

巨影之下

解析美国股市表现与市场集中度 之间的长期关系

摘要

作者

Tim Edwards 博士

指数投资策略

全球主管

tim.edwards@spglobal.com

Nick Didio 博士

指数投资策略

量化经理

nick.didio@spglobal.com

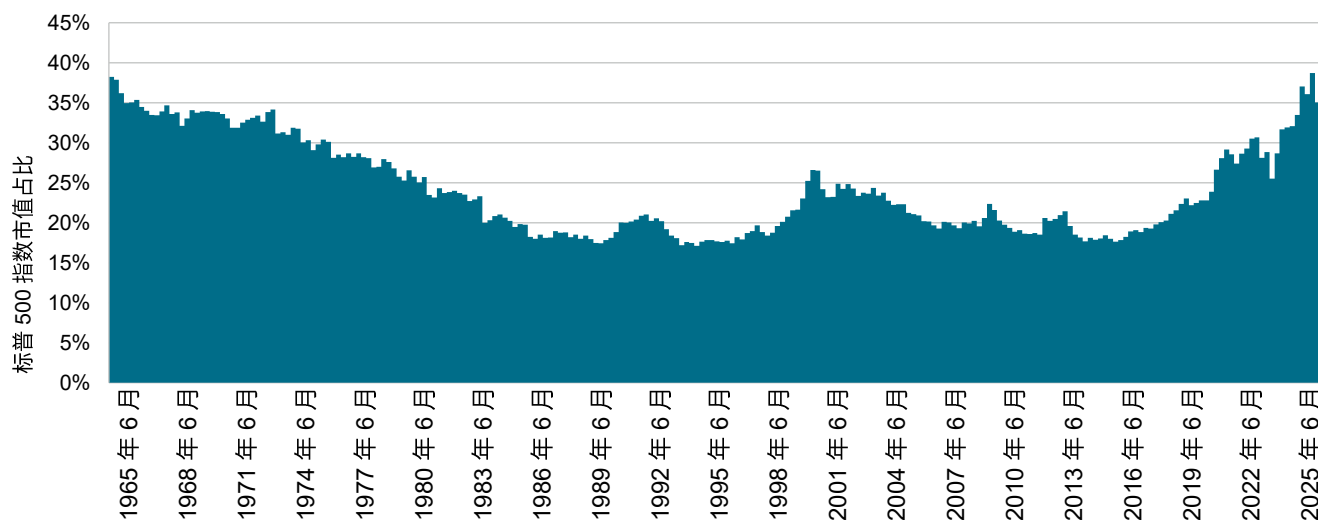
- 截至 2025 年中，标普 500® 指数前十大成分股公司合计占比已接近 40%，集中度达到自 20 世纪 60 年代中期以来的最高水平。
- 虽然过往表现并不代表未来的结果，但回顾上一次十家公司的指数市值占比达到类似水平时的市场状况，我们仍能获得有价值的参考视角。
- 历史经验表明，市场集中度与股市表现之间存在着极其微妙的关系，同时也反映了龙头股更迭对整个市场及其基准指数的影响。

随着市场对高速发展且极具颠覆性的技术进行了史无前例的资金投入，美股的市值集中度已攀升至半个多世纪以来的最高点，资金高度集中于少数几家超大盘股公司。这种高集中度带来的潜在风险和机遇，或许可在历史走势中找到相似情形；研究这些先例，有助我们深入了解标普 500 指数等宽基市值加权基准指数持续存在的重要性。

FANGs 以及过去数十年不断演变的龙头股代称

十几年前，美国消费者新闻与商业频道（CNBC）的《疯狂金钱》节目主持人吉姆·克莱默（Jim Cramer）推动“FANGs”这一缩写广为市场熟知，用于指代一批在各自市场领域占据主导地位、具备高成长性的科技股。此后，其他市场参与者和评论人士也注意到美国股市由少数成分股引领行情的现象，并对此感到担忧。尽管龙头股的代称及其阵营组成不断变化，但这些美国规模最大企业的整体表现出色，领先地位几乎无可撼动；受此影响，美国股市的市值分布也日益集中。截至 2025 年中，标普 500 指数前十大成分股公司合计占该指数总市值的近 40%，集中度达到自 20 世纪 60 年代中期以来的最高水平。

