S&P Dow Jones Indices
A Division of S&P Global

Research

均等加重指数の重要性

寄稿者

Tim Edwards、博士号（Ph.D）
指数投資戦略部門のヘッド
tim.edwards@spglobal.com

Anu R. Ganti、CFA協会認定証券アナリスト（CFA）
米国指数投資戦略部門のヘッド
anu.ganti@spglobal.com

Hamish Preston、CFA協会認定証券アナリスト（CFA）
米国株式部門のヘッド
hamish.preston@spglobal.com

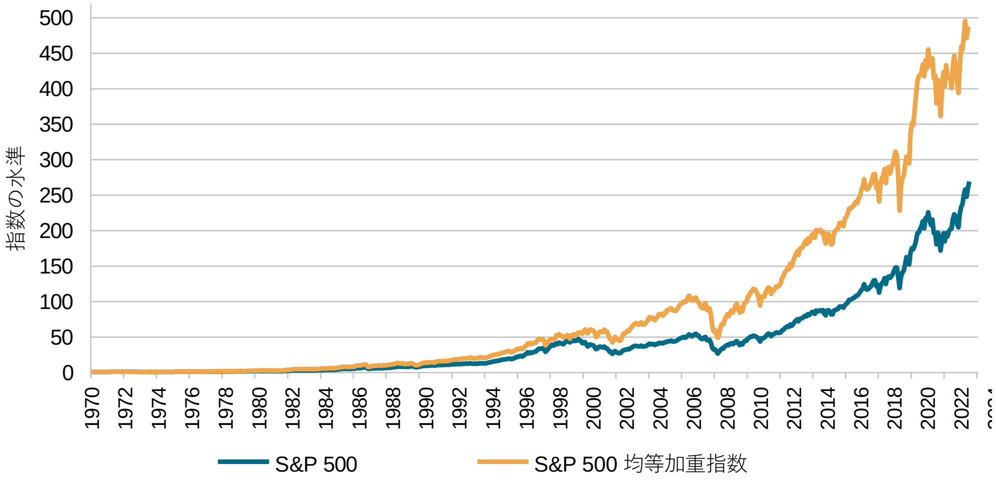
「一つの好印象を与えるためには、500の小さな要素が必要である」

ケーリー・グラント

S&P 500®均等加重指数は2003年に算出が開始されて以降、20年以上にわたってS&P 500®をアウトパフォームしています。同様に、1970年まで遡ってバックテストを行った場合でも、S&P 500®均等加重指数は長期にわたりS&P 500®に対して超過リターンを生み出しています（図表1参照）。このことは特に新しい発見ではありませんが、現在のように一部の超大型株が株式市場の上昇を牽引し、市場の集中度が高まっている状況を踏まえると、米国大型株の均等加重指数に投資することのメリットを検討しても良いかもしれません。

本稿では、現在の市場動向を踏まえた上で、S&P 500均等加重指数の相対パフォーマンスに影響する要因を分析し、市場の集中度、セクター、ファクター、及び個別銘柄などの様々な観点から考察を行います。

図表1：S&P 500均等加重指数は長期にわたってS&P 500をアウトパフォームしている



出所：S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスLLC。2024年6月28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。各指数のパフォーマンスは1970年12月31日の水準を1として指数化されています。S&P 500均等加重指数は2003年1月8日に算出を開始しました。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。

最新のリサーチ、教育、及びコメントの受信をご希望の方は、on.spdji.com/SignUpに登録ください

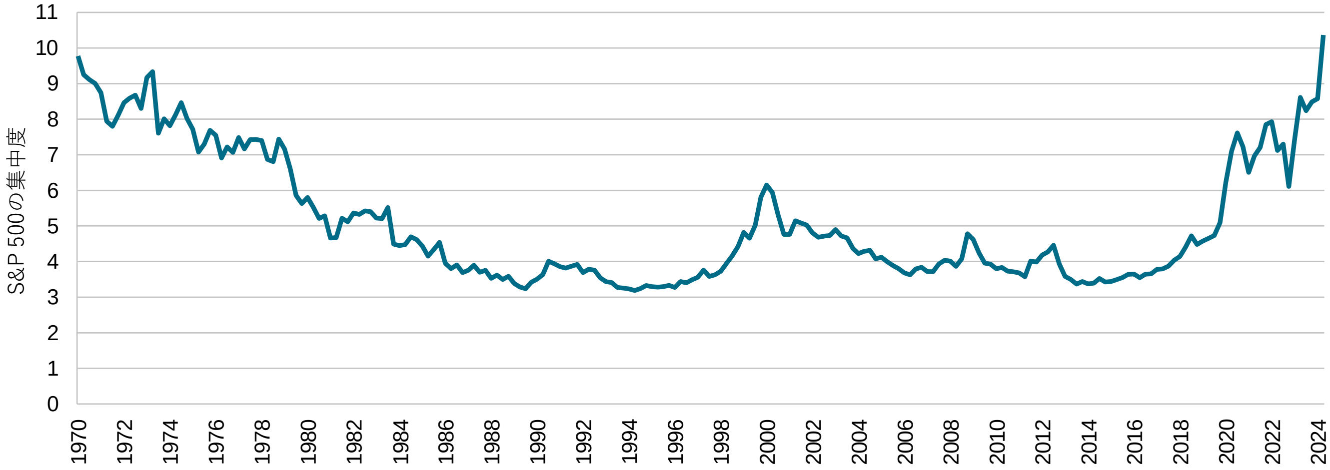
現在の市場動向

米国株式市場は上昇基調をたどっていますが、最近の相場上昇の大部分は一握りの超大型株によるものとなっています。こうした中で、均等加重戦略に対する関心が高まっています。その理由としては以下の2点が挙げられます：（1）株式市場の集中度が高まっており、どこかの時点でこうしたモメンタムが反転する可能性があること（ただし、反転のタイミングを予想することは困難）、（2）株式市場の集中度が比較的高い局面では、分散投資戦略が非常に重要となること。

米国株式市場の集中度は極端に高まっており、様々な指標がこのことを示しています[1]。S&P 500の均等加重指数と時価総額加重指数を比べると、2024年6月28日時点でS&P 500構成銘柄の単純平均時価総額が963億ドルであったのに対して、*指数加重の*平均時価総額は9,986億ドルでした。つまり、S&P 500（時価総額加重指数）に連動する戦略の平均時価総額は、S&P 500均等加重指数に連動する戦略の平均時価総額の**10倍**以上となっています[2]。

この比率（加重平均時価総額と単純平均時価総額の比率）を用いて「集中度」を表すと、株式市場の集中度は過去10年間で急激に上昇しており、最近では過去50年以上で最も高い水準に達しています（図表2aを参照）。

図表2a：米国株式市場の集中度は過去50年間で最も高い水準に達している



出所：S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスLLC。2024年6月28日現在のデータ。集中度は、企業の指数加重の平均合計時価総額を、構成銘柄の単純平均合計時価総額で除した値として計算されます。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。

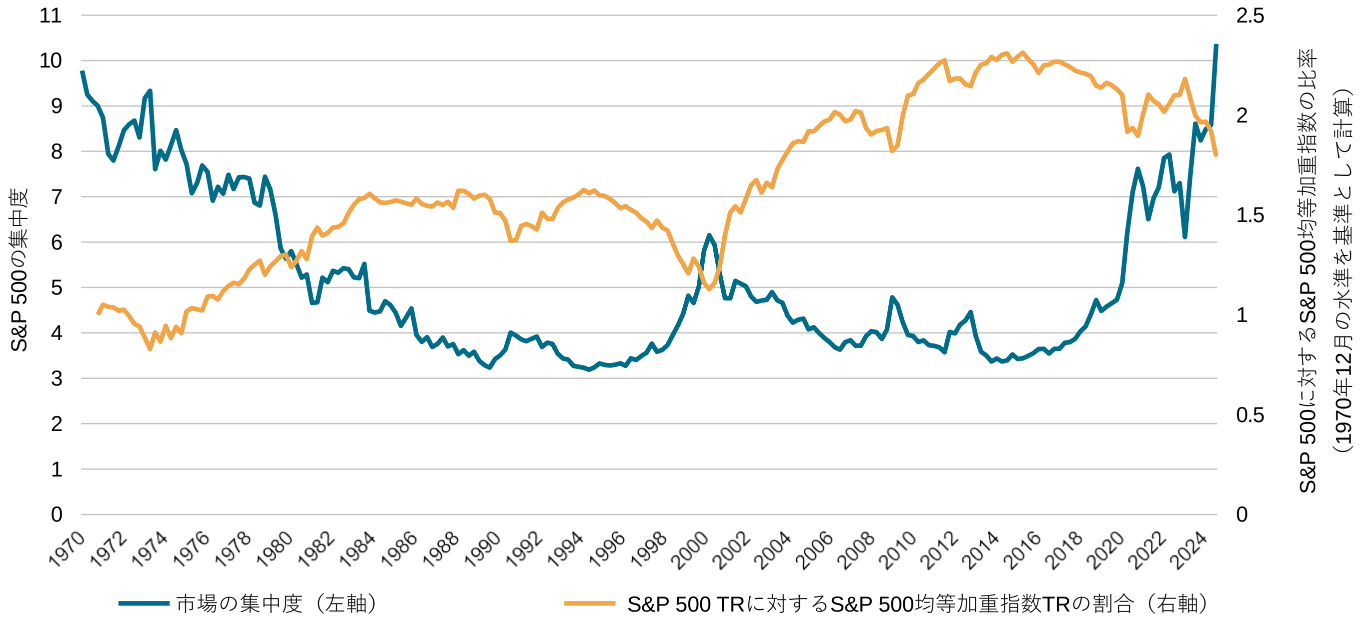
[1] これは米国だけに見られる現象ではありません。以下の文献を参照ください：Authers, John著「Market Herding Is Everywhere, Not Just the U.S.」、ブルームバーグのPoints of Return、2024年2月。以下の文献を参照ください：Inker, Ben及びJohn Pease著「Magnificently Concentrated」、GMO、2024年1-3月期。

