

米国の代表的な株価指数である S&P 500[®]と DJIA[®]の比較

Contributor 寄稿者

Garrett Glawe, CFA

マネージング・ディレクター

米国株価指数部門のヘッド

garrett.glawe@spglobal.com

はじめに

米国大型株の動向を表す [S&P 500](#) と [ダウ・ジョーンズ工業株平均[®] \(DJIA\)](#) はともに世界で最も有名な株価指数となっています。これらの指数が開発されたことにより、投資家が株式市場を測定する方法や、投資ポートフォリオのパフォーマンスを評価する方法が変わりました。また、これらの指数は、世界で最も成功している指数連動型商品やデリバティブ契約の基礎としての役割も果たしています。

当社の推定によると、2019 年末時点で、S&P 500 をベンチマークとする運用資産の総額は 11 兆 2,000 億ドルを超えており、そのうち S&P 500 にパッシブに連動する運用資産は 4 兆 6,000 億ドルに上っていました。一方、DJIA をベンチマークとする運用資産の総額は 320 億ドルとなっており、そのうち DJIA にパッシブに連動する運用資産は 280 億ドルに上っていました¹。

上記の推定によると、S&P 500 は DJIA よりも多くの運用資産を集めています。しかし、DJIA にもいくつかの強みがあり、例えば DJIA はよりシンプルな株価指数となっています。また、DJIA は S&P 500 よりも長い歴史を有しており、2021 年 5 月 26 日には算出開始から 125 周年を迎えました。過去のレポート²でも言及したように、DJIA に連動する投資商品の取引高は、DJIA をベンチマークとする運用資産の残高よりも多くなっています。

¹ 出所：S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC。 [資産残高に関する年次調査](#)。2019 年 12 月 31 日。

² Lazzara, Craig, Sherifa Issifu, 及び Tim Edwards。 [「A Window on Index Liquidity: Volumes Linked to S&P DJI Indices」](#) S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC。2019 年 8 月 29 日。

S&P 500 と DJIA の長期のリスク・リターン特性は似ており、両指数の 3 年ローリング相関は高水準となっています。しかし、両指数には、以下のような重要な違いもあります：

- 構成銘柄の数
- 構成企業の規模
- 加重スキーム
- セクター構成
- ファンダメンタルズ
- ファクター・エクスポージャー

本レポートでは、まず最初に両株価指数の類似点を確認し、その後に相違点について掘り下げて考察します。

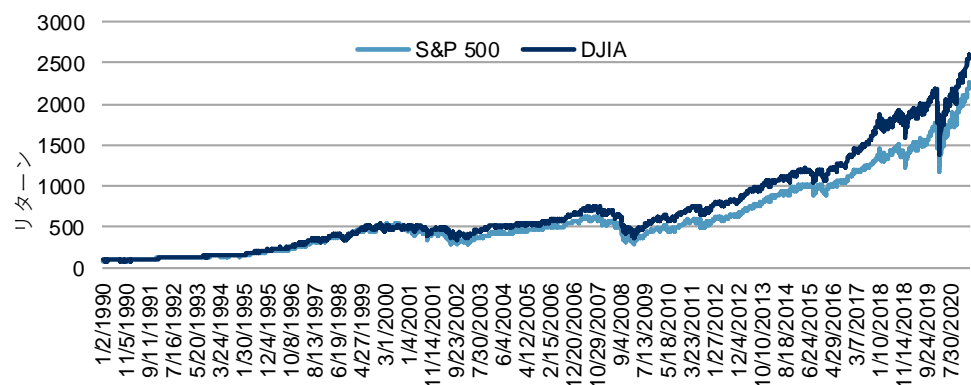
長期パフォーマンス

図表 1 は、1990 年以降における S&P 500 と DJIA の長期パフォーマンスを示しています。この図表は、1990 年の水準を 100 として指数化したものであり、配当を再投資するトータル・リターン指数の日次データを使用して作成されています。S&P 500 と DJIA のリターンはほぼ同様のパターンを示しています。

米国大型株の動向を表す S&P 500 と DJIA はともに世界で最も有名な株価指数となっている

歴史的に、S&P 500 と DJIA のリターンはほぼ同様のパターンを示している...

図表 1：過去のパフォーマンス



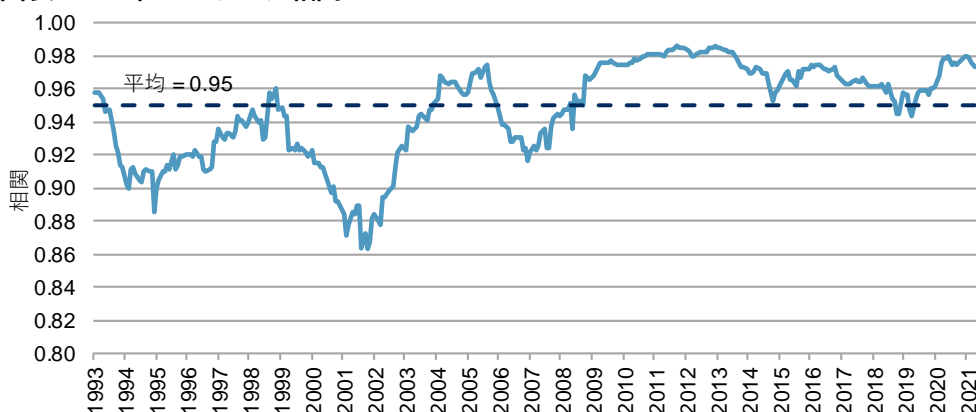
出所：S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC。2021 年 4 月 30 日現在のデータ。指数のパフォーマンスは米ドル建てのトータル・リターンに基づいています。過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。図表は説明目的のために提示されています。

