

利率政策及總體審慎措施對房價變動的效果評估：
台灣的個案研究

經濟研究處

俞欣榮

2021.01

摘 要

本文運用 2001 至 2019 年台灣七大都會區與全國之追蹤資料，評估利率政策與總體審慎措施(含租稅、信用管制措施)對我國不動產價格變動的影響。初步研究結果發現：總體審慎措施中的租稅措施能從所得與財富效果的管道改變不動產市場的需求，因此對不動產價格成長有顯著影響；信用市場中的選擇性信用管制與利率對房價影響則不顯著，其詳細的影響效果待進一步評估。

目錄

壹、前言	1
貳、文獻回顧	4
一、總體審慎措施的跨國實證研究	4
二、其他國外文獻	6
三、國內文獻	6
參、實證資料來源說明	7
肆、模型估計與討論	13
一、模型變數之單根檢定	13
二、房價追蹤資料迴歸模型	13
伍、結論與建議	16
一、結論	17
二、建議	17
參考文獻	18

利率政策及總體審慎措施對房價變動的效果評估：

台灣的個案研究

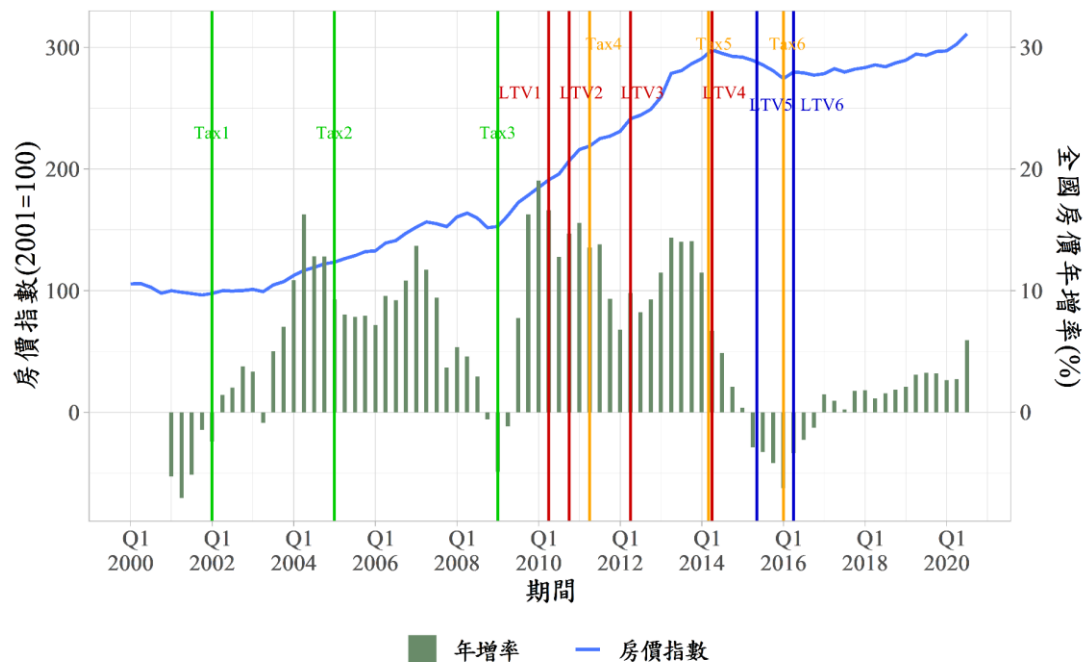
壹、前言

住宅攸關人民居住的基本需求外，亦是家庭的主要資產。根據國富統計，2018 年底家庭部門資產中房地產高達為 45.42 兆元，約占家庭部門總資產之 36%；同時營建工程投資也是重要的投資項目；再以金融市場角度觀之，來自房貸的收益更是金融部門重要的收入來源之一。根據中央銀行統計，2020 年底銀行不動產放款占總放款達 36.4%。因此，若不動產價格崩跌，勢必對家庭部門之財富、金融市場乃至總體經濟產生嚴重的負向效果。2008 年全球金融危機，即是源於美國不動產抵押貸款違約所引發的信用風險，而後蔓延對全球金融市場與總體經濟產生嚴重衝擊。基此，不動產市場發展對於一國民生與總體經濟穩定之影響甚鉅，亦是各國政府政策制定與關注重點之一。

