

央行在健全房市方案中扮演的角色*

楊金龍**

陳理事長、各位學界的前輩與先進、各位貴賓及媒體朋友：

大家早安！很榮幸獲邀參加中華民國住宅學會年會暨30周年慶祝大會。近30年來貴學會因應國內住宅問題(如房市過熱、房價負擔過高、房地產稅制改革、社會住宅…等)，發表許多傑出論文，並結合產官學界提出住宅政策建言，供政府制定政策參考，對健全國內房地產市場發展頗具貢獻。今天個人將以「央行在健全房市方案中扮演的角色」為題，提供一些淺見，就教於各位。

本次會議主題「新冠肺炎疫情與房市發展」，切中時局。2020年初起，新冠肺炎疫情(以下簡稱疫情)蔓延全球，主要經濟體採行空前強力政策因應；但受寬鬆貨幣與擴張性財政政策的外溢效應影響，全球房價普遍上揚。

因應房市風險，近十餘年來，本行前後採取兩次不動產貸款選擇性信用管制(以下簡稱選擇性信用管制)措施。由於本行肩負經濟穩定與金融穩定多重政策目標，需以多元政策工具因應。本行主要以選擇性信用管

制措施因應房市風險，至於利率則用以穩定總體經濟。健全房地產市場所涉層面廣泛，並涉及國內結構性問題，因而有賴相關部會與地方政府通力合作，落實執行「健全房地產市場方案」相關措施與制度改革。

接下來，我將以四個面向，分別說明本行採取相關政策的思維與作法。希望藉由這次演講機會，能增進社會大眾理解本行制定政策的考量及目的。

一、各國以空前寬鬆政策因應疫情，全球資產價格揚升；國際間均運用多元政策工具，因應高房價問題

(一) 為減緩疫情衝擊，主要經濟體採行空前寬鬆政策

2020年疫情，各國實施限制人員、物品自由移動的大封鎖(Great Lockdown)措施，供應鏈因而中斷，也使需求驟減，肇致2020年全球經濟成長率驟降至-3.4%，為1930年代大蕭條(Great Depression)以來，最嚴重的全球經濟衰退。台灣則因疫情控制得宜，經

* 應中華民國住宅學會邀請，於2022年1月15日該會年會暨30周年慶所作專題演講。

** 中央銀行總裁。

濟成長率達3.4%(附圖1)。

由於疫情所致的經濟下滑急遽且廣泛，各國央行與政府均迅捷地祭出更強力的因應措施。主要央行迅速大幅降息、擴大資產購買計畫(或稱量化寬鬆(Quantitative Easing, QE)措施)及加快購買速度，並推出範圍更廣的信貸融通機制^{註1}；貨幣寬鬆的規模、速度、範圍，遠甚於全球金融危機時期，致主要央行資產規模擴增速度遠超2008~2009年全球金融危機時期(附圖2)。由於疫情期間，台灣經濟金融持穩，相較於主要經濟體，本行降息幅度小，僅1碼(附圖3)；且未採行QE措施。

同時，2020年以來，主要經濟體推出空前的擴張性財政激勵措施，以緩解疫情衝擊與支持景氣復甦，並援助受創甚深的家計部門與中小企業^{註2}，致G20國家財政支持規模對GDP比率均高於全球金融危機時期(附圖4)。相較主要經濟體，台灣因應疫情的財政激勵措施規模對GDP比率相對較低(附圖5)，且台灣因經濟佳，稅收超出預期，尚能進一步償還政府債務。

(二) 主要經濟體採行超寬鬆貨幣與財政激勵措施，協助經濟明顯復甦；但充沛流動性的外溢效應，也帶動全球資產價格攀升

隨主要經濟體經濟活動陸續解封，並在貨幣寬鬆及財政激勵措施支持下，上(2021)年全球經濟強勁復甦。但因全球流動

性充沛，疫情期間金融市場回穩及股價攀升速度，皆較全球金融危機時期更快且漲幅更大。例如，美國那斯達克指數大漲逾100%，帶動國際股市走高。台股方面，則受惠於宅經濟、遠距商機需求，造就全球半導體市場榮景，激勵以科技產業為主的台股走高，且漲幅多高於主要經濟體(附圖6)。

此外，近年全球普遍面臨高房價問題。2008年全球金融危機後，隨各國經濟復甦及人口朝都會集中，多國房價走高(附圖7)，並以大都市房價漲幅較大。2020年疫情以來，在全球流動性充裕及購屋投資需求增加，加以住宅金融化(financialization of housing)^{註3}下，多國房價持續上揚，並帶動房租高漲，台灣也然。隨房價揚升，多國房價(房租)漲幅高於家庭所得成長，致民眾購、租屋的居住成本負擔升高，並以低收入家庭負擔壓力最大。就OECD各會員國房價所得比指數(以各國長期平均為基期)觀察，以紐西蘭最高，顯示該國房價負擔遠高於其長期平均，問題最為嚴重(附圖8)。

由於住宅為家庭重要資產，且不動產貸款為金融機構重要業務，當房價上漲時，民眾申貸購屋與金融機構授信意願均較高；但若房市景氣下修，甚或房價崩跌時，則相關貸款違約機率高，容易危及金融穩定，甚至導致經濟衰退^{註4}；2008年全球金融危機，係由美國次貸危機(subprime crisis)引爆並擴大，足為殷鑑。當前許多經濟體出現房價持

續高漲，並伴隨家庭債務激增現象，加劇金融不穩定的擔憂。

(三) 影響房價上漲成因眾多，且不動產相關制度或政策涉及政府各部門職掌

影響房價因素眾多，主要受房市供需因素，以及區域發展與制度面(例如，不動產相關稅制、土地使用規定、社會住宅興建、住宅租賃市場)等因素影響；其中，各國不動產相關政策及制度，往往涉及中央主管機關與地方政府職掌。

而利率只是為影響房價因素之一，尚須透過銀行信用管道、財富效果等影響房市供需。另不動產相關貸款也與貸款規範鬆緊，以及銀行辦理授信態度有關，而全球金融危機後，各國推動金融管制改革，已強化金融監理措施^{註5}。

此外，英國《金融時報》及英格蘭銀行(Bank of England, BOE)的研究^{註6}均指出，疫情期間，人們居家辦公時渴望擁有更多空間，也是助長房價因素之一。另日本經濟研究中心(Japan Center for Economic Research, JCER)首席經濟預測學家Inaba^{註7}指出，全球大幅寬鬆之外溢效應(spillover effect)，導致跨境資本流入新興市場經濟體，且其影響力於2020年疫情大流行時更為巨大；跨境資本可能流入房市，也是影響房價因素之一。

(四) 高房價問題所涉成因複雜，須由相關政府部門共同因應

近十餘年來，多數經濟體面臨房價走高及家庭債務餘額增加，反映信用擴張及資產價格膨脹之金融循環(financial cycle)走升^{註8}，潛藏金融系統風險(systemic risk)上揚的問題，並可能衍生資源錯置(resource mismatch)、貧富差距擴大、世代不公、民怨高升等現象，所涉層面既廣泛且成因複雜。

為防範借款人過度擴張信用，以促進金融穩定，近十年來，國際間採行針對不動產部門選擇性信用管制措施之經濟體漸增，且政策工具益趨多元。然而，因單一政策工具各有其侷限，近年國際間為穩定房市，皆採多管齊下策略，除運用租稅與金融措施限制購屋需求，並廣建民眾可負擔之住宅，以及完善不動產相關制度(含土地政策、不動產稅制等)^{註9}，方能有效解決民眾居住成本負擔問題。

目前國內外有關穩定房市措施成效的實證文獻^{註10}多顯示，同時採行租稅與實施銀行貸款成數限制措施，可抑制房市需求，平穩房價效果較大；但若住宅供給不足，則平穩房價效果勢必受限^{註11}。

二、近年國內房價上漲主要係由強勁投資、預期心理、投機炒作及成本推升等因素帶動

2020年下半年來，國內房價高漲，主要係因全球流動性充沛，民間投資強勁，伴隨房價上漲預期心理，以及不當銷售手法、

投機炒作，帶動購屋需求上升，導致房價上漲；加上地價與營建成本上揚，進一步推升房價走高(附圖9)。

(一) 需求面：全球流動性充沛，以及國內強勁民間投資、預期心理及投機炒作，帶動購屋需求增加

面對來自主要經濟體超寬鬆貨幣政策所帶來的跨境資本移動，身為小型開放經濟體的台灣，無法隔絕這些外溢效應；加以2018年起，台灣經濟受惠三大紅利：(1)美中貿易摩擦，帶動台商回台投資；(2)半導體業技術優勢與資安風險低，吸引國外大廠擴大在台投資；(3)台灣防疫得宜及遠距商機帶動出口暢旺，廠商擴產。據主計總處預測，去年投資率將創21年來新高，經濟成長率將逾6.0%，近11年新高(附圖10)；台股大漲，家庭財富增長，均提高民眾購屋能力，推升房市交易。

