

## S&P GIVI ジャパン及び主要な単一ファクター 2016 年のレビュー

### 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2016年10-12月期にベンチマークである S&P 日本総合指数を14bpアンダーパフォームし、2016年全体ではベンチマークを26bpアンダー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1.43%アウトパフォームしており、トラッキング・エラーは2.46%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2016年10-12月期に14.9%の大幅な上昇となりました。日本円は2016年の大半で上昇していましたが、特に米国の大統領選挙後において日米の金利差拡大観測が強まったことなどから、11月と12月に急落しました。金融セクターは2016年半ばに上昇に転じ、10-12月期には上昇ペースが加速したため、30.0%のリターンとなり、全セクターの中で最も高いパフォーマンスとなりました。生活必需品やヘルスケアなどのディフェンシブ・セクターは10-12月期のリターンに最大のマイナス寄与となりました。

2016年全体を通じて、S&P GIVI ジャパンにおける「本源的価値の高い構成銘柄」と「ベータの低い構成銘柄」のパフォーマンス格差が拡大しました。こうした2つのカテゴリーの超過リターンの間に見られる3年間の相関は-0.77まで低下しました(図表2参照)。S&P GIVI ジャパンでは、本源的価値に基づいて銘柄のウェイトを決定する前に、低ベータを条件にスクリーニングを行います。したがって、S&P GIVI ジャパンのパフォーマンスは、低ベータの構成銘柄の影響をより強く受ける傾向があります(図表3参照)。本源的価値の高い構成銘柄はベンチマークをアウトパフォームしましたが、指数は2016年にベンチマークをアンダーパフォームしており、これは以上の2つの理由によるところが大きいと考えられます。

S&P GIVI ジャパンは2012年3月の算出開始以降、年率換算ベースでS&P 日本総合指数を1.43%アウトパフォームしています。パフォーマンスの寄与度としては、ベータ値の低い構成銘柄(0.97%)が本源的価値の高い構成銘柄(0.55%)を上回っています。低ベータと本源的価値を組み合わせることで、付加価値が生み出されたものと考えられます。S&P GIVI ジャパンではボラティリティが抑えられていたため、リスク調整後リターンは0.99%となり、ベンチマークの0.84%を上回りました。ベンチマークに対するS&P GIVI ジャパンの年率換算の超過リターンは2.24%となり、ベータは0.93となりました。

#### 寄稿者：

Tianyin Cheng、マーケット・コメント、アソシエイト・ディレクター、戦略指数、[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。

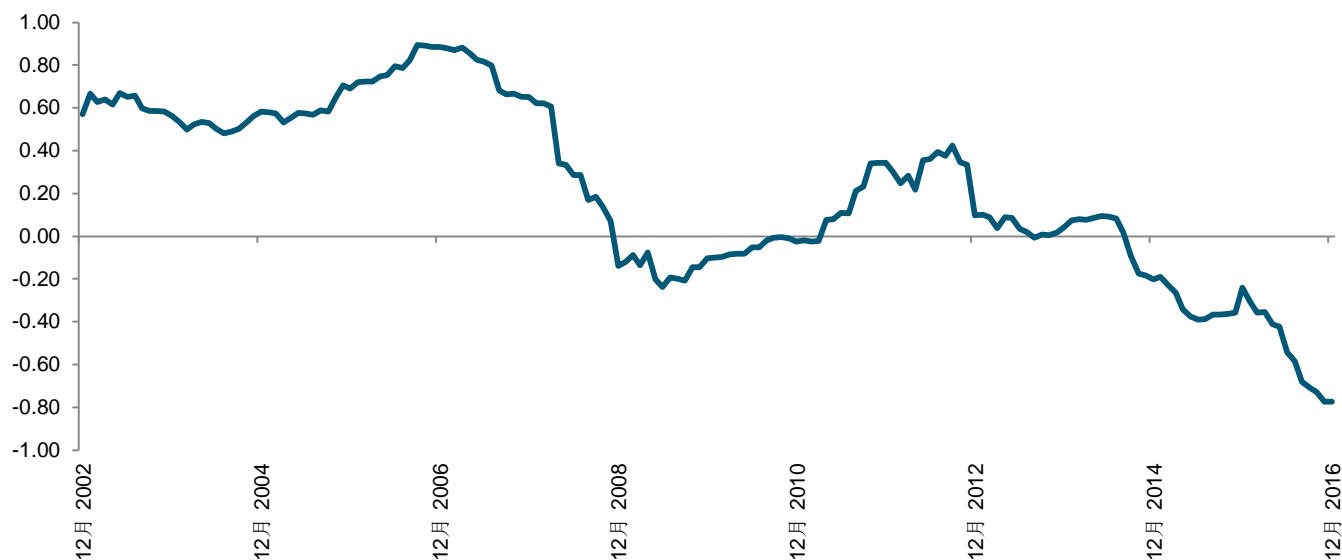
<sup>1</sup> S&P GIVI ジャパンは、S&P 日本総合指数から構成された戦略指数であり、S&P 日本総合指数をベンチマークとしています。S&P GIVI ジャパンとベンチマークとのトラッキング・エラーは、戦略のリターンとベンチマークのリターンとの差であり、特定の要因へのエクスポージャーに関連するリスクを反映しています。トラッキング・エラーは、月々の超過リターンの年率換算標準偏差です。指数に直接投資することはできません。

