

第一章 亞洲主要城市房市比較

彭建文¹

壹、前言

回顧近年來全球經濟概況，各國經濟皆受2007年美國次級房貸風暴所引起的金融海嘯所影響，並在2008年下半年對各國金融市場產生重大衝擊，在各國政府紛紛大力推行振興方案下，各國經濟在2009年下半年開始呈現復甦，在2010年有相當不錯的成長。不過，2009底希臘出現國家主權債信危機，在2010年中愛爾蘭、西班牙及葡萄牙等國亦相繼傳出債務危機，並遭調降主權債信評，使得歐債風暴一觸即發，期間雖然歐盟與國際貨幣基金(IMF)積極進行協調與金援，但歐債危機仍處於高度的不確定狀態，直到2013年才稍微緩解。不過，相對於歐美國家當前的嚴重債信危機與高失業率問題，亞洲新興及開發中國家在此波金融海嘯後展現出強勁的經濟復甦，並在全球游資與熱錢大量湧入下，造成房價大幅飆漲，進而形成房價泡沫化危機。

有鑑於日本與香港曾分別在1991年及1997年面臨房市泡沫破裂的嚴重衝擊，以及近期美國次級房貸風暴所引發的全球金融海嘯，促使中國、韓國、新加坡、香港及台灣紛紛推出各種打擊房市政策，試圖降低房市過熱狀況。然而，在全球資金氾濫與低利率下，這些房市降溫措施的成效仍屬有限，在2013年時這些地區的房地產市場仍呈現漲量齊揚的趨勢，甚至房價頻創歷史新高，故各國政府的房市降溫措施有持續增強的趨勢。

由於影響跨國不同城市不動產市場的因素相當多，在進行跨國不動產投資時必須同時考量國家、城市、以及個別投資標的等不同層面因素的影響。因此，本文主要針對近年日本、韓國、中國、香港、新加坡及台灣等國家地區的經濟與社會發展，以及其主要城市房市變化趨勢加行分析與比較，期能提供政府與業者在未來房市政策與市場投資的建議。

¹ 國立台北大學不動產與城鄉環境系教授。



貳、總體環境分析

本節將針對日本、韓國、中國、香港、新加坡及台灣等六國的總體經濟、社會環境、以及住宅環境進行比較，經濟指標部分包含各國經濟成長率、國內生產毛額GDP、失業率、消費者物價年增率、以及基本利率，社會環境部分包含人口密度、老年人口依賴比、總生育率、以及平均壽命，住宅狀況部份包括住宅自有率與空屋率。

一、總體經濟

(一)經濟成長率

1997年的亞洲金融風暴對於亞洲主要國家經濟發展均有相當程度的衝擊，其中以韓國(-6.85%)與香港(-5.46%)最為嚴重，日本(-2.15%)與新加坡(-1.38%)亦受到不小衝擊，但對台灣(4.55%)與中國(7.83%)的影響相對較小。1999年亞洲金融風暴過後各國經濟開始回升。期間2001年美國911恐怖攻擊事件亦對各國經濟發展產生衝擊，其中台灣(-2.17%)與新加坡(-2.44%)更出現罕見的經濟負成長，日本(0.16%)與香港(0.64%)亦受到不小衝擊，中國(8.30%)則仍相對穩健。2002年到2007年期間，各國經濟多為上升趨勢，尤其是中國的經濟成長(9.09%~14.2%)更達到兩位數以上，日本因國內經濟仍深受1991年房市泡沫破裂後影響而維持低度成長率(0.27%~2.72%)。2008年隨著美國次級房貸風暴的擴散，導致各國經濟成長大幅下滑，尤其以2009年最為嚴重，各國經濟成長率僅有韓國(0.3%)及中國(9.2%)維持正向成長，其中以日本(-5.5%)與香港(-2.5%)最為嚴重，台灣(-1.81%)與新加坡(-1.0%)亦再度出現經濟負成長。其後，2010年亞洲各國率先擺脫此波金融風暴的衝擊，出現大幅的經濟復甦，其中台灣(10.76%)、新加坡(14.80%)、中國(10.40%)都出現兩位數以上的經濟成長，香港(6.8%)與韓國(6.3%)的經濟成長率亦在5%以上，日本的經濟成長率雖僅有4.7%，但亦是其近二十年以來的最佳表現。2011年開始各國經濟在振興市場方案退場與歐債風暴陰霾下，呈現經濟成長趨緩的現象，並持續至2012年，但在2013年各國經濟則有好轉的跡象。

若以各國最近十年(2004~2013)的平均經濟成長來看，依序為中國(10.25%)、新加坡(5.86%)、香港(4.58%)、台灣(4.08%)、韓國(3.57%)、

日本(0.84%)。若就經濟成長率的標準差來看，依序為新加坡(4.51%)、台灣(3.30%)、香港(3.21%)、日本(2.65%)、中國(1.92%)、韓國(1.75%)。依據Global Insight針對各國2014年之經濟成長率預測的結果，可發現日本、新加坡、中國的經濟成長可能較2013年略差，而台灣、韓國、香港則較2013年呈現成長。從上述資料可歸納出下列幾點現象：

1. 日本在2013年因新任總理安倍晉三上台，並採取積極的總體政策帶動下，經濟成長率為1.7%。不過，預估在2014年將成長趨緩為1.4%，其過去十年平均經濟成長率0.84%為上述六個國家/地區中最低者，波動幅度2.65%則屬中間。
2. 新加坡的土地面積小且是高度進出口導向的國家，其過去十年經濟成長率的標準差4.45%，為上述六個國家/地區中最高者。不過，其平均經濟成長率5.86%僅次於中國的10.25%，預估在2014年經濟成長率為3.6%，落居為第4。
3. 香港的經濟體質與新加坡類似，過去十年平均經濟成長率4.58%較新加坡的5.86%為低，位居第三，經濟成長率的標準差3.21%亦屬中間，預估2014年經濟成長率為3.7%，僅次於中國大陸的7.5%。
4. 韓國在歷經1998年的亞洲金融風暴嚴重衝擊後，經濟發展呈現相對的穩定，過去十年的經濟成長率標準差1.69%為六個國家/地區中最低者，平均經濟成長率3.57%亦較台灣的4.08%為低，位居倒數第二，預估2014年經濟成長率3.7%較2013年增加。
5. 近年台灣與中國的經濟發展互動增加，降低對歐美市場的依賴，在中國經濟持續快速成長下減緩國際經濟波動衝擊，過去十年的平均經濟成長率4.08%位居第四，平均標準差3.30%位居第二，預估2014年經濟成長率為2.82%。
6. 中國除憑藉其便宜的土地與勞力成本成為世界工廠外，亦擁有龐大內需市場，促使其形成特有的經濟體系，可減輕國際經濟衰退的衝擊。過去十年平均經濟成長率10.25%位居第一，平均標準差1.92%僅高於韓國。然而，在歷經長期的經濟快速成長後，貧富差距與資產價格泡沫化的問題相當嚴重，預估2014年的經濟成長率為7.5%。



表5-1-1 亞洲主要國家/地區經濟成長率

	中華民國	日本	韓國	新加坡	香港	中國大陸
1995	6.49	1.94	9.17	8.15	3.92	10.93
1996	6.30	2.82	7.00	7.79	4.22	10.01
1997	6.59	1.57	4.65	8.34	5.12	9.28
1998	4.55	-2.15	-6.85	-1.38	-5.46	7.83
1999	5.75	-0.02	9.49	7.20	4.00	7.63
2000	5.77	2.83	8.49	10.06	9.97	8.42
2001	-2.17	0.16	3.84	-2.44	0.64	8.30
2002	4.64	0.27	6.97	4.18	1.84	9.09
2003	3.50	1.47	3.10	3.50	3.20	10.02
2004	6.15	2.72	4.73	8.99	8.58	10.08
2005	4.70	1.90	4.00	7.40	7.10	11.30
2006	5.44	2.00	5.20	8.70	7.00	12.70
2007	5.98	2.20	5.10	8.90	6.50	14.20
2008	0.73	-1.00	2.30	1.70	2.10	9.60
2009	-1.81	-5.50	0.30	-0.80	-2.50	9.20
2010	10.76	4.70	6.30	14.80	6.80	10.40
2011	4.07	-0.50	3.70	5.20	4.90	9.30
2012	1.25	1.4	2.00	1.30	1.50	7.70
2013	2.19	1.7	2.7	3.7	3.00	7.70
2014(f)	2.82	1.4	3.7	3.6	3.7	7.5
10年平均值	4.08	0.84	3.57	5.86	4.58	10.25
10年標準差	3.30	2.65	1.75	4.51	3.21	1.92

資料來源：國家發展委員會(2014年4月10日)，國際經濟動態指標第932號。

(二)國內生產毛額

就各國的國內生產毛額而言，中國的國民生產毛額從1998年開始呈現大幅上升的趨勢，並自2010年首度超過日本，並持續擴大兩國的差距中，在2013年時歐盟與美國為世界前兩大經濟體，中國為第三名，日本則退居為世界第四。此外，韓國的國民生產毛額歷年均高於台灣，而台灣的國民生產高額又明顯較新加坡與香港為高。若以2004至2013年期間的平均GDP來看，依序為日本(4.98兆美元)、中國(4.51兆美元)、韓國(0.95兆美元)、台灣(0.4兆美元)、香港(0.21兆美元)、新加坡(0.17兆美元)。若就GDP的標準差來

看，依序為中國(1.83兆美元)、日本(0.47兆美元)、韓國(0.15兆美元)、新加坡(0.039兆美元)、台灣(0.043兆美元)、香港(0.027兆美元)，顯示中國大陸的國內生產毛額於近十年內快速上升，而韓國的國內生產毛額也開始明顯與台灣拉大差距。

單位：百萬美元

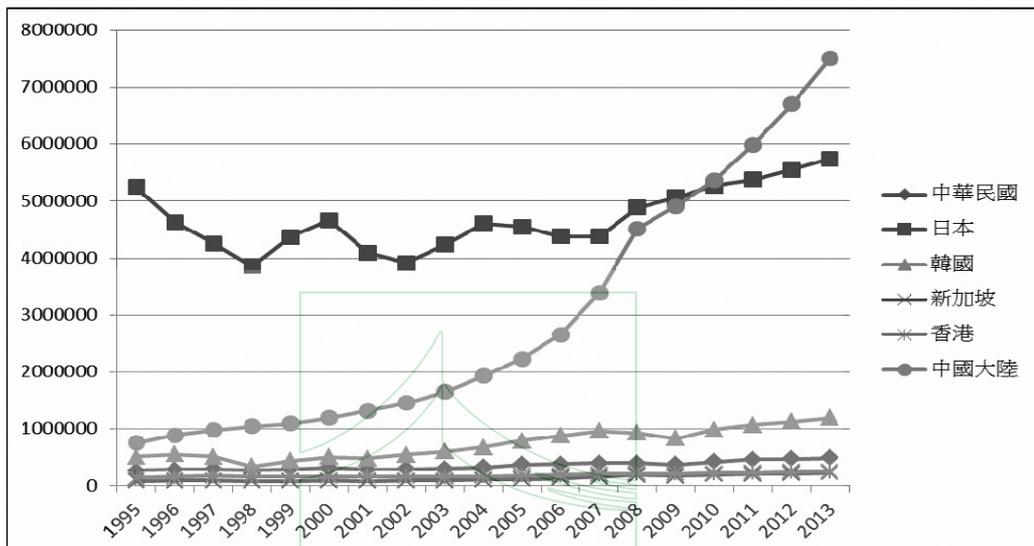


圖5-1-1 主要國家國內生產毛額

資料來源：國家發展委員會。

(三)失業率

業率不但反映經濟興盛與否，亦會對社會安定產生重大影響。新加坡在1984年至1987年一度有個失業率高峰，主要由於推動產業自動化導致勞工需求大幅下降，在歷經此波高失業潮過後，新加坡連續十多年保持低失業率水準。日本近十年失業率則有偏高的趨勢，尤其在2008年金融海嘯後失業率又再度攀升，2009年時為5.10%，但在311大地震與福島核災後，因重建需要大量勞動力投入，失業率已下降至4%左右的水準。台灣失業率情況與日本類似，在金融海嘯期間受影響相當嚴重，2009年失業率5.9%為六國中最高者，其中以青年失業最為嚴重。香港為商業發展國家，連續兩波金融風暴都使得失業率大幅攀升，中國大陸在近十年則維持約4%的平均失業率。若以近十年(2004~2013)的平均失業率來看，依序為香港(4.75%)、日本(4.47%)、台灣(4.49%)、中國(4.16%)、韓國(3.43%)、新加坡(2.66%)。若就失業率的標準差來看，依序為香港(1.45%)、新加坡(0.99%)、台灣(0.59%)、日本



