

國際間對房價、利率、審慎政策的相關看法

中央銀行

網資小組

103.2.24

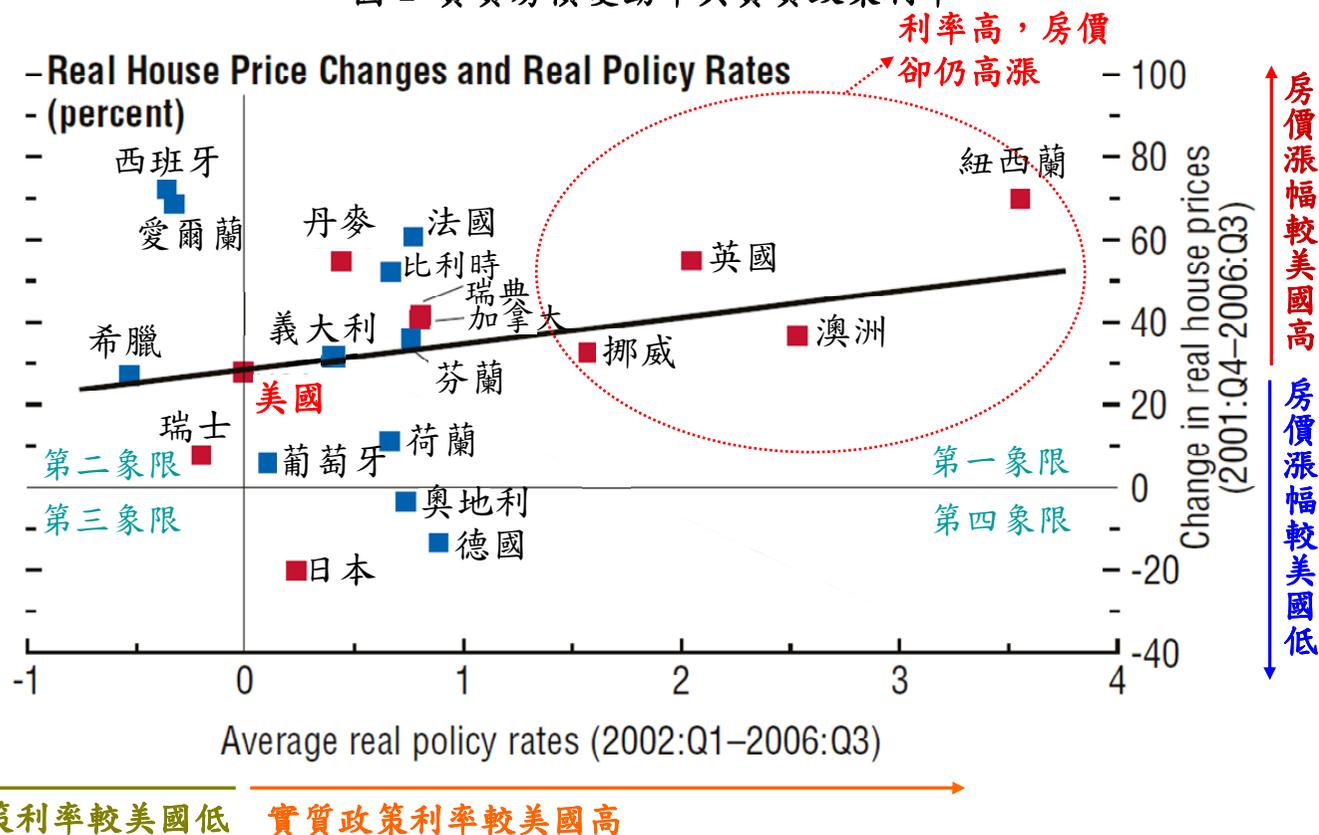
目 錄

一、低利率與房價並無必然的關連性；持續的國際資本流入、過度的金融創新、房貸授信審理不實，是驅動房價暴漲的重要因素.....	1
二、後危機時代穩定房市的國際共識：央行不僅須維持物價穩定，仍須關注金融穩定；惟處理房市泡沫，利率政策並不適當.....	2
三、國際組織、多國央行及學者：與不動產相關的總體審慎政策最適合處理房市泡沫.....	3
四、我國央行為達成「中央銀行法」賦予促進金融穩定的職責，向來對房價波動保持高度警戒，預防可能危及金融穩定的風險.....	4
附件 1—「IMF：以利率作為處理資產價格的工具，『大而無當』」.....	5
附件 2—「BIS：為穩定房市，利率政策並不適當，應尋求非利率政策」.....	7
附件 3—「逆勢干預：亞洲的總體審慎政策」.....	9
附件 4—「尋求正確的工具來處理資產價格泡沫」.....	12
附件 5—「總體審慎措施是處理不動產泡沫的最佳工具」.....	14

