

# 評估2020年以來我國相關健全房市措施的政策效果\*

楊子霆、張翔\*\*

## 摘要

本文評估自2020年以來我國健全房市措施之政策效果，聚焦中央銀行多波選擇性信用管制與2023年青年安心成家購屋優惠貸款精進方案(新青安貸款)。研究採用2018–2023年聯徵中心房貸資料，運用差異中差異法(DID)與Shift-Share設計估計政策影響。選擇性信用管制方面，本文分析2020年12月針對第三戶房貸、2021年9月針對特定地區第二戶房貸無寬限期，以及2023年6月進一步降低特定地區第二戶貸款成數上限等三波政策。實證結果顯示，第一波政策使第三戶房貸成數降低約8.7個百分點、新增房貸金額下降21-22%、房屋購買價格與單價分別下降6%及8%，有效抑制高槓桿借款。第三波無寬限期政策透過提高還款壓力，使新增房貸金額下降4-5%、房屋購買單價大幅下降17%。整體而言，信用管制有效影響目標對象之借貸行為與購屋選擇，惟對整體房貸市場影響相對有限，主因受管制之第二戶以上房貸僅占市場約20%。最後，2023年8月實施的新青安貸款透過提高貸款額度至1,000萬元、延長年限至40年、提供優惠利率等措施，顯著增加受影響的借貸者之新增房貸金額，並大幅提高其購買房屋的價格，對整體房市具明顯刺激效果。根據研究結果，我們建議未來政策設計應兼顧金融穩定與住房可負擔性，並可考慮採用無寬限期等市場化工具，以及適度針對有房者新增第一戶房貸進行調控，以擴大政策影響範圍。

**關鍵詞：**選擇性信用管制、新青安貸款、差異中差異、房價、貸款成數

**JEL分類代號：**G28, G51

\* 作者感謝評論人政大財政系羅教授光達、成大經濟系林副教授姿妤，以及感謝中央銀行吳局長懿娟、曹處長體仁、廖行委俊男、劉研究員淑敏、蔡研究員曜如、吳專員宗錠及其他經濟研究處與業務局同仁給予之寶貴意見，並感謝黃信閔協助聯絡事宜及研究助理于凱翔於本研究過程中的協助，亦感謝聯徵中心張皓然、廖元鼎，以及其他聯徵中心同仁在資料處理上的協助。本文觀點純屬個人意見，與服務單位無關，若有任何疏漏或錯誤，概由作者負責。

\*\* 楊子霆為中央研究院經濟研究所副研究員，張翔為台灣大學經濟學系博士候選人。

## 壹、前言

2020 年以來全球房屋價格多呈上升趨勢，引發許多關注。據國際清算銀行 (BIS) 於 2021 年 5 月公布的全球住宅價格指數顯示，2020 年第四季全球實質房價年增率達到 4%，其中先進經濟體上升近 7%、新興市場經濟體則上升 2%。我國房價自 2020 年起便一路上揚，至今已經成長逾四成<sup>註1</sup>。尤其這兩年來有一波漲勢，據內政部的住宅價格指數顯示，從 2018 年第 1 季至 2020 年第 3 季，我國住宅價格指數已經漲幅達 6.23%。同時，全國的房貸負擔率自 2020 年第 3 季以來已經超過 36%。這樣的高房價所帶來的問題包括房價所得比過高、潛藏的房價泡沫帶來的信用風險等，引起了社會各界的關注。

為了防止銀行信用資源過度流向不動產市場，並維護金融穩定，中央銀行（以下簡稱央行）從 2020 年 12 月起調整選擇性信用管制政策，對不動產貸款成數進行調控。這次的選擇性信用管制措施與 2010 年至 2014 年的有所不同，新的措施將不動產貸款成數的上限最低降至 30%，並且土地抵押貸款成數限制，替換為購地貸款、餘屋貸款以及工業區閒置土地抵押貸款的成數限制。

然而，實證文獻裡，分析信用供給與房價之間的因果關係一直是一項艱鉅的任務。雖然理論研究曾指出信用管道對房價有影響

力，但要真正驗證這兩者間的因果關係的研究並不常見。主要挑戰在於信用供給並非外生變數，其變化通常受多種因素驅動。首先，房價變動可能影響人們能獲得的貸款數量，即存在反向因果關係。其次，房價與信用供給的相關性，可能只是受遺漏變數影響，例如房屋需求面及供給面變數，或貨幣供給的變化。

過去的研究文獻多採用時間序列與跨國資料，評估放寬房貸成數 (LTV) 等信用政策對房價的影響 (Wong et al., 2011; Duca et al., 2011; Wong et al., 2014; Ahuja and Nabar, 2011; Igan and Kang, 2011; Kuttner and Shim, 2012; Nier et al., 2012; Zhang and Zoli, 2014)。然而，這類研究缺乏外生信用供給變動與適當對照組，結果可能存在偏誤。近年少數研究試圖利用外生信用供給變化來估計其對房價的影響。例如：Adelino et al. (2014) 利用美國常規貸款限額 (Conforming Loan Limit, CLL) 的年度變動作為外生變量<sup>註2</sup>，結果顯示受影響房屋每平方英尺價格增加 1.2 美元。Favara and Imbs (2015) 則利用美國對銀行跨州設立分行解禁所增加的信用供給，估算其對房屋貸款量及房價的影響，發現受影響的銀行房屋貸款數額上升，進而推高當地房價。

然而，上述研究使用之信用供給的改變

皆導因於其他政策的間接影響，而非直接來自信用管制政策，其估計結果未必能推斷央行房貸成數上限的政策效果，且僅能評估信用擴張對房價的影響。近期有幾篇文章探討房貸成數限制的效果，De Araujo et al. (2020) 利用巴西的資料，分析政府將貸款成數上限從 96.5% 降低到 90% 造成的影響，估計結果顯示受影響的借款人購買的房屋價格平均下降 4-6%。Higgins (2024) 研究愛爾蘭在 2015 年實施房屋貸款成數上限的政策，發現較貧窮的借款人會轉而購買較便宜的房屋，而較富裕的家庭則會借較少的貸款。利用芬蘭的資料，Eerola et al. (2022) 發現緊縮貸款成數上限對中位數以下收入、首次購屋的租屋族影響尤其明顯。這些研究大致發現，貸款成數限制會顯著影響個人購屋決策。但對整體房價的影響，仍須考量政策造成的外溢效果，尤其是當貸款成數限制政策只在特定區域實施，例如：Tzur-Ilan (2023) 利用以色列在 2010 年和 2012 年實施兩種貸款成數上限的政策，結合房貸層級的資料和詳細的房產數據，發現受政策影響的借款人在實施貸款成數上限後選擇購買更便宜、更小、距離

商業中心更遠、位於社會經濟地位更低社區的房屋，可能造成非管制區域的房價上漲。這顯示若一個區域的房價增長受信用管制而趨緩，但卻被非管制區域的房價成長所抵消，隱含整體（全國）房價受到的影響可能有限。

利用台灣的政策與資料進行的相關研究仍不多，僅有王泓仁等 (2017) 利用個體分組後的房貸資料，發現房貸成數政策可壓低雙北特定區域的房貸總額。Chi et al. (2023) 結合台灣的行政資料，利用邊界斷點差分研究設計，他們發現針對 2010 與 2014 年央行針對特定地區的最高貸款成數從一般的80% 收緊至 60%，在政策實施區域內的房價相較附近不受限制的地區下降了6%。

本研究主要評估兩項政策的效果：1) 央行自 2020 年 12 月實施的選擇性信用管制政策對房貸市場與房屋購買價格的影響；2) 政府於 2023 年 8 月推出的新青年安心成家貸款方案對房貸市場與房屋購買價格帶來的衝擊。透過實證研究分析這些政策措施的成效，本研究將提出具體建議，以作為未來制定相關信用管制政策的參考依據。

## 貳、政策背景

### 一、選擇性信用管制政策

自 2020 年以來，央行為了穩定房市，進行了一系列的選擇性信用管制措施。這

些措施主要圍繞著法人和自然人的購置住宅貸款、購地貸款、建商餘屋貸款以及工業區閒置土地抵押貸款等項目進行調整。然而，這不是央行首次針對房市做此信用管

制，在 2010 年至 2016 年間，央行也曾實施類似管制政策，為了幫助讀者了解 2020 年之前的政策內容，將其總整在表1。在 2020 年 12 月 8 日，第一波的選擇性信用管制措施推出。其中，公司法人購置住宅的貸款限制將第一戶的最高貸款成數限制在 6 成，第二戶以上則限制在 5 成，且無寬限期。對於自然人而言，第三戶以上的住宅購置貸款最高成數也限制在 6 成。此外，購買都市計畫劃定的住宅區及商業區土地貸款，須檢附具體興建計畫，最高貸款成數限制在 6.5 成，其中 1 成須待動工興建後始得撥貸。而建商餘屋的貸款最高成數則被限制在 5 成。接著在 2021 年 3 月 19 日第二波選擇性信用管制措施推出，央行做了進一步的調整。此次調整中，公司法人購置住宅的最高貸款成數一律降低為 4 成。自然人購置住宅的貸款限制中，第三戶最高貸款成數由 6 成降至 5.5 成，第四戶以上則降至 5 成。購置高價住宅的最高貸款成數由 6 成降至 5.5 成，第四戶以上之高價住宅貸款最高成數由 6 成降至 4 成。而工業區閒置土地的最高抵押貸款成數為 5.5 成。在 2021 年的 9 月 24 日，央行發布了第三波選擇性信用管制措施。此次主要修正自然人購置住宅和工業區閒置土地的貸款限制。特定地區（包括台北市、新北市、桃園市、台中市、台南市、高雄市、新竹縣及新竹市）第二戶購屋貸款不得有寬限期。

工業區閒置土地的最高抵押貸款成數由 5.5 成降至 5 成。購地貸款的最高貸款成數由 6.5 成降至 6 成。

在 2021 年 12 月 17 日央行推出第四波選擇性信用管制。自然人購置高價住宅的最高貸款成數降至 4 成，第三戶以上的最高貸款成數由 5.5 成降至 4 成。建商餘屋和工業區閒置土地的最高貸款成數都由 5 成降至 4 成。購地貸款的最高貸款成數由 6 成降至 5 成，保留 1 成待動工款，且借款人需在一定期間內動工興建。

在 2023 年 6 月 16 日，央行啟動第五波選擇性信用管制，對於在特定區域的第二戶購屋貸款，其最高貸款成數將被壓縮至 7 成。換言之，購屋者需自備至少 3 成的頭期款以完成交易。然而，央行同時也考量到換屋民眾的實際需求。對於已有一戶房貸，且有實質換屋需求的自然人，只要與銀行切結約定，承諾在一年內將舊屋出售（並完成移轉登記與第一戶抵押權的塗銷），新屋購買的貸款成數就能獲得豁免，不受 7 成的限制。這樣的規定，為有換屋需求的自然人在購屋時提供了更大的靈活性。不過，一旦違反上述承諾，央行將啟動嚴格的懲罰機制。違約者將被追討貸款成數的差額，並從撥款日起，依據貸款餘額計算並收取罰息。此外，若試圖以轉貸等方式規避承諾事項，同樣將面臨相對應的處罰。

