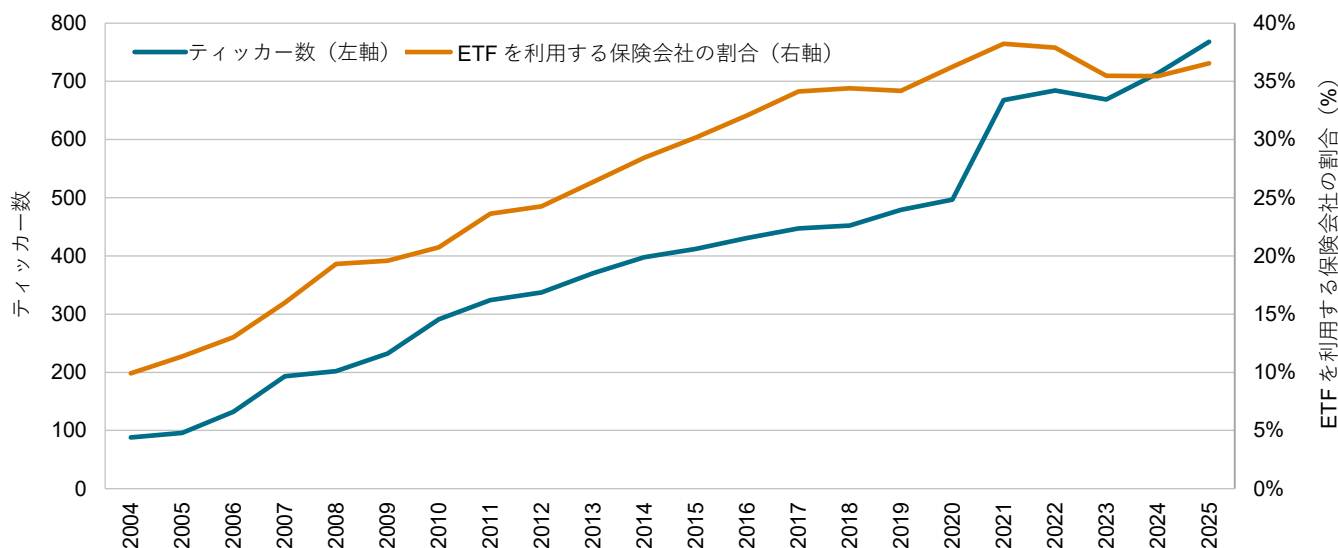
図表 3：ETF のネット・フロー



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て取得した NAIC のデータ。2025 年 12 月 31 日現在のデータを 2026 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。

4 年ぶりに、ETF を利用する保険会社の数と、保険会社が利用するティッカーの数がともに増加しました。ETF を利用する保険会社は 643 社となり、全保険会社の 37% を占めました。また、利用ティッカー数は 768 に増加しました（図表 4 を参照）。

図表 4：ETF の利用状況

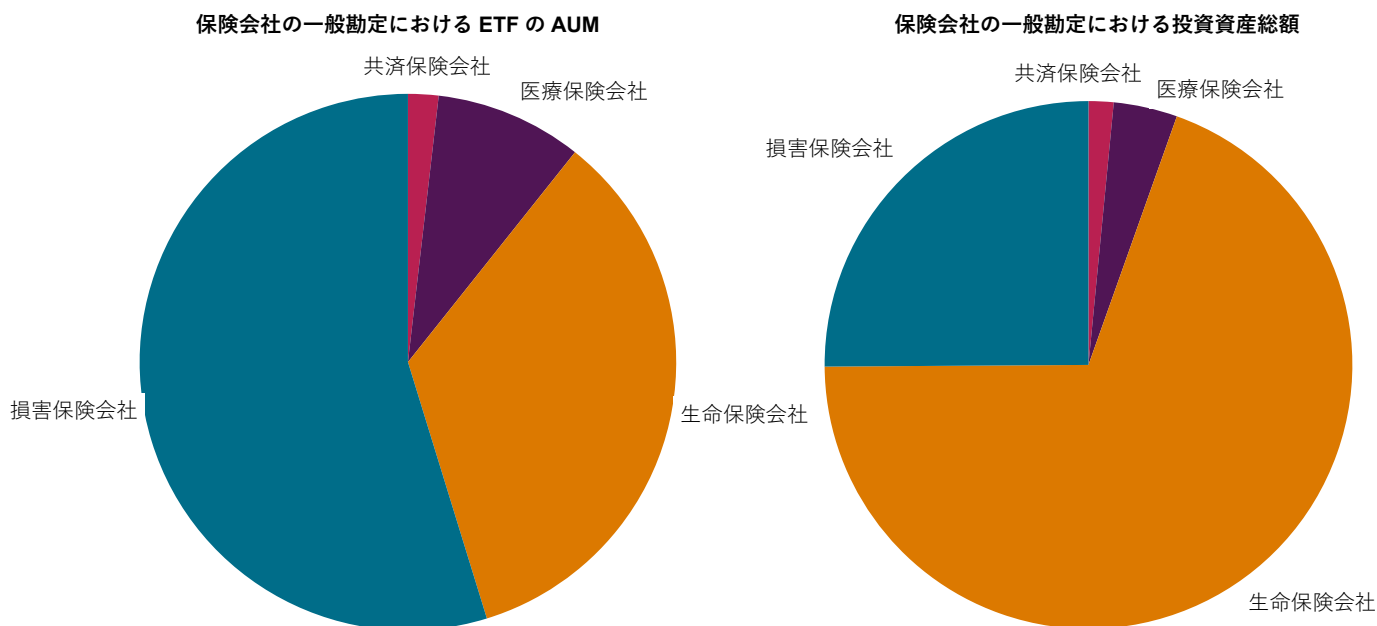


出所：S&P グローバル・マーケット・インテリジェンスを通じて取得した NAIC のデータ。2025 年 12 月 31 日現在のデータを 2026 年 3 月 25 日に集計。図表は説明目的のために提示されています。

保険会社のタイプ別・規模別の分析

米国の保険会社全体で見ると、ETF の AUM では損害保険会社の方が大きくなりましたが、投資資産全体では生命保険会社の方が大きくなりました。

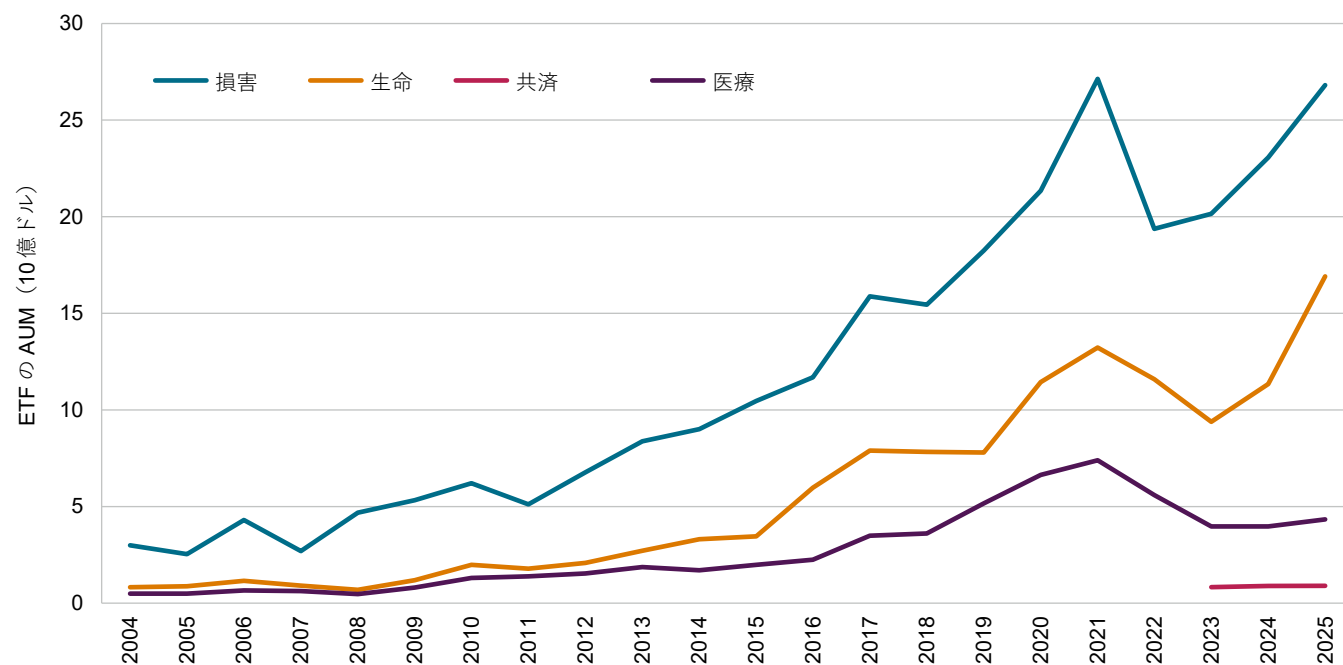
図表 5：ETF の AUM 及び投資資産（保険会社のタイプ別）



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て取得した NAIC のデータ及び CFRA のデータ。2025 年 12 月 31 日現在のデータを 2026 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。

