

## S&P GIVI<sup>®</sup>ジャパン及び主要な単一ファクター 2020年1-3月期のレビュー

### S&P GIVI ジャパンのパフォーマンス

[S&P GIVI\(グローバル・イントリンシック・バリュー指数\)ジャパン](#)はベンチマークである [S&P 日本総合指数](#)を2020年1-3月期に0.40%アウトパフォームしました<sup>1</sup>。S&P GIVI ジャパンは2012年3月に指数算出を開始して以降、ベンチマークを年率0.13%アウトパフォームしており、トラッキング・エラーは2.44%となっています。

2020年は低調なスタートとなりました。S&P 日本総合指数によると、日本の株式市場は2020年1-3月期に17.96%下落しました。これは、四半期としては2008年の世界金融危機以降で最も大幅な下落率となりました。中国は1月、新型コロナウイルス(COVID-19)の感染拡大に伴って都市封鎖(ロックダウン)に踏み切りました。世界経済の見通しをめぐる懸念が高まる中で、日本の株式市場は1月、軽度な下落に留まりました。しかし、3月には原油価格が急落し、新型コロナウイルスの感染拡大によって様々な国が混乱に陥りました。これを受け、世界経済の減速懸念が現実化したため、日本もウイルスの感染拡大阻止に向けて世界各国と協調する必要がありました。[S&P/JPX 日本国債 VIX 指数<sup>®</sup>](#)は2020年3月23日、市場最高値の6.81まで上昇し、4.77で1-3月期の取引を終えました(この指数は、10年物日本国債先物の30日フォワード・ボラティリティを測定し、日本のマクロ経済の安定性を表します)。経済の先行き不透明感が強まり、市場の流動性が低下する中で、極端な投資行動が目立ちました。

新型コロナウイルスの感染が拡大する中で、セクターの選択がパフォーマンスの主な要因となったように思われました。勝者と敗者のパフォーマンス格差が拡大し、パフォーマンスが最高のセクターと最低のセクターの格差は24.74%に上りました。一方、消費需要が大幅に減少し、供給不足が生じたため、いくつかの景気循環セクターは大きな打撃を受けました。原油需要の減少やサウジアラビアとロシアの交渉決裂を背景に、エネルギー・セクターが最低のパフォーマンスとなりました。不動産セクターも深刻な影響を受け、特にホテルやモール・セグメントが大幅に下落しました。一方、伝統的なディフェンシブ・セクター(公益事業や生活必需品など)が最高のパフォーマンスとなりました。ヘルスケア・セクターもアウトパフォームしました。当四半期にはヘルスケア商品に対する需要が急増し、ワクチン/検査ツールを製造しているバイオテクノロジー企業に対する期待が高まりました。最後に、社会距離拡大戦略が実施される中で、インターネット関連商品の需要が増加したため、コミュニケーション・サービス・セクターも堅調なパフォーマンスとなりました。

S&P GIVI ジャパンはアウトパフォームし、特に情報技術セクター及びコミュニケーション・サービス・セクターの銘柄選択がパフォーマンスに貢献しました。

<sup>1</sup> S&P GIVI ジャパンは、S&P 日本総合指数から構成された戦略指数であり、S&P 日本総合指数をベンチマークとしています。S&P GIVI ジャパンとベンチマークとのトラッキング・エラーは、戦略のリターンとベンチマークのリターンとの差であり、特定の要因へのエクスポージャーに関連するリスクを反映しています。トラッキング・エラーは、月々の超過リターンの年率換算標準偏差です。指数に直接投資することはできません。

図表 1: S&amp;P GIVI 日本のパフォーマンス及び要因分析

パフォーマンス (2020年3月31日現在)	グロス・トータル・リターン(%)				S&P 日本総合指数に対する超過リターン(%)		
	S&P GIVI ジャパン	S&P イントリンシック・バリュ ー加重ジャ パン指数	S&P 低ベータ・ ジャパン指数	S&P 日本 総合指数	S&P GIVI ジ ャパン	S&P イントリンシック・ バリュ ー加重ジャ パン 指数	S&P 低ベータ・ ジャ パン指数
2020年1-3月期	-17.56	-20.16	-15.68	-17.96	0.40	-2.20	2.29
2019年10-12月期	6.64	8.32	6.77	8.32	-1.69	0.00	-1.56
2019年	11.75	15.79	14.17	18.38	-6.64	-2.59	-4.21
2012年3月以降 (年率換算)	8.88	8.03	9.63	8.75	0.13	-0.72	0.88
算出開始以降のパフォーマンス(S&P 日本総合指数との比較(年率換算))							
ボラティリティ(%)	15.48	17.36	14.98	16.63	-	-	-
リターン/ボラティ リティ	0.57	0.46	0.64	0.53	-	-	-
トラッキング・エラ ー(%)	2.44	1.99	2.96	-	-	-	-
アルファ(%)	0.70	-0.91	1.64	-	-	-	-
ベータ	0.92	1.04	0.89	-	-	-	-