表1 2010－2016 年央行選擇性信用管制內容

時間	受影響區域	政策內容
2010/6	台北市及新北市10個行政區（板橋區、三重區、中和區、永和區、新莊區、新店區、土城區、蘆洲區、樹林區、汐止區）	1. 在特定區域第二戶以上之購屋貸款，最高貸款成數為7成。
2010/12	新增淡水、林口、三峽3區	1. 擴大管制區域範圍。 2. 管制對象納入公司法人。 3. 降低最高貸款成數為6成。 4. 增訂土地抵押貸款規範：以都市計畫劃定之住宅區或商業區土地申辦貸款，應檢附抵押土地具體興建計畫，最高貸款成數為6.5成，其中1成動工興建後撥貸。
2012/6	全國	1. 增列購置高價住宅貸款管制：台北市及新北市8千萬元以上，其他地區5千萬元以上。規定最高貸款成數為6成。
2014/6	新北市新增4個行政區（五股、泰山、八里、鶯歌區），桃園市新增4個行政區（蘆竹、中壢、龜山、桃園區）	1. 擴大管制區域範圍。 2. 全國不分區單一借款人之第3戶以上購屋貸款，最高貸款成數為5成。 3. 調降公司法人購置住宅貸款最高貸款成數，全國不分區一律5成。 4. 調整高價住宅認定標準：臺北市7千萬元以上、新北市6千萬元以上，其他地區4千萬元以上。規定最高貸款成數改為5成。
2015/8	刪除新北市2個行政區（八里、鶯歌區）、桃園市4個行政區（桃園區、蘆竹區、中壢區、龜山區）	1. 減少管制區範圍。 2. 第3戶以上房貸成數、高價住宅及公司法人購置住宅貸款成數改為6成。
2016/3	全國	1. 除高價住宅貸款維持房貸管制，其餘管制皆取消。

資料來源：中央銀行

在 2024 年 6 月 14 日，央行啟動第六波選擇性信用管制措施，再次針對自然人第二戶購屋貸款進行限縮。此次調整將特定地區第二戶購屋貸款的最高成數，自原本的七成下調至六成。為了因應民眾合理的換屋需求，央行亦提供彈性規定，允許已有一戶房貸的自然人，只要與銀行簽訂切結書並承諾於一年內出售原有住宅，即可申請豁免此六

成限制。此外，違反承諾者將面臨貸款差額追繳與罰息，並不得以轉貸等方式規避規定。

緊接著在 2024 年 9 月 20 日，央行推出第七波選擇性信用管制，進一步擴大限制力道。此波政策將第二戶購屋貸款的成數自六成下調至五成，並由原先的特定地區擴大為全國適用。同時新增規定，凡名下已有住宅



的自然人，其第一戶購屋貸款不得享有寬限期。此外，第三戶以上購屋貸款及高價住宅貸款的最高成數一律調降至三成，並取消寬限期。法人購置住宅貸款與餘屋貸款亦同步限縮至三成。為避免波及自住或換屋族群，央行於同年 10 月再公布三項配套鬆綁措施，包括放寬因繼承取得之房屋及房貸、因有實質換屋自住需求並已辦理切結程序，以及已簽訂購屋（包括成屋及預售屋）合約，即將申辦貸款時符合前述條件者等情形的適用條件，以維持政策精準性與社會接受度。總的來說，這一系列選擇性信用管制措施，期望透過精準地信用管制措施有效抑制房市過熱情況，以便穩定台灣不動產市場。上述內容也整理在表2。

本研究的實證分析將聚焦於第一波、第三波與第五波信用管制措施的效果。之所以未納入第二波與第四波，是因為這兩波主要針對第三戶以上房貸者，進一步調降貸款成數，其政策重點屬於對第一波限制的延續性調整。由於第二波（2021 年 3 月）與第四波（2021 年 12 月）之推出時間各與前一波推出時間相對接近，而我們在分析第一波政策時所使用的樣本期間已涵蓋至 2021 年底，故這些延續性效果在第一波的實證分析中已被一併捕捉。至於第六波與第七波則因資料限制無法納入分析；目前可取得的貸款與房價資料僅至 2023 年 12 月，因此尚不足以有效評估 2024 年發布之新政策的影響。

## 二、新青年安心成家貸款方案

在央行實施選擇性信用管制期間，另一個對房貸市場與房屋購買價格有重要影響的政策為 2023 年 8 月推行的「青年安心成家購屋優惠貸款精進方案」（簡稱新青安貸款）。台灣自 2010 年 12 月起實施青年安心成家購屋優惠貸款方案（簡稱青安貸款），作為房貸與房屋交易市場的重要住宅補貼措施。2023 年 8 月修正前方案的申請資格要求申請人須年滿 18 歲，且申請人本人、配偶及未成年子女名下不得擁有住宅。例外情況是，若共同持有的房產總面積未達 40 平方公尺（約 12.1 坪）且未設籍於該處者，仍可符合申請資格。該方案透過八家公股銀行提供貸款額度最高 800 萬元、年限 30 年（含 3 年寬限期）的貸款，初期利率為 2.025%。然而，由於這個利率跟一般房貸利率相比並沒有比較優惠，導致方案使用率偏低。

為了協助年輕人擁有自己的家並減輕其購屋負擔，政府於 2023 年 8 月推出新青安貸款，實施期間至 2026 年 7 月 31 日止。相較於舊制，新制將貸款額度提高至 1,000 萬元，並延長貸款年限至 40 年，同時提供 5 年寬限期。此外，新方案提供更具競爭力的優惠利率，介於 1.565% 至 1.865% 之間，遠低於一般房貸 2% 以上的利率水準。這些變革大幅提升了方案的吸引力。然而，隨著新青安貸款使用率的增加，可能會對整體房貸

市場與房屋交易產生影響，特別是可能部分抵銷央行透過選擇性信用管制政策以穩定房市的效果。這突顯了政府在推動青年購屋協助與房市穩定之間需要取得平衡的重要性。

### 三、其他健全房市相關措施

#### (一) 平均地權條例

政府為了防止私法人投資炒作房地產，以及防杜虛報房屋價格與阻斷透過預售屋契約轉售牟利的行為，完成「平均地權條例」修法，自 2023 年 7 月起生效執行，希望以此正常化不動產市場的發展。這次修法的出發點在於，將房屋回歸其原有的居住功能，不應成為投機炒作的商品。因此，此一政策的核心，旨在消除對房市有害的炒房行為和影響房價的亂象。

本次的修法重點分為五大部分：首先，修法限制預售屋或新建成屋換約轉售。除非是在特殊情況下，例如配偶、直系或二親等內旁系血親間的轉售，否則一般的預售屋或新建成屋買賣契約不得讓與或轉售第三人。違規者將被處以 50 至 300 萬元的罰款。其次，建立私法人購置住宅許可制。未來，私法人購買住宅需先提出使用計畫，經過內政部許可後，才能進行購置。在五年內，這些物業不得移轉、讓與或預告登記。第三，對於蓄意炒作的行為，修法也訂出了嚴格的懲罰，每戶罰款最高可達 5,000 萬元。第四，預售屋買賣契約如有解約情形，建商必須在

30 日內進行申報登錄，違規者將依戶棟處罰 3 至 15 萬元。最後，新的修法建立了檢舉獎金制度，鼓勵民眾檢舉不動產銷售買賣或申報實價登錄的違規行為。總的來說，此修法對於購買自住宅的民眾影響較小，但對於想要透過轉賣預售屋套利的投資者，將會有較大的限制。

#### (二) 房地合一稅新制

政府於 2021 年 7 月起實施房地合一稅 2.0，該政策在稅率的訂定上做了重大調整，尤其對於短期投資的人士，稅率大幅提高，可見政府對於短期炒作房市的行為持有強烈的抑制態度。在新版的房地合一稅 2.0 下，適用最高稅率 45% 的期間，由持有 1 年以下延長至持有 2 年以下，法人稅率由原本的一律 20% 改為比照個人按持有期間採差別稅率，並將預售屋以及特定股權交易納入課稅範疇。這樣的變化將對於專注於短期買賣的投機客造成顯著的財務壓力。因此，這次稅改對於短期內的房地投機行為無疑是大力出手。

然而，即便對於長期持有的投資者，該政策也有所調整，稅率也有所增加，而自用住宅則仍然是例外。這表示政府也在關注那些長期持有並等待升值的投資行為，並透過稅務手段確保公平交易環境。值得一提的是，這次的房地合一稅改革也將預售屋以及特定股權交易納入課稅範疇，這種改變無疑將加大稅收範圍，並進一步鞏固了台灣政府

課稅公平公正的原則。雖然稅率有所調整，但政府也在某些情況下給予了稅負緩解的機會。例如，若屋主因非自願因素出售不動產，仍然可以適用排除條款，以較低的 20% 稅率課稅，而非高達 35% 或 45% 的稅率。若要估計房地合一稅新制與平均地權條例的

政策效果，需要申請財稅資料串聯，然而申請的行政流程有其困難度，且政策才實施不久，至今僅 2-3 年，能分析的資料可能也未釋出，因此，本研究的實證分析不會納入房地合一稅新制與平均地權條例。

表2 2020 – 2024 年央行選擇性信用管制內容

時間	受影響對象	政策內容
2020/12/8	公司法人、自然人、建商	1. 公司法人購屋：第一戶6成、第二戶以上5成。 2. 自然人第三戶以上購屋：最高6成。 3. 都市土地貸款：限6.5成，含1成動工後撥貸。 4. 建商餘屋貸款：最高5成。
2021/3/19	公司法人、自然人	1. 公司法人購屋：一律4成。 2. 自然人第三戶：5.5成；第四戶以上：5成。 3. 高價住宅貸款：降至5.5成或4成。 4. 工業區閒置土地貸款：最高5.5成。
2021/9/24	自然人、工業區土地持有者	1. 受管制縣市第二戶不得有寬限期。 2. 工業區土地貸款降至5成。 3. 購地貸款限6成，含動工後撥貸條件。
2021/12/17	自然人、建商、工業區土地持有者	1. 高價住宅及第三戶以上貸款降至4成。 2. 餘屋與工業區土地貸款降至4成。 3. 購地貸款降至5成。
2023/6/16	自然人	1. 受管制縣市第二戶貸款限縮至7成。 2. 實質換屋者簽結切結書可豁免上限。
2024/6/14	自然人	1. 第二戶貸款成數由7成降至6成（受管制縣市）。 2. 有實質換屋需求者簽切結書一年內出售舊屋可豁免限制。 3. 違約者追繳差額並收罰息。
2024/9/19	自然人、法人、建商	1. 第二戶購屋貸款成數全國統一下調至5成。 2. 名下有住宅者第一戶貸款不得有寬限期。 3. 第三戶以上與高價住宅貸款：降至3成。 4. 法人購屋與建商餘屋貸款：亦降至3成。

