

國立政治大學 社會科學學院  
行政管理碩士學程第十二屆碩士論文

指導教授：黃智聰 博士

外資在天津房地產價格的角色—是主嫌還是從犯？

**The Role of Foreign Investment in Real Estate Prices of  
Tianjin—The Principal or an Accomplice**

研究生：陳揚升 撰

中華民國一〇一年七月

# 謝 辭

## Acknowledgements

我相信生命是一連串長期而持續的累積，而世事遇合變化窮通成敗冥冥之中自有定數，無論什麼都是上天最好的安排。我在中正理工學院念的是電機，八十九年官校畢業分發海巡署用到的是法律，碩士班卻跳脫本職一頭栽進社會科學領域，畢業論文則運用計量經濟研究中國房地產價格波動，足見人生際遇轉折是何等微妙。

九十九年是我自官校畢業後第十個年頭，因緣際會得以重返校園再拾書本一圓當初未竟之夢，內心著實感到雀躍與忐忑。清風徐徐椰樹婆娑，彷彿走入時光隧道般空間交錯現實與虛幻，如同四十年前父親一般，在駐足象徵政大精神「禮義廉恥」四維堂前，我摒氣凝神思緒飛馳，遙想四十餘載的物換星移人事更迭，如今光陰荏苒父親也逾耳順之年，而四維堂依舊不減翩翩風采佇立政大校園，迎來送去一屆又一屆的政大人傳承「親愛精誠」的優良校風。軍隊諺語「鐵打的營房流水的兵」此刻的氛圍讓我感受尤為炙烈，感念自己何其有幸在相隔四十年後能與父親站在同樣的地點，擁抱這學術殿堂接受她的洗禮與薰陶。

投入職場後再接受研究所的學術淬鍊是辛苦的，期間除要面對繁瑣的海巡工作又須兼顧課業與論文寫作的多重壓力，艱辛刻苦的體認如人飲水冷暖自知。猶記當時常跟三五好友戲稱：「自己如同一位懷胎數月的母親，日思夜想全是即將臨盆的小孩（論文）」，這雖然是句玩笑話但卻道出我對論文寫作的重視以及期間所投注的心力。個人認為一方面是基於對自我期許與要求的人生態度，另一方面則是自量己身學識的貧乏，如不更加勤奮努力恐讓政大招牌蒙羞，從而戒慎恐懼兢兢業業，如臨深淵如履薄冰。自知本論文難免有思慮不周、未臻成熟之處，但捫心自問已盡所能，自然可以問心無愧。

回首碩士班求學歷程，遇貴人無數我心中滿是感激，今日能依循個人生涯規劃，順利兩年完成學業；實應感謝工作長官的提攜照顧以及學校老師的授業解惑，與同班同學的扶持打氣；以下謹對影響我這段生命歷程最深的人，表達最誠摯的感激與敬意；因為您們的參與讓我的人生際運產生了向上提升的質變與量變：十分感謝 馬副總局長士林先生，因為您的一席話，讓我有報考碩士班的動機，順利成為政大人；也謝謝您的知遇之恩，調任我至主秘辦公室服務，增廣職場上的閱歷與見識，您臨事有條不紊的縝密思維以及待人接物的文雅謙恭都是我學習的典範。十分感謝 許局長績陵先生，碩士班兩年期間您擔任主任秘書，謝謝您對我工作表現上的處處包容與指導，並給予我充分彈性自主時間，讓我得以順利完成學業，從您身上我看到一位將官廉潔自持的風骨與剛正不阿的處世態度。

十分感謝 指導老師黃教授智聰先生，您幽默風趣的教學方式讓我這個門外漢得以一窺經濟領域的浩瀚無垠，課堂上所獲得的專業知識將終身受用無窮。感謝您在論文寫作上給予我極大的寬容和自主權，在關鍵時刻又能提綱契領適時點出我的錯誤與盲點，如同一盞明燈指引航行的小船，惕勵我持續為理想而努力；在您身上我看到一位成功學者所具備的嚴謹治學態度與溫文爾雅風範。十分感謝口試委員何教授怡澄以及葉教授凱莉，承蒙兩位老師在百忙之中擔任口試委員，並對論文提出針貶意見、既中肯又直指問題核心，讓全篇重點得以聚焦不致分歧雜亂。十分感謝同窗好友耿馥姍、涂芸嘉、郭欣芳、馮梅真、賴學帥、董純惠、姚綺蘭、蕭翔元、謝忠國、蔣馥冰，有幸與你們這些來自各界的精英分子一同學習是莫大的機緣與福氣，謝謝你們豐富了我在政大的生活，除增廣了見識也增添了樂趣。尤其是芸嘉、欣芳、馥冰這三位美女同學，每當我論文寫作思緒停滯不前的時候，總是不厭其煩的聆聽、鼓勵與提點，感謝妳們在我焦頭爛額之際大力支持與幫助，使我帶著溫暖而愉快的心情完成學業。十分感謝友人張玉芊、黃麗真、徐承寓、陳美惠、徐秉豐、徐妍蓁、Stella 以及 Shirlyne，因為你們這群好伙伴讓我在臺北工作的平淡生活中增添了許多絢麗的色

彩，你們是我人生中不可缺少的動人音符。最後，我要感謝一直以來在我背後默默支持我的雙親，衷心感謝您們這輩子無私無悔不求回報的付出，讓我沒有後顧之憂得以從容面對人生不同階段的挑戰與考驗，日後如果我能有任何的成就或值得讚許的榮耀，都應該歸功於您們。

研究所的學習過程是充實的，完成論文的感覺是美好的，我想得之於人者太多，出之於己者太少，此時心中除了感激還是感激，謹將這份喜悅與成果，和我的家人以及所有關心我的長官、師長、同學分享。正所謂「生也有涯而知也無涯」，隨著論文的完成研究所求學歷程也即將劃下句點，期勉自己未來在知識領域上能夠持續自我充實與精進，當然也希望本篇拙作能對研究中國大陸房地產有興趣的人士提供些許實質上的助益。

陳揚升 於政治大學 醉夢溪畔

2012年7月31日



## 外資在天津房地產價格的角色—是主嫌還是從犯

### 摘要

1978 年中國大陸改革開放，吹皺經濟市場一池春水。住房公有制、住房福利制觀念相繼被打破，揭開房產制度改革曙光。鄧小平在 1992 年南巡講話後，定調「有中國特色社會主義市場經濟」的基本路線，從根本上解決市場經濟意識形態問題，自此中國大陸房地產市場活水澈底被激發。近十餘年來，中國大陸全國商品房平均價格從 2000 年 2,112 元人民幣，攀升至 2010 年 5,032 元人民幣，部分重點城市如北京、上海、廣州..等更早已突破萬元人民幣大關。

房產市場不對稱發展加深中國大陸社會結構性矛盾與衝突對立，高房價顯然無益其國內經濟健全發展，這也讓大陸中央不得不正視此一嚴肅問題積極採取宏觀調控手段，企圖壓制漲勢不斷的房價期能消彌廣大民怨。而與之同時因為覬覦中國大陸經濟高速發展背後廣大利益而競相投入中國市場的外資也就格外引起大陸政府的關注，因為「外資炒房」的傳言與疑慮一直困擾著中共當局，在高房價、高民怨的氛圍籠罩下，產官學界檢討外資聲浪甚囂塵上；然而，高房價的背後是否一定有外資刻意炒作？值得探究與思考。

本研究嘗試以中國大陸天津做為觀察標的，運用共整合 ARDL 模型探討外商直接投資（FDI）對房地產價格波動的影響，釐清外資在房地產價格所扮演的角色。實證模型並納入物價指數（CPI）、人均收入（INC）、貸款利率（INT）、匯率（EXC）與股價（STOCK）為解釋變數，以做為觀察總體經濟因素對大陸房地產市場的影響。實證結果表明，在短期關係上外資的確有拉抬房價效果，不過長期關係影響並不顯著，顯示外資不是實際推升房地產價格的主因，角色定位應為「從犯」而非「主嫌」。研究結果並發現，匯率變動對房地產價格有著顯著實質影響，這意味如果大陸政府

要運用匯率這項工具來抑制漲勢不斷的房價，就必須讓人民幣適時升值。不過目前中國大陸仍屬以出口導向為大宗的國家，長期而言，人民幣升值將對其出口造成某種程度衝擊，是以在匯率政策的操作上恐陷入兩難（升值或貶值）的困境。

關鍵詞：天津、房地產、外商直接投資、共整合 ARDL





# **The Role of Foreign Investment in Real Estate Prices of Tianjin—The Principal or an Accomplice ?**

## **Abstract**

The reform and opening in mainland China in 1978 had fretted the surface of the water of the economic market. The concepts of public housing and housing welfare system had been broken, leading to a line of hope in the reform of the house property system. After Xiaoping Deng's speech during his south tour, he set up the basic route of the "socialism market economy with Chinese features", resolving the market economy ideology issue from the root. Since then, the house property market in China has been activated. In the recent decade, the average price of commercial residential buildings had increased from YMB\$2,112 in 2000 to YMB\$5,032 in 2010. In major cities such as Beijing, Shanghai, and Guangzhou, the prices had already went over YMB\$10,000.

The asymmetric development of the house property market has further caused structural conflicts and confrontations in Mainland China. Apparently, high housing prices were not beneficial to the sound development of the domestic economy. And thus the central government in Mainland China had to face up to this serious problem and aggressively took the microscope controlling measure in the attempt to suppress the increasing housing prices to resolve people's complaints. In the mean time, under the desire for the great profits behind the rapid development of the economy in Mainland China, foreign funds had entered the Chinese market one by one, getting some extra attention of the Chinese government. Because the rumor of "foreign funds in real estate speculation" and some doubles had continuously bothered the Chinese government, under the atmosphere with high housing prices and high social grievance, requests for reviewing foreign funds in the industrial, governmental, academic, and research circles were very broad. However, whether there was real estate speculation with foreign funds behind high

housing prices is worth thinking and studying.

Using Tianjin City in Mainland China as a target for observation, this study attempted to apply the autoregressive ARDL model to explore the influences of foreign direct investment (FDI) on price changes in housing property, in order to clarify the role foreign funds play in real estate prices. The independent variables included in the model were consumer price index (CPI), per capita income (INC), loan interest (INT), exchange rate (EXC), and stock price (STOCK), in order to observe the influences of the macro economical factors on the Chinese real estate market. According to the empirical results, in the short run, foreign funds could indeed drive up housing prices. However, in the long run, the influence was not significant. This means foreign funds are not the main cause driving up real estate prices. The role they played was a "partner in crime" instead of a "main suspect". The study found that there was indeed a significant and substantial influence of exchange rate changes on real estate prices, meaning that if the Chinese government would like to surprise increasing housing prices using exchange rates as a tool, it is necessary to allow YMB appreciation. However, currently, Mainland China is still a country with mainly exports. In the long run, YMB appreciation may lead to certain impact on China's exportation. Therefore, operating exchange rate related policies may lead to a dilemma (to appreciate or depreciate).

Key words: Tianjin 、 real estate 、 foreign direct investment 、 autoregressive ARDL



# 目 次

第一章 緒論.....	1
第一節 研究背景、目的.....	1
第二節 研究架構與流程.....	8
第二章 文獻回顧.....	11
第一節 外商直接投資對房地產價格的影響.....	11
第二節 影響房地產價格的總體經濟因素.....	16
第三節 本章小結.....	22
第三章 外商投資與天津房地產市場概況.....	24
第一節 天津房地產市場的發展歷程.....	26
第二節 中國大陸房地產市場宏觀調控與限外政策.....	33
第三節 外資在天津房地產市場中所扮演的角色.....	43
第四節 本章小結.....	53
第四章 研究設計與限制.....	57
第一節 實證模型設定.....	57
第二節 實證變數假設.....	60
第三節 數據資料來源.....	64
第四節 研究限制.....	65
第五節 本章小結.....	66
第五章 實證結果與模型檢定.....	68
第一節 實證結果分析.....	68
第二節 模型正確性檢定.....	74
第六章 結論與政策建議.....	78
第一節 結論.....	78
第二節 政策建議.....	81

參考文獻.....83



# 表 次

表 1：天津固定資產與房地產開發投資比較一覽表(2000~2010).....	2
表 2：探討外商直接投資與房地產價格關係之相關文獻.....	14
表 3：探討影響房地產價格的總體經濟因素相關文獻.....	19
表 4：2000~2011 年中國大陸關於房地產調控主要政策、法規一覽表...	38
表 5：實證變數定義及統計量與預期效果.....	63
表 6：短期關係實證結果.....	68
表 7：長期關係實證結果.....	72
表 8：模型正確性相關檢定結果.....	77



## 圖 次

圖 1：天津商品房每平方公尺平均價格（2000～2010）.....	3
圖 2：天津外商直接投資實際到位金額（2000～2010）.....	4
圖 3：研究進行流程圖.....	10
圖 4：天津房地產開發投資情況（1991～2000）.....	29
圖 5：天津人均住宅建築面積（1995～2010）.....	31
圖 6：中國大陸全國商品房平均銷售價格（2000～2010）.....	36
圖 7：天津房地產開發投資資金利用外資金額（1999～2011）.....	44
圖 8：中國大陸外匯存底金額（2000～2010）.....	47



## 第一章 緒論

### 第一節 研究背景、目的

#### 一、研究背景：

中國大陸房地產市場從 1978 年改革開放、住房制度改革後開始啟動；經過二十幾年發展，逐步擺脫以往集團購買、福利性住房分配制度，演變為今日以個人消費者為市場需求的主體。<sup>1</sup>並於 1998 年起受到中國大陸政府全面實行住房貨幣化政策改革以及鼓勵個人住房消費的驅使下，連續 12 年保持了遠高於中國大陸國內 GDP 成長的增長態勢，對中國大陸經濟的高度成長具有重要的拉動作用。然而，從國際經驗以及市場經濟的角度分析，房地產市場最終必然會隨著發展趨於成熟而逐漸邁入微利的時代；所以隨著北京、上海、廣州、深圳等一線城市的房地產市場逐漸趨向飽和高點，正處於城市化發展階段的二線城市（如天津），由於外商直接投資金額（FDI）的規模與一線城市相較均顯較小，相對房地產業競爭亦不若一線城市激烈。在投資風險相對較低以及省、市級政府提供更多優惠政策的支持之下，近十年來二線城市房地產市場增長速度的快速，吸引各界關注的目光。<sup>2</sup>

從表 1 可以看出自 2000 年以來，天津房地產業的年度投資總額每年平均約以 20% 的漲幅高速成長，從 2000 年 133.93 億人民幣（占全社會固定資產的 22%）上升到 2007 年 505.30 億人民幣（占全社會固定資產的 21.15%），之後房地產投資金額占全社會固定資產比例雖有小幅震盪，但仍然穩定維持在一成五至二成左右的增長速度，並在 2010 年底到達 866.64

---

<sup>1</sup> 住房福利制度即是在城鎮實行住房產權公有、實物分配、低租金使用的福利性住房制度，政府和職工單位承擔職工住房建設、管理和維修養護的全部責任；國有土地使用權行政劃撥，無償、無限期提供用地者，不允許轉讓。吳立范、羅黨論（2009），《中國的住房政策》，北京：經濟科學出版社。

<sup>2</sup> 丁一（2004），《天津房地產市場研究》，北京清華大學工商管理碩士論文，頁 1。

表1：天津固定資產與城鎮房地產開發投資比較一覽表(2000~2010)

年份	全社會固定資產投資 (億人民幣)	城鎮房地產開發投資 (億人民幣)	佔全社會固定資產投資比 (%)
2000	608.80	133.93	22.00
2001	705.10	161.27	22.87
2002	811.26	175.84	21.67
2003	1046.72	211.39	20.20
2004	1258.98	263.92	20.96
2005	1516.84	327.54	21.59
2006	1849.80	402.32	21.75
2007	2388.63	505.30	21.15
2008	3404.10	653.72	19.20
2009	5006.32	735.18	14.69
2010	6511.42	866.64	13.31

資料來源：天津統計訊息網網站。

網址：<http://www.stats-tj.gov.cn/Article/ShowClass.asp?ClassID=4>

查詢日期：2012年1月4日。

億人民幣的天量，短短十年間房地產投資金額增加 547%。<sup>3</sup>2010 年 8 月，高力國際 (Colliers International) 華北區董事總經理高曉暉於受訪時表示：「天津欣欣向榮的經濟形勢吸引了眾多國內外企業。在投資茁壯成長的支撐下，預計天津房地產市場在未來幾年將呈現快速增長的勢頭」。<sup>4</sup>顯見，天津已充分表現出做為中國大陸二線城市房地產市場領頭羊的發展實力。

吾人由圖 1 分析近年天津商品房平均價格 (元人民幣/每平方公尺) 走勢分布，不難體會市場繁榮成長的火紅程度。2000 年天津商品房平均價格為 2,328 元人民幣，與 1999 年同期 (2,251 元人民幣) 相較僅上漲 3.42%，但是到了 2005 年底天津平均房價來到 4,055 元人民幣，雖然與同時期中國大陸各主要城市房價相較並不是最高，但卻創下同比增幅 30.18% 的驚人紀錄。次 (2006) 年受到中國大陸房地產宏觀調控政策的影響，房價上漲的幅度有所趨緩，但整體而言仍然呈現穩健增長的態勢，並在 2008 年底突破每平方公尺平均價格 6,000 元人民幣的高點；直到 2010 年底天津房地產

<sup>3</sup> 以上各項數據均來自天津統計訊息網，網址：<http://www.stats-tj.gov.cn/index.html/>。

<sup>4</sup> 李木子，「天津戰略位置凸顯 外資地產及顧問公司搶灘」，《證券日報》，第 A02 版，今日基本面，2010 年 8 月 20 日。



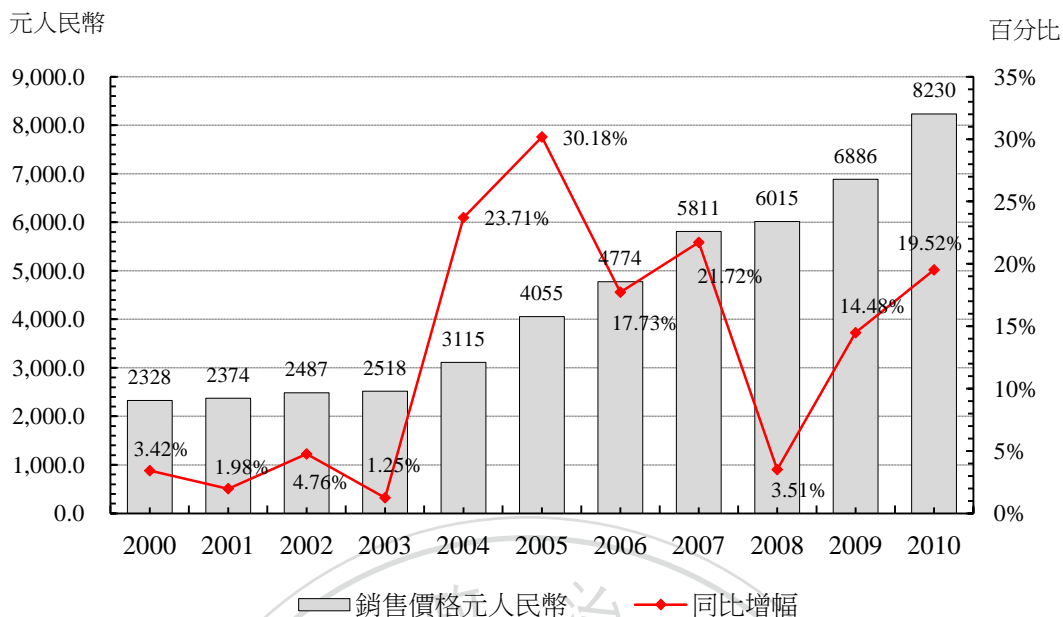


圖1：天津商品房每平方公尺平均價格（2000~2010）

資料來源：中國統計年鑒數據庫

網址：<http://tongji.cnki.net/fanti/brief/result.aspx>。

查詢日期：2011年11月27日。

價格已漲到每平方公尺 8,230 元人民幣，後續受到中國大陸政府開發環渤海經濟區濱海新區的利多影響，市場更是一片繁榮而前景看好，吸引大陸國內外廣大的投資人。

近幾十年來，天津一直都是外商直接投資（foreign direct investment，FDI）關注的重點區域，不僅持續並且維持良好穩健的增長情勢。依據中國大陸官方資料統計，2010 年天津全市生產總值突破 9,000 億元人民幣，較 2009 年增長幅度為 17.4%；實際直接利用外資金額來到 108.49 億美元，同比增幅為 20.3%；這也透露出兩個訊息，第一：天津整體經濟發展不但前景可期，而且後續是潛力無窮；第二：外商認同天津地區經濟發展，投資力度不斷加大。圖 2 是天津 2000 年至 2010 年外商直接投資（FDI）實際到位金額變化的直條圖，2000 年天津吸引外商直接投資實際到位金額僅 25.6 億美元，比 1999 年 25.32 億美元增加幅度約 1.1%，然而隨著 2001 年中國大陸加入 WTO 以後，投資天津的 FDI 平穩增加，2002 年實際到位金



圖2：天津外商直接投資實際到位金額（2000～2010）  
資料來源：2011年天津統計年鑒

額為 38.06 億美元，比 2000 年增幅將近 48.7%。在隨著北京申奧的成功，天津成為 2008 年北京奧運的分會場；特別是中共國務院於 2006 年正式批准成立濱海新區，將天津濱海新區納入國家「十一五」規劃總體發展戰略布局，被視為繼深圳特區、浦東新區之後新一輪中國經濟發展的增長極。<sup>5</sup>自此，天津被定位為北方經濟中心，加速了該地區的開放與開發，房地產市場更是日趨活躍；2010 年底外資投資金額突破 108.49 億美元的關卡，自 2005 年以來平均每年約以 28% 的幅度快速增加。根據天津統計訊息網最新公布資料顯示，2011 年天津對外經濟貿易直接利用外資合同數達到 634 個，而累計直接利用外資金額為 130.56 億美元，大大超越 2010 年的數額，空前良好的經濟發展環境和前所未有的發展機遇相輔相成。

## 二、研究目的：

根據中國大陸商務部 2007 年 3 月 6 日《關於 2007 年全國吸收外商投資工作的指導性意見》首次明白指出中國大陸政府鼓勵外資移往中西部及

<sup>5</sup> 「風好助力 濱海揚帆：從“十二五”開局看天津濱海新區開發開放」，新華網，2011 年 11 月 10 日。網址：  
[http://big5.xinhuanet.com/gate/big5/news.xinhuanet.com/local/2011-11/10/c\\_111158998.htm](http://big5.xinhuanet.com/gate/big5/news.xinhuanet.com/local/2011-11/10/c_111158998.htm)。