出所: S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC。2012年3月31日から2020年3月31日までのデータを表示しています。指数のパフォーマンスは日本円建てのトータル・リターンに基づいています。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。図表は説明目的のために提供されており、仮説に基づく過去のパフォーマンスを反映しています。バックテストのパフォーマンスに関する固有の限界についてさらに詳しい情報をお求めの方は、この資料の最後にあるパフォーマンス開示をご覧ください。注: トラッキング・エラーは、第一及び第二ベンチマークに対する月次超過リターンの年率換算標準偏差となっています。アルファ及びベータは、回帰方程式  $R_{i,t} = \alpha + \beta \cdot RBMI_{i,t} + \epsilon_t$  により定義されます。ここで、 $R_{i,t}$  は指数のリターン・シリーズ、 $RBMI_{i,t}$  はベンチマーク指数のリターン・シリーズを示しています。

S&P GIVI 日本の低ベータ戦略は当四半期にベンチマークを2.29%アウトパフォーマンスした一方で、イントリンシック・バリュエーション戦略はベンチマークを2.20%アンダーパフォーマンスしました(図表1参照)。2019年と同様に、S&P GIVI 日本のイントリンシック・バリュエーション戦略と低ベータ戦略のパフォーマンスの違いが拡大しました。両戦略の超過リターンの12ヶ月ローリングの相関は2019年12月の-0.65から2020年3月には-0.76に低下しました(図表2参照)。S&P GIVI 日本では、低ベータの基準で銘柄のスクリーニングを行った後に、本源的価値に基づいて指数の構成比率を決定するため、低ベータ戦略が指数全体に及ぼす影響が大きくなる傾向があります。こうした理由により、S&P GIVI 日本は2020年1-3月期にベンチマークをアウトパフォーマンスしました。

S&P GIVI 日本のバリュエーションは2020年1-3月期においても相対的に割安な水準で推移しました(図表3参照)。S&P GIVI 日本とS&P 日本総合指数の株価収益率の乖離幅が拡大し、歴史的に拡大していた2017年の乖離幅に等しくなりました。両指数の株価純資産倍率の乖離幅は2019年からやや縮小しましたが、依然として大きく乖離しています。

#### 寄稿者:

Izzy Wang、マーケット・コメント、アナリスト、戦略及びボラティリティ指数、[izzy.wang@spglobal.com](mailto:izzy.wang@spglobal.com)

Tianyin Cheng、マーケット・コメント、ディレクター、戦略及びボラティリティ指数、[tianyin.cheng@spglobal.com](mailto:tianyin.cheng@spglobal.com)

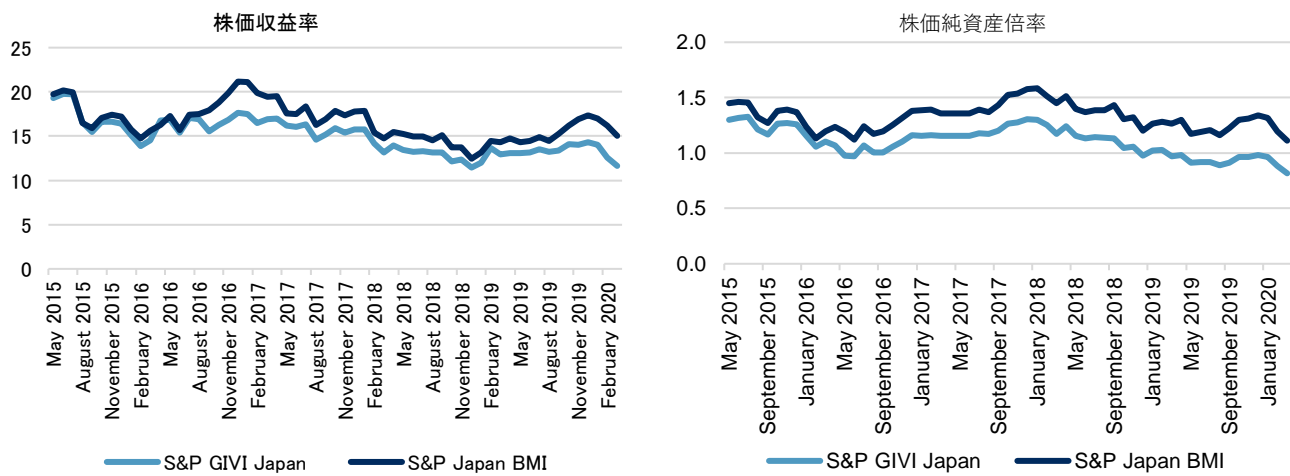
S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスのマーケット・アトリビュート®シリーズでは、様々な資産クラスの動向に焦点を当てたマーケット・コメントをお送りしています。