資料來源：中央銀行新聞稿、政策彙整。  
「受管制縣市」包括：臺北市、新北市、桃園市、新竹市、新竹縣、臺中市、臺南市、高雄市。



#### 四、資料來源與特性

本研究採用財團法人聯合徵信中心（以下簡稱聯徵中心）之個人房屋貸款資料。台灣各銀行每月須向聯徵中心詳實申報尚未結案的房屋貸款資訊，包含貸款金額、繳款紀錄、逾期與未逾期金額、撥款利率、擔保品鑑估值及用途等。同時，該資料庫也包含銀行簽訂貸款契約時，所記錄的借款人（授信戶）個人特性（如薪資、教育程度、年資等）及擔保品特性（如座落縣市、樓層、面積、買賣契約價格）。這些資料分別儲存在不同檔案中，可透過以亂數呈現契約代碼、擔保品代碼、授信戶代碼進行串聯。本研究使用的資料檔包含：

- 授信餘額月報檔 (201)：記錄每筆貸款的繳款紀錄與額度狀況
- 授信擔保品關聯檔 (090)：連結擔保品代碼與契約代碼
- 不動產擔保品明細檔 (092)：記錄不動產擔保品鑑估值和售價
- 擔保品建號附加檔 (095)：記錄房屋擔保品細節，包含座落縣市、路段、建號等資訊
- 授信戶基本資料檔 (207)：記錄申請貸款當下借款人之性別、年齡、年薪、教育程度、職業等資料

由於銀行必須每月申報所有未結案貸款的還款與欠款細節，因此聯徵中心資料庫能

提供即時且全面的房貸資訊，特別適合分析房貸信用管制相關政策的效果。

#### 五、主樣本建構與處理過程

本研究觀察期間為 2018 年 1 月至 2023 年 12 月<sup>註3</sup>，以分析 2020 年底至2023 年底央行實施的一系列管制措施。我們將樣本處理過程整理於表3，詳細建構過程分為以下幾個階段：

樣本初步篩選：從聯徵中心每季季底提供之「授信餘額月報 (201)」中的每月 500 至 750 萬筆樣本開始，根據授信科目代號排除 A 催收款、B 呆帳、F 發行商業本票保證、J 應收信用狀款項、L 應收保證款項、V 無追索權應收帳款承購、X 應收承兌票款等約 20 萬筆資料，及 400 筆外幣貸款。由於研究聚焦於信用管制政策對自然人房地產交易的影響，進一步排除約 70 萬筆法人持有的房貸。依據央行管制措施公告中對房貸的定義，我們以用途代號「1」購置不動產為準，排除約 200 萬筆以汽車貸款為主之非房屋貸款資料。接著，我們根據契約代碼將同一人同一契約下的授信資料加總，合併為 200 萬筆房屋貸款契約。<sup>註4</sup>

資料串接與變數建構：我們首先透過擔保品代碼將「不動產擔保品明細檔 (092)」和「擔保品建號附加檔 (095)」進行連結，並利用後者中的房屋座落縣市、路段、建號等資訊，剔除同一建物重複的資料，計算每

一擔保品中包含的房屋總數<sup>註5</sup>及總面積。接著利用「不動產擔保品明細檔 (092)」計算擔保品代碼中的鑑估值總額和售價<sup>註6</sup>。通常擔保品會是購買之不動產，因此我們可以利用這個售價作為其購買之房屋的價格。

接著，利用「授信擔保品關聯檔 (090)」將貸款契約代碼與擔保品代碼串聯，以整合貸款契約與擔保品資訊。根據貸款契約成立年月，計算同一人截至該月份的多項資訊，包括房屋貸款戶數、房貸鑑估值、房屋購買價格、每平方公尺鑑估值、每平方公尺房屋購買價格、貸款年限，以及貸款利率。我們將 2018 年 1 月至 2023 年 12 月間所有資料合併成 155,689,102 筆個人-月資料，再根據最新房貸的契約成立年月，建構出每月新增的房屋貸款共 1,756,275 筆，同時記錄該筆新增貸款為個人的第幾戶房貸、該筆貸款的擔保品鑑估值、房屋購買價格、每平方公尺鑑估值、每平方公尺房屋購買價格、貸款年限，與貸款成數<sup>註7</sup>。

最終樣本處理：利用授信戶代碼，將「授信戶基本資料檔 (207)」中的授信戶個人資訊（包括性別、年齡、年薪、教育程度等）與每人每月新增貸款資料檔進行合併。在進行實證分析時，剔除了擔保品中無房屋、貸款額為零的樣本（約 21 萬筆）。為減少極端值對實證結果的影響，對所有變數進行極端值調整 (Winsorization)，將大於

第 99 百分位數的數值設為第 99 百分位數，將小於第 1 百分位數的數值設為第 1 百分位數<sup>註8</sup>。我們運用前述資料處理流程所建立的每人每月新增貸款資料檔（共 1,540,557 筆），根據不同實證研究設計的需求，分別建構了分析選擇性信用管制政策與新青安貸款方案的估計樣本。以下分別說明這些估計樣本的建構過程。

## 六、第一波信用管制估計樣本

為分析 2020 年 12 月央行針對個人第三戶房貸實施的貸款成數限制政策，建構了以下估計樣本。分析單位為每一筆新增房屋貸款，也就是每一個借款人在特定月份的新增房屋貸款。首先，將觀察期間設定為 2020 年 1 月至 2021 年 12 月。根據信用管制政策的內容，以新增房貸為個人第三戶房貸作為實驗組，並以該房貸為借款人的第二戶房貸作為對照組<sup>註9</sup>。由於高價住宅適用不同的管制規定，依據售價及房屋座落縣市，排除了符合高價住宅定義的樣本。此外，為確保實驗組樣本確實受政策影響，也排除了包含多戶房屋的單一擔保品樣本（約 85,000 筆），因這類貸款難以明確判定哪一棟房屋受到政策限制。經過上述篩選條件後，最終進入估計的樣本共計 53,204 筆，其中實驗組（第三戶）為 4,264 筆，對照組（第二戶）為 48,940 筆。

表3 樣本建構與處理流程

編號	處理階段	處理內容與條件
1	資料來源	使用聯徵中心「授信餘額月報(201)」，涵蓋2018年1月至2023年12月每月資料，每月約500-750萬筆樣本。
2	排除不相關貸款	刪除授信科目代號為A、B、F、J、L、V、X等貸款類型，約20萬筆。
3	排除外幣貸款	排除約400筆以外幣計價的房貸。
4	排除法人貸款	根據借款人身分註記，排除約70萬筆法人房貸資料。
5	保留購置不動產	僅保留用途代號 = 1（購置不動產），刪除其他用途如車貸等約200萬筆非房貸資料。
6	合併契約資料	根據契約代碼合併同一人同一契約下拆分的授信額度，統整為200萬筆房貸契約。
7	擔保品資料清理	串接「不動產擔保品明細檔(092)」與「建號附加檔(095)」，剔除重複估價資料，計算房屋總數與總面積。

## 七、第三波信用管制估計樣本

為分析 2021 年 9 月央行針對特定地區（包含臺北市、新北市、桃園市、臺中市、臺南市、高雄市、新竹縣及新竹市）實施的第二戶房貸無寬限期政策，建構了以下估計樣本。分析單位同樣為每一筆新增房屋貸款。將觀察期間設定為 2021 年 1 月至 2022 年 2 月<sup>註10</sup>。根據研究設計，以特定地區的新增房貸為借款人的第二戶房貸作為實驗組，並以該房貸為借款人的第一戶作為對照組<sup>註11</sup>。由於高價住宅適用不同的管制規定，我們依據售價及房屋座落縣市，排除了符合高價住宅定義的樣本。經過上述篩選條件後，最終進入估計的樣本共計 252,174 筆樣本，其中實驗組（特定地區第二戶）為 44,485 筆，對照組（特定地區第一戶）為 207,689 筆。

## 八、第五波信用管制估計樣本

為分析 2023 年 6 月央行針對特定地區（與第三波相同）實施的第二戶房貸貸款成數限制政策，我們建構了以下估計樣本。分析單位同樣為每一筆新增房屋貸款。我們將觀察期間設定為 2022 年 6 月至 2023 年 12 月。根據研究設計，以特定地區的新增房貸為第二戶者作為實驗組，以第一戶者作為對照組，並排除受青安貸款影響之樣本<sup>註12</sup>。由於高價住宅適用不同的管制規定，我們依據售價及房屋座落縣市，排除了符合高價住宅定義的樣本。此外，為確保實驗組樣本確實受政策影響，也排除了包含多戶房屋的單一擔保品樣本（約 25,000 筆），因這類貸款難以明確判定哪一棟房屋受到政策限制。經過上述篩選條件後，最終進入估計的樣本共計 280,419 筆樣本，其中實驗組（特定地區第

二戶) 為 27,715 筆，對照組 (特定地區第一戶) 為 252,704 筆。

## 九、新青安貸款估計樣本

在分析新青安貸款前，我們先說明如何從資料中識別青年安心成家貸款 (簡稱青安貸款)。青安貸款是由八大公股行庫 (臺灣銀行、土地銀行、合作金庫、兆豐銀行、第一銀行、華南銀行、彰化銀行、台灣企銀) 執行的房貸利率補貼方案。由於聯徵中心資料並未直接註記是否為青安貸款，我們透過以下方式進行辨識：首先計算青安貸款的補貼利率，其中基準利率採用中華郵政 2 年期定期儲金額度未達 500 萬元機動利率，再加計財政部國庫署與內政部住宅基金的利率補貼<sup>註13</sup>。接著，利用「授信餘額月報 (201)」中的銀行代碼及貸款利率，篩選出符合青安

貸款補貼利率的公股行庫授信戶。我們以此方式認定的青安貸款，無論在件數或貸款金額上，都與國庫署公告的各銀行青安貸款辦理情形相當接近。

為分析 2023 年 8 月推出的新青安貸款的效果，我們建構了以下估計樣本。分析單位同樣為每一筆新增房屋貸款。將觀察期間設定為 2023 年 1 月至 2023 年 12 月。根據研究設計，我們僅保留新增房貸為借款人的第一戶房屋貸款的樣本，其中以青安貸款者為實驗組，非青安貸款者為對照組。由於高價住宅適用不同的管制規定，我們依據售價及房屋座落縣市，排除了符合高價住宅定義的樣本。經過上述篩選條件後，最終進入估計的樣本共計 220,444 筆，其中實驗組 (青安貸款) 為 30,763 筆，對照組 (非青安貸款) 為 189,681 筆。