2025 年には、全てのタイプの保険会社で ETF の AUM が増加しました。2024 年には増加が見られなかった医療保険会社でも、ETF の保有額が小幅に増加しました（図表 6 を参照）。

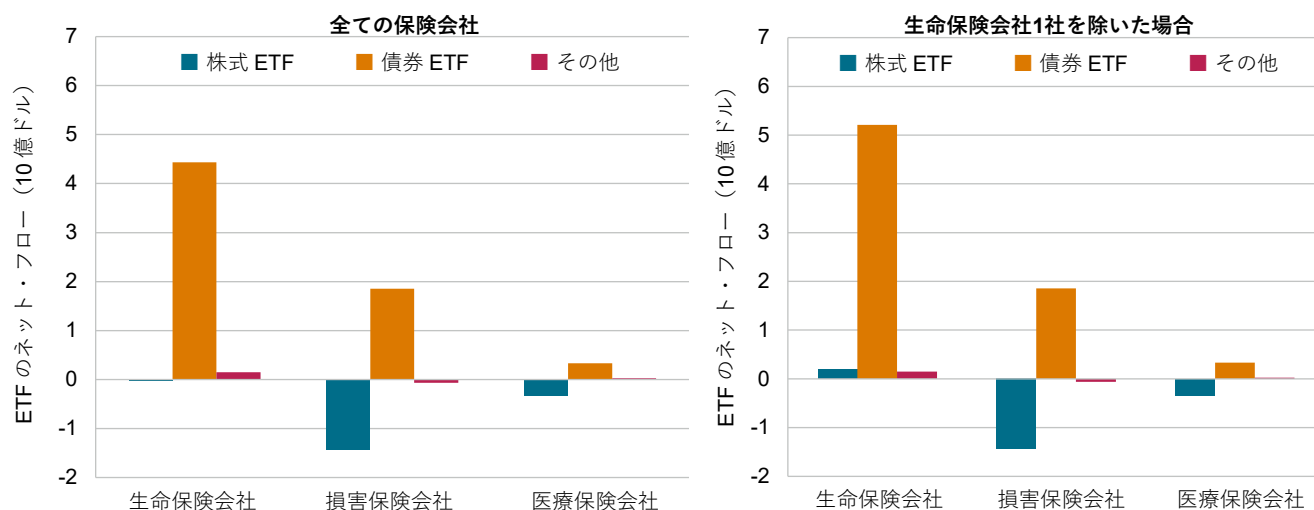
図表 6：ETF の AUM の伸び（保険会社のタイプ別）



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て取得した NAIC のデータ。2025 年 12 月 31 日現在のデータを 2026 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。

生命保険会社、損害保険会社、及び医療保険会社では、ETF の資金流入額がそれぞれ 45 億ドル、3 億 5,200 万ドル、1,700 万ドルとなりました。生命保険会社 1 社を分析対象から除いた場合、株式 ETF では資金流入超となり、債券 ETF でも資金流入額が小幅に増加しました（図表 7 を参照）。

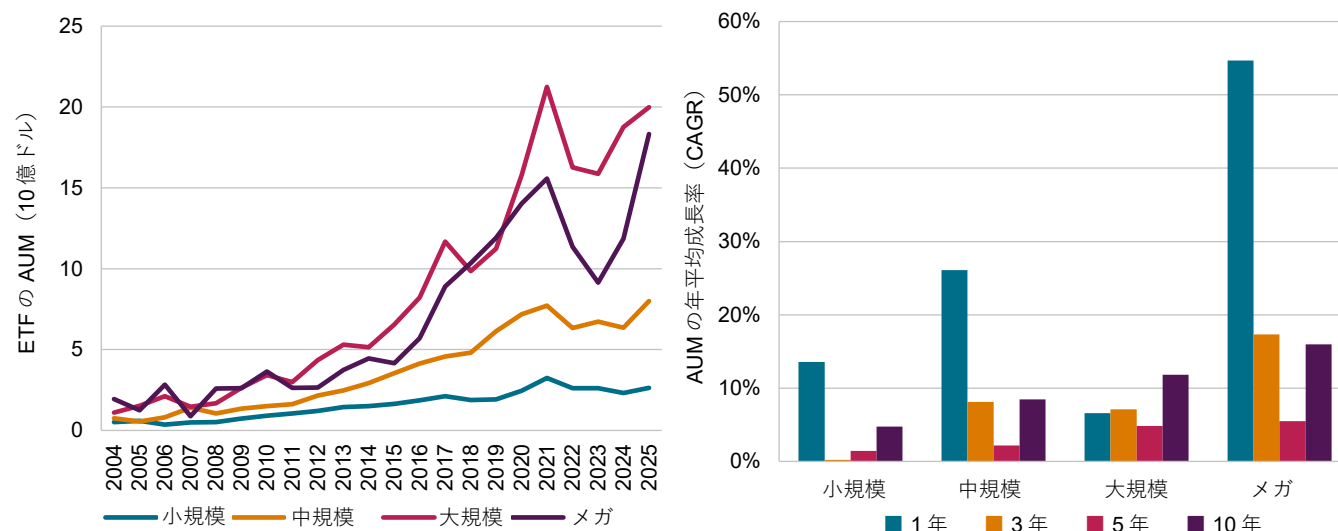
図表 7：ETF のネット・フロー（保険会社のタイプ別及び資産クラス別）



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て取得した NAIC のデータ。2025 年 12 月 31 日現在のデータを 2026 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。

ETF 保有額は大手の保険会社ほど大きく、メガ保険会社では AUM が 2025 年に 55% 増加しました。2024 年とは対照的に、2025 年には小規模及び中規模の保険会社でも ETF 保有額が増加し、AUM の伸び率はそれぞれ 14% と 26% となりました（図表 8 を参照）。

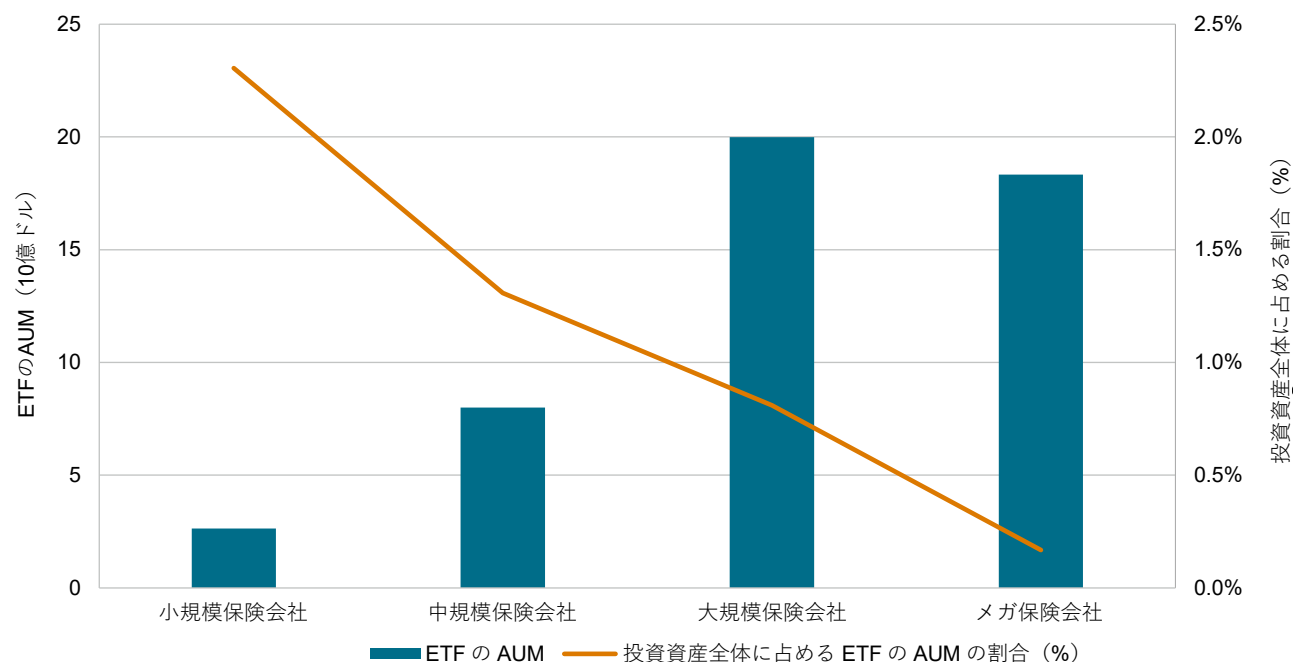
図表 8：ETF の AUM の伸び及び CAGR（保険会社の規模別）



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て取得した NAIC のデータ。2025 年 12 月 31 日現在のデータを 2026 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。

