

巨影之下

解析美國股市表現與市場集中度 之間的長期關係

摘要

作者

Tim Edwards 博士

指數投資策略

全球主管

tim.edwards@spglobal.com

Nick Didio 博士

指數投資策略

量化經理

nick.didio@spglobal.com

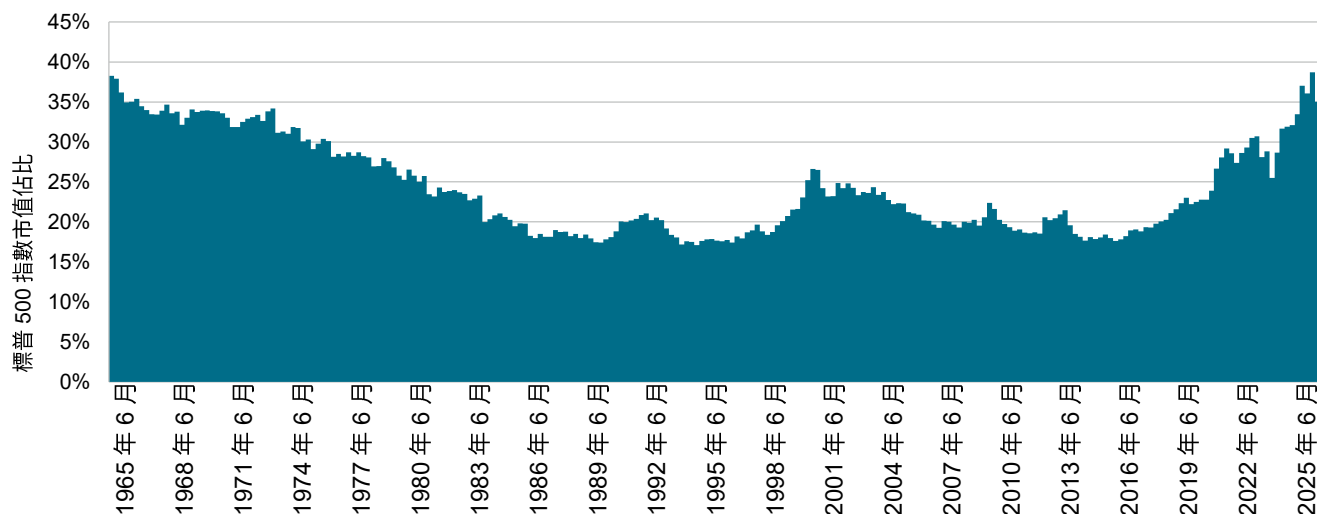
- 截至 2025 年中，標普 500® 指數前十大成分股公司合計佔該指數總市值的近 40%，集中度達到自 20 世紀 60 年代中葉以來的最高水平。
- 雖然過往表現並不代表未來的結果，不過回顧上一次十家公司的指數市值佔比達到類似水平時發生的情況，我們仍可獲得有價值的參考視角。
- 歷史經驗表明，集中度與市場表現之間存在微妙的關係，同時也反映了龍頭股更迭對整個市場及基準指數的影響。

隨著市場對快速發展且極具顛覆性的技術進行前所未有的投資，美國股市市值向少數幾家超大型股公司集中的現象達到半個多世紀以來的最高水平。這種高市場集中度帶來的潛在風險和機遇可能已有歷史先例，研究這些先例或有助於深入了解標普 500 指數等寬基市值加權基準指數的持續重要性。

FANGs 與過去數十年不斷演變的龍頭股別稱

十多年前，CNBC 的「Mad Money」節目主持人吉姆·克萊默 (Jim Cramer) 幫助「FANGs」這一縮寫流行起來，用以代表一組在各自市場領域中占據主導地位、兼具高成長的科技股。隨後，其他市場參與者和評論人士也觀察到美國股市龍頭股的過度集中現象，並對此表示憂慮。雖然龍頭股別稱及其組成不斷變遷，但美國龍頭股的整體優異表現始終無可撼動，美國股市的市值分布也越來越集中。截至 2025 年中，標普 500 指數前十大成分股公司合計佔該指數總市值的近 40%，集中度達到自 20 世紀 60 年代中葉以來的最高水平。