(0.46%)、韓國(0.24%)、中國(1.16%)。整體而言香港的平均失業率為最高，新加坡的平均失業率最低，台灣的失業率表現大致位在中間。

表5-1-2 亞洲主要國家失業率

	中華民國	日本	韓國	新加坡	香港	中國大陸
1990	1.67	2.10	2.40	1.70	1.30	2.50
1991	1.51	2.10	2.30	1.80	1.80	2.30
1992	1.51	2.20	2.40	1.80	2.00	2.30
1993	1.45	2.50	2.79	1.70	2.00	2.60
1994	1.56	2.89	2.40	1.70	1.90	2.80
1995	1.79	3.15	2.02	1.80	3.20	2.90
1996	2.60	3.35	2.00	1.70	2.80	3.00
1997	2.72	3.40	2.59	1.40	2.20	3.00
1998	2.69	4.11	6.84	2.50	4.70	3.10
1999	2.92	4.68	6.28	2.80	6.30	3.10
2000	2.99	4.72	4.43	2.70	4.90	3.10
2001	4.57	5.03	4.02	2.70	5.10	3.60
2002	5.17	5.38	3.28	3.60	7.33	4.00
2003	4.99	5.26	3.57	4.00	7.90	4.30
2004	4.44	4.72	3.69	3.40	6.80	4.20
2005	4.13	4.40	3.70	3.10	5.60	4.20
2006	3.91	4.10	3.50	2.70	4.80	4.10
2007	3.91	3.90	3.20	2.10	4.00	4.00
2008	4.14	4.00	3.20	2.20	3.50	4.20
2009	5.90	5.10	3.60	3.00	5.30	4.30
2010	5.21	5.00	3.70	2.20	4.30	4.10
2011	4.39	4.50	3.40	2.00	3.50	4.10
2012	4.22	4.10	3.00	1.90	3.30	4.10
2013	4.20	4.10	3.20	N/A	3.30	4.10
10年平均值	4.49	4.47	3.43	2.66	4.75	4.16
10年標準差	0.59	0.46	0.24	0.99	1.45	1.61

資料來源：同表5-1-1。

(四)消費者物價指數年增率

各國消費者物價年增率變化深受兩次金融風暴的影響，亞洲金融風暴時以韓國所受影響最深，香港次之。2008年時則以新加坡、中國大陸、韓國、香港的物價波動較大。若以2004至2013年期間的平均消費者物價指數年增率來看，依序為韓國(3.10%)、中國(2.89%)、新加坡(2.51%)、香港(1.89%)、台灣(1.40%)、日本(-0.15%)。若就消費者物價指數年增率的標準差來看，依序為香港(2.28%)、中國(2.01%)、新加坡(2.12%)、台灣(1.30%)、韓國(0.80%)、日本(0.66%)。台灣相較於其他亞洲主要國家，不論在物價水準或其波動性方面均相對穩定。

表5-1-3 亞洲主要國家消費者物價指數年增率

	中華民國	日本	韓國	新加坡	香港	中國大陸
1995	3.67	-0.12	4.48	1.72	9.01	16.90
1996	3.07	0.13	4.92	1.38	6.27	8.32
1997	0.90	1.77	4.45	2.00	5.90	2.81
1998	1.68	0.67	7.51	-0.27	2.83	-0.84
1999	0.18	-0.33	0.81	0.02	-3.96	-1.41
2000	1.25	-0.71	2.27	1.36	-3.76	0.26
2001	-0.01	-0.76	4.07	1.00	-1.58	0.46
2002	-0.20	-0.90	2.76	-0.39	-3.12	-0.77
2003	-0.28	-0.25	3.51	0.51	-2.54	1.16
2004	1.61	-0.01	3.59	1.66	-0.40	3.89
2005	2.31	-0.27	2.75	0.43	0.91	1.82
2006	0.60	0.24	2.20	1.02	2.09	1.46
2007	1.80	0.06	2.54	2.08	1.95	4.75
2008	3.53	1.38	4.67	6.50	4.30	5.93
2009	-0.87	-1.35	2.76	0.20	0.60	-0.70
2010	0.96	-0.72	2.94	2.80	2.40	3.30
2011	1.42	-0.28	4.03	5.23	5.74	5.42
2012	2.96	-0.30	2.00	4.70	3.80	1.90
2013	0.30	1.60	1.10	2.60	4.30	3.00
10年平均	1.40	-0.15	3.10	2.51	1.89	2.89
10年標準差	1.30	0.66	0.80	2.12	2.28	2.01

資料來源：同表5-1-1。



(五)基本利率

利率為政府調控經濟發展的重要手段，不但會影響相關市場的價格變化，亦能影響整體的投資與消費活動。在低利率水準低狀況下，通常會促使民眾將資金投資於不動產或股票市場，促進投資市場的活絡。日本長期處於經濟泡沫化狀況，利率一直相當低的水準，香港、韓國、新加坡都受到2007年開始的全球金融海嘯衝擊，利率在2007年之後大幅下修，直到2010年之後才小幅上升。台灣在2009年金融海嘯過後，因市場游資過多而利率又偏低的情況下，民眾紛紛投資房地產，也使得房地產市場過熱。若以2004至2013年期間的平均基本放款利率來看，依序為韓國(5.96%)、中國(5.97%)、香

表5-1-4主要國家基本放款利率

	中華民國	日本	韓國	新加坡	香港	中國大陸
1995	7.67	3.51	9.00	6.37	8.75	12.06
1996	7.38	2.66	8.84	6.26	8.50	10.08
1997	7.50	2.45	11.88	6.32	9.50	8.64
1998	7.70	2.32	15.28	7.44	9.00	6.39
1999	7.67	2.16	9.40	5.80	8.50	5.85
2000	7.71	2.07	8.55	5.83	9.50	5.85
2001	7.38	1.97	7.71	5.66	5.13	5.85
2002	7.10	1.86	6.77	5.37	5.00	5.31
2003	3.43	1.82	6.24	5.31	5.00	5.31
2004	3.52	1.77	5.90	5.30	5.00	5.58
2005	3.85	1.68	5.59	5.30	7.75	5.58
2006	4.12	1.66	5.99	5.31	7.75	6.12
2007	4.31	1.88	6.55	5.33	6.75	7.47
2008	4.21	1.91	7.17	5.38	5.00	5.31
2009	2.56	1.72	5.65	5.38	5.00	5.31
2010	2.56	1.60	5.51	5.38	5.00	5.81
2011	2.80	1.50	5.76	5.38	5.00	6.56
2012	2.89	1.41	5.58	5.38	5.00	6.31
2013	2.88	1.41	5.60	5.38	5.00	6.31
10年平均	3.38	1.67	5.96	5.35	5.66	5.97
10年標準差	0.64	0.17	0.49	0.04	1.10	0.64

附註：中華民國2002年以前資料為基本放款利率，2003年以後改為銀行業牌告放款利率。

資料來源：IMF International Financial Statistics (IFS)，中央銀行金融統計。

港(5.66%)、新加坡(5.35%)、台灣(3.38%)、日本(1.67%)。若就基本利率的標準差來看，依序為香港(1.10%)、中國(0.64%)、台灣(0.64%)、韓國(0.49%)、日本(0.17%)、新加坡(0.04%)。大致可發現，新加坡與中國維持一個相對較高的利率環境，韓國與香港維持在中水準的利率環境，台灣與日本則屬於利率水準相對較低的國家。

二、社會環境

(一)人口密度

人口密度反映一個國家或地區人口的稀疏程度，人口過於稠密不但造成民眾居住空間相對較小，亦會促使市場價格上漲，無力負擔高房價，故適當的人口密度有助於整體都市發展與提升居民居住品質。相對於新加坡與香港的每平方公里超過6,000人以上，台灣的人口密度尚不算高，但人口密度是採計全國面積為計算，新加坡與香港均為地狹人稠的城市國家，台灣因70%的地形屬於山坡地，故台灣人口密度為每平方公里為644人，但主要都市密度相當的高。日本與韓國則分別為每平方公里337與503人，明顯較台灣為低，中國大陸人口密度雖僅每平方公里141人，但人口分布極不平均，其東部沿海都市的人口密度亦相當高，一線大城市如上海市人口密度每平方公里超過3,700人。

