

6月25日央行理監事會後記者會部分參考資料

中央銀行

104.6.25

貨幣政策、財政政策與總體審慎政策的搭配議題

— 房地合一實價課稅，可促進金融穩定與改善分配不均

(一) 全球金融危機的啟示：央行應促進金融穩定；如搭配財政政策，可減輕貨幣政策的負荷

1. 全球金融危機的教訓：金融不穩定與經濟不穩定會相互影響

- 美國房地產暴漲暴跌所引發的全球金融危機，以及接踵而來的全球經濟大衰退(Great Recession)，突顯房市風險積累對金融穩定及經濟穩定的威脅：

當金融危機爆發後，失業率攀高，民眾付不出房貸、房屋被法拍，進而擴大房地產價格暴跌的不利影響，導致經濟大衰退，陷入金融與經濟相互影響的惡性循環。

2. 鑑於全球金融危機的教訓，央行應肩負金融穩定職責，已成為國際共識

- 全球金融危機後，許多國家強調央行應肩負金融穩定之職責，如 BoE、Fed¹、ECB²。近年澳洲、印度、南韓則完成修法，責成央行肩負金融穩定的職責。
- 我國「**中央銀行法**」自 1979 年以來，即已賦予央行**促進物價穩定**及**金融穩定的雙重職責**；因此，多年來央行不僅致力於物價穩定、協助經濟發展外，同時也未忽略金融穩定的重要性。

¹ 2013 年 10 月 9 日，時任 Fed 副主席的 Janet Yellen 在總統提名其擔任 Fed 主席的記者會上表示，若國會通過其任命案，她誓言達成美國國會責付 Fed 促進就業最大化、物價穩定及金融體系穩健之重大職責。外界解讀 Yellen 將金融穩定視為 Fed 的第三項法定職責。

² ECB 自 2014 年 11 月起已開始實施單一監理機制(Single Supervisory Mechanism, SSM)，正式肩負起金融穩定的責任。

3. 處理金融穩定問題，總體審慎政策最為適當

(1) 以貨幣政策促進金融穩定，實為大而無當的工具(too blunt tool)³

- 貨幣政策影響層面過於廣泛；若以貨幣政策來抑制資產價格泡沫，可能引發諸多副作用。再者，貨幣政策的能力有限，無法同時降低金融風險，並達成充分就業及物價穩定的目標。
- 國際實證研究及**瑞典升息對抗房價的失敗經驗**均顯示，以貨幣政策來因應金融穩定風險，成本遠高於效益⁴。Fed 前主席 Bernanke、諾貝爾經濟學獎得主 Krugman 及瑞典央行前副總裁 Lars Svensson 即多次以瑞典為負面教材，警示其他央行不要重蹈覆轍。

(2) 總體審慎政策可對症下藥，為處理金融風險的第一道防線

- IMF 等國際組織大抵指出，金融穩定最好交付予總體審慎政策(macroprudential policies)；也就是透過設計良好、明智的管制(regulation)，以及確保管制有效執行的監理(supervision)，來維持整個金融體系的穩健⁵。
- **金融業鉅子亦呼籲使用總體審慎政策防範資產泡沫**：HSBC、UBS 及 BlackRock 等金融業高階管理層，於本年 5 月 18 日發布聯合聲明向各國政府呼籲⁶，應以總體審慎政策處理金融體系浮現的問題。

³ IMF、PIIE 等國際組織及大多數國家央行都認為，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。

⁴ 最新研究可參見 Ajello, Laubach, López-Salido and Nakata (2015), “Financial Stability and Optimal Interest-Rate Policy,” *FRBSF Economic Research*, Feb.。

