



第三章 台灣利率政策與房價變動關係之研究

屠美亞¹

1. 前言

自2008年爆發次貸風暴後，全球經濟遭受嚴重的衝擊，政府為幫助台灣企業度過風暴，採用了多項振興措施，其中最重要的是央行將利率三度調降，將重貼現率從2008年的第二季的3.625%降至2009年第一季的1.25%，這種大幅的降率措施，也使得房貸利率降至2009年第四季1.641%。而在同時台灣房價，尤其是台北區的房價節節攀升，台灣總體房價，從2008年初至2010年第二季，升幅高達27%，台北地區的升幅更超過30%以上。中央銀行低率措施被各界認為是造成房價大漲的主因之一，面對高房價成為民怨之首，政府陸續採用選擇性的信用管制，例如對特定區域的購屋貸款成數的限制，希望達到抑制房價飆升的目的，但低利率措施加上蠢蠢欲動的通膨隱憂，房價依舊節節高昇，並無趨緩的跡象，究竟對台灣這次房價的高漲，中央銀行的低率措施究竟引起什麼影響，又選擇性的信用管制措施是否是針對此波高漲房價的適當措施，甚至房價是否會泡沫化，都成為社會關注的課題。

2. 利率與購屋動機

購屋的動機可分為自用與投資兩大類，自用者的主要考慮因素為租賃與購買的得失分析，租賃相對有彈性，經濟負擔較輕，但是欠缺穩定感與當房價一直攀升時對房價繼續攀升的憂慮，購屋則需有較龐大的資金支出，所得與資金成本即成為重要考量；投資者主要考慮因素為資金成本與未來漲價空間，因此

¹ 國立政治大學財務管理學系副教授

資金成本均為購屋者主要決策因素。

McQuinn and O' Reilly (2006) 研究發現在絕大數的時間，房價可由可用所得與資金成本決定，但是房地產泡沫時期，兩者就無法解釋房價。Malzubris (2008)發現從1992至2006年，愛爾蘭在寬鬆的貨幣政策與低房屋稅率下，投資動機的購屋者明顯的增加。Pages and Maza (2003)亦發現寬鬆的信用限制與低房屋貸款利率為造成西班牙房價從1976年至2002的高升。Mayer and Hubbard (2009)研究全球各國的房屋泡沫經驗，發現當房價高升時，投資動機為造成房價泡沫不可或缺的因素，而低利率更是投資性購屋大幅增加的主因之一。

3.利率政策模型與統計分析

為研究台灣利率是否偏低，本文引用美歐各國所普遍採用的Taylor's Rule (Taylor 1993)來計算目標利率。該公式列示如下：²

$$R^* = \pi + 0.5(\pi - 1.25\%) + 0.5y + 1.25\% \quad (1)$$

式中

R^* 是目標央行季重貼現率（年則乘4）

π 是季通貨膨脹率（相對前四季）

y 是季實質GDP產出差距（為實質GDP產出與趨勢實質GDP產出差距）

依據公式（1），1.25%由1991年第一季至2010年第二季所得之季平均成長率，用此值來代表長期因實質所得成長所應有的利息報酬率，並調整通貨膨脹率以及實質GDP產出與趨勢實質GDP產出差距，當季實際通貨膨脹率高過1.25%或季實質GDP產出與趨勢實質GDP產出有正差距時，央行的重貼現率即需調升，反之則調降。由目標央行季重貼現率與實際的央行季重貼現率的差距，即可得央行的重貼現率是否偏低。

² 原公式為年資料，本文改用季資料

本文收集1992年第一季至2010年第二季的實質GDP與央行重貼現率來計算公式(1)，並計算目標利率與實際利率的差距，結果如表6-3-1所示：目標央行季重貼現率與實際的央行季重貼現率的差距在1992年至2010年間大部分時間皆為低估，只有在2001年至2003年有高估現象。表6-3-2為同期間台灣區房價的變動，資料顯示各區域間的變動並不一致：台北地區（包括台北市與新北市）在1992年至1994年間大部分時間皆為上升，1998年至2000年則跌，2003年以後又出現上升現象；台中區域與高雄區域則漲跌互見。由這粗略的統計資料，約略顯示利率與北部區的房價有正向的關係、但與中南部的關係較不明顯。但是由相關性表（表6-3-3）顯示目標央行季重貼現率與實際的央行季重貼現率的差距與各區域房價間關係有正有負，但與台北市與新北市皆有正相關。