東北地區，<sup>6</sup>藉以平衡大陸區域間發展，而此「外資西進」的政策指導也延續至今成為中國大陸運用外資的戰略方針。吾人從 2009 年 5 月 31 日商務部《充分發揮吸收外資對保增長的積極作用》評論文章即可窺知一二。該文章明確指出中國大陸政府將持續完善中西部地區進一步擴大開放、吸收外資的支援政策，並且將研究制定擴大沿邊開放的政策措施；以加大對中西部地區國家級經濟技術開發區基礎設施建設的支援力度，具體提高中西部地區承接國際和東部地區產業轉移的能力；鼓勵東部與中西部地區加強對口合作，實現東中西互動、協調發展。<sup>7</sup>今（2012）年 2 月 17 日商務部等十部委聯合發布《關於加快轉變外貿發展方式的指導意見》更指出中國大陸政府將堅持東部與中西部協調發展，實現所謂外貿全方位發展的原則。<sup>8</sup>爰此，受到中國大陸整體產業發展戰略以及相關政策的鼓舞影響，近年來外商投資有逐漸移往中國大陸二線城市的趨勢。

天津位處環渤海經濟圈，是中國大陸「十一五規劃」的重點地區，<sup>9</sup>2006 年公布《天津市國民經濟和社會發展第十一個五年規劃綱要》確定將天津濱海新區納入中國國家總體發展戰略。<sup>10</sup>中國大陸國務院並在 2009 年批復

<sup>6</sup> 根據中國大陸商務部所發布「關於 2007 年全國吸收外商投資工作的指導性意見」，其目標可歸納為：（1）改變吸收外資觀念，以提高利用外資品質和水準（2）積極推動服務業對外開放，擴大服務業外資比重（3）進一步鼓勵外商投資研發中心、高新技術產業、現代服務業（4）嚴格限制外商投資高耗能、高污染產業及投資中國大陸房地產（5）鼓勵外資往中西部、東北以平衡區域發展。請參閱「商務部關於 2007 年全國吸收外商投資工作的指導性意見」，新華網，2007 年 3 月 23 日。網址：

[http://news.xinhuanet.com/fortune/2007-03/23/content\\_5885928.htm](http://news.xinhuanet.com/fortune/2007-03/23/content_5885928.htm)。

<sup>7</sup> 商務部外國投資管理司，「當前商務形勢系列述評之六—充分發揮吸收外資對保增長的積極作用」，中華人民共和國商務部網站，2009 年 5 月 31 日。網址：

<http://big5.mofcom.gov.cn/aarticle/ae/ai/200905/20090506286383.html>。

<sup>8</sup> 根據《指導意見》，轉變外貿發展方式應遵循六項原則：（1）堅持出口與進口協調發展，促進貿易平衡；（2）堅持貨物貿易與服務貿易協調發展，提升規模效益；（3）堅持外貿與外資、外經協調發展，增強互動作用；（4）堅持外貿與內貿協調發展，實現有效互補；（5）堅持多種所有制主體協調發展，發揮各自優勢；（6）堅持東部與中西部協調發展，實現外貿全方位發展。請參閱「商務部對外貿易司負責人就《關於加快轉變外貿發展方式的指導意見》答記者問」，鉅亨網新聞中心，網址：<http://news.cnyes.com/Content/20120328/KFJ8LUWLPMU62.shtml?c=detail>。

<sup>9</sup> 中國大陸擊劃八大經濟圈，由北至南分別是（1）東北經濟圈（2）環渤海經濟圈（3）大長三角經濟圈（4）海峽經濟圈（5）大珠三角經濟圈（6）中部經濟圈（7）西南經濟圈（8）西北經濟圈。

<sup>10</sup> 國務院對濱海新區開發開放作出了全面部署，明確了功能定位：依托京津冀、服務環渤海、輻射「三北」、面向東北亞，努力建設成為我國北方對外開放的門戶、高水平的現代製造業和研

同意天津市調整部分行政區域，把原塘沽區、漢沽區、大港區予以撤銷，重新劃定成為天津市濱海新區，以統一行政區事權；另在《天津市城市總體規劃（2005～2020）》中，明確標定天津的城市性質是環渤海地區的經濟中心，並且要逐步建設成為國際港口城市、北方經濟中心和生態城市，作為中國四個直轄市之一的天津終於有了明確的戰略發展目標，而且預期將成為國際級城市的規模，堂堂邁入中國大陸一線城市之林，是以天津市各項政策、措施均具有相當指標性意義，一舉一動，動見觀瞻，值得探討與研究，這是本研究第一個研究動機。

透過相關文獻檢閱發現，現階段探討外資與中國大陸房地產市場的相關研究中，均較著重於北京、上海、廣州、深圳等中國大陸一線城市，而對於二線城市房地產的研究則相對缺乏，雖然資料蒐集較為不易，勢必增加研究的困難度與不確定性，不過從反向角度思考卻是極具意義，而這也是研究者所抱持的第二個研究動機。

中國大陸人民銀行「2007年中國區域金融穩定報告」指出：在人民幣升值預期下，外匯資金開始大量地流向天津、山西、廣西、海南、重慶等地房地產市場。有媒體推測，目前有千億以上外資開始進入中國二三線城市的樓市。<sup>11</sup>所以，在當時中國大陸社會氛圍中，的確有部分意見認為房地產價格虛高不下的原因是由於外資炒房所肇致，進而將高房價的社會問題歸咎於外商投資，當然在天津地區也不例外。不過依統計資料可知，天津整體房地產市場資金規模中，外資投資金額所占比重其實是遠不及北京、上海、廣州、深圳等一線城市。<sup>12</sup>然而，比較圖 1 天津商品房每平方公尺平均價格及圖 2 外商直接投資實際到位金額兩份統計圖表，卻可明顯看出

---

發轉化基地、北方國際航運中心和國際物流中心，逐步成為經濟繁榮、社會和諧、環境優美的宜居生態型新城區。請參閱天津濱海新區政務網，新區簡介。網址：

<http://www.bh.gov.cn/html/bhxqzww/XQGY22005/List/index.htm>。

<sup>11</sup> 易憲容（2007），「莫讓外資成為掠奪者」《英才》（北京）第 9 期，頁 30。

<sup>12</sup> 依據 2011 年天津統計年鑑公布數據，2010 年天津房地產業資金來源合計總額為 24,741,806 萬元人民幣，其中利用外資資金為 83,370 萬元人民幣，外資資金僅占整個規模的 0.337%。

兩份圖表具有明顯上漲的共同趨勢；是以不禁令研究者好奇，到底天津房地產價格高漲與外商直接投資金額的高低是否有其相關的關聯性？是否如同市場傳言是因為外資炒房而導致房價節節高升？這引起研究者的濃厚興趣，也是本研究主要探討的問題與第三個研究動機。

基於上述觀點與脈絡思考，本研究將聚焦於「天津」，以天津作為主要研究對象，並預期可以達到以下四個目的：

- (一) 透過瞭解中國大陸近年來房地產宏觀調控的政策意涵，對天津房地產市場的發展歷程，作一概括與客觀性的綜合論述，以具體呈現天津房地產發展的現況與歷史脈絡。
- (二) 藉由相關文獻回顧以釐清影響中國大陸房地產價格波動的總體經濟因素；俾提供本研究實證分析變數採用之客觀依據。
- (三) 探討外資在天津房地產價格波動中所扮演的角色定位。外商投資金額的多寡是否會對天津房地產價格的增長，產生重要關鍵影響。
- (四) 依據本研究實證分析所獲得之數據結論，形成具體可行之政策建議提供學術研究與中國大陸政府相關單位之參考。



## 第二節 研究架構與流程

本論文主要架構區分六個章節，第一章緒論計有兩小節；第一節研究背景與目的，第二節研究架構與流程。將對本論文的研究背景、預期達成的目的以及全篇論述的思維架構、研究步驟與流程做綜合性的敘述與說明。

第二章文獻回顧計有三小節；第一節外商直接投資對房地產價格的影響，將檢視近期研究外資對於中國大陸房地產價格影響的相關文獻，並依作者研究論點臚列正、反意見，再分別就其實證模型未臻妥善之處，做客觀性分析與批判。第二節影響房地產價格的總體經濟因素，將蒐整近期國、內外文獻研究成果，具體評估影響房地產價格的關鍵因素，以做為本論文實證變數選擇之參考依據，俾支撐變數假設正確性與嚴謹性。第三節本章小結，則對第二章做重點式的摘要與歸納。

第三章外商投資與天津房地產市場概況，計有四小節，第一節天津房地產市場的發展歷程，將以中國大陸整體房地產政策之演進為著眼點，區分四個歷史階段採時序排列方式，鋪陳 1978 年迄 2012 年止的 34 年間，天津房地產市場變動的整體樣貌。第二節中國大陸房地產市場宏觀調控與限外政策，區分房地產調控政策與限外政策兩部分予以論述；主要聚焦在 2000 年以後中國大陸房地產政策對市場的影響，以及相關限制外資政策出臺的時機與背景，是否真的能達到中國大陸政府預期壓制房價的目的？第三節外資在天津房地產市場中所扮演的角色，將探討外資在房地產中明確的角色定位，對房產市場造成有利與不利的影響均予以考量。第四節本章小結，則對第三章做重點式的摘要與歸納。

第四章研究設計與限制，計有五小節，第一節實證模型設定，將說明本論文採取共整合 ARDL 實證模型的主要理由，選擇該模型的理論基礎、



限制因素以及相關注意事項。第二節實證變數假設，將分別探討各變數在房地產價格中所扮演的角色，以強化本研究變數選定之論證基礎。第三節數據資料來源，說明各實證變數來源與取得途徑。第四節研究限制，對於本研究所面臨之窒礙因素及因應改善作法，分別予以說明以求審慎客觀。第五節本章小結，則對第四章做重點式的摘要與歸納。

第五章實證結果與模型檢定，計有三小節，第一節實證結果分析，將針對實證模型運算所獲得之參數資料，進行數據解讀、分析與研判作業；以釐清相關變數對於房價在短期（長期）影響關係層面為何？第二節模型正確性相關檢定，將對實證模型進行四大檢定，以驗證該模型不會存在自我相關、異質變異現象，並且能夠符合常態分配要求以及確保模型設定自初始即為正確，讓本研究最後所獲得之結論可以具備高度可信性與參考性。

第六章結論與政策建議，計有二小節，第一節結論，在透過嚴謹的實證模型分析與檢驗後，研究者可以明確定義外資在天津房地產價格波動中所扮演角色，並瞭解外商投資所挹注金額的高低對天津房地產價格增長的影響程度。第二節政策建議，將依據實證分析所得數據與結論的支撐下，有所本提出對於中國大陸宏觀調控房地產政策具體可行建議，提供學術研究與中國大陸相關單位政策擬定之參據。

綜上，本論文的研究思維、架構、步驟與進行流程可由圖 3 清楚呈現：

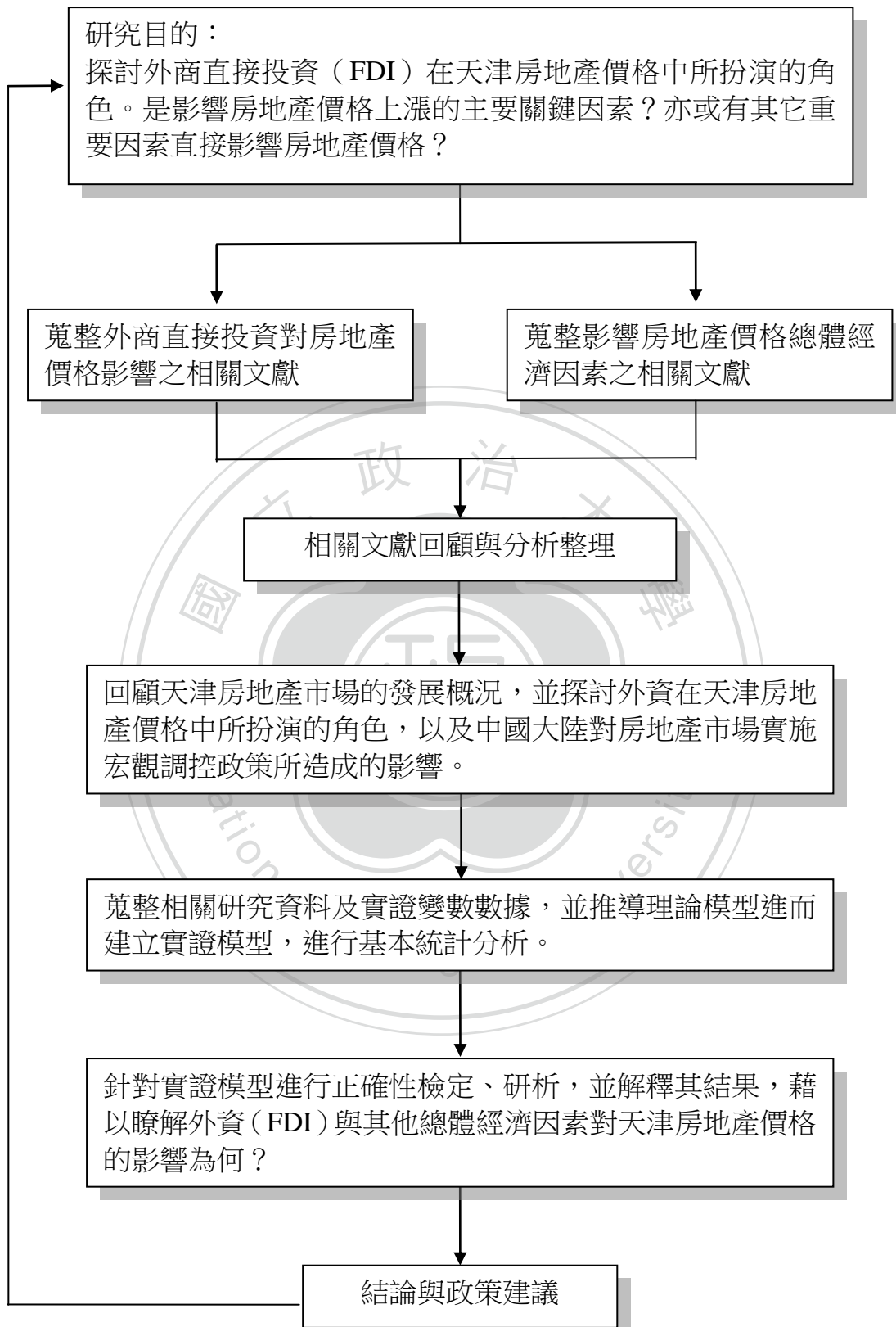


圖 3：研究進行流程圖

## 第二章 文獻回顧

### 第一節 外商直接投資對房地產價格的影響

根據中國大陸國家發展改革委員會「警惕外資進入中國房地產市場」報告指出，流入中國大陸的外資中既有透過外商直接投資設立、增資中國房地產企業、境內房地產企業境外融資、外資私募股權投資基金等合法管道進入中國大陸房地產市場，亦有部分透過各種隱蔽管道以熱錢形式潛入。<sup>13</sup>所以說，中國大陸政府在根本上對於外資進入房地產市場是抱持一定程度戒慎恐懼的態度。這由孫國瑞（2011）所提論點可窺知一二，「大多數的中國大陸學者對於外資投資房地產普遍有以下邏輯上的認同；亦即外資在進入房地產及其相關領域之後，會形成更多的資金去競逐有限的土地與建材的局面，最終拉高了房價，導致於民眾要面對更高的房價，利益因此而受損；而結論自然而然就是要抑制外資進入房地產開發領域」。

在實證分析文獻上，吳老二，祝平衡（2006）運用 1999 年中國大陸 31 個省（市、自治區）的「房地產投資」以及「房地產銷售」的橫截面數據，建立多元回歸模型，來探討房地產投資來源結構與房地產價格之間的關係。依據回歸結果顯示，外資以及民間資本對中國大陸房地產價格的上漲起著明顯的推進作用；在單位銷售面積中，外資只要每增加 1 元，則房地產銷售價格就會上漲 1.21 元；另外國內銀行給予房地產的貸款則對房地產價格的上漲影響不大；而債券投資對房地產的價格則產生抑制作用具有負影響。所以作者認為，要能有效遏制外資對房地產市場的衝擊，就應該在政策上嚴格限制外資進入房地產市場。不過作者在數據序列的時間跨度上，僅採用 1999 年單一年度，其模型結論，恐無法客觀呈現外資對房地產價格的影響程度。

---

<sup>13</sup> 「吸收外資加快，樓市恐成熱錢“蓄水池”」，中國評論新聞網，2010 年 12 月 24 日。網址：<http://www.chinareviewnews.com/doc/1015/4/8/4/101548472.html?coluid=7&kindid=0&docid=101548472>。

以實證方法來探討外商直接投資對中國大陸商品房價格的影響，首見於梁立俊，操陳敏（2007），作者採用 VAR 模型對中國大陸 1998 年 2 月至 2006 年 5 月間「商品房價格」與「外商直接投資（FDI）房地產」的月數據進行分析。實證結果發現，外資增長是商品房價格上漲的因素。從長期看，外資增長會促進商品房價格的上漲；從短期看，商品房價格的上漲對於外資的影響是先有抑制作用，而後有促進作用。而實證結果亦顯示外商直接投資的衝擊對商品房價格的增長是持續性的。所以作者認為，為了治理中國大陸房地產市場價格虛高，中國大陸政府應該對於外資進入房地產行業以及參與房地產建設都進行有效規範。

近年亦有直接探討外資與房價的相關研究，如邱櫟樺，王宏仙（2009）以中國大陸 1987 年至 2007 年「外商直接投資額的實際使用外資額」及「商品房平均銷售價格」之年數據為基礎；利用協整檢驗（Cointegration Test）、格蘭杰因果關係檢驗（Granger causality test）等計量方法分析了外資和商品房平均銷售價格的關係。實證數據顯示外資和商品房平均銷售價格存在穩定的長期均衡關係，外資每增加 1% 會使得房價增加 0.422%；格蘭杰因果檢驗部分則說明二者無顯著的因果關係。作者認為，商品房價格的上漲推動了外資的增加，而外資的增加又推動商品房價格的上漲，兩者具有穩定的正影響。格蘭杰因果檢驗無顯著的因果關係，則說明受到人民幣預期升值以及中國房地產價格快速上漲的影響，外資持續不斷湧入中國房地產市場，更大程度推動了商品房價格上漲。是以作者也強調，中國大陸政府在引進外資時應積極引導其投資趨向，加強外資的管理控制，抑制境外資金炒作房地產，更應加強對房地產市場的調控力度。不過影響房地產價格的因素眾多，舉凡利率、匯率、人均收入...等無一不對房地產價格產生實質層面影響，如果僅探討外商直接投資的影響，雖然焦點明確但因視野侷限，恐無法勾勒房地產價格波動的全般樣貌，而且受限於中國大陸官方城市級地價及房價的數據從 2001 年始正式對外公布，截取年資料進行實證分析常會發生樣本數不足，導致模型準確度遭受質疑的缺點。

在研究外商直接投資與房地產價格波動的關係中，部分學者也嘗試在考量外資影響下，加入其他可能影響房地產價格的變數，期能使實證模型能夠更加嚴謹，如宋勃，高波（2007），在考量中國大陸通貨膨脹的影響下，截取時間跨度 1998 年第三季至 2006 年第二季的「土地交易價格指數」、「居民消費價格指數」、「房屋銷售價格指數」與「實際利用外資額（FDI）」的數據進行實證分析。得出在短期關係，房地產價格上漲會吸引外資的流入，而長期關係，外資的流入則會推動房地產價格的上漲。是以，作者認為，中國大陸政府應該充分利用外資對於房地產開發建設積極正向的影響，而對於外資過度流入房地產市場造成價格虛漲，甚至產生泡沫化危機，則應透過相關政策加以防範。

部分學者認為，近幾年境外資金大量流入中國雖然是不爭的事實，而其中某部分確實也以外商直接投資的形式進入中國大陸房地產市場，對房地產價格勢必造成一定程度衝擊。但是，可否一味地將現階段中國大陸房地產價格虛高不下的原因，歸咎於外資仍有待商榷。例如萬倫來，陳希希（2006）即以上海市 1980 年至 2004 年房地產業的外資為樣本，有系統地分析外資與中國大陸房地產業增長之間的關係；結果顯示外資與中國大陸房地產業產值增長之間的長期彈性僅為 0.1097。作者認為外資對中國大陸房地產業發展的促進作用並不顯著，反而是中國大陸本土企業才是促進房地產業高速發展的主力軍。將房地產高漲的原因歸咎於外資恐不客觀。閻之博（2007）也從房地產價格的角度切入，引入中國大陸全國 GDP、FDI 作為實證變數，選取時間跨度則為 1987 年至 2005 年。定量結果表明，GDP 和 FDI 每增加 1%，房地產價格則分別增加 54.33% 和 9.21%，所以 GDP、FDI 對房地產價格的確有正向的推動作用，但是 GDP 卻是主要影響因素。這個結果基本排除了境外「熱錢」對房地產市場的衝擊威脅假說，作者認為隨著中國經濟的高速成長以及市場開放步伐的加快，導致境外資金大幅流入是必然的結果，因此在保持 GDP 高速平穩增長的基礎上，應該積極引導 FDI 的流向，使之更有利於房地產市場的發展。



表 2：探討外商直接投資與房地產價格關係之相關文獻

研究者	時間跨度	使用變數	實證結果
吳老二，祝平衡 (2006)	1999 大陸 31 個省	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 房地產銷售價格 (元/平方米)</li> <li>2. 單位銷售面積分攤的外資金額 (元/平方米)</li> <li>3. 單位銷售面積分攤的債券投資 (元/平方米)</li> <li>4. 單位銷售面積分攤的其它來源投資額 (元/平方米)</li> <li>5. 單位銷售面積分攤的銀行貸款 (元/平方米)</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 外資、其它資金以及銀行貸款與房價呈現「正影響」關係。</li> <li>2. 債券與房價呈現「負影響」關係。</li> <li>3. 單位銷售面積中，外資每增加 1 元，房地產銷售價格就會上漲 1.21 元。</li> </ol>
萬倫來，陳希希 (2006)	1980~2004 大陸上海市	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 房地產產業值</li> <li>2. 外商直接投資金額</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 外商對上海房地產投資每增加 1 個單位，上海市房地產業產值僅增加 0.1097 個單位。</li> <li>2. 格蘭杰因果關係檢驗說明外資並不是導致房地產業增長的直接原因。</li> </ol>
梁立俊、操陳敏 (2007)	1998 年 2 月 ~ 2006 年 5 月 大陸全國	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 商品房價格</li> <li>2. 房地產開發中外商直接投資金額</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 當月外商直接投資增長將影響第二月商品房價格增長。</li> <li>2. 長期關係而言，房價將促進外資增長；從短期關係而言，房價提高對外資先有抑制作用，後有促進作用。</li> <li>3. 外資的衝擊對房價的增長是持續性。</li> </ol>



表 2：探討外商直接投資與房地產價格關係之相關文獻（續 1）

研究者	時間跨度	使用變數	實證結果
宋勃，高波 (2007)	1998 第 3 季 ~ 2006 第 2 季 大陸全國	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 實際利用外資金額變動率（上年同期為 100）</li> <li>2. 房屋銷售價格指數</li> <li>3. 土地交易價格指數</li> <li>4. 居民消費價格指數</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 短期關係而言，房地產價格上漲會吸引國際資本的流入。</li> <li>2. 長期關係而言，國際資本的流入則會推動房地產價格的上漲。</li> </ol>
閻之博 (2007)	1987~2005 大陸全國	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 商品房銷售平均價格</li> <li>2. 國內生產總值</li> <li>3. 外商直接投資</li> </ol>	GDP 和 FDI 每增加 1%，房地產價格將分別增加 54.33% 和 9.21%。
邱櫟樺，王 宏仙 (2009)	1987~2007 大陸全國	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 實際使用外商直接投資金額</li> <li>2. 商品房平均銷售價格</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. FDI 和商品房價格存在穩定長期均衡關係。</li> <li>2. FDI 每增加 1% 將使房價增加 0.422%。</li> <li>3. 格蘭傑因果關係檢驗說明 FDI 與房價間無顯著的因果關係。</li> </ol>

