

スタイル・エクスポージャーとセクター・エクスポージャー



Craig Lazzara

マネージング・ディレクター、コア・プロダクト・マネジメント
S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス

この資料は、2023年1月11日に弊社ブログ Indexology®に掲載された文書の翻訳版です。英語版と日本語版の間に内容の相違がある場合は英語版をご参照下さい。

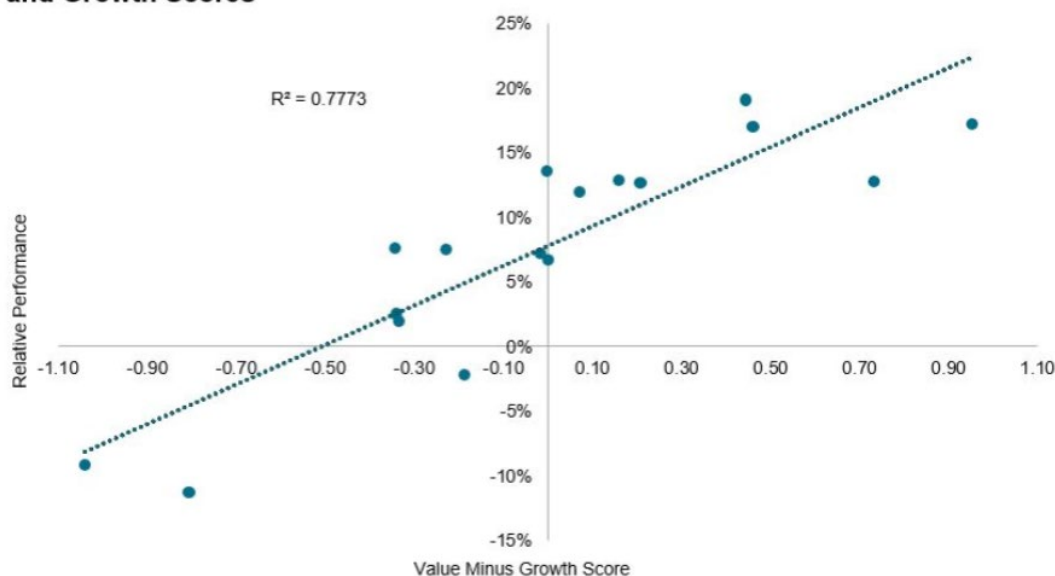
英語版：<https://www.indexologyblog.com/2023/01/11/style-chicken-or-sectoral-egg/>

当社が発行した S&P 500 ファクター・ダッシュボード (2022年12月) には以下の図表1が掲載されています。横軸 (X軸) は、ダッシュボードにある17の各ファクター指数のそれぞれのバリュー・スコアとグロース・スコアの加重平均の差 (2022年初め時点) を示しています。縦軸 (Y軸) は、S&P 500 に対する各指数の2022年の相対パフォーマンスを示しています。

図表1は、昨年における各ファクター指数間のパフォーマンスの違いの80%近くが、バリュー・スコアとグロース・スコアの差に起因していることを示しています。2022年にはバリュー指数とグロース指数のリターンに大きな差があったため、当然ながらスタイル・エクスポージャーがファクター指数のリターンに大きな影響を及ぼしました。2022年には S&P 500 バリュー指数 が S&P 500 グロース指数 を24%アウトパフォーマンスし、1年間のアウトパフォーマンス幅としては2000年以降で最も大きく、1995年以降では4番目に大きい水準となりました。

図表1：ファクター指数のパフォーマンス (バリュー・スコアからグロース・スコアを差し引いた値が大きければ大きいほど、ファクター指数のパフォーマンスが高い)

Exhibit 1: Factor Index Performance as a Function of Difference between Value and Growth Scores



