

證券化不動產資產、股市與總體經濟變數之關係探討：以臺灣、美國與日本為例

丁郁潔、陳美玲

E-mail: 9706881@mail.dyu.edu.tw

摘要

本研究證實單一國家證券化不動產資產(REITs)與股市間存在相關性，投資人投資單一國家REITs時可參考該國股市表現；而投資台灣REITs時，主要應考量台灣股市表現，至於美國與日本股市對台灣REITs影響則有限。本研究發現台灣、美國與日本REITs表現會受到彼此影響，而日本REITs會受到美國REITs前一期之顯著正向影響，表示當美國REITs上漲時，下一期日本REITs將可能上漲。我們還發現投資日本REITs時可參考美國REITs表現，而投資台灣REITs時除了可參考日本REITs表現外，亦可納入美國REITs為次要考量，此乃本研究之主要貢獻。最後，投資人投資REITs時應將利率及匯率表現一併納入考量。REITs為目前熱門投資商品，由於目前暫無探討REITs跨國效應之文獻，因此本研究探討REITs與股市及總體經濟變數之關係，以利投資人作更精準之投資決策。

關鍵詞：證券化不動產資產;股市;利率;匯率

目錄

中文摘要	iii	英文摘要	iii
iv 誌謝辭	v	內容目錄	v
vi 表目錄	viii	圖目錄	viii
ix 第一章 緒論	1	第一節 研究背景與動機	1
1 第二節 研究目的	5	第三節 研究範圍與限制	5
5 第四節 研究架構與流程	5	第二章 文獻回顧	5
8 第一節 單一國家證券化不動產資產與股市關係	8	第二節 股市跨國效應	8
11 第三節 多國證券化不動產資產與股市關係	15	第四節 證券化不動產資產與利率關係	17
17 第五節 證券化不動產資產與匯率關係	21	第三章 研究方法	23
23 第一節 研究資料	23	第二節 台灣REITs指數	23
24 第三節 單根檢定	25	第四節 因果檢定	27
27 第五節 共整合	28	第六節 向量誤差修正模型	30
30 第四章 實證結果	32	第一節 敘述統計	32
32 第二節 單根檢定結果	35	第三節 因果檢定結果	37
37 第四節 共整合檢定結果	38	第五節 向量誤差修正模型檢定結果	44
44 第五章 結論與建議	46	第一節 結論	46
46 第二節 建議	47	參考文獻	48
48 附錄	48		53

參考文獻

- 一、中文部份 方文碩、楊永列與葉志權(2002)，股票市場價格發現過程實證探討，台灣銀行季刊，53(2)，234-261。王毓敏，廖四郎，徐守德(2000)，亞洲股市間的關係 - 動態過程的檢定，亞太管理評論，5(1)，15-27。邱建良，邱哲修，黃紀風(2000)，國際股票市場共整合與動態關連性之實證研究，企銀季刊，23(4)，155-177。邱建良、黃健銘、吳佩珊(2007)，不動產投資與股匯市、利率敏感性動態分析-以日本為例，金融風險管理季刊，3(1)，1-22。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。游千慧、姜堯民(2003)日本經驗對台灣發展不動產證券化市場的啟示，住宅學報，12(1)，57-68。楊踐為(1999)，A Study of Stock Indices Co-Movement - The Case of U.S., Japan, Hong Kong and Taiwan，亞太管理評論，(4)2，97-107。楊踐為、賴怡洵(1998)美日香港與台灣四地股價指數連動關係之研究，台灣土地金融季刊，35(2)，1-15。楊踐為、賴怡洵(2000)，美、日、港、台股價資訊傳遞多元GARCH模式之研究，證券櫃檯月刊，52，1-19。黎明淵、林修葺、郭憲章、楊聲勇(2003)，美、日股市巨幅波動下的股市連動效果--美國、日本與亞洲四小龍股市實證結果，證券市場發展季刊，15(1)，117-144。二、英文部份 Agmon, T. (1972). The Relationship among Equity Markets: A Study of Share Price Comovements in the United Kingdom, Germany and Japan. Journal of Finance, 27(4), 839-855. Cheong, C. S. (2007). The Performance and Long-run Driving Forces of Securitised Property. Flinders University Flinders Business

