

S&P GIVI®¹ ジャパン及び主要な単一ファクター 2019年4-6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2019年4-6月期に1.27%アンダーパフォームしました。¹ 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0.41%アウトパフォームしており、トラッキング・エラーは2.52%となっています。

S&P 日本総合指数によると、日本の株式市場は2019年初めに堅調な展開となりましたが、2019年4-6月期には2.22%下落しました。世界経済の減速懸念や政治問題などを背景に、当四半期は概して不安定な展開となりました。当四半期初めには、前四半期と同様に楽観ムードが広がり、4月は堅調なパフォーマンスとなりました。しかし、5月には米中間の貿易摩擦問題が突然深刻化したことで市場の上昇が止まりました。G20サミットで米中首脳会談が行われ、両国は貿易交渉再開で合意したものの、世界の市場には不透明感が漂っています。

新しい年号の令和がスタートした5月、2019年1-3月期GDPの速報値が発表されました。成長率は予想を上回り、最大のポジティブ・サプライズとなりました。好調な企業業績が発表された一方で、消費税率の引き上げに伴う悪影響が懸念されました。さらに、米国が「反ファーウェイ」キャンペーンを推し進め、中国及びメキシコからの輸入品に対する関税の引き上げを警告する中で、特に電子機器や自動車業界を中心に日本の輸出や工場生産に対する懸念が高まりました。日銀短観によると、日本の製造業のセンチメントは2019年6月にさらに悪化し、外需の落ち込みを示唆しました。

2019年1-3月期と同様に、コミュニケーション・サービス・セクターと情報技術セクターが引き続き市場を主導しました。一方、公益事業、生活必需品、ヘルスケア、及び金融などのセクターがアンダーパフォームしました。

S&P GIVI ジャパンは2019年4-6月期にベンチマークをアンダーパフォームしました。その主な要因としては、各セクター内(特に資本財・サービス・セクターや一般消費財・サービス・セクター)の銘柄選択効果が挙げられます。一方、配分効果はパフォーマンスにそれほど影響しませんでした。当四半期には、低ベータ戦略及び本源的価値戦略がベンチマークをそれぞれ0.94%及び0.56%アンダーパフォームしました。

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

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

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。

¹ 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&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 (2019年6月30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 イントリンシク・ バリュウ加重ジャ 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 イントリンシク・ バリュウ加重ジャ パン指数	S&P 低ベータ・ ジャパン指数
Q2 2019年 4-6 月 期	-3.49	-2.77	-3.15	-2.22	-1.27	-0.56	-0.94
Q1 2019年 1-3 月 期	5.36	6.79	6.62	7.80	-2.43	-1.01	-1.17
2019年 上半期	1.69	3.83	3.26	5.41	-3.72	-1.58	-2.14
2012年 3月以降 (年率換算)	11.35	10.65	11.75	10.94	0.41	-0.29	0.81
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(%)	15.21	17.05	14.80	16.44	-	-	-
リターン/ボラティ リティ	0.75	0.62	0.79	0.67	-	-	-
トラッキング・エラ ー(%)	2.52	1.92	2.97	-	-	-	-
アルファ(%)	1.17	-0.53	1.80	-	-	-	-
ベータ	0.92	1.03	0.89	-	-	-	-

出所: S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC。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。2012年3月31日から2019年6月30日までのデータを表示しています。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。

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、バリュウ、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、弊社のシステム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
- バリュウ: [S&P エンハnst・バリュウ日本中大型株指数](#)により示される
- モメンタム: [S&P モメンタム日本中大型株](#)により示される
- クオリティ: [S&P クオリティ日本中大型株](#)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

当四半期の結果は基本的に2019年1-3月の流れを引き継いだものでした。ディフェンシブ銘柄が選好される相場展開の中で、クオリティ・ファクターが最高のパフォーマンスとなり、ベンチマークをアウトパフォーム(2.5%)した唯一のファクターとなりました。一方、低ボラティリティ、バリュウ、及びバイバックなどのファクターが最低のパフォーマンスとなり、ベンチマークをそれぞれ2.56%、2.02%、及び1.98%アンダーパフォームしました。

コミュニケーション・サービス・セクターと情報技術セクターが引き続き堅調に推移する中で、この2つのセクターをアンダーウェイトとしているファクター（低ボラティリティやバリューなど）にとっては不利な相場展開となりました。一方、コミュニケーション・サービス・セクターをオーバーウェイトとしているクオリティ・ファクターは好調なパフォーマンスとなりました。公益事業セクターが当四半期に最低のパフォーマンスとなる中で、同セクターをオーバーウェイトとしていたモメンタム・ファクターはベンチマークをややアンダーパフォームしました。