圖 1 與圖 2 分別以信義房價指數與內政部建物買賣移轉資料，描繪 2000 至 2020 年以來我國房價與交易量的走勢。自 1980 年代的房市榮景後，我國房地產市場自 1990 年末至 2000 年初因亞洲金融風暴、網路泡沫、SARS 等事件經歷近十年的低潮期。為刺激房地產市場並促進相關產業與經濟發展，財政部自 2002 年 2 月起頒布「土地增值稅減半徵收」政策(見圖 1-3，Tax1)，以降低租稅負擔提升買賣雙方之成交意願。該政策原定實施 2 年，惟財政部於 2004 年 1 月再延長一年，並自 2005 年起將土地增值稅永久調降，使原先三級稅率從 40%、50%、60% 減至 20%、30%、40%(見圖 1-3，Tax2)。此後不動產市場交易開始活絡復甦(見圖 2)，惟租稅負擔降低也成了日後房價飆漲的遠因。

全球金融危機後，先進經濟體大幅降息因應經濟衰退，並採行量化寬鬆措施提高金融市場流動性。然而，全球資金充裕也使全球資產價格攀升，使中國大陸、韓國、香港、新加坡等亞洲地區不動產價格上漲。我國不動

圖 1 信義房價指數(2000-2020 年)



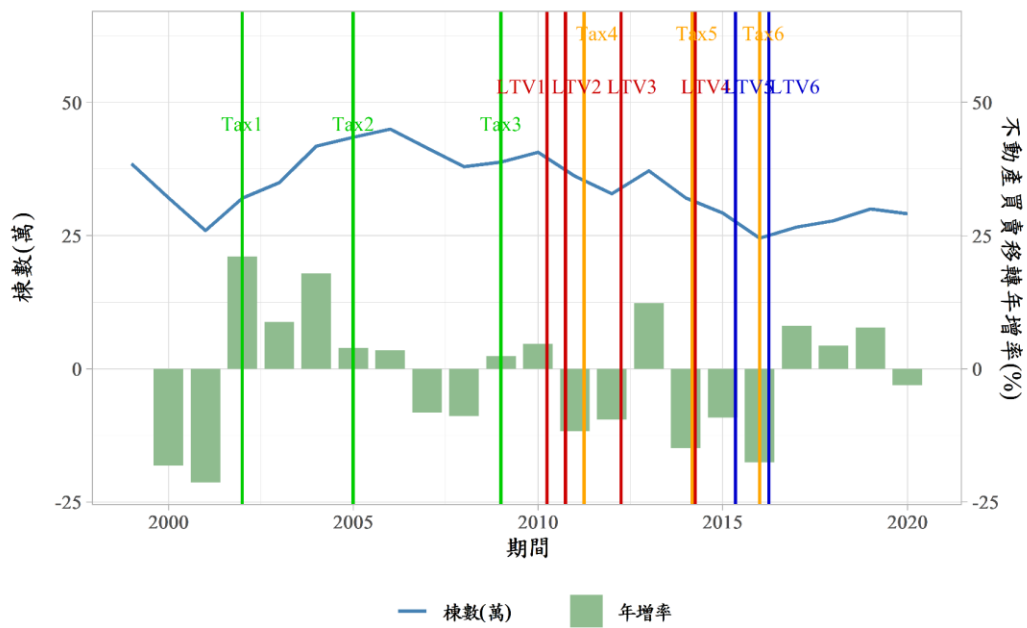
註：上圖 Tax 與 LTV 為國內不動產政策之主要變革，Tax1~Tax6 分別為兩次之土地增值稅調降政策、遺贈稅調降政策、奢侈稅、修正房屋標準單價與房地合一稅之實施；LTV1~LTV6 分別為央行貸款成數管制措施。

資料來源：信義房屋不動產企劃研究室／政大商學院信義不動產研究發展中心。

產市場量能亦自全球金融危機後亦快速回溫，2009Q1-2010Q1 全國房價與交易量成長 21%與 39%，一度使全國銀行不動產放款占總放款比率達 37.9%(見圖 3)，影響國內信用資源配置。

