

中国股票市场有效性研究

规划研究部 刘寒星 李芮（执笔）¹

市场有效性是金融学和投资学的重要概念，也是投资者进行资本市场投资策略选择的思考原点。对于投资者而言，市场有效性程度高低的判断，决定着其在主动管理和被动管理投资策略之间的权衡取舍。综合使用历史价格相关性、积极投资策略超额收益率和主动管理型基金超额收益率等指标衡量中国市场有效性情况发现，尽管目前有效性水平与发达国家市场相比还存在较为明显的差异，但由于投资者结构的变化、信息技术的进步、监管机制的逐步健全和交易品种的不断完善，中国股票市场的整体有效性程度在过去十几年间依旧得到了显著提高。中国股票市场有效性程度的持续提升，意味着秉承价值投资理念、以指数基金为依托、结合因子分析方法，并将获取市场整体“贝塔”收益作为目标的投资策略应成为今后机构投资者的主要选项。

¹ 资产配置处宋论升对此文亦有贡献，本文在数据和模型上参考借鉴了中金、光大、海通、银河和申万宏源等机构的研究报告。

目录

一、市场有效性的界定与衡量	1
(一) 市场有效性的概念	1
(二) 市场有效性的衡量	2
二、市场有效性的实证检验	4
(一) 中国证券市场有效性的历史变化	4
(二) 中国证券市场有效性的国际比较	10
(三) 中国证券市场有效性的驱动因素和趋势预测 ..	12
三、结论与启示	15
(一) 初步结论	15
(二) 投资启示	15

一、市场有效性的界定与衡量

(一) 市场有效性的概念

市场有效性或许是金融投资学领域最为重要、也是最富争议的概念之一。20 世纪早期的一些学术研究发现，股票价格表现出某种随机游走的特征，因而难以预测。在此基础上，20 世纪 60 年代芝加哥大学教授尤金·法玛（Eugene Fama, 1965）正式提出了完整的市场有效性概念：证券市场中价格能够充分反映所有可以获得的信息，市场上的所有价格都是最公平合理的价格，任何投资者都不能战胜市场而取得超额收益。

市场有效性的成立建立在以下几个基本假设之上：一是所有关于证券价格的信息能够得到充分披露和传播，使得每位投资者能在同一时间得到等量等质的信息；二是投资者充分理性，使得同等信息导致一致性的分析和交易；三是证券交易无成本且传导机制顺畅，使得价格能够根据相关信息而迅速调整到位。

由于上述假设过于严格，因此现实中各类形形色色的证券市场几乎都未达到纯粹的市场有效性，而只是存在有效性程度的差异。根据证券价格对信息反映程度的不同，一般可以将市场有效性划分为三个层次：1) 弱市场有效性，这种类型的市场中证券价格反映了**所有的历史价格信息**；2) 半强市场有效性，该类市场中证券价格反映**所有的公开信息**；

3) 强市场有效性，该类市场中证券价格反映**所有公开和未公开的信息**。强市场有效性代表市场有效性的理想状态，而连弱有效性标准都无法满足的市场则可以视作无效市场。

上述对市场有效性的分类对于投资者决策有着重大而直接的关系。关于证券投资，长期以来存在着主动管理和被动管理两种基本策略，前者包含技术分析、基本面分析和利用内幕消息套利等流派，后者则表现为依据市场指数构造组合并长期持有；投资者往往面临两种策略之间的权衡取舍。相比而言，主动管理需要付出更多的时间和资金成本，如果不能获得相比于被动管理的超额收益，就无法成为投资者的优先选项。市场有效性概念提出和类型划分的最大意义，就在于建立关于有效性程度和投资策略选择之间的对应关系。这样一来，如果投资者能够准确刻画和衡量目标市场的有效性程度，就可以因地制宜地选择最优投资策略，以实现最佳成本——收益比。

