ASSET CLASS INSIGHTS

株式ベンチマークの特性を読み解く：インデックスの構造を検証する

ベンチマークは資産運用業界の実務に深く根差しており、市場分析やポートフォリオ分析において広く活用されています。

執筆者



ROSS CARTWRIGHT
ストラテジー・アンド・インサイト・グループ



JONATHAN HUBBARD, CFA
ストラテジー・アンド・インサイト・グループ

はじめに

ベンチマークは資産運用業界の実務に深く根差しており、市場分析やポートフォリオ分析において広く活用されています。リスク・リターンといったパフォーマンス指標から、バリュエーションや成長率といった市場のファンダメンタルズに至るまで、ポートフォリオを多面的に評価するための重要な指標として機能しています。

しかしながら、ベンチマークを検証してゆくと、ある皮肉に気付きます。ベンチマークは本来測定ツールとして設計されたものですが、これが比較対象である運用戦略と同じように厳密に分析されることは稀であるということです。その結果、ベンチマークを構築する際の前提事項がまるで事実であるかのように解釈され、適切でない情報に基づいて意思決定が行われたり、ポートフォリオが意図しないリスクにさらされたりする可能性があります。

本稿では、ベンチマークが資産運用業界の実務において現在の役割を担うようになった経緯、投資家が思う以上にその構築方法が重要である理由、そして株式市場環境が著しく変化する中、ベンチマークの構造を読み解くことの重要性がこれまで以上に高まっている理由について解説します。

ベンチマークの起源と進化

1884年、米国の証券アナリストであるチャールズ・ダウが、「ダウ・ジョーンズ鉄道株価平均」を創設しました。これは鉄道株11銘柄の株価を平均したもので、後にウォール・ストリート・ジャーナルへと発展するCustomer's Afternoon Letter紙に掲載されました。1896年には、株式市場全体をより包括的に捉えるため、「ダウ・ジョーンズ工業株価平均」が創設されました。その当初の目的は、米国経済の動向や株式市場の動きを把握するための基準を読者や投資家に提供するという穏やかなものでした。当時の米国経済は工業を中心に発展しており、大型の上場企業の大半を製造業が占めていたため、米国の株式市場と実体経済は密接に連動していました。

その後数十年にわたり、インデックスとその構築方法は、多様化と進化を続けてきました。

当レポートは、機関投資家の利用を目的として作成しており、個人投資家の利用を目的としたものではありません。

図表1：インデックスの歴史的変遷

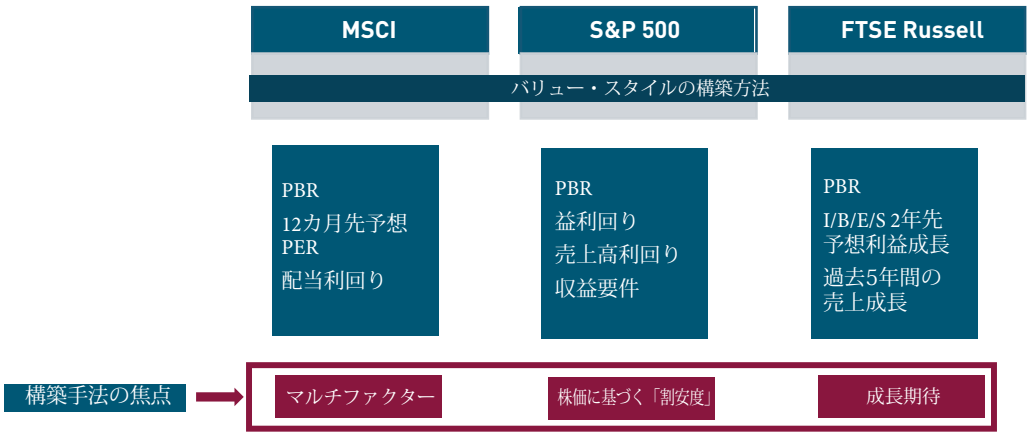


ベンチマークは重要な測定ツールにとどまらず、運用者と学術研究者の双方の分析活動において重要な役割を担うようになりました。時価総額や投資スタイルといった属性に基づき銘柄を集計・分類することで、横断的および時系列的な分析の深化を可能にし、市場研究の発展に大きく寄与しました。