註：本表依年份由遠至近順序排列

## 第二節 影響房地產價格的總體經濟因素

基本上房地產是屬於資金高度密集性產業，其供給與需求都離不開銀行貸款，是以貨幣政策對房地產影響是另一個令人關注的重點。例如：Iacoviello (2002)，建立一個結構向量自我回歸的 VAR 模型，研究法國，德國，意大利，西班牙，瑞典和英國等 6 個國家房價波動背後的主要總體經濟因素—GDP、通貨膨脹率、利率、資金規模與房價的關係，並具體推論「貨幣政策」對於房價影響是極為顯著。

在開放經濟條件下，匯率是主要貨幣政策工具之一。部分學者透過實證分析，對匯率與房地產價格影響關係基本上形成以下幾個觀點：第一，匯率與房地產價格存在正影響關係，例如：Miller; Sklatz and Ordway(1988)，分析了 1987 年至 1988 年夏威夷地區匯率（日元/美元）與日本買家所選定的住宅市場價格以及成交量間的影響，發現隨著日元對美元的升值，房地產價格也隨之上漲，匯率與房價間是具有正影響關係，其相關係數為 0.753；日元對美元匯率每上升 10%，夏威夷地區房地產價格約上漲 27%。當然也有學者持不同看法，亦即匯率與房地產價格存在負影響關係。例如：李琴燕（2009）在建構中國國情房地產價格與匯率關係模型的基礎上，利用該模型結合 2000 年第 3 季至 2008 年第 2 季的數據資料，對北京、天津、上海、南京、重慶等 35 個城市房地產價格與匯率間的關係進行實證研究。其研究結果顯示，匯率對房地產價格為負影響，當匯率下降 1%時，房地產價格會上升 0.212%。郭樹華，王旭（2012）也支持此一論點，作者選取 1998 年 7 月至 2010 年 12 月人民幣匯率月資料和中國房地產銷售價格指數進行實證分析，並且得出當人民幣匯率每下降 10%，房地產價格將上升 15.7%，匯率與房地產價格間呈現負影響的實證結果。

為了觀察銀行信貸資金迅速向房地產業集中以及房地產市場發展與經濟增長的作用等問題，李宏瑾（2005）以中國大陸和各省、市、自治區

共 32 個基本觀察樣本，建立了 1999 年至 2003 年共 5 年的追蹤 (panel) 數據，分別對房地產供給收入彈性和需求收入彈性、房地產市場供求以及房地產市場對經濟增長的影響進行實證分析。結果顯示，銀行房地產開發貸款和個人住房貸款強有力地支撐了房地產市場的供求；雖然房地產市場的發展也拉動了經濟的增長，但是這一作用沒有想像的大。另外，房地產業對大陸國內 GDP 的增長更重要的作用還是體現在其他與房地產相關的行業，例如製造業、建築業和房產服務業等方面，房地產業本身的增長對大陸國內 GDP 增長作用的影響則相對較小。所以作者認為，對於房地產市場的宏觀調控以及各項監管措施，都應該從供需兩面向著眼，在金融等政策上要保持連續性和持久性，強化制度以消除資訊不對稱、壟斷等阻礙市場運行的不利因素，使市場機制可以充分發揮。

在觀察中國大陸房地產運行市場當中，亦有直接探討地價與房價之間的關係，如周京奎 (2006) 先以 1999 年 1 月至 2005 年 9 月間的季數據為基礎，對中國大陸全國地價與房價關係做實證分析，另再以 2001 年 7 月至 2005 年 9 月間中國 20 個城市的「土地交易價格指數」、「房地產銷售價格指數」的季資料進行實證分析，最後則以 2001 年 7 月至 2005 年 10 月間的月數據為基礎，對「房地產價格」、「房地產投資額」、「城鎮居民可支配收入」及「土地購置面積」進行實證分析。經由上述實證結果作者發現 1. 房價對地價的影響較地價對房價的影響顯著。2. 房地產投資以及居民可支配收入對於房價有顯著的影響，但是對於地價則沒有顯著影響。3. 土地購置面積對房價及地價都有影響。4. 貨幣供應量和銀行貸款對房價有顯著影響，同時房價和地價對這些金融變數也有反作用。5. 對於房價產生直接影響的因素眾多，對地價產生影響的因素相對較少等 5 項特徵。也依據上述的觀察結果，作者提出地價與房價波動途徑的三個環狀傳導路徑，並總結歸納，要抑制房價不能只控制土地的價格，應該要從金融支持、投資政策等方面著手，制定更加嚴格的信貸制度，增加房地產交易稅以及提高居民可支配收入。

在已發展國家的經濟體中，股票市場占有一席之地。股市不僅是上市公司募集資金的主要管道，而且還具備融通資金、優化配置社會資源的功能。<sup>14</sup>隨著中國大陸經濟快速發展，股市與房市已經成為投資者重要的資產，象徵個人財富的累積；而且中國大陸股票市場存在房地產上市公司，可以大膽推測大陸股市與房市間定有相互關聯性。例如，況偉大、趙宇華（2010）從投資回報角度構建一個房地產空間市場與房地產資本市場關聯度的理論模型，採用系統 GMM 估計法對深、滬兩市 61 家房地產上市公司 1996 年至 2007 年的年數據資料進行實證分析。結果得出，房市與股市間具有很強關聯度，但房市對股市影響大於股市對房市影響。其次，租金變動對房價和股價變動無顯著影響。最後，房價波動具有明顯序列相關性，而股價波動具有隨機遊走特徵。



---

<sup>14</sup> 謝明暘（2011），「股票價格與房地產價格互動關係研究」，《商業時代》（北京），第 13 期，頁 50。

表 3：探討影響房地產價格的總體經濟因素相關文獻

研究者	時間跨度	使用變數	實證結果
Miller ; Sklatz and Ordway (1988)	1987~1988 夏威夷	1. 匯率 2. 住房市場價格 3. 房地產交易量	隨著日圓對美元的升值，夏威夷房地產價格也隨之上漲。
Iacoviello (2002)	英、法、德、 義大利、西班牙、 瑞典	1. GDP 2. 通貨膨脹率 3. 銀行貸款利率 4. 資金 5. 房價	貨幣政策對於房價的影響極為顯著。
李宏瑾 (2005)	1999~2003 大陸 32 個省	1. 平均商品房屋銷售價格 2. 商品房屋銷售金額 3. 房地產竣工面積 4. 城鎮居民家庭人均可支配收入 5. 房地產開發貸款 6. 個人住房貸款 7. 國內生產總值	1. 城鎮居民人均可支配收入增加 1%，居民對房地產市場的需求增加 1.55%。 2. 城鎮居民人均可支配收入增加 1%，房地產市場的實際供給僅增加 0.75%。
	1999~2005 大陸全國	1. 土地交易價格指數 2. 房地產銷售價格指數	1. 房地產投資額、土地購置面積和城鎮居民可支配收入對房價都有顯著影響。
	2001~2005 大陸 20 個城市	1. 土地交易價格指數 2. 房地產銷售價格指數	2. 房價對房地產投資變動有很強的解釋力。
周京奎 (2006)	2001~2005 大陸 20 個城市	1. 土地交易價格指數 2. 房地產銷售價格指數 3. 房地產投資額 4. 城鎮居民可支配收入 5. 土地購置面積	3. 居民可支配收入與房地產投資之間相互有顯著影響。 4. 貨幣供應量對房價都有很高的影響度。 5. 銀行貸款對貨幣供應量也有顯著影響。



表 3：探討影響房地產價格的總體經濟因素相關文獻（續 1）

研究者	時間跨度	使用變數	實證結果
李琴燕 (2009)	2003~2008 大陸 35 個城 市	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 匯率</li> <li>2. 利率</li> <li>3. 房地產價格</li> <li>4. 可支配收入</li> <li>5. 房地產價格實際增長率</li> <li>6. 土地價格</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 利率上升 1%，房地產價格下降 0.018653%。</li> <li>2. 匯率下降 1%，房地產價格會上升 0.212774%。</li> </ol>
況偉大、趙 宇華 (2010)	1996~2007 深滬兩市 61 家房地產上市 公司	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 上證綜合指數</li> <li>2. 深圳成分股指數</li> <li>3. 房價指數</li> <li>4. 租賃價格指數</li> <li>5. 股市年度收益率</li> <li>6. 前十大股東股權集中度</li> <li>7. 年平均日換手率</li> <li>8. 房地產地區分布 (東、西部兩個虛 擬變數)</li> <li>9. 年度虛擬變量</li> </ol>	<p>股價影響部分：</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 本期房價指數增長率每增加 1%，本期股價增長率將增加 0.22%。</li> <li>2. 股票市場收益率增長率每增加 1%，本期股價增長率將下降 0.18%。</li> <li>3. 上期開發成本增長率每增加 1%，本期股價增長率將增加 0.11%。</li> <li>4. 股本增長率每增加 1%，本期股價增長率將增加 0.08%。</li> <li>5. 前十大股東股權集中度增長率每增加 1%，本期股價增長率將增加 1.37%。</li> <li>6. 年平均日換手率每增加 1%；本期股價增長率將增加 0.03%。</li> </ol> <p>房價影響部分：</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 本期股價增長率每增加 1%，本期房價指數增長率增加 0.02%。</li> <li>2. 上期房價指數增長率每增加 1%，本期房價指數增長率上升 0.36%；下期房價指數增長率每增加 1%，本期房價指數增長率上升 0.43%。</li> <li>3. 滯後開發成本增長率每增加 1%，本期房價指數增長率上升 0.03%。</li> </ol>



表 3：探討影響房地產價格的總體經濟因素相關文獻（續 2）

研究者	時間跨度	使用變數	實證結果
			4. 城市經濟增長率每增加 1%，本期房價指數增長率上升 0.04%。
郭樹華、王旭 (2012)	1998.07~ 2010.12 大陸全國	1. 匯率 2. 房地產銷售價格指數	匯率下降 10%，房地產價格上升 15.7%

註：本表依年份由遠至近順序排列



### 第三節 本章小結

本章企圖透過相關研究資料檢閱，釐清影響中國大陸房地產價格波動的總體經濟因素為何？以做為實證模型各項變數之採用依據。另基於本研究目的係為探討外資在天津房地產價格中所扮演的角色，所以有關外資影響中國大陸房地產相關文獻的查考、檢視，也是本章的重點。

近幾年來由於中國大陸經濟高速發展導致境外資金大量流入中國，而其中某部分確實也透過各種不同管道進入大陸房地產市場，而大陸房地產市場也因為大陸國內經濟成長帶動而呈現欣欣向榮的繁榮景象。房地產業做為一個國家國民經濟重要組成，市場體質良善與否至關重要。對於外資是否會影響房價？是否造成中國大陸房地產價格虛高不下？基本上學界持正反兩派論點。吳老二，祝平衡（2006）、宋勃，高波（2007）、邱櫟樺，王宏仙（2009）以及孫國瑞（2011）等均認為外資投資房地產市場造成價格上漲的效果是長期而顯著，中國大陸政府應該透過相關立法政策加以規範外資過度投資房地產市場，以維持房地產市場的穩定。另一派學者主張，外資投資或許可能會有推高中國大陸房地產價格的影響，但一味將房價無理性上漲歸咎於外資則未免偏頗，整體而言是有待商榷。例如：萬倫來，陳希希（2006）、閔之博（2007）等均認為外資投資對於房地產價格的促進作用並不顯著，反而中國大陸本土企業、國內 GDP 成長才是造成房地產市場高速發展的主因。

在影響房地產價格的總體經濟因素部分，Iacoviello（2002）推論「貨幣政策」對於房價影響極為顯著。Miller；Sklatz and Ordway（1988）、李琴燕（2009）以及郭樹華，王旭（2012）均認為匯率對於房價存在顯著影響。李宏瑾（2005）說明人均可支配收入會影響房地產價格，應使市場機制可以充分發揮，以利房地產市場的運行。周京奎（2006）推論房地產投資額、土地購置面積、人均可支配收入、貨幣供應量、貸款利率以及匯率

對於房價都存在影響關係。況偉大，趙宇華（2010）研究股價與房價相互影響的關係，並得出兩者之間確實存在強勁的關聯度，而且房市對股市影響大於股市對房市影響。



### 第三章 外商投資與天津房地產市場概況

天津簡稱「津」，意為天子渡過的地方，別名津沽、津門；從明朝永樂二年西元 1404 年迄今（2012 年）已建城超過 600 年。其地理位置處於中國大陸華北平原東北部，位居環渤海灣中心，東臨渤海、北依燕山，市區面積 1 萬 1,916.88 平方公里，海岸線全長 153 公里，距離北京約 120 公里，自古以來即是拱衛京畿的要地和門戶。1949 年中華人民共和國建國後，天津即被劃定為直轄市，雖然於 1958 年一度被改制為省轄市，隸屬河北省；但在 1967 年基於主客觀因素的考量下，中共中央決定再將天津恢復為直轄市，顯示出天津歷史角色的特殊性及其地理位置的重要性。<sup>15</sup>

不過雖然天津自早即貴為中國大陸四大直轄市之一，擁有直轄市的位階、良好的港口以及悠久的工業基礎，但是歷史的變遷卻讓天津可謂歷盡滄桑。鄰近北京自古以來即肩負攘衛京畿的責任，「穩定」二字也就成為天津發展歷程上首要訴求與考量，而這相對使得天津領導階層在各方面均顯的保守。「可以沒有誠意，但是不能犯錯」施政上傾向不作為，更遑論具有風險較高的政策創新與改革，再加上經濟閉鎖所造成的結果，導致空有良港卻無從發揮地緣經濟的優勢，讓天津在中國歷史發展脈動中遠遠落後上海、廣州、深圳等地區；就 90 年代而言，天津可以說是經歷失去的十年。<sup>16</sup>直至近十幾年來，中國大陸改革開放的力道逐漸加深，且在擘劃環渤海經濟圈及建設濱海新區升級為中國國家發展戰略層級的推動下，才讓天津市政建設各方面發展得以迎頭趕上，經濟明顯成長。

依據中國大陸官方統計資料顯示，截至 2010 年底，天津常住人口為 1,229.29 萬人，占中國大陸全國總人口數 0.9%；全市生產總值為 9,224.46

---

<sup>15</sup> 請參閱天津政務網，網址：<http://www.tj.gov.cn/>，天津市地方誌網，網址：<http://www.big5.tjdfz.org.cn/>。

<sup>16</sup> 張弘遠、林雅鈴（2011），「中國特區經濟發展誘因機制轉變的政經意涵：天津濱海新區的個案分析」，《中國大陸研究》（臺灣），第 54 卷第 2 期，頁 47。

億元人民幣，占中國大陸全國比重 2.4%；而全社會固定資產投資金額為 6,511.42 億元人民幣，占中國大陸全國比重 2.3%，並已連續 3 年增量超過千億，與 2009 年 5,006.32 億元人民幣相較，增長幅度 30.1%。<sup>17</sup>



---

<sup>17</sup> 以上各項數據均來自 2011 天津統計年鑑。



## 第一節 天津房地產市場的發展歷程

透過蒐整中國大陸房地產發展相關文獻、中國大陸中央房產重要政策，以及天津歷年來房地產發展重要指標數據進行蒐整歸納，初步將天津房地產市場的發展歷程，自 1978 年中共第十一屆三中全會，鄧小平推動中國大陸改革開放後迄今，概略區分五個歷史階段，具體勾勒天津房產市場發展脈絡，分述如後：

### 一、1978~1990 年：

明確而言，中國大陸在 1978 年改革開放之前，幾乎沒有所謂的房地產市場，可以說只有建築業而沒有房地產業。中國大陸房地產制度的改革曙光，可以追溯到 1980 年鄧小平提出關於住房制度改革的問題，打破以往住房公有制、住房福利制的觀念，建構出住房新制度的基本藍圖。依據最高領導人的政策指導，中共中央、國務院於同（1988）年 6 月旋即批轉了《全國基本建設工作會議彙報提綱》，正式宣布將實行住宅商品化的政策，允許私人自建房屋、賣屋，可以擁有私人的住宅，並且對於新建住宅、私人現有住宅均可出售。至此，中國大陸算是真正拉開房地產制度改革的序幕。

從 1980 年到 1990 年，中國大陸住房制度改革經歷「公房出售試點」、「提租補貼試點」以及「全面起步」三個階段，這段期間房改具體成果，體現在 1984 年以及 1988 年。在總結經驗的基礎上，1984 年 10 月城鄉建設環境保護部向國務院提出《關於擴大城市公有住宅補貼出售試點的報告》，中共並在十二屆三中全會正式明確建設公有制基礎上有計畫的商品經濟方針。1988 年中國大陸召開第一次全國住房制度改革工作會議，形成了以「提、租、補、貼」為核心的第一個全國性住房制度改革方案，住房制度的改革腳步持續推進。不過真正使中國大陸房地產市場得以發展壯大，主要是從 1990 年 5 月 19 日國務院第 55 號《中華人民共和國城鎮國有土

地使用權出讓和轉讓暫行條例》以及同年月日國務院令第 56 號《外商投資開發經營成片土地暫行管理辦法》這兩個條例、措施的實施開始，這兩份文件可以算是中國大陸最早規範城市土地與房地產開發的法律條文，也為中國大陸全國房地產市場開發提供了主要的法律依據與保障；而與之同時，因為受到大陸中央整體房地產政策影響推動下，因勢利導天津房地產市場也開啟一連串蓬勃發展的新契機。<sup>18</sup>

## 二、1991~1993 年：

1991 年 6 月 7 日國務院公布《關於繼續積極穩妥地進行城鎮住房制度改革的通知》，提出了實施新房新制度、分步提租、交納租賃保證金、出售公有住房、推動國家、集體、個人三方面共同投資體制...等住房制度改革新思路。同年 11 月，國務院辦公廳轉發了國務院住房制度改革領導小組《關於全面推進城鎮住房制度改革的意見》，明確了住房制度改革的指導思想與根本目的，而這也體現出一個積極面象，意即中國大陸房地產改革已經由探索和試點階段，進入到全面推行和綜合配套的新層次。

不過由於 1991 年天津的房地產開發企業為數不多，且開發商多數採取拆遷原地安置的方式發展房地產，較無法刺激當地房地產市場的活躍，個人購房可說是寥寥無幾。<sup>19</sup>

## 三、1993~1997 年：

1992 年鄧小平南巡講話後，中共中央於同年 10 月十四大將「建設有中國特色社會主義的理論和黨的基本路線」寫進黨章，確立了建設「有中國特色社會主義市場經濟」的改革總目標，解決了市場經濟意識形態問題。正因為路線、思想確定了，中國大陸市場立即被激發出經濟的活水，不過

---

<sup>18</sup> 「城鎮國有土地使用權出讓和轉讓暫行條例」對土地使用權的出讓、轉讓、出租、抵押、終止以及土地使用權劃撥等問題作了明確的規範，而「外商投資開發經營成片土地暫行管理辦法」則允許外商可以從事土地成片開發經營的活動。這兩個法案使得中國大陸土地使用權有償出讓和轉讓的法規更趨完善，建構出具有中國特色的土地市場基本框架。

<sup>19</sup> 丁一（2004），《天津房地產市場研究》，北京清華大學工商管理碩士論文，頁 42。

相對在缺乏制度約束情況下也導致了大量假性需求和流通領域的炒作，而這尤以房地產市場為甚；投機者依靠著金融借貸、炒賣地皮，大規模地進行土地開發建設，此一現象於短時間內迅速升溫並波及全國，後續導致金融秩序紊亂和新一輪的經濟膨脹，迫使中國大陸政府於 1993 年底，不得已採取調控措施進行治理整頓工作。<sup>20</sup>

1993 年天津吸引外商直接投資金額 5.41 億美元，與 1992 年 2.31 億美元相較，同比增幅高達 146.5%。另由圖 4「天津房地產開發投資情況(1991~2000 年)」也可以看出 1993 年天津房地產開發投資金額比 1992 年整整爆增了 294.7%。1994 年初，天津啟動史上規模空前的市區危陋平房改造工程（又稱世紀危改工程），積極處理舊城區住房狹窄不足、平房破舊危陋、居住環境惡劣..等問題。<sup>21</sup>次（1995）年天津市政府為了因應危改工程所產生的巨大資金缺口，推行了「貨幣安置」的政策，把改造危陋平房的歷史問題與房改政策相互結合起來，順利解決世紀危改工程所需資金缺口，加速了工程的進行。復以 1997 年住房公積金制度的普遍建立，公積金歸集和貸款力度的不斷加大、銀行對個人抵押貸款的支持以及公房交易禁錮的解除...等舉措，大大刺激了住宅市場的活躍。至此，天津房地產市場迅速升溫、交易熱絡並且於 1997、1998 年到達第一個高峰。<sup>22</sup>然而房地產市場增長速度遠超過當地經濟成長，引起產官學界對於市場是否過熱，是否潛存泡沫化現象等議題持續關注與討論。

---

<sup>20</sup> 呂俊華、邵磊（2003），「1978~2000 年城市住宅的政策與規劃設計思潮」，《建築學報》（北京）第 9 期，頁 9。

<sup>21</sup> 天津世紀危改工程自 1994 年初正式啟動，到 1999 年底超額完成任務，歷時 6 年。依據統計資料顯示，工程期間共計拆除危陋平房 836 萬平方公尺，新建住宅 2,073 萬平方公尺，高達 30 多萬戶、110 多萬市民喬遷新居，天津市區將近四分之一的人口改變住房條件，而讓城市面貌煥然一新。