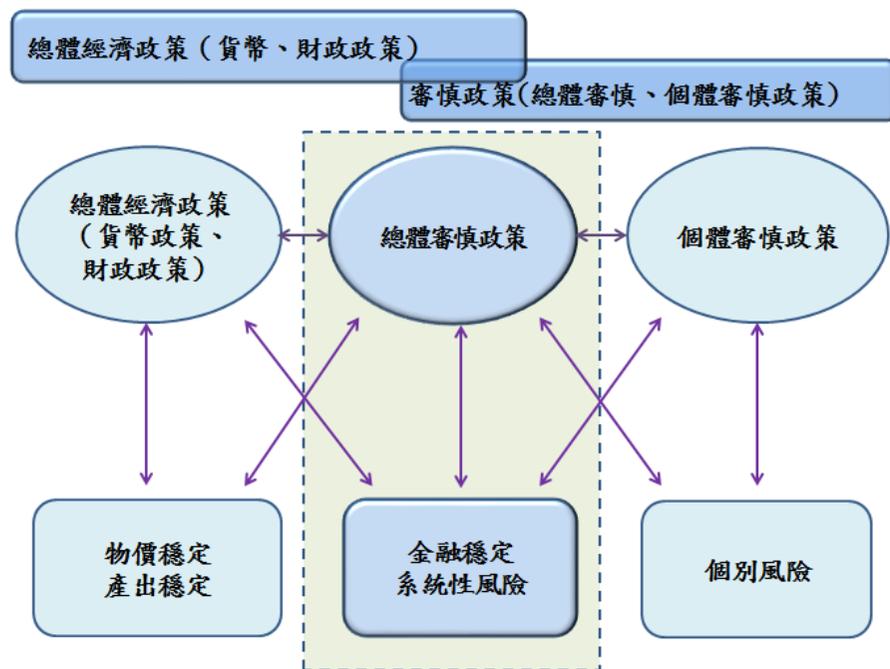
⁵ IMF 執行長 Lagarde 於本年 6 月 4 日再次呼籲，以總體審慎政策促進金融穩定，負責管制及監管的主管當局(regulators and supervisors)須共同努力。見 Lagarde, Christine (2015), “The Changing Landscape of Financial Intermediation,” Speech at International Conference on Policy Challenges for the Financial Sector, Jun. 4。

⁶ Fleming, Sam (2015), “Finance Chiefs Urge Action on Bubble Fear,” *Financial Times*, May 18。

(二)貨幣政策、財政政策與總體審慎政策相互搭配，才能發揮政策的最大成效

1. 當前國際共識：貨幣政策、財政政策與總體審慎政策應相互配合，達成經濟穩定與金融穩定⁷

相互配合的政策架構



資料來源：Sahay (2014)

相互配合的政策架構 (以台灣為例)

目標	主要政策	主管機關 (以台灣為例)
經濟穩定	貨幣政策 財政政策	央行 財政部
金融穩定	總體審慎政策 <ul style="list-style-type: none"> 金融型工具 租稅型工具 	央行(房貸成數等工具) 金管會(資本緩衝等工具) 財政部(奢侈稅等工具)

協助維持金融穩定

- 個體審慎政策 → 金管會
(確保個別機構健全經營，協助穩定金融)
- 財政政策 → 財政部
(矯正損及總體審慎政策有效性的不合理、扭曲的稅制)
- 貨幣政策 → 央行
(考量貨幣政策對風險承受行為的影響)

⁷ Sahay, Ratna (2014), "Managing House Price Booms: The Role of Macroprudential Policies," Remarks at the IIM-Bangalore & IMF Conference on Housing Markets, Financial Stability and Growth, Dec. 11-12. Sahay 為 IMF 貨幣暨資本市場部門副主管。

2. 面對經濟亟待穩定復甦、房地產價格過高隱憂，國際間建議，宜採具針對性的總體審慎政策，並矯正不合理的房地產稅制⁸

(1) 總體審慎政策最適合處理房價高漲問題，其中又以租稅型總體審慎工具成效最佳

- ▶ 國際間的實證研究結果顯示，處理不動產泡沫的總體審慎政策工具中，以房貸成數(LTV)、債務所得比限制(DTI)、房貸本息支出對所得比(DSTI)、房地產有關的租稅型工具等，對抑制信用成長、減緩房價上漲壓力、減輕金融穩定風險最有效⁹。
- ▶ 實證結果顯示，與房地產相關的租稅型工具，對平抑房價的效果最為顯著¹⁰。

(2) 亞洲運用稅負工具因應房價高漲的成功經驗，普獲肯定與仿效

- ▶ 積極運用不動產租稅措施的南韓、香港、新加坡的穩定房價成效，獲得國際間的肯定¹¹。
- ▶ 主要措施包括：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購屋的稅負，以及依市價課徵累進的持有稅，且大幅調高持有多屋者的稅率。
- ▶ 紐西蘭政府將自本年 10 月 1 日起，持有住宅未滿 2 年即出售的投資客(含外國投資者)，就其售屋獲利課徵稅率最高 33% 的資本利得稅。
- ▶ 瑞典央行於本年 4 月 29 日，建議瑞典政府可採行提高房地產稅負等措施，來處理房價上漲的相關風險。

⁸ 最新報告可參見 Akinci, Ozge and Jane Olmstead-Rumsey (2015), "How Effective Are Macroprudential Policies? An Empirical Investigation," *BIS Working Paper*, May 6; McDonald, Chris (2015), "When Is Macroprudential Policy Effective?" *BIS Working Paper*, Mar.。