構築方法の課題

ベンチマークの普及に伴い、その構造は一層複雑化しています。ベンチマークがどのように構築されているかを理解しておくことは極めて重要です。なぜなら、その構築方法によって、投資家が「何を保有するか」だけでなく、「どの程度保有するか」にも影響を与える可能性があるからです。例えばバリュー投資の場合、バリュー・インデックスに採用される「バリュー株」の定義は主要プロバイダーごとに異なります。MSCIは、バリュー、グロース、クオリティの複数のシグナルを組み合わせたマルチファクター手法を採用しています。一方S&Pは、企業の純資産、利益、売上高対比での株価の割安度を重視しています。またFTSE Russellは、伝統的なバリュー指標のほか、将来利益予想など成長期待を織り込む手法を採用しています。

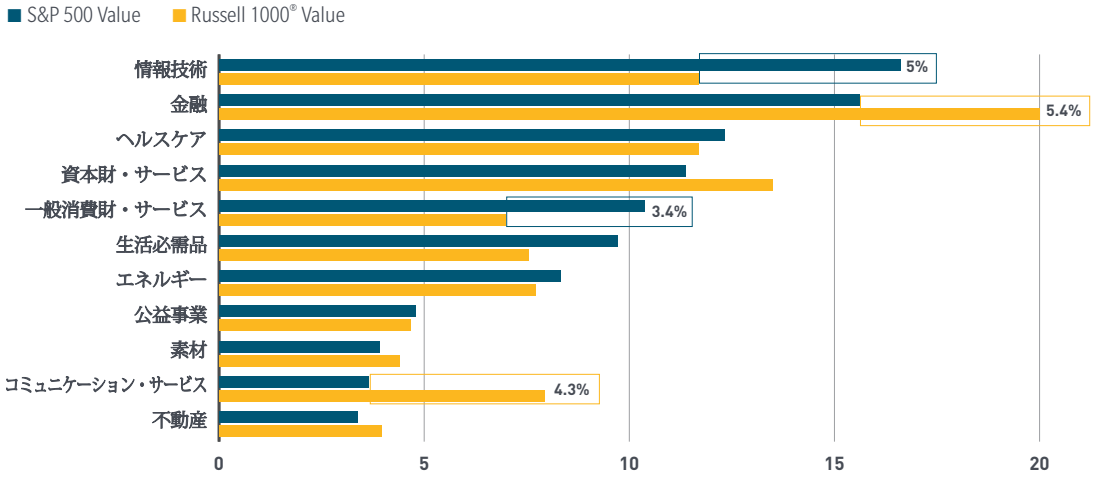
図表2：バリュー・インデックスの構築手法



出所：MSCI、S&P Global、FTSE Russell。各インデックスのエクスポージャーを決定する主な要因。実際の算出方法の詳細については各インデックス・プロバイダーのウェブサイトをご参照ください。

当然ながら、こうした定義の違いがもたらす差異は小さくありません。例えば、S&P500 Value IndexとRussell 1000® Value Indexとでは、情報技術と金融の2大セクターを含む4つのセクターで、ウェイトが3%以上乖離しています。こうした差はリターンに有意な差をもたらすことがあり、過去20年間における両インデックス間のトラッキングエラーは平均2.3%に達しています。

図表3：同じ投資スタイルでも異なるセクター・ウェイト



出所：FactSet Portfolio Analysis、2026年3月31日現在。

構成銘柄を見ると、主要バリュー・インデックスであるMSCI USA Value、S&P 500 Value、Russell 1000® Valueの上位10銘柄で共通しているのは、Exxon Mobil、Intel、Walmartの3銘柄のみ（2026年4月時点）です。

バリュー銘柄の定義とは？

MSCI USA Value 「マルチファクター」	%	S&P 500 Value 「割安度」	%	Russell 1000® Value 「グロース偏重」	%
Alphabet Inc. Class A	7.0	Apple Inc.	7.0	Alphabet Inc. Class A & C	4.4
Meta	4.2	Amazon.com	4.3	Berkshire Hathaway Class B	2.7
JPMorgan Chase & Co.	2.7	Exxon Mobil Corporation	2.3	JPMorgan Chase & Co.	2.6
Berkshire Hathaway Class B	2.0	Walmart Inc.	2.0	Amazon.com	2.1
Exxon Mobil Corporation	2.0	Costco Wholesale Corporation	1.6	Exxon Mobil Corporation	2.0
Micron Technology	1.8	Intel Corporation	1.6	Micron Technology	1.8
Johnson & Johnson	1.7	Tesla	1.4	Johnson & Johnson	1.7
Intel Corporation	1.3	Chevron Corporation	1.3	Walmart Inc.	1.3
Walmart Inc.	1.2	Bank of America Corp.	1.3	Intel Corporation	1.3
Abbvie	1.2	Procter & Gamble Company	1.2	Cisco Systems, Inc.	1.1