<sup>22</sup> 王竹軒（2008），《天津市房地產市場發展現狀及趨勢分析》。天津：河北工業大學碩士論文，頁 13。

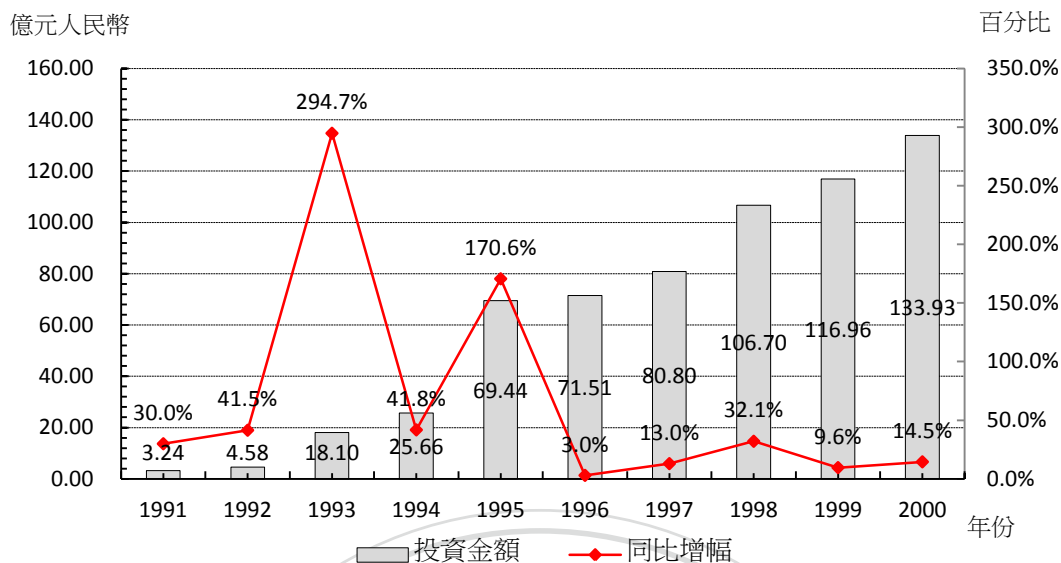


圖4：天津房地產開發投資情況（1991～2000）  
資料來源：2011年天津統計年鑒

#### 四、1998～2002年：

1998年最受矚目的國際事件應該算是亞洲地區爆發嚴重金融危機，在此國際金融風暴衝擊下，亞洲各國均遭受程度大小不一的波及，且無一幸免；不過由於中國大陸政府早已實行宏觀調控措施，復以當時大陸國內市場尚未完全對外開放，所受影響不若印尼、南韓和泰國等國家嚴重，並未造成重大經濟衰退。在金融風暴期間，中國大陸提出以拉動內需刺激經濟增長的經濟政策來因應此一衝擊，1998年7月3日國務院頒布《國務院關於進一步深化城鎮住房制度改革加快住房建設的通知》，要求進一步深化城鎮住房制度的改革，加快住房建設的腳步，試圖扶植住宅產業成為新的消費熱點和經濟增長點，也因為在這樣的時空背景下，大陸全國各地住房改革的力度迅速加大。<sup>23</sup>1992年2月中國人民銀行再下發《關於開展個人消費信貸的指導意見》，文件開宗明義指出「積極開展個人消費信貸，對促進消費，擴大內需，推動生產，支持國民經濟持續穩定發展以及調整信貸結構，提高信貸資產質量，具有十分重要的意義。」在中國大陸中央「積

<sup>23</sup> 呂俊華、邵磊(2003),「1978～2000年城市住宅的政策與規劃設計思潮」,《建築學報》(北京)第9期,頁9。



極開展個人消費信貸」的觀念引導下，消費者購房熱情被激發，紛紛投入房地產市場。<sup>24</sup>此時期天津房地產市場，基本上呈現先下滑後上升的趨勢，並在 1998 年下半年停止住房福利分配以及一系列鼓勵住房消費政策中開始恢復活力。經統計，1998~2002 年天津累積房地產完成投資額 694.7 億元人民幣，年平均增長率 13.39%，到 2002 年天津房地產完成投資額已經達到 175.8 億元人民幣，所以這段時期可以稱作是天津住房商品化的發展期，其房地產銷售額、銷售面積都有極大程度的增長。

## 五、2003 年~迄今：

2011 年天津全市生產總值突破萬億元人民幣，達到 1 萬 1,190.99 億元人民幣的高點，比 2010 年增長 16.4%，經濟的高度發展順勢拉動房地產市場成長，是以 2003 年迄今基本上可以稱為天津房地產市場的高速發展期，本時期雖然受到大陸中央房地產調控政策影響，房價出現了有「負成長」現象，但整體而言，仍然屬於逐年上漲的態勢。2011 年天津房地產開發投資金額為 1080.04 億元人民幣，較 2010 年增長了 24.6%。而商品房每平方公尺平均價格從 2003 年的 2,518 元人民幣，2007 年的 5,811 元人民幣，到 2011 年已經達到了 9,466 元人民幣。

本時期天津房地產發展主要催化劑是大規模拆遷所產生的大量剛性購房需求，這也具體反映在房地產市場各項指標，均明顯呈現快速增長的態勢。天津市政府提出以「海河」沿岸開發為核心的城市發展思路，加大了危改拆遷力度，同時在政策上實施一連串有利於房地產市場發展的措施。<sup>25</sup>例如，住房信貸銀行政策的提出，武岳（2007）2006 年 9 月 9 日在天津濱海新區開發開放與金融改革創新高峰會議上，時任天津市市長的戴相龍，提出要利用天津現有金融機構和部分金融機構轉軌之際，論證和組建主要

---

<sup>24</sup> 吳立範、羅黨論（2009），《中國的住房政策》。北京：經濟科學出版社，頁 62。

<sup>25</sup> 王竹軒（2008），《天津市房地產市場發展現狀及趨勢分析》。天津：河北工業大學碩士論文，頁 13。



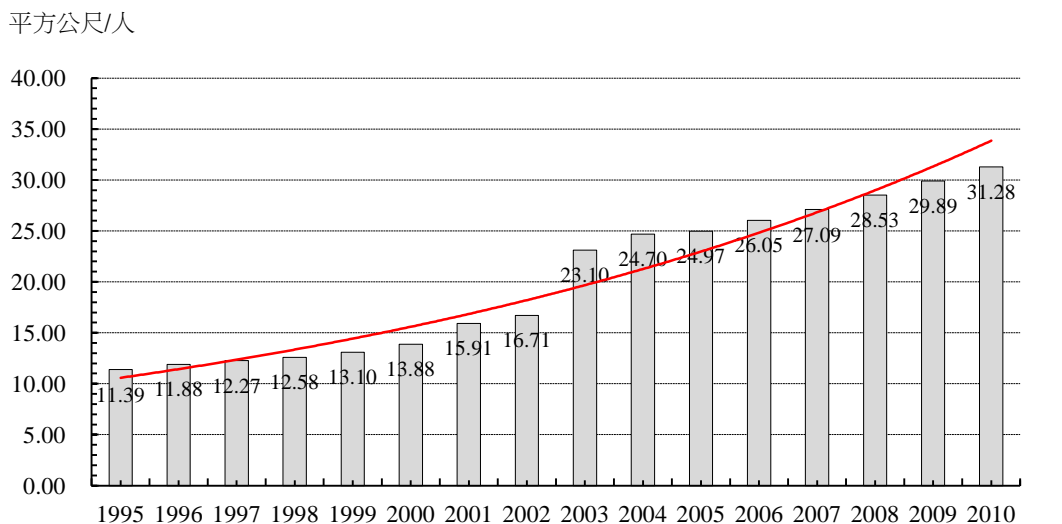


圖5：天津人均住宅建築面積（1995～2010）  
資料來源：2011年天津統計年鑒、輝煌的歷程—天津改革開放30年。

為低收入者提供貸款購買 90 平方公尺以下住房的住房信貸銀行。所謂住房信貸銀行，是一種以契約型的互助儲蓄住房金融體系為依托，以低息貸款為賣點的專業住房金融機構。由於住房信貸銀行政策的實行，為廣大中低收入者提供了較普通住宅貸款有更長還款年限的信貸，除了讓中低收入階層的人得以購屋解決住房困難，一方面也間接刺激房地產市場的景氣。持續深化的制度改革讓天津城鎮居民居住水準和品質明顯提高，在天津戶籍人口不斷增加的壓力下，人均住宅面積亦能從 1995 年 11.39 平方公尺/人，逐步提升到 2010 年 31.28 平方公尺/人（請參照圖 5），並持續朝世界已開發收入國家人均住房面積的水準邁進。

再者，「濱海新區」的成立也是一個關鍵因素，2006 年 5 月 26 日國務院頒布《推進濱海新區開發開放有關問題的意見》（國發[2006]20 號）正式成立濱海新區，十七大以後濱海新區成為中國大陸領導階層新的經濟關注點。2008 年 3 月 13 日國務院下發《關於天津濱海新區綜合配套改革試驗總體方案的批復》，將濱海新區的發展模式定義為暨上海浦東新區以後，第二個全面型「國家綜合配套改革試驗區」。<sup>26</sup>透過企業、科技體制、涉外

<sup>26</sup> 截至 2011 年底，中國大陸政府已批准 3 個地區為全面型「國家綜合配套改革試驗區」：2005

經濟、金融制度、土地管理、城鄉規劃、農村體制...等十大面向改革，全力支持濱海新區發展。在透過新區自身經濟發展的同時，利用經濟輻射效應帶動整個環渤海地區經濟發展的整體提升。依中國大陸統計資料，2011年濱海新區生產總值便高達 5030.11 億元人民幣，較 2009 年增長 25.1%；已經占全天津市生產總值比重的 55.2%。<sup>27</sup>

交通建設的開發挑動沿線房地產開發商的敏感神經，也成為激發房地產市場活水的一股強勁力量。事實上，最能直接反應影響效果不外是公路沿線、鐵路車站鄰近地點土地價格的上漲。2008 年 8 月 1 日京津城際鐵路正式通車運營，這對北京成功舉辦奧運會，以及促進環渤海地區的區域發展不僅意義顯著而且居功厥偉，時速高達 350 公里的高速鐵路讓北京到天津的車程縮短到 30 分鐘以內，經由換乘平台無縫連接，列車旅客可與北京、天津兩地的地鐵直接實施換乘；讓居住在天津，工作在北京—「京津同城」的概念得以實現，爆發出巨大經濟效益。復以中國大陸 2008 年舉辦北京奧運，在奧運經濟的推動下城市快速發展，天津作為北京奧運協辦城市，受到國家關注眼光以及中央政策支持。在如此政經方面主客觀條件風雲際會配合下，為天津房地產市場提供良好的發展契機，帶動天津房地產價格持續茁壯成長，並且不斷攀升高點。

---

年 6 月上海浦東新區、2006 年 5 月天津濱海新區以及 2008 年 5 月深圳市；以及 8 個專題性「國家綜合配套改革試驗區」：重慶市、四川省成都市、湖北省武漢城市圈、湖南省長株潭城市群、遼寧省瀋陽經濟區、山西省、浙江省義烏市和廈門市。

<sup>27</sup> 以上各項數據來自 2010 年天津市國民經濟和社會發展統計公報。

## 第二節 中國大陸房地產市場宏觀調控與限外政策

### 一、房地產宏觀調控政策：

綜觀中國大陸房地產市場發展的歷史脈絡，可以發現真正重要的宏觀調控分別發生在 1993 年、1998 年、2003 年、2005 年、2008 年以及 2010 年；其中代表性調控政策包括國十六條、國八條、國六條、(新)國十條、23 號文件、18 號文件等。不過本研究關注 2000 年以後中國大陸政府對房地產市場宏觀調控政策的轉變，1999 年以前便不在本文討論範圍。劉維新 (2010) 認為，中國大陸房地產市場真正的宏觀調控應該從 2003 年起步，而迄 2011 年一共經歷了「防止過熱抑制供給」、「重點控制房價上升」、「全面治理」和「異常波動」等四個階段：<sup>28</sup>

#### (一) 防止過熱抑制供給：

2003 年 6 月中國人民銀行頒布《中國人民銀行關於進一步加強房地產信貸業務管理的通知》，提出控制房地產信貸資金，進一步落實信貸政策的嚴格要求，不過由於本政策遭到絕大多數開發商的強烈反對，儘管提高了房地產行業進入門檻和項目自有資本金的要求，然在實際執行面上卻無法有效落實。同年 8 月，國務院再頒布《國務院關於促進房地產市場持續健康發展的通知》，加強改善房地產住房市場供求的結構性矛盾、以及房地產價格跟投資增長過快的「三突」問題。在土地管控問題上要求落實國土資源部於 2002 年 5 月所簽發《招標拍賣掛牌出讓國有土地使用權規定》，對於土地供給總量予以嚴格控制，並加強土地利用、城鎮鄉村規劃管理，以及清理閒置土地、制止囤積土地...等具體作為。總結而言，本階段調控目的，是抑制房地產市場投資和供給的增長速度，希望能減緩固定資產投資過熱的現象，不過最後雖然目的達到了，但是房價卻逆其道而行不降反升，完全無法控制上漲的態勢。

<sup>28</sup> 劉維新 (2010)，「中國房地產市場宏觀調控的回顧與展望」《中國房地產金融》(北京)，第 7 期，頁 3-6。

## （二）重點控制房價上升：

為了要能夠根本解決房價過高（房價上漲過快）、大型住房比重過大以及投資增長過快的「三突」問題，2005年3月，國務院頒布《國務院辦公廳關於切實穩定住房價格的通知》，同年4月再頒布《國務院辦公廳轉發建設部等部門關於做好穩定住房價格意見的通知》，要求全國有關部門應該嚴肅、認真解決三大突出問題，置重點於打擊供給環節和消費環節上的投機炒作行為，並從提高房貸以及投資成本、降低投資收益的角度著手來抑制房價的上漲。本階段調控政策主要手段包括提高首付比例和貸款利率、提高房屋交易稅、限制期房轉讓..等。<sup>29</sup>不過令人遺憾，這些調控政策只在少數城市出現短暫的成效，2006年初期主要城市房價出現「報復性上漲」現象，被壓抑的房產需求開始反彈。

## （三）全面治理：

2006年至2008年7月是中國大陸政府對於房地產市場全面治理階段，2006年5月，總理溫家寶主持國務院常務會議，提出研究促進房地產業健康發展的六條措施，也就是俗稱的國六條。<sup>30</sup>同年月國務院辦公廳再轉發建設部、發展改革委、監察部、財政部、國土資源部、人民銀行、稅務總局、統計局、銀監會《關於調整住房供應結構穩定住房價格意見的通知》（簡稱九部委15條），這是針對「國六條」內容做進一步細節性的規範。本階段調控政策的重點仍然圍繞在房價過高以及房地產市場結構矛盾的問題上，政策制定也從「增加供給」與「抑制需求」兩部分為著眼點同步進行，強調應該確實調整住房供應結構，並把中低價位以及中小型普通商品住房、經濟適用住房和廉租住房列為重點發展項目。明確律定提高小戶型商品房所占比例，制定90平方公尺以下的普通商品房必須占商品房總量70%以上的政策。再者，進一步發揮稅收、信貸、土地政策的調節作用，

---

<sup>29</sup> 中國大陸習慣上把在建的、尚未完成建設的、不能交付使用的房屋稱之為「期房」。

<sup>30</sup> 「溫家寶主持常務會研究促進房地產業健康發展措施」全文，請參閱：天下房地產法律服務網房地產政策法規查詢，網址：<http://www.law110.com/law/guowuyuan/law11020062223.htm>。



用來引導和調節住房需求；對於城市房屋拆遷規模和進度先期予以合理控制，以減緩被動性住房需求的快速成長，進而達到抑制房價快速上揚的目的。不過這個階段儘管中國大陸政府頒布了一連串房地產宏觀調控政策，並且於政策頒布後均派出檢查組到地方檢查各級政府對於政策執行的落實情形，但是最終卻是陷入政策頒訂越多、檢查越頻繁，反而實際成效越不顯著的窘境；與中國大陸政府制定政策的意圖相去甚遠。一直要到 2008 年 7 月在南方的一些城市，房價才開始真正的下降。

#### （四）異常波動：

由於受到美國次貸危機的影響，中國大陸政府為了穩定國內總體經濟，以實現「保增長、擴內需、調結構」的目標，從 2008 年 9 月起政策突然逆轉，在不到三個月時間內先後 5 次下調貸款基準利率和住房公積金利率。同年 10 月，國務院相關部門又進一步採取一系列補救措施，如下調稅率、暫免徵收土地增值稅...等。再加上投入四兆人民幣振興經濟的救市方案以及擴大內需、寬鬆財政金融政策的影響拉動下，使房地產市場價格僅僅穩定和下降了不到幾個月時間，就出現 V 型反轉房價大幅度反彈、市場一片榮景的現象。就 2009 年而言，中國大陸房地產市場是呈現空前繁榮，房價持續井噴式上揚，高出了 2007 年 21.14%（如圖 6）；而且單單 2009 這一年，中國大陸全國便有 27 家房地產開發商銷售額超過 100 億人民幣。結果一方面引發各界對於大陸房地產市場是否已經出現泡沫化的疑慮，另一方面則由於房價高漲的結果讓許多中低階層望屋興嘆，造成中國大陸政府極大的壓力。也正因為如此，為了預防房地產市場可能出現的崩盤危機，影響國內整體經濟健康發展，於 2010 年 1 月，由國務院辦公廳頒發《關於促進房地產市場平穩健康發展的通知》，加強對信貸資金和跨境投融資活動的監管，並積極合理引導住房消費，落實風險防範和市場監管，以抑制投資投機性購房需求，進一步加強房地產監控，防止熱錢衝擊房地產市場。不過，往後幾個月市場並沒有因此而降溫，北京、上海等一線城市甚



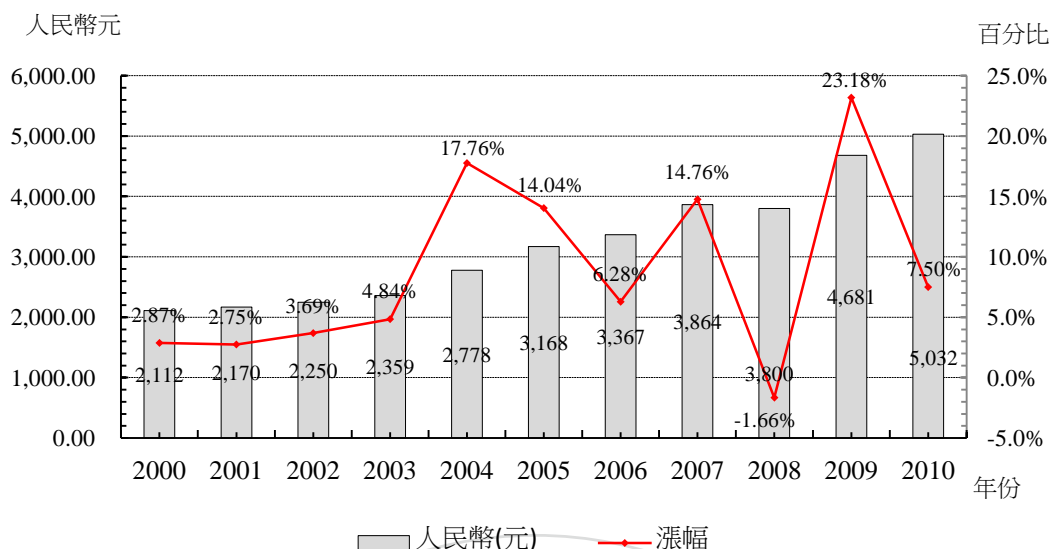


圖6：中國大陸全國商品房平均銷售價格（2000～2010）  
資料來源：2010年中國統計年鑑

至「地王」頻出，而這也直接導致了中國大陸中央於4月14日、17日不得不連續頒布政策指令，盡全力遏止此一現象的蔓延。<sup>31</sup>

2010年4月14日，總理溫家寶主持國務院常務會議提出用更加嚴格的差別化住房信貸政策...等新的「國四條」；<sup>32</sup>4月15日，國土資源部公布2010年全國土地供應計畫，土地供給量是2009年實際供給的3倍，高達18萬公頃；4月17日國務院再頒布《國務院關於堅決遏制部分城市房價過快上漲的通知》，即被稱為10號文件的「房地產新政」，來進一步強化4月14日國務院常務會議提出的諸多舉措；4月19日，建設部發出《關於進一步加強房地產市場監管、完善商品住房預售制度有關問題的通知》，要求對開發商囤積惜售、哄抬房價等行為給予最嚴厲的打擊。<sup>33</sup>隨著房產政策（信貸、土地、稅收等）密集出臺，市場在5至8月份便有明顯的降

<sup>31</sup> 同註28。

<sup>32</sup> 該會議對未來房地產調控政策的主基調是兩個「更為」：必須採取「更為嚴格」、「更為有力」的措施，堅決遏制部分城市房價過快上漲，並且提出了包括抑制不合理住房需求、增加住房有效供給、加快保障性安居工程建設以及加強市場監管等四項具體的措施，即新「國四條」（有別於2009年12月14日國務院常務會議提出的舊「國四條」）。請參閱，中國評論新聞網，「新國四條可望扭轉房價調控被動局面」，網址：  
<http://www.chinareviewnews.com/doc/1012/9/3/4/101293450.html?coluid=7&kindid=0&docid=101293450>。

<sup>33</sup> 馬光遠（2010），「房地產新政進入真正的風暴期」《南方人物周刊》（廣州）第14期，頁23。

溫。

2011 年 1 月 26 日，為鞏固和擴大調控成果，進一步做好房地產市場調控工作，國務院辦公廳頒布《國務院辦公廳關於進一步做好房地產市場調控工作有關問題的通知》（亦稱新國 8 條），將高房價納入地方政府問責制，要求地方政府切實承擔起促進房地產市場平穩健康發展的責任；並且強化差別化住房信貸政策，對於貸款購買第二套住房的家庭，首付款比例不得低於 60%，要求銀行貸款利率不得低於基準利率的 1.1 倍；再輔以從嚴制定和執行住房限購措施等，要求中國大陸各主要城市必須在 2 月推出因應打房要求的限購令等，政策力度再次加強。<sup>34</sup>

茲蒐整 2000 年至 2011 年中國大陸中央制訂有關房地產調控主要政策與法規彙整如下表 4，使吾人對於本（2000~2011）時期中國大陸主要房產政策的變化演進，可以有較為清楚的瞭解與體認。

---

<sup>34</sup> 限購令採取與戶籍及納稅證明掛鉤來落實，譬如非北京戶籍的家庭，必須連續 5 年以上，在北京市繳納社會保險或個人所得稅繳納證明，才能在北京購屋。上海及重慶則開始實施房屋稅，例如 1 月 28 日起上海市的房產新購且屬於該居民家庭第 2 套及以上的住房和非上海市居民家庭在上海市新購的住房要每年繳交房產稅，稅率為 0.6%。重慶則對主城區超過均價兩倍的新房徵繳房產稅，累計稅率在 0.5%~1.2%，全部獨棟商品房都在徵稅範圍內。  
財金（評）100-029 號「兩岸打房都在玩真的」國家政策研究基金會，2011 年 3 月 2 日。  
網址：<http://www.npf.org.tw/post/1/8832>。

表 4：2000~2011 年中國大陸關於房地產調控主要政策、法規一覽表

發文機關	發文號	名稱	發文日期	備考
國務院	國發[2001]15 號	國務院關於加強國有土地資產管理的通知	2001.04.31	
中國人民銀行	銀發[2001]195 號	中國人民銀行關於規範住房金融業務的通知	2001.07.07	2010.03.22 廢止
國務院	國發[2002]12 號	國務院關於進一步加強住房公積金管理的通知	2002.05.13	
中國人民銀行	銀發[2003]121 號	關於進一步加強房地產信貸業務管理的通知	2003.06.05	
國務院辦公廳	國辦發[2003]70 號	國務院辦公廳關於清理整頓各類開發區加強建設用地管理的通知	2003.07.30	
國務院	國發[2003]18 號	國務院關於促進房地產市場持續健康發展的通知	2003.08.12	
國務院	國發電[2003]7 號	國務院關於加大工作力度進一步治理整頓土地市場秩序的緊急通知	2003.11.03	
國務院辦公廳	國發電[2004]20 號	國務院辦公廳關於深入開發土地市場治理整頓嚴格土地管理的緊急通知	2004.04.29	
中國銀行業監督管理委員會	銀監發[2004]57 號	商業銀行房地產貸款風險管理指引	2004.09.06	
國務院	國發[2004]28 號	國務院關於深化改革嚴格土地管理的決定	2004.10.21	
國務院辦公廳	國發電[2005]8 號	國務院辦公廳關於切實穩定住房價格的通知	2005.03.26	舊國 8 條
國務院辦公廳	國辦發[2005]26 號	國務院辦公廳轉發建設部等部門關於做好穩定住房價格意見的通知	2005.04.30	新國 8 條
國務院辦公廳	—	溫家寶主持常務會研究促進房地產業健康發展措施	2006.05.07	國 6 條
國務院辦公廳	國辦發[2006]37 號	國務院辦公廳轉發關於調整住房供應結構穩定住房價格意見的通知	2006.05.24	九部委 15 條
建設部	建住房[2006]171 號	關於規範房地產市場外資准入和管理的意見	2006.07.11	限外令
國務院辦公廳	國辦發[2006]50 號	國務院辦公廳關於建立國家土地督察制度有關問題的通知	2006.07.13	