相関

図表 2 は、1993 年以降における S&P 500 と DJIA の 3 年ローリング相関を示しています。相関の長期平均は 0.95 となっており、非常に高い相関を示しています。2001 年には相関が 0.86 まで低下しましたが、2009 年以降は長期平均の 0.95 をほぼ上回って推移しています。両指数は過去において似たようなパフォーマンスを上げており、市場環境の変化に対してほぼ同じような反応を示しています。

...S&P 500 と DJIA の 3 年ローリング相関は高い水準となっており、相関の長期平均は 0.95 となっている

図表 2：3 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。2021 年 4 月 30 日現在のデータ。指数のパフォーマンスは米ドル建てのトータル・リターンに基づいています。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示されています。

長期的なリターンとボラティリティ

両指数のリターンは長期的に高い相関を示していますが、パフォーマンスに大きな差が生じることもありました。図表 3 に示されているように、S&P 500 は過去 1 年及び 3 年の期間において DJIA を大幅にアウトパフォーマンスしていますが、過去 30 年の期間では DJIA が若干アウトパフォーマンスしています。

短期的に見ると、S&P 500 のボラティリティは DJIA を下回っていますが、長期的に見ると、両指数のボラティリティはほぼ同水準となっています。

両指数のリターンは長期的に高い相関を示しているが、パフォーマンスに大きな差が生じることもあった

図表 3：リターン及びボラティリティの特性

期間	S&P 500	DJIA	差
年率トータル・リターン			
1年	45.98	42.12	3.86
3年	18.67	14.52	4.15
5年	17.42	16.48	0.94
10年	14.17	12.95	1.23
20年	8.35	8.53	-0.18
30年	10.60	11.16	-0.56
年率ボラティリティ			
1年	14.52	16.00	-1.48
3年	18.52	18.81	-0.29
5年	14.99	15.52	-0.53
10年	13.63	13.74	-0.11
20年	14.81	14.61	0.20
30年	14.55	14.45	0.10
年率リターン÷年率ボラティリティ			
1年	3.17	2.63	0.53
3年	1.01	0.77	0.24
5年	1.16	1.06	0.10
10年	1.04	0.94	0.10
20年	0.56	0.58	-0.02
30年	0.73	0.77	-0.04

しかし、過去 30 年の期間では DJIA が若干アウトパフォームしている

両指数の相対パフォーマンスには明らかにサイクルがあり、特に 2000 年 6 月から 2003 年 6 月までの期間にはパフォーマンスの差が大きく拡大した

2000 年 6 月の時点で、S&P 500 の 3 年間の年率リターンは DJIA よりも 7.6% 高く、S&P 500 の情報技術セクターのウェイトは DJIA よりも 13% 高かった

* ボラティリティは、月次トータル・リターンの標準偏差として定義されています。

出所：S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC。2021 年 4 月 30 日現在のデータ。指数のパフォーマンスは米ドル建てのトータル・リターンに基づいています。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。表は説明目的のために提示されています。

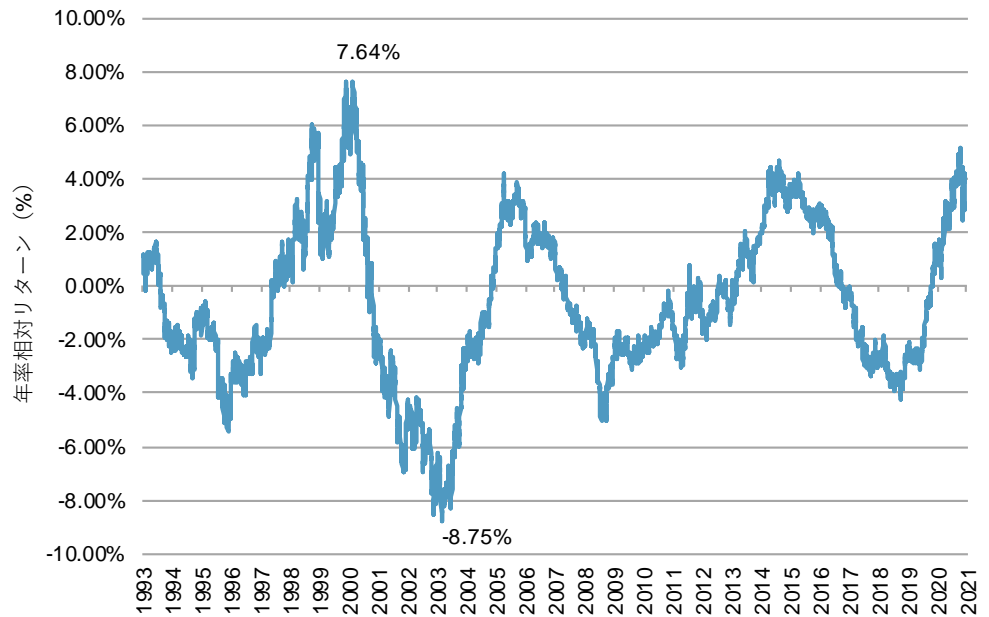
図表 4 は、S&P 500 と DJIA の 3 年ローリング年率パフォーマンスの差を表しており、両指数の相対パフォーマンスに明らかにサイクルがあることを示しています。2000 年 6 月から 2003 年 6 月までの期間についてはパフォーマンスの差が大きく変化しており、各指数のセクター配分がパフォーマンスに大きく影響していることを示しています。

