

集中化の構図:

米国株式市場の集中がポートフォリオに
与える影響を理解する

2026年2月

The logo for DE Shaw & Co, featuring the company name in a blue serif font with a thin blue line above the letters 'D' and 'E'.

www.deshaw.com/library

ここ数年には、テクノロジーや人工知能（AI）分野におけるイノベーションにより、一握りのメガキャップ銘柄が極めて堅調なパフォーマンスを示しています。現在、S&P500®の時価総額上位 10 銘柄がインデックスに占めるウェイトは 40% を超えており、過去数十年間で最も高い水準に達しています。株式市場のこうした集中度の高まりは、多くのアクティブ運用ポートフォリオにおいてリスク調整後リターンが低下する現象と時期を同じくしています。

このような動向を理解するために、本稿では、市場の集中が株式ポートフォリオ全体のリスクや、プラスのアクティブ・リターンを創出する可能性に及ぼす影響について考察します。集中化は、リスク管理やアルファ創出の一般的な手法に課題を突き付ける側面があるものの、この現象の根本的な要因を理解することで、投資家は運用プロセスを調整し、その影響をポートフォリオにより適切に反映させることができると考えられます。

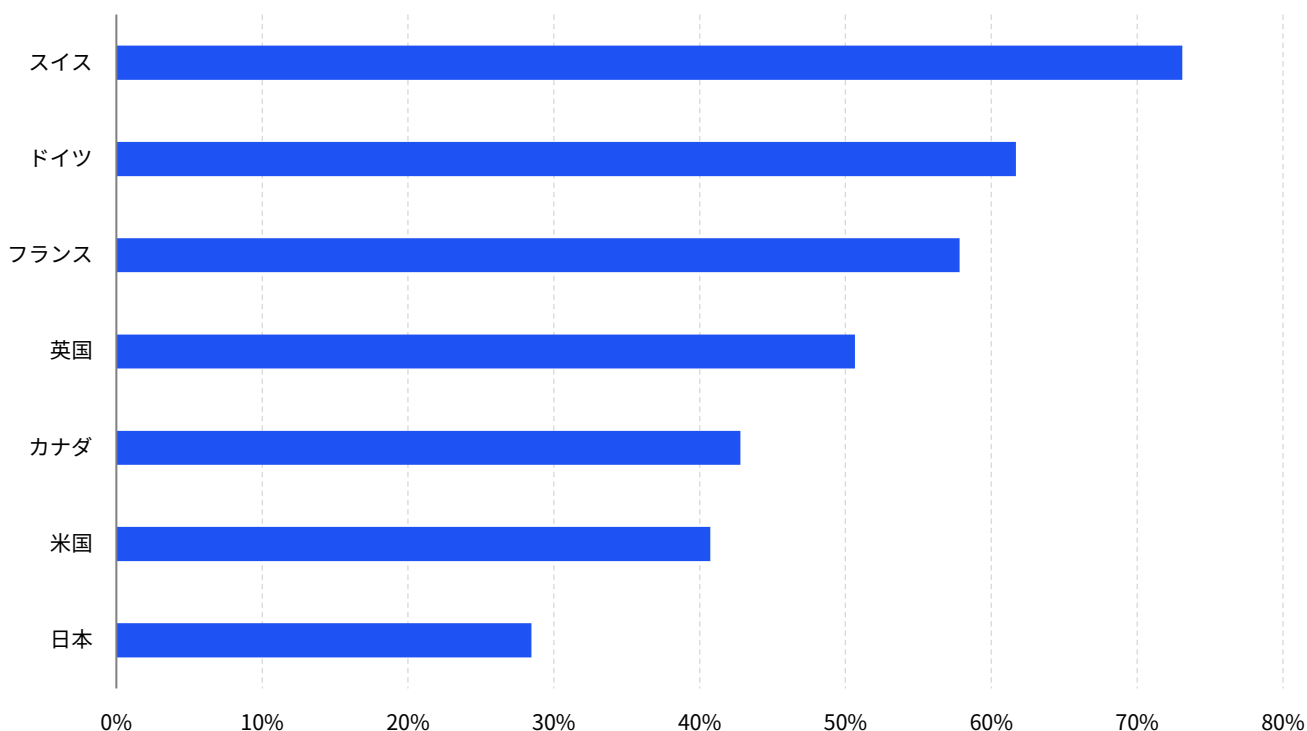
集中化のリスク

はじめに背景として、インデックスの集中度は時期や地域によって異なり、「自然な」水準というものは存在しない点に留意する必要があります。規模の小さい国では、上場企業の数自体が少ない傾向にあり、結果として、時価総額の大きな部分が少数の銘柄に集中する可能性があります。とはいえ、経済規模だけで国別の集中度の差を完全に説明できるわけではありません。例えば、日本とドイツの経済規模は概ね同程度ですが、日本株式市場の集中度はドイツに比べて大幅に低くなっています。

図 1 は、主要先進国市場におけるこうした集中度のばらつきを示しています。ドイツ、フランス、英国においては、上位 10 銘柄が国内株式市場の半

図 1：国別の時価総額上位 10 銘柄のウェイト

2025 年 12 月 31 日時点



注：米国以外のすべての国については、図 1 に反映されているウェイトは、各国の浮動株調整後時価総額の約 85% をカバーする MSCI ワールド・インデックスに基づいています。米国市場については、代替指標として S&P500®を使用しています。

出所：MSCI、Copyright © 2026 S&P Global Market Intelligence（およびその関連会社）、D. E. Shaw group。一部のデータは Bloomberg の許可を得て使用しています。