表 1: 市场有效性程度与投资策略选择关系表

	技术分析	基本面分析	内幕消息	主动管理
无效市场	有效	有效	有效	有效
弱有效市场	无效	有效	有效	有效
半强有效市场	无效	无效	有效	有效
强有效市场	无效	无效	无效	无效

(二) 市场有效性的衡量

既然对市场有效性的刻画与衡量是投资者进行策略选择的基本依据，那么找到准确合适的有效性测量指标就格外重要。已有研究中关于市场有效性的测量指标众多，但关键在于提取出最为核心的标准，从而为投资者提供准确的投资决策参照。

从市场有效性的基本定义和层次划分出发可以找到下面几个核心指标：

第一，历史价格相关性。由于弱市场有效性要求证券价格充分反映历史价格信息，因此衡量证券价格与其历史价格数据的相关性是测度市场是否处于弱有效状态的核心标准：如果存在相关性则为无效市场，不存在相关性则为弱有效市场。具体的指标选取上通常采用 Spearman 相关系数作为反映短时段内时间序列数据相关性的指标；赫斯特指数（Hurst exponent）作为反映长时段内时间序列数据随机游走程度的指标。

第二，积极交易策略超额收益。由于半强市场有效性要求证券价格充分反映所有公开可得信息，因此衡量积极交易策略是否能够持续取得超额收益是测度市场是否处于半强有效状态的核心标准：一般而言，主动管理投资者会根据市场发布的公开信息而采取各类积极交易策略，希望从中获取超额收益，如果这种积极策略奏效，则说明市场公开信息没有充分反映在此前交易形成的证券价格上，使得能够更好利

用公开信息的投资主体获得超过市场的收益，反之则说明市场达到半强有效性阶段。

第三，主动管理型基金超额收益。强市场有效性要求证券价格充分反映所有公开和未公开的信息，因此衡量主动管理型基金是否能够持续取得超额收益是测度市场是否处于强有效状态的核心标准：因为在强市场有效性中，没有任何投资者能够持续取得相对于市场的超额收益，如果主动管理型基金能够持续大幅战胜市场则表明市场未达到这一有效性水平，反之则说明市场强有效。事实上，由于主动管理型基金也时常采用技术分析、基本面分析、事件分析等积极交易策略，因此衡量主动管理基金相对于市场指数的超额收益不仅可以用来判断市场是否为强有效，还可以从整体上对市场有效性的所处程度给出一个全面的判断。综合来看，主动管理型基金的超额收益水平是衡量市场有效性最为核心和重要的指标。

二、市场有效性的实证检验

（一）中国证券市场有效性的历史变化

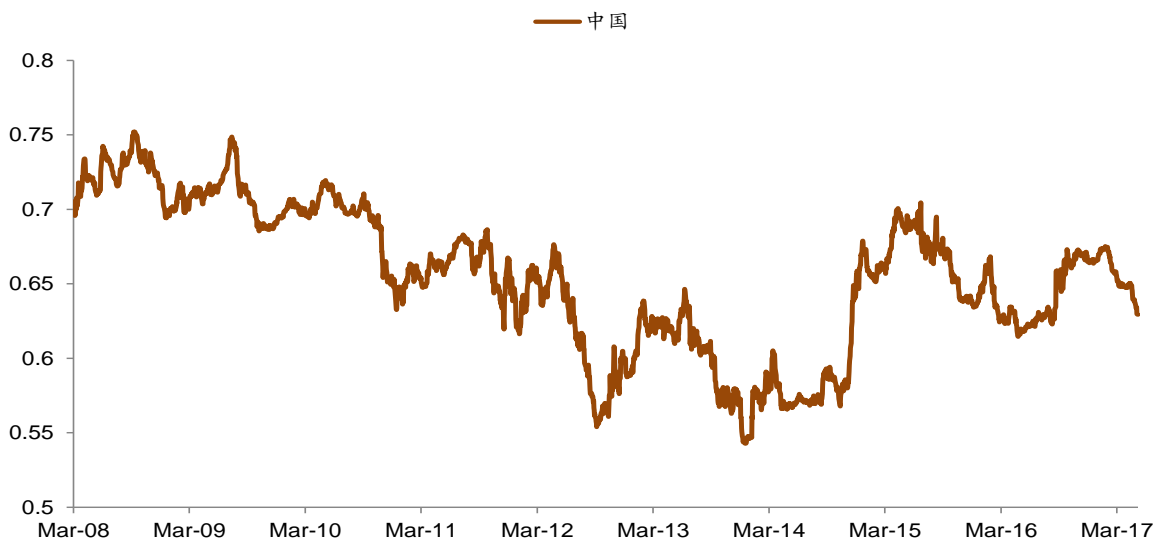
中国 A 股市场诞生于 1990 年，至今已有 27 年的发展历程。期间，市场的深度、广度和结构都发生了翻天覆地的剧变。综合运用前述的“历史价格相关性”、“积极交易策略超额收益”和“主动管理型基金超额收益”三个核心指标，可以对中国股票市场有效性的历史变化状况和基本发展趋势