2000 年 6 月 20 日時点で、S&P 500 と DJIA の 3 年間の年率リターンはそれぞれ 19.6%、12.0%であったため、リターンの差は 7.6%となっていました。その時点で、S&P 500 の情報技術セクターのウェイトは 33%となっていた一方、DJIA の同セクターのウェイトは 20%でした。

その後の 3 年間にわたって IT バブル崩壊の影響が広がり、S&P 500 の情報技術セクターの企業は年率 32%の下落となりました。2003 年 6 月 20 日

までには、DJIA の下落率は 2.25%にとどまった一方、S&P 500 は 11.00% の大幅な下落となり、リターンの差は 8.75%まで拡大しました。

図表 4：3 年間の年率相対リターン



IT バブル崩壊の影響が広がる中で、2003 年 6 月までに、DJIA の下落率は 2.25%にとどまった一方、S&P 500 は 11.00%の大幅な下落となった

出所：S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC。2021 年 4 月 30 日現在のデータ。指数のパフォーマンスは米ドル建てのトータル・リターンに基づいています。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示されています。

指数メソドロジー

S&P 500 と DJIA の構成にはいくつかの重要な相違点がある

S&P 500 と DJIA の構成にはいくつかの重要な相違点があります。図表 5 では、各指数のメソドロジーの概要を示しています。

S&P 500 は、世界産業分類基準 (GICS®) における 11 のすべてのセクターの企業が含まれます。一方、DJIA では「公益事業」セクターと「運輸」産業グループが除外されており、これらはダウ・ジョーンズ公益株平均及びダウ・ジョーンズ輸送株平均でカバーされています。

S&P 500 は、GICS に
おける 11 のすべてのセ
クターが含まれている
が、DJIA では「公益事
業」セクターと「運
輸」産業グループが除
外されている

S&P 500 では浮動株調
整後時価総額に基づい
て構成銘柄のウェイト
を設定するが、DJIA で
は単純に株価によって
構成銘柄のウェイトを
設定する

ウェイトの設定方法も、両指数の重要な相違点の 1 つとなっています。

S&P 500 では、浮動株調整後時価総額に基づいて構成銘柄のウェイトを設定します。企業の時価総額は、発行済株数に株価を乗じて計算されます。

「浮動株」とは、市場参加者が容易に取引できる株式をいいます。

インサイダーが保有している株式で、市場で自由に取引されない株式については、企業の浮動株調整後時価総額から除外されます。インサイダーとは、企業の役員、取締役、及び政府系機関などを指します。インサイダーが株式を保有している場合、企業の合計時価総額は浮動株調整後時価総額よりも大きくなります。例えば、2021 年 4 月 30 日時点のアマゾンの合計時価総額は 1 兆 7,500 億ドルでしたが、浮動株調整後時価総額は 1 兆 4,800 億ドルでした。

一方、DJIA では、単純に株価によって構成銘柄のウェイトを設定します。後述の「上位 10 銘柄」のセクションでは、各指数における構成銘柄のウェイトの計算方法について、マイクロソフトを例に挙げて説明しています。

S&P 500 では、新たな銘柄を採用する際の条件として、複数の適格性基準（収益、流動性、浮動株、及び新規株式公開からの期間など）を設けています。ただし、既存の構成銘柄がこれらの基準の 1 つを満たさなくなったとしても、指数から自動的に除外されるわけではありません。

一方、DJIA には、正式な適格性基準はありません。一般に、非常に評判が良く、持続的な成長を示し、多くの投資家の高い関心を集めている企業が DJIA に採用されます。しかし、DJIA の指数ユニバースは S&P 500 です。ある銘柄が S&P 500 に採用され、その後 DJIA に採用されるのであれば、その銘柄は S&P 500 に最初に採用された時点で、S&P 500 の適格性基準を満たしていたことになります。

S&P 500 は米国指数委員会によって管理されている一方で、DJIA は株価平均委員会によって管理されています。各委員会は定期的に会合を開き、指数への採用、コーポレート・アクションの取り扱い、及び指数メソッドロジの変更などに関して最終的な判断を行います。

S&P 500 では、複数の適格性基準（収益、流動性、浮動株、新規株式公開からの期間など）を設けている...

...一方、DJIA には正式な適格性基準はない

しかし、DJIA の指数ユニバースは S&P 500 であるため、DJIA の構成銘柄は S&P 500 の適格性基準を満たしていることになる

図表 5：指数メソドロジー

基準	S&P 500	DJIA
セクター構成	世界産業分類基準（GICS）における 11 のすべてのセクターが含まれる	広範なセクターをカバーするが、「運輸」産業グループと「公益事業」セクターは除外される
加重方法	浮動株調整後時価総額加重	株価加重
収益	直近 4 四半期における一般会計原則（GAAP）ベースの損益の合計がプラスであり、直近の四半期においても収益を計上している*	DJIA の銘柄選択は、定量的なルールに基づいて行われるわけではない。評判が非常に良く、持続的な成長を示し、多くの投資家の高い関心を集めている企業に限ってのみ、銘柄が追加される。
流動性	浮動株調整後時価総額に対する年間売買代金（米ドル建て）の割合が 1.00 以上であり、評価日までの 6 カ月間の各月における売買高が最低 250,000 株である必要がある	特に規定されていない
浮動株	発行済株式総数の少なくとも 10% が、市場で取引されている浮動株である必要がある**	特に規定されていない
新規株式公開からの期間	新規株式公開から指数への追加を検討するまでに 12 カ月が経過している必要がある	特に規定されていない
構成銘柄の再構築	年間を通して、コーポレート・アクションが発生したタイミングで実施される	必要に応じて変更が行われる
リバランス	四半期ごとに行われ、3 月、6 月、9 月、及び 12 月の第 3 金曜日の取引終了後に有効となる	必要に応じて変更が行われる
時価総額	浮動株調整前時価総額が 131 億ドル以上である必要である***	特に規定されていない（「指数の特性」のセクションの図表 6 を参照）
構成銘柄の本籍地	米国企業である必要がある。企業の本籍地については、年次報告書（フォーム 10-K）、固定資産、売上高、及び上場証券取引所などの複数の基準に基づいて判断する	各企業は米国で設立され、米国に本社を構えている必要がある。さらに、売上高の大部分を米国で得ている必要がある
指数ユニバース	S&P トータル・マーケット指数（TMI）	S&P 500
指数委員会	米国指数委員会	株価平均委員会

