

# 歐債風暴前後台、港股市、不動產證券化資產與債券之關聯探討

李奇?、陳美玲

E-mail: 386781@mail.dyu.edu.tw

## 摘要

本研究主要探討以台、港股市、不動產證券化資產與債券之關聯性。以單根檢定、共整合檢定、向量誤差修正模型、向量自我迴歸模型對樣本資料做檢測與分析。研究期間為2007年5月1日至2013年4月31日的日資料，以2010年5月1日為歐債風暴前後分界點。實證結果如下：台、港REITs與股市、REITs與債券、股市與債券之長期均衡關係，僅在風暴前存在；風暴後則無長期均衡關係。短期關聯方面，台灣10年期公債利率與股價指數前一期、REITs價格指數前一期之關聯於風暴前後呈現正負反轉(台灣10年期公債利率與REITs價格指數前一期之關聯於風暴前為正相關，台灣10年期公債利率與股價指數前一期之關聯於風暴前為負相關)，此點值得投資人特別留意。香港REITs價格指數前一期與股價指數、REITs價格指數呈現負向關聯，並發現10年期公債利率與自身價格前一期，也同樣呈現負向關聯，此關聯於風暴前後均無改變。歐債風暴後台、港三市場之因果關聯性於風暴後，則完全無關聯。

關鍵詞：歐債風暴、股市、不動產證券化資產、債券、單根檢定、共整合檢定、向量誤差修正模型、向量自我迴歸模型

## 目錄

目錄	中文摘要	i	
	英文摘要	ii	
	致謝辭	iii	
	目錄	iv	
	表目錄	vi	
	圖目錄	vii	
第一章	緒論	1	
第一節	研究背景與動機	1	
第二節	研究目的	8	
第三節	研究限制與建議	8	
第四節	論文架構與研究流程	9	
第二章	文獻探討	11	
第一節	REITs與股市相關文獻	11	
第二節	REITs與債券相關文獻	13	
第三節	股市與債券相關文獻	14	
第三章	研究方法	16	
第一節	研究資料處理	16	
第二節	單根檢定	17	
第三節	共整合檢定	19	
第四節	向量誤差修正模型	21	
第五節	向量自我迴歸模型	23	
第四章	實證結果分析	25	
第一節	單根檢定結果	25	
第二節	共整合檢定結果	27	
第三節	向量誤差修正模型結果	29	
第四節	向量自我迴歸模型結果	35	
第五章	結論與建議	38	
第一節	結論	38	
第二節	建議	39	
	參考文獻	40	
	表目錄	表1-1 主要亞洲國家股市跌市	3
		表1-2 台灣上市、上櫃REITs	4
		表1-3 香港上市、上櫃REITs	5
		表3-1 資料來源彙整表	16
		表4-1 歐債風暴前後台、港單根檢定結果	26
		表4-2 最適落後期數選取	26
		表4-3 歐債風暴前後台灣共整合檢定結果	28
		表4-4 歐債風暴前後香港共整合檢定結果	28
		表4-5 歐債風暴前台灣向量誤差修正模型檢定結果	29
		表4-6 歐債風暴後台灣向量誤差修正模型檢定結果	30
		表4-7 歐債風暴前後台灣向量誤差修正模型結果整理表	31
		表4-8 歐債風暴前香港向量誤差修正模型檢定結果	32
		表4-9 歐債風暴後香港向量誤差修正模型檢定結果	33
		表4-10 歐債風暴前後香港向量誤差修正模型結果整理表	34
		表4-11 歐債風暴前台灣VAR模型檢定結果	35
		表4-12 歐債風暴後台灣VAR模型檢定結果	36
		表4-13 歐債風暴前香港VAR模型檢定結果	36
		表4-14 歐債風暴後香港VAR模型檢定結果	37
	圖目錄	圖1-1 研究架構	10

## 參考文獻

一、中文部分 王豐賢(2006)，REITs與股票報酬行為因果關係及通貨膨脹避險效果之探討，中正大學國際經濟學系研究所碩士論文。伍巧涵(2011)，台灣股市、不動產指數與REITs之運動關係-以共整合與事件研究法為例，東吳大學經濟學系研究所碩士論文。宋嘉凌(2007)，台灣股市與主要國際股市之相關性研究，臺灣大學國際企業學系研究所碩士論文。何國誠(2003)，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，中興大學財務金融經濟學系研究所碩士論文。段光齡(2000)，美國、日本與亞洲四小龍之股市相關分析，台北大學經濟學系研究所碩士論文。姜璿，賴冠好(2012)，不動產投資信託基金市場之研究—以香港、新加坡及美國之不動產投資信託基金為例，中華民國信託業商業同業公會委託研究。高玉橋，侯建森(2007)，「房地產投資全球化的挑戰及中國的對策」，現代商業，2007卷8B期。陳怡靜(2001)，台灣地區總體經濟因素與股票和債券報酬關係之實證研究，中山大學財務管理學系研究所碩士論文。陳聖明(2003)，台灣、日本與香港股市間互動、波動不對稱性及外溢效果之研究-三元不對稱VECM-GARCH-M之應用，國立臺北大學合作經濟學系研究所碩士論文。陳品中(2010)，次貸風暴前後台、美、日不動產證券化資產、股票與債券之關聯探討，大葉大學國際企業管理學系碩士論文。陳?琪(2010)，次級房貸前後美國那斯達克指數對台股電子類指數的共移關係探討，銘傳大學經濟學系研究所碩士論文。陳怡慈、蘇秀慧(2011)，經濟日報關鍵報告 / 彭總裁:歐債對台股衝擊大。盛曉青(1999)，東南亞金融風暴期間亞洲各國股市之共整合關係與變異數分解之研究，東吳大學企業管理學系研究所碩士論文。許萬宗(2009)，台灣債券市場與各金融市場之相關性分析，中央大學產業經濟學系研究所碩士在職專班碩士論文。許淑芬(2012)，台灣不動產投資信託(REITs)報酬率影響因素之探討，中央大學企業管理學系研究所碩士論文。許靈容(2012)，不動產投資信託、大型股、小型股與債券相關性之研究-以日本為例，雲林科技大學財務金融學系研究所碩士論文。鉅亨網cnYES。曾昱琪(2007)，股市、債券與不動產信託投資之關聯-以台灣市場為例，中原大學會計學系研究所碩士論文。黃弘毅(2007)，股票、外匯、債券、不動產和能源市場間的聯結，中興大學財務金融學系研究所碩士論文。黃方