[2] 単純な計算を行い、時価総額加重指数の定義を確認すれば、この10倍以上という数値が調整済みハーフィンダール・ハーシュマン指数（HHI）とほぼ同じであることが分かります。このことは以下の文献にも記載されています：Anu Ganti及びCraig J. Lazzara著「Concentrations within Sectors and Implications for Equal Weighting」、S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスLLC、2022年2月。ただし、図表2は浮動株調整後時価総額ではなく合計時価総額に基づいています。

For use with institutions only, not for use with retail investors

株式市場の集中度が変化すれば、当然ながら均等加重指数のパフォーマンスにも影響します。これは、大型株がアウトパフォームすれば、市場全体に占める大型株の割合が高まると同時に、時価総額加重指数が均等加重指数をアウトパフォームするためです（他の全ての条件が同じと仮定した場合）。一方、株式市場の集中度が低下すれば、均等加重指数がアウトパフォームすると予想されます[3]。図表2bでは、図表2aで示した株式市場の集中度と、S&P 500均等加重指数及びS&P 500のトータル・リターン・バージョンの比率を重ね合わせて表示しています。両者は明らかに負の相関関係にあります。（株式市場の集中度（青い線）が低下している局面では、均等加重指数（オレンジ色の線）がアウトパフォームしている。）

図表2b：均等加重指数の相対パフォーマンスと集中度の関係



出所：S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスLLC。2024年6月28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。S&P 500均等加重指数は2003年1月8日に算出を開始しました。指数算出開始日前の全てのデータは、仮説に基づいてバックテストされたデータです。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。

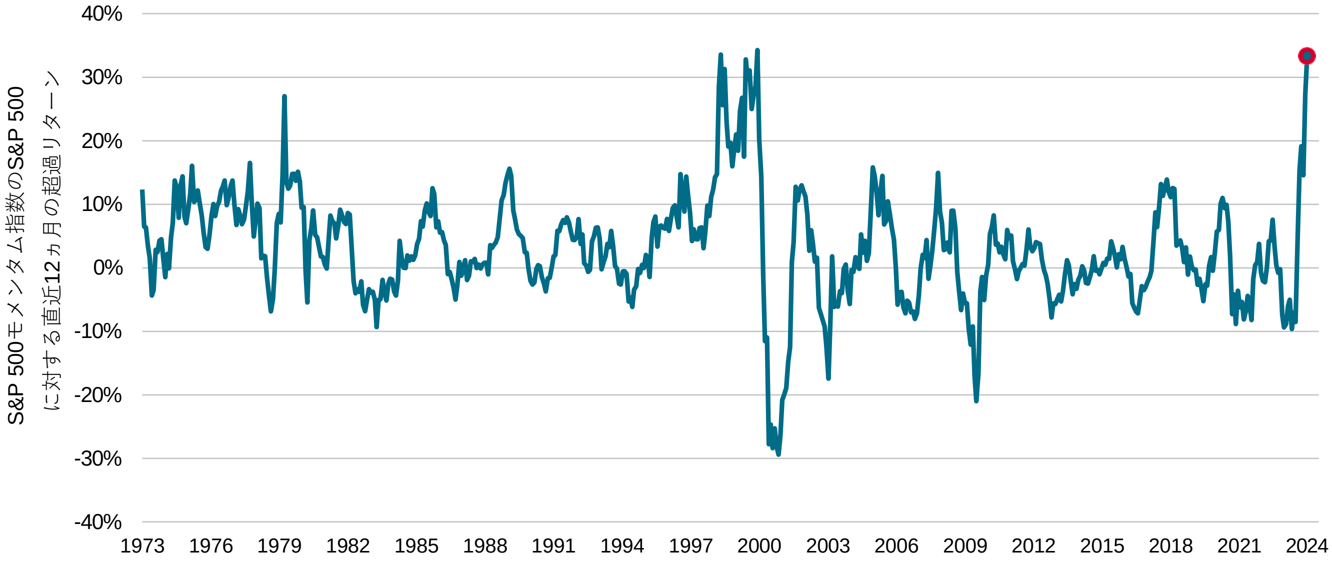
現在は株式市場の集中度が上昇していますが、この傾向が反転するのか、またはいつ反転するのかは、米国株の広範な現象、つまりモメンタムによって決まる可能性があります。具体的に言うと、ここ最近において超大型株がアウトパフォームしていることは、特にここ1年間において米国株パフォーマンスの「モメンタム」ファクターが好調であったことと関係しています。モメンタムが極端に好調であったことを表すため、図表3ではS&P 500モメンタム指数の（S&P 500に対する）直近12ヵ月間の相対パフォーマンスを示しています。S&P 500モメンタム指数は、S&P 500の構成銘柄の中で高い相対パフォーマンスを維持している上位20%の銘柄で構成されています[4]。モメンタム指数は2024年6月28日現在、トータル・リターンでS&P 500を30%以上アウトパフォームしています。過去において、モメンタム指数の相対パフォーマンスが現在の極端な水準まで高まったのは、1990年代後半のITバブルの時だけでした。当時はその後、モメンタムが急激に反転しました。

[3] 以下の記事を参照ください：Edwards, Tim著、「Higher Concentrations in the S&P 500 Could Lead To Equal Weight Outperformance」、S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス、2018年9月。

[4] S&P モメンタム指数の詳細なメソドロジーについては、こちらをご覧ください。

For use with institutions only, not for use with retail investors

図表3：モメンタム指数のS&P 500に対する超過リターンは過去最高水準



出所：S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスLLC。2024年6月28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。S&P 500モメンタム指数は2014年11月18日に算出を開始しました。指数算出開始日前の全てのデータは、仮説に基づいてバックテストされたデータです。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。

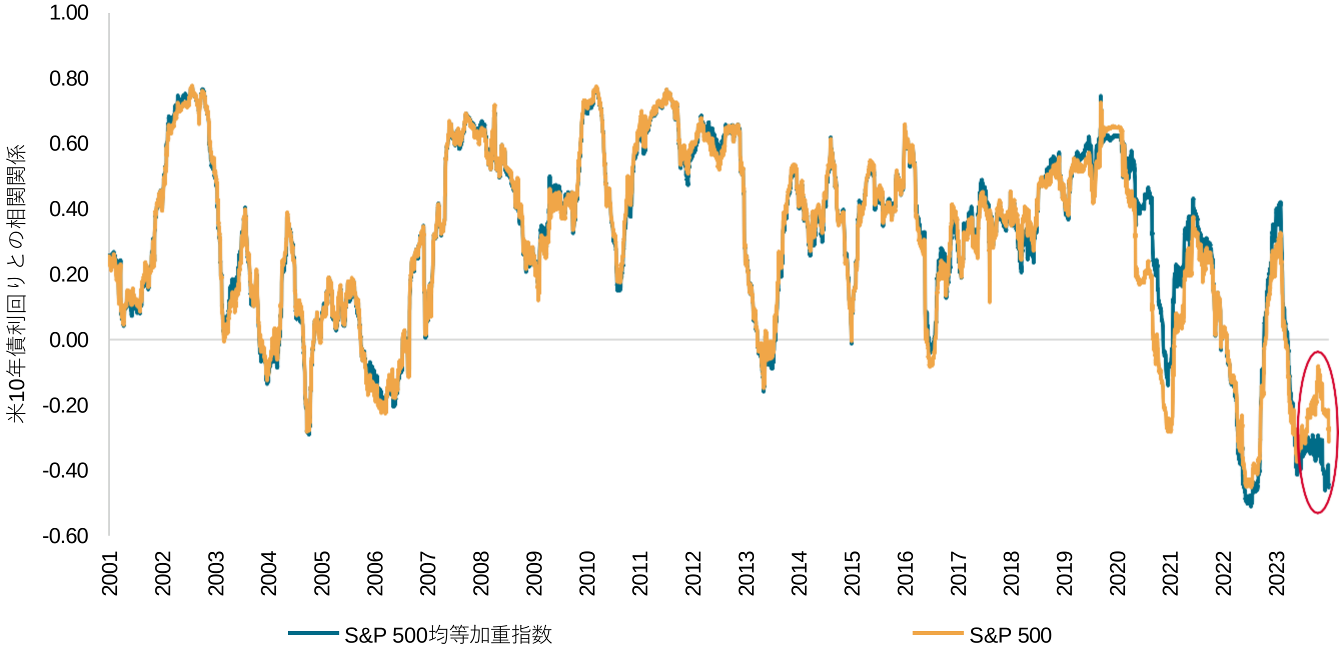
以下のセクションでは、モメンタム・ファクターと均等加重指数の相対パフォーマンスとの関係についてさらに考察を進めます。ここまでは、両者が負の相関関係にあることを確認しました。均等加重アプローチの有効性を評価する上では、モメンタム戦略のパフォーマンスを監視することが重要であることが分かりました。

