

台灣房地產業景氣循環之影響與對策

許易民*

- 壹、前言
- 貳、台灣房地產業發展歷程
- 參、台灣房地產業景氣波動對總體經濟之影響
- 肆、房地產業景氣波動對經濟成長之意涵
- 伍、結論與建議

❧ 摘 要 ❧

不動產景氣興衰攸關經濟的健全發展，從美國不動產成為帶動經濟成長的動能到演變為次貸風暴導致經濟動盪，引發全球經濟成長大幅減緩，凸顯不動產對經濟發展的重要性。為此，本研究主要探討台灣房地產業發展歷程，以及景氣波動對總體經濟之影響，並從房地產市場供需面探討均衡房價，同時透過房地產3次景氣循環研提管控指標。初步研究發現2008年全台均衡房價應為558萬元，惟2008年上半年成交房價平均約668萬元，主因是第1季房價受到總統大選影響，買氣大幅回升所致，且明顯高於均衡房價19.70%，若以管控指標(均衡房價 \pm 10%)研判，下半年房價仍有向下修正的空間。因此，政府應強化預警機制，管控銀行對房地產授信額度，協助業者轉型與升級，降低房地產業景氣波動風險，減緩房價下跌的負財富效果，降低金融機構面臨資產價格減損之衝擊，遏制通貨緊縮的危機，加速推動公共建設，降低失業率，穩定經濟健全發展。

* 作者原為綜計處薦任科員，98年4月調陞經研處專員，獲本會97年度研究發展佳作獎；本研究為個人之觀點，不代表本會之意見。

壹、前言

美國次級房貸問題愈演愈烈，不僅影響到正常房貸市場、企業授信及信貸市場，同時嚴重衝擊金融體系的健全營運，導致美國第四大投資銀行「雷曼兄弟控股公司」破產，全球最大券商美林被美國銀行收購，保險巨擘AIG亦驚傳危機，重創美國經濟，拖累全球經濟走向衰退，咎其原因其禍源僅是美國房地產泡沫化。在2000年網路科技泡沫化後，美國房市是支撐民間消費最主要動能，而民間消費占GDP高達70%，房價下跌影響民間消費，重創金融機構。為此，美國知名經濟學家克魯曼更撰文指出，在房地持續下跌、失業率攀升、消費者信心大幅下滑的情形下，美國經濟將不會V型復甦，可能是在底部徘徊很長一段時間的L型復甦，顯示全球經濟將受美國經濟長期不景氣的影響而陷入成長大幅減緩的困境，依IMF最近公布秋季展望報告時指出，歐洲所有主要經濟體均將在未來幾個月陷入衰退，同時凸顯房地產業的興衰對整體經濟有莫大的影響。

1970年以來，台灣的房地產業經歷3次大規模景氣波動，且劇烈幅度一波強過一波。檢視其成因，在於國內房屋供給相對稀少，國際石油危機導致投資與保值需求暴增，造成供不應求的景象，國內游資過多，投資管道有限等。房地產景氣波動劇烈不僅影響房地產業的健全發展，同時造成社會資源錯誤配置與浪費。房地產為典型內需產業，占生產面GDP比率雖然微小(2%以下)，與農業相當，惟基層勞力最密集，又產業關聯效果相當明顯。因此，房地產業興衰波動對工作機會的多寡與關聯產業的榮枯，扮演的角色雖未居於「火車頭」地位，但卻具有舉足輕重的關鍵力量。

本文旨在探討台灣房地產業景氣波動所凸顯的特徵及其衍生的重要問題，並歸納結論與政策擬議。第壹節前言，第貳節台灣房地產業發展歷程，第參節台灣房地產業景氣波動對總體經濟之影響，第肆節房地產業景氣波動對經濟成長之意涵，第伍節結論與建議。

貳、台灣房地產業發展歷程

台灣房地產自1996年買賣移轉件數達歷史高峰的50.87萬案後，逐年遞

降，至2001年降為25.94萬案，共減少49%。其後，在政府採土地增值稅減半徵收(2002年至2003年)及陸續推出低利房貸等優惠措施之下，逐步振衰起敝，2002年交易量增至30.03萬案，2006年更增達62.37萬案，較1996年高峰增加23.6%，2007年降為58.7萬案，房價轉呈明顯上漲趨勢。

一、台灣房地產景氣循環

台灣房地產業自民國63年發展迄今，主要經歷三大景氣循環。由60年代保值需求，轉變為70年代晚期成本推動，80年代至92年因需求走緩，呈現長期低迷，92年以後因低利因素，景氣逐漸回升。

(一) 保值需求帶動第1波房地產業成長

民國60年代為台灣工業快速發展初期，63至70年平均經濟成長率達8.3%，所得水準大幅增加，平均每人GDP從933美元增至2,743美元。同時，適逢兩次石油危機(62至63年，68至70年)，期間消費者物價指數CPI年增率達28%及15%，隨著家庭財富逐漸累積，以及消費者物價指數大幅上揚，民眾購屋保值需求劇增，帶動房地產業景氣轉趨繁榮。

(二) 成本與游資趨動第2波房地產業成長

民國70年代，台灣工業逐步朝產業升級與科技導向轉型，且成果豐碩，70至78年平均經濟成長率高達8.5%，對外貿易快速成長，所得水準大幅擴增，平均每人GDP增幅達2.8倍，從2,743美元增至7,634美元。同時，隨對外貿易持續暢旺，外匯累積持續增加，台幣對美元匯率亦持續升值，從72年1美元兌換40.22台幣，升值至78年兌換26.16台幣。由於國民所得大幅擴增、外匯快速累積、台幣升值，以及外資大舉流入等因素，帶動國內股、匯市及房地產出現飆漲現象，以台北市標準住宅為例，70年每坪單價約6.2萬元，至78年增至17.9萬元，增幅高達2.9倍，推動第2波房地產景氣繁榮期。

