

家計部門債務增加對總體經濟的意涵

劉 雨 芬 譯

譯 者 摘 要

本文譯自：Guy Debelle (2004) ,"Macroeconomic implications of rising household debt",BIS Working Papers No 153,June 2004

鑒於受到低利率之影響，近年來許多國家的家計部門均增加借款，以購買住宅，或增加消費，從而造成家計部門的債務有上揚之勢。本篇文章特針對此一現象進行探討。其重點如下：

一、主要國家家計部門債務成長快速

本文回溯過去二十年來，大部分已開發國家家計部門債務均快速成長，其成長速度較家計部門的可支配所得成長為快。其中美國的家計部門債務在過去二十年均呈現穩定上揚，而法國、日本及英國的家計部門債務大幅成長是在 1980 年代，澳洲及荷蘭則出現在 1990 年代。至於各國家計部門債務餘額相對家計部門的可支配所得比率差異極大，從義大利的約 35% 至丹麥的逾 230%。

這些家計部門的借款大多用於購屋，在美國及英國，購屋借款約占家計部門借款總額的 75%，法國及德國約為 60%，澳洲則達 85%。用於其他目的借款，特別是信用卡債

務，其成長速度亦超越可支配所得的成長，但除南韓外，其占家計部門債務總額的比率仍低。

有關家計部門債務的分布情形，在美國有將近 45% 的家庭有房貸，然亦有 25% 的家庭沒有任何借款；在澳洲不到三分之一的自有房屋擁有者有房貸；在挪威有 20% 的家庭沒有任何借款。較高所得家計部門的債務往往占總債務最高的比例，在瑞典，40% 的家計部門債務係由所得五等分位的最高分位家戶持有；在美國，所得五等分位的最高分位家戶中有 75% 有房貸，最低分位僅 14% 有房貸。在揹負債務的家戶中，最高的債務相對所得比率及償債負擔 (debt service) 相對所得比率都出現在較低所得分布的家戶，即使這些家戶借款的金額可能相對很小。

二、家計部門債務成長的原因

過去二十年來造成家計部門債務上升的三個主要原因是：

(一) 金融管制放寬，使得金融機構進行信用分配的必要性減少，家計部門較容易取得借款。

(二) 實質及名目利率均呈現下跌趨勢，家計部門的借款成本得以降低。

(三) 由於房地產價格上揚，家計部門以房地產抵押可以借得更多的款項，以供投資或消費。

因此，在借款取得容易及借款成本下降下，家計部門利用借款以達到在生命週期內更理想的支出模式，可視為是理性的選擇。

三、國家經驗

家計部門債務對總體經濟表現有重大影響的三種國家經驗為：

(一) 北歐國家及英國：急劇擴增的家計部門債務推升經濟成長，並促使 1980 年代晚期房價的上揚，但迨至 1990 年代早期，家計部門債務增加卻使得當時經濟不景氣的情形更加惡化。

(二) 荷蘭：許多借款係以動用房屋增值 (housing equity withdrawal) 的方式進行。房屋增值的動用使得家計部門的消費於 1998-2000 年間大幅擴增，但它的效果極易受到家計部門未來所得成長預期、房價及借款利率等變動的影響，在 2001 年動用情況減緩後，即對整體經濟產生重大的負面衝擊。

(三) 美國：2001 年實行大規模減稅，且當時利率處於相當低的水平，使得家計部門借款增加，但償債負擔的水準仍處於低點。因此，儘管當時經濟不景氣，但家計部門債務非但未加重經濟體的負面衝擊，相反的，家計部門債務卻支撐了消費及房屋投資。

四、家計部門債務成長的總體經濟意涵

以全球的觀點來看，過去二十年來家計部門債務的擴增並不必然是警訊，因為這只是單純反映家計部門在限制減少下的適當選擇。然而，家計部門債務增加會令人擔憂其是否有足夠的償債能力，如果償債能力發生問題，對金融體系及總體經濟將產生何種衝擊。本文認為，主要的風險在於一旦利率攀升，或經濟反轉造成失業、所得減少，家計部門可能無力償債，從而衝擊金融體系及總體經濟。

至於其衝擊大小，並不單單在於家計部門債務的高低，須視借款利率條件及借款者的結構而定。如果一國的房貸利率多為固定利率，家計部門所受的衝擊會較小，若為浮動利率則衝擊較大。在借款者結構方面，如果借款者多屬於家計部門中較有能力負擔者，則衝擊較小，反之，如果集中在能力較弱者，則衝擊較大。然而由於這方面的資訊較欠缺，實証分析上有其困難。

一、前言(註 1)

許多國家過去二十年來，家計部門債務的絕對值及其相對所得的比率均大幅提高。家計部門債務大幅擴增令人擔憂家計部門的債務承擔能力，以及如果償債能力發生問題，對金融體系及總體經濟將造成何種影響。

本文將檢視造成家計部門債務上升的原因，主要強調兩個重要因素：首先為自 1980 年代以來金融管制放寬，信用分配情形減少，其次為過去二十年來實質及名目利率的下跌。這些因素除了直接造成借款成本降低之外，亦使家計部門所受到的流動性限制大幅降低。這些發展使得家計部門得安排借款以達到更理想的終身消費模式。因此，增加債務可視為是消費者的理性選擇。然而，我們很難評斷這些因素是否能充分解釋家計部門債務為何增加。

家計部門債務增加是否超過其承擔能力，基本上是金融監理的一個議題，然而不管其是否有能力承擔，債務增加本身即有很重要的總體經濟意涵。家計部門對利率的變動，特別是預期以外的變動，以及對失業等因素所引起家計部門所得的變動將更為敏感。家計部門對利率變動的敏感度將視借款期間內借款利率是以固定或變動利率為主而定。借款利率的特性影響經濟體內利率風險

的配置。這將決定係家計部門、金融中介者或退休基金較易暴露於利率變動的風險中，從而將影響利率變動對整體經濟體的短期衝擊。

在一些國家，家計部門一部分的借款係以動用房屋增值的方式進行。房屋增值的動用在最近經濟不景氣期間，支撐了家計部門的消費支出，但它的效果極易受到家計部門未來所得成長預期、房價及借款利率等變動的影響，若動用情況減緩或反轉時，將對整體經濟產生負面衝擊。

為分析家計部門債務增加的原因及意涵，第二章將利用消費的生命週期/恒常所得理論檢定家計部門債務的可能變數。各國家計部門債務成長的情形及各國家計部門間債務的分布將在第三章呈現。第四章將利用一個簡單的模型來說明通膨、稅負及流動性限制改變對總體家計部門負債的影響。該模型指出大部分債務的增加可用流動性限制降低及通膨下降來解釋。家計部門債務增加的總體經濟意涵將於第五章討論。第六章將探討英國、北歐國家、荷蘭及美國等家計部門債務對總體經濟產出扮演重要角色國家的情形，以說明其中的經濟意涵。第七章為結論。

二、家計部門借款的生命週期理論

檢視家計部門借款趨勢可以從 Modigliani (1986) 的生命週期模型及 Friedman (1957) (註 2) 的恒常所得模型著手。本章討論該模型對家計部門借款的意涵，並檢視在放寬該架構下的一些假設後所得之結果。

在生命週期模型中，家計部門在跨期預算限制下作消費選擇以求終身效用最大。家計部門消費不得超過其終身勞動所得現值及目前淨資產（持有資產扣除負債）之和。

$$\begin{aligned} \max E \left[\sum_{t=0}^T (1+\theta)^{-t} u(c_t) \right] \\ \text{subject to } A_{t+1} = (1+r)(A_t + w_t - c_t) \end{aligned}$$

其中， w 代表勞動所得， A 代表家計部門資產淨額， c 代表消費， r 代表資產報酬率（假設不變）， θ 代表折現率。

這個問題的解可以尤拉方程式（Euler equation）表示：

$$Eu'(c_{t+1}) = (1+\theta)/(1+r)u'(c_t)$$

邊際消費效用的比率（適當折現）相當於跨期替代的成本，即實質利率。尤拉方程式的解得出家計部門平穩其終身消費以求效用最大。在當期收入低於終身平均收入期間，家計部門以借款支應目前的消費（或消耗持有資產）。反之，在家計部門當期收入高於終身平均收入時將償還借款（或累積資產）。

假設家計部門在工作期間的勞動所得為

標準的正斜率，則家計部門在工作初期入不敷出，並以借款支應消費支出。隨著家戶年歲及工資漸增，債務也逐漸減少，而且債務一旦清償，資產即開始累積。當家戶於晚年不再工作時，又再度入不敷出，開始消費他們先前累積資產所賺取的收益，並逐漸花光其所有財富。因此個別家戶的債務多寡將由其未來所得及利率（相對於折現率）決定。

這個模型主要與個別家戶一生中的債務情況有關，然而本報告的重點在於總體家計部門借款。將終身消費模型擴大至整體經濟，在資本可自由移動及小型國家的假設下，該國整體可為淨負債者，但卻不會影響國內及全球利率。假如家計部門債務增加，在國外資金供給富有彈性的情況下，經常帳赤字將會擴大。相反的，在一個封閉經濟體，因外在因素造成家計部門借款偏好增加將推升利率，誘使家計部門中的淨儲蓄者增加供應必要的資金。

總之，在終身消費基本模型下，總體家計部門債務將視人口結構、未來所得預期及實質利率而定。假設借款偏好在同年齡層中並無不同（例如，經歷經濟大蕭條的世代有較低的借款偏好），則相對年輕的人口分布其整體家計部門債務往往較高。此外，當未來勞動所得預期陡升時，整體家計部門債務通常亦會擴大，因為家計部門將因未來高勞

動所得而於生命早期借更多的錢來確保消費的平穩。

實質利率變動對債務淨額的影響並不明確，該影響將視所得及替代效果的相對大小而定。實質利率下跌會降低家計部門資產報酬，亦降低借款成本，但增加未來勞動所得的現值。這些不同管道對家計部門的衝擊，將視家戶處於生命週期階段的不同而有所差異。年長的家戶累積大量財富並接近職業生涯末期較易受低資產報酬的影響，然而年輕的家戶較易受借款成本降低的影響。然而根據實證研究，利率的改變對家計部門借款淨效果的影響並不明確(Muellbauer (1994))。

將住宅在家計部門消費決定中所扮演的角色納入考量，則終身消費架構對家計部門債務的意涵將更為顯著(Miles (1992))。對於居住，家計部門可以選擇購買住宅或租賃。假如家計部門決定購買房屋，因為該決定包括投資因素在內，家計部門所需借款的金額要比其他型式的消費還高。購置住宅表示家計部門購買一系列長期間的居住服務。所有耐久財都具此特性，但因為住宅服務每期支出的金額較大且期限亦較長，因此購置住宅比其他耐久財更顯重要。

將購買房屋的決定納入考量發現房屋自有率愈高，則家計部門債務愈大(註3)。這個結論將視出租的房屋是由誰持有而定。假如出租的房屋為國內家計部門所擁有，則房東家戶可能係以借款購買出租的房屋。房屋自

有率與債務之間的關聯亦將視購屋成本而定。房價相對於家戶所得愈高，首次購屋家戶的房貸將更多。然而在這點將成為一個循環關聯：家計部門購屋借款愈多，房價相對於所得愈高，接著使得欲購屋的首次購屋家戶需借入更多的錢。房屋供給的彈性在決定房屋的相對價格時扮演相當重要的角色。彈性愈小，大部分購屋借款的增加將推升房價而非營建活動。

賦稅制度對家計部門債務有重大的影響，特別是購屋的稅法規定。假如房貸利息支出可抵稅，則自有房屋相較於租賃更具吸引力。購買房屋與購買其他資產稅務負擔不同亦將影響家戶是否將自有房屋作為投資工具的決定。例如，若房貸利息可抵稅，但購買股票的借款利息不可抵稅，家戶將以房貸來支應股票投資。賦稅制度對家戶借款決策的影響通常隨著通膨率的高低而有很大的不同。特別是在高邊際稅率、相對高的名目利率以及房貸利息抵稅的交互影響下，更大幅提升購屋借款的吸引力。在一些情況下，這種交互影響力已導致實質借款成本為負。各國間購屋借款不同的稅負將於下一章後段討論。

到目前為止所討論的模型集中在家計部門借款的需求面因素，將資金供給視為在某一利率下具有完全彈性。然而，貸款方面的制度性因素也會影響家計部門債務，特別是有些因素使家計部門受到限制無法借得終身

最適的借款金額。本章以下將修正「家計部門在預算限制下想借多少就能借到」的假設，以進行討論。

流動性限制的存在長久以來被視為和標準終身消費模型的假設不符(Hall (1978))。為考慮流動性限制，一個常用來修正標準終身消費模型係來自於Hall (1978)提出的終身架構。假設某一比例的家計部門，無法以其未來所得及財富借款，且需將目前的勞動所得全數消費。以這個定義來說，Hall與Mishkin (1982)及Campbell與Mankiw (1989)推估約20~30%的美國人是此類經驗法則的消費者。這個和終身消費模型的假設不相符的現象，雖可能有其他解釋，但他們認為主要是反映流動性限制(註4)。Japelli及Pagano (1989)藉由將 λ 及貸款市場的制度性因素連接起來，提出流動性限制存在的直接實證。他們發現一個國家的存放款利差愈大、房貸可貸成數愈低，以及年輕族群自有房屋比率愈低，則 λ 值愈大。他們說明貸款市場的這些現象是反映金融機構的信用分配。Carroll (2001)則主張這些辨認受流動性限制家計部門的測試並不正確。他提供一個更正式的流動性限制模型，並說明流動性限制與預防性儲蓄之間非常相似(亦可參考Deaton (1991)及Zeldes (1989))。

流動性限制對購屋有約束力，並可以解釋在許多國家所觀察到的房屋自有率及家計部門債務在生命週期中出現峰型分布。家計

部門在其生命早期較易受流動性限制的影響而傾向租屋，因為家計部門因此可得到的居住服務較其在目前低儲蓄水準及信用取得受限下購屋所得到的更好。隨著時間的經過，當家計部門的所得及儲蓄增長，以貸款者的角度看來，家戶未來勞動所得的不確定性下降，流動性限制降低，因此家計部門此時可以借到購置房屋的大筆款項。從這個時候起，適用終身消費模型中債務與年齡呈現標準負相關。

將流動性限制納入終身消費模型可以明白為何貸款市場制度性的改變對家計部門債務的水準有重要的影響。在1980年代以前金融管制所加諸的限制導致大規模家計部門(及企業)的信用分配。從1980年代至1990年代，幾乎所有已開發國家皆解除金融管制，儘管各國發生的時間及程度有所差異(將在下一章詳細說明)。金融管制的解除大幅降低家計部門借款的流動性限制。因此大部分家計部門債務的增加可以反映出由一個在金融管制解除前的次佳債務水準移至一個家計部門較不受流動性限制下較高的均衡水準。以全球的觀點來看，過去二十年來家計部門債務的擴增並不必然是警訊，因為這只是單純反映家計部門在限制減少下的適當選擇。流動性限制的降低使得家計部門更能安排其生命週期中的消費型態並能借得所需的款項(註5)。

儘管金融管制已經解除，但貸款市場的

制度性因素仍然存在，特別是在房貸部分，仍使得一些家計部門受流動性限制。許多國家的金融機構對家戶目前所得能用來償還債務的部分設有限制。再者，大部分的國家，金融機構都設有房貸最高成數（loan-to-valuation ratio, LVR）（註 6）。因此家戶目前的收入及累積的儲蓄仍能限制其所能借得之款項（註 7）。

這並不必然表示家戶會消費次佳水準的居住服務。首先，消費者仍有可能借到足夠的金額以達到其所想要的服務，也就是說流動性限制未產生作用。其次，房價及房租也會跟隨家計部門所能借得的款項而進行調整。儘管如此，首次購屋者可能一開始會消費次佳水準的居住服務，隨著生命週期時間的經過，將尋求更換更好住宅的機會（Ortalo-Magne 與 Rady（1998））（註 8）。