單位：人／平方公里

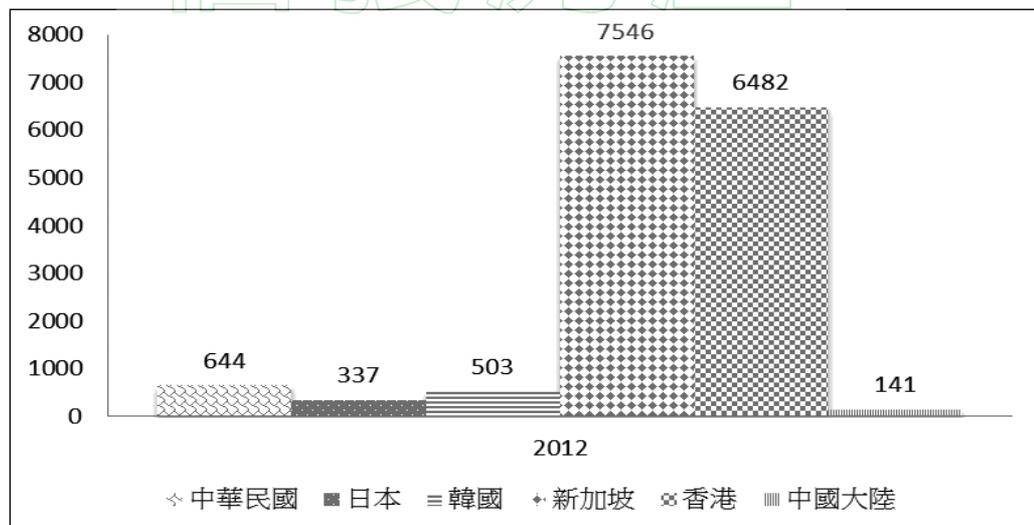


圖5-1-2 主要國家人口密度

資料來源：內政國際指標。



(二)老年人口依賴比與總生育率

老年人口依賴比係指65歲以上人口占15~64歲人口比率，這也可以反映

單位：人

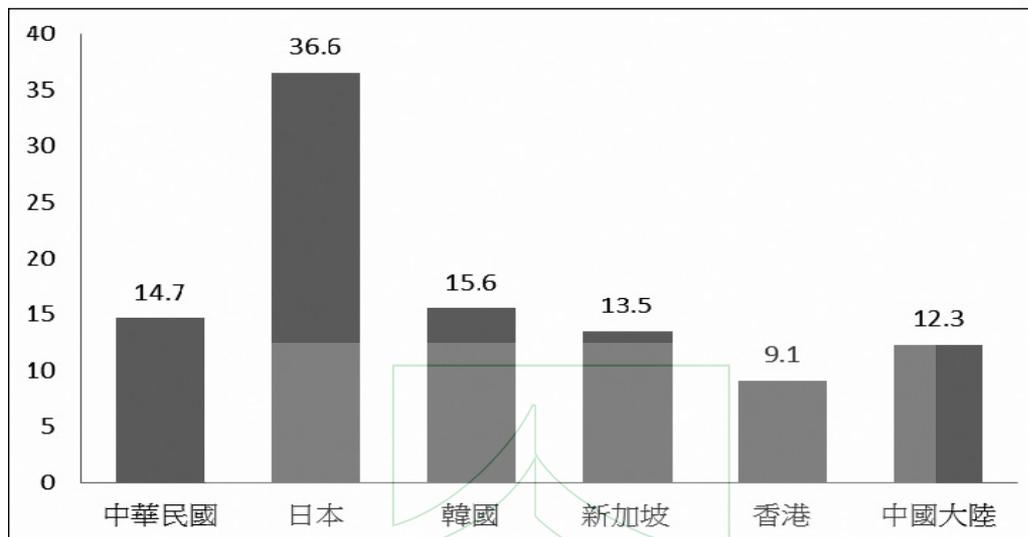


圖5-1-3 主要國家老年人口依賴比

附註：香港資料為2009年，其他國家為2011年。

資料來源：內政國際指標。

單位：%

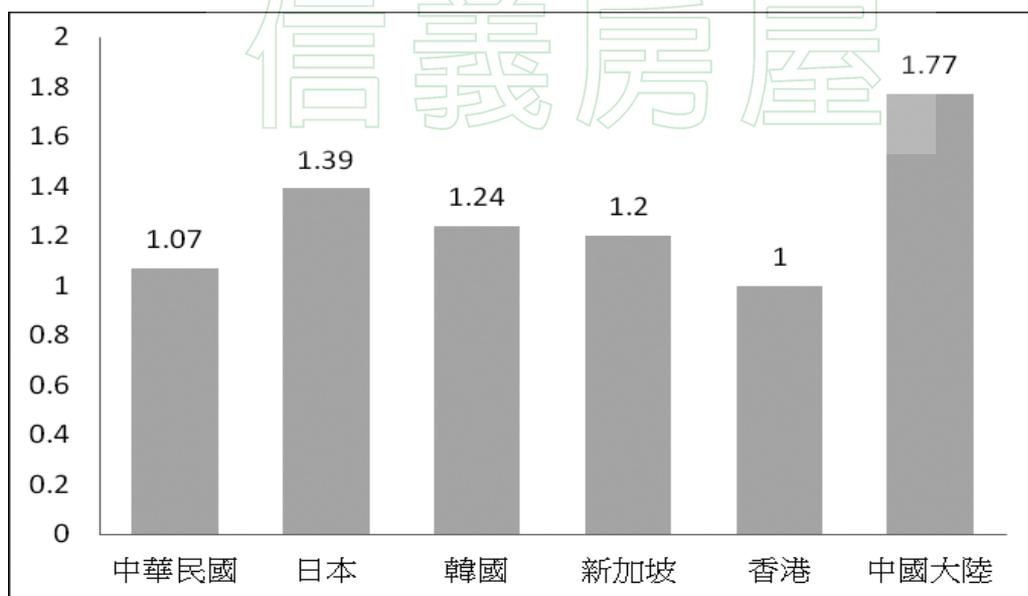


圖5-1-4 主要國家總生育率比

附註：香港與中國大陸資料為2008年，其他國家資料為2011年。

資料來源：內政國際指標。

國家是否屬於高齡化社會，人口老化問題對未來國家發展有重大影響。在六個主要國家中，日本高齡化問題最為嚴重，政府在老人的居住與安養方面需投注相當大的心力，而台灣與韓國也面臨相對較嚴重的高齡化問題，香港老年人口依賴比9.1%為六國最低者。不過，台灣老年人口依賴比高，但總生育率卻相當低，僅高於香港的1%，為各國倒數第二。中國的總生育率1.77人，為六個國家中最高者，在人口龐大且現行人口依賴已達12.3%下，其未來的人口壓力與老人安養將是一大問題。

就平均壽命而言，女性普遍高於男性5~10歲左右，其中經濟發展程度越高地區越長壽，日本、新加坡、香港為較長壽國家，女性平均年齡皆超過85歲，男性接近80歲，台灣與韓國的男女的平均壽命相當，中國大陸的平均壽命相對較低。就住宅市場來說，日本較早意識高齡化社會的來臨，對於老人居住與安養有較妥善安排，而有高齡化危機的台灣、韓國等也應及早做準備，如逆向抵押貸款(reverse mortgage)的推行、老人住宅的發展、養老基金與福利等。

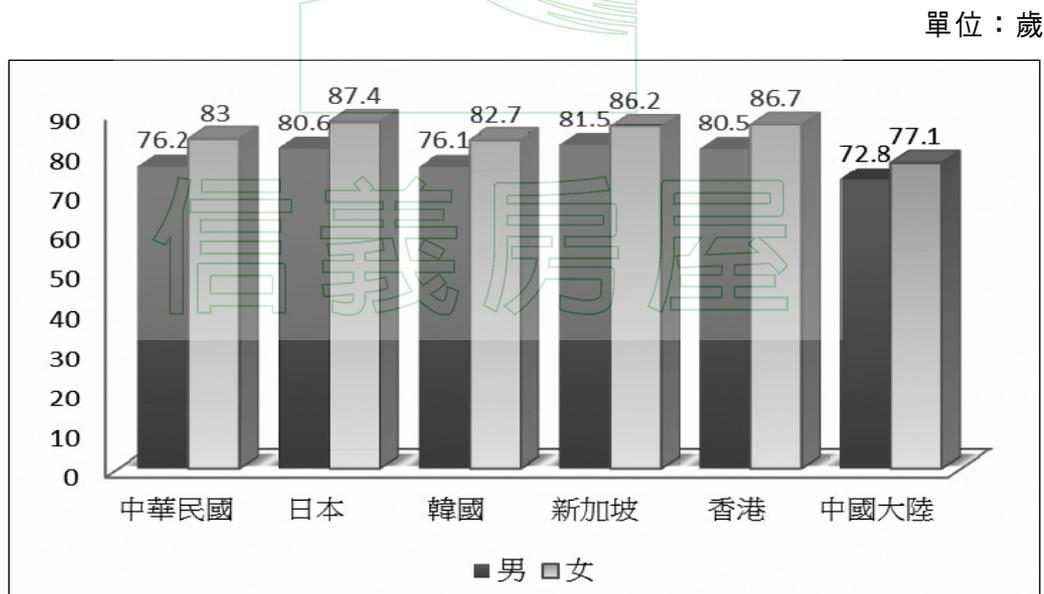


圖5-1-5 主要國家平均餘命

資料來源：內政國際指標

三、住宅環境

(一)住宅自有率



本文以各國住宅自有率與空屋率作為各國住宅環境的指標，但因各國住宅普查方式不同，本文將以該國最新調查結果做為比較對象，另因中國住宅自有率的計算方式與其他各國有所差異，故不納入比較²。就各國住宅自有率來看，台灣目前住宅自有比率高達84.89%，僅次於新加坡的90.1%，韓國及日本則維持在50%至60%的程度，香港部分因無住宅自有率之官方統計資料，故不陳列於此。雖然新加坡與及韓國皆以提供公共住宅與健全房屋租賃市場的方式降低人民購屋負擔，但在發展區位過度集中且有過多資金投入房地產市場下，近年亦同樣面臨房價泡沫化的隱憂，顯示政府要落實居住正義，除提供一定數量的社會住宅外，如何打擊房市投機行為以有效抑止房價飆漲仍為政府的首要任務。

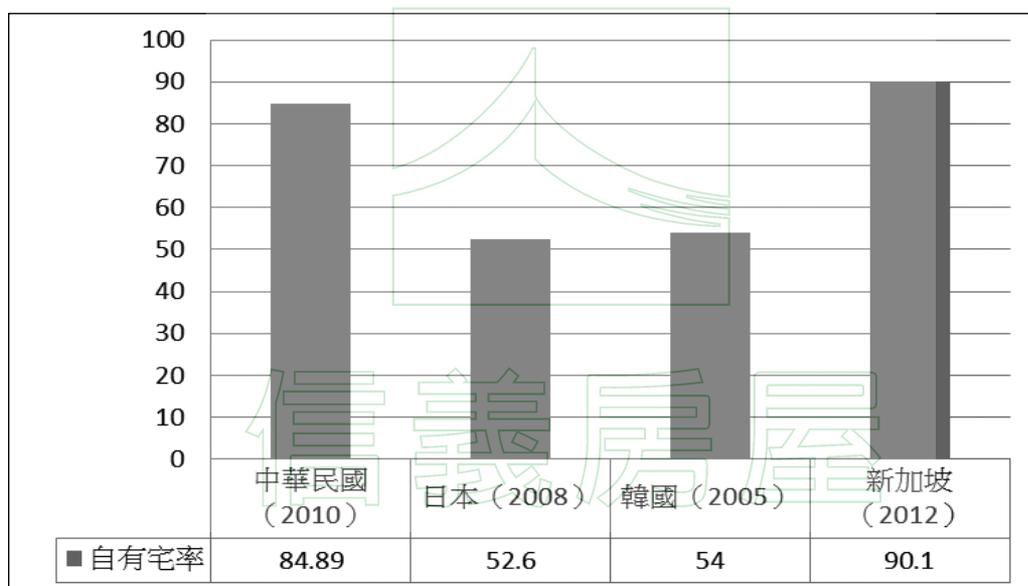


圖5-1-6 主要國家住宅自有率

資料來源：內政國際指標。

(二)空屋率

空屋率可反映一個國家住宅供給與需求的落差程度，以及既有住宅存量的使用狀況。適量的空屋可使住宅市場運作更為有效率，但過量的空屋則反映

² 國民住宅自有比率可分為住宅自有比率及住宅私有比率等兩種評估方式，其中住宅自有比率係指國人自身名下持有房屋的比率，住宅私有比率則另外包含國人藉由租賃方式持有房屋的比率，因中國統計方式以後者為主，故本文即因計算方式不同而不予以考慮。

社會資源的誤置與浪費，並影響房地產市場的價格與流動性。就亞洲主要國家空屋率可看出，2003年以前中國房市有明顯供過於求的情形，空屋率約在13~15%的水準，但在2004年之後房市過度供給的情形出現減輕，2008年時空屋率已降至7%的水準。韓國整體空屋率在2000年時為4.68%，而香港與新加坡近年來的空屋率皆保持在5%以下，但這些國家近年在外資與熱錢大量流入房市下，預期其近年空屋數率可能會提高。日本與台灣房市皆有嚴重的供需不均衡情形，其中日本空屋率2008年為13.1%，顯示日本房市歷經1991年泡沫破裂後至今，市場中的空餘屋仍無法完全消化。台灣2000年的空屋率已高達17.6%的水準，2010年更上升至19.3%，顯示國內房市供需嚴重失衡與資源浪費情況嚴重。

表5-1-5 亞洲主要國家空屋率

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
日本	11.5	-	-	-	-	12.2	-	-	-	-	13.7	-	-
韓國	-	-	4.7	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
中國	14.5	15.5	13.5	13.0	12.0	10.0	7.5	7.0	6.0	5.0	7.0	-	-
香港	-	-	5.4	5.7	6.6	6.8	6.2	6.0	5.9	4.9	4.9	4.3	4.7
新加坡	-	-	6.9	-	-	-	-	8.4	6.1	5.6	6.1	5.0	5.0
台灣	-	-	17.6	-	-	-	-	-	-	-	-	-	19.3

資料來源：內政國際指標

參、房市發展趨勢分析

一、日本全國與六大都市

自從1980年代開始擺脫石油危機的衝擊過後，日本的經濟景氣逐步回溫，不動產市場也逐漸熱絡，日本中央銀行為維持經濟發展，採取較為寬鬆的金融政策，導致許多資金流入不動產市場與股票市場，地價與股價大幅上漲。1985年9月22日本與美、英、法、德等五國共同於美國紐約廣場飯店簽訂廣場協議(Plaza Accord)，導致日元兌美元大幅升值，不動產市場也出現空前的熱絡，市街地價格指數在1991年初達到最高點，尤其是在東京、名古屋、京都、大阪及神戶等六大都市地區，短短十年內平均地價漲幅達三至五倍以上，當時東京都銀座三越百貨公司附近地價一坪約1.8億日圓(約新台幣