(三) 容積率的實施推動第3波房地產業成長

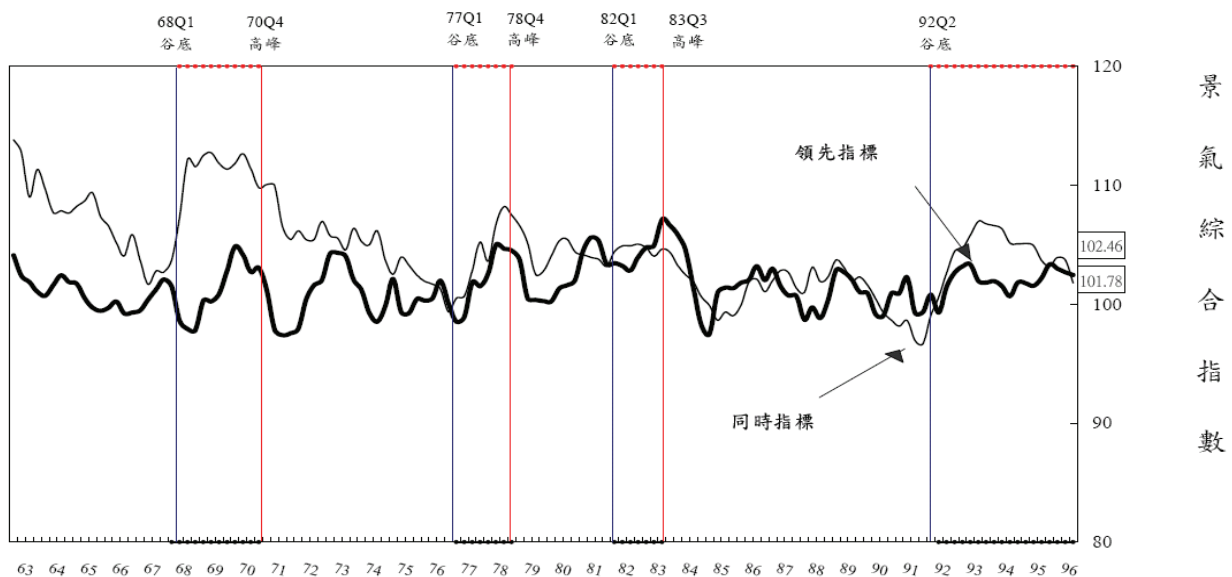
民國78年後，政府為抑制房地產過度飆漲，央行以提高存款準備率，發行定期存單及針對房地產業採行選擇性信用管制等緊縮貨幣政策，房地產過度投機現象明顯降溫，房地產景氣亦逐漸下滑。80年代初期，為因應

容積率實施恐造成興建成本大幅上揚，促使建商大量搶建。同時，新銀行陸續成立並積極推動建築融資等相關業務，造就第3波房地產景氣榮景。

(四)當前房地產業現況

民國86年以後，受亞洲金融風暴後續效應影響，多家建商紛紛傳出財務危機，接踵而來林肯大郡事故，瑞伯颱風造成汐止水患，921震災重擊中部地區，桃芝及納莉颱風造成淹水與土石流，導致房地產業持續低迷。同時，此一期間整體經濟環境表現不佳，失業率大幅攀升，股市下挫，民眾財富縮水，影響民眾購屋意願，加以住宅市場存量仍多，造成房地產業自83年景氣高峰下滑以來，陷入長期低迷困景。惟民國91年下半年，透過土增稅減半徵收與低利優惠房貸措施刺激下，房地產市場轉趨活絡。

圖1 房地產景氣領先與同時指標綜合指數長期趨勢圖



資料來源：內政部營建署。

二、台灣房地產業結構變遷

隨國內房地產經歷3次景氣波動，各產業生產結構亦發生明顯變化。說明如下：

一第1波景氣循環期(約10年，1979至1988年)平均GDP成長率為8.53%，其中營造業產值占GDP高達4.44%約為工業部門的10之1，對經濟貢獻達0.1個

百分點；若加計不動產業貢獻則占GDP高達9.81%約為工業部門的22.4%，對經濟貢獻¹達1.5個百分點。

— 第2波氣循環期(約6年，1988至1993年)平均GDP成長率為7.42%，其中營造業產值占GDP高達4.13%約為工業部門的10.7%，對經濟貢獻達0.41個百分點；若加計不動產業貢獻則占GDP高達10.73%約占工業部門的27.86%，對經濟貢獻達2.27個百分點。

— 第3波氣循環期(約11年，1993至2003年)平均GDP成長率為5.06%，其中營造業產值占GDP高達3.60%約為工業部門的11.60%，對經濟貢獻達0.02個百分點；若加計不動產業貢獻則占GDP高達12.09%約為工業部門的38.97%，對經濟貢獻達1.16個百分點。

表1 台灣各產業別占GDP比重

單位：%

期間	農業	工業		服務業	批發 零售業	運輸 倉儲及 通信業	金融 保險業	不動產 業及租 賃業	
		製造業	營造業						
第1波繁榮期 1979-1988	6.53	43.79	35.46	4.44	49.69	11.85	5.92	5.89	5.37
第2波繁榮期 1988-1993	4.05	38.51	31.25	4.13	57.44	12.19	5.95	8.22	6.60
第3波繁榮期 1993-2003	2.52	31.02	24.84	3.60	66.46	14.89	6.20	9.68	8.49
2004-2007	1.59	27.24	23.39	2.06	71.17	17.95	6.11	10.24	8.16