* 2014 年以前の S&P DJI の収益基準では、「4 四半期連続の増益」が条件でしたが、それ以降は、「直近 4 四半期の損益の合計がプラス」に変更されました。

** 浮動株調整前時価総額の基準を満たしている企業は、証券レベルの浮動株調整後時価総額基準も満たす必要があります。証券レベルの浮動株調整後時価総額基準は、それぞれの指数における企業レベルの最低浮動株調整前時価総額基準の少なくとも 50% となります。

*** 2021 年 6 月 3 日から有効となります。時価総額レンジの見直しを適宜行い、市場状況との整合性を保ちます。

出所：S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC。2021 年 4 月 30 日現在のデータ。表は説明目的のために提示されています。

指数の特徴

周知の通り、S&P 500 は米国の大手企業 500 社で構成されている一方、DJIA には 30 銘柄しか組み入れられていない

DJIA は 1896 年 5 月 26 日に算出が開始され、これは S&P 500 の算出が開始される 60 年以上も前である。DJIA は非常に長い歴史を有している

構成銘柄の時価総額データを見ると、DJIA の合計時価総額の平均値と中央値は S&P 500 のそれらを上回っている

図表 6 では、S&P 500 と DJIA の特徴を示しています。周知の通り、S&P 500 は米国の大手企業 500 社で構成されている一方、DJIA には 30 銘柄しか組み入れられていません。両指数は、米国経済における幅広い業種をカバーするように設計されています。

S&P 500 には現在、505 の構成銘柄と 500 の企業が含まれています。2021 年 4 月 30 日時点で、S&P 500 には複数のシェア・クラスを持つ企業が 5 社あります。これらは、アルファベット、ディスカバリー、フォックス・コーポレーション、ニュース・コーポレーション、及びアンダーアーマーです。

DJIA は 1896 年 5 月 26 日に算出が開始されました。これは、S&P 500 の算出が開始される 60 年以上も前となります。DJIA は非常に長い歴史を有し、その間には、世界大恐慌のような様々な歴史的出来事が起きました。

構成銘柄の時価総額データを見ると、DJIA の合計時価総額の平均値と中央値は S&P 500 のそれらを上回っています。DJIA は、S&P 500 に組み入れられている多くの同業他社よりも規模の大きなブルーチップ銘柄で構成されているため、これは当然であると言えます。両指数には現在、アップルが含まれており、同社の合計時価総額は両指数の中で最大の 2 兆 2,000 億ドルとなっています。最後に、DJIA における上位 10 銘柄のウェイトは 53%となっており、S&P 500 の 28%を大きく上回っています。

ファンダメンタルズに関しては、株価収益率（実績及び予想）に基づくと、S&P 500 の方が相対的に割高となっています。一方、株価純資産倍率または株価キャッシュフロー倍率で見ると、DJIA の方が割高となっています。DJIA の配当利回りは S&P 500 を 0.4%上回っています。

ファンダメンタルズに
関しては、株価収益率
(実績及び予想)に基
づく、S&P 500の方
が相対的に割高となっ
ている

一方、株価純資産倍率
または株価キャッシュ
フロー倍率で見ると、
DJIAの方が割高となっ
ている

DJIAの配当利回りは
S&P 500を0.4%上回
っている

図表 6：指数の特徴

特徴	S&P 500	DJIA
企業数	500	30
構成銘柄数	505*	30
算出開始日	1957年3月4日	1896年5月26日
最初の基準日	1928年1月3日	1896年5月26日
構成銘柄の時価総額 (単位：100万ドル)		
平均値	73,797	340,792
中央値	30,148	204,962
最大値	2,206,963	2,206,963
最小値	4,585	39,007
最大構成銘柄のウェイト (%)	5.86	7.75
上位 10 銘柄のウェイト (%)	28.29**	52.93
ファンダメンタルズ***		
株価収益率 (実績)	39.90	28.80
株価収益率 (予想)	22.39	20.37
株価純資産倍率	4.06	5.20
株価売上高倍率	2.76	2.73
株価キャッシュフロー倍率	26.42	31.29
配当利回り (%)	1.40	1.80

* S&P 500 では現在、複数のシェア・クラスを持つ企業が 5 社あります：アルファベット、ディスカバー、フォックス・コーポレーション、ニュース・コーポレーション、及びアンダーアーマー。

** 11 の構成銘柄と 10 の企業に基づく数値です。アルファベットの A 株と C 株は 1 つにまとめられています。

*** S&P 500 の株価収益率 (予想) 及び配当利回りは 2021 年 4 月 30 日現在の数値です。S&P 500 の株価収益率 (実績)、株価純資産倍率、株価売上高倍率、及び株価キャッシュフロー倍率は 2020 年 12 月 31 日現在の数値です。DJIA のすべてのファンダメンタルズは 2021 年 4 月 30 日現在の数値です。出所：S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC。2021 年 4 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。表は説明目的のために提示されています。

