

S&P GIVI[®] ジャパン及び主要な単一ファクター 2019年10-12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 10-12 月期に 1.69%アンダーパフォームし、2019 年全体では 6.64%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 0.07%アウトパフォームしており、トラッキング・エラーは 2.48%となっています。

世界の株式市場は 2018 年 10-12 月期に大幅に下落しましたが、それとは対照的に 2019 年 10-12 月期には大幅に上昇し、2019 年全体では堅調なパフォーマンスとなりました。S&P 日本総合指数によると、日本の株式市場はその他の主要市場をアンダーパフォームしましたが、2019 年 10-12 月期に 8.32%、2019 年全体では 18.38%のトータル・リターンとなりました。

米中関係をめぐる不透明感は依然として払拭されていないものの、米中貿易協議が「第 1 段階」の合意に達したことは日本の株式市場に大きな安心感を与えたように思われ、パフォーマンスの押し上げ要因となりました。2019 年 12 月の日銀短観では、製造業の景況感を示す業況判断指数が前回から大幅に悪化し、製造業とサービス業で景況感の違いが鮮明となりました。2019 年 10 月の消費税率引き上げは予想通り個人消費セクターに悪影響を及ぼしました。

S&P GIVI ジャパンは 10-12 月期にベンチマークをアンダーパフォームし、主に低ベータ戦略がパフォーマンスの足を引っ張りました。低ボラティリティ指数に関しては、2019 年に厳しい展開となり、日本市場における 5 つのファクターの中で低ボラティリティ・ファクターが最も低いパフォーマンスとなりました。日本市場における様々な低ボラティリティ指数が S&P 日本総合指数² をアンダーパフォームしました。

資本財・サービス、一般消費財・サービス、及び情報技術などのセクターが 2019 年 10-12 月期に最高のパフォーマンスとなった一方で、エネルギー、公益事業、及び不動産などのセクターは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。

² [S&P 500 低ボラティリティ指数](#)及び MSCI ジャパン・ミニマム・ボラティリティ指数は S&P 日本総合指数をそれぞれ 10.26%及び 7.07%アンダーパフォームしました。

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12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 イントリンシック・ バリュウ加重ジャパン 指数	S&P 低ベータ・ ジャパン指数
2019年10-12月期	6.64	8.32	6.77	8.32	-1.69	0.00	-1.56
2019年下半期	9.89	11.52	10.57	12.31	-2.42	-0.79	-1.74
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)	11.93	11.49	12.40	11.86	0.07	-0.37	0.53
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(%)	14.94	16.78	14.50	16.14	-	-	-
リターン/ボラティリティ	0.80	0.68	0.86	0.74	-	-	-
トラッキング・エラー (%)	2.48	1.89	2.92	-	-	-	-
アルファ(%)	0.93	-0.65	1.66	-	-	-	-
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12月31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。

S&P GIVI 日本のイントリンシック・バリュウ戦略及び低ベータ戦略は2019年にベンチマークをアンダーパフォームしました(図表1参照)。2019年全体を通して、S&P GIVI 日本のイントリンシック・バリュウ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1月の-0.33から2019年12月には-0.65に低下しました(図表2参照)。S&P GIVI ジャパンでは、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 ジャパンは2019年にベンチマークをアンダーパフォームし、両戦略もベンチマークをアンダーパフォームしました。

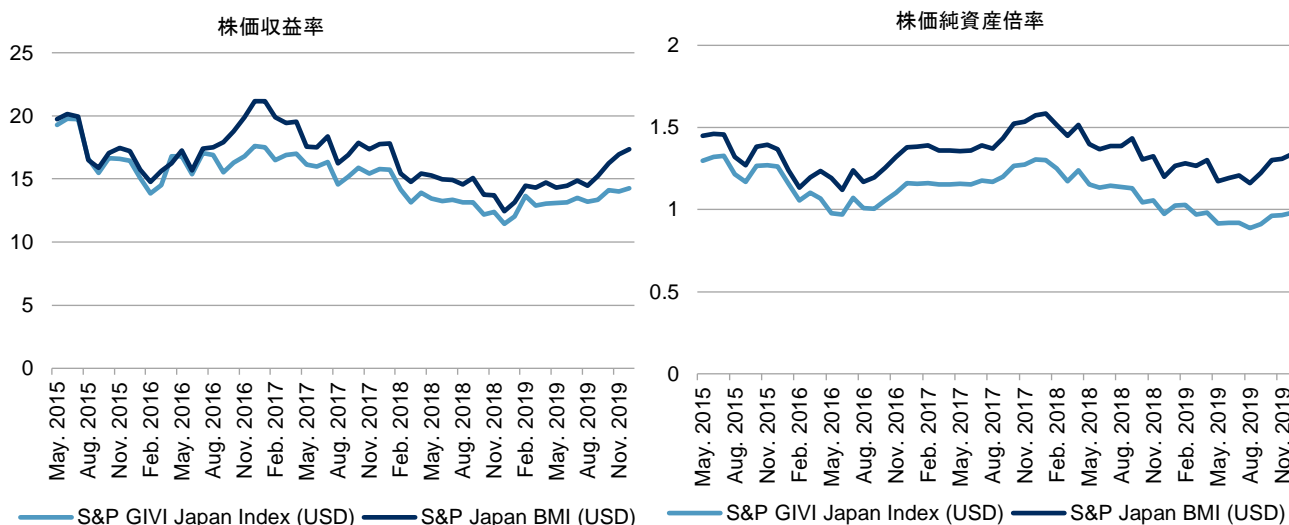
2019年にはS&P GIVI 日本の割安感が相対的に高まりました(図表3参照)。S&P GIVI ジャパンとS&P 日本総合指数の株価純資産倍率の差は、ここ5年間で最も拡大した水準となりました。また、両指数の株価収益率の差は、2017年の歴史的な水準に近づきました。