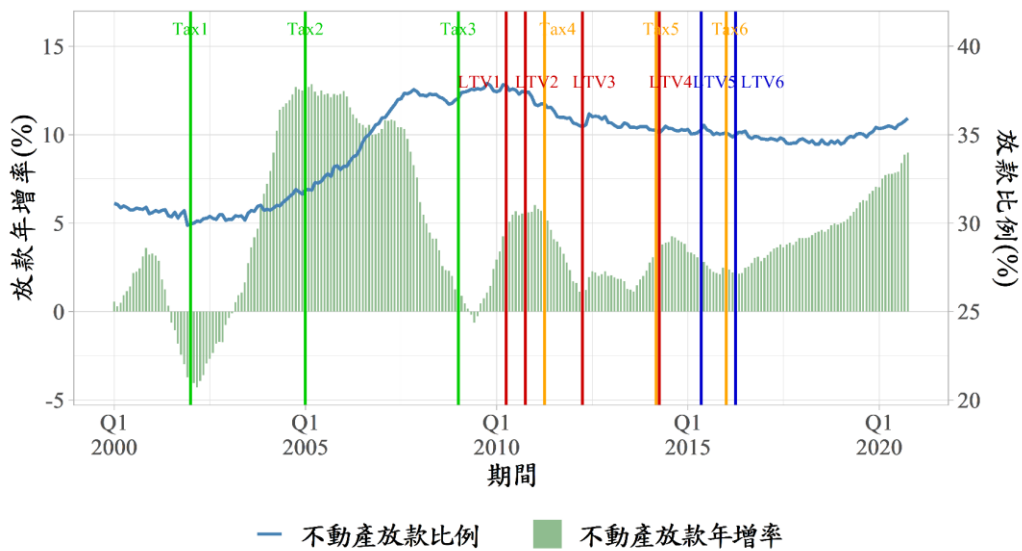
為因應高房價引發的民怨反彈，避免房價泡沫引發的系統性風險，我國政府於 2010 年 4 月推出「健全房屋市場方案」，嘗試透過貸款限制與租稅措施導正市場資源分配。信用管制措施方面，央行自 2010 年至 2014 年間分別實行四波不動產針對性信用管制措施(見圖 1-3 線 LTV1~LTV4)，透過信用市場的管道提高貸款者之借貸成本；財政部於 2011 年頒布「特種貨物及勞務稅條例」(即奢侈稅)，藉以加重短期買賣非自住不動產之租稅負擔(圖 1，Tax4)；2014 年修正房屋稅稅率範圍(見圖 1-3，Tax5)，針對非自住房屋及持有多戶房屋者訂定差別稅率，並要求各縣市政府調整 30 年來未修正

圖 2 全國建物買賣移轉棟數及年增率



資料來源：內政部統計查詢網。

圖 3 全國不動產放款年增率與全體銀行不動產放款比例



資料來源：中央銀行。

之房屋標準單價，縮小房屋評定現值與市價偏離的情形，藉此提高持有成

本以緩和囤房現象；2016 年起更進一步推動「房地合一」稅(見圖 1, Tax6)，藉由課徵不動產買賣的資本利得來降低不動產投資需求的誘因。

為評估租稅與信用管制措施的成效，本文參考 Kuttner and Shim(2016) 與 Alam et. al(2019)的方法，嘗試運用 2000 至 2019 年台灣七都會區(台北、新北、桃園、台中、台南、高雄、新竹)與全國之追蹤資料，檢定總體審慎措施(含租稅與信用措施)對房價的影響，期透過本篇實證研究提供有關單位擬定相關房市政策參考。

本文架構概述如下：第壹節為前言，第貳節文獻回顧，第參節為資料來源說明，第肆節為實證模型之建立與結果，第伍節為本文結論。

貳、文獻回顧

自 2008 年全球金融危機後，各國金融監理機關、貨幣當局與學術界逐漸重視不動產市場對總體經濟與金融市場的關聯。鑒於利率政策的侷限性¹，近年來各國金融監理機關逐漸以非利率的針對性總體審慎政策(如房貸成數(LTV)、債務所得比限制(DTI)與租稅措施等)來抑制房地產價格不合理的上漲現象。儘管多數國家施行總體審慎政策的歷史不長，相關的量化分析結果也易受模型設定的影響；但目前的實證研究與經驗均指出：透過貸款成數與債務所得比率等貸款限制，或利用租稅措施降低房屋交易之資本利得，均能有效抑制房地產價格泡沫的產生。以下將簡要回顧主要國家以總體審慎措施與租稅政策對於不動產市場影響的相關研究。