一、低利率與房價並無必然的關連性；持續的國際資本流入、過度的金融創新、房貸授信審理不實，是驅動房價暴漲的重要因素

- IMF 的實證研究結果顯示¹，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，但房價漲幅卻是比美國大（見圖 1）。

圖 1 實質房價變動率與實質政策利率



¹ IMF (2009), "Ch3: Lessons for Monetary Policy from Asset Price Fluctuations," *World Economic Outlook*, Oct..

- IMF、BIS 及 BoE 並指出²，導致近十年歐美房價飆漲的主因，係持續的資本流入、過度金融創新、房貸授信審理不實等問題所致。
- 2013 年諾貝爾經濟學獎得主 Robert Shiller 進一步指出，肇致房市泡沫化的主因，並非央行的政策，其所反映的是市場趨向更投機的心態³。

二、後危機時代穩定房市的國際共識：央行不僅須維持物價穩定，仍須關注金融穩定；惟處理房市泡沫，利率政策並不適當（詳附件 1、2）

- 2008 年美國次級房貸引爆的全球金融危機顯示，金融不穩定可能演變成金融危機，並對實質經濟造成傷害；本次危機對各國央行的啟示是，單是維持物價穩定仍不足夠，貨幣政策仍須關注金融穩定。
- 對於處理房市泡沫，IMF、BIS 及大多數央行家堅信，利率政策是個大而無當的工具（blunt tool）。利率工具因不具針對性，除了無法妥適處理危及金融穩定的問題外，還可能損及整體經濟利益。
- 此外，證據顯示，利率上升或有助於壓抑房價，但卻不足以達到有意義的抑制程度；要調升利率至足以有意義地抑制房價，調漲幅度得夠高，但卻可能得冒著肇致經濟衰退的風險。

² BIS/the Joint Forum (2010), Review of the Differentiated Nature and Scope of Financial Regulation- Key Issues and Recommendations, BCBS of Bank for International Settlement, Jan.; Sá, Filipa , Pascal Towbin and Tomasz Wieladek (2011), “Low Interest Rates and Housing Booms: the Role of Capital Inflows, Monetary Policy and Financial Innovation,” *BoE: Working Paper No. 411*, Feb..

³ Shiller, Robert J. (2008), *The Subprime Solution: How Today's Global Financial Crisis Happened, and What to Do about It*, Princeton University Press.

三、國際組織、多國央行及學者：與不動產相關的總體審慎政策最適合處理房市泡沫

(一) 與房地產有關的租稅工具最有效、且扭曲程度最小

- BIS 針對 57 個國家（包括台灣）的實證結果顯示，與房屋有關的稅負，對抑制房價最有效（附件 2）。
- IMF 於本（2014）年 2 月針對 13 個亞洲國家（包括台灣）與 33 個其他地區國家的分析結果亦證實，與房地產有關的稅負工具，對抑制房價飆漲十分有效（附件 3）。
- 前 BoE 貨幣政策委員會成員 Adam Posen 亦建議，決策者應靈活運用財政政策，直接解決房地產市場的問題（附件 4）。
- OECD、經濟學人指出⁴，房地產稅是扭曲程度最小的稅負。因為對數量固定的土地課徵土地稅，不僅不會扭曲供給，反而可鼓勵人們將土地作最有效的利用；且相較於所得稅，房地產稅對一般民眾行為的影響相對輕微。

(二) 租稅工具如因涉及政治問題而窒礙難行；此際，金融相關的總體審慎措施為最佳工具

- IMF 指出，金融相關的總體審慎措施是處理不動產泡沫的最佳工具，可直接約束過度槓桿行為，並強化金融部門，其中，貸款成數上限是大有可為的總體審慎工具（附件 5）。

⁴ OECD (2010), Tax Policy Reform and Economic Growth, November; The Economist (2013), "Levying the Land- Governments Should Make More Use of Property Taxes," *The Economist*, June 29.