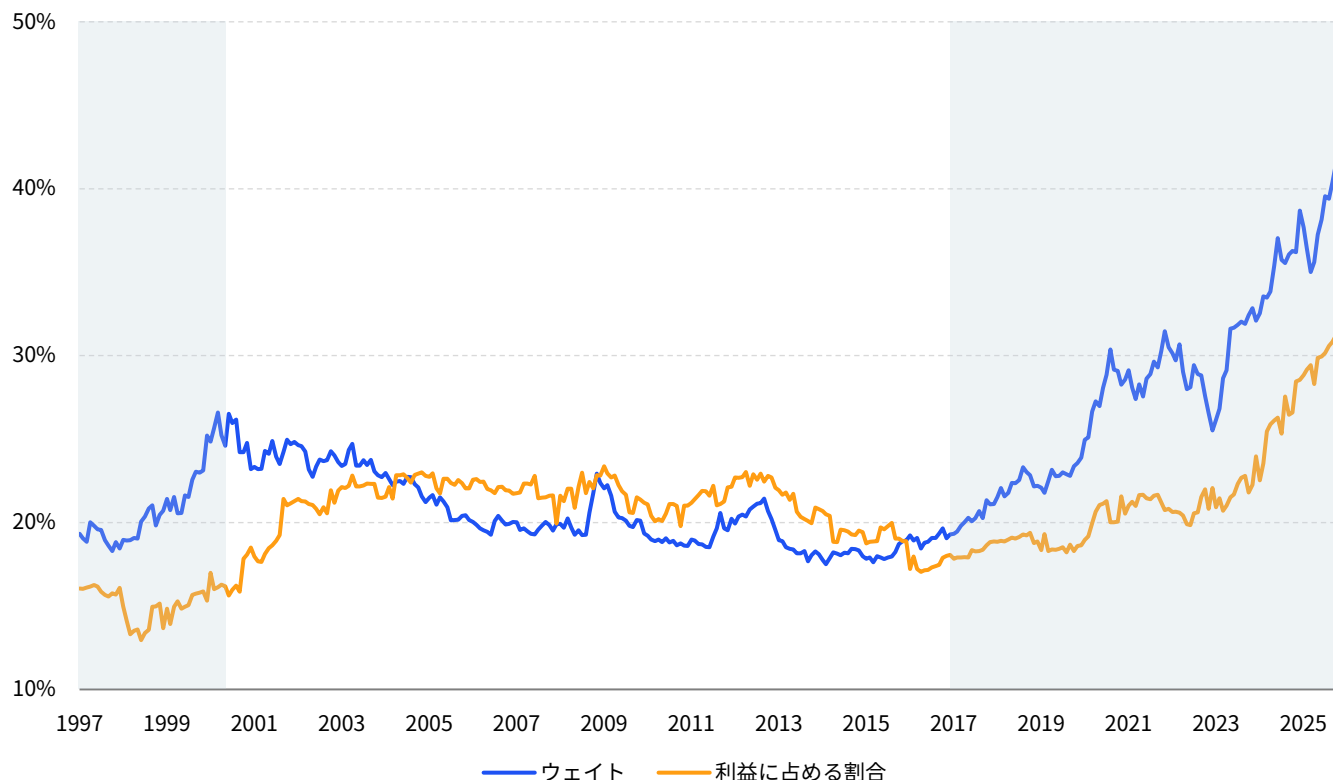
米国株式市場の集中化は、一見すると特異なことではないように見えますが、その市場規模は突出しています。S&P500®の時価総額は 60 兆ドルを超えており、これは MSCI ワールド・インデックス（除く米国）の価値の 2.5 倍を上回ります。その結果、米国市場におけるわずかな集中化リスクであっても、世界の投資家に極めて大きな影響を及ぼすことになります。

さらに、米国市場の集中度はここ数年で顕著に高まっています。上位 10 銘柄のインデックスにおける合計ウェイトは、これらの銘柄が目覚ましい上昇を記録した 2010 年代半ばから現在までに 2 倍以上に膨らんでいます。ここで、一つの重要な疑問が生じます。上位銘柄の時価総額の拡大を説明し得るような、企業ファンダメンタルズ面での明確な違いはあるのでしょうか。

図 2 は、時価総額上位 10 社のウェイトと 12 ヶ月先予想利益に占める割合の推移を示したものです。ここでは、「ドットコム・バブル」直前期と、2017 年から 2025 年末までの 2 つの期間をハイライトしています。

図 2：時価総額上位 10 社のウェイトおよび 12 ヶ月先予想利益に占める割合

1997 年 1 月 1 日～2025 年 12 月 31 日



出所：Copyright © 2026 S&P Global Market Intelligence（およびその関連会社）、LSEG Data & Analytics、D. E. Shaw group。一部のデータは Bloomberg の許可を得て使用しています。

最初の期間には、上位 10 社のインデックスにおけるウェイトが 5%ポイント超上昇した一方、利益に占める割合は概ね横ばいでした。これに対し、より最近の期間では、上位企業のウェイトと利益に占める割合がいずれも上昇しており、特に 2020 年以降はその傾向が顕著になっています。言い換えれば、1990 年代後半の上位銘柄の時価総額シェアの拡大は主にバリュエーション・マルチプルの上昇によるものでしたが、より最近の期間では、株価の上昇とともに利益も増加しています。

いずれの期間においても、投資家は成長を織り込んでいたとみられます。しかしより最近では、これら上位企業の活動が実体経済に占める割合が拡大するのに伴い、このような成長期待の多くが実現しています。