## 參、實證方法

### 一、差異中差異法

本研究採用差異中差異法 (Difference-in-Differences, 簡稱 DID) 來評估選擇性信用管制政策與新青安貸款的效果：

$$M_i = \alpha Treat_i + \beta Post_{t(i)} + \gamma Treat_i \times Post_{t(i)} + \theta_{t(i)} + X_{b(i)}\varphi + \varepsilon_i \quad (1)$$

其中， $M_i$  為房屋貸款  $i$  的相關變數，即我們關注的結果變數，包含房貸成數、新增房貸金額、貸款利率、貸款年限、該筆貸款所購

買之房屋購買價格、每平方公尺房屋購買價格等。 $Treat_i = 1$  代表該筆房屋貸款有受到政策影響 (實驗組)， $Treat_i = 0$  則代表沒受到政策影響的房貸 (對照組)。 $t(i)$  表示該筆房貸的借款時點 (月)， $Post_{t(i)}$  為政策實施後的虛擬變數， $\theta_{t(i)}$  為時間固定效果 (即年-月固定效果)，用以控制總體經濟狀況與季節性因素。 $X_{b(i)}$  為可觀察到的個人特性變數，包含借款人  $b(i)$  的各項特徵，像是年齡、性別、年薪等，而  $\varepsilon_i$  代表誤差項。估計



式中的關鍵係數為  $\gamma$ ，在無其他因素同時影響實驗組變數的假設下，該係數代表政策實施的平均效果。我們將使用這套實證架構，用於評估各波選擇性信用管制政策與新青安貸款的效果。各政策的實驗組與對照組定義，以及具體的樣本期間，將在對應的實證結果的討論中詳述。

## 二、區域層次分析: Shift-Share 估計法

由於上述分析著重在個別政策對特定類型房屋貸款的效果，為了能估計2020年以來各波信用管制政策對「整體」房貸市場的影響，我們也將採用 Shift-Share 工具變數方法來進行評估。Shift-Share 工具變數方法最早由Bartik (1991) 提出並應用於勞動經濟學研究，近年來在實證研究中被廣泛使用。例如，Autor et al. (2013) 利用這個方法研究中國進口對美國地方勞動市場的衝擊，Card (2001) 用它分析移民對當地勞動市場的影響，而Kovak (2013) 則將其應用於研究貿易自由化的區域效果。這個方法的優點在於能同時考量所有信用管制措施（包含對自然人、公司法人、建商等不同對象的管制）對區域房貸市場的綜合效果。就如同Autor et al. (2013) 用各地區產業結構的差異來衡量中國進口衝擊的影響程度，我們利用各區域在政策實施前的房貸結構差異，來衡量信用管制政策的影響強度。具體而言，我們進行以下二階段最小平方方法估計：

$$\begin{aligned}\Delta L_{rt,t-\tau} &= \alpha_0 + \alpha_1 \Delta LTV_{rt,t-\tau} + X_{rt-\tau} \delta + \varepsilon_{rt} \\ \Delta H_{rt,t-\tau} &= \beta_0 + \beta_1 \Delta \hat{L}_{rt,t-\tau} + X_{rt-\tau} \delta + u_{rt}\end{aligned}$$

其中， $\Delta L_{rt,t-\tau}$  代表區域  $r$  在政策實施期 ( $t$ ) 與基準期 ( $t - \tau$ ) 之間的平均房貸成數變化<sup>註14</sup>，在這個研究中，我們以 2019 年為基準期，2023 年則為政策實施期， $\Delta H_{rt,t-\tau}$  則代表區域  $r$  在同一期間的不動產相關變數變化，包括房貸交易量、房屋交易量與每平方公尺房屋購買價格等。 $X_{rt-\tau}$  為一組控制變數，包含區域特徵如平均教育程度、平均家戶所得等。工具變數  $\Delta LTV_{rt,t-\tau}$  的建構方式如下：

$$\Delta LTV_{rt,t-\tau} = \sum_k \Delta LTV_{rkt,t-\tau} \frac{M_{rkt,t-\tau}}{M_{rt,t-\tau}}$$

其中， $\Delta LTV_{rkt,t-\tau}$  代表區域  $r$  的第  $k$  類房貸在期間 ( $t, t - \tau$ ) 的貸款成數上限變化。成數上限未變化則為 0。 $k$  的類型依照信用管制政策規範劃分，例如：自然人第一戶房貸、第二戶房貸等。 $M_{rkt,t-\tau}$  與  $M_{rt,t-\tau}$  分別代表區域  $r$  在基期（2019 年下半年）的第  $k$  類房貸授信餘額總額與總授信餘額總額。我們選擇 2019 年下半年作為基期，以避免政策實施後的內生性問題，並以 2023 年下半年作為政策實施後的比較期<sup>註15</sup>。這個方法的概念是利用各區域在政策實施前不同類型房貸的分布結構，結合各類型房貸受到政策影響的程度，來建構一個反映該區域受政策影響強度的指標。由於這個指標是建立在政策實施前的區域特徵上，可視為一個外生的政



策衝擊。我們用此衝擊作為實際房貸成數變化的工具變數，進而估計房貸成數變化對區

域房地產市場的影響。

## 肆、實證結果

### 一、第一波房貸信用管制之效果

本節呈現第一波房貸信用管制政策的估計結果。此波信用管制在 2020 年 12 月實施，規定自然人第三戶房屋貸款成數最高上限不得超過 60%。因此，我們在估計式 (1) 是以第三戶房貸作為實驗組 ( $Treat_i = 1$ )，第二戶房貸作為對照組 ( $Treat_i = 0$ )。樣本期間為 2020 年 1 月至 2021 年 12 月，其中 2020 年 11 月以前為政策施行前期間 ( $Post_{t(i)} = 0$ )，2020 年 12 月以後則為施行後期間 ( $Post_{t(i)} = 1$ )。

#### (一) 敘述統計

表4比較第一波信用管制實施前，實驗組和對照組的房屋貸款相關變數與借款人特徵，我們可以發現兩組有許多相似之處。首先，兩組的平均貸款成數相當接近，實驗組為 66.0%，對照組為 66.6%，差異十分微小。新增房貸金額方面，實驗組平均為 782 萬元，對照組為 802 萬元，差異同樣微小且不顯著。然而，實驗組的貸款條件較差，像是貸款年限比對照組少約 20 個月，且平均貸款利率高出約 0.066 個百分點。這反映銀行對於已擁有多戶房貸的借款人給予較嚴格的貸款條件，可能是考慮到這類借款人的整

體債務負擔較高，違約風險相對較大，因此採取較為審慎的授信策略。

在貸款所購置之房屋的特徵上，實驗組的每平方公尺房屋購買價格較高，但總價較低，反映出實驗組的貸款人可能購買較小但單價較高的房屋。兩組的房屋在所在位置於六都的占比（約 82%）和台北市的占比（約 12%）都相當接近。最後，在借款人特徵方面。實驗組與對照組在教育程度與性別分布近似，較明顯的差異是年齡，實驗組的借款人的平均年齡較對照組多出 1.8 歲。上述敘述統計顯示，在信用管制前，實驗組與對照組各類特徵類似，但在借款人的年齡上有一些差異，這部分會在迴歸分析時加以控制。

#### (二) DID 估計值

表5呈現 DID 式 (1) 中  $\gamma$  係數（即  $Treat_i \times Post_{t(i)}$  的係數）的估計結果，衡量第一波信用管制政策在實施後平均效果。表中分別呈現六個主要房貸相關變數（Panel A 至 F）在不同控制變數設定下的估計結果。值得注意的是，從最基本的設定到逐步加入年-月固定效果與借款人特徵後，估計係數都相當穩定，顯示估計結果的穩健性。

首先，在貸款條件方面，第一波選擇性信用管制政策讓實驗組樣本的貸款成數顯

著降低約8.7 個百分點 (Panel A)，相對於基準值 66% 的降幅約為 13%。新增房貸金額 (Panel B) 也顯著下降約 21 – 22%，顯示部分原本打算借入較高金額的借款人可能已退出市場。同時，我們也發現貸款年限 (Panel C) 顯著減少約 6 個月，且貸款利率 (Panel D) 顯著上升約 0.11 個百分點。在購屋行為方面，我們同樣觀察到顯著的轉變。借款人所購置的房屋購買價格 (Panel E) 下降約 6%，而每平方公尺房屋購買價格 (Panel F) 則顯著下降約 8%。這個差異性的變化顯示第三戶購屋者面對貸款成數限制時，傾向

選擇單價較低的房屋，這個發現與過去文獻 (Tzur-Ilan, 2023) 的結果一致。

總的來說，第一波選擇性信用管制政策針對第三戶房貸的貸款成數的限制，有效降低了第三戶購屋者的房貸成數，也引發了一系列市場調整。我們發現借款人的新增第三戶房貸的貸款年限縮短、貸款利率上升，顯示銀行可能透過調整貸款條件來因應政策衝擊。在這些轉變下，也讓第三戶房貸的借款者轉向選擇單價較低的房屋，以維持原先預期的居住空間。

表4 敘述統計：第一波房貸信用管制的估計樣本

變數名稱	實驗組平均	控制組平均	平均差
貸款成數	0.660 (0.205)	0.666 (0.213)	-0.006 (0.005)
新增貸款金額 (千元)	7,816 (7,248)	8,017 (6,713)	-200.1 (144.6)
貸款年限 (月)	265.0 (70.54)	284.7 (72.38)	-19.67*** (1.542)
貸款利率	1.623 (0.369)	1.560 (0.353)	0.066*** (0.008)
房屋購買價格 (千元)	11,819 (9,702)	12,195 (9,110)	-375.7* (196)
每平方公尺房屋購買價格 (千元)	87.84 (64.67)	84.12 (61.53)	3.722*** (1.321)
六都比例	0.821 (0.384)	0.819 (0.385)	0.001 (0.008)
臺北市比例	0.122 (0.327)	0.116 (0.321)	0.006 (0.007)
性別 (女)	0.473 (0.499)	0.485 (0.500)	-0.012 (0.011)
年齡	46.50 (8.895)	44.66 (9.050)	1.835*** (0.193)
教育年數	13.02 (4.334)	13.17 (4.333)	-0.143 (0.093)
樣本數	2,452	20,669	

註：上表為比較新增之個人第三戶房貸（實驗組）與新增之個人第二戶房貸（控制組）在政策施行前之敘述統計。括號內為標準誤。\*\*\*：1% 顯著水準，\*\*：5% 顯著水準，\*：10% 顯著水準。