這些財務限制的型式可總括在下面簡單的模型中說明。 Y_t 代表家計部門在 t 時間的可支配所得， D_t 代表家戶購屋的存款， i_t 代表 t 時間的名目利率。假設金融機構不允許家戶借款的還款金額超過其目前可支配所得的 $z\%$ ，房貸成數則以 δ （註 9）表示。則家戶最高可借金額為：

$$L_t = \min \left\{ \frac{\delta}{1-\delta} D_t, \frac{zY_t}{i_t} \right\}$$

亦即家戶最高可借金額受限於其存款或以其目前之所得所能用於償還債務的能力。這些流動性限制的型式指出家計部門債務隨

各國金融市場制度結構而有所差異，例如金融機構訂定的最高房貸成數及償債負擔（debt service）上限。

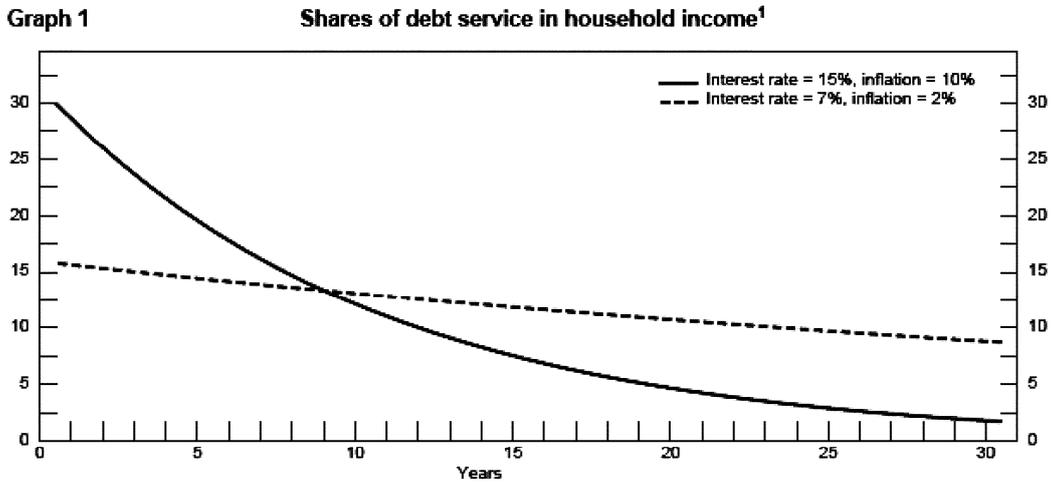
由於償債負擔上限的存在，借款成本低對家計部門負債的影響，多了另一個管道。這表示名目借款利率水準對家計部門債務的影響，超越實質借款利率改變對不受流動性限制的家計部門借款成本之影響（Kearl（1979）,Stevens（1999）,Wadwhani（2001））。

房貸初期支付較多的利息將產生這種柵欄（hurdle）或傾斜（tilt）效應。標準房貸於借款初期的還款主要包括利息及一小部分的本金。隨著借款期間的經過，每月利息支付的比重減少，然而本金償還的比重增加。

當高通膨時，名目利率亦高，透過費雪效果（Fisher effect），在一個既定的借款金額下，一開始的借款還款金額相對於所得之比率更高，因為整個借款期間累計的利息增加。因此，償債負擔相對於所得的比率上限使得家計部門在生命週期早期及高通膨環境下，其所能借得的金額將受到限制。房貸後期的還款金額相對所得的比率下降，因為還款的名目價值雖然不變，但因為家計部門名目所得快速成長，還款的實質價值將隨高通貨膨脹快速下跌。

由於過去二十年來通膨率的下跌，伴隨著名目利率的下跌，使得家計部門在一定的償債負擔下可借得更多金額，並使得原本受流動性限制的家計部門得以借款購屋。

圖 1 償債負擔相對於所得的比率



¹ In per cent, over the life of the mortgage.
Source: Author's calculations.

通膨及利率的影響如圖 1 所示(參考 Miles (1994), 英格蘭銀行(2002)及澳洲儲備銀行 (2003b))。假設三十年期 10 萬美元的房貸，在借款期間內名目還款金額固定，實質借款利率不變，但通膨率在借款期間由 10% 下降至 2%。

當通膨率為 10%，名目利率為 15% 時，10 萬美元的房貸每月還款金額為 1,264 美元；當通膨率為 2%，每月還款金額僅一半，為 665 美元。在高通膨環境下，房貸早期還款金額相對所得比率較高，但隨著借款期間經過該比率快速下降，因為借款的實質價值快速下降(註 10)。

因此家計部門借款成本變動的影響來自三種不同的管道：實質利率的變動、家計部門貸款市場競爭加劇導致金融機構貸款利率

與資金成本利差的變動，以及通膨貼水的變動。

就家計部門借款相對所得比率來說，較低的通膨率有兩個效果。首先，低通膨率透過上述過程導致名目利率下跌，因此家計部門增加借款，因而提高家計部門借款相對所得比率。其次，較低的通膨將導致家計部門名目所得成長放緩。對每一個別家戶而言，在借款期間，其借款的名目價值下降較為緩慢，因而提高總體家計部門借款相對所得的比率。

將流動性限制的終身消費模式加以擴展，考慮到房價上揚，以金融加速因子(financial accelerator)的方式，使得家計部門借款增加的回饋效果(Aoli 等人 (2002))。據此，終身消費模式可以評估家計部門資產

專題 1

房價上揚是否會增加家戶的財富？

許多國家過去十年來，房價的上揚支撐家計部門財富的成長。許多研究發現總體家計部門財富及消費呈正向相關(參考 Case 等人(2001)及其參考文獻)，儘管個體經濟資料的研究並無定論(Skinner (1994))。然而，實證上雖然發現房價上揚與消費呈正向相關，但在理論上並不明確。例如，Bajari 等人(2003)提出一個模型說明房價上揚對消費有些微的負面影響。

因為房價有財富效果以及相對價格效果(Muellbauer (1994), Kennedy 及 Andersen (1994))，所以理論上此項議題相當複雜。在標準終身消費模型中，資產價值的上揚將轉換成消費支出的增加。在一無限（或極長）生命且家戶皆為房屋擁有者的世界，房價上揚使得家計部門名目資產價值上升，但也推升目前及未來的居住服務成本，如此，家計部門實際上並沒有更好。

在一個家計部門為租屋者及房屋擁有者的世界，那些租屋者的實質所得將因成本的上揚而下降。再者，尚未購屋的後代子孫亦將因房價的上揚而減損其財富。這將使得目前租屋者及未來房屋擁有者移轉財富至目前房屋擁有者。如果，目前房屋擁有者考慮到未來子孫時（最明顯的為其子女），他們可能不將房價的上揚視為其財富的增加，因為它僅轉變成他們保存給其子女遺產價值的等同上升。

至於目前房屋擁有者的實質所得亦將因居住服務成本的上漲而下降。然而，目前房屋擁有者對其房屋所提供的住宅服務流量的評價將反映在當初他們購屋時所支付的價款。如果，他們對居住服務仍給予相同的評價，房價的上揚將導致他們須支付比其願意支付還要更高的價格。為降低住宅服務的消費，他們可以搬至較便宜的住所，或更有可能增加其他商品的消費，藉以消費部分房價上揚的價款。

有一大部分租屋者可能是年輕人，他們為購屋而存款。這些家計部門可能減少他們的消費以儲存購屋所需的大量存款（Sheiner（1995））。（他們也有可能完全放棄購屋，因此減少儲蓄）。

因此，租屋者因為價格效果而減少消費，目前房屋擁有者因為財富效果而增加消費。因此房價上揚的淨效果如何並不明確，將視租屋者及房屋擁有者的消費傾向而定。

在消費與房價上揚在理論上的關聯並不明確的情況下，為何可觀察到該二者有實證上的關聯？

首先，房屋擁有者的平均消費傾向可能大於租屋者。這也許是很好的案例，未擁有房屋者可能為購屋而存款，然而那些年紀較長的房屋擁有者將比較不需要儲蓄。

第二，目前房屋擁有者可能只重視眼前，或並不想把房子留給子女（Skinner（1994）提供此類行為的一些實證）。當房價上揚時，未來子孫的消費將跨期移轉至目前房屋擁有者，因此增加了當前的消費。

第三，上述分析係假設房屋可完全被視為消費財，然而，它亦具有投資的成分。因為各種理由，例如房屋的稅務處理，使得房屋成為有效的儲蓄工具。因此當房價上揚，家計部門視部分房價的上揚為其儲蓄的增加，從而就如同終身消費模型所預期的，消費將會以類似股權財富增加的方式擴增。這種現象也會造成國民所得帳中的儲蓄減少，因為國民所得帳並未加計資產持有的資本利得。

第四，假如家計部門受流動性限制，則金融加速管道可以發揮作用。作為抵押品的房屋價值上揚將使得房屋擁有者因房價的上揚而可多借些錢以支應更多的消費。

最後，假如房屋價值的上漲係由公共部門持有者移轉至私人部門持有者，就像英國 1980 年代晚期發生的情形一樣，就的確會推升家計部門資產的價值（假設家計部門的李嘉圖行為（Ricardian behavior）不存在）。

價值對消費的影響。在大部分的國家，房屋的價值係家計部門所持有最大的資產。專題 1 討論房屋價值的上揚是否可視為家計部門財富的增加。但就家計部門債務而言，家計部門在流動性限制下，就消費居住服務及其他型式的消費兩者而言，可能求得角解（corner solution）。亦即，家計部門在既定所得下將借入最高可借金額，但那可能並不足以支應家計部門所欲消費的住宅服務及其他消費支出。當房價上揚，房屋的抵押價值增加，使得受流動性限制的家計部門可以此借款來增加消費，在某種程度上類似 Bernanke 及 Gertler（1989）的商業投資模型。這說明房價的上揚將導致家計部門債務的增加，儘管實證上很難分辨是否是家計部門借款造成房價上揚的反向因果關係（參考上述）。

總負債或淨負債？

許多有關家計部門的債務分析集中於家計部門的總負債。然而，本章所討論的模型主要與家計部門的淨財務狀況有關，亦即家計部門持有淨資產或淨負債。這引發一個以整體經濟觀點來看，何者才是適當之衡量標

準的問題。

在決定單一家戶的淨資產部位以及其對特定衝擊的調整能力，與其所持有資產的流動性可能有關。假如資產流動性相對不高，即使其淨資產部位為正值，家計部門仍將受到流動性限制。因此，家計部門的邊際消費傾向可能接近 1，特別是當所得受到負面衝擊時。在這種情況下，專注於總負債部位或許是有用的。

更普遍的，擁有不同淨資產部位的家計部門可能會有不同的邊際消費傾向。例如，有信用卡債務的低收入戶，其債務相對所得比率較低，但邊際消費傾向可能接近 1，然而無負債且擁有生息存款的年長者，其邊際消費傾向較低。在這種金融債務及資產的分布下，利率的上升將導致消費支出的下跌。再者，當總體家計部門為淨債務人時，最終淨資產持有者可能在境外。在分析家計部門債務增加所導致的結果時，這些考量強調檢視債務(及資產)在各家戶間分布的重要性，而不能只專注於總體債務的衡量。

三、家計部門債務的情況

在過去二十年來，大部分已開發國家家計部門債務的成長超過其所得的成長。然而，各國債務成長的時間、幅度及成長率卻有相當大的差別。如圖 2 所示，在 1980 年代，法國、日本及英國的家計部門債務均大

幅成長，在 1990 年代，澳洲及荷蘭的家計部門債務亦大幅成長。過去二十年來，美國的家計部門債務穩定上揚。圖 2 亦顯示各國家計部門債務相對於所得比率的顯著差異，範圍從義大利的約 35% 至丹麥的逾 230%。

可以解釋各國之間差異的理由之一為，家計部門統計定義的不同。有些國家，非公司型態的企業部門(通常為小型企業)包括在家計部門的資料內，然而其他國家並不包括在內(歐洲中央銀行(2004))，此時若企業部門的財務槓桿較高，則將影響整體比率。以一個總體經濟的觀點來看，家計部門的準確定義或許較不重要，但在比較各國資料時必須了解這一點。

儘管每一個國家的家計部門債務程度不同，大多數的家計部門借款係用於購屋，與我們前面所討論的模型及房屋抵押所扮演的重要角色相吻合。例如，在美國及英國，目前購屋借款約占家計部門借款總額的 75%，法國及德國約為 60%，然而在澳洲達 85%。用於其他目的借款的增加，特別是信用卡債務，在過去這一段期間的成長亦超越其所得

的成長，但它占家計部門債務總額很小的部分。南韓的情形是明顯的特例，其信用卡債務在近幾年急劇成長後驟降，這個過程造成總體經濟重大的衝擊(參考 IMF(2003a))。

以家計部門的所得來衡量家計部門債務的金額可以比較不同時間不同國家的家計部門債務，但這不必然可作為一個合宜的指標來決定是否過度借款。這只是以存量(家計部門債務)和流量(家計部門所得)進行比較。

在分析一個公司的借款決策時，有二個共同的衡量基準，一是槓桿比率 (leverage)，亦即公司債務水準相對資產的比率，一是利息覆蓋 (interest cover) 比率，譬如償債負擔相對所得的比率。這些衡量係存量對存量，流量對流量的比較。在分析家計部門的債務負擔能力時，用類似的衡量方式可能更適宜。家計部門的槓桿可以用家計部門負

圖 2 債務相對於所得的比率

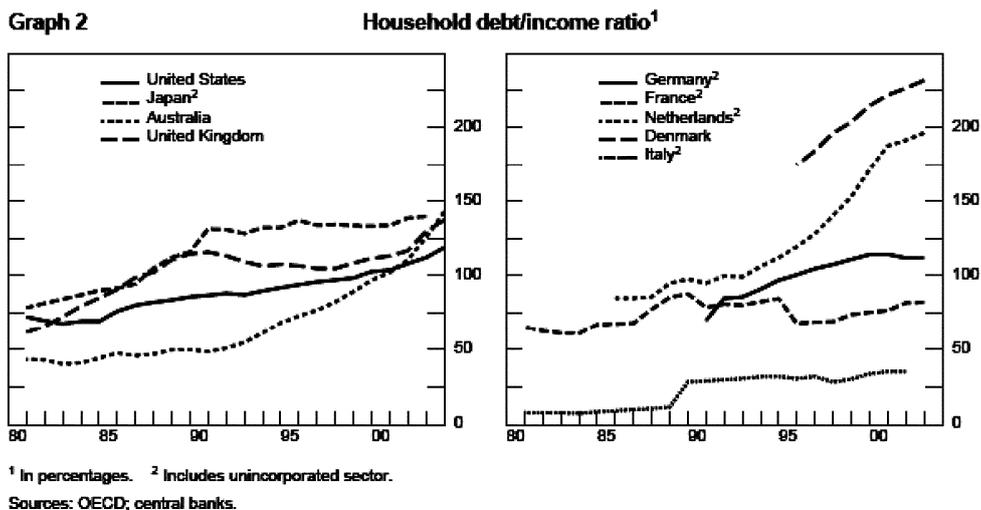
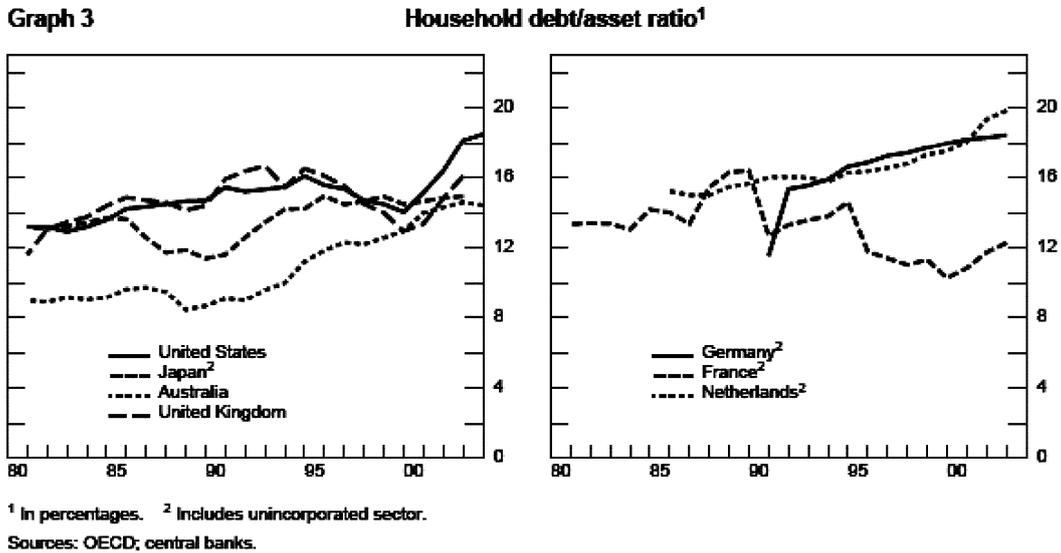


圖 3 債務相對於資產的比率



債相對於家計部門資產來衡量。家計部門的利息覆蓋比率則為家計部門的還款金額(包括利息及本金償還)除以家計部門的可支配所得。

以家計部門的資產來衡量，在過去二十年來，家計部門槓桿比率並未大幅成長(圖3)。槓桿比率普遍上漲不到5個百分點，在法國該比率實際還下降了。主要是反映房價的上揚；有些國家，這也反映家計部門股權持有價值增加。各國槓桿比率的差異較債務相對所得比率的差異小許多，反映房價與家計部門債務之間密切的關聯性。

當房價下跌時，家計部門的槓桿比率會急劇惡化。債務的名目價值仍將維持不變，然而作為擔保的資產價格可能會下跌。再者，假如在此環境下，家計部門設法出售房屋以償還借款，則債務問題—通貨緊縮的惡