表 4：2000~2011 年中國大陸關於房地產調控主要政策、法規一覽表（續）

發文機關	發文號	名稱	發文日期	備考
國務院	國發[2006]31 號	國務院關於加強土地調控有關問題的通知	2006.08.31	
國家外匯管理局	匯發[2006]47 號	國家外匯管理局、建設部關於規範房地產市場外匯管理有關問題的通知	2006.09.01	
國務院辦公廳	國辦發[2006]100 號	國務院辦公廳關於規範國有土地使用權出讓收支管理的通知	2006.12.17	
商務部	商資函[2007]50 號	商務部、國家外匯管理局關於進一步加強、規範外商直接投資房地產業審批和監管的通知	2007.06.11	
國務院	國發[2007]24 號	國務院關於解決城市低收入家庭住房困難的若干意見	2007.08.07	
國家發改委 商務部	第 57 號令	外商投資產業指導目錄（2007 年修訂）	2007.10.31	2012.01.30 廢止
國務院	國辦發[2007]71 號	國務院辦公廳關於嚴格執行有關農村集體建設用地法律和政策的通知	2007.12.30	
國務院	國發[2008]3 號	國務院關於促進節約集約用地的通知	2008.01.03	
國務院辦公廳	國辦發[2008]131 號	國務院辦公廳關於促進房地產市場健康發展的若干意見	2008.12.20	
國務院辦公廳	國辦發[2010]4 號	國務院辦公廳關於促進房地產市場平穩健康發展的通知	2010.01.07	國 11 條
國務院	國發[2010]10 號	國務院關於堅決遏制部分城市房價過快上漲的通知	2010.04.17	10 號文件 國 10 條
國務院辦公廳	國辦發[2011]1 號	國務院辦公廳關於進一步做好房地產市場調控工作有關問題的通知	2011.01.26	新國 8 條
國家發改委 商務部	第 12 號令	外商投資產業指導目錄（2011 年修訂）	2011.12.24	2012.01.30 施行

註：本表依年份由遠至近順序排列

## 二、房地產宏觀調控的限外政策：

要釐清中國大陸房地產宏觀調控政策中，有關於限外政策制定的時空背景，必須將觀察時序拉回 2006 年。客觀而言，2006 年是外商投資中國大陸房地產市場一個重要的時間點，在 2006 年以前（1993~2005）雖然外商對於中國大陸房地產投資較改革開放初期，也就是房地產剛起步階段（80 年代~1992）有明顯的增加，不過由於當時中國大陸國內房價相對平穩，所以外商每年投資房地產市場金額也沒有太大的變化。依統計，大陸全國實際平均金額約在 56.8 億美元左右。2006 年以後，受到中國大陸國內房價開始快速上漲的影響，房地產行業頓時成為外商投資的重點項目，投資金額激增並且屢創新高。2006 年外商直接投資房地產開發總金額為 5,025.14 億元人民幣，在 2011 年末已累積達 1 萬 7,683.84 億元人民幣，增加幅度接近 251%。<sup>35</sup> 也正因為房市持續增溫，國際熱錢（游資）便透過各種可能管道湧進房地產市場，讓市場潛在風險不斷擴大。而在面對高房價的民怨問題上，擁有龐大資金的外資，頓時成了眾矢之的，社會輿論幾乎一面倒地批判外資透過各種手段炒房，是推高房價的兇手。在此情況下，中國大陸政府不得不陸續頒布相對應的限制政策，針對外資投資房地產市場實施更趨嚴格的規範與監管。

在中國大陸房地產宏觀調控政策中，關於限制外資的政策首推 2006 年 7 月由建設部、商務部、國家發展和改革委員會、中國人民銀行、國家工商行政管理總局、國家外匯管理局等六部委聯合會簽的《關於規範房地產市場外資准入和管理的意見》，也就是俗稱「限外令」的 171 號文件。這份文件將外資進入中國大陸房地產業的限制範圍予以擴大，首先針對規範外商投資房地產市場准入方面，該文件明確表明境外投資者想要透過股權轉讓或其他方式併購境內房地產企業，或者收購合資企業中屬於中方股權的，必需妥善安置所有員工，處理銀行債務；並且要以自有資金一次性

---

<sup>35</sup> 以上數據由臺灣經濟新報網查詢獲得，網址：<http://www.tej.com.tw/twsite/首頁/tabid/163/language/zh-TW/Default.aspx>。



支付全部的轉讓金。另外對於有不良紀錄的境外投資者，嚴格禁止在中國大陸國內從事上述的行為。再者，針對加強外商投資企業房地產開發商經營管理也開始設限，其內容主要以開發項目資本金額未達到該項目投資總額 35%，不得辦理境內、境外相關貸款；並且嚴禁外匯管理部門批准該企業外匯借款結匯...等。

171 號《意見》的實施象徵中國大陸房地產外資政策的重大變革，即從以往「鼓勵外資投資」階段轉變為「限制外資」階段，拉開中國大陸限制房地產外資的序幕。根據 171 號《意見》指導，中國大陸各城市紛紛制訂相關限外細則，以呼應中央 171 號《意見》；例如北京於次（2007）年即制訂《北京市建設委員會等關於規範境外機構和境外個人購買商品房的通知》，天津以津政發[2007]035 號訂定公布《批轉市建委等八部門關於規範我市房地產市場外資准入和管理意見的通知》...等均如是。為了進一步貫徹落實 171 號《意見》，2006 年 8 月 14 日商務部辦公廳發布《商務部辦公廳關於貫徹落實關於規範房地產市場外資准入和管理的意見有關問題的通知》（商資字[2006]192 號）。該通知對《意見》進行了解釋說明和進一步的補充，明確外商投資房地產企業的審批和管理的有關問題以及進一步規範房地產領域外商投資和併購行為。

緊接著為進一步加強、規範外商投資房地產審批、備案和監管相關事宜，商務部於 2007 年 5 月與國家外匯管理局聯合發布《關於進一步加強、規範外商直接投資房地產審批和監管的通知》，以作為 171 號《意見》限外令的補充。這份通知就外商申請設立房地產公司方面，除了提出「先有投資專案，後始得申請公司」的要求外，其中更嚴格限制外資投資高級房地產；並且經由地方審批部門批准成立的外商投資房地產企業，須即時向商務部備案，外匯管理部門對於違規設立的外商投資房地產企業不予辦理外匯登記手續。<sup>36</sup>

---

<sup>36</sup> 史庭寬(2008),《罪魁禍首或代罪羔羊? 外商直接投資與上海房地產價格波動的關係》。臺北:



同（2007）年 11 月，國家發改委和商務部又公布《外商投資產業指導目錄（2007 年修訂）》，也就是外界俗稱的「新限外令」，再次加強外資投資房地產的監管作為。從新目錄內容可以區分兩部分來解讀中國大陸不再鼓勵外商投資房地產業：第一，新目錄鼓勵類項目中並沒有出現有關房地產業的相關內容；第二，限制類項目中清楚條列將持續限制外商投資土地成片開發（限於合資、合作）以及高級飯店、別墅、商業辦公大樓和國際會展中心的建設、經營，並且新增外商投資房地產二級市場及房屋仲介經紀公司的限制，對於鼓勵外資進行普通住宅開發的規定也予以取消。

2009 年 1 月 12 日財政部國家稅務總局頒布《關於對外資企業及外籍個人徵收房產稅有關問題的通知》，宣布自 2009 年 1 月 1 日起，外商投資企業、外國企業和組織以及外籍個人需依照《中華人民共和國房地產稅暫行條例》繳納房地產稅。2010 年 1 月，由國務院辦公廳頒布《關於促進房地產市場平穩健康發展的通知》，加強對信貸資金流向和跨境投融资活動的監控，防範信貸資金違規進入房地產市場，以抑制投資投機性購房需求，防止熱錢的衝擊。2010 年 11 月 4 日住房和城鄉建設部國家外匯管理局頒布《關於進一步規範境外機構和個人購房管理的通知》，這個《通知》的實施在當時引發業界熱烈討論，業界人士普遍認為，此次針對外資的「限購」政策，是繼 2006 年 171 號限外令之後，對外資投資中國大陸房地產市場的進一步的規範和管理。最主要的用意還是在於遏制人民幣升值預期下大量熱錢湧入房地產市場。<sup>37</sup>

---

政治大學東亞研究所碩士論文，頁 37。

<sup>37</sup> 「遏制境外熱錢湧入樓市限購令延伸至外資」，中國證券網，2010 年 11 月 13 日。網址：<http://big5.xinhuanet.com/gate/big5/www.cnstock.com/index/cj/201011/986553.htm>。

### 第三節 外資在天津房地產市場中所扮演的角色

#### 一、外資投入天津房地產市場的原因：

外商投資對於中國大陸房地產市場而言並不是一個陌生的名詞，早在上個世紀 80 年代，外商便逐漸開始對中國大陸房地產市場進行投資。2002 年到 2003 年間，外資以「基金」的形式出現在中國大陸房地產市場，在 2006 年之前多投資在北京、上海、廣州等一線城市的商業地產項目。近幾年因為受到中國大陸經濟不斷發展，相關產業持續往中西部推進的影響，外商對於二三線城市房地產市場的關注也不斷增高，再加上一線城市土地成本和進入門檻越來越高，導致房地產投資承擔風險相對較高，所以外商對於這些城市的投資便相對謹慎。再者，因為二三線城市房地產剛性需求較為強勁，土地價格也相對便宜，地方政府對於外資的引進積極性高，所以外商將房地產投資的重點逐漸轉向二三線城市。由圖 7 可以看出天津房地產開發利用外資金額變動趨勢，在 2006 年之前外資投資天津房地產市場金額大致平穩，沒有劇烈起伏；而在 2007 年以後由於受到政策以及大環境的影響，天津成為繼上海、北京等一線城市之後新的房地產投資熱點。這也間接證明外商投資中國大陸房地產出現轉向二三線城市的新趨勢。

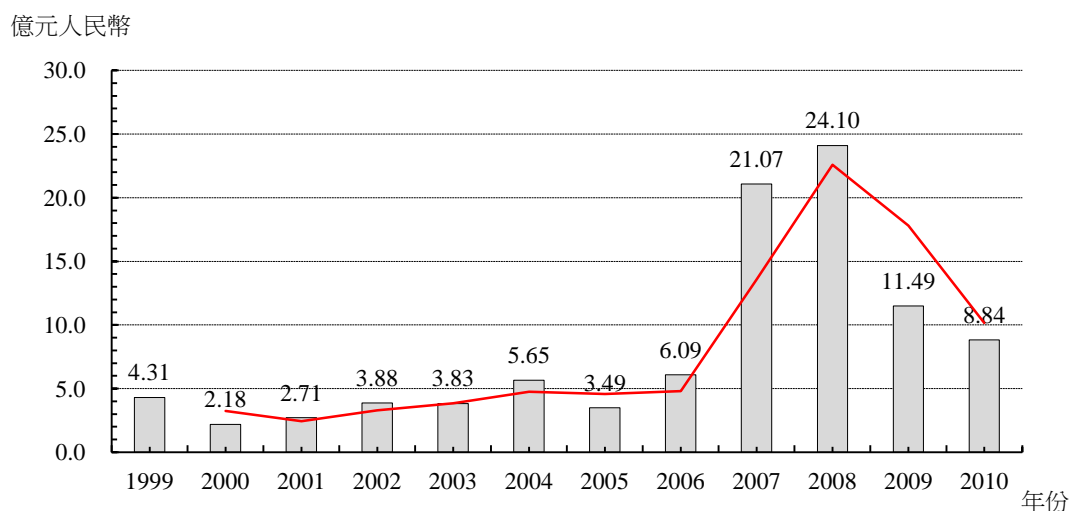


圖7：天津房地產開發投資資金利用外資金額（1999～2011）

資料來源：中國統計年鑒數據庫。

網址：<http://tongji.cnki.net/fanti/brief/result.aspx>。

查詢日期：2012年4月4日。

經綜合各界學者的看法，外資投入天津房地產市場主要原因，大致可歸納以下幾點：首先是住房需求不斷高漲，市場供給明顯不足。中國大陸地廣人稠的特性讓房地產開發領域有著廣大的市場需求，以天津而言，隨著城市國際化發展腳步，市區居住人口逐年攀升，現階段外來人口已經成為天津人口規模成長的主要因素。2011年天津市常住人口數達到1,354.58萬人，<sup>38</sup>然而城市居民住房面積卻僅為31.28平方公尺/人，尚不及中國大陸全國平均標準31.6平方公尺/人，更何況現階段中國大陸居民住房面積與世界開發中或已開發國家相較，還是屬於偏低狀況。<sup>39</sup>所以可以預期隨著中國大陸經濟的持續發展、人民所得的不斷提高，對於住房市場的剛性需求也會逐年增加；而且依據經驗人民經濟改善後對於傳統住房觀念亦會逐步轉化，不再僅是為了生存而是將追求更高層次，更舒適、優質的居住品質。另一個支撐大陸房市需求的重要因素就是中國大陸為了加速城市化的進程，各地區均積極辦理都市老舊房屋拆遷改造工程，直接造就大量房

<sup>38</sup> 2011年末天津市常住人口1354.58萬人，比2010年底增加55.29萬人；其中，外來人口344.84萬人，增加44.40萬人，占常住人口增量的80.3%。外來人口占常住人口的比重達到25.5%，同比提高2.4個百分點。資料來源：2011年天津市國民經濟和社會發展統計公報。

<sup>39</sup> 依據2010年中國統計年鑑公布資料，2010年中國大陸城市人均住宅建築面積為31.6平方米；此一數據遠遠低於歐美、日本等先進國家。

屋需求市場。爰此，相較於其他國家，中國大陸房地產市場呈現出更多的商機與機會；復以外商本身國內經濟的持續低迷以及房地產產業獲利率的降低，均使其積極投入中國大陸房地產市場尋求更高的利潤。

再者，投資標的物優渥的報酬性也是一個重點，有土斯有財的觀念古今中外亦同，房地產是一種可以創造、儲蓄財富的投資品，也是一種重要消費品與生活必需品，不僅僅是要能遮風避雨，在傳統觀念上更是安身立命的重要根基；也因為如此，房地產在本質上具有一定的價值性與保值性也就無庸置疑。基本上，房地產（房屋）價格通常不斐，所以市場上也就存在著較為可觀的利潤，而且近年來中國大陸房地產市場正處於改革與發展的加速期，短期供給無法滿足旺盛的市場需求，導致中國大陸房地產價格只漲不跌的態勢甚為明顯。依據中國大陸財政部內部官員宣稱，近幾年中國大陸房地產企業的利潤高達 30% 以上，遠遠高於其他行業平均利潤，而國際上房地產業的利潤一般僅在 5% 上下。此外，商業地產投資回報率也較高，國外商業地產的投資回報率一般在 3% 左右，而中國大陸的房產投資回報率平均在 7~9%，有些投資回報率甚至可以達到 20%。<sup>40</sup>所以投資中國大陸房地產可以有如此豐厚的利潤，也就不難理解為何總是能吸引投資者的關注目光。以天津而言，2000 年天津商品房每平方公尺平均價格僅為 2,328 元人民幣，到了 2005 年已來到每平方公尺平均價格 4,055 元人民幣，雖然與同時期中國大陸各主要城市房價相較並不是最高，但卻創下同比增幅 30.18% 的紀錄。2006 年儘管受到中國大陸房地產政策宏觀調控的影響，房價上漲的幅度有所趨緩，但整體而言仍然呈現穩健增長的態勢，2010 年底天津市商品房價格已漲到每平方公尺平均價格 8,230 元人民幣，在短短 10 年間房價上漲 354%，這些數字背後所代表的意義是巨額豐厚的利潤。<sup>41</sup>

---

<sup>40</sup> 丁丹紅(2011),「淺議中國房地產業利用外資的現狀與對策研究」,《中國房地產金融》(北京)第 2 期,頁 12。

<sup>41</sup> 依據 2010 年 11 月中國房地產指數系統百城價格指數報告對北京等十大城市全樣本調查數據顯示,平均價格上漲 34.29%,而天津的上漲幅度為 34.24%。



第三，對人民幣升值的預期心理則是另一個關鍵因素。人民幣兌美元匯率在 2005 年 7 月 21 日之前大約是維持在 8.30 附近，2005 年 7 月 21 日中國大陸匯率政策從釘住美元改成釘住一籃子貨幣的浮動匯率，人民幣兌美元匯率由原先的 8.2765 升值到 8.11，之後幾年便呈現緩慢升值的趨勢，直至 2008 年下半年全球爆發嚴重金融危機之際，中國大陸決定將人民幣兌美元匯率釘住在 6.83 附近，以扶持出口企業並維持金融穩定性，但此一舉措也在國際間遭到各國對其匯率政策的批評聲浪不斷。客觀而言，從 1979 年中國大陸改革開放以來，中國大陸的經濟成長便表現的十分出色，2001 年底加入 WTO 後更因全球市場對中國大陸的開放，使得中國大陸出口成長得以迅速的增加；另一方面，由於中國大陸國內市場也須對外開放，所以吸引大量外資而加速中國大陸國內的競爭。由於貿易順差快速擴大，再加上外資投入的高速成長，結果造成中國大陸外匯存底快速累積。由圖 8 我們可以看出在 2001 年底中國大陸加入 WTO 之前，中國大陸的外匯存底為 2,122 億美元，之後每年以飛快的速度增加，2007 年到 2010 年間更以超過每年 4,000 億美元的驚人速度成長，單單在 2007 年就增加了 4,639.4 億美元，到 2010 年底時中國大陸的外匯存底已經達到 2.85 兆美元的水準，為現今全球擁有外匯最多的國家。林祖嘉（2008）認為，大量的外匯存底表示中國大陸出口產品的國際競爭力是很可觀的，同時也代表國際資金對中國大陸經濟的信心。然而，過多的外匯存底也表示人民幣匯率是被長期低估的。<sup>42</sup>對於人民幣的價格被低估，勢必衍生升值的預期心理，外資也看準此一現象，大量的熱錢以不同形式悄然流入中國大陸，企圖賺取人民幣升值的差價；又因為中國大陸的證券市場相對缺乏完善制度，所以資金轉而投向房地產市場以謀求更高的獲利。以現今經濟全球化如此深的背景來看，境外資本大量進入中國大陸的影響程度將遠遠大於 1980 年代末期的日本與臺灣。

---

<sup>42</sup> 林祖嘉（2008），「宏觀調控、匯率政策、與中國大陸總體經濟現況分析」，國家政策研究基金會，網址：<http://www.npf.org.tw/post/2/4431>。

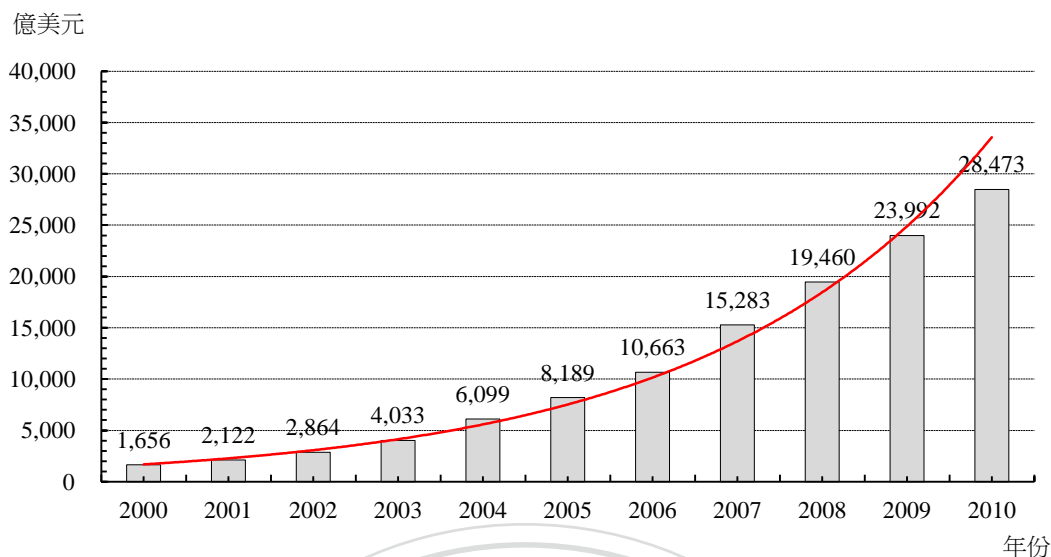


圖8：中國大陸外匯存底金額(2000~2010)

資料來源：2010中國統計年鑑。

## 二、外資投入天津房地產市場的類型、投資途徑與特點：

依據中國大陸官方主管部門資料分析，外資投入中國大陸房地產行業的類型與投資途徑，大致可以區分為「外商直接投資」、「外資房地產基金」、「非居民小機構個人投資」、「外債等非 FDI 管道」等四種態樣：<sup>43</sup>

### (一) 外商直接投資：

許多進入中國大陸房地產市場的外資，都會選擇在境內成立房地產公司，並直接購買該城市的房產，如商務辦公大樓、土地等。此舉不但具有保值增值、賺取利潤的效果也讓管理可以自主化，有助於效率提升，從而保證利潤的最大化。對此中國大陸政府陸續也針對外資購房購地的模式採取漸趨嚴格的監管模式，如 2006 年 7 月頒發《關於規範房地產市場外資准入和管理意見》，規定「購買非自用房地產，必須設立外商投資企業」，提高直接購置房產的資金門檻、交易成本和時間成本。而 2007 年 6 月頒發《關於進一步加強、規範外商直接投資房地產業審批和監管的通知》，

<sup>43</sup> 同註 40。



對外商投資房地產審批、備案和監管更加規範和嚴格；<sup>44</sup>依據統計資料，2010年天津房地產業外商及港澳台商投資企業數為232個，實際從業人數為5,319人。<sup>45</sup>第二種方式是藉由收購中國大陸境內房地產公司的債券和股票，通過證券市場來轉嫁資金的風險。雖然中國大陸國內房地產行業的集中度不高，且部分境內房地產公司以大陸全國的高度來看並不是所謂的龍頭企業，但這些企業在各自的主要經營區域仍是居於市場主流，地位也不容小覷。借力這些知名企業，外資進入中國大陸房地產市場的管道更加順暢便捷，達到控制房地產市場的最終目的。