5,000多萬元)，最貴的土地價格一坪高達2億日圓(約新台幣5,700多萬元)³。

在日本經濟景氣大幅上升背後，隱藏著大量的投機行為，資產價格的泡沫逐漸形成與擴大。日本經濟於1991年開始泡沫破裂，不動產價格也隨之下跌，以不動產價格最為高昂的銀座一帶為例，其在1995年時的價格與景氣高峰時相比跌幅達到80%，一般住宅價格亦下跌30~50%。其後，日本的經濟與不動產市場均邁入漫長的失落年代，地價跌勢原本在2006年出現趨緩，六大都市地價亦出現小幅反彈，但在2008年之後受到美國次級房貸風暴所引發的全球金融海嘯影響，又開始出現另一波跌幅，但下跌幅度已明顯較1990年時期為緩。

從1990~2013年以來，日本不動產價格已連續下跌20餘年，並使日本的國家財富損失9.3兆日元。不過，在2010~2012年期間，六大都市的市街地價指數開始有逐漸走穩的跡象，2013年日本全國的平均土地價格雖仍呈現下跌，相較於1991年高峰下跌幅度達到71%，但主要都會區的地價與房價開始出現上漲，2013年下半年的住宅興建數量也明顯增加，相較於2013年上半年，新建住宅數量為451,063戶，年增率為8.6%。根據日本不動產協會的統計，2013年時東京地區土地平均年增率為5.2%，在2013年下半年，東京新建大樓的銷售量相較於2012年同期成長31%，東京地區的中古屋銷售量成長亦達到17%，新屋的平均價格更來到1992年至今的新高。同樣地，大阪地區

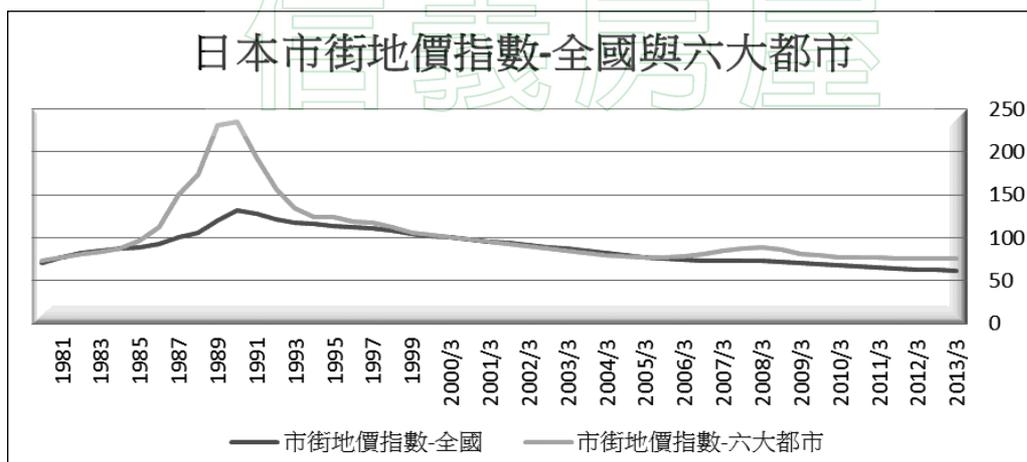


圖5-1-7 日本市街地價指數-全國與六大都市

資料來源：內政部不動產資訊平台。

³ 參見自行政院經濟建設委員會(2008)，「台灣社會經濟環境變遷對未來住宅需求之預測研究」，頁64。

的土地平均年增率為2.3%，大阪的新公寓與中古屋價格亦雙雙呈現上揚，且有三分之二主要都會區的地價亦呈現上漲，若此趨勢能持續且擴大，將是長期停滯經濟的反轉訊號。

整體而言，日本經濟在首相安倍晉三的超寬鬆貨幣政策、靈活的財政政策、及刺激民間投資等多項刺激經濟政策下⁴，已有從谷底回升的跡象。雖然，安倍經濟學未必能使長期低迷的日本經濟在實質面馬上轉好，短期仍有許多強勢經濟的副作用有待克服，例如在貨幣大幅貶值下，不僅會使日元在全球的信用水準繼續下降，導致相關國家間的貨幣貶值競爭外，也會增加日本的債務負擔，將可能使其國際收支狀況更加惡化而加劇財政風險，而將消費稅由5%提高到8%也可能使民眾的消費意願下降，這些問題可能從2014年開始將逐漸出現，不僅日本的實質經濟未必因而變佳，也可能造成日本政治上的不穩定，並對地區與世界和平局勢產生影響。不過，安倍經濟學已使日本民眾恢復消費的信心，也促使日本企業願意進行投資，再加上東京將舉辦2020年的奧運會，本研究認為此可使日本不動產市場逐漸開始復甦，在復甦的速度上未必會如預期般快，但應不至於更差。

二、韓國漢城

韓國住宅價格在1993~1997年期間呈現逐漸回溫的趨勢，其中首爾房市從1988年首爾奧運以來，因大量的投機活動投入，房價曾連續十年只漲不跌，房價明顯出現泡沫化現象，⁵但1997、1998年的亞洲金融風暴使得泡

⁴ 寬鬆貨幣政策主要目的是向貨幣市場注入活水以擺脫通縮，促使日元對19個國家的貨幣大幅度貶值，其中對人民幣貶值幅度超過30%，此舉使得日本股市大漲、消費倍增、企業獲利也增加；採取靈活的財政政策目的在填補財政供需缺口，2013年5月擴大10萬億日元財政支出，此也使得2013年日本前三季度GDP同比實際增長率分別為0.3%、1.1%和2.7%。不過，2013年日本公共債務與GDP之比將高達245%，財政赤字佔GDP比重亦接近10%，遠高於所有深陷主權債務危機的歐元區國家，2014年這種局面不會好轉，公共財政已難以持續。

⁵ 韓國不動產有一特色，為押租制度（Chonse），指的是房客將一押金交予房東使用並取得出租財產的權利，待約滿退還，如此特有的制度也常被運用於不動產投資，房東利用此押金再進行資金的運用，此與台灣的押金類似，為房屋租賃的一種擔保性質，但最大不同之處在於其金額。南韓的押租金額約占房價2~5成，而在租約到期後無息退還，台灣押金則僅為兩個月租金，因此如此龐大的金額致使房東能將其轉而投資，此也是造成韓國房市泡沫化的重要影響因素之一。



沫經濟破滅，首爾房價暴跌約45%，其他地區平均跌幅亦在20%左右，且在1998年亞洲金融危機過後，價格仍持續低迷，直到1999、2000年在經濟景氣復甦、放寬住宅移轉限制、以及低利率等條件下才逐漸恢復，2001~2002年開始房價出現明顯復甦、並吸引大量資金湧入房地產市場。不過，在歷經大量住宅供給後，開始出現供過於求的問題，在缺乏實質經濟支撐下，房價漲勢呈現趨緩。2006年開始，韓國房地產市場在經濟成長快速、游資氾濫的情況下，又開始持續高漲，並遠遠超過經濟成長速度，除在2008年下半年受到全球金融海嘯的衝擊而有近兩成左右的跌幅，從2009年開始房價又再度上漲，首爾房價漲幅將近三成，甚至高於2008年的高點，且面積較小的住宅其漲幅反而愈高。

為避免房價泡沫化的衝擊，韓國政府開始推動多項抑制房價飆漲政策，2009年7月金融監管機構開始實施緊縮放款政策，要求銀行針對房價超過6億韓圓的物件，其最高貸款成數調降至五成。2009年9月時進一步限制購屋者的年收房貸比例，首爾地區的購屋者貸款僅能為年收入的一半，其他地區則為60%。2009年10月開始控管非銀行金融公司的貸款戶，將首爾及其周邊城市的抵押貸款成數降至五成，並提高放款審查標準。此外，在2009年11月韓國政府更公布一系列外匯控制措施，以減低外在衝擊對當地外匯市場的影響。在上述打房措施下，使首爾房價在2010年開始出現下跌走勢，雖在2010年7月到2011年2月期間有一波5%左右的小反彈，但整體房價仍是呈現

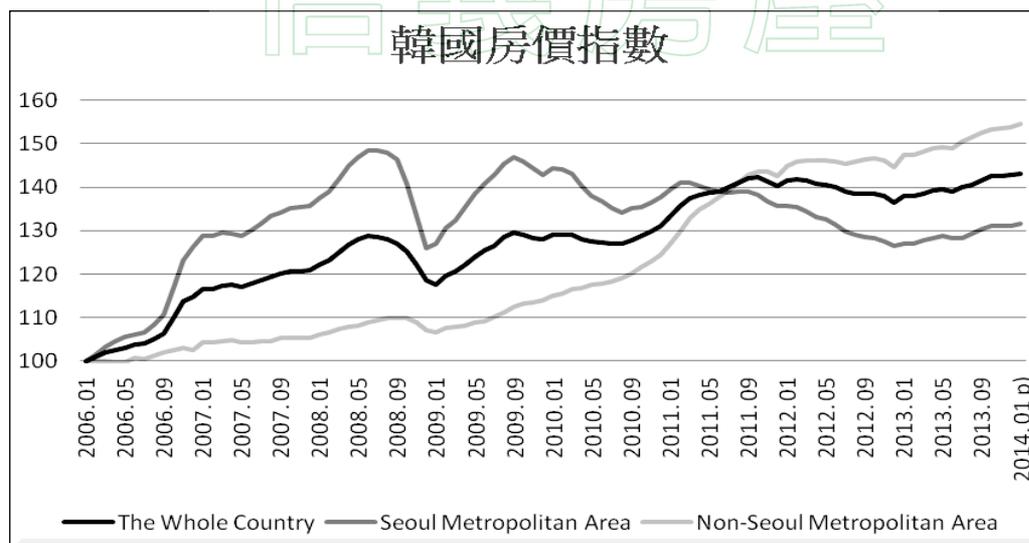


圖5-1-8 韓國住宅價格指數

資料來源：韓國統計局。

下跌趨勢，直到2013年初才止跌回穩，相較於2009年的高點，下跌幅度約在20~25%左右。

此外，其他首爾以外其他地區的房價從2006年初開始就呈現穩定上漲趨勢，在2011年中之前的漲幅遠較首爾地區為小。不過，在2011年中之後非首爾地區的房價漲幅開始超越首爾地區，在2006年初到2014年初漲幅將近六成，遠高於首爾地區的三成，而整個韓國在此段期間的平均房價漲幅亦高達四成，首爾地區反而成為韓國房價漲幅相對落後的地區，可能是因為韓國政府對首爾地區的打房力道較強所致。(參見圖5-1-8)

三、中國大陸與上海

在龐大市場需求與低廉生產成本(土地及勞力)下，中國經濟在1990年代開始出現快速成長，並使大量開發企業採取積極的購地與開發策略，造成新開工面積、投資指數、及總完工面積等指數節節上漲，房價也大幅上漲，直到爆發嚴重的「非典型肺炎」(SARS)疫情後，市場投資熱潮才在2004年開始大幅下滑，開發總量大幅萎縮，並使開發綜合指數在2005年達到最低點⁶。不過，在2001年開始到2005年上半年期間，上海房價漲幅高達5成以上，雖然在2005年下半年到2007年上半年期間房價出現盤整，但在2007年下半年開始房價又再度上揚，即使2008年開始面對全球金融海嘯的衝擊，房價的調整亦相當有限，從2009年下半年開始至2012年底，房價均呈現穩定上漲趨勢，雖然在2010年中旬全國房屋銷售指數曾出現小幅下滑，但大都市的房價僅出現漲勢趨緩現象而未明顯下跌。

根據中國國家統計局的2014年1月70個大中城市新建商品住宅價格指數顯示，相較於2013年同月，上漲城市有69個，下跌僅有1個，上漲幅度大多在10~20%左右，最高為上海20.9%與北京18.8%，僅有溫州下跌，幅度為4.3%。若以二手住宅價格變動來看，相較於2013年1月，亦僅有溫州呈現下跌，幅度為8.6%，其他城市上漲幅度多在5~10%之間，其中以北京的