性循環可能導致家計部門槓桿的進一步惡化。因此，在使用這個衡量方法分析家計部門的債務承擔能力時必須注意。

雖然大部分國家的家計部門債務相對所得及資產比率上揚，家計部門利息覆蓋比率或償債負擔比率並未呈現明顯上揚趨勢(圖4)。家計部門債務的增加被借款利率的下跌所抵銷了，因此平均而言，家計部門償債負擔相對所得的比率並未較以往為高。然而，一些國家的償債負擔接近歷史高點。由於一些國家利率處於歷史低點，當利率週期反轉造成抵押借款利率上揚時，將導致償債負擔進一步提高。再者，各國間這些數據並不能直接比較。在某些國家，償債負擔僅指利息支付，其他國家則包括利息及本金的償付。

償債負擔相對可支配所得比率的衡量方

圖 4 償債負擔相對於可支配收入的比率



法在房屋自有率產生變動時，可能會誤解家計部門借款利息支出對其現金流量的影響 (Dyanan 等人 (2003))。當房屋自有比率上升，原先租屋的家計部門將以房貸支出取代租金支付，則扣除房貸支出後的可支配收入反而提高，因此房貸利息支出雖使償債負擔提高，但對家計部門現金流量的影響則小許多。因此，在那些房屋自有比率上升的國家，揹負債務的家計部門平均償債負擔的上升幅度可能較低。然而，租金比較不可能直接受利率變動的影響，但假如家計部門的借款係以變動（浮動）利率計算時，則償債負擔將受其影響。此外，房屋自有比率愈高表示家計部門的財富受房價波動的影響愈大。

各國房屋自有比率的差異如表 1 所示。很大部分的差異係反映房屋的稅負、公有房

屋，以及金融面不同貸款條件的影響。在一些國家，金融管制的解除及名目利率的下跌與其房屋自有比率的上揚有關，但並非所有樣本國家皆是如此 (註 11)。過去二十年來，法國及德國的房屋自有比率相對穩定(歐洲中央銀行(2003))，然而同期間荷蘭、西班牙及英國卻已經上揚將近 10%。

如上所述，租賃部門的所有權人也有可能對家計部門債務有所意涵。表 1 顯示以公有租賃及家戶與公司的私有租賃來看，租賃部門的所有權有很大的差異。大部分國家無法取得相關資料將購屋租賃作為投資工具的家計部門債務比率及購屋自用的家計部門債務比率分開。澳洲係一例外，其房貸中有將近三分之一係用來購屋作為投資之用。

家計部門債務的分布

表 1 房屋所有權

占全體家計部門的比率(%)

國家	房屋自有	私人租賃	公有租賃	其他租賃
澳洲	70	20	10	0
奧地利	56	21	20	3
比利時	72	17	6	3
加拿大	64	28	8	0
丹麥	59	26	19	4
芬蘭	64	15	16	11
法國	58	21	17	8
德國	39	47	10	0
希臘	80	20	0	6
愛爾蘭	78	8	8	6
義大利	69	20	6	6
日本	60
荷蘭	53	12	35	0
挪威	78	17	4	3
葡萄牙	64	25	3	8
西班牙	85	9	2	6
瑞典	53	22	22	0
瑞士	30
英國	70	10	21	0
美國	69

資料來源：Barker (2003) 表 A.1；歐洲中央銀行(2003)；美國聯邦準備理事會消費者財務狀況調查 (Federal Reserve Survey of Consumer Finances)；各國央行；統計機構

家計部門債務整體的資料無法說明個別家戶單位債務分布的不同。例如，根據美國 2001 年消費者財務狀況調查，有將近 45% 的家庭有房貸，然亦約有四分之一的家庭沒有任何借款(表 2)；在澳洲不到三分之一的自有房屋者有房貸；然而在挪威五分之一的家庭沒有任何借款(表 3)。因此，對揹負債務的家計部門而言，其債務相對所得比率及償債負擔較整個經濟體要高很多。

以下第五章將討論家計部門間債務分布對於經濟受到所得、利率及房價衝擊的敏感度之重要意涵。揹負債務家計部門的特性與整體人口的特性可能不同。假如揹負債務的家計部門多半擁有較高的所得，那麼他們暴露於失業或利率上升的風險將較整體為低，儘管他們暴露於財富變動的風險較大，例如股票價格的變動。相似的，假如整體家計部門債務的增加係反映較高所得或較高資產價

表 2 美國家計部門債務的分布 (%)

	負債家戶的比例 (%)		負債家戶的平均債務 (千美元)	
	房屋抵押貸款	各式貸款	房屋抵押貸款	各式貸款
	2001 年調查			
所有家戶	44.6	75.1	70.0	38.8
所得的百分位				
低於 20	13.8	49.3	28.0	5.2
20-39.9	27.0	70.2	40.0	11.5
40-59.9	44.4	82.1	56.1	29.1
60-79.9	61.8	85.6	75.6	62.3
80-89.9	76.9	91.4	91.0	96.8
90-100	75.4	85.3	134.0	146.4
	1989 年調查			
所有家戶	38.7	72.7	32.0	15.2
家戶所得 ¹				
低於\$10,000 (1989 年美元)	8.8	47.2	7.5	1.9
\$10,000-19,999	21.3	58.7	13.0	5.0
\$20,000-29,999	36.8	79.5	21.0	12.5
\$30,000-49,999	53.1	86.5	33.0	26.2
超過\$50,000	72.4	91.8	48.0	55.5

¹在 1989 年的調查中，每一層所得家戶約各占 20%。

資料來源：聯邦準備理事會消費者財務狀況調查(1989,2001)；Aizcorbe 等人(2003)。

表 3 挪威家計部門負債的分布 (%)

家計部門的比例	1990	1995	2001
無債務	28	24	21
債務/所得低於 100%	36	39	39
債務/所得介於 100% - 200%	20	22	22
債務/所得介於 200% - 300%	9	8	10
債務/所得超過 300%	6	6	7

資料來源：挪威統計局

值持有者借款的增加，那麼就比較不需要擔心。相反的，假如家計部門債務的增加係反映較低所得或較低擔保品持有者借款的增加，就像信用卡債務，那麼家計部門的總體經濟敏感度可能會更高。這個效果仍將視債務的增加係集中於小部分的家計部門或平均分布在全體家計部門間而定。

許多國家(雖然不是所有國家)家計部門債務分布的詳細資料皆可取得，包括澳洲、荷蘭、挪威、瑞典及美國。這些資料顯示債務相對年齡的峰型分布，與受流動性限制的生命週期模型一致。雖然揹負債務的年輕家庭之債務相對所得比率相當高，但全體年輕家庭的債務相對所得比率仍低。債務的這種年齡峰型分布與住宅自有的年齡分布相吻合，再度證明房貸占家計部門借款的主要部分。

較高所得家庭的債務往往占總債務最高的比例。在瑞典，40%的家計部門債務係由所得五等分位的最高分位家戶持有(瑞典中央

銀行金融穩定報告 1 (2003))。在美國，所得五等分位的最高分位家戶中四分之三都有房貸，最低分位僅 14%有房貸。再者，較富裕家戶的平均房貸餘額幾乎為所得五等分位最低分位家戶的五倍。至於其他型式的債務，在美國，所得五等分位的最低分位家戶約有半數以各種方式(包括房貸)借款，最高分位約有 85%以各種方式借款。這些數據反映信用卡債務在低所得家庭間的普及。

在揹負債務的家戶中，最高的負債相對所得比率出現在較低所得分布的家戶(即使這些家戶的借款金額可能相對很小)。這些家戶通常為剛購屋的年輕人(表 4)。他們尚未開始支付房貸的本金，且其目前的所得相較以後工作的預期所得為低。荷蘭的資料顯示，較低所得分布的家戶，其負債相對持有資產價值比率往往較高(Van Rooij(2003))，再度證明剛購屋者的房貸成數較高(自購屋後，房價尚未大幅增值)。

表 4 2002 年荷蘭家計部門房貸的分布

	房貸/家戶所得					
	0-1	1-1.5	1.5-2	2-2.5	2.5-4	>4
家戶的比例(百分比)	16	12	19	17	20	16
房貸/房屋價值	39	32	38	47	71	65
房屋價值(千歐元)	199	246	189	266	208	281
購買年份	1985	1988	1985	1994	1996	1994
戶長的年齡	51	51	53	44	39	42
家戶總所得(千歐元)	60.7	53.0	38.3	50.3	43.5	32.8

資料來源：van Rooij(2002),表 2

家計部門間償債負擔的分布大致與債務的分布一致。在一些房貸利率為變動利率的國家，這兩種分布幾乎完全一樣，因為揹負債務的家計部門間所有房貸餘額的利率及信用卡債務的利率基本上是相同的。在一些房貸利率多為固定利率的國家，則將視房貸的期限、房貸一開始時所採行的利率以及以較低利率重新辦理房貸的容易度而有很大的不同。

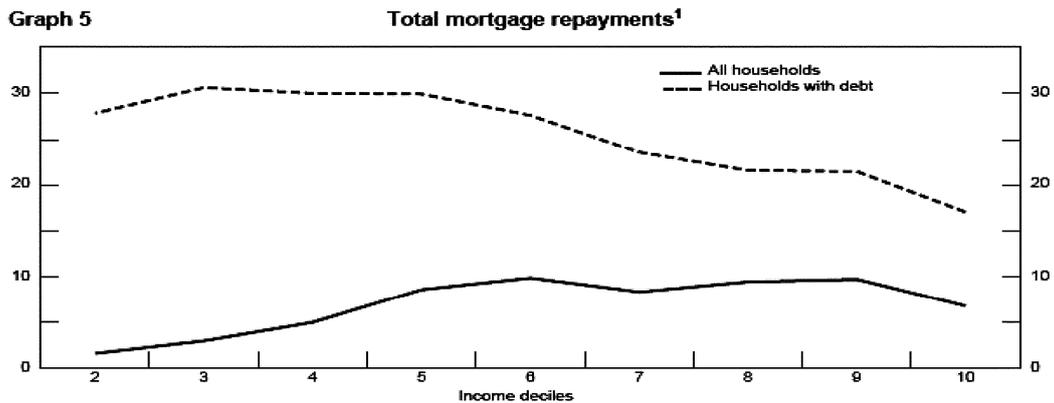
房貸的還款金額相對所得比率往往與家計部門的所得一起上升，反映高所得家計部門有較高的借款傾向(圖 5)。再者，揹負債務的家戶中，以低收入家戶的償債負擔比率最高。在美國，償債負擔超過所得 40% 的家戶中，低收入家戶的比例最高，將近四分之一，但所得十等分位中最高分位家戶的比例則很低(表 5)。

挪威資料顯示，償債負擔比率較高的家

戶，其房貸債務占總債務的比率持續增長（與信用的快速成長一致），但這部分的成長係發生在較高所得家戶間（挪威央行金融穩定報告 2（2003））。

較少資料可以說明家計部門債務分布隨著時間經過的變動，使得過去二十年來對家計部門債務增加的分析更加複雜。但美國消費者財務狀況調查即為一個特例，它提供過去三十年來每隔一段固定期間債務分布的詳細資料（表 2）。比較 2001 年及 1989 年的調查報告，很明顯的，各所得分布之家戶的房貸都增加了。在低所得分布的家戶中，該比率已由 8% 上揚至 14%。自 1992 年至 2001 年間，儘管債務增加，但總體償債負擔相對所得比率下降。然而，這幾乎可以完全由所得十等分位最高分位家戶之償債負擔的下降來解釋，可能係反映該等分位家戶極高的所得成長率。

圖 5 房貸還款金額相對於可支配所得的比率



¹ As a percentage of household disposable income.

Sources: Reserve Bank of Australia; Australian Bureau of Statistics.

表 5 美國家計部門間償債負擔的分布 (百分比)

	還款金額相對所得比率		償債負擔比率超過 40%的家戶比率	
	1992	2001	1992	2001
所有家戶	14.0	12.5	10.8	11.0
家戶所得				
低於 20	15.8	15.3	26.4	27.0
20-39.9	15.2	15.1	15.1	16.0
40-59.9	15.5	16.5	10.1	11.7
60-79.9	16.3	16.3	7.6	5.6
80-89.9	15.2	16.5	2.9	3.5
90-100	11.2	8.0	2.5	2.0
房屋持有情況				
自有	16.0	13.5	13.6	13.9
租賃或其他	6.9	6.8	4.7	3.5

資料來源：聯邦準備理事會消費者財務狀況調查(2001)；Aizcorbe 等人(2003)

解除金融管制及稅負

許多國家在 1980 年代早期解除金融管制 (表 6)。在管制解除之前，金融機構對家計部門的貸款受嚴格控管。這些管制係以直接或道義勸說的方式來限制金融機構的貸款金額及其分配。房貸取得的資金通常只限於購屋而非消費支出。再者，在大部分的情況下，僅有一些特定的機構可參與貸款市場。對貸款及存款利率的管控使金融機構貸款的能力受限。在 1980 年代晚期，幾乎所有已開發國家均解除大部分的管制。十國集團 (Group of Ten) (2003) 以及 Girouard 與 Blondal (2001) 提供當時管制解除的詳細資料。

許多國家在取消這些限制的同時亦廢除

國外金融機構進入的限制以及國內金融機構得從事業務類別的限制。當金融機構想辦法建立或保持市場占有率時，貸款市場的競爭就更加激烈。表 7 總括說明家計部門借款的稅法規定(進一步討論請參考十國集團 (2003))。各國間稅負主要的不同在於房貸利息支出可否抵稅，以及房屋是否須課徵財富稅。各國間房貸利息支出抵稅的情形有很大的不同，範圍從全額扣抵至完全無法扣抵。在一些國家，例如澳洲及英國，自有住宅無法扣抵，但投資房屋供租賃之用則可扣抵。賦稅抵減的吸引力亦將視邊際稅率的結構而定。邊際稅率愈高，利息抵稅的利益就愈大。

許多國家對房屋的稅法規定在過去二十

表 6 各國解除房貸市場管制時間表

國家	年度	
澳洲	1982	取消定量貸款準則
	1986	取消房貸利率的上限
加拿大	1967	取消銀行貸款利率的上限
	1967	廢除銀行承辦房貸的限制
	1980	允許銀行成立房貸子公司
丹麥	1982	放寬房貸契約條款的限制
	1982	解除利率管制
	1989	取消房貸債券發行的限制
芬蘭	1984	取消中央銀行對商業銀行的資金配額
	1986	解除利率管制
	1987	取消房貸準則
法國	1984	降低銀行專業化的要求
	1987	取消信用管制
德國	1967	解除利率管制
	1983	解除利率管制
義大利	1983	取消信用上限(於 1986-87 年暫時再度實行)
	1993	降低銀行專業化的要求
日本	1994	完成解除利率管制
	1980	解除利率管制
荷蘭	1984	取消信用分配準則
	1984	解除利率管制
紐西蘭	1984	廢止貸款管制
	1985	解除利率管制
挪威	1985	解除利率管制
	1985	廢除銀行貸款管制
瑞典	1980	取消信用管制
	1981	允許銀行與建築資金融資合作社 (building societies) 在房貸金融方面競爭
	1986	允許建築資金融資合作社擴展貸款業務
英國	1986	取消房貸準則
	1980	解除利率管制，四年內逐步廢止 Q 法規(存款利率上限)
	1980	取消儲蓄銀行投資組合的限制

資料來源：Girouard 及 Blondal (2001)，表 3

年來都有改變。北歐國家已大幅調降房貸利息抵稅，英國則已完全廢除，部分係反應1980年代這些國家房屋市場的發展（參考第六章）。美國1986年的稅務改革取消了以房屋作為擔保以外的所有借款利息抵稅，大幅提高以房貸方式融資而作為消費等其他用途。

稅制的這些特性影響房貸產品的類型。例如，在荷蘭，大部分的房貸在貸款期間都不涉及本金的償還以獲取最優惠的房貸稅務處理，因此利息抵減的金額可達到最大。相反的，借款者將資金存放在儲蓄帳戶或投資股票帳戶，而用累積的收入來支付房貸到期的本金。此類產品使得家計部門借款總額創

表 7 自有住宅的稅法規定

國家	利息費用抵減	資本利得課稅/免稅	設算租金課稅/免稅	房屋財富稅	房屋遺產稅
澳洲	不可	免稅	免稅	免課	免課
奧地利	...	課稅(假如週轉率低於10年)	免稅	免課	課徵
比利時	部分	免稅	課稅	免課	課徵
加拿大	不可	免稅	免稅	免課	免課
丹麥	部分	免稅	免稅	課徵	課徵
芬蘭	部分	免稅	免稅(2年後)	免課(大部分情況)	課徵
法國	不可	免稅	免稅	課徵	課徵
德國	不可	免稅	免稅	免課	課徵
希臘	可	免稅	課稅	免課	課徵
愛爾蘭	部分	免稅	免稅	免課	課徵
義大利	可	免稅	免稅	免課	課徵
日本	可	免稅	免稅	免課	課徵
荷蘭	可	免稅	課稅	免課	課徵
葡萄牙	可	免稅	免稅	免課	課徵
西班牙	部分	免稅	免稅	課徵	課徵
瑞典	部分	課稅	課稅	課徵	免課/課徵
瑞士	可	課稅/免稅 ¹	課稅	課徵	課徵/免課 ¹
英國	不可	免稅	免稅	免課	課徵
美國	可	免稅	免稅	免課	課徵