現在の市場環境では、均等加重アプローチが重要である理由がもう一つあります。一握りの超大型株がS&P 500のパフォーマンスを大きく左右する状況が続くならば、S&P 500はシステミック・リスク（金融システム全体に波及するリスク）ではなく、一握りの超大型株固有の要因による影響を強く受けるようになります。このことを示唆する一例として、長期金利に対する両指数の感応度が挙げられます。ウォール・ストリート・ジャーナルの最近の記事[5]で紹介されたように、長期金利の指標となる米10年債利回りの日々の変動と、S&P 500またはS&P 500均等加重指数の相関関係は、通常であればほぼ同じですが、最近ではこれらの相関関係に乖離が生じています。図表4では、米10年債利回りと各指数との直近100日間の相関関係を示しています（2001年6月から2024年6月まで）。

[5] Mackintosh, James著「Big Tech Companies Unplug Stock Market From Reality」ウォール・ストリート・ジャーナル、2024年6月4日。

For use with institutions only, not for use with retail investors

図表4：米10年債利回りとの相関関係に乖離が生じている



出所：S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスLLC。セントルイス連邦準備銀行。2024年6月28日現在のデータ。S&P 500均等加重指数は2003年1月8日に算出を開始しました。図表は説明目的のために提示されており、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。

以上をまとめると、米国では一部の超大型株の株価が高騰しており、結果として株式市場の集中度が極端に高まっています。また、S&P 500均等加重指数とS&P 500（時価総額加重指数）のリスク特性に乖離が生じている兆候も見られます。少数の超大型株に投資資金が集中している中で、これに起因するリスクを管理する方法の1つは、これらの超大型株への投資比率を引き下げ、均等加重アプローチの分散効果を享受することです。したがって、S&P 500均等加重指数について検証することは重要であると言えます。次のセクションでは、均等加重指数が長期的に堅調なパフォーマンスを示していることについて説明します。

均等加重指数は長期的にアウトパフォーム

図表1に示したように、S&P 500均等加重指数は絶対値と相対値の両方で長期的に堅調なパフォーマンスを示しており、2003年1月の算出開始から2024年6月までの年率リターンは11.58%に達しています[6]。S&P 500均等加重指数は同期間においてS&P 500（時価総額加重指数）をアウトパフォームしているだけでなく、S&P 中型株400指数®とS&P 小型株600指数®もアウトパフォームしています。図表5では、S&P 500均等加重指数が各指数を長期的にアウトパフォームしていること示しており、より最近（5年、10年、及び15年）の統計値についても詳述しています。

[6] 出所：S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスLLC、2024年6月28日現在。2003年1月31日以降のトータル・リターンに基づいています。以下の記事を参照ください：Preston、Hamish著「Celebrating 20 Years of the S&P 500 Equal Weight Index」、S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスLLC、2023年1月。

図表5：S&P 500均等加重指数のトータル・リターンと、他の指数との比較

指数	全期間	5年	10年	15年	20年
トータル・リターン（年率、%）					
S&P 500均等加重指数	11.58	11.57	10.92	14.23	10.25
相対トータル・リターン（年率、%）					
S&P 500との比較	0.39	-3.19	-2.04	-0.38	0.05
S&P 小型株600指数との比較	0.77	3.85	2.12	1.56	0.74
S&P 中型株400指数との比較	0.42	1.20	0.94	1.01	0.22

出所：S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスLLC。2003年1月31日から2024年6月28日までのデータ。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。

短期的に見ると、S&P 500均等加重指数はS&P 500をアンダーパフォームしており、これは最近において一部の超大型株の株価が急騰していることによるものと考えられます。しかし、長期的にはS&P 500均等加重指数が各指数をアウトパフォームしており、その理由に関して様々な分析が行われています。以下のセクションでは、その理由について順に説明していきます：

- セクター・ウェイトの役割
- サイズとモメンタムのファクターの観点
- 個別銘柄の選択と、クロス・セクション・スキュー（歪度）の役割
- 米国のアクティブ運用株式ミューチュアル・ファンドとの比較

均等加重とセクター

株価指数のセクター・ウェイトは、特に各セクターのパフォーマンスが大きく異なる場合には、指数の絶対パフォーマンスと相対パフォーマンスに大きな影響を及ぼします。S&P 500均等加重指数とS&P 500を比べると、同じセクターの中で同じ銘柄を組み入れていますが、S&P 500均等加重指数は時価総額加重ではないため、セクター・ウェイトがS&P 500と大きく異なる場合があります。

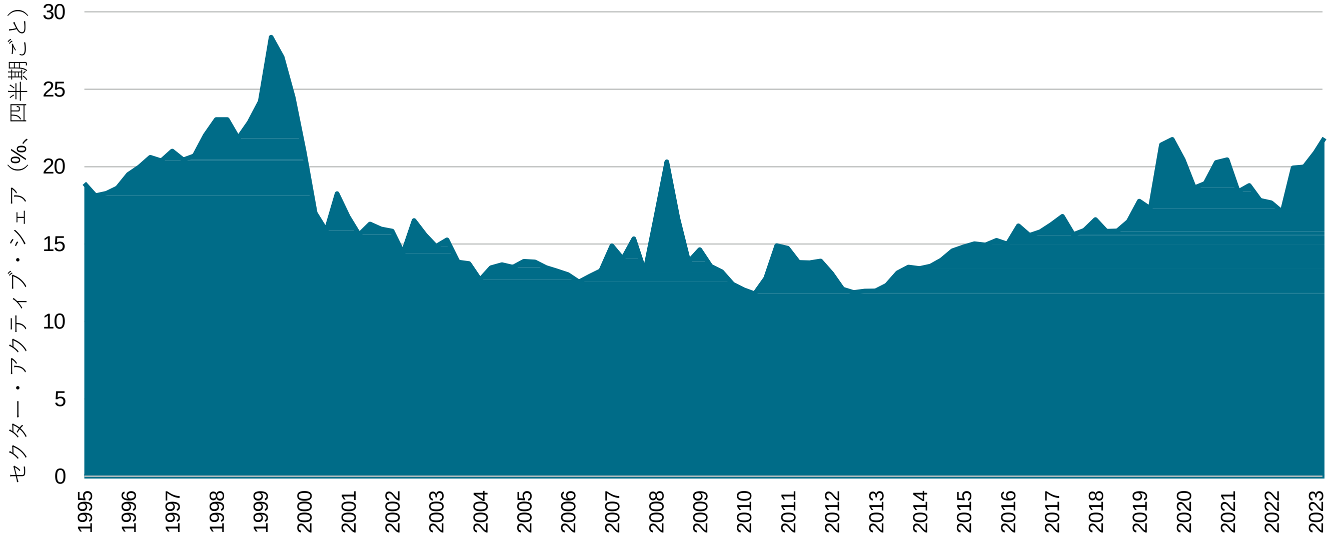
図表6では、S&P 500均等加重指数とS&P 500（時価総額加重指数）の現在のセクター・ウェイトと、S&P 500に対するS&P 500均等加重指数の過去のセクター「アクティブ・シェア[7]」をまとめています。S&P 500均等加重指数の算出が開始されて以降、均等加重指数の平均セクター・アクティブ・シェアは17%でした。S&P 500に対するオーバーウェイト幅が最も大きかったセクターは資本財・サービス・セクターであり、S&P 500に対するオーバーウェイト幅は平均で7%でした。一方、アンダーウェイト幅が最も大きかったのは情報技術セクターであり、アンダーウェイト幅は平均で6%でした。2024年4-6月期現在のセクター・アクティブ・シェアは25%であり、この半分以上は情報技術セクターの19%のアンダーウェイトと、資本財・サービス・セクターの7%のオーバーウェイトによるものでした。

[7] セクター「アクティブ・シェア」は、2つの指数についてセクター・ウェイトの差の絶対値を合計し、その結果を2で割ることによって、各時点で計算されます。セクターが全く重複しない2つの指数のセクター・アクティブ・シェアは100%となり、セクター・ウェイトが全く同じ2つの指数のセクター・アクティブ・シェアは0%となります。

For use with institutions only, not for use with retail investors

図表6：S&P 500均等加重指数とS&P 500の現在のセクター・ウェイトと過去のセクター「アクティブ・シェア」

セクター	現在のセクター・ウェイト（2024年4-6月期現在、%）			
	S&P 500 均等加重指数	S&P 500	差	差の絶対値
コミュニケーション・サービス	3.9	9.3	-5.5	5.5
一般消費財・サービス	10.4	10.0	0.5	0.5
生活必需品	7.5	5.8	1.8	1.8
エネルギー	4.6	3.6	0.9	0.9
金融	14.4	12.4	2.0	2.0
ヘルスケア	12.4	11.7	0.7	0.7
資本財・サービス	15.6	8.1	7.4	7.4
情報技術	13.4	32.4	-19.0	19.0
素材	5.5	2.2	3.4	3.4
不動産	6.2	2.2	4.0	4.0
公益事業	6.1	2.3	3.8	3.8
合計	**100**	**100**	**0**	**49**