⁹ 詳參本年 3 月 26 日央行理監事會後記者會參考資料。

¹⁰ Kuttner, Kenneth N and Shim (2013), "Can Non-Interest Rate Policies Stabilise Housing Markets? Evidence from a Panel of 57 Economies," *BIS Working Papers*, No. 433, Nov.; Zhang, Longmei and Edda Zoli (2014), "Leaning Against the Wind: Macroprudential Policy in Asia," *IMF Working Paper*, WP/14/22, Feb. 6; IMF (2014a), "Macroprudential Policy and Capital Flow Measures in Asia: Use and Effectiveness," *Regional Economic Outlook: Asia and Pacific*, Apr.; IMF (2014b), "Macroprudential Policy: Lessons from Advanced Economies," IMF, Country Report No. 14/234: United Kingdom: Selected Issues, Jul. 8。

¹¹ Sahay, Ratna (2014), "Managing House Price Booms: The Role of Macroprudential Policies," Remarks at IMF Conference on Housing Markets, Financial Stability and Growth, Dec. 11-12; Lagarde, Christine (2014), "Navigating Monetary Policy in the New Normal," Speech at the ECB Forum, May 25。

(3)須矯正誘使過度投資房地產的不合理稅制，以避免損及總體審慎政策的有效性¹²

➤ 租稅制度會嚴重影響資產價格，對房市交易所得過於優惠的租稅制度，會帶來系統性金融風險

- 對於房市交易所得，許多國家不予課稅，或僅課輕稅，與薪資等其他所得的租稅對待不同；此外，又給予房貸利息支出租稅減免優惠，誘使家計部門將資金投入房市，或貸款購置房地，家計部門因而更易受到房價波動的衝擊。
- 造成資源配置的扭曲，讓生產性資本轉移至房地產部門。

➤ 財政政策應致力於確保房地產稅制的中性，有助於降低系統性風險

- 房地產交易所得如採中性(neutrality)稅制，將促使房市健全運作；其對房價動態的正面影響，有助於降低系統性風險，帶來金融穩定。
- 較不易扭曲資產價格水準及變動，亦可矯正資源配置的扭曲。

(三)央行、財政部等針對房市風險採行妥適措施，已有效促使房市回穩(詳附錄 1~4)

1. 央行基於金融穩定之職責，採行具針對性的總體審慎措施，以控管房市風險

- 自 **2009 年 10 月**起，央行積極進行道義說服，督促銀行審慎辦理不動產貸款業務，並辦理專案金融檢查，促請銀行加強控管不動產風險。
- 自 **2010 年 6 月**起，央行陸續推出一系列**針對不動產貸款**的**總體審慎措施**，以及強化監控不動產授信措施，並促請銀行訂定自律規範，督促金融機構落實不動產授信風險控管。

¹² IMF (2013), “Key Aspects of Macroprudential Policy: Background Paper” *IMF Policy Paper*, June 10。

2. LTV 等措施促使房市合理化的能力有限，且無法解決房地產稅制所帶來的系統性金融風險

(1)LTV 等總體審慎措施影響範圍僅及於全台 28.5%的屋主

- ▶ 央行採行的具針對性的總體審慎政策，雖可協助抑制以信用為基礎的需求壓力，惟影響僅及於貸款戶：
 - 全台平均每 100 戶房屋，僅有 28.5 戶有房貸，而 LTV 限制僅能影響有房貸者。
 - 無法約束口袋深的房市大戶，特別是 2009 年遺贈稅大幅調降後，部分台商將資金匯回投資不動產。

(2)不健全的房地產稅制所帶來的系統性風險，須由改革房地產稅制來處理

- ▶ 台灣房產稅制不夠健全，助長房地炒作投機，加重金融穩定風險：
 - 台灣房價所得比偏高，諸多國內外學者認為主因或可歸咎於房地分離課稅，稅基又遠低於市價的房地產稅制，讓房地產交易及持有稅負皆偏低，有效稅率遠低於薪資等其他所得的稅率¹³。
 - 不夠健全、非中性的房地產稅制，誘使投資客囤房囤地、短進短出，擴大房價波動，帶來系統性風險。
- ▶ 須矯正誘使房市過度投資、不夠健全的房地產稅制。

¹³ 例如，國際知名學者 Thomas Piketty 表示，台灣的持有稅負是不動產價值的 0.1%，美國是 1%，美國是台灣的十倍；房地產持有的成本過低，造成富人大量囤房拉高房價。中央研究院朱敬一院士指出，在台灣持有價值 2 千萬元的房屋，1 年繳的房屋稅與地價稅約 2 萬元，低於一輛 1 百萬元的 2,500CC 轎車每年繳納的牌照稅與燃料費(約 1 萬 7 千元)，根本沒道理。財政部張盛和部長亦直言，台灣不動產持有的實質稅率偏低「已是公認的事實」；甚至有地政學者估算，實質有效稅率連 0.1% 都不到。見聯合報(2014)，「皮凱提：累進稅率逼多房者賣屋」，11 月 18 日；聯合報(2014)，「房地產稅偏低 財長：公認事實」，11 月 18 日；自由時報(2014)，「朱敬一：生產外移、亂減稅 分配惡化」，12 月 21 日。