註：2002年之前行業別資料採第六次修訂之行業別標準，2002年採第七次修訂之行業別標準，其中主要差異在於服務業之分類。

資料來源：行政院主計處網站。

¹ 對經濟貢獻係指營造業、金融保險及不動產業對GDP之貢獻。

表2 台灣各產業別對經濟成長之貢獻

單位：百分點

期間	GDP 成長率	農業	工業	製造業		服務業	批發 零售業	運輸 倉儲業	金融保險 及不動產 業
				製造業	營造業				
第1波繁榮期 1979-1988	8.53	0.12	3.17	2.89	0.10	5.24	1.14	0.47	1.40
第2波繁榮期 1988-1993	7.42	0.03	1.30	0.71	0.41	6.09	1.39	0.36	1.86
第3波繁榮期 1993-2003	5.06	0.00	1.12	1.03	0.02	3.95	0.91	0.40	1.14
2004-2007	5.25	-0.04	2.33	2.15	0.08	2.93	1.05	0.33	0.73

註：2002年之前行業別資料採第六次修訂之行業別標準，2002年採第七次修訂之行業別標準，其中主要差異在於服務業之分類。

資料來源：行政院主計處網站。

參、台灣房地產業景氣波動對總體經濟之影響

房地產價格漲跌循環波動過程，對消費、就業、所得、金融等總體變數具有相當影響力。房價上揚帶動的財富效果，促使民間消費，依據OECD文獻資料顯示，房價上漲百元，英國增加8元、芬蘭增加5元、加拿大增加3元消費；而房價泡沫化造成銀行呆帳損失占GDP比率約為8%至10%。台灣房地產市場自1995年第三大景氣高峰回降以來，房價明顯跌落，造成金融機構逾期放款持續增加，波及民間消費、就業、所得的穩健成長。

一、房地產業興衰對就業之影響

房地產業為基層勞力最密集的行業，其興衰對就業機會的多寡具有明顯的影響。房地產業第1波繁榮期營造業就業人數從583千人(占總就業比率8.7%)降為512千人(占總就業比率6.6%)，減少71千人；第2波繁榮期營造業就業人數從879千人(占總就業比率10.1%)降為577千人(占總就業比率7.1%)，減少302千人；第3波繁榮期營造業就業人數從1003千人(占總就業比率11.1%)降為702千人(占總就業比率7.3%)，減少301千人。房地產景氣循環波動影響營造業就業人數增減逐漸擴大，以近2波景氣循環波動觀察，減少約30萬人，房地產業景氣低迷期間釋出大量失業人力，即成為結構性失業

的嚴重問題，總失業率居高難降，其理在此。

表3 台灣行業別就業人數之變化

期間	農業	工業		服務業	批發零售業	運輸倉儲業	金融保險及不動產業	
		製造業	營造業					
第1波繁榮期 1979-1988	1279	3028	2410	542	2910	1252	373	114
第2波繁榮期 1988-1993	1068	3418	2653	707	3926	1674	443	221
第3波繁榮期 1993-2003	835	3447	2547	853	4950	2068	475	374
2004-2007	582	3655	2758	800	5796	2395	618	466

註：1.2002年之前行業別資料採第六次修訂之行業別標準，2002年採第七次修訂之行業別標準，其中主要差異在於服務業之分類。

2.2002年批發零售業就業人數較1997至2001年平均減少41萬人，主要係因行業分類變動之統計差異。
資料來源：行政院主計處「人力資源調查統計」網站。

二、房地產業興衰對購屋負擔與財產分配之影響

房地產業興衰對家庭財產分配差距的影響相當明顯。中低收入戶持有房地產相當有限(小型自住住宅為主)，遠不及高所得持有二棟以上房屋財產之多，房地產價格上漲，必使家庭財產分配差距更大。不過，房地產業衰退期間，中低收入家庭購宅負擔大為減輕。房地產業景氣自第3波繁榮期1994年高點至2002年最低點，期間長達10年，工作機會流失不少，家庭所得增加轉緩。不過，房價明顯降低，家庭購屋壓力減輕，購宅負擔壓力指數從9.79(第3波繁榮期高點)減緩至7.44，且家庭所得愈低受惠愈大，惟高低所得戶承受壓力之差距持續擴大。2005年房價明顯上揚，家庭購屋壓力加重，且所得愈低家庭所受衝擊愈大，表示房價大幅上漲對購屋負擔相對沉重，且對財產分配差距擴大的影響相當可觀，房價下跌則可使此種負面影響獲得相對改善。

表4 台灣家庭購宅負擔壓力指數

		住宅負擔壓力指數						第一分位所得為第5分位所得之壓力倍數
		預估房價/每戶可支配所得	可支配所得案戶數五等分為組分					
			1 (最低)	2	3	4	5 (最高)	
第1波繁榮期 1979-1988	高點(1981)	6.38	14.50	9.27	7.24	5.60	3.44	4.22
	低點(1988)	6.33	16.06	9.43	9.22	5.54	3.31	4.85
第2波繁榮期 1988-1993	高點(1990)	11.54	30.98	17.45	13.17	9.94	5.98	5.18
	低點(1993)	10.15	28.48	15.47	11.50	8.66	5.25	5.42
第3波繁榮期 1993-2003	高點(1994)	9.79	26.89	15.10	11.25	8.45	5.00	5.38
	低點(2003)	7.44	22.15	12.03	8.81	6.43	3.65	6.07
2004-2007	高點(2007)	6.50	19.24	10.52	7.51	5.61	3.22	5.98
	低點(2004)	5.49	16.45	8.81	6.31	4.72	2.73	6.03