进行比较全面和详尽的描述与刻画。

1. 历史价格相关性

首先运用代表历史价格相关性程度的赫斯特指数反映 A 股市场有效性过去十年的变化状况。下图刻画了近十年来沪深 300 指数的收益率序列相关性。图中可以看出，A 股市场有效性的整体水平有所提升，但波动依旧比较明显。尤其是从 2015 年 3 月到 2016 年 3 月间，随着股票市场指数的大幅波动，市场“追涨杀跌”行为普遍，使得股票价格与历史价格有较强的正相关性，整体有效性程度也明显下降。但从 2016 年底开始，由于市场监管的强化，市场有效性程度又开始提高。

图 1 A 股市场赫斯特指数变化状况



注：赫斯特指数越接近 0.5，代表证券价格的历史相关性越弱，即市场越有效。
资料来源：中金公司

进一步分阶段来看，中国股票市场有效性的边际有明显增强。从 2000 年至今，从各日指数收益率的 Spearman 相关系数看，可以发现我国证券市场各阶段内日收益率相关性均

不强，因而不具有短程相关性；而从赫斯特指标表现来看，股票市场存在一定的长程相关。但在最近一段时间（2016年2月至今）以来，赫斯特指标持续处于低位，表明这段时间我国市场日度收益率序列的长程相关性有所减弱，有效性显著提高。这说明单纯依靠技术分析而试图从A股市场上获取超额收益的空间正日益缩小。

表 2: 国内股票市场分区间（牛熊）日收益率相关性指标表现对比

	区间	市场类型	上证综指	深证成指	创业板	上证 50	沪深 300	中证 500
Hurst 指数	2000/1/1 至 2005/8/10	震荡	0.605	0.617	NaN	NaN	NaN	NaN
	2005/8/11 至 2007/10/16	牛市	0.610	0.589	NaN	0.553	0.579	0.636
	2007/10/17 至 2008/11/4	熊市	0.550	0.592	NaN	0.532	0.571	0.660
	2008/11/5 至 2014/1/7	震荡	0.612	0.612	NaN	0.605	0.611	0.613
	2014/1/8 至 2015/6/12	牛市	0.605	0.589	0.593	0.668	0.631	0.573
	2015/6/15 至 2016/2/1	熊市	0.690	0.689	0.665	0.680	0.682	0.722
	2016/2/3 至 2017/5/21	震荡	0.574	0.547	0.561	0.572	0.580	0.566
Spearman 相 关系数	2000/1/1 至 2005/8/10	震荡	0.025	0.013	NaN	NaN	NaN	NaN
	2005/8/11 至 2007/10/16	牛市	-0.008	0.043	NaN	-0.012	0.018	0.083
	2007/10/17 至 2008/11/4	熊市	-0.057	0.021	NaN	-0.024	-0.005	0.037
	2008/11/5 至 2014/1/7	震荡	0.012	0.029	NaN	-0.016	0.013	0.085
	2014/1/8 至 2015/6/12	牛市	0.118	0.075	0.115	0.068	0.088	0.149
	2015/6/15 至 2016/2/1	熊市	-0.012	0.018	0.018	-0.043	-0.016	0.033
	2016/2/3 至 2017/5/21	震荡	-0.047	-0.068	-0.082	-0.068	-0.054	-0.050

