

日本高齡化人口結構與不動產貸款 授信風險之探討

中央銀行業務局

黃慧雯

2024 年 12 月

本文純屬作者個人意見，與服務單位無關，如有任何疏漏或謬誤，概由作者負責。

目 次

壹、前言	1
貳、高齡人口債務增加不利經濟成長與金融穩定	2
一、人口老化對總體經濟之影響	2
二、高齡人口債務增加，不利金融穩定	3
參、從日本房市泡沫及房貸借款人特性，探討房市風險議題	4
一、1990 年代日本房地產泡沫經驗	4
二、日本金融機構住宅貸款情形及借款人特性分析	10
三、日本房市風險相關議題	19
肆、國際機構對銀行不動產授信風險示警	22
一、IMF：各國宜彈性調整總體審慎措施，並密切注意金融脆弱性	22
二、巴塞爾銀行監理委員會：確保銀行落實不動產授信風險之管理	25
三、OECD：注意家庭房貸違約及房價反轉風險，持續強化總體審慎政策	26
伍、因應房市風險，各國採取總體審慎政策情形	28
一、針對脆弱性來源，採取相應的不動產總體審慎工具	29
二、各國總體審慎政策實施情形	30
陸、結論	32
一、政府宜運用多元政策工具，以強化總體審慎政策成效	32
二、政府宜加強建置相關監控指標，有助及早辨識不動產貸款授信風險	32
三、金融監理機關宜強化不動產貸款資料蒐集與分析能力，提供決策參考	34
參考資料	35

壹、前言

2021 年以來國內房價持續上漲，惟國際經驗顯示，房價並非只漲不跌，如 1990 年代日本房地產泡沫之破滅。日本央行前副總裁西村清彥 2013 年研究日本人口結構趨勢、信用擴張及資產價格之關係¹，研究結果發現，日本逆扶養比²與實質地價指數走勢類似，且均有兩個高峰，而銀行放款於 1990 年左右達到第 2 個高峰後，與逆扶養比、實質地價指數均反轉向下，他認為若同時發生房價泡沫破滅、人口結構老化及銀行貸款快速成長情形，則國內發生金融危機之機率將上升。

鑑於日本房市泡沫之破滅，以及日本人口老化面臨之債務風險，均對日本經濟成長及金融穩定造成重大影響，有必要進一步瞭解借款人特性與還款能力的關係，分析其對不動產授信風險之影響，爰本文針對相關議題進行研究。為深入瞭解日本不動產授信風險情形、房貸借款人特性，以及不動產市場現況，作者於 2023 年 9 月至 11 月間參訪日本央行、日本住宅金融支援機構、三菱日聯銀行、三井住宅銀行、日本總合研究所及日本信義房屋，透過與產、官、學機構全面性之意見交流，以及蒐集相關研究資料，進而深入分析相關議題。

本文除本章前言外，第貳章探討高齡人口債務增加對總體經濟及金融穩定之影響；第參章說明日本房市泡沫背景、成因及影響，分析日本金融機構住宅貸款情形及借款人特性，以及日本房市相關議題；第肆章探討國際機構對銀行不動產授信風險之看法；第伍章說明不動產總體審慎政策工具，以及各國總體審慎政策實施情形；最後為結論。

¹ 參考日本央行前副總裁西村清彥 2013 年 1 月 4 日於美國房地產及城市經濟協會年度會議「房地產市場、金融穩定及總體審慎政策」特別委員會演講。

² 扶養比為每百位工作年齡人口所需扶養之依賴人口數，用以衡量社會負擔程度；逆扶養比為扶養比的倒數，可用以衡量勞動生產力。

貳、高齡人口債務增加不利經濟成長與金融穩定

依據 ECB(2022)、BIS(2020)、Olivia Mitchell et al.(2020)等研究結果發現，人口老化將不利經濟成長，且因老年人口財務脆弱性較高，高齡人口債務之增加將不利金融穩定。

一、人口老化對總體經濟之影響³

(一) 人口老化不利經濟成長

人口老化使工作年齡人口減少，導致勞動生產力下滑，潛在產出下降，不利經濟成長。自 1990 年代中期以後，日本工作年齡人口持續下降，老年人扶養比大幅上升，2020 年達 48%。依據 IMF 研究，日本人口老化將使 2020 年至 2050 年間平均實際 GDP 成長率降低約 1 個百分點。

(二) 老年人口比重上升可能使實質利率下降，進而影響貨幣政策效果

因人口老化使潛在產出減少，可能使實質利率下降，導致貨幣政策對促進經濟成長的效果減弱。依據 IMF 估計，日本人口老化對其自然利率(natural rate of interest)產生顯著影響，自 2008 年全球金融危機以來平均下降約 0.3 個百分點。此外，根據儲蓄生命周期理論，長期而言，人口老化將對金融資產需求產生抑制作用，因借款需求下降及投資減少，將使銀行金融中介功能受限，導致貨幣政策傳遞機制效果下降。

(三) 老年人口比重上升將加重政府財政負擔，進而影響財政政策效果

老年人口比重上升，使政府公共支出用於養老金、醫療保健及長照等支出大幅增加，加上稅基減少，政府財政負擔沉重，將使擴張性財政政策刺激需求的效果下降。此外，因老年人口之風險趨避程度較高，當面臨經濟衰退，對消費者信心及預期投資報酬率的負面影響較大，老年人口比重上升在經濟衰退時期將進一步減弱財政政策效果。

日本因老年人口比重上升，導致生產力下滑，並使貨幣政策及財政政策

³ 參考 ECB (2022)。

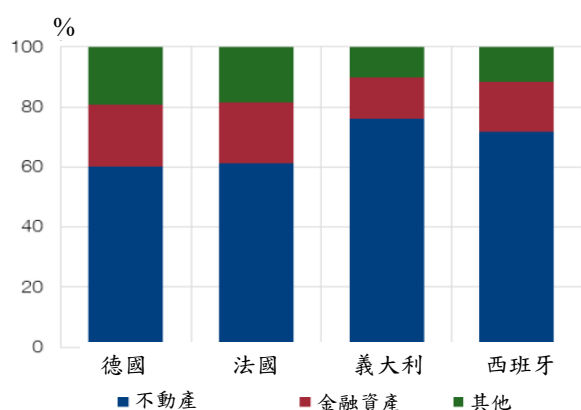
的有效性下降，以致儘管採取大規模擴張性貨幣政策及財政政策以刺激經濟，成效仍有侷限。

二、高齡人口債務增加，不利金融穩定

(一) 老年人口比重上升使銀行金融中介角色下降⁴

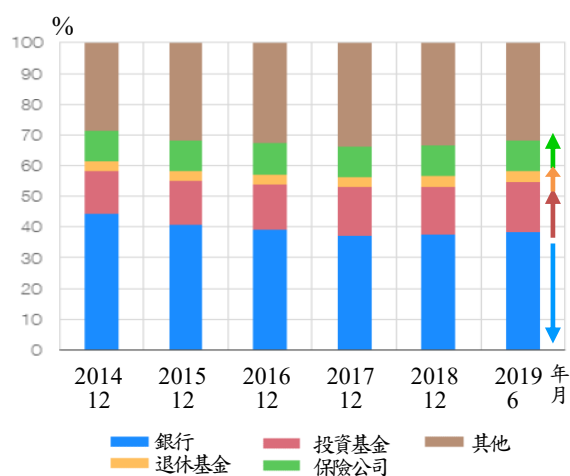
人口老化將影響市場對金融商品的需求偏好情形，Pablo Hernández de Cos⁵發現，歐元區 55 歲至 64 歲家庭戶長的投資組合偏好房地產(圖 1)，主要係考量退休後可自房地產資產獲取所需資金，例如逆向房屋抵押貸款(reverse mortgage)，或不動產售後租回(sale and leaseback)⁶；此種投資組合偏好反映該等年長工作年齡人口將對長期金融資產需求增加，促使銀行吸收存款以從事放款的金融中介角色降低，相對而言，非銀行業(如投資基金、保險公司及退休基金)的重要性則將上升(圖 2)。

圖 1、55-64 歲家庭戶長投資組合



資料來源：BIS (2020)

圖 2、金融部門占比



資料來源：BIS (2020)

(二) 老年人口債務增加可能使銀行授信風險增加⁷

債務所得比率(即借款人貸款金額相對收入之比率)係衡量銀行授信風險的重要指標，如債務所得比率過高，表示借款人相對其收入承擔更多的債

⁴ 參考 BIS (2020)。

⁵ 2018 年擔任西班牙央行總裁。

⁶ 不動產售後租回係由保險公司直接購買房地產，再提供老人年金並回租；以保險公司為主體，由政府審核與監督，保險公司取得資產後，交由物業管理公司管理與維護。

⁷ 參考 BIS (2022)。

務，當經濟條件轉壞，借款人可能因財務困難面臨無法正常還款壓力，使貸款違約風險升高。由於老年人口偏好增加儲蓄，對貸款之需求下降，銀行為維持獲利水準，可能轉而尋找風險較高客戶或放寬授信標準，使銀行授信風險升高，不利金融穩定。BIS 實證研究結果顯示⁸，銀行暴險與債務所得比率兩者呈高度正相關，因人口老化可能使銀行放寬授信標準，導致經濟衰退期間銀行不良貸款明顯增加⁹，特別是資本比率較低的銀行，授信風險可能大幅上升，恐對金融穩定產生的負面影響。

(三) 老年人口債務增加使財務脆弱性上升，致其受金融衝擊的不利影響較大¹⁰

美國研究發現¹¹，接近退休年齡的老年人口持有債務比重上升¹²且債務金額增加¹³，顯示美國債務人口有趨於高齡化現象。依債務增幅及債務類型，以老年人口之房貸增幅最大，主因全球金融危機後，隨美國房價回升，美國借款人以較低自備款購買較昂貴的房屋，致退休後仍須償還房貸，惟老年人口因健康及退休後收入減少致財務脆弱性上升，使其受金融衝擊的不利影響較大。

參、從日本房市泡沫及房貸借款人特性，探討房市風險議題

一、1990 年代日本房地產泡沫經驗

(一) 1990 年代日本房地產泡沫背景、成因及影響

1.1980 年代末至 1989 年 4 月：日本央行採取寬鬆貨幣政策，以因應日圓升值；銀行放款資金大量流向房地產市場，資產價格泡沫化

1979 年後日本放寬土地稅制¹⁴，帶動地價上漲；1984 年後日本開放國

⁸ 參考自 BIS Working Papers 「Population aging and bank risk-taking」一文。

⁹ 依實證結果，銀行暴險增加 33 個百分點，與債務所得比率上大幅升 23 個百分點呈高度正相關。

¹⁰ 參考 Olivia Mitchell et al. (2020)。

¹¹ 參考自 Oxford University Press 「Remaking Retirement: Debt in an Aging Economy」一文。

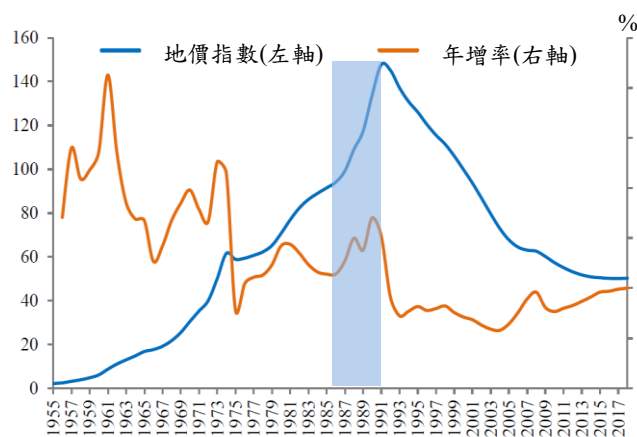
¹² 由 1992 年 64% 升至 2010 年 71%。

¹³ 56 歲至 61 歲借款人持有債務金額急劇增加，家庭中位數債務由 1992 年不到 6,800 美元，大幅增至 2010 年達 32,700 美元。

¹⁴ 1979 年法人長期持有土地轉讓所得 15% 優惠稅率範圍由 2,000 萬日圓提高至 4,000 萬日圓，個人長期持有優質住宅用地轉讓所得 20% 優惠稅率範圍提高至 4,000 萬日圓；1982 年恢復自

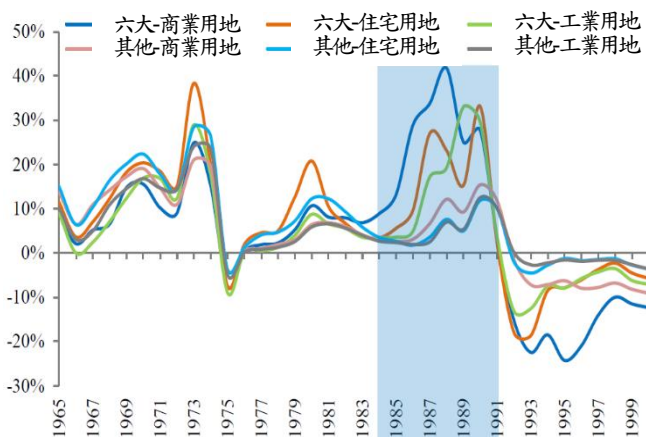
內金融市場，國際熱錢大量流入，為避免日圓升值可能對出口造成不利影響，日本央行採取寬鬆貨幣政策¹⁵，因低利率環境，資金大量流向股市及房地產，市場投機氣氛濃厚，資產價格大漲。1986 年至 1990 年全國都市地價指數平均年增 8.3%(圖 3)，六大都市地價指數平均增幅高達 20.6%(圖 4)。銀行大量放款至非生產性與投機性行業，不動產業及金融保險業放款占全體銀行總放款比重分別由 1980 年 5.8%及 3.3%，升至 1989 年 11.5%及 10.3%(圖 5)；1968 年至 1990 年貨幣總計數 M2 年增率 12.7%，遠高於實際 GDP 成長率 5.2%(圖 6)，市場流動性過剩推升日本房地產及股票價格上升，形成資產價格泡沫化。