日本の各ファクターは2019年初め、グローバル市場の各ファクターとは異なる展開で始まりました。米国及び欧州では、低ボラティリティ・ファクターが2019年上半期に相場を主導しましたが、日本では、このファクターが最も低いパフォーマンスとなりました。米国とは対照的に、日本の金融セクターは超低金利環境の下で株価の回復が遅れたため、このことが米国や欧州との違いの一因となった可能性があります。低ボラティリティ戦略では金融セクターへの配分が大きくなっています。

ディフェンシブなファクターは長期にわたり堅調に推移しました。絶対リターン・ベースで見ると、クオリティ・ファクターが低ボラティリティ・ファクターを上回っており、3年、5年、及び10年の期間において全てのファクターの中で最高のパフォーマンスとなりました。とは言うものの、リスク調整後リターン・ベースで見ると、低ボラティリティ・ファクターは、低リスクと言った特性によりトップの座を維持しました。モメンタム・ファクター及びバイバック・ファクターはアンダーパフォームしました。その主な要因としては、景気循環銘柄がここ数年間にわたり広範囲に売られたことが挙げられます。

図表 2: 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・バリュー 一日本中大型株指数	S&P クオリティ 日本中大型株	S&P モメンタム 日本中大型株	S&P 日本 500 バイバック指数	S&P 日本総合指数
累積リターン(%)						
1ヶ月	0.70	3.26	2.53	1.06	1.45	2.71
2ヶ月	-2.92	-5.69	-2.76	-2.07	-4.71	-3.97
3ヶ月	-4.77	-4.24	0.28	-2.55	-4.20	-2.22
年初来	0.61	1.02	7.90	4.19	0.57	5.41
年間リターン(%)						
1年	-6.46	-9.10	-6.94	-12.18	-14.73	-7.77
3年	8.99	13.91	11.44	2.99	6.82	10.02
5年	8.73	5.14	8.84	3.54	5.24	6.46
10年	9.70	7.92	10.00	6.13	7.48	7.63
年間ボラティリティ(%)						
3年	10.34	16.62	13.44	13.52	13.66	12.99
5年	11.72	19.92	15.45	15.12	15.98	15.14
10年	12.64	20.20	16.05	17.58	16.38	16.72
年間リターン/年間ボラティリティ						
3年	0.87	0.84	0.85	0.22	0.50	0.77
5年	0.74	0.26	0.57	0.23	0.33	0.43
10年	0.77	0.39	0.62	0.35	0.46	0.46
12ヶ月の最大ドローダウン(%)						
10年	-12.94	-33.22	-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。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。2009年6月30日から2019年6月30日までのデータを表示しています。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 3: 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
累積リターン(%)										
1ヶ月	1.85	3.13	3.04	1.12	2.90	2.97	3.52	2.76	2.74	2.71
2ヶ月	-3.73	-4.40	-4.33	-2.10	-3.74	-3.59	-4.19	-3.94	-3.82	-3.97
3ヶ月	-3.49	-2.89	-2.67	-3.74	-2.28	-1.64	0.57	-2.35	-1.96	-2.22
年初来	1.69	3.29	3.83	1.47	5.70	6.02	7.50	5.21	5.75	5.41
年間リターン(%)										
1年	-9.21	-7.90	-7.10	-5.42	-7.51	-6.46	-2.56	-8.23	-7.48	-7.77
3年	8.75	11.12	11.17	7.39	9.56	10.22	13.17	9.99	10.05	10.02
5年	6.64	6.05	5.71	7.89	6.07	6.12	9.05	6.44	6.44	6.46
10年	8.31	7.16	7.50	8.26	7.79	7.29	9.93	7.49	7.63	7.63
年間ボラティリティ(%)										
3年	11.79	14.23	14.35	9.59	13.00	12.99	14.28	13.09	12.91	12.99
5年	13.78	16.87	17.17	11.55	15.37	15.62	16.09	15.38	15.19	15.14
10年	15.25	18.39	18.23	13.02	16.39	17.16	17.79	16.85	16.78	16.72
年間リターン/年間ボラティリティ										
3年	0.74	0.78	0.78	0.77	0.73	0.79	0.92	0.76	0.78	0.77
5年	0.48	0.36	0.33	0.68	0.39	0.39	0.56	0.42	0.42	0.43
10年	0.54	0.39	0.41	0.63	0.48	0.42	0.56	0.44	0.45	0.46
12ヶ月の最大ドローダウン(%)										
10年	-21.01	-27.84	-29.06	-14.40	-23.22	-24.71	-22.90	-23.34	-22.96	-22.70

出所: S&Pダウ・ジョーンズ・インデックスLLC、MSCI、FTSE、TSE。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。2009年6月30日から2019年6月30日までのデータを表示しています。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. 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 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 © 2019 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.