図表 2: S&P GIVI 日本のイントリンシック・バリュー戦略と低ベータ戦略の 12ヶ月ローリングの相関



出所: S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC。2020年3月31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。図表は説明目的のために提示されています。

図表 3: 株価収益率及び株価純資産倍率



出所: S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC。2020年3月31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。図表は説明目的のために提示されています。

## 日本市場における単一ファクターのパフォーマンス

日本の株式市場において一般的な5つの単一ファクターのリターンを検証しました。5つの単一ファクターとは、低ボラティリティ、バリュー、クオリティ、モメンタム、バイバックであり、これらは長期にわたり持続的に超過リターンを創出しています。これらのファクターのリターンは、弊社のシステマティックなルールに基づく指数のパフォーマンスにより示されます。

- 低ボラティリティ: [S&P 日本 500 低ボラティリティ指数](#)により示される
- バリュー: [S&P エンハンスド・バリュー日本大中型株指数](#)により示される
- モメンタム: [S&P モメンタム日本大中型株](#)により示される
- クオリティ: [S&P クオリティ日本大中型株](#)により示される
- バイバック: [S&P 日本 500 バイバック指数](#)により示される

株式市場の調整局面では、ディフェンシブ・ファクターは通常、相対的に下落が抑えられるため、アウトパフォームする傾向があります。2020年1-3月期には、クオリティ・ファクターと低ボラティリティ・ファクターがベンチマークをそれぞれ3.8%及び1.31%アウトパフォームしました。収益性が高く、レバレッジが低く、かつ多くの手元資金を保有する企業は今回の危機を乗り切る可能性がより高いと考えられ、このことはクオリティ・ファクターがアウトパフォームしたことにも反映されています。

株式市場が下落傾向をたどる中で、モメンタム・ファクターは3.6%の超過リターンを獲得し、主にヘルスケア・セクターのオーバーウェイトと銘柄選択がパフォーマンスに貢献しました。バリュー・ファクターでは、金融、資本財・サービス、一般消費財・サービスなどの景気循環セクターに大きな配分を行っていたため、当四半期にベンチマークを6.05%アンダーパフォームし、5つのファクターの中で最低のパフォーマンスとなりました。

長期的に見ると、ディフェンシブ・ファクターは堅調に推移しています。絶対リターンでは、クオリティ・ファクターと低ボラティリティ・ファクターが、3年、5年、及び10年の期間で最高のパフォーマンスとなりました。クオリティ・ファクターは3年及び5年の期間でアウトパフォームした一方、低ボラティリティ・ファクターは過去10年の期間で最高のリスク調整後リターンとなりました。

図表 4: 日本における5つのファクターのパフォーマンス							
期間	S&P 日本 500 低ボラティリティ指数	S&P エンハンスト・バリュ—日本大中型株指数	S&P クオリティ日本大中型株	S&P モメンタム日本大中型株	S&P 日本 500 バイバック指数	S&P 日本総合指数	
<b>累積リターン(%)</b>							
1ヶ月	-4.25	-12.84	-4.08	-6.24	-6.97	-6.67	
2ヶ月	-14.81	-21.02	-13.18	-14.41	-16.80	-16.23	
3ヶ月	-16.65	-24.01	-14.16	-14.36	-17.82	-17.96	
年初来	-16.65	-24.01	-14.16	-14.36	-17.82	-17.96	
<b>年間リターン(%)</b>							
1年	-14.71	-21.50	1.27	-7.21	-12.06	-9.91	
3年	1.03	-4.80	4.02	-0.72	-3.48	-0.18	
5年	1.54	-2.26	3.40	-2.49	-1.24	0.30	
10年	8.10	4.28	8.74	5.40	5.77	5.98	
<b>年間ボラティリティ(%)</b>							
3年	12.47	18.03	15.02	14.52	15.22	14.84	
5年	12.87	21.17	16.14	15.34	16.89	16.03	
10年	13.21	19.92	16.13	17.61	16.24	16.72	
<b>年間リターン/年間ボラティリティ</b>							
3年	0.08	-0.27	0.27	-0.05	-0.23	-0.01	
5年	0.12	-0.11	0.21	-0.16	-0.07	0.02	
10年	0.61	0.21	0.54	0.31	0.36	0.36	
<b>12ヶ月の最大ドローダウン(%)</b>							
10年	-16.65	-33.08	-19.22	-22.96	-22.06	-22.70	