圖 3、日本全國都市地價指數及年增率



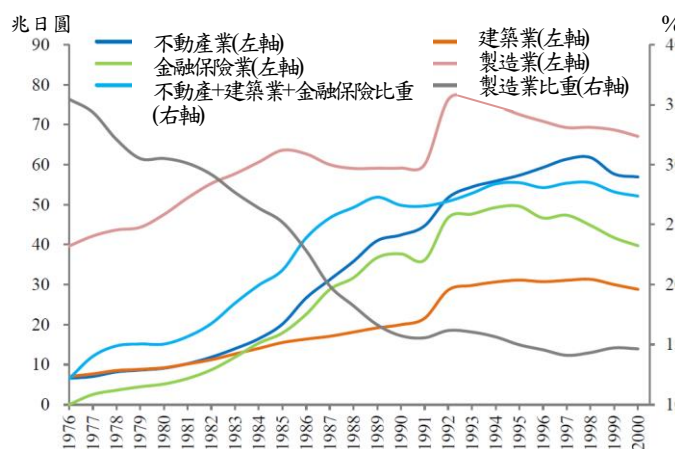
資料來源：恒大研究院(2019)

圖 4、日本六大都市與其他都市地價指數



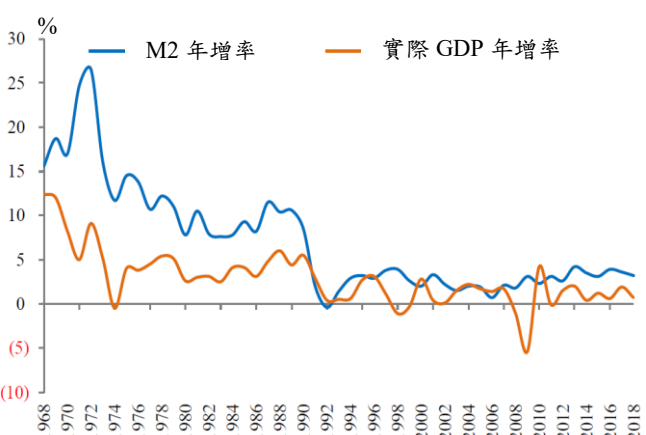
註：六大都市為東京、橫濱、名古屋、京都、大阪及神戶。
資料來源：恒大研究院(2019)

圖 5、日本行業別放款占總放款比重



資料來源：恒大研究院(2019)

圖 6、日本 M2 及實際 GDP 年增率



資料來源：恒大研究院(2019)

用住宅重購稅制度，出售持有超過 10 年自用房地，新購住宅可延期繳納資本利得稅。

¹⁵ 因應日圓大幅升值，日本央行將貼現率由 1983 年 10 月 5%降至 1987 年 2 月 2.5%。

2.1989 年 5 月至 1991 年初：日本央行大幅升息以抑制房市泡沫，大藏省採取金融及租稅管控措施，導致日本股市下跌，房市泡沫破滅

鑑於房價大幅上漲致民眾購屋負擔及企業經營成本加重，為抑制房地產過熱及市場投機氣氛，日本央行轉向採取緊縮性貨幣政策，自 1989 年 5 月起大幅調升重貼現率，由 1989 年 4 月 2.5% 升至 1990 年 8 月 6%，大幅升息使日本股市率先下跌，日經指數於 1989 年 12 月達高點後大幅下跌(圖 7)，貨幣總計數 M2 年增率由 1990 年 10 月 11.8% 大幅下降至 1992 年 9 月轉為年減 0.5%(圖 8)。

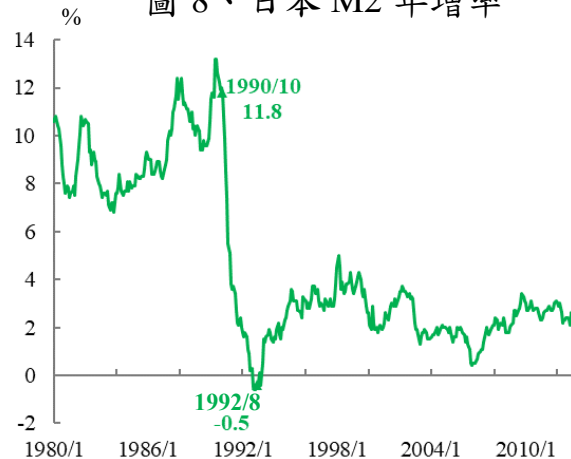
1990 年 3 月大藏省¹⁶發布「房地產融資總量規定」，對不動產貸款實施總量管制¹⁷，並自 1991 年起課徵地價稅，針對地價泡沫嚴重的六大都市課徵特別土地保有稅¹⁸，提高土地持有成本，公告地價自 1991 年起大幅下跌，其中，三大都市公告地價年增率由 1990 年 22.0% 大幅降至 1993 年轉為年減 14.5%(圖 9)。

圖 7、日經指數



資料來源：Nikkei indexes

圖 8、日本 M2 年增率



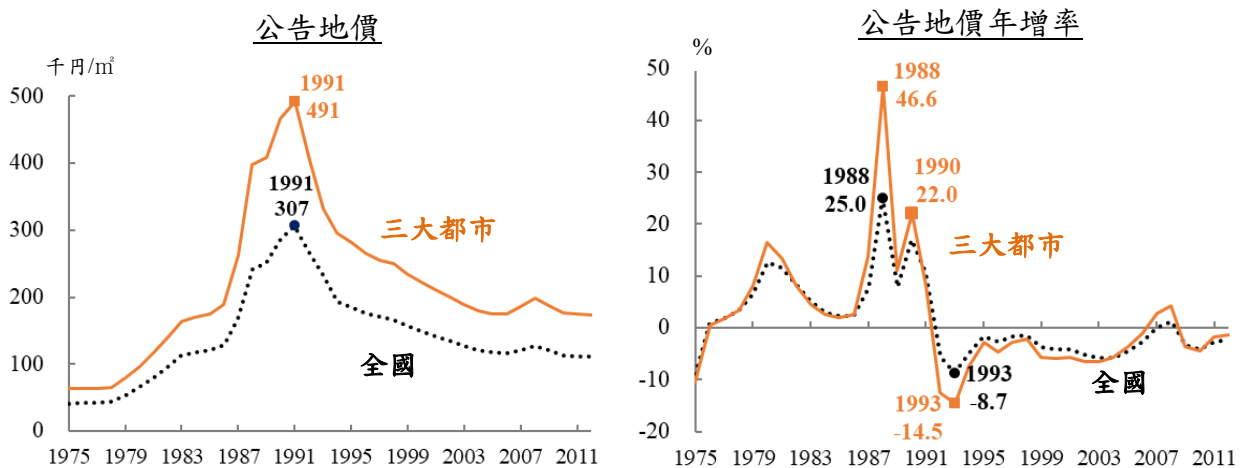
資料來源：日本央行

¹⁶ 日本財務省的前身。

¹⁷ 不動產貸款年增率須低於總放款年增率。

¹⁸ 特別土地保有稅以每年 1 月 1 日基準日之有償或無償取得未滿 10 年土地為課徵標的，旨在抑制過熱的土地移轉現象。

圖 9、日本全國及三大都市公告地價與年增率



資料來源：日本國土交通省

3.1991 年初日本房地產市場泡沫，導致經濟陷入長期停滯

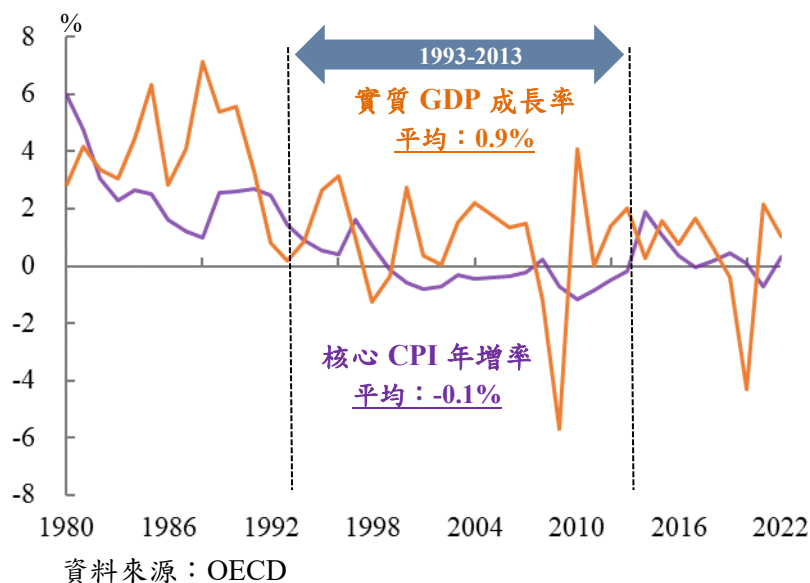
日本央行大幅升息旨在解決房地產市場飆漲問題，雖促使地價下跌，惟日本股市及房地產價格崩跌，導致家庭及企業龐大資產損失，因家庭財富及企業資產大幅縮水，民間消費縮減，加上企業因資金成本上升，減少投資，導致民間需求轉弱，日本核心消費者物價指數(CPI)年增率自 1999 年起轉呈負成長，且持續負成長長達數年¹⁹。

部分企業因資產大幅縮水，無力清償債務而倒閉，使銀行壞帳增加，加上銀行因持有資產價格大幅下跌，財務體質惡化²⁰，導致銀行放款能力及意願下降，影響金融中介功能；因大量日本企業倒閉或裁員，日本失業率由 1990 年 2.2% 升至 2002 年 5.4%；1993 年至 2013 年日本實質 GDP 平均年增率僅 0.9%，核心 CPI 平均年增率 -0.1%，陷入經濟停滯及貨幣通縮的長期停滯(圖 10)。

¹⁹ 1999 年日本核心 CPI 年增率 -0.11%，除 2008 年為 0.22% 外，直至 2014 年才轉為正成長。

²⁰ 銀行不良債權比率自 1990 年代中大幅攀升至 2002 年初高點 8.4%，1996 年許多大型信用合作社及地方銀行倒閉，引發存款擠兌潮。

圖 10、日本實質 GDP 成長率及核心 CPI 年增率



(二) 日本房地產泡沫之啟示

1990 年代日本貨幣政策大幅緊縮及實施土地稅制措施，促使日本房價下跌；惟日本房價持續長期下跌，主要係因工作年齡人口比重大幅下滑及高齡化等人口結構性因素，導致有效需求不足及購買力下降。日本房市泡沫導致經濟陷入長期停滯的經驗，值得各國引以為鑑。

1. 房價大漲大跌，不利經濟與金融穩定

房價上漲使資產價值上升，因財富效果刺激消費增加；銀行因擔保品價值上升，放款意願增加。因民間消費與投資增加，金融機構信用擴張，有助經濟成長；惟如形成房價上漲預期及投機炒作，導致房價不合理上漲，因銀行信用資源過度流向不動產市場，不利金融穩定與產業發展。

倘若房價大幅反轉下跌，消費者因資產價值下降，財富縮水可能導致民間消費減少；銀行因擔保品資產價值減少或虧損，放款轉趨謹慎，慎選挑選客戶及擔保品。因消費與投資減少，金融機構信用緊縮，將使經濟成長放緩。

1990 年代日本房地產市場泡沫經驗顯示，房價大漲大跌對經濟穩定有重大風險，儘管並非所有房地產市場泡沫均將導致金融危機，惟房價大漲大跌可能引發金融機構系統性風險，危及金融穩定，1990 年代日本房市危機

的經驗，值得各國引以為鑑。

2. 日本高齡化人口結構特性，使房地產泡沫破滅之不利影響更為嚴重²¹

日本央行前副總裁西村清彥於 2013 年 1 月美國房地產及城市經濟協會年度會議「房地產市場、金融穩定及總體審慎政策」特別委員會發表專題演講，他研究日本逆扶養比、銀行放款及實質地價指數之長期走勢發現，日本逆扶養比與實質地價指數之走勢類似，且均有兩個高峰，而銀行放款於 1990 年左右達到第 2 個高峰後，與逆扶養比實質地價指數同時呈現大幅反轉下跌(圖 11)，導致日本經濟陷入長期停滯。他認為若同時發生房價泡沫破滅、人口結構老化及銀行放款快速成長情形，將使金融危機發生機率上升。

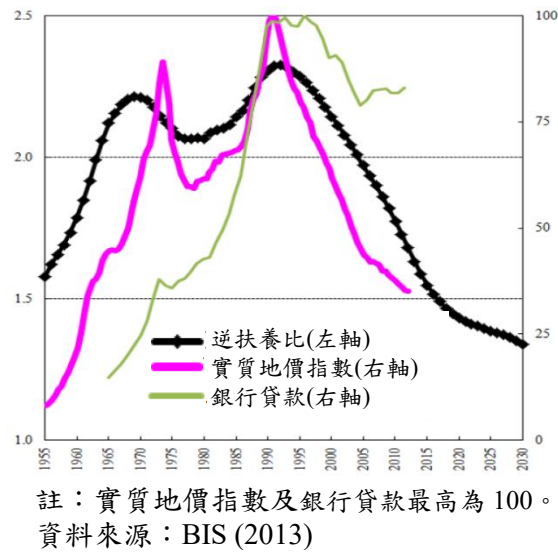
他觀察日本過去幾十年不動產價格變化，人口結構趨勢是主要影響因素。由於土地供給有限而具稀少性，在人口紅利階段²²，年輕人口對不動產需求增加，除推升實質地價上升外，可能趨使金融法規鬆綁，有利易於取得房地產，政府可能因政治壓力，放寬金融法規制度，使銀行信用擴張，進而助長泡沫。在人口老化或人口負擔階段(demographic onus)，因有效需求不足，加劇及延長房地產泡沫破滅對經濟的負面影響。

他認為總體審慎政策或制度面政策對處理房地產泡沫至關重要，例如貸款成數或債務所得比率等措施，有助銀行強化授信風險控管，避免借款人過度運用財務槓桿，有助減緩信用擴張速度。鑑於日本高齡化人口結構趨勢，使房市泡沫導致嚴重的經濟衰退，他認為政府在人口紅利階段應避免順景氣循環的金融法規制度鬆綁，而在人口負擔階段，因勞動力成長趨緩及勞動生產力下滑，導致產出減少，應避免政策過於趨嚴。

²¹ The negative effects of the bursting of a price bubble are all the more pronounced where there is an ageing population. The negative impact of the collapsing bubble is far severer in the phase of the burden of an ageing population.