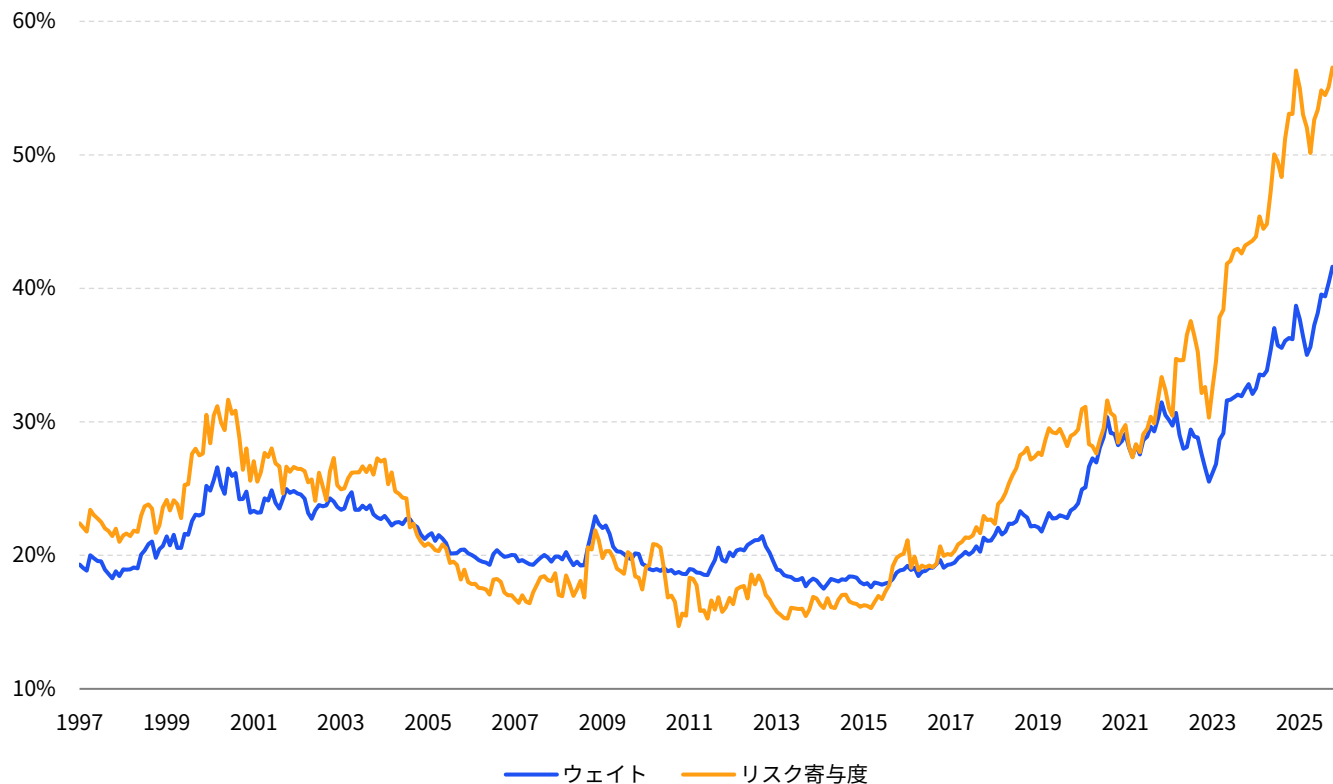
こうした集中化を促進するファンダメンタルズ要因を理解することによって、投資家はその反転の可能性を評価し、集中化が投資に及ぼす影響にどのように対処すべきかをより適切に判断できるようになります。

リスクの集中

インデックスにおけるウェイトの拡大に加え、過去 10 年間で上位 10 銘柄が S&P500®全体のボラティリティに占める割合も高まっており、2025 年 12 月時点では、そのリスク寄与度は 50%を超えています。この傾向は図 3 で確認できます。

図 3：S&P500®における時価総額上位 10 銘柄のウェイトとリスク寄与度

1997 年 1 月 1 日～2025 年 12 月 31 日



出所：Copyright © 2026 S&P Global Market Intelligence（およびその関連会社）、LSEG Data & Analytics、D. E. Shaw group。一部のデータは Bloomberg の許可を得て使用しています。

こうした現象が生じる理由の一つは、リスク寄与度がウェイトの 2 乗に比例して増大するという計算上のメカニズムにあります。しかしここ数年は、インデックスの上位構成銘柄が全体としても、また一部の銘柄では個別に見ても、かつての上位銘柄よりボラティリティが高まっているという側面もあります。

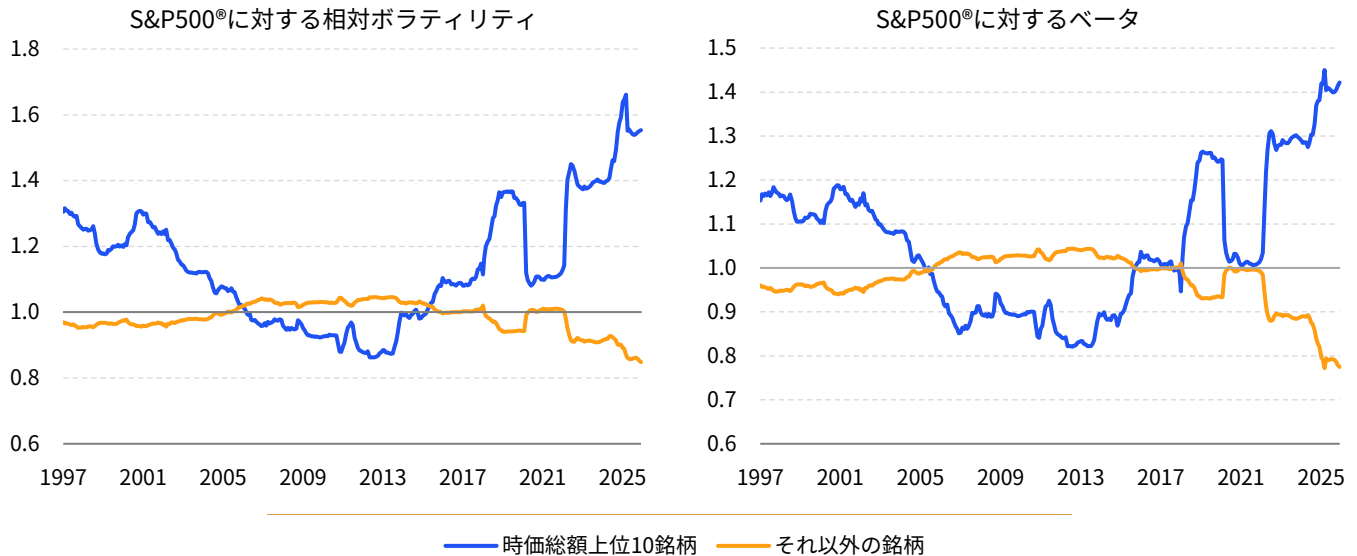
2010 年代初頭には、Apple、ExxonMobil、Johnson & Johnson といった多種多様な優良企業が S&P500®の上位を占めており¹、これらの銘柄のリスク寄与度は、インデックスにおけるウェイトを下回っていました。しかし現在では、上位 10 銘柄はテクノロジー関連の業種に集中しており、相互の相関が高まっています。同時に、その顔ぶれには、かつての安定した大型株よりも一般的にボラティリティが高い Tesla や Nvidia といった銘柄が含まれています。