- 金融穩定委員會（Financial Stability Board, FSB）亦建議⁵，應敦促銀行採行更嚴謹的房貸承作實務，尤其對於特定地區或高價住宅等風險過高的貸放。
- Shiller 建議，鑑於房市泡沫化主因為投機心態，因此，宜從房市制度面下手來處理房市泡沫。

四、我國央行為達成「中央銀行法」賦予促進金融穩定的職責，向來對房價波動保持高度警戒，預防可能危及金融穩定的風險

- 我國「中央銀行法」自 1979 年以來即賦予中央銀行有促進金融穩定的職責，因此，多年來中央銀行不僅致力於物價穩定，同時也未忽略金融穩定的重要性，尤其對房價波動可能引發的金融不穩定，向來保持高度警戒。
- 近年國際組織就因應房市風險所建議採行的針對性審慎工具，我國「中央銀行法」在賦予央行金融穩定職責的同時，亦已授予針對性審慎監理工具（亦即選擇性信用管制工具）。
- 基於「中央銀行法」所賦予促進金融穩定的職責，我國央行對於可能危及金融穩定的相關風險，預先採取妥適因應措施，包括積極運用現行央行法所授予的針對性審慎監理工具，以責成銀行業落實對不動產市場的風險控管，以及保護民眾不致承受過高的房貸風險。

⁵ Financial Stability Board (2012), *Principles for Sound Residential Mortgage Underwriting Practices*, Apr..

附件 1—「IMF：以利率作為處理資產價格的工具，『大而無當』」

亞太國家應採針對性的總體審慎措施，據以達成經濟穩定與金融穩定的雙重目標；台灣等新興亞洲國家的審慎措施有效

一、 IMF 執行長 2010 年 4 月的演講⁶：以利率作為處理資產價格的工具，並不恰當，管制性工具較佳

IMF 於 2010 年 4 月指出，以利率作為處理資產價格的工具，並不恰當；利率除了無法妥適處理過度槓桿操作、風險承受，或資產價格明顯偏離基本面等危及金融穩定的問題外，還會衝擊經濟成長。

幸好決策者仍有管制性工具以茲運用，例如以貸款成數（loan-to-value ratios）來處理房價問題。

二、 IMF 於 2011 年 4 月公布的「亞太經濟展望報告」⁷：調升利率是「大而無當」（blunt）的工具，亞太地區國家應採針對性的總體審慎措施

總體審慎措施是被設計來處理資產價格暴漲暴跌循環問題，俾增強金融體系的韌性。

1、 調整利率是大而無當（“blunt”）的工具；反之，總體審慎措施則是針對金融風險過度的特定市場。

2、 旨在確保金融穩定的利率調整，可能與總體經濟穩定的目標不一致。

⁶ Strauss-Kahn, Dominique (2010), “Economic Policy Challenges in the Post-Crisis Period,” Speech at Inaugural Conference at the Institute for New Economic Thinking, Apr. 10.

⁷ IMF (2011), *Regional Economic Outlook: Asia and Pacific*, Apr..

三、 IMF 於 2011 年 4 月公布的報告⁸：台灣針對房地產採行的審慎措施，有效限制金融風險的攀升

香港、南韓、新加坡及台灣等新興亞洲國家針對房地產價格泡沫採行的審慎措施，有效限制金融風險的攀升。

彼等國家採行的諸多措施中，大多旨在針對風險不斷攀升的特定市場區域，例如特定地理位置或價格。

四、 甫擔任 Fed 主席 Yellen 等的大多數央行家堅信，處理資產價格泡沫，利率政策是個大而無當的工具

甫擔任 Fed 主席的 Janet Yellen，在擔任 San Francisco Fed 總裁時即堅信，處理房價問題，不應運用政策利率。

Yellen 近期的談話，顯示她仍認為因應金融不穩定，利率工具不應作為主要防線。在 2013 年 4 月 16 日 IMF 所舉辦的「重思總體經濟政策二部曲」研討會上，Yellen 指出⁹，大多數中央銀行家都認為，就處理金融穩定事務而言，利率政策是個大而無當的工具，個體審慎與總體審慎的監理與管制，才是重要的防線。

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

⁹ Yellen, Janet L. (2013), “Panel Discussion on ‘Monetary Policy: Many Targets, Many Instruments. Where Do We Stand?’ At the Rethinking Macro Policy II,” a conference sponsored by the IMF, Washington, D.C., Apr. 16.