資料來源：行政院主計處網站。

三、房地產業興衰對民間消費之影響

房地產業興衰對民間消費影響顯著，依Federal Reserve Board運用總體經濟模型估算，美國長期財富邊際消費傾向約0.0375，即財富(住宅與股票財富)增加1美元將使消費增加0.0375美元。OECD國家亦有相同情況，Catte et al.(2004)根據OECD10個國家所做的研究，指出長期金融財富邊際消費傾向平均約0.035，其中日本最高為0.07，美國約0.03。國內學者如吳中書等(1999)研究顯示，房地產與股票之資產價值增加，對民間消費有正面效果。

台灣民間消費自1999年起明顯轉弱，一反以往長期高於經濟成長率，逆轉為遠低於後者。經濟成長顯著轉緩雖為主因，惟房地產業盛極轉衰，工作機會大量流失亦為重因之一。房地產業興衰透過房市財富效果影響民間消費，房價變動或房貸利率變動，影響家庭可支配所得，進而影響消費習慣。房地產業景氣從1988年至1994年，平均每戶可支配所得增加3分之2與家庭消費62.1%，實質民間消費成長率8.92%。另從1995年至2002年間本波低點，每戶可支配所得增加13.7%，家庭消費增加23.2%，實質民間消費成長率4.86%，表示房地產業興衰對所得與消費的影響相當明顯。

四、房地產業興衰對金融機構之影響

房地產價格波動透過財富效果影響民間消費，亦藉由金融機構持有擔

保品之價值變動，影響貸放能力，特別是房地產價格劇跌所產生的經濟衰退，促使金融機構逾期放款與不良債權遽增，導致銀行授信能力下降，隨銀行資金成本上升，企業融資成本亦上揚；同時，金融機構加速處份不良債權，促使不動產價格進一步下挫，引發金融機構發生經營困境，重創金融仲介功能，拉長經濟衰退期並加深惡化程度。

依據IMF(2003)研究指出，工業國家房地產市場主要以銀行放款為主的金融體系，當房地產泡沫化銀行必須承受來自房地產壞帳風險，進而降低銀行承作消費性貸款的能力與意願造成信用緊縮危機，致消費支出與投資支出的調整較以市場為主如資產證券化市場的金融體系慢且風險承擔較為脆落。Yamaguchi(2003)也指出日本銀行業者扮演金融仲介重要角色，並以房地產供擔保品作為借款准否之依據，房地產泡沫化促使日本銀行遭受很大的損失，而美國金融體系卻因風險分散降低房地產價格下跌的衝擊。

台灣房地產業自1995年開始下跌，造成本國銀行逾期放款金額從1995年2,596億元增至2002年的9,093億元，增加2.5倍，逾放比率從2.85%增至6.12%，逾期放款比率提高3.27個百分點。由此反映房價下跌，不僅押貸擔保品價值遽減，而且金融機構放款資產品質惡化，加以本國銀行習慣承做擔保放款，尤其偏好以不動產擔保(擔保放款占總放款比率近6成)，故銀行逾期放款比率遽升，必定縮減授信額度或要求借戶增提擔保品，更引發授信緊縮，銀行信用中介功能相對降低，嚴重波及經濟活動，尤其首次出現半世紀以來負成長(2001年)困境。

由雙卡消費金融風暴重創銀行的健全經營，導致寶華銀行、中華銀行及萬泰銀行等發生經營危機。此一事件凸顯國內銀行業者授信結構的不當，過度偏重在特定產業或授信項目，若未能妥善做好分散風險，單一事件或景氣變動就可能影響到銀行的經營。台灣不動產景氣自2003年出現成長以來，房地產市場持續熱絡，推升房價持續上揚，同時帶動建築業、金融業及其相關行業蓬勃發展；依中央銀行統計資料顯示，截至2008年7月底本國銀行放款中，購置住宅貸款及建築融資合計約5兆7,776億元，較不動產景氣出現復甦時(2002年12月為3兆1,869億元)增加2兆5,907億元，成長幅度

高達81.3%。若以國內銀行總放款餘額觀察，2002年12月至2008年7月總放款餘額共增加4兆4,371億元，其中購置住宅貸款及建築融資合計占所增加放款之58.4%，顯示銀行放款過度集中於房地產相關授信，風險過度集中的結果，當景氣反轉將重擊銀行的健全經營。

表5 房地產買賣棟數、擔保放款占總放款比例及銀行逾放比率

年別	房屋買賣棟數	成長率(%)	擔保放款占總放款比率(%)	本國銀行逾放金額(億元)	本國銀行逾期放款比率(%)
1995/12	919,556		66.36	2,596	2.85
1996/12	832,967	-9.42	66.42	3,614	3.70
1997/12	714,498	-14.22	65.41	4,299	3.71
1998/12	614,270	-14.03	65.03	5,478	4.37
1999/12	650,484	5.89	63.20	6,602	4.88
2000/12	518,414	-20.30	60.70	7,735	5.34
2001/12	400,396	-22.76	58.17	16,373	11.27
2002/12	442,112	10.42	56.69	12,512	8.85
2003/12	463,717	4.89	54.65	8,858	6.08
2004/12	549,212	18.44	53.33	5,907	3.80
2005/12	584,477	6.42	53.49	3,705	2.24
2006/12	623,775	6.72	56.82	3,661	2.13
2007/12	587,034	-5.89	59.52	3,281	1.84
2008/06	340,570*	-1.77	59.81	3,031	1.57