圖 1：標普 500 指數前十大權重股市值佔比 (按季度統計，1965 年 6 月至 2025 年 6 月)

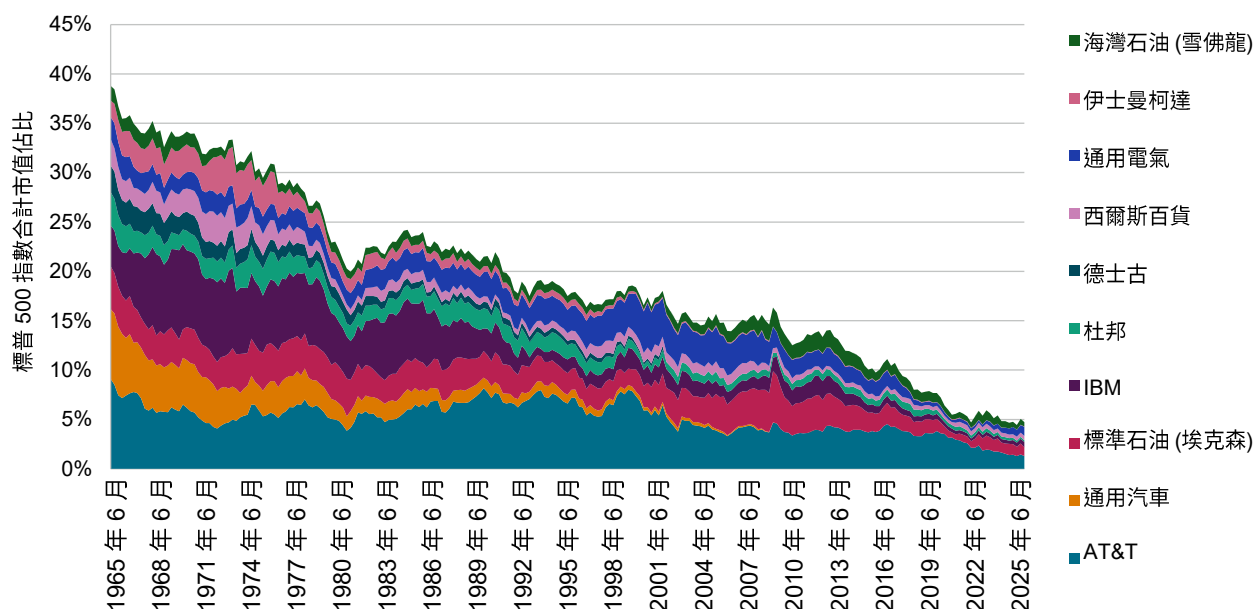


來源：標普道瓊斯指數有限公司，數據截至 2025 年 6 月 30 日。圖表僅供說明之用。註：顯示的是當時排名前十大成分股公司的市值佔比。

面對這一現狀，市場參與者開始思考這種高集中度的後果：這是否意味著整體市場的系統性風險？基於市值加權的投資或業績基準構建方法是否依然行之有效？如果事實證明當前 AI 熱潮支撐的估值過於樂觀，市場將面臨何種走向？雖然過往表現並不代表未來的結果，不過回顧上一次十家公司的指數市值佔比達到類似水平時發生的情況，或可提供重要的啟示。

圖 2 展示了最早一批「前十大」成分股公司在 1965 年 6 月 30 日初始階段的單獨及合計市值佔比，以及隨後 60 年的演變過程。繪製此圖表時，我們包含了最初十家公司分立和分拆後所形成公司的後續市值佔比，例如 AT&T 公司分拆為「貝爾七兄弟」；合併後公司的市值佔比則根據每次合併的條款和條件按比例繼續計算¹。然而，1965 年 6 月前十大成分股的後續整體表現不盡人意：三家破產，所有公司的市值佔比均大幅下降，多家公司成為商學院研究「曾經備受推崇的霸主型美國公司究竟怎麼了」的潛在案例。