2025 年には、大規模保険会社とメガ保険会社の間で、ETF の AUM の差が縮小しました。一方、保険会社の投資資産全体に占める ETF の割合を見ると、規模の小さい保険会社の方が高い状況が続いています（図表 9 を参照）。

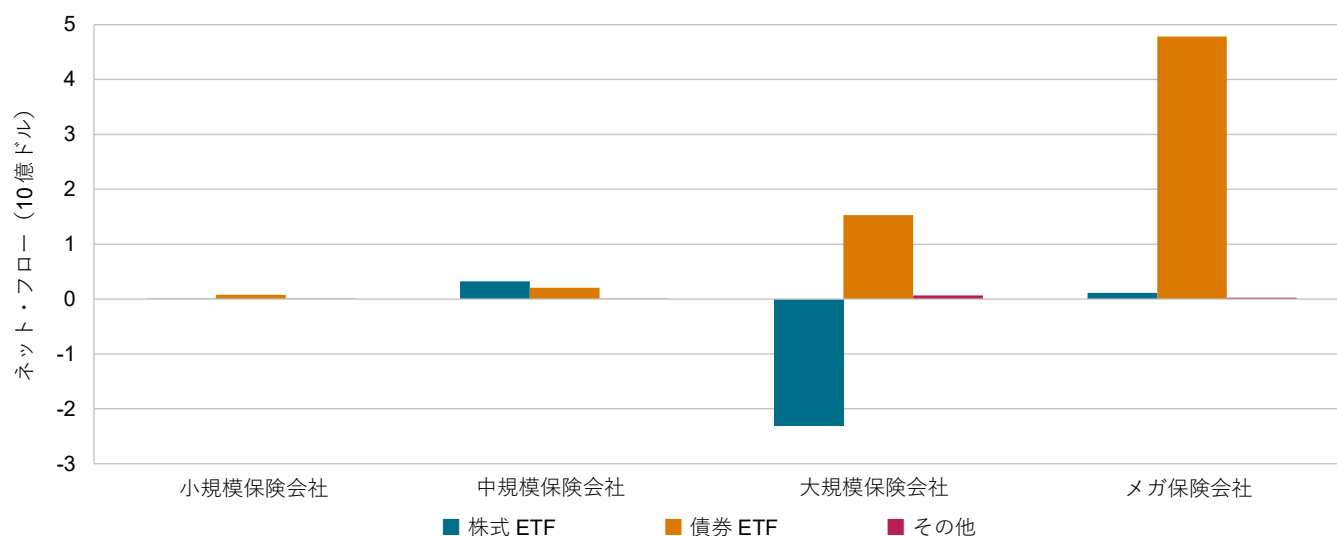
図表 9：保険会社の投資資産全体に占める ETF の AUM の割合（保険会社の規模別）



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て取得した NAIC のデータ。2025 年 12 月 31 日現在のデータを 2026 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。

2025 年には、全ての規模の保険会社で債券 ETF への純資金流入が見られ、中でもメガ保険会社の純資金流入額が最も大きくなりました。株式 ETF の資金フローは保険会社の規模によって異なり、大規模保険会社では資金流出となった一方、その他の規模の保険会社では小幅な資金流入となりました（図表 10 を参照）。

図表 10：ETF のネット・フロー（保険会社の規模別）

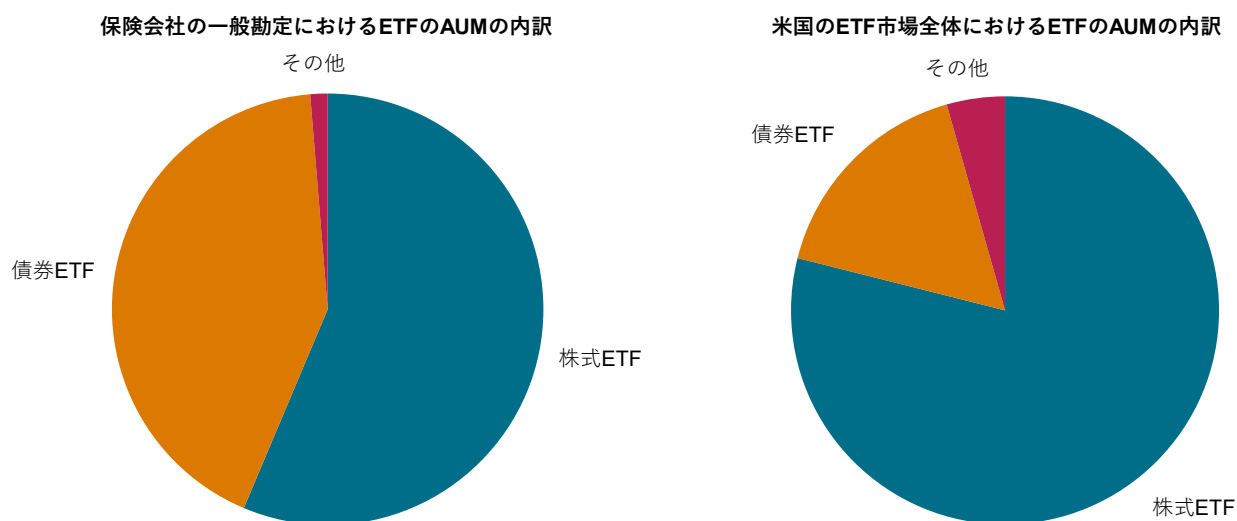


出所：S&P グローバル・マーケット・インテリジェンスを通じて取得した NAIC のデータ。2025 年 12 月 31 日現在のデータを 2026 年 3 月 25 日に集計。図表は説明目的のために提示されています。

資産クラス別の分析

これまでと同様に、米国の ETF 市場全体の AUM に占める債券 ETF の割合は相対的に低く、2025 年末時点では 17%にとどまりました。一方、保険会社の一般勘定では、債券 ETF の割合は 42%となり（図表 11 を参照）、2024 年の 35%を上回るとともに、長期平均の 22%も上回りました。

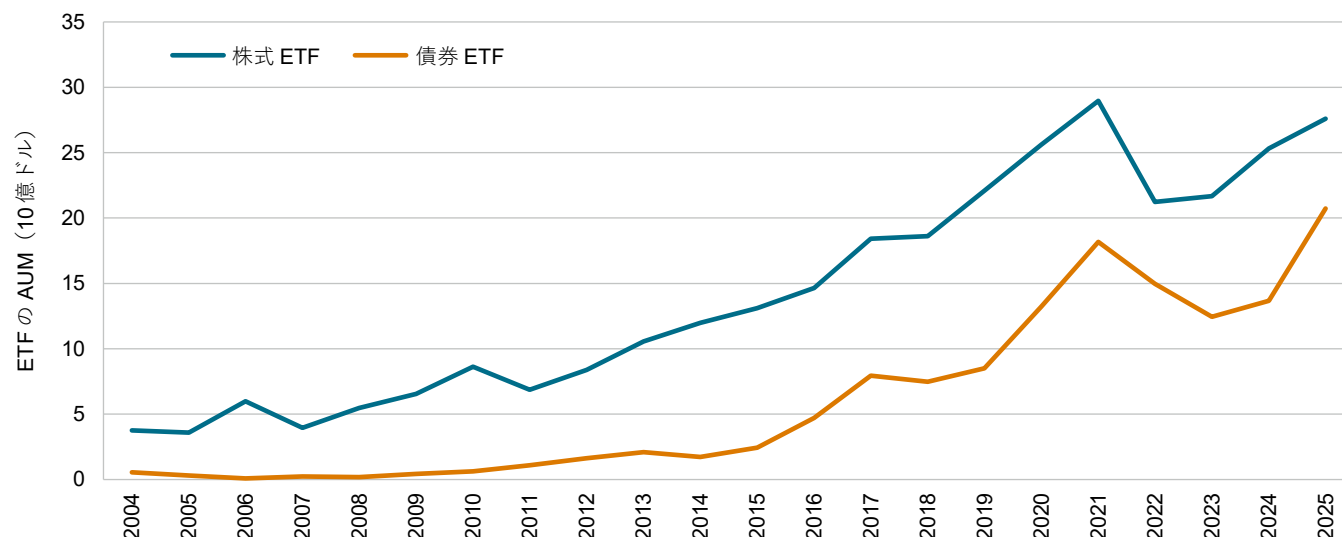
図表 11：保険会社の一般勘定と米国の ETF 市場全体における ETF の AUM（資産クラス別）