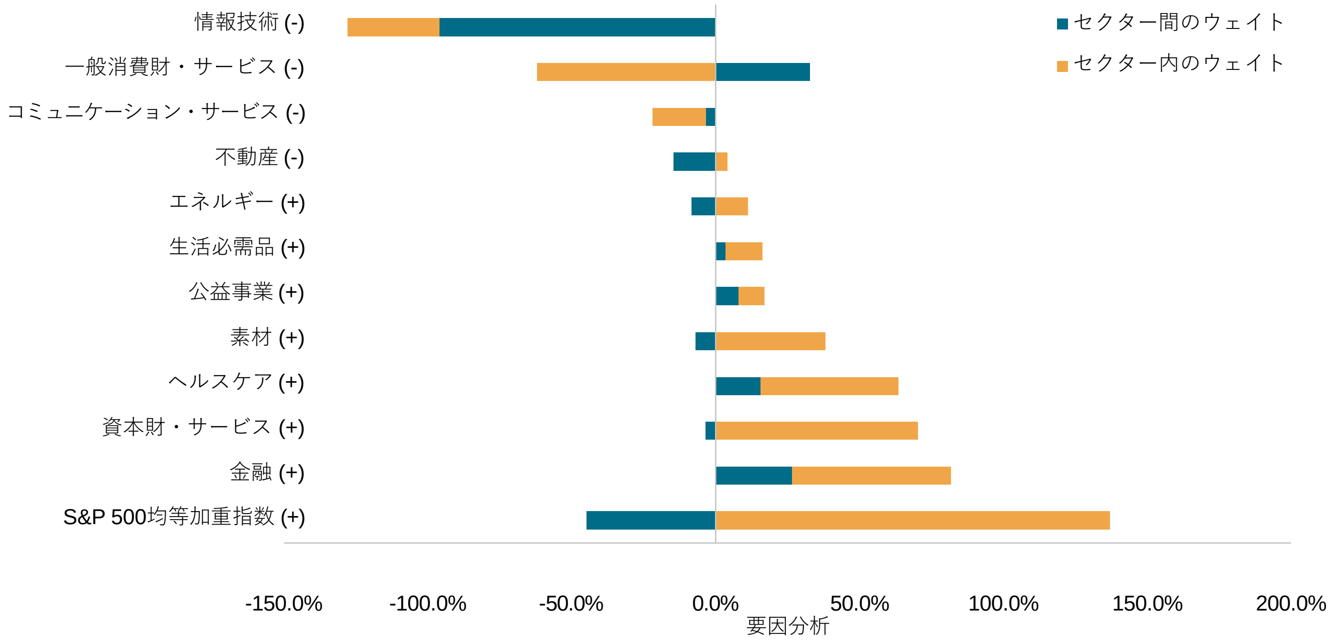


出所：S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスLLC。2024年6月28日現在のデータ。S&P 500均等加重指数は2003年1月8日に算出を開始しました。指数算出開始日前の全てのデータは、仮説に基づいてバックテストされたデータです。図表は説明目的のために提示されており、仮説に基づく過去のパフォーマンスを反映しています。バックテストのパフォーマンスに関する固有の限界について詳しい情報をお求めの方は、この資料の最後にあるパフォーマンス開示をご覧ください。

S&P 500均等加重指数とS&P 500のセクター・ウェイトは大きく異なるため、S&P 500均等加重指数がS&P 500を長期的にアウトパフォームしている要因が、このセクター・ウェイトの差によるものであると考えてしまいがちです。意外かもしれませんが、セクター・ウェイトは短期的な相対パフォーマンスを左右する重要な要因となっていますが、長期的にはパフォーマンスにほとんど影響していません。S&P 500均等加重指数

の算出が開始されて以降、S&P 500均等加重指数はS&P 500に対して累計で92%の超過リターンを生み出しており、セクター別にリターンの要因分析を行ったところ、超過リターンの全ては各セクター内で各銘柄に対して均等にウェイトを配分したことによるものであることが判明しました[8]。実際のところ、セクター間のウェイトの影響は、同期間において累計で45%のアンダーパフォーマンスにつながったと予想されるため、均等にウェイトを配分したことが上述の「92%」以上の超過リターンを生み出したと考えられます。図表7では、セクター間のウェイトとセクター内のウェイトがそれぞれ超過リターンにどれだけ寄与したかを示しています。

図表7：セクター内のウェイトが最も高い超過リターンを生み出した



出所：S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスLLC、ファクトセット。2003年3月31日から2024年6月28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・リターン指数に基づいています。不動産セクターとコミュニケーション・サービス・セクターについては、それぞれ2016年8月と2018年9月に世界産業分類基準（GICS®）の分類が変更されました。金融セクターのデータ・ポイントには、2016年8月31日までは不動産会社が含まれており、それ以降は不動産会社が含まれていません。一般消費財・サービス・セクターと情報技術セクターは、これらのセクターの一部の銘柄がコミュニケーション・サービス・セクターに移行されたことによる影響を受けています。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。

各セクター内で均等にウェイトを配分したことは、11セクターのうちの7セクターでプラス寄与となりました。ただし、情報技術セクターは主な例外であり、均等加重指数で同セクターと同セクターの超大型株をアンダーウェイトしたことは、ともにパフォーマンスにマイナス寄与となりました。一方、均等加重指数において金融、資本財・サービス、及びヘルスケアの各セクター内で均等にウェイトを配分したことは、過去の超過リターンに大きく寄与しました[9]。

[8] 以下の記事を参照ください：Preston, Hamish著「Equally Weighting within Sectors: Impact and Potential Applications」、S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスLLC、2023年4月。

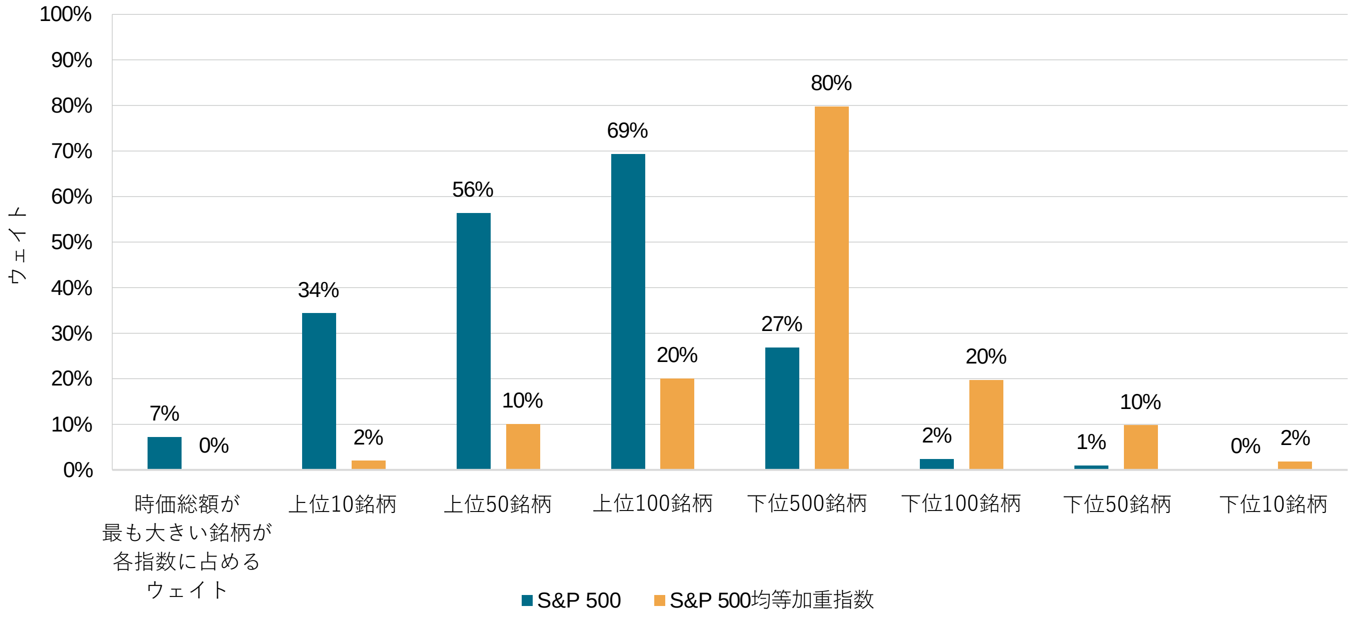
[9] 米国株のセクター内及びセクター間の均等加重の影響について詳しい情報をお求めの方は、以下のレポートを参照ください：Ganti, Anu R.、及びCraig J. Lazzara著「Concentration within Sectors and Its Implications for Equal Weighting」、S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスLLC、2022年2月7日。

