

# 效率市场假说与ETF投资

20201008

---



# 重要讯息

---

- 山证国际大商所铁矿石期货指数ETF(“本ETF”)
- 本ETF寻求通过投资在大连商品交易所(“大商所”)交易的铁矿石期货合约，在扣除费用和支出之前提供与大连商品交易所铁矿石期货价格指数(“指数”)的表现密切对应的投资业绩。
- 它是由山证国际资产管理有限公司(“基金经理”)管理的第一只交易所交易基金，并受到新产品风险的影响。
- 本ETF的风险集中在铁矿石市场，该市场波动剧烈，可能受生产决策、铁矿石供需的复杂互动、经济/金融市场状况和投机者活动等因素的影响。
- 期货合约的投资存在价差风险，以及与波动性、杠杆、流动性和保证金相关的风险。
- 通过大商所买卖期货合约，还可能受到内地市场风险、大商所持仓限额以及大商所与香港交易及结算所有限公司交易时差的影响。
- 本ETF须承担外汇风险。虽然ETF以美元计价，但其投资则以其他货币计价，例如人民币。
- 本ETF存在跟踪错误风险，可能会以相当于本ETF资产净值的溢价或折价交易。
- 本ETF是一种衍生基金。投资者投资交易所买卖基金可能会蒙受重大损失。
- 经基金经理自行决定，分配可以从资本中作出或有效地从资本中作出。用资本分配或从资本中实际支付，相当于最初投入的资本的收益或收回，或由此获得的资本利得。任何该等分配都可能导致交易所交易基金单位资产净值的立即减少。
- 投资涉及风险。风险因素等具体内容参见本ETF发售文件。
- 本文件由山证国际资产管理有限公司发布。
- 此文件尚未经证监会审核。

## 效率市场假说

# 效率市场假说

---

效率市场理论 ( Efficient Market theory ) 认为在一个效率市场中，任何投资人都无法持续击败市场而赚得超额报酬。主要的三项假设：投资人皆理性、情报即时公开，获得情报无需负担额外的资讯成本、无任何投资人的力量足以单独影响股价的变动。

效率市场的三种类型：

(1)弱式效率市场假说 ( weak form efficiency )：目前证券价格已经完全反映历史资料。因此，投资者利用各种方法对证券过去之价格从事分析与预测后，并不能提高其选取证券之能力。也就是说，投资者并不能因此而获得超额利润。

(2)半强式效率市场假说 ( semi-strong form efficiency )：目前证券价格已完全充分地反映所有市场上已经公开的情报。因此，投资者无法因分析这些情报而获得较佳之投资绩效。

(3)强式效率市场假说 ( strong form efficiency )：目前证券价格完全充分反映已公开及未公开之所有情报。尚未公开的内幕消息，投资者已借各种方式取得，早已成为公开的秘密，证券价格也已调整。因此，所有人皆无法从证券交易中获得超额报酬。

# 效率市场假说与ETF

---

金融资产的「价格」反应了与其「价值」相关的一切可获得「讯息」

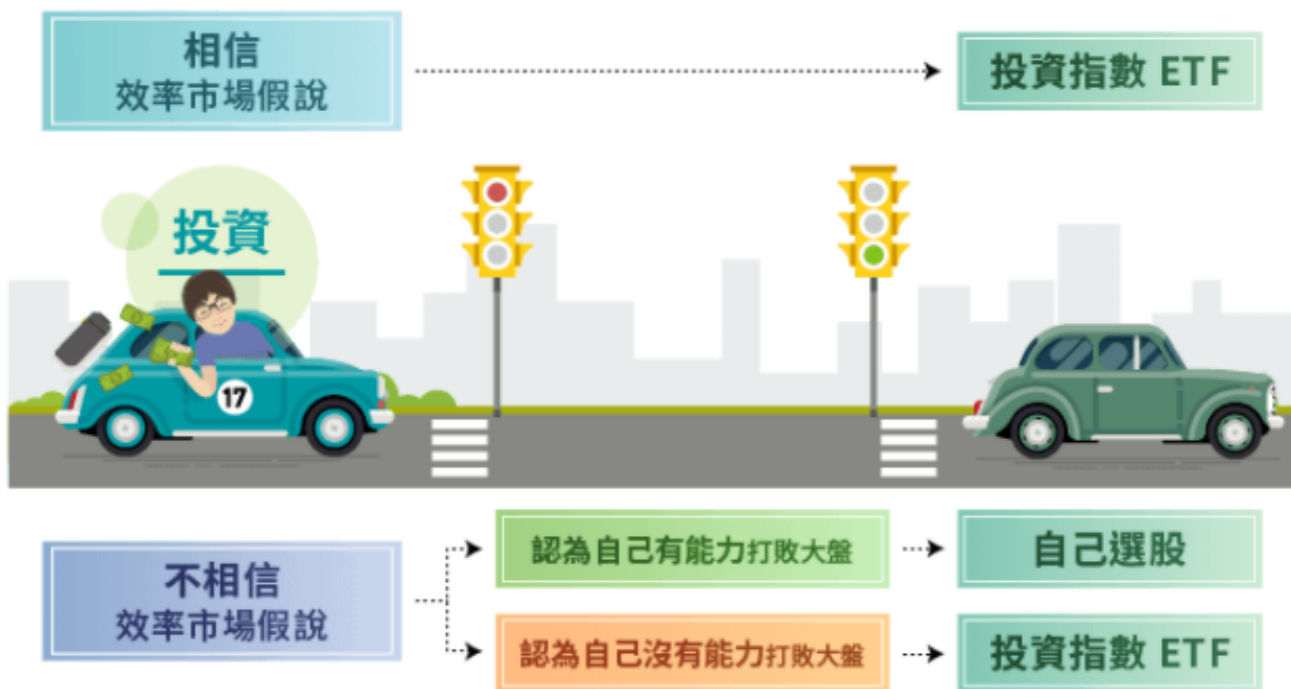
既然用已知的讯息进行分析无法获得超额报酬，那何不就用 **ETF** 来进行「被动投资」（追踪市场指数），简单赚取市场的平均报酬就好