资料来源：光大证券研究所

2. 积极交易策略超额收益

在股票市场中，投资者最为常用的积极交易策略之一是事件驱动策略。所谓事件通常指公司公开发布的信息（扭亏为盈、重大投资）、公司某些特定的行为（如股利发放，送股除权），以及政府行为（如相关法律法规的发布和修订）。投资者通常会利用事件进行基本面分析从而判断股票价格未来走势。如果市场有效性程度较高，事件披露后信息应该快速传导到股票价格上并为市场所有投资者所认识，因此任

何投资者都难以从中获得超额利润。事件研究就是以一天至数天为事件窗口长度，通过考察事件窗口期间股票的累计超额收益率，来确定某一特定事件是否会引起显著的股票价格变动，从而判断股票市场的有效性程度。

这里我们针对业绩“扭亏为盈”这一事件进行研究，基于两个市场基准——中证 500 和沪深 300——观察事件发布前后持有股票是否能够获得超额收益，时间跨度为 2010 至 2016 年。根据表 3 所示，以中证 500 为基准，2010-2016 七年里扭亏企业均有正的累计超额收益，但仅在 2010 和 2011 年显著；自 2012 年以来，累计超额收益及其显著性都有所下降，表明事件驱动策略的效果逐渐减弱。若以沪深 300 为基准，除 2014 和 2016 年外，其余各年份均有较高的累计超额收益。

表 3 各年份事件驱动策略超额收益情况

	基准	窗口期	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	全部
平均累计超额	中证 500	3	0.80%	1.25%	0.03%	0.17%	0.62%	0.76%	0.10%	0.44%
T-统计量			2.05	1.94	0.07	0.58	1.73	1.53	0.39	3.05
平均累计超额	沪深 300	15	3.74%	5.23%	2.73%	2.43%	-0.36%	5.03%	0.81%	2.41%
T-统计量			4.57	3.32	3.03	3.21	-0.42	4.53	1.36	7.17

注：“窗口期”指事件发生后的时间天数

资料来源：海通证券研究所

从对业绩扭亏的事件研究结果来看，分析基本面信息对投资 A 股市场只在极短的时间内具备价值，且这一价值近年来渐渐消失。换言之，利用事件信息获取超额收益的空间逐

步缩小，表明 A 股市场有效性得到提升，正逐步接近于半强式有效市场。

3. 主动管理型基金超额收益

主动管理型基金相对于市场指数的超额收益是衡量市场有效性的又一重要指标。主动管理基金通常综合利用各自技术分析和基本面分析手段，并可能掌握某些未公开的内部信息。对主动管理基金的超额收益进行衡量，可以从整体层面很好地刻画市场有效性程度。

这里，主动管理型基金的样本由所有主动股票型基金以及主动混合型基金中的偏股票类基金组成，后者包括强股混合、偏股混合、平衡混合、灵活策略混合和灵活混合这五大类。市场指数方面，选择沪深 300、中证 500、中证 800、中证 1000、万得全 A 和全市场平均这 6 个指数。其中，全市场平均指数由全市场所有股票在各自然年的年收益率等权计算而得。对任一考察期，分别计算所有存续的基金样本和各指数的年化收益率，通过分析各个指数的年化收益在样本基金中的排名分位点，对整体市场有效性程度进行检验。