出所：FactSet。2026年4月30日現在。上記の見解および個別銘柄/有価証券を含む情報は、投資助言、銘柄推奨あるいはその他MFSのいずれかの運用商品のトレーディング意図を表明するものとして依拠すべきではありません。過去の実績は将来の成果を保証するものではありません。

さらに複雑なのは、インデックス構成銘柄の見直しです。インデックス提供会社によって通常半年ごと、または年1回実施されるもので、その際に追加的な歪みが生じる可能性があります。同じ銘柄がグロースとバリューの区分、あるいは時価総額区分をまたいで変更されたり、ごく短期間で区分変更される場合があるほか、場合によっては、1つの銘柄が複数のスタイル・インデックスに按分して組み入れられることもあります。Appleがその例で、同社株は近年、Russell 1000® GrowthとRussell 1000® Valueの両インデックスに（時期によってはいずれか一方のインデックスに100%）組み入れられてきました。

こうしたインデックス構成の変化を受け、投資家は、インデックスの構造が自身のポートフォリオにおける投資戦略の役割と整合しているかどうかを改めて検証する必要に迫られています。市場全体でグロース偏重が強まる中、その重要性は一段と高まっています。特に、バリュー戦略に明確な役割を期待する投資家にとって、意図せずして他の保有資産との重複が生じる可能性は、潜在的な問題となります。またこの動きは、市場全体にすでに存在する銘柄集中リスクの問題を一層助長する可能性があります。

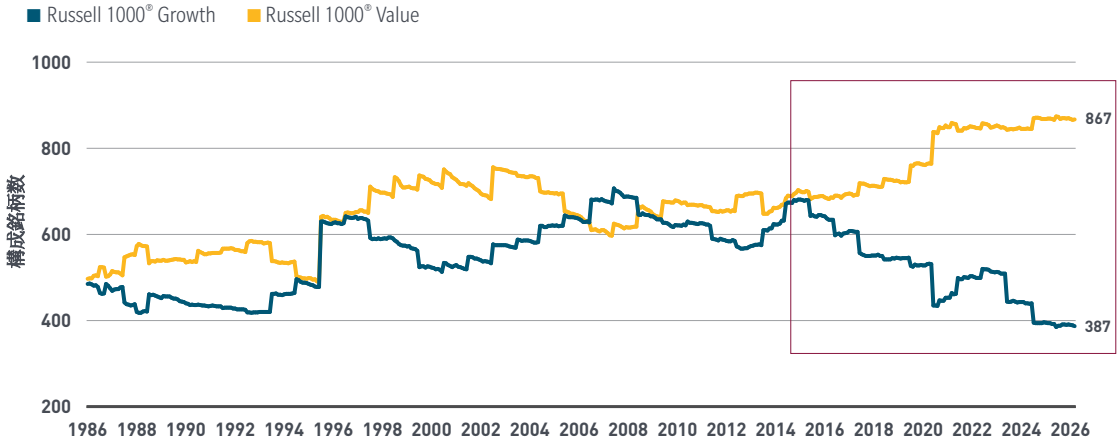
インデックスの集中：どのように生じたのか

米国市場の銘柄集中は、一朝一夕に生じたものではありません。規制変更、IPOの減少、M&Aの活発化、さらにはプライベート市場の台頭が相まって、投資対象となる上場株式のユニバースが縮小し、市場全体の時価総額に占めるメガキャップ企業の割合が高まってきました。さらに、モバイル、クラウド、そして近年の人工知能（AI）の普及に支えられた過去20年にわたるテクノロジーのスーパーサイクルが、米国のメガキャップ企業の利益拡大、ひいては時価総額の一段の上昇を後押ししてきました。こうした市場構造が今後いつ、どのように変化するのかは予測しがたいものの、極端なパフォーマンス格差がスタイル・インデックスにどのような歪みもたらすかを明らかにすることは可能です。