⁶ 限購令採取同時以戶籍與納稅證明方式限制家戶購買房屋地點，例如非北京戶籍家庭必須連續5年以上在北京繳納社會保險或具有個人所得稅繳納證明方可在北京購屋。



18.4%為最高，深圳的15.2%、上海13.2%次之，顯示相關房市調控措施對抑制房價飆漲的影響仍舊有限。

表5-1-6 70個大中城市住宅銷售價格指數 (2014年1月)

城市	新建住宅價格指數			新建商品住宅價格指數			二手住宅價格指數		
	環比	同比	定基	環比	同比	定基	環比	同比	定基
北 京	100.4	114.7	121.5	100.5	118.8	127.8	99.9	118.4	120.1
天 津	100.4	107.3	112.4	100.5	108.3	114.0	100.3	105.4	107.2
石 家 莊	100.6	109.7	120.5	100.6	109.9	121.0	100.1	103.1	101.0
太 原	100.7	112.2	115.6	100.7	112.7	116.2	100.0	103.8	115.7
呼 和 浩 特	100.4	109.5	115.3	100.4	109.8	115.8	100.0	103.4	108.0
瀋 陽	100.3	111.8	120.2	100.3	111.9	120.8	100.1	105.4	110.0
大 連	100.3	109.7	117.9	100.3	109.8	118.1	99.9	101.8	107.9
長 春	100.4	109.2	113.7	100.4	109.5	114.1	99.9	103.9	105.6
哈 爾 濱	99.9	108.8	114.5	99.9	109.3	115.2	100.2	104.8	103.7
上 海	100.5	117.5	120.8	100.5	120.9	125.0	100.1	113.2	116.8
南 京	100.3	111.2	113.2	100.4	114.7	117.4	100.7	108.1	105.5
杭 州	99.9	110.0	102.4	99.9	110.4	102.5	100.0	103.5	97.8
寧 波	100.4	107.1	100.3	100.4	107.5	100.3	100.3	104.7	96.4
合 肥	100.5	109.8	113.4	100.6	110.7	114.5	100.5	106.9	106.7
福 州	100.8	113.1	120.0	100.8	113.3	120.3	100.6	109.8	104.9
廈 門	101.2	116.0	125.2	101.2	116.4	125.9	100.8	106.8	110.9
南 昌	100.2	109.9	118.2	100.2	110.4	119.0	100.3	105.8	106.7
濟 南	100.4	109.0	113.5	100.4	109.0	113.5	100.1	104.3	106.3
青 島	100.6	109.9	110.4	100.6	110.4	110.9	100.2	103.8	103.8
鄭 州	100.6	110.9	120.7	100.6	111.2	121.2	100.8	107.8	111.6
武 漢	100.5	109.7	116.3	100.5	110.1	117.2	100.4	108.6	111.2
長 沙	100.5	111.7	122.6	100.5	111.8	122.9	100.7	106.8	108.2
廣 州	100.7	118.6	128.9	100.7	118.9	129.2	101.0	112.9	120.2
深 圳	100.4	117.8	125.6	100.4	118.2	126.1	100.8	115.2	121.3
南 寧	100.5	110.9	112.6	100.5	111.2	112.9	100.3	103.6	106.8
海 口	100.5	103.1	104.1	100.5	103.2	104.1	100.0	100.3	95.4
重 慶	100.4	108.7	114.4	100.4	108.8	114.7	100.2	104.8	105.3
成 都	100.6	109.2	114.0	100.6	109.3	114.0	100.3	105.3	104.5
貴 陽	100.2	106.6	113.7	100.2	107.2	114.8	100.2	109.7	119.0
昆 明	100.6	106.1	114.3	100.7	107.2	116.4	99.8	107.2	115.2
西 安	100.4	109.6	116.1	100.5	110.7	117.8	99.8	104.5	106.3
蘭 州	100.1	107.6	116.0	100.1	107.7	116.3	100.1	103.2	101.2
西 寧	101.0	110.7	121.4	101.0	110.7	121.4	100.2	104.3	112.5

銀川	100.4	108.6	114.7	100.4	109.3	115.8	100.2	108.4	111.4
烏魯木齊	100.1	109.6	124.2	100.1	109.7	124.4	100.3	105.3	112.6
唐山	100.4	102.0	103.6	100.4	102.2	103.9	100.0	102.5	104.7
秦皇島	100.3	107.1	115.4	100.4	107.9	117.1	99.9	102.0	103.5
包頭	99.9	107.3	113.0	99.9	108.5	114.6	100.4	103.3	103.4
丹東	100.4	109.2	118.0	100.4	109.3	118.2	100.1	104.1	106.3
錦州	100.3	110.7	116.8	100.3	110.7	116.8	100.0	103.3	102.2
吉林	100.4	108.0	115.3	100.4	108.5	116.0	100.0	101.9	105.4
牡丹江	100.0	106.2	113.4	100.0	106.2	113.5	99.8	101.5	102.7
無錫	100.3	105.5	107.3	100.4	106.4	108.3	100.2	102.8	107.7
揚州	100.6	107.9	111.9	100.7	108.2	112.3	100.2	103.5	102.3
徐州	100.0	109.6	113.4	100.0	110.1	114.1	100.0	101.1	100.0
溫州	98.6	96.0	79.9	98.5	95.7	78.7	98.1	91.4	81.3
金華	100.3	106.8	104.4	100.3	106.9	104.4	100.0	104.9	98.8
蚌埠	100.4	104.8	108.8	100.5	104.9	109.0	100.5	103.5	108.1
安慶	100.4	106.1	109.8	100.4	106.5	110.1	99.9	102.0	101.2
泉州	100.5	108.0	108.6	100.5	108.4	109.1	100.3	104.4	100.2
九江	100.3	106.6	110.0	100.3	106.9	110.6	100.2	103.8	104.9
贛州	100.6	108.8	114.9	100.6	108.9	115.0	100.1	102.1	101.1
煙台	100.4	109.1	112.5	100.4	109.3	112.7	100.2	106.6	104.5
濟寧	100.0	109.3	113.6	99.9	109.6	114.0	99.8	103.6	108.7
洛陽	100.6	109.1	116.6	100.6	109.3	116.9	100.7	106.3	111.9
平頂山	100.7	110.0	115.1	100.8	110.2	115.3	100.7	105.6	111.3
宜昌	100.1	109.4	115.3	100.2	109.5	115.6	100.3	109.0	108.7
襄陽	100.4	108.5	115.5	100.4	108.5	115.6	100.3	109.1	115.6
岳陽	100.3	106.9	114.4	100.5	111.1	119.9	100.2	104.7	114.7
常德	100.7	107.0	112.9	100.7	107.1	113.1	100.2	108.6	114.3
惠州	100.6	109.1	114.7	100.6	109.1	114.7	100.4	106.6	111.4
湛江	100.5	109.2	118.1	100.5	109.2	118.1	100.2	104.1	111.4
韶關	99.8	105.6	113.7	99.8	105.8	114.1	99.9	104.2	109.7
桂林	100.5	112.6	119.1	100.6	112.8	119.5	99.9	104.5	106.4
北海	100.7	110.7	112.4	100.7	110.7	112.4	100.4	106.3	108.4
三亞	100.4	105.4	106.7	100.4	105.4	106.8	100.2	102.4	96.3
瀘州	100.6	109.0	113.7	100.6	109.3	114.1	100.4	104.2	105.3
南充	100.5	109.8	112.5	100.5	109.9	112.7	100.2	105.4	106.5
遵義	100.3	105.9	113.6	100.3	106.6	115.2	100.2	104.5	111.9
大理	100.2	105.8	107.3	100.2	106.3	107.9	99.7	102.6	105.4

附註：環比以上月價格為100，同比以上年同月價格為100，定基以2010年價格為100。

資料來源：中華人民共和國國家統計局。



整體而言，從2001年至2013年上海房價漲幅達到2.5倍，雖然房價的上漲有部份是反映其快速的經濟成長，尤其是中國近十年來的平均經濟成長達到10.45%，但其快速上升的房價，尤其是在都市地區的房價，仍有相當大的泡沫隱憂。中國政府在2009年底加速頒布若干房地產調控措施以抑制房價，例如2010年1月10日頒布的「國十一條」規定第二套以上住房，其貸款首付款比例不得低於40%。2010年4月「新國十條」更規定首套自住房貸款首付款比例不得低於30%，第二套住房貸款首付款不得低於50%，且利率不得低於基準利率1.1倍，保障性住房供應量不得低於住房建設用地供應總量的70%，藉以確保完成2010年建設保障性住房300萬套與各類棚戶區改造住房280萬套。

房價上漲最為嚴重的上海地區更於2010年9月頒布「滬5條」，規定建築面積在三萬平米以下的商品住房項目必需一次性申請預售，三萬平米以上需預售的，每次申請面積不得少於三萬平米。2010年10月「滬12條」規定首套自住房貸款首付款比例不得低於30%，第二套住房貸款首付款不得低於50%，且利率不得低於基準利率1.1倍，非本市居民，且非居住於本市兩年以內並交稅一年以上者，商業銀行暫停發放住房貸款，暫定本市及外省市居民家庭只能在本市新購一套商品住房，預售價格低於去年均價者課徵土地增值稅的稅率為2%；超過去年均價1倍以內者課3.5%；超過1倍以上者課5%。

2011年1月26日出台的「新國八條」規定，全國建設保證性住房和棚戶區改造住房1000萬戶。第二套住房貸款首付款比例不得低於60%，且貸款利率不得低於基準利率1.1倍，保障性住房及中小套型普通商品住房用地不得低於住房建設用地供應總量的70%，對個人購買住房不足5年即轉手交易者，統一按其銷售收入全額課徵住房營業稅，並頒佈限購令，在24個城市中規定，當地住戶已經擁有一套房子的家庭，及在當地居住一定年限且有交稅證明的家庭，可以購買一棟房，其他家庭暫停在該市購房⁷。不過，2012年中國房地產開發投資的各項指標雖有些許減緩上漲趨勢，但整體而言仍舊呈現上漲的現象，上海二手房指數仍處於高檔盤整狀況，房價並未明顯下修。2013年大陸房地產市場在中國政府眾多房市調控政策下，仍舊維持以往價量齊揚的走

⁷ 限購令採取同時以戶籍與納稅證明方式限制家戶購買房屋地點，例如非北京戶籍家庭必須連續5年以上在北京繳納社會保險或具有個人所得稅繳納證明方可在北京購屋。

勢，並使房價推向歷史的最高點，尤其是一線城市的房市依舊相當熱絡，但在供需落差逐漸縮小下，下半年相較於上半年的漲幅已有趨緩的現象。

展望2014年中國房地產市場的將面臨較大的下修壓力，主要的原因有三，第一是中國大陸以往以製造業與房地產業為主要成長動力的經濟結構已面臨瓶頸，第二是美國貨幣寬鬆政策的逐步退場，可能導致全球資金的回流美國，利率亦可能因此上升，此資金退潮將對新興經濟體將產生較大的衝擊，第三是中國大陸房地產市場本身經長期的經濟成長，已有相當嚴重的房價泡沫問題，雖然大國政府不斷提出許多抑制房價飆漲措施，但成效並不佳，此也使得中國政府不斷加強政策調控力道，面對中國大陸的一、二、三線城市房地產市場的走向逐漸分化，例如2013年中國平均房價漲幅達到9.3%，其中北京、上海等一線城市的房價漲幅更達到20%以上，但二線城市(例如溫州)則呈現下跌，預期未來中國的房市調控政策除以往的限價、限量措