## （二）外資房地產基金：

目前在中國大陸房地產市場較著名的幾家外資基金，包括摩根史坦利（Morgan Stanley）、美林銀行（Merrill Lynch）、荷蘭國際投資基金（ING）、新加坡嘉德置地集團（Capitaland）等，均自2004年起便陸續進入天津房地產市場實施布局。一般而言，外資基金在中國大陸投資房地產主要區分四種方式：第一是投資並參與整體的開發作業，外資基金不僅投資，並且從開始接觸、到投資計畫獲得主管機關的許可，以及後續設計、招投標、施工建設、營銷等各個環節均全程參與；第二種方式是投資公共建築，包括購買商業辦公大樓和商場等商用物業；第三種方式是投資住宅，與第二種有些相似，但二者在回報期和回報預期上都有所差異；最後一種方式則是藉由收購銀行的不良資產，通過打包之後再變現獲利。<sup>46</sup>一般而言，外資房地產基金是屬於長期穩定的投資資金，對中國大陸國內的房地產開發商而言，無異是另一個全新的融資管道；再加上該類資金是以獲取中長期收益為目標，這與一般國際間所定義的「熱錢」不同，在某種層次上具有排擠其他投機資金進入房地產市場的特性，減少了房地產市場的投機行

---

<sup>44</sup> 「外資多管道湧入中國地產」，人民網，2007年6月19日。網址：<http://invest.people.com.cn/GB/5883946.html>。

<sup>45</sup> 以上數據均來自2011天津統計年鑑。

<sup>46</sup> 王晨（2005），「外資基金四種方式投資大陸房地產市場」，《中國房地信息》（北京），第7期，頁53。

為。

### （三）非居民小機構個人投資：

2006年7月之前中國大陸對於境外機構和個人購買境內房產並無限制，所以非居民小機構個人投資房地產的進入方式，都是以自購和包銷方式買入房產為主，後續再藉由出租或轉售來賺取其中的利差，其所得人民幣可通過外匯買賣（購匯）的方式將所得匯出。<sup>47</sup>2006年9月中國大陸國家外匯管理局和建設部聯合公布《關於規範房地產市場外匯管理有關問題的通知》，規定境外機構（個人）、港澳台居民與華僑，在符合171號文件要求的購房條件之後，於辦理購房結匯時，應提交房地產主管部門出具的商品房預售合同登記備案文件等相關資料，結匯資金直接劃入房地產開發企業的人民幣賬戶，所購房產轉讓取得的人民幣資金須經審核後方可購匯匯出。

48

### （四）外債等非 FDI 管道：

中國大陸國內中資的房地產公司透過境外上市的方式來引入境外的資本，再經由「自我收購」的方法將自身轉變為境內居民完全控股的外商獨資企業，以建立國際融資的管道並且獲得以境外公司名義在境外上市籌資的機會；把境內企業的股份作價之後，出售給境外的機構或者個人。<sup>49</sup>

## 三、外資對天津房地產市場的影響分析：

外資對中國大陸房地產市場所造成的影響正反兩極，不僅有負面消極影響，也有正面積極意義。綜觀近期相關學者討論重點不外乎聚焦在房價、匯率（人民幣升值）、宏觀調控等議題上。在正面積極影響部分，外資投入房地產市場可以增加中國大陸房地產市場的競爭力。外商投資公司不僅為

---

<sup>47</sup> 鐘偉（2005），「外資投資中國房地產報告」，《南風窗》（廣州），第10期（上），頁36。

<sup>48</sup> 「外匯直接購房時代終結」，文新傳媒網，2006年9月5日。網址：

[http://www.news365.com.cn/wxpd/ls/zczn/200609/t20060905\\_1091285.htm](http://www.news365.com.cn/wxpd/ls/zczn/200609/t20060905_1091285.htm)。

<sup>49</sup> 同註40。

中國大陸房地產業帶進成熟管理體系和先進營運模式，而且使之得以學習國外先進經營理念，並在透過技術以及硬體設備更新、經營機制與管理體制的改革，改善了企業經營能力，進而促進房地產相關設計、建造、開發以至於金融等各項領域的成熟和發展，對於厚植中國大陸國內房地產企業與國際接軌的能量，加速中國大陸房地產市場融入國際市場的進程居功闕偉。

另外一個比較顯著正面影響，就是提高中國大陸房地產業專業服務水準。國際間許多知名房地產服務公司，例如第一太平戴維斯、高力國際、戴德梁行、仲量聯行、世邦魏理仕等均已進入中國大陸一線城市開展業務，在天津亦同時設有辦事處或分公司，其業務範圍包含物業與設施管理、不動產投資、房產銷售（租賃）、顧問研究諮詢、物業估值、市場推廣、酒店及休閒顧問等。這些公司挾著豐富經驗以及先進管理模式，在中國大陸國內房地產諮詢評估以及高級物業代理領域占了絕對優勢。相較之下，中國大陸國內房地產服務公司素質水平明顯落後；因此這些國際知名房產服務公司進入中國大陸市場後，透過先進管理理念和新穎的經營模式，帶動提升中國大陸房地產服務企業的專業性與服務水準。

第三，紓緩中國大陸國內房地產企業融資的窘境。長久以來中國大陸房地產行業融資模式較為單一，絕大部分都是以銀行貸款為主。自 2003 年開始，中國大陸為了抑制房地產投資過熱以穩定漲速過快的房價，通過了多項緊縮信貸的宏觀調控政策。一般而言，房地產是屬於資金高度密集性的行業，許多項目的開發、建造都需要大量的資金，而且資金占用時間較長，投資風險較高；如此宏觀調控的結果緊縮了房地產開發商的資金鏈，使得許多房地產企業面臨資金周轉不足的窘境。而外資的進入，則有效地緩解了房地產開發領域資金短缺的現象。一般而言，外資房地產開發企業實力雄厚，資金相對上較為充裕，因此外資的進入使中國大陸國內一些大型項目尤其是優質房地產項目得以開展，間接促進了社會經濟發展和城市

現代化建設。<sup>50</sup>

當然，外資進入中國大陸房地產市場並非全然是正面積極，首先最為人所詬病的負面影響，就是推高房價的快速上漲，導致房地產市場出現過熱的現象。就邏輯上而言，受到中國大陸政府對房地產市場宏觀調控政策銀行緊縮銀根的影響，國內房地產開發商融資管道受限，使得外資得以快速湧入。究其原因不外乎外商已看準中國大陸國內開發商資金不足的窘境，而伺機與中國大陸國內開發商合作；然而由於外資的成本一定比中國大陸國內貸款以及發行債券來得昂貴，而這些成本又勢必轉嫁到消費者身上，進而引發房地產價格的上漲。另一方面，以外資形式進入的熱錢又是以投資中國大陸一線城市為主，渠等在房地產投資標的物的選擇上，絕大部分是以中高價位的市場（如商業房地產或高檔住宅等）為主軸；也正因為追逐高利潤所引發的帶頭效應，導致中國大陸國內開發商競相投入中高價位房地產市場的開發與投資，而使得真正實際能滿足基層廣大民眾住房需求的普通住宅反而明顯缺少，如此擠壓中低價位房地產市場的結果，使得中國大陸房地產市場發生結構性的失衡，也讓房地產中高價位的市場倍增風險。

第二個比較顯著負面影響，就是明顯制約中國大陸房地產宏觀調控政策的效果以及貨幣政策的有效性。中國大陸央行為了遏止房地產價格大幅攀升，推行了一系列加息的調控措施，但是因為外資進入房地產市場並且挾注了充沛的資金，導致房地產宏觀調控政策效果不若預期，增加了調控的困難度。另一方面，由於外資在信貸、匯率、產業和土地政策上具有明顯的優勢，境外融資部分不受中國大陸國內信貸緊縮的限制，不僅可以規避宏觀調控政策的制約，而且迎合中國大陸國內房地產開發商資金吃緊的需求期待。如此情況下，政策制約的效果當然就大打折扣。

---

<sup>50</sup> 聶平香（2011），「外商投資我國房地產階段變化及影響分析」，《對外經貿實務》，第 11 期，頁 21。



再者持續加重人民幣升值的壓力，也是另一個引起熱烈討論的議題。在強烈預期人民幣升值的心理下，導致大量外資流入；這些進到中國大陸市場的外資又加劇人民幣升值壓力，這是一個負面因果循環。多數國家一致認為人民幣被嚴重低估，所以人民幣始終面臨著升值的壓力，這使得國際熱錢大量湧入中國大陸，而其中有相當大的部分流入房地產市場，直接推高了房地產價格。而另一方面，由於資本的逐利本性，所以在人民幣升值的預期心理下更加劇了國際熱錢的流入，這些資金絕大部分又以投資房地產市場為主。也就是說，外資投資中國大陸房地產市場，不僅僅可以賺取到匯差，還可以享受到房地產增值所帶來的高額利潤。再者，因為覬覦中國大陸房地產市場投資的高收益性，部分原本應該匯出境外的資金仍存留在中國大陸，並且轉投入房地產市場，如果未分配到利益，這部分的資金幾乎等同於外債。一旦人民幣升值的預期不復存在，或是房地產市場泡沫化情況發生，這些外資中屬於短期投資的資金將可能在短時間內集中匯出境外，進而引發跨境資金異常流動的風險，影響整體經濟面的健全發展。

#### 第四節 本章小結

本章主要針對外商投資以及天津房地產市場發展的概況予以探討。大致而言，天津房地產發展歷程是建構在中國整體房產政策上。吾人可將其自 1978 年中共第十一屆三中全會，鄧小平推動中國大陸改革開放後迄今，概略分為五個歷史階段。第一個階段為 1978~1990 年，此時期住房公有制、住房福利制的觀念被打破，政策上開始允許私人自建房屋、賣屋，擁有個人住宅，實行住宅商品化。而在 1990 年所頒布《中華人民共和國城鎮國有土地使用權出讓和轉讓暫行條例》以及《外商投資開發經營成片土地暫行管理辦法》為中國大陸房產市場開發提供了主要法律依據，使得房產市場得以發展壯大。第二個階段為 1991~1993 年，大陸政府提出新房新制度、分步提租、交納租賃保證金、出售公有住房，推動國家、集體、個人三方面共同投資體制等改革新思路，明確住房制度改革的思想與目的。第三階段為 1993~1997 年，在鄧小平南巡講話後中國共產黨的基本路線被確定，根本解決市場經濟意識形態的問題，大陸經濟活水因此被激發，而這也使房地產市場迅速升溫。此時期，天津啟動世紀危改工程，推行「貨幣安置」，建立住房公積金制度等一連串房產政策，大大刺激住宅市場的活躍，並在 1997、1998 年天津房產市場達到第一個高峰。第四階段為 1998~2002 年，此時期國際爆發嚴重亞洲金融危機，中國大陸政府提出拉動內需刺激經濟增長的經濟政策以因應此一困境，在房地產領域則進一步深化城鎮住房制度改革，大力扶植住宅產業成為新的消費熱點。由於受到中國大陸政府「積極開展個人消費信貸」的觀念引領，民眾購房的熱情被激發。經統計 1998~2002 年天津累積房地產完成投資額為 694.7 億元人民幣，年平均增長率為 13.39%。這段時期是天津住房商品化的發展期。第五階段為 2003 年迄今，天津房地產市場持續高速發展，雖然受到相關調控政策影響房價一度出現「負成長」現象，但整體而言，仍然呈現逐年上漲的趨勢。

中國大陸房地產宏觀調控政策的演進，基本上從 2000 年迄今一共經



歷了「防止過熱抑制供給」、「重點控制房價上升」、「全面治理」和「異常波動」四個階段。在「防止過熱抑制供給」階段，主要調控目的是為求抑制房地產市場投資和供給的增長速度，以降低投資過熱的現象，不過雖然目的達到了，但房價卻不降反升無法遏止其上漲趨勢。在第二階段「重點控制房價上升」時期，主要調控手段包括提高首付比例和貸款利率、提高房屋交易稅、限制期房轉讓..等，然而這些政策卻只在少數城市出現短暫成效，2006 年初期主要城市房價更出現「報復性上漲」的現象，被壓抑的房產需求開始反彈。第三階段為 2006 年至 2008 年 7 月「全面治理」階段，本時期調控政策的重點仍然圍繞在房價過高以及房地產市場結構矛盾的問題上，政策的制定也從「增加供給」與「抑制需求」兩部分為著眼點同步進行。不過儘管中國大陸政府頒布了一系列的房地產宏觀調控政策，但是最終卻是陷入政策頒訂越多、檢查越頻繁，反而實際成效越不顯著的窘境。第四階段為「異常波動」階段，亦即本時期的房價波動起伏較大；由於受到美國次貸危機影響，中國大陸政府為了穩定國內經濟，政策突然逆轉於三個月內先後 5 次下調貸款基準利率和住房公積金利率，並且採取一系列補救措施。此時房地產市場也因為受到四兆人民幣振興經濟的救市方案以及擴大內需、寬鬆財政金融政策的影響，讓原本穩定的房價出現 V 型反轉大幅度反彈，價格持續井噴式的上揚。這使得中國大陸政府不得不進一步加強房地產監控，以防止熱錢衝擊房地產市場。

在整體房地產宏觀調控政策中，關於限制外資的政策首推 2006 年 7 月由建設部等六部委聯合會簽《關於規範房地產市場外資准入和管理的意見》，也就是俗稱「限外令」的 171 號文件，這份《意見》實施象徵中國大陸房地產外資政策的重大變革，從以往「鼓勵外資投資」階段轉變為「限制外資」階段，拉開中國大陸限制房地產外資的序幕。隨後為進一步加強、規範外商投資房地產，商務部於 2007 年 5 月發布《關於進一步加強、規範外商直接投資房地產審批和監管的通知》，以作為 171 號《意見》限外令的補充。同（2007）年 11 月，國家發改委和商務部又公布了《外商投

資產業指導目錄（2007 年修訂）》，也就是外界俗稱的「新限外令」，再加強外資投資房地產的監管作為。2009 年 1 月 12 日財政部國家稅務總局頒布《關於對外資企業及外籍個人徵收房產稅有關問題的通知》，宣布自 2009 年 1 月 1 日起，外商相關投資企業、外籍個人需繳納房地產稅。2010 年 1 月，國務院辦公廳頒布《關於促進房地產市場平穩健康發展的通知》，加強對信貸資金流向和跨境投融資活動的監控，防範信貸資金違規進入房地產市場，以抑制投資投機性購房需求，防止熱錢的衝擊。2010 年 11 月 4 日住房和城鄉建設部國家外匯管理局頒布《關於進一步規範境外機構和個人購房管理的通知》，業界人士普遍認為，該《通知》針對外資的「限購」政策，是繼 2006 年 171 號限外令之後，對外資投資中國大陸房地產市場的進一步的規範和管理。這一連串的限外政策最主要的用意還是在於遏制人民幣升值預期下大量熱錢湧入房地產市場。

對中國大陸房地產市場而言，外商投資並不是一個陌生的名詞，早在上個世紀 80 年代，外商便逐漸開始對中國大陸房地產市場進行投資。綜合各界學者的看法，外資投入天津房地產市場主要原因，大致可歸納出以下幾點：首先是中國大陸住房需求不斷高漲市場供給明顯不足，相較於其他國家，大陸房產市場呈現出更多的商機與機會，也不難理解為何外商會積極投入尋求更高的利潤報酬。第二，由於房地產要價通常不斐，所以具有一定的價值性與保值性，市場存在可觀的利潤與財富效應。第三，由於人民幣價格長期被低估，所以預期人民幣升值的心理因素作祟，為賺取升值的差價導致外國資金大量湧入大陸市場，而房地產業是好的投資標的選擇。

一般而言，依據中國大陸官方主管部門的資料分析，投資中國大陸房地產行業的外資類型與投資途徑大致可以區分為「外商直接投資」、「外資房地產基金」、「非居民小機構個人投資」、「外債等非 FDI 管道」等四個態樣。而外資對中國大陸房地產市場所造成的影響正反兩極，綜觀學者討論

的重點不外乎聚焦在房價、匯率（人民幣升值）、宏觀調控等議題上。在正面積極影響部分，外資投入房地產市場可以增加中國大陸房產市場的競爭力。第二，就是提高中國大陸房地產業的專業服務水準。第三，可以紓緩中國大陸國內房地產企業融資的窘境。而在為人所詬病的負面影響部分，首先就是推高房價的快速上漲，導致房地產市場出現過熱的現象，而這也是廣大民怨所在。第二，則是制約中國大陸房地產宏觀調控政策的效果以及貨幣政策的有效性，讓宏觀調控淪為空調。再者，迫使人民幣升值的壓力持續加重，而在強烈預期人民幣升值的心理下，導致大量外資流入；這些進到中國大陸市場的外資又加劇人民幣升值壓力，導致負面的因果循環。



## 第四章 研究設計與限制

### 第一節 實證模型設定

中國大陸從 1992 年全面推動市場經濟改革後，社會各經濟宏觀領域才真正產生重大的變化，但是房地產市場仍遲至 1998 年中國大陸取消實物分房政策，改以貨幣分房政策之後，才因為消費需求的不斷增加始呈現比較顯著的變化。基本上，中國大陸房地產市場在 1998~2005 年期間是顯現漲幅不斷增加的態勢，而在 2005 年以後卻因為中國大陸政府對於上漲過快的房價開始進行宏觀調控，導致房價的變化呈現出明顯的波動性。也因為中國大陸房地產市場起步較晚相對的發展時間也較短，而且城市級地價及房價的數據從 2001 年方正式對外公布，所以相關統計數據均較為缺乏，如欲截取「年資料」來進行實證分析則恐怕會產生樣本數不足的疑慮，而且因為房地產的消費和投資屬性，其價格往往在短時間內變動較為頻繁，使用「年資料」定難以客觀反映現實狀況。爰此，本研究採用「月資料」並把焦點關注在 2005 年以後，數據樣本區間取用 2006 年至 2011 年共 72 筆月資料進行實證分析研究。

在實證模型設定部分，本研究採用 Pesaran and Shin (1998) 及 Pesaran et al. (2001) 所提出的共整合 ARDL 模型 (autoregressive distributed lag with cointegration)。採用此模型主要有以下兩點考量因素。第一，基本上與其他共整合模型相較，使用共整合 ARDL 模型的優點在於研究者無需考慮各項變數資料是否為定態 (stationary)，也就是無需進行單根檢定 (unit root test) 來探討被估計的各項變數是否在同一個整合階次下；所以，在討論不同變數的長期關係上，比其他模型更顯的方便許多。再者，假設樣本數一樣的情況下，共整合 ARDL 模型也比 VAR 模型更能容納更多的變數，而不會產生所謂自由度不足的問題。

依據相關文獻探討可知，共整合 ARDL 模型目前廣泛地被運用在股票市場、匯率波動、國防支出、就業市場、通貨膨脹等財務與總體經濟相關的研究領域，例如：Hirmissa et al. (2009)、Liow and Kim (2010)、Chaudhry et al. (2011) 等皆使用此模型，其基本估計式如下：

$$\Delta Y_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^{k1} \beta_i \Delta Y_{t-i} + \sum_{j=0}^{k2} \theta_j \Delta X_{t-j} + \delta_1 Y_{t-1} + \delta_2 X_{t-1} + \varepsilon_t \quad (1)$$

上列估計式(1)中， $\Delta Y_t$ 為依變數， $\Delta Y_{t-i}$ 為其本身的落後項， $\Delta X_t$ 為其他解釋變數，估計式中的 $Y_{t-1}$ 與 $X_{t-1}$ 合稱為ECM項，代表長期穩定的關係。而最後落後期數 $k1$ 、 $k2$ 的選擇，可藉由AIC (Akaike Information Criterion) 來決定。首先，必須檢驗各個變數間是否存在長期共整合關係，透過聯合檢定確認 $Y_{t-1}$ 與 $X_{t-1}$ 的估計係數 $\delta_1$ 、 $\delta_2$ 是否為零。其虛無假設與對立假設如下所示：

$$\begin{cases} H_0: \delta_1 = \delta_2 = 0 \\ H_1: \delta_1 \neq 0, \delta_2 \neq 0 \end{cases} \quad (2)$$

虛無假設為沒有長期穩定關係，如果判定值顯示其拒絕虛無假設，表示變數間確實存在共整合關係，則可進入到下一步。屆時，必須將變數取一階分差，並加上代表長期穩定關係的誤差修正項來進行估計。

本研究目的主要是為了釐清天津房地產價格與外商直接投資金額之間的關係，所以房價以天津房屋銷售價格環比指數為代表，而外資則採用天津直接利用外資金額作為觀察標的。另透過相關文獻檢閱並予以歸納，可以發現物價指數(CPI)、人均收入(INC)、貸款利率(INT)、匯率(EXC)以及股價指數(STOCK)等幾個總體經濟因素，對於中國大陸房地產價格的波動皆有一定程度的影響。所以在本研究中均將予納入模型解釋變數進行實證分析。以上除了匯率、股價指數、貸款利率屬中國大陸全國一致的數據外，餘解釋變數均是以天津為範圍的統計數據。另外，對於規範外資



的政策也是一個必須考量的要素，所以為瞭解「限外令」頒布後是否對天津房價造成影響，另設一虛擬變數 $D_1$ 進行統計檢定，來分析變數之間的關連性。基此，上述（1）基本估計式可進一步表示為：

$$\begin{aligned} \Delta LHP_t = & \alpha_0 + \sum_{i=1}^{k1} \beta_i \Delta LHP_{t-i} + \sum_{i=0}^{k2} \theta_i \Delta LFDI_{t-i} + \sum_{i=0}^{k3} \varphi_i \Delta LCPI_{t-i} \\ & + \sum_{i=0}^{k4} \tau_i \Delta LINC_{t-i} + \sum_{i=0}^{k5} \gamma_i \Delta LINT_{t-i} \\ & + \sum_{i=0}^{k6} \lambda_i \Delta LEXC_{t-i} \\ & + \sum_{i=0}^{k7} \omega_i \Delta LSTOCK_{t-i} + \delta ECM_{t-i} + \nu D_1 + \varepsilon_t \end{aligned} \quad (3)$$

其中， $\alpha_0$ 為常數項，而 $\Delta LHP$ 、 $\Delta LFDI$ 、 $\Delta LCPI$ 、 $\Delta LINC$ 、 $\Delta LINT$ 、 $\Delta LEXC$ 、 $\Delta LSTOCK$ 則分別代表取自然對數 $\log$ ，再進行差分後的房價、外資、物價指數、收入、利率、匯率、股價指數， $t$ 表示期數， $ECM$ 為共整合項， $D_1$ 為虛擬變數， $\varepsilon_t$ 為誤差項。

## 第二節 實證變數假設

### 一、FDI，外商直接投資金額：

許多學者對於外資是否為影響房地產價格攀升的決定因素進行了相關的研究，如吳老二、祝平衡（2006）；梁立俊、操陳敏（2007）以及邱櫟樺、王宏仙（2009）等咸認為外資是導致房地產上漲的主因。然而也有學者持反對意見，如萬倫來、陳希希（2006）；閔之博（2007）認為外資投注金額的多寡對於整體房價波動並無顯著的影響。爰此，到底外資在房地產價格中所扮演的角色關係為何？是主嫌還是從犯？為本研究主要探討的問題。