表 4 统计了不同考察期内指数所处分位点的情况。其中，今年以来考察的是 2017 年年初至 2017 年 5 月 12 日期间的收益情况，过去一年统计的是以 2016 年年末为截止日，往前推算一个自然年度。其余时间窗口的计算方式类似。

表 4 指数年化收益排名分位点 (%)

	今年 以来	过去 一年	过去 三年	过去 五年	过去 十年
沪深 300	27.7	59.1	64.1	81.5	88.4
中证 500	89.4	73.9	39.0	40.8	13.4
中证 800	64.0	63.4	57.7	73.7	67.1
中证 1000	98.8	79.5	18.2	11.8	1.8
Wind 全 A	82.6	62.6	21.7	32.6	25.0
全市场平均	97.1	54.4	3.3	2.2	0.6
样本基金数量	2102	1405	571	442	158

资料来源：海通证券研究所

总体来看，基于不同指数对于市场有效性的判断会截然不同：代表大盘风格的沪深 300 指数与中证 800 指数过去十年间的表现逊于大多数股票型基金，而其余 4 个指数过去十年的表现都超过了半数以上的股票型基金。其中，中证 1000 与全市场平均指数尤为突出，而万得全 A 的长期年化收益也基本排在前 1/4 的位置。就这个分析结果而言，即使是非常专业的基金经理，想要长期打败市场也绝非易事。

表 5 则给出了各类市场指数与股票型基金分年度的收益对比。可以看到，在市场大幅上涨的 2007、2009 和 2014 年，股票型基金受到仓位的限制，收益均显著不如市场指数。此外在 2014 年，主动管理型基金的业绩还明显劣于追踪市场指数的被动型基金业绩。但反过来，在市场下跌的 2008 年和 2011 年，可以灵活调整仓位又成为股票型基金的优势，因而在这两个年份上，大部分股票型基金能够跑赢市场指数。在结构分化较为明显的 2010、2012 和 2013 年，与市场风格

相符的指数都明显强于股票型基金。不过，从最近 3 年的对比结果来看，尤其是 2016 年以来，股票型基金的收益相对市场指数体现出了很大的优势。从这个角度来讲，中国市场尚没有达到强有效市场的阶段，选择主动管理基金进行投资依然有较大价值。

表 5 各年度指数收益排名分位点 (%)

考察期	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
沪深 300	9.1	99.5	7.2	97.3	59.3	30.4	96.8	6.8	98.0	59.1	27.7
中证 500	3.7	97.2	1.1	26.5	94.6	77.9	41.2	15.3	52.0	73.9	89.4
中证 800	6.7	99.1	4.5	90.9	74.9	40.4	93.0	8.3	89.7	63.4	64.0
中证 1000	1.2	94.9	0.8	11.9	93.3	85.7	13.7	23.6	10.0	79.5	98.8
Wind 全 A	7.9	98.1	3.4	89.3	40.7	48.9	78.9	6.2	58.4	62.6	82.6
全市场平均	1.8	91.1	0.4	17.1	87.8	62.1	19.7	9.5	9.9	54.4	97.1
样本基金数量	158	208	258	322	380	442	497	571	732	1405	2102

资料来源：海通证券研究所

（二）中国证券市场有效性的国际比较

历史回顾表明，中国股票市场的有效性在过去十年间得到了明显的提高。除了历史数据分析以外，我们同样关心 A 股市场的有效性和海外主要市场相比处在何种位置，这样既可以明确中国股票市场在世界范围内所处的发展阶段并为日后的发展方向找到参照系，也能为全球布局的投资者在不同市场中选择适宜投资策略提供依据。

由于海外市场关于积极交易策略和主动管理基金的收益状况数据较为稀缺和难以获得，因此为简化起见，此处只采用历史价格相关性指数来进行市场有效性的国际横向比较。在时间上则选取 2000-2017 年的时段作为比较基准。我