图 1：标普 500 指数前十大权重股的市值占比（按季度统计，1965 年 6 月至 2025 年 6 月）

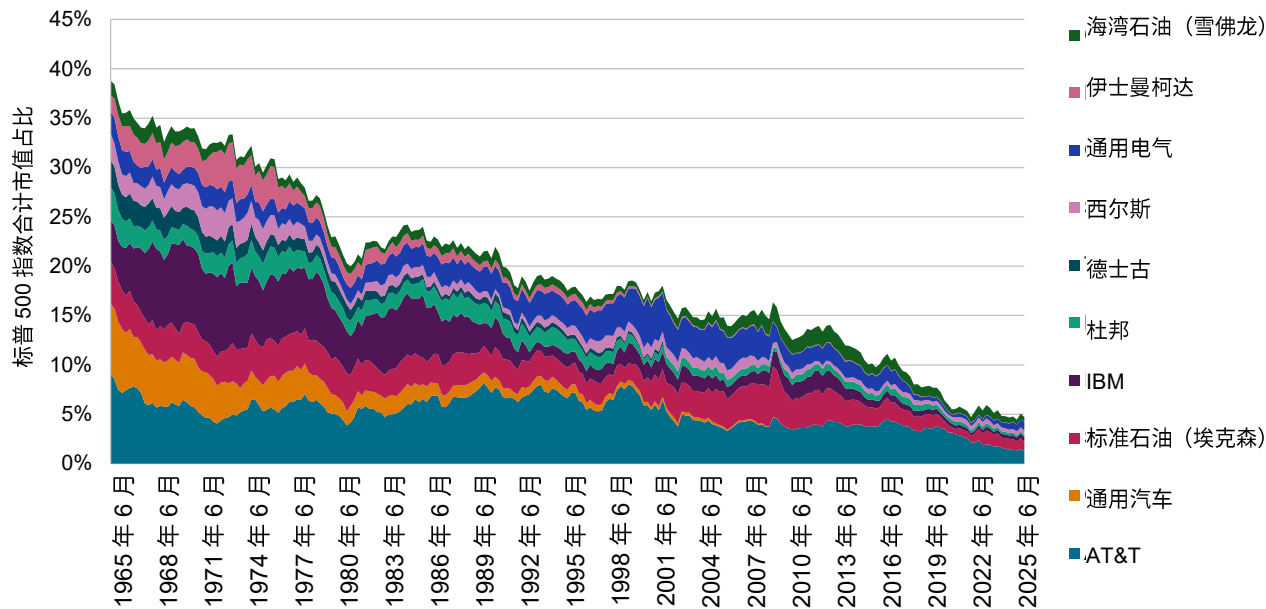


资料来源：标普道琼斯指数有限公司，数据截至 2025 年 6 月 30 日。图表仅供说明。注：显示的是当时排名前十大成分股公司的市值占比。

面对这一现状，市场参与者开始思考这种高集中度带来的影响：这是否对整体市场构成了系统性风险？基于市值加权的投资或业绩基准构建方法是否仍然行之有效？如果事实证明当下由人工智能热潮支撑的估值过于乐观，市场将面临何种走向？虽然过往表现并不代表未来的结果，但回顾上一次十家公司的指数市值占比达到类似水平时的市场状况，或能为我们提供极具参考价值的分析视角。