(四)房地合一實價課稅有助健全房市(詳附錄 5)，可促進金融穩定及改善分配不均

1. 房地合一實價課稅有助銀行業穩健經營、提升銀行業的資產品質，有助促進金融穩定

➤ 房貸占銀行業資產的比重偏高：

- **Moody's** 指出¹⁴，**台灣銀行業**所承作的**總放款**中，**零售住宅抵押貸款**(含住宅修繕貸款)約占 **25%**¹⁵。

➤ 健全的不動產市場，係銀行業穩健經營及維持金融穩定的關鍵：

- 若房市泡沫化、房價崩跌，將使銀行的資產品質急遽惡化、擔保品價值縮減，重創銀行業。
- 不利影響更將擴散至整個金融體系，危及金融穩定。
- **Moody's** 指出，台灣的房地產稅改短期內雖可能導致房屋銷售量下滑、投資客的房貸需求減弱，造成不動產業及營建業的放款減少，衝擊銀行獲利；但**長期而言**，**健全的稅制與房市**，**有助於提升台灣銀行業的資產品質，有利銀行穩健經營**。

2. 房地合一實價課稅健全房地產稅制，有助於改善分配不均

➤ 對資本利得有利的稅制，促使房地產等財富增長速度高於薪資，導致全球財富與所得分配不均惡化：

- 《21 世紀資本論》作者 Thomas Piketty 指出，導致**全球財富及所得分配不均惡化的主因**，係**資本報酬率大於經濟成長率**，也就是用錢賺錢，比勞動力所獲收入快得多。

¹⁴ Moody's (2015), "Taiwan's Proposed Property Tax Reform Is Credit Positive for Banks," Sector Comment, May 25。

¹⁵ 依據央行統計資料，本年 4 月底，我國全體銀行不動產相關放款占總放款的比率為 35.11%；其中，購置住宅貸款為 26.69%、房屋修繕貸款為 1.01%、建築貸款為 7.42%。

- MIT 博士生 Rognlie 則指出¹⁶，資本報酬不斷提高的主因是房價上漲。
- Piketty 指出，房地產等財富增長速度高於薪資的可能原因為，對資本所得有利的稅制。

➤ 台灣的房地產財富也是貧富差距惡化的主因：

- IMF 指出¹⁷，全球財富分配不均，遠較所得分配不均嚴重，**財富基尼係數**幾乎為**所得基尼係數的 2 倍**，台灣的情形亦類似。
- 根據**行政院主計總處**公布的「**國富統計**」，台灣財富分配不均主因來自於房地產增值。
國人的資產在 2008~2012 年逐年攀升，惟財富的增加大多來自房地產的增值。以 2012 年為例，當年底國富毛額為 197.5 兆元，較前 1 年增加 10.4 兆元；其中，不動產增值的部分就超過 7 兆元。

➤ 房地合一實價課稅，可抑制投機炒作行為，避免房價不合理攀升、囤屋者以錢滾錢累積財富；並讓一般受薪階級買得起住房，俾改善財富分配不均，落實居住正義。

➤ 房地合一實價課稅，矯正對房市交易所得優惠對待的租稅不公問題，讓房地產稅制更趨中性；所徵得的稅收，可透過財政移轉來協助弱勢族群，俾改善所得分配不均。

¹⁶ Rognlie, Matthew (2015), "Deciphering the Fall and Rise in the Net Capital Share," *Bookings Papers*, Mar. 19-20。

¹⁷ IMF (2014), "Fiscal Policy and Income Inequality," *IMF Policy Paper*, Jan. 23。

3. 房地合一實價課稅促使資金流向生產性用途，進而激勵長期經濟成長

- 資金過度湧入房地產等不具生產性的投資，造成資源配置扭曲，恐減緩長期經濟成長。
- 房地合一實價課稅，可促使房價合理化，避免資金過度流入房地產業；**銀行承作的不動產貸款減少**，因而**可將資金引導至具生產力的全新構想及企業投資**，以**激勵長期經濟成長**。

4. 立法及行政部門充分合作，高效率通過房地合一課稅方案

- 本年5月21日行政院通過財政部所報房地合一稅制改革之稅法修正草案，送立法院審查。
- 本年6月5日立法院通過房地合一稅制改革稅法修正草案，自2016年1月1日起實施。
- 該法案具有促進居住正義、租稅公平及金融穩定之功能。