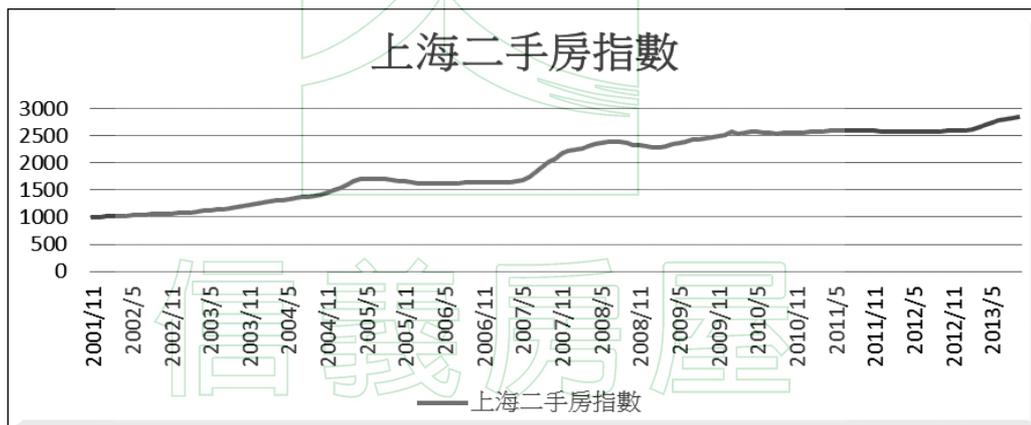


圖5-1-9 上海二手房指數⁸

資料來源：內政部不動產資訊平台。

⁸ 上海二手房指數由上海市二手房指數辦公室（房產之窗、房地產時報、上海市房產經濟學會和東方房地產學院聯合推出）製作及發佈，資料期間自2001年12月迄今，每月發布一次，指數基期為2001年11月30日，基點為1000點，地區可細分為上海普羅區、靜安區、戶彎曲、閘北區、虹口區、楊浦區、黃浦區、浦東新區、長寧區、徐匯區、閔行區等11個區。所謂二手房指地段處於控制點、屋齡15年、建築面積一房32~37平方米、二房一廳62~70平方米、三房一廳85~90平方米、建物座北朝南、多層樓的3樓、結構為鋼筋混泥土、一般裝修程度、有產權的房產。指數製作方式是先劃分11個區，每區內再劃分控制區共51個控制區，以控制區內的二手房屋之正常市場交易價格為樣本，經統計綜合分析確定而成，資料由上海二手房區域價格抽樣報告、上海市二手房指數報告而來。



施外，也將更有地區性的差異，例如地方財產稅的課徵。此外，未來保障房的供給量增加，例如達到商品房供給量的10~20%，某種程度上也將抑制商品房的銷售。不過，由於中國大陸的經濟成長目前仍維持在7~8%的水準，若沒有恐慌性的金融風暴下，甚至部分樂觀者預期房價並不會下修，僅是漲幅趨緩，漲幅在5%左右，本文認為未來房價走勢應不至於呈現崩跌，而是緩慢的下修調整，此點有待後續觀察與驗證。

表5-1-7 中國大陸近年主要抑制房價飆漲措施

時間	內容
2010.01.10	確認個人購買第二套房時首付款不得低於40%。
2010.02.23	個人購入高級住宅未滿5年出售，就售價徵收5%營業稅，滿5年出售時就買賣價差課徵營業稅。
2010.03.08	1.中低收入戶住宅與自住小型套房佔總建設用地比重達70%以上。 2.土地出讓成交後須在10個工作日內簽訂契約，並於簽約後1個月內繳納50%頭期款，餘款按契約規定繳納，最長不超過1年。
2010.03.18	要求78家非房地產企業在完成現階段開發業務後退出房地產業務。
2010.04.14	1.購買自住套房且建築面積大於90平方米的家庭貸款頭期款不得低於三成。 2.購買第二套住房的家庭貸款頭期款不得低於五成，且貸款利率不得低於基準利率1.1倍。
2010.04.17	1.重申先前購買第一套與第二套貸款方法且第三套房屋暫停提供貸款。 2.商業銀行對於不能提供1年以上當地納稅證明或社會保險繳納證明非本地居民暫停發放貸款。 3.加強對房地產開發業購地及融資監管。 4.中央以資金支援並加速發展公共租賃住宅。
2011.01.26	宣布「新國八條」，主要內容為： 1.全國建設保障性住房和棚戶區改造住房1000萬戶。 2.第二套住房貸款首付款比例不得低於六成，且貸款利率不得低於基準利率的1.1倍。 3.保障性住房及中小套型普通商品住房用地不得低於住房建設用地供應總量的七成。 4.對於個人購買住房不足五年轉手交易的，統一按其銷售收入全額課徵住房營業稅。 5.限購令：在24個城市中規定，當地住戶已經擁有一套房子的家庭，及在當地居住一家年限且有交稅證明的家庭，可以購買一棟房；其他家庭則暫停在本市購房。
2011.04.17	嚴格限貸：國務院通知要求遏制房價過快上漲，實行更為嚴格的差別化住房信貸政策。明確規定，對購買首套自住且套型建築面積在90平方米以上的家庭，貸款首付款比例不得低於30%；對貸款購買第二套住房的家庭，貸款首付款比例不得低於50%，貸款利率不得低於基準利率的1.1倍；對貸款購買第三套及以上住房的，貸款首付款比例和貸款利率應大幅度提高。

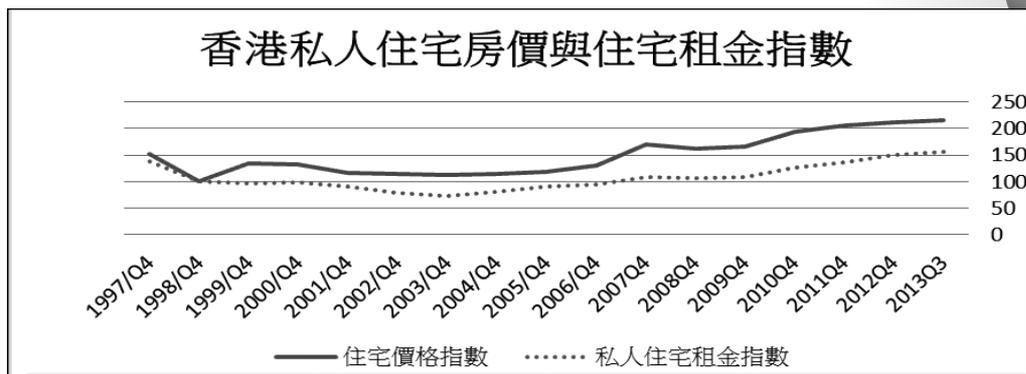
2011.04.20	國土部增加住宅供地，增加土閒置土地使用效率。
2011.05.01	一屋一價：預售許可與辦理成屋銷售之房地產需於規定時間內一次性公開銷售房源，嚴格按申報核可價格銷售。
2011.05.19	簽訂完成1000萬套住房分配任務。
2011.07.12	新國五條：二三線城市要採取限購令。
2012.02.18	持續擴大房產稅徵收範圍。
2013.02.20	國五條：制定並公佈年度新建商品住房價格控制目標，建立健全穩定房價工作的考核問責制度。嚴格執行商品住房限購措施，已實施限購措施的直轄市、計畫單列市和省會城市要在限購區域、限購住房類型、購房資格審查等方面，按統一要求完善限購措施。

資料來源：整理自陳美菊(2011)、許易民(2011)、林祖嘉(2011)。

四、香港

在1984年中英兩國簽訂《聯合聲明》，確立香港政治前景後，香港房市因海外資金大量流入，出現一波長達十年的經濟榮景，房價在外資持續進入下不斷被炒高，在1994年時因香港政府推出一系列的抑制房價措施而有小幅下跌，但在1995年第四季相關抑制措施逐漸退場後，香港股價與房價再度飆升向上，甚至達到政府無法抑制的地步，明顯有泡沫化現象。不過，1997年時受到亞洲金融風暴的衝擊，香港房市的泡沫開始破裂，造成房價大幅下跌，此波房市衰退直到2003年SARS疫情穩定後才出現復甦，房價指數最低點58.4已和1997年最高峰相差三倍之多。2003年10月港澳簽訂「CEPA」後⁹，香港房市在投資者信心面回復下逐漸復甦，其後在2008年時因全球金融海嘯衝擊，造成香港房市小幅衰退，但在中國政府祭出打房措施促使大量陸資湧進香港，加以受到歐美貨幣寬鬆政策造成國際熱錢流入香港房市的影響，香港房價在2009年底開始急遽上漲，房價指數在2011年時甚至已遠超過1997年的高點，且截至2013年底仍持續明顯的漲勢，相較於2003年谷底的房價，上漲幅度將近3倍。此外，租金的變動幅度雖較房價略緩，但大致呈現相同的趨勢，相較於2003年谷底的租金，上漲幅度將近1.1倍。

⁹ CEPA《Closer Economic Partnership Arrangement》，為促進港澳間貿易自由化的協定，除去除兩方貿易往來間的關稅外，亦提升兩方貿易間的便利性並取消阻礙兩方貿易往來的各項非關稅措施，以此做為兩方經濟互惠的承諾。

圖5-1-10 香港私人住宅房價與住宅租金指數¹⁰

資料來源：內政部不動產資訊平台。

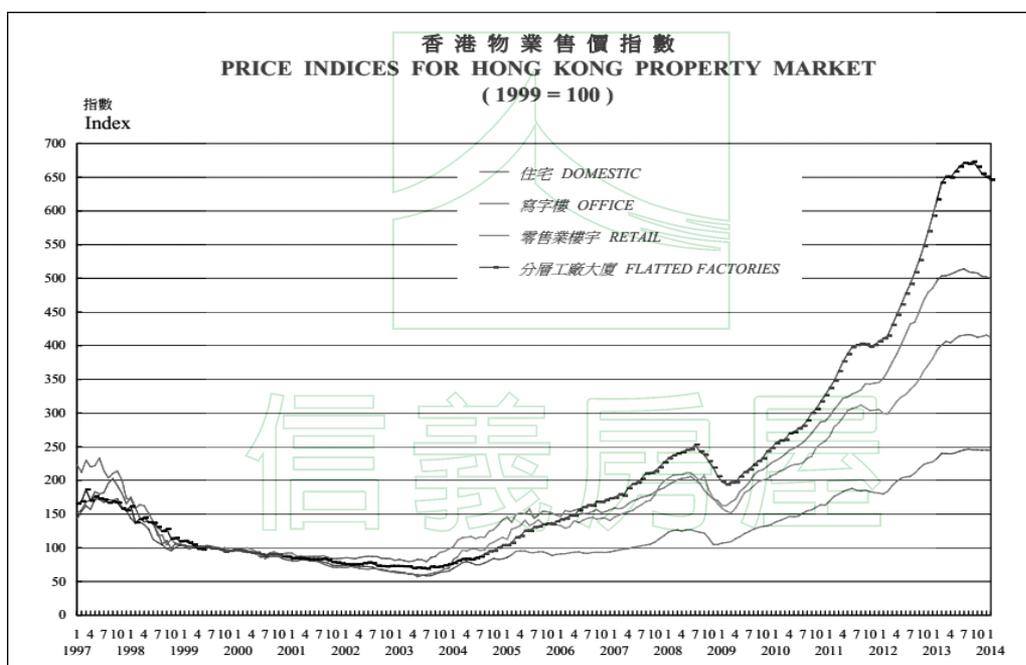


圖5-1-11 香港各類物業售價指數

資料來源：香港差餉物業估價署

再就各類物業售價指數來看，可發現香港此波2003年至今的房價上漲趨勢中，分層工廠大廈、零售業大樓及商業辦公大樓為外資的主要投資標的，

¹⁰ 香港不動產指數類型分為價格指數及租金指數兩大類，其下均可再細分為住宅、辦公室、店舖及工業之分類指數。香港住宅價格及租金指數由香港差餉物業估價署編制與發佈，指數期間自1993年迄今，每月發佈一次，指數基期為1999年，採平均數加權平均法計算。

漲幅高達3~4倍，住宅方面則在香港公共住宅政策施行下漲幅相對較為和緩，但亦高達近3倍。

在香港房價不斷飆漲之下，香港人民的房價負擔與房價所得比嚴重偏高，為防止資產泡沫化，從2010年2月24日開始，香港政府不斷增加住宅供給、加強房市資訊透明度、以及防止銀行信貸擴張；從4月1日起將2000萬港元以上住宅印花稅由3.75%增至4.25%。2010年8月13日開始，若預售房屋買家取消交易，其沒收訂金佔房價比重由5%提升至10%，房價在2000萬港元以上的豪宅一旦取消交易，沒收的訂金占房價比重也由5%上調至10%，且低於1200萬港元物件貸款成數最高7成，超過1200萬港元房屋貸款成數則降至6成，貸款戶每月償還房貸的本金加利息亦不得超過其收入的5成，因應利率調升趨勢，貸款戶需先行試算利率調漲後的最高貸款成數，且須填寫購屋用途。

