

Real Estate Market Efficiency: Issues and Evidence

DEAN H. GATZLAFF
DOGAN TIRTIROGLU

一、市場有效假說

- 定義何謂Efficient Markets hypothesis (EMH)

二、不動產市場效率

- 討論房地產市場的獨特特徵 與其他金融資產的差異

三、不動產市場效率檢測

- 以文獻統整方式針對不同次市場的市場效率進行分析

四、結論與建議

- 總結與提供後續研究發展方向

一、市場有效假說

■ 金融經濟學將效率分為三種：

1. 訊息(informational) → 本文著重
2. 分配(allocational)
3. 操作(operational)

■ Fama (1970) : 有效市場意味著所有市場價格完全和即時反應所有相關訊息。

■ Grossman和Stiglitz (1980) : 有效市場必須沒有與獲取信息或執行交易相關的成本。

■ Fama (1991) : 價格反應訊息，使得對訊息採取行動的邊際效益不超過邊際成本 (價格只會反應邊際成本 < 邊際收益的訊息)

市場價格充分反應市場訊息

一、市場有效假說

■ 相關概念

1. 理性預期：人們對未來的預期是由過去經驗和收集所有資訊所做的預測。

2. 零利潤定理：如果市場參與者為訊息競爭，那麼當前資產價格將通過交易快速調整，因此投資者無法持續獲得超額利潤

■ 有效市場分類

弱式效率 (Weak Form Efficiency)	目前價格已充分反映了 過去 價格所提供的各項情報
半強式效率 (Semi-Strong Form Efficiency)	目前價格已充分反應了 所有公開資訊
強式效率 (Strong Form Efficiency)	目前價格充分反應了 所有已公開和未公開之所有情報

一、市場有效假說

■ 檢測

弱式效率	序列自相關分析 (若收益率存在時間上的自相關，即以前的收益率能影響現在的收益率，則弱式效率不能成立。)
半強式效率	事件分析 (有關的事件發生時，股價變化有無快速反應。若能快速反應，則投資者不能通過新信息獲得超額利潤，半強式效率成立。)
強式效率	檢測知情人士 (若得知內幕消息者確實能獲得超額利潤，則強式效率不能成立。)

一、市場有效假說

■現今發展方向

- 1.反對理性預期：投資者心理(→行為金融學)
- 2.支持理性預期：理性泡沫(rational bubble)

二、不動產市場效率

- 不動產市場有效：市場價格的分佈準確地反應了每個資產相關的特徵和風險
 - 任何與房地產資產定價相關的錯誤都是隨機的
 - 如果房地產市場是有效率的，則價格對於投資（或消費）決策的引導是有用的

- 不動產市場特性

1. 交易成本大
2. 進入門檻高
3. 不可分割
4. 低流動性
5. 訊息不透明

無效率 inefficiency

不完美 imperfection

- 難以使用模型估出均衡價格
- 價格能完全而合理的反應出市場缺陷

三、不動產市場效率檢測

■ 住宅市場

(1) 弱式效率

〔支持〕 沒有時間自相關、沒有突破買入持有(buy-and-hold)策略

〔拒絕〕 房價短期變動和住宅收益呈正相關，但因為交易成本很高，所以不能制定一個持續獲得高於正常報酬的交易規則

(2) speculative bubble

住宅市場可能不是有效率的，因為價格還反應了未來需求

(3) 半強式效率

市場通常都會反應新的資訊

三、不動產市場效率檢測

■ 收益性不動產市場

1. 普遍認為其叫住宅市場有效率，但較資本市場沒有效率
2. 研究限制：缺少交易資料

■ 城市與鄉村土地市場

1. 早期研究多認為兩個土地市場都是有效率的
2. 農業用地價值與市場基本面有很大的偏差
3. 市場似乎可以預期

四、結論與建議

■ 後續研究建議

技術改進、放寬研究地區(國家、都會區、地方)、不同市場間比較、新的檢驗方式.....

■ 心得

- 1.市場有效是所有分析的假設前提
- 2.資訊提供的重要性