附錄

1. 央行控管房市風險所採行的總體審慎措施

日期	措施	主要內容
2010年6月	實施特定地區購屋貸款規範	針對借款人於特定地區第2戶以上之購屋貸款，規定最高貸款成數為7成，且不得有寬限期。
2010年12月	擴大特定地區範圍；實施土地抵押貸款規範	(1)擴大特定地區範圍與管制對象(納入公司法人)，最高貸款成數降為6成。 (2)對都市計畫劃定之住宅區與商業區土地貸款，規定借款人應檢附抵押土地具體興建計畫，最高購屋貸款成數6.5成，其中1成應俟動工興建始得撥貸。
2012年6月	實施購置高價住宅貸款規範	對借款人購買高價住宅之購屋貸款，規定最高貸款成數為6成，且不得有寬限期。
2014年6月	增修購置住宅貸款相關規範	(1)擴大特定地區範圍。 (2)新增第3戶以上購屋貸款規範，限制最高貸款成數一律為5成。 (3)調整高價住宅認定標準，並調降最高貸款成數為5成。 (4)調整公司法人購置住宅貸款規範：最高貸款成數全國不分區一律為5成。
2013年12月	督促銀行對房貸及工業區土地抵押貸款訂定自律控管措施	為避免借款人利用銀行資金炒作工業區土地，邀請8家主要銀行配合採行自律措施。
2015年2月		央行就銀行辦理工業區土地抵押貸款之原則，邀集經濟部工業局、金管會銀行局及檢查局、財政部國庫署、聯徵中心等機關及10家主要承辦銀行開會研商，就閒置土地之貸款條件獲致共識；央行並籲請全體銀行就上述貸款原則訂定自律規範，納入授信內規。

2. 央行採行的總體審慎措施已促使房市信用風險下降，有效抑制系統性風險的累增

- 央行採行的總體審慎措施，迄今已達**平穩房市信用成長、降低銀行不動產貸款集中度、房屋交易量明顯下降、房價漲幅減緩**等成效。
- **特定地區房貸、新承作土地抵押貸款、高價住宅貸款**等的貸款**成數皆下降**，**貸款利率則走升**。
- **Moody's** 本年 5 月指出¹⁸：台灣採 LTV 等措施有助房市穩定；**台灣不動產交易量自 2013 年第 2 季起逐漸縮減、房價自 2014 年第 2 季起趨穩**，歸因於政府採行的 LTV 等措施。

央行採行針對性審慎措施之成效

項目		2010年6月	2015年5月
不動產放款餘額占總放款餘額比重(%)		37.59	35.11 (2015年4月) ↓
特定地區新承作房貸餘額占全體新承作房貸總金額比重(%)		70.20	49.67 (2015年4月) ↓
貸款成數(%)	特定地區購屋貸款	63.91 (2010年7月)	56.82 ↓
	高價住宅貸款	99.00 (規範前*最高)	47.92 ↓
	土地抵押貸款	68.36 (2010年12月)	62.00 ↓
貸款利率(%)	特定地區購屋貸款	1.97 (2010年7月)	2.17 ↑
	高價住宅貸款	1.84 (規範前*最低)	2.04 ↑
	土地抵押貸款	2.08 (2010年12月)	2.82 ↑

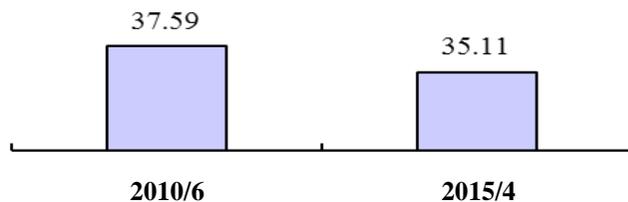
*2012年6月規範前高價住宅貸款最高成數99%，利率最低1.84%。

資料來源：中央銀行業務局、經濟研究處

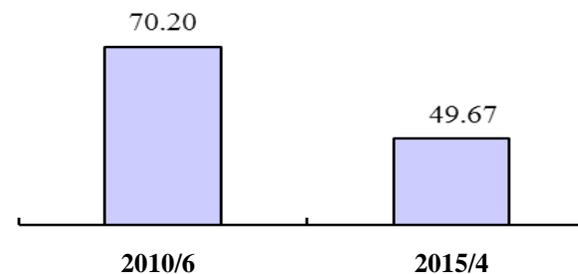
¹⁸ Moody's (2015), "Taiwan's Proposed Property Tax Reform Is Credit Positive for Banks," Sector Comment, May 25。

不動產貸款餘額成長趨緩，占總放款比重降低；特定地區*房貸集中度亦有改善

不動產貸款占總放款比重(%)