2010年11月底香港推出2年轉售的限制，在既有最高4.25%印花的稅基礎上，向6個月內、6~12個月及12~24個月內轉售住宅者開徵額外印花稅，稅率分別為15%、10%和5%。除對短期移轉者額外加徵印花稅外，香港金融管理局同時也要求銀行調降住宅貸款上限，港幣1200萬元或以上住宅，其貸款成數將從最高的6成調降至5成；1200萬元或以下至800萬元之間住宅，貸款成數由最高的7成調降到6成，但貸款額度不可超過600萬港幣。儘管價值港幣800萬元或以下住宅貸款成數仍維持在7成，但貸款額度則限制不可超過480萬元。所有非自住住宅物業、所有以公司名義持有的物業與所有工商物業，不論價值最高貸款成數一律降至5成。

有鑑於外來投資移民不斷推高香港房價，香港政府更宣布從2010年10月14日起取消境外人士透過房地產投資可取得居港權的做法，並將投資移民的門檻由650萬元提高至1,000萬元，試行三年¹¹。2012年9月香港政府更正式公布只限本地永久居民購買房屋的「港人港地」政策，並於2013年開始落實，這項政策規定某些房屋只能出售給本地永久居民，並在購買後30年內都只能轉售給香港人，預計將先開放兩塊地做為市場競標區域，這是港方首次以較強烈的手段介入房地產市場。2012年10月27日額外印花稅的稅率皆向上

¹¹ 2003年香港推出投資移民計劃，讓購買650萬元香港物業的外地人可申請投資移民，申請人亦可買股票、債券、存款證等，此計劃推行至2010年為止，已約有8,200宗申請獲批，為香港帶來580億元的投資，當中八成是擁有外國居留權的中國人。



提升5%，半年內20%、半年至一年15%、一年至三年10%，適用期亦從2年延長至3年，針對外地人士、本地與外地註冊的公司購買香港住宅者，除一般印花稅外，尚需繳15%買家印花稅。此外，香港政府更在2013年2月全面調高買賣印花稅，此項規定適用於所有個人或公司買賣住宅及非物業住宅，其中，超過2000萬港元的物業的印稅由4.25%調高一倍至8.5%。香港政府並承諾在未來10年興建47萬戶的住宅，其中60%為公共住房，平均每年提供2萬戶公共住房與8千戶居者有其屋的計畫住房。

目前香港已成為全世界房價最高的地區，每平方公尺甚至達到12萬美金的水準，高漲與住房緊張成為香港政府長期以來的施政重點，面對高達15倍的房價所得比，許多民眾難以負擔。不過，香港房地產市場在2013年9月開始有降溫的跡象，成交價與成交量同時呈現下跌，根據香港土地註冊處所發布的2013年銷售買賣合約(含住宅與非住宅)為70,503份，比2012年減少約39%，樓宇買賣合約總值為4562.8億元港幣，較2012年下跌30.2%，全年房價雖仍小幅上漲，但漲幅已縮小至5~7%左右。

2014年1月15日香港特首梁震英提出上任以來的第二份施政報告，提出政府『雙管齊下，寸土必爭』的解決措施。如何改善住宅土地供給不足，並打擊投機性需求，可說是香港政府最主要的手段。預期在2014年會明顯加速下跌，主要是因為政府措施及美國量化寬鬆政策退場的影響，其中新屋與豪宅的下跌幅度將較高，預期幅度達15~20%，中小型單位的下跌幅度則較輕微，預期跌幅為5~10%，但房價尚不至於崩盤。

五、新加坡

受到亞洲金融風暴的衝擊，新加坡房價於1996年底開始下跌，並持續到1998年底，跌幅約45%，之後到2000年上半年，房價出現一波約4成幅度的反彈，但在2000年上半年到2004年上半年均為下跌整理的趨勢。從2004年底到2008年上半年房價出現大幅上漲的趨勢，漲幅高達8成，尤其是在2006年中至2008年中期間，房價上漲率明顯高於歷史同期的GDP增長率，其後受到全球金融海嘯的衝擊，房價下跌超過2成。不過，在2009年第3季開始受到全球景氣復甦的影響，新加坡房市也開始出現明顯復甦，2012年第4季的房價相較於2009年第2季的最低點，漲幅接近60%。

為抑制房價的飆漲，新加坡除提高國宅的供給外¹²，亦開始推出數波的房市調控降溫措施，打擊房地產投機行為。2010年2月20日開始，購屋不滿1年轉手者，需加徵3%的印花稅。從2010年8月31日起，印花稅的課徵年限由1年延長為3年，自備款由5%增加為10%，而購買第二屋的貸款成數由80%降為70%。從2011年1月13日起，更將印花稅的課徵時間由3年延長為4年，印花稅的稅率亦依其持有期間長短而有不同，稅率按照1~4年期限，分別為16%、12%、8%和4%，房貸自備款比例亦由30%上升至40%。從2011年12月8日起，外國的個人和公司（包括企業、信託，以及集體投資）在新加坡購買房地須額外繳納10%的印花稅，持永久居留證者購買第二套房地、新加坡公民購買第三套以上房地則要多繳3%印花稅。除上述的抑制房價措施外，在2011年1月1日起新加坡的投資移民政策亦有所調整，大幅提高投資移民相關門檻。¹³不過，雖然新加坡政府的打房措施不斷增加強度，但截至2012年第4季新加坡住宅價格更達到歷史新高水準。

有鑑於相關打房措施的成效仍屬有限，新加坡政府於2013年1月12日提出更嚴格的房市調控措施，主要包括下列幾項：

1. 針對外國人與企業的買方印花稅增加5%至15%。
2. 新加坡永久居民首購之組屋或私人住宅亦開始課徵5%的印花稅，新加坡永久居民購買第二套或以上之稅費增加7%至10%，新加坡公民購買第二套組屋或私宅要多付7%的印花稅，買第三套的印花稅從現行3%增加到10%
3. 禁止永久居民出租整間組屋，如果購買私宅，必須在半年內出售手上的組屋。

¹² 為保障基本民生需求，使住者有其屋，新加坡政府對於住宅市場進行高度干預，提供大量價格低廉的組屋(即公共住宅)，並明顯與私人住宅區隔成兩個不同的市場。截至2010年底，新加坡85%公民居住的是政府建造的“政府屋”，其中93%的居民擁有房屋產權，7%的低收入家庭住在政府所提供的低價出租住宅。由於政府組屋受到法令的限制，不能任意轉賣，故其價格沒有太大的波動，私人住宅的價格波動對於居住於組屋的人沒有太大影響。組屋之外最多人居住的是共管式公寓(Condominium)，屬於私人性質的住宅樓房，價格一般是政府組屋的四、五倍之多，還有少部分的排屋(即聯體公寓)或獨棟別墅。參自劉雲華(2010)，「新加坡公共住宅政策與管理」，城市經濟政策與管理，頁4-6。

¹³ 新加坡投資移民的金額將由原先的150萬新加坡元提高到250萬新元，申請者亦不能夠為父母和配偶的父母申請永久居留權。其次，投資方案方面，A方案原來投資至少100萬新元用於開拓新的生意或擴充現有生意，現升為至少250萬新元。B方案原來投資至少150萬新元於獲全球商業投資者計畫批准的基金，現升至250萬新元。C方案原以200萬新元或以上投資在全球商業投資者計畫批准的投資基金上，現該投資選項將被取消，申請者不能將50%的投資額投資於自住私人住宅，即房產投資不再列入投資移民的投資額計算。



4. 對於非首次購房者，首付比例從之前的10%增加至25%，二次購房借款比例不許超過工資收入的50%，如果借款期限超過30年或延續至貸款者65歲後，借款比例不得超過工資收入的30%
5. 三套或以上之購房者，借款比例不能超過工資的40%，如果借款時間超過30年，或延續至貸款者65歲後，借款比例不得超過工資收入20%。
6. 工業地產方面，首次引入了賣方印花稅，一年內15%，一年至兩年10%，兩年至三年5%。

新加坡房價飆漲所引發的房價泡沫問題受到新加坡政府高度的關注，在過去幾年新加坡政府推出多項房市降溫政策，並大量興建新組屋，以及不斷緊縮移民政策，目前已有初步成效。根據新加坡市區重建局在2014年初所公布的數據顯示，新加坡2013年第四季度的私人住宅價格指數下降0.8%至214.5，是自2012年第一季以來首次出現下降。由於新加坡政府未來新建組屋數量將減少3%的影響¹⁴，預期2014年新加坡房地產市場的銷售量將減少，下跌幅度可能高達三至四成，價格上漲的趨勢也將不易維持。

487

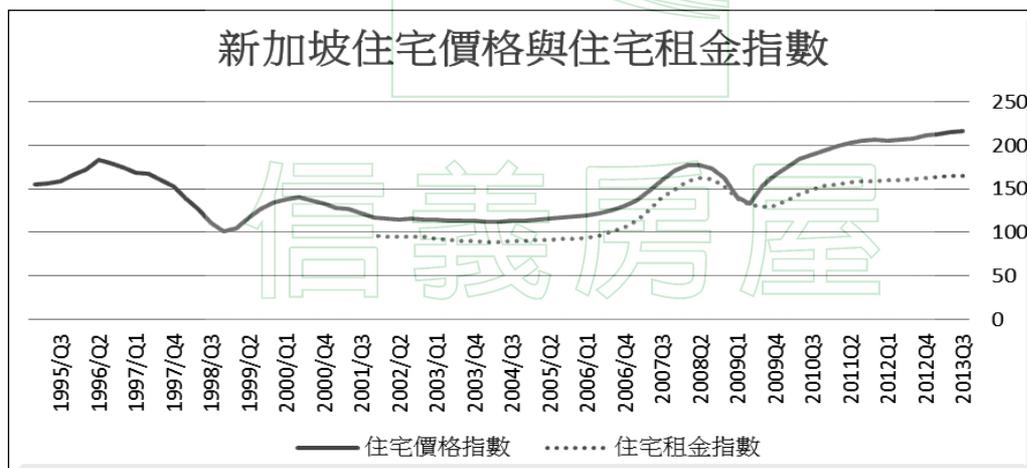


圖5-1-12 新加坡住宅價格與住宅租金指數¹⁵

資料來源：內政部不動產資訊平台。

¹⁴ 新加坡建屋發展局在2013年12月30日表示，2014年新屋供量少3%，其中，三房式及更大面積的屋少18%，二房式屋則將增加一倍以滿足單身者的需求。

¹⁵ 新加坡不動產指數分為租金指數及價格指數兩大類，其下均可再分為住宅、辦公室、店舖及工業之分類指數，其住宅分類指數可再按獨棟、雙拼、平房、公寓及集合住宅建立各住宅之分類指數，主要的指數由都市再開發局製作與發佈，住宅及工業的租金指數由新加坡稅務局製作。價格指數資料期間自1992年迄今，租金指數資料期間自2001年迄今，指數基期為1998年第4季，每季發佈一次，價格指數編制是採取中位數加權平均法及移動平均方法。

六、台北市

1995~1997年期間，台灣房地產市場受到台海兩岸緊張情勢與亞洲金融風暴的影響呈現低迷態勢，房市成交量更在2001年間達到最低點。2002年在政府陸續釋出土地增值稅減半徵收與低利貸款等利多消息後逐漸回溫，房價並自2003年第2季SARS之後開始上漲，直到2008年發生全球金融海嘯而略有修正，此段期間雖然成交量呈現明顯萎縮，但房價下修幅度卻相當有限，且僅在2008年第4季至2009年第2季下跌後，旋即於2009年第3季在成交量攀升帶動下逐漸上漲，尤其在總統大選不確定因素消失、兩岸政治關係和緩與經貿交流熱絡、以及全球資金寬鬆等利多因素下，房價再度出現上漲，且其上漲幅度更勝於2003~2007年期間，不論從國泰房地產指數或信義房價指數來看，2013年第4季可說是歷史的高點，相較於2003年的谷底，預售屋房價的漲幅超過1倍以上，而中古屋房價的漲幅大過預售屋的漲幅，相較於2003年的谷底漲幅約達到1.5倍。