另因廠商南北平衡布局及政府促進區域均衡發展，也帶動廠區與重大公共建設周邊購屋需求及房價上漲預期心理，助長炒作。例如，台積電採北、中、南平衡布局，於竹科、中科及南科擴大先進製程投資，帶動產業鏈南移。加以政府推動投資台灣政策，至本(2022)年1月7日止，三大投資方案吸引1,152家廠商擴大投資，其中台商回台以位於中部較多。政府為促進區域均衡發展與滿足企業用地需求，積極於中南部推動重大建設(例如，近年政府核定高雄橋頭科學園區、

屏東科技產業園區擴區，近期宣布將設嘉義、屏東科學園區等)，加上台積電宣布將於高雄設廠等議題，均帶動區域房價上漲預期心理，助長投機炒作。

(二) 供給面：地價走高，建材與工資等營建成本上揚，推升新屋價格

2018年以來，隨廠商擴建廠房及不動產業積極購地，帶動全國工業、商業、住宅區地價走高(附圖11)；復因疫情影響，致建材價格與工資上揚(附圖12)，營建成本走高，推升新屋價格。

(三) 在經濟基本面支撐、預期心理及哄抬炒作下，近年房市市況以中南部較熱絡

上年六都建物買賣移轉登記棟數合計26.8萬棟，年增7.0%，以台南市與高雄市增幅均逾10%最大；除雙北市外，其他四都移轉棟數均高於長期平均(附圖13)。房價方面，上年第3季無論成屋價格指數(內政部住宅價格指數)或新屋價格指數(國泰可能成交價格指數)^{註12}，也均以台南市、台中市、高雄市與新竹縣之累計漲幅較大(附圖14)，即因廠商擴大南科、中科與竹科投資，帶動周邊購屋需求、預期心理與投機炒作。

三、本次本行選擇性信用管制較前次範圍廣、項目多、頻率高、力道強

(一) 隨房市升溫，部分地區有炒作現

象，政府推出跨部會措施共同因應

鑒於房價與民眾生活負擔密切相關，儘管當前房價上漲有強勁投資基本面支撐，但2020年下半年來，部分地區也出現炒作現象。有鑑於此，政府於2020年12月3日推出「健全房地產市場方案」，透過短、中、長期措施，各部會由需求面、供給面、制度面來共同合作(2010年政府推出之「健全房屋市場方案」也由跨部會共同合作)。其中，與本行相關的分工項目為「信用資源有效配置及合理運用」，防止過多資金流向房市(附圖15)。

(二) 本次本行緊縮選擇性信用管制措施，較前次緊縮措施之控管力道強

2020年下半年來，隨房市升溫，購置住宅貸款增幅擴大，建築貸款呈雙位數成長。考量部分不動產貸款有貸款條件過於寬鬆現象，並引導信用資源有效配置及合理運用，以促進金融穩定及健全銀行業務，本行自2020年12月8日起四度調整不動產貸款規範內容，並陸續加重控管力道。

由於本次房價上漲成因主要係廠商擴大投資之基本面、預期心理、投機炒作帶動，且房價上漲遍及全國，本次緊縮信用措施(2020.12~)較前次緊縮措施(2010.6~2014.6)的範圍更廣、納管貸款項目較多、調整頻率更高、成數上限較低，緊縮信用力道更強(附表1)。

1. 規範範圍更廣：由於前次房價上漲主

要係因遺贈稅大幅調降、預售屋炒作、大台北捷運延伸等因素，且以雙北市房價漲幅較大，故本行前次採取緊縮措施先針對雙北市特定區域而後擴及全國，本次則立即對全國實施。

2. 納管項目較多：前次措施由特定地區第2戶購屋貸款，漸次擴及自然人購置高價住宅貸款及多筆購屋貸款、法人購屋貸款、土地抵押貸款。本次第一度調整措施時即包括前次所有納管購屋貸款項目，並新增餘屋貸款；另針對購地貸款與工業區閒置土地抵押貸款，要求須切結動工時程^{註13}，避免資金流供囤房、囤地。
3. 調整頻率較高：前次本行4度緊縮信用措施係於四年內調整；本次則於一年4度調整相關措施。
4. 成數上限較低：前次受限購屋貸款最低成數上限為5成，土地抵押貸款最低上限為5.5成，本次受限貸款最低成數上限一律降至4成^{註14}。

(三) 本行信用管措施實施以來，銀行不動產授信風險控制良好

2020年12月本行信用管制措施實施以來，受限貸款均符合規範，銀行辦理受限貸款平均貸款成數均較「規範前」下降(附表2)；且受限貸款平均利率均較本行「規範前」上升(例如，自然人第三戶購屋貸款利率由規範前平均1.54%升至1.76%，購地貸款

利率由平均1.78%升至2.04%)。

同時，全體銀行建築貸款與購置住宅貸款成長趨緩(附圖16)，不動產貸款集中度大致穩定。上年11月底，全體銀行不動產貸款餘額占總放款比率由2020年底之36.4%略升為37.0%，仍低於歷史高點之37.9%。根據「銀行法」第72條之2，對本國銀行辦理住宅建築及企業建築放款之比率，由2020年底之26.7%微升至26.8%，未超過規範上限30%^{註15}(附圖17)。

此外，本國銀行購置住宅貸款及建築貸款逾放比率(上年11月底分別為0.09%、0.10%)均遠低於全體放款逾放比率(0.19%)。上年間，36家本國銀行均通過壓力測試，顯示當前銀行具穩健之風險承擔能力與資本充足性，有助達成金融穩定目標^{註16}。

四、本行主要以不動產貸款選擇性信用管制措施因應房市風險；至於利率則用以穩定總體經濟

(一) 金融系統風險來源非僅房價泡沫一項；台灣金融體系體質穩健，安然度過亞洲金融危機、全球金融危機

根據「中央銀行法」，本行的經營目標為：(1)促進金融穩定；(2)健全銀行業務；(3)維護對內及對外幣值之穩定(即維護國內物價穩定及新台幣匯率的動態穩定)；以及(4)在上述目標範圍內，協助經濟發展。

其中，「促進金融穩定」之工作重點，

主要著眼於可能影響整體金融體系穩定之風險。然而，涉及金融穩定之風險來源，非僅房價泡沫一項；對於小型開放經濟體的台灣，主要風險係來自跨境資本移動的外溢效應。根據歷史經驗，主要源自：(1)房價泡沫伴隨信用擴張(即資產價格與信用循環形成的金融循環)：如美國次貸危機即為顯例；(2)銀行擠兌：如台北十信、中華銀行擠兌事件等；(3)跨境資本移動之外溢效應，引發匯率危機、金融危機：如亞洲金融危機、全球金融危機(附圖18)。由於全球金融高度整合，先進國家貨幣政策造成的全球金融循環(global financial cycle)，會透過跨境資本移動外溢至他國，並影響他國的貨幣信用情勢(本國金融循環)及貨幣政策的自主性^{註17}。

台灣金融體系屬中介型體制(民眾與企業透過銀行取得信用)，本行密切關注信用成長、資產價格變動的金融循環，適時採行總體審慎政策(macroprudential policy)，並協同金管會的個體審慎政策(microprudential policy)，共同促進金融穩定。2000年以來，台灣的銀行業逾放比率一度高逾11%；其後，在政府調降金融營業稅、本行調降存款準備率，並強化銀行風險管理下，逐步走低；備抵呆帳覆蓋率則逐步走高。台灣金融體系體質穩健，近年，即使經歷全球金融危機、房價長期上漲，台灣的銀行業逾放比率維持在約0.2%的較低水準，備抵呆帳覆蓋率則維持較高水準逾600%，顯示銀行資產品

質及承受壞帳能力良好(附圖19)。

(二) 本行肩負經濟穩定及金融穩定等多重目標，需要多元政策工具

本行的政策工具包括利率、匯率、貨幣與信用管理等；並透過此等工具影響資金借貸成本及數量，進而影響實體經濟活動，落實多重目標。國際間都認為，央行如果肩負經濟穩定與金融穩定等多重目標，則需要多元的政策工具。當景氣循環與金融循環不同步時，自然無法使用同一工具來因應；即使當景氣循環與金融循環同步時，根據2020年IMF研究顯示^{註18}，在總體審慎政策可有效控制金融情勢的情況下，央行以總體審慎政策對抗金融循環，以貨幣政策專注於穩定通膨與產出，兩種政策分別針對各自的目標，則可確保兼顧經濟與金融的穩定。