均等加重指数にアウトパフォーマンスをもたらすファクター

均等加重指数はシンプルな指数であり、定期的にリバランスを行い、各構成銘柄のウェイトを均等に配分しています[10]。これにより、以下の2つのファクター・エクスポージャーが生じます：（1）時価総額の小さい銘柄へのエクスポージャーが相対的に大きい（「サイズ」ファクター）、（2）リバランス頻度に合った時間軸での反モメンタム・ファクター・エクスポージャー。

図表8では、時価総額の異なる企業が各指数に占めるウェイトを示しています。例えば、S&P 500の中で時価総額の小さい400社は、均等加重指数において80%に近いウェイトを占めていますが、S&P 500（時価総額加重指数）では27%のウェイトにとどまっています。

図表8：S&P 500均等加重指数では小型株への投資比率が相対的に高い



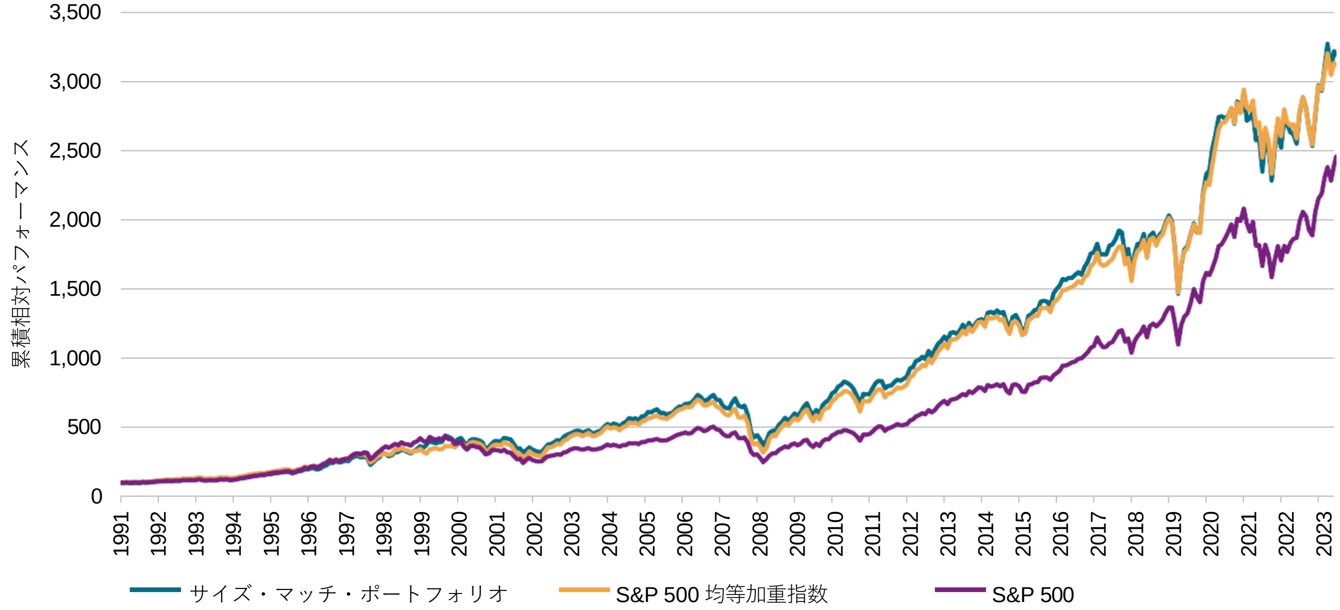
出所：S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスLLC。2024年6月28日現在のデータ。図表は説明目的のために提示されています。

均等加重指数では小型株への投資比率が相対的に高く、このことが長期的なアウトパフォーマンスをもたらしている主な要因であることが判明しました（一方、セクター間のウェイトは長期的なパフォーマンスにほとんど影響していない）。このことを説明するために、均等加重指数のリターンと、S&P 500とS&P中型株400指数を組み合わせた「サイズ・マッチ」ポートフォリオのリターンを比較しました。この仮想ポートフォリオでは、指数加重平均時価総額が、S&P 500均等加重指数の平均時価総額と同じになるように設計されています[11]。

[10] S&P 500均等加重指数は四半期ごとにリバランスを行います。詳細については、メソドロジーを参照ください：https://www.spglobal.com/spdji/en/documents/methodologies/methodology-sp-us-indices.pdf

[11] 「サイズ・マッチ」ポートフォリオの年間リバランスに基づいています。計算方法に関する詳細については、以下のレポートを参照ください：Edwards, Tim、Craig J. Lazzara、及びHamish Preston著「Outperformance in Equal Weight Indices」、S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスLLC、2018年1月5日。

図表9：サイズは長期リターンの大部分を説明できる



サイズ・マッチ・ポートフォリオは仮想ポートフォリオです。
出所：S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスLLC。2024年6月28日現在のデータ。仮説に基づいて構築されたサイズ・マッチ・ポートフォリオは、S&P 500とS&P 中型株400指数を組み合わせたものであり、この仮想ポートフォリオの指数加重平均時価総額が、S&P 500均等加重指数の平均時価総額と同じになるように設計されています。仮想ポートフォリオは毎年1回、年末にリバランスされます。詳細については、以下のレポートを参照ください：「Outperformance in Equal Weight Indices」、S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスLLC。各指数のパフォーマンスは1991年12月31日の水準を100として指数化されています。S&P 500均等加重指数は2003年1月8日に算出を開始しました。指数算出開始日前の全てのデータは、仮説に基づいてバックテストされたデータです。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。

上述のように、S&P 500均等加重指数とサイズ・マッチ・ポートフォリオは長期的に同等のパフォーマンスを示しています。また、S&P 500均等加重指数とサイズ・マッチ・ポートフォリオの過去12ヵ月の超過リターンの間のR2値（決定係数）は0.58であり、これは統計的に有意な値であると言えます（R2値は、2つの変数の間の関連性の強さを示す指標）。したがって、「サイズ」も短期リターンのある程度の部分を説明できる可能性があります。

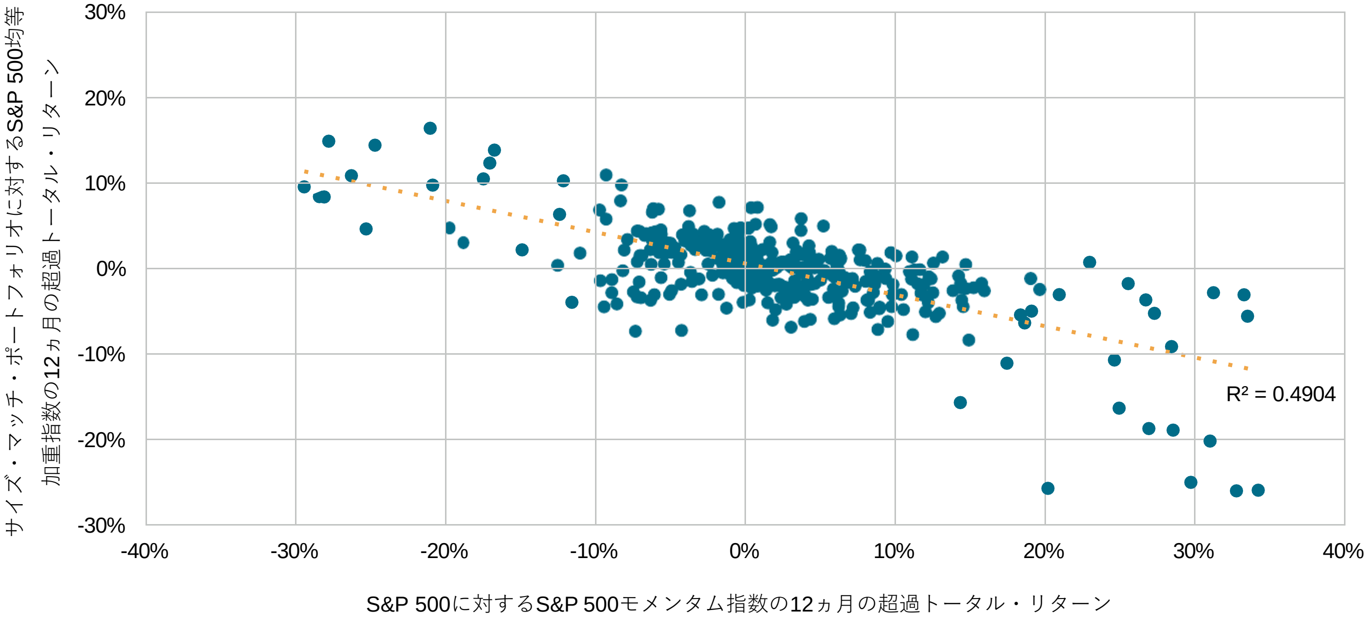
しかし、均等加重指数の優れたパフォーマンスは、サイズ（小型株への投資比率が相対的に高いこと）だけによるものではありません。図表9では、長期的に見るとS&P 500均等加重指数とサイズ・マッチ・ポートフォリオが同等のリターンを示しているため、短期及び中期のリターンに大きな差があることが分かりにくくなっています。例えば、各指数の12ヵ月のトータル・リターンを比べると、均等加重指数がサイズ・マッチ・ポートフォリオを26%アンダーパフォームしているときもあれば、16%アウトパフォームしていることもありました。言い換えれば、サイズ・ファクターが超過リターンの約半分を説明できたとしても、それだけでは十分ではなく、残りの部分についても説明する必要があります。データによると、サイズ以外のもう一つのファクターが均等加重指数のパフォーマンスに大きく影響していることが分かりました。それは、定期的なリバランスです。均等加重指数は各リバランス時において、相対的にリターンが高かった銘柄（ウェイトが増加した銘柄）を売却する一方で、相対的にリターンが低かった銘柄（ウェイトが減少した銘柄）を購入します。これは、リターンが高かった銘柄を購入し、リターンが低かった銘柄を売却するモメンタム戦略とは逆の手法です[12]。