School Research Paper Series, 07-03. Clayton, J. & Mackinnon, G. (2003). The Relative Importance of Stock, Bond and Real Estate Factors in Explaining REIT Re-turns. *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 27(1), 39-60. Corgel, J., Mcintosh, B. W. & Ott, S. H. (1995). Real Estate Investment Trusts: A Review of the Financial Economics Literature. *Journal of Real Estate Literature*, 3, 13-43. Cotter, J. & Stevenson, S. (2007). Uncovering Volatility Dynamics in Daily REIT Returns. *Journal of Real Estate Portfolio Management*, 13(2), 119-128. Ewing, B. T., & Payne, J. E. (2005). The Response of Real Estate Investment Trust Returns to Macroeconomic Shocks. *Journal of Business Research*, 58(3), 293-300. Ghosh, A., Saidi, R., & Johnson, K. H. (1999). Who Moves The Asia-Pacific Stock Markets U.S. or Japan? Empirical evidence based on the theory of cointegration, *The Financial Review*, 34, 159-170. Glascock, J., Lu, C., & So, R. (2000). Further Evidence on the Integration of REIT, Bond and Stock Returns. *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 20(2), 177-194. Glascock, J., Lu, C., & So, R. (2002). REIT Returns and Inflation: Perverse or Reverse Causality Effects. *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 24(3), 301 – 317. Grubel, H. G. (1968). International Diversified Portfolios: Welfare Gains and Capital Flows. *American Economic Review*, 58(5), 1299-1314. Gyourko, J. & Keim, D. B. (1993). Risk and Return in Real Estate: Evidence from Real Estate Stock Index. *Financial Analysts Journal*, 49(5), 39-46. He, L. T., Webb, J., & Myer, N. (2003). Interest Rate Sensitivities of REIT Returns. *International Real Estate Review*, 6(1), 1-21. Huang, B.N., Yang, C. W. & John, W. H. (2000). Causality and Cointegration of Stock Market among the United States, Japan, and the south China Growth Triangle. *International Review of Financial Analysis*, 9(3), 281-297. Karolyi, G. A. & Sanders, A. B. (1998). The Variation of Economic Risk Premiums in Real Estate Returns. *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 17(3), 245-262. Larson, S. J. (2005). Real Estate Investment Trusts and Stock Price Reversals. *The Journal of Estate Finance and Economics*, 30(1), 81-88. Li, Y. & Wang, K. (1995). The Predictability of REIT Returns and Market Segmentation. *The Journal of Estate Research*, 10(4), 471-482. Liow, K. H. & Yang, H. (2005). Long-Term Co-Memories and Short-Run Adjustment: Securitized Real Estate and Stock Markets. *The Journal of Estate Finance and Economics*, 31(3), 283-300. Liow, K. H. (2006). Dynamic Relationship between Stock and Property Markets. *Applied Financial Economics*, 16(5), 371-376. Liu, Y. A., Pan, M. S. & Shieh, J. C. P. (1998). International Transmission of Stock Price Movements: Evidence from the U.S. and Five Asian-Pacific Markets. *Journal of Economics and Finance*, 22(1), 59-69. Lizieri, C. & Satchell, S. (1997). Interactions between Property and Equity Markets: An Investigation of Linkages in the United Kingdom. *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 15(1), 11-26. Lizieri, C., McAllister, P. & Ward, C. (2003). Continental Shift ? An Analysis of Convergence Trends in European Real Estate Equities. *Journal of Real Estate Research*, 25(1), 1-21. Marcus, T. A., Madura, J. & Springer, T. M. (2000). REIT Characteristics and the Sensitivity of REIT Returns. *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 21(2), 141-152. Markowitz, H. M. (1952). Portfolio Selection. *Journal of Finance*, 7(1), 77-91. McCue, T. E., J. L. & Kling (1994). Real Estate Returns and the Macro economy: Some Empirical Evidence from Real Estate Investment Trust Data, 1972-1991. *Journal of Real Estate Research*, 9(3), 277-287. Okunev, J., & Wilson, P. J. (1997). Using Nonlinear Tests to Examine Integration between Real Estate and Stock Markets. *Real Estate Economics*, 25(3), 487-503. Oppenheimer, P. & Grissom, T. V. (1998). Frequency Space Correlation Between REITs and Capital Market Indices. *Journal of Real Estate Research*, 16(3), 291-310. Sagalyn, L. B. (1990). Real Estate Risk and the Business Cycle: Evidence from security Markets. *Journal of Real Estate Research*, (5)2, 203-219. Swanson, Z., Theis, J., & Casey, K. M. (2002). REIT Risk Premium Sensitivity and Interest Rates. *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 24(3), 319 – 330. Wang, K., Erickson, J. & Chan, S. H. (1995). Does the REIT Stock Market Resemble the General Stock Market? *The Journal of Estate Research*, 10(4), 445-460. Westerheide, P. (2006). Cointegration of Real Estate Stocks and REITs with Common Stocks, Bonds and Consumer Price Inflation :An International Comparison. Centre for European Economic Research. Wilson, P. J. & 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.