本行無法以單一政策工具解決所有問題，且政策工具該在某個時點、該如何分配使用，有許多因素須納入整體考量。例如，對於近年若干產業受疫情影響尚未復甦的台灣經濟而言，若貿然調升利率，恐不利經濟復甦，且恐將進一步推升新台幣匯率，若再加上選擇性信用管制措施同步實施，三種緊縮性的政策力道勢必過強。再者，國內長期低利率，與儲蓄過高、投資不足之總體經濟失衡(附圖20)，致市場資金充沛有關。在資金過剩情況下，調高利率恐再推升儲蓄及吸引資金流入，部分資金可能流入房市，將不利房市健全發展，也是調整利率要考量因

素。

由於利率影響廣泛，且須大幅調升才會明顯影響房價^{註19}，若單純以利率工具處理房價問題，將付出經濟成長大幅減緩的代價，致成本遠大於效益^{註20}。然而，若僅微幅調升政策利率，不僅無法達到房價顯著下修的效果，且可能帶來額外的失業；調升利率實際上對奮力購屋的年輕人並無太大助益，主要的贏家是高齡者與富有者^{註21}。IMF即曾指出^{註22}，以利率處理資產價格是「大而無當」(blunt)的工具。1990年代初期的日本央行，以及2010至2014年間的瑞典央行，以升息對抗房價泡沫的失敗案例^{註23}，應引以為鑑。

由於利率會影響各行各業，本行進行利率決策時，主要係用以落實維持總體經濟穩定，而不是僅僅根據單一產業(如不動產)的景氣榮枯，來制定利率政策。何況，利率只是影響房價的因素之一。以台灣來看，上年11月底不動產貸款占總放款比重約37%，若以大幅升息處理房價問題，將衝擊其他63%之授信客戶(如一般企業正常營運所需的貸款負擔)，也加重首次購屋族貸款負擔。是以，上年第4季本行理事會決議維持政策利率不變，主要考量下列三因素：

1. 國內通膨仍屬可控：上年雖受到供給面及基期因素影響，CPI年增率全年平均升為1.96%，但本行預期本年中將回降。
2. 國內各產業復甦力道不均、勞動市場

尚未回復至疫情前水準：2020年以來，工業實質GDP大幅成長，但服務業實質GDP成長則多和緩或甚至衰退。再者，上年以來工業及服務業平均總薪資雖為正成長，但就各業觀察，總薪資負成長人數占比約4成，並以服務業居多，顯示部分服務業因疫情衝擊而受創較大。

3. **美、歐、日等主要央行均維持政策利率不變：**近兩年來，新台幣對美元匯率已大幅升值，目前台灣短期利率仍比美國高；若本行緊縮貨幣政策步調較快，恐再推升新台幣匯率，並引進更多資金流入房市。

(三) 本行政策工具分配有其優先要落實的法定職責；但工具實施也有其互補性，可協助落實其他職責(附圖21)

以利率工具來說，在適當時機升息，對未來房價也有抑制作用，有助於選擇性信用管制措施發揮功效，協助達成促進金融穩定之職責。

再以匯率工具而言，根據本行對於匯率反應函數(reaction function)的實證研究，新台幣匯率具有反通膨(anti-inflationary)及反景氣循環(counter-cyclical)的特性。此特性有助避免國內物價出現高通膨或通縮的現象，以及避免台灣經濟出現過熱或過冷的情形，此有助本行維持物價穩定與協助經濟發展的經

營目標。以近兩年新台幣升值來說，即有助於避免經濟過熱，並減輕通膨壓力。

至於貨幣管理方面，根據本行實證研究^{註24}，調控M2成長率於適當水準，可促使銀行放款不致過熱，有助達成維持金融穩定、健全銀行業務的法定職責。長期以來，台灣M2成長率多維持在成長目標(參考)區內^{註25}(附圖22)，不僅達成低且穩定的通膨，同時可促使銀行放款不致過熱，維持金融穩定。

就信用管理而言，本行向來密切關注信用成長、資產價格變動的金融循環。針對不動產部門榮景伴隨信用擴張，可能潛藏金融不穩定的風險，本行主要以選擇性信用管制來因應。

(四) 寬鬆貨幣政策帶來分配不均？^{註26}

近年來，國際間對央行採取超寬鬆貨幣政策，恐有加劇所得與財富不均的疑慮。但就理論而言，貨幣政策透過不同傳遞管道產生的分配效果不同，對不均的整體影響認定不易。一方面，可能有利於以營業所得與資本所得為主的富裕家庭；但也可能藉激勵經濟、減緩經濟衰退對低所得勞工的衝擊，降低所得不均。另一方面，貨幣寬鬆雖有利於淨借款者，可降低財富不均，但也可能因各國家庭資產負債組成不同，對財富不均的影響有所不同。國內外相關實證研究也顯示，貨幣政策對所得與財富不均的確切影響，目前尚無定論。

一般認為，1980年代以來，許多國家國

內不均持續加劇，大抵係因技術進步、全球化等結構性因素所致。所得與財富不均擴大為全球普遍現象，但台灣所得不均程度較主要經濟體為低(附圖23)，財富不均也逐漸改善(附圖24)。

鑒於貨幣政策對分配的影響複雜且不易認定，央行僅能聚焦於核心職責，採行有利於全民福祉的政策。本行藉由履行核心職責，維持經濟金融穩定(若總體經濟不穩定，如通膨、經濟衰退等，對貧窮者、弱勢族群等衝擊尤深)，以及善用其他職能(如提升金融包容性、強化金融消費者保護、加強金融知識與教育、健全支付系統發展等)，均有助減緩不均。然而，為減緩不均，採取財政政策、結構性政策及審慎政策(prudential policies)等，可能更為直接、適當且有效(附表3)。

五、結語

(一) 本行利率工具，主要用以穩定總體經濟；本行將在適當時機升息，對未來房價有抑制作用，將有助選擇性信用管制措施發揮功效，協助促進金融穩定

上年12月本行理事會決議，未來調整貨幣政策的考量因素包括：一是目前全球通膨走勢仍面臨不確定性，尤其Omicron變種病毒擴散，將不利紓解供應鏈瓶頸；因此，首要觀察的是未來國內物價漲幅是否持續居

高。

再者，應觀察國內受疫情影響之產業是否已穩步復甦：本行中小企業貸款專案已於去年底截止申請，但適用優惠利率將持續到本年中，若能協助服務業與製造業間的復甦更趨均衡，本行會在適當時機升息。

第三，考量主要經濟體升息動向，主因全球金融循環會透過跨境資本移動影響本國金融循環，故本行升息時機也須考量主要國家升息動向。

未來本行貨幣政策原則上將會朝向緊縮，但仍會保留彈性空間，以因應新的不確定性出現：主要是全球疫情演變、美中競爭態勢發展、氣候變遷帶來災害等，都可能增加全球景氣下行風險。

(二) 由於近期房價上漲是全國性，本次本行不動產貸款選擇性信用管制措施的實施期間可能會更長，且尚有精進調整空間，未來將持續滾動檢討，以促進金融穩定

基於全球資金仍然充沛，近期國內房價上漲是全國性的，且不動產貸款餘額年增率仍居高，未來本行選擇性信用管制實施期間將更長，且仍有精進調整的空間。本行將持續滾動檢討調整選擇性信用管制措施，以促進金融穩定。

為提升不動產貸款規範措施執行成效，本行將繼續強化其他配套措施，包括建置更廣泛不動產貸款統計，進行更深入分析，以

作為未來決策參考；強化與金融機構進行溝通，讓其了解本行意向並落實規範，尤其是落實授信風險差別定價原則^{註27}，勿削價競爭；派員實地金檢，督促銀行落實法規遵循(如2021年間已辦理55次專案金檢)，以掌握銀行相關授信實務作業缺失，俾加強未來控管力道。