売買回転率

次に、S&P 500 と DJIA の年間売買回転率について説明します (図表 7 を参照)。1997 年から 2020 年までの期間において、両指数の年間売買回転率の平均に大きな差はなく、S&P 500 が 4.56%であったのに対して、DJIA は 5.82%でした。しかし、各年の売買回転率を見ると、S&P 500 の方が安定して推移しています。株価平均委員会は DJIA の構成銘柄をそれほど頻繁に変更していませんが、DJIA には 30 銘柄しかいないため、構成銘柄の変更が行われれば、年間売買回転率は大きく上昇することになります。

DJIA における構成銘柄の直近の変更は 2020 年 8 月 31 日の取引開始前に有効となりました。エクソンモービルに代わりセールスフォース・ドット

コム、ファイザーに代わりアマジェン、レイセオン・テクノロジーズに代わりハネウェル・インターナショナルがそれぞれ採用されました。このような構成銘柄の変更が行われた背景には、DJIAの構成銘柄であるアップルが1対4の株式分割を実施したことがあります。同社の株式分割により、DJIAにおける情報技術セクターのウェイトが低下しました。これを受け、株価平均委員会は構成銘柄の変更を行うことにより、情報技術セクターのウェイト低下を補うとともに、指数の分散を強化しました。

1997年から2020年までの期間において、両指数の年間売買回転率の平均に大きな差はなく、S&P 500が4.56%であったのに対して、DJIAは5.82%であった

しかし、各年の売買回転率を見ると、S&P 500の方がDJIAよりも安定して推移している

株価平均委員会はDJIAの構成銘柄をそれほど頻繁に変更しないが、構成銘柄を変更すれば、年間売買回転率は大きく上昇することになる

図表 7：時価総額加重売買回転率（一方向）

年	一方向の売買回転率 (%) ³		
	S&P 500	DJIA	売買回転率の差
2020	4.17*	14.72	-10.55
2019	4.30*	1.39	2.91
2018	4.77	1.13	3.64
2017	3.75	2.36	1.39
2016	4.69	0.00	4.69
2015	3.64	7.87	-4.23
2014	3.05	0.00	3.05
2013	3.27	10.91	-7.64
2012	4.37	3.92	0.45
2011	3.64	0.00	3.64
2010	3.73	0.07	3.66
2009	4.48	3.01	1.47
2008	3.87	9.77	-5.90
2007	5.21	0.73	4.48
2006	4.54	0.04	4.50
2005	5.73	4.00	1.73
2004	3.10	10.20	-7.10
2003	1.45	3.86	-2.41
2002	3.82	0.69	3.13
2001	4.43	8.97	-4.54
2000	8.91	9.85	-0.94
1999	6.16	23.11	-16.95
1998	9.46	1.62	7.84
1997	4.92	21.42	-16.50
平均	4.56	5.82	-

* 2020年3月10日に、2019年及び2020年の売買回転率の数値がアップデートされました。このアップデートでは、[S&P 小型株 600®](#)、[S&P 中型株 400®](#)、及び S&P 500 の中での構成銘柄の入れ替えにつ

³ 指数の売買回転率の算出方法に関する詳しい情報については、S&P DJI の[指数算出メソドロジー](#)を参照ください。

いては売買回転率の対象としないことだけを反映しました。

出所：S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC。2021 年 4 月 30 日現在のデータ。表は説明目的のために提示されています。

上位 10 銘柄

両指数のウェイト上位 10 銘柄の両方に入っている銘柄は、マイクロソフトの Visa の 2 社だけである

図表 8 は、各指数のウェイト上位 10 銘柄を示しています。両指数のウェイト上位 10 銘柄の両方に入っている銘柄は、マイクロソフトの Visa の 2 社だけです。ここでは、各指数におけるマイクロソフトのウェイトを例に挙げ、各指数で用いられるウェイト設定方法の影響について説明します。

2021 年 4 月 30 日現在、マイクロソフトの浮動株調整後時価総額は 1 兆 9,000 億ドルであり、S&P 500 で 2 番目にウェイトの大きい銘柄となっています。S&P 500 におけるマイクロソフトのウェイトは 5.38%であり、これは同社の浮動株調整後時価総額である 1 兆 9,000 億ドルを、S&P 500 の合計時価総額である 35 兆 3,800 億ドルで除して計算されています。

S&P 500 で 2 番目にウェイトの大きい銘柄であるマイクロソフトのウェイトは 5.38%であり、これは同社の浮動株調整後時価総額である 1 兆 9,000 億ドルを、S&P 500 の合計時価総額である 35 兆 3,800 億ドルで除して計算されている

DJIA は株価加重指数であり、指数における各銘柄のウェイトは株価によって決まります。2021 年 4 月 30 日現在、マイクロソフトの株価は 252.18 ドルでした。DJIA における同社のウェイトは 4.90%であり、これは 252.18 ドルを、DJIA の全 30 銘柄の株価の合計 (5,184.54 ドル) で除して計算されています。

株価加重指数である DJIA におけるマイクロソフトのウェイトは 4.90%であり、これは同社の株価 (252.18 ドル) を、DJIA の全 30 銘柄の株価の合計 (5,184.54 ドル) で除して計算されている