们运用赫斯特指数和 Spearman 相关系数对国内外股票市场收益率序列在全样本区间内的自相关性进行检验，并进行横向对比，研究我国跟其他国家相比股市的有效性。首先从 Spearman 相关系数的角度来看，表 6 和表 7 表明发达国家与金砖五国股票市场的相关系数绝对值均低于 0.1，说明各市场历史价格指数的短程相关性均不强。而根据表 6 所示，欧美发达国家股票市场收益率序列的赫斯特指数更趋近于 0.5，意味着欧美发达国家股票市场收益率序列自相关性较弱，更接近于有效市场。相比之下，中国股票市场收益率序列依然存在长程相关。

表 6 中国与发达国家市场的有效性分析

指标	周期	上证综指	深证成指	道琼斯	标普 500	富时 100	日经 225
Hurst 指数	日	0.595	0.601	0.498	0.493	0.480	0.542
	周	0.656	0.659	0.525	0.520	0.505	0.594
Spearman 相关系数	日	0.028	0.033	-0.064	-0.064	-0.026	-0.040
	周	0.077	0.084	-0.082	-0.090	-0.048	0.005

资料来源：光大证券研究所

从表 7 来看，新兴经济体的长程相关性比发达经济体普遍较高，这意味着新兴经济体的市场有效性普遍较弱。但是，需要说明的是，即便在金砖五国的范围内，中国市场的赫斯特指数依然是最高的，这意味着中国市场收益率序列的长程相关性最强，也即意味着即便在金砖五国的范围内，中国市场的市场有效性仍然较弱。这或许与中国股票市场起步时间较晚、进入门槛高、流通市值比例低和个人投资者比例高等因素有关。

表 7 中国与新兴国家市场的有效性分析

指标	周期	上证综指	深证成指	俄罗斯 RTS	孟买 SENSEX	圣保罗 IBOVESPA	南非 MSCI
Hurst 指数	日	0.595	0.601	0.576	0.553	0.565	0.540
	周	0.656	0.659	0.600	0.589	0.589	0.570
Spearman 相关系数	日	0.028	0.033	0.061	0.063	-0.007	0.048
	周	0.077	0.084	0.062	0.095	-0.078	-0.061

资料来源：光大证券研究所

（三）中国证券市场有效性的驱动因素和趋势预测

市场有效性的变化主要取决于几个关键驱动因素的影响，包括投资者结构和能力、信息获取的便捷度、政府对于市场的有效监管以及交易品种的完善度。通过分析这些关键驱动因素的变动趋势，不仅可以解释市场有效性的历史变化，还能对未来有效性变化的趋势做出预测判断。

第一，市场有效性程度取决于参与市场的投资者结构和能力。一般可以将投资者分为个体投资者和机构投资者。相比于个体投资者，机构投资者具有专业能力上的优势，并在期限和流动性方面有更大的容忍度。因此，机构投资者对于信息的搜集、分析和理解程度往往优于个体投资者，对于价格的判断也更为客观理性。这样一来，如果市场上机构投资者所占比重越高，则市场有效性程度越高。

中国股票市场有效性的不断提升与投资者结构的变化密切相关。从图 2 可以看出，近年来个人投资者占 A 股市场流通市值的比重不断下降，而包括一般法人在内的广义机构投资者占比则逐渐上升。未来随着人均收入的提高、市场进入壁垒的放宽、企业年金制度的建设完善，预计会有更多资

产管理公司、保险公司、养老基金和境外机构投资者进入 A 股市场，投资者结构的机构化趋势将不断加强，从而进一步提高市场的有效性。

图 2 中国股票市场投资者结构变化



注：图中百分比表示各类型投资者占 A 股市场流通市值比重，其中机构投资者包括基金公司、保险公司、证券公司、社保基金、信托公司、企业年金、QFII 等
资料来源：申万宏源

