

S&P GIVI®¹ ジャパン及び主要な単一ファクター 2019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2019年1-3月期に2.43%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0.64%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。

S&P 日本総合指数によると、日本の株式市場は2018年末にかけて下げ幅を拡大する展開となりましたが、2019年1-3月期には7.8%上昇しました。当四半期初めには市場における楽観的なムードを背景に株式市場は反発したものの、3月後半にかけて景気後退懸念が浮上したため、市場センチメントが悪化しました。その他の先進国株式市場は力強く反発した一方で、日本の株式市場は比較的緩やかな上昇にとどまりました。

米中貿易戦争が一時休戦となった後、貿易交渉の再開によって両国が合意に至る兆しが確認されたため、2019年の1月と2月には世界貿易が安定に向かうとの楽観的な見方が強まりました。さらに、主要中央銀行がハト派姿勢に転換したことを受け、投資家心理が改善する中で、世界各国の株式市場は反発しました。とは言いつものの、国内経済の伸び悩み、輸出の減少、及び消費者信頼感の悪化などにより、日本の株式市場は世界各国の株式市場に出遅れる展開となりました。3月には米国のイールドカーブが逆イールドの形状となりました。その他の市場でネガティブ・サプライズが起こり、特にユーロ圏経済が停滞し、中国経済が減速しました。こうした中で、世界的に景気後退懸念が高まりました。

日本の株式市場は当四半期に上昇し、世界各国でテクノロジーに対するセンチメントが改善したため、情報技術、コミュニケーション・サービス、及びヘルスケアなどのセクターが市場を牽引しました。一方、エネルギー、金融、及び一般消費財・サービスなどのセクターはアンダーパフォームしました。原油価格が上昇したものの、

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。

今年は液化天然ガスの消費量が10%減少するとの見通しを受け、エネルギー・セクターは低調なパフォーマンスとなりました。

2019年1-3月期、S&P GIVI ジャパンはベンチマークをアンダーパフォームしました。アンダーパフォームした主な要因としては、各セクター内(特にコミュニケーション・サービス・セクターと資本財・サービス・セクター)の銘柄選択効果と、情報技術セクター及び一般消費財・サービス・セクターの配分効果が挙げられます。「ベータの低い構成銘柄」が1-3月期にベンチマークを1.01%アンダーパフォームし、「本源的価値の高い構成銘柄」がベンチマークを1.17%アンダーパフォームしました。

図表 1: S&P GIVI ジャパンのパフォーマンス及び要因分析

パフォーマンス (2019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
2019年1-3月期	5.36	6.79	6.62	7.80	-2.43	-1.01	-1.17
2018年10-12月期	-14.79	-17.17	-15.22	-17.25	2.46	0.08	2.03
2018年	-12.92	-16.45	-11.96	-15.40	2.48	-1.05	3.43
2012年3月以降 (年率換算)	12.35	11.50	12.71	11.71	0.64	-0.21	1.00
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(%)	15.27	17.07	14.88	16.47	-	-	-
リターン/ボラティリ ティ	0.84	0.70	0.89	0.74	-	-	-
トラッキング・エラー (%)	2.44	1.94	2.86	-	-	-	-
アルファ(%)	1.40	-0.47	2.00	-	-	-	-
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6月30日から2019年3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 $R_{i,t} = \alpha + \beta \cdot RBMI_{i,t} + \epsilon$ 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

日本の株式市場は1-3月期に反発し、主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市場を牽引しました。両セクターは2018年10-12月期に下落しましたが、2019年1-3月期には特に良好なパフォーマンスとなりました。5つの全てのファクターでは、S&P日本総合指数と比べて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をアンダーウェイトとしており、当四半期にベンチマークをアウトパフォーマンスしたファクターはありませんでした。クオリティ・ファクターは7.6%のリターンとなり、5つのファクターの中で最も高いパフォーマンスとなりましたが、それでもS&P日本総合指数を0.2%アンダーパフォーマンスしました。モメンタム、低ボラティリティ、バリュウ、及びバイバックの各ファクターはS&P日本総合指数をそれぞれ0.88%、2.14%、2.31%、及び2.82%アンダーパフォーマンスしました。

ファクターごとにパフォーマンスが大きく異なり、ディフェンシブ・ファクター(クオリティ)及び循環ファクター(モメンタム)が相対的に良好なパフォーマンスとなった一方、低ボラティリティ・ファクター及びバリュウ・ファクターは非常に低いパフォーマンスとなりました。強気相場の中でも、モメンタム・ファクターはベンチマークをアンダーパフォーマンスしました。このことは日本の株式市場が依然としてディフェンシブな局面にあることを示すものであり、高いリスク調整後モメンタムを追求する投資家が少ないことを意味しています。このように、投資家の間では慎重な姿勢が広がっていたため、財務状況が健全な銘柄が選好される相場展開となりました。