一、總體審慎措施的跨國實證研究

Kuttner and Shim (2016) 整理 1980 至 2011 年間 57 國之跨國資料，估計租稅及信用管制等非利率政策對抑制房價與信用成長的有效性。為了統一化各國租稅與信用管制政策的制度差異，該研究利用政策行動 (policy actions) 次數做為政策的解釋變數，用以刻劃各項措施下對於房貸與房價的影響。該篇研究除使用傳統的追蹤資料進行估計外，亦使用了群組估計

¹詳中央銀行(2019)，「利率、租稅與房價的相關議題」，央行理事會後記者會參考資料，6 月 20 日。

(Mean-group estimation)及事件分析法(event study)檢定非利率政策的穩健性，結果顯示：前兩種方法在考量政策效果在不對稱假設下（即寬鬆與緊縮效果個別考慮），緊縮性的租稅及 LTV 管制將顯著降低房價與信用成長；而在事件分析法下，僅租稅措施與房貸本息支出對所得(debt-service-to-income, DSTI)對房價與信用成長有顯著效果，其餘政策效果均不顯著。

鑑於亞洲地區使用總體審慎政策的次數高於其他地區，Zhang and Zoli(2014)蒐集了自 2000 年 Q1 至 2013 年 Q2 期間 13 個亞洲國家與 33 個其他地區之追蹤資料，並以事件分析法評估亞洲國家執行總體審慎政策對信用成長、房價變動與資本流入的影響效果。為衡量不動產相關之總體審慎措施，作者將 LTV、DTI 規範，以及房屋與土地之租稅措施加總為不動產相關之政策執行指標，並結合資本流入措施(Capital flow measure, CFM)進行實證研究。研究結果發現，不動產之總體審慎措施與資本流入措施均能顯著抑制房價上漲、資本流入、信用擴張與銀行槓桿等現象，其中 LTV 上限、租稅措施及外匯相關措施之效果最為顯著。

Alam et al.(2018)運用新建立的跨國總體審慎政策資料庫(iMaPP)，結合 IMF、BIS 與金融穩定委員會(Financial Stability Board, FSB)的調查資料，估計各項總體審慎政策與租稅措施分別對 36 個已開發經濟體與 98 個開發中經濟體在房貸、房價、民間消費，與 GDP 的影響，利用不同的計量模型(固定效果模型、分量迴歸)對各項政策進行檢定。其研究發現相較於開發中經濟體，已開發經濟體之房價在面對緊縮性 LTV 限制時，其影響較為顯著，而開發中經濟體則無顯著影響。在家庭信用上，LTV 限制對開發中經濟體有正向的影響，但對於已開發經濟體的影響則不顯著。由此可知，對已開發經濟體而言，LTV 限制會透過傳遞管道影響房價，但對信用市場影響不大；但對開發中經濟體而言，由於信用市場和不動產市場間的傳遞管道較小，LTV 管制僅直接影響信用市場的需求。此外，租稅措施對已開發經濟體之房價成長有顯著的負向影響，而對開發中的經濟體具正向的影響。

二、其他國外文獻

除實證研究外，文獻上也以動態隨機一般均衡(DSGE)模型的架構分析房貸成數與租稅措施如何抵禦外在衝擊對不動產市場的影響。Lambertini et al.(2013) 以 DSGE 的模型架構評估 LTV 上限政策如何影響一國之社會福利。該文透過校準美國資料並進行反事實推論，發現 LTV 上限政策在面臨景氣波動時，相較於利率政策更能夠抵銷產出波動帶來的負向效果，進而提升社會福利。Sommer and Sullivan(2018)則利用異質性一般均衡模型分析美國租稅減免的效果如何影響經濟體系中不動產房價、房租、與房屋自有率的變化。透過估計美國稅制並校準美國資料進行政策模擬後，其認為降低不動產之租稅減免(即提高實質有效稅率)的確能降低房價，並提高自用住宅的比例，改善財富分配，提升整體社會福利。

三、國內文獻

國內文獻上，王泓仁等(2017) 蒐集 2008 年 Q1 至 2014 年 Q3 之個體房貸信用資料，並應用動態追蹤資料模型分別檢定 2010 年 Q2 至 2014 年 Q1 央行 4 波 LTV 管制政策(雙北地區、高價宅)對房價與房貸成數的影響。研究發現：雙北地區的 LTV 上限政策的確能減緩低利率對雙北房價的影響，進一步遏止房價飆升；而高價住宅信用管制則因受到樣本期間過短的影響，政策效果不具有統計顯著性。

