



# 第一章 台灣房市長期景氣循環

蔡怡純<sup>1</sup>、陳明吉<sup>2</sup>

## 壹、前言

房市景氣在各國經濟中一直扮演重要的角色，在台灣的經濟發展中更是如此。從 2010 年開始台灣房市領先其他產業快速復甦，甚而攀高，更帶來房市吸金後，產生各種亂象和爭議。房價過高、房市過度投機、青年購屋困難的民怨四起，也帶動央行緊縮政策和財政部房地稅制改革的相關回應。於此，本文將解讀台灣房市的長期歷史趨勢，以求推論未來房市和經濟發展在不同政策下的走向。

綜論過去台灣房價的長期趨勢是「易漲不易跌」，尤以台北市的房市表現更是如此。圖 1-1-1 中繪出台北市住宅價格走勢和年增率變化，可以看出自 1970 年至 2014 年的四十餘年間，台北房市出現四次較大的景氣波動，上漲與下跌的頻率和幅度並非對稱。最近一波的漲勢，由 2010 年平均每坪價格 49.54 萬漲至 2014 年已達 67.95 萬，漲幅高達 37%，終至引發民怨。因為，此期間伴隨著國人的是實質薪資所得倒退至十多年前的新聞，對比之下，因應通膨的資本所得變化和勞動所得變化，實有迥異的差距。

1. 國立高雄大學金融管理系教授

2. 國立政治大學財務管理系教授

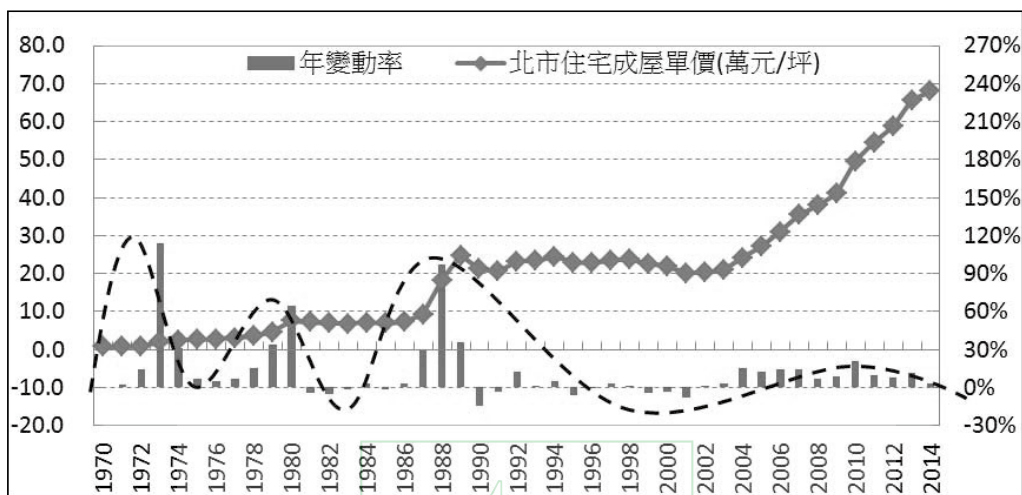


圖 1-1-1 台北市住宅價格走勢和年增率變化

資料來源：信義房屋不動產企劃研究室

而整體台灣房市的走勢，請見圖 1-1-2，其中顯現出台灣從 2001 年至 2014 年之間的十多年間都是處於牛市狀態，僅有在 2007 年的美國次級房貸風暴和其後續所引發的 2008 年的全球金融危機中，房價有些微的修正。但這樣的修正，後續卻因為風暴後的救市貨幣寬鬆而帶來更兇猛的漲勢。以信義房價指數顯示，由 2008 年最後一季，至 2014 年第三季，房價成長率超過 85%。



圖 1-1-2 信義房價指數（台灣地區）

資料來源：信義房屋不動產企劃研究室

台灣過去不同區域的房價走勢，還是有相當的差異。主要是在波動幅度上，北部地區的波動幅度比南部的還要高，而中部在 2001 年後有很明顯的反轉態勢，在近年來漲幅更是明顯。但是圖 1-1-3 中也顯示，長期而言，全台都會區都呈現下跌時幅度較為和緩，但上漲時趨勢明顯的情況。

當房價長期的趨勢是漲多跌少的，市場當中的交易者在房價歷史波動中學會了幾件事：晚幾年購屋所付出的成本高很多、房價的修正是短期現象，長期還是會上漲，手中無屋者，可趁短期修正時購屋；手中有屋者，只要保持資金流動性，不要被迫低價賣屋，就不會面臨損失。於是市場買進的力道愈來愈強，認賠出售的動機也愈來愈薄弱，房市就更容易出現大漲的情況。