²² 工作年齡人口比重超過 50%，稱為人口紅利(demographic dividend)階段。

圖 11、日本逆扶養比、地價指數及銀行放款



二、日本金融機構住宅貸款情形及借款人特性分析

(一) 金融機構住宅貸款情形

1. 金融機構住宅貸款以國內銀行為主，住宅金融支援機構居次

日本金融機構住宅貸款以國內銀行為主，包括都市銀行、地方銀行、第二地方銀行及信託銀行等，合計占 65.7%，其次為住宅金融支援機構²³ (Japan Housing Finance Agency, 下稱 JHF)、信用金庫、信用組合²⁴、農業協同組合²⁵、勞動金庫²⁶、住宅金融專門會社等；其中，JHF 為日本政府成立的政策性住宅貸款機構，與民間金融機構合作提供長期固定利率房貸(下稱 Flat 35²⁷ 買取型)，以及政策性貸款(如災害重建貸款與都市更新貸款)之直接融資，JHF 住宅貸款占全體金融機構比重的 10.3%(圖 12)。

²³ 住宅金融支援機構是 2007 年日本政府成立的獨立行政法人(前身為住宅金融金庫)，主要業務包括：透過證券化方式提供住宅貸款所需資金、住宅貸款保險、提供政策性災害重建貸款與都市更新貸款、促進住宅興建品質，以及 Flat35 等貸款的團體信用人壽保險業務。

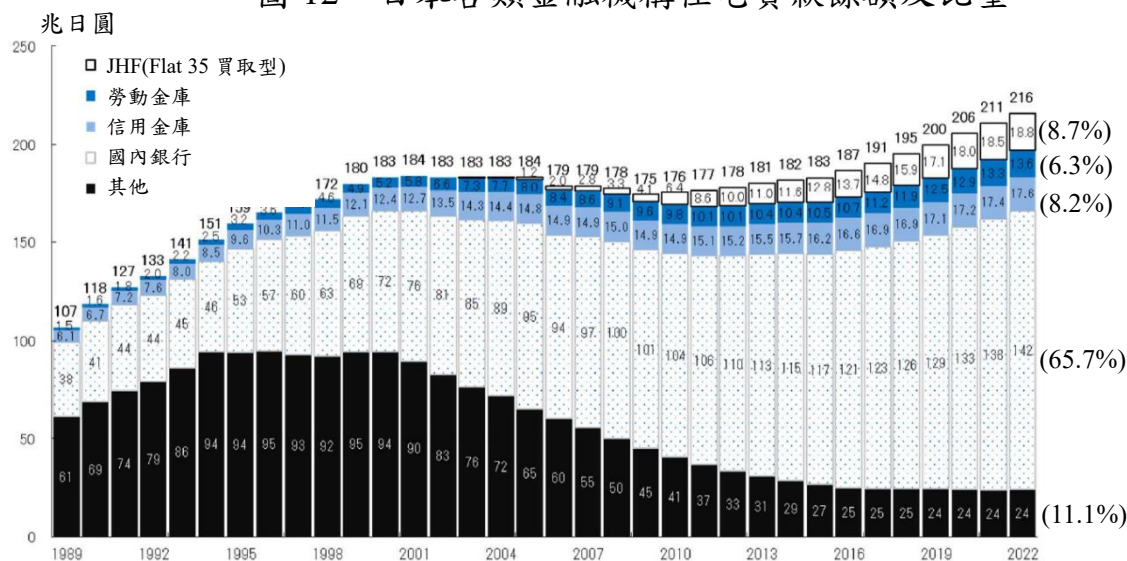
²⁴ 信用金庫與信用組合為地方性金融機構，類似我國信用合作社，針對當地居民或小型企業等會員提供貸款。

²⁵ 農業協同組合為農村地區農業生產者組成的合作組織，類似我國農會，針對農民提供貸款。

²⁶ 勞動金庫為日本政府成立的非營利性機構，針對勞工或其家庭提供貸款。

²⁷ Flat 35 貸款年限最長 35 年，無須提供擔保人，且審查標準較寬鬆，例如未依借款人年收入限制借款金額，且無工作年資及團體信用人壽保險等限制，較一般銀行容易申請貸款。

圖 12、日本各類金融機構住宅貸款餘額及比重



註：() 為 2022 年比重；其他金融機構主要為農業協同組合(6.8%)及 JHF 直接融資(1.6%)。
資料來源：JHF 參訪資料

2. 住宅貸款餘額及新承做住宅貸款金額

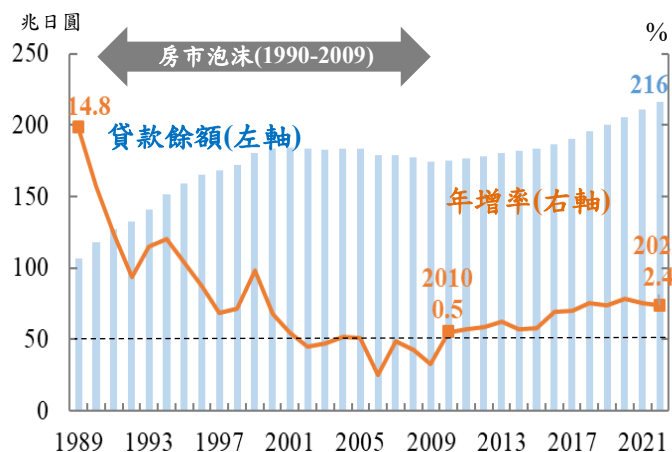
(1) 自 2010 年以來住宅貸款餘額持續成長

1990 年代日本房市泡沫破滅，住宅貸款餘額年增率由 1989 年 14.8% 持續大幅下降，至 2009 年轉為負成長 1.7%。後因低利率環境、房價上漲，以及住宅需求增加，自 2010 年以來住宅貸款餘額持續成長，2022 年底達 216 兆日圓，年增 2.4%(圖 13)。

(2) 新承做住宅貸款金額連續 8 年達 20 兆日圓

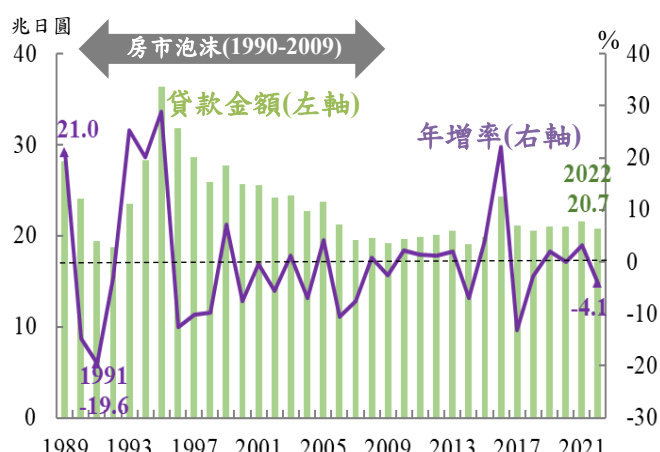
日本房市泡沫破滅後，金融機構新承做住宅貸款金額年增率大幅降至 1991 年 -19.6%。2022 年新承做住宅貸款金額為 20.7 兆日圓，為連續第 8 年達 20 兆日圓，惟因缺工缺料，新建住宅數量減少，年減 4.1%(圖 14)。

圖 13、日本住宅貸款餘額及年增率



資料來源：JHF 參訪資料

圖 14、日本新承做住宅貸款金額及年增率



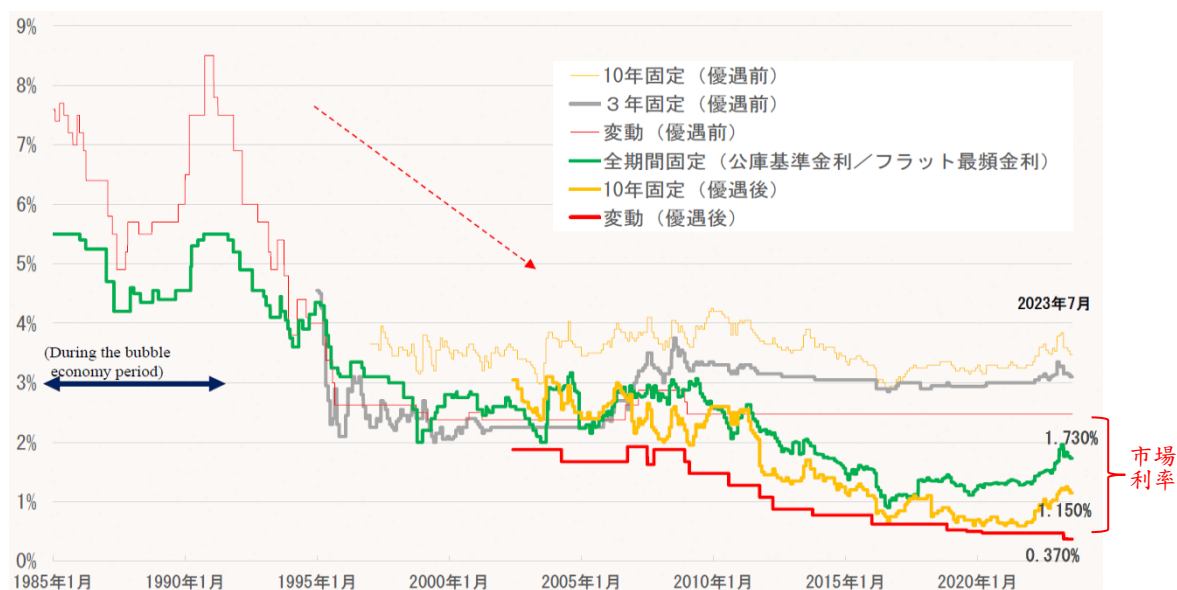
資料來源：JHF 參訪資料

3. 房貸利率類型：浮動型、選擇期間固定型²⁸及全期間固定型

(1) 長期低利率下，浮動型房貸比重增至約 7 成

日本央行自 1999 年 2 月起採行零利率政策²⁹，2013 年實施量化與質化寬鬆貨幣政策(quantitative and qualitative easing, QQE)，2016 年實施負利率政策³⁰，使日本長期以來處於低利率環境，加上銀行推動優惠利率房貸，浮動型房貸利率水準低於 0.5%(圖 15)，多數借款人選擇浮動型房貸。依原始貸款金額，浮動型比重由 2017 年 50.7%大幅增至 2021 年 76.2%，其次為選擇期間固定型占 13.5%，全期間固定型僅占 3.4%(圖 16 左圖)；依未償還貸款金額，亦以浮動型為主，2021 年底占 65.7%(圖 16 右圖)。

圖 15、房貸公告利率與優惠利率



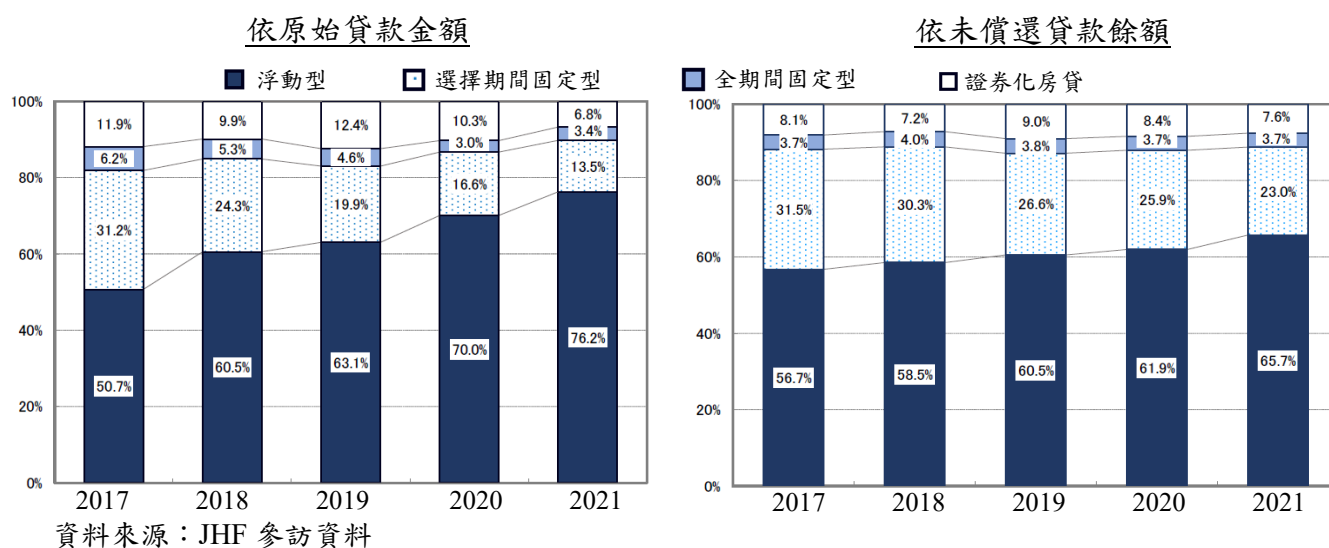
資料來源：JHF 參訪資料

²⁸ 借款人可選擇固定期間為 3 年、5 年、10 年或 20 年，屆期可再設定固定利率或變更為浮動利率。

²⁹ 1999 年 2 月日本央行貨幣政策委員會決議將無擔保隔夜拆款利率目標調降至 0.15%，開啟零利率政策(zero interest policy)。

³⁰ 2016 年 1 月日本央行進一步壓低 10 年期指標公債殖利率至-0.1%低點，並自 2016 年 2 月起對銀行新增超額準備實施-0.1%之負利率政策。