出所: S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC。2010年3月31日から2020年3月31日までのデータを表示しています。指数のパフォーマンスは日本円建てのトータル・リターンに基づいています。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。図表は説明目的のために提供されており、仮説に基づく過去のパフォーマンスを反映しています。バックテストのパフォーマンスに関する固有の限界についてさらに詳しい情報をお求めの方は、この資料の最後にあるパフォーマンス開示をご覧ください。

## 付属資料

図表 5: 日本のスマート・ベータ指数及びベンチマークのパフォーマンス

期間	日本のスマート・ベータ指数				日本のベンチマーク					
	S&P GIVI ジャパン	FTSE RAFI 日本指数	MSCI ジャパン・ バリュウ加重指 数	MSCI ジャパ ン・ミニマム・ボ ラティリティ指 数	JPX/日経指 数 400	MSCI ジ ャパン指 数	日経 225	東証株 価指数 TOPIX	MSCI ジャパン IMI	S&P 日本 総合指数
<b>累積リターン(%)</b>										
1ヶ月	-6.62	-9.31	-10.06	-3.20	-6.34	-6.90	-9.69	-5.99	-6.77	-6.67
2ヶ月	-16.00	-18.08	-18.47	-12.80	-15.67	-15.82	-17.66	-15.65	-16.13	-16.23
3ヶ月	-17.56	-19.99	-20.45	-13.57	-17.22	-17.18	-19.23	-17.45	-17.78	-17.96
年初来	-17.56	-19.99	-20.45	-13.57	-17.22	-17.18	-19.23	-17.45	-17.78	-17.96
<b>年間リターン(%)</b>										
1年	-12.57	-14.26	-14.28	-8.74	-8.96	-8.62	-8.78	-9.50	-9.38	-9.91
3年	-1.53	-2.67	-2.66	1.26	-0.03	0.26	2.11	-0.14	-0.01	-0.18
5年	-0.10	-0.84	-1.24	1.54	0.11	0.05	1.72	0.37	0.34	0.30
10年	6.56	4.95	5.13	7.35	-	5.63	7.54	5.96	5.97	5.98
<b>年間ボラティリティ(%)</b>										
3年	13.49	15.62	15.69	11.32	14.75	14.63	16.20	14.83	14.75	14.84
5年	14.74	17.83	18.06	12.20	16.12	16.27	17.09	16.19	16.02	16.03
10年	15.38	18.22	18.24	13.22	-	17.10	17.61	16.84	16.76	16.72
<b>年間リターン/年間ボラティリティ</b>										
3年	-0.11	-0.17	-0.17	0.11	0.00	0.02	0.13	-0.01	0.00	-0.01
5年	-0.01	-0.05	-0.07	0.13	0.01	0.00	0.10	0.02	0.02	0.02
10年	0.43	0.27	0.28	0.56	-	0.33	0.43	0.35	0.36	0.36
<b>12ヶ月の最大ドローダウン(%)</b>										
10年	-21.01	-27.84	-29.06	-14.40	-23.22*	-24.71	-22.90	-23.34	-22.96	-22.70

\* JPX/日経指数 400の12ヶ月最大ドローダウンは、2014年1月31日から2020年3月31日のデータに基づいています。出所: S&Pダウ・ジョーンズ・インデックスLLC、ファクトセット。2010年3月31日から2020年3月31日までのデータを表示しています。パフォーマンスは日本円建てのトータル・リターンに基づいています。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。図表は説明目的のために提供されており、仮説に基づく過去のパフォーマンスを反映しています。バックテストのパフォーマンスに関する固有の限界についてさらに詳しい情報をお求めの方は、この資料の最後にあるパフォーマンス開示をご覧ください。

## PERFORMANCE DISCLOSURE

The S&P GIVI Japan was launched March 19, 2012. The S&P Intrinsic Value Weighted Japan Index and S&P Low Beta Japan Index were launched May 8, 2014. The S&P Japan 500 Low Volatility Index was launched June 8, 2015. The S&P Enhanced Value Japan LargeMidCap Index was launched April 27, 2015. The S&P Quality Japan LargeMidCap was launched June 8, 2014. The S&P Momentum Japan LargeMidCap was launched November 18, 2014. The S&P Japan 500 Buyback Index was launched October 17, 2014. All information presented prior to an index's Launch Date is hypothetical (back-tested), not actual performance. The back-test calculations are based on the same methodology that was in effect on the index Launch Date. However, when creating back-tested history for periods of market anomalies or other periods that do not reflect the general current market environment, index methodology rules may be relaxed to capture a large enough universe of securities to simulate the target market the index is designed to measure or strategy the index is designed to capture. For example, market capitalization and liquidity thresholds may be reduced. Complete index methodology details are available at [www.spdji.com](http://www.spdji.com). Past performance of the Index is not an indication of future results. Prospective application of the methodology used to construct the Index may not result in performance commensurate with the back-test returns shown.