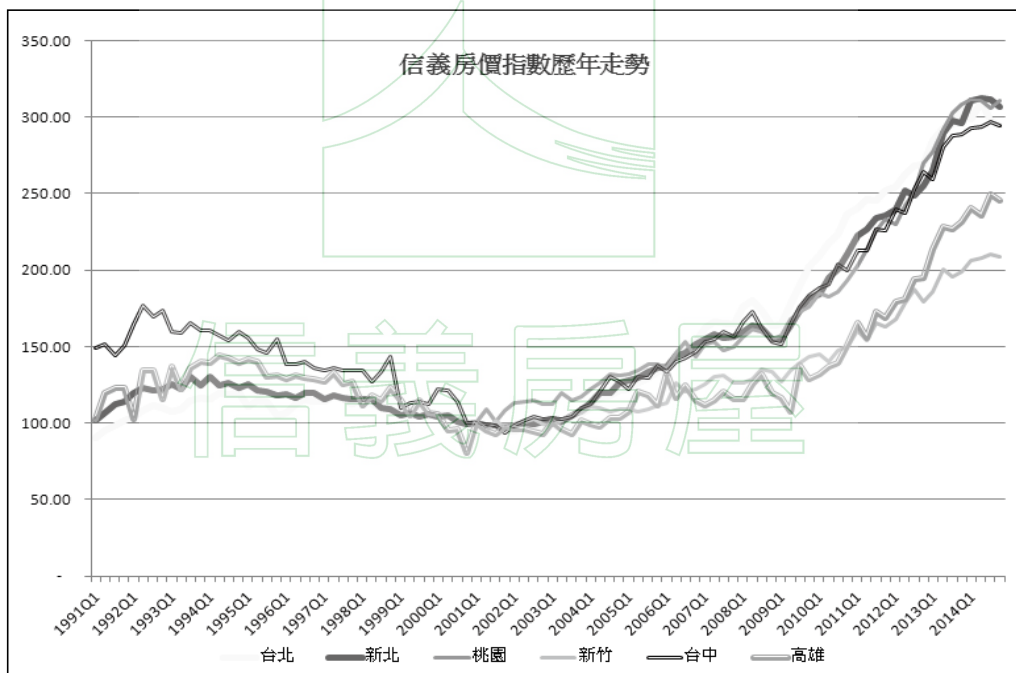


圖 1-1-3 台灣不同區域房價走勢圖

資料來源：信義房屋不動產企劃研究室

若以此說明，台灣房市有不跌的神話，卻也失之偏頗。日本的經驗告訴我們，景氣循環可以是以幾十年為單位的，房市泡沫後的修正可以在眾人都認為不會出現後才出現。日本從 1955 年至 1990 年土地價格沒有下跌過<sup>3</sup>，但在一開始價格的上漲是和緩的，眾人是對房市景氣遲疑的，直至在 1985 年，長達三十年的房市歷史經驗，讓愈早購屋者和土地持有者享有高於其他產業投入的報酬，於是房市開始暴漲，就在大眾認為房市不會下跌，購屋時機錯過不再，大部份人勉力購屋的情況下，在 1991 年，日本房市崩盤了，之後，日本陷入了失落的 20 年。<sup>4</sup>

台灣不是日本，他山之石只能借鏡，不會完全複製，欲探究台灣房市未來的趨勢，需了解之前的趨勢是如何形成的，這樣的趨勢是否會延續，趨勢形成的條件是否已經更改。所以，欲知道台灣房市是否「回不去」，需審視回顧台灣房市之前是否真的抗跌，這樣的抗跌現象是如何形成的，政府的政策是這種現象的阻力或是助力，未來政策的改變，會讓這種現象消失嗎？本文依此，首先探討台灣房市抗跌的證據，解析過去房市抗跌卻易漲的主要理由，政府原意與房市無關的政策為何成了助漲房市的幫兇，更甚之，政府意欲干預房市的政策，為何無法扭轉房市趨勢，反而短期的壓抑，在一兩年，出現民眾對政策失望，而後繼湧入恐慌性買盤。最後是結論，本文提出相關政策建議。

## 貳、房市是抗跌的嗎

過去的學術文獻已提出證明，房價的變動行為是不對稱的。例如，蔡怡純與陳明吉 (2008) 使用門檻異質波動模型，提出證據說明台北地區的房價向下與向上波動具有不對稱性，並以此證明房價有抗跌的現象。另一篇國外的文獻，Tsai and Chen (2009) 分析了英國過去五十年不動產市場的抗跌性，也發現英國房價的上下波動並不對稱。這兩篇研究中，所謂的房價波動性不對稱，是指房價在漲時（向上波動）和跌時（向下波動）行為不一致，有易漲不易跌的現象，

3. 請見 Saito (2003)。

4. 由 1991 年開始的 20 年間，日本的平均經濟成長率一直遠低於其他先進國家，因而這 20 年被稱做是日本失落的 20 年。然而這樣的論點，被經濟學家 Paul Krugman 認為是盲目追求經濟成長的迷思。

在這兩篇文章中，也首先提出房價存在向下的僵固性。

如果房價向下有僵固性，而其他變數沒有，例如薪資所得，有可能因為契約制，在短期內向下和向上都僵固，或是，資本方較具決策優勢，反而出現向上僵固性，則房價與其他變數（如薪資）之間的關係，就不是一直有效率調整的。例如，在房價與其他變數的多變量模型研究中，蔡怡純與陳明吉（2013）也得到房價有不對稱動態調整。該文亦提出解釋，說明房價均衡調整之非線性現象可能是來自於不動產投資的兩個特性，第一個原因是因為市場中的交易者存在非理性行為，第二個原因是市場流動性在景氣與不景氣下會變化。另外，蔡怡純與陳明吉（2012）使用門檻共整合及不對稱門檻誤差修正模型，也發現房價的修正的確是存在向上與向下差異的情況，房價在反應基本面的資訊時，存在反應上漲的好消息較快，而反應下跌的壞消息時，就會比較慢，此結果說明房價「有追漲不追跌」，即抗跌的現象存在。Tsai et al. (2012) 說明了不是所有的資本市場都有抗跌的趨勢，其針對美國市場研究，發現股市存在易跌不易漲的槓桿效果，而房市卻存在易漲不易跌的反槓桿效果，所以房市和股市之間的關連，會因其上升或下跌而不同，在上漲時，兩市場會同步，下跌時，兩市場出現不同的走勢。該文已有多篇論文引用而得到其他市場有同樣特性的驗證，如Li (2015) 發現加州房市同樣存在向下的僵固性。