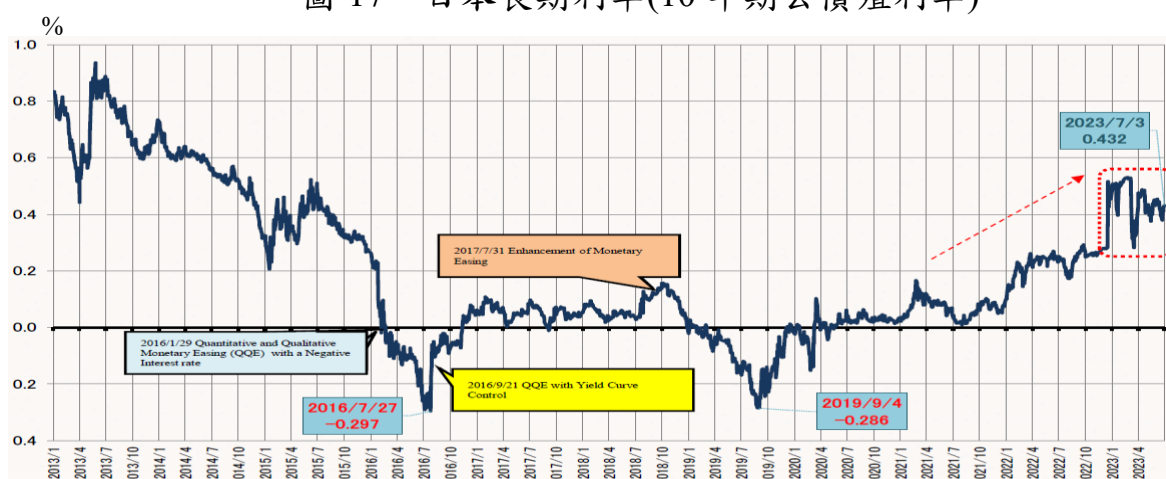
圖 16、房貸利率類型比重



(2) 2022 年底日本央行提高長期利率上限，帶動房貸固定利率上升

日本金融機構固定利率房貸以 10 年期公債殖利率為基準利率。2022 年 12 月日本央行將長期利率上限由 0.25% 上調至 0.5%，10 年期公債殖利率上揚，2023 年 1 月日本五大銀行調升 10 年期固定基準利率³¹；2023 年 7 月日本央行再次調高長期利率上限至 1.0%³²(圖 17)，日本主要房貸銀行再次調升固定利率房貸³³，房貸固定利率呈上升走勢。

圖 17、日本長期利率(10 年期公債殖利率)



資料來源：JHF 參訪資料

³¹ 銀行 10 年期固定基準利率增加 0.1 至 0.34 個百分點，其中理索納銀行調升 0.1 個百分點至 3.78%、三菱日聯銀行調升 0.18 個百分點至 3.70%、三井住友銀行調升 0.26 個百分點至 3.79%、瑞穗銀行調升 0.3 個百分點至 3.50%、三井住友信託銀行調升 0.34 個百分點至 3.74%。

³² 調整前長期利率為 0.4%，係 2014 年 6 月以來首次升至 0.6%。

³³ 10 年期固定基準利率增加 0.1 至 0.2 個百分點，其中，三菱日聯銀行調升 0.1 個百分點至 3.66%、瑞穗銀行調升 0.15 個百分點至 3.45%、三井住友銀行調升 0.2 個百分點至 3.74%。

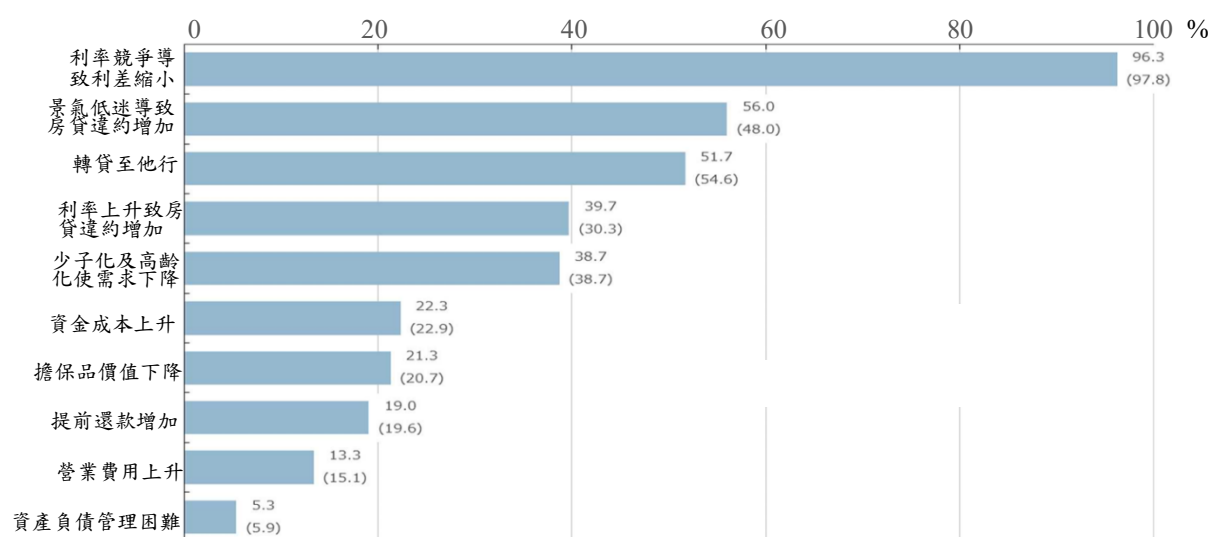
(3) 房貸浮動利率以短期利率為基準，尚未受影響³⁴

日本金融機構浮動利率房貸係以日本央行政策利率為基準利率，因日本央行短期利率目標仍維持在-0.1%，對逾 7 成的浮動型房貸借款人而言，房貸利率維持不變，尚未受影響。

(4) 金融機構擔憂房貸風險升高，近 4 成借款人預期未來 1 年房貸利率將上升

JHF 調查金融機構對房貸之看法，「利率競爭導致利差縮小」仍是金融機構最關切問題，2022 年比重為 96.3%，惟較 2021 年減少 1.5 個百分點，而「景氣低迷導致房貸違約增加」及「利率上升致房貸違約增加」比重為 56.0%及 39.7%，分別較 2021 年大幅增加 8.0 個百分點及 9.4 個百分點(圖 18)。此外，JHF 調查借款人對未來 1 年房貸利率看法，看升利率上升的比重由 2021 年 4 月 23.1%大幅增至 2023 年 4 月 38.1%，而認為利率維持不變的比重則由 2021 年 4 月超過 6 成，降至 2023 年 4 月低於 5 成，顯示日本房貸借款人擔心未來利率上升程度增加(圖 19)。

圖 18、金融機構房貸調查

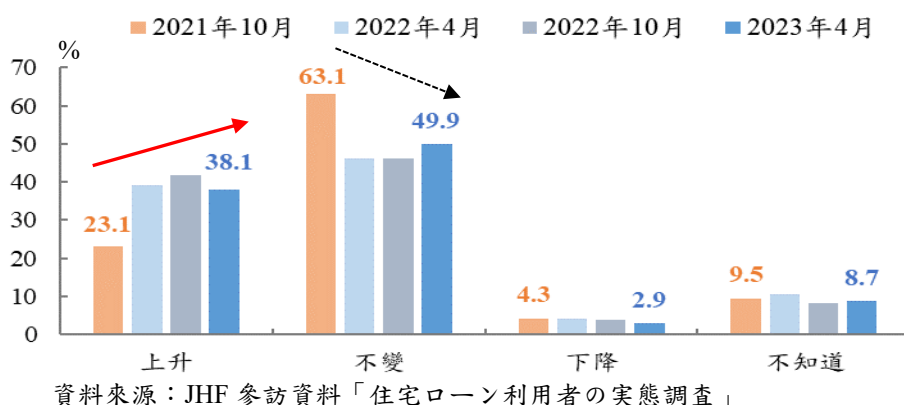


註：可複數回答；()為 2021 年度調查結果。

資料來源：JHF 參訪資料「2022 年度住宅ローン貸出動向調査」

³⁴ 本文研究期間 2023 年 9 月至 11 月，日本央行尚未調整貨幣政策立場；惟日本央行於 2024 年 3 月 19 日(基準利率由-0.1%升至 0.1%)、7 月 31 日(基準利率由 0.1%升至 0.25%)兩度調升政策利率。

圖 19、房貸借款人調查：對未來 1 年利率看法



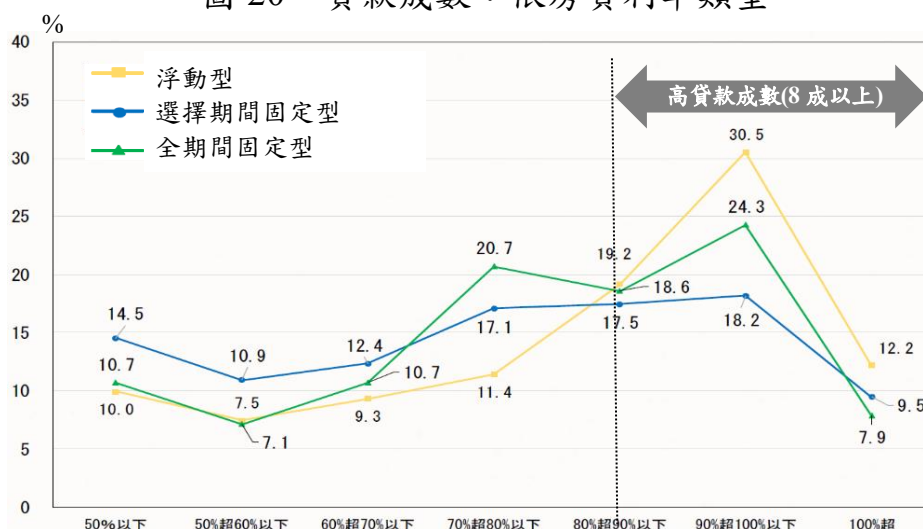
4. 貸款年限平均 32.6 年

根據 JHF 對 Flat 35 借款人調查³⁵，2022 年貸款年限平均為 32.6 年，較 2012 年增加 0.6 年；惟本次參訪 JHF 表示，因借款人提前還款或轉貸至他行等因素，實際償還年限較短，且除 Flat 35(貸款年限最長 35 年)外，JHF 針對購買長期優質住宅者提供 Flat 50 房貸方案，最長可達 50 年。此外，本次參訪三菱日聯銀行及三井住友銀行均表示，該行均提供 40 年或 50 年的房貸方案。

5. 貸款成數「90%至 100%」的比重最大

各房貸利率類型貸款成數均以「90%至 100%」的比重最大；80%以上之高貸款成數合計，以浮動型房貸比重最大，高達 61.9%借款人的貸款成數超過 8 成(圖 20)。

圖 20、貸款成數：依房貸利率類型

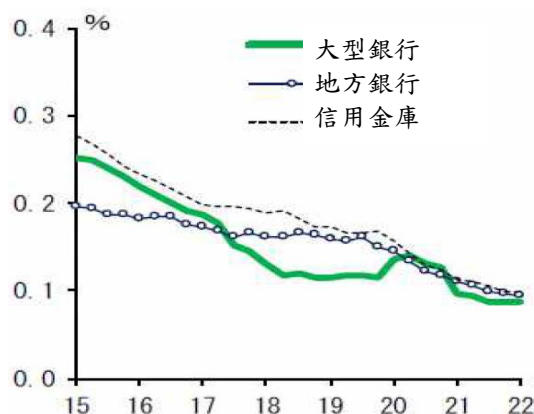


³⁵ JHF 參訪資料「フラット 35 利用者調査」。

6. 房貸逾放比率低

自 2015 年以來各類金融機構貸款逾放比率(delinquency rates)均呈持續下降趨勢，2022 年 6 月降至約 0.1%(圖 21)。

圖 21、日本金融機構房貸逾放比率



註：2022 年為 6 月資料。

資料來源：JHF 參訪資料

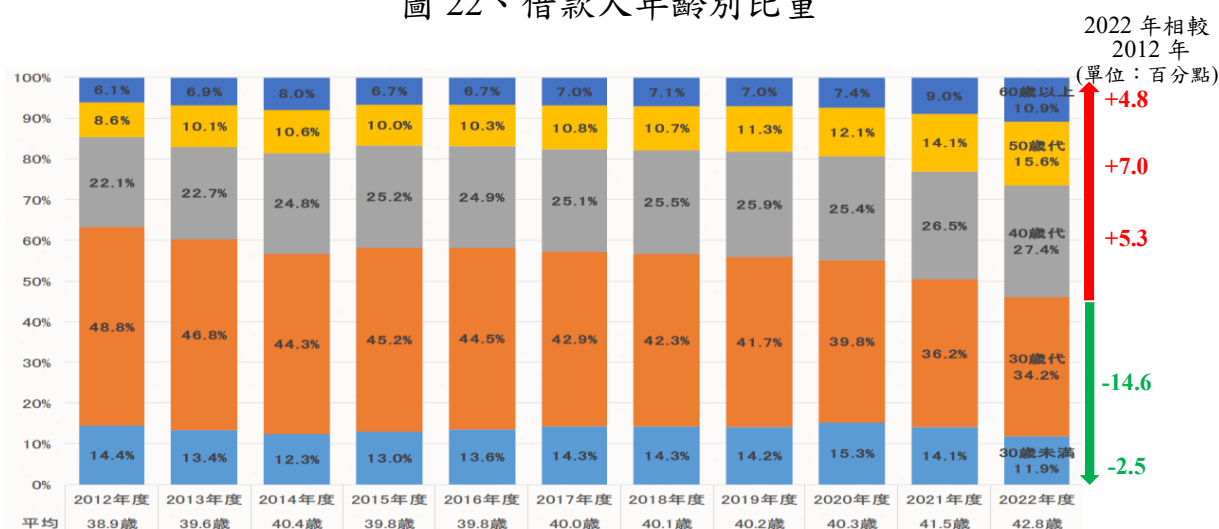
(二) 借款人特性分析

1. 房貸借款人年齡及清償房貸年齡

(1) 借款人平均年齡升至 42.8 歲，50 歲以上比重逾 1/4

根據 JHF 對 Flat 35 借款人調查，房貸借款人平均年齡由 2012 年 38.9 歲升至 2022 年 42.8 歲。各年齡別中，30 歲至 39 歲借款人占 34.2%最多，40 歲至 49 歲占 27.4%居次；惟與 2012 年比較，未滿 30 歲及 30 歲至 39 歲比重均下降，分別減少 2.5 個百分點及 14.6 個百分點，而 40 歲以上各年齡別比重均增加，其中，50 歲至 59 歲比重增加 7 個百分點最多。此外，50 歲以上借款人比重達 26.5%，為 2004 年調查以來最高，隨房貸借款人平均年齡上升，中老年人口比重大幅增加(圖 22)。