4. 實證模型與結果

為研究利率對台灣各縣市房價的影響，本研究採用下述模型³：

$$\Delta Ph_t = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta Ph_{t-1} + \alpha_2 \log Ph_{t-1} + \alpha_3 \log RDI_t + \alpha_4 MR_{t-i} + \alpha_5 gap_{t-i} \quad (2)$$

式中

Ph是各區域的房價指數

△Ph是房價指數的變動率

MR是房貸利率（五大行庫平均房貸利率）

Gap是目標央行季重貼現率與實際的央行季重貼現率的差距

公式(2)中，第一項為衡量房價上漲持續性，若其係數顯著為正，代表房價有持續上漲的現象；第二項為目前房價與未來房價變動的關係，兩者通常為負，顯示高漲的房價會減少需求；第三項為可支用所得，預期係數為正；第四項為房貸利率，高房貸利率會減少購屋動機；最後一項為本文最關心的一項，寬鬆的貨幣政策使得此差距項為正，亦即中央銀行設定一過低的重貼現率，將會增加房屋購買的需求，因此造成房價的上升。

³ 本模型主要參考Pages and Maza (2003) 與Seyfried and College (2010)。

表6-3-4為公式2的實證結果，分別就台北市、新北市、台中市、高雄市、與台灣整區來作迴歸分析，在決定最適落後期數時，是依據AIC值來決定，以台北市來檢定，結果為落後兩期最佳，為方便比較，其他各區也取落後兩期。就表6-3-4的結果來分析，gap的係數皆為正值，但是只有台北市、新北市、與台中市為顯著的正值，換句來說，低利率確實造成台北市、新北市、與台中市房價的上升。以目標央行季重貼現率與實際的央行季重貼現率的差距平均值1.27%而言，約造成當期台北與台中房價每季1%的增加，對新北市0.5%的增加。另一方面我們也可發現，這種利率對當期的房價產生助漲的效果，但是在落後期會產生反向的影響，顯示購屋者會選擇在利率較低的時點購屋，因此造成其他時點的房價相對較低。整體而言，本研究的實證結果支持低利率政策確實為造成房價上升的原因之一。不過其影響是有區域性的，對台北區與台中市是有明顯的影響，對其他區域則不明顯。另一項值得關注的迴歸結果為第一項的衡量房價上漲持續性，其值皆為明顯的負值，顯示台灣的房價並無持續不停的上漲趨勢，泡沫性的可能性因此並不大。

5. 結論

利率是購屋者重要的考量因素，當政府的利率長期的低於均衡的利率水準時，購屋就成為一項可獲取可觀利潤的投資，大量的資金投入房市，容易造成房價的節節高升，對一般人民的生計產生重大的衝擊，因此政府的利率政策不僅應考量對產業界的影響，也應注重對房價的影響。

本文利用歐美慣用的Taylor's rule來決定長期均衡的利率，發現台灣的利率在絕大部分時間是低於均衡的利率，同時也發現長期的壓低利率確實為造成房價不斷上升的重要原因之一，但是其影響是有區域性的，影響主要在台北區與台中區，就台灣整區而言，並沒有發生明顯的影響，顯示區域性的房貸性用管制是有其必要性。雖然本文利用過去二十年資料，顯示台灣房價並無泡沫問題，但在ECFA簽訂後，資金不斷的湧入，政府若仍持續以往的低利政策，是會造成房價的不斷上升，是否會泡沫化就難斷論，因此適當的修正利率策略是確保房地產不泡沫化的重要措施。