圖 2：1965 年 6 月標普 500 指數前十大成分股的後續市值佔比



來源：標普道瓊斯指數有限公司，數據截至 2025 年 6 月 30 日。圖表僅供說明之用。

¹ 這需要一定程度的手動操作和酌情處理。總體而言，最初十大成分股公司的權重由 35 家不同的公司繼承或延續。標普道瓊斯指數利用其專有數據，並在必要時輔以公開新聞來源和官方記錄，來確定後來延續最初十家公司。

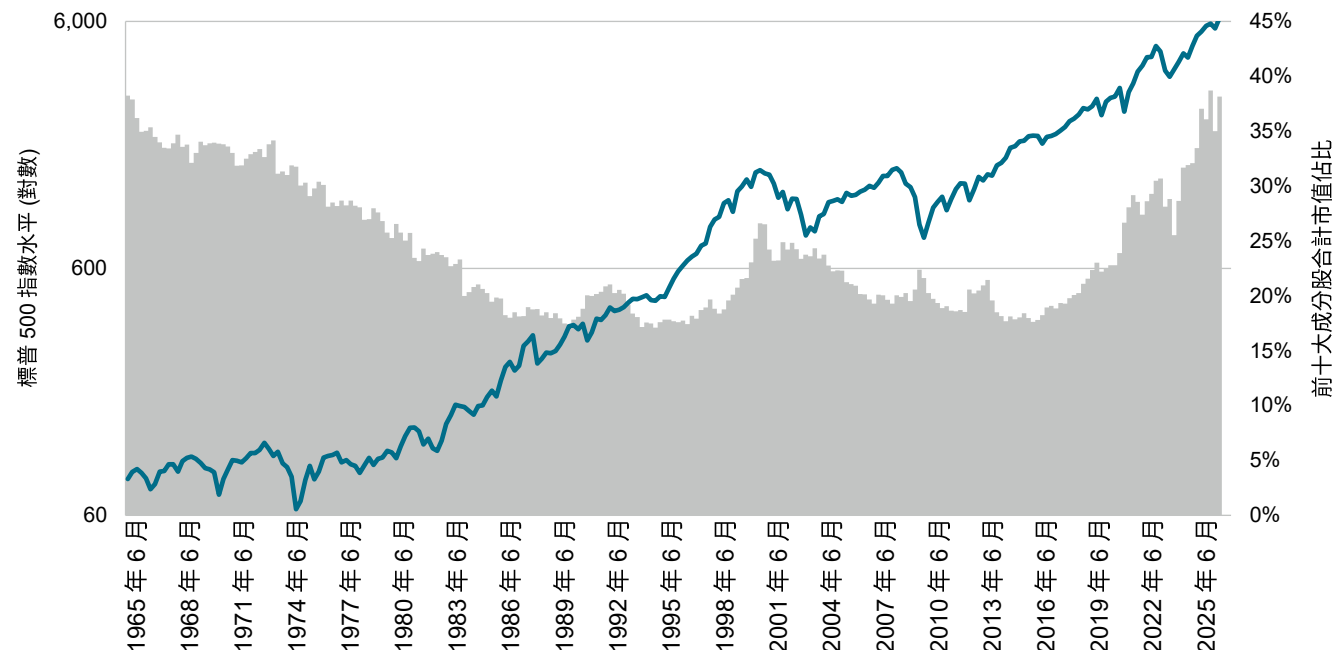
圖 3：1965 年 6 月標普 500 指數前十大成分股統計摘要

公司	1965 年 6 月市值佔比	後續最大市值佔比	2025 年 6 月市值佔比	從標普 500 指數中剔除日期 (如適用)
AT&T	9.11%	9.11%	0.00%	2005 年 11 月
通用汽車	7.06%	7.23%	0.00%	2009 年 6 月
標準石油 (埃克森)	4.36%	5.41%	0.88%	仍為成分股
IBM	4.15%	9.04%	0.52%	仍為成分股
杜邦	2.80%	2.80%	0.05%	仍為成分股
德士古	2.71%	2.74%	0.00%	與雪佛龍合併
西爾斯百貨	2.68%	3.14%	0.00%	2012 年 9 月
通用電氣	2.24%	4.53%	0.52%	分立後形成的公司為成分股
伊士曼柯達	1.66%	3.88%	0.00%	2010 年 12 月
海灣石油 (雪佛龍)	1.47%	2.07%	0.44%	仍為成分股
平均	3.82%	4.99%	0.24%	留在指數中 54/60 年