图 2 展示了最早一批“前十大”成分股公司在 1965 年 6 月 30 日的初始阶段单独及合计市值占比，以及随后 60 年间的演变过程。在制作此图表时，我们将最初的十家公司分立和分拆后所形成公司的后续市值占比纳入统计，例如美国电报电话公司（AT&T）分拆为“贝尔七兄弟”；合并后公司的市值占比则根据每次合并的条款和条件，按比例继续计算¹。然而，1965 年 6 月前十大成分股的后续整体表现令人失望：其中三家公司进入了破产程序，所有公司的指数市值占比均大幅下降，多家公司成为商学院的潜在研究案例，用于剖析“昔日风光无限、占据主导地位的美国巨头缘何走向衰落”。

图 2：1965 年 6 月标普 500 指数前十大成分股的后续市值占比



资料来源：标普道琼斯指数有限公司，数据截至 2025 年 6 月 30 日。图表仅供说明。

¹ 这项工作需要采取一定程度的手动操作和酌情处理。总体而言，共有 35 家不同公司被视为最初十大成分股公司的继任者或后继者，用以代表最初十大成分股的权重。标普道琼斯指数利用其专有数据，并在必要时辅以公开新闻来源和官方记录，来确定哪些公司可被视作十家公司的存续主体。

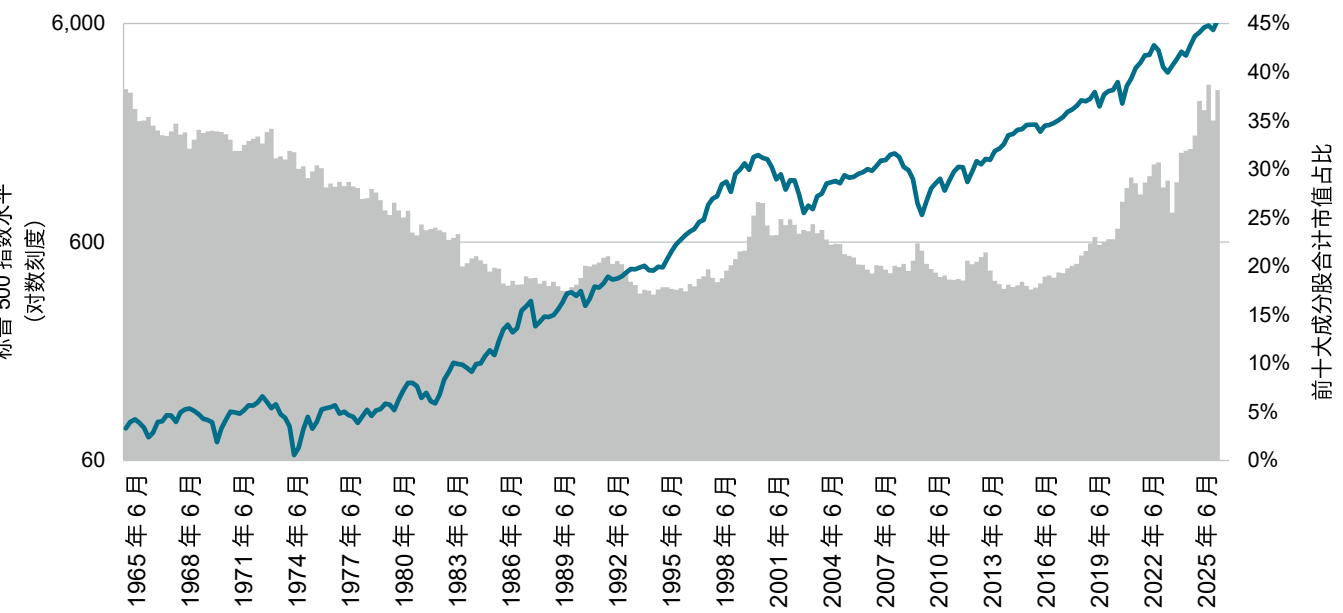
图 3：1965 年 6 月标普 500 指数前十大成分股统计摘要

公司	1965 年 6 月市值占比	后续最大市值占比	2025 年 6 月市值占比	从标普 500 指数中剔除日期 (如适用)
AT&T	9.11%	9.11%	0.00%	2005 年 11 月
通用汽车	7.06%	7.23%	0.00%	2009 年 6 月
标准石油（埃克森）	4.36%	5.41%	0.88%	仍为成分股
IBM	4.15%	9.04%	0.52%	仍为成分股