第二，市场有效性程度受制于信息获取和传播的便捷程度。投资者能力的核心是信息获取能力，后者又取决于信息技术和传播手段的发展。现实中，由于物理空间的阻隔和传播方式的限制，信息在传播过程中往往出现时滞和失真，从而影响投资者的理性决策。

中国股票市场发展的早期阶段，由于缺少现代化的信息技术手段，只有少量投资者可以通过特殊渠道快速和准确地获取信息并做出理性判断。然而，近年来随着网络技术的飞速发展，信息传递的速度和精度日新月异，原有存在于投资者之间的“信息鸿沟”逐渐收窄，信息在市场上的分布趋于扁平化，使得更多投资者有能力进行更加客观精确的判断，

继而推动了市场有效性的不断上升。

第三，市场有效性程度受政府监管体制影响。即便在成熟的市场经济中，市场失灵现象也时有发生，需要政府扮演适当角色予以纠正。信息充分披露是有效市场的重要前提，但市场失灵往往导致信息的不完全和不对称。早期的 A 股市场由于信息披露制度严重缺失，导致信息不对称情况严重，内幕交易层出不穷。随着近年来监管机构大力加强信息披露制度，惩处内幕交易等违法行为，信息不对称状况减轻，股票价格的信号功能明显提升，推动了市场有效性的提高。

另一方面，金融活动具有明显的顺周期性，杠杆的运用则使追涨杀跌的交易行为成倍放大，导致金融资产价格丧失自动调节供求的功能。2008 年金融危机后，中国人民银行建立了宏观审慎管理体系，形成货币政策+宏观审慎政策的双支柱金融调控框架，以抑制杠杆过度扩张和顺周期行为，减少价格对于供求状态的偏离，从而在整体上增强了金融市场的稳定性。除此之外，现有的涨跌停板制度、发行审核制和分业监管都在一定程度上阻碍了市场有效性的提高，未来随着金融监管体制改革的推进有望解除上述有效性的藩篱。

第四，市场有效性程度取决于交易品种的丰富完善程度。在信息充分的前提下，价格能否反映所有的信息还需要有足够的交易品种让信息能够迅速传导到证券价格上。A 股市场一直存在只能“做多”而不能“卖空”的交易制度缺陷，卖

空机制的缺失让市场负面信息到价格的传导路径不畅。通过引入卖空机制，可以平衡市场多空双方作用，缓解股票市场过度投机现象，抑制价格暴涨暴跌，从而提高市场有效性。

除了卖空机制外，A股市场还缺乏足够完善的套期保值工具，使得投资者难以规避风险而获得稳健的市场收益，客观上促进了市场上的投机行为。未来随着市场上股指期货、ETF 期权等各类套期保值工具的推出，以及运用套期保值门槛的降低，股票市场的有效性有望继续提升。

三、结论与启示

(一) 初步结论

从上述分析结果来看，中国股票市场的整体有效性程度在过去十年间（2006-2016）得到了显著提高，并在近几年呈现加速上升之势。尽管就目前发展状况来看，中国股票市场与欧美发达国家市场相比有效性程度依然较低。但在未来一段时间内，随着投资者结构继续向机构投资者倾斜、市场监管体系的不断健全以及交易品种的陆续完善，有理由确信中国股票市场的有效性程度将进一步提升，接近或达到目前美国和欧洲等发达国家股票市场的水平。

(二) 投资启示

对于资本市场整体发展而言，市场有效性程度高低的意义毋须多言。高度的市场有效性帮助投资者正确选择投资标的，提高资金利用效率；价值投资者占主导而投机者少，能

够减少市场的投机行为，降低波动率和风险水平。然而，除了宏观层面的意义外，市场有效性程度变化带来的意义更体现在对微观层面投资者的行为引导上。对投资者而言，市场有效性程度直接决定了最优的投资策略：市场越有效，依靠择时和选股等主动策略战胜市场的难度越大，主动管理基金战胜市场指数的可能性也越低，而基于指数的被动投资策略则会越有效。基于对中国股票市场有效性程度的分析研究和趋势判断，可以得出以下投资建议：