日本企業は、安倍政権が推進する日本版スチュワードシップ・コード及びコーポレート・ガバナンス・コードに従って株主還元の強化に継続的に取り組んでおり、日本企業の自社株買いは2018年度に6兆5,000億円²に達しました。自社株買いが過去最高水準となったにもかかわらず、バイバック・ファクターは1-3月期にベンチマークを大幅にアンダーパフォーマンスしました。このことは、株主資本利益率の改善が株価の上昇にそれほど寄与しなかったことを示しています。

3年間にわたり、ディフェンシブ・ファクターは堅調に推移しました。バリュウ・ファクターは最も高い絶対リターンを示したものの、リスク調整後リターンで見ると、低ボラティリティ・ファクターが最高のパフォーマンスとなり、クオリティ・ファクターがそれに続きました。バリュウ・ファクター、低ボラティリティ・ファクター、及びクオリティ・ファクターはベンチマークをそれぞれ2.37%、1.31%、及び0.76%アウトパフォーマンスしました。ここ数年間にわたり循環株が幅広く売られたことなどから、モメンタム・ファクターとバイバック・ファクターはベンチマークをアンダーパフォーマンスしました。

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・バリュウ ー日本中大型株指数	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	0.39	-0.81	-1.05	-0.43	0.10	0.15
2ヶ月	2.53	-1.82	2.53	4.07	-0.49	2.69
3ヶ月	5.65	5.49	7.60	6.92	4.97	7.80
年初来	5.65	5.49	7.60	6.92	4.97	7.80
年間リターン(%)						
1年	2.46	-4.19	-5.19	-11.11	-12.88	-4.51
3年	8.84	10.47	9.40	2.55	5.20	8.11
5年	11.12	7.43	9.90	4.79	7.39	8.05

² <https://www.reuters.com/article/us-japan-stocks-buybacks/cash-hoarding-japanese-firms-please-investors-as-share-buybacks-hit-record-idUSKCN1Q60T2>

10年	11.37	11.51	12.12	7.05	10.21	9.91
年間ボラティリティ(%)						
3年	10.77	18.02	13.96	14.09	14.75	13.66
5年	11.65	19.58	15.35	15.52	15.85	15.05
10年	12.65	21.04	16.30	17.58	16.68	16.86
年間リターン/年間ボラティリティ						
3年	0.82	0.58	0.67	0.18	0.35	0.59
5年	0.95	0.38	0.64	0.31	0.47	0.53
10年	0.90	0.55	0.74	0.40	0.61	0.59
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。2008年6月30日から2019年3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 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	-0.67	-0.66	-0.56	-0.23	0.42	0.15	-0.03	0.09	0.12	0.15
2ヶ月	1.03	0.46	0.53	1.98	2.89	2.42	2.98	2.69	2.60	2.69
3ヶ月	5.36	6.37	6.68	5.41	8.17	7.79	6.89	7.74	7.87	7.80
年初来	5.36	6.37	6.68	5.41	8.17	7.79	6.89	7.74	7.87	7.80
年間リターン(%)										
1年	-3.94	-4.11	-3.48	0.85	-4.32	-3.73	0.92	-5.04	-4.52	-4.51
3年	7.34	8.57	8.34	6.75	7.63	7.88	10.30	8.06	8.01	8.11
5年	8.46	7.84	7.45	9.96	7.69	7.50	9.45	8.02	7.96	8.05
10年	10.42	9.95	10.18	10.07	10.14	9.47	12.15	9.74	9.87	9.91
年間ボラティリティ(%)										
3年	12.63	15.23	15.40	10.16	13.69	13.74	14.57	13.80	13.61	13.66
5年	13.75	16.70	17.01	11.58	15.25	15.52	15.69	15.30	15.10	15.05
10年	15.32	18.77	18.56	13.09	16.58	17.33	17.87	16.98	16.93	16.86
年間リターン/年間ボラティリティ										
3年	0.58	0.56	0.54	0.66	0.56	0.57	0.71	0.58	0.59	0.59
5年	0.62	0.47	0.44	0.86	0.50	0.48	0.60	0.52	0.53	0.53
10年	0.68	0.53	0.55	0.77	0.61	0.55	0.68	0.57	0.58	0.59
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。2008年6月30日から2019年3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 © 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.