附件 2—「BIS：為穩定房市，利率政策並不適當，應尋求非利率政策」

BIS 實證分析 57 個國家（包括台灣）資料後顯示，房貸本息支出對收入比率的限制，對房市信用成長有顯著影響；與房屋有關的稅負，實證結果對抑制房價最有效

自 2000 年代中期房市大起大落以來，僅僅單獨仰仗利率來確保金融穩定的缺點，已顯露無遺。各種證據顯示，利率對於房價的量化影響雖然具經濟上的顯著性，但是卻不足以達到有意義的抑制程度；要調升利率至足以有意義地抑制房價上漲，調漲幅度得夠高，但卻可能得冒著肇致經濟衰退的風險。一如前 Fed 主席 Ben Bernanke 所言，對於穩定房市，貨幣政策是“大而無當的工具”（blunt tool）。

全球決策者在意識到利率的侷限性後，持續尋求其他政策工具來管理房市及其他資產市場，大多關注聚焦於非利率政策（non-interest rate policy），包括準備金計提要求、房貸成數（loan-to-value, LTV）上限、總體審慎措施、與房屋相關的稅負等。

為深入瞭解各個非利率政策穩定房市的效果，BIS 於 2013 年 11 月 15 日發布的研究報告¹⁰，利用 57 個國家（包括台灣）逾 30 年來的資料，來分析 9 種非利率政策工具用以穩定房價及房市信用的有效性，結果顯示：

1、房貸本息支出對收入（debt-service-to-income, DSTI）比率限制、房貸成數上限、對房市部門曝險限制，以

¹⁰ 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..

及房屋相關的稅負等措施，對房市信用成長有顯著影響。惟當使用中位數樣本國家及追蹤事件研究（panel event study）方法時，僅有 DSTI 比率限制此一措施，對房市信用成長有顯著影響。

2、 在所有被檢視的政策中，只有與房屋有關的稅負這項政策工具，對於房價上漲的影響，可被確認。

惟 BIS 強調，上述結論是從分析 57 個各不相同經濟體所得出的平均效果，換言之，沒有道理去相信這些結論效果在每一個國家都一樣，在某一國無效的政策，或許在其他國家卻是帶來高度的成效；反之亦然。因此，必須進行的下一步是，瞭解房市及金融體系的法律面、制度面、金融面等架構特徵，是如何影響政策效果。

附件 3—「逆勢干預：亞洲的總體審慎政策」

IMF 分析顯示¹¹：總體審慎政策與資本移動管理措施，有助於抑制房價成長、資本流動、信用成長及銀行槓桿程度；其中房貸成數上限、不動產稅負手段，以及與外幣相關措施最為有效

金融危機過後，由於強健的區域成長、歐美各國實施寬鬆貨幣政策、加以資產趨向重配置至新興市場，導致資本大量流入亞洲，帶來信用成長及資產價格飆升。資本流動及相關金融風險的管理，已成為亞洲國家決策者的一大挑戰。

一、單獨仰賴貨幣政策並不足以抑制經濟過熱

貨幣政策在單獨使用的情況下，已被證實成效有限。在開放經濟體，提高政策利率來抑制經濟過熱，可能導致更多資本流入，並危害金融穩定；且貨幣政策具影響整體經濟的廣泛效果，用於處理特定部門的過熱情形，不符成本效益。而當資產價格及通膨循環走向分歧，貨幣政策亦面臨兩難。

以先進亞洲（包括澳洲、香港、南韓、紐西蘭、新加坡及台灣）為例，若干國家的貨幣政策受限於匯率制度（例如香港及新加坡），決策者因而趨向倚賴總體審慎政策與資本移動管理措施，以減輕國內低利率與強勁資本流入，所引發的系統脆弱性。

上述考量，使得總體審慎政策一躍而成為新的政策工具選項，是當前學術界及政策界的探討焦點。

¹¹ Zhang, Longmei and Edda Zoli (2014), “Leaning Against the Wind: Macroprudential Policy in Asia,” *IMF Working Paper*, WP/14/22, Feb. 6.