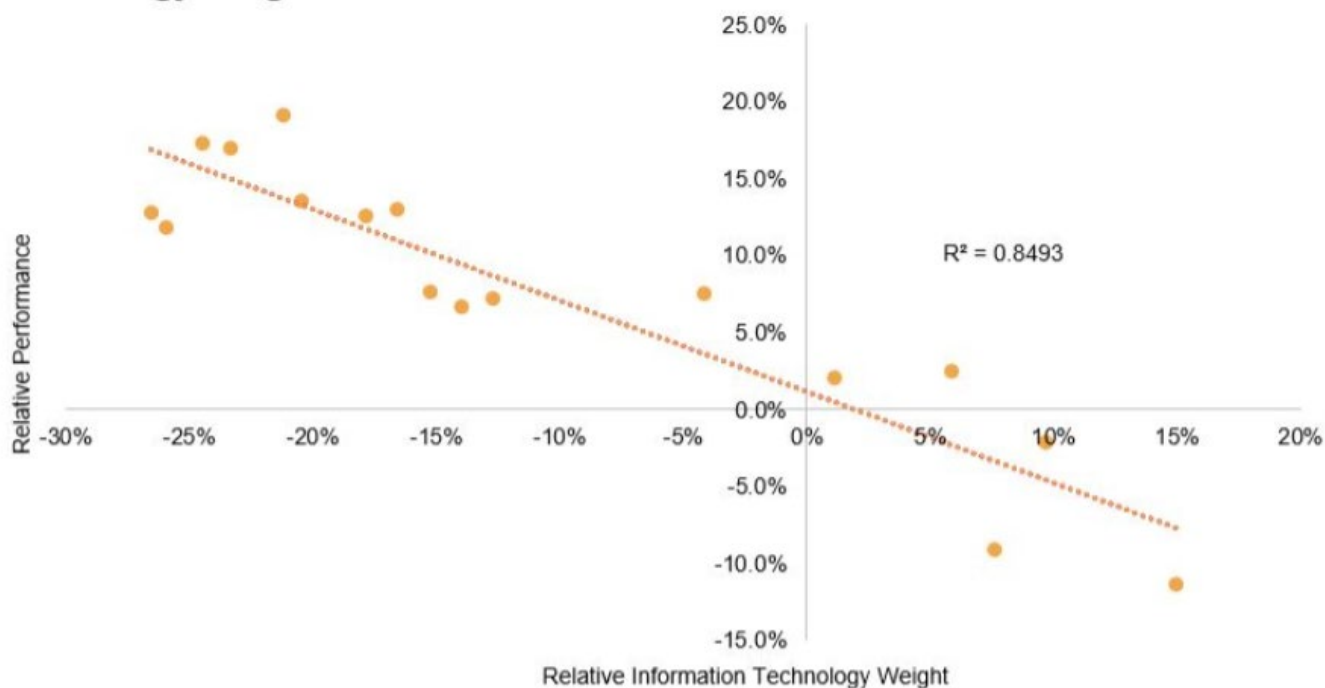
Source: S&P Dow Jones Indices LLC. Data as of Dec. 30, 2022. Past performance is no guarantee of future results. Chart is provided for illustrative purposes.

出所：S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC。2022 年 12 月 30 日現在のデータ。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。

ファクター指数の相対リターンを分析する上では、上記のスタイル・スコアだけでなく、セクター・エクスポージャーも重要な要素となります。S&P 500 の中で最も高い比率を占める情報技術（IT）セクターは、2022 年にベンチマークを 28%アンダーパフォームしました。図表 2 は、各ファクター指数の IT セクターの相対ウェイトと相対パフォーマンスの関係を示しています。各ファクター指数における IT セクターのウェイトが、バリュースコアとグロース・スコアの差よりもパフォーマンスに大きく影響しています。

図表 2：ファクター指数のパフォーマンス（情報技術セクターのウェイトが大きければ大きいほど、ファクター指数のパフォーマンスが低い）

Exhibit 2: Factor Index Performance as a Function of Relative Information Technology Weight



Source: S&P Dow Jones Indices LLC. Data as of Dec. 30, 2022. Past performance is no guarantee of future results. Chart is provided for illustrative purposes.

出所：S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC。2022 年 12 月 30 日現在のデータ。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。