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て取得した NAIC のデータ及び CFRA のデータ。2025 年 12 月 31 日現在のデータを 2026 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。

保険会社が保有する株式 ETF の AUM は前年から増加しました。株式 ETF では小幅な資金流出となったものの、主に評価額の上昇が AUM の増加に寄与しました。保険会社が保有する債券 ETF では、大幅な資金流入により AUM が増加しました（図表 11 及び 12 を参照）。

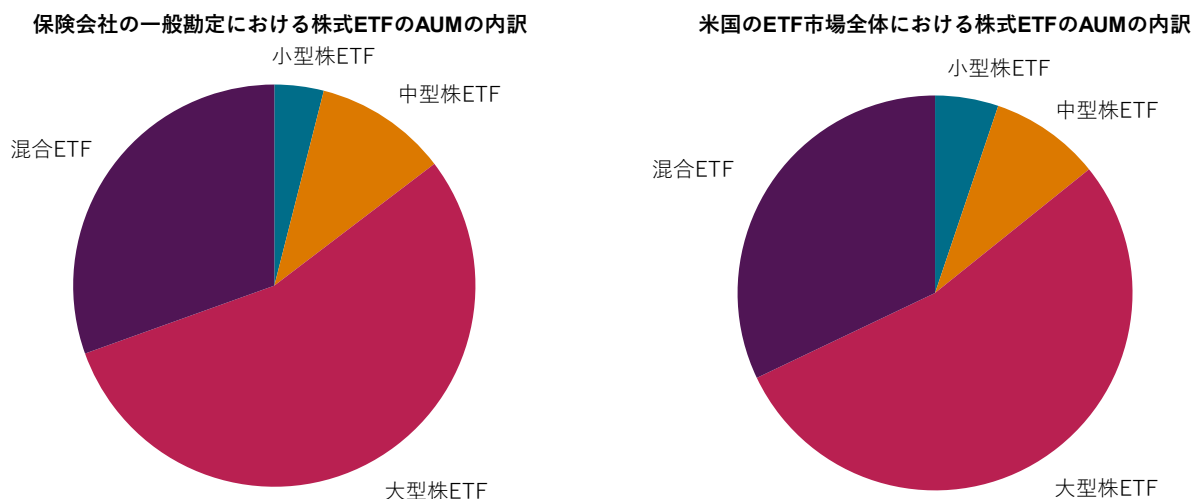
図表 12：保険会社の一般勘定における ETF の AUM（資産クラス別）



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て取得した NAIC のデータ。債券 ETF の保有額のうち 21%は、システムティック・バリュエーション (SV) の区分で報告されています。その内訳は、生命保険会社が 13.3%、損害保険会社が 4.5%、医療保険会社が 3.2%でした。2025 年 12 月 31 日現在のデータを 2026 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。

時価総額別に見ると、保険会社が保有する株式 ETF の内訳は、米国の ETF 市場全体の内訳とほぼ同じでした。大型株 ETF が全体の半分以上を占め、混合 ETF が約 3 分の 1 を占め、小型株 ETF と中型株 ETF が残りを二分しました（図表 13 を参照）。

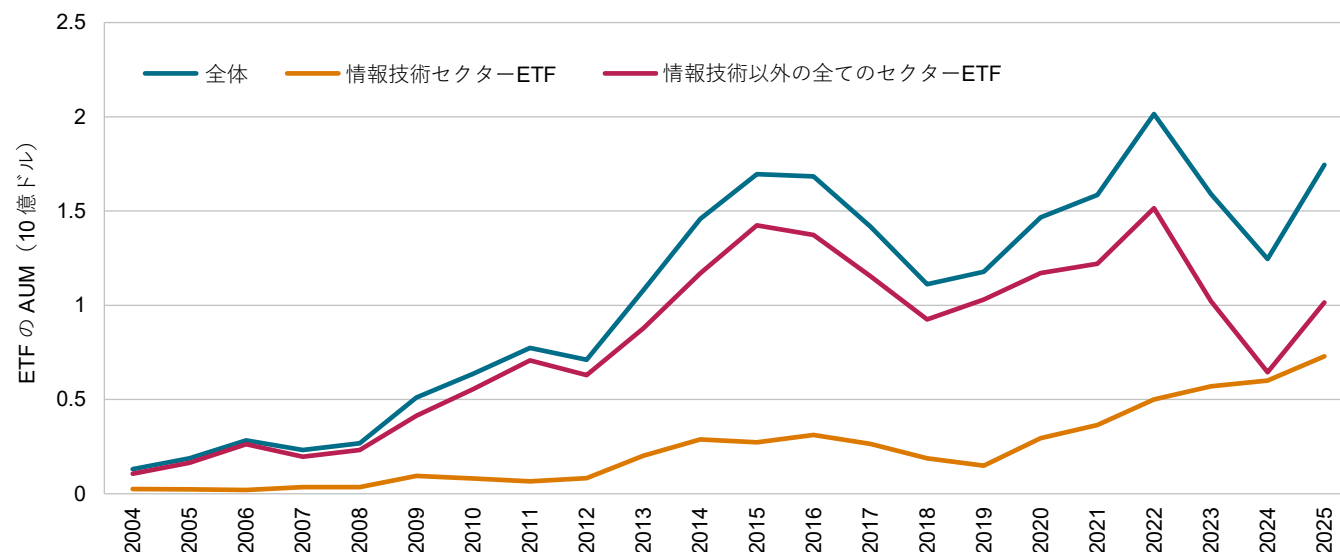
図表 13：保険会社の一般勘定と米国の ETF 市場全体における株式 ETF の AUM（時価総額別）



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て取得した NAIC のデータ及び CFRA のデータ。2025 年 12 月 31 日現在のデータを 2026 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。

保険会社が保有するセクター特化型株式 ETF の AUM は、過去 2 年間にわたり減少傾向が続いていましたが、2025 年には前年比 40%増加しました（図表 14 を参照）。ただし、増加幅はセクターによって異なり、情報技術セクターETF がセクター特化型株式 ETF の AUM 全体の 40%超を占めました。

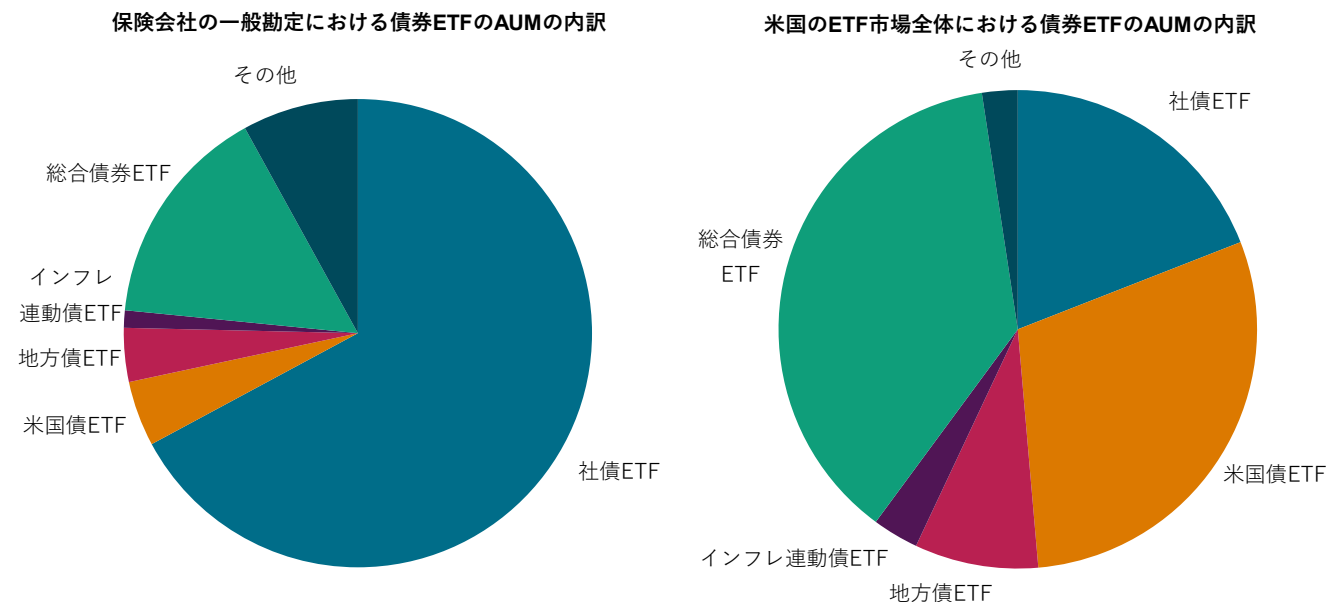
図表 14：大半のセクターで ETF の AUM が増加



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て取得した NAIC のデータ及び CFRA のデータ。2025 年 12 月 31 日現在のデータを 2026 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。