杜邦	2.80%	2.80%	0.05%	仍为成分股
德士古	2.71%	2.74%	0.00%	与雪佛龙合并
西尔斯	2.68%	3.14%	0.00%	2012 年 9 月
通用电气	2.24%	4.53%	0.52%	分立后形成的公司为成分股
伊士曼柯达	1.66%	3.88%	0.00%	2010 年 12 月
海湾石油（雪佛龙）	1.47%	2.07%	0.44%	仍为成分股
平均	3.82%	4.99%	0.24%	留在指数中 54/60 年

资料来源：标普道琼斯指数有限公司，数据截至 2025 年 6 月 30 日。表格仅供说明。最大市值占比基于季末数据。

这些公司最初的合计指数市值占比接近一半，且其中多家公司始终留在指数成分股中，但在随后 60 年里的表现不佳。由此似乎可以认为，标普 500 指数的后续表现也会令人失望。然而，虽然该指数开局走势坎坷，但实际表现却截然相反。

图 4：1965 年 6 月至 2025 年 6 月标普 500 指数表现



资料来源：标普道琼斯指数有限公司，数据截至 2025 年 6 月 30 日。指数表现基于以美元计算的价格收益（不含红利），以对数刻度显示（左轴）。过往表现并不能保证未来业绩。图表仅供说明。

图 5：1965 年 6 月至 2025 年 6 月的 10 年收益与集中度变化

期间	标普 500 指数年化价格收益	同期前十大成分股市值占比变化
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%
完整期间	7.42%	-0.09%

资料来源：标普道琼斯指数有限公司，数据截至 2025 年 6 月 30 日。指数表现基于以美元计算的价格收益（不含红利）。过往表现并不能保证未来业绩。表格仅供说明。