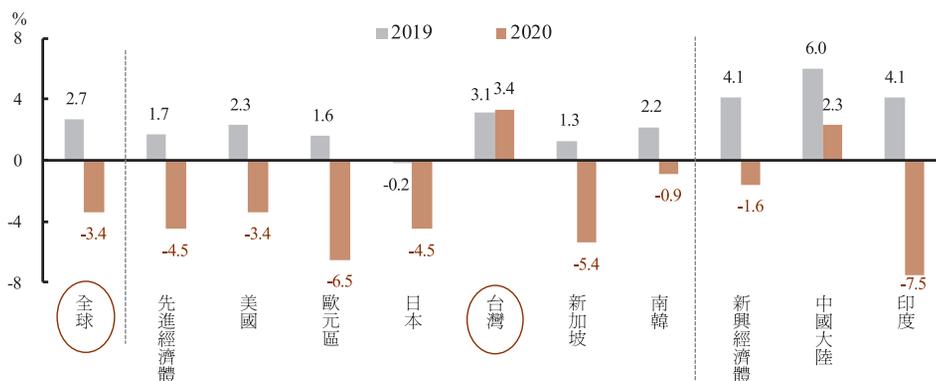
此外，因本行與金管會共同承擔促進金融穩定之責，本行將加強與金管會合作。例如，本行曾建請金管會加強控管票券商的不動產相關授信風險^{註28}，金管會已採納執行。為加強控管金融機構不動產相關授信風險，金管會刻正對銀行辦理不動產貸款，加強授信限額及集中度管理；並研擬調高購地貸款、建築貸款、餘屋貸款及第三戶以上購置住宅貸款風險權數；另對票券公司辦理不動產業保證業務，以及融資租賃辦理不動產業融資，加強管理。

(三) 影響房價因素眾多，並涉及相關部會職掌，須由中央部會及地方政府從短、中、長期措施來共同因應

由於房價相關議題複雜，涉及金融穩定、居住正義、資源配置等方面，涵蓋層面相當廣泛，並有不動產市場結構性問題，涉及相關部會職掌，實非本行所能獨力解決，而有賴各部會從需求面、供給面、制度面之短、中、長期措施加強合作(例如，運用金融與租稅措施及對預售屋銷售稽查等工具抑制房市需求；賡續擴增社會住宅及租金補貼戶數；並完善不動產相關制度(含加強控管預售屋銷售行為、建立私法人購買住宅制度、精進房地稅基查估機制、健全住宅租賃市場等))，方能有效消弭非理性預期心理，並遏止炒作、囤房、養地等現象(附表4)。

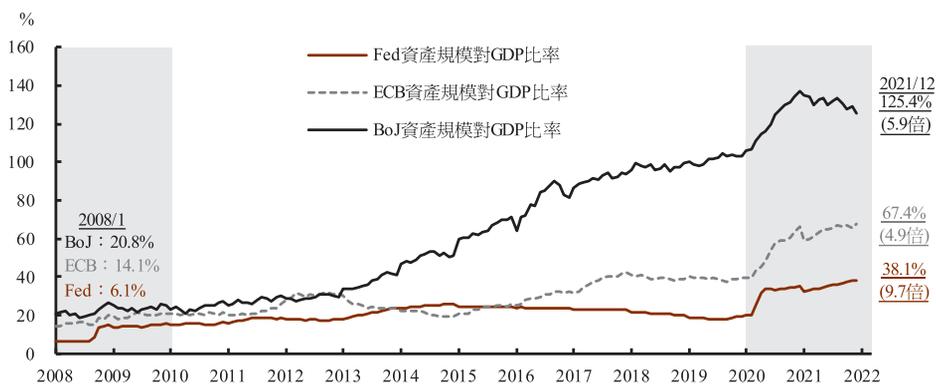
以上內容分享，還請各位先進不吝指教。最後，再次感謝住宅學會的邀請。敬祝大家身體健康，新春萬事如意！謝謝大家！

附圖1 全球主要經濟體經濟成長率



資料來源：IHS Markit (2021/12/15)

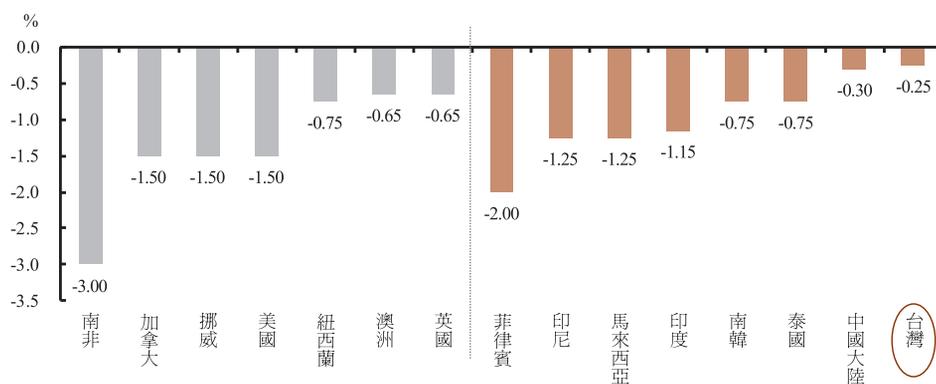
附圖2 三大央行資產規模對GDP比率



註：()為各央行2021年12月資產規模相對2008年1月之倍數。

資料來源：Refinitive Datastream、IHS Markit (2021/12/15)

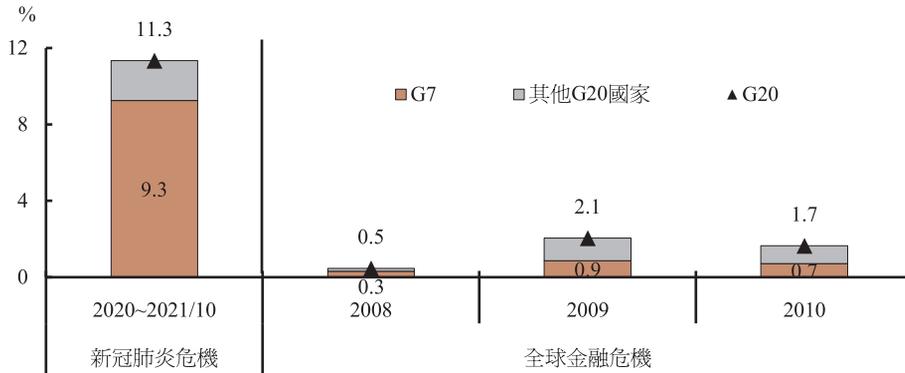
附圖3 2020年主要經濟體累計降息幅度



註：依2020年累計降幅由高到低排序。

資料來源：各官方網站

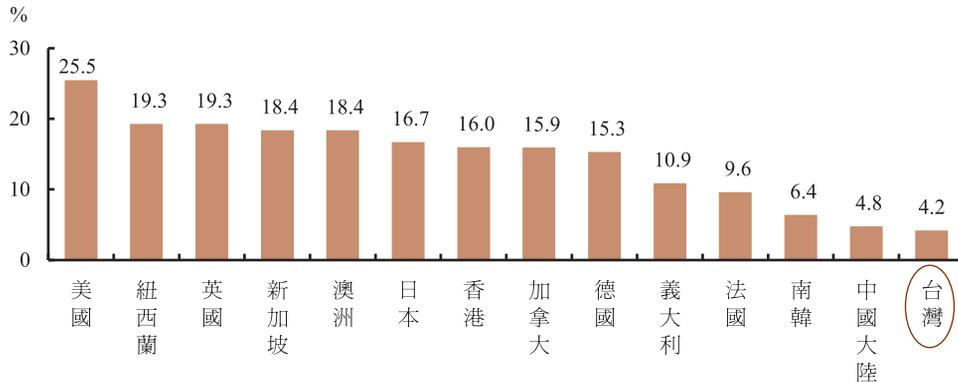
附圖4 兩次危機期間G7、G20國家財政激勵措施規模對GDP比率



註：1. 因應疫情相關財政激勵措施包含：醫療服務與失業救濟金、薪資補貼與紓困救濟金，以及透過預算提供減稅或其他減免等。圖中財政激勵措施不含融資貸款、擔保等金融紓困措施。
 2. 上圖新冠肺炎危機之G7、G20比率，係根據IMF 2021年10月財政措施資料庫之各經濟體財政激勵措施規模，除以2020年各經濟體名目GDP，並以經濟體之經濟規模加權後計算。

資料來源：IMF Fiscal Database of Country Fiscal Measures in Response to the COVID-19 Pandemic；IMF (2020), "Chapter 1: Policies to Support People During the COVID-19 Pandemic," *IMF Fiscal Monitor*, Apr. 6.