¹視各州而定

資料來源：歐洲中央銀行(2003)；十國集團(2002)

歷史新高，造成對家計部門資產負債表整體部門資產淨額的重要性。部位的錯誤解讀，因此再度凸顯觀察家計部

四、通膨、稅負及償債負擔限制等對家計部門借款的影響

本章將引用一個簡單的模擬試驗 (simulation) 來說明通膨、稅負及償債負擔限制對總體家計部門債務水準的影響 (註 12)。該模擬試驗假設在家計部門借款的償債負擔限制存在下，比較在不同的通膨率及房貸利息抵稅的各個長期穩定狀態 (steady states) 間之債務相對所得水準。

假設在一個虛擬的經濟體中，家戶的年齡分布自 20 至 75 歲不等，且呈平均分布，所以人口結構對債務並無任何影響。家戶在 20-30 歲職業生涯早期租賃房屋，且沒有任何借款。30 歲時，家戶在金融機構的償債負擔限制下借款購屋。假設房貸期限 30 年，因此家戶在 60 歲時，房貸將全數償清。家戶在往後的 15 年沒有債務。家戶在一生中並無換置更好的房屋，因此借款只發生在 30 歲那一年。

房貸為標準的等額還款房貸，即每年名目還款金額固定。早期還款金額主要包括利息及一小部分的本金。隨著時間的經過，每次本金占還款金額的比例上升，然而利息的比例下降。因此，此類房貸可以證實圖 1 的分析。

償債負擔限制係償債負擔相對可支配(稅後)所得的比例上限。假設該限制一直加諸在

30 歲的家戶。因此，房貸的多寡係由家戶 30 歲時的所得決定，亦即家戶借款的金額為該借款的償債負擔占所得的 $x\%$ 。還款比率限制的變動可藉由 x 值的變動求得。

假設家戶在 65 歲以前的所得將隨著年齡的增加而增加。家戶在 65 歲時退休，且其退休後所得為其最終薪資的某個比例 (註 13)。家戶實質所得每年穩定成長 3%。家戶名目所得的成長與通膨率 π 為一對一變動。

假設經濟體的名目政策利率與名目所得的成長率相同。因此，實質利率不變，但費雪效果使得名目利率與通膨率為一對一變動。房貸利率設定為較名目政策利率固定高 m 。

將兩種不同的稅制納入考量：一種係房貸利息支出無法抵稅，另一種則可全額抵稅。因為償債負擔限制係假設與稅後所得有關，當利息可抵稅時，家戶可借到更多的錢。

圖 6 說明，假設在借款上限 30% 且利息無法抵稅下，當通膨率為 2% 及 10% 時，個別家戶在其一生中債務相對所得比率的趨勢。通膨率(及名目利率)愈低，家戶可借金額愈高，且受所得成長緩慢的影響，債務清償得更慢。整體經濟的債務相對所得比率可在不

同的通膨率、償債負擔比率限制、利差及稅制下，加總個別家戶的所得與負債而得。

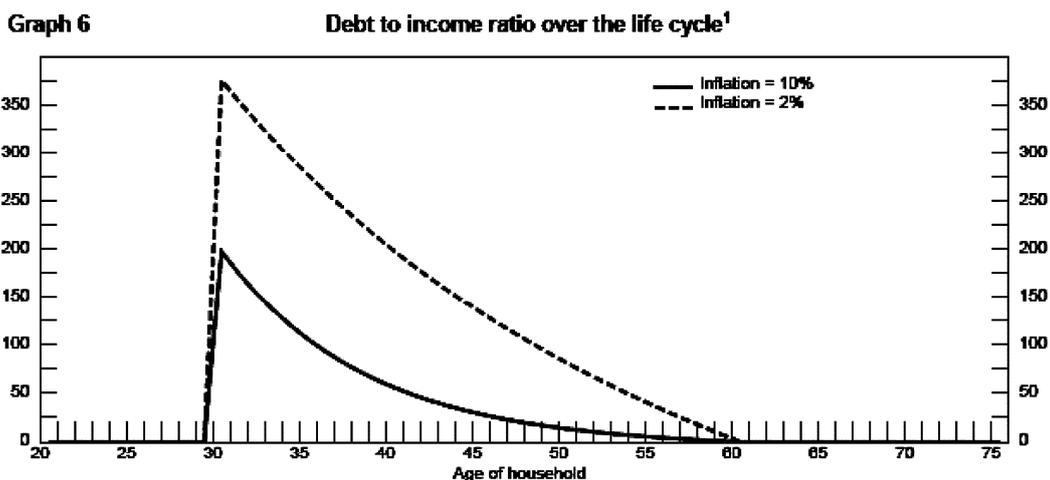
在不同參數值組合下的總體債務相對於所得之比率如表 8 所示。一旦經過所有調整後，不同的欄位就可以比較各個穩定狀態下的結果。Ellis (2004) 指出在不同長期穩定狀態間總體比率的可能走勢。前兩欄說明通膨變動對總體債務相對於所得比率的影響。當通膨率由 10% 降至 2% 時，類似許多國家過去二十年來所經歷的通膨下跌 (disinflation)，使得債務相對於所得比率增至八倍左右。然而，這些模擬試驗僅能說明通膨及名目利率的變動對家計部門債務相對於所得比率有重大影響。然而，值得注意的是，所有家戶都受償債負擔限制的這個假設，擴大了通膨變動的影響力。

誠如第二章所討論的，有兩個因素在通

膨下跌時會造成總體債務的增加。首先，償債負擔限制與低名目利率的交互作用使得家計部門一開始就能借得更多的款項。通膨的下跌使家計部門所受到的流動性限制降低。其次，較低的通膨導致名目所得成長緩慢，使得名目債務減少得更慢。

在比較這兩欄時，可以看出房貸利息支出抵稅的效果。利息支出可以抵稅，使得家計部門在借款後的可支配所得增加。假設流動性限制存在，且該限制將視可支配所得的水準而定，使得家計部門在一開始就能借得更多的款項。該稅制再度使家計部門所受到的流動性限制降低。然而，這個模型未能完全說明 1980 年代末期北歐國家賦稅抵減所扮演的角色，因為那些國家的名目房貸利率至少在一開始時並未與通膨率如同這個模型的假設般一起上揚。

圖 6 家戶在其一生中的負債相對於所得之比率



¹ In per cent.

Source: Author's calculations.

表 8 通膨、稅負及償債負擔限制對債務的影響
總體債務相對可支配所得比率（百分比）

流動性限制	30%		40%		30%	
利差	2		2		4	
賦稅抵減	不可	可	不可	可	不可	可
通膨率						
2%	67	90	90	130	59	80
5%	31	43	41	64	27	38
10%	8	11	10	16	7	10

資料來源：作者的估算

這也說明償債負擔限制由 30% 放寬至 40% 時的影響。這個變動使得總體家計部門債務大幅增加，並說明金融管制解除對債務水準的可能影響。最後兩欄則指出貸款利率與政策利率間利差變動的影響。它說明了實質利率永久變動的影響。這個影響較通膨及流動性限制變動的影響為小。

這個簡單的模型說明通膨及流動性限制的變動導致債務相對所得比率大幅上揚。這些因素可以解釋大部分已觀測到的家計部門債務的增加。然而，因為本模型假設的簡化，所以我們很難用本架構正確評斷這兩個因素是否能充分解釋家計部門債務為何增加。首先，如前所述，所有家計部門受償債負擔限制的假設大幅提升任何一個因素的影響力，例如通膨下跌使得該限制降低。其次，未考慮人口結構的影響：老人人口愈多，負債相對所得比率可能愈低。第三，所

得分配亦具有重大的影響，即使其淨效果不明：假如人口分布極不對稱，則高所得分布的家戶不大可能受流動性限制，且其借款金額絕對值可能很大，但相對所得比率則可能很小。第四，本模型未考量家戶在其一生中換置更好房屋的傾向。這將推升每一家戶的負債相對所得比率（以及總體比率），亦即不會如圖 6 所示，家戶一生中的負債相對所得比率將平穩下降，而是當家戶增加房貸時，該比率有可能會再度飆升。房屋資產的取得有類似的效果。最後，償債負擔限制的假設過於簡單以致無法完全說明過去二十年來家計部門財務限制降低的影響。再者，此模型假設這些因素為外在因素，相反的，償債負擔限制實際上很有可能隨著經濟情況而助長其變化，亦即當家戶所得成長緩慢，金融機構可能會緊縮借款條件，從而降低家戶平穩消費的能力。

五、家計部門債務增加的總體經濟意涵 (註 14)

前面幾章探討許多國家在過去二十年來家計部門債務大幅增加的原因。大多數家計部門債務的增加可能係家計部門在面對金融管制解除及名目、實質利率下降導致其流動性限制降低的理性反應。這使得家戶得以安排借款以達到較理想的終身消費模式。然而，如上一章所述，很難評斷利率及通膨的變動是否能解釋家計部門債務為何大量增加，或債務是否已過度成長（或債務未來是否還會更高）。不管家計部門是否過度借款，本章將探討家計部門巨額債務的重要總體經濟意涵。

如上一章所述，利率及通膨的下降對家計部門借款有兩個影響。首先，借款成本的下降使得借款的家戶更多，且（或）每一借款家戶的平均債務水準上升了。因此，儘管利率下跌，目前許多國家的總體償債負擔比率接近過去二十年來的最高水平。其次，低通膨使得實質債務（名目債務不變）減少的速度不如過去。結果，對某些家戶而言，在低通膨的環境下，負債相對所得比率及償債負擔相對所得比率在房貸期間下降得沒那麼快。在借款後期，家戶會非常訝異還須償還這麼多的金額，因此消費將較其理想的消費水準低。

加計這兩個影響，負債相對所得比率愈高，代表家計部門愈容易暴露於衝擊的風險

中。他們不僅將較以往更容易暴露於風險中，且暴露的期間亦較以往為長。債務的增加代表家計部門更容易暴露於家計部門所得及房價衝擊的風險中，以及利率風險中，特別係在浮動利率房貸比較普及的地方。再者，流動性限制的降低及債務的增加，代表家計部門的消費及整體經濟可能對家計部門預期其未來所得、房價及利率的變動更為敏感。家計部門間債務的分布，對債務水準上升導致整體經濟增加多少敏感度有重要的影響。

家計部門所得的變動

對家計部門所得造成最大且最明顯負面衝擊的，莫過於失業。失業導致家計部門目前的所得，甚至在很多情況下連未來的所得亦將大幅減少。家計部門龐大的債務及較高的償債負擔使得家計部門對失業上升的敏感度大幅提升，加重任何對經濟產生負面衝擊而導致失業上揚的影響效果。

揹負債務的家庭在失業期間將更難維持其房貸的償還，因此較有可能會無法履行債務。這可能會使房屋的拍賣增加，因此房價可能呈螺旋式的下跌，且房價扣除房貸後的價值為負。假如來自失業上揚的衝擊已導致房價下跌，則這種發展就特別不受歡迎。如果失業的上揚伴隨著利率的上升，就像 1990 年代早期北歐國家及英國所發生的情況（將

於第六章探討)，則家計部門財務困難的情形將更顯嚴峻。

在經濟不景氣時，家計部門龐大的債務有可能會降低家計部門為尋找工作而遷居的能力。Blanchard與Katz（1992）及Decressin與Fatas（1995）強調美國及歐洲勞動力移動性的重要。在美國，勞動力移動性係對應整體衝擊的重要調節管道，然而歐洲則比較不重要。出售房屋來償還房貸可能會大幅增加前往遠方勞動市場尋找工作成本，因而阻撓這個調節的管道。當家計部門的房價扣除房貸後的價值為負時，這個管道最有可能遭受阻撓。Gardner等人（2001）及歐洲中央銀行（2003）檢視住宅自有與勞動力移動性的關聯，發現自有住宅往往伴隨著較低的勞動力移動性。債務的增加將透過勞動力移動性下降的間接影響及所得減少的直接影響，而加重失業上升對還款能力的衝擊。

家計部門間債務的分布將影響整體還款能力。失業通常僅影響一小部分的人，較高失業風險及較高債務水準的家庭重疊的程度方為決定性的因素。一般而言，失業往往發生在初入勞動市場及低所得者。這些家庭的債務往往非常小，主要係反映他們較少自己擁有住宅，所以那些較高失業風險及較高債務水準的家庭重疊的程度達歷史新低。新購屋者可能最容易暴露於風險中，通常這些家庭的債務相對所得比率及償債負擔比率相較於總體而言高很多，雖然他們的借款通常僅

占總借款的一小部分。儘管如此，因為家計部門目前償債負擔水準較高的情形占其職業生涯較長的一段時間，他們很有可能在償債負擔占所得比例仍高時，經歷一段失業期間。

從另一個方面來看，流動性限制的放寬可能代表家計部門在低所得期間較能平穩其消費，因而降低了負面衝擊的影響。通常家計部門需已取得房貸額度，且尚未借款或以房屋超額抵押借款，方能平穩其消費。許多國家此類產品的數目在增加，但仍未普遍。通常，許多經歷失業的家庭仍不太可能在其失業期間取得借款來平穩其消費。

流動性限制的放寬亦代表當預期未來勞動所得提高時，家計部門更能以借款去支應較高的消費支出。特別是預期未來所得的增加可能會推升房價，並使得目前房屋擁有者因房價增值而可借得更多的款項來支應消費（如下所述）。King（1990）認為英國在1980年代晚期許多的消費擴增可歸因於預期未來所得提高。他認為後來經濟不景氣的情形更加惡化係由於家計部門發現他們當初對其未來所得的預期過於樂觀。因此，家計部門的消費及借款可能對未來所得預期的變動更為敏感（Pagano（1990））。

總之，債務的增加代表整體經濟，特別是消費支出，對目前所得變動（例如失業所導致的）及預期未來所得變動將更為敏感。較高的債務水準可能會加重導致此種所得變

動之最初衝擊的影響力。

利率的變動

通常利率的變動較失業的上揚所影響的家戶要多很多。家計部門對利率變動的敏感度主要視家計部門的借款利率及房貸利率為固定或變動（浮動）而定。大部分的信用卡借款利率為變動利率，但房貸利率為固定或變動則在各國間有很大的不同（表 9）（註 15）。在房貸利率為變動利率的國家，債務的增加表示家計部門更容易暴露於利率風險中，雖然結果可能是金融機構將更容易暴露於信用風險中。在房貸利率為固定利率的國家，金融機構或不動產抵押貸款證券的最終持有者將更容易暴露於利率風險中。

利率風險增加的影響亦將視家計部門於一開始借款時所預期利率變動的程度而定，

亦即利率的變動是否與經濟週期的正常變動一致，或是否為涉及整個名目利率曲線移動的利率變動（例如，由高利率至低利率環境）。

在房貸利率主要為固定利率的國家，包括法國、德國及美國，理論上而言，在景氣循環中政策利率的變動對房貸的影響很小。借款利率與長期利率的相關性最大，因此和借款期間平均政策利率的預期相關性較大。利率固定在一段長時間內，家計部門可規避利率變動的直接風險，雖然在某些國家，家計部門的房貸隱含一個買權，使得家計部門得以重新借款而取得借款利率下跌的好處（註 16）。

利率曲線（interest rate regime）的變動對房貸利率為固定利率的家計部門會產生不

表 9 家計部門的房貸

利率的主要型式

國家	房貸利率	國家	房貸利率
澳洲	變動	義大利	混和
奧地利	固定	日本	混和
比利時	固定	荷蘭	固定
加拿大	固定	挪威	變動
丹麥	固定	葡萄牙	變動
芬蘭	變動	西班牙	變動
法國	固定	瑞典	變動
德國	固定	瑞士	變動
希臘	變動	英國	變動
愛爾蘭	變動	美國	固定

資料來源：歐洲中央銀行（2003）；Borio（1995），根據大多數的房貸現狀

對稱的效果。假如利率曲線向下移動，將鼓勵目前的借款者行使買權（如果可行的話），並以較低的利率重新辦理房貸。因為每月的房貸支出減少，使得家計部門可用於其他目的的所得增加，特別是消費。這種情形發生的程度須視重新借款的成本而定，在丹麥及美國該成本相對較低，但在其他房貸利率為固定利率的國家則成本相對較高（Frankel 等人（2004））。假如利率曲線向上移動，目前房貸利率為固定利率的借款者將不受利率上升的影響，僅未來的新借款者將受影響，且該影響不太受總體家計部門債務的水準所左右。