例えば、Russell 1000® GrowthとValue Indexは、各々のスタイルを投資家に公平に示すことを意図したベンチマークです。両インデックスは、時価総額を概ね同水準に保つよう意図的に調整されています。しかし、現在のメガキャップ主導の市場環境では、この機械的なプロセスにより、両インデックスの構成銘柄数に大きな差が生じています。グロース・インデックスは少数のメガキャップ銘柄が時価総額の大部分を占める一方、バリュー・インデックスが同程度の規模を維持するためには、比較的小型のバリュー銘柄を多数組み入れなくてはならないためです。その結果、バリュー・インデックスの構成銘柄数はグロース・インデックスの2倍以上に達しています。また、グロース・インデックスの最大銘柄のウェイトは、バリュー・インデックスの最大銘柄のウェイトのほぼ5倍の規模となっています。こうした歪みはポートフォリオの構築に大きな課題をもたらし、相対的なウェイトの違いが運用成果に与える影響がより大きくなります。例えば、インデックスの最大構成銘柄を半分のウェイトで組み入れる場合、Russell 1000® Valueでは1.3％となるのに対し、Russell 1000® Growthでは6.6％となります。こうした不均衡は、セクターや産業のウェイトにも及びます。

当レポートは、機関投資家の利用を目的として作成しており、個人投資家の利用を目的としたものではありません。

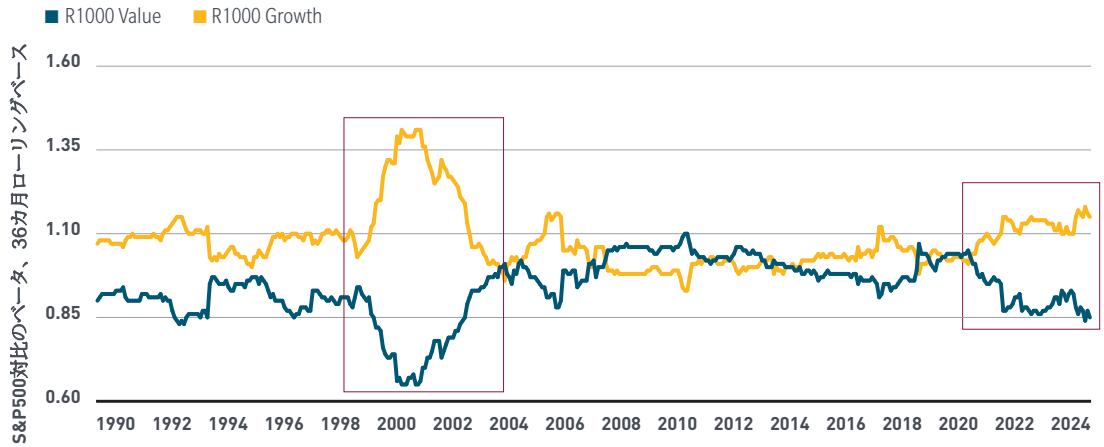
図表4：インデックス構成銘柄数の差が拡大



出所：FactSet Portfolio Analysis、1986年1月31日から2026年3月31日までの月次データ。

グロース・インデックスとバリュー・インデックスのもう1つの重要な差異として、ベータの乖離が挙げられます。これは投資家によるベンチマークの評価をさらに複雑にしています。図表５に示すように、グロース・インデックス、バリュー・インデックス共に、S&P500対比のベータは2004年から2021年にかけては概ね1.0前後と、ほぼ同水準で推移していました。しかし、直近では、グロース・インデックスのベータは1.2近くまで上昇している一方、バリュー・インデックスでは0.9を下回る水準に低下し、両者の値は大きく乖離しています。この乖離はITバブル期ほど極端ではないものの、なお顕著であり、相対リスクはグロースでかなり大きく、バリューではかなり小さいことを示しています。インデックスのリスク特性がこのように時間の経過とともに変化し得ることを理解しておくことは、投資家が運用戦略をベンチマークと比較評価する上で有益な示唆となるものと考えます。

図表5：ベータはグロース・インデックスでは上昇、バリュー・インデックスでは低下



出所：FactSet、1987年12月31日から2026年4月30日までの月次データ。ベータはRussell 1000® ValueとS&P500、およびRussell 1000® GrowthとS&P 500の36カ月ローリングベースで算出。