來源：標普道瓊斯指數有限公司，數據截至 2025 年 6 月 30 日。圖表僅供說明之用。最大市值佔比基於季末數據。

這些公司最初的合計指數市值佔比接近一半，多家公司一直留在指數中，但接下來 60 年的表現不佳。因此，看起來標普 500 指數接下來的表現也很可能會令人失望。但事實恰恰相反，儘管開局並不順利。

圖 4：1965 年 6 月至 2025 年 6 月標普 500 指數表現



來源：標普道瓊斯指數有限公司，數據截至 2025 年 6 月 30 日。指數表現基於以美元計算的價格收益 (不含紅利)，以對數刻度顯示 (左軸)。過往表現並不能保證未來業績。圖表僅供說明之用。

圖 5：1965 年 6 月至 2025 年 6 月的 10 年收益與集中度變化

期間	標普 500 指數年化價格收益	同期前十大成分股市值佔比變化
1965 年 6 月至 1975 年 6 月	1.17%	-9.16%
1975 年 6 月至 1985 年 6 月	10.84%	-9.61%
1985 年 6 月至 1995 年 6 月	12.53%	-1.80%
1995 年 6 月至 2005 年 6 月	10.00%	3.25%
2005 年 6 月至 2015 年 6 月	5.46%	-3.11%
2015 年 6 月至 2025 年 6 月	11.66%	20.34%
完整期間	7.42%	-0.09%

來源：標普道瓊斯指數有限公司，數據截至 2025 年 6 月 30 日。指數表現基於以美元計算的價格收益 (不含紅利)。過往表現並不能保證未來業績。圖表僅供說明之用。

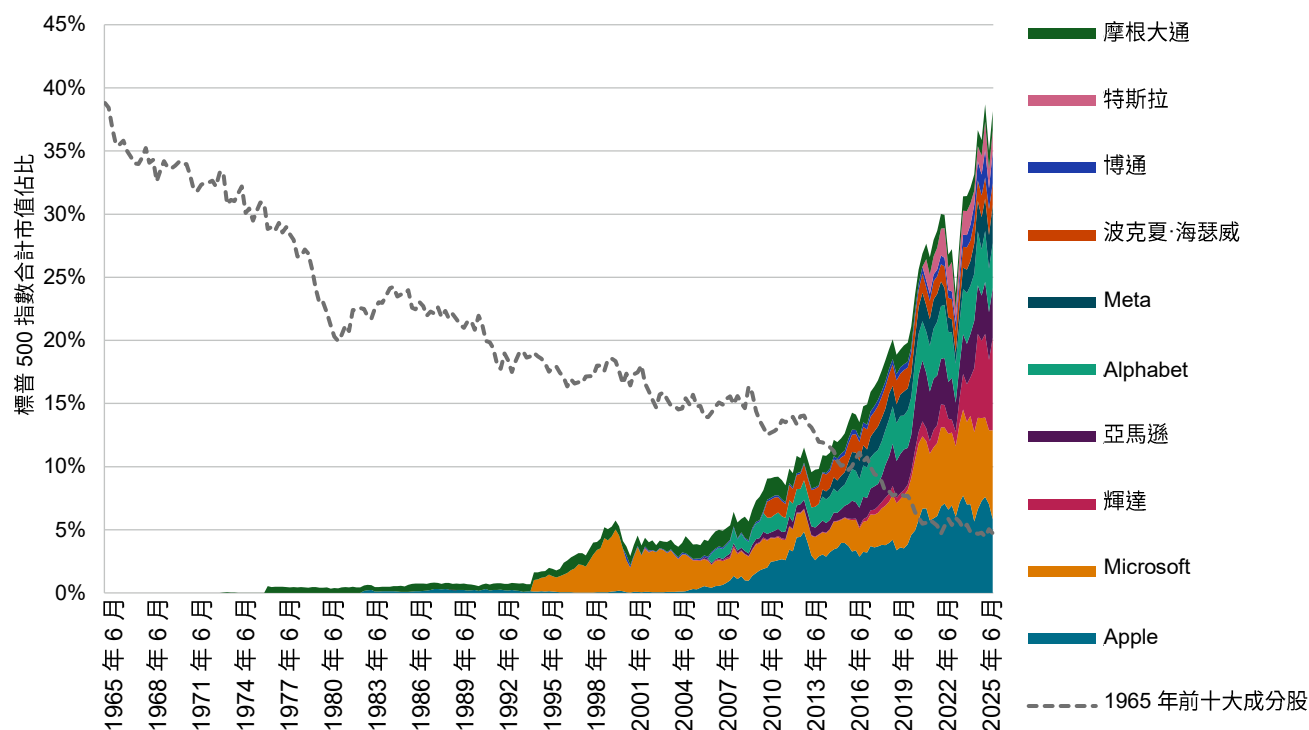
總體而言，市場集中度水平變化與指數表現之間存在輕微的正統計相關性，並且在 20 世紀 90 年代末和 21 世紀 20 年代初這兩個集中度和價格都顯著上漲時期尤為明顯。當然也曾出現過兩者走勢相反的時期，包括短期以及長達數十年的週期。