這些學術的證據和圖 1-1-1、圖 1-1-2 的趨勢圖都說明房市的抗跌現象，這種現象尤其在台灣或台北地區出現。這個現象代表房市是不效率的，市場不效率資源分配就會扭曲。舉例來說，當房市有抗跌，薪資卻抗漲時，房價和薪資所得之間就會脫節，也出現了房價所得比不理性成長的情況。房市繁榮不是壞事，但獨有房市的繁榮，就容易造成社會的不均，從市場失靈衍生為經濟、民生問題，進而轉化為社會課題（民怨四起帶動社會運動），最後變成政治問題，政府必需適當的回應，否則民怨就會反應在選票上。

除了上述的課題，讓我們不得不重視房市趨勢是否合理的重要性外，當不同資本財也僅有房產獨存抗跌性時，市場失靈還會有擴大蔓延的現象。例如，近年來引起眾大迴響一書：「二十一世紀資本論」中提到，貧富不均不是短期現象，未來只會愈來愈嚴重。該書中論述，會形成這種現象的原因在「資本財

報酬率高於經濟成長率」，則經濟成長的果實都由擁有資本財者分享，長此以往，社會大眾會更容易提出要求改革的聲浪。

台灣房市的抗跌性，形成過去擁屋者，即享有超高報酬率，甚至其他資本財如：股票，都無法比擬。而此報酬，並非是以承受高風險（資產價格波動性）而得來，又無需高勞動，又得到低稅負的對待。於是大眾、企業、金融機構就過度投入這個市場，人人擁地自重，企業圈地為王，主導經濟長遠發展的研發、創新、轉型，報酬遠遠比不上「養地」，於是形成了「產業空洞化」。台灣以前賴以為生的傳統產業、高科技業，一旦發現「炒地」、「都更」、「土地開發」更為有利，資金轉向之下，對原本勞動的需求、對高階人才的渴望都大幅下降，於是短期仍見經濟起飛，不僅一般民眾無法同等感受，未來產業、經濟的發展也埋下隱憂。

### 參、房市抗跌的主要理由：政府、市場、交易者

台灣之前的房市抗跌現象是如何形成的呢？未來會持續嗎？研究房市較早期的學者 (Roulac, 1996; Roulac and Volk, 1989) 認為，房價應有一個自我修正的行為，因為房價也是由供需決定的，當不動產價格上漲時，土地經由不動產開發的利得會高於做其他的投資，例如：蓋廠房來生產其他的財貨，所以土地和不動產的供給就會增加，而後造成不動產價格的下跌。但是近期的學者，認為政府的不當干預會造成房市的不效率。例如，Shiller (2009) 認為，過度的補助政策和寬鬆的貨幣政策是造成美國的次級房貸風暴的原因。但就算政府不干預，Case and Shiller (1989)、Shiller (1993) 和 Shiller (2005) 也說明房市內的交易者並不是像理論模型中假設的都是理性的，例如，買方買房子的理由，可能與實質需求無關，也與房子的基本價值無關，只因為他們認為未來可以以更高價賣出，當大多數的交易者都這樣想時，市場就離泡沫不遠了。簡言之，交易者的追漲行為，造成了房價的追漲。但是，在其他資產市場中，交易者不僅追漲，亦會追跌。而房產的自用、消費、可轉賣為租的特性，讓該市場的交易者容易有「損失規避」，亦即不認賠的行為。「追漲不追跌」也形成了房市相對於其他市場較易抗跌的特性。

就算交易者是理性的，在房市中資訊的不對稱，讓市場中賣方容易輸出不



正確的資訊給買方，買方去購屋時受到話術的引導，在家裡看報紙、新聞、廣告時，都被注入「不買以後就買不起」的恐慌，也容易勉力而為，強迫加速購屋。再加上華人「有屋斯有財」的觀念，結婚、生子的決策常常也建構在「有屋」的條件上，所以更容易接收房價回不去的資訊，因為有些決策是沒有本錢等待的。

在這樣的先天不良之下，政府又有不對稱的政策，讓問題更加擴大。首先，過往政府面對房市的態度是傾向於在不景氣時干預。由於房市景氣與總體經濟息息相關，所以在追求經濟成長之下，給予執政者很好的理由，喜見景氣而對抗不景氣。原本在房市不景氣時，賣方有資金壓力，願意低價出售，買方就可趁機圓有家的夢，但在房價尚未下跌之前，政府常常就急於出手救市，雖然有時政府會提出看似對買方有利的政策，如：寬限期延長政策、購屋低利補貼，但是也因為這些政策，讓房價不用下跌就刺激出買方需求，於是縮小了不景氣時，房價下修的幅度。在經歷了幾次景氣循環，房價只有墊高不見下修，於是偏離原本的水位愈來愈遠了。除了救房市的政策外，原意與房價無關的政府政策都有可能造成房市抗跌，以下分述。