附圖5 主要經濟體因應疫情之財政激勵措施規模對GDP比率



註：上圖財政激勵措施不包含融資貸款、擔保等金融紓困措施；上圖比率係根據IMF 2021年10月財政措施資料庫之各經濟體財政激勵措施規模，除以2020年各經濟體名目GDP計算；另台灣財政激勵措施規模係根據行政院2021年9月24日與10月29日新聞稿，以4次追加紓困振興特別預算合計金額計算。

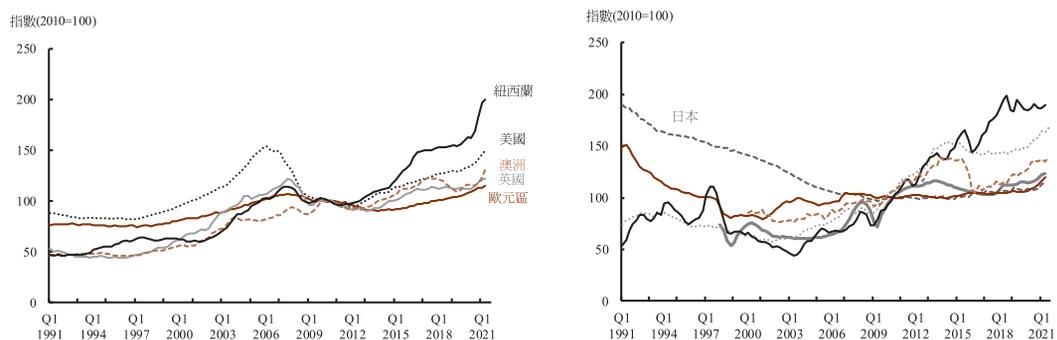
資料來源：IMF、行政院官網、主計總處

附圖6 疫情期間全球主要經濟體股價指數漲跌幅
(2021年底與2020年3月底比)



資料來源：Bloomberg

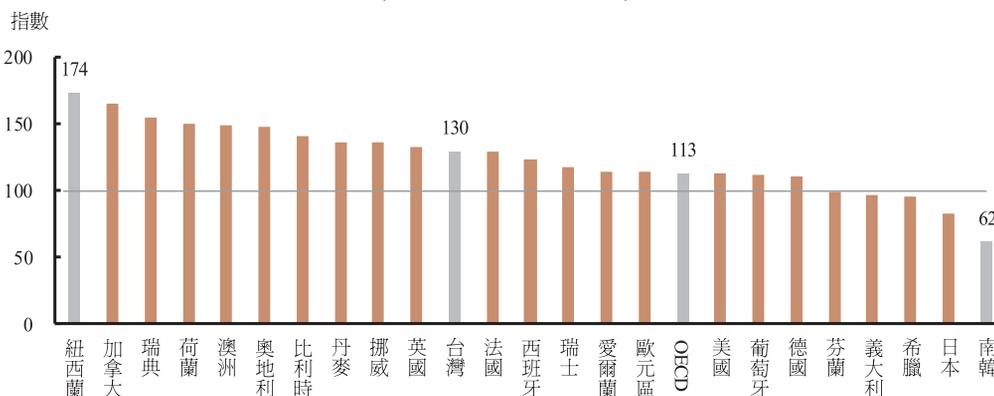
附圖7 主要經濟體實質房價走勢



註：實質房價以CPI平減。

資料來源：BIS選定住宅價格指數、信義房價指數、國泰房價指數

附圖8 OECD各會員國與台灣房價所得比指數
(基期=各國長期平均)

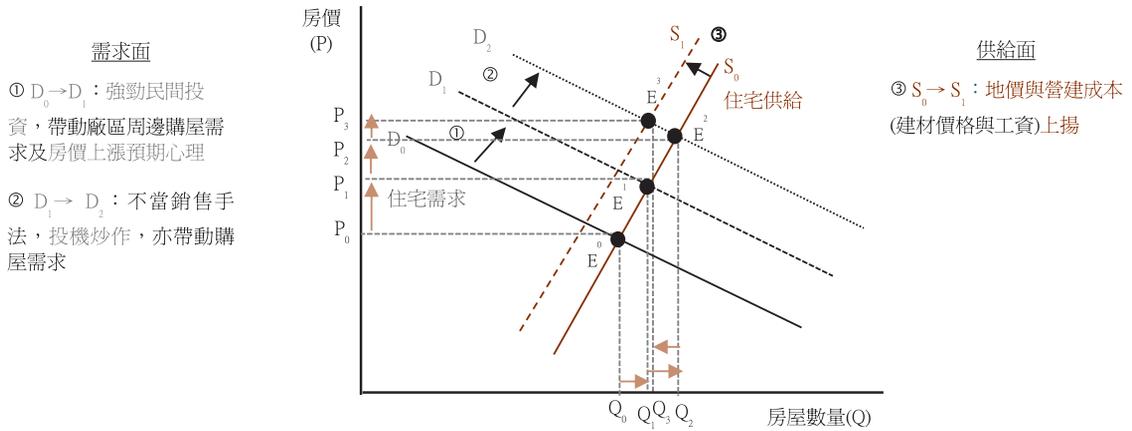


註：上圖各國為2021Q3或最新資料，長期平均為1980年以來各國平均數(台灣為2002年以來平均數)。

台灣係依據內政部資料自行計算。

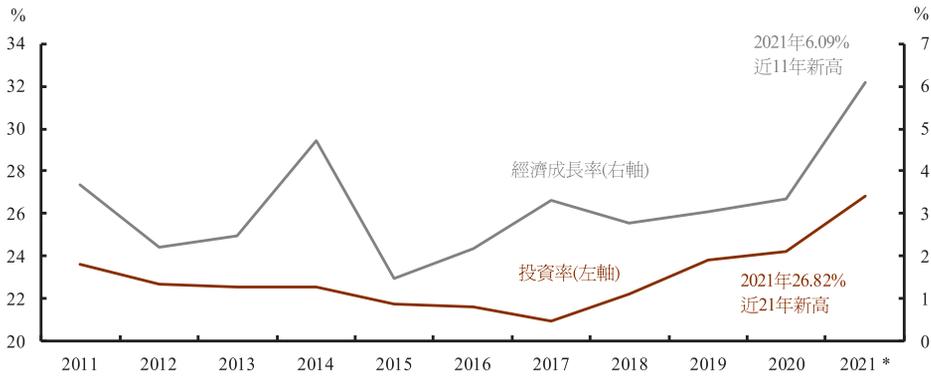
資料來源：OECD、內政部

附圖9 住宅供需影響房價示意圖
(在利率不變下)