然而，非預期的利率上升對房貸利率為固定利率的借款者可能沒有什麼影響，但對貸款機構的影響可能很大，特別是在家戶以較低利率重新借款後所發生的利率上升，此時利率風險係由金融機構而非家計部門承受（註 17）。房貸資產證券化的程度愈高表示金融機構也可能不受利率上升的影響。因此，證券化資產的最終持有者，通常為退休基金，可能最容易暴露於風險中（IMF（2003b））。另一種方式是，這些金融機構也可以從事利率避險，那麼利率選擇權賣方則將暴露於風險中。

即使利率變動的風險由家計部門移轉至金融機構或退休基金，家計部門透過對金融機構的持股或退休基金價值的持有，最終仍將承受風險。但是因為中間透過退休基金或

持股價值變動的傳遞，所以該效果比較不直接，因此消費的調整較其直接承受利率風險時要來得緩和。

在房貸利率以變動（浮動）利率為主的國家，例如澳洲、愛爾蘭、西班牙及英國，家計部門債務增加的影響可能更大。變動利率與政策利率比較有直接的關聯，通常係一對一的變動。在這些情況下，直接暴露於利率變動風險者係揹負房貸的家戶而非金融機構。雖然，家計部門較直接承受利率風險，但最終金融機構可能將承受更大的信用風險。

衝擊力的大小取決於利率的變動究竟是正常景氣循環下的波動，抑或是整個利率曲線的移動。假如家計部門將在借款期間內的浮動利率的效果調整為等同於固定利率，且利率在循環內的變動是在家戶預期的範圍內，則政策利率變動的衝擊將會減輕。例如，假如利率在循環的低點，家計部門可能（理性的）在不影響消費下，將還款金額暫時減少的部分儲存起來，而形成預防性的儲蓄以規避利率風險（註 18）。如果契約允許的話，家計部門可以選擇將每月的分期付款金額維持不變，而加速償還借款本金（註 19）。這種在低利率時預償本金的調節機制，使得家計部門於利率上升時亦可維持固定的房貸還款金額，再度減輕利率上升對消費的影響。

假如家計部門認為利率曲線是永久性的

下移，家戶將選擇增加借款，並（或）增加房屋或其他型式的消費支出。當利率曲線是永久性的上移時，一開始只有償還最低還款金額的借款者會受影響。在沒有提前償還本金的調節機制下，利率的上升將直接使得房貸還款金額增加，因此幾乎一對一地降低消費。當利率持續攀升，愈來愈多家計部門提前償還本金的部分用罄，因而增加對消費的衝擊（註 20）。

利率曲線在過去十年左右的下移，使得許多房貸利率為變動利率的家計部門建構許多調節機制（提前償還房貸），以致房貸的存續期間（duration）縮短。因此，利率大幅上升對消費產生的影響可能較整體家計部門債務擴增時的影響要小。不過這種可能性也會被抵銷，因為一些家計部門會利用利率下跌的機會增加房貸金額，最明顯的為換置更好的住宅。

因此，在房貸利率主要為變動利率的國家，家計部門債務的增加可能因為家計部門更容易暴露於利率風險中而擴大貨幣政策效果。這個效果大致對稱，在此情況下，家計部門對利率的上升或下跌都較為敏感。然而，如果家計部門視變動房貸利率實際上相當於固定利率，且若利率仍處於家計部門一開始借款時所預期的範圍內，則將削減貨幣政策的效果。

許多房貸產品係介於利率完全變動以及利率在一段長期間內固定的兩個極端之中。

當房貸利率固定的期間較短（特別是期間小於一個利率循環期間），許多適用於變動利率房貸的考量就變得很重要。利率變動影響的時點取決於固定利率轉換為浮動利率的頻率，以及在轉換當時固定利率與變動利率之間的利差。

到目前為止的討論都僅考慮到利率變動對揹負債務家計部門消費的影響。對淨貸款家計部門的影響卻正好相反，利率上升推升其財富報酬。因此，總體的衝擊主要視家計部門間資產及負債的分布，以及不同淨財務部位的家計部門間不同的邊際消費傾向而定。儘管如此，大部分國家家計部門的淨債權較以往減少，在一些情況下，現在甚至成為淨負債者。因此，貨幣政策變動的影響可能較以往為大。

最後，假如中央銀行將貨幣政策擴大的強度納入其利率政策決策的考量，則並不一定擔憂利率變動對家計部門所增加的敏感度。假如中央銀行有將其納入決策考量的話，則利率循環的幅度將較以往為小（對某些特定的衝擊），特別是在一些房貸利率主要為變動利率的國家。

房價的下跌

債務的增加（以及自有房屋的增加）表示家計部門更有可能暴露於房價下跌的風險中。單獨評量房價下跌的影響有困難，因為房價下跌的影響主要視房價下跌當時的環境而定。假如家庭債務增加使得房價下跌而導

致房價扣除房貸後之淨值為負值的可能性增加時，則愈多的家庭債務將帶來越嚴重的總體經濟及金融問題。除了別的因素以外，房價扣除房貸後之淨值為負值發生的可能性將視貸款機構所採行的房貸成數、房貸已經償還多久（貸款償還時間愈久，已償還的本金愈多）以及房價下跌的程度而定。Borio 與 McGuire（2004）、Case 與 Shiller（1990）及 Hendry（1984）證實房價變動有強烈自我相關，雖然該自我相關係在債務遠低於目前水準下的樣本中評估而得。

儘管如此，房價下跌時，家計部門財務困難的情形不必然會增加，因為重要的是家計部門償還房貸的能力，而這係由房貸利率及家計部門所得而非房屋本身的價值決定。

在目前低利率的環境下，房價下跌的主要影響可能為消費者信心的下跌以及家計部門支出的減少，並受房屋增值的動用情形反轉而更加惡化。再度強調，房價下跌之影響，主要決定於家計部門的財務淨部位而非總部位，在荷蘭可以觀察到此類衝擊（將於第六章詳細討論），只要該國房價上漲放緩（而非下跌），消費亦隨之減少。

房屋增值的動用（Housing equity withdrawal）

家計部門債務增加對總體經濟產生重大衝擊的方式之一係，家計部門因房屋增值而動用資金以支應消費支出或購置其他資產的現象日益增加。最近幾年許多國家房屋增值

的動用，在消費擴增上扮演很重要的角色，尤其是美國、英國、荷蘭、澳洲及愛爾蘭。荷蘭，在經歷一段期間的大幅擴增後，房屋增值的效果最近已出現反轉。過去兩年房屋增值動用情形大幅減少已經成為經濟成長的主要阻力（荷蘭中央銀行（2003））。

房屋增值的動用可以家計部門房屋抵押的借款淨額與購置房屋資產支出的差異來衡量。家計部門對房屋資產的支出，其形式包括購買新屋或提升原有房屋品質（例如房屋裝修）。當家戶借款金額超過其對房屋的支出時，形同家戶自房屋價值提領資金；反之，當家戶對房屋的支出金額超過借款時，則形同家戶對房屋注入資金。某些動用房屋增值的定義係不計入房屋改良的支出，即使它等比例增加了房屋的價值，但仍被視為動用房屋增值。

因為有愈來愈多例如房屋增值貸款的產品，以及使用這些產品的交易成本低，使得家戶提領資金的能力大幅提升。一些產品有效的提供家計部門以房屋作為擔保的循環信用額度，特別是浮動利率房貸。在房貸採固定利率之情況下，重新借款的相關交易成本下降（尤其是在丹麥及美國）、最近幾年房貸利率的下跌及房價的上漲等，均促使家計部門利用重新借款的機會動用房屋的增值。

家計部門除了以現有的房地產作為抵押增加房貸取得資金外，家計部門（尤其是退休者）在更換較便宜的房屋時亦可取得資

金，亦即房屋持有者搬遷至較便宜的住所，但減少的房貸較少。例如，退休者可以出售現有未抵押的房地產，並用一些收益來支應目前的消費。

房屋增值的動用未必發生於房價上漲之際，只要房屋持有者持有房屋的價值大於金融機構放款所要求的最低擔保額。然而，房屋增值的動用至少基於兩個理由比較可能發生在房價上漲的環境中。首先，家戶在房價上漲時較房價下跌時，更不需要擔心發生房價扣除房貸後之淨值為負值的可能性。其次，如上所述，房價上漲可能伴隨著未來所得增加的預期。因此，房屋增值的動用係房屋財富增加對消費影響的傳遞管道之一（參考專題1）。利用該財富管道，家計部門得以房屋作為抵押來平穩其終身消費模式。

假如購屋支出的所得彈性大於1時，預期未來所得增加的影響可能會快速反映在房價的上漲上。假如預期未來的所得較以往預期為高時，更多的住宅服務需求將轉換成更高的住宅服務現值，因此導致目前較高的房價。在房屋資產存續期間相對較長的情況下，房價的影響力可能會很大。

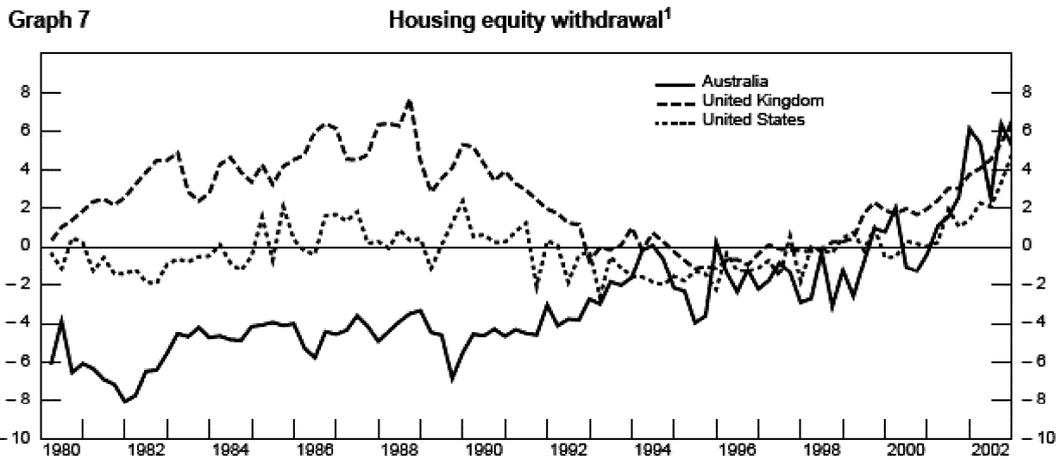
動用房屋增值的目的很多：增加耐久財、非耐久財及服務的消費；償還或替代其他型式的債務；購買其他資產，例如股份（shares）或銀行存款。房屋抵押借款利率通常低於其他形式的家計部門借款利率，因此對於促使家計部門將其他形式的借款整合為

房屋抵押借款有很大鼓舞作用。特別是房屋增值的動用可用於支應耐久財消費，例如購買汽車，因為如果不這樣做的話，此種借款利率將較房貸利率高出許多。

根據 Canner 等人（2002）之評估，美國在 2001 年及 2002 年之房屋抵押重新借款中約有四分之一新增金額係用來償還其他負債（雖然這發生在一半以上的重新借款交易），16% 係用於耐久財的消費，例如汽車，10% 係投資於股票市場或其他金融工具，10% 係投資於企業或其他不動產，然而三分之一係用於房屋改良。如上所述，房屋改良的支出不全然係來自房屋增值的動用，因為它將一對一的增加房屋的價值。儘管如此，以經濟活動的影響觀之，以動用房屋增值支應房屋的改良將提高經濟體的住宅投資水準。在房價上揚時，由於房屋投資的報酬較高，且家戶無法換置更好的房屋，因而決定以較便宜的方式改良現有的房屋，從而可能增加房屋改良支出之誘因。

房屋增值的動用已經推升那些動用情形普遍國家的消費及住宅投資。根據估計，澳洲家計部門房屋增值的動用已使其可支配所得增加，從而亦使其過去四年的消費每年成長將近1個百分點（澳洲儲備銀行（2003a））；英國及美國 2000 年房屋增值的動用亦使其家計部門所得成長超過 2%（Davey（2001）及 Deep、Domanski（2002））。圖 7 說明澳洲、英國及美國房屋增值的動用情形。相反的，

圖 7 房屋增值的動用相對於可支配收入的比率



¹ As a percentage of household disposable income.

Sources: Bank of England; Federal Reserve Board; Reserve Bank of Australia.

雖然 2000 年荷蘭房屋增值動用，使家計部門消費推升 1 個百分點，但在動用情形反轉時，估計使得家計部門 2001 年及 2002 年的消費分別下跌 0.5 個百分點（荷蘭中央銀行（2003））。房屋增值的動用在荷蘭及美國所扮演的角色將在第六章詳細說明。

須注意的是，消費要持續擴增，則每一段期間房屋增值的動用需持續以一個相同的比率上升，亦即房屋增值的動用情形必須持續增加以維持家計部門所得成長及消費成長的速度。單單維持房屋增值的動用水準不變，消費成長將因家計部門所得成長下跌而

減緩（註 21）。房屋增值的動用情形即使在穩定的利率下仍可能會放緩。

儘管最近幾年這些有動用房屋增值的國家，其債務相對資產比率仍處於低點。雖然仍有可能自房屋增值提領大量金額，但如果房價持平或下跌，家計部門也有可能減少動用金額或轉而增加房屋資產。因此，家計部門因房屋增值動用而推升的所得及消費，在家計部門重新評估房價的展望時可能會消失或反轉。在下面討論的荷蘭經驗中指出，房價只須放緩，無須下跌，即可使房屋增值動用所推升的經濟成長下滑。

六、國家經驗

本章檢視家計部門借款對總體經濟表現有重大影響的三種國家經驗，來說明第五章的一些論點。首先為北歐國家及英國的經

驗，該地區急劇擴增的家計部門債務推升經濟成長，並促使 1980 年代晚期房價的上漲，但也使 1990 年代早期，經濟不景氣的情形更

加惡化。第二為荷蘭的經驗，房屋增值的動用使得消費大幅擴增了好幾年，但後來房屋增值的動用放緩卻導致經濟緊縮。最後，討論 2001 年美國經濟衰退的經驗，雖然當時總體經濟環境惡化，但家計部門的借款卻支撐消費及房屋投資支出。

1990 年代早期的北歐國家及英國

在 1980 年代中期至晚期，芬蘭、挪威、瑞典及英國的家計部門債務均隨著房價的勁揚而大量且快速的成長（表 10、圖 8）（註 22），因而導致消費強勁擴張且家計部門儲蓄率的大幅下降。在 1990 年代早期每一個經濟體均歷經不同程度的經濟衰退（挪威的經濟衰退發生得較早一些）。房價大幅下跌，貸款違約比率上揚，金融部門陷入極大困境（雖然在大部分國家的金融部門陷入困境係因超貸給公司部門作為商業性房地產之用所致）。總體經濟所受衝擊的大小主要係受家計部門債務變動影響。

在 1980 年代，各國家計部門債務的增加可歸因於以下因素。首先，在 1980 年代以前，金融體系被嚴格控管。主管機構對金融機構貸放給家計部門金額限制的直接管制或訂定貸款及存款利率上限的間接管制，導致家計部門廣泛受到信用分配限制。1980 年代前半期金融管制的放寬大幅降低信用分配的程度。除了解除利率上限及定額貸款的限制外，有些國家也取消了房貸成數的上限。這些措施使得貸款市場競爭更加激烈（註 23）。

再者，同時間因為國外金融機構進入限制的放寬以及（或）目前金融機構所能從業務限制的取消，使得金融體系的競爭更加激烈。結果，在新的金融機構積極尋找業務下，相關的金融機構被迫進行調整—在很多情況下是以放寬內部控管作為因應之道（Drees 及 Pazarbasioglu（1998））。

北歐國家的國內金融機構也可以直接在國際資本市場籌資。這些金融機構可以支應他們資產負債表的擴增，而無需支付像在國內儲蓄市場籌資所須支付那麼高的資金成本。

金融管制解除後信用分配的現象減少，使得英國家計部門有房貸的比率由 1980 年代的 33% 上升至 1992 年的 42%（註 24）。如上所述，Bayoumi（1993）評估，英國家計部門受流動性限制的比例由 60% 下降至 30%。

通膨與稅制的交互影響為第二個導致借款增加的原因。每一個通膨率相對高的國家，其名目貸款利率亦高。然而，房貸利息支出可以抵稅，大幅降低借款的稅後實際成本，以致於該實際成本在 1980 年代後半期的大部分期間均為負數。芬蘭、挪威及瑞典的房貸利息支出可全額抵稅且其邊際稅率很高（例如瑞典高達 80%）（註 25）。然而在英國，房貸的前 3 萬英鎊可以抵稅。因此，以 1983 年的瑞典為例，其名目房貸利率為 14%、通膨率為 11%、最高邊際稅率為 80%，其實質稅後借款利率約為 -8%。