圖 22、借款人年齡別比重

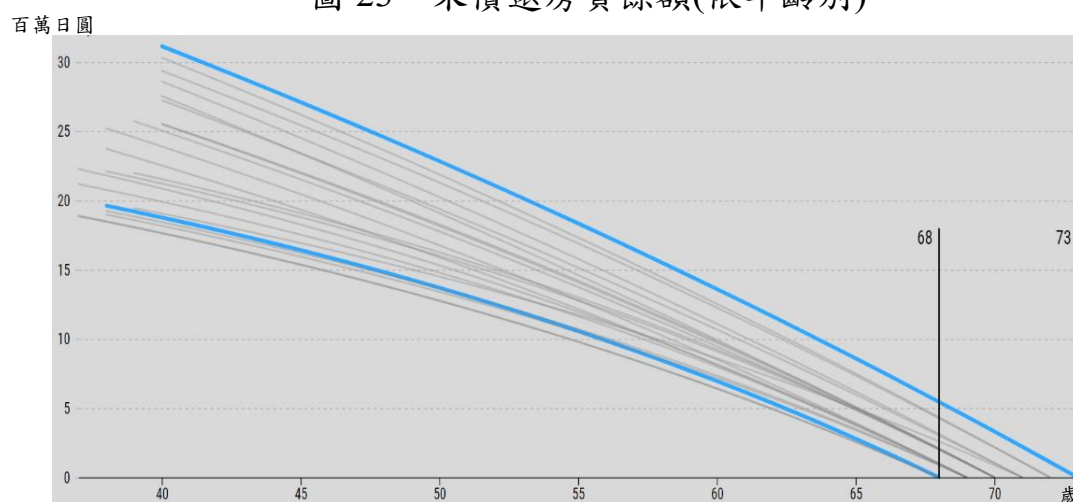


資料來源：JHF 參訪資料「フラット 35 利用者調査」

(2) 因貸款年限延長，平均清償房貸年齡³⁶提高至 73.1 歲

依平均借款年齡 42.8 歲、平均貸款年限 32.6 年計算，借款人清償房貸年齡達 75.4 歲；如退休年齡為 65 歲，表示借款人須動用退休金或近 10 年儲蓄來償還房貸，亦即，老年退休後仍需負擔償還房貸風險上升。另根據日經新聞調查，近 20 年來，貸款年限由 30 年延長至 32.7 年，借款人清償貸款年齡由 2000 年 68.3 歲提高至 2020 年 73.1 歲(圖 23)。

圖 23、未償還房貸餘額(依年齡別)



資料來源：日經新聞

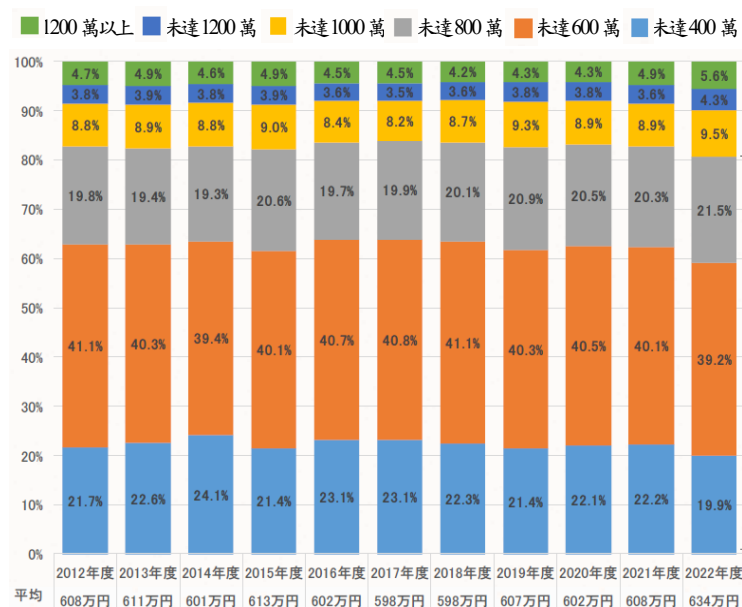
³⁶ 依日本國土交通省「2022 年度民間住宅ローンの実態に関する調査」，有超過 9 成的金融機構持續將「清償貸款年齡」(98.7%)、「健康狀態」(97.9%)、「借款年齡」(97.2%)、「擔保品鑑價」(96.1%)、「工作年資」(93.2%)、「連帶保證」(93.1%)、「還款負擔率」(93.0%)以及「年收入」(92.9%)等項目作為核貸的重要審查標準。

2. 家庭年收入及房貸負擔情形

(1) 家庭年收入平均 634 萬日圓，以浮動型房貸的家庭年收入較高

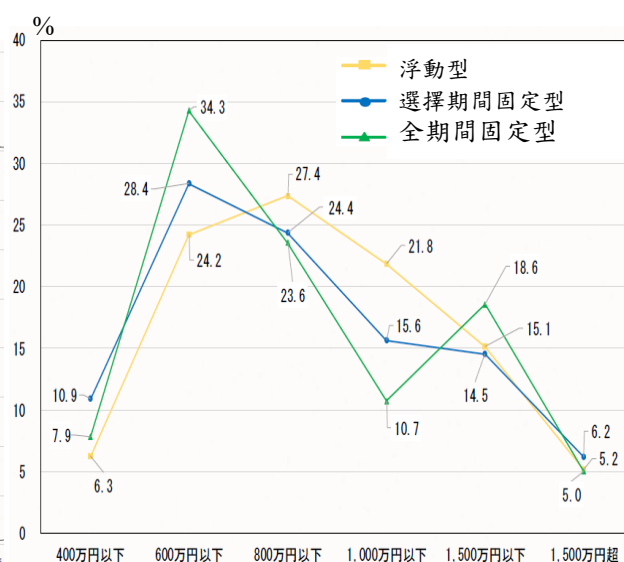
根據 JHF 調查，2022 年家庭平均年收入 634 萬日圓，以 400 萬至 600 萬日圓占 39.2% 最多，家庭年收入未達 800 萬日圓合計占 80.6% (圖 24)。此外，浮動型房貸借款人的家庭年收入較高，600 萬至 800 萬日圓占 27.4% 最多；選擇期間固定型及全期間固定型房貸借款人的家庭年收入，均以 400 萬至 600 萬日圓最多，分別占 28.4% 及 34.3% (圖 25)。

圖 24、家庭年收入比重



資料來源：JHF 參訪資料「フラット 35 利用者調査」

圖 25、貸款利率類型家庭年收入

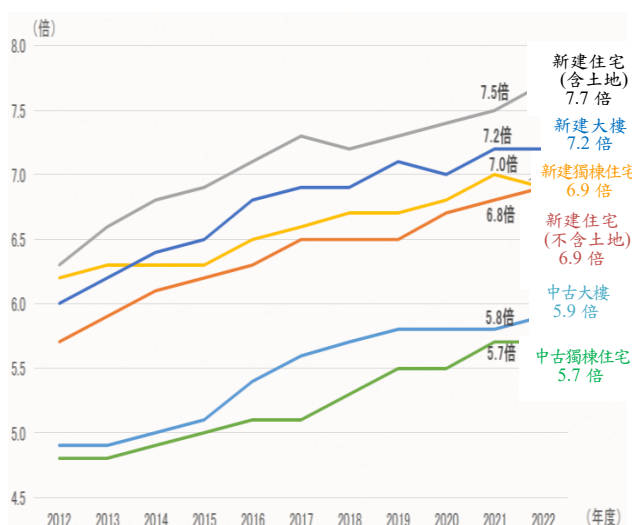


資料來源：JHF 參訪資料「住宅ローン利用者の実態調査」

(2) 2019 年以來，家庭年收倍數及還款負擔率呈逐年上升

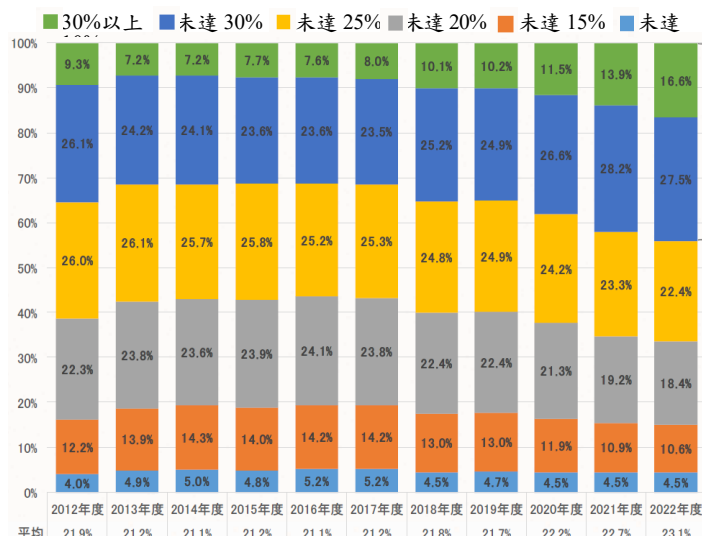
日本家庭購屋金額相對家庭年收入的倍數（下稱年收倍數）呈上升趨勢，以購買新建住宅（含土地）的年收倍數最高，2022 年達 7.7 倍，而購買中古屋（成屋）的年收倍數較低（圖 26）。自 2019 年起家庭還款負擔率持續上升，2022 年平均達 23.1%，較 2012 年增加 1.2 個百分點；此外，還款負擔率 25% 以上的高債務負擔比率比重達 44.1%，較 2012 年大幅增加 8.7 個百分點，日本央行宜關注高債務負擔比率之貸款違約率風險（圖 27）。

圖 26、年收倍數



資料來源：JHF 參訪資料

圖 27、還款負擔率



資料來源：JHF 參訪資料

三、日本房市風險相關議題

本研究計畫透過研究日本房地產泡沫經驗，探討高房價及高齡化對不動產貸款授信風險之影響，為瞭解日本不動產授信風險控管、銀行房貸業務及借款人授信條件，以及日本不動產市場現況，本次研究期間參訪日本央行、日本住宅金融支援機構、三菱日聯銀行、三井住宅銀行與日本總合研究所，以及日本信義房屋等機構，其對日本房市相關議題之看法說明如下。

(一) 日本央行：注意不動產授信風險及其對金融穩定之影響

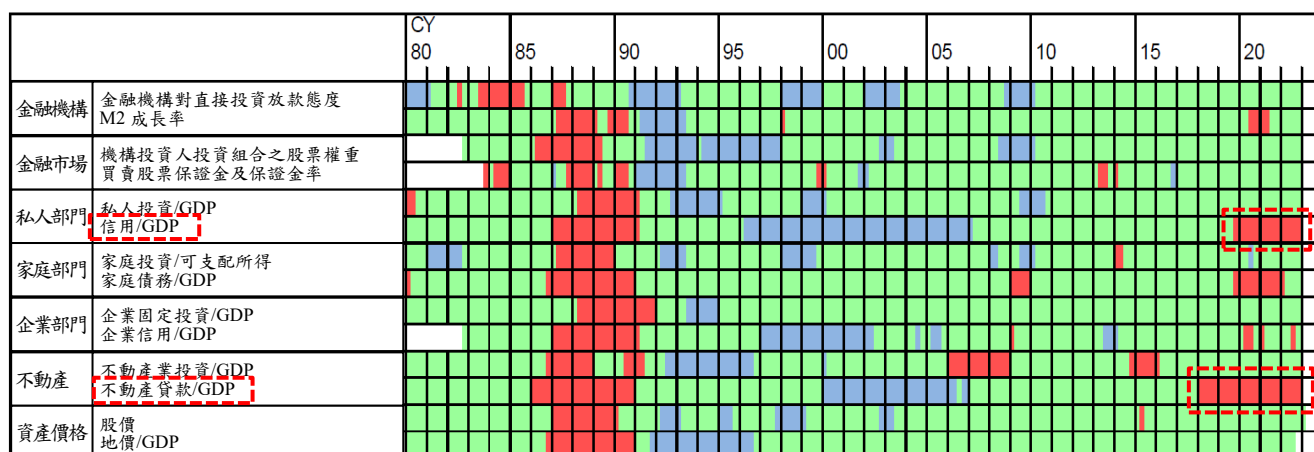
日本央行國際局表示，人口老化對地區性銀行及鄉村地方型銀行的房貸業務影響較大，惟高齡人口房貸占總放款比重仍低，且房貸逾放比率維持低檔，目前銀行不動產授信風險尚屬可控，該行持續注意不動產授信風險控管情形。

1. 日本央行運用金融循環熱力圖，以評估金融活動之穩定性

日本央行每半年發布金融體系報告(Financial System Report, FSR)，評估日本金融體系的穩定性，並對外溝通與說明未來的任務及挑戰，以維護金融

穩定。該報告使用熱力圖³⁷評估當前金融循環是否出現過熱或緊縮訊號，包括 14 項金融活動指標(Financial Activity Indexes, FAIXs)，依指標偏離長期趨勢程度來判斷該金融活動是否有過熱或緊縮情形。從圖 28 可見，1990 年日本房地產泡沫前，多項金融活動指標已出現警訊，代表過熱的紅色個數由 1986 年僅 2 個，大幅增加至 1987 年 11 個，且 1988 年至 1990 年間持續多項指標呈現紅色，顯示當時主管機關應採行緊縮的總體審慎政策工具；惟直至 1989 年 5 月日本央行才採取緊縮性貨幣政策，而 1990 年 3 月大藏省才實施不動產貸款總量管制，延誤採行總體審慎措施時機。

圖 28、金融活動指標熱力圖



資料來源：日本央行參訪資料

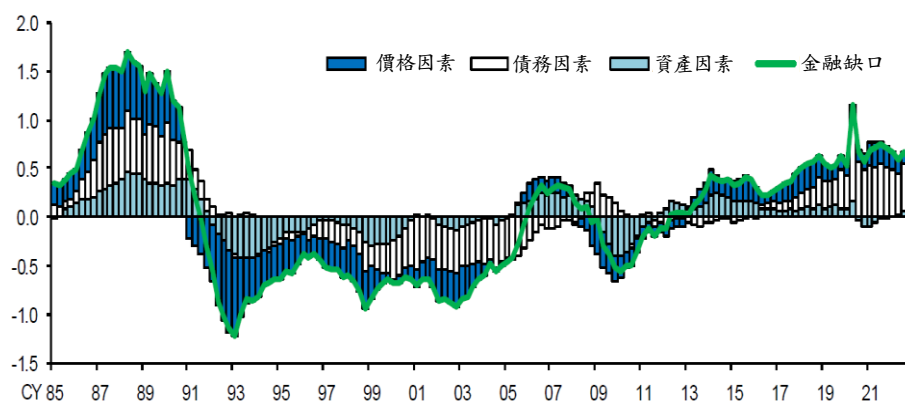
2. 房市泡沫期間金融缺口明顯升高，近年金融缺口則係緩步上升

日本央行依 14 項金融活動指標偏離其長期趨勢計算加權平均之綜合指標—金融缺口(financial gap)，分析金融循環各項因素變化。從圖 29 可發現，1990 年日本房地產泡沫前之 80 年代末期，由於私人部門債務累積(債務因素)，不動產業投資熱絡(資產因素)，以及資產價格上漲(價格因素)，使財務槓桿增加，使金融缺口向上攀升；房市泡沫後，因資產價格下跌導致去槓桿化，加上不良貸款增加，金融缺口轉為負值，並持續長達十多年之久。

