

房貸事件前後美國股市對台灣、日本股市與REITs影響之動態分析

黃明祥、賴文魁

E-mail: 322151@mail.dyu.edu.tw

摘要

本研究主要針對美國與日本、台灣，探討美國股市對於日本、台灣股票及REITs市場的影響，並選取2006年1月1日至2010年5月31日間於台、日兩國掛牌上市的REITs商品(J-REITs、T-REITs)以及同時間內台、日兩國股市之大盤指數作為研究樣本，來探討美國股市與台、日兩國在事件前後股票市場及REITs之交互影響，以便了解這兩項金融商品，也期望有助於提昇投資人對於股票市場及REITs市場的投資績效。本研究主要是利用E-Views6.0軟體，分析美國股市與台、日兩國股票市場及REITs之間的關係。首先對樣本資料進行Chow檢定，將資料分割後，對分割的資料進行分析，最後再使用因果關係檢定和預測誤差變異數分解，分析驗證迴歸模型之結果，最後歸納出美國股市與台灣、日本股票市場及REITs之間的關係。實證結果顯示，在事件發生前後，美國股市確實影響台、日兩國股票市場及REITs市場，而事件本身也確實對美國股市和台、日兩國間的關係造成改變，雖然影響的程度不太相同，但也說明次級房貸事件對於美國股市和台、日兩國股票市場及REITs市場影響相當顯著。

關鍵詞：不動產投資信託、股票市場、Granger 因果關係檢定

目錄

中文摘要	iii	英文摘要	iv
誌謝辭	v	內容目錄	vi
目錄	viii	圖目錄	X
第一章 緒論	1	第一節 研究背景與動機	1
		第二節 研究目的	4
		第三節 研究流程與架構	4
		第二章 文獻探討	7
		第一節 次級房貸的緣由與相關文獻	7
		第二節 不動產證券化(REITs)之沿革	10
		第三節 台灣、日本REITs之沿革	13
		第四節 國際股市連動之相關文獻探討	19
		第五節 股市與REITs關聯性之相關文獻探討	24
		第三章 研究方法	28
		第一節 研究對象與樣本的選取	28
		第二節 Chow 檢定	29
		第三節 單根檢定	30
		第四節 共整合檢定	31
		第五節 向量自我回歸模型	32
		第六節 Granger 因果關係檢定	33
		第七節 衝擊反應分析與預測誤差變異數分解	34
		第八節 實證模型	35
		第四章 實證結果分析	37
		第一節 Chow 檢定	37
		第二節 單根檢定	38
		第三節 VAR 檢定	39
		第四節 共整合檢定	41
		第五節 因果關係檢定	43
		第六節 衝擊反應分析	47
		第七節 預測變異數分解	50
		第五章 結論與建議	56
		第一節 研究結論	56
		第二節 研究建議	59
		參考文獻	60
		附錄 A 次級房貸事件時序	66
		附錄 B 衝擊反應分析圖	75

參考文獻

王肇蘭(1993)，不動產證券化觀念介紹及制度建立，財稅研究，25(5)，151-178。何國誠(2004)，金融風暴前後亞洲四小龍與美、日間股匯市之整合性及相互關聯性，國立中興大學財務金融研究所未出版之碩士論文。吳其定(2007)，滬、港、台、美四地股市指數與區域經濟成長關聯性及共整合之研究——以中、港CEPA實施前後為例，國立中央大學財務金融學系碩士班未出版之碩士論文。吳晶瑩(2007)，次級房貸危機對美國銀行股票報酬率之影響——結構斷裂GARCH Model之應用，世新大學財務金融研究所未出版之碩士論文。林慎福(2005)，台中市地價與股價關聯性之研究，朝陽科技大學營建系碩士班未出版之碩士論文。林煜宗，廖咸興，李阿乙，陳仁遠(1995)，台灣土地銀行導入不動產證券化業務之研究，台灣土地金融季刊，32(4)，11-15。邱建良，劉聰衡，紀嘉政(2000)，台灣股市與國際股市共移性之研究，商管科技季刊，1(3)，263-285。施志明(2007)，次級房貸事件對美、德、中、英四國股市及總體經濟變數的影響，國立成功大學經濟管理碩士學位學程未出版之碩士論文。夏有德(2003)，不動產證券化對不動產投資行為之影響——一個法律經濟學應用案例的初步分析，國立台灣大學建築與城鄉研究所未出版之碩士論文。徐資揚(2008)，亞洲四小龍REITs與股票報酬及其風險因子之動態分