市場集中度變化的方式有多種，表明市場集中度與市場表現之間的關係相當微妙。龍頭股表現較差時，市場集中度將會降低；中小型成分股表現異常好時，市場集中度也會降低。這兩種情況可能同時發生，也可能都不發生。從長期看，龍頭股的更迭在最初伴隨集中度下降 (因為老龍頭股退居二線)，然後市場集中度會隨著新龍頭股擴大影響力而上升。

圖 6 展示了「2025 年 6 月前十大成分股」(截至 2025 年中，標普 500 指數市值佔比最大的十家成分股公司) 在上述相同 60 年間的崛起歷程。我們視情況使用相關公司的前身來代表其初始狀態²。即使算上前身，這十家公司在最初也都不是指數成分股；其入選時間和權重詳見下方圖表。

² 例如，Meta 的初始權重為當時 Facebook 的市值佔比；對於大通曼哈頓銀行 (Chase Manhattan Bank) 和摩根公司 (JP Morgan & Co.) 合併為摩根大通 (JPMorgan Chase) 之前的數據，我們展示的是這兩家公司的合計權重；Alphabet (前身為 Google) 的兩種股份類別從兩者都納入標普 500 指數之時起均包含在內。

圖 6：2025 年 6 月標普 500 指數前十大成分股的入選前市值佔比



來源：標普道瓊斯指數有限公司，數據截至 2025 年 6 月 30 日。圖表僅供說明之用。1965 年前十大成分股詳見圖 1，在此處列出僅供比較之用。

圖 7：2025 年 6 月標普 500 指數前十大成分股統計摘要

公司	標普 500 指數入選日期	初始權重	最大權重	留在標普 500 指數中的時間 (截至 2025 年 6 月)
摩根大通	1973 年 6 月	0.04%	1.9%	52 年
輝達	2001 年 11 月	0.07%	7.3%	24 年
亞馬遜	2005 年 11 月	0.13%	5.0%	20 年
Apple	1982 年 11 月	0.18%	7.7%	43 年
博通	2000 年 7 月	0.37%	2.5%	25 年
Meta	2013 年 12 月	0.58%	3.1%	12 年
Alphabet	2006 年 4 月	0.67%	4.4%	19 年
Microsoft	1994 年 6 月	0.94%	7.3%	31 年
波克夏·海瑟威	2010 年 2 月	1.28%	2.1%	15 年
特斯拉	2020 年 12 月	1.58%	2.4%	5 年
平均	2001 年 1 月	0.58%	4.37%	24 年