表5 DID 估計值：第一波房貸信用管制

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Panel A: 房貸成數					
Treat × Post	-0.0878*** (0.00642)	-0.0879*** (0.00642)	-0.0869*** (0.00639)	-0.0870*** (0.00638)	-0.0870*** (0.00638)
基準值平均	0.660				
Panel B: 新增房貸金額取對數					
Treat × Post	-0.223*** (0.0306)	-0.221*** (0.0307)	-0.220*** (0.0306)	-0.212*** (0.0305)	-0.212*** (0.0303)
基準值平均	8.550				
Panel C: 貸款年限					
Treat × Post	-6.860*** (2.375)	-6.021** (2.383)	-6.142*** (2.287)	-6.018*** (2.288)	-5.944*** (2.270)
基準值平均	265.0				
Panel D: 貸款利率					
Treat × Post	0.116*** (0.0121)	0.113*** (0.0118)	0.115*** (0.0120)	0.113*** (0.0120)	0.113*** (0.0119)
基準值平均	1.623				
Panel E: 房屋購買價格取對數					
Treat × Post	-0.0691*** (0.0250)	-0.0680*** (0.0250)	-0.0680*** (0.0248)	-0.0600** (0.0248)	-0.0600** (0.0246)
基準值平均	9.078				
Panel F: 房屋每平方公尺購買價格取對數					
Treat × Post	-0.0858*** (0.0290)	-0.0761*** (0.0291)	-0.0858*** (0.0290)	-0.0837*** (0.0291)	-0.0833*** (0.0291)
基準值平均	4.200				
樣本數	83,703				
年-月固定效果	是				
年齡	是				
性別	是				
年薪	是				
教育程度	是				

註：上表為比較新增之個人第三戶房貸（實驗組）與新增之個人第二戶房貸（控制組）不同結果變數之 DID 估計值。括號內為群聚穩健標準誤 (Cluster robust standard error)。基準值平均為實驗組在政策施行前之平均。各模型包含不同控制變數，並以「是」註記。\*\*\*：1% 顯著水準，\*\*：5% 顯著水準，\*：10% 顯著水準。

## 二、第三波房貸信用管制之效果

本節呈現第三波房貸信用管制政策的估計結果。此波信用管制在 2021 年 9 月實施，規定特定管制地區（包含臺北市、新北市、桃園市、臺中市、臺南市、高雄市、新竹縣及新竹市）之個人第二戶新增房貸須採無寬限期，而第一戶的房貸則不受此限制。因此，我們在估計時以特定管制地區第二戶房貸作為實驗組 ( $Treat_i = 1$ )，同樣區域的第一戶房貸作為對照組 ( $Treat_i = 0$ )。樣本期間為 2021 年 1 月至 2022 年 2 月，其中 2021 年 8 月以前為政策施行前期間 ( $Post_{t(i)} = 0$ )，2021 年 9 月以後則為施行後期間 ( $Post_{t(i)} = 1$ )。

### (一) 敘述統計

表 6 比較在第三波信用管制實施前，實驗組（第二戶房貸）和對照組（第一戶房貸）的房屋貸款相關變數與借款人特徵。整體而言，兩組在某些特徵上相似，但也存在一些明顯差異。首先，兩組的平均貸款成數相當接近，實驗組為 66.3%，對照組為 66.0%，差異極小。然而，在新增貸款金額方面，實驗組平均為 848 萬元，明顯高於對照組的 766 萬元。貸款條件方面，由於實

驗組為第二戶房貸，基於銀行對多重債務風險的考量，其貸款條件較為嚴格：貸款年限較短（少約 5.5 個月），且平均貸款利率高出約 0.023 個百分點。這種差異化的貸款條件，反映了銀行在風險管理上對第二戶房貸採取較為審慎的態度。

在貸款所購置之房屋的特徵上，實驗組的房屋購買價格較高，平均為 1,322 萬元，比對照組高出約 130 萬元。然而，實驗組的每平方公尺房屋購買價格反而較低，顯示實驗組的貸款人傾向購買較大但每平方公尺單價較低的房屋。在購買之房屋的區位分布上，因為特定地區僅新竹縣市不屬於六都，兩組房屋位於六都的比例都相當高，但實驗組略低（91.0% vs 91.8%）；而在台北市的占比方面，實驗組較高（12.1% vs 10.1%）。最後，在借款人特徵方面，實驗組與對照組在性別分布和教育程度上幾乎完全一致，但在年齡上有顯著差異，實驗組的借款人平均年齡較對照組大 1.9 歲。上述敘述統計顯示，在信用管制前，實驗組與對照組在貸款條件與借款人年齡上有一些差異，這些差異將在迴歸分析時透過固定效果的方式納入控制。

表6 敘述統計：第三波房貸信用管制的估計樣本

變數名稱	實驗組平均	控制組平均	平均差
貸款成數	0.663 (0.213)	0.660 (0.213)	0.00264* (0.00148)
新增貸款金額（千元）	8,481 (6,415)	7,659 (5,615)	821.9*** (40.07)
貸款年限（月）	302.6 (70.17)	308.1 (69.53)	-5.523*** (0.484)
貸款利率	1.445 (0.253)	1.422 (0.227)	0.0225*** (0.00161)
房屋購買價格（千元）	13,217 (9,167)	11,914 (7,839)	1,303*** (56.24)
每平方公尺房屋購買價格（千元）	72.74 (62.69)	82.45 (55.83)	-9.707*** (0.397)
六都比例	0.910 (0.286)	0.918 (0.274)	-0.00799*** (0.00192)
臺北市比例	0.121 (0.326)	0.101 (0.302)	0.0194*** (0.00213)
性別（女）	0.476 (0.499)	0.474 (0.499)	0.00156 (0.00347)
年齡	43.15 (9.751)	41.25 (10.36)	1.900*** (0.0712)
教育年數	13.37 (4.296)	13.37 (4.197)	0.00486 (0.0293)
樣本數	25,345	113,727	

註：上表為比較特定地區新增之個人第二戶房貸（實驗組）與特定地區新增之個人第一戶房貸（控制組）在政策施行前之敘述統計。括號內為標準誤。\*\*\*：1% 顯著水準，\*\*：5% 顯著水準，\*：10% 顯著水準。



## (二) DID 估計值

表7呈現 DID 式 (1) 中  $\gamma$  係數的估計結果，這個係數衡量了第三波信用管制政策的平均效果。表中分別呈現了六個主要房貸相關變數（Panel A 至 F）的估計結果，每個 Panel 都包含五種控制變數設定：(1) 基本模型、(2) 加入年-月固定效果、(3) 加入借款人年齡、(4) 加入性別與年薪、(5) 加入教育程度。部分估計結果會因為控制變數而有差異，若無特別說明，我們會以控制所有變數下的設定為主要估計結果（即第五欄）。實證結果顯示，第三波信用管制政策即便主要規範還款方式，而非直接限制貸款成數，仍能對房貸市場產生影響。Panel A 的估計結果顯示，第二戶房貸的借款人在無寬限期政策實施後的貸款成數降低約 0.31 個百分點，但估計值並不顯著異於 0。不過，無寬限期政策平均來說讓實驗組樣本的貸款金額（Panel B）顯著下降約 4%，這反映了市場參與者面對無寬限期政策時的調整機制。即使政策沒有直接限制貸款額度，但透過提高借款人每月還款的壓力，讓借款人降低借貸金額，以因應更嚴格的還款要求。

在其他借貸條件方面，我們發現無寬限期政策對貸款年限（Panel C）平均來說估計值為負但不顯著。貸款利率（Panel D）則

顯著上升約 0.04 個百分點，相對於基準值 1.445%，增幅為 2.84%。這些變化揭示了市場的兩個調整機制：一是借款人因應較高的每月還款負擔而降低借貸金額；二是銀行針對留在市場上的高品質借款人，提供較短期且利率較高的貸款產品，反映銀行在風險管理上對第二戶房貸較為審慎。在房屋購買價格方面，我們發現，第二戶相較於第一戶，無寬限期政策能顯著降低房屋購買總價與單價。房屋購買總價（Panel E）下降 4%，每平方公尺房屋購買價格（Panel F）更是下降 17%。這種總價降幅小於單價降幅的現象，暗示在無寬限期政策下，每月還款壓力上升，借款人可能轉向購買地段較差（反映在較低的單價）的房屋，以因應無寬限期政策帶來的還款壓力。

總的來說，我們發現即使不直接管制貸款成數，央行仍可透過要求無寬限期，以及銀行配合政策，自主對無寬限期之貸款調高利率方式，有效影響房屋貸款行為。這個管制手段主要是透過改變借款人的還款壓力來發揮作用：在無寬限期的情況下，借款人必須從貸款初期就開始攤還本金，導致較高的每月還款負擔。這種還款壓力對投機性購屋者的影響特別明顯，因為他們往往同時持有多筆房貸。

表7 DID 估計值：第三波房貸信用管制

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<b>Panel A: 貸款成數</b>					
<i>Treat × Post</i>	0.00264*	-0.00187	-0.00359*	-0.00364*	-0.00313
	(0.00148)	(0.00219)	(0.00216)	(0.00216)	(0.00216)
基準值平均			0.663		
<b>Panel B: 新增房貸金額取對數</b>					
<i>Treat × Post</i>	0.0823***	-0.0439***	-0.0479***	-0.0469***	-0.0403***
	(0.00578)	(0.00850)	(0.00849)	(0.00847)	(0.00838)
基準值平均			8.752		
<b>Panel C: 貸款年限</b>					
<i>Treat × Post</i>	-5.523***	-0.160	-1.239*	-1.243*	-0.994
	(0.487)	(0.728)	(0.668)	(0.668)	(0.666)
基準值平均			302.6		
<b>Panel D: 貸款利率</b>					
<i>Treat × Post</i>	0.0225***	0.0420***	0.0410***	0.0410***	0.0392***
	(0.00173)	(0.00265)	(0.00264)	(0.00264)	(0.00261)
基準值平均			1.445		
<b>Panel E: 房屋購買價格取對數</b>					
<i>Treat × Post</i>	0.0728***	-0.0512***	-0.0509***	-0.0498***	-0.0446***
	(0.00451)	(0.00672)	(0.00667)	(0.00664)	(0.00657)
基準值平均			9.276		
<b>Panel F: 房屋每平方公尺購買價格取對數</b>					
<i>Treat × Post</i>	-0.502***	-0.174***	-0.173***	-0.172***	-0.171***
	(0.0113)	(0.0180)	(0.0178)	(0.0178)	(0.0178)
基準值平均			3.565		
樣本數			252,174		
年-月固定效果		是			
年齡			是	是	是
性別				是	是
年薪				是	是
教育程度					是