資料來源：本行

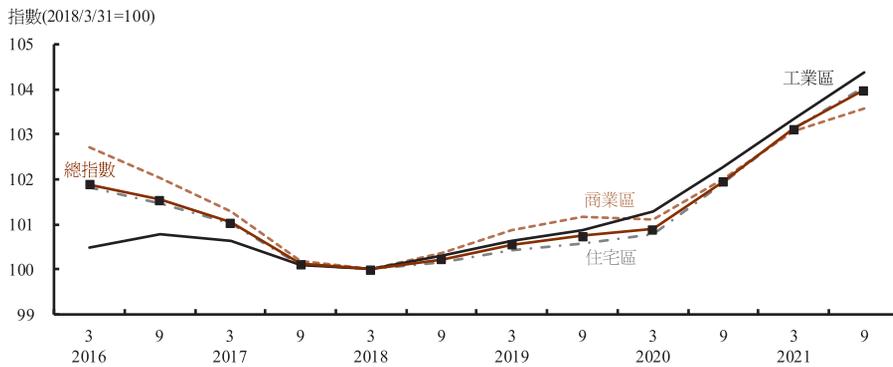
附圖10 台灣經濟成長率與投資率



註：*2021年為主計總處預測數(2021/11/26)。

資料來源：主計總處

附圖11 都市地價指數



註：最新資料至2021年9月底。

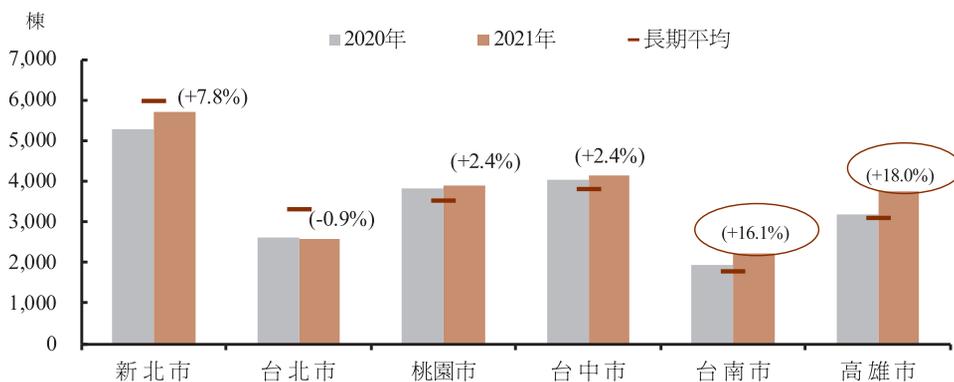
資料來源：內政部

附圖12 建築工程物價指數年增率



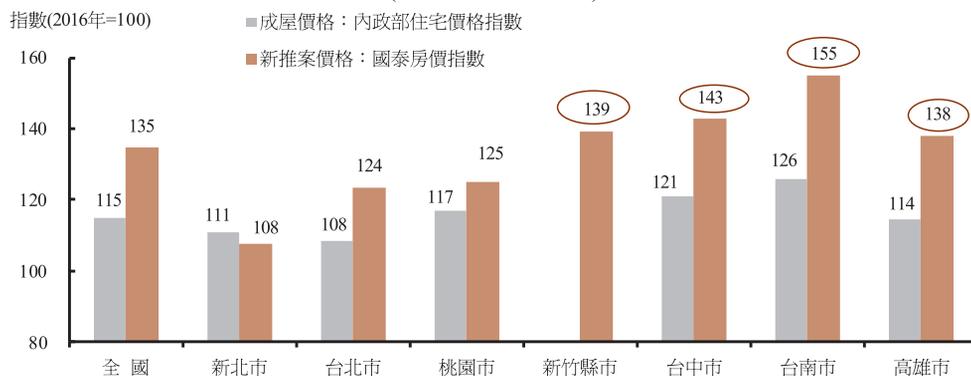
資料來源：主計總處

附圖13 六都建物買賣移轉登記棟數月平均數與年增率



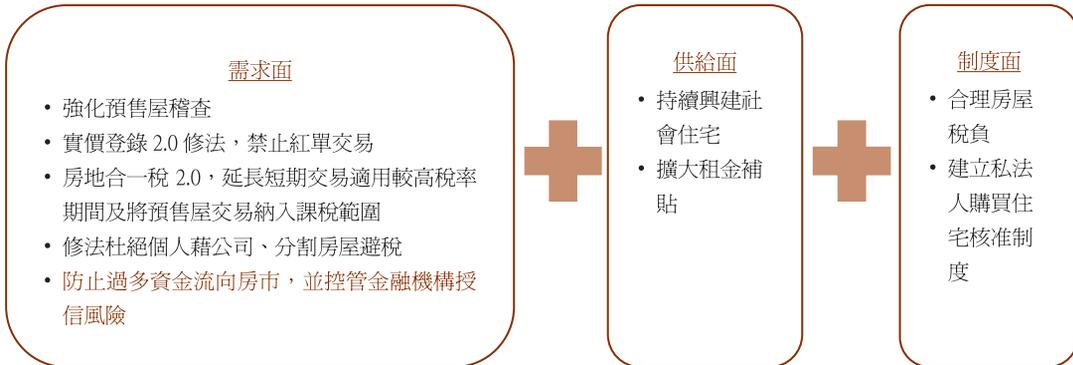
註：() 內為年增率，長期平均為1999年~2021年的月平均數。

資料來源：內政部

附圖14 2021年第3季主要都會區房價指數
(以2016年為基期)

資料來源：內政部、國泰房地產指數季報

附圖15 健全房地產市場方案主要措施



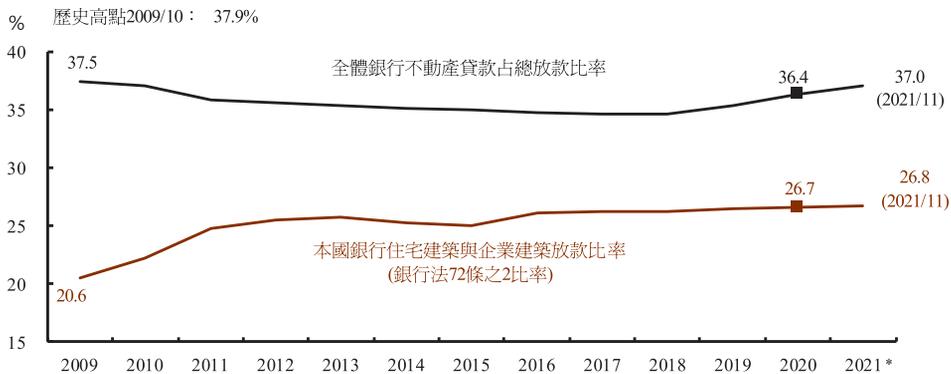
資料來源：本行根據「健全房地產市場方案」自行整理

附圖16 購置住宅貸款與建築貸款年增率



資料來源：本行

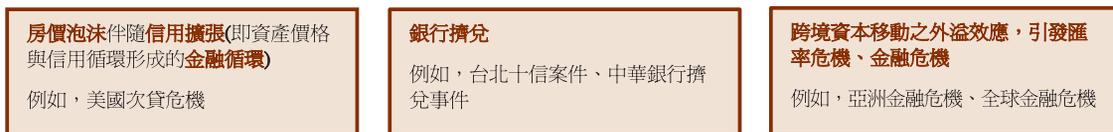
附圖17 銀行不動產貸款集中度及銀行法第72條之2平均比率



註：1. 不動產貸款係購置住宅、房屋修繕及建築貸款合計；歷年為年底數。*2021年為11月底資料。
2. 銀行法第 72 條之 2 規定，商業銀行辦理住宅建築及企業建築放款總額，不得超過放款時所收存款總餘額及金融債券發售額之和之 30%。