來源：標普道瓊斯指數有限公司，數據截至 2025 年 6 月 30 日。圖表僅供說明之用。最大權重基於季末數據。

成分股納入標普 500 指數的時間平均距今約 25 年，平均初始權重僅為 0.58%，而此後的平均最大權重則達到了 4.37%，實現了超過七倍的增幅。簡單的算術運算即可證實，每隻成分股的市值增長都是同期市場收益的數倍。

為了強調這一點，由於還包含另外大約 490 家公司，標普 500 指數的整體表現並未受到表現不佳權重股的過度拖累。極少數優質股票提供了極其出色的回報，推動整個市場上行。粗略估計，僅十家公司就貢獻了市場後續整體增長的三分之一³。

這為我們客觀評估市值加權基準指數 (或投資方法) 的利弊提供了極其重要的借鑒。市值加權方法乍看之下似乎存在弊端，但資本和股票市場的長期歷史表明，當下的行業龍頭最終都會面臨後來者的挑戰。至少從統計上來看，當前的龍頭股不太可能成為未來表現最佳的股票。如果其表現欠佳，這些股票在基準指數中的市值佔比自然也會下降。而未來的市場領袖此刻或許已經隱藏在那些低權重個股當中，市值加權策略的優勢在於，既能確保投資者在初期就參與到這些高成長潛力企業的上漲紅利中，又能使其未來的權重隨著這些股票的相對表現提升而同步增長⁴。

³ 這種近似方法雖然忽略了股票發行、回購、紅利、其他指數成分股增減的影響以及多種其他因素，但頗具啟發意義；假設這些公司以 6% 的初始合計權重納入指數，現在其指數總市值佔比達到 40%，則說明總值的差額 (即 34%) 是由這些公司貢獻的。

⁴ 也許需要指出的是，儘管可能需要進行其他調整，但維持市值佔比並不需要通過換手來增減權重，因為它們會隨著成分股的相關價格漲跌按比例升降。

總結

市場以及衡量和反映市場走勢的基準指數並非一成不變，而是隨著經濟格局、技術進步和投資者偏好的變化不斷進化。如果能夠擁有慧眼，投資者或能提前認出下一代的巨人，則有望取得更大的收益。但大多數人並沒有這種遠見；順應時代變局的潮流或許比尋找完美姿態更為明智。正如本文所闡述，隨著新興競爭者角逐下一代龍頭之位，寬基市值加權方法或可繼續提供有效的進化和適應之路。

一般免責聲明

© 2026 年標普道瓊斯指數。保留所有權利。S&P (標普)、S&P 500 (標普 500 指數)、SPX、SPY、標普 500 指數 (The 500™)、US 500、US 30、S&P 100 (標普 100 指數)、S&P COMPOSITE 1500 (標普綜合 1500 指數)、S&P 400 (標普 400 指數)、S&P MIDCAP 400 (標普中型股 400 指數)、S&P 600 (標普 600 指數)、S&P SMALLCAP 600 (標普小型股 600 指數)、S&P GIVI (標普 GIVI)、GLOBAL TITANS (全球泰坦指數)、DIVIDEND ARISTOCRATS (紅利貴族指數)、DIVIDEND MONARCHS (紅利特選指數)、BUYBACK ARISTOCRATS (回購貴族指數)、SELECT SECTOR (精選行業指數)、S&P MAESTRO (標普 MAESTRO)、S&P PRISM (標普 PRISM)、GICS (全球行業分類標準)、SPIVA (標普指數與主動基金表現)、SPDR、INDEXOLOGY、iTraxx、iBoxx、ABX、ADBI、CDX、CMBX、MBX、MCDX、PRIMEX、HHPI 和 SOVX 均為標普全球有限公司 (「標普全球」) 或其關聯公司的商標。DOW JONES (道瓊斯)、DJIA (道瓊斯工業平均指數)、THE DOW (道指) 和 DOW JONES INDUSTRIAL AVERAGE (道瓊斯工業平均指數) 均為道瓊斯商標控股有限公司 (「道瓊斯」) 的商標。這些商標已連同其他商標授權給標普道瓊斯指數有限公司。未經標普道瓊斯指數有限公司書面許可，禁止全部或部分重新分發或複製。在標普道瓊斯指數有限公司、標普全球、道瓊斯或其各自的關聯公司 (合稱「標普道瓊斯指數」) 沒有必要牌照的司法管轄區，本文件不構成服務要約。除某些定製指數計算服務外，標普道瓊斯指數提供的所有信息均非個人化，且並非針對任何個人、實體或群體的需求量身定製。標普道瓊斯指數通過將其指數授權給第三方和提供定製指數計算服務而獲得收益。指數的過往表現概不代表或保證未來業績。