[12] 以下の記事を参照ください：Ganti, Anu R.著「Mean Reversion and Momentum」、S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスLLC、2021年5月11日。

For use with institutions only, not for use with retail investors

図表10では、サイズ効果で説明しきれないパフォーマンスの大部分が、均等加重指数とモメンタム戦略の負の相関関係で説明できることを示しています。サイズ・マッチ・ポートフォリオに対するS&P 500均等加重指数の超過リターンと、S&P 500に対するS&P 500モメンタム指数の超過リターンの間のR2値は0.5となっています。言い換えると、均等加重指数の相対パフォーマンスの変動は、サイズ効果によってその約半分が説明でき、残りの約半分がモメンタム効果によって説明できると言えます。

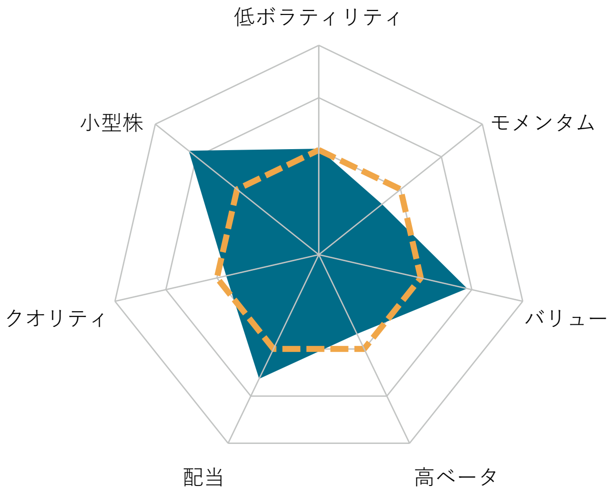
図表10：均等加重指数のパフォーマンスに対するモメンタムの影響（説明されていない部分）



サイズ・マッチ・ポートフォリオは仮想ポートフォリオです。
出所：S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスLLC。2024年6月28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。S&P 500均等加重指数は2003年1月8日に算出を開始しました。S&P 500モメンタム指数は2014年11月18日に算出を開始しました。指数算出開始日前の全てのデータは、仮説に基づいてバックテストされたデータです。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

均等加重指数には、サイズ特性と反モメンタム特性の他にも重要な特性があります。図表11に示されているように、均等加重指数はS&P 500と比べて、バリュー株や高配当株の比率が高くなる傾向があります。

図表11：S&P 500に対するS&P 500均等加重指数のファクター・ティルト



出所：S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスLLC、ファクトセット。上図は、S&P 500均等加重指数の月次ダシュボードの2024年6月版から転載。2024年6月28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。

銘柄選択と均等加重

「大きなことには小さな始まりがある」

T.E.ローレンス

均等加重指数の長期パフォーマンスについて理解する上では、個別銘柄のパフォーマンスも重要な要素となります。個別銘柄の株価は100%下落することがありますが、株価の上昇に上限はありません。さらに、株式市場の歴史を見ると、突出したリターンを生み出す企業は何万社もの上場企業のうちのごく一部に過ぎません[13]。数多くの企業の中からどの企業が突出したリターンを生み出すかを予測することは非常に困難です。各銘柄を均等に加重することで、少なくとも全ての銘柄に公平に投資することができます。一方、時価総額加重指数では、将来大きく成長する可能性のある小型株や中型株の組入比率が低くなってしまいます。

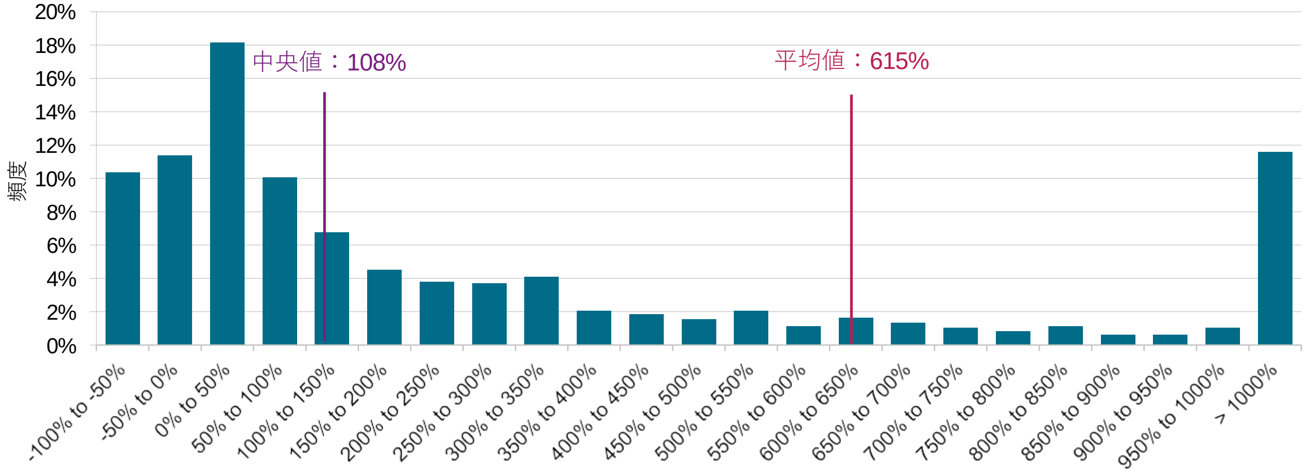
図表12では、S&P 500の全構成銘柄を対象に、20年以上にわたるトータル・リターンの頻度分布を示しています。各銘柄がS&P 500の構成銘柄であった期間のリターンを測定しています。図表に示されている通り、リターンの分布は正の歪度を持っています（データの分布が右側に長く伸びている状態）。実際に、全構成銘柄のリターンの中央値が108%であるのに対して、リターンの平均値は615%となっています。このようにリターンの分布が正の歪度を持っていることは、特異な現象ではありません。S&P 500構成銘柄のリターンの平均値がリターンの中央値を上回る現象は、1991年から2023年までの33年間のうちの29年間で確認できます[14]。

[13] ある有名な研究によると、米国株式市場の歴史において、わずか4%の企業が市場全体の富の創出（米国債を上回る部分のリターン）の大部分を担っていました。以下の記事を参照ください：Bessembinder, Hendrik著「Do Stocks Outperform Treasury Bills?」、ジャーナル・オブ・ファイナンシャル・エコノミクス、129巻3号、、2018 年 9 月。

[14] 出所：S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスLLC。2023年12月31日現在のデータ。

For use with institutions only, not for use with retail investors

図表12：歪度の結果 – S&P 500の全構成銘柄のリターン分布



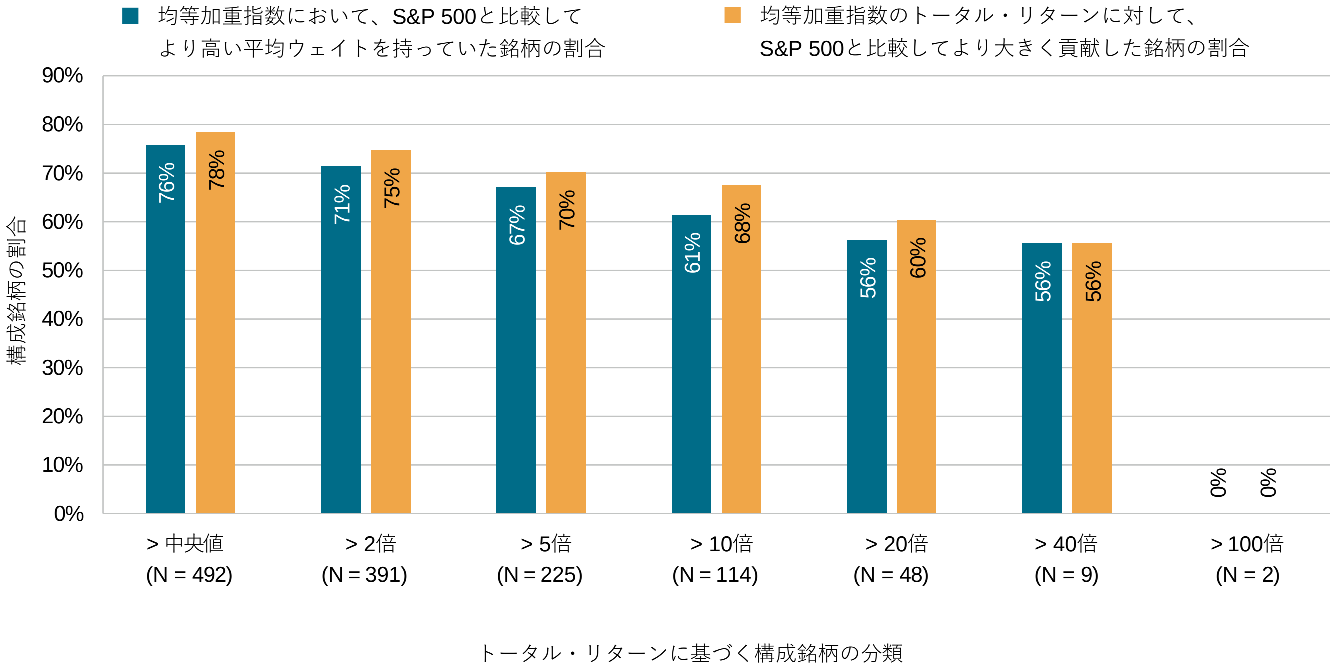
出所：S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスLLC。2003年3月から2024年6月28日までのデータ。指数のパフォーマンスは米ドル建てのトータル・リターンに基づいています。過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。図表は説明目的のために提示されています。