第一，坚持价值投资理念。有效市场是价值投资的市场。当市场足够有效时，任何投机行为都无法持续取得超额收益，这要求投资者抵御短期收益的诱惑，深入研究市场规律和发展大势，寻找真正有价值的投资标的并长期买入持有。对于机构投资者而言，秉承价值投资理念更意味着合理设定投资回报预期，确定适当的风险政策，坚持分散化多元化投资。

第二，强化大类资产配置研究。市场有效性的增强并不意味着主动管理的失效。对于机构投资者而言，在市场有效性日益提高的背景下，大类资产配置将成为未来投资研究关注的核心。由于在大类资产配置领域没有任何“市场指数”可供参照，只能依靠投资者主观能动性和创造力的发挥。投资者必须根据收益、风险、期限和流动性等各方面要求合理安排好不同资产类别间的配置计划。这方面可以参考“全天候策略”等国际同行的先进经验，开展资产配置底层技术研

究，通过将大类资产风险收益特征与宏观经济周期相匹配，获得稳定的市场收益，促进基金保值增值。

第三，做好指数型基金投资的前瞻性研究。在具有高度有效性的市场中，合理的投资策略应该是以指数基金为代表的被动投资策略。譬如在有效性程度公认较高的美国市场，代表被动投资的跟踪指数基金在近年来得到飞速发展，目前已占到美国股票型公募基金总规模的 40%。十年前订下的“巴菲特赌局”如今看来也即将尘埃落定。从现有情况来看，巴菲特力推的标普 500 指数基金大幅跑赢对冲基金已成定局：前者在十年间已经取得了 85% 的收益，而对冲基金平均收益率仅为 22%。相比之下，尽管目前 A 股市场有效性还未达到欧美等发达国家的程度，但未来其有效性的持续提高是不可逆转的趋势。虽然当下在 A 股市场选择主动管理策略仍能获得较为可观的超额利益，但是这种超额收益在未来面临不断缩小的风险。对于风险偏好低的社保基金、养老基金等机构投资者而言，更需要考虑到主动型基金的高波动率和高费用。因此，应该提前做好指数型基金等被动投资策略的前瞻性、储备性研究，为今后投资理念和投资策略的转换筑好基础。

第四，探索基于因子方法的投资策略。因子投资方法是一种特定的投资策略，通过将股票回报分解到因子层面获得超额回报。近年来一些投资机构在因子方法的基础上开发出了“聪明贝塔”投资方法。“聪明贝塔”介于被动投资（追

求贝塔)和主动投资(追求阿尔法)之间。这种方法首先寻找能够为投资者带来超额回报的因子(如低估值、小市值、低波动、高质量),随后根据因子编制出相应指数,最后再依据指数形成指数基金。简而言之,“聪明贝塔”可以被理解为按照因子进行加权调整的指数基金,并兼具主动投资和被动投资的优势——既可以获取一定的超额收益,又不需要高额的管理费用。由于当前中国股票市场并未达到强式有效的程度,且存在诸多“交易异象”,“聪明贝塔”等因子投资方法应该具有较高的应用价值,基于因子构建的ETF基金可能在未来三到五年间成为市场主流。因此,机构投资者应该充分探索因子投资方法,构造符合自身风险收益需求和市场风格的指数基金。

第五,加强投资基准研究。关于市场有效性的判断,市场指数的基准选择十分重要。目前常用的市场基准指数包括沪深300指数、中证500指数、中证1000指数、万得全A指数和MSCI中国指数等等,基于不同市场指数基准进行比较会得出关于市场有效性截然不同的判断。机构投资者在面临主动投资和被动投资的权衡取舍时,最重要的首先是确定衡量被动投资策略效果的市场基准,然后才能在不同投资策略之间做出准确的选择。