

Ch 11

The Predictability of the REIT Stock Market

REIT股票市場的預測能力

If I Knew How to Beat the Market, Would I Tell You?

如果我知道如何戰勝市場，我會告訴你嗎？

地政碩一 陳相甫

2010.05.24

大綱

- 一. 前言
- 二. REIT 股票市場無效率之可能理由
- 三. REIT 報酬預測能力之證據
- 四. 建立預測能力之交易策略
- 五. 建立股票價格反向操作之交易策略
- 六. REIT 動能之交易策略
- 七. 我們學到了什麼？
- 八. 結論

前言

- 理想的證券價格：應含有一致性、可預測能力之規律，此規律將引導一個可獲利的股市交易策略。
- 交易策略：投資者藉由簡單地公開資訊的使用及自己設計賺錢的交易策略，假如其可以持續穩定地賺取高於平均的利潤，其會變得快速致富地。

前言

- efficient market hypothesis：一種股票市場理論，該理論認為，由於對股市利潤的競爭如此激烈，以致於投資者觀察到的股票價格是對股票『真實』價值的有效估計。
- 藉由使用任何交易策略，沒有高於平均的利潤，可以被持續的賺取。
- 如果你相信REIT市場是有效率的，投資者是比較喜愛『Buy-and-Hold』的策略勝過於積極交易的策略。

前言

- 市場效率是一種程度而不是一般股市一成不變的特徵。
- 假如在市場上獲得關於股票的資訊較少或假如少數獲知資訊的投資者在正常狀況下交易，明顯地，股票投資者可能賺取高於平均的利潤。

前言

- 本文討論重點：
 1. 有任何理由相信REIT 股票市場可能是無效率嗎？
 2. 有理由相信REIT 市場比一般股市較沒效率，而投資者由無效率市場裡獲利可能存在嗎？

REIT 市場無效率之可能理由

- 理由一：
- 財務金融指出小額股票 (small stocks，資本額小於五億美元) 的價格行為是異於其它市場上的股票的。

REIT 市場無效率之可能理由

- 法人投資者對小型資本額股票興趣不大，導致證券分析者就很少去持續追蹤報導。
- 法人投資者也不願去承受並交易這些資訊，股票市場將會發現要決定 REIT 股票的真實價格是很困難的。這都導致投資人相對稀少。

REIT 市場無效率之可能理由

- 理由二：
- REIT 所擁有不動產價值的資訊是很難以取得。
- 透過不動產評價的方法或是由折舊調整而得的價值，都無法完全反應出不動產的真實價值。
- 不動產市場被區隔為區域性小市場，資訊取得更不容易。
- 財務金融分析師不願意去做以上的工作，即使有個人投資者有興趣研究分析REIT，其也不願意資訊分享。

REIT 報酬預測能力之證據

- 假如REIT 市場是有效率的，它的價格應該會跟隨一個合理的隨機規律 (random pattern)，這代表今天股價不會和過去股價或過去經濟變數有重大的相關。

REIT 報酬預測能力之證據

- 肯定說：
- Liu and Mei(1992)說明了權益型REIT的超額利潤比市場上其它股票是更可預測的，建議使用進場時機策略(market-timing strategy)
- Mei and Liu(1994)延伸其論點，包括抵押權型REIT 和權益型REIT 及其它房地產股票，得一樣的結果。
- Liao and Mei(1998)支持這個論點，與不動產有關之證券報酬比其他**小型資本額股票**更有預測能力。

REIT 報酬預測能力之證據

- Cooper Downs and Patterson(2000)與 Nelling and Gyourko(1998)顯示，建立在過去的報酬上，權益型REIT 報酬是可預測的。
- Nelling and Gyourko 發現以市場資本額來看，**大型資本額REIT 股票**其報酬的預測能力基本上是不存在。

REIT 報酬預測能力之證據

- 否定說：
- Li and Wang(1995)發現REIT 的報酬預測能力是不超過其它股票的。
- Karolyi and Sanders(1998) 大部分的預測能力是因為投資者對REIT 股票所需求的風險溢酬，在修正風險溢酬後，預測能力即沒有勝過其它市場上的股票。