このような正の歪度は、時価総額加重戦略と均等加重戦略のリターンを比較する上で重要な意味を持ちます。なぜなら、時価総額加重ベンチマークは、ごく少数の銘柄に平均以上のウェイトを割り当てる一方で、大多数の銘柄に平均以下のウェイトを割り当てる傾向があるからです[15]。大多数の銘柄が平均以下のリターンにとどまり、ごく一握りの銘柄だけが突出したリターンを生み出すならば、時価総額加重ベンチマークではこうした突出したリターンを生み出す銘柄に対して、均等加重指数よりも低いウェイトを割り当てる可能性が高くなります（他の全ての条件が同じと仮定した場合）。言い換えれば、均等加重アプローチでは時価総額加重アプローチと比べて、平均以上のリターンを生み出す少数の銘柄に対して相対的に高いウェイトを割り当てる傾向があるため、リターン分布の正の歪度は均等加重アプローチにとって有利に働くと考えられます。

ここでは実際のデータを用いて説明します。図表13では、図表12に示されている銘柄のうち、中央値を上回るトータル・リターン（または初期投資額の2倍以上、5倍以上、10倍以上などのトータル・リターン）を示した銘柄について、以下の2つの割合を示しています：（1）均等加重指数において、S&P 500と比較してより高い平均ウェイトを持っていた銘柄の割合、（2）均等加重指数のトータル・リターンに対して、S&P 500と比較してより大きく貢献した銘柄の割合。この2つの割合を示しているのは、ある銘柄がS&P 500均等加重指数でより高い平均ウェイトを持ちながら、同時にS&P 500（時価総額加重指数）により大きく貢献する可能性があるためです。例えば、ある銘柄の株価が緩やかに上昇し、最終的に超大型銘柄となった後、株価が急上昇する場合などが考えられます。

[15] このことは、図表8においてすでにS&P 500について説明済みです。2024年6月28日現在において、S&P 500では平均（100/500=0.2%）以上のウェイトを持つ銘柄が500銘柄のうちの99銘柄あった一方、平均以下のウェイトを持つ銘柄が401銘柄ありました。

図表13：構成銘柄のリターン寄与度と平均ウェイト



出所：S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスLLC。2003年3月から2024年6月28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。図表は説明目的のために提示されています。

分析結果は、当初の予想を*概ね*裏付ける内容となっています。均等加重指数では、中央値を上回るリターンを示した銘柄の大半、そして2倍、5倍、10倍、20倍以上のリターンを示した比較的少数の銘柄において、より高い平均ウェイトを維持し、より大きくトータル・リターンに貢献しました。40倍以上のパフォーマンスを示した9銘柄については、均等加重指数とS&P 500で同じ結果となりました。しかし、10,000%（100倍）を超える驚異的なリターンを示した2銘柄に関しては、均等加重指数ではS&P 500と比べて相対的に低いウェイトとなりました。この2銘柄とは、AppleとNVIDIAです。両社は分析期間全体で約1,000倍という途方もないリターンを記録しました。S&P 500における両社のウェイトは2003年3月時点でそれぞれわずか0.07%と0.03%でしたが、2024年6月にはそれぞれ6.6%に達しています。

当然のことながら、AppleとNVIDIAの株価が今後20年間でこれまでと同じような上昇率を維持することは非常に困難であると言えます。両社はすでに世界最大級の企業であり、これまでのようなペースで株価が上昇すれば、米国経済全体を支配するような企業となってしまう可能性があります。したがって、より広い視野で市場を見る必要があると言えます。どのような分析であれ、対象とする期間によって結果が大きく左右されます。今回の分析では、特に後半の期間（1991年から2023年までの対象期間のうちの後半）において、超大型株が極端にアウトパフォームする状況が続きました。しかし、冒頭で述べたように、こうした前例のない市場環境こそが、均等加重アプローチの評価を行う上で非常に興味深い状況を生み出していると考えられます。

For use with institutions only, not for use with retail investors

アクティブ運用ファンドと均等加重指数

上述のように、S&P 500構成銘柄のリターンの分布が正の歪度を持っていることは、均等加重戦略にとって有利に働くと考えられます。このことは、アクティブ運用ファンドがベンチマーク指数をアウトパフォームすることが困難であることを理解する手がかりになる可能性があります[16]。しかし、この均等加重指数の特性によって別の課題も生じます。均等加重アプローチの主な利点としては、高成長が期待できる中小型銘柄のウェイトが相対的に高いこと、超大型株への過度の集中を避けられること、定期的なリバランスによって割高な銘柄を売却し、割安な銘柄を購入すること、などが挙げられます。これらは全て、長期的にアウトパフォームする上で重要なことですが、実はこれらの特徴は、アクティブ運用ファンドの利点でもあると考えられます。

確かに、アクティブ運用ファンドが必ずしもそうしたアプローチを採用する必要はありません。しかし、アクティブ運用ファンドが超大型銘柄を（少なくとも時価総額加重ベンチマークと比べて）アンダーウェイトとしていることは珍しいことではありません。さらに、「平均的な」銘柄選択スキルを持つファンド運用者のパフォーマンスは通常、ファンド運用者が投資対象とするカテゴリーの「平均的な」リターン（言い換えれば、均等加重指数のリターン）によって評価されます[17]。これら2つの理由に加え、アクティブ運用戦略では均等加重指数のように定期的にリバランスを行う場合が多いことから、均等加重指数はアクティブ運用戦略のパフォーマンスを評価する上で有用なベンチマークになり得ます[18]。

したがって、均等加重指数の相対リターンは、アクティブ運用ミューチュアル・ファンドと似たようなリターンになると予想されます。全体として見れば、少なくとも短期的にはそのような傾向が見られます。しかし、長期的な統計データは異なる結果を示しています[19]。実際に、S&P 500均等加重指数はS&P 500を長期的にアウトパフォームしており、S&P 500均等加重指数はアクティブ運用ファンドと似たような特徴を持っています。しかし、意外なことに、大型株アクティブ運用ファンドの90%以上は過去20年間にわたってS&P 500をアンダーパフォームしています[20]。また、アクティブ運用ファンドとS&P 500均等加重指数と比べた場合でも、多くの年において均等加重指数をアウトパフォームできたアクティブ運用ファンドはほとんどありませんでした。（図表14参照）。

[16] 以下のレポートを参照ください：Ganti, Anu R.、及びCraig J. Lazzara著「Shooting the Messenger」、S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスLLC、2022年11月22日。