¹ 2011～2015 年の S&P500®における上位 10 銘柄（平均ウェイトに基づく降順）：Apple、ExxonMobil、Microsoft、General Electric、Alphabet、Johnson & Johnson、Chevron、Procter & Gamble、IBM、Wells Fargo。2021～2025 年の上位 10 銘柄：Apple、Microsoft、Alphabet、Nvidia、Amazon、Meta、Tesla、Berkshire Hathaway、J.P. Morgan、Broadcom。

その結果、図4が示すように、上位10銘柄の合計ボラティリティは現在、S&P500®全体の1.5倍に達しています。上位10銘柄の市場ベータは今では1.0を大きく上回っています。市場の3分の1以上を占めるグループのベータが1.0を大幅に超えるというのは、容易に起こり得ることではありません。

図4：時価総額上位10銘柄とそれ以外の銘柄のリスク特性の比較

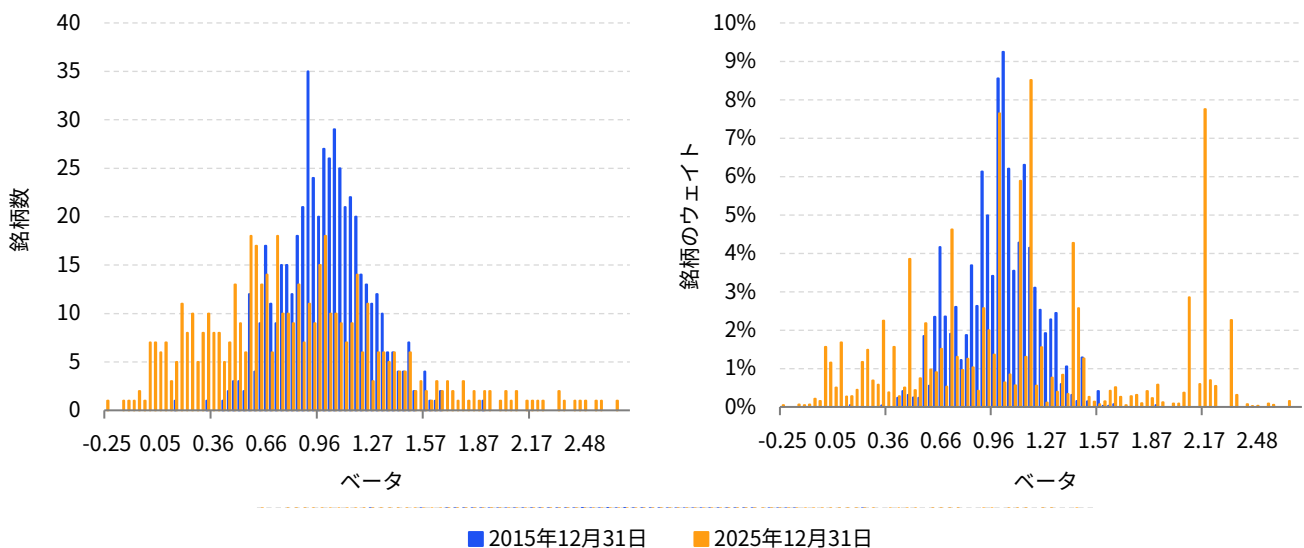
1997年1月1日～2025年12月31日



出所：Copyright © 2026 S&P Global Market Intelligence（およびその関連会社）、LSEG Data & Analytics、D. E. Shaw group。一部のデータは Bloomberg の許可を得て使用しています。

S&P500®のベータは常に1.0であるため、上位銘柄のベータが上昇した結果、インデックス内のベータの分布は必然的に拡大することになります。図5は、2015年と2025年の2つの時点におけるS&P500®構成銘柄のベータ分布を、銘柄数およびウェイト別に示したものです。2015年には、ベータは1.0付近に比較的集中していました。これに対し、2025年には分布が広がり、銘柄数ベースで左（低ベータ側）に顕著にシフトする一方、右（高ベータ側）にロングテールを形成する形となりました。ウェイト・ベースで見ると、インデックスの約20%でベータが0.5未満、15%超でベータが2.0を上回っています。

図5：S&P500®に対するベータの分布（銘柄数およびウェイト別）



出所：Copyright © 2026 S&P Global Market Intelligence（およびその関連会社）、LSEG Data & Analytics、D. E. Shaw group

投資家が現在使用しているリスク・モデルは、このような偏った分布に十分に対応できない恐れがあります。極端な例を挙げると、現在では、ウェイトの半分をベータ約 2.0 の銘柄、もう半分をベータ約 0.0 の銘柄で構成することで、「ベータが 1.0」のポートフォリオを構築することが可能です。一般的に、市場のストレス局面ではベータの推計値は不安定になりますが、市場の集中度が高まりベータの分散が拡大すると、推計誤差に対するポートフォリオの感応度が高まります。市場危機においては、これは予想を大幅に上回る（あるいは下回る）市場エクスポージャーとなって現れる可能性があり、ベータ・リスクの計測と管理に対するより堅牢なアプローチが必要であることを示唆しています。

アルファ創出への影響

ここまでは主に、市場の集中が市場全体のリスクに与える影響に焦点を当ててきました。ここからは、ベンチマーク対比のポートフォリオにおいて、アクティブ・マネジャーがアウトパフォームする、すなわち、アルファを創出する能力に与える影響について考察します。まずは、一般に「アクティブ運用の基本法則（Fundamental Law of Active Management）」として知られる次の式から見ていきましょう。²

$$IR = IC \times TC \times \sqrt{N}$$

ここで、インフォメーション・レシオ（IR）は株式ポートフォリオのリスク調整後アクティブ・リターンを表します。この IR は、次の 3 つの変数の関数となります。

- マネジャーのスキル（情報係数、IC）
- マネジャーがそのスキルをポートフォリオのポジションに反映させる能力（伝達係数、TC）
- 独立した予測の有効数、すなわち、マネジャーがスキルを発揮できる回数（投資機会の幅、N）