陳柏如(2018)採用國泰房價指數六個地區的追蹤資料，研究相關信用管制措施(訂定貸款成數上限、房貸風險權數)與租稅措施(特種貨物及勞務稅、遺贈稅、調整房屋稅課徵內容)對房價的政策效果。透過放入虛擬變數刻劃租稅措施的變動，作者發現施行奢侈稅對房價無顯著影響，而提高房屋稅稅率則對抑制房價有顯著效果。此外，陳柏如(2018)亦發現貸款成數、貸款負擔率對台灣實質房價存在顯著的正向相關性，隱含信用管制措施對房價有顯著效果。

在租稅措施方面，除陳柏如(2018)以虛擬變數探討租稅政策對房價的影響外，彭建文(2007)依據使用者成本與不動產資本化效果理論，估計台北市

房屋與地價稅之有效稅率與房價的關係。該研究指出，儘管台灣各縣市之名目與地價稅率完全相同，然而有效稅率卻因地區不同而異。作者進一步估計台北市大同與內湖兩區之不動產有效稅率約在 0.0886% 到 0.13% 之間，明顯低於不動產名目稅率約 5 倍之多，顯示我國不動產持有稅之租稅負擔有偏低的現象。依據其估算之有效稅率結果，該研究亦指出不動產持有稅之有效稅率與房價呈現負向的關係；當不動產有效稅率增加一個百分點，將使房價降低約 2.02%，顯示不動產持有稅之租稅措施對抑制房價成長具顯著之效果。

綜上所述，本文嘗試綜合先前國內外之研究方法，以我國七大都會區與全國資料為樣本，根據 Kuttner and Shim(2016)之實證方法分析 2001 至 2019 年間我國採行總體審慎措施(租稅與選擇性信用管制)對不動產價格的影響，在過去既有的國內文獻上進行以下幾點補充：

1. 陳柏如(2018)以國泰房價指數進行實證研究，其房價指數之樣本選擇主要係針對新屋與預售物件為主；本文之房價指數資料取自信義房價指數，其指數之樣本選擇乃以純住之中古屋物件為主，在衡量各項措施對樣本的選擇上有所不同。
2. 本研究參考 Kuttner and Shim(2016)描述各項非利率政策的方法，以政策行動次數評估租稅與信用管制措施對房價的影響，並在樣本區間選擇上涵蓋金融危機前(2008 年前)的租稅減免措施(土地增值稅)，以此增加租稅措施實施效果的資訊。

參、實證資料來源說明

變數與資料來源整理於表 1，說明如下：

(一)房價指數資料

房價指數資料取自信義房價指數七大都會區(台北、新北、桃園、台中、台南、高雄、新竹)與全國季資料，並以 2001 年 Q1 為基期衡量各地區房價趨勢。由於台南市資料於 2015 年 Q2 後便不再更新，為彌補此部分資料之

表 1 主要變數名稱與資料來源

變數符號	變數定義	資料庫來源
HP_{it}	房價指數	信義房價指數(信義房屋)、 住宅價格指數(內政部)
Y_t	實質國內生產毛額	總體統計資料庫
SP_t	股價指數	總體統計資料庫
R_t	五大銀行購屋貸款利率	中央銀行
LTV_{it}	信用管制政策行動次數	作者自行估計
TAX_{it}	租稅措施政策行動次數	

資料來源：作者自行整理

缺失，本文爰引內政部住宅價格指數將後續之資料進行補齊^{2,3}。本文以下標 i 作為區域變數的指標，以 t 作為時間變數指標，各縣市房價指數資料繪於圖 4。

(二)利率資料

根據 Kuttner and Shim(2016)之理論模型與 Hilmerberg(2005)之不動產使用者成本理論可知，利率為影響購置不動產的要素之一，透過借貸市場的購屋成本影響不動產市場。為衡量我國各地區房價變動與利率之關聯，本研究以「五大銀行購屋貸款利率」作為各地區利率變數之衡量指標，將月頻率的利率資料以簡單平均轉換為季資料。五大銀行購屋貸款利率繪於圖 5。