### 二、CPI，物價指數：

依據中國大陸國家發展改革委員會公布 2010 年中國大陸全年消費物價指數整體呈現前低後高的增長趨勢，平均（同比）上升 3.3%。所以可以大膽推論，中國大陸現階段的確面臨通貨膨脹壓力。一般而言，當物價上升通貨膨脹發生時，普羅大眾為了分散資產配置風險與減少通膨所帶來的損失，會將資金轉投入具有「保值功能」的標的物，而房地產就是其中不二選擇，這多少也因為民眾心理層面傾向認知，房地產不僅具有保值、增值的功能，而且還是一種抗通膨風險有效的投資工具。鑑此，本研究預期物價指數對於房地產價格將有「正影響」。

### 三、INC，人均收入：

影響房地產市場活絡與否的因素很多，但是國民經濟條件的好壞，無疑地是決定房地產市場價格的重要因素之一。一方面所得水準的高低體現了消費能力的強弱，當然也決定房地產的購買力。另一方面在經濟條件樂觀的情形下，購屋者的比例會有一定程度的增長，這是因為民眾預期收入增加，敢於承擔房貸所帶來的經濟壓力；反之，在經濟環境低迷的時候，

由於實際收入的相對減少，個人可支配收入的比例降低，更多的錢會流向一般日常生活基本開支的領域上，沒有足夠的經濟實力可以來支撐購屋計畫。所以，本研究預期人均收入對於房價將有「正影響」。

#### 四、INT，利率：

利率的變化會直接影響民眾貸款能力的高低，較低的利率使得民眾可籌貸款額度增加，在資金充裕投入房產市場的情況下，合理推定將導致房價的攀升，許多研究也都認為低利率是導致高房價的主因。當然也有部分持相反的意見，例如：去（2011）年6月30日我國中央銀行召開理監事會議提出五大關鍵報告探討當前國內外經濟情勢；<sup>51</sup>一篇「以總體審慎政策因應高房價問題」報告指出，依據「IMF（國際貨幣基金）研究顯示，近十年來低利率與房價暴漲之間沒有高度關聯性」。不過，就現行實務上作法，各國為了維護整體金融體系的穩定，調整利率常常是被運用來干預市場機制一項重要且直接的手段，當然這也包括影響房地產市場在內，差別只是在於程度的高低而已。是以，一直以來「利率」都是學者觀察房價的重要指標之一。不過本研究對於貸款利率與房地產價格之間的關係先不予推測，將俟實證模型數據運算結果再行論斷。

#### 五、EXC，匯率：<sup>52</sup>

理論上，匯率的提升代表進口物品價格的下降，而這將導致國內消費品價格的下降。在如此情境氛圍下，民眾主觀意識會認定個人剩餘財富增加，如果將多餘資產投入在類似房地產、股市等高收益的經濟載體，則因

---

<sup>51</sup> 本處所稱中央銀行係指中華民國行政院中央銀行。

<sup>52</sup> 學界對人民幣升值對房地產價格的影響有兩種截然相反的觀點。一種觀點認為匯率的變動不會對中國房地產市場及價格產生重大影響；這種觀點主要基於以下兩個理由，其一，房地產項目建設週期長、作為資產變現能力差的特點導致大規模投資房地產的風險較大，大規模的國外風險基金不會大量投機國內房地產市場，尤其是住宅市場。其二，中國政府近年來不斷抬高外資投資房地產市場的政策門檻，加強對房地產市場的監管。另一種觀點則認為人民幣升值會導致大量熱錢湧入，投資於股票和房地產市場造成經濟過熱出現泡沫和通貨膨脹，一旦資金撤走中國將會重蹈亞洲金融危機中東南亞國家的覆轍。張捷（2010），「人民幣匯率改革與中國房地產價格」，《中國市場》（北京），第44期，頁58。

為需求增加而導致價格有一定程度的上漲。另一方面，由於人民幣並不是完全自由兌換的貨幣，資本項目下的人民幣兌換受到限制，而且人民幣被低估早已是不爭的事實，在預期人民幣升值的情況下，國際熱錢會大量湧入，而這無疑地更加劇人民幣升值的壓力。<sup>53</sup>國際資本將本國貨幣兌換成人民幣購置房地產，待人民幣匯率有進一步較大升幅時，再轉手出售所持有的物業，把所得人民幣兌換成本國貨幣，就可得到房地產增值和匯率變化兩方面的收益。<sup>54</sup>本研究預期匯率的變動將對房地產價格有「正影響」。

## 六、STOCK，股價指數：

究竟「股票市場」與「房地產市場」間是否有相互影響關係？是正影響相關還是負影響相關？一方說法認為由於資金是有限的，所以民眾在選擇投資標的時，一定會優先投資報酬率高的標的物，是以當股票市場前景看俏時，必定吸引大量資金流入；相對的，就會排擠到房地產市場的資金規模，反之亦然。根據歷史資料顯示，中國大陸在 2001 年至 2005 年間，就曾經出現股價不斷下跌而房地產價格卻不斷上漲的現象，但是本研究認為這並不足證明中國房地產市場與股票市場就是負影響的關係。在一般認知上，股票市場存在財富效應，意即股票市值的上漲會刺激消費的增長。股價往往成為房價的先行指標，當股價大幅度上漲一段時間之後（通常是 6 個月左右）房價就會出現上漲。反之，股價大幅度下跌之後房價就會出現下跌；即股市與房市之間是存在正影響關係。<sup>55</sup>爰此，當投資大眾從股票市場獲利後，資金轉戰房市也就成為最佳選擇，本研究預期房價對於股價將有「正影響」。

---

<sup>53</sup> 捷克便是最近的一個例子。在 1993~1995 年間，國際投機客認定捷克貨幣將會升值，因此國際熱錢大舉湧入捷克。在高峰期，湧入捷克的國際熱錢高達捷克 GDP 的 18%，這導致捷克付出非常沈重的貨幣沖銷代價，同時造成經濟過熱、通貨膨脹、實質匯率升值、工資上漲及國際經常帳惡化，最後導致匯率被迫調整，造成金融危機與經濟嚴重衰退三年。

「中國政府大戰全球投機客」，童振源，聯合報，2004 年 12 月 9 日。

<sup>54</sup> 李興麗 (2010)，「房地產價格與人民幣匯率關係的實證研究」，《甘肅金融》(甘肅)，第 12 期，頁 63。

<sup>55</sup> 「股價與房價究竟是什麼關係」，中國評論新聞網，網址：

<http://www.chinareviewnews.com/doc/1006/3/0/1/100630175.html?coluid=7&kindid=0&docid=100630175>。

總結以上所述各項總體經濟變數、基本統計量及預期影響，本研究之變數假設彙整如表 5 所示：

表5：實證變數定義及統計量與預期效果

符號	變數	變數說明	平均值	標準差	預期影響方向
HP	房價指數	天津房屋銷售價格環比指數	100.449	0.460	
FDI	外商直接投資	天津直接利用外資金額(單位：億元人民幣)	53.471	26.345	?
CPI	物價上漲率	天津城市居民消費價格指數(去年同期：100)	100.177	2.431	+
INC	人均收入	天津平均每人每月總收入(單位：元人民幣)	2062.282	606.773	+
INT	貸款利率	一年期流動資金貸款利率(單位：%)	6.129	0.768	
EXC	匯率	人民幣兌美元匯率(單位：元人民幣)	7.085	0.529	+
STOCK	股價指數	上海A股股價指數	2990.854	1046.780	+
D1	虛擬變數	2006年7月「限外令」頒發後各月為1，頒發前各月為0	0.903	0.298	-

資料來源：天津統計訊息網網站，網址：<http://www.stats-tj.gov.cn/index.html/>。  
臺灣經濟新報資料庫，網址：<http://www.tej.com.tw/twsite/首頁/tabid/163/language/zh-TW/Default.aspx>。



### 第三節 數據資料來源

本論文相關數據樣本區間係採用 2006 年至 2011 年共 72 筆月資料進行實證研究分析，數據資料則以中國大陸政府機關所公布之統計數據為主，並以臺灣內部經濟資料庫為輔。針對本研究實證變數 1.外商直接投資金額 (FDI)， 2.物價指數 (CPI)， 3.人均收入 (INC)， 4.貸款利率 (INT)， 5.匯率 (EXC)， 6.股價指數 (STOCK) 等資料來源分別說明如下：

房價部分考慮到中國大陸城鄉發展差距的現實，現階段主要房地產建設及交易都是在城鎮，其需求主體以城市居民為主軸，農村仍以自建房居多。再者外商投資天津房地產市場，主要都是以城市的商務辦公大樓、商品住宅、別墅等投資標的為主，所以房價採用的數據都是以城市範疇的統計資料，農村數據則未予納入。外資部分為求客觀呈現外商直接投資金額規模，則以「天津直接利用外資金額」為依據，並將美元計值依據當時匯率轉換為人民幣計值，以上兩項數據皆由天津統計局網站（天津統計訊息網）所公布之月資料查詢獲得。

物價水準以「天津市消費者物價指數（去年同期 100）」為代表，人均收入採用「天津市每人每月平均總收入」，計價單位為元人民幣；貸款利率則採用「一年期流動資金貸款利率」，匯率部分為「人民幣兌美元匯率」，股價指數則為「上海 A 股股價指數」，以上數據均由臺灣經濟新報網站 (TEJ) 查詢獲得。

#### 第四節 研究限制

本研究所使用之各項變數數據資料，主要採用中國統計年鑑、天津統計年鑑等相關中國大陸官方出版品所公布之數據，惟部分係透過臺灣經濟新報網站所彙整之月數據所獲得，均屬於次級資料，且現階段中國大陸官方房地產統計資料實質上存在嚴重缺陷，房價統計指標嚴重失真，此早為外界所詬病自不待而言，所以歷年的房價指數與實際房價變化存在落差，或許無法客觀勾勒出現實狀況。也因為有此窒礙因素，研究者對於文獻資料、相關數據的蒐整上將更為嚴謹，對於各項數據使用並適時採取複式驗證作為，以降低資料誤用及誤判的情況發生。

其次，本研究實證模型係採用「月資料」進行分析，在研究者蒐整相關變數數據過程中發現，中國大陸官方所公布統計資料中，部分月數據有所缺漏（如房價指數、外商直接投資、物價指數、股價指數），研究者苦無官方管道可獲得；亦有相當統計資料（如人均收入）自 2007 年起大陸官方調整為每季公布乙次（季數據），而取消月數據公布模式，更是加深本研究數據蒐整的困難度。不過為周延實證模型降低誤差，缺乏月資料部分則以當月前後各月之月數據總和取平均值計算，或透過相關官方報告或評論文章搜尋獲得；另僅有季資料部分將取平均值做為當季各月份之月數據，希能提高模型準確度，以具體客觀呈現研究結果。

## 第五節 本章小結

本研究在實證模型選擇部分，係採用 Pesaran and Shin(1998)及 Pesaran et al.(2001)所提出的共整合 ARDL 模型(autoregressive distributed lag with cointegration)來進行實證分析，而使用該模型主要有幾個考量因素；首先，共整合 ARDL 模型的優點在於無需要去考慮各項變數資料是否為定態(stationary)，也就是說，研究者並不需要對各變數進行單根檢定(nuit root test)。第二：在假設觀察樣本數一樣的情況下，ARDL 模型將比 VAR 模型更能容納較多的變數，而不會產生所謂自由度不足的問題。第三：共整合 ARDL 模型現階段已經被廣泛地運用在股票市場、匯率波動、國防支出、就業市場、通貨膨脹..等財務與總體經濟相關的研究領域，文獻資料豐富且具參考價值，對於本研究有相當的助益。

在實證變數選擇部分，由於本研究主要目的係為釐清天津房地產價格與外商直接投資間的關聯性，所以採用天津房價指數為依變數，外商直接投資金額為當然之自變數；另透過文獻回顧瞭解「物價指數」、「人均收入」、「貸款利率」、「匯率」以及「股價指數」對於房地產價格波動均有影響，亦予納為自變數。最後，為進一步瞭解「限外令」頒布後是否對天津房價造成影響？所以再增設一個虛擬變數，以期能具體反應中國大陸對於外資相關規範政策的影響。再者，本研究將藉由 AIC 選擇最佳落後期數，據以確認最適估計模型。

在樣本數選擇區間部分，由於中國大陸房地產市場起步較慢，從 1998 年取消實物分房政策之後，因為消費需求的增加進而刺激房產市場的活水，才讓房市交易出現比較顯著的變化；整體而言，發展時間相對較短。另外中國大陸城市級地價及房價的數據從 2001 年起大陸官方始正式對外公布，相關房產數據取得有其限制與困難性。如截取「年資料」來進行實證分析則恐怕會產生樣本數不足的疑慮，而且因為房地產的消費以及投資屬性，

其價格往往在短時間內變動較為頻繁，使用「年資料」定難以客觀反映現實狀況。所此，本研究將採用「月資料」並把焦點關注在 2005 年以後，數據樣本區間擬取用 2006 年至 2011 年共 72 筆月資料進行實證分析研究。

在數據資料來源部分，則以中國大陸政府機關所公布之統計數據為主，並以臺灣內部經濟資料庫為輔。房價採用「天津房屋銷售價格環比指數」，係以城市為範疇的統計資料，農村數據則未予納入。外資部分為求客觀呈現外商直接投資金額規模，則以「天津直接利用外資金額（人民幣元）」為依據。物價水準以「天津市消費者物價指數（去年同期 100）」為代表，人均收入採用「天津市每人每月平均總收入（人民幣元）」，貸款利率採用「一年期流動資金貸款利率」，匯率部分為「人民幣兌美元匯率」，股價指數則為「上海 A 股股價指數」。



## 第五章 實證結果與模型檢定

## 第一節 實證結果分析

## 一、短期關係實證結果：

本研究利用 AIC (Akaike Information Criterion) 的極小值來取各變數的最佳落後期數，現將各總體經濟變數對天津房價影響的短期關係實證結果整理於表 6。

表6：短期關係實證結果

依變數 $\Delta LHP$			
變數名稱	符號	估計係數	標準差
常數項	C	-0.006	0.009
共整合項	ECM (-1)	-2.351	0.542***
2月	M2	0.002	0.006
3月	M3	0.007	0.006
4月	M4	0.016	0.006***
5月	M5	0.020	0.008**
6月	M6	0.014	0.010
7月	M7	0.030	0.009***
8月	M8	0.021	0.008**
9月	M9	0.014	0.011
10月	M10	0.019	0.007**
11月	M11	0.001	0.007
12月	M12	0.003	0.007
虛擬變數	D1	-0.008	0.007
房價	$\Delta LHP$ (-1)	1.381	0.450***
房價	$\Delta LHP$ (-2)	1.182	0.374***
房價	$\Delta LHP$ (-3)	0.742	0.264**
房價	$\Delta LHP$ (-4)	0.958	0.237***
房價	$\Delta LHP$ (-5)	0.333	0.187*
外資	$\Delta LFDI$ (-0)	0.007	0.004*
外資	$\Delta LFDI$ (-1)	0.004	0.005
外資	$\Delta LFDI$ (-2)	0.006	0.005



外資	$\Delta LFDI (-3)$	0.016	0.006**
外資	$\Delta LFDI (-4)$	0.009	0.005
外資	$\Delta LFDI (-5)$	0.008	0.003**
物價	$\Delta LCPI (-0)$	0.169	0.090*
物價	$\Delta LCPI (-1)$	0.123	0.100
物價	$\Delta LCPI (-2)$	0.092	0.088
物價	$\Delta LCPI (-3)$	0.127	0.086
收入	$\Delta LINC (-0)$	0.014	0.013
收入	$\Delta LINC (-1)$	0.026	0.017
收入	$\Delta LINC (-2)$	0.044	0.021**
收入	$\Delta LINC (-3)$	0.044	0.023*
收入	$\Delta LINC (-4)$	0.049	0.020**
收入	$\Delta LINC (-5)$	0.025	0.011**
利率	$\Delta LINT (-0)$	0.046	0.030
利率	$\Delta LINT (-1)$	-0.009	0.032
利率	$\Delta LINT (-2)$	0.048	0.031
利率	$\Delta LINT (-3)$	0.036	0.030
利率	$\Delta LINT (-4)$	0.024	0.023
匯率	$\Delta LEXC (-0)$	0.016	0.169
匯率	$\Delta LEXC (-1)$	0.300	0.186
匯率	$\Delta LEXC (-2)$	0.203	0.200
匯率	$\Delta LEXC (-3)$	0.195	0.224
股價	$\Delta LSTOCK (-0)$	-0.001	0.006
股價	$\Delta LSTOCK (-1)$	-0.020	0.010*
股價	$\Delta LSTOCK (-2)$	-0.012	0.012
股價	$\Delta LSTOCK (-3)$	-0.020	0.010*
股價	$\Delta LSTOCK (-4)$	-0.028	0.008***

註：1.Observations=66，Adjusted  $R^2=0.490699$ ，F-statistic=2.304707 ( $p=0.031161$ )

2.\*、\*\*、\*\*\*表示在 10%、5%、1%的顯著水準下，拒絕虛無假設。

從上表我們可以得出以下幾個實證結果，首先觀察 ECM 估計係數為 -2.351，表示天津房地產市場如受到政治、社會、經濟或其他某外在因素變動所影響而造成波動，大約歷時 13 天後會逐漸回歸原來運行狀態，這顯示中國大陸房地產市場確實存在短期變動頻繁的特質，也支撐本研究採用月資料會比採用年資料或季資料更能客觀反映房地產市場運行的狀況。

不可諱言，在短期關係中天津房價（HP）仍然是影響天津房地產價格的主要因素之一，由相關數據可以看出房價在下期、落後兩期、落後三期甚致落後四期、落後五期都能夠拒絕房價對房地產價格沒有影響的虛無假設。這表示房價對於天津房地產價格的關係存在一定程度的正影響效果，也說明房價變動具有明顯的序列相關性，對於一位有意願購買不動產的消費者而言，同型標的物先前幾個月銷售價格無疑是一項重要的參考指標。所以，在不考慮如重大意外、天然災害..等突發狀況，前一期房價勢必牽動當期房地產市場行情的提升。

其次，外資（FDI）與房價間也是存在正影響關係，同樣由表 6  $\Delta LFDI$  數據可以看出，外資在進入天津房地產市場後，在當期、落後三期以及落後五期均能夠在 10% 或 5% 顯著水準下，拒絕外資對房地產價格沒有影響的虛無假設，估計係數為正值代表呈現拉高房價的現象；所以就短期關係而言，外資在流入房地產市場後將會有拉抬房地產價格的正影響，而另一個角度思考也就可以大膽推測房地產價格上漲勢必一定程度吸引國際資本的投入。

物價  $\Delta LCPI$  估計係數亦為正值，並且在當期 10% 的顯著水準下，拒絕物價對房地產價格沒有影響的虛無假設。這表示物價在當期與房價呈現出較為顯著的影響，所以就短期層面觀之，物價其實也是推動房價上漲的原因。另外分析人均收入（INC）對於房價（HP）也是呈現正影響，由表 6 數據可以看出所有  $\Delta LINC$  估計係數均為正值，且人均收入在落後二期到落後五期亦能在 10% 或 5% 的顯著水準下，拒絕人均收入對房地產價格沒有影響的虛無假設。這顯示人均收入確實對於房價有拉升作用。國民所得的增加體現在天津整體經濟的成長，表示天津房價上漲的助力有一部分是來自於本身經濟成長所帶來的正向影響，這部分觀點與閻之博（2007）的研究相符合。

較為特別的是，利率（INT）與匯率（EXC）對於房價（HP）在短期關係上是沒有顯著影響，兩者均無法在 10% 顯著水準下，拒絕對房地產價格沒有影響的虛無假設。就利率而言，或許本實證結果亦間接證明大陸央行主動採取利率工具試圖調控房地產價格的政策是徒勞無功的。事實上，根據中國大陸過往的經驗也不難解釋這個現象，在 2007 年中國大陸央行 10 次上調存款準備率和 6 次上調存貸款利率來抑制房價，不過當年中國大陸全國房屋銷售價格卻仍然還是接近 5% 的正成長，所以這個實證結果並不令人意外，此與韓鑫韜等（2011）的研究結果相符合。

在短期關係上，股價在落後一期、落後三期、落後四期分別在 10% 或 1% 顯著水準下，拒絕股價對房地產價格沒有影響的虛無假設。且相關估計係數均為負值，顯示股價對房價呈現負影響，可以解釋在短期股票市場利多時，必定吸引資金流入；而相對地就排擠到房地產市場的資金規模，反之亦然；這也符合當初對股價影響的預期結果。最後，虛擬變數  $DI$  在 10% 顯著水準下，無法拒絕限外令政策對房地產價格沒有影響的虛無假設。所以，2006 年 7 月以來所實施的限外政策（171 號《意見》），並沒有達到抑制房價的預期目標，實證結果顯示限外政策對房價在短期關係上並沒有影響，這與史庭寬（2008）的研究結果相符合，凸顯限外政策應有其改善的地方，也間接說明中國大陸宏觀調控政策執行成效明顯不彰。

## 二、長期關係實證結果：

在共整合 ARDL 模型中，首先必須檢驗各變數之間是否存在長期關係，如果變數間不存在長期關係則實證結果也就沒有任何意義。就本研究而言，即要先驗證 FDI、CPI、INC、INT、EXC 與 STOCK 等 6 個變數之間是否存在長期關係？在此將以 F 統計量作為判定的依據，如果各變數無法通過 F 統計量的聯合檢定，就代表 FDI、CPI、INC、INT、EXC 與 STOCK 等變數之間是不存在長期穩定關係。驗證結果顯示，在 10% 的顯著水準下，F 統計量為 2.29，P 值為 0.10，為拒絕虛無假設；是以推

斷各變數間確實存在長期關係。茲將本研究實證模型長期關係實證結果整理如表 7：

表7：長期關係實證結果

變數名稱	符號	估計係數	標準差
常數項	C	4.750	0.138
外資	LFDI	0.001	0.001
物價	LCPI	-0.051	0.033
收入	LINC	-0.000	0.004
利率	LINT	-0.007	0.007
匯率	LEXC	0.030	0.016*
股價	LSTOCK	0.006	0.002***

註：1.Observations=72，Adjusted R<sup>2</sup>=0.308300，F-statistic=6.274270 (p=0.000031)

2.\*、\*\*、\*\*\*表示在10%、5%、1%的顯著水準下，拒絕虛無假設。

就長期實證結果觀之，在 10%的顯著水準下，無法拒絕外資對房地產價格沒有影響的虛無假設；所以推論外資對於房價而言並沒有顯著的影響，這意味長期來說外資在進入房地產市場後並不會拉高天津地區的房地產價格。

由表 7 也可以看出在 10%的顯著水準下，無法拒絕利率對房地產價格沒有影響的虛無假設；說明利率對於房價也沒有顯著的影響關係，這與短期關係的實證結果相一致，也印證前節引述 IMF（國際貨幣基金）的研究結論：「近十年來低利率與房價暴漲之間沒有高度關聯性」。