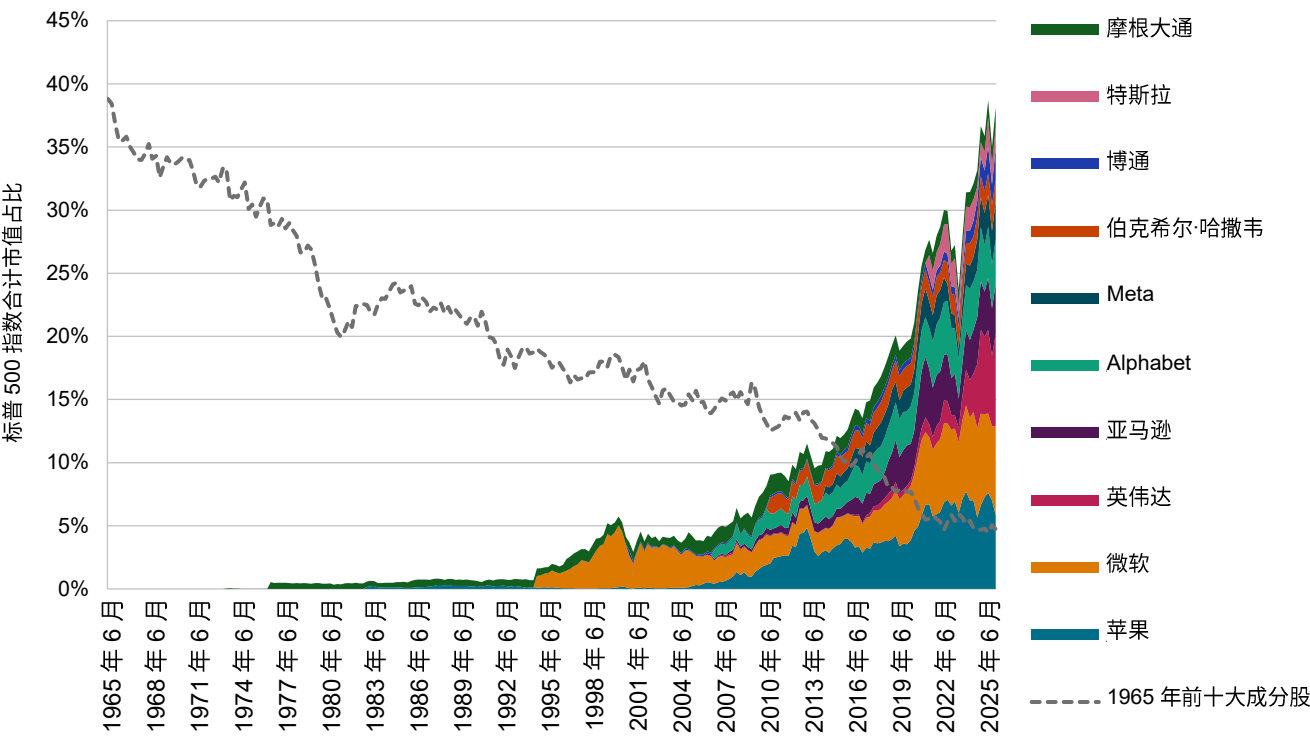
总体而言，市场集中度水平变化与指数表现之间存在统计学层面的弱正相关关系，这在 20 世纪 90 年代末和 21 世纪 20 年代初集中度和价格都显著升高的两个时期中尤为明显。此外，二者也曾多个时期呈现反向走势，在短期行情以及长达数十年的周期中均有发生。

市场集中度的变化可能以多种方式发生，这表明市场集中度与市场表现之间的关系相当微妙。当大盘股表现较差时，市场集中度会降低；当中小盘股表现异常出色时，市场集中度也会下降。上述两种情形可能同时出现，也可能都不发生。从长期看，龙头股阵营的“新老交替”在初期会伴随集中度下降（因为原先的龙头股排名下滑），然后随着新晋龙头股不断发展壮大，市场集中度会再次回升。

图 6 展示了“2025 年 6 月前十大成分股”组别（即截至 2025 年中，标普 500 指数中市值占比最大的十家成分股公司）在上述相同 60 年间的崛起历程。在适当情况下，我们使用这些公司的前身来代表其最初形态²。即使追溯至前身，这十家公司在最初均未跻身指数成分股；下表列示了它们的入选时间和权重。

² 举几个例子来说明：Meta 的初始权重根据当时名为 Facebook 的公司进行计算；在大通曼哈顿银行（Chase Manhattan Bank）和摩根公司（JP Morgan & Co.）合并为摩根大通（JPMorgan Chase）之前，我们采用的是这两家公司的合计权重；Alphabet（前身为 Google）的两种股份类别一同纳入标普 500 指数之时起，权重均纳入计算。

图 6：2025 年 6 月标普 500 指数前十大成分股的入选前市值占比



资料来源：标普道琼斯指数有限公司，数据截至 2025 年 6 月 30 日。图表仅供说明。图 1 详细列出了 1965 年前十大成分股组别，在此处仅供比较之用。

图 7：2025 年 6 月标普 500 指数前十大成分股统计摘要

公司	标普 500 指数入选日期	初始权重	最大权重	留在标普 500 指数中的时间 (截至 2025 年 6 月)
摩根大通	1973 年 6 月	0.04%	1.9%	52 年
英伟达	2001 年 11 月	0.07%	7.3%	24 年
亚马逊	2005 年 11 月	0.13%	5.0%	20 年
苹果	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
微软	1994 年 6 月	0.94%	7.3%	31 年
伯克希尔·哈撒韦	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