#### 肆、房市抗跌與一般政府政策：房市與貨幣、財政、外匯政策

首先，是房市與貨幣政策：房產是抗通膨財，因為房產是實質資產，在出現通貨膨脹時，民眾食、衣、住、行的生活成本都會上升，所以房價也會上漲，於是持有房產就不怕高通膨下，實質財富和所得的購買力縮水。在預期高通膨時，民眾就選擇購屋，以規避通膨的風險，造成房價往往反應的比通膨真的來臨還要快，幅度還要大，因為有些區域，房產供給有限，造成通膨來臨時，沒有供給，只有增加需求，所以有可能實現的通膨僅有3%，房價卻大漲了30%。

貨幣的寬鬆，就會造成過多的金錢追逐過少的財貨，形成通貨膨脹。而一般的執政者在央行不夠獨立時，政府會干預或施壓，或央行實施貨幣的寬鬆或緊縮政策常是不對稱的，常見央行實施貨幣的寬鬆政策救市，卻少見緊縮政策以降溫。如美國的次貸風暴可見一斑，其後各國紛紛快速的實施量化寬鬆，但僅是考慮救市的政策要何時退場就百般困難，更別提實施緊縮政策了，而此時，

美國正是股市屢破歷史新高。央行較易採行貨幣的寬鬆政策，也造成通膨較易出現，房市較易上漲。

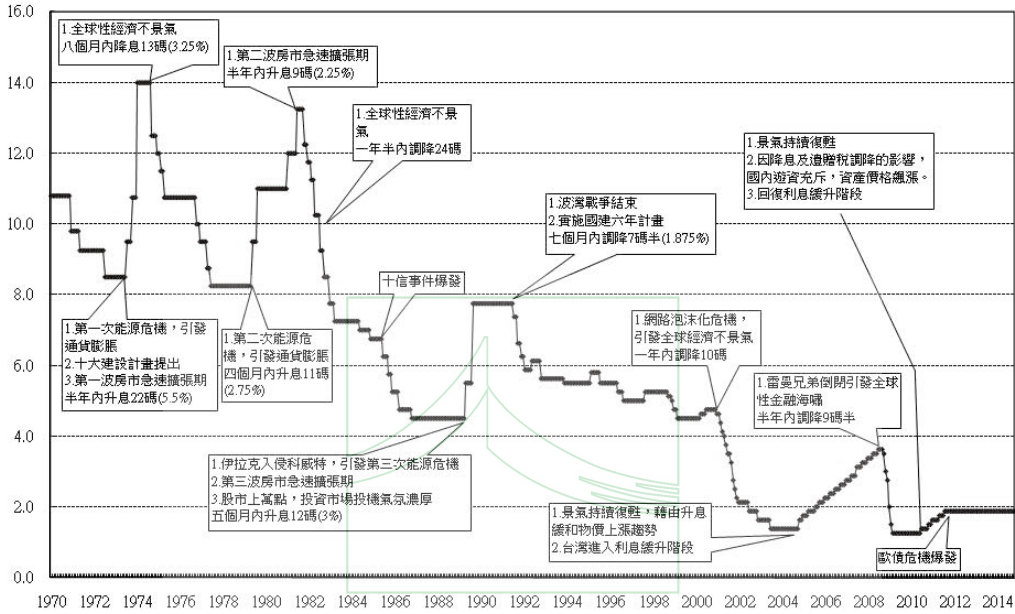


圖 1-1-4 台灣歷年重貼現率變化

資料來源：信義房屋不動產企劃研究室

由圖 1-1-4 中，可見我國的貨幣政策實施情況。重貼現率的調升是緊縮的貨幣政策，調降則是寬鬆的貨幣政策。由圖 1-1-4 可見，由 1970 至 2014 年間，在各個總體事件衝擊下央行因應的政策。在 1992 年之後，多見寬鬆的貨幣政策，少見緊縮的貨幣政策，在幅度上、調整速度上亦有很大的差異。

第二為財政政策，執政者為獲得選票，常以擴張的財政政策討好選民，而這些政策有可能是重大的交通建設、公共建設開發案，有可能是提升民眾財富的補貼和公務人員所得上調，都會增加對房價的預期，或是房產的需求。政府致力於改善民眾的生活，提升民眾財富亦無可厚非，但常見是選舉期間的大量建設支票，並未考量該建設的實質效益，或政府預算收支。放棄對長遠經濟有幫助的支出，轉而投入某些生產力不高的開發，讓大多數繳稅的民眾，補貼少部份握有「點石成金」開發機會的地主。而這些「點石成金」的致富傳奇，不





僅讓民眾對土地使用變更更加著迷，也對於國土規劃、農地面積保留無益，更增加資金被引導至與實質產出無關的活動中，埋下產業空洞化的因子。

第三為外匯政策。「過多的金錢追逐過少的財貨」，就會造成價格的上漲。住宅市場因為蓋房子需要時間，所以供給會有落後的現象，縱使土地供給無虞，還是容易造成短時間內的供給增加時，無彈性的情況。更何況，有些區域可供開發的素地就是有限。所以房市相較於其他市場，在體質上，更容易出現「過多的金錢追逐有限的財貨」。一旦市場突然有過多金錢，就容易暴漲。

而市場內的過多游資，常常是因為突然的開放所造成的。1987年7月央行解除大部份的外匯管制，所以造成大量的熱錢流入，除了房市外，股市也持續創新高。一時之間，國內投機氣氛瀰漫，資金大量湧入房市與股市的炒作。1988年9月，當時的財政部長郭婉容宣布，將恢復課徵證所稅，造成台股無量下跌19天。但熱錢還在，這些資金就轉進房市，讓房市再暴漲至1989年。