註：1.房屋買賣棟數指所有權第一次登記加計買賣部分。

2.*係指97年1至7月資料。

資料來源：中央銀行網站，內政部網站。

肆、房地產業景氣波動對經濟成長之意涵

房地產景氣波動對經濟成長有顯著影響，當景氣繁榮時，房價偏離基本面大增，扭曲資源配置，當面臨修正時經濟體將付出很大的代價；蕭條時，房價大幅下滑對家計部門、企業及金融機構造成嚴重傷害，對經濟體及其他部門產生連鎖效應。2000年以來，美國、英國、南韓、中國等主要國家經歷房地產價格大漲，各國房地產生產與消費相關活動是支撐全球高科技泡沫破滅後帶動經濟成長的動能，惟隨著主要國家房地產價格大幅下滑，全球經濟成長亦趨和緩。鑒於房地產對經濟健全發展具顯著影響，本

研究目的在於提出房價所處之景氣階段及未來走勢，俾利政府針對目前的景氣情勢研提因應對策，以提振房地產景氣帶動經濟成長或抑制房價避免景氣過熱導致泡沫發生損及經濟健全發展。本研究擬從均衡房價(房地產供給面與需求面所決定)與成交價乖離程度作為研判指標，以確定當前房地產業發展之景氣階段，並藉由3次景氣循環波動特徵，推估管控指標。

一、均衡房價實證模型建立

房地產景氣波動是房地產業需求與供給未達均衡之結果，當需求大於供給時，房地產市場呈現欣欣向榮，反之則呈現蕭條。依據國內外房價相關文獻發現房地產市場供給與需求受相關總體經濟變數影響。舉如彭建文與張金鶚(2000)指出空屋數、貨幣供給、建照面積與房價存在長期均衡的關係。林秋瑾與黃佩玲(1995)發現住宅價格受股價指數、物價指數、匯率、貨幣供給額、利率、工資等變數影響。Meen (2000)指出利率與房價間呈現負向關係。Eddie C. M. Hui and Shen Yue (2006)透過住宅需求函數與供給函數，建構均衡房價模型，利用家庭可支配所得、GDP、股價指數、空屋數等變數，求得均衡房價。本研究擬參考Eddie C. M. Hui and Shen Yue (2006)一文觀點，透過供需函數建構均衡房價，說明如下：

(一)需求面

房屋需求可分為居住、置產投資與投機三項。住為民生必需財之一，絕大多數民眾渴望自有自住房屋；置產為所得富裕家庭增值或生財工具，為穩定家庭生活的主要憑藉；投機則為投機商從買賣房屋的交易過程賺取差價利益，亦為房市活絡的重要因素。吳森田(1994)實證發現貨幣供給與預期房價增值對房價有顯著的影響。林祖嘉、林素菁(1994)實證發現所得、房價、區位及利率對住宅需求有顯著的影響。Kent (1984)發現家庭可支配所得是決定房價最重要的因素。Kau and Keenan (1981)研究發現名目利率上升，將降低貸款消費能力，減緩住宅需求。Peiser and Smith (1985)提出高利率常伴隨高通膨而增加住宅需求。綜觀國內外文獻，利率對住宅需求未獲定論。鑒於房屋的需求量難以分門別類(屬於何種需求)，惟影響因素主要為房價(P^t)、家庭可支配所得(Y^t)、家庭戶數(H^t)、貨幣供給($M1b^t$)等。因此，房

屋需求函數可以下式表示：

$$Q_t^d = a_0 + a_1 Y_t + a_2 H_t + a_3 P_t + a_4 R_t + a_5 M1b_t \quad (1)$$

$$\frac{\partial Q^d}{\partial Y} \geq 0; \quad \frac{\partial Q^d}{\partial H} \geq 0; \quad \frac{\partial Q^d}{\partial P} \leq 0; \quad \frac{\partial Q^d}{\partial M1b} \geq 0$$

(1)式之 Q_t^d 為房屋需求數量， Y_t 為家庭可支配所得， P_t 為房價， H_t 為家庭戶數， R_t 為房貸利率， $M1b_t$ 為貨幣供給。當所得增加、家戶數增加或投機需求增加時，購屋需求將增加，而當房價上揚或利率上升時，購屋需求將減少，利率部分對購屋需求則未定。

(二)供給面

房屋供給量可分為新建住宅與中古屋，其中新建住宅主要是受房價、建造成本所決定；另外中古屋部分則受房價、空屋數等所決定。彭建文與張金鶚(2000)指出住宅的供給決定於房價水準、空屋數多寡以及當年度核發建照面積。Somerville (1999)發現住宅供給與建築成本存在負相關。故供給函數可以下式表示：

$$Q_t^s = b_0 + b_1 COST_t + b_2 P_t + b_3 HQ_t + b_4 HN_t \quad (2)$$

$$\frac{\partial Q^s}{\partial COST} \leq 0; \quad \frac{\partial Q^s}{\partial P} \geq 0; \quad \frac{\partial Q^s}{\partial HQ} \geq 0$$

(2)式中 Q_t^s 為房屋供給棟數(含新建住宅及中古屋)， $COST_t$ 為建造成本， HQ_t 為空屋戶數， HN_t 為預售屋數量， P_t 為房屋價格。當房價上揚、新屋及空屋數量增加時會造成房屋供給數量增加。