[17] ここでは、リバランスの影響を無視しています。つまり、「ファンド運用者」も同様のリバランスを行うと仮定しています。

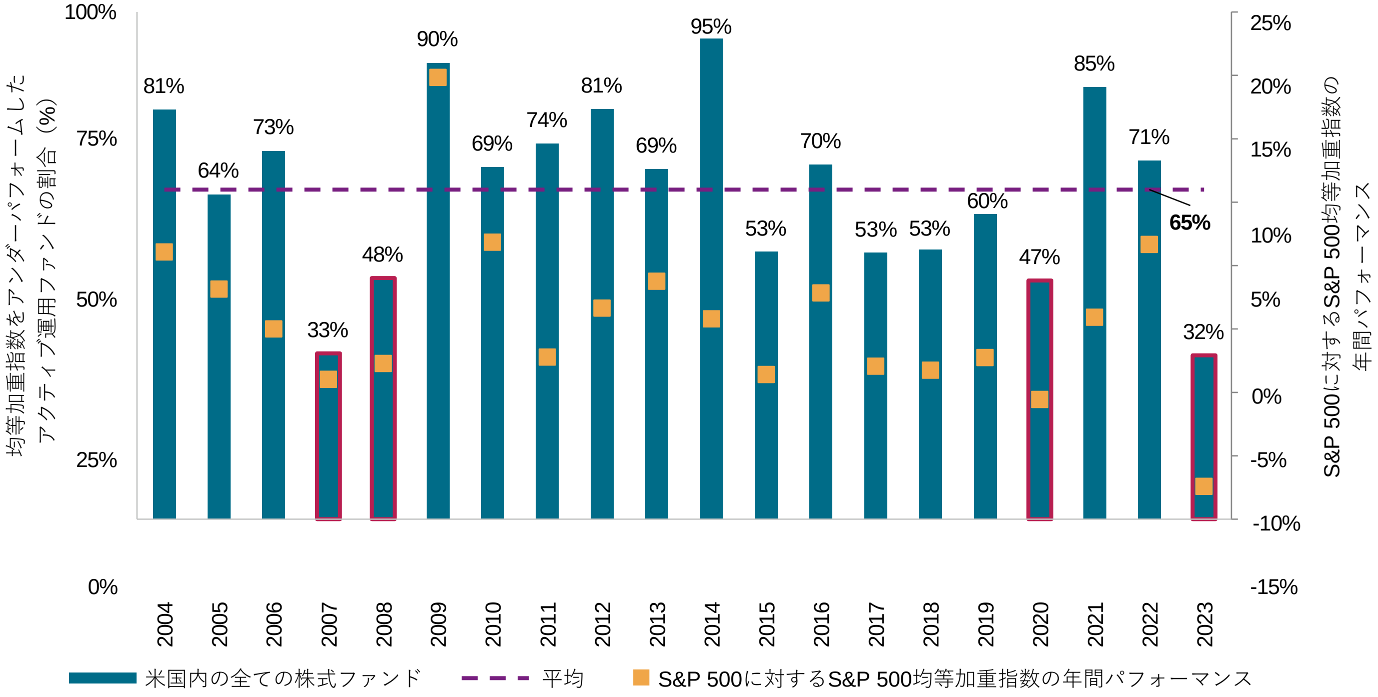
[18] この概念については、以下のレポートにおいて詳細に説明されています：Edwards, Tim、及びCraig J. Lazzara著「Equal-Weight Benchmarking: Raising the Monkey Bars」、S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスLLC、2014年5月。以下のレポートも参照ください：Chan, Fei Mei、及びCraig J. Lazzara著「Degrees of Difficulty: Indications of Active Success」、S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスLLC、2022年1月24日。

[19] 以下のレポートを参照ください：Edwards, Tim、Grace Stoddart、及びDavide Di Gioia著「More Equal than Others: 20 Years of the S&P 500 Equal Weight Index」、S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスLLC、2023年6月14日。以下のレポートでは、2023年までのデータを考慮し、分析結果を更新しています：Ganti, Anu著「Diversification, Equity & Indices」、S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスLLC、2014年5月20日。

[20] 以下のレポートを参照ください：Ganti, Anu、Davide Di Gioia、Tim Edwards、Sabatino Longo、及びJoseph Nelesen著「SPIVA U.S. Year-End 2023」、S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスLLC、2024年3月6日。

For use with institutions only, not for use with retail investors

図表14：S&P 500均等加重指数をアンダーパフォームしたアクティブ運用米国株式ファンドの割合



出所：S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスLLC、証券価格調査センター（CRSP）。2023年12月31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。

図表14に示されているように、過去20年間のうちの16年間において、米国で運用されるアクティブ運用米国株式ファンドの50%以上が均等加重指数をアンダーパフォームしました。長期的な統計を見ると、アクティブ運用ファンドがベンチマーク指数をアンダーパフォームする傾向がさらに強くなっています。S&P 500均等加重指数の算出開始20周年を記念して行われた最近の研究によると、20年間を調査対象とした場合、ほぼ全て（99%）のアクティブ運用ファンドがベンチマーク指数をアンダーパフォームしました[21]。

[21] 以下のレポートを参照ください：Edwards, Tim、Grace Stoddart、及びDavide Di Gioia著「More Equal than Others: 20 Years of the S&P 500 Equal Weight Index」、S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスLLC、2023年6月14日。

まとめ

ここ最近では米国の超大型株が非常に堅調なパフォーマンスとなっていることなどから、S&P 500均等加重指数はS&P 500をアンダーパフォームしています。さらに、足元では米国株式市場の集中度が過去50年間で最も高い水準に達している一方で、個別銘柄のモメンタム・トレンドが極端に好調となっています。過去の状況を見る限り、このようにモメンタムが極端に好調となった後には平均回帰する傾向があり、その際には均等加重指数が相対的に好調なパフォーマンスとなる傾向が見られました。

均等加重指数の相対パフォーマンスの転換点がいつ訪れるかを予測することはできませんが、過去においてこの転換点が訪れた時は、超大型株とモメンタム株が極端に好調なパフォーマンスとなっている時期と重なっていました[22]。株式市場ではこうした転換点が訪れる可能性があり、その際には投資家にとって大きなリスクとなる恐れがあるため、現在は均等加重アプローチを検討することが非常に適切なタイミングである可能性があります。さらに、S&P 500均等加重指数は長期的にS&P 500をアウトパフォームする傾向があるため、均等加重アプローチを検討することは、長期的な投資の観点からも重要であると言えます。

以上は単なる理論上の考察ではなく、実際の投資に応用できる可能性があります。S&P 500均等加重指数の動きを監視し、この指数を複製する以外にも、この指数のパフォーマンスに連動する上場投資信託（ETF）やインデックス・ファンドがあり、米国、欧州、オーストラリア、英国、カナダ、及びイスラエルなどでこうした金融商品を利用することも可能です。最近では、S&P 500均等加重指数を原資産とする先物の取引もシカゴ・マーカンタイル取引所（CME）で始まりました[23]。本レポートでは均等加重指数に関する理論的な考察を行いましたが、均等加重指数のパフォーマンスに連動するETFやインデックス・ファンドなどのライセンス商品を利用することで、均等加重指数を実際の投資に活かすことができると考えられます。

[22] 以下の記事を参照ください：Ganti, Anu R.著「An Elevating Effect on Equal Weight?」、S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスLLC、2023年11月20日。図表2b及び3も参照ください。

[23] これらのライセンス商品の詳細については、S&P DJIのウェブサイトで定期的にアップデートしています。

For use with institutions only, not for use with retail investors

Performance Disclosure/Back-Tested Data

The S&P 500 Equal Weight Index was launched on January 8, 2003. The S&P 500 Momentum Index was launched on November 18, 2014. The S&P MidCap 400 was launched on June 19, 1991. 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.spglobal.com/spdji. Past performance of the Index is not an indication of future results. Back-tested performance reflects application of an index methodology and selection of index constituents with the benefit of hindsight and knowledge of factors that may have positively affected its performance, cannot account for all financial risk that may affect results and may be considered to reflect survivor/look ahead bias. Actual returns may differ significantly from, and be lower than, back-tested returns. Past performance is not an indication or guarantee of future results. Please refer to the methodology for the Index 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. Back-tested performance is for use with institutions only; not for use with retail investors.

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 to a fixed value for calculation purposes. The Launch Date designates the date when 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 data feed 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.

Typically, when S&P DJI creates back-tested index data, S&P DJI uses actual historical constituent-level data (e.g., historical price, market capitalization, and corporate action data) in its calculations. As ESG investing is still in early stages of development, certain datapoints used to calculate S&P DJI's ESG indices may not be available for the entire desired period of back-tested history. The same data availability issue could be true for other indices as well. In cases when actual data is not available for all relevant historical periods, S&P DJI may employ a process of using "Backward Data Assumption" (or pulling back) of ESG data for the calculation of back-tested historical performance. "Backward Data Assumption" is a process that applies the earliest actual live data point available for an index constituent company to all prior historical instances in the index performance. For example, Backward Data Assumption inherently assumes that companies currently not involved in a specific business activity (also known as "product involvement") were never involved historically and similarly also assumes that companies currently involved in a specific business activity were involved historically too. The Backward Data Assumption allows the hypothetical back-test to be extended over more historical years than would be feasible using only actual data. For more information on "Backward Data Assumption" please refer to the FAQ. The methodology and factsheets of any index that employs backward assumption in the back-tested history will explicitly state so. The methodology will include an Appendix with a table setting forth the specific data points and relevant time period for which backward projected data was used.

Index returns shown do not represent the results of actual trading of investable assets/securities. S&P Dow Jones Indices 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).

For use with institutions only, not for use with retail investors

General Disclaimer

© 2024 S&P Dow Jones Indices. All rights reserved. S&P, S&P 500, SPX, SPY, The 500, US 500 , US 30, 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, DIVIDEND MONARCHS, BUYBACK ARISTOCRATS, SELECT SECTOR, S&P MAESTRO, S&P PRISM, GICS, SPIVA, SPDR, INDEXOLOGY, iTraxx, iBoxx, ABX, ADBI, CDX, CMBX, MBX, MCDX, PRIMEX, HHPI and SOVX are trademarks of S&P Global, Inc. ("S&P Global") or its affiliates. DOW JONES, DJIA, THE DOW and DOW JONES INDUSTRIAL AVERAGE are 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. Index performance does not reflect trading costs, management fees or expenses. 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. S&P Dow Jones Indices is not an investment adviser, commodity trading advisor, commodity pool operator, broker dealer, fiduciary, promoter" (as defined in the Investment Company Act of 1940, as amended), "expert" as enumerated within 15 U.S.C. § 77k(a) or tax advisor. Inclusion of a security, commodity, crypto currency or other asset within an index is not a recommendation by S&P Dow Jones Indices to buy, sell, or hold such security, commodity, crypto currency or other asset, nor is it considered to be investment advice or commodity trading 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.