表6-3-1 重貼現利率與目標央行季重貼現率與實際的央行季重貼現率的差距

年/月	季重貼現率	差距	年/月	季重貼現率	差距
1992Q1	1.47%	4.00%	2001Q2	0.88%	-2.98%
1992Q2	1.53%	4.22%	2001Q3	0.69%	-2.73%
1992Q3	1.53%	5.65%	2001Q4	0.53%	-3.24%
1992Q4	1.41%	-0.07%	2002Q1	0.53%	-2.69%
1993Q1	1.41%	1.46%	2002Q2	0.47%	-0.25%
1993Q2	1.41%	4.37%	2002Q3	0.47%	-1.67%
1993Q3	1.41%	0.46%	2002Q4	0.41%	-0.28%
1993Q4	1.38%	2.28%	2003Q1	0.41%	-2.26%
1994Q1	1.38%	1.56%	2003Q2	0.34%	-3.34%
1994Q2	1.38%	3.63%	2003Q3	0.34%	-1.49%
1994Q3	1.38%	6.83%	2003Q4	0.34%	0.78%
1994Q4	1.38%	1.07%	2004Q1	0.34%	0.58%
1995Q1	1.45%	2.52%	2004Q2	0.34%	2.03%
1995Q2	1.45%	5.06%	2004Q3	0.34%	2.87%
1995Q3	1.38%	3.49%	2004Q4	0.44%	0.49%
1995Q4	1.38%	2.32%	2005Q1	0.47%	0.90%
1996Q1	1.38%	1.48%	2005Q2	0.47%	2.44%
1996Q2	1.31%	3.24%	2005Q3	0.53%	4.35%
1996Q3	1.25%	4.68%	2005Q4	0.56%	1.79%
1996Q4	1.25%	1.32%	2006Q1	0.59%	-1.11%
1997Q1	1.25%	-1.03%	2006Q2	0.63%	2.75%
1997Q2	1.25%	2.16%	2006Q3	0.66%	0.73%
1997Q3	1.31%	2.19%	2006Q4	0.69%	1.69%
1997Q4	1.31%	-0.40%	2007Q1	0.72%	0.01%
1998Q1	1.31%	0.74%	2007Q2	0.78%	3.09%
1998Q2	1.31%	1.44%	2007Q3	0.81%	6.85%
1998Q3	1.28%	0.44%	2007Q4	0.84%	6.25%
1998Q4	1.19%	-0.02%	2008Q1	0.88%	4.62%
1999Q1	1.13%	-1.93%	2008Q2	0.91%	7.20%
1999Q2	1.13%	-0.06%	2008Q3	0.88%	3.38%
1999Q3	1.13%	1.17%	2008Q4	0.50%	-2.59%
1999Q4	1.13%	0.67%	2009Q1	0.31%	-6.41%
2000Q1	1.16%	0.42%	2009Q2	0.31%	-3.64%
2000Q2	1.19%	2.69%	2009Q3	0.31%	0.05%
2000Q3	1.19%	3.27%	2009Q4	0.31%	0.80%
2000Q4	1.16%	1.24%	2010Q1	0.31%	2.24%
2001Q1	1.03%	-2.50%	2010Q2	0.77%	3.08%
					1.27%