図表 2: S&P GIVI 日本のイントリンシック・バリュウ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。2019 年 12 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。2019 年 12 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
- バリュー: [S&P エンハスト・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

クオリティ・ファクターが 2019 年の全ての四半期で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した唯一のファクターとなりました。クオリティ・ファクターは 2019 年 10-12 月期に 3.46%、2019 年全体では 8.56%ベンチマークをアウトパフォームしました。一方、低ボラティリティ・ファクター及びバリュー・ファクターが最低のパフォーマンスとなり、この 2 つのファクターだけが 2019 年に 1 桁台のリターンとなり、ベンチマークをそれぞれ 10.26%及び 9.40%アンダーパフォームしました。

クオリティ・ファクターが良好なパフォーマンスを維持していることは、収益性や財務の質に注目している企業が市場で評価されていることを示唆しています。世界中で政治的不透明感が高まり、日本経済が縮小する中で、投資家はモメンタムやバリューといった循環的ファクターではなく、質の高い銘柄に注目する傾向があります。2018 年と同様に、日本の株式市場における記録的な自社株買いがバイバック・ファクターのパフォーマンスに

与えた影響は限定的であり、バイバック・ファクターはベンチマークを 6.05%アンダーパフォーマンスしたに留まりました。

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ました。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。低ボラティリティ・ファクターは 3 年、5 年、及び 10 年の期間で最高のリスク調整後リターンを達成しました。

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
累積リターン(%)						
1ヶ月	0.04	1.09	1.75	2.24	1.39	1.24
2ヶ月	1.14	2.60	4.47	4.23	2.84	3.16
3ヶ月	4.57	7.91	11.78	7.29	8.24	8.32
2019年	8.12	8.97	26.94	15.86	12.33	18.38
年間リターン(%)						
1年	8.12	8.97	26.94	15.86	12.33	18.38
3年	6.76	4.07	9.91	4.32	3.45	6.80
5年	8.07	4.97	8.99	2.56	5.07	6.38
10年	10.73	9.00	11.15	7.46	8.83	9.02
年間ボラティリティ(%)						
3年	10.13	15.31	13.49	13.03	13.29	12.78
5年	12.03	20.46	15.69	14.80	16.19	15.28
10年	12.62	19.55	15.94	17.46	16.03	16.46
年間リターン/年間ボラティリティ						
3年	0.67	0.27	0.73	0.33	0.26	0.53
5年	0.67	0.24	0.57	0.17	0.31	0.42
10年	0.85	0.46	0.70	0.43	0.55	0.55
12ヶ月の最大ドローダウン(%)						
10年	-12.94	-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。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12月31日から2019年12月31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 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
累積リターン(%)										
1ヶ月	0.53	1.27	1.32	-0.23	1.46	1.33	1.73	1.45	1.27	1.24
2ヶ月	2.24	2.75	2.90	0.75	3.30	3.23	3.37	3.42	3.21	3.16
3ヶ月	6.64	7.74	7.84	4.48	8.48	8.27	8.93	8.59	8.36	8.32
2019年	11.75	13.97	14.95	11.31	18.96	18.94	20.72	18.12	18.88	18.38
年間リターン(%)										
1年	11.75	13.97	14.95	11.31	18.96	18.94	20.72	18.12	18.88	18.38
3年	4.91	4.96	4.84	6.13	6.56	6.75	9.53	6.65	6.86	6.80
5年	6.01	5.71	5.39	7.08	6.10	5.97	8.35	6.40	6.39	6.38
10年	9.57	8.35	8.64	9.55	-	8.53	10.50	8.93	8.97	9.02
年間ボラティリティ(%)										
3年	11.38	13.36	13.34	9.37	12.84	12.69	13.95	12.88	12.71	12.78
5年	13.93	17.03	17.32	11.58	15.50	15.67	16.13	15.52	15.30	15.28
10年	15.05	17.95	17.93	12.87	-	16.89	17.31	16.61	16.51	16.46
年間リターン/年間ボラティリティ										
3-Year	0.43	0.37	0.36	0.65	0.51	0.53	0.68	0.52	0.54	0.53
5-Year	0.43	0.34	0.31	0.61	0.39	0.38	0.52	0.41	0.42	0.42
10-Year	0.64	0.47	0.48	0.74	-	0.51	0.61	0.54	0.54	0.55
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12月31日から2019年12月31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 © 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.