圖 1-1-5 中繪出 1985 年至 1994 年台北市住宅單價與交易量（買賣移轉棟數減去建物第一次登記棟數），由圖中可見房價是和緩上漲的，對比其他的資產通膨，房產不算出色。但由 1987 年至 1989 年，台北房市出現暴漲，由平均每坪 10 萬元以下，成長至近每坪 25 萬，房價成長率將近 150%，但當時的住宅交易量並沒有增加，反而在 1989 年是大幅下降的。這就是房市容易出現的供給受限而資金轉進就會暴漲的情況。

針對過熱的市場，央行祭出選擇性信用管制，主要是對於土地擔保放款加以限制，房市在 1989 年下半年開始下滑。從 1987 年的暴漲到 1989 年的下跌，這樣的房市風波，主因在於外匯市場的政策改變。因應國際化的浪潮，外匯市場的開放是必然，但其他市場的政策，都會干擾到房市的效率。

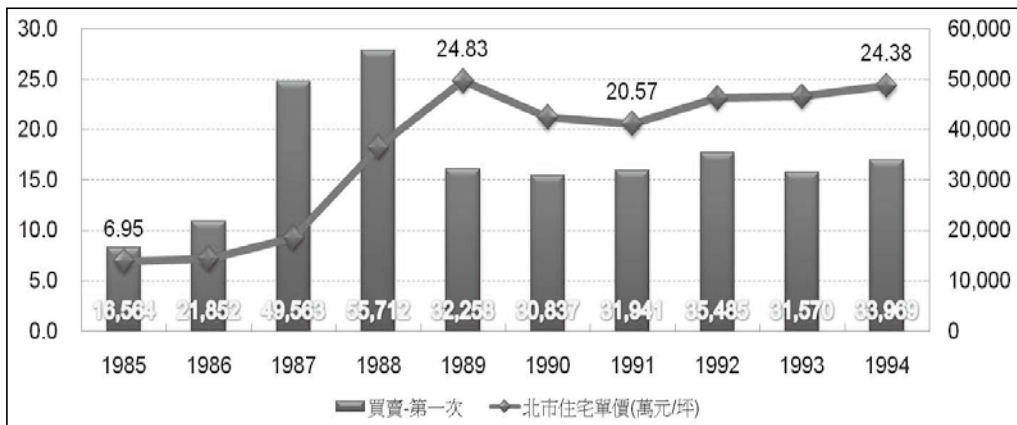


圖 1-1-5 台北市住宅價量

資料來源：信義房屋不動產企劃研究室

至今，台灣外匯市場相較於1980年代，當然開放許多，而從2007年連續的全球金融危機，各國因應的量化寬鬆政策，所帶來的外匯市場波動又增加管制熱錢的難度。所以由2010年開始，台灣房市又再走了一波大行情。

而且在2009年立法院通過遺產與贈與稅法修正案，遺贈稅率由最高50%調降為10%(固定稅率)，外匯市場和財政政策的助攻之下，房市的暴漲是可以預期的。而且這波漲勢兇猛的力道在於，不是獨漲台北市，是全台灣都在漲，真正的出現房市全面通膨的現象。

這樣的現象，也是可以預期的，如上所述，從2007年下半年開始美國出現了房市反轉，2008年的上半年，國內經歷第二次的政黨輪替，在第一次政黨輪替時外流的資金，面對國外景氣的下滑，早已蘊釀回流之心。房地產業者也看好這個市場推案量大增，但從2008年下半年發生雷曼金融風暴，市場急凍，而後，市場就開始消化餘屋，許多業者，資金不足，都要出售土地，許多建案開發就暫緩。不料，2009年開始，歐洲也相繼發生風暴，各國救市的資金轉戰新興市場，連中國的房市都數度讓IMF擔憂過熱。

在2009年台灣房市的供給，經建商縮手，餘屋又被消化，已經非常有限了。因應遺贈稅率大幅調降而回流的資金，首先炒高了台北市精華區的房價，而後往新北市走。2010年央行正視北部房市暴漲的問題，新一波的信用管制是針對



台北地區而來，限制台北市及台北縣 10 個縣轄市，境內購置第二屋以上房貸不得超過七成，且無寬限期。再來 2010 年底增加管制區域(三峽、林口、淡水)，2011 年又再度對豪宅課稅，這些政策打不跑游資，游資卻面臨無房可買，而轉戰中南部。所以，中南部一下湧入大量需求，原本的擁屋者不願出售，且更願意多買幾間，無屋者也產生恐慌，因為他們看著台北經驗，深怕錯失買屋低價期，未來購屋就難了，所以外來需求加上在地需求，產生全台都漲的情況。

## 伍、房市抗跌與房市干預政策

上個章節中說明，何以房市容易受其他政策或市場的影響，也提及針對台北地區的管制，卻沒有考量熱錢的動向，打房不成，反而造成全台的房市上漲。在此章節中，本文欲說明其他針對全國性的房市政策，為什麼普遍而言，民眾感受到干預無效呢？又其他國家的房市政策哪些較有成效？未來房市最大的改革，「房地合一實價課稅」又會將房市帶往什麼方向呢？

### 一、為何過去打房無效

在總體經濟理論中，有一個很大的爭議點，央行是否應該具有獨立性，贊成央行獨立的理由有很多，反對的最主要理由是「政策的一致性」。一國之貨幣、財政、外匯政策需相互一致，功效才會倍增。如上個章節中所述，本意與影響房市相關的政策都會干擾房市，再加上這些政策之間若不具一致性，而意欲干預房市的政策目標為何不確定，又攜帶其他的政策目的(如：社會福利、社會救助、青年福利)，此時以單就房市價格是否平穩(打房)來分析政策是否有效，是不夠客觀的方式。尤有甚者，媒體細數數次打房政策之下，房價都出現短期抑制(約半年)，而後大漲的情況，以此認定打房無用，房市反而愈打愈猛。