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	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
2016年10-12月期	14.75	18.11	12.06	14.89	-0.14	3.22	-2.83
2016年下半期	22.40	29.00	17.02	22.77	-0.38	6.22	-5.76
2016年	0.42	2.14	-1.00	0.68	-0.26	1.46	-1.68
2012年3月以降(年率換算)	16.61	15.73	16.16	15.18	1.43	0.55	0.97
<b>算出開始以降のパフォーマンス(S&amp;P 日本総合指数との比較(年率換算))</b>							
ボラティリティ(%)	16.78	18.72	16.24	17.99	-	-	-
リターン/ボラティリティ	0.99	0.84	0.99	0.84	-	-	-
トラッキング・エラー(%)	2.46	1.93	3.17	-	-	-	-
アルファ(%)	2.24	0.06	2.28	-	-	-	-
ベータ	0.93	1.04	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2016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  $R_{i,t} = \alpha + \beta \cdot RBMI_{i,t} + \varepsilon_t$  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。

図表 2: S&P GIVI ジャパンにおける「本源的価値の高い構成銘柄」と「ベータの低い構成銘柄」の3年ローリング相関



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。1999年12月31日から2016年12月31日までのデータを示しています。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。

図表 3:「本源的価値の高い構成銘柄」と「ベータの低い構成銘柄」に対する S&amp;P GIVI ジャパンの回帰分析

指数	係数	T 統計値
切片	0.16%	4.70
S&P イントリンシック・バリュー加重ジャパン指数	0.36	11.79
S&P 低ベータ・ジャパン指数	0.56	16.83

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。1999 年 12 月 31 日から 2016 年 12 月 31 日までのデータを示しています。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。

## 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 エンハンスト・バリュー日本中大型株指数](#)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

日本の株式市場が 2016 年 10-12 月期に上昇した際に、エンハンスト・バリュー、クオリティ、バイバックの各指数はベンチマークである [S&P 日本総合指数](#)をアウトパフォームしました。10-12 月期にはエンハンスト・バリュー指数がベンチマークを 12%以上アウトパフォームし、5 つの指数の中で最も高いパフォーマンスとなりました。一方、モメンタム指数はベンチマークを 7.6%アンダーパフォームし、最も低いパフォーマンスとなりました。セクター・ローテーションが起きる局面では、これは予想外のことでありません。低ボラティリティ指数はベンチマークを 3.8%アンダーパフォームし、2 番目に低いパフォーマンスとなりました。

過去 3 年間の期間で見ると、低ボラティリティ・ファクターは絶対リターンで最も高いパフォーマンスを示しており、ベンチマークを年間で 5.05%アウトパフォームしました。低ボラティリティ指数のボラティリティは 12.5%であり、ベンチマークの 16.7%を大きく下回りました。したがって、低ボラティリティ指数の年間のリスク調整後リターンはベンチマークをさらに上回りました(ベンチマークのリスク調整後リターンが 44bp であるのに対し、低ボラティリティ指数は 100bp)。ただし、低ボラティリティ指数は市場に対するベータ値が低いいため、日本の株式市場が今後も上昇基調で推移するならば、ベンチマークをアンダーパフォームする可能性があるかと予想されます。

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
<b>累積リターン(%)</b>						
1ヶ月	4.37	6.81	4.60	3.52	5.20	3.54
2ヶ月	8.25	17.62	9.08	4.37	8.14	9.24
3ヶ月	11.14	26.93	15.82	7.33	15.55	14.89
2016年	0.97	2.71	6.10	-8.03	0.91	0.68
<b>年間リターン(%)</b>						
1年	0.97	2.71	6.10	-8.03	0.91	0.68
3年	12.42	7.67	10.93	2.70	9.21	7.37
5年	19.08	16.83	19.94	16.36	18.74	18.33
10年	5.11	4.85	2.77	-3.43	3.10	0.94
<b>年間ボラティリティ(%)</b>						
3年	12.45	22.42	16.48	16.80	17.16	16.65
5年	14.22	22.21	17.14	18.30	17.87	18.07
10年	13.68	23.48	19.66	20.58	18.39	19.38
<b>年間リターン/年間ボラティリティ</b>						
3年	1.00	0.34	0.66	0.16	0.54	0.44
5年	1.34	0.76	1.16	0.89	1.05	1.01
10年	0.37	0.21	0.14	-0.17	0.17	0.05
<b>12ヶ月の最大ドローダウン(%)</b>						
10年	-25.61	-46.77	-49.62	-55.51	-42.90	-46.32