市場の集中がマネジャーの予測スキル（IC）に直接影響を与える可能性は低いいため、ここでは後者の 2 つの項、すなわち TC と N への影響を検討します。

アルファ創出への影響：伝達係数

投資インサイトをポートフォリオに反映させる能力を制限する最大の要因の一つが、「ロング・オンリーの制約」です。この制約の下では、マネジャーは銘柄をアンダーウェイトにすることはできても、直接ショート・ポジションを取ることはできません。そのため、ネガティブな見通しをどれだけ効果的に反映できるかには、自ずと限界が生じます。例えば、インデックスの 0.50% を占める銘柄に対してネガティブな見通しを持っている場合、マネジャーにできる最大限の対応は、その銘柄をポートフォリオから除外することであり、結果として実現できるのは 0.50% のアンダーウェイトにとどまります。時価総額の大きい銘柄がインデックスの大半を占めるようになると、残りの銘柄のウェイトは当然ながら低下します。これは、特に中小型株に対するネガティブな見通しを有意なアクティブ・ポジションに転換するマネジャーの能力を制約することになります。

また、ロング・オンリーの制約は、ポジティブな見通しを反映させる際にも、より目に見えにくい制限をもたらします。いかなるオーバーウェイト・ポジションも、ポートフォリオ内の他の部分における同額のアンダーウェイトによって相殺しなければなりません。集中化した市場では、有意なアンダーウェイトを実行できる銘柄の選択肢が大幅に狭まります。その結果、マネジャーは「見通しがわずかにネガティブ、あるいはわずかにポジティブでさえある銘柄をアンダーウェイトにすること」と、「最も確信度の高い銘柄のオーバーウェイト幅を縮小すること」との間で、不本意なトレードオフを強いられることになります。このように、たとえ明確にポジティブな見通しを持っていたとしても、それが効率的にポートフォリオに反映されない可能性があるのです。

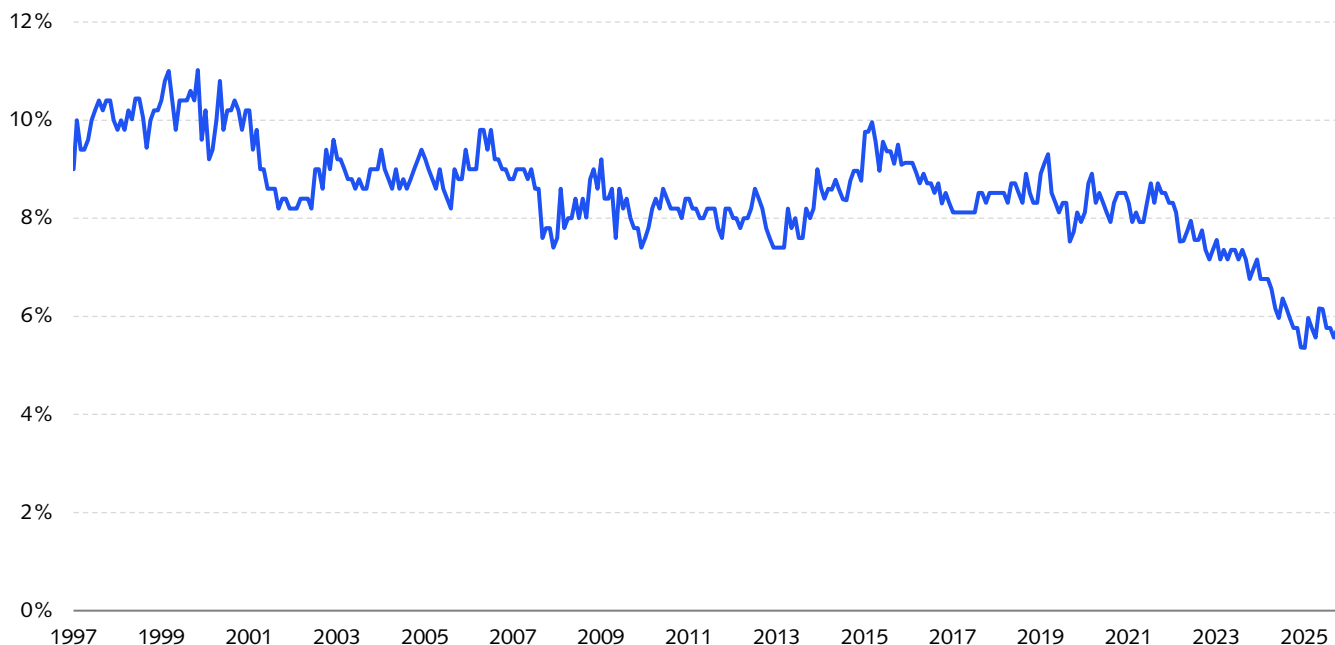
このダイナミクスの単純な例として図 6 を見ると、S&P500[®]においてウェイトが 50bp 以上の銘柄の割合は、1997 年の約 10% から 2022 年には約 8% に縮小し、それ以降 6% まで低下しています。実務上、これは、有意なオーバーウェイトを相殺

²この基本法則は、リチャード・C・グリノルドが 1989 年の論文「The Fundamental Law of Active Management」で初めて提唱し、その後、他の研究者によってさらに精緻化されました。

しようとするロング・オンリー戦略のマネジャーが、少数の銘柄群にアンダーウェイトをますます集中させざるを得なくなっていることを意味しており、銘柄固有のリスクの分散がより困難になっています。その結果、アクティブ・リスクがリターンに変換される効率が低下し、戦略のインフォメーション・レシオが押し下げられる可能性があります。

図 6：ウェイトが 50bp 以上の S&P500®構成銘柄の割合

1997 年 1 月 1 日～2025 年 12 月 31 日



出所：Copyright © 2026 S&P Global Market Intelligence（およびその関連会社）、LSEG Data & Analytics、D. E. Shaw group。一部のデータは Bloomberg の許可を得て使用しています。

これに関連して、ロング・オンリーの制約の下では、マネジャーはインデックス構成銘柄のうち時価総額が相対的に小さい銘柄に対してロング・バイアスを持つ傾向があり、こうしたサイズ面での偏りは一般的に、市場の集中によって助長されます。後述するように、超大型株がアウトパフォームする局面では、このような偏りは逆風となる恐れがあります。