保険会社が保有する債券 ETF では、社債 ETF が引き続き最大の割合を占めました。一方、米国の債券 ETF 市場全体を見ると、社債 ETF の割合は 25%未満にとどまりました（図表 15 を参照）。

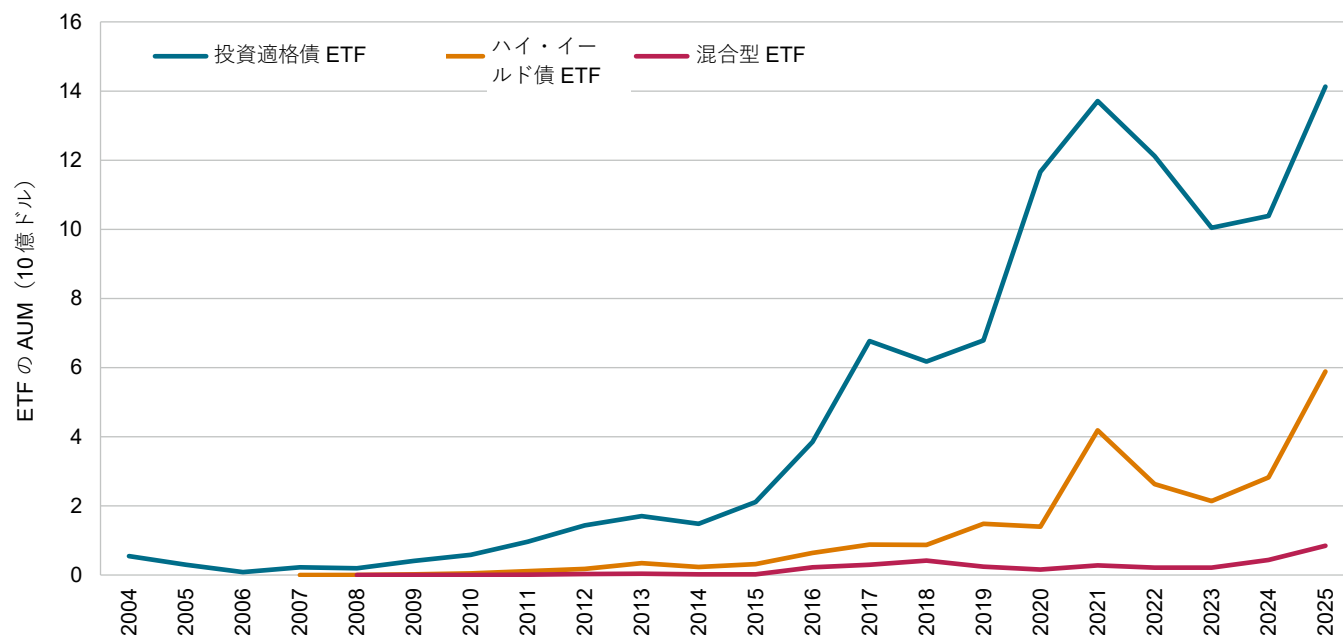
図表 15：保険会社の一般勘定と米国の ETF 市場全体における債券 ETF の AUM（債券タイプ別）



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て取得した NAIC のデータ及び CFRA のデータ。2025 年 12 月 31 日現在のデータを 2026 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。

保険会社が保有する債券 ETF の AUM は 2025 年も引き続き増加し、投資適格債券 ETF とハイ・イールド債券 ETF が大きな割合を占めました（図表 16 を参照）。

図表 16：保険会社の一般勘定における債券 ETF の AUM（格付け別）

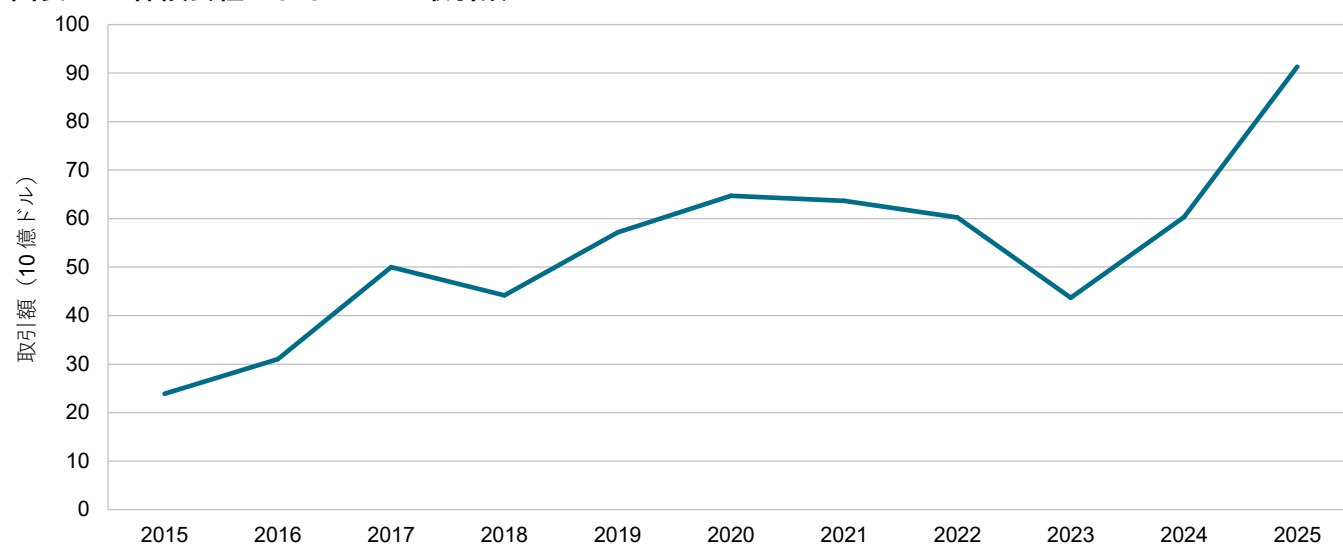


出所：S&P グローバル・マーケット・インテリジェンスを通じて取得した NAIC のデータ及び CFRA のデータ。2025 年 12 月 31 日現在のデータを 2026 年 3 月 25 日に集計。図表は説明目的のために提示されています。

ETF 取引動向の分析

保険会社による ETF の取引額は 2025 年に前年比 51%増加し、2020 年に記録したこれまでの最高額を上回りました（図表 17 を参照）。

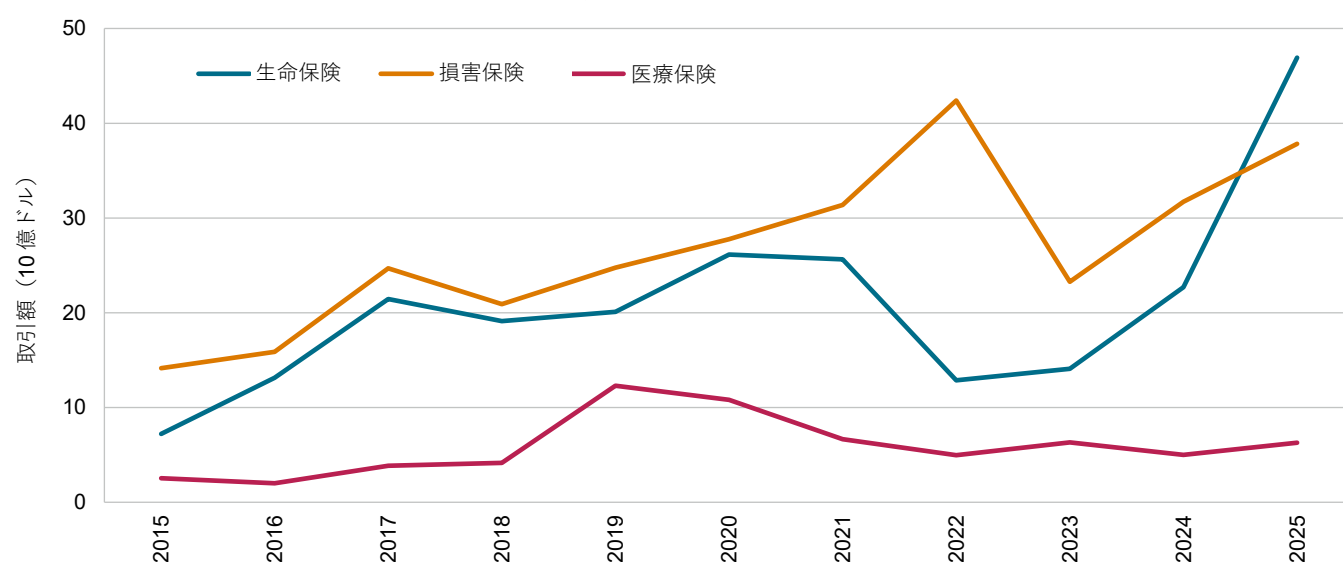
図表 17：保険会社による ETF の取引額



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て取得した NAIC のデータ。2025 年 12 月 31 日現在のデータを 2026 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。