资料来源：标普道琼斯指数有限公司，数据截至 2025 年 6 月 30 日。表格仅供说明。最大权重基于季末数据。

标普 500 指数的成分股平均在约 25 年前入选，平均初始权重仅为 0.58%，而此后的平均最大权重则达到了 4.37%，实现了超过七倍的增幅。简单的算术运算表明，这意味着每只成分股在入选期间的市值增幅是同期市场收益的数倍。

需要强调的是，由于标普 500 指数还包含约 490 家其他公司，所以指数的整体表现并未受到表现不佳的龙头股的过多拖累。极少数公司提供了极其出色的收益，从而推动整个市场走高。粗略估计，仅十家公司就贡献了市场后续整体增长的三分之一³。

这为我们客观评估市值加权基准指数（或投资方法）的利弊提供了一个重要视角。乍看之下，市值加权法似乎存在弊端，资本和股票市场的长期发展表明，当下的行业领头羊终将面临后来者的挑战。至少从统计学角度来看，当前规模最大的这些公司不太可能成为未来表现最佳的股票。但如果它们表现欠佳，其在基准指数中的市值占比自然会下降，而未来的市场领袖此刻或许正隐藏在那些低权重成分股之中。在此情形下，市值加权策略的优势在于，既能确保投资者在初期就参与到这些高成长潜力企业的上涨红利中，又能使其未来的权重随着这些股票的相对表现提升而同步增长⁴。

³ 这种近似计算方法虽然忽略了股票发行、回购、红利、其他指数成分股增减的影响以及多种其他因素，但仍具备较强参考价值；假设这些公司当初纳入指数时的合计权重约为 6%，而现在合计权重已达指数总市值的 40%，那么可大致认为差额（即 34%）来自这些公司的贡献。

⁴ 或许值得指出的是，尽管可能需要进行其他调整，但维持市值占比并不需要通过调样来实现权重的增减，因为权重会随着成分股价格的变化而按比例升降。

总结

市场以及衡量和反映市场走势的基准指数并非一成不变。它们会随着经济格局的变迁、技术进步和投资者偏好的变化而持续演化。若具备前瞻眼光，投资者或能够识别出下一代龙头企业，则有望获取更高收益。但大多数人并没有这种远见；与试图为“完美风暴”做好准备相比，顺应时代变局的潮流或许更为明智。正如本文所述，宽基市值加权框架或许仍能提供一种有效的方式，让我们随着新兴竞争者角逐下一代龙头之位而不断演进和适应。

一般免责声明

© 2026 标普道琼斯指数。保留所有权利。S&P（标普）、S&P 500（标普 500 指数）、SPX、SPY、标普 500 指数 (The 500™)、US 500、US 30、S&P 100（标普 100 指数）、S&P COMPOSITE 1500（标普综合 1500 指数）、S&P 400（标普 400 指数）、S&P MIDCAP 400（标普中盘 400 指数）、S&P 600（标普 600 指数）、S&P SMALLCAP 600（标普小盘 600 指数）、S&P GIVI（标普 GIVI）、GLOBAL TITANS（全球泰坦指数）、DIVIDEND ARISTOCRATS（红利优选指数）、DIVIDEND MONARCHS（红利特选指数）、BUYBACK ARISTOCRATS（回购优选指数）、SELECT SECTOR（精选行业指数）、S&P MAESTRO（标普 MAESTRO）、S&P PRISM（标普 PRISM）、GICS（全球行业分类标准）、SPIVA（标普指数与主动投资）、SPDR、INDEXOLOGY、iTraxx、iBoxx、ABX、ADBI、CDX、CMBX、MBX、MCDX、PRIMEX、HHPI 和 SOVX 均为标普全球有限公司（“标普全球”）或其关联公司的商标。DOW JONES（道琼斯）、DJIA（道琼斯工业指数）、THE DOW（道指）和 DOW JONES INDUSTRIAL AVERAGE（道琼斯工业平均指数）均为道琼斯商标控股有限责任公司（“道琼斯”）的商标。这些商标连同其他商标已被授权给标普道琼斯指数有限公司。未经标普道琼斯指数有限公司书面许可，禁止全部或部分重新分发或复制。在标普道琼斯指数有限公司、标普全球、道琼斯或其各自的关联公司（合称“标普道琼斯指数”）没有必要牌照的司法管辖区，本文件不构成服务要约。除某些定制指数计算服务外，标普道琼斯指数提供的所有信息均非个性化，并非针对任何个人、实体或群体的需求量身定制。标普道琼斯指数通过将其指数许可给第三方和提供定制计算服务而获得报酬。指数的过往业绩并不能预示或保证未来表现。