(三)其他變數

除了利率反映購買不動產之成本外，本文亦參考 Kuttner and Shim (2016)與 Wong et al.(2015)的變數選擇，以股價指數與實質 GDP 成長率捕捉民間所得與財富效果對房價指數的影響。

2.根據信義房屋網站，信義房價指數係以特徵價格法(Hedonic Price Method)為基礎修訂；另根據不動產資訊平台針對住宅價格指數之說明，住宅價格指數也同樣以特徵價格法針對各地區之房價進行估算。由於兩項資料使用之方法相同，且兩項資料之重疊期間之相關係數達 0.923，因此以住宅價格指數應可提供台南市信義房價指數大部分之房價資訊。

3.2018 年第 4 季以前內政部住宅價格指數以特徵價格法編製；之後則採類重複交易法編製。

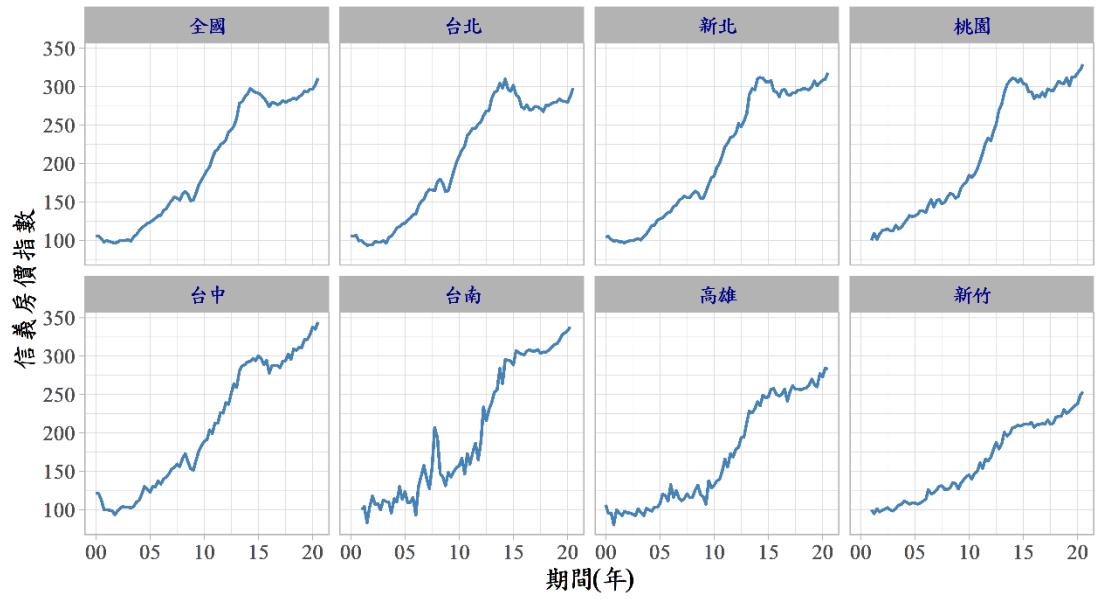
(四)房貸成數(LTV)管制措施

自 2010 年開始，中央銀行陸續對金融機構辦理土地抵押貸款與不動產授信等相關業務，進行一系列針對性房貸信用管制。除了在房貸成數上限進行調整外，央行亦根據特定地區、承作對象與住宅價格等面向進行額外規範，並於 2015 年 6 月房地合一稅法案通過後，於同年 8 月逐步解除管制。表 2 彙整自 2010 年來歷次房貸成數管制措施之內容、針對目標，以及成數上限。從表 2 中，可簡要歸納央行之針對性房貸管制措施分為以下幾類面向：

1. 購買第二戶之住宅抵押貸款是否位於特定地區？
2. 借款人是否為自然人或法人？
3. 房屋價格是否符合高價住宅之標準？
4. 借款人購買之住宅是否為第三戶以上之購屋貸款？
5. 土地抵押貸款之成數規範