二、亞洲各國較其他地區國家，更頻繁地使用總體審慎措施，尤其是不動產相關措施

由於總體審慎措施不易量化，又是近幾年才開始被大量採用，其實際成效仍缺乏足夠的實證分析。本報告檢視自 2000 年以來，**13 個亞洲國家（包括台灣）**與 33 個其他地區國家，所使用的總體審慎措施與資本移動管理措施，並分析其成效。

整體觀之，2000 第 1 季至 2013 年第 2 季間，此 46 個國家使用緊縮政策的次數遠多於寬鬆政策；而亞洲各國相較其他地區國家，使用總體審慎措施的次數更為頻繁，**尤其是不動產相關措施，反映出許多亞洲國家正面臨較大的信用與資產價格壓力。**

相對於新興亞洲國家，多數先進亞洲國家對總體審慎政策的倚賴程度，大於資本移動管理措施，主要原因為，彼等面臨房價飆升的壓力，而最常使用的總體審慎措施包括**房貸成數（loan-to-value, LTV）上限、負債對所得比率（debt-to-income, DTI）上限，以及不動產稅負手段。**

三、所有總體審慎政策與資本移動管理措施中，以房貸成數上限、不動產稅負手段，以及與外幣相關措施最為有效

IMF 透過事件研究法（event study）與迴歸分析，檢視總體審慎政策與資本移動管理措施（包含各項抑制外幣相關交易的措施、非居民資本流動管理措施），如何影響各項總體經濟變數，甚至進一步地影響**系統風險**；針對亞洲地區的事件研究法顯示：

- 1、**總體審慎措施可抑制信用成長**，在實施措施 6 季後，信用成長平均由高峰下降 2 個百分點；至於**與不動產相關的總體審慎措施**，則可顯著降低房價成長率，房價成長率平均由高峰下降 5 個百分點，成效超過所有總體

審慎措施平均效果的兩倍。

- 2、資本移動管理措施的效果不若總體審慎措施顯著，但仍可減緩房價成長，對於減少非居民權益證券資本流入亦有成效，惟不影響債務證券資本流入。

運用事件研究法結合迴歸分析後，對於總體審慎政策與資本移動管理措施的成效，本報告歸納以下結論：

- 1、可減緩信用成長

總體審慎措施可減緩亞洲地區國家的信用成長，尤其以不動產相關措施最具效果。

- 2、可抑制房價

在密集使用資本移動管理措施與不動產相關總體審慎措施的先進亞洲（包括台灣），該兩類措施皆可有效抑制房價成長。

- 3、可減少資本流入

非不動產相關的總體審慎措施，可減緩亞洲國家證券投資資本流入；資本移動管理措施可減緩多數國家的證券投資資本流入，惟在亞洲國家的成效較不顯著。

- 4、可降低銀行槓桿程度

儘管效果並非相當顯著，不過不動產相關總體審慎措施，仍有助於抑制亞洲國家的銀行槓桿程度。

附件 4—「尋求正確的工具來處理資產價格泡沫」

時任英格蘭銀行貨幣政策委員會成員 Adam Posen 於 2009 年 12 月 1 日在倫敦一場研討會中致詞表示¹²，**央行決策者在制定貨幣政策時不應以資產價格為目標，但靈活的調整財政政策可以抑制房市泡沫。**

Posen 指出，金融危機結束後，大眾往往認為貨幣政策是導致資產泡沫的罪魁禍首，但實證研究並不支持貨幣供給係導致資產泡沫的觀點。

一、利率工具最不適合用來處理資產價格泡沫

Posen 表示，**央行試圖利用貨幣政策工具來調控資產價格並不可行，更不用說利用貨幣政策來戳破泡沫了。**所有的跡象顯示，央行需要採取非常激進的政策措施，才能對抗資產價格大幅上漲的情況，例如，在毫無通膨跡象的情況下，大幅升息 250bps。

根據日本與澳洲的經驗均顯示，利率係最不適合用來處理資產價格泡沫的工具，因為房價成長率與利率的相關性不高。此外，雖然房價與廣義貨幣供給的走勢相關，但這係因為房價上揚，導致擔保品價格上升，信用隨之擴張的結果，不應放大檢視兩者的關係。更重要的是，央行無法有效控制廣義貨幣的成長，央行藉調整短期利率，頂多只能控制狹義貨幣的成長。

¹² Posen, Adam (2009), “Finding the Right Tool for Dealing with Asset Price Booms,” Speech at the MPR Monetary Policy and Markets Conference, Dec. 1.