³⁷ 熱力圖(heat map)顏色代表：紅色表示指標超過其門檻上限，藍色表示指標低於門檻下限，綠色表示無任何極端跡象，白色表示該期間無資料。

日本央行觀察近年金融缺口緩步上升主因民間部門債務增加所致，惟與 80 年代末房市泡沫時期相比，實質投資尚無明顯增加現象，該行認為金融活動未見重大金融失衡警訊，將持續密切注意不動產貸款占 GDP 比重之變化。

圖 29、金融缺口



註：資產因素包括私人、家庭、企業及不動產業的固定投資；債務因素為上述對象的債務融資；價格因素包括資產價格等其他指標。

資料來源：日本央行參訪資料

(二) 日本住宅金融支援機構：房貸相關數據之重要性

日本住宅金融支援機構介紹該機構歷程及主要業務，並說明日本房市概況、銀行房貸業務、房貸借款人特性與還款能力、家庭債務等情形，作者並就上述主題與其進行交流與討論，有助加強本研究分析日本房貸數據之瞭解與應用。

該機構定期辦理各項房貸借款人調查，包括 Flat 35 借款人調查、借款人房貸利率調查、金融機構房貸業務調查、房貸行業別調查等，蒐集房貸利率類型比重、貸款成數及家庭年收入等資料，本次透過參訪請教相關房貸調查資料之定義及內涵，對研究資料之蒐集與解讀極具助益。

(三) 三菱日聯銀行、三井住宅銀行、日本總合研究所及日本信義房屋：注意銀行房貸授信風險管理，並關注不動產市場發展

三菱日聯銀行、三井住宅銀行分屬日本前 2 大金融集團(三菱日聯金融集團、日本三井住友金融集團)。三菱日聯銀行全球企金企劃部與三菱 UFG 信託銀行不動產諮詢部，進一步說明日本房貸市場情況、日本房價走勢、建

商對房市看法及東京圈房市變化情形；三井住宅銀行房貸業務部則係就該行房貸授信實務進行說明，包括對借款人工作年資、年收入(年收倍率)與還款負擔率、平均與最長貸款年限、平均借款、還款年齡(如年齡上下限)之審核標準與授信條件，以及該行對目前日本房價看法及未來日本央行升息對對房市之可能影響，有助本研究對日本銀行業房貸授信風險管理之瞭解。

日本總合研究所(三井住友銀行關係機構)係日本五大智庫之一³⁸，對總體經濟領域有深入觀察。該所調查部金融研究中心說明人口老化對日本房貸業務的影響及高齡化社會的房貸相關風險，有助作者對本研究議題的分析探討。

信義房屋不動產株式會社為國內信義房屋於日本在地化經營之房仲公司。該社管理部經營企劃課說明東京與大阪 2 大都市房市供需情形、房屋買賣件數、平均價格與平均單價之變化，包括近 10 年時間序列資料與最新不動產市場動向最新數據，透過業者第一手房市交易價量資訊，有助本研究深入瞭解日本不動產市場動態。

肆、國際機構對銀行不動產授信風險示警

2020 年初新冠肺炎疫情對全球經濟造成重大衝擊，為降低相關影響，主要央行大幅降息，受寬鬆貨幣政策、住宅需求強勁、住宅供給短缺，以及市場預期房價上漲等影響，各國房價進一步上漲。2022 年起主要央行加速升息以抑制通膨，房貸利率隨之上升，可能影響借款人還款能力，若未來房價出現大幅修正，恐使銀行不動產授信風險升高，IMF 等國際機構均對銀行不動產授信風險提出示警。

一、IMF：各國宜彈性調整總體審慎措施，並密切注意金融脆弱性³⁹

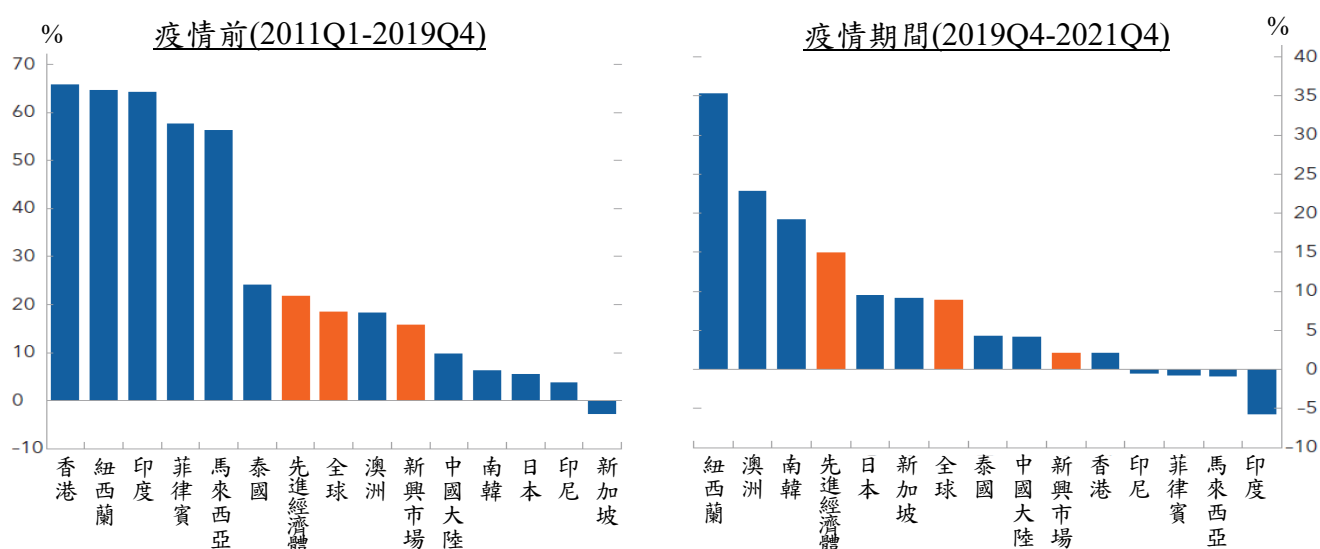
(一) 疫情前及疫情期間亞太地區房價上漲，後疫情時期部分國家房價面臨修正

³⁸ 包括日本總合研究所、野村總合研究所、三菱總合研究所、三菱 UFJ 研究顧問株式會社及瑞穗研究技術株式會社。

³⁹ 參考 IMF (2022)。

2008 年全球金融危機後，主要央行大幅降息並採取大規模量化寬鬆貨幣政策，亞太地區房地產市場明顯擴張，房價快速上漲⁴⁰；2020 年至 2021 年疫情期間，為因應疫情對經濟衝擊，各國擴大財政支持措施並進一步降息，受住宅需求增強⁴¹、住宅供給短缺、市場預期房價上漲，以及利率下降等因素影響，各國房價進一步走高(圖 30)。

圖 30、疫情前及疫情期間亞太地區主要國家房價漲幅



資料來源：IMF (2022)

後疫情時期，各國逐步收回財政支持措施，加上為抑制通膨攀升，主要央行加速採取緊縮貨幣政策，借貸成本上升，房地產需求降溫，部分國家房價出現明顯修正，例如紐西蘭央行自 2021 年 9 月以來調升政策利率 4 個百分點，實質房價連續 2 季下降，其中 2022 年第 2 季為 2009 年以來最大跌幅；而澳洲主要都市房價亦明顯下跌，2022 年上半年南韓及香港房價亦開始走跌，中國大陸房地產市場則面臨泡沫危機。

(二) 房價失衡(如高房價)使房價修正風險上升

房地產為家庭財富及債務的主要項目，房價在經濟下行階段大幅下跌，對家庭資產負債表及現金流產生嚴重衝擊，對經濟造成不利影響。此外，房

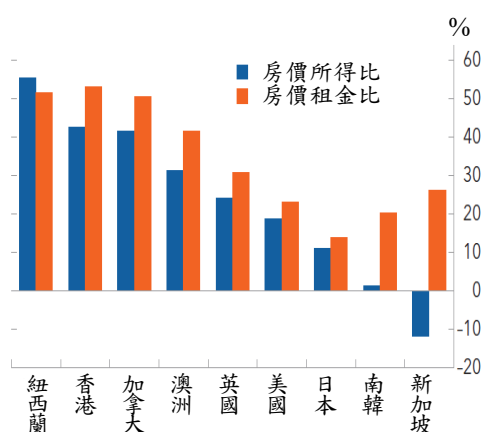
⁴⁰ IMF 於 2018 年 4 月全球金融穩定報告指出，近 10 年來因全球資金寬鬆，各國及國際大都市房價同步漲跌，將加重未來房價下跌風險的不利影響。

⁴¹ 疫情期間，因社交隔離、封鎖等移動限制，遠距工作增加，加上旅行限制，使房地產市場產生結構性改變，對住宅需求大幅增加。

地產泡沫破滅將導致建築業等相關行業大幅減少住宅興建與投資，進而造成之經濟衰退期間較長與經濟損失較大⁴²；若伴隨銀行信用緊縮，透過金融管道放大對經濟的不利影響，可能導致更大的經濟損失。

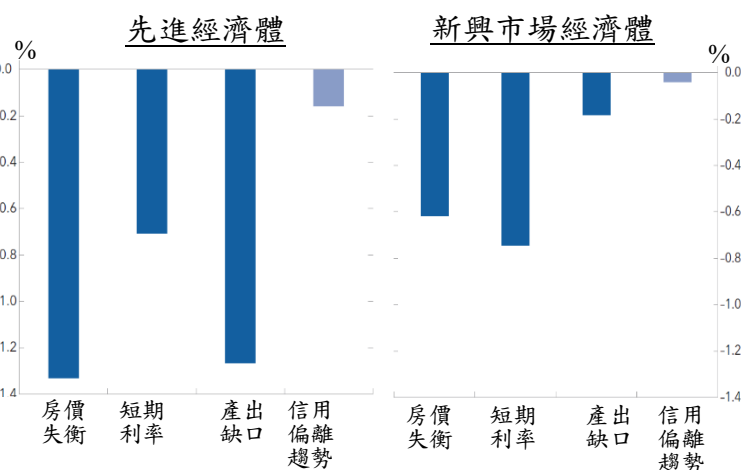
IMF 發現，與過去 20 年房價所得比及房價租金比之長期趨勢相比，大多數經濟體房價已偏離長期平均，反映房價明顯高估(圖 31)。根據 IMF 報告，新興市場房價偏離長期平均幅度若增加 1%，將使未來 4 季房價下修 0.6%，而先進經濟體房價修正幅度更大，為新興市場的兩倍(圖 32)。自疫情以來，許多先進經濟體房價進一步走高，房價明顯失衡，房價修正風險上升(圖 33)。

圖 31、房價偏離長期平均幅度



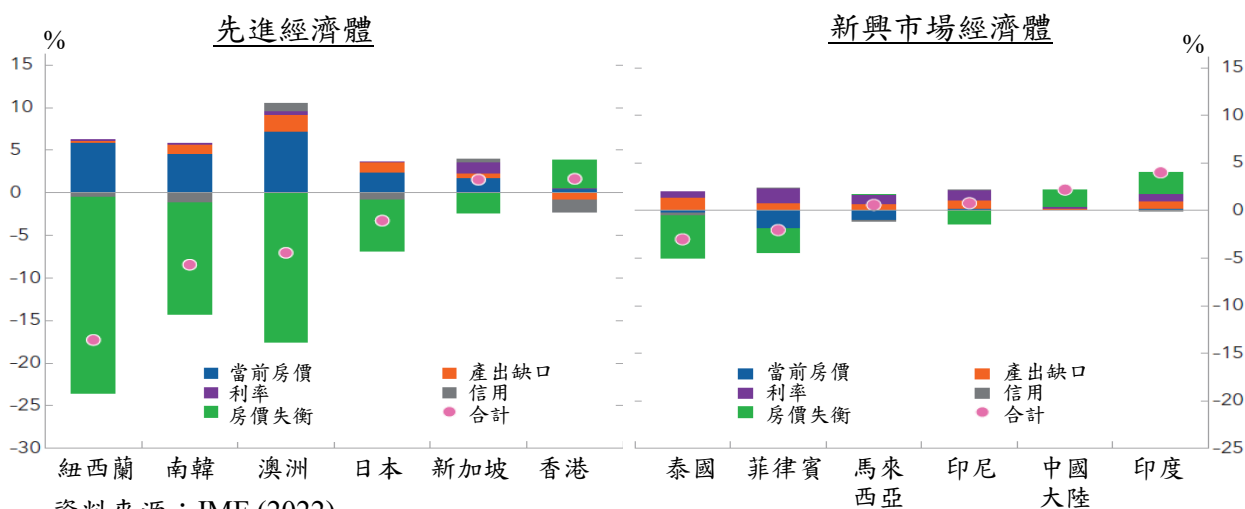
資料來源：IMF (2022)

圖 32、房價影響因素



資料來源：IMF (2022)

圖 33、亞太地區主要國家之房價影響因素



資料來源：IMF (2022)

⁴² 依 1970 年至 2007 年 OECD 房價及主要經濟數據實證研究，房地產泡沫破滅導致房價平均跌幅約 3 成，並持續 4 至 5 年之久。

(三) IMF 建議彈性調整總體審慎措施並密切注意金融脆弱性，以因應高房價反轉修正風險

鑑於高房價導致房價失衡將使房價修正風險上升，不利金融穩定，甚至導致經濟衰退，全球金融危機後主要央行與金融監理機關採取總體審慎政策工具，包括實施貸款成數(loan to value, LTV)、債務所得比率(debt service to income, DSTI)⁴³等限制，以減緩房市景氣上升期間銀行不動產貸款大幅增加，避免房市景氣過熱。惟總體審慎措施為需求面工具，對房價的影響有其侷限，IMF 建議應同時採取供給面政策及租稅措施，以有效維護金融穩定。