這個現象可能是因為多個政策的交互作用，造成政府干預的房市可能還在反應之前的擴張政策，所以需求無減，而建商因為打房政策而暫停推案，所以只見供給量下降，民眾觀望下跌而不耐的需求在半年後出來，於是減少了供給，需求一下子出來，反而形成「報復性的漲勢」。以結果而論，民眾就愈來愈對打房沒有信心。在下一次的房市干預就愈可能無效，因為需求愈不耐久候，只

要房市略顯平穩，民眾就急於購屋，房市干預的修正行為就愈不會出現。

欲解決這樣的問題，主政者對於國家發展的方向應有長遠的規劃，施政目標應有一致性。逐步的往同一方向修正。舉例來說，大量開放陸客來台，乃至自由行，以香港經驗來說，首先造成商業用不動產、飯店、觀光景點租金大漲而至排擠其他房產的用途。只要可發觀光財的房產價位一定大漲。在此時，主政者追求的是陸客觀光財對經濟成長的助力，卻失之考慮此追求的後座力，也同步開放陸資來台，雖其未能購置自用住宅，但使用人頭，公司有中資色彩，而一條龍式的獲利，使得各觀光景點附近的居民，無法獲其利，卻受其物價、房價高漲之害。於 2014 年再修改大陸人民來台購買不動產的總量管制，每年上限房屋 400 戶，土地為 13 公頃。

自 2009 年起加速開放陸客來台，又適逢立法院通過遺產與贈與稅法修正案，這些都是對房市推波助瀾的大政策，再加上前述說明全球資金的外流至新興市場背景，對房市的影響本可預見。在 2010 年僅針對台北地區選擇性信用管制，故而造成全台房市的齊漲。

在 2011 年 4 月 15 日，立法院通過「特種貨物及勞務稅條例」(通稱奢侈稅)，並自 6 月 1 日起實施。這時的奢侈稅，雖被賦予打房之責(對短期交易-投機課稅)，但嚴謹來說也不是房市獨有政策，亦有複雜的政策任務。對於公平課稅，實價計算房產土地資本利得而課稅的目標，奢侈稅不僅稅基不對(非以交易利得)、稅率也不對(應累計稅率)，二年的期間也容易躲過。再加上一堆的除外條款，反而引導資金進入預售屋的市場，而帶來「紅單」滿天的亂象。一個欲打擊投機的政策卻更將資金導入投機，難以說其政策目的有達到。

為讓這個過渡的政策退場，政府正研擬於 2016 年實施實價課稅，若能確實實施，台灣房市將開始邁向公平課稅的第一步。

## 二、其他國家的房市政策

李乃佳、程天富與蔡怡純(2014)主要檢測政府的土地供給對熱市中(Hot market)的房價波動之影響。他們認為，干預市場的政策首先分別是欲影響供給的政策，或是需求的政策。而在熱市中，供給面策略常被優先執行，從限制著手的需求面策略反而不被青睞。例如：在 1995 年與 2009 年新加坡都出現房地



產市場過熱的情況，新加坡政府以出售土地的方法來緩和房子供不應求的問題。香港政府也在最近通過提供更多土地的方式來冷卻市場。一些限制需求的政策，如最低額度貸款對價值的比率，所得對償還負債的比率等，都在供給面策略無法成功冷卻市場後才被選用。

以上述的分類，我們更可以看到國內房市政策相互矛盾的情況，例如：面對在市場過熱時，常採行需求面的緊縮如融資成數管制，但供給面卻減少釋出土地，如：2006年、2009年都分別暫停台北市及雙北市500坪以上國有地的標售，雖是怕土地標售帶動房價上揚，但如此一來土地更奇貨可居，建商推案更少，民眾更一屋難求。事實上，在房價過高時，僅採政策限制需求是不夠的，因為若沒有適當的供給，剛性需求仍在的情況下，只會造成交易量大減，房價上升速度更快。其實在暫停國有地的標售時，應開發這些國有建地只租不售的房產，或平價住宅，而非如擁地的企業一般，養地不開發。

過去針對韓國市場的研究，也認為僅考慮需求面的政策功效不大。如：Kim (1993) 探討高房價及負擔能力降低的原因，並且評估政府政策是否能影響房價及負擔能力。結果發現儘管政府努力控制房價，但房價與土地價格上漲速度遠超過其他物品價格與所得，顯示政府直接干預房價並無法限制房價上漲，其他間接政策必須依靠生產者與消費者的動機才有辦法抑制房價，影響房價的政策也會影響買房的負擔能力，制定政策時應該考慮惡化的負擔能力以及對低所得家庭帶來的不利影響，直接的干預方式（例如控制租金）並非適當的解決方法。Kim (1993) 認為有效的政策需考慮對供給方的影響。

Yu and Lee (2010) 檢驗韓國總統盧武鉉執政期間(2003-2008)政府政策及總體經濟因素對房價波動的影響，大部分研究著重總體經濟因素對房價的影響，較少文章探討政府穩定房市政策與房價波動的關係，其使用統計方法來研究盧武鉉執政期間執行的政策是否能穩定房市，控制總體變數後，實證結果顯示房價穩定政策並沒有明顯的效果，總經變數（貨幣供給、公司債收益、不動產建造許可證數量、實際建造數量）明顯與房市不穩定相關。