二、 房市泡沫對實體經濟的衝擊更甚股市泡沫

Posen 認為，**房市泡沫對實體經濟的衝擊更甚股市泡沫**，因為房地產擔保品的流動性較低，且股價大幅上揚往往係基於新科技的應用，對生產力有正面貢獻，房市泡沫則不然，且會對國內經濟產生具殺傷力的外溢效果。

三、 靈活運用財政政策直接解決房地產市場的問題

Posen 指出，現有的措施並不足以處理房市泡沫問題，決策者在針對金融體系制定的總體審慎工具之外，應尋求其他額外專門處理房市泡沫的工具，**跨過銀行體系，對症下藥直接解決房地產市場的問題**。

Posen 建議，政府應實施溫和的「**自動房價穩定機制**」，**以法則（rule）取代權衡式（discretion）的調整**；例如，**透過現有的**房屋產權費（title fees）、**資本利得稅、印花稅及交易稅**等，這些稅目會根據房價的走勢而自動反應，能在不限制財政政策中期效果的情況下，直接改變市場誘因，係**直接針對房地產市場的發展採取逆勢而行的做法**，避免了以貨幣政策調控房市卻影響整體經濟的情況。

附件 5—「總體審慎措施是處理不動產泡沫的最佳工具」

總體審慎措施優於貨幣政策與財政工具；實證顯示，貸款成數上限是大有可為的審慎工具；針對特定地區或不動產類型的價格暴漲，應採量身訂製的審慎措施，俾對症下藥

IMF 研究部門顧問 Giovanni Dell’Ariccia 與經濟學家 Deniz Igan，於 2011 年 4 月 11~12 日在 IMF 與南韓央行聯合舉行的「因應不動產暴漲與崩跌」研討會上指出¹³，決策者應致力於處理透過信用融資形成、且槓桿機構（leverage institution）直接涉入的不動產泡沫，因為這類泡沫破滅後的代價，通常過於昂貴；至於處理這類泡沫的最佳工具，則是總體審慎措施（macroprudential tools）。

兩位 IMF 官員並提出處理不動產價格暴漲的流程，用以凸顯決策者採取行動前應考量的關鍵事項，以及相應採行的因應對策。

一、貨幣政策大而不當、財政工具效果未定且執行不易

在透過信用融資形成的泡沫下，對於處理與槓桿倍數（leverage multiple）增加有關的脆弱性，貨幣政策是大而不當（too blunt）、且昂貴的工具；實證分析顯示，央行若以調升利率來阻止房價暴漲，在 5 年內將政策利率調高 100 個 bp，也只能使房價升勢下降 1 個百分點，但這卻會造成 GDP 下降 0.3 個百分點。

除非不動產泡沫是大範圍的經濟過熱所致，或兩者同時發生，這種情況下才應以貨幣政策因應。

¹³ Dell’Ariccia, Giovanni and Deniz Igan (2011), “Dealing with Real Estate Booms,” BOK-IMF Workshop: Managing Real Estate Booms and Busts, Apr. 11-12.

至於**財政工具**（如交易稅、財產稅、利息支出的扣減額等），**理論上，或許有效**；惟**實務上，財政工具與不動產循環**，兩者的**關係並不明確**。

再者，**財政工具所涉及的技術及政治經濟問題**，使得執行這些**循環性調整的財政工具**，更加複雜；尤有進者，在大多數國家，稅賦政策獨立於貨幣政策及金融監理政策之外，這使得執行稅賦政策的循環調整，來作為達成金融穩定目標的因應對策的一環，**極度困難**。

二、總體審慎措施是最佳工具

總體審慎工具，例如設定貸款成數上限（loan-to-value, LTV），則是處理不動產價格暴漲有關風險的最佳工具，因為**總體審慎工具可直接約束過度槓桿行為**，並強化金融部門；再者，與貨幣政策與財政政策相較，其所帶來的**成本較小**。

值得注意的是，**審慎工具的細心設計，是極小化規避與管制套利**（regulatory arbitrage）**的關鍵**；此外，審慎工具也會帶來若干成本，因為部分經濟部門自信用市場取得資金的能力將因而受限。