投资者不能直接投资于指数，但可通过基于该指数的可投资工具，实现对该指数所代表资产类别的敞口配置。标普道琼斯指数未发起、认可、出售、推广或管理由第三方提供的任何投资基金或其他投资工具，这些基金或其他投资工具旨在根据任何指数的表现提供投资收益。标普道琼斯指数不保证基于该指数的投资产品能准确追踪指数表现或提供正投资收益。指数表现并未反映交易成本、管理费或开支。标普道琼斯指数对投资于任何此类投资基金或其他投资产品或工具的可取性不作任何陈述。对任何此类投资基金或其他投资工具的投资决定不应依赖本文件所列的任何陈述。标普道琼斯指数并非经修正的《1940 年投资公司法》定义的“投资顾问、商品交易顾问、商品池经营者、经纪交易商、受托人、发起人”，亦非《美国联邦法典》第 15 编第 77k 条第 (a) 款所阐述的“专家”或税务顾问。将证券、大宗商品、加密货币或其他资产纳入指数并不代表标普道琼斯指数建议买入、出售或持有此类证券、大宗商品、加密货币或其他资产，也不应被视为投资建议或大宗商品交易建议。

这些材料完全根据一般公众可获得的资料和据信可靠的来源编写，仅供参考。未经标普道琼斯指数事先书面许可，不得以任何形式或任何方式修改、逆向工程、复制或分发这些材料中包含的任何内容（包括指数数据、评级、信用相关分析和数据、研究、估值、模型、软件或其他应用程序或从其输出的内容）或其任何部分（“内容”）。内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普道琼斯指数及其第三方数据提供商和许可方（合称“标普道琼斯指数方”）不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。标普道琼斯指数方不对因使用内容而产生的任何错误或遗漏（无论原因为何）负责。内容按“原样”提供。标普道琼斯指数方排除任何及所有明示或默示的保证，包括但不限于有关适销性或特定目的或用途的适用性、无错误、软件错误或缺陷、内容的功能将不间断或内容将在任何软件或硬件配置下运行的任何保证。在任何情况下，标普道琼斯指数方均不对任何一方遭受的与内容使用有关的任何直接、间接、附带、惩戒性、补偿性、惩罚性、特殊或后果性损害、成本、费用、法律费用或损失（包括但不限于收入损失或利润损失和机会成本）负责，即使已被告知可能发生此类损害。

标普全球将其各个部门和业务单位的某些活动彼此分开，以保持其各自活动的独立性和客观性。因此，标普全球的某些部门和业务单位可能掌握其他业务单位无法获得的信息。标普全球已制定相关政策和程序，以对分析过程中收到的某些非公开信息进行保密。

此外，标普道琼斯指数向各类组织提供广泛的服务或相关服务，包括证券发行人、投资顾问、经纪交易商、投资银行、其他金融机构和金融中介机构，因此可能会向这些组织收取费用或其他经济利益，包括他们可能推荐、评级、纳入模型投资组合、评估或以其他方式接触的证券或服务的组织。