ロング・オンリーの制約を緩和し、ポートフォリオ内である程度のショートを許容することは、こうした問題の解決に役立ちます。また、トラッキング・エラーの目標水準を低く設定することも、アンダーウェイトの規模を総じて小さく抑える必要があるため、同様に有効な解決策となり得ます。

アルファ創出への影響：投資機会の幅

投資機会の幅は、マネジャーによる「独立した銘柄予測の数」と理解するのが最も適切です。この「独立した」という定義に照らせば、戦略の実効的な投資機会の幅を評価する際には、マネジャーの予測の対象となる銘柄数だけでなく、それら銘柄のベンチマークに対する超過リターンの相関も考慮することが重要です。構成銘柄の超過リターンの相関がほとんどない 500 銘柄のインデックスは、各銘柄の超過リターンが連動するインデックスよりも、マネジャーが予測スキルを活用できる余地がはるかに大きくなります。

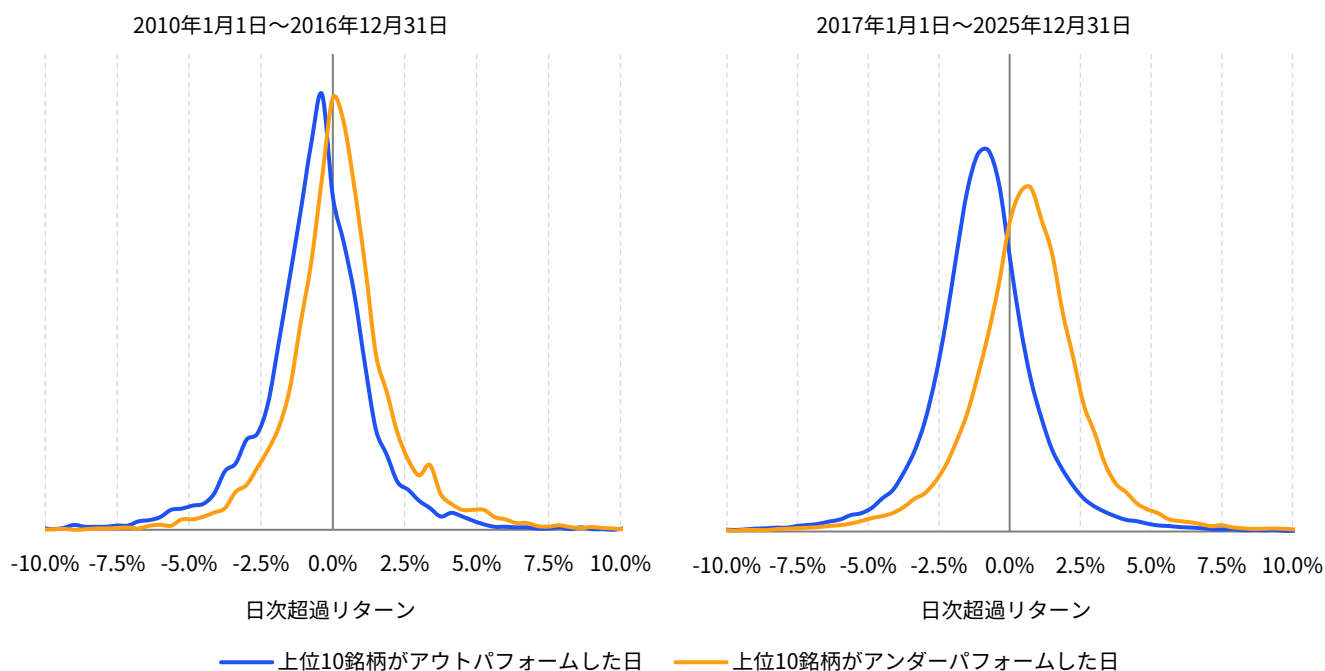
ベンチマーク対比という観点では、各銘柄のリターンはインデックス全体のリターンを基準に評価されます。定義上、すべての超過リターンの加重合計はゼロにならなければなりません。そのため、インデックス内の各銘柄の超過リターンは、他のすべての銘柄の超過リターンに機械的に影響を及ぼします。これら他の全銘柄の超過リターンの合計は、当該銘柄の超過リターンを相殺する分だけ、アウトパフォームまたはアンダーパフォームすることになります。

多くの場合、この影響は無視できる程度です。500 銘柄で構成される均等加重インデックスにおいて、1 つの銘柄が 2% アウトパフォーマンスした場合、残りの 499 銘柄は平均で 0.04% アンダーパフォーマンスすることになります。このシナリオでは、当該銘柄の固有のパフォーマンスが超過リターンの分布に与える影響は極めて小さくなります。

しかし、こうした影響の大きさは、ベンチマークの集中が進むにつれて変化します。例えば、特定の日にインデックスのウェイトの 40% を占める 10 銘柄が 2% アウトパフォーマンスした場合、残りの 490 銘柄は平均で 1.3% アンダーパフォーマンスすることになります。インデックスの集中度が高まるほど、超過リターンの分布は超大型株の固有のパフォーマンスに依存するようになると予想されます。

こうした影響を可視化するため、図 7 では、上位 10 銘柄が 1% 以上アウトパフォーマンスした日と、1% 以上アンダーパフォーマンスした日における S&P500® の日次超過リターンの分布をプロットしています。ここでは 2 つの期間を示しています。最初の期間（2010～2016 年）は、上位 10 銘柄のウェイトが平均 19% であり、市場の集中度が比較的低かった時期です。第 2 の期間（2017～2025 年）は集中度がはるかに高く、上位 10 銘柄が平均でインデックスの 28% を占めています。

図 7： S&P500R 構成銘柄の日次超過リターン分布（上位 10 銘柄の相対パフォーマンス別）



出所： Copyright © 2026 S&P Global Market Intelligence（およびその関連会社）、LSEG Data & Analytics、D. E. Shaw group

市場の集中度が低い最初の期間では、日次超過リターンは 0.0% 付近に集中する傾向にありました。上位 10 銘柄がアウトパフォーマンスした日には、分布はわずかに左にシフトしましたが、分布のピーク（最頻値）の差は 50bp 以内にとどまりました。