三、貸款成數上限是大有可為的總體審慎工具

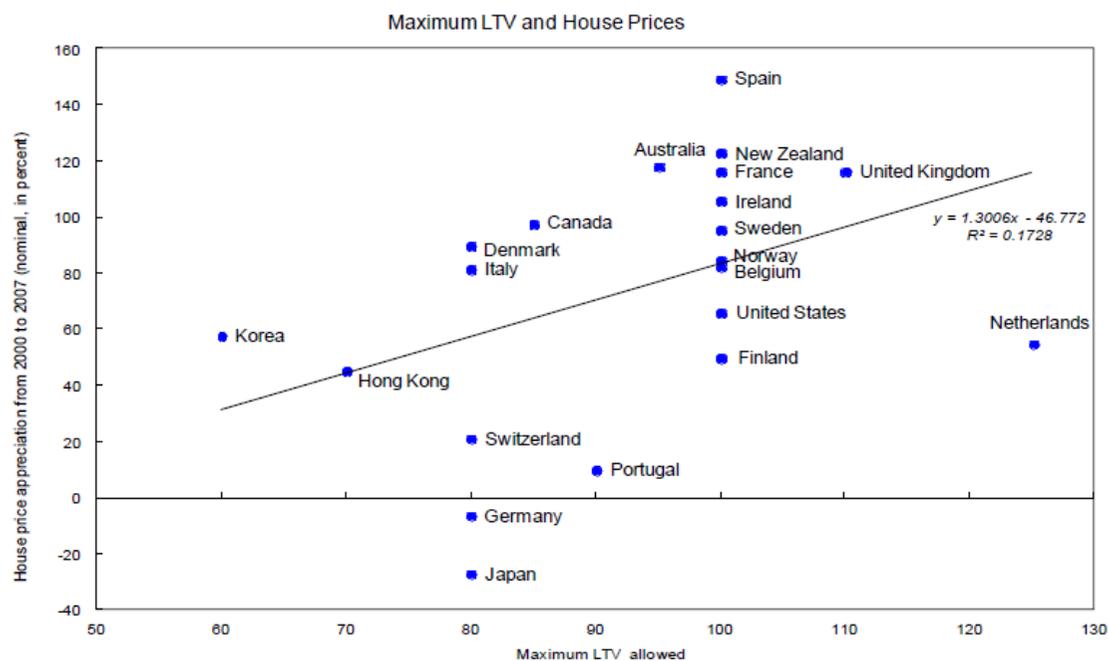
針對貸款成數上限這項工具，**IMF**就近年採行此工具的21個已開發國家進行的**實證結果顯示，這項工具是大有可為的措施**。

在這些國家，2000～2007年被允許的**LTV 上限的高低與房價漲幅的大小**，呈現**正向關係**（見圖 1）；分析結果並

指出，LTV 上限提高 10%，名目房價出現 13% 的漲幅。

彼等國家調整 LTV 上限來因應不動產市場情勢的經驗亦顯示，這項措施相當有效。例如，南韓於 2002 年 9 月推出此一措施，房價月增率立即下跌 3%，且直至 2003 年 4 月都保持在低檔。

圖 1 被允許的 LTV 上限高低與房價漲幅大小呈現正向關係



四、處理不動產價格暴漲的流程：針對只集中在少數地區或不動產類型的價格暴漲，應採用量身訂製的總體審慎工具，俾對症下藥

矯正不動產價格暴漲的因應政策，不僅是科學，更是門藝術。

處理不動產價格飆漲的因應政策，應端視該不動產飆漲的特徵。如圖 2 所示，若不動產價格上漲的速度高於所得與租金，且家計部門槓桿倍數及銀行曝險程度快速上升，那麼採行政策行動是適當的。

至於應採行何種政策？此時，決策者須考量更廣泛的經濟情勢。若價格暴漲只集中在少數地區或不動產類型，那麼應採用量身訂製的總體審慎工具，以針對其所相關的特定脆弱性。

至若不動產價格暴漲是整體經濟過熱的一環，或是反映經濟過熱的情況，那麼應採行緊縮性貨幣政策，同時可搭配總體審慎措施。

圖 2 處理不動產泡沫的流程