瑛(2007), REITs報酬與總體經濟變數之關聯性分析, 中原大學會計學系研究所碩士論文。黃弘毅(2007), 股票、外匯、債券、不動產和能源市場間的聯結, 中興大學財務經濟學系研究所碩士論文。黃得豐(2010), 追蹤希臘債信危機之原委、發展、及影響, 財團法人國家政策研究基金會。黃銘儀(2011), 多國不動產投資信託風險之研究-以日本、新加坡、台灣、香港為例, 義守大學財務金融學系研究所碩士論文。葉文銘(2007), REITs價格與股票價格關係之探討-以台灣為例, 中興大學財務經濟學系研究所碩士論文。楊衍燮(2003), 我國不動產證券化之研究, 國立中山大學財務管理學系研究所碩士論文。楊振豪(2009), 美日REITs影響因素之探討 - 以多變量GJR GARCH模型為例, 大葉大學國際企業管理學系碩士論文。鍾志明(2011), 2010 歐盟發展的回顧與展望—政治篇, 台歐論壇專文。

二、英文部分 Assaf, A. (2006). Canadian REITs and stock prices: Fractional cointegration and long memory. *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, 9(3), 441-462. Allen, M. T., Madura, J., & Springer, T. M. (2000). REIT characteristics and the sensitivity of REIT returns. *Journal Real Estate Finance and Economics*, 21, 141-152. Bowe, M. (2009). Discussion of an international analysis of earnings, stock prices and bond yields. *Journal of Business Finance & Accounting*, 34, (3), 642-649. Bredin, D., O'Reilly, G., & Stevenson, S. (2007). Monetary shocks and REIT returns. *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 35(3), 315-331. Cakici, N., Kellman, M., & Kraizberg, E. (2002). Matched-long term maturity stock and bond returns in the international markets. *American Economist*, 46, 45-53. Corgel, J. B., McIntosh, W., & Ott, S. H. (1995). Real estate investment trusts: A review of financial economics literature. *Journal of Real Estate Literature*, 3, 13-43. Chatrath, A. and Y. Liang, (1998). REITs and Inflation: A Long-Run Perspective, *Journal of Real Estate Research*, 16(3), 311-25. Glascock, J. L., Lu, C., & So, R. W. (2000). Further evidence on the integration of REIT, bond, and stock returns. *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 20(2), 177-194. Goldstein and Nellling. (1999). REIT Return Behavior in Advancing and Declining Markets. *Real Estate Finance*, 1999, 15, 68 – 77. Goyenko, R. Y., & Ukhov, A. D. (2007). Stock and bond market liquidity: A long-run empirical analysis. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 44(1), 189-212. Granger, C. W. J. (1969), Investigating Causal relations by Econometric Models and Cross-Spectral Methods, *Econometrica*, 37(3), 424-438. Granger, C. W. J. (1988), Some Recent Developments in a Concept of Causality, *Journal of Econometrics*, 39(2), 199-211. Johansen, S. (1988), Statistical Analysis of Co-integration Vectors, *Journal of Economic Dynamics and Control*, 12, 231-254. Larson, S. J. (2005). Real estate investment trusts and stock price reversals. *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 30(1), 81-88. Liang, Y. and W. McIntosh. (1998). REIT Style and Performance, *Journal of Real Estate Portfolio Management*, 4(1), 69-78. Liow, K.H. and H. Yang. (2005). Long-Term Co-Memories and Short-Run Adjustment: Securitized Real Estate and Stock Markets. *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 31(3), 283-300. Lowy, J. M. (1999). Real Estate Investment Trusts. *Tax Management Real Estate Journal* 15: 115-158. Wilson, P. and Okunev, J. (1999). Long-Term dependencies and long run Non-Periodic Co-Cycles: Real estate and stock markets. *Journal of Real Estate Research*, 18(2), 257-278. Sims, C. A. (1980). Macroeconomics and reality. *Econometrica*, 48(1), 11-48.