此外，IMF 提醒各國央行與金融監理機關應注意銀行不動產授信風險及家庭部門還款能力情形，並建議針對家庭資產負債情形進行房價修正風險及高利率敏感度的脆弱性評估，特別是家庭債務占 GDP 比重較高且持續上升的經濟體。若金融情勢緊縮並出現下行(downturn)風險時，IMF 建議可考慮暫時放寬總體審慎政策，以避免銀行信用過度緊縮，進一步對經濟造成不利影響。

二、巴塞爾銀行監理委員會：確保銀行落實不動產授信風險之管理⁴⁴

巴塞爾銀行監理委員會觀察近年各國房價明顯上漲，受高房價及低利率影響，各國家庭債務明顯增加。隨通膨升溫，主要央行大幅升息，貸款利率上升可能抑制房價增長，惟亦導致部分借款人還款能力下降，可能對經濟產生不利影響。其次，巴塞爾銀行監理委員會發現，部分銀行貸款條件有趨鬆現象，例如核予較長貸款年限及審核收入採計較短工作年資；加上各國推出逆向房屋抵押貸款(reverse mortgages)、房屋淨值貸款(home equity lines of credit)、共享產權房貸(shared equity mortgages)等創新房貸產品，巴塞爾銀行監理委員會提醒，若未來房價反轉修正，可能因房屋資產價值減損而對經濟造成不利影響。

⁴³ 債務所得比率(loan to income ratio, LTI)為借款人房貸本息支出相對其所得之比率。

⁴⁴ 參考 BIS (2022)。

此外，房貸只還息不還本的比重增加，使評估借款人還款能力及建置適當風險模型的難度升高；而夾層融資(mezzanine financing)⁴⁵增加，因其融資組合結構複雜，涉及槓桿操作，將增加監管難度。鑑於近期部分銀行不動產貸款風險有升高疑慮，巴塞爾銀行監理委員會促請各國金融監理機關宜密切關注銀行不動產貸款授信審查標準，並強化監管，確保銀行落實不動產授信風險管理。

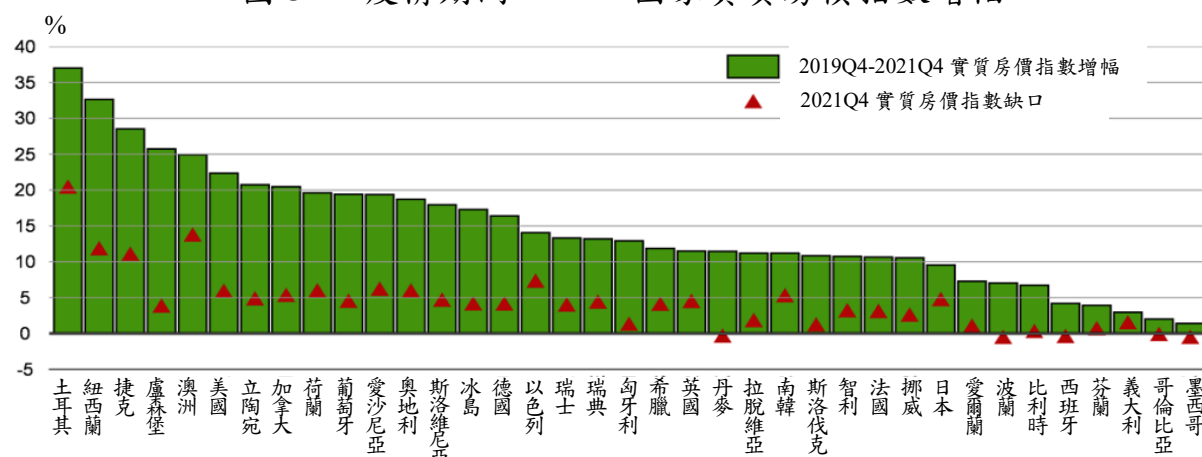
三、OECD：注意家庭房貸違約及房價反轉風險，持續強化總體審慎政策⁴⁶

OECD 關注房貸利率上升對家庭債務、房價及金融穩定的影響，提醒經濟前景仍具不確定性，隨疫情相關財政支持措施結束、房貸利率上升及信用榮景結束，低收入家庭及老年人口受到房貸利息支出增加的影響較大，OECD 建議密切監控家庭債務風險，並將其納入金融穩定及總體審慎架構，可針對家庭與企業部門採取個別或綜合管制措施，並強化銀行資本緩衝。

(一) 疫情期間 OECD 國家房價大幅成長

疫情期間由於寬鬆貨幣政策、家庭儲蓄增加，以及各國史無前例的財政支持措施，住宅需求大幅增加，惟因流動性限制及供應鏈瓶頸，住宅供給減少，2019 年第 4 季至 2021 年第 4 季 OECD 國家中位數實質房價成長 13%(圖 34)。

圖 34、疫情期間 OECD 國家實質房價指數增幅



註：實際房價指數缺口為 2021 年第 4 季房價與 HP filter 估值之差距(HP filter 估值為無疫情情況下之房價估值)；實質房價指數=名目房價指數/CPI。

資料來源：OECD (2022)

⁴⁵ 夾層融資是債務及股權融資的融資組合，在債務中嵌入權益工具(通常為認股權證)，投資人除可收取利息外，未來可以一定價格認購公司股票的選擇權。

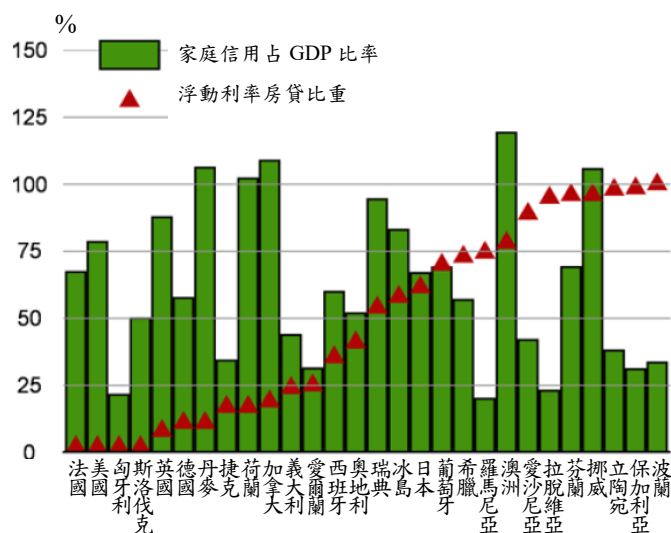
⁴⁶ 參考 OECD (2022)。

(二) OECD 國家多為固定利率房貸且債務所得比率低，借款人受房貸利率上升的影響較小

浮動利率房貸在利率上升時期將導致較高的債務違約率⁴⁷，除日本及西班牙外，OECD 先進經濟體主要房貸市場以固定利率房貸為主(圖 35)，借款人受貸款利率大幅上升的影響較小。

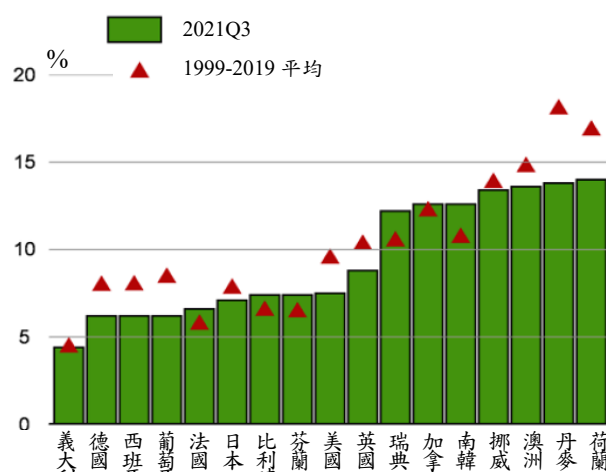
全球金融危機後各國金融監理機關強化對銀行監管，加上疫情期間家庭儲蓄大幅增加，OECD 國家家庭資產負債表相較全球金融危機前穩健，家庭平均債務所得比率介於 5%至 15%，低於或接近長期平均值，且遠低於 40%至 50%具有壓力的債務所得比率水準⁴⁸(圖 36)。惟 OECD 提醒，個別國家仍具有差異，隨疫情財政支持措施逐步結束及通膨上升，通膨問題嚴峻國家之借款人將面臨還款負擔增加壓力，特別是最低五分位收入家庭，因房貸支出相對可支配收入比例較高，還款能力惡化風險升高。

圖 35、浮動利率房貸比重



資料來源：OECD (2022)

圖 36、債務所得比率



資料來源：OECD (2022)

疫情期間全球房價普遍上漲，家庭債務增加，隨主要央行採取緊縮貨幣

⁴⁷ 南歐(葡萄牙及希臘)、東歐(波蘭、保加利亞、羅馬尼亞及波羅的海國家)，以及北歐(瑞典、芬蘭及挪威)國家以浮動利率房貸為主。

⁴⁸ 債務所得比率高於 40%至 50%通常被視為具有壓力。

政策，房貸利率上升，引發外界對家庭還款能力的擔憂。大多數 OECD 國家家庭資產負債表相對穩健且浮動利率房貸比重較低，脆弱性尚屬可控⁴⁹，但對於浮動利率房貸比重較大與債務所得比率較高，以及大幅緊縮貨幣政策國家的低收入借款人而言，因房貸利率上升，家庭還款負擔大幅增加。

(三) OECD 建議持續強化總體審慎政策，以因應房價大幅修正

鑑於經濟前景仍具極大不確定性，如經濟成長展望惡化或通膨壓力突然上升可能導致房市大幅修正，恐對家庭及銀行資產負債表造成不利影響，OECD 建議銀行必須具備足夠資本緩衝，以因應房地產市場突然調整，確保金融體系韌性。近期許多歐洲國家宣布強化逆循環資本緩衝，例如德國聯邦金融監理總署⁵⁰2022 年 1 月建議調高風險性資產的風險權重由 0%提高至 0.75%，並針對房貸實施額外 2%的系統性風險加權。

OECD 建議可採行預防性措施以抑制房價持續上漲，例如進一步降低 LTV 或 DSTI 比率，有助減緩房地產市場風險，例如奧地利金融市場穩定委員會自 2022 年 7 月起實施更嚴格住宅房貸標準⁵¹。此外，OECD 亦建議政府應強化租金監管及財產稅制改革，並增加興建社會住宅及加速土地開發利用，有助解決住宅供給壓力及住宅短缺結構性問題。

伍、因應房市風險，各國採取總體審慎政策情形

鑑於房地產對金融及總體經濟穩定至關重要，當脆弱性持續累積時，政府須調整總體審慎政策以強化金融韌性。此外，房屋交易稅制、國土規劃、以及土地政策等租稅與制度面政策，亦有助房市健全發展。

⁴⁹ 疫情期間家庭儲蓄增加，2019 年至 2021 年第 3 季 OECD 國家中位數家庭淨資產相對可支配所得毛額增加 20 個百分點，家庭資產負債表相較疫情前穩健。

⁵⁰ 德國聯邦金融監理總署(Federal Financial Supervisory Authority, BaFin)為德國金融監理機關及歐洲主要金融監理機關，負責銀行、證券期貨及保險業之監理。

⁵¹ 銀行新承做個人房貸須符合下列條件：(1)自有資金不得低於購屋款的 20%(相當於 LTV 上限 8 成)；(2)債務所得比率不得超過 40%；(3)貸款年限最長 35 年。資料來源：駐奧地利台北經濟文化代表處駐地經貿消息，2022 年 2 月。

一、針對脆弱性來源，採取相應的不動產總體審慎工具⁵²

總體審慎政策旨在防範金融系統風險升高，增強金融體系因應衝擊之韌性，在景氣繁榮時管理趨嚴，在景氣衰退時則管理趨鬆，以減輕金融循環大幅波動的影響，並針對金融脆弱性來源採取相應的政策工具，例如當脆弱性源自全國信用榮景，宜針對金融體系信用暴險採取廣泛資本工具(broad-based tools)；當脆弱性源自家庭部門或企業部門信用過度暴險，宜採取針對特定信用類別之工具(household tools or corporate tools)；當脆弱性源自金融體系之流動性與匯率風險，宜採取流動性及匯率工具(liquidity and FX tools)；當脆弱性源自金融體系相互傳染之結構性風險，宜採取結構性工具(structural tools)(表 1)。

表 1、總體審慎工具類型及主要措施

脆弱性來源	總體審慎工具分類	主要措施
全國信用榮景	針對銀行體系廣泛資本工具	逆循環資本緩衝、提列動態損失準備、槓桿比率限制、信用成長限制等
家庭部門信用風險	針對家庭部門別工具	貸款成數限制、債務所得比率限制、調整不動產相關貸款適用的風險權數等
企業部門信用風險	針對企業部門別工具	如限制特定產業貸款占總放款比重
金融體系流動性與匯率風險	針對銀行流動性及匯率工具	如流動比率規定、淨外匯部位限制等
金融體系相互傳染之結構風險	結構性工具	如對系統性重要金融機構之資本準備等

資料來源：陳裴紋(2015)

陳裴紋(2015)整理 IMF 報告提出，採行總體審慎措施之判斷指標包括核心指標與輔助指標(表 2)，核心指標可作為初步判斷標準，惟單一指標可能發生錯誤或不同指標可能出現相反訊號，須另以輔助指標協助評估系統風險。除監控指標水準值外，亦須注意指標的成長率變化，當部分指標呈現同向變動，顯示系統風險可能已上升，應循序漸進採行總體審慎措施之先期步驟，如密切關注指標變化、強化金融監理、發布監理指引；若指標出現快

⁵² 參考陳裴紋(2015)、IMF(2022)。

速上升，可能顯示系統風險明顯增加的警訊，表示脆弱性增加，則應採行總體審慎工具或強化現行政策措施。

表 2、總體審慎工具之判斷指標

總體審慎工具	核心指標	輔助指標
廣泛資本工具	信用/GDP 缺口	- 信用/GDP 比率之成長率或信用成長率 - 資產價格偏離其長期趨勢 - 債務所得比率 - 槓桿比率
家庭部門別工具	- 信用指標：房貸成長率、房貸占總放款比重上揚 - 價格指標：房價上揚、房價租金比、房價所得比	- 資產負債指標：高貸款成數 - 負擔能力指標：高債務所得比率 - 授信標準惡化
企業部門別工具	- 企業放款成長率 - 企業放款占總放款比重上揚	- 企業放款槓桿(負債相對權益比率)上揚 - 企業放款之債務所得比率上揚 - 授信標準惡化
流動性工具	- 存放款比率上揚 - 非核心(短期、批發、外幣)資金對總負債之比重上揚	- 流動資產比例下滑 - 期限錯配惡化 - 非核心資金來源增加 - 淨外匯部位增加