表6-3-2 台灣各區域房價變動

年/月	台北市	新北市	台中市	高雄市	台灣地區
1992Q1	2.20%	5.46%	9.15%	-17.01%	1.62%
1992Q2	3.82%	2.41%	7.16%	31.83%	5.46%
1992Q3	2.64%	-1.28%	-4.17%	-0.28%	0.34%
1992Q4	-1.04%	1.13%	2.40%	-14.20%	-0.13%
1993Q1	-2.03%	2.16%	-8.02%	18.67%	0.13%
1993Q2	1.18%	-2.63%	-0.49%	-10.92%	-2.25%
1993Q3	5.29%	6.69%	4.19%	11.85%	5.81%
1993Q4	1.06%	-4.40%	-2.97%	2.65%	-1.65%
1994Q1	-0.30%	4.70%	0.00%	-0.54%	2.34%
1994Q2	3.43%	-3.92%	-1.82%	3.55%	0.44%
1994Q3	-0.77%	0.68%	-2.09%	-0.92%	-3.87%
1994Q4	0.66%	-2.59%	3.60%	-2.43%	-0.83%
1995Q1	-7.36%	2.40%	-2.66%	1.78%	-0.44%
1995Q2	3.48%	-3.10%	-4.37%	-1.40%	-3.21%
1995Q3	-0.81%	-1.19%	-2.08%	-6.56%	-2.07%
1995Q4	-7.54%	-1.44%	6.12%	0.27%	-3.27%
1996Q1	1.66%	0.44%	-10.18%	-1.48%	-0.27%
1996Q2	5.08%	-1.92%	0.05%	1.87%	-0.47%
1996Q3	3.18%	2.68%	1.13%	-1.28%	-0.85%
1996Q4	-1.65%	0.03%	-2.82%	-0.97%	-0.05%
1997Q1	-0.03%	-3.44%	-1.29%	-1.05%	-3.09%
1997Q2	3.60%	1.71%	0.91%	4.20%	2.90%
1997Q3	-2.14%	-1.32%	-1.19%	-5.36%	-1.43%
1997Q4	-2.56%	-0.34%	0.27%	1.49%	-1.94%
1998Q1	3.39%	-0.47%	0.08%	-12.26%	1.67%
1998Q2	-3.51%	0.05%	-5.93%	6.03%	-2.55%
1998Q3	-1.83%	-4.62%	5.27%	-3.24%	-9.77%
1998Q4	-1.44%	-0.51%	7.39%	7.56%	0.59%
1999Q1	-0.76%	-4.00%	-23.17%	-6.81%	-2.54%
1999Q2	-0.51%	1.59%	3.19%	-8.71%	2.07%
1999Q3	3.64%	-2.11%	0.72%	9.17%	0.45%
1999Q4	-6.30%	1.47%	-1.84%	-6.77%	-0.71%
2000Q1	1.90%	-1.46%	8.45%	-0.59%	-1.94%
2000Q2	-0.66%	0.67%	-0.58%	-10.18%	0.70%
2000Q3	1.08%	-3.84%	-6.06%	0.48%	-3.75%
2000Q4	-6.75%	-2.05%	-11.70%	-16.22%	-2.85%
2001Q1	0.58%	0.99%	-0.41%	24.68%	-1.76%



年/月	台北市	新北市	台中市	高雄市	台灣地區
2001Q2	-3.44%	-5.18%	2.71%	-2.73%	-0.32%
2001Q3	-2.18%	-0.99%	2.55%	-23.43%	0.66%
2001Q4	1.59%	0.70%	-8.17%	31.52%	1.27%
2002Q1	-0.30%	2.42%	3.70%	-6.79%	-0.15%
2002Q2	4.09%	1.22%	7.24%	-3.20%	3.45%
2002Q3	-4.39%	-1.40%	-0.33%	0.13%	-2.31%
2002Q4	2.67%	2.56%	-3.43%	-10.82%	1.38%
2003Q1	2.91%	1.14%	-3.31%	25.55%	4.72%
2003Q2	-5.26%	-2.41%	-0.18%	12.03%	4.04%
2003Q3	10.00%	7.05%	22.40%	-7.57%	2.63%
2003Q4	0.19%	1.16%	-7.97%	5.90%	-4.45%
2004Q1	4.92%	5.33%	1.45%	-3.31%	5.32%
2004Q2	4.54%	4.60%	6.70%	-5.98%	1.46%
2004Q3	1.35%	-1.20%	4.55%	13.33%	-2.14%
2004Q4	2.47%	6.11%	-2.11%	-11.91%	1.69%
2005Q1	1.42%	1.14%	-5.33%	9.50%	1.59%
2005Q2	4.41%	1.30%	10.73%	4.78%	4.28%
2005Q3	1.14%	2.65%	-5.85%	-11.00%	0.30%
2005Q4	2.82%	2.60%	9.51%	13.63%	6.91%
2006Q1	0.94%	0.64%	-3.38%	-4.25%	-0.72%
2006Q2	8.00%	4.44%	3.66%	11.16%	8.63%
2006Q3	5.43%	1.33%	-1.39%	-4.39%	1.97%
2006Q4	-0.32%	5.73%	3.36%	-5.45%	2.90%
2007Q1	6.69%	1.15%	7.81%	3.09%	1.46%
2007Q2	2.30%	2.25%	-1.85%	10.58%	0.54%
2007Q3	1.18%	-2.67%	5.79%	10.67%	-1.94%
2007Q4	-1.36%	0.78%	-3.44%	-16.52%	-0.30%
2008Q1	8.03%	2.53%	7.60%	10.90%	15.70%
2008Q2	-0.08%	2.09%	2.48%	7.93%	-5.04%
2008Q3	-2.16%	-0.54%	-5.14%	6.02%	-2.36%
2008Q4	-4.83%	-4.55%	-9.47%	-10.07%	-2.07%
2009Q1	-0.93%	-0.37%	1.48%	-4.24%	-2.01%
2009Q2	8.31%	5.93%	14.23%	-4.85%	9.64%
2009Q3	6.82%	7.04%	5.66%	22.89%	3.97%
2009Q4	5.20%	5.76%	3.93%	-2.56%	4.58%
2010Q1	4.23%	-0.67%	0.86%	2.71%	0.63%
2010Q2	3.14%	6.79%	-1.21%	9.21%	3.04%