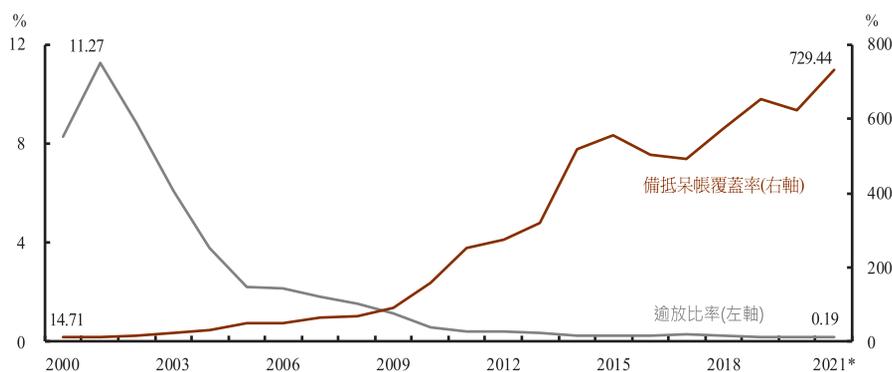
資料來源：本行、金管會

附圖18 金融系統風險範疇廣泛，根據歷史經驗之主要來源



資料來源：本行

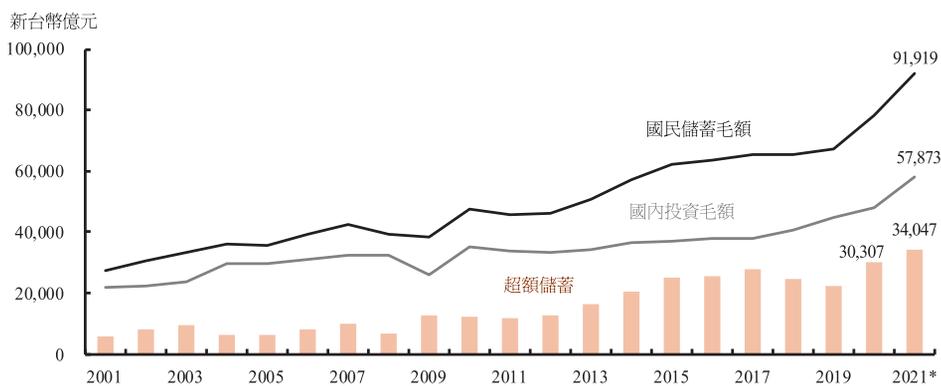
附圖19 本國銀行逾放比率及備抵呆帳覆蓋率



註：*2021年為11月底資料。本國銀行逾放比率及備抵呆帳覆蓋率為年底數；備抵呆帳覆蓋率=備抵呆帳/逾期放款，該比率越高表示銀行承受壞帳之能力越高。

資料來源：金管會

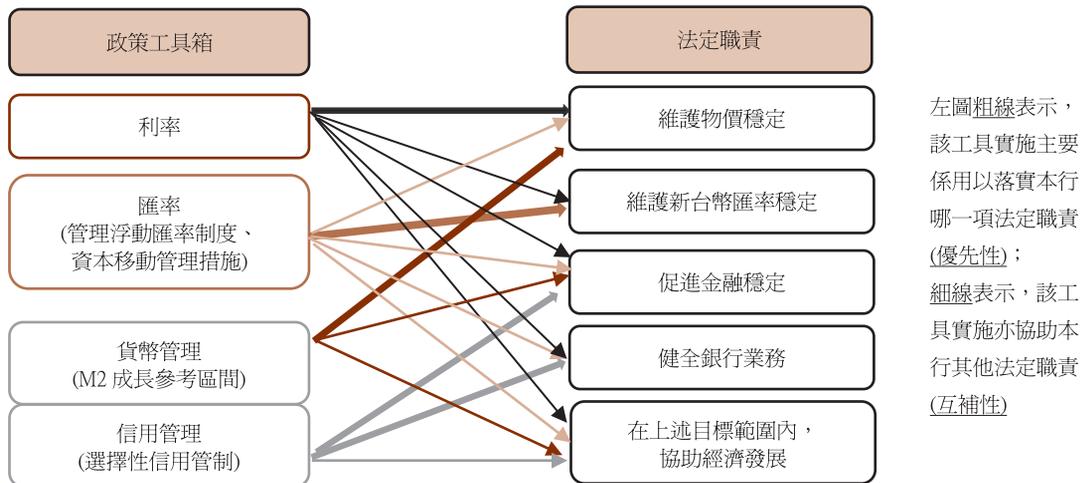
附圖20 台灣國民儲蓄、國內投資及超額儲蓄



註：*2021年為主計總處預測數(2021/11/26)。

資料來源：主計總處

附圖21 本行政策工具欲落實法定職責各有其優先性，政策工具間亦具有互補性



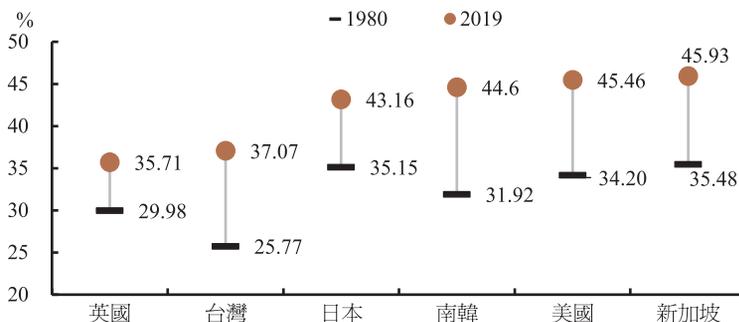
資料來源：本行

附圖22 M2年增率及貨幣成長目標(參考)區



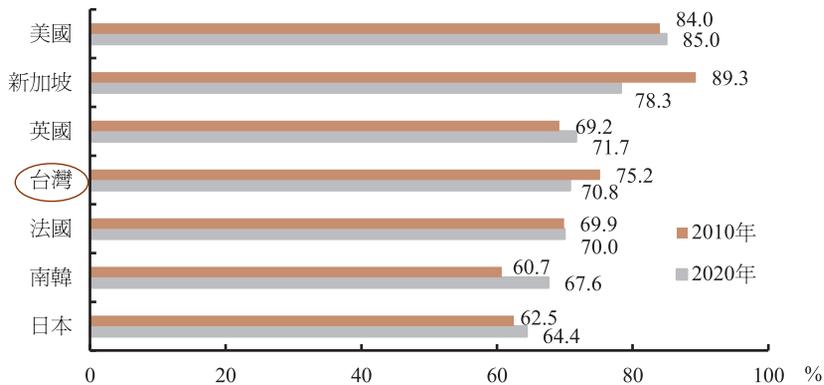
註：自2020年起，本行將M2年成長目標區調整為M2成長參考區間。
資料來源：本行

附圖23 主要經濟體所得頂層10%者擁有的所得比重



資料來源：全球不均資料庫

附圖24 主要經濟體財富基尼係數(2020年 vs. 2010年)



資料來源：Credit Suisse (2010)、Credit Suisse (2021)

附表1 本行前次與本次緊縮不動產貸款選擇性信用管制措施之比較

	前次 (2010.6~2014.6)	本次 (2020.12~)
受限貸款適用區域範圍	先由 <u>特定地區</u> 後擴至全國： 由於前次房價上漲係因遺贈稅大幅調降、預售屋炒作、大台北捷運延伸，且以雙北市房價漲幅較大，先針對雙北市特定區域而後擴及全國	<u>立即對全國實施</u> ： 由於本次房價上漲成因主要係廠商投資之基本面、預期心理與投機炒作帶動，且房價上漲遍及 <u>全國</u> ，故立即對全國實施
納管項目	1. 納管項目漸次增加。 2. 納管項目包括：自然人購置高價住宅貸款及多筆購屋貸款、法人購屋貸款、土地抵押貸款	1. <u>2020.12實施時，即全面納管所有項目</u> 2. 除前次納管購屋貸款項目外，本次新增餘屋貸款；另針對購地貸款、工業區閒置土地抵押貸款要求切結 <u>動工時程*</u> ，避免資金流供囤房、囤地
調整措施頻率	4度緊縮措施於 <u>四年</u> 調整	4度緊縮措施於 <u>一年</u> 調整
貸款成數(LTV)緊縮力道	購屋貸款最低 <u>5成</u> 、土地抵押貸款最低 <u>5.5成</u>	最低 <u>一律4成</u>

註：* 購地貸款切結「一定期間」內動工興建之相關規範：(1)由金融機構覈實評估，最長以18個月為原則；(2)於貸款契約明定，若屆期末動工興建者，應逐步按合理比例收回貸款、並採階梯式逐年加碼計息；金融機構並應確實落實執行；(3)金融機構辦理續貸或轉貸案件，如借款人所購土地未動工興建，應對貸款年限(含原貸期間)，訂定合理上限；(4)落實貸後追蹤管理，如未落實，將移請金管會或行政院農業委員會查處。

資料來源：本行

附表2 當前受限貸款平均成數

單位：%

貸款類型		規範前 ¹ 平均 (主要為2020/1~9)	規範後 ² 2021/11 平均	規範成數		
				2021/11	2021/12	
公司法人購置 住宅貸款	無區分房貸戶數	63.97	36.57 ↓	40		
自然人	購置高價 住宅貸款	已有2戶以下房貸	71.00	52.62 ↓	55	40
		已有3戶以上房貸	71.00	40.00 ↓	40	
	購屋貸款	第3戶	63.97	53.26 ↓	55	
		第4戶以上	63.97	49.69 ↓	50	
購地貸款	2020.12.8~2021.9.23申請	69.19	63.67 ↓	65	50*	
	2021.9.24~2021.11.30申請		56.63 ↓	60	50*	
餘屋貸款		51.03	48.70 ↓	50	40	
工業區閒置土地抵押貸款		n.a.	49.78 ↓ (2021/10)	50	40	

註：1. 「規範前」係指本行2020年11月邀請14家參與座談銀行所報送2020年1~9月資料；自然人購置高價住宅貸款「規範前」資料係指2012年6月本行實施高價住宅貸款規範前銀行填報資料；「n.a.」表示未統計。

2. 「規範後」係本行統計39家本國銀行填報資料；工業區閒置土地抵押貸款採該年10月資料。

3. *金融機構保留1成俟借款人動工興建後撥貸。

資料來源：本行

附表3 處理不均問題，以財政政策、結構性政策及審慎政策較為直接有效

政策	主要內容
財政政策	• 稅負、公共移轉支出等財政政策工具，可有效促使所得與財富重分配，以減緩不均。
	• 公共移轉支出(如失業給付等)亦可減輕經濟衰退對失業勞工及貧窮者所致的不利衝擊。
結構性政策	• 教育政策(如政府提供更公平的受教機會、加強教育投資等)，可維持公平的競爭環境，且有助於提升人力資本、技術水準與生產力等，促進勞工流動(labor mobility)，進而降低薪資差異程度。
	• 勞動市場政策(如矯正勞動市場失靈、縮小典型勞工與非典型勞工之間的保障差異等)，對中低所得勞工具正面效益，亦有助於降低不均。
審慎政策	• 審慎政策包括總體審慎政策與個體審慎政策，可藉降低金融不穩定風險，俾防止金融危機爆發而加劇不均。
	• 若金融危機爆發，可能引發嚴重的金融性衰退，對中低所得族群衝擊尤深，恐使不均惡化。

資料來源：BIS (2021), "The Distributional Footprint of Monetary Policy," *BIS Annual Economic Report 2021*, Jun.; 另詳中央銀行(2021), 「分配不均與貨幣政策：國際間對相關議題的看法」, 央行理監事會後記者會參考資料, 12月16日