(三)模型建立

房地產景氣波動主因是房地產市場供需不平衡的結果，而房價則是調整市場趨於平衡的關鍵。因此，當房地產市場供需達到均衡時，其房價將是市場上的最適價格。

$$\text{當市場處於均衡狀態時：} Q_t^d = Q_t^s \quad (3)$$

將式(1)、(2)代入(3)得到均衡房價函數：

$$HP_t^* = \beta_0 + \beta_1 Y_t + \beta_2 H_t + \beta_3 R_t + \beta_4 M1b_t + \beta_5 COST_t + \beta_6 HQ_t + \beta_7 HN_t + \mu_1 \quad (4)$$

並對上述取對數得方程式如下：

$$\log HP_t^* = \beta_0 + \beta_1 \log Y_t + \beta_2 \log H_t + \beta_3 \log R_t + \beta_4 \log M1b_t + \beta_5 \log COST_t + \beta_6 \log HQ_t + \beta_7 \log HN_t + \mu_1 \quad (5)$$

其中， Y_t 為家庭可支配所得， H_t 為家庭戶數， R_t 為房貸利率， $M1b_t$ 為貨幣供給， $COST_t$ 為建造成本， HQ_t 為空屋戶數， HN_t 為預售屋數量，有關上述符號之正負值依實證結果而定。

另定義第 t 期房價乖離指數 (HP_t^b) 為第 t 期均衡房價 (HP_t^*) 與實際房價 (HP_t) 間的差距。

$$HP_t^b \% = (HP_t - HP_t^*) / HP_t^* = 1 - (HP_t / HP_t^*) \quad (6)$$

(四) 資料說明

本研究迴歸式推估所使用的資料為1981至2006年時間數列資料作分析，各項變數來源如下：

- 家庭可支配所得及家庭戶數，資料來源為行政院主計處編印之「96年家庭收支調查報告」。
- $M1b$ 及房貸利率(以五大銀行新承作放款利率代替)，資料來源為中央銀行編印之「中華民國金融統計月報」。
- 建造成本(台閩地區都市地價指數)、預售屋數量(建照執照申請戶數)，資料來源為內政部編印之「台閩地區都市地價指數」及「內政統計月報」，建商從取得土地至建造完成，假設有落後一期始反應於房價。
- 空屋戶數係以台電不足底度戶數資料推估。
- 房價資料來源為內政部營建署委託研究「住宅資訊系統之整合與規劃研究」與財團法人國土規劃及不動產資訊中心編印之「台灣住宅需求動向季報」。其中，民國70至88年台灣省房價係由台北市、台北縣、台中市及高雄市等四縣市平均代替。

二、房地產業所處景氣階段分析

從均衡房價與市場成交價的差距可判斷目前房價所處景氣階段，當市場成交價大於均衡房價時，景氣即處於繁榮期；反之，則處於蕭條期。本研究以1981至2007年資料進行迴歸分析，以推估均衡房價。其中，家庭可支配所得、房貸利率、M1b、預售屋數量及建造成本與均衡房價關係相關顯著。有關推估均衡房價結果如表6。

表6 1981-2007年均衡房價

年度	實際成交價 (萬元)	最適房價 (萬元)	乖離率 (%)	年度	實際成交價 (萬元)	最適房價 (萬元)	乖離率 (%)
1981	219.1	219.1	0.00	1995	492.7	484.6	1.67
1982	219.6	222.8	-1.44	1996	470.6	456.9	3.00
1983	217.1	215.0	0.98	1997	471.9	499.3	-5.49
1984	228.5	226.0	1.11	1998	442.5	492.4	-10.13
1985	237.5	228.4	3.98	1999	444.9	465.2	-4.36
1986	243.6	262.0	-7.02	2000	448.9	445.7	0.72
1987	289.1	292.3	-1.09	2001	419.3	402.1	4.28
1988	312.3	316.4	-1.30	2002	468.0	423.2	10.59
1989	430.1	412.3	4.32	2003	440.0	478.9	-8.12
1990	451.3	445.0	1.42	2004	489.1	546.3	-10.47
1991	505.6	527.9	-4.22	2005	551.3	555.8	-0.81
1992	549.8	519.2	5.89	2006	595.6	554.6	7.39
1993	559.7	526.0	6.41	2007	600.0	561.0	6.95
1994	528.5	530.5	-0.38	2008f	668.4 (上半年)	558.4	19.70

註：1.2008最適房價為預估數，其中家庭可支配所得以年增率3.5%計算；其餘資料以6月份資料預估全年。

2.民國97年第1季購屋信心分數大幅回升至120分以上，顯示需求者對總統大選後之未來一年房價保持樂觀態度，政治因素造成房價大幅上揚。

(一)均衡房價實證結果

有關均衡房價迴歸結果如表7，另1981至2007年均衡房價推估結果如表6。其中，2008年係以家庭可支配所得年增率3.5%估算最適房價；另2008年資料則以6月份資料預估全年。

(二)乖離程度分析

當成交房價大於均衡房價時，表示房地產景恐過熱，政府應採抑制景氣措施，避免過熱導致泡沫化；反之，政府應研提激勵措施，提振房地產業發展。若將成交房價與均衡房價的差距定義為乖離率，從三次房地產景