如果我们选择相信效率市场假说，那我们最好的策略就是被动投资。也就是买进追踪指数的**ETF(exchange-traded fund)**，然后完全不操作。因为效率市场假说指出，没有人可以打败市场，获得等同于市场的报酬率已经是最好的结果。

如果我们相信效率市场假说不完全正确，同时有自信可以打败大盘，自行选股(主动投资)才是合理的。否则应该直接买进指数**ETF**就好(被动投资)

# 效率市场假说

## 你相信效率市場假說嗎？



# 无效率的市场

---

Howard Marks: 效率市场假说在大部分时间都是对的，不过偶而也会出错

为什么有无效率的市场

- 效率市场假说的前提之一是「投资人都是理性的」，投资人在市场走到极端的时候(泡沫及崩盘)，会变得非常不理性
- 某些市场有进入障碍。例如比较小型的市场，可能无法容纳大型投资机构庞大的资金，只能容纳资金相对较少的投资人。因此投资机构觉得不值得花心力来研究。

# 如何应对

---

市场的无效率，对投资人的意义就是提供定价错误

较有效率的市场

- 买进追踪该市场指数的ETF，获得接近大盘的报酬率
- 避开这种市场，专心在较无效率的市场中寻找投资机会。

不论在哪个市场，如果有发现疑似被低估的股票，可以先问问自己几个问题：

- 如果这只股票的股价确实被低估了，为甚么大家要便宜卖给你呢？
- 是不是自己想错了，或者没有想到某些别人有想到的不利因素，所以其实它现在的价位刚好合理，没有被低估？

由于大打败大盘的人永远只是少数，所以对于大部分人来说，**投资ETF还是最好的选择**。

**EMH并没有说没有任何投资者能跑赢大盘。它说，有些离群值可以超过市场平均水平；但是，也有一些离群值明显地输给了市场。多数人接近中位数。那些“胜利”的人是幸运的，而那些“失败”的人是不幸的。**



# EMH的争论

---

## EMH的支持者

- 被动基金的表现优于
- 套利机会的存在

## EMH的批评者

- 市场泡沫和崩溃：根据有效的市场假设，不应发生市场泡沫和金融崩溃。实际上，该理论认为，由于资产的价格始终是准确的，因此它们不存在。
- 市场异常：个人并非总是理性地行动
- 行为经济学：交易心理学。
- 投资者已经击败了市场：一直击败平均市场的投资者。

基本面更新

# 基本面更新

---

## 铁矿石行情更新

- 本周长材产品需求激增，部分原因是节假日前的补货，而第四季度的建筑旺季也应有助于需求的回升。

## 铁矿石库存

- 工厂和港口的铁矿石库存增加；国内铁矿石产量下降；中小型钢厂的铁矿石库存环比增加12.1%（截至9月24日）
- 进口矿石的天数增加了5至29天
- 铁矿石港口库存增加了1.1%，铁矿石开工率68.4%

## 钢材库存

- 贸易商和钢厂的钢材库存均下降
- 贸易商的钢铁库存跟周环比下降5.4%，其中长材下降8%，扁材增加0.1%，钢厂的钢铁库存减少3.1%
- 长材产品的库存急剧减少可能反映出建筑需求的改善，因为市场进入了中国第四季度的建筑高峰季节，而节前的补货也应促使库存快速下降。

# 基本面更新

---

## 铁矿石发运

- 澳大利亚和巴西的合并发货量增长了2.8百万吨，
- 来自澳大利亚的发货量较上周的低点反弹了2.4百万吨，至6月底以来的最高水平。巴西的周出货量周环比增加0.4百万吨
- 由于港口拥堵状况的缓解，中国的到港周数增加了2.8百万吨。

## 高炉利用率下降

- 高炉利用率在唐山乃至全国范围内均下降，下降1.09%至84.23%。
- 在全国范围内，247家工厂的利用率环比下降了0.46个百分点至93.7%，电弧炉产能利用率下降了4.50个百分点，至58.4%。
- 高炉利用率仍处于下降趋势，主要是由于焦炭价格上涨导致钢厂毛利润下降，但自2018年2月以来，利用率仍处于较高水平。

# 免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由山证国际金融控股有限公司及其连系公司（「山证国际」）编写。此报告所载资料的来源皆被山证国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。山证国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映山证国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。山证国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适

合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

- 分析师声明
- 主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：
  - 1) 本研究报告所表达的任何观点均精确地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法；
  - 2) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系；
  - 3) 该分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，以及无拥有任何所述公司之财务权益或持有相关股份。
- 山证国际的财务权益及商务关系披露：
  - 1) 山证国际资产管理有限公司及其关连公司山证国际证券有限公司分别担任山证国际大商所铁矿石期货指数ETF的基金经理及参与交易商。
  - 2) 山证国际其关连公司拥有山证国际大商所铁矿石期货指数ETF 1%以上的财务权益。

# 联系方式

---

## 章海默

山证国际资产管理部董事及负责人员  
zhanghaimo@ssif.com.hk

## 张春兵

山证国际资产管理部董事  
william.zhang@ssif.com.hk

## 李星宇

山证国际资产管理部分析员  
chris.sy.lee@ssif.com.hk

## SSIF大宗商品ETF交流群