只租不售的國有住宅，一直以來被認為是最有效可解決房市亂象的問題。如：Ha (1994) 檢驗韓國的低所得家庭買房問題與房屋政策，其認為，過去 20

年政府只專注於發展不動產市場而非擴建出租住宅，國家支持的不動產市場發展反而幫助到中高所得家庭。而在 1980 年代晚期，政府了解到最首要的目標是更大的社會福利，所以 1989 年開始執行永久租用住宅的方案，並作為對低收入家庭提供社會福利的起點，但是，Ha (1994) 認為過去社會福利住宅並未考慮當地居民所需，而且建造數量遠不足弱勢族群所需，這些都是後續需改進的方向。目前國內要求建構只租不售的公有住宅聲浪四起，由 Ha (1994) 所描述的韓國經驗，我們可以發現這樣的訴求才是真正弱勢族群所需。

但是，不是只有弱勢族群的住宅需求需要被重視。台灣民眾在租買的選擇中，太過容易選擇買，除了過去的房價趨勢外，還有租屋市場的混亂，以供租屋的房產條件太差，老年人及弱勢族群難以租屋也是很重要的因素。因此，本文建議，尤其在台北地區，政府應大量興建只租不售住宅，而且將可分為，只租不售的國有住宅、只租不售的青年住宅、只租不售的社會福利住宅。分別讓不同的只租不售住宅達到不同的政策目標。這些住宅的區域分佈可以為：只租不售的國有住宅最接近北市精華區、而後是青年住宅，最後是社會福利住宅。而租金也是由只租不售的國有住宅最高，而後青年住宅，最後是社會福利住宅。

以極少數的精華區推出的出租住宅，讓所有族群去搶租，會有社會福利不公的問題，因為大家會質疑補助真的是需要幫助的人嗎？且原有的住戶也會反彈，他們在原以為可以以多少租金出租的情況下，選擇當房東，結果打房的政策是先把他們的租金打下來，他們的權益受損了，以後更少人願意當房東，對出租市場更不利，要住高品質房產的民眾更被迫買房了。另外政府能在精華區推出的出租住宅數量一定有限，僅有少數人能抽中的政策，如同欲以抽樂透方式來助人富有一樣，恐怕是大張旗鼓之下，受益人少之又少。

除了供給政策以外，其他市場的稅制改革也可以做為我們的借鏡，如：Cheung, Ihlanfeldt, and Mayock (2009) 研究在佛羅里達都會區中，對消費者買房課徵調整稅 (regulatory tax) 的影響，結果顯示調整稅對銷售價格是重要的影響因素，而且在大部分的佛羅里達都會區的銷售價格都出現上升的情況。Bai, Li, and Ouyang (2014) 研究財產稅對房價的影響，利用上海與重慶從 2011 年一月實行的財產稅作為試驗，結果顯示財產稅的實行會降低上海平均房價約 11%-



15%，但是會提高重慶平均房價約 10%-12%，因為有如此不同的結果，所以作者又再檢驗政策的細節與價格資料後，發現重慶房價上漲可能是來自高價房產到低價房產的外溢效果。

因為愛沙尼亞不動產價格有泡沫危機，政府實行土地價值稅，Cocconcelli and Medda (2013) 探討執行土地價值稅是否可以減少投資人的投機行為，結果顯示塔林（愛沙尼亞首都）房市的確有泡沫存在，嚴厲執行土地稅可以降低不動產市場繁榮衰退帶來的影響。Mora-Sanguinetti and Rubio (2014) 研究西班牙在 2012 年的稅制改革，此項法令在 2013 年開始產生效果，造成購買新屋的增值稅增加，其發現這些措施會降低房價，以及對製造業的產出與就業率造成負面影響，但是政策的負面效果會被稅收帶來的收益抵銷。

目前，財政部正在研擬「房地合一實價課稅」。雖有多方意見都認為此方案恐有稅率過低（單一稅率，不用累進稅率）的情況。如財政部部長所述，此稅的實施目標不在打房，而在公平課稅。本文也認同此概念，如上述所論，過去台灣的房市干預政策無效，很大的原因為政策不一致，政策本身的目標不明確。當我們踏出「房地產實價課稅」的第一步，就是讓這個市場推向合理化發展的第一步。而稅率多少，是否該有優惠政策，這些都可以是政府在面對不同景氣時的調控措施。期待「房地合一實價課稅」的實施，台灣房市將重啟一個新天地。

## 陸、結論

本文主要論述台灣房價是否有一個「易漲不易跌」的長期趨勢。而這個現象是什麼原因造成的，也述及經濟的三大政策：貨幣、財政、外匯政策都會影響房市。在台灣經濟發展的歷史背景下，調降利率及寬鬆的貨幣政策、為求經濟發展各項建設的擴張財政政策，由固定匯率、外匯管制逐步開放的外匯政策。這些都一一造成了房市上揚的好時機。

近年來由於 2009 年起加速開放陸客來台，又適逢立法院通過遺產與贈與稅法修正案，這些都是對房市推波助瀾的大政策。更逢此時是，美歐日都採取極大量的貨幣寬鬆，而這些資金在上述市場都有隱憂之下，大量外流至新興市場，所以台北房市在 2009、2010 年大暴漲，而在 2010 年僅針對台北地區選擇