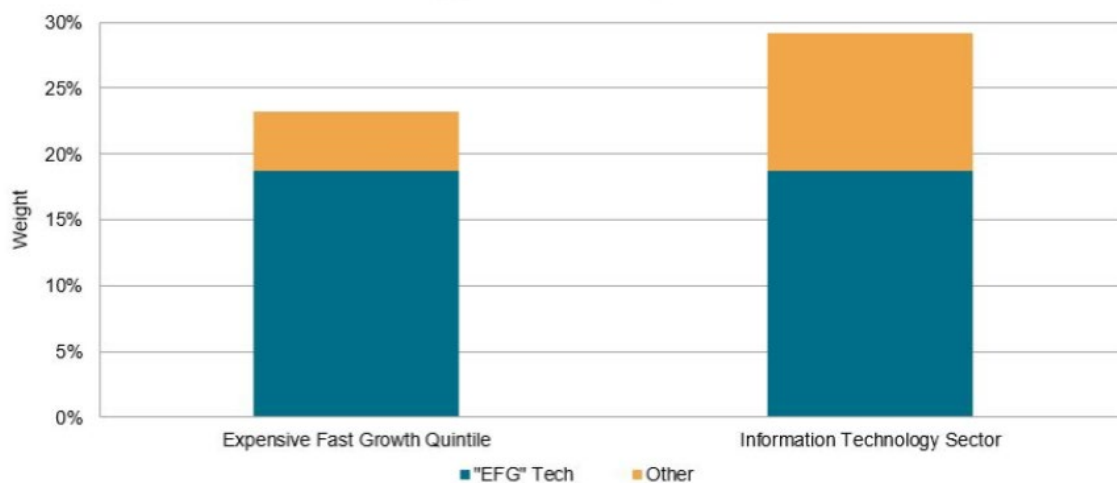
しかし、**セクター・エクスポージャーとスタイル・エクスポージャーは独立した変数ではありません**。2022年において、ITセクターはS&P 500バリュエーション指数の中で最もアンダーウェイトされていたセクターでしたが、S&P 500グロース指数の中では最もオーバーウェイトされていたセクターでした。一方、S&P 500の11のセクターの中で、ITセクターは加重平均バリュエーション・スコアが最も低く、加重平均グロース・スコアが最も高いセクターでした。ここで問題となるのは、ITセクターが割高で急成長しているセクターであるからアンダーパフォーマンスしたのか、あるいはバリュエーション指数がITセクターをアンダーウェイトしていたからアウトパフォーマンスしたのか（グロース指数がITセクターをオーバーウェイトしていたからアンダーパフォーマンスしたのか）ということです。

この問題について考察するため、ここではS&P 500の構成銘柄を、バリュエーション・スコアとグロース・スコアの差が大きい順にランク付けし、指数を5つのグループ（五分位）に分類します。まず初めに、バリュエーション・スコアとグロース・スコアの差が最も大きいグループ（つまり、最も割安で、かつ相対的に成長率の低いグループ）について検証します。IT企業はこのグループの中で7.4%のウェイトを占め、これらのIT企業はITセクターの中で5.0%のウェイトを占めていました。7.4%と5.0%に大きな差はありません。

一方、「最も割高で、かつ成長率の高いグループ（以下、「EFGグループ」という）」では、より大きな差がありました。図表3に示されているように、IT企業はEFGグループの中で81%のウェイトを占めていましたが、「最も割高で、かつ成長率の高い」IT企業はITセクターの中で64%のウェイトにとどまっていた。言い換えれば、ITセクターの中で非EFG企業が占めるウェイト（ $100\% - 64\% = 36\%$ ）は、EFGグループの中でIT企業以外の企業が占めるウェイト（ $100\% - 81\% = 19\%$ ）を上回っていました。

図表3：「割高で、かつ成長率の高い」IT企業は、ITセクター全体のバリュエーションよりも、EFGグループのバリュエーションに対してより大きな影響を与えた

Exhibit 3: Information Technology Was More Important to Valuation than Vice-Versa



Source: S&P Dow Jones Indices LLC. Data as of Dec. 30, 2022. Past performance is no guarantee of future results. Chart is provided for illustrative purposes.

出所：S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC。2022年12月30日現在のデータ。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。

つまり、「割高で、かつ成長率の高い」IT企業は、ITセクター全体よりも、「割高で、かつ成長率の高いグループ」に対してより大きな影響を与えました。この分析結果は、2022年のケースだけに当てはまるものであり、一般的な結論ではありません。他の期間、または他のセクターやファクターに基づいて分析した場合、異なる結論が得られる可能性もあります。しかし、2022年に関して言えば、各ファクター指数におけるITセクターの相対ウェイトが、バリュー・スコアとグロース・スコアの差よりもパフォーマンスに大きく影響したように思われます。

このブログの記事は意見であり、助言ではありません。免責条項をお読み下さい。

S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス免責事項

© S & P グローバルの一部門である **S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC** 2023 年。不許複製。**Standard & Poor's, S&P**、は、S & P グローバルの一部門であるスタンダード・アンド・プアーズ・ファイナンシャル・サービシズ LLC（以下「**S&P**」）の登録商標です。「**ダウ・ジョーンズ**」は、**ダウ・ジョーンズ・トレードマーク・ホールディングズ LLC**（以下「**ダウ・ジョーンズ**」）の登録商標です。商標は、**S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC** にライセンス供与されています。本資料の全体または一部の再配布、複製、そして（または）複写を書面による承諾なしに行うことを禁じます。本資料は、**S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC**、**ダウ・ジョーンズ**、**S&P** 或いはそれぞれの関連会社（これらを合わせて「**S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス**」という）が必要なライセンスを持たない地域におけるサービスの提供を行うものではありません。**S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC** が提供する全ての情報は、個人とは無関係であり、いかなる個人、事業体または集団のニーズに合わせて調整したものではありません。**S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス**は、その指数を第三者にライセンス供与することに関連した報酬を受けています。指数の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。