S&P Dow Jones Indices defines various dates to assist our clients in providing transparency. The First Value Date is the first day for which there is a calculated value (either live or back-tested) for a given index. The Base Date is the date at which the Index is set at a fixed value for calculation purposes. The Launch Date designates the date upon which the values of an index are first considered live: index values provided for any date or time period prior to the index's Launch Date are considered back-tested. S&P Dow Jones Indices defines the Launch Date as the date by which the values of an index are known to have been released to the public, for example via the company's public website or its datafeed to external parties. For Dow Jones-branded indices introduced prior to May 31, 2013, the Launch Date (which prior to May 31, 2013, was termed "Date of introduction") is set at a date upon which no further changes were permitted to be made to the index methodology, but that may have been prior to the Index's public release date.

The back-test period does not necessarily correspond to the entire available history of the Index. Please refer to the methodology paper for the Index, available at [www.spdji.com](http://www.spdji.com) for more details about the index, including the manner in which it is rebalanced, the timing of such rebalancing, criteria for additions and deletions, as well as all index calculations.

Another limitation of using back-tested information is that the back-tested calculation is generally prepared with the benefit of hindsight. Back-tested information reflects the application of the index methodology and selection of index constituents in hindsight. No hypothetical record can completely account for the impact of financial risk in actual trading. For example, there are numerous factors related to the equities, fixed income, or commodities markets in general which cannot be, and have not been accounted for in the preparation of the index information set forth, all of which can affect actual performance.

The Index returns shown do not represent the results of actual trading of investable assets/securities. S&P Dow Jones Indices LLC maintains the Index and calculates the Index levels and performance shown or discussed, but does not manage actual assets. Index returns do not reflect payment of any sales charges or fees an investor may pay to purchase the securities underlying the Index or investment funds that are intended to track the performance of the Index. The imposition of these fees and charges would cause actual and back-tested performance of the securities/fund to be lower than the Index performance shown. As a simple example, if an index returned 10% on a US \$100,000 investment for a 12-month period (or US \$10,000) and an actual asset-based fee of 1.5% was imposed at the end of the period on the investment plus accrued interest (or US \$1,650), the net return would be 8.35% (or US \$8,350) for the year. Over a three year period, an annual 1.5% fee taken at year end with an assumed 10% return per year would result in a cumulative gross return of 33.10%, a total fee of US \$5,375, and a cumulative net return of 27.2% (or US \$27,200).

## GENERAL DISCLAIMER

Copyright © 2020 S&P Dow Jones Indices LLC. All rights reserved. STANDARD & POOR'S, S&P, S&P 500, S&P 500 LOW VOLATILITY INDEX, S&P 100, S&P COMPOSITE 1500, S&P MIDCAP 400, S&P SMALLCAP 600, S&P GIVI, GLOBAL TITANS, DIVIDEND ARISTOCRATS, S&P TARGET DATE INDICES, GICS, SPIVA, SPDR and INDEXOLOGY are registered trademarks of Standard & Poor's Financial Services LLC, a division of S&P Global ("S&P"). DOW JONES, DJ, DJIA and DOW JONES INDUSTRIAL AVERAGE are registered 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, 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. S&P Dow Jones Indices LLC is not an investment advisor, and 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. Prospective investors are advised to make an investment in any such fund or other vehicle only after carefully considering the risks associated with investing in such funds, as detailed in an offering memorandum or similar document that is prepared by or on behalf of the issuer of the investment fund or other investment product or vehicle. S&P Dow Jones Indices LLC is not a tax advisor. A tax advisor should be consulted to evaluate the impact of any tax-exempt securities on portfolios and the tax consequences of making any particular investment decision. Inclusion of a security within an index is not a recommendation by S&P Dow Jones Indices to buy, sell, or hold such security, nor is it considered to be investment advice.

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.

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.

JPX is a trademark of Japan Exchange Group, Inc. and has been licensed for use by S&P Dow Jones Indices.

TOPIX is a trademark of Tokyo Stock Exchange and has been licensed for use by S&P Dow Jones Indices.