性信用管制下，造成資金亂竄，引發全台房市的齊漲。

要觀察未來房市的走勢，需視其過去成長的條件是否依然存在。當資金退潮之下，全面齊漲的大多頭市場將不復見，各房產的條件分別決定價格的發展性，這樣的現象才是理性的房產走勢。而且房市景氣與總體經濟景氣息息相關，台灣經濟歷經了高速成長期，未來經濟成長會愈來愈和緩，再加上多次的政策修正，房市愈來愈健全，資訊也愈透明，未來房價上漲就不會太快、幅度太大，除了全球又有大的景氣波動干擾外，台灣房價循環這一次或以後可能都不像過去那麼劇烈。

另外，以其他政策對房市的影響推論，在貨幣政策而言，利率低應該還是會維持一段相當長的時間，所以高房價（高房價所得比）的狀況應也會繼續維持。而財政政策方面，在台灣民主選舉制度下，兩黨相互競爭，提出的許多政策都還是會與土地開發有關，真正改革性、長遠性的政策較不易被提出，所以合理房價短中期可能難以達到，某些區域的不動產未來還是報酬率高的投資商品。在外資相關政策方面，在兩岸未來只會越來越開放的前提下，陸資會更容易進入台灣不動產市場，也會讓不動產無法回到一個一般大眾可以輕鬆購買的情況，解決之道是，政府要正視購屋弱勢者，提供更多的公有住宅。

最後，過去的房價抗跌也顯示，台灣民眾在租買的選擇中，太過容易選擇買。本文認為，除了過去的房價趨勢外（怕愈晚買愈貴），還有租屋市場的混亂，用來提供租屋的房產條件太差，老年人及弱勢族群難以租屋都是很重要的因素。在未來政策修正之下，民眾偏好選擇購屋的傾向可能也會跟著改變，民眾在居住的市場中就更有彈性可選擇。

而本文也期待，在 2016 年，國內真的實施「房地合一實價課稅」。以「房地產實價課稅」，讓房產資本利得課稅邁向公平正義，而建議稅率多少，是否該有優惠政策，這些都可以是政府在面對不同景氣時的調控措施。讓房市有自己的政策可以進行宏觀調控，而非都藉貨幣政策、社會福利政策之手。綜觀這些觀察，未來國內房市將走向更有效率是可期待的。

## 參考文獻

1. 李乃佳、程天富、蔡怡純 (2014)，房市供應在熱市時的效果，不動產研



- 究，已接受。
2. 蔡怡純、陳明吉 (2008)，台北地區不動產價格波動之不對稱性探討，住宅學報，第十七卷第二期，1-11。
  3. 蔡怡純、陳明吉 (2012)，房價指數與股價指數波動的波動性差異及不對稱相關：門檻波動性與共整合模型實證分析，財務金融學刊，第二十一卷第四期，25-58。
  4. 蔡怡純、陳明吉 (2013)，房價之不對稱均衡調整：門檻誤差修正模型應用，台灣土地研究，第十六卷第一期，37-58。
  5. Bai, C. E., Q. Li, and M. Ouyang. (2014). Property taxes and home prices: A tale of two cities. *Journal of Econometrics*, 180(1), 1 - 15.
  6. Case, K. E. and R. J. Shiller. (1989). The efficiency of the market for single family homes. *The American Economic Review*, 79, 125 - 137.
  7. Cheung, R., K. Ihlantfeldt, and T. Mayock. (2009). The regulatory tax and house price appreciation in Florida. *Journal of Housing Economics*, 18(1), 34 - 48.
  8. Cocconcelli, L., and F. R. Medda. (2013). Boom and bust in the Estonian real estate market and the role of land tax as a buffer. *Land Use Policy*, 30(1), 392 - 400.
  9. Ha, S.-K. (1994). Low-income housing policies in the Republic of Korea. *Cities*, 11(2), 107 - 114.
  10. Kim, K.-H. (1993). Housing prices, affordability, and government policy in Korea. *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, 6(1), 55 - 71.
  11. Li, Y. (2015). The asymmetric house price dynamics: Evidence from the California market. *Regional Science and Urban Economics*, 52, 1-12.
  12. Mora-Sanguinetti, J. S., and M. Rubio. (2014). Recent reforms in Spanish housing markets: An evaluation using a DSGE model. *Economic Modelling*, In Press.
  13. Roulac, S. E. (1996). Real estate market cycles, transformation forces and structural change. *Journal of Real Estate Portfolio Management*, 2(1), 1-17.



14. Roulac, S. E. and L. D. Volk. (1989). Deal-making strategies in the new era. *Real Estate Finance*, 5(4), 19-31.
15. Saito, H. (2003). The US real estate bubble? A comparison to Japan. *Japan and the World Economy*, 15(3), 365 - 371.
16. Shiller, R. J. (1993). *Macro markets: Creating institutions for managing society's largest economic risks*. Oxford University Press.
17. Shiller, R. J. (2005). *Irrational exuberance*. second edition, Doubleday.
18. Shiller, R. J. (2009). *The subprime solution*. Princeton: Princeton University Press.
19. Tsai, I-C., C.-F. Lee, and M.-C. Chiang. (2012). The asymmetric wealth effect in the US housing and stock markets: Evidence from the threshold cointegration model. *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 45(4), 1005-1020.
20. Tsai, I-C., and M.-C. Chen. (2009). The asymmetric volatility of house price in the UK. *Property management*, 27(2), 80-90.
21. Yu, H. J., and S. Lee. (2010). Government housing policies and housing market instability in Korea. *Habitat International*, 34(2), 145 - 153.