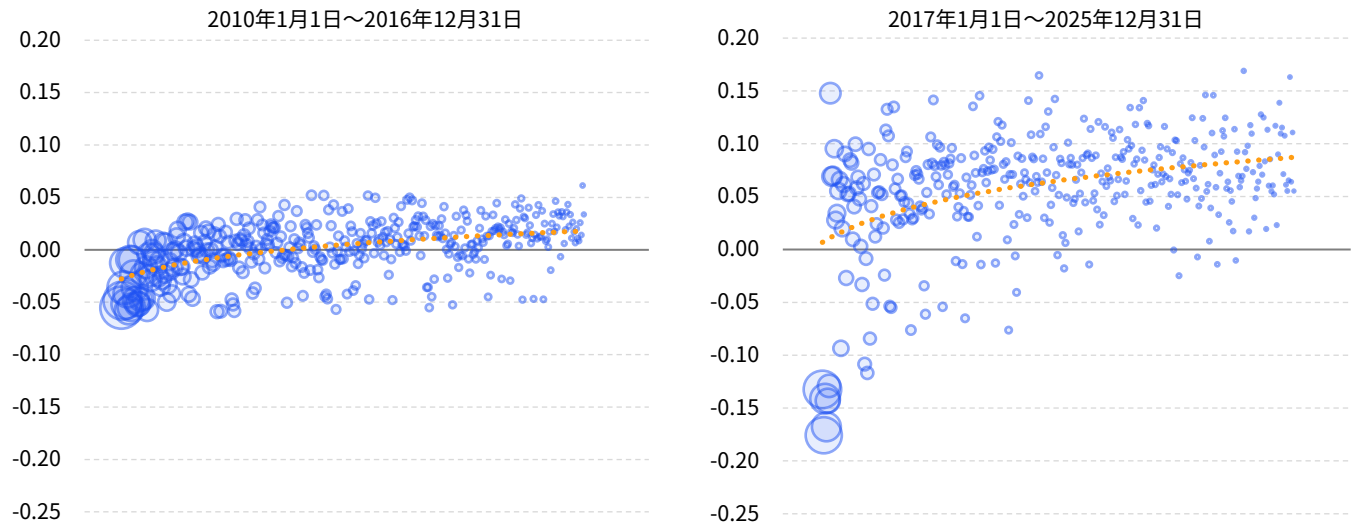
一方、集中度が高い第 2 の期間では、2 つの分布は顕著に乖離し、ピークの差は約 1.5% ポイントに達しました。予想通り、上位 10 銘柄がアンダーパフォーマンスした日には大半の銘柄の超過リターンがプラスとなり、逆に上位 10 銘柄がアウトパフォーマンスした日にはマイナスとなりました。

こうした現象は、市場の集中度が高い期間には、ほとんどの銘柄が超過リターンに関して上位 10 銘柄と負の相関を示し（上位 10 銘柄がアウトパフォーマンスするとアンダーパフォーマンスする。その逆も同様）、かつそれら銘柄同士では互いに正の相関を持つようになることを示唆しています。³

³こうした相関の高まりは、あくまでベンチマーク対比の超過リターンに関する数学的な必然であり、トータルリターンには当てはまりません。市場の集中度が高まったからといって、航空会社とソフトウェア会社のファンダメンタルズの相関が突然高まるわけではありません。

実証的にも、まさにその通りの結果が観察されています。図 8 では、再び市場の集中度が低い期間と高い期間を示しています。横軸 (X 軸) には、S&P500®の各構成銘柄を時価総額の大きい順 (左から右) に並べています。縦軸 (Y 軸) には、各銘柄とインデックス内の他の銘柄それぞれとの超過リターンの相関の中央値をプロットしており、バブルの大きさは時価総額に比例しています。

図 8 : S&P500®構成銘柄間の超過リターンの相関 (中央値)



出所 : Copyright © 2026 S&P Global Market Intelligence (およびその関連会社)、LSEG Data & Analytics、D. E. Shaw group

いずれの期間においても、上位銘柄とインデックス内の他の大半の銘柄には負の相関がある一方、時価総額の相対的に小さい銘柄同士は互いに正の相関を持つ傾向にあることが分かります。しかし、こうした現象は、市場の集中度が高い期間でかなり顕著になります。この期間には、上位銘柄とインデックス内の他の銘柄との相関の中央値が-0.10を下回るのに対し、上位銘柄以外のほぼすべての銘柄は、相関の中央値が正となっています。言い換えれば、市場の集中度が高い期間には、大半の銘柄は、ベンチマーク対比のリターンを左右する支配的な要因、すなわち「超大型株のパフォーマンス」の影響を強く受けることになります。

上述のような相関関係は、他の条件が一定であれば、特定の戦略が予測をポートフォリオに反映させる機会を減らし、ひいては期待インフォメーション・レシオを低下させることになります。理論的には、投資家は市場の集中度が高い期間には、この影響を考慮した新たなモデリング手法を検討することも可能です。例えば、投資家は、上位銘柄からなるベンチマークと、それ以外の構成銘柄からなるベンチマークの 2 つを別々に管理することを検討するかもしれません。その場合、後者の残差リターンの相関が、通常よりも高くなることはなくなります。しかし実際には、このような手法は運用の複雑化やさらなる歪みを招く恐れもあるため、今後の研究が必要な興味深い分野と言えるでしょう。

集中：今後の行方

現在の米国株式市場の集中度は近年の歴史に照らして極めて高い水準にあることから、この傾向はいずれ平均回帰すると想定する向きもあるかもしれません。しかしここで、S&P500®の上位 10 銘柄のウェイトが 2020 年よりも前の平均である 20.8%に戻るために何が必要かを確認しておくことは有益です。例えば、上位銘柄の株価が横ばいで推移すると仮定した場合、インデックスの残りの銘柄は 160%を超えるリターンを上げる必要があります。完全な平均回帰に必要とされるリターンの大きさを踏まえると、市場の集中は当面高い水準が続く可能性が高いと思われます。