建立預測能力之交易策略

- 重要課題：
- 投資者能否藉由報酬的預測能力去呈現一個交易策略以獲取超額利潤。

建立預測能力之交易策略

- Bharati and Gupta(1992) 發現即使考慮高額的交易成本下，在季的投資期間，**積極的交易策略**仍然比消極型的交易策略有較好的績效。
- Mei and Liu(1994) 相對於『Buy-and-Hold』的策略，積極的策略投資在房地產股票，包括權益型及抵押權型REIT，會賺取較高的超額利潤。

建立預測能力之交易策略

- 投資者利用經濟政策的資訊，藉由REIT 股票的交易來賺取不正常的利潤是有可能的嗎？
- Darrat and Glascock(1989,1993) 投資者搜尋關於財政的訊息在房地產市場所造成的影響而產生的**交易成本**，大於投資者所能賺取的收入，因此投資者不太可能運用經濟政策變數去賺取超額利潤。**(否定)**

建立預測能力之交易策略

- Ling Naranjo and Ryngaert (2000)
- 在1980-1996年間，積極的『Buy-and-Sell』策略，沒有比『Buy-and-Hold』策略來的有成效。

建立股票價格反向操作之交易策略

- 反向操作：
- 指買賣股票的投資人在大家都看多的情況下賣出股票，在大家都看跌的情況下買入股票，這種方法如果操作得當是最獲利的方法。

建立股票價格反向操作之交易策略

- Cooper Downs and Patterson(1999) 試驗藉由使用過濾規則及購買輸家的投資組合、短期出售贏家的投資組合，這樣的反向操作的方法來積極交易REIT股票是否可能獲取超額利潤。
- 過濾規則是一個簡單的規則，即告訴投資者當基於過去價格變動買進或賣出股票時機。

建立股票價格反向操作之交易策略

- 作者發現**積極過濾策略**產生比『Buy-and-Hold』投資組合還要高的報酬，即使在考慮合理的交易成本後，他們採取適中到極端的**過濾策略**顯現是有可獲利的報酬。

REIT 之動態之交易策略

- 動能策略：
- 購買過去是贏家的股票並且出售過去輸家的股票。
- 作者發現1990時期前動能策略對REIT的影響是很弱的，然而在1990 之後變的強壯。
- 但報酬的差異可能是因為與REIT評價的不確定性增加而引起的。

我們學到了什麼？

- 1. 假如REIT 股票報酬是可預測的，即使考慮交易成本及風險後，投資者可能可以穩定持續的賺取超額利潤。
- 2. 雖然很清楚REIT 的報酬是稍微的可預測的，但並不清楚它們是否比其它股票要來的更容易預測。
- 3. 沒有證據指出REIT 投資者在扣除交易成本後，基於經濟變數上的交易策略，可以獲取超額利潤。

我們學到了什麼？

- 4. 有限的證據顯示，過去的投資者可以使用**反向操作**策略買進(或賣出) REIT股票以賺取獨特的利潤。然而，並不清楚是否這個策略可以在未來持續的被運用。
- 5. 雖然**動能交易策略**在1990 以前沒有成效，但在1990 之後也有證據顯示，運用動能交易策略也能賺取超額利潤。
- 6. 直覺地，使用交易規則不能產生任何超額報酬。因為其它投資者可能去發現它並且競爭任何利潤。然而，我們不能排除這些交易規則存在於REIT投資者之間的可能性。

結論

- 雖然REIT 市場較一般股票市場不效率，REIT 投資者藉由確實可靠的交易策略，並不一定能賺取超額利潤。
- 雖然建立在歷史資料上的具獲利性的交易策略被證實，REIT 投資者在運用這些規則仍是必須要小心，並沒有保證這些過去起作用的交易規則就可以運用到未來。

討論

- 國際財會、審計公報已規定，不動產價值每年必須重新估算，不得用折舊方式認列，這對REIT價值評估是否有正面影響？

討論

- 台灣的股市與REIT市場何者為有效率，是否與本文(國外)所述相異？

tips：

1. 弱式效率 - 技術分析無效
2. 半強式效率 - 基本分析無效
3. 強式效率 - 內線訊息無效

討論

- 本文傾向『Buy-and-Sell』的積極投資策略較能獲得利潤，在台灣REIT投資人為積極或消極的？ 是否因此種投資策略而有高於平均獲利？

報告終了、
どうも ありがとうございます。