表6-3-3 台灣各區域房價變動與目標央行季重貼現率與實際的央行季重貼現率的差距相關性

	高雄市	新北市PEI	台中市NG	台北市	台灣	差距
高雄市	1					
新北市PEI	0.120	1				
台中市NG	0.046	0.367	1			
台北市	0.229	0.487	0.441	1		
台灣	0.259	0.602	0.397	0.598	1	
差距	0.009	0.010	-0.015	0.105	-0.089	1

表6-3-4、迴歸結果

	台北市			新北市			高雄市		
變數	係數	t值		係數	t值		係數	t值	
截距	0.3634	0.40		0.7207	0.96		1.6752	0.54	
$\Delta Ph(-1)$	-0.4381	-3.42	***	-0.2520	-1.88	*	-0.3730	-2.92	
LOG(Ph(-1))	0.0194	0.73		0.0077	0.30		-0.1490	-1.48	
LOG(RDI(-1))	-0.0349	-0.46		-0.0611	-1.02		-0.0793	-0.32	
MR(-1)	-0.7456	-2.22	**	-0.7991	-3.01	***	-0.9500	-1.03	
GAP	0.7068	3.30	***	0.3918	2.40	***	0.3994	0.63	
GAP(-1)	-0.3392	-1.37		-0.3608	-1.84	*	0.0743	0.10	
GAP(-2)	-0.4918	-2.27	**	-0.1166	-0.66		-0.1250	-0.19	
R ²	0.43			0.42			0.25		
	台中市			台灣區					
變數	係數	t值		係數	t值				
截距	3.8792	2.06	**	0.1003	0.09				
$\Delta Ph(-1)$	-0.3038	-2.32	**	-0.2677	-2.00	**			
LOG(Ph(-1))	-0.0673	-1.05		0.0021	0.06				
LOG(RDI(-1))	-0.3013	-2.00	**	-0.0056	-0.06				
MR(-1)	-1.6737	-2.83	***	-0.7217	-1.95	*			
GAP	0.8911	2.18	**	0.2523	1.09				
GAP(-1)	-0.9129	-1.92	*	-0.4546	-1.69				
GAP(-2)	0.1081	0.26		0.0601	0.26				
R ²	0.28			0.29					



參考文獻：

- Malzurbris, J., 2008. Ireland' s housing market: Bubble trouble. ECFIN Country Focus 5 (9).
- Mayer, c. and R. G. Hubbard, 2009. House prices, interest rates and the mortgage market meltdown. Columbia University, Working paper.
- McQuinn, K. and G. O'reily, 2006. Assessing the role of income and interest rates in determining Irish house prices. Financial Stability Report, Central Bank and Financial Services Authority of Ireland.
- Pages, M. and L. A. Marza (2003). Analysis of House Prices in Spain. Bank of Spain, Working paper #0307.
- Seyfried, W. and R. College, 2010. Monetary policy and housing bubbles: a multinational perspective. Research in business and Economics Journal, 1-12.
- Stein, J. C. 1995. Prices and trading volume in the housing market: A model with down payment effects. Quarterly Journal of Economics 110, 379-406.
- Taylor, J. 1993. Discretion versus policy rules in practice. Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 39, 195-214.

信義房屋