投資者不能直接投資於指數，但可通過基於該指數的可投資性工具，實現對該指數所代表資產類別的風險敞口配置。標普道瓊斯指數未發起、認可、出售、推廣或管理由第三方提供的任何投資基金或其他投資工具，這些基金或其他投資工具旨在根據任何指數的表現提供投資收益。標普道瓊斯指數不保證基於該指數的投資產品能準確追蹤指數表現或提供正投資收益。指數表現並未反映交易成本、管理費或開支。標普道瓊斯指數對投資於任何此類投資基金或其他投資產品或工具的可取性不作任何陳述。對任何此類投資基金或其他投資工具的投資決定，不應依賴本文件所列的任何陳述。標普道瓊斯指數並非經修正的《1940 年投資公司法》定義的「投資顧問、大宗商品交易顧問、大宗商品池經營者、經紀交易商、受託人、發起人」，亦非《美國聯邦法典》第 15 篇第 77k 條第 (a) 款所闡述的「專家」或稅務顧問。將證券、大宗商品、加密貨幣或其他資產納入指數中，並不表示標普道瓊斯指數建議買入、賣出或持有該證券、大宗商品、加密貨幣或其他資產，也不應視為投資建議或大宗商品交易建議。

這些材料完全根據一般公眾可獲得的信息和據信可靠的來源編寫，僅供參考。未經標普道瓊斯指數事先書面許可，不得以任何形式或任何方式修改、逆向工程、複製或分發這些材料中包含的任何內容 (包括指數數據、評級、信用相關分析和數據、研究、估值、模型、軟體或其他應用程式或從其輸出的內容) 或其任何部分 (「內容」)，亦不得儲存在數據庫或檢索系統中。內容不得用於任何非法或未經授權的目的。標普道瓊斯指數及其第三方數據提供商和許可方 (合稱「標普道瓊斯指數方」) 不保證內容的準確性、完整性、及時性或可用性。標普道瓊斯指數方不對因使用內容而產生的任何錯誤或遺漏 (無論原因為何) 負責。內容按「原樣」提供。標普道瓊斯指數方排除任何及所有明示或默示的保證，包括但不限於有關適銷性或特定目的或用途的適用性、無錯誤、軟體錯誤或缺陷、內容的功能將不間斷，或內容將在任何軟體或硬體配置下運行的任何保證。標普道瓊斯指數各方不因使用內容引致的任何直接、間接、附帶、懲戒性、補償性、懲罰性、特定或相應而生的損害、成本、開支、法律費用或損失 (包括但不限於損失收益或損失利益和機會成本) 承擔任何責任，即使已告知可能發生此類損害。

標普全球將其各個部門和業務單位的某些活動彼此分開，以保持其各自活動的獨立性和客觀性。因此，標普全球的某些部門和業務單位可能掌握其他業務單位無法取得的信息。標普全球已制定政策及程序，確保每次分析流程中獲得之非公開信息的保密性。

此外，標普道瓊斯指數向各類組織提供廣泛的服務或相關服務，包括證券發行人、投資顧問、經紀交易商、投資銀行、其他金融機構和金融中介機構，因此可能會向這些組織收取費用或其他經濟利益，包括他們可能推薦、評級、納入模型投資組合、評估或以其他方式接觸的證券或服務的組織。