表 10 北歐國家及英國的經濟循環階段
該段期間的年增率、百分比

擴張	芬蘭	挪威	瑞典	英國
	1986年3月- 1990年3月	1984年3月- 1988年3月	1986年3月- 1990年3月	1985年6月- 1990年6月
信用成長	17.9	16.3	21.0	18.9
房價成長	15.4	n.a.	15.7	14.9
GDP 成長	4.5	3.6	2.7	3.4
消費成長	3.8	3.6	2.8	5.1
失業率的變動 ¹	-2.8	-1.6	-1.3	-5.1
收縮	1990年6月- 1994年3月	1988年6月- 1990年6月	1990年6月- 1993年12月	1990年9月- 1993年3月
信用成長	-1.5	-8.0	-8.7	6.5
房價成長	-9.3	n.a.	-3.2	-2.9
GDP 成長	-3.1	0.7	-1.2	-0.3
消費成長	-2.4	-1.5	-1.0	0.0
失業率的變動 ¹	14.9	2.6	7.2	4.7

附註：實質 GDP 的高點係用來辨認景氣由擴張到收縮的變遷。收縮階段的結束可由失業率的高點看出。

¹百分點。

資料來源：各國央行；國際清算銀行；作者的估計。

第三，雖然家計部門及企業部門借款的快速成長會對經濟產生重大的擴張作用，但在初期，總體經濟政策並未作出較大的回應。在某些情況下，係由於貨幣政策的調整能力受限於固定匯率制度。然而，一般而言，政策制定者及其他觀察家似乎並未預期到擴張力量是如此之大。Smith 等人（1994）及 Church 等人（1994）舉證指出，英國當時所使用的計量經濟模型在經濟擴張時期大幅低估消費，且又無法預測在經濟衰退時期消費減少的幅度與期間的長短（亦請參照 King

（1994））。在金融監理方面，從事後來看，英國對於金融管制解除對貸款機構行為的影響亦未有充分的認知（Koshenkyla（1994））。

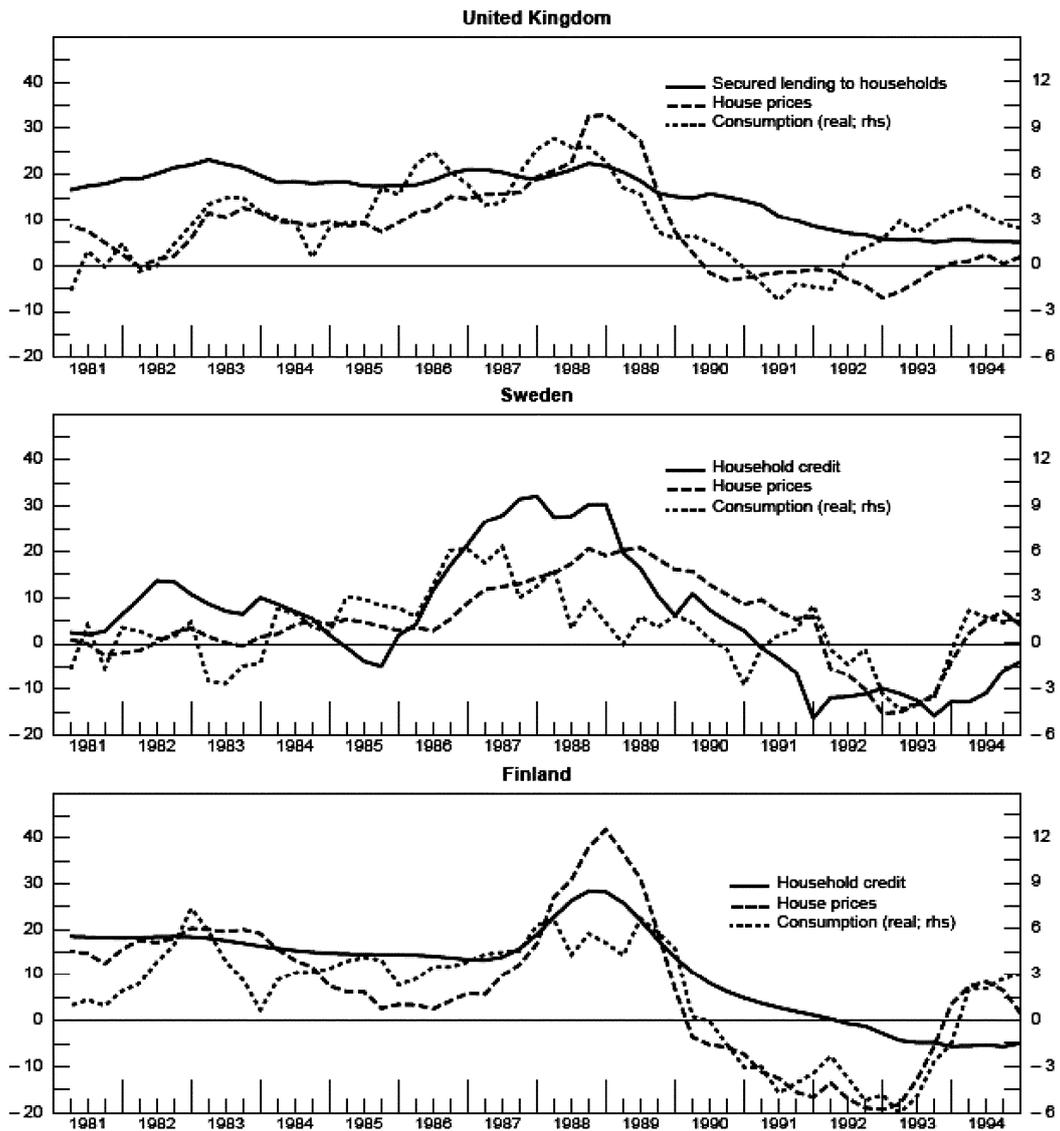
第四，在 1980 年代後半期有利的總體經濟環境鼓舞家計部門向上修正其對未來所得的預期，從而激勵家計部門以其更高的終身財富來借款，加上金融管制解除，使得他們現在更有能力這麼做。再者，金融機構分享經濟展望樂觀的評估，因此願意在該情況下提供資金。

最後，信用的快速擴張加上房屋供給調整緩慢，導致 1980 年代後半期房價每年上漲約 15%（表 9）。由於房價上漲激勵家計部門以其房屋增值的部分借款來支應目前的消

費（Brunila 及 Takala（1993）、Muellbauer and Murphy（1990）），因此使得家計部門財務加速器發生作用（參考第二章）。再者，金融機構亦願意以看似有價值且安全的

圖 8 英國及北歐國家的房價、信用及消費

Graph 8 House prices, credit and consumption in the United Kingdom and the Nordic countries¹



¹ 4-Quarter-ended change, in percentages.

Source: National data.

抵押品提供資金。

有關這些國家增加的借款中，有多少係由於房價上漲及金融自由化的交互影響所產生，又有多少係歸因於未來所得預期的增加則引起一些爭辯，尤其是在英國。Muellbauer 及 Murphy (1990) 指出，在英國有許多的借款及家計部門儲蓄的減少係由於金融自由化及寬鬆的總體經濟政策所導致，助長資產價格自我持續性的上漲。在討論該論文時，King (1990) 及 Pagano (1990) 較重視家計部門對其未來所得成長預期的變動所扮演的角色。同樣的，雖然同意金融自由化及購屋借款的優惠稅制，在芬蘭扮演重要角色，但 Nyberg 及 Vihriala (1994) 特別強調 1986-89 間芬蘭貿易條件的大幅改善導致芬蘭家計部門提高對未來所得成長的預期（亦請參考 Brunila 及 Takala (1993)）。

Attanasio 及 Weber (1994) 分別以英國家計部門消費及儲蓄行為的個別資料來檢測這兩個假設。他們發現金融自由化加上更高的所得預期對消費的擴增扮演很重要的角色，因為年輕的家計部門最容易受到所得預期變動的影響，所以增加的消費也最多。他們發現房價上漲推升消費的一些實證，但也指出這個管道的效果非常小。

總之，每一個國家在經濟擴張期的經驗可以由以下方式予以說明。當流動性限制放寬，金融市場的自由化使得家計部門（公司）的借款快速擴張。房貸優惠的稅制與高

通膨的交互影響促使借款擴增。在有利的總體經濟環境下，有助未來所得樂觀預期的形成，因而更進一步推升家計部門借款及金融機構貸款的意願。總體經濟政策有些部分係因低估金融自由化所引發的需求擴張，所以一開始時相當寬鬆。借款的大量增加，有助於推升房價及已擁有房屋者的財富。這些因素彼此交互影響使得消費及內需被進一步推升，伴隨而來的是家計部門儲蓄相對減少，導致各國經常帳赤字有些擴大。

由於內需快速成長，各國的通膨開始上揚，且房價持續快速上漲。最後，各國在 1980 年代的晚期均採緊縮的貨幣政策以因應國內經濟所顯示的過熱現象。名目貸款利率與政策利率同步上揚。因為經濟開始放緩，通膨開始下跌，實質借款成本被進一步推升。

同時，稅制的改革進一步推升實質稅後借款成本。1980 年代晚期瑞典、挪威及芬蘭的所得邊際稅率均大幅下降，部分係反映對房屋市場發展的擔憂，瑞典的利息抵稅減至 30%、挪威減至 28%、芬蘭則減至 25%。1991 年英國宣布利息抵稅將在往後十年內逐步廢除。再度引用上面的例子說明，1992 年瑞典的房貸利率為 12.5%、通膨率為 2%、抵稅上限為 30% 的情況下，實質稅後利率為正 7%。在各國利息支出抵稅已將房價推升的情形下，利息抵稅的調降除了增加實質借款成本外，也增加了房價下跌的壓力。

1980年代後半期，各國均經歷商業用房地產泡沫，以及愈來愈多的企業部門超額借款，然而迨至1990年代左右企業部門開始崩潰。這不僅透過直接影響企業投資支出及僱用決策，而且透過間接影響金融體系穩定，而進一步造成緊縮壓力。挪威銀行體系的壞帳占總貸款的比率於1991年到達高峰6%，1992年芬蘭及瑞典分別達4.7%及7%（Drees and Pazarbasioglu（1998）），其中大部分的壞帳皆發生在企業部門。例如，Brunila及Takala（1993）的報告指出，芬蘭家計部門壞帳僅約占總壞帳的四分之一。

最後，總體經濟許多其他外在的衝擊也會打擊經濟體。所有經濟體均因全球景氣下滑而受到不同程度的影響。芬蘭的經濟受到兩個負面外在衝擊之打擊：蘇聯解體導致出口需求的大幅減少，以及自1990年起貿易條件的惡化。同樣的，1986年油價的下跌也對挪威的經濟產生很大的緊縮效果。這些衝擊加上國內經濟景氣趨緩可能導致家計部門對未來所得成長的樂觀預期重新予以評估，且大幅向下修正其預期。

因此，各個經濟體同時受到三種不同緊縮因素衝擊：外部、內部以及金融，導致各國經濟衰退且失業率急遽上升。芬蘭實質經濟成長（GDP）自高峰至谷底，下跌14.25%，瑞典下跌6.25%，英國則下跌2.5%。為因應借款成本的上漲及未來所得展望的下調，英國的家計部門債務成長率大幅下降至接近

零；芬蘭、挪威及瑞典，家計部門債務水準下降，芬蘭的下降比率更超過10%。房價也跟著下跌，降幅由英國的12%至芬蘭的40%。在借款減少、失業增加以及家計部門健全其資產負債表的情況下，各國的消費支出大幅放緩，甚至普遍縮減。

家計部門債務的大量增加在之後發生的經濟蕭條中所扮演的角色為何？

首先，借款的劇增當然會推升房價。家計部門財務限制取消後，某一程度的資產價格上揚是合理的，但從一個均衡調整至另一個均衡的過程中，房價很可能會過度反映其基本價值。如果金融管制沒有解除，那麼家計部門就無法借到這麼多錢，因此房價過度反映的程度以及之後房價下跌的幅度會縮小。

房價的下跌使得經濟不景氣的情形更加惡化。如果單單只有房價的下跌，則對經濟的衝擊可能不會那麼大。然而，很難判斷房價的下跌實際上是否會單獨發生。房價扣除房貸後的價值為負、高失業率及高服務成本同時發生的機率劇增時，將導致債務問題—通貨緊縮的惡性循環。一些穩健的家計部門決定減少債務，但由於房貸的金額超過房地產的價值，所以他們並無法換置較差的房屋或改為租賃（Smith等人（1994））。當大部分的所得必須用來償還債務時，則會有限制消費支出的效果，並大幅降低家計部門自不景氣的勞動市場遷出而去尋找更好僱用機會

的能力。家計部門債務的擴增加大了這個管道的力量及房價扣除房貸後之淨值為負值發生的可能性。

其次，借款的快速增加，透過消費及房屋投資的支出，使內需意外地大幅擴增，導致通膨壓力，迫使政府必須採行政策因應，但卻為時太晚。因此，可以將導致經濟失序的最重要原因歸結於家計部門借款增加的速度而非債務本身的大小。

第三，家計部門債務水準較高的主要作用被認為係擴大其他衝擊的傳遞（註 26）。債務的水準愈高，家計部門愈容易受到失業率提高、利率上升以及未來所得預期變動之衝擊。結果，這三種情況在各國遭遇外來衝擊及國內採取措施抑制景氣過熱之下，全都發生了。

荷蘭，1994-2003

荷蘭的房屋增值動用在過去五年左右對經濟有重大的正面及負面影響（表 11），因此是研究房屋增值動用對總體經濟影響的一

個很好的案例。因為荷蘭家計部門債務在已開發國家中最大，因此探討荷蘭經驗相當有趣。

荷蘭家計部門信用於 1994-99 年間每年的年增率約達 14%。大多數的借款係用於購屋，其信用成長快速的原因與北歐國家及英國的情形類似。有利的總體經濟環境：GDP 平均成長率接近 4%、失業率下降且房貸利率相對較低。住宅自有比率大幅上揚。此外，還有新的抵押貸款形式的金融創新，以及銀行貸款條件的放寬（荷蘭中央銀行（2000a））。

金融創新係利用可抵稅的利息金額，將本金設計成最大，以獲得房貸利息抵稅的好處。這些新的房貸產品包括與儲蓄連結或以投資為基礎的房貸，該房貸在貸款期間無須償還本金。相反的，房貸戶將償還款項存入一個獨立的儲蓄帳戶以賺取利息或存入一個投資帳戶以投資股市。房貸戶使用這種投資累積資金以償還本金，並將應償還本金部分

表 11 荷蘭房屋增值的動用

國家	1998	1999	2000	2001	2002	2003
對國內支出的貢獻 (十億歐元)	3.1	6.8	9.9	4.5	4.7	5.0
對 GDP 成長的貢獻 (百分點)	0.5	1.0	1.1	-0.5	-0.5	-0.3

2003 年資料係根據該年前六個月的資料計算
資料來源：荷蘭銀行（2003），表 2，45 頁

的所有投資剩餘保留下來，因此，該還款實質上為本金的償還，但因稅負的關係而不被視為如此。這表示如果只著重家計部門借款的總額水準，那麼荷蘭家計部門的財務情況相對於其他國家的情況有可能被誤導，為方便於比較，應該將儲蓄帳戶累積的資金餘額予以扣除。這些產品特別受歡迎。最近的估計顯示，有 90% 的房貸在貸款期間皆未直接涉及本金的償還（van Els 等人（2003））。超過 40% 的房貸僅支付利息，而與儲蓄連結或投資型房貸則高達 49%（荷蘭央行（2002））。

貸款條件放寬的類型很多。提高最高償債負擔比率，並將其他形式的家計部門所得納入金融機構對家計部門償還債務能力的評估。金融機構亦放寬房貸最高成數的限制，就像 2001-02 年間，有 75% 的房貸，其房貸成數超過 100%，即所謂的超額房貸（top-up mortgages），1995 年以前僅有不到 40% 的超額房貸（van Els 等人（2003））。償債負擔上限而非借款的多寡成為家計部門借款的限制。