氣循環分析其乖離程度，說明如下：

- 第一波房地產景氣循環(1979-1988)過程中，礙於資料取得僅分析1981至1988年，此波特徵為當房地產景氣繁榮時，房價漲幅超逾均衡房價約3.98%即反轉向下；反之，當景氣蕭條房價下滑跌幅超過7.02%即止跌回升。
- 第二波房地產景氣循環(1988-1993)房價漲幅超逾均衡房價約6.41%即反轉向下，當房價下滑跌幅超過4.22%即止跌回升。
- 第三波房地產景氣循環(1993-2003)房價漲幅超逾均衡房價約10.59%即反轉向下，當房價下滑跌幅超過10.13%即止跌回升。

表7 均衡房價函數之係數值

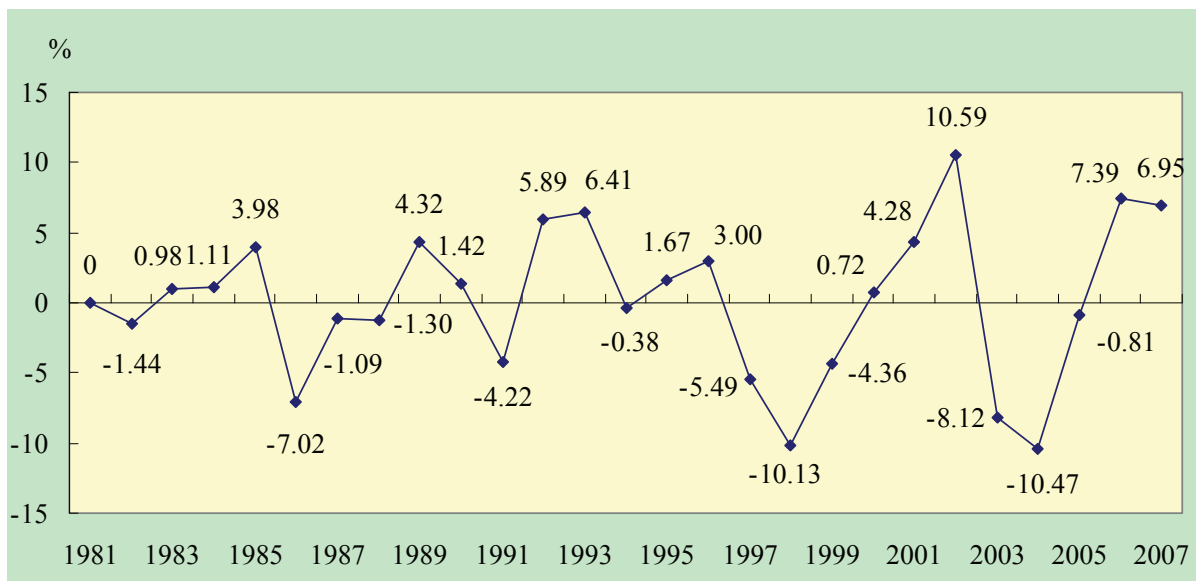
	係數	標準差	t統計	P值
常數項	-9.477572*	3.407358	-2.781502	0.0123
家庭可支配所得	1.457810*	0.652263	2.235003	0.0383
家庭戶數	0.027123	0.689660	0.039327	0.9691
房貸利率	0.096220*	0.019856	4.845937	0.0001
M1b	0.349365*	0.165276	2.113824	0.0488
建造成本	-2.054223*	0.658138	-3.121263	0.0059
空屋戶數	-0.144338	0.209399	-0.689293	0.4994
預售屋數量	0.111980*	0.039801	2.813488	0.0115

Adjusted R² = 0.971594

註：1.實證式採取對數函數，係數值表示自變數對因變數的彈性值。

2.*表5%顯著水準。

圖2 成交價與均衡房價之乖離率



伍、結論與建議

一、結論

本研究利用供需面探討中產階級需求下台灣地區合理房價，並依據房地產業3次景氣循環所建立均衡房價與乖離指標對判斷房價走勢及房地產業發展趨勢。當房價偏離均衡房價達10%時，此一訊息告訴我們，房價隨時有可能反轉，對欲購屋者、投資者、銀行業者應妥善規劃因應對策，政府也應針對房價下跌與上漲趨勢，研提適當的措施規避房價下跌對經濟的衝擊，以及規避房價上漲所導致的社會問題與貧富差距的擴增。以目前現況，台灣地區房價應有下跌的空間，為避免房價下跌引發通貨緊縮，當務之急，政府應儘速建立均衡房價與管控指標，強化預警機制，管控銀行對房地產授信額度，協助業者轉型與升級，重新啟動購屋利率補貼，降低房地產業景氣波動風險，減緩房價下跌的負財富效果，降低金融機構面臨資產價格減損之衝擊，以促進房地產業健全發展。

二、建議

為健全房地產業發展，除振興景氣，促進經濟持續成長，增加家庭所得，提高購屋負擔能力，維持房屋需求與房價正常水準外，應加強預警機制或指標之建立，提供購屋者與建商之風險參考依據。

(一) 研議管控房價指標

政府應研議一套管控房價指標的配合措施，含購宅負擔能力指數按季發布，以強化預警機制。

1. 建立各縣市均衡房價與購宅負擔能力指數

各縣市家庭可支配所得與房價互異，主管機關應編算各縣市最適均衡房價與購宅負擔能力指數，促進各縣市房地產業健全發展。

2. 強化補貼制度的功能

當前補貼制度雖已納入租金補貼及弱勢家庭購屋補貼，惟補貼制度尚未考量負擔能力，應將各縣市購宅負擔能力指數結合補貼制度，落實「住

者有其屋」的政策。

(二)重啟購屋補貼政策，遏止通貨緊縮發生

當房價下跌至均衡房價時，政府應考量採行積極的政策措施以健全房地產業發展，並穩定經濟成長。面對當前嚴峻的國際經濟情勢，全球經濟面臨大幅減緩的困境，房價、國際原物料及原油價格將面臨價格下修，通貨緊縮將取代通貨膨脹持續威脅全球經濟的健全成長。因此，政府除採適當的寬鬆貨幣政策外，應重啟購屋補貼政策，分擔民眾購屋利息負擔，鼓勵民眾購屋以穩定房地產價格，紓解銀行業的經營壓力。同時，政府亦應推動愛台12建設輔以有效刺激民間消費及投資之配套措施，深化政策之影響層面，達到經濟長期穩定成長。