指数に直接投資することはできません。指数が表すアセット・クラスへのエクスポージャーは、指数に基づく投資可能商品を通して得られます。**S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス**は、第三者が提供し、**S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス**の指数のリターンに基づく投資リターンを提供することを目指す投資ファンド、或いはその他のビークルを提供、推奨、販売、宣伝、或いは運用することはありません。**S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス**は、指数に基づく投資商品が指数のパフォーマンスに正確に連動し、プラスの投資リターンを上げることについて保証しません。**S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC** は投資顧問会社ではなく、**S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス**は、そうした投資ファンド或いはその他の投資ビークルに投資する適否に関して表明することはありません。そうした投資ファンド或いはその他の投資ビークルへの投資決定は、本資料で言及されたいかなる部分も信頼して実行されるべきではありません。そうしたファンド或いはその他のビークルに投資しようとする投資家に対して、投資ファンド或いはその他のビークルの発行体またはその代理人が作成する目論見書または類似文書に記載されているように、そうしたファンドへの投資に伴うリスクを注意深く検討した上で投資することを助言します。指数への証券の組入は、**S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス**によるその証券の買い、売り、または保有の推奨ではなく、また投資助言でもありません。**S&P**の米国のベンチマーク指数及び**ダウ・ジョーンズ**の米国のベンチマーク指数の終値は、**S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス**が、指数構成銘柄の各主要取引所が設定する終値に基づいて計算します。終値は**S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス**がサードパーティ・ベンダーの1社から受け取り、別のベンダーから届く価格と比較することにより検証されます。各ベンダーは終値を主要取引所から受け取ります。日中の実時間価格は、2次検証を経ずに同様に計算されます。

これらの資料は、信頼できると考えられる情報源から一般に公衆が入手できる情報に基づき、情報提供のみを目的として作成されたものです。本資料に記載されるいかなる内容（指数データ、格付、クレジット関連の分析とデータ、モデル、ソフトウェア、或いはその他のアプリケーションまたはそれからの出力）も他のいかなる部分（以下「内容」という）も、**S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス**による事前の書面による承認なくして、いかなる形式といかなる手段によっても、改変、リバースエンジニアリング、再製作または配布、或いはデータベースまたは検索システムへの保存を行うことはできません。内容を、不法な或いは未認可の目的に使用してはいけません。**S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス**及びいかなるサードパーティ・データ・プロバイダー及びライセンサー（合わせて「**S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス**当事者」という）も、内容の正確性、完全性、適時性或いは利用可能性を保証しません。**S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス**当事者は、いかなる過誤、遺漏についても、原因の如何を問わず、内容を用いて得られた結果について責任を負いません。内容は、「現状」ベースで提供されています。**S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス**当事者は、特定の目的または利用に対する販売可能性または適合性についてのいかなる保証も、バグやソフトウェアのエラーまたは欠陥がないこと、内容の機能が中断されないこと、或いは内容が何らかのソフトウェアまたはハードウェア構成により動作することの保証も、以上を含みそれに限定されない、あらゆる明示的または暗示的保証も拒否します。**S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス**当事者は、いかなる場合も、いかなる当事者に対しても、内容の使用に関連して発生する、いかなる直接的、間接的、偶発的、典型的、補償的、懲罰的、特殊な或いは結果的な損害、費用、経費、法的費用、或いは損失に対しても（逸失収入または逸失利益、及び機会費用を含みそれに限定されず）、たとえ損害の可能性について事前に通告を受けていようと、責任を負いません。

S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスは、各事業部の活動の独立性と客観性を維持するために、それぞれの活動を他から隔離しています。その結果、**S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス**の一部の事業部は、他の事業部では入手できない情報を保有する可能性があります。**S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス**は、各分析プロセスの中で受け取った非公開情報の機密を守る方針及び手順を確立しています。

さらに、S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスは、広範なサービスを、証券の発行体、投資顧問会社、証券会社、投資銀行、その他の金融機関及び金融仲業者など多くの組織に提供しています。したがって、これらの組織から報酬その他の経済的便益を受ける可能性があります。これらの組織には、証券やサービスを推奨し、格付け評価し、モデルポートフォリオに組入れ、評価するか別の対応を行う組織が含まれます。

最新のブログ 「**Indexology**」 (英語) をご覧になりたい方は、こちらのサイト

www.indexologyblog.com よりご登録いただくと、更新の都度メッセージが届きます。