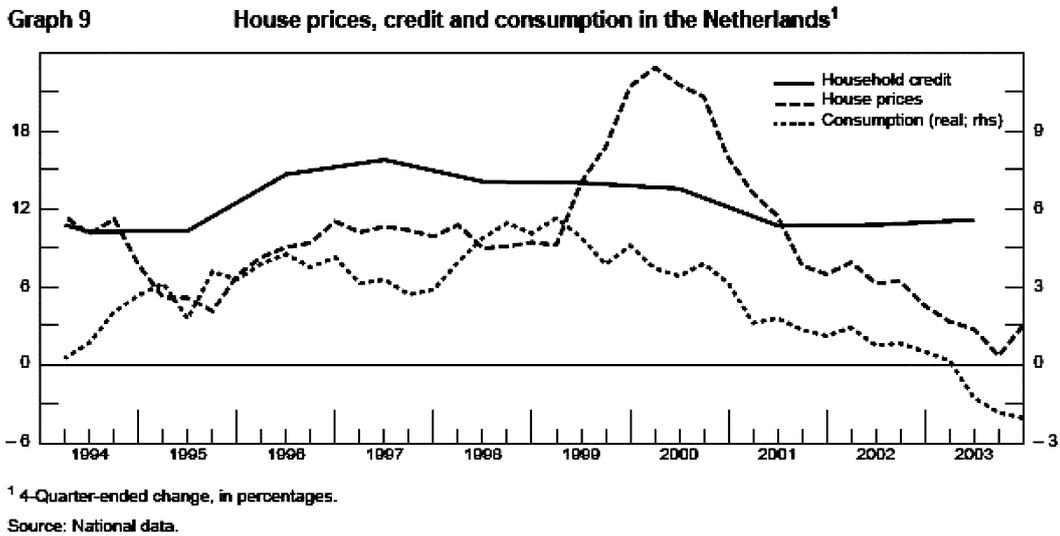
信用快速成長加上房屋供給彈性很小，以及人口分布因素使得荷蘭房價在該段期間內強勁成長（圖 9）。1999 年房價年成長率最高超過 20%（以年底來看）。房價上漲、家計部門所得的強勁成長以及對未來所得的預期樂觀，加以貸款條件的放寬，使得房屋持有者積極以動用房屋增值的方式借款：在

1999 年，56% 的新承作房貸與房屋交易無關（荷蘭銀行（2000b））。表 11 估計房屋增值動用對該國 1998、1999 及 2000 年經濟成長的貢獻。

在房屋增值動用已對總體經濟產生重大衝擊下，荷蘭銀行委外定期調查有關影響荷蘭家計部門決定動用房屋增值的因素及其使用的情形（註 27）。房屋增值動撥金額中，有 70% 的資金以房屋裝修的方式重新注入房市（因此這與第五章房屋增值動用的定義不完全相同）。房屋裝修的意願與房價的上漲密切相關，因為高房價一方面增加房屋裝修支出的報酬，另一方面也降低房屋擁有者換置更好住宅的能力；其餘資金中，大約只有 6% 係用於減少其他成本較高的借款，10% 係用來投資金融性資產，因為借款利息支出可抵減稅負，代表房屋增值的動用係較便宜的投資資金來源（雖然，自 2001 年起，若新承作房貸的資金非用於房屋本身，則不得再適用利息抵稅）。最後，約有 8% 係用於消費。

荷蘭家計部門在 2001-03 年經濟不景氣期間仍持續增加借款，這與上述北歐國家及英國的情形不同。信用成長率雖僅微幅下降，房價成長率卻大幅減緩，但仍維持正成長。這兩個情形的主要差別在於荷蘭的名目及實質利率上漲的幅度相對較小。家計部門在經濟不景氣時期，由於借款的成本仍維持於相對低的水準，所以仍可藉由借款來平穩其部分的消費。利率的上升對償債負擔的影

圖 9 荷蘭的房價、信用及消費



響亦因荷蘭的房貸利率普遍為固定利率而下降了。然而，在 2001-03 年間利率的下跌促使房貸廣泛採用變動利率，新承作貸款中利率採浮動的比重由 8% 上揚至 15%。此亦導致房貸的標準固定期間由 10 年縮減至 5 年或更短。結果，荷蘭家計部門因目前處於歷史低點的利率，未來對於利率上漲將更加敏感。

儘管過去三年家計部門借款仍持續擴增，但 2001-03 年間信用成長逐漸放緩，導致所得增加來自房屋增值動用的部分減少，並對經濟產生相當大的負面影響。這說明了很重要的一點，即，為使經濟持續成長，則每段期間自房屋增值的動用必須持續成長。即使 2001 年家計部門房屋增值的動用仍持續，但動用的金額較 2000 年為低，而使得家計部門支出減少。部分受到這個因素影響，

2001 年的總體消費支出成長儘管在所得稅下降的激勵下，仍大幅滑落。

房屋增值動用的放緩可能與家計部門對房市看法改變有關。其他可能的解釋尚包括房貸利率的小幅上揚，以及荷蘭家計部門已經沒有換置更好的房屋或購置新車的需求。房價上漲率自每年逾 20% 下跌至個位數的成長。雖非崩潰，但房市的冷卻，已對總體經濟產生重大的影響，說明資產價格無須下跌即會導致家計部門對其資產負債表的結構重新評估。

總之，荷蘭家計部門債務的增加本質上並未明顯使其不景氣的經濟情形更加惡化（至少截至目前為止）。然而，許多借款係以動用房屋增值的方式進行，在動用情形放緩時，即對總體經濟產生重大的影響。借款

的本質會增加經濟體對家計部門重新評估其所得及房價展望的敏感度。

在 2001 年經濟衰退時期的美國家計部門

美國 2001 年經濟衰退時期的一個重要特徵為消費者支出的反彈回升，尤其與 1990-91 年經濟衰退時期消費支出負成長相比較。這個結果背後隱含的一個因素為家計部門在低所得期間，以借款來平穩其消費支出的意願。尤其是美國家計部門利用低借款成本來重新辦理房貸，並動用房屋增值來支應消費。美國家計部門的債務水準並未加劇對經濟體的負面衝擊；相反的，該債務平緩其所受到的衝擊。

Hall (1993) 對 1990-91 年美國經濟衰退時期所做的最新分析可以得到 2001 年消費者支出反彈的實證。Hall 評估上述消費的尤拉方程式模型 (Euler equation model)，針對可支配所得對消費的影響進行迴歸分析。他指出該方程式的殘差值在 1980 年代末期為正值，但在 1991 年卻為負值，且消費的急劇轉向係導致經濟成長下滑的重要因素。Blanchard (1993) 使用向量自我迴歸估計 (VAR) 也得到類似的結論。圖 10 說明 Hall 對不同類型消費支出所做的最新迴歸結果 (註 28)，顯示在 1990 年代早期 (以及 1980 年代早期) 的經濟衰退期間每一種消費的迴歸估計式中的殘差值都出現相當大的負值。在最近的經濟衰退中，耐久財及非耐久財消費的迴歸殘差值為正值，但服務類型的消費支出

殘差值為負值。亦即，在既定的家計部門可支配所得成長下，耐久財及非耐久財的消費支出較預期的為強，而服務類型的消費則較弱。

這兩者情形有什麼主要的差異可以解釋消費行為的不同？又為何家計部門於選擇最近而非選擇在 1990 年代早期選擇以借款平穩其消費？

可以解釋這兩者差異的一個原因為 2001 年所實行的大規模減稅，但這些效果應該可以用迴歸式中的可支配所得來衡量。另一個可能為某些激勵，例如零成本籌資，提供家計部門購置耐久財，特別是汽車。在 1990 年代早期的情形為消費者信心隨著波斯灣戰爭及汽油的上漲而快速瓦解。

這兩種情況最主要的差異在於利率的走勢。在 2001 年經濟衰退期之前的利率上揚幅度較 1990 年早期經濟衰退之前的利率上揚幅度要小很多，且 2001 年以後利率仍處於非常低的水平。因此，儘管借款增加，但償債負擔的水準仍處於低點。目前重新辦理房貸的成本較 1990 年代早期要低得多。這兩個因素共同激勵家計部門執行其固定利率房貸的買權並以較低的利率重新借款，進一步降低償債負擔的水準。在重新借款的過程中，許多家計部門利用房屋增值的動用來平穩其消費 (Canner 等人 (2002))。相似的，McConnell 等人 (2003) 亦認為，房屋增值動用的成本較低，激勵家計部門以該動用替代其他成本

較高的個人借款。動用房屋增值所增加的消費未必高於其原所預期所得下之消費，但是，不會像之前經濟衰退的情形，因為房屋增值的動用，有助於避免消費大幅的下滑。

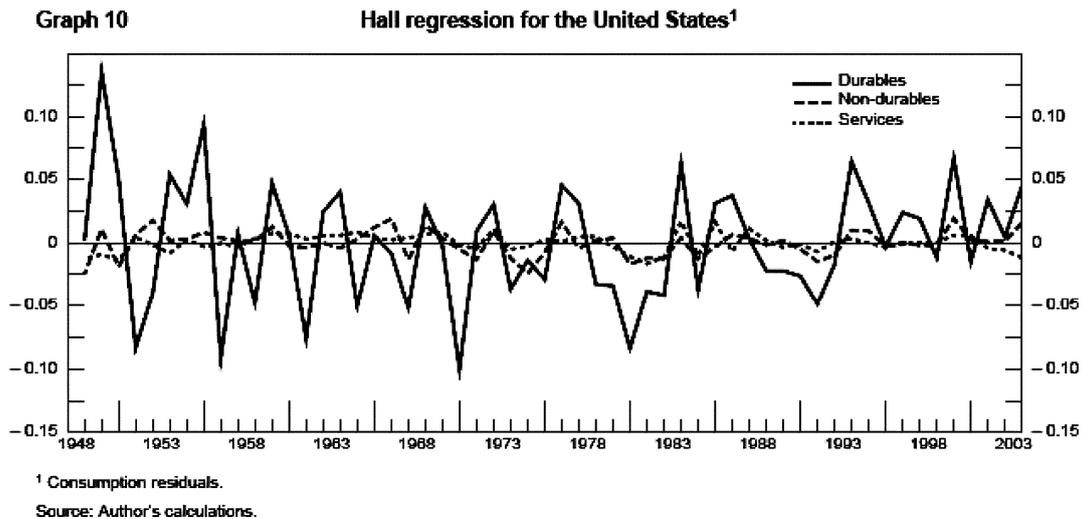
在最近的經濟衰退時期，家計部門動用房屋增值的意願受房價強勁的影響而被進一步推升。然而某些城市的房價係下跌的，特別是在房價先前已經歷快速上揚的地區，總體房價仍持續以逾 5% 的年成長率上升。相反的，在 1990-91 年的經濟衰退時期，總體房價持平，有些市場房價還歷經大幅的下跌。

可以解釋最近房價反彈及普遍動用房屋增值的一個理由為，家計部門並未明顯改變他們對未來所得成長的樂觀評估（Case and Shiller (2003)）。1990 年代晚期經濟的強勁成長以及生產力大幅成長促使家計部門提高其對未來所得成長的展望。因為生產力在

經濟衰退期間仍持續快速成長，所以儘管經濟衰退且失業率上揚，但家計部門仍不會大幅調降其長期展望。雖然消費者信心的變動提供了一些反證，但家計部門借款支應消費的意願支持了這個推測。

美國的經驗說明家計部門借款扮演在面對經濟負面衝擊時維持消費支出的角色。然而，荷蘭經驗亦指出，家計部門利用房屋增值的動用所支撐的消費支出，極易受到家計部門對未來房價或所得走勢的任何重新評估之衝擊。任何家計部門欲健全其資產負債表的意圖，即使沒有減少房屋增值動用，至少可導致該動用情形漸趨穩定，消費成長將因而減緩。假如這係發生於其他經濟體之經濟已復甦之際，則可能比較容易承受總體經濟的衝擊。但是假如它係因應阻礙經濟復甦的衝擊而發生，那麼消費支出的逆轉將使原先

圖 10 Hall 提出對美國的迴歸方程式



的負面衝擊更加擴大。

因為美國房貸利率多為固定利率，所以美國家計部門較不會受到房貸利率自目前低點上揚之衝擊，但利率的上揚可能會使得重新借款大幅減少。結果，房屋增值的動用也減少了。這證明了重新借款的步調對長期國庫債券殖利率的變動相當敏感，且在最近幾年重新借款快速成長之後，大部分的房貸者可能已執行其買權。然而，家計部門債務相對房屋總值的比例仍處於低點，顯示家計部門仍有很大的空間可以隨意以房屋增值的動用來取得資金。

結 論

過去二十年來家計部門債務的增加係家計部門面對低利率及流動性限制降低的回應。這可能使得家計部門達到更滿意的終身消費模式。然而，債務的增加使得家計部門對利率、所得及資產價格變動的敏感度增加了。特別係在房貸利率主要為變動利率的國家，家計部門須承擔政策利率變動的風險。在一些房貸利率多為固定利率的國家，家計部門不受政策利率變動的直接影響，風險係由證券化資產的最終持有人承受。因此，這些國家債務增加對總體經濟的影響較小。假如央行認為家計部門對利率的敏感度提高，並將之納入利率決策的考量時，則政策利率循環的波幅有可能較以往為小（其餘條件不變下）。

固定房貸利率及不動產抵押證券化的普及已將利率風險自家計部門及貸款機構移轉至證券化產品的最終持有人身上。假如這些最終持有人為退休基金，那麼家計部門最終仍將承擔風險。然而，如第五章所討論，基金價值的變動透過這個管道對消費所產生的影響效果相較於償債負擔隨著變動房貸利率直接的改變要來得小。雖然美國家計部門開始增加變動利率的房貸或混合型房貸（註29），但總體而言其暴露於房貸利率上揚的風險仍較英國等國家低很多。

借款增加的一個現象係現有抵押借款人透過房屋增值的動用來支應消費。這在最近全球經濟不景氣時有助維持消費。然而，荷蘭的經驗指出，來自房價成長減緩所導致房屋增值的動用情形放緩或反轉，將對總體經濟產生重大的負面影響。

增加的家計部門債務本身不太可能會對經濟產生負面衝擊。債務水準增加的主要總體經濟意涵為加劇其他因素對經濟所造成的衝擊，尤其是那些影響家計部門所得因素所造成的衝擊，最明顯的為失業的上升。相似的，流動性限制的放寬及債務的增加使得消費支出對所得預期變動的敏感度增加了。因此，可能會擴大消費支出的波動。

債務增加對總體經濟的影響主要將視債

務（及資產）在家計部門間的分布及經濟衝擊的來源為何而定。例如這些影響將視總體債務的增加是否來自於最能承受利率變動風險或比較不容易暴露於失業風險的家計部門而定。遺憾的是，許多國家的債務分布、償債負擔及資產持有的資料均甚為欠缺。

附 註

- (註 1) 本文作者任職於澳洲儲備銀行（the Reserve Bank of Australia），本文係其於 2003 年中至 2004 年中前往麻省理工學院（Massachusetts Institute of Technology）及國際清算銀行（the Bank for International Settlements）時所撰寫。本文摘要刊載於國際清算銀行 2004 年 3 月出版的刊物 BIS Quarterly Review 中。作者感謝 Olivier Blanchard, Claudio Borio, Eleanor Debelle, Luci Ellis, Andy Filardo, Jacob Gyntelberg, Paddy Jilek, Jan Kakes, David Lebow, Andreas Lehnert, Maarten van Rooij 以及那些參與國際清算銀行研討會的成員們提供寶貴的意見。作者也感謝一些央行及國際清算銀行的同事們協助提供資料，尤其是 Philippe Hainaut 及 Natalie Parlett；此外，作者感謝 Sylviane Floris, Michela Scatigna 及 Stephan Arthur 等人協助出版。本文的所有論點皆係作者本人的意見，並不代表國際清算銀行或澳洲儲備銀行的意見。
- (註 2) Jappelli 與 Pagano（1989）、Muellbauer 與 Murphy（1997）及 Barnes 與 Young（2003）以類似的方法發展生命週期模型。Muellbauer（1994）對該架構的理論發展作了一個完美的總結並提供一些相關的實證研究。
- (註 3) 不將遺產可能導致購屋所需的借款減少納入考量。實證文獻檢視遺產對購屋的影響，發現該影響並非微不足道，但也不至於特別重要（例如，參考 Engelhardt 與 Mayer（2002））。
- (註 4) 後來該模型用於許多國家的推估。例如，Bayoumi（1993）推估在 1980 年代金融管制解除前，英國約有 60% 的家計部門受流動性限制，該比率於 1987 年降至 30%。
- (註 5) Thaler（1990）及 Angeletos 等人（2001）提出的消費行為理論可能隱含其他的選擇。家計部門可能視其房屋資產為其儲蓄的來源，因此在退休前都不會動用它。房屋資產缺乏流動性是確保家計部門不會動用它的的原因之一。流動性限制的放寬且房屋借款取得容易使得家計部門或可不再遵循借款行為的一些重要規範，而導致過度借款。
- (註 6) 已開發國家的平均房貸最高成數為 80%，儘管部分國家例如荷蘭高達 100% 以上。通常家計部門如欲取得更高的房貸成數，則需投保房屋貸款保險或支付較高的利率。
- (註 7) Ludvigson（1999）提出包含了這些特性的模型，並以美國消費者財務狀況調查的資料測試該模型，然而她主要是考量信用卡借款而非購屋借款。
- (註 8) 在生命週期中，居住需求將會隨著家戶的成員多寡而有所不同。但首次購屋者可能已經有小孩，或即將有小孩，因此想要更大的住宅。
- (註 9) 有關 δ 如何決定以及其潛在的順循環性，請參考 Tsatsaronis 與 Zhu（2004）。
- (註 10) 在通膨緊縮的環境中，由於債務的實質價值增加，因此還款相對於所得比率亦將隨著時間的經過而提高。
- (註 11) Hamilton（2003）發現大部分英國家計部門債務的增加可歸因於房屋自有比率的提高。
- (註 12) Ellis（2004）及 Hamilton（2003）進行類似的研究。
- (註 13) 這個假設雖然有點武斷，但對結果不會產生重大的影響。它只要是表達退休時的所得相較於工作期間的所得為低。
- (註 14) 許多國家的類似議題討論包括：澳洲，請參考 Macfarlane（2003）；愛爾蘭，請參考 Kearns（2003）；挪威，請參考 Gjedrem（2003）；英國，請參考 HM Treasury（2003）、Nickell（2003）及 Tucker（2003）；以及最近若干國家提出的金融穩定報告，特別是芬蘭及瑞典。
- (註 15) 亦請參考 Miles（1994, 2003）及 FSA（2001）。固定及變動利率的定義有些不夠嚴謹。有些固定利率貸款允許每隔一段時間重新檢視利率。其中主要的差別在於房貸的短期利率風險係由家計部門承受，抑或家計部門不受短至中期利率變動的影響。
- (註 16) 買權是有代價的。美國的報價介於 50 個基本點至 120 個基本點之間（Greenspan（2004））。
- (註 17) 在金融機構中介下風險可較有效率的分配。Campbell 與 Cocco（2003）探討變動利率或固定利率房貸較適合家計