資料來源：陳裴紋(2015)

二、各國總體審慎政策實施情形⁵³

各國央行及金融監理機關針對房市風險採行不同的總體審慎工具(表 3)，主要分為「以借款人為基礎之管制措施(borrower-based tools)」及「以放款人或資本為基礎之管制措施(lender- or capital-based tools)」兩類。鑑於採用單一工具較易造成政策漏洞，且採用單一工具以降低房地產風險的成本較高，因此各國大多同時採取上述兩類措施之工具組合，以避免政策漏洞(leakages)發生及避免個別單一工具限制過於嚴格，可能造成不利後果。

除針對金融脆弱性來源採取相應的政策工具，各國央行及金融監理機關檢視其總體審慎政策之中間目標⁵⁴，採取相應政策工具，以實現政策成效。

⁵³ 參考中央銀行國際貨幣金融資訊第 545 期「減緩房市風險之總體審慎政策」一文。

⁵⁴ 為達成維護金融穩定之最終目標，各國採行總體審慎措施時必須訂定若干可執行之中期目標(如維持銀行與借款人的財務韌性、抑制房貸信用循環，以及促進房價走勢符合經濟基本面等)，以抑制房市風險。

監理期望 (Supervisory expectations) 可作為總體審慎政策之第一道防線透過影響貸款標準可提高借款人韌性，例如法國在實施管制規定前即先行提供 DSTI 上限之指引說明，有助達成抑制房市風險之政策效果。表 3 所列各項措施中，LTV 上限為各國最常使用之總體審慎工具，可有助提升金融機構韌性，惟根據紐西蘭與盧森堡實證研究結果，LTV 上限對降低 DSTI 及房價成長的效果相對有限。此外，實施總體審慎工具亦非沒有侷限，例如愛爾蘭採行 DTI 限制，惟發現 DTI 較高之借款人，較易使用新冠疫情的還款中斷援助，反映以借款人收入為基礎限制措施之有效性。

表 3、各國總體審慎措施實施情形

政策工具	澳洲	比利時	加拿大	法國	香港	愛爾蘭	以色列	印度	盧森堡	荷蘭	紐西蘭	沙烏地阿拉伯	新加坡	英國
一、以借款者為基礎的管制措施														
貸款成數限制		✓	✓		✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	
房貸本息支出占所得比率		✓	✓	✓	✓		✓			✓		✓	✓	
債務對收入比率		✓				✓			✓			✓	✓	
債務攤銷要求	✓		✓	✓			✓			✓		✓	✓	
二、以資本為基礎的管制措施														
逆循環的資本緩衝措施/產業別的緩衝措施	✓	✓	✓	✓	✓	✓			✓	✓				✓
風險權數限制/利率加成處置	✓	✓			✓		✓		✓	✓	✓	✓		
與貸款成數相連結的風險權數	✓						✓	✓		✓	✓	✓		
與債務覆蓋率相連結的風險權數							✓							
與貸款規模相連結的風險權數								✓						
信用損失的限額							✓							
對房貸曝險的限制													✓	
對房貸組合的最低持股緩衝							✓							
對於給予房貸保險人的貸款施加特定的資本要求條件			✓											

註：各項措施係指各國於 2023 年 7 月仍採行之措施。

資料來源：“Macroprudential policies to mitigate housing market risks”, Committee on the Global Financial System

總體審慎措施並非沒有成本，政策產出成本(the output costs of policies)可能造成總合需求減少，或造成所得之重分配，因此，各國央行及金融監理機關宜審慎衡酌各項工具，並取得成本與效益間之平衡，以降低採行總體審慎措施對總合需求或所得重分配可能造成的不利影響。

綜觀各國採行總體審慎政策經驗顯示，為減緩房地產市場風險與解決房市供需失衡，仍有賴房市相關政策之一致性，包括稅制、國土規劃及土地供給政策等⁵⁵。

陸、結論

一、政府宜運用多元政策工具，以強化總體審慎政策成效

政府採行總體審慎措施之判斷指標及採行時機至關重要，當多項指標呈同向變動且快速上揚，顯示系統風險增加，宜針對金融脆弱性來源採取相應的總體審慎政策工具。本文探討日本政府應對 1990 年代房地產泡沫經驗，日本央行先採行大幅升息，強烈緊縮信用後，大藏省始實施金融及租稅之總體審慎措施，導致經濟陷入長期停滯，顯示日本央行以利率處理房價問題，衝擊實體經濟，成本高昂，大而不當。

綜觀各國相關總體審慎政策實施情形，各國多採取不同政策之工具組合，以應對高房價與銀行不動產貸款授信風險攀升問題。一般而言，需求面工具(如 LTV 或 DSTI 限制)對抑制銀行信用成長(如購屋貸款)有顯著效果，惟對房價效果不顯著。根據 OECD 建議，除針對家庭與企業部門採取個別工具或綜合管制措施以抑制信用需求外，應輔以資本工具(如提高房貸的風險權重，增加銀行放款資金成本)，影響信用供給；此外，採取財政措施亦有助降低系統風險。

二、政府宜加強建置相關監控指標，有助及早辨識不動產貸款授信風險

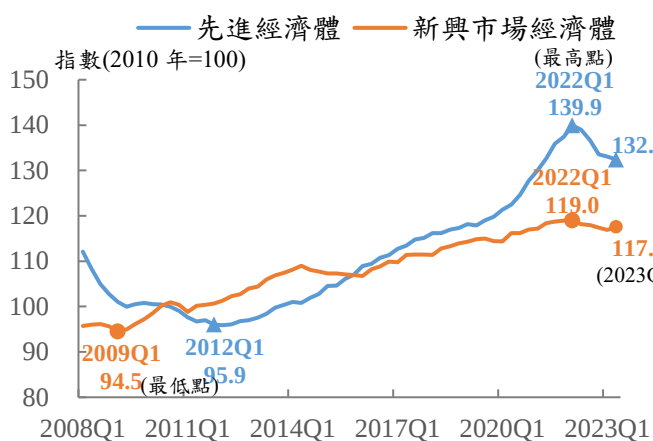
日本房市泡沫經驗顯示，房價並非只漲不跌；依據 BIS 選定房價指數資料⁵⁶，先進經濟體與新興市場經濟體實質房價指數已自 2022 年第 1 季最高點反轉下跌(圖 37)，2023 年第 2 季實質房價指數年增率分別轉呈年減

⁵⁵ 例如，荷蘭降低年輕借款人之房屋交易稅，並加速建設社會住宅，以改善住宅負擔能力及不動產市場穩定性。

⁵⁶ BIS 選定房價指數(selected residential property prices)係選定各國具代表性之房價指數(涵蓋 58 個經濟體之全國或主要都市之成屋價格指數)，目前常為跨國比較所採用。

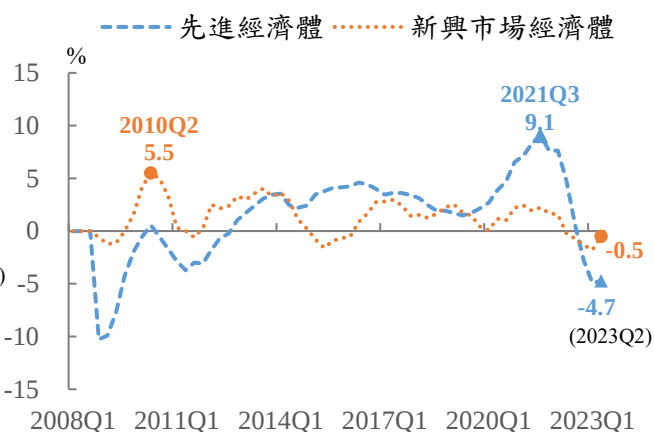
4.7%及 0.5%(圖 38)。本文檢視 IMF 研究報告，IMF 提醒房價失衡(如高房價)及短期利率上升(如房貸利率)使房價修正風險上升。鑑於高齡人口債務增加及房貸利率上升，可能對未來還款能力造成影響，宜密切關注高房價及高齡人口債務增加對銀行不動產貸款授信風險之影響。

圖 37、實質房價指數



資料來源：BIS

圖 38、實質房價指數年增率

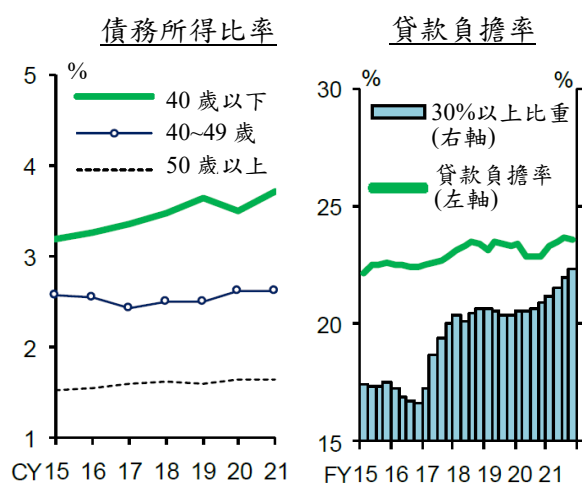


資料來源：BIS

此外，本次參訪日本央行表示，針對近年日本房貸餘額持續增加情形，該行分析日本家庭房貸特性發現，年輕家庭債務所得比率(40 歲以下)及高貸款負擔率比重(30%以上)有明顯增加趨勢(圖 39)，而債務所得比率越高，房貸借款人違約率亦將隨之上升(圖 40)。日本央行持續關注金融機構房貸及借款人特性之變動情形，有助其及早辨識相關風險。

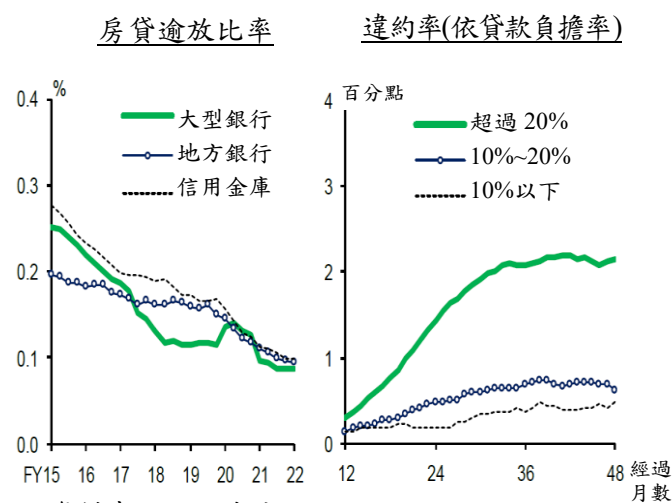
目前我國內政部每季發布全國及縣市別房價所得比及貸款負擔率統計資料。我國銀行購置住宅貸款逾放比率仍低，惟隨房貸利率上升，我國高齡人口債務增加，鑑於日本央行對家庭房貸特性分析結果有助辨識不動產貸款授信風險，未來似可參考該行作法，對我國債務所得比率進一步分析其年齡別結構及貸款負擔率程度，俾利加強瞭解房貸借款人特性變動情形，及早辨識相關不動產貸款授信風險。

圖 39、日本房貸特徵



資料來源：日本央行

圖 40、日本房貸信用風險



資料來源：日本央行

三、金融監理機關宜強化不動產貸款資料蒐集與分析能力，提供決策參考

2023 年 4 月 IMF 全球經濟展望報告整理 5 大房市的風險指標，包括家庭債務相對可支配所得比率、房貸家庭比重、浮動利率房貸比重、利率升幅，以及實質房價漲幅等 5 項指標。家庭債務愈高、浮動利率房貸比重愈大，以及利率升幅愈大的國家，房市風險較高。此外，本次參訪日本住宅金融支援機構，瞭解該機構定期辦理房貸借款人調查，並公布房貸統計資料，包括各房貸利率類型比重、貸款成數及家庭年收入等資料，可提供政策決策參考。

我國金融聯合徵信中心係國內跨金融機構之信用報告機構，蒐集各金融機構之個人與企業信用報告資料，並提供房貸等大數據分析及個人授信統計等豐富資訊，相關機構宜善加利用，提供政府制定決策參考。為利進一步瞭解我國高齡化人口結構對銀行不動產貸款授信風險之影響，金融監理機關可加強與該中心之研究合作，就房貸借款人之家庭債務、年齡結構等特性進行分析，提供政策參考。

參考資料

- 李榮謙、高超洋、黃麗倫、楊淑雯(2010)，「日本失落十年的經驗與啟示」，中央銀行季刊，第 32 卷第 2 期，頁 47-64。
- 恒大研究院(2019)，「日本房地產市場大起大落的終極邏輯－日本住房制度啟示錄」，恒大研究院研究報告，2019 年 4 月 10 日。
- 陳裴紋(2015)，「參加東南亞國家中央銀行研訓中心舉辦之「總體審慎政策：執行實務」政策高峰會出國報告」，公務出國報告資訊網，12 月。
- Bank of Japan (2022), “Financial System Report”, Report and research papers, October.
- Bank of Japan (2023), “Financial System Report”, Report and research papers, April.
- BIS (2013), “Kiyohiko G Nishimura: Property bubbles and economic policy”, BIS Central bankers' speeches, January 8.
- BIS (2020), “Pablo Hernández de Cos: Challenges of population ageing from a central bank perspective”, BIS Central bankers' speeches, March 4.
- BIS (2022a), “Population aging and bank risk-taking”, Working Papers, November.
- BIS (2022b), “Newsletter on credit risk: real estate and leveraged lending”, BCBS Publications, August.
- BIS (2023), “Macroprudential policies to mitigate housing market risks,” Committee on the Global Financial System Papers, December.
- ECB (2022), “The macroeconomic and fiscal impact of population ageing”, Occasional Paper Series, Box 1 & 3.4.
- IMF (2022), “Housing Market Stability and Affordability in Asia-Pacific”, department paper, December.
- JHF (2023a), “Housing finance market in Japan”, Discussion material, September.
- JHF (2023b), “Overview of Japan Housing Finance Agency (JHF)”, Meeting material, September.
- OECD (2022), “Vulnerabilities in the housing sector from rising mortgage rates”, OECD Economic outlook, Volume 2022 Issue 1, Box 1.6.

Olivia Mitchell et al. (2020), “Remaking Retirement: Debt in an Aging Economy”,
Oxford University Press, November.