依據本研究實證結果，在長期關係上匯率（EXC）與股價（STOCK）分別在 10%以及 1%的顯著水準下，拒絕對房地產價格沒有影響的虛無假設；復以兩者其估計係數均為正值，所以匯率與股價對於房價均有拉抬作用，是影響天津房地產價格的重要因素，其中股價對房價的影響更較匯率影響為深。現階段天津房地產市場正處於旺盛需求階段，房地產投資的預期報酬率較一般投資標的物高出許多。特別是對於外國資金來

說，如果人民幣如預期升值，他們將從匯率變動中賺取高收益匯差，如果人民幣不升值，外商投資房地產價格的上漲仍會為其帶來可觀的利潤。較為特別的是在股價影響方面，長期關係與短期關係的實證結果相反；長期而言股價有拉抬房價的效果。這是因為隨著中國大陸經濟的發展，股市的規模不斷的擴大，從投資組合角度來看，股市與房市資產已經占個人財富比重的絕大部分，股市上漲意味個人整體財富的增加，投入房地產市場的結果會帶動房價的上揚。本研究實證結果股價對於房價存在正影響，符合當初預期結果。





## 第二節 模型正確性檢定

為了驗證本研究實證模型是否正確無誤？將依下列項目分別進行序列自我相關性( Serial Correlation, SC)、異質變異性( Heteroskedasticity, HE)、常態性分配( Normality Test, NO) 以及模型錯誤( Model Misspecification, MS) 四大檢定，以強化研究過程的嚴謹性與實證結果的可信性。現謹將檢定項目、程序及結果分述如後：

### 一、序列自我相關性檢定( Serial Correlation, SC)：

假設實證模型所取用變數之間存在自我相關的問題，將可能導致估計值的不正確，並且令吾人對相關檢定準確性與否產生質疑。是以本研究針對模型是否具有自我相關的問題，將採用 LM 檢定予以確認，首先令本研究實證模型的殘差值如下：

$$\varepsilon_t = \alpha_0 + p\varepsilon_{t-1} + v_t \quad (4)$$

假設 $v_t$ 是具有常態分配 $N(0, \sigma_v^2)$ 的獨立隨機誤差，若 $p = 0$ ，則 $\varepsilon_t = v_t$ ，則式(4)不具自我相關。爰此，本研究實證模型可以改寫如下：

$$\Delta LNHP_t = \theta_0 + \sum_1^k \beta_k X_{kt} + p\varepsilon_{t-1} + v_t \quad (5)$$

如果 $\varepsilon_{t-1}$ 是可以觀察的，則檢定虛無假設 $H_0 : p = 0$ 的一個方程式就是將 $\Delta LNHP_t$ 對 $X_t$ 和 $\varepsilon_{t-1}$ 迴歸，並且同時檢定 $p$ 的顯著性。不過由於 $\varepsilon_{t-1}$ 無法觀察，因此以延遲的最小平方殘差 $\hat{\varepsilon}_{t-1}$ 代替。檢定結果顯示 $p$ 在 $\alpha = 0.05$ 的顯著水準下，無法拒絕虛無假設，因此 $p = 0$ ，所以本研究實證模型的殘差項並不存在自我相關的問題。

### 二、異質變異檢定( Heteroskedasticity, HE)：

基本上，時間序列資料越是精細，就越有可能產生異質變異的情況；如果迴歸的殘差條件變異不一致，所估計出來的係數將不具有有效性。本研究採用 ARCH-LM 檢定 (autoregressive conditional heteroskedasticity multiplier test)，來檢驗實證模型中的殘差項是否具有異質變異的情況。其虛無假設為不具有異質變異，依據下列具有 $q$ 期的迴歸式：

$$e^2 = \beta_1 + \beta_1 e_{t-1}^2 + \beta_2 e_{t-2}^2 + \cdots + \beta_q e_{t-q}^2 + v_t \quad (6)$$

其中 $e$ 為殘差項，利用  $F$  統計量來檢定各期係數是否顯著，另外  $LM$  統計量，利用迴歸判定係數作統計量，且此統計量必須服從一個自由度為 $q$ 的卡方分配。當 $q = 3$ 時， $p$ 值為 0.1496，當 $q = 6$ 時， $p$ 值為 0.3517，依據檢測結果說明並未拒絕虛無假設，表示本實證模型並無出現有所謂異質變異的情況。

### 三、常態性分配檢定 (Normality Test, NO)：

有關常態性分配檢定部分，本研究利用 *Jarque-Bera* 統計值來檢定實證模型的殘差是否有符合常態分配的要求，其統計量公式如下：

$$JB = \frac{T}{6} \left( S^2 + \frac{(K - 3)^2}{4} \right) \quad (7)$$

式 (7) 中  $S$  為偏態係數 (skeweness)， $K$  為峰態係數 (kurtosis)，其虛無假設為常態分配，且  $JB \sim \chi^2(2)$ 。檢定結果顯示  $JB$  值為 2.3113， $P$  值為 0.3148，所以本實證模型是符合常態分配要求無庸置疑。

### 四、模型錯誤檢定 (Model Misspecification, MS)：

就理論而言，如果實證模型遺漏重要變數或有納入不相關變數，甚至出現函數形式選擇上的錯誤，亦或有違背模型假設之情況發生，都會導致實證模型設定錯誤。而進行模型錯誤檢定的目的也就是要避免上述錯誤情

況的發生。本研究將透過 RESET 檢定 (regression specification error test)，來驗證實證模型設定是否有誤，下列式 (8) 表示本研究的預測值：

$$\hat{y} = \beta_0 + \beta_1 X + \varepsilon \quad (8)$$

將式 (8) 預測值的平方項加入實證模型可得到：

$$y = \beta_0 + \beta_1 X + \gamma_1 \hat{y}^2 + \varepsilon \quad (9)$$

爰此，本研究的實證模型可以表示為：

$$\Delta LHP_t = \beta_0 + \beta_1 X + \gamma_1 \Delta L\hat{H}P_t^2 + \varepsilon_t \quad (10)$$

式(10)中 $X$ 表示解釋變數，令虛無假設 $H_0 : \gamma_1 = 0$ ，對立假設為 $H_1 : \gamma_1 \neq 0$ 。如果拒絕 $H_0$ 則表示原始模型設定不恰當，有需改善之處；如果無法拒絕 $H_0$ 則表示 *RESET* 檢定未發現模型設定上的錯誤。經檢定的結果表示在 $\alpha = 0.05$ 的顯著水準下， $\gamma_1$ 的 $p$ 值為 0.5263，接受 $\gamma_1 = 0$ 的虛無假設，因此可證明本實證模型並未發生設定錯誤的情況。

在通過上述四大檢定的驗證，已經可以明白確認本研究實證模型不存在自我相關的問題，也不具有異質變異的情形，並且是符合常態分配以及在模型設定上是正確沒有問題的。爰此，本研究模型運算所獲得之結論是具有高度可信度，茲將本節模型正確性相關檢定結果彙整如表 8。

表 8：模型正確性相關檢定結果

檢定名稱	虛無假設	統計量	P 值	結果
自我相關 (SC)	不存在自我相關	$\chi^2(q = 3) = 1.3442$ $\chi^2(q = 6) = 9.9909$	0.3507 0.1250	不拒絕 $H_0$
異質變異 (HE)	不存在異質變異	$\chi^2(q = 3) = 5.3230$ $\chi^2(q = 6) = 6.6765$	0.1496 0.3517	不拒絕 $H_0$
常態分配 (NO)	符合常態分配	$JB = 2.3113$	0.3148	不拒絕 $H_0$
模型錯誤 (MS)	不存在模型設定錯誤	$F$ 統計量=0.4195	0.5263	不拒絕 $H_0$

註：本研究自我相關檢定使用 LM 檢定，異質變異檢定使用 ARCH-LM 檢定，常態分配檢定以 Jarque-Bera 值作為判斷標準，模型正確性檢定則使用 RESET 檢定。



## 第六章 結論與政策建議

### 第一節 結論

中國大陸房地產市場在 1998~2005 年期間是顯現漲幅不斷增加的態勢，而在 2005 年以後卻因為中國大陸政府對於上漲過快的房價開始進行宏觀調控，導致房價上漲速度呈現明顯的波動性。本研究採用共整合 ARDL 模型來對房地產價格與外資及總體經濟因素間之關聯性進行實證分析，擷取數據資料區間為 2006 年至 2011 年共 72 筆月資料，以天津房價為依變數，而外資投資金額、物價指數、人均收入、貸款利率、匯率以及股價指數則列為解釋變數，並利用 AIC (Akaike Information Criterion) 極小值來取各變數的最佳落後期數。其主要目的係為探討外商投資在天津房地產價格波動中所扮演的角色為何？以及外商投資金額的多寡是否會對天津房地產價格的增長，產生重要性關鍵影響？在透過長期、短期關係實證結果分析，可以得出以下幾點結論，分述如下：

#### 一、房價短期間相關性顯著，自我相互影響甚鉅：

實證結果表明，天津房價在短期關係中是影響天津房地產價格的主要因素之一，這也說明房地產價格波動具有明顯的序列相關性，對於一位有意願購買不動產的消費者而言，同型標的物先前幾個月銷售價格無疑是一項重要的參考指標，所以前期房價將勢必牽動當期房地產市場行情的提升，房價自我相關影響甚鉅。

#### 二、外商投資角色定位從犯，並非房價高漲主嫌：

就短期關係而言，外資在進入天津房地產市場後將出現拉抬房價上漲的效果，不過長期關係實證結果卻沒有特別顯著的影響，這表示外資並不是實際推升天津房地產價格高漲的主要原因。這也意味從長期的角度來看，外資其實並不具備真正推高房地產價格的「能耐」。以當前中國大陸房地



產市場的經濟規模，外資所占的比例有限或許沒有辦法隻手遮天；簡言之，外資絕對稱不上是影響天津房地產價格高漲的「主嫌」，但是在短期關係中外資對於房價存在相互間的正影響卻是無庸置疑。這表示外資在房地產市場中的確起了示範作用，扮演房地產價格波動「從犯」的角色。

### 三、利率與房價關聯性薄弱，顯難左右市場行情：

無論從短期或長期關係實證結果觀之，均顯示利率與房價間相互影響薄弱，這表示利率對於房價是沒有顯著影響，難以左右房產市場行情。換言之，利率的變化並不會造成房價波動。這也表示中國大陸央行主動採取利率工具試圖調控房地產價格的政策或許最終都將徒勞無功，也間接印證IMF（國際貨幣基金）的研究結論：「近十年來低利率與房價暴漲之間沒有高度關聯性」。

### 四、物價、人均收入並非造成房價高漲之因素：

物價短期關係 $\Delta$ LCPI估計係數為正值，並且在當期與房價呈現顯著正影響關係，顯示有推動房價上漲的作用，不過在長期關係上卻沒有預期相互的關聯性。人均收入與房價的關係亦是如此，均在短期關係有正影響，長期關係卻沒有顯著的相互關係。所以物價及人均收入的提升，並不是推高天津房地產價格上漲的原因。

### 五、匯率變動實質影響房價，升值貶值陷入兩難：

研究結果顯示匯率對房價為正影響關係，是以匯率上升將導致房價上漲。不過由於本研究係採用美元兌人民幣匯率，所以匯率上升背後所隱含的意涵是人民幣實質上的貶值。換句話說，如果中國大陸政府要運用匯率這項工具來抑制漲勢不斷的房價，就必須讓人民幣升值（即匯率下降）；不過現階段中國大陸仍屬於出口為導向的國家，長期而言，人民幣升值勢將不利其出口，政策作為上恐陷入兩難困境。

## 六、股市與房市關聯性緊密，長期短期關係反轉：

較為有趣的現象是股價與房價間的相互關係。在短期關係上，房市如果表現利多態勢，則會吸引投資資金流入；相對將排擠股市資金規模，所以股價與房價呈現負影響，無須驗證其理自明。但就長期關係而言，實證結果卻顯示股價有拉升房地產價格的正影響作用，而這與短期關係的實證結果剛好相反。吾人可從整體財富效應的觀點切入來解釋此一現象。質言之，由於中國大陸經濟持續發展，股市與房市資產已經占民眾個人財富比重的絕大部分，股市上漲意味個人財富增加，在資金無虞、充裕的情況下，投入房地產市場勢必帶動房價的上揚。現階段天津房地產市場正處於需求旺盛階段，房地產投資的預期報酬率較一般投資標的物高出許多；特別是對於外國資金來說，如果人民幣如預期升值，他們將從匯率變動中賺取高收益匯差，如果人民幣不升值，外商投資房地產價格的上漲仍會為其帶來可觀的利潤。

## 七、限外令政策治標不治本，具體成效有待商榷：

本研究設定虛擬變數D1來預測 171 號《意見》（限外令）於 2006 年 7 月實施後對房價的影響，實證結果顯示限外政策與房價在短期關係上並沒有相關性，這也凸顯宏觀調控政策執行成效明顯不彰。Shiller（2007）這或許與中國大陸城鎮化所帶來的大量住房需求以及投資者的預期心理有關，因為房地產價格長期上漲和人民幣長期升值的心理預期已經深入廣大投資者和購買者心中，即使暫時出現政策利空，投資者也會認為此時是降低成本進入房地產行業獲得長期收益的一個機會。

## 第二節 政策建議

依據本研究實證分析所獲得之數據結論提出以下幾點政策建議，供相關學術研究與中國大陸政府單位之參考：

- 一、 建立完善的房地產資訊公布制度及政府監督規範。現階段中國大陸房地產統計資料存在嚴重缺陷而且透明度不高，市場相關房價統計指標亦嚴重失真，在此不公平競爭環境及資訊不對稱下，導致房地產資訊被嚴重扭曲，這對於追求一個健全的房地產市場並無實質助益。中國大陸政府應該要求房地產開發商公布正確的房產資訊，並且建立相關的監督規範，以確保資訊的透明與公開，防範市場產生錯誤的預期，而導致非理性行為的發生。
- 二、 國際間對於人民幣升值的呼聲越來越大，這與中國大陸匯率制度不完善有關；也因為人民幣的價值被長期低估，所以吸引國際資金大量湧入中國大陸，推高了對房地產市場的投資需求。中國大陸政府應該讓人民幣匯率回歸市場機制並逐步朝國際化貨幣的腳步邁進，隨著人民幣成為完全自由兌換貨幣，定可以消除國際間對人民幣升值的預期心理，遏止國際投機資金的流入炒作，有助於房地產市場的健全發展。
- 三、 股市與房市是國家經濟發展的兩大支柱，兩者間關係不僅緊密且息息相關，此由本研究實證結果可資佐證；因此維持股市的穩定對於促進房地產市場健全發展至關重要。日本自 1989 年起連續十年的通貨緊縮以及經濟大衰退便可資借鏡，中國大陸政府應該妥善運用財政及貨幣政策來達到穩定國內股市、房市市場的基本要求。
- 四、 本研究認為外資並非推升中國大陸房地產價格高漲的主因，不過就短期關係而言，外資確實在中國大陸房地產市場中起了明確的示範

作用。所以中國大陸政府一連串房地產宏觀調控政策中所實行的限外措施，其象徵意義遠大於實質意義，主要目的即是要向社會大眾宣誓中國大陸政府打擊高房價的決心。就宏觀調控政策執行面而言，雖然政策立意良善然而執行力度往往不若預期，171 號限外令執行成效不彰即凸顯此一現象；宏觀調控往往淪為中國大陸民眾所擔心的「空調」。事實上，現階段部分地區房地產投資的幅度仍然較大，房價還是處於高點，投機的誘因依然存在，對於中國大陸中央調控政策的體認與執行仍然不到位，這也使得中國大陸房地產市場運行中衍生許多不確定的因素，這是中國大陸政府所應深切體認與改進的。



## 參考文獻

### 壹、中文文獻

- 丁一（2004），《天津房地產市場研究》。北京：清華大學經濟管理學院碩士論文。
- 丁丹紅（2011），「淺議中國房地產業利用外資的現狀與對策研究」，《中國房地產金融》（北京），第2期，頁11-15。
- 天津市統計局（2008），《輝煌的歷程—天津改革開放30年》。北京：中國統計出版社。
- 王晨（2005），「外資基金四種方式投資中國大陸房地產市場」，《中國房地信息》（北京），第7期，頁53-54。
- 王竹軒（2008），《天津市房地產市場發展現狀及趨勢分析》。天津：河北工業大學碩士論文。
- 史庭寬（2008），《罪魁禍首或代罪羔羊？外商直接投資與上海房地產價格波動的關係》。臺北：政治大學東亞研究所碩士論文。
- 住房綠皮書編委會（2011），《中國住房發展報告（2010~2011）》。北京：社會科學文獻出版社。
- 呂俊華、邵磊（2003），「1978~2000年城市住宅的政策與規劃設計思潮」，《建築學報》（北京），第9期，頁7-10。
- 李宏瑾（2005），「房地產市場、銀行信貸與經濟增長—基于面板數據的經驗研究」，《國際金融研究》（北京），第7期，頁30-36。
- 李琴燕（2009），「房地產價格變動中的匯率因素分析」，《經濟研究導刊》（黑龍江），第24期，頁77-79。
- 宋勃、高波（2007），「國際資本流動對房地產價格的影響：基于我國的實證檢驗（1998~2006年）」，《財經問題研究》（東北），第3期，頁55-61。



李興麗 (2010), 「房地產價格與人民幣匯率關係的實證研究」, 《甘肅金融》(甘肅), 第 12 期, 頁 62-64。

吳立範、羅黨論 (2009), 《中國的住房政策》。北京：經濟科學出版社。

易憲容 (2007), 「莫讓外資成為掠奪者」《英才》(北京) 第 9 期, 頁 30。

房地產藍皮書編委會 (2011), 《中國房地產發展報告 No:8》。北京：社會科學文獻出版社。

況偉大、趙宇華 (2010), 「中國房市與股市關聯度研究」《經濟理論與經濟管理》(北京), 第 8 期, 頁 38-44。

邱櫟樺、王宏仙 (2009), 「FDI 對中國房地產影響分析」《現代商貿工業》(武漢), 第 14 期, 頁 24-25。

吳老二、祝平衡 (2006), 「房地產價格與房地產投資來源結構」, 《當代經濟科學》(西安), 第 28 卷, 第 1 期, 頁 75-80。

武岳 (2007), 「天津濱海新區應成為創建住房信貸銀行的先行者」, 《中國房地產》(北京), 第 8 期, 頁 69-70。

周京奎 (2006), 「城市土地價格波動對房地產業的影響—1999~2005 年中國 20 城市的實證分析」, 《當代經濟科學》(西安), 第 28 卷, 第 4 期, 頁 1-7。

馬光遠 (2010), 「房地產新政進入真正的風暴期」《南方人物周刊》(廣州) 第 14 期, 頁 23。

孫國瑞 (2011), 「外資大規模進入中國房地產市場, 要加強監管監測」, 《國際融資》(北京), 第 2 期, 頁 28-31。

梁立俊、操陳敏 (2007), 「FDI 對中國商品房價格影響的實證分析」, 《中國物價》(北京), 第 3 期, 頁 54-57。

郭樹華、王旭 (2012), 「人民幣匯率與房地產價格關聯效應研究」, 《經濟問題探索》(昆明), 第 1 期, 頁 32-37。

閻之博 (2007), 「GDP 與 FDI 對中國房地產價格影響效果的實證分析」, 《經

- 濟研究導刊》(黑龍江),第1期,頁177-179。
- 張捷(2010),「人民幣匯率改革與中國房地產價格」,《中國市場》(北京),第44期,頁58、65。
- 張弘遠、林雅鈴(2011),「中國特區經濟發展誘因機制轉變的政經意涵：天津濱海新區的個案分析」,《中國大陸研究》(臺北),第54卷第2期,頁35-62。
- 曹霄琪(2011),「影響房地產價格因素的計量分析」,《金融經濟》(湖南),第2期,頁83-86。
- 萬倫來、陳希希(2006),「FDI與我國房地產業增長關係的實證分析—來自上海市1980~2004的經驗證據」,《產業經濟研究》(江蘇南京),第3期,頁47-52。
- 劉維新(2010),「中國房地產市場宏觀調控的回顧與展望」,《中國房地產金融》(北京),第7期,頁3-6。
- 謝明暘(2011),「股票價格與房地產價格互動關係研究」,《商業時代》(北京),第13期,頁50-51。
- 韓鑫韜、王擎(2011),「我國房地產價格波動與中央銀行貨幣政策調控—來自貨幣供應量、匯率和利率的證據」,《南方金融》(廣州),總423期,頁4-11。
- 聶平香(2011),「外商投資我國房地產階段變化及影響分析」,《對外經貿實務》(湖北),第11期,頁19-22。
- 鐘偉(2005),「外資投資中國房地產報告」,《南風窗》(廣州),第10期(上),頁36-39。

## 貳、報紙與網頁

人民網網站, <http://www.people.com.cn/>。

中央銀行「以總體審慎政策因應高房價問題」。

<http://www.cbc.gov.tw/public/Attachment/17117143971.pdf>。

中華人民共和國中央人民政府網站，<http://www.gov.cn/>。

中國統計年鑒數據庫網站，<http://tongji.cnki.net/fanti/brief/result.aspx>。

中國評論新聞網網站，<http://www.chinareviewnews.com/>。

中華人民共和國商務部網站，<http://big5.mofcom.gov.cn/>。

中華人民共和國國家統計局網站，<http://www.stats.gov.cn/>。

中國證券網網站，<http://www.cnstock.com/>。

天津政務網網站，<http://www.tj.gov.cn/>。

天津市地方誌網網站，<http://www.big5.tjdfz.org.cn/>。

天津統計訊息網網站，<http://www.stats-tj.gov.cn/index.html/>。

天津濱海新區政務網網站，

<http://www.bh.gov.cn/html/bhxqzww/portal/index/index.htm>。

臺灣經濟新報網站，<http://www.tej.com.tw/twsite/首頁>

[/tabid/163/language/zh-TW/Default.aspx](http://www.tej.com.tw/twsite/首頁/tabid/163/language/zh-TW/Default.aspx)。

新華網網站，<http://big5.xinhuanet.com/gate/big5/www.news.cn/>。

湖南紅網網站，<http://www.rednet.cn/>。

國家政策研究基金會網站：<http://www.npf.org.tw/>。

## 參、英文文獻

Chaudhry, Imran, Akhtar, Mohammad; Mahmood, Khalid and Faridi,

Muhammad. (2011), “Foreign Exchange Reserves and Inflation in Pakistan: Evidence from ARDL Modelling Approach.” *International Journal of Economics and Finance*, 3(1), 69-76.

Hirnissa, M T; Habibullah, Muzafar; Baharom, A H.(2009),“The Relationship between Defense, Education and Health Expenditures in Selected Asian Countries.” *International Journal of Economics and Finance*, 1(2),

149-155.

Liow, Kim.(2010),“International Direct Real Estate Market Linkages: Evidence from Time-Varying Correlation and Cointegration Tests.”*Journal of Real Estate Literature*,18(2),283-312.

Matteo Iacoviello.(2002),“House Prices and Business Cycles in Europe: a VAR Analysis.” *Boston College Department of Economics in its series Boston College Working Papers in Economics*, 540.

Miller, N. ; M. Sklarz and N. Ordway.(1988),“Japanese Purchases, Exchange Rates and Speculation in Residential Real Estate Markets.” *Journal of Real Estate Research* ,3(3),39-49.