部門的各種狀況，認為與通膨連動的固定利率房貸最適合家計部門。

- (註 18) Miles (2003) 研究一些實證發現，家計部門預期在貸款期間內的變動利率為其一開始時所採行的房貸利率。因此，即使借款利率可能在循環的低點，但家計部門仍預期利率將維持在該低水平。
- (註 19) 能否實現提前償還本金端視本金提早償還的成本而定。某些房貸契約，該成本為零，但某些房貸則對提前還款設有限制。
- (註 20) 利率曲線的上移並不必然表示家計部門將無法支付其貸款，而使違約率自動上升。當在決定貸給家計部門最高貸款金額時，金融機構通常會評估家計部門在利率高於現行利率的某一個範圍時的還款能力。
- (註 21) 更準確而言，每段期間房屋增值的動用可視為對家計部門其他所得來源諸如薪資的補助。因此，整體可支配所得的成長將視上述該二個組成項目的成長率而定。其他情形不變下，假如房屋增值的動用情況減緩，可支配所得的成長亦將放緩。
- (註 22) 丹麥在該段期間的這些經歷較為輕微。
- (註 23) Drees 與 Pazarbasioglu (1998) 總結北歐國家金融體系的變動；亦請參考 Berg (1994)、Brunila 與 Takila (1993)、Englund (1990) 及 Nyberg 與 Vihriala (1994)。Muellbauer 與 Murphy (1990) 則探討英國金融體系的變動。
- (註 24) 該比率的上升部分可歸因於 1980 年代後半期原為市政局擁有的供出租之房屋之私有化計畫。
- (註 25) 約在 1980 年代中期，瑞典利息支出的稅負抵減降至 50%。
- (註 26) 在這方面，部分國家的房貸係以外幣計價。由於匯率的貶值，導致家計部門資產負債表的問題進一步惡化。
- (註 27) 該調查的結果刊載於 van Els 等人 (2003) 及荷蘭中央銀行 (2000b, 2002)。
- (註 28) Hall 利用 1948 年以來的年資料對消費支出做迴歸分析，其解釋變數包括消費支出前期項以及家計部門可支配所得的同期項與前期項。
- (註 29) 這些房貸期間低於標準的 30 年，通常約 5-7 年，這些房貸利率通常在前 4-5 年間為固定利率，之後即為變動利率。如果美國家計部門有 10 年內換屋的傾向時，上述產品將較標準的 30 年房貸產品更具吸引力。

參考文獻

- Aizcorbe, A, Kennickel, A and K Moore (2003): "Recent changes in U.S. family finances: evidence from the 1998 and 2001 survey of consumer finances", *Federal Reserve Bulletin*, January, pp 1 - 32.
- Andersen, P and Kennedy, N (1994): "Household saving and real house prices: an international perspective", *BIS Working Papers*, no 20.
- Angeletos, G, D Laibson, A Repetto, J Tobacman and S Weinberg (2001): "The hyperbolic consumption model: calibration, simulation, and empirical evaluation", *Journal of Economic Perspectives*, vol 15, no 3, pp 47 - 68.
- Aoki, K, J Proudman and G Vlieghe (2002): "A financial accelerator model of the UK household sector", *Bank of England Working Paper*, no 169.
- Attanasio, O and G Weber (1994): "The UK consumption boom of the late 1980s: aggregate implications of microeconomic evidence", *Economic Journal*, vol 104, pp 1269 - 302.
- Bajari, P, L Benkard and J Krainer (2003): "House prices and consumer welfare", NBER Working Paper, no 9783.
- Bank of England (2002): "Structural factors affecting house prices", box, *Inflation Report*, August, pp 8 - 9.
- Barker, K (2003): *Delivering stability: securing our future housing needs*, interim report, HM Treasury, United Kingdom.
- Barnes, S and G Young (2003): "The rise in US household debt: assessing its causes and sustainability", *Bank of England Working Paper*, no 206.
- Bayoumi, T (1993): "Financial deregulation and consumption in the United Kingdom", *Review of Economic Statistics*, vol 75, pp 536 - 9.
- Berg, L (1994): "Household savings and debts: the experience of the Nordic countries", *Oxford Review of Economic Policy*, vol 10, no 2, pp 42 - 53.

- Bernanke, B and M Gertler (1989): “Agency costs, collateral and business fluctuations” , *American Economic Review*, vol 79, pp 14 - 31.
- Blanchard, O (1993): “Consumption and the recession of 1990-91” , *American Economic Review Papers and Proceedings*, vol 83 (2), pp 270 - 4.
- Blanchard, O and L Katz (1992): “Regional evolutions” , *Brookings Papers on Economic Activity*, no 1, pp 1 - 61.
- Borio, C (1995): “The structure of credit to the non-government sector and the transmission mechanism of monetary policy: a cross-country comparison” , *BIS Working Papers*, no 24.
- Borio, C and P McGuire (2004): “What drives housing price dynamics: cross-country evidence” , *BIS Quarterly Review*, March, pp 79 - 93.
- Brunila, A and K Takala (1993): “Private indebtedness and the banking crisis in Finland” , *Bank of Finland Working Papers*, no 9/93.
- Campbell, J and G Mankiw (1989), “Consumption, income and interest rates: reinterpreting the time series evidence” , in O Blanchard and S Fischer (eds), *NBER Macroeconomic Annual 1989, University of Chicago Press*, pp 185 - 215.
- Campbell, and J Cocco (2003), “Household risk management and optimal mortgage choice” , *Quarterly Journal of Economics*, vol 118, no 4, pp 1449 - 94.
- Canner, G, K Dynan and W Passmore (2002): “Mortgage refinancing in 2001 and early 2002” , *Federal Reserve Bulletin, December*, pp 469 - 81.
- Carroll, C (2001): “A theory of the consumption function, with and without liquidity constraints” , *Journal of Economic Perspectives*, vol 15, no 3, pp 23 - 45.
- Case, K and R Shiller (1989): “The efficiency of the market for single homes” , *American Economic Review*, vol 79, pp 125 - 37.
- _____ (2003): “Is there a bubble in the housing market? An analysis” , paper presented at Brookings Panel on Economic Activity September.
- Case, K, R Shiller and J Quigley (2001): “Comparing wealth effects: the stock market versus the housing market” , *Cowles Foundation Discussion Paper*, no 1335.
- Church, K, P Smith and K Wallis (1994): “Econometric evaluation of consumers’ expenditure functions” , *Oxford Review of Economic Policy*, vol 10, no 2, pp 71 - 85.
- Davey, M (2001): “Mortgage equity withdrawal and consumption” , *Bank of England Quarterly Bulletin*, spring, pp 100 - 4.
- Deaton, A (1991): “Saving and Liquidity Constraints” , *Econometrica*, vol 59, pp 1221 - 48.
- Decressin, J and A Fatas (1995): “Regional labour market dynamics in Europe” , *European Economic Review*, vol 39, no 9, pp 1627 - 55.
- Deep, A and D Domanski (2002): “Housing markets and economic growth: lessons from the USrefinancing boom” , *BIS Quarterly Review*, September, pp 37 - 45.
- Drees, B and C Pazarbasioglu (1998): “The Nordic banking crises: pitfalls in financial liberalization?” , *IMF Occasional Paper*, no 161.
- Dynan, K, K Johnson and K Pence (2003): “Recent changes to a measure of US household debt service” , *Federal Reserve Bulletin*, October, pp 417 - 26.
- Ellis, L (2004): “Disinflation and the dynamics of mortgage debt” , mimeo, Reserve Bank of Australia.
- Engelhardt, G and C Mayer (1998): “Intergenerational transfers, borrowing constraints, and savings behaviour, evidence from the housing market” , *Journal of Urban Economics*, vol 44, pp 1135 - 57.
- Englund, P (1990): “Financial deregulation in Sweden” , *European Economic Review*, vol 34, pp 385 - 93.
- European Central Bank (2003): *Structural factors in the EU housing market*, March.
- _____ (2004): “Developments in private sector balance sheets in the Euro area and the United States” , *ECB Monthly Bulletin*, February, pp 57 - 67.
- Financial Services Authority (2001): “Choosing a mortgage: report of a research review and qualitative research on the mortgage buying process” , *Consumer Research*, 8, June.

- Frankel, A, J Gyntelberg, K Kjeldsen and M Persson (2004): “The Danish mortgage market” , *BIS Quarterly Review*, March, pp 95 – 109.
- Friedman, M (1957): *A theory of the consumption function*, Princeton University Press.
- Gardner, G, G Pierre and A Oswald (2001): *Moving for job reasons*, mimeo, Department of Economics, University of Warwick.
- Girouard, N and S Blondal (2001): “House prices and economic activity” , *OECD Working Paper*, no 279.
- Gjedrem, S (2003): “Financial stability, asset prices and monetary policy” , *Norges Bank Economic Bulletin*, July, pp 58 – 66.
- Greenspan, A (2004): “Understanding household debt obligations” , speech given at the Credit Union National Association 2004 Governmental Affairs Conference, Washington, DC, 23 February.
- Group of Ten (2003): *Turbulence in asset prices: the role of micro policies*, a report of the Contact Group on Asset Prices.
- Hall, R (1978): “Stochastic implications of the life cycle-permanent income hypothesis: theory and evidence” , *Journal of Political Economy*, December, pp 971 – 87.
- _____ (1993): “Macro theory and the recession of 1990 – 1991” , *American Economic Review Papers and Proceedings*, vol 83, no 2, pp 275 – 9.
- Hall, R and R Mishkin (1982): “The sensitivity of consumption to transitory income: estimates from panel data” , *Econometrica*, vol 50, no 2, pp 461 – 82.
- Hamilton, R (2003): “Trends in households’ aggregate secured debt” , *Bank of England Quarterly Bulletin, Autumn*, pp 271 – 80.
- Hendry, D (1984): “Econometric modelling of house prices in the UK” , in D Hendry and K Wallis (eds), *Econometrics and Quantitative Economics*, Basil Blackwell.
- HM Treasury (2003): “Housing, consumption and EMU” , *EMU study*.
- International Monetary Fund (2003a): Republic of Korea: Selected Issues, *IMF Country Report* no 3/80, March.
- _____ (2003b): *Global Financial Stability Report*, September.
- Jappelli, T and M Pagano (1989): “Consumption and capital market imperfections: an international comparison” , *American Economic Review*, vol 79, pp 1088 – 105.
- Kearl, J (1979): “Inflation, mortgages, and housing” , *Journal of Political Economy*, vol 87, no 5, pp 1115 – 38.
- Kearns, A (2003): “Mortgage arrears in the 1990s: lessons for today” , Central Bank and Financial Services Authority of Ireland, *Quarterly Bulletin*, autumn, pp 97 – 113.
- King, M (1990): “Discussion” , *Economic Policy*, vol 11, October, pp 383 – 7.
- _____ (1994): “Debt deflation: theory and evidence” , *European Economic Review*, vol 38, pp 419 – 445.
- Koskenkyla, H (1994): “The Nordic banking crisis” , *Bank of Finland Bulletin*, August, pp 15 – 22.
- Ludvigson, S (1999): “Consumption and credit: a model of time-varying liquidity constraints” , *Review of Economics and Statistics*, vol 81, no 3, pp 434 – 47.
- Macfarlane, I (2003): “Do Australian households borrow too much?” , *Reserve Bank of Australia Bulletin*, April, pp 7 – 16.
- McConnell, M, R Peach and A Al-Haschimi (2003): “After the refinancing boom: will consumers scale back their spending?” , Federal Reserve Bank of New York, *Current Issues in Economics and Finance*, December, pp 1 – 7.
- Miles, D (1992): “Housing markets, consumption and financial liberalisation” , *European Economic Review*, vol 36, pp 1093 – 127.
- _____ (1994): “Fixed and floating-rate finance in the United Kingdom and abroad” , *Bank of England Quarterly Bulletin*, February, pp 34 – 45.
- _____ (2003): *The UK mortgage market: taking a longer term view*, Interim Report, HM Treasury.
- Modigliani, F (1986): “Life cycle, individual thrift, and the wealth of nations” , *American Economic Review*, vol 76, pp 297 – 313.
- Muellbauer, J (1994): “The assessment: consumer expenditure” , *Oxford Review of Economic Policy*, vol 10, no 2, pp 1 – 41.
- Muellbauer, J and A Murphy (1990): “The UK current account deficit” , *Economic Policy*, vol 11, October, pp 347 – 83.
- _____ (1997): “Booms and busts in the UK housing market” , *Economic Journal*, vol 107, pp 1701 – 27.
- Netherlands Bank (2000a): “The Netherlands Bank’ s analysis of bank lending” , *Quarterly Bulletin*, March, pp 65 – 71.
- _____ (2000b): “Survey among Dutch mortgage-holders of the use of mortgage credit” , *Quarterly Bulletin*, June, pp 31 – 44.
- _____ (2002): “Spotlight on household wealth management in the Netherlands” , *Quarterly Bulletin*, March, pp 27 – 36.

- _____ (2003): "Financial behaviour of Dutch households" , *Quarterly Bulletin*, September, pp 39 - 50.
- Nickel, S (2003): "Two current monetary policy issues" , *Bank of England Quarterly Bulletin*, winter, pp 31 - 6.
- Nyberg, P and V Vihriala (1994): "The Finnish banking crisis and its handling" , *Bank of Finland Discussion Papers*, no 7/94.
- Ortalo-Magny, F, and S Rady (1998): "Housing market fluctuations in a life-cycle economy" , *Financial Markets Group Discussion Paper*, no 296, London School of Economics.
- Pagano, M (1990): "Discussion" , *Economic Policy*, vol 11, October, pp 387 - 90.
- Reserve Bank of Australia (2003a): "Housing equity withdrawal" , *Reserve Bank of Australia Bulletin*, February, pp 1 - 5.
- _____ (2003b): "Household debt: What the data show" , *Reserve Bank of Australia Bulletin*, March, pp 1 - 11.
- Sheiner, L (1995): "Housing prices and the savings of renters" , *Journal of Urban Economics*, vol 38, no 1, pp 94 - 125.
- Skinner, J (1994): "Housing and saving in the United States" , chapter 8 in Y Noguchi and J Poterba (eds), *Housing markets in the United States and Japan*, University of Chicago Press.
- Smith, J, G Sterne and M Devereux (1994): "Personal and corporate sector debt" , *Bank of England Quarterly Bulletin*, pp 144 - 55.
- Stevens, G (1997): "Some observations on low inflation and household finances" , *Reserve Bank of Australia Bulletin*, October, pp 38 - 47.
- Thaler, R (1990): "Anomalies: saving, fungibility and mental accounts" , *Journal of Economic Perspectives*, vol 4, no 1, pp 193 - 205.
- Tsatsaronis, K and H Zhu (2004): "What drives housing price dynamics: cross-country evidence" , *BIS Quarterly Review*, March, pp 65 - 78.
- Tucker, P (2003): "Credit conditions and monetary policy" , *Bank of England Quarterly Bulletin*, autumn, pp 366 - 78.
- Van Els, P, W van den End and M van Rooij (2003): "Financial behaviour of Dutch households: analysis of the DNB household survey 2003" , *Netherlands Bank Research Memorandum*, no 744.
- Van Rooij, M (2002): "Financial vulnerability of mortgagors and mortgagees" , *Netherlands Bank Research Memorandum*, no 706.
- Wadhvani, S (2002): "Household indebtedness, the exchange rate and risks to the UK economy" , *Bank of England Quarterly Bulletin*, summer, pp 228 - 36.
- Zeldes, S (1989): "Consumption and liquidity constraints: an empirical investigation" , *Journal of Political Economy*, vol 97, no 2, pp 305 - 46.

(本文完稿於93年12月，譯者現為經濟研究處國際經濟科四等專員)