図表 8：上位 10 社

S&P 500		DJIA	
企業名	指数に占めるウェイト (%)	企業名	指数に占めるウェイト (%)
アップル	5.86	ユナイテッドヘルス・グループ	7.75
マイクロソフト	5.38	ゴールドマン・サックス・グループ	6.77
Amazon.com	4.19	ホーム・デポ	6.29
アルファベット A 株 + C 株*	3.96	マイクロソフト	4.90
フェイスブック A 株	2.21	アムジェン	4.65
テスラ	1.54	マクドナルド	4.59
パークシャー・ハサウェイ B 株	1.48	ボーイング	4.55
JP モルガン・チェース	1.33	ビザ A 株	4.54
ジョンソン・エンド・ジョンソン	1.21	セールスフォース・ドットコム	4.47
ビザ A 株	1.12	キャタピラー	4.43

* アルファベットの A 株と C 株は 1 つにまとめられています。

出所：S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC。2021 年 4 月 30 日現在のデータ。図表は説明目的のために提示されています。

セクター

S&P 500 は DJIA に対して、コミュニケーション・サービス、情報技術、及び公益事業などのセクターをオーバーウェイトとしている

次に、両指数におけるセクター・ウェイトの差について見ていきます。図表 9 では、2021 年 4 月 30 日現在における各指数内のセクター・ウェイトを示しており、両指数間のセクター・ウェイトの差が大きい順に並べています。

S&P 500 が DJIA に対してオーバーウェイトとなっている上位 3 セクターは、コミュニケーション・サービス、情報技術、及び公益事業となっています。一方、S&P 500 が DJIA に対してアンダーウェイトとなっている上位 3 セクターは、ヘルスケア、金融、及び資本財・サービスとなっています。

...一方、ヘルスケア、金融、及び資本財・サービスなどのセクターをアンダーウェイトとしている

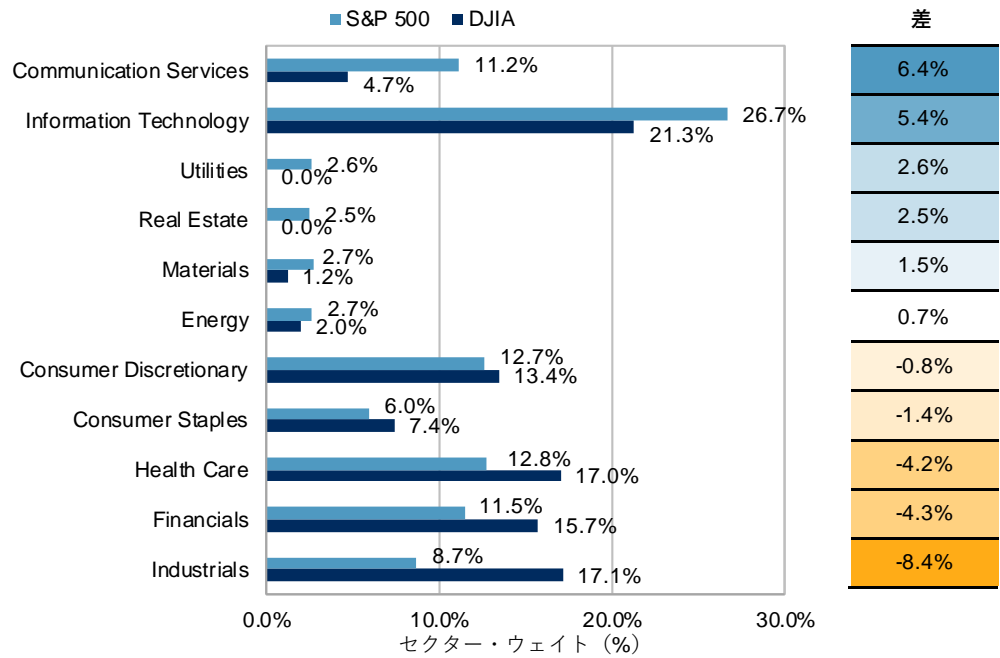
DJIA では、公益事業セクターのウェイトが 0% となっています。このセクターは DJIA から除外されており、代わりに [ダウ・ジョーンズ公益株平均](#) が同セクターをカバーしています。また、世界産業分類基準 (GICS) における「運輸」産業グループも DJIA から除外されており、代わりに [ダウ・ジョーンズ輸送株平均](#) がこの産業グループをカバーしています。ダウ・ジョーンズ株平均指数は以下のような構成となっています：

ダウ・ジョーンズ・コンポジット平均 (65 銘柄)
 = ダウ・ジョーンズ工業株平均 (30 銘柄)
 + ダウ・ジョーンズ輸送株平均 (20 銘柄)
 + ダウ・ジョーンズ公益株平均 (15 銘柄)

DJIA では、「公益事業」セクターと「運輸」産業グループのウェイトが 0% となっており、代わりにダウ・ジョーンズ公益株平均とダウ・ジョーンズ輸送株平均が算出されている

2021 年 4 月 30 日現在、DJIA では不動産セクターのウェイトも 0% となっています。しかし、S&P 500 においても不動産セクターのウェイトは 2.5% にとどまっています。DJIA に不動産銘柄が組み入れられていないとしても、同指数が米国経済を正しく反映していることに変わりはありません。

図表 9：世界産業分類基準（GICS）に基づくセクター・ウェイト



出所：S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC。2021年4月30日現在のデータ。図表は説明目的のために提示されています。

セクターの特性

図表 10 を分析すると、各指数のセクター・ウェイトと最近のパフォーマンスの関係が明らかになります。この表では、S&P 500 と DJIA の 2021 年 4 月 30 日までの 3 年間のパフォーマンス特性を示しており、パフォーマンスに対する各セクターの影響が大きい順に並べられています。ここでは、S&P 500 をポートフォリオとして使用し、DJIA をベンチマークとして使用しています。右下のセルに示されているように、S&P 500 は過去 3 年間で DJIA を年率 4.11% アウトパフォーマンスしています。