2025 年にはこれまでの傾向とは異なり、生命保険会社による ETF 取引額が損害保険会社の取引額を上回り、保険会社全体の ETF 取引額の大部分を占めました。また、医療保険会社の ETF 取引額も小幅に増加しました（図表 18 を参照）。

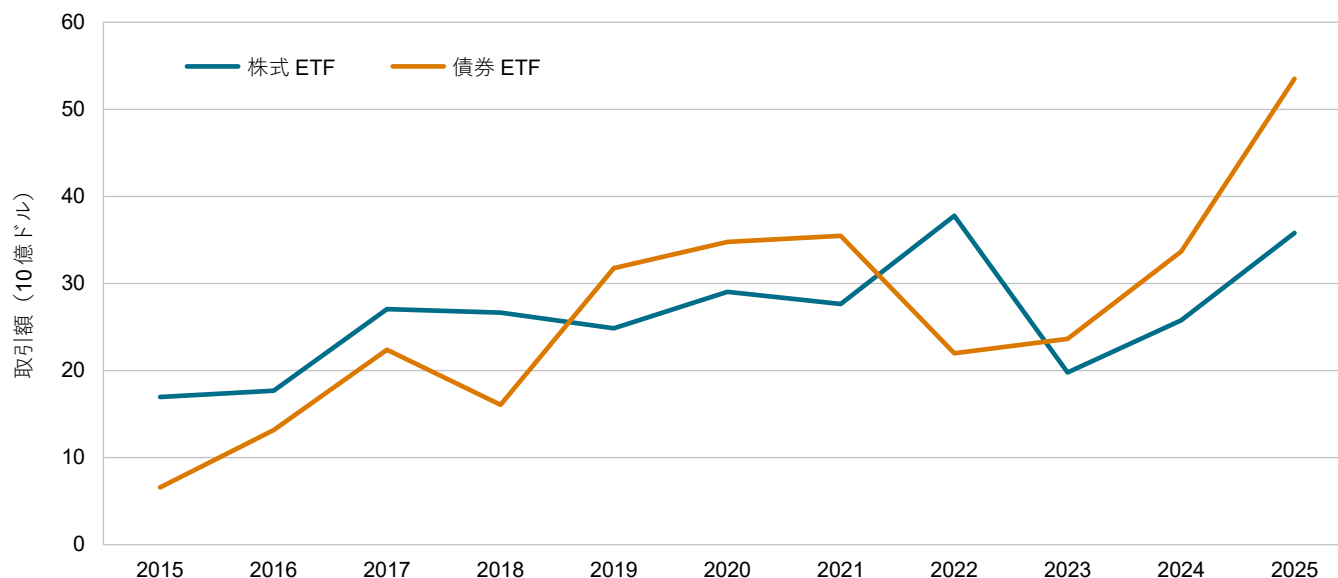
図表 18：ETF の取引額（保険会社のタイプ別）



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て取得した NAIC のデータ。2025 年 12 月 31 日現在のデータを 2026 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 取引では、債券 ETF の取引額が 3 年連続で最も大きくなり、株式 ETF と債券 ETF の取引額の差はさらに拡大しました（図表 19 を参照）。

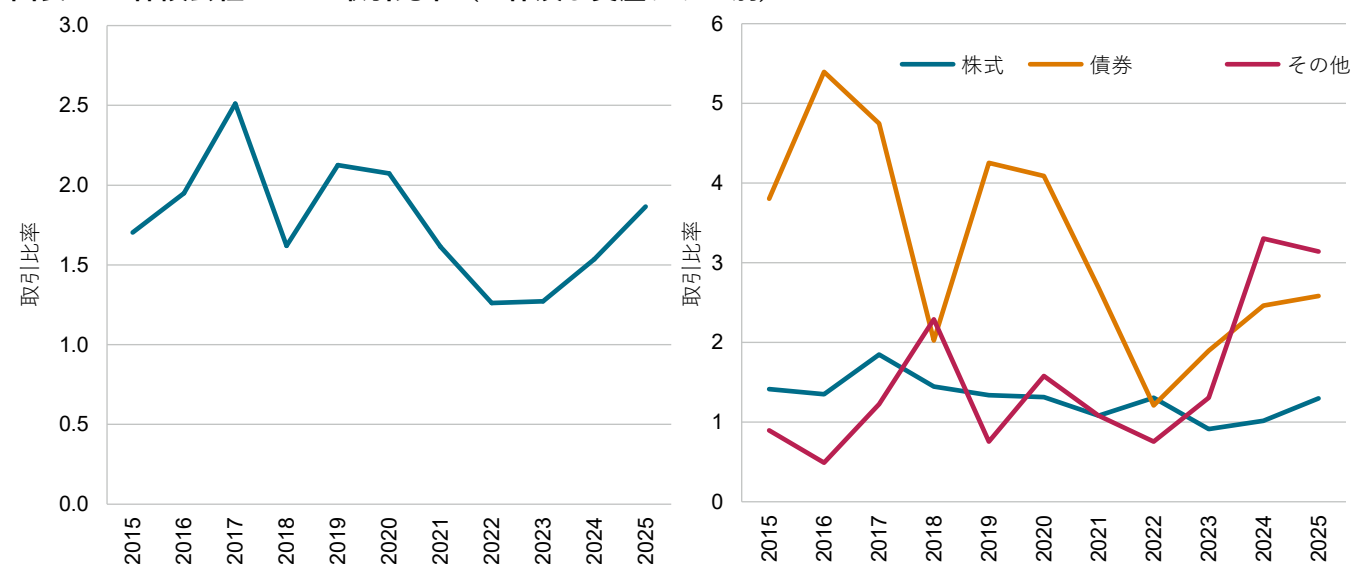
図表 19：保険会社による ETF の取引額（資産クラス別）



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て取得した NAIC のデータ。2025 年 12 月 31 日現在のデータを 2026 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。

ここでは、保険会社の ETF 保有額と取引額のデータを組み合わせ、保有額に対する取引額の比率を分析します。当社では、各年の ETF 取引額を年初時点の ETF 保有額で除した値を「取引比率」と定義しています。保険会社全体の取引比率は 3 年連続で上昇し、特に債券 ETF の取引が活発になっています（図表 20 を参照）。

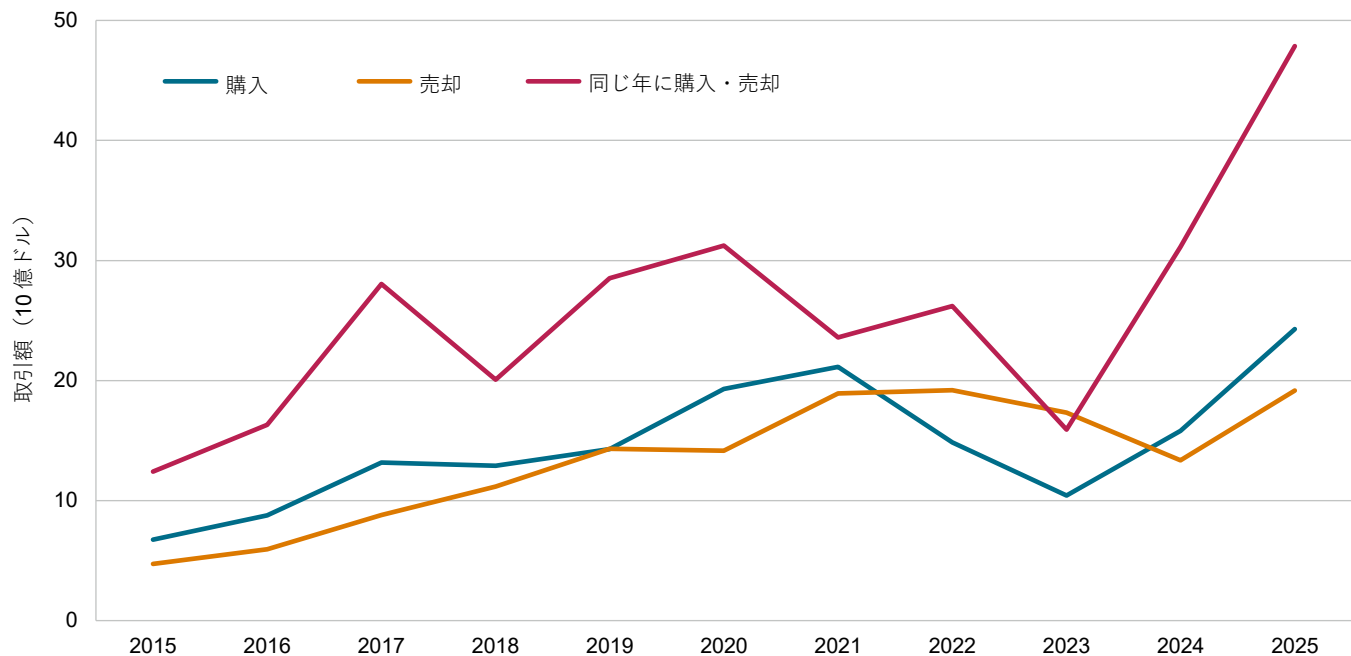
図表 20：保険会社の ETF 取引比率（全体及び資産クラス別）



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て取得した NAIC のデータ。2025 年 12 月 31 日現在のデータを 2026 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。