在此波房地產景氣復甦初期，由於房價上漲幅度尚稱和緩，且大多集中

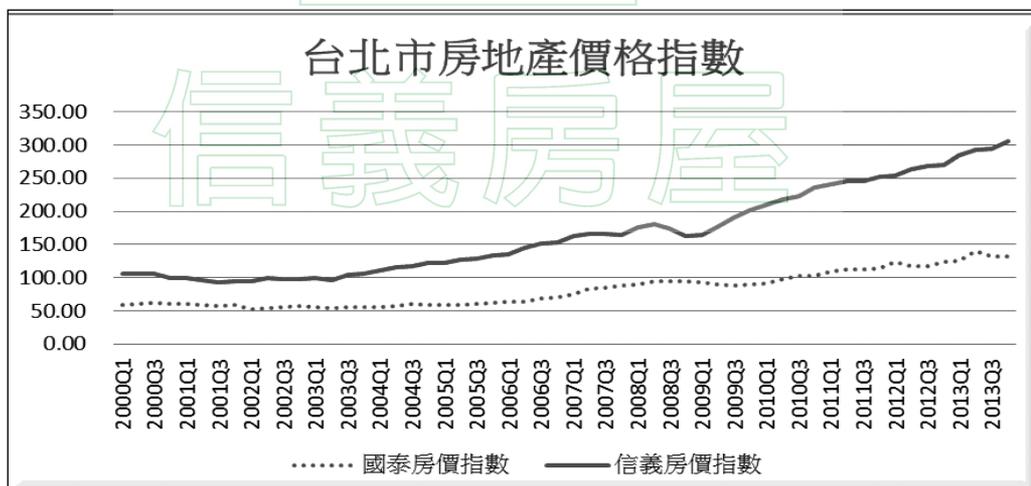


圖5-1-13 台北市房地產價格指數¹⁶

資料來源：國泰建設、信義房屋。

¹⁶ 國泰房屋價格指數是以預售屋及成屋市場資訊做為對象，採用特徵價格法予以計算房屋價格指數，並以2010年做為價格指數之基期。信義房價指數主要反映中古屋市場的房價變動情形，並以1991年第1季做為指數基期。



於北部都會地區，故政府的打房力道相當和緩，¹⁷直到2010年6月24日中央銀行才正式宣布針對特定地區(台北市及台北縣十個縣轄市，包括板橋、三重、中和、永和、新莊、新店、土城、蘆洲、樹林、汐止)實施不動產放款的信用管制，稱之「針對性審慎措施」，主要內容是本人已有一戶以上房屋，貸款限制為(1)不得有寬限期；(2)貸款上限為七成；(3)不得以其他名目增加貸款額度。2010年12月30日更擴大購屋貸款管制區域，第二戶以上貸款成數上限由七成降至六成，土地建築融資最高額度不得超過土地取得成本及鑑價較低的六成五，其中一成動工後才能撥款。

除央行的金融管制措施外，財政部亦在2011年6月1日開始徵收特種貨物與勞務稅條例(俗稱奢侈稅)，主要加重在短期內轉手的非自用住宅移轉成本，若在賣方在一年以內轉手，將依實際交易價格課徵15%的奢侈稅；若持有時間為一至兩年以內者則加徵10%的奢侈稅。內政部地政司在2012年8月1日開始進行不動產交易實價登錄制度，並在2012年10月16日開始提供大眾上網查詢，主要是希望將房地產交易價格透明化，讓買賣雙方更為理性決策，避免人為哄抬與炒作。不過，在市場游資充斥、利率水準偏低下，2013年房地產市場的交易量較2012年成長約13%，各地區房價也來到歷史性的新高，且台中市與高雄市的房地產市場交易明顯較北部地區熱絡。

肆、結論與建議

就經濟面來看，中國過去十年平均經濟成長率10.25%位居六個國家/地區的第一，但在歷經長期的經濟快速成長後，貧富差距與資產價格泡沫化的問題相當嚴重，預估2014年的經濟成長率為7.5%，為近年的最低值。新加坡過去十年平均經濟成長率5.86%僅次於中國的10.25%，預估在2014年經濟成長率為3.6%，與2013年差不多。香港的經濟體質與新加坡類似，過去十年平均經濟成長率4.58%，略較新加坡為低，預估2014年經濟成長率為3.7%，較2013年的3%成長。過去十年台灣的平均經濟成長率4.08%，領先韓國的平均經濟成長率3.57%，預估韓國2014年經濟成長率為3.7%，較2013年的

¹⁷ 行政院為避免國有土地標售帶動房價上揚，於2006年宣布暫停台北市精華地區500坪以下國有土地的標售，中央銀行亦於2007~2008年期間透過調整重貼現率的方式試圖減緩房價上漲的幅度。

2.7%增加，亦較台灣2014年的經濟成長率2.82%為高。此外，過去十年日本的平均經濟成長率0.84%為六個國家/地區中最低者，2013年因新任總理安倍晉三上台，並採取積極的總體政策帶動下，經濟成長率為1.7%，預估在2014年為1.4%，呈現成長趨緩的現象。

就人口結構來看，生育率降低以及人口老化為各國所需共同面臨的問題，人口老化不僅會造成總勞動人口持續下降，影響經濟成長，更會增加國家的財政負擔。以日本而言，1994年日本的老年人口比率超過14%，正式邁入「高齡社會」，而1997年時更步入「少子高齡化社會」，而在2005年時日本的總人口也開始減少，但因醫療進步使得平均壽命逐年提高，造成日本老年化問題越來越嚴重。新加坡、香港、台灣雖也都邁入高齡化社會，但因總人口仍是增加之趨勢，高齡人口之成長率不似日本般劇烈，使得青壯年人口之負擔仍比日本青壯人口小。

整體而言，在本文所分析的六個亞洲國家/地區之間，就其經濟、社會、以及住宅環境來看，各有其優劣勢，就目前的各項亞洲城市的全球性評比來看，台北市仍屬於相對的落後，雖在持續進步中，但相對的速度仍屬較慢，其中新加坡、香港、東京仍屬前段班，但上海與首爾近年的進步速度相當快，值得警惕。目前東京的優勢為充沛的高素質人力資源、專利獲得多、資金成本低、基礎建設相當完善、以及證券市場成熟等。新加坡的優勢在於優異的經商環境、政治穩定、相關制度與法令健全、國際化程度高、文化開放多元、空氣品質佳、以及政府行政效率高等。香港的優勢在勞動生產力高、國際化程度高、對外國人的投資規定寬鬆、創投環境優異、以及機場與港口等對外交通便利等。上海的優勢在於勞動參與率高、勞動成本低、以及消費市場龐大等。首爾的優勢在政府的研發投入多、積極對外開放、科技與文創產業競爭力強等。臺北的優勢在於科技創新能力強、資金成本低、辦公室租金低、交通與網路生活便利等，但政治穩定性、國際化程度、外資投資與移民限制、以及對外聯繫交通相對則是需要改進之處。

就未來房地產投資的報酬與風險來看，目前在各國政府不斷加強打擊房市投機力道下，房價漲勢已由大幅飆漲轉為趨緩，但除韓國首爾地區的房價在2010年之後已有小幅的下修外，其他國家或城市的房價在2013年持續創新高，僅在2013年下半年有些微的下修調整，本文認為這些國家與地區在歷經多年的房價飆漲後，雖然短期大幅下跌的機率不大，但新介入者的風險則相當高。至於未來各國是否可能出現泡沫化的危機，從美國次級房貸風暴的經



驗可觀察到利率是影響房價泡沫是否破滅的關鍵，未來各國政府應特別注意如何在刺激經濟景氣復甦過程中，避免房貸負擔上升速度高於所得上升速度所導致的大量違約發生，但因目前經濟景氣復甦溫和，故利率在2014年應該不致有太大的變化。反觀，日本在歷經多年的經濟不景氣後，在2013年六大都市的地價已有止穩回升跡象，在日本政府積極促進經濟成長與興辦2020年奧運會下，未來房地產市場可能出現反彈趨勢，介入的風險較小，值得密切加以注意。

就政府的角色與政策來看，有鑑於日本與香港曾分別在1991年及1997年面臨房市泡沫破裂的嚴重衝擊，建議政府不要因此輕忽房價泡沫化對經濟發展、金融市場、社會安定、以及房地產市場本身的嚴重衝擊。本文認為最容易形成房價泡沫化問題的地區，大多屬於土地與不動產供給彈性小的國家或都市，這些地區通常生活機能完善且人口密集，要透過增加供給面手段來抑制房價飆漲相當不易，建議政府應以抑制房地產投機性需求著手，且打擊與疏導投資性需求必須雙管齊下，以往許多國家透過加徵短期非自用性不動產交易稅賦(例如印花稅、營業稅、奢侈稅)方式來提高短期投資(機)者的交易成本，降低其投資報酬與誘因，但此仍是治標不治本的短期應變措施，且在成交量萎縮下亦增加房地產市場的流動性風險，建議政府仍應從最根本的健全財產稅制與住宅金融制度著手。此外，除健全房地產市場相關機制與資訊避免過多資金流入與盲目投資外，亦應同時增加房地產市場以外的其他投資工具與投資環境，並縮小城鄉之間的生活機能與就業機會差異，避免人口過度集中在少數地區。

參考文獻

中文文獻

1. 行政院經濟建設委員會(2008)，「台灣社會經濟環境變遷對未來住宅需求之預測研究」。
2. 林祖嘉(2011)，「兩岸打房政策與經驗之比較」，國政研究報告，科經(研) 100-003號。
3. 商業週刊(2013)，「擁抱日本房市不可錯過的時間點」，商業週刊2013年10月8日。
4. 許易民(2011)，「近期中國大陸房地產情勢與影響」，經濟研究年刊，第11期，頁449-470。
5. 張建一(2011)，亞洲主要城市競爭力評比，台北產經，第8期，頁16-21。

6. 黃永慧(2010)，「韓國房市泡沫化再現」，台灣經濟研究月刊，第33卷第1期，頁99-105。
 7. 陳美菊(2011)，「金融海嘯前後新興亞洲國家資本移動分析」，經濟研究年刊，第11期，頁321-348。
 8. 彭建文(2013)，亞洲主要城市房市比較，2013台灣地區房地產年鑑，行義文化。
 9. 劉雲華 (2010)，「新加坡公共住宅政策與管理」，城市經濟政策與管理，頁1-19。
- 網路文獻
1. 中國國家統計局，<http://www.stats.gov.cn/>。
 2. 內政國際指標，<http://sowf.moi.gov.tw/stat/national/list.htm>。
 3. 內政部不動產資訊平台，<http://pip.moi.gov.tw/NET/H-Market/H2-1.aspx>。
 4. 日本總務省統計局統計調查部國勢統計課「住宅・土地統計調查報告」，<http://www.stat.go.jp/index.htm>。
 5. 住宅資訊統計網，<http://housing.cpami.gov.tw/house/default.aspx>。
 6. 信報財經新聞，<http://www.hkej.com/template/landing11/jsp/main.jsp>。
 7. 信義房價指數，<http://www.sinyi.com.tw/news/list.php/2/1>。
 8. 香港差餉物業估價署，<http://www.rvd.gov.hk/mobile/tc/index.html>。
 9. 財團法人日本不動產研究所，<http://www.reinet.or.jp/>。
 10. 國泰房價指數，<http://www.cathay-red.com.tw/housing.htm>。
 11. 新加坡大學房地產系-房地產研究中心，<http://hlurb.gov.ph/>。
 12. 新加坡城市發展局，www.urc.gov.sg。
 13. 韓國國家統計網，<http://kostat.go.kr/portal/english/index.action>。