註：上表為比較特定地區新增之個人第二戶房貸（實驗組）與特定地區新增之個人第一戶房貸（控制組）不同結果變數之 DID 估計值。括號內為群聚穩健標準誤 (Cluster robust standard error)。基準值平均為實驗組在政策施行前之平均。各模型包含不同控制變數，並以「是」註記。\*\*\*：1% 顯著水準，\*\*：5% 顯著水準，\*：10% 顯著水準。

### 三、第五波房貸信用管制之效果

本節呈現第五波房貸信用管制政策的估計結果。此波信用管制在 2023 年 6 月實施，是在 2021 年 9 月第三波針對特定地區第二戶房貸實施無寬限期政策的基礎上，進一步規定特定地區的第二戶房貸，貸款成數最高上限不得超過 70%。因此，我們在估計式 (1) 是以特定地區第二戶房貸作為實驗組 ( $Treat_i = 1$ )，第一戶房貸作為對照組 ( $Treat_i = 0$ )。樣本期間為 2022 年 6 月至 2023 年 12 月，其中 2023 年 5 月以前為政策施行前期間 ( $Post_{t(i)} = 0$ )，2023 年 6 月以後則為施行後期間 ( $Post_{t(i)} = 1$ )。

#### (一) 敘述統計

表8比較第五波信用管制實施前，實驗組和對照組的房屋貸款相關變數與借款人特徵。整體而言，兩組在多數特徵上存在顯著但微小的差異。首先，兩組的平均貸款成數相當接近，實驗組為 66.4%，對照組為

65.5%，差異約 0.9個百分點。新增房貸金額方面，實驗組平均為 826 萬元，對照組為 846 萬元，差異約 20 萬元。實驗組的貸款條件相對較差，貸款年限比對照組少約13 個月，且平均貸款利率高出約 0.21 個百分點。

在貸款所購置之房屋的特徵上，實驗組的每平方公尺房屋購買價格較高，但總價較低，顯示實驗組的貸款人傾向購買較小但單價較高的房屋。兩組在臺北市的占比相近，實驗組約 10.2%，對照組約 9.7%。在借款人特徵方面，實驗組的借款人平均年齡較對照組多出約 2.9 歲，且女性占比略高 0.014。教育程度方面，實驗組平均教育年數較對照組低約 0.25 年。上述敘述統計顯示，在信用管制前，實驗組與對照組在貸款成數等主要特徵上差異不大，但在借款人的人口特徵上存在一些差異，這些差異將在迴歸分析時透過控制變數加以處理。需要注意的是，這裡兩組特性上的差異，有一部分可能來自於第三波信用管制政策的影響。

表8 敘述統計：第五波房貸信用管制的估計樣本

變數名稱	實驗組平均	控制組平均	平均差
貸款成數	0.664 (0.203)	0.655 (0.217)	0.00864*** (0.00174)
新增貸款金額（千元）	8,263 (6,283)	8,461 (5,889)	-193.2*** (47.96)
貸款年限（月）	309.6 (69.52)	323.1 (0.275)	-13.47*** (0.55)
貸款利率	2.147 (0.286)	1.941 (0.263)	0.208*** (0.00224)
房屋購買價格（千元）	12,777 (8,678)	13,223 (8,114)	-436.5*** (66.11)
每平方公尺房屋購買價格（千元）	94.40 (60.80)	89.67 (67.81)	4.893*** (0.497)
臺北市比例	0.102 (0.302)	0.097 (0.296)	0.0046* (0.0024)
性別（女）	0.496 (0.500)	0.482 (0.500)	0.014*** (0.00404)
年齡	44.08 (9.138)	41.21 (10.06)	2.869*** (0.0806)
教育年數	13.17 (4.312)	13.41 (4.199)	-0.246*** (0.034)
樣本數	16,958	155,709	

註：上表為比較特定地區新增之個人第二戶房貸（實驗組）與特定地區新增之個人第一戶房貸（控制組）在政策施行前之敘述統計。括號內為標準誤。\*\*\*：1% 顯著水準，\*\*：5% 顯著水準，\*：10% 顯著水準。

## (二) DID 估計值

表9呈現 DID 式(1) 中  $\gamma$  係數的估計結果，橫跨五種不同的模型設定，逐步加入控制變數以檢視估計結果的穩健性，我們會以控制變數最完整的第 5 欄為主要估計結果。實證結果顯示第五波信用管制政策對特定地區第二戶房貸的影響如下：首先，在貸款成數方面（Panel A），政策實施後實驗組相較於對照組的貸款成數顯著下降約 2.16 個百分點，這個降幅約為實驗組政策實施前平均貸款成數（66.4%）的 3.25%，且在加入不同控制變數後估計值相當穩定。

在新增房貸金額方面（Panel B），政策實施後實驗組相較於對照組下降約 3.88%，且在五種模型設定下都呈現統計顯著。貸款年限（Panel C）也出現顯著減少，約減少 2.2 個月，但這個效果僅在控制借款人特徵後才變得顯著。相較之下，貸款利率（Panel

D）的估計值雖為負但相當小，且統計上不顯著，顯示銀行並未因應本波政策而調整第二戶房貸的利率。

在房屋購買價格方面（Panel E），政策實施後實驗組相較於對照組下降約 1.80%，且在不同模型設定下都達到統計顯著。然而，每平方公尺房屋購買價格（Panel F）的估計值雖為負但統計上不顯著，這表示本波政策雖然對房屋購買價格產生些微的抑制效果，但對單位面積房屋購買價格的影響並不明顯。整體而言，DID 的估計結果顯示，第五波信用管制政策確實對特定地區第二戶房貸產生了抑制效果，但影響程度不大。這可能反映出本波政策是在 2021 年 9 月已實施無寬限期管制的基礎上，進一步調降貸款成數上限，這讓政策所產生的邊際效果較小。為了方便比較第一、三、五波信用管制的結果，我們將三波的結果簡要整理在表10。



表9 DID 估計值：第五波房貸信用管制

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<b>Panel A: 房貸成數</b>					
<i>Treat × Post</i>	-0.0184*** (0.00256)	-0.0183*** (0.00256)	-0.0215*** (0.00253)	-0.0213*** (0.00254)	-0.0216*** (0.00253)
基準值平均			0.664		
<b>Panel B: 新增房貸金額取對數</b>					
<i>Treat × Post</i>	-0.0335*** (0.0103)	-0.0336*** (0.0103)	-0.0361** (0.0103)	-0.0358*** (0.0103)	-0.0388*** (0.0102)
基準值平均			8.738		
<b>Panel C: 貸款年限</b>					
<i>Treat × Post</i>	-1.037 (0.897)	-1.059 (0.897)	-2.103** (0.851)	-2.088** (0.851)	-2.211*** (0.846)
基準值平均			309.6		
<b>Panel D: 貸款利率</b>					
<i>Treat × Post</i>	-0.00280 (0.00340)	-0.00238 (0.00319)	-0.0014 (0.00342)	-0.00151 (0.00342)	-0.000861 (0.0034)
基準值平均			2.147		
<b>Panel E: 房屋購買價格取對數</b>					
<i>Treat × Post</i>	-0.0204** (0.00803)	-0.0208*** (0.00803)	-0.0155* (0.00797)	-0.0156** (0.00794)	-0.0180** (0.00788)
基準值平均			9.255		
<b>Panel F: 房屋每平方公尺購買價格取對數</b>					
<i>Treat × Post</i>	-0.0125 (0.0150)	-0.0179 (0.015)	-0.00609 (0.015)	-0.00630 (0.015)	-0.00572 (0.015)
基準值平均			4.242		
樣本數			83,703		
年-月固定效果		是			
年齡			是	是	是
性別				是	是
年薪				是	是
教育程度					是

註：上表為比較特定地區新增之個人第二戶房貸（實驗組）與特定地區新增之個人第一戶房貸（控制組）不同結果變數之 DID 估計值。括號內為群聚穩健標準誤 (Cluster robust standard error)。基準值平均為實驗組在政策施行前之平均。各模型包含不同控制變數，並以「是」註記。\*\*\*：1% 顯著水準，\*\*：5% 顯著水準，\*：10% 顯著水準。

表10 各波選擇性信用管制政策效果綜合比較

變數	第一波（2020/12）	第三波（2021/9）	第五波（2023/6）
貸款成數（LTV）	下降（約13%）	下降（約2–3%）	下降（約3%）
新增房貸金額	下降（約20–30%）	下降（約13–15%）	下降（約4%）
貸款年限	減少（明顯）	減少（不顯著）	減少（約2%，部分顯著）
貸款利率	上升（約8–13%）	上升（約6–7%）	不變
房屋買價	下降（約6%）	下降（約4–8%）	下降（約1.8%）
每平方公尺買價	下降（約8–20%）	下降（約20%）	不變

#### 四、新青安貸款對房貸與房屋交易市場的影響

本節分析 2023 年 8 月實施的青年安心成家購屋優惠貸款精進方案（新青安）。為了評估此政策的效果，我們以新增青安貸款者作為實驗組 ( $Treat_i = 1$ )，第一戶非青安貸款者作為對照組 ( $Treat_i = 0$ )。樣本期間為 2023 年 1 月至 2023 年 12 月，其中 2023 年 7 月以前為政策施行前期間 ( $Post_{t(i)} = 0$ )，2023 年 8 月以後則為施行後期間 ( $Post_{t(i)} = 1$ )。

##### （一）敘述統計

表11比較新青安政策實施前，實驗組和對照組的房屋貸款相關變數與借款人特徵。整體而言，兩組在貸款條件和購屋選擇上存

在顯著差異，反映了選擇申請青安貸款者與一般首購者的不同特性。

在貸款條件方面，實驗組的平均貸款成數（66.7%）略高於對照組（65.1%），但新增貸款金額顯著較低，平均約 552 萬元，比對照組的 849 萬元少了 297萬元。實驗組的貸款年限較長（340 個月 vs. 321 個月），且有較低的貸款利率（2.006% vs. 2.117%），這可能與青安貸款原有的利率補貼有關。

在購屋行為方面，實驗組的平均房屋購買價格（916 萬元）和每平方公尺房屋購買價格（7.63 萬元）都顯著低於對照組（分別為 1,348 萬元和 8.76萬元）。此外，實驗組在六都和台北市的購屋比例也較低，分別低了 15.2 和 4.57 個百分點，顯示青安貸款申請者傾向選擇較便宜且位於非都會區的房屋。