(三)強化金融機構授信監理

房地產業衰退期間，金融機構對房地產相關業者鬆緊至為明顯，且對金融機構押品良窳的影響至巨，尤其衰退期間的逾放比率大幅升高，銀行業蒙受風險亦更大。依OECD國家的經驗，房地產價格泡沫化導致銀行壞帳金額占GDP比率約為8%至10%，而隨房價持續下跌，銀行逾放比率大幅飆升，直接衝擊銀行業的健全經營。因此，政府應強化金融機構對房地產相關授信控管，依購宅負擔能力指數之輕重程度及成交價與均衡房價之乖離指標決定金融機構承做房地產授信比率及額度，以避免銀行業風險過度集中於房地產相關行業。

(四)促進房地產業者轉型升級

房地產業景氣興衰對砂石、水泥、紅磚、磁磚、鋼筋、木材、塑膠製品、管線、玻璃、電工器材等上下游相關行業正常發展的影響至巨，其產業關聯效果顯著。依據主計處估計房地產業每投資1元，可帶動上下游產業創造2.8336元的產出。台灣房地產業發展仍有相當的空間，近年來政府採行相關優惠措施已有效解決部分空屋問題，惟未來房地產業發展仍面臨社會高齡化與家庭少子化的衝擊。不過，政府積極推動延攬國際專業人才來台與全球化效應所湧入之商務人士，為房地產業者帶來額外發展機會，政府

應發展相關租賃市場，並協助業者轉型為住宅管理與住宅更新等服務業，同時提供誘因協助老舊住宅社區更新或重建，以提升整體居住環境品質。

(五)加速推動公共建設

房地產景氣興衰對就業有顯著的影響，房地產景氣衰退時，影響所及不動產相關行業之失業人數將大幅增加，且失業者大多為弱勢勞工，恐引發社會問題。為此，政府應加速愛台12建設的推動，透過擴大公共建設的推動，藉此提供大量就業機會，吸納房地產不振所釋出之基層勞工，另一方面可增強公共建設基礎，提升民間需求，促進經濟復甦，減緩不動產衰退對鋼鐵、建材等相關行業之衝擊。

參考文獻

- 1.林金龍、吳中書、陳仕偉(1999)，「金融資產與儲蓄－台灣的實證研究」，經濟論文，第27卷第1期，中研院經研所，頁81-102。
- 2.吳森田(1994)，「所得、貨幣與房價－近二十年台北地區的觀察」，住宅學報，第2期，P49-66。
- 3.林秋瑾、黃佩玲(1995)，「住宅價格與總體經濟變數關係之研究－以向量自我迴歸模式(VAR)進行實證」，政大學報，第71期，P143-160。
- 4.林祖嘉、林素菁(1994)，「台灣地區住宅需求價格彈性與所得彈性之估計」，住宅學報，第2期，P25-48。
- 5.花敬群(2001)：「自有率、空屋數量與住宅市場調整」，住宅學報，民國90年第10卷第2期，P127-137。
- 6.張金鶚(1999)：「住宅資訊系統之整合與規劃研究」，內政部營建署，1999年委託研究。
- 7.張金鶚、高國峰、林秋瑾(2000)：「從需求面分析台北市之合理房價」，2000年中華民國住宅學會第九屆年會論文集，P51-66。
- 8.彭建文、張金鶚(2000)，「總體經濟對房地產景氣之影響」，國科會人文及社會科學研究彙刊，第10卷第3期，P171-186。
- 9.鄭雅琪(2002)：「資產價格泡沫化與台灣金融體系的穩定性」，自由中國之工業，2002年第92期，P19-46。
- 10.行政院主計處，家庭收支調查報告，各年版。
- 11.財團法人國土規劃及台灣不動產資訊中心，台灣住宅需求動向季報，民國93年第3季至95年第4季。
- 12.行政院主計處(2007)，產業關聯表編製報告(民國93年)。
- 13.The Economist, "Wobbling, not collapsing," Dec. 2006.
- 14.The Economist, "How much does housing wealth boost consumer spending," Oct. 2006.
- 15.Laura Vartia, "Finland's Housing Market: Reducing Risks And Improving Policies" *OECD Working Papers*.

16. Catte, P., N. Girouard, R. Price, and C. Andre (2004), “Housing Markets, Wealth, and the Business Cycle,” *OECD Economics Department Working Papers, No. 394*, Paris: OECD, June.
17. International Monetary Fund (2003), “When Bubble Burst,” *World Economic Outlook*, pp. 61-94. Washington: International Monetary Fund, April.
18. Somerville, c.t., (1999), “Residential Construction Cost and the Supply of New Housing : Endogeneity and Bias in Construction Cost Indexes,” *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 18(1), 43-62.
19. Yamaguchi, Yutaka (2003), “Asset Price Bubble and Monetary Policy,” Speaking Note at the BIS Conference on Monetary Stability, Financial Stability and the Business Cycle, Basel : Bank for International Settlements, March.