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。2006年12月31日から2016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 ジェット	FTSE RAFI 日本指数	MSCI ジャパン・バリュー加重指数	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	4.09	3.77	4.31	3.50	3.28	3.38	4.55	3.47	3.52	3.54
2ヶ月	9.18	11.89	12.80	7.63	9.03	9.39	9.87	9.15	9.09	9.24
3ヶ月	14.75	19.01	19.75	10.56	14.93	15.01	16.38	14.95	14.70	14.89
2016年	0.42	2.03	1.73	0.94	-2.42	-0.40	2.38	0.31	0.44	0.68
<b>年間リターン(%)</b>										
1年	0.42	2.03	1.73	0.94	-2.42	-0.40	2.38	0.31	0.44	0.68
3年	9.64	7.77	7.96	10.97	4.98	6.45	7.38	7.42	7.25	7.37
5年	19.26	18.42	18.69	17.84	15.34	17.86	19.91	18.26	18.23	18.33
10年	0.42	2.03	1.73	0.94	-2.42	-0.40	2.38	0.31	0.44	0.68
<b>年間ボラティリティ(%)</b>										
3年	15.25	19.00	19.42	12.85	16.96	17.49	17.47	16.98	16.76	16.65
5年	16.75	20.05	20.18	14.72	17.74	18.73	18.41	18.29	18.18	18.07
10年	17.33	21.06	21.02	15.02	21.02	19.93	20.74	19.40	19.44	19.38
<b>年間リターン/年間ボラティリティ</b>										
3年	0.63	0.41	0.41	0.85	0.29	0.37	0.42	0.44	0.43	0.44
5年	1.15	0.92	0.93	1.21	0.86	0.95	1.08	1.00	1.00	1.01
10年	0.17	0.08	0.10	0.21	-0.03	0.03	0.14	0.05	0.05	0.05
<b>12ヶ月の最大ドローダウン(%)</b>										
10年	-40.70	-45.89	-46.20	-34.31	-47.47	-47.11	-47.84	-45.69	-46.29	-46.32

出所: S&Pダウ・ジョーンズ・インデックスLLC、MSCI、FTSE、TSE。\* JPX/日経400のパフォーマンスは日本円建ての価格リターンに基づいています。その他全て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。2006年12月31日から2016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 on March 19, 2012. The S&P Intrinsic Value Weighted Japan Index and S&P Low Beta Japan Index were launched on May 8, 2014. The S&P Japan 500 Low Volatility Index was launched on June 8, 2015. The S&P Enhanced Value Japan LargeMidCap Index was launched on April 27, 2015. The S&P Quality Japan LargeMidCap was launched on June 8, 2014. The S&P Momentum Japan LargeMidCap was launched on Nov. 18, 2014. The S&P Japan 500 Buyback Index was launched on Oct. 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. Complete index methodology details are available at [www.spdji.com](http://www.spdji.com).

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.

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. 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 © 2017 by S&P Dow Jones Indices LLC, a part of S&P Global. All rights reserved. Standard & Poor's®, S&P 500® and S&P® are registered trademarks of Standard & Poor's Financial Services LLC ("S&P"), a subsidiary of S&P Global. Dow Jones® is a registered trademark of Dow Jones Trademark Holdings LLC ("Dow Jones"). Trademarks have been licensed to S&P Dow Jones Indices LLC. Redistribution, reproduction and/or photocopying in whole or in part are prohibited without written permission. This document does not constitute an offer of services in jurisdictions where S&P Dow Jones Indices LLC, Dow Jones, S&P or their respective affiliates (collectively "S&P Dow Jones Indices") do not have the necessary licenses. 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. Past performance of an index is not a guarantee of future results.

It is not possible to invest directly in an index. Exposure to an asset class represented by an index is 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 vehicle. 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 Dow Jones Indices keeps certain activities of its business units separate from each other in order to preserve the independence and objectivity of their respective activities. As a result, certain business units of S&P Dow Jones Indices may have information that is not available to other business units. S&P Dow Jones Indices 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.