この結果を理解するために、ここでは資本財・サービス・セクターを例に考察します。S&P 500 は DJIA を年率 4.11% アウトパフォーマンスしており、資本財・サービス・セクターはこのアウトパフォーマンスに対して 49% (=2.00/4.11) 貢献しました。過去 3 年間に於いて、資本財・サービス・セクターは市場全体をアンダーパフォーマンスしており、この間に S&P 500 は DJIA に対して資本財・サービス・セクターを 10.01% アンダーウェイトとしていました。このセクター配分は、S&P 500 のアウトパフォーマンスに対して 1.14% 貢献しました。一方、銘柄選択は 0.86% 貢献しました。この

GICS のセクター・ウェイトがパフォーマンスに及ぼす影響を理解するために、ここでは 3 年間のセクター配分と銘柄選択の影響について考察する

ことは、S&P 500 が資本財・サービス・セクターの中でパフォーマンスの高い銘柄をオーバーウェイトしていたことを示しています。

S&P 500 のパフォーマンスに 2 番目に大きく貢献したセクターは情報技術セクターでした。アウトパフォーマンスのほとんどは、情報技術セクターにおける銘柄選択の影響によるものでした。

S&P 500 は DJIA をアウトパフォーマンスしており、資本財・サービス・セクターはこのアウトパフォーマンスに対して 49% 貢献した

相対パフォーマンスに対して最も大きくマイナス寄与したセクターは、金融セクターとエネルギー・セクターでした。エネルギー・セクターについては、セクター配分の影響が 0.10% のプラスとなり、パフォーマンスに貢献しましたが、銘柄選択の影響が 0.26% のマイナスとなったため、合計ではマイナス寄与となりました。

最後に、図表 10 の一番下の行に示されているように、セクター配分の影響 (2.08) と銘柄選択の影響 (2.03) はそれぞれ、S&P 500 のアウトパフォーマンスにはほぼ等しく貢献しています。

資本財・サービス・セクターがアンダーパフォーマンスしていた局面で、S&P 500 は同セクターを 10.01% アンダーウェイトとしていた。このセクター配分はパフォーマンスに 1.14% 貢献した

銘柄選択は 0.86% 貢献した。このことは、S&P 500 が資本財・サービス・セクターの中でパフォーマンスの高い銘柄をオーバーウェイトしていたことを示している

図表 10：S&P 500 と DJIA の 3 年間の平均セクター・エクスポージャーとパフォーマンス特性

GICS セクター	平均セクター・ウェイト (%)			パフォーマンスへの影響 (%)		
	S&P 500	DJIA	差	セクター配分	銘柄選択	合計
資本財・サービス	9.00	19.01	-10.01	1.14	0.86	2.00
情報技術	24.39	20.79	3.60	0.24	0.81	1.05
コミュニケーション・サービス	9.13	4.19	4.93	0.22	0.47	0.68
ヘルスケア	14.29	14.40	-0.11	0.27	0.23	0.49
素材	2.62	1.29	1.33	0.09	0.10	0.19
不動産	2.85	-	2.85	0.05	-	0.05
一般消費財・サービス	11.02	13.44	-2.42	-0.12	0.10	-0.02
公益事業	3.13	-	3.13	-0.02	-	-0.02
生活必需品	7.07	8.27	-1.19	0.07	-0.13	-0.06
金融	12.25	14.44	-2.19	0.00	-0.15	-0.14
エネルギー	4.22	4.17	0.05	0.10	-0.26	-0.15
割り当てなし	0.01	-	0.01	0.04	-	0.04
合計	100	100	0	2.08	2.03	4.11

出所：S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC。2018 年 4 月 29 日から 2021 年 4 月 30 日までのデータ。指数のパフォーマンスは米ドル建てのトータル・リターンに基づいています。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。表は説明目的のために提示されています。

ファクター・エクスポージャー

S&P 500 は DJIA に比べて、収益及び売上高の伸び、流動性、及びボラティリティなどのファクターへのエクスポージャーが大きい...

図表 11 では、アクシオマが提供する過去 3 年間の S&P 500 と DJIA の平均リスク・モデル・ファクター・エクスポージャーを示しています。相対的に見ると、S&P 500 は DJIA に比べて、収益及び売上高の伸び、流動性、及びボラティリティなどのファクターへのエクスポージャーが大きくなっています。一方、S&P 500 は DJIA に比べて、規模、配当利回り、及びレバレッジ比率などのファクターへのエクスポージャーが最も小さくなっています。

DJIA は、規模や配当利回りのファクターへのエクスポージャーが大きくなっています。DJIA が大型ブルーチップ銘柄で構成されていることを踏まえると、これは当然であると言えます。これらの結果は、図表 6 に示されたファンダメンタルズと共通する点があります。ただし、図表 6 はある特定の時点における数値を示している一方で、図表 11 は 3 年間の平均エクスポージャーを示しています。