これまで、保険会社による **ETF** 取引の大半は、法定年次報告書に含まれる投資明細表「スケジュール D」のパート 5 に記載されてきました。このパート 5 は、その年に購入し、年内に売却した証券を報告する欄です。**2025 年**には、その年に購入し、年内に売却した **ETF** の取引額が **2020 年**のピークを上回り、過去最高を更新しました。「購入」及び「売却」の各区分でも、**ETF** の取引額がそれぞれ増加しました（図表 21 を参照）。

図表 21：保険会社による ETF の取引額（NAIC の報告区分別）



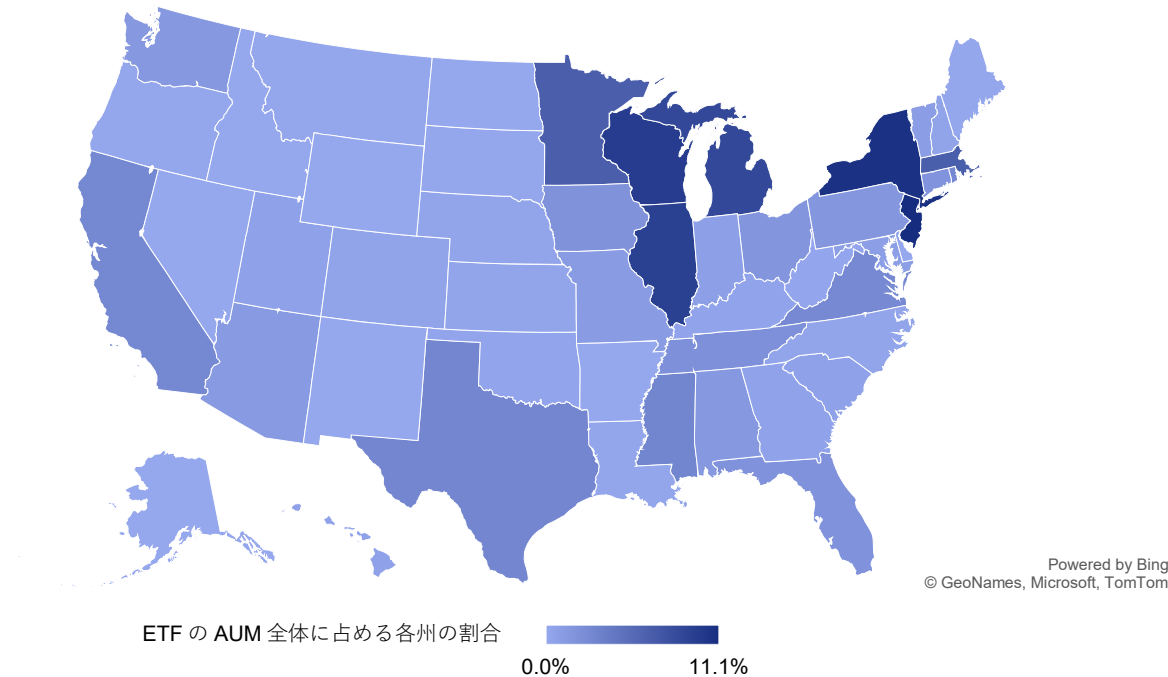
出所：S&P グローバル・マーケット・インテリジェンスを通じて取得した NAIC のデータ。2025 年 12 月 31 日現在のデータを 2026 年 3 月 25 日に集計。図表は説明目的のために提示されています。

保険会社の ETF 保有状況：州別の分析

保険会社の **ETF** 保有額を州別に見ると、ニュージャージー州、ニューヨーク州、ウィスコンシン州、イリノイ州、及びミシガン州に本社を置く保険会社が全体の **50%**を占めました。中でもニュージャージー州は、**2024 年**に続いて首位を維持しました。ニューヨーク州では、メガ保険会社 1 社の **ETF** 保有額が減少したものの、同州全体の **ETF** 保有額は前年の減少から一転して増加しました。ウィスコンシン州、イリノイ州、及びミシガン州でも、**ETF** 保有額が増加しました（図表 24 を参照）。

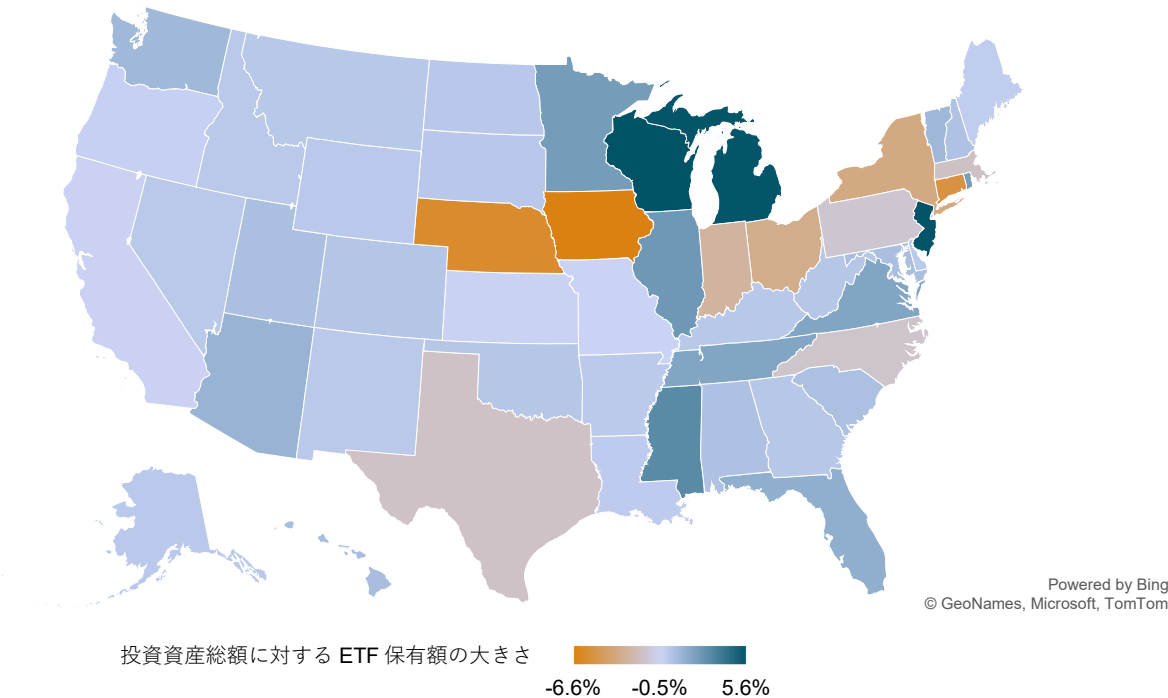
また、保険会社の本社所在地別に、一般勘定における投資資産総額と **ETF** 保有額の関係についても分析しました。投資資産総額に対して **ETF** 保有額が特に大きかったのは、ウィスコンシン州、ニュージャージー州、及びミシガン州で、次いでミシSSIPPI 州となりました（図表 22 及び 23 を参照）。

図表 22：ETF の AUM（保険会社の本社所在地別）



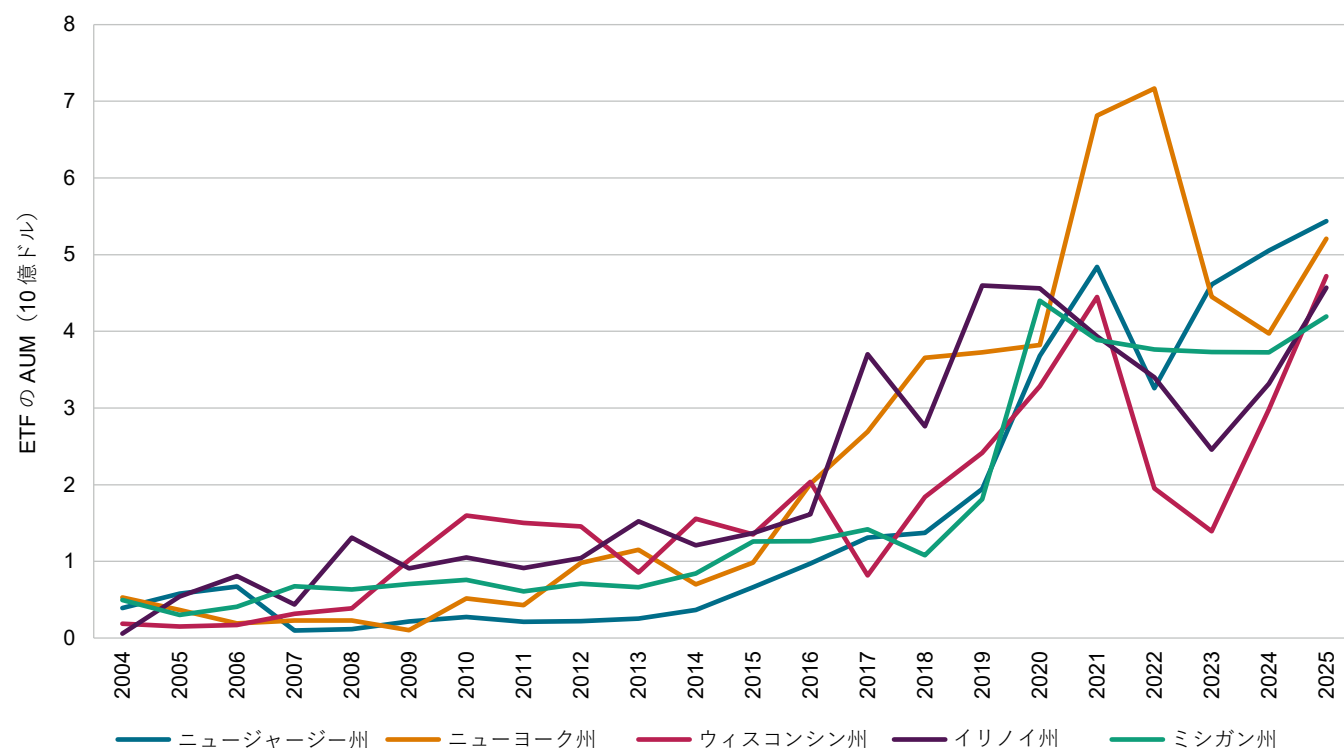
出所：S&P グローバル・マーケット・インテリジェンスを通じて取得した NAIC のデータ。2025 年 12 月 31 日現在のデータを 2026 年 3 月 25 日に集計。図表は説明目的のために提示されています。

図表 23：投資資産総額に対する ETF 保有額の相対的な大きさ（保険会社の本社所在地別）



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て取得した NAIC のデータ。2025 年 12 月 31 日現在のデータを 2026 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：ETF の AUM 上位 5 州における ETF 保有額の推移（保険会社の本社所在地別）



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て取得した NAIC のデータ。2025 年 12 月 31 日現在のデータを 2026 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：調査・分析方法

全米保険監督官協会（NAIC）は、米国の全ての保険会社に対し、年次報告書を州の規制当局に提出するよう義務付けています。この報告書には、保険会社が保有する全ての証券の内訳が詳細に記載されています。S&P グローバル・マーケット・インテリジェンス（SPGMI）は、NAIC から取得したデータを整理し、利用しやすい形式で提供しています。当社はこのデータベースから、保険会社による ETF の保有状況と取引について、現在及び過去のデータを全て抽出しました。さらに、ETF データの提供・分析を手掛ける CFRA ETF Data から、米国 ETF の一覧に加え、資産クラス、株式戦略、債券の格付けなど、各 ETF の特性に関する情報の提供を受けました。当社は、CFRA による ETF の分類データと SPGMI が提供する法定報告書のデータを組み合わせ、保険会社が ETF をどのように利用しているかを分析しました。

付属資料 1.1：S&P グローバル・マーケット・インテリジェンスのデータ

米国の保険会社の分析には、SPGMI が NAIC から取得したデータを使用しました。このデータは、2026 年 2 月末時点で年次報告書のデータを NAIC に提出していた米国の保険会社を対象としています。SPGMI は、NAIC から取得したデータを自社のデータベースに取り込みました。データベースの内容がどの程度そろっているかは、SPGMI が NAIC からデータを取得した時期と、SPGMI が実施した品質管理の範囲によって左右されました。データの品質を確保しつつ、分析を迅速に進めるため、当社は 2026 年 3 月 25 日に SPGMI のデータベースからデータを取得しました。

SPGMI は、様々な基準に基づいて保険会社を分類しました。親会社や持株会社の傘下にある保険会社については、所有形態の異なる会社（株式保険会社、レシプロカル・エクスチェンジ、ロイズ・シンジケートなど）が含まれている場合でも、全社を同じ所有形態に分類しました。例えば、親会社や持株会社が株式会社である場合には、傘下の保険会社も全て株式保険会社として扱いました。本分析では、全ての子会社を親会社や持株会社と同じ所有形態に分類しました。本レポートで扱うその他の分類項目についても、同様の方法を適用しました。

2025 年 12 月 31 日時点の投資資産総額に基づいて、保険会社を規模別に分類しました。

- 小規模保険会社：投資資産総額が 5 億ドル未満
- 中規模保険会社：投資資産総額が 5 億ドル以上 50 億ドル未満
- 大規模保険会社：投資資産総額が 50 億ドル以上 500 億ドル未満
- メガ保険会社：投資資産総額が 500 億ドル以上

SPGMI は、各保険会社を所有形態別に 16 区分に分類しており、当社はこれらを以下の 4 区分に集約しました。

- 株式：株式保険会社
- 相互：相互保険会社
- 共済：共済保険会社
- その他：非営利のブルークロス/ブルーシールド、株式会社形態のブルークロス/ブルーシールド、有限責任会社、ロイズ組織、非営利団体、レシプロカル・エクスチェンジ、リスク・リテンション・グループ、シンジケート、米国外の保険会社の米国支店、その他

付属資料 1.2：CFRA の ETF データ

本分析では、ETF データの情報源として CFRA ETF Data (CFRA) を利用し、ETF の分類には CFRA が定めた区分を使用しました。当社は、CFRA から提供されたデータに一貫性があり、必要な情報が網羅されていることを前提としています。

市場で提供されているファンドのうち、保険会社が実際に投資しているのはごく一部です。当社は、これらのファンドを総称して ETF と呼んでいますが、ファンドの法的形態は一樣ではありません。CFRA から提供された米国 ETF の一覧に含まれるファンドの大半は、オープンエンド型 ETF です。ただし、一部の大規模ファンドの法的形態は、ユニット・インベストメント・トラストまたはグラントー・トラストです。その他の法的形態を採るファンド（セミトランスペアレント ETF など）の資産額はごくわずかです。したがって、本レポートでは法的形態別の ETF 利用状況を分析しておらず、これらの商品を全て ETF と総称しています。

CFRA は、本分析に必要な水準よりも細かく ETF を分類している場合があります。そのような場合には、本分析の目的に合うよう、複数の分類項目を統合しました。

例えば、CFRA のデータにある「資産クラス」の項目には 6 つの区分がありましたが、当社はこれらを以下の 3 区分に集約しました。

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

CFRA は、株式 ETF を時価総額別に 8 区分に分類していましたが、当社はこれらを以下の 4 区分に集約しました。

- 混合：ブロード・マーケット/マルチキャップ
- 大型株：大型株及び超大型株
- 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 をセクターETF とそれ以外に分類しました。その際、特定のセクターに特化していない ETF や、投資対象とするセクターを入れ替える ETF は、セクターETF には分類しませんでした。

- セクターETF 以外：セクター分類の対象外、セクター・ローテーション/複合型
- セクターETF：上記以外の全て

CFRA は、債券 ETF を 8 つのタイプに分類していましたが、当社はこれらを以下の 6 つの債券タイプに集約しました。

- 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、モーゲージ債、債券タイプの分類対象外

CFRA は、信用格付けに基づいて債券 ETF を「投資適格」「ハイ・イールド」「混合」「分類対象外」の 4 区分に分類しました。

付属資料 1.3：データの抽出方法

SPGMI では、自社のデータベースから ETF 保有データと ETF 取引データを抽出するため、それぞれに対応した 2 種類のテンプレートを用意しています。このデータ抽出方法は、2022 年以前に発行されたレポートで使用していた方法とは若干異なります。2 つの方法で抽出されるデータにほとんど差はありません。本レポートでは、保険会社による ETF の利用状況を把握するため、SPGMI のテンプレートを使ってデータを抽出しました。S&P グローバルの各部門でデータ抽出方法を統一するため、当社は今後のレポートでも引き続きこれらのテンプレートを使用する方針です。

本レポートを速やかに発行するため、当社は 2026 年 3 月 25 日に SPGMI のデータベースからデータを抽出しました。ただし、上述したように、現時点では一部のデータがまだそろっていません。

General Disclaimer

© 2026 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 15 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' US 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 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.

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.