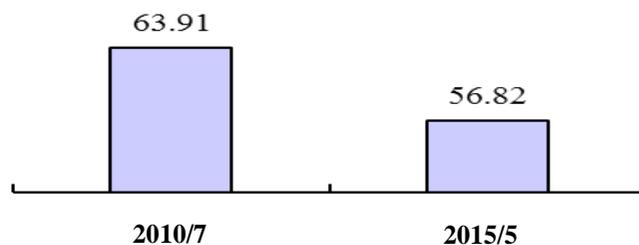


特定地區新承做房貸占新承做房貸總額之比重(%)

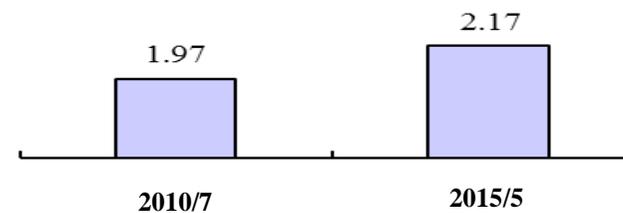


特定地區第 2 戶房貸成數下降，房貸利率上升

貸款成數(%)



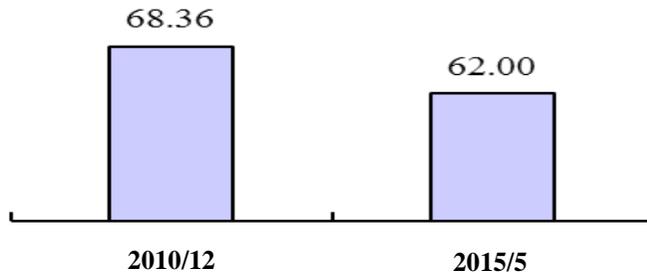
貸款利率(%)



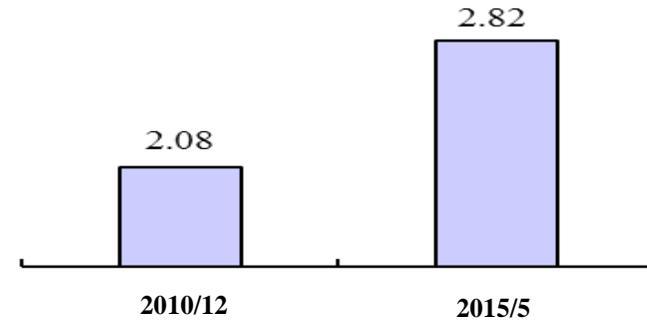
*特定地區包括臺北市全區、新北市 17 個行政區及桃園市 4 個行政區。

銀行新承做土地抵押貸款成數下降，貸款利率上升

貸款成數(%)

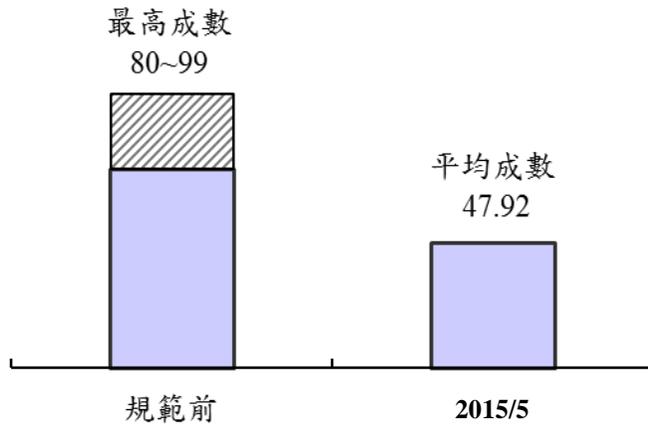


貸款利率(%)

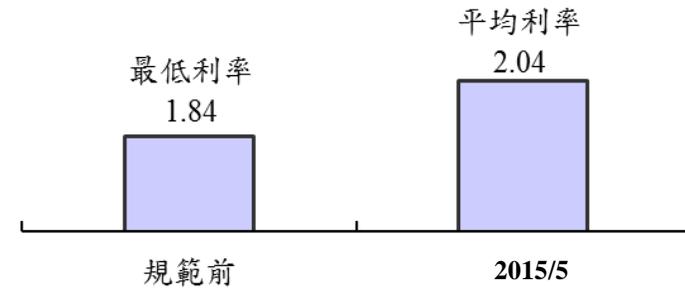


高價住宅貸款成數下降，貸款利率上升

貸款成數(%)