析，大葉大學國際企業管理研究所未出版之碩士論文。徐清俊、吳明恒(2004)，股票市場動態關係之研究－以美、日、台為例，*玄奘管理學報*，1(2)，1-24。郭鍾元(2007)，亞洲各國不動產投資信託基金(REITs)之投資績效與風險性評估之研究－以新加坡、香港、台灣之REITs為例，大葉大學國際企業管理研究所未出版之碩士論文。陳佩嫻(2006)，新加坡不動產投資信託投資績效評估與風險之研究－以S-REIT為例，大葉大學國際企業管理研究所未出版之碩士論文。陳世恭(2007)，美國股票市場及房地產價格對不動產投資信託(REITs)影響之研究，靜宜大學財務金融研究所未出版之碩士論文。陳美菊(2008)，次級房貸風暴對全球經濟之影響，*經濟研究*，8，249-271。張孟惠(2008)，美國次級房貸危機對共同基金報酬率之影響，朝陽科技大學財務金融系未出版之碩士論文。張世傑(2006)，亞太地區股票市場不對稱現象之探討，雲林科技大學財務金融系碩士班未出版之碩士論文。張簡士煌(2005)，台灣股市與國際股市關聯性之研究，朝陽科技大學企業管理系碩士班未出版之碩士論文。張金鵬，白金安(1994)，不動產證券化，永然房地投資法律實務全集系列之十八，台北:永然文化出版股份有限公司。張金鵬，王建安，洪式韻(2007)，直接投資實體不動產之組合分析:來自不良資產之實證，*管理學報*，24(3)，331-353。黃筱雯(2008)，東亞各國股市與美日德三國股市相關係數之非線性研究，國立中山大學經濟學研究所未出版之碩士論文。葉裕正(2007)，台灣股票價格與不動產價格互動關係之研究，逢甲大學經濟研究所未出版之碩士論文。游忠育(2008)，影響台灣不動產投資信託報酬變數之探究，朝陽科技大學財務金融碩士班未出版之碩士論文。楊奕農(2005)，時間序列分析經濟與財務上之應用，台北:雙葉書廊有限公司。鄭昕儀(2004)，價格傳遞與過度反應:台美股票與期貨市場實證分析，朝陽科技大學財務金融系研究所未出版之碩士論文。鄭傑榮(2008)，亞洲各國與美國不動產投資信託績效與連動性研究，國立中山大學財務管理學系研究所未出版之碩士論文。魏于鈞(2007)，日本不動產投資信託與台灣不動產投資信託之績效評估與風險之研究 以J-REIT與REITs為例，大葉大學國際企業管理研究所未出版之碩士論文。

二、英文部份 Cheng, H., & Glascock, J. L. (2006). Stock market linkage before and after the Asian financial crisis: Evidence from three greater China economic area stock markets and the US. *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, 9(2), 297-315. Clayton, J., & McKinnon, G. (2000). Measuring and explaining changes in REIT liquidity: Moving beyond the Bid-Ask spread. *Real Estate Economics*, 28(1), 89-115. Chen, J., & Peiser, R. (1999). The risk and return characteristics of REITs—1993 – 1997. *Real Estate Finance*, 16(1), 61-68. Chiang, Y. H., So, C. K., Joinkey, & Tang, B. S. (2007). Time-varying performance of four Asia-Pacific REITs. *Journal of Property Investment & Finance*, 26(3), 210-231. Ghosh, A., Saidi, R., & Johnson, K. H. (1999). Who moves the Asia-Pacific stock markets – US or Japan? Empirical evidence based on the theory of cointegration. *The Financial Review*, 34(1), 159-170. Irina, B. A., Javier, H., & Subir, L. (2009). Correlations in emerging market bonds: The role of local and global factors. *Emerging Markets Review*, 10(2), 67-69. Larson, S. J. (2005). Real estate investment trusts and stock price reversals. *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 30(1), 81-88. Lin, Y. A., M. S. Pan., & H. G.. Fung. (1996). International transmission of stock prices movement: Evident from the U.S. and six Asian stock pacific basin markets. *Journal of Multinational Management*, 6(2/3), 81-94. Roca, E. D., & Brimble, M. (2005). Long-term and short-term equity market price interactions between Australia and the Chinese states. *Australian Economic Papers*, 44(3), 221-230. Oppenheimer, P., & Grissom, T. V. (1998). Frequency Space Correlation Between REITs and Capital Market Indices. *Journal of Real Estate Research*, 16(3), 291-310. Ozun, A. (2007). Are the reactions of emerging equity markets to the volatility in advanced markets similar? Comparative evidence from Brazil and Turkey. *International Research Journal of Finance and Economics*, 9, 220-230. Okunev, J., Wilson, P., & Zurbruegg, R. (2000). The Causal Relationship Between Real Estate and Stock Markets. *Journal of Real Estate Finance & Economics*, 21(3), 251-262. Pynnonen, S., & Knif, J. (1998). Common long-term and short-term price memory in two scandinavian stock markets. *Applied Financial Economics*, 8(3), 257-265. Yunus, N., & Peggy, E. S. (2006). Modeling linkages between US and Asian securitized property markets. *Journal of Property Research*, 24(2), 95-122.