ベンチマークに対する見方を再考する

ポートフォリオは、単にインデックスに連動することを目的とするのではなく、お客様の運用目標を達成するよう設計するものです。株式ベンチマークは140年以上にわたり重要な参照指標として機能してきており、今後もその位置付けは変わらないとみられるものの、その役割はあくまで投資判断を支援することであり、決定することではありません。投資環境の規模と複雑性が増す中、投資にあたっては、利用するベンチマークの構造と内在する様々なリスクを十分に理解することが重要であると考えています。こうした要素は、時間の経過とともに変化するものであり、ベンチマークの特性、限界を正しく理解したうえで投資判断に活用することが求められると考えます。

過去の運用実績は将来の運用成果を保証するものではありません。

上記の見解および個別銘柄/有価証券を含む情報は、投資助言、銘柄推奨あるいはその他MFSのいずれかの運用商品のトレーディング意図を表明するものとして依拠すべきではありません。

当レポートに含まれる、または当レポートで示されたラッセル指数のデータならびに、ラッセル指数に関連する商標・サービスマーク・著作権はすべて、 Frank Russell Company（以下「ラッセル」）に帰属し、同社が所有します。Russell®は、ラッセルの商標です。ラッセルおよびそのライセンサーはいずれも、各ラッセル指数および／またはラッセルの格付けまたはその基礎データに関するいかなる過誤または遺漏について、一切の責任を負いません。また何人も、当レポートに含まれる各ラッセル指数および／またはラッセルの格付けまたはその基礎データに依存することは許可されません。書面によるラッセルの同意がない限り、ラッセルのデータを再配布することは許可されません。ラッセルは、当レポートの内容について推進や支持または保証することはありません。

「Standard & Poor's®」およびS&P「S&P®」はStandard & Poor's Financial Services LLC（以下、「S&P」といいます）の登録商標であり、Dow JonesはDow Jones Trademark Holdings LLC（以下、「Dow Jones」といいます）の登録商標です。S&P Dow Jones Indices LLCはこれら登録商標の使用許諾を受け、MFSは特定の目的のためにサブライセンスを受けています。S&P 500®はS&P Dow Jones Indices LLCの商品であり、MFSはこの使用許諾を受けています。MFSの商品は、S&P Dow Jones Indices LLC、Dow Jones、S&P、またはそれぞれの関連会社によって出資、保証、販売、または販売促進されておらず、また、S&P Dow Jones Indices LLC、Dow Jones、S&P、それぞれの関連会社は、かかる商品への投資の妥当性についていかなる表明も行っていません。当レポート内で提示された見解はMFS の見解であり、予告なく変更されることがあります。

当レポートの中の意見は、投資助言、銘柄推奨、あるいはアドバイザーの取引意思の表明として依拠するべきではありません。過去の運用実績は将来の運用成果を保証するものではありません。予想は将来の成果を保証するものではありません。

分散投資は利益を保証するものでも、損失を防ぐものでもありません。

特に記載のない限り、ロゴ、商品名、サービス名はMFS®およびその関連会社の商標であり、一部の国においては登録されています。

当社の事前の許可なく、当レポートの複製、引用、転載、再配布を行うことを禁じます。

当レポートは、情報提供を目的としてマサチューセッツ・ファイナンシャル・サービセズ・カンパニー（MFS）および当社が作成したものであり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。当レポートは、MFSもしくは当社が信頼できると判断したデータ等に基づき作成しましたが、その正確性および完全性を保証するものではありません。当レポートは作成日時点のものであり、市場環境やその他の状況によって予告なく変更することがあります。当レポートのデータ・分析等は過去の一定期間の実績に基づくものであり、将来の投資成果および市場環境の変動等を保証もしくは予想するものではありません。特定の銘柄・有価証券や業種等への言及がある場合は例示目的であり、それらを推奨するものではなく、また、必ずしもMFSの現在の見方を反映しているとは限りません。当レポートは特定の金融商品もしくはファンドの勧誘を目的とするものではありません。当社が提供する金融商品は、市場における価格の変動等により、元本欠損が生じる場合があります。また、お客様にご負担いただく手数料等は、各商品、サービスにより異なり、運用状況等により変動する場合があるため、予め金額または計算方法等を表示することはできません。当レポートに基づいてとられた投資家の皆様の投資行動の結果については、MFS および当社は一切責任を負いません。詳しくは契約締結前交付書面その他の開示資料等をお読みください。

MFSインベストメント・マネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第312号

加入協会：一般社団法人資産運用業協会

MFSE_FLY_4822205_6_26

68328.1

当レポートは、機関投資家の利用を目的として作成しており、個人投資家の利用を目的としたものではありません。