表11 敘述統計：新青安貸款的估計樣本

變數名稱	實驗組平均	控制組平均	平均差
貸款成數	0.667 (0.193)	0.651 (0.217)	0.0163*** (0.00242)
新增貸款金額（千元）	5,518 (3,116)	8,490 (6,030)	-2,971*** (65.84)
貸款年限（月）	340.3 (46.38)	320.8 (71.41)	19.57*** (0.784)
貸款利率	2.006 (0.0862)	2.117 (0.249)	-0.110*** (0.00270)
房屋購買價格（千元）	9,156 (5,692)	13,477 (11,200)	-4,321*** (96.89)
房屋每平方公尺購買價格（千元）	76.30 (42.47)	87.64 (59.14)	-11.35*** (0.652)
六都比例	0.656 (0.475)	0.808 (0.393)	-0.52*** (0.00449)
臺北市比例	0.0442 (0.206)	0.090 (0.286)	-0.0457*** (0.00315)
性別（女）	0.474 (0.499)	0.481 (0.500)	-0.00658 (0.00561)
年薪（千元）	604.7 (1,132)	786.9 (1,634)	-182.2*** (17.99)
年齡	36.07 (8.568)	41.73 (10.18)	-5.654*** (0.113)
教育年數	13.37 (3.972)	13.30 (4.234)	0.0654 (0.0473)
樣本數	8,565	108,769	
不含2023年7月樣本數	7,496	91,826	

註：上表為新增貸款第一戶青安貸款者（實驗組）與新增貸款第一戶非青安貸款者（控制組）在政策施行前之敘述統計。括號內為標準誤。\*\*\*：1% 顯著水準，\*\*：5% 顯著水準，\*：10% 顯著水準。

在借款人特徵方面，實驗組的平均年齡（36.1 歲）明顯低於對照組（41.7歲），呼應了青安貸款主要吸引年輕首購族群的特性。性別和教育程度的差異則不顯著。上述差異顯示，在新青安政策實施前，選擇申請青安貸款的族群確實較為年輕並傾向購買較便宜的房屋，這些特徵差異將在後續迴歸分析中透過控制變數加以考量。

## （二）DID 估計值

表12呈現式 (1) 的估計結果。在控制最完整的第 5 欄中，新青安貸款的效果如下：新增房貸金額（Panel A）顯著增加 13.1%，而貸款年限（Panel B）增加 46.28 個月，兩者皆達到 1% 的顯著水準。貸款利率（Panel C）則顯著下降 0.17 個百分點。這些結果顯示新青安貸款確實改善了年輕購屋者的貸款條件。

在購屋選擇方面，房屋購買價格（Panel D）和每平方公尺房屋購買價格（Panel E）分別顯著上升 17.1% 和 19.9%，而六都占比（Panel F）也增加 10.4個百分點。這些估計結果都在 1% 水準下顯著，且在加入不同控制變數後仍相當穩定，顯示新青安貸款不僅提升了年輕人的購屋預算，也擴大了其在都

會區的購屋機會。

整體而言，DID 的估計結果顯示新青安貸款透過優惠的貸款條件，有效提升了年輕人的購屋能力，並使其能夠選擇單價較高、位於都會區的房屋。

## 五、區域層次分析結果

最後，我們採用 Shift-Share 工具變數方法來評估 2020 年以來央行各波信用管制政策對整體房貸市場的影響。這個方法的優勢在於能同時考量所有信用管制措施（包含對自然人、公司法人、建商等不同對象的管制）對區域房貸市場的綜合效果。我們利用各區域在政策實施前（2019 年）的房貸結構差異，結合不同類型房貸受到政策影響的程度，建構出反映各區域受政策影響強度的指標。

本節的分析僅呈現第一階段估計結果，即評估政策引導的貸款成數變化對實際貸款成數變化的影響。如表13所示，不論是半年期或全年期的估計值都不具統計顯著性，由於這個工具變數對各區域（鄉鎮區）的實際房貸成數的變化影響很小，使得我們無法進一步進行第二階段的估計分析。

表12 DID 估計值：青安貸款政策

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<b>Panel A: 新增房貸金額取對數</b>					
	0.163*** (0.00846)	0.160*** (0.00850)	0.155*** (0.00845)	0.155*** (0.00844)	0.131*** (0.00842)
基準值平均			8.469		
<b>Panel B: 貸款年限</b>					
	50.99*** (0.785)	50.18*** (0.787)	47.39*** (0.735)	47.42*** (0.735)	46.28*** (0.735)
基準值平均			340.0		
<b>Panel C: 貸款利率</b>					
	-0.181*** (0.00180)	-0.180*** (0.00179)	-0.178*** (0.00182)	-0.178*** (0.00182)	-0.173*** (0.00185)
基準值平均			2.006		
<b>Panel D: 房屋購買價格取對數</b>					
	0.185*** (0.00703)	0.178*** (0.00705)	0.194*** (0.00707)	0.192*** (0.00703)	0.171*** (0.00686)
基準值平均			8.981		
<b>Panel E: 房屋每平方公尺購買價格取對數</b>					
	0.183*** (0.00862)	0.152*** (0.00861)	0.199*** (0.00870)	0.198*** (0.00871)	0.199*** (0.00875)
基準值平均			4.219		
<b>Panel F: 六都</b>					
	0.105*** (0.00617)	0.106*** (0.00618)	0.106*** (0.00617)	0.106*** (0.00617)	0.104*** (0.00616)
基準值平均			0.656		
樣本數	220,444				
不含2023年7月樣本數			202,432		
年-月固定效果		是			
年齡			是	是	是
性別				是	是
年薪				是	是
教育程度					是

註：上表為比較新增貸款第一戶青安貸款者（實驗組）與新增貸款第一戶非青安貸款者（控制組）不同結果變數之 DID 估計值。括號內為群聚穩健標準誤 (Cluster robust standard error)。基準值平均為實驗組在政策施行前之平均。各模型包含不同控制變數，並以「是」註記。\*\*\*：1% 顯著水準，\*\*：5% 顯著水準，\*：10% 顯著水準。



表13 區域層次分析：Shift-Share 估計值

	半年期				全年期	
<u>貸款成數簡單平均</u>						
工具變數 ΔLTV	-0.0898 (0.0751)	0.0288 (0.0539)	-0.0135 (0.0499)	-0.0644 (0.0679)	0.0162 (0.0494)	0.0007 (0.0452)
調整後之R平方	0.0051	0.0197	0.0778	0.0014	0.0011	0.0457
樣本數	309	251	251	320	270	270
青安占比	是				是	
青安總額	是				是	

註：上表為 shift-share 工具變數方法之第一階段估計值。半年期指以 2019 年下半年為基準期，並以 2023 年下半年作為政策實施後的比較期；全年期以 2019 年全年為基準期，並以 2023 年全年為比較期。樣本單位為鄉鎮區，括號內為穩健標準誤 (Robust standard error)。\*\*\*：1% 顯著水準，\*\*：5% 顯著水準，\*：10% 顯著水準。

這些結果顯示，儘管央行自 2020 年以來的信用管制政策對受管制的第三戶或特定地區第二戶房貸產生了顯著影響（如第一波政策導致第三戶房貸成數下降 8.7 個百分點，第三波無寬限期政策讓特定地區第二戶房貸房屋購買價格下降 5-8%），但對整體房貸市場的影響相對有限。究其原因，目前

的管制政策主要針對自然人第二戶以上的房貸或是法人的貸款，而這些被管制的貸款類型占整體房貸市場的交易比重不到 20%（請見表14），因而難以改變「整體」房貸市場的趨勢（即使是直接被管制的房屋貸款成數）。

表14 新增房屋貸款年筆數

年度	第1筆	第2筆	第3筆	第4筆	第5筆以上	年總合
2018	164,794	33,789	9,556	5,913	3,499	217,551
2019	184,535	35,905	9,857	6,011	3,293	239,601
2020	201,511	42,781	11,043	6,781	3,723	265,839
2021	215,949	45,633	9,556	5,375	3,451	279,964
2022	218,604	36,358	6,633	3,676	3,640	268,911
2023	225,516	32,899	4,896	2,406	2,974	268,691
總和	1,210,909	227,365	51,541	30,162	20,580	1,540,557

## 伍、結論與政策意涵

本研究利用聯徵中心的個人房屋貸款資料，分析 2020 年以來央行實施的選擇性信用管制政策與 2023 年新青安貸款的效果。我們有三個主要發現：第一，針對第二戶以上房貸的選擇性信用管制政策確實能影響目標對象的借貸行為以及所購置的房屋價格。第一波限制第三戶房貸成數的政策效果最為顯著，不僅使貸款成數降低約 8.7 個百分點，新增房貸金額也下降約 21 – 22%。更重要的是，政策改變了房屋交易行為：房屋購買價格下降，且每平方公尺房屋購買價格也下降約 8%，反映借款者轉向購買單價較低的房屋。第三波針對特定地區第二戶房貸實施無寬限期的政策，通過提高每月還款壓力，讓新增房貸金額下降約 4 – 5%，同時房屋單價也大幅下降約 17%。然而到了第五波進一步調降特定地區第二戶房貸成數之上限，由於第三波已對市場產生相當大的效果，這波政策的邊際效果相對較小，但貸款成數仍下降約 2 個百分點。

第二，我們發現新青安貸款對房貸市場產生了顯著影響。該方案不僅提高了第一戶房貸的借款人的貸款金額（增加 13.1%），並大幅延長貸款年限（增加 46 個月），更重要的是擴大了其購屋選擇範圍，包括提高購置房屋交易總價（增加 17.1%）與在都會區購屋的比例（增加 10.4 個百分點）。且這

個政策是針對名下無房者（通常會是第一戶房貸的借款人），預期對整體房貸市場產生相當大的影響。

第三，雖然央行 2020 年以來的第 1-5 波信用管制政策對受管制對象確實產生了顯著影響，但根據我們的區域層次分析結果顯示，這些政策對整體房貸市場的影響相對有限。考慮到台灣房貸市場的主力在第一戶房貸，這個結果並不令人意外，因為這些政策主要鎖定第二戶以上的房貸與法人的貸款，而這些被管制的貸款類型占整體房貸市場的比例不到 20%。因此，若要對整體房貸市場產生明顯的影響，需要針對第一戶房貸進行信用管制，這顯示央行最近實施的第七波信用管制政策，將管制重點轉向第一戶房貸可能是正確的方向。

本研究的實證結果對未來政策制定具有以下重要啟示<sup>註16</sup>：首先，央行無寬限期的規定，以及銀行自主對無寬限期之貸款調高利率，為有效率的措施。第三波政策的實證結果顯示，即使不直接限制貸款額度，透過調整還款方式也能有效影響借款人的購屋決策，讓新增房貸金額下降約 4 – 5%，同時房屋交易單價大幅下降約 17%。這種做法允許市場機制發揮更大作用，同時也能達到預期的調節效果。

其次，在政策目標的選擇上，過去五波

信用管制主要著重在第二戶以上的房貸，然而這些貸款在整體房貸市場僅占約 18%，因此政策影響力有限。相較之下，2023 年新青安貸款針對首購族的介入，對占比超過 80% 的第一戶房貸市場立即產生了顯著影響，不僅提高了貸款金額與貸款年限，也改變了購屋行為。這顯示央行第七波信用管制政策，