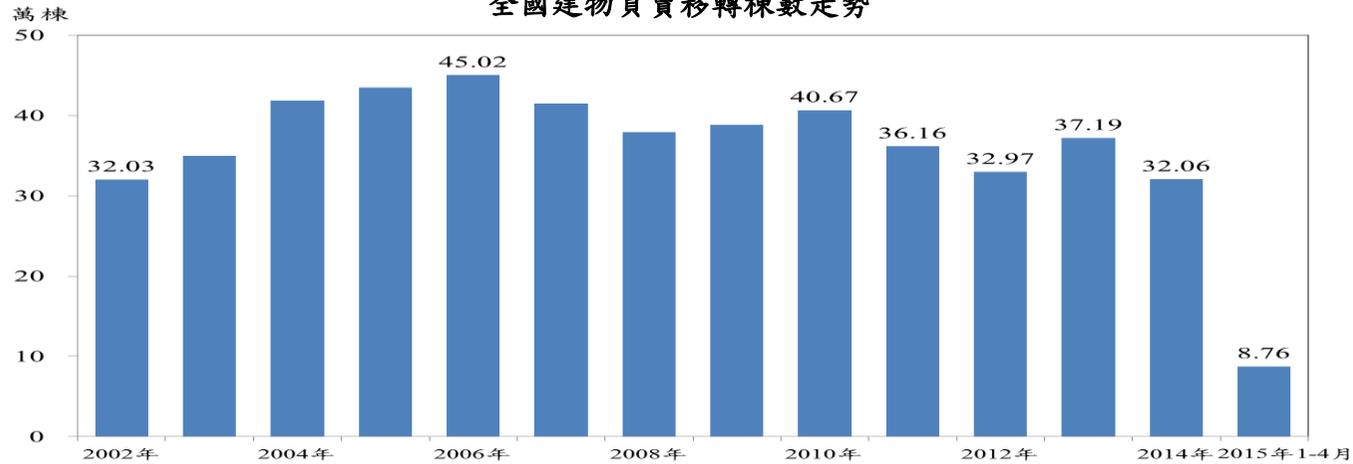


貸款利率(%)