市場の集中が常態化すると考える投資家は、それがポートフォリオのリスク特性やアルファ創出の可能性に与える影響と、そうした影響に最も効率的に対処する方法を検討すべきでしょう。具体的な方法としては、マネジャーのリスク・モデルの精査、ショート・ポジションの許容による投資機会の拡大、あるいはマネジャーのスキルやポートフォリオの目的に最も見合ったトラッキング・エラー水準の再評価などが挙げられます。

本資料は情報提供のみを目的としており、投資助言の提供、ならびに証券や投資商品の販売、もしくはサービスの提供の申し出（または購入や利用の申し出の勧誘）を構成するものではありません。

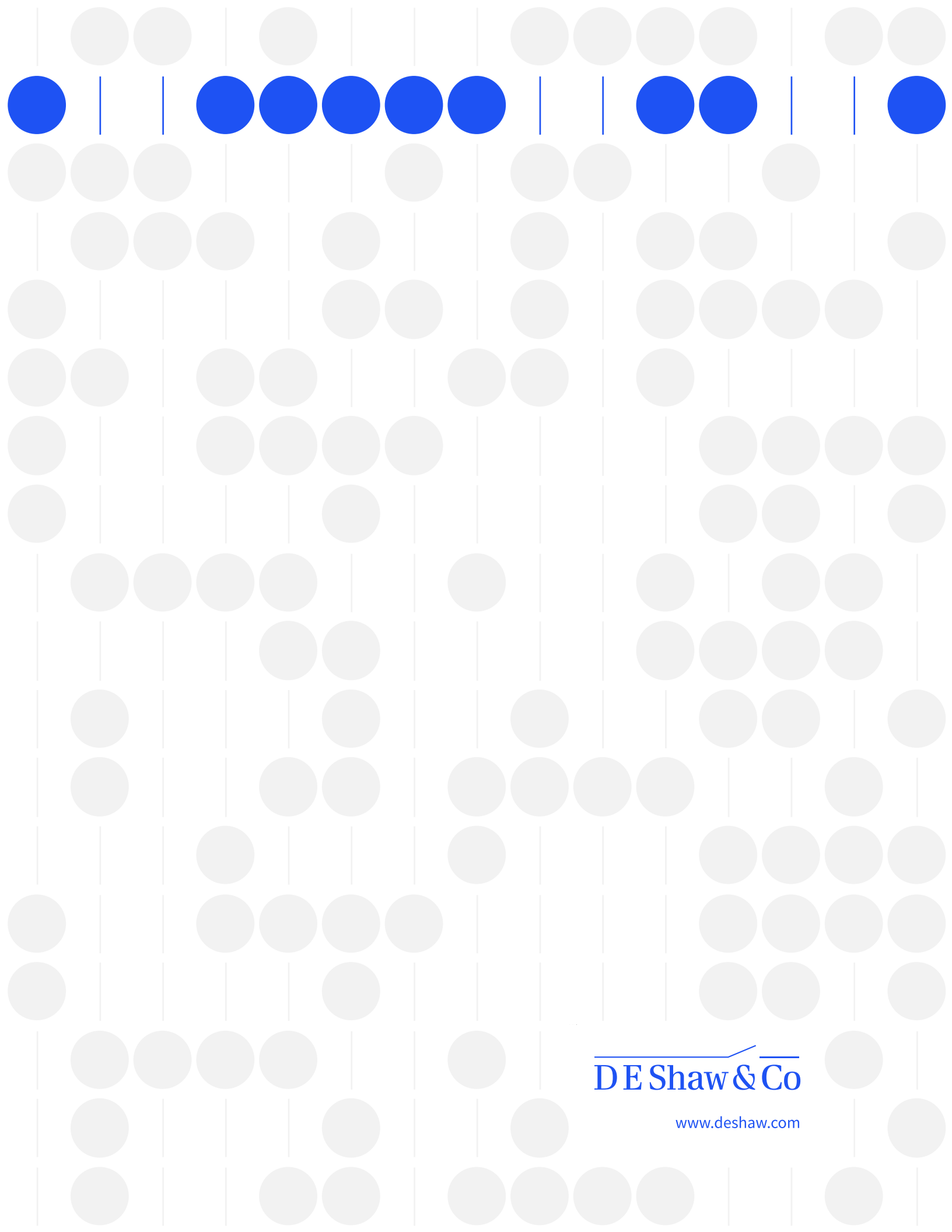
本資料に記載された見解は、本資料の日付時点における D. E. SHAW GROUP の見解であり、予告なしに変更されることがあります。また、D. E. SHAW GROUP 内の個人または事業体が投資や投資戦略を評価するために用いる基準を反映していない場合があります。同様に、本資料に含まれる情報は（別途記載のない限り）本資料の日付時点のものであり、本資料の受領者に通知することなく、いつでも変更または更新される可能性があります。本資料に含まれる情報は、D. E. SHAW GROUP が独自に作成したか、信頼できると判断した情報源から入手したのですが、D. E. SHAW GROUP はその正確性、妥当性、または完全性を保証するものではありません。さらに、本資料には将来のイベント、目標、または見通しに関する予測やその他の将来予想に関する記述が含まれています。こうした記述は現在の市場環境などに基づいていますが、市場環境は変化するものであり、その後の市場イベントや他の要因によって取って代わられる可能性があります。過去の市場トレンドは、将来の市場動向や特定の投資の将来のパフォーマンスの信頼性の高い指針ではなく、そのような指針として依拠すべきではありません。

より全般的な事項として、本資料に記載されている目的、仮定、予想、目標が実現される保証はありません。D. E. SHAW GROUP の事業体、それぞれの関連会社、および前記のいずれかの株主、パートナー、メンバー、マネージャー、取締役、プリンシパル、職員、受託者、または代理人は、本資料の作成または内容におけるいかなる誤りについても（過失その他を問わず、不正がない限り法律で認められる最大限の範囲で）責任を負わず、またかかる内容に依拠した結果についても責任を負いません。

本資料およびそのいかなる部分も、D. E. SHAW GROUP の書面による事前の許可なく複製または配布することを禁じます。

COPYRIGHT © 2026 D. E. SHAW & CO., L.P. ALL RIGHTS RESERVED.

TRANSLATION © 2026 D. E. SHAW & CO., L.P.



DE Shaw & Co

www.deshaw.com