將管制重點轉向有房者新增第一戶房貸是正確的方向。特別是選擇先從要求無寬限期開始，而非直接限制貸款成數，這種漸進式的做法應能在維持市場穩定的同時，也達到適度調節的效果。<sup>註17</sup> 然而，第七波信用管制政策的實際效果為何，值得後續研究繼續探索。

## 附 註

- (註1) 根據信義房屋房價指數，2020 年第 1 季全國房價指數為 108.34，至 2023 年第 4 季已達 153.44，累積成長約 41.6%，資料來源：信義房價指數。此一現象並非台灣獨有，同期間亞洲其他國家（例如新加坡、韓國、香港等）也都面臨相同問題。
- (註2) CLL 規定房利美 (Fannie Mae) 或房地美 (Freddie Mac) 可購買或證券化的房貸上限，若借款人購買低於這個限額以下的房子，其貸款因為可以被房利美及房地美購買，因此房貸利率通常較低。反之若購買價格在 CLL 以上的房屋，房貸利率通常較高。由於 CLL 經常調整，造成前一年剛好超過限額的房屋，隔年價格落在限額之下，讓借款人得以用較低利率貸款。
- (註3) 中央銀行於 2024 年另有兩波選擇性信用管制，惟因資料限制不在本文分析之列。
- (註4) 銀行可能將同一貸款契約根據貸款方案拆分成不同額度，並給予不同利率和寬限期，如貸款部分額度可能同時適用青安貸款，即會拆分成兩筆。
- (註5) 同一擔保品進行重複估價時，銀行將會連同過去的舊資料和新資料並陳於「不動產擔保品明細檔 (092)」和「擔保品建號附加檔 (095)」中，使得同樣的房屋資料會重複出現多次。因此，在計算擔保品中房屋實際總數時，必須去除重複的部分。
- (註6) 同一擔保品中包含多個房屋時，銀行不會申報個別房屋的鑑估值，而是回報所有擔保品的鑑估值總額；若擔保品是透過買賣取得，則會一併回報所有擔保品的售價。
- (註7) 聯徵資料中，擔保品的鑑估值是將所有擔保品（包含房屋與土地）合計，而無法區分個別擔保品的價值，因此可能會導致擔保品總值被高估，造成貸款成數計算時的分子變大，進而低估貸款成數。
- (註8) 我們採用 1% 作為極端值調整的門檻，除了依循資產價格相關文獻中的實務慣例，也可在調整極端值的同時，避免對數據造成過度干預。
- (註9) 我們曾嘗試以新增貸款為借款人的第一戶房貸作為對照組，但因第一戶房貸者與擁有多戶房貸者性質差異較大，且實驗組與對照組在政策前的並沒有平行趨勢，故最終並未採用。
- (註10) 為了能夠觀察實驗組及對照組在政策前的平行趨勢以及政策後的效果，樣本期間的選擇以政策發生前後各一年為原則，然因中央銀行進行了多波的信用管制，為了避免各政策影響期間過度重疊，第三波的政策觀察期便有所限縮。
- (註11) 我們未使用非特定區域的第二戶房貸作為對照組，主要是因為非特定區域可能受政策外溢效應的影響，購屋者可能因政策轉而購買非特定區域的房屋，進而推高非特定區域的房屋購買價格，導致政策效果高估。我們後續亦有嘗試以第二戶房貸作為對照組進行分析，但因實驗組與對照組在政策前的並沒有平行趨勢，故最終並未採用。

(註12) 有關青安貸款樣本之推估，詳見下一節「新青安貸款估計樣本」。

(註13) 青安貸款共有三種利率補貼方案，分別為一段式：基準利率 +0.585%(2021 年後改為+0.525)、兩段式：前兩年為基準利率 +0.345%，第三年起為基準利率 +0.645%、以及混合固定：第一年為基準利率 +0.525 固定計息，第二年為基準利率 +0.625% 固定計息，第三年起為基準利率 +0.625% 機動計息。

(註14) 我們使用簡單平均來計算平均房貸成數，亦有使用過加權平均，但結果不變。

(註15) 我們在分析時也將使用 2019 年全年作為基期，並以 2023 年全年為比較期。

(註16) 需要強調的是，部分建議措施（如無寬限期、循序漸進的實施策略等）央行已實際採行，我們只是從本研究的實證結果角度，再次強化其政策意涵。

(註17) 中央銀行第七波信用管制政策，是針對已經持有房屋者，新增第一戶房貸時才進行管制，對於尚未持有房屋者則不受限制。

## 參考文獻

### 中文文獻

王泓仁、陳南光、林姿妤（2017），「房貸成數對臺灣房地產價格與授信之影響」，《中央銀行季刊》，第三十九卷第三期，頁5–39。

### 英文文獻

- Adelino, Manuel, Antoinette Schoar and Felipe Severino (2014), “Credit Supply and House Prices: Evidence from Mortgage Market Segmentation,” National Bureau of Economic Research Working Paper No. 17832.
- Ahuja, A. and M. Nabar (2011), “Safeguarding Banks and Containing Property Booms: Cross-Country Evidence on Macroprudential Policies and Lessons from Hong Kong SAR,” IMF Working Paper WP/11/284.
- Autor, David H., David Dorn and Gordon H. Hanson (2013), “The China Syndrome: Local Labor Market Effects of Import Competition in the United States,” *American Economic Review*, Vol. 103, No. 6, pp. 2121–2168.
- Bartik, Timothy J. (1991), Who Benefits from State and Local Economic Development Policies?, W.E. Upjohn Institute for Employment Research, Kalamazoo, Michigan.
- Card, David (2001), “Immigrant Inflows, Native Outflows, and the Local Labor Market Impacts of Higher Immigration,” *Journal of Labor Economics*, Vol. 19, No. 1, pp. 22–64.
- Chi, Chun-Che, Cameron LaPoint and Ming-Jen Lin (2023), “Spatially Targeted LTV Policies and Collateral Values,” SSRN Working Paper No. 4426887.
- De Araujo, Douglas Kiarrelly Godoy, Joao Barata Ribeiro Blanco Barroso and Rodrigo Barbone Gonzalez (2020), “Loan-to-Value Policy and Housing Finance: Effects on Constrained Borrowers,” *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 42, pp. 100830.
- Duca, John V., John Muellbauer and Anthony Murphy (2011), “House Prices and Credit Constraints: Making Sense of the US Experience,” *The Economic Journal*, Vol. 121, No. 552, pp. 533–551.
- Eerola, Essi, Teemu Lyytikäinen and Sander Ramboer (2022), “The Impact of Mortgage Regulation on Homeownership and Household Leverage: Evidence from Finland’s LTV Reform,” VATT Institute for Economic Research Working Paper.
- Favara, Giovanni and Jean Imbs (2015), “Credit Supply and the Price of Housing,” *American Economic Review*, Vol. 105, No. 3, pp.

958–992.

- Higgins, Brian E. (2024), “Mortgage Borrowing Limits and House Prices: Evidence from a Policy Change in Ireland,” ECB Working Paper.
- Iacoviello, Matteo (2005), “House Prices, Borrowing Constraints, and Monetary Policy in the Business Cycle,” *American Economic Review*, Vol. 95, No. 3, pp. 739–764.
- Iacoviello, Matteo and Stefano Neri (2010), “Housing Market Spillovers: Evidence from an Estimated DSGE Model,” *American Economic Journal: Macroeconomics*, Vol. 2, No. 2, pp. 125–164.
- Igan, Deniz and Heedon Kang (2011), “Do Loan-to-Value and Debt-to-Income Limits Work? Evidence from Korea,” IMF Working Paper 11/297.
- Jaeger, David A., Joakim Ruist and Jan Stuhler (2018), “Shift-Share Instruments and Dynamic Adjustments: The Case of Immigration,” NBER Working Paper No. 24285.
- Kovak, Brian K. (2013), “Regional Effects of Trade Reform: What is the Correct Measure of Liberalization?” *American Economic Review*, Vol. 103, No. 5, pp. 1960–1976.
- Kuttner, Kenneth N. and Ilhyock Shim (2012), “Taming the Real Estate Beast: The Effects of Monetary and Macroprudential Policies on Housing Prices and Credit,” Reserve Bank of Australia Research Discussion Paper.
- Lambertini, Luisa, Caterina Mendicino and Maria Teresa Punzi (2013), “Leaning Against Boom-Bust Cycles in Credit and Housing Prices,” *Journal of Economic Dynamics and Control*, Vol. 37, No. 8, pp. 1500–1522.
- Laufer, Steven and Nitzan Tzur-Ilan (2021), “The Effect of LTV-Based Risk Weights on House Prices: Evidence from an Israeli Macroprudential Policy,” *Journal of Urban Economics*, Vol. 124, 103349.
- Nier, Erlend, Heedon Kang, Tommaso Mancini, Heiko Hesse, Francesco Columba, Revaz Tchaidze and Joannes Vandenbussche (2012), “The Interaction of Monetary and Macroprudential Policies: Background Paper,” Working Paper.
- Tzur-Ilan, Nitzan (2023), “Adjusting to Macroprudential Policies: Loan-to-Value Limits and Housing Choice,” *The Review of Financial Studies*, Vol. 36, No. 10, pp. 3999–4044.
- Wong, Eric, Tom Fong, Ka-fai Li and Henry Choi (2011), “Loan-to-Value Ratio as a Macroprudential Tool: Hong Kong’s Experience and Cross-Country Evidence,” Hong Kong Monetary Authority Working Paper No. 01/2011.
- Wong, T. C., A. Tsang and S. Kong (2014), “How Does Loan-to-Value Policy Strengthen Banks’ Resilience to Property Price Shocks—Evidence from Hong Kong,” HKIMR Working Paper No. 03/2014.
- Zhang, Longmei and Edda Zoli (2014), “Leaning Against the Wind: Macroprudential Policy in Asia,” IMF Working Paper 14/22.



# Evaluating the Effectiveness of Policies Aimed at Strengthening Taiwan's Housing Market Since 2020

Tzu-ting Yang, Shian Chang\*

## Abstract

This paper evaluates the effects of Taiwan's macroprudential housing policies since 2020, focusing on selective credit controls and the 2023 Program of Preferential Housing Loans for Youth. Using 2018–2023 data from the Joint Credit Information Center, we employ Difference-in-Differences and Shift–Share approaches to estimate impacts on loan-to-value ratios, loan amounts, and housing prices. The results show that credit controls reduced leverage and speculative borrowing, while the youth loan program stimulated first-home purchases. These findings offer policy insights for balancing financial stability and housing affordability.

**Keywords:** Selective Credit Controls, Youth Loan Program, Difference-in-Differences, Housing Prices, Loan-to-Value Ratio

**JEL classification code:** G28, G51

---

\* The views expressed in this paper are those of the authors and do not necessarily reflect the position of the Central Bank of the Republic of China (Taiwan). Any errors or omissions are the responsibility of the authors.