全國建物買賣移轉棟數下滑

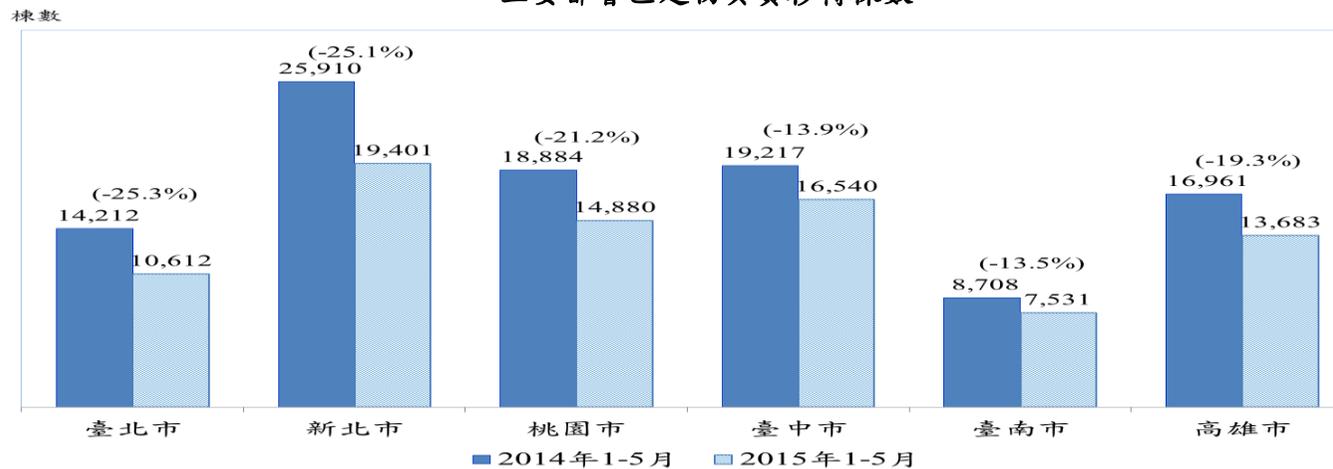
全國建物買賣移轉棟數走勢



資料來源：內政部

2015年1-5月主要都會區建物買賣移轉棟數均較上年同期衰退

主要都會區建物買賣移轉棟數

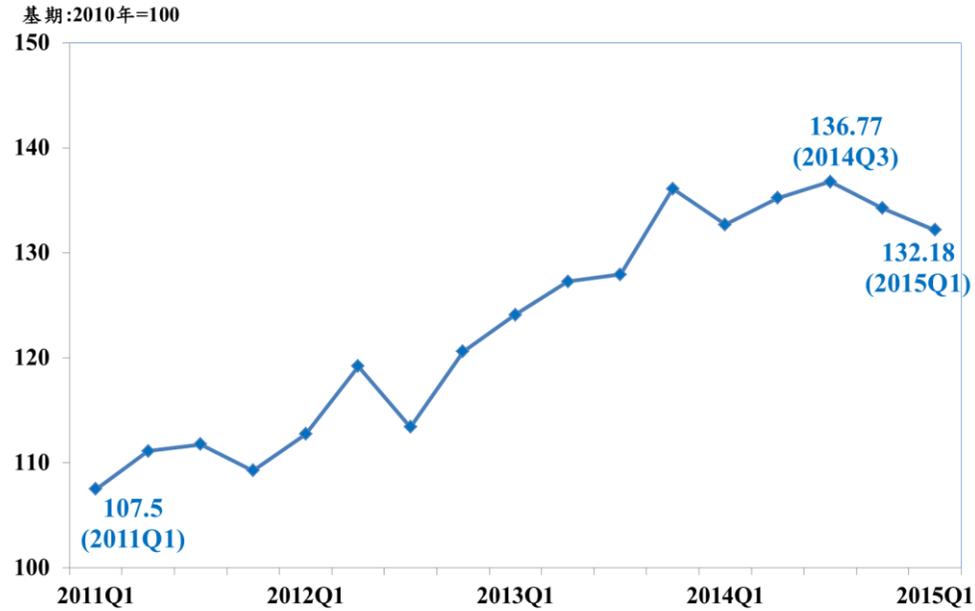


註：()內數字為年變動率。

資料來源：內政部、各市地政局

台灣地區房價呈下修趨勢

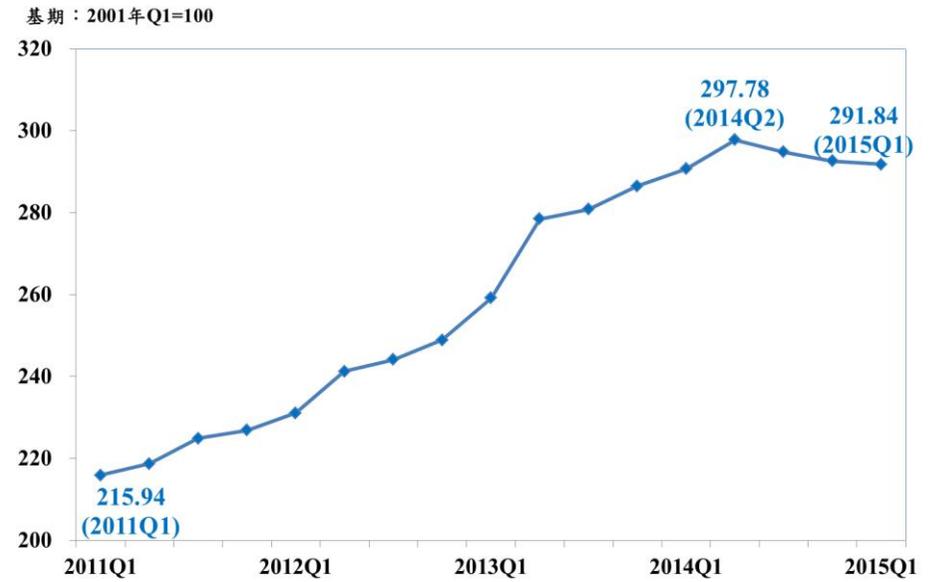
國泰房地產房價指數^{註1}



註1：係指新推案房價指數。

資料來源：國泰房地產指數季報

信義房價指數^{註2}



註2：係指成屋房價指數。

資料來源：信義不動產評論

3. 財政部實施「特種貨物及勞務稅條例」等措施，以合理徵稅、抑制短期投機交易

- **2011年6月**，財政部實施「**特種貨物及勞務稅條例**」(俗稱**奢侈稅**)，主要係針對短期買賣、非供自住的不動產，課以較高稅率。
- **奢侈稅規定**，對持有房地期間在**1年內交易**，按**交易總額15%稅率課稅**；持有**1~2年**，按**10%稅率課稅**。

4. 金管會、內政部亦共同致力於促進房市健全，協助維持金融穩定

- 金管會調高非自用住宅貸款風險權數。
- 內政部推動不動產實價登錄制度，以加強住宅資訊透明化；興辦合宜住宅，以增加住宅供給。

5. 房地合一實價課稅改革將協助房市健全發展

- **本年6月5日**，立法院通過旨在抑制短期投機炒作、強化不動產市場穩定的房地合一稅制改革，自**明(2016)年1月1日起實施**。更健全、更中性的房地產稅制上路後，將有助房市健全發展。

房地合一實價課稅，係以房屋加計土地之實際售價，扣除取得成本、必要費用及公告土地現值漲價數額等，作為稅基，對自住者獲利超過新台幣400萬元的部分，按10%稅率課稅；非自住者，則按房屋持有年限，分別按不同稅率課稅。其中，持有年限較短者，稅率較重，有助抑制短期投機炒作不動產。