附表4 影響房價因素眾多，須由中央部會及地方政府從短、中、長期措施來共同因應

		持續辦理與研議未來精進方向
需求面 抑制炒作與 囤房養地	金融工具	<ul style="list-style-type: none"> 央行加強控管不動產貸款風險，適時調整受限貸款範圍與相關貸款之最高貸款成數(LTV)上限，並強化其他配套措施 金管會刻正研擬調高購地貸款、建築貸款、餘屋貸款及第三戶以上購置住宅貸款風險權數；加強對銀行與保險業辦理不動產貸款之監理及實地檢查；持續精進壓力測試
	租稅工具	<ul style="list-style-type: none"> 財政部檢討房屋稅稅率，並加強對持有多屋者查稅 地方政府刻正研擬調高非自住房屋稅之適用稅率；未來宜適當調高不動產相關稅基
	其他工具	<ul style="list-style-type: none"> 防範不實廣告與不當銷售手法，適時對預售屋銷售進行稽查
	供給面 多元住宅選擇	<ul style="list-style-type: none"> 賡續擴增社會住宅；配合公辦都市更新提供社會住宅，並鼓勵房東共同參與社會住宅 擴大租金補貼戶數，並提供租屋協助
制度面 改善制度缺失	<ul style="list-style-type: none"> 加強控管預售屋銷售行為，研擬修法禁止預售屋換約交易、私法人購置住宅採許可制、提高違規罰責；滾動檢討不動產經紀業管理相關規範 精進房地稅基查估機制，促進不動產稅賦公平 健全住宅租賃市場，保障青年及弱勢家戶基本居住權益 	

資料來源：相關部會官網，本行自行整理

附註

- (註1) 各國央行所採用因應措施因其金融體系結構、法律授權範圍等因素而有所不同。見Carlos Cantú et al. (2021), “A Global Database on Central Banks’ Monetary Responses to Covid-19,” *BIS Working Papers*, No 934, March 30; 中央銀行 (2020), 「因應新冠肺炎疫情主要央行所採之貨幣信用措施」, 央行理監事會後記者會參考資料, 6月18日; 中央銀行 (2021), 「新冠肺炎危機 vs. 全球金融危機: 起因、影響及因應對策與啟示」, 央行理監事會後記者會參考資料, 6月17日。
- (註2) IMF指出, G20先進經濟體的財政支持措施中, 約有1/3的金額係用於就業保護與家計部門收入支持。見IMF (2021), “A Fair Shot,” *IMF Fiscal Monitor*, Apr. 1。
- (註3) 近年將住宅視為投資商品, 並作為累積財富的手段增加, 也稱住宅金融化現象, 見聯合國(2017), 「適足生活水準權所含適當住房權及在這方面不受歧視的權利問題特別報告員的報告」(中文版), 聯合國人權理事會第34屆會議議程項目3, 2月。
- (註4) 見Cavalleri et al. (2019), “Housing Markets and Macroeconomic Risks,” *OECD Economics Department Working Papers*, No. 1555, OECD Publishing。
- (註5) 見European System Risk Board (2021), “A Review of Macroprudential Policy in the EU in 2020,” *Macroprudential Policy Reviews*, Jul. 1。
- (註6) 見Bank of England (2021), “How Much of the Recent House Price Growth Can Be Explained by the ‘Race for Space’,” Dec. 13。
- (註7) Inaba, K.-I. (2021), “Cross-Border Portfolio Investment Inflows to Emerging Countries: Enhanced Dominance of Global Factors amid the COVID-19 Pandemic,” SEACEN Centre Online Seminar, Oct. 29。
- (註8) Borio (2014)認為, 捕捉金融循環最簡便的方法, 是描繪信用與不動產價格之間的互動情形。眾多研究發現, 金融循環高峰期往往處於銀行業出現系統性危機或嚴重金融壓力之際; 另侯德潛 (2015) 建構台灣金融循環的指標與波型。見Borio, Claudio (2014), “The Financial Cycle and Macroeconomics: What have We Learnt?,” *Journal of Banking & Finance*, Vol. 45, Issue C, 182-198.; 侯德潛 (2015), 「我國總體金融穩定健全指標之評估與建構」, 中央銀行季刊, 第37卷第1期, 3月。
- (註9) 因金融措施無法解決住宅市場的結構性問題, OECD也呼籲各國政府應更積極推動不動產制度改革。見OECD (2021), “Brick by Brick: Building Better Housing Policies”, OECD Publishing, Paris, May。
- (註10) 見中央銀行 (2020), 「本行積極引導信用資源配置, 健全房市則須多管齊下」, 央行理監事會後記者會參考資料, 12月16日。
- (註11) 例如, 香港、首爾因住宅長期短缺, 致高房價問題短期內難以解決。
- (註12) 兩房價指數均以2016年為基期。
- (註13) 購地貸款切結「一定期間」內動工興建之相關規範: (1)由金融機構覈實評估, 最長以18個月為原則; (2)於貸款契約明定, 若屆期末動工興建者, 應逐步按合理比例收回貸款、並採階梯式逐年加碼計息; 金融機構並應確實落實執行; (3)金融機構辦理續貸或轉貸案件, 如借款人所購土地未動工興建, 應對貸款年限(含原貸期間), 訂定合理上限; (4)落實貸後追蹤管理, 如未落實, 將移請金管會或行政院農業委員會查處。
- (註14) 土地抵押貸款之成數上限為6.5成、購地貸款之最低成數上限為5成, 但均保留1成俟動工興建後始能撥款。
- (註15) 銀行法第72條之2規定商業銀行辦理住宅建築及企業建築放款之總額, 不得超過放款時所收存款總餘額及金融債券發售額之和之30%。

- (註16) 國際信評公司Moody's肯定本行措施，有助金融機構控管不動產貸款風險，見Moody's (2021), "Rating Action: Moody's Changes Taiwan's outlook to Positive from Stable, Affirms Aa3 rating", Feb. 24。
- (註17) 見Rey, H. (2013), "Dilemma or Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence," *paper prepared for the 2013 Economic Policy Symposium, Federal Reserve Bank of Kansas City*, Aug. 13；另見註8。
- (註18) 見Adrian, Tobias, Fernando Duarte, Nellie Liang, and Pawel Zabczyk (2020), "Monetary and Macroprudential Policy with Endogenous Risk," *IMF Working Paper*, WP/20/236。該研究指出，如在傳統的新凱因斯模型中加入內生性的金融風險，允許產出缺口與其波動程度受金融情勢影響，則央行以總體審慎政策對抗金融循環，貨幣政策則專注於穩定產出與通膨，可達到最有效力的結果。
- (註19) 以紐西蘭為例，其房價所得比於過去10年間攀升約50%，隱含紐西蘭央行的升息幅度須達雙位數，才得以穩定房價。見Jordà, Òscar, Moritz Schularick and Alan Taylor (2015), "Betting the House," *Journal of International Economics*, July。
- (註20) 見Luis Brandao-Marques, R. G Gelos, Machiko Narita, Erlend Nier (2020), "Leaning Against the Wind: A Cost-Benefit Analysis for an Integrated Policy Framework," *IMF Working Paper*, WP/20/123；Rogelio De La Peña (2021), "Should Monetary Policy Lean Against the Wind in a Small Open Economy? Revisiting the Tinbergen rule," *Latin American Journal of Central Banking*, Volume 2, Issue 1, March 2021。
- (註21) Harding, Robin (2021), "Central Banks Should Not Target House Prices," *Financial Times*, Apr. 6。
- (註22) IMF(2011), *Regional Economic Outlook: Asia and Pacific*, Apr.。
- (註23) 同註10。
- (註24) 詳中央銀行(2020)，「本行貨幣政策操作策略與執行成效」，*央行理監事會後記者會參考資料*，3月19日。
- (註25) 2021年M2成長率超過參考區間上限6.5%，主因經濟基本面支撐下放款與投資成長率續處高檔，且外資呈淨匯入所致。
- (註26) 詳中央銀行(2021)，「分配不均與貨幣政策：國際間對相關議題的看法」，*央行理監事會後記者會參考資料*，12月16日。
- (註27) 銀行辦理不動產抵押貸款係依「銀行法」第34-1條及「銀行公會授信準則」第26條規定，訂定合理之定價。
- (註28) 2020年12月及2021年4月本行建請金管會責成業者應依本行不動產貸款規定辦理，防範票券商信用資源過度流向不動產市場。金管會已參採本行意見，辦理相關作業。