...一方、DJIA は S&P 500 に比べて、規模、配当利回り、及びレバレッジ比率などのファクターへのエクスポージャーが大きい

図表 11：3 年間の平均ファクター・エクスポージャー

アクシオマの リスク・モデル・ファクター	ファクター・エクスポージャー		
	S&P 500	DJIA	差
収益及び売上高の伸び	-0.04	-0.33	0.29
流動性	-0.08	-0.25	0.17
ボラティリティ	-0.09	-0.19	0.10
中期のモメンタム	-0.03	-0.11	0.08
簿価時価比率	-0.02	-0.09	0.07
為替レートに対する感応度	0.01	-0.03	0.04
中型株	0.04	0.00	0.04
収益性	0.05	0.06	-0.01
市場に対する感応度	-0.04	-0.02	-0.02
株式益回り	0.04	0.09	-0.05
規模	0.14	0.27	-0.13
配当利回り	0.06	0.26	-0.20
レバレッジ比率	0.00	0.26	-0.26

出所：S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC。リスク・モデル：アクシオマ米国ファンダメンタル・エクイティ・リスク・モデル、中期ホライズン（MH4）。2018 年 4 月 29 日から 2021 年 4 月 30 日までのデータ。指数のパフォーマンスは米ドル建てのトータル・リターンに基づいています。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。表は説明目的のために提示されています。

DJIA は大型ブルーチップ銘柄で構成されているため、規模や配当利回りのファクターへのエクスポージャーが大きいことは当然とも言える

総括

両指数は極めて長い歴史を有しており、似たようなパフォーマンスを示している...

...しかし、両指数には様々な相違点があり、それらの違いを理解することにより、投資家は十分な情報に基づく判断を行うことが可能になる

S&P 500 とダウ・ジョーンズ工業株平均はともに米国の代表的な株価指数であり、非常に長い歴史を有しています。S&P 500 は、世界で最も成功している多くの上場投資信託（ETF）、ミューチュアル・ファンド、及びその他の投資ビークルのベンチマークに採用されています。一方、DJIA は単純な株価指数であり、極めて長い歴史を持ち、流動性の高い取引エコシステムを有しています。

S&P 500 と DJIA はともに米国の大型株で構成されており、両指数の長期のリスク・リターン特性は似ています。したがって、多くの市場参加者は、両指数の構成や特徴が似ていると考えるかもしれません。しかし、両指数には様々な相違点があり、例えば構成銘柄の数、ウェイトの設定方法、及びセクター・エクスポージャーなどは異なります。

両指数は、金融商品のベンチマークとして利用されており、パッシブ投資の基礎としての役割を果たすこともできます。両指数の違いを理解することにより、投資家は十分な情報に基づく判断を行うことが可能になります。

付属資料：米国市場のその他のセグメントに関する補足情報

S&P DJI は、米国市場全体をカバーする様々な株価指数を提供しています。例えば、[S&P コンポジット 1500®指数](#)は、大型株、中型株、及び小型株で構成されており、構成銘柄の重複がないモジュール構造の指数となっています。

$$\text{S\&P コンポジット 1500 指数} = \text{S\&P 500} + \text{S\&P 中型株 400 指数} + \text{S\&P 小型株 600 指数}$$

このモジュール・アプローチを使用することにより、S&P DJI は特定の市場セグメントを反映するコンポジット指数を構築することが可能となります。

$$\text{大型株} + \text{中型株} = \text{S\&P 900} = \text{S\&P 500} + \text{S\&P 中型株 400 指数}$$

$$\text{中型株} + \text{小型株} = \text{S\&P 1000} = \text{S\&P 中型株 400 指数} + \text{S\&P 小型株 600 指数}$$

[S&P トータル・マーケット指数 \(TMI\)](#) は S&P DJI が算出する最も包括的な米国株価指数であり、大型株、中型株、小型株、及び超小型株で構成されています。2021 年 4 月 30 日現在、S&P TMI の構成銘柄数は 3,884 銘柄となっています。また、S&P TMI は、S&P コンポジット 1500 指数や S&P 500 の構成銘柄を選択する際のユニバースにもなっています。S&P TMI は以下の 2 つの要素に分解することができます。

$$\text{S\&P トータル・マーケット指数} = \text{S\&P 500} + \text{S\&P コンプリーション指数}$$

GENERAL DISCLAIMER

© 2021 S&P Dow Jones Indices. All rights reserved. S&P, S&P 500, S&P 500 LOW VOLATILITY INDEX, S&P 100, S&P COMPOSITE 1500, S&P 400, S&P MIDCAP 400, S&P 600, S&P SMALLCAP 600, S&P GIVI, GLOBAL TITANS, DIVIDEND ARISTOCRATS, S&P TARGET DATE INDICES, S&P PRISM, S&P STRIDE, GICS, SPIVA, SPDR and INDEXOLOGY are registered trademarks of S&P Global, Inc. ("S&P Global") or its affiliates. DOW JONES, DJ, DJIA, THE DOW 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 Global, 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. Closing prices for S&P Dow Jones Indices' US benchmark indices are calculated by S&P Dow Jones Indices based on the closing price of the individual constituents of the index as set by their primary exchange. Closing prices are received by S&P Dow Jones Indices from one of its third party vendors and verified by comparing them with prices from an alternative vendor. The vendors receive the closing price from the primary exchanges. Real-time intraday prices are calculated similarly without a second verification.

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.

The Global Industry Classification Standard (GICS®) was developed by and is the exclusive property and a trademark of S&P and MSCI. Neither MSCI, S&P nor any other party involved in making or compiling any GICS classifications makes any express or implied warranties or representations with respect to such standard or classification (or the results to be obtained by the use thereof), and all such parties hereby expressly disclaim all warranties of originality, accuracy, completeness, merchantability or fitness for a particular purpose with respect to any of such standard or classification. Without limiting any of the foregoing, in no event shall MSCI, S&P, any of their affiliates or any third party involved in making or compiling any GICS classifications have any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages.