

6月26日央行理監事會後記者會部分參考資料

中央銀行

103.6.26

## 對利率、總體審慎政策與房價問題之說明

— 面對房價問題，採用「租稅」或「房貸成數」手段，只是頭痛醫腳？

### 一、兩個不同目標(經濟穩定 vs.金融穩定)，需兩種不同工具(貨幣政策 vs.總體審慎政策)

國際間咸認<sup>1</sup>，央行如肩負兩項政策目標，那就需要兩種政策工具：

(一) 以**貨幣政策**影響總合需求，達成**物價穩定**及**產出穩定**。

(二) 以具針對性的**總體審慎政策**(macroprudential policy)，**抑制特定的金融風險**。

| 政策目標         | 政策工具   | 主要內容  |
|--------------|--------|---|
| 物價穩定<br>產出穩定 | 貨幣政策   | 利率工具  |
| 金融穩定         | 總體審慎政策 | <ul style="list-style-type: none"><li>• 房貸成數(LTV)上限、貸款負擔率(DTI)上限等；</li><li>• 與不動產相關的稅負，包括交易稅及持有稅。</li></ul> |

<sup>1</sup> IMF 等國際組織近年的研究大抵指出，貨幣政策的主要目標仍將是物價穩定，至於金融穩定，最好交付予審慎政策(兼備個體審慎及總體審慎)。

## 二、以影響層面廣泛的貨幣政策(利率)處理房地產問題，大而不當(too blunt)

### (一) 低利率與房價並無必然的關連性

- IMF 的實證研究結果顯示<sup>2</sup>，近十年來低利率與房價暴漲，兩者之間並沒有必然的關連性。
- 例如，澳洲、紐西蘭及英國的利率都比美國高，但房價漲幅卻比美國高。

### (二) 當前的國際共識<sup>3</sup>：對於處理房價問題，利率政策是大而不當，因為利率政策不具針對性

#### ➤ IMF、BIS 等國際組織及大多數國家央行：

-須大幅調升利率對房價才會有影響，但利率不具針對性，影響層面甚廣，將使正常經濟活動受到明顯的衝擊，成本相當昂貴。

-利率適合用來處理一般性的物價與景氣問題；至於房價問題，則應採具針對性的總體審慎政策。

- IMF 實證研究顯示<sup>4</sup>，央行若以調升利率來抑制房價高漲，效果有限，還可能以景氣復甦力道減緩為代價：

|           |              |
|-----------|--------------|
| 5 年內將政策利率 | 調高 100 個 bp  |
| ➔ 房價      | 漲勢只下降 1 個百分點 |
| ➔ GDP     | 卻下降 0.3 個百分點 |

<sup>2</sup> IMF (2009), "Ch3: Lessons for Monetary Policy from Asset Price Fluctuations," *World Economic Outlook*, Oct.

<sup>3</sup> Fed 主席 Yellen 指出，大多數中央銀行家都認為，處理金融穩定，利率政策是大而不當的工具；因其不具針對性，無法對症下藥。

前任 Fed 主席 Ben Bernanke 直指，若央行以調升利率來戳破資產泡沫，即使央行確定這麼做有用，但在此同時，卻會導致經濟陷入衰退，而這違反了貨幣政策的目的。

<sup>4</sup> 見 Dell'Ariccia, Giovanni and Deniz Igan (2011), "Dealing with Real Estate Booms," BOK-IMF Workshop, Apr. 11-12.

(三) 國際實證研究顯示，具針對性的總體審慎政策，最適合處理房價問題，又以租稅工具成效較佳

➤ IMF 與 BIS 的實證研究顯示<sup>5</sup>(詳下表)：

-房貸成數 (LTV) 上限、不動產稅負手段等措施，對抑制不動產信用，均有顯著影響。

-以不動產相關稅負，對平抑房價的效果最為顯著。

|          |           | BIS (2013)研究      |       | IMF(2014)研究                  |       |
|----------|-----------|-------------------|-------|------------------------------|-------|
| 樣本       |           | 57國(含台灣)          |       | 13國亞洲國家(含台灣)和33個其他國家         |       |
| 資料期間     |           | 1980年第1季至2011年第4季 |       | 2000年第1季至2013年第2季            |       |
| 實證<br>結果 | 抑制不動產信用效果 | DTI限制             | 有顯著影響 | LTV規定、DTI上限，以及<br>不動產相關租稅措施等 | 有顯著影響 |
|          | 抑制房價效果    | 不動產相關租稅措施         | 有顯著影響 | 不動產相關租稅措施                    | 有顯著影響 |

<sup>5</sup> Zhang, Longmei and Edda Zoli (2014), "Leaning Against the Wind: Macroprudential Policy in Asia," *IMF Working Paper*, WP/14/22, Feb. 6; 以及 Kuttner, Kenneth N. and Ilhyock Shim (2013), "Can Non-Interest Rate Policies Stabilise Housing Markets? Evidence from a Panel of 57 Economies," *BIS: Working Papers*, No 433, Nov.

### 三、南韓、香港、新加坡運用多元政策工具因應高房價問題，並以租稅工具成效較佳

(一) 主要國家皆未以利率工具來處理房價高漲問題，而係以總體審慎措施因應；其中，又以積極運用不動產稅負的南韓、香港、新加坡的穩定房價成效，獲得國際間的肯定<sup>6</sup>。

➤ 南韓、香港、新加坡大刀闊斧運用租稅措施，主要包括大幅調高不動產交易的印花稅稅率，並加重短期買賣與非居民買家的稅負，以及依市價課徵累進的持有稅負，且大幅調高多屋者的稅率。

(二) 南韓、香港、新加坡除以總體審慎措施來調控房市需求面外，亦採行供給面及制度面等措施：

| 主要房市調控措施 |                            |                   | 台灣 | 香港 | 新加坡 | 南韓 |
|----------|----------------------------|-------------------|----|----|-----|----|
| 需求面      | 金融工具                       | 調降不動產貸款最高成數 (LTV) | ●  | ●  | ●   | ●  |
|          |                            | 設定貸款負擔率 (DTI) 上限  |    | ●  | ●   | ●  |
|          |                            | 調高不動產貸款適用之風險權數    | ●  |    |     |    |
|          | 租稅工具                       | 加重不動產交易稅負         | ·  | ●  | ●   | ●  |
|          |                            | 加重不動產持有稅負         | ·  |    | ●   | ●  |
| 供給面      | 擴建平價住宅                     |                   | ·  | ●  | ●   | ●  |
| 制度面      | 限制外國人來本地購屋                 |                   | ·  | ●  | ●   |    |
|          | 稅制改革 (不動產交易實價課稅或持有稅改採累進課稅) |                   |    |    | ●   | ●  |

註：以新加坡為基準，●表示措施力道相當，●表示力道略輕，·表示力道輕微。

資料來源：各國官方網站

<sup>6</sup> 見 Lagarde, Christine (2014), "Navigating Monetary Policy in the New Normal," Speech at the ECB Forum on Central Banking, May 25; Arnold, Michael S. (2014), "In Asia, Policy Makers Take Aim at Housing Bubbles," *The Wall Street Journal*, May 13; Constâncio, Vítor (2014), "The ECB and Macro-prudential Policy," Jun. 23.

(三) 穩定房市措施發揮成效：新加坡、南韓房價緩步走低，香港房價則持穩。

圖 1 新加坡整體住宅售價指數 (季指數)

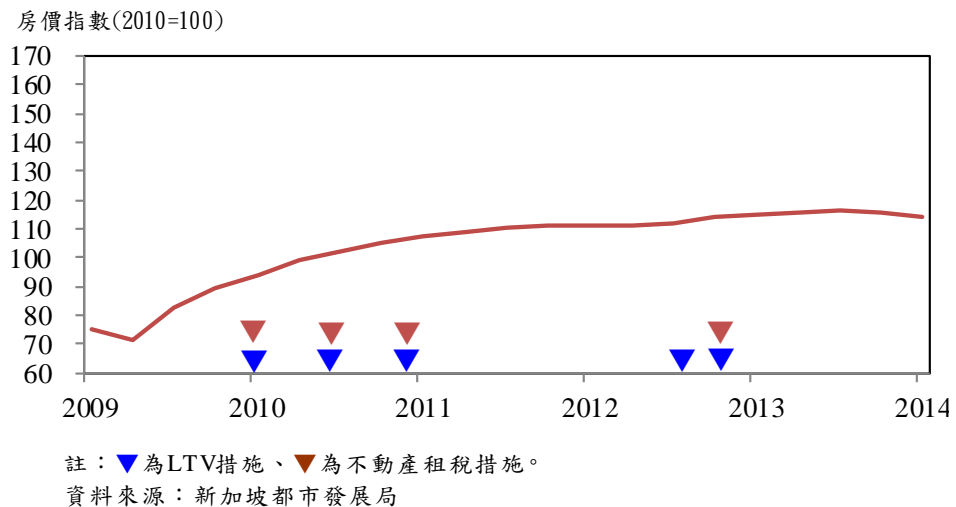


圖 2 香港整體住宅售價指數 (月指數)

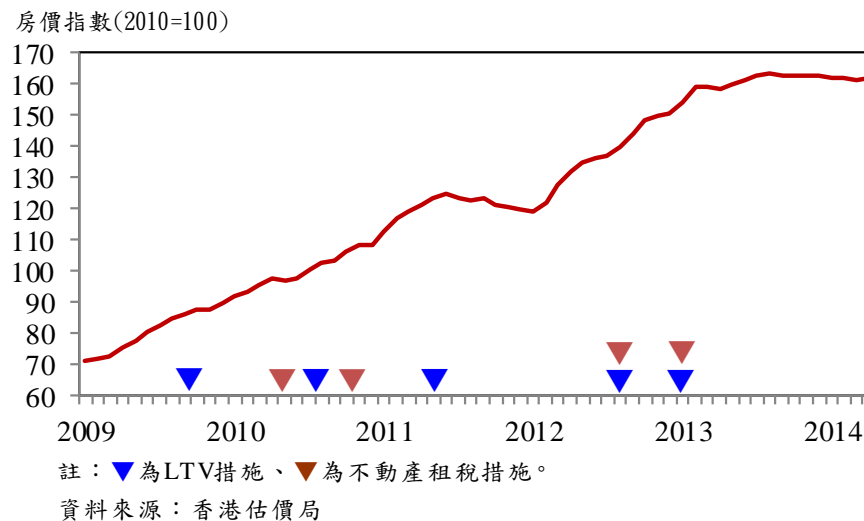
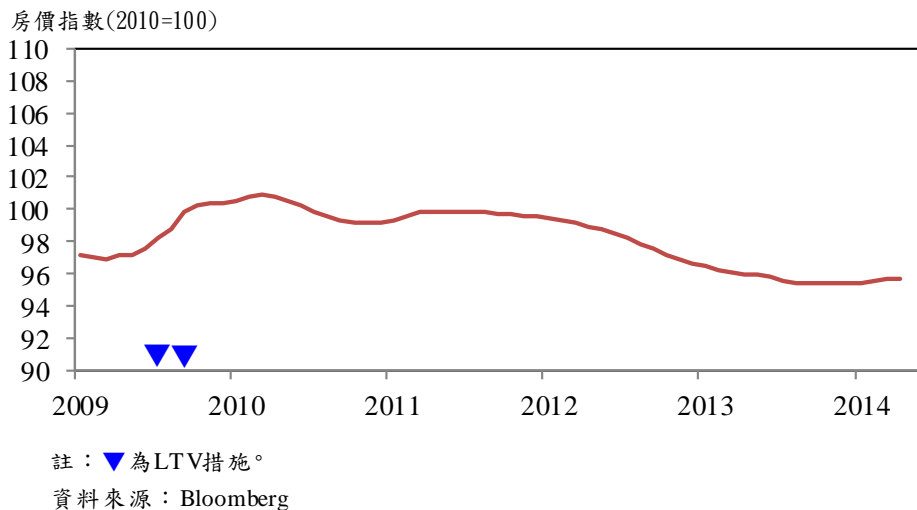


圖 3 南韓首爾住宅售價指數 (月指數)



#### 四、台灣亦早已採行總體審慎措施，有效促使房市信用回穩，惟讓房價合理化的能力有限

##### (一) 央行早已採行金融類型的總體審慎措施(選擇性信用管制)：

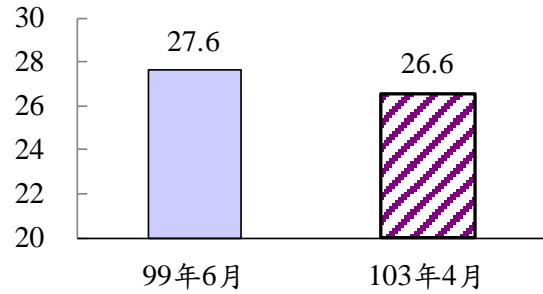
- ▶ 2009年10月，央行即開始進行道義說服及專案金融檢查，以促使金融機構加強控管不動產授信風險。
- ▶ 自2010年6月起，央行陸續對特定地區第二戶、全台高價住宅及土地抵押貸款的最高貸款成數(LTV)加以限制。

##### (二) 央行採行的總體審慎措施，迄今已達下列成效：(見圖4)

- ▶ 平穩房市信用成長
- ▶ 銀行不動產貸款集中度降低
- ▶ 特定地區房屋交易量明顯下降
- ▶ 特定地區房價漲幅減緩

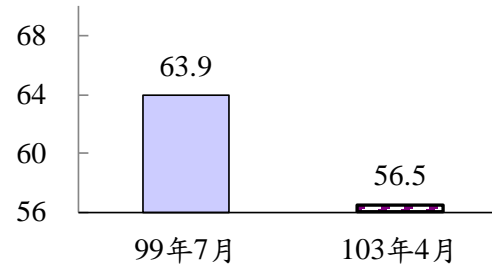
圖 4 金融型總體審慎措施實施以來之成效

購置住宅貸款占總放款比重(%)

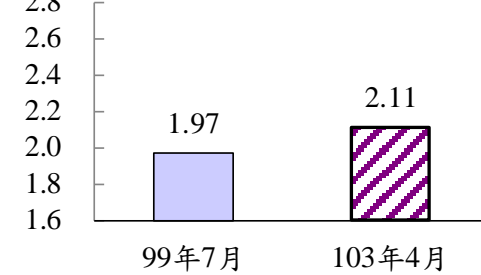


銀行新承做特定地區受限戶購屋貸款

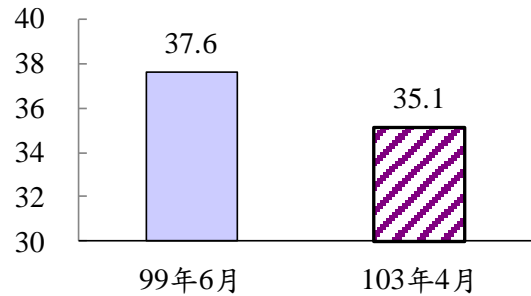
貸款成數(%，上限6成)



貸款利率(%)

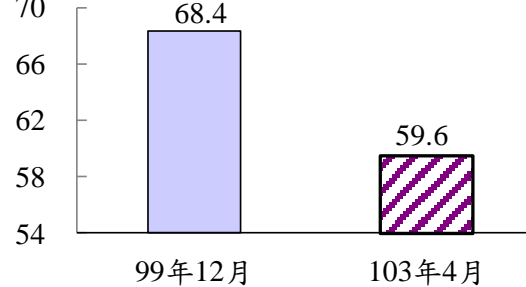


不動產貸款占總放款比重(%)

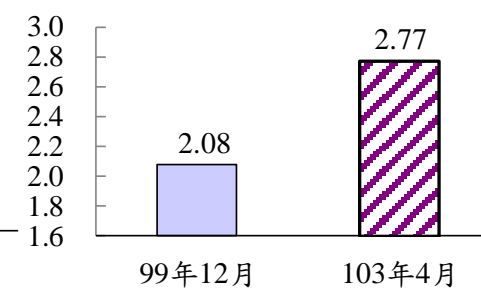


銀行新承做土地抵押貸款

貸款成數(%，上限6.5成)

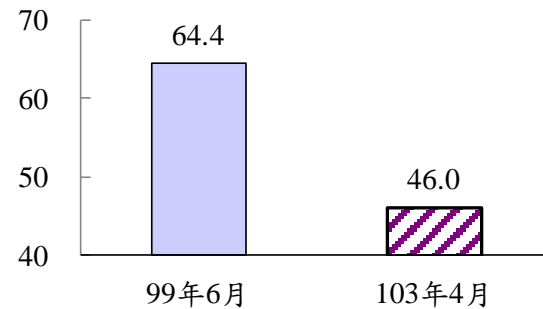


貸款利率(%)



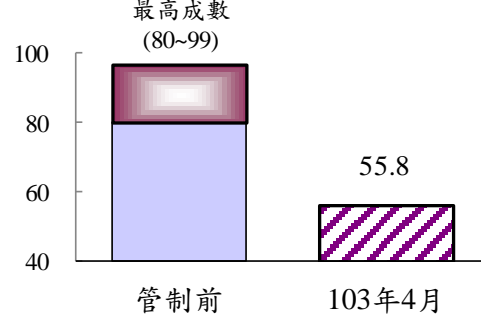
註：不動產貸款係指購置住宅貸款、房屋修繕貸款與建築貸款合計。

特定地區新承做房貸金額占全體新承做房貸總額之比重(%)

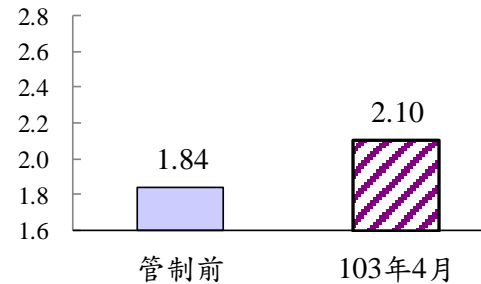


銀行新承做高價住宅貸款

貸款成數(%，上限6成)



貸款利率(%)



資料來源：中央銀行業務局與經濟研究處



### (三) 金融類型的總體審慎措施雖有效促使房市信用回穩，但讓房價合理化的能力有限，因為：

▶ 信用管制影響範圍僅及於全台 28.5% 的屋主，效果無法擴及全台。

房貸成數 (LTV) 限制的影響範圍只及於全台 28.5% 的屋主。

▶ 無法約束口袋深的大戶，特別是 2009 年遺贈稅大調降後，台商大舉將資金匯回投資不動產。大都會地區精華地段的知名豪宅，有不少買家係以現金購入<sup>7</sup>。

### (四) 財政部亦推出影響範圍能擴及全台的租稅型總體審慎措施

▶ 交易稅負方面：

近年財政部推出的「特種貨物及勞務稅」(俗稱奢侈稅)、加強豪宅交易的核實課稅等。

▶ 持有稅負方面：

財政部為打擊囤房，於本年 6 月 9 日配合房屋稅條例修正，公告自住房屋認定標準，並調高非自住稅率。

---

<sup>7</sup> 例如，據媒體報導：本年 3 月，某家族以 8.3 億現金買入「皇翔御璫」的 280 坪豪宅；本年 4 月，某人士以 4.5 億現金購入「仁愛吾疆」的 177 坪豪宅。

## 五、結論與建議

- (一) 從 IMF、BIS 國際組織及大多數國家央行的看法，以及相關實證研究可見，面對房價問題，採用「租稅」或「房貸成數」等總體審慎措施，是對症下藥，而非頭痛醫腳。
- (二) 台灣應繼續以具針對性的總體審慎政策，來處理房市問題，貨幣政策則旨在達成物價穩定及產出穩定。
- (三) IMF 等國際組織及信評機構，肯定央行維持物價穩定、金融穩定，以及執行貨幣政策的成效：
- ▶ IMF 於 2011 年 4 月指出<sup>8</sup>：香港、南韓、新加坡、台灣等亞洲經濟體，針對不動產市場採行的針對性審慎措施，有效限制金融風險的攀升，有助於強化金融體系的韌性。
  - ▶ 本年 7 月，國際信評公司 Moody's 指出<sup>9</sup>，台灣央行最新的房貸風險調控措施，有助抑制投機性交易，促使房價維持在較合理的水準，並降低銀行對過熱的不動產市場之債權暴險，有益銀行業的資產品質。
  - ▶ 上(2013)年，Fitch、S&P 及 Moody's 等國際信評公司，將台灣的物價穩定及民眾對金融體系之信心，歸因於央行執行貨幣政策的良好表現。
  - ▶ 本年 5 月，S&P 再次肯定台灣央行的貨幣管理健全。

<sup>8</sup> IMF (2011), "Policy Responses to Capital Flows in Emerging Markets," *IMF Staff Discussion Note*, SDN/11/10, Apr.

<sup>9</sup> Moody's (2014), "Taiwan's Tightened Mortgage Lending Rules Are Credit Positive for Banks," *Credit Outlook*, Jul.3.

(四) 借鏡國際間有效平抑房價之對策，建議相關部會共同從需求、供給與制度等層面三管齊下。

|                     |  |
|---------------------|--|
| 需求面<br>抑制炒作         | ○ 持續加強貸款風險控管   |
|                     | ○ 持續課徵特銷稅，擬將非都市計畫之工業區土地納入課稅範圍                                  |
|                     | ○ 持續加強查稅，防杜逃漏稅   |
|                     | ○ 提高房屋稅稅率，並研擬房屋稅累進課稅   |
| 供給面<br>增加多元<br>住宅選擇 | ○ 推動捷運延伸建設，並加強配套管理   |
|                     | ○ 配合活化國有閒置土地與都市更新（如眷村改建），提供住宅用地                                |
|                     | ○ 活化國有閒置房舍 <sup>1</sup> ，優先興辦社會住宅，並委外管理，有助勞動移動（Labor Mobility） |
| 制度面<br>持續改善         | ○ 健全租屋市場，擴增租金補貼戶數，並提供租屋協助，加強宣導                                 |
|                     | ○ 完善實價登錄制度   |
|                     | ○ 推動房地合一課稅制度（不動產交易所得實價課稅）                                      |