換言之，歷次針對不動產信用管制的內容與對象皆不相同。為刻劃央行歷次的信用管制的不同面向，本文參考 Kuttner and Shim (2016)與 Zhang and Zoli (2014)的方法，以政策行動次數作為信用管制措施的施行指標：假設政府不採行任何信用措施時，初始值為 0；當信用措施內容屬於「緊縮」時，則我們將信用措施的政策行動措施+1，若為寬鬆措施則-1，以此描述各地區不同期間之政策效果。以特定地區信用措施為例，台北市之不動產信用管制措施的實施期間為 2010 年 Q3 至 2016 年 Q1(見表 2)，因此該措施期間每次針對台北市的政策行動均+1；若以公司法人信用管制措施觀之，由於央行針對公司法人之信用措施涵蓋全國各地區，因此全國地區於 2011 年 Q1 至 2016 年 Q1 之每次信用管制政策行動次數應+1。透過上述概念，圖 6 描繪 2001 年以來信用管制措施的政策行動次數走勢。

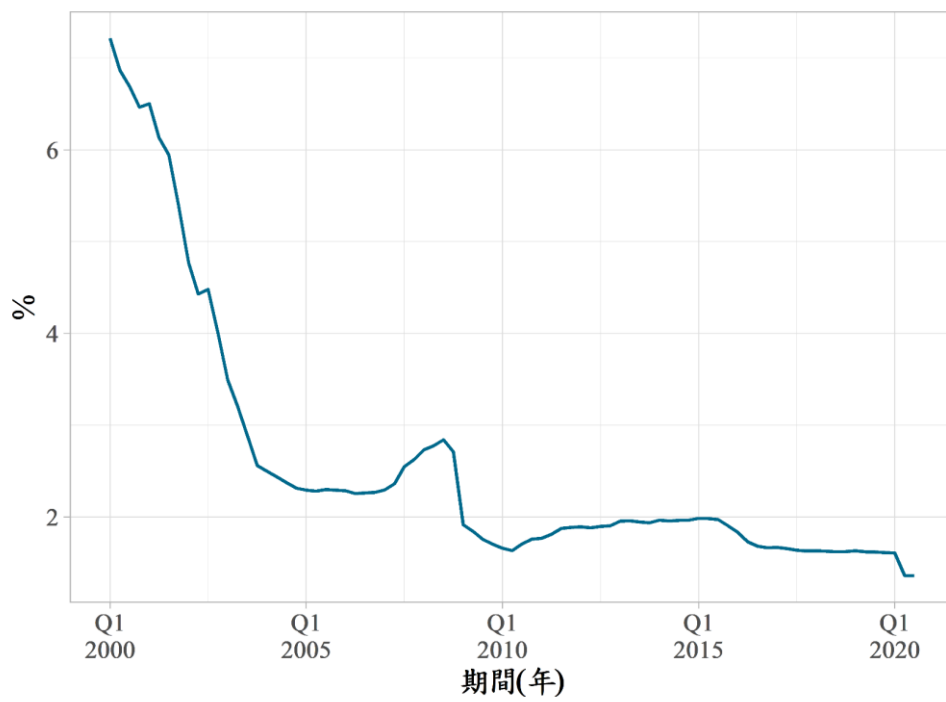
圖 4 我國各地區房價指數資料：2001-2020 年



註：2020 年資料僅至 Q2。

資料來源：信義房價指數。

圖 5 五大銀行購屋貸款平均利率



資料來源：中央銀行。

表 2 我國房貸成數相關管制措施

時間	針對目標	貸款成數上限
2010.06.25	1. 自然人購買特定地區(台北與新北十個行政區)第二 戶房屋之抵押貸款	70%
2010.12.31	1. 特定地區範圍增列新北市 3 個行政區	60%
	2. 借款人涵蓋自然人與公司法人	
	3. 限制土地抵押貸款之貸款成數	65%
2012.06.22	1. 針對高價住宅進行信用管制 (雙北地區:8000 萬元以上; 其他:5000 萬元以上)	60%
2014.06.27	1. 特定地區增列新北市 4 個及桃園市 4 個行政區	60%
	2. 調整高價住宅之認定標準	
	3. 第三戶以上之購屋貸款進行額外規範	50%
	4. 調降公司法人購置住宅貸款成數	50%
2015.08.13	1. 刪除新北市 2 個與桃園市 4 個特定地區	
	2. 放寬高價住宅、公司法人購置住宅及第三戶購屋之 貸款成數	60%
2016.03.24	1. 除維持購置高價住宅貸款規範外，其餘各項貸款規 範均予刪除	60%

資料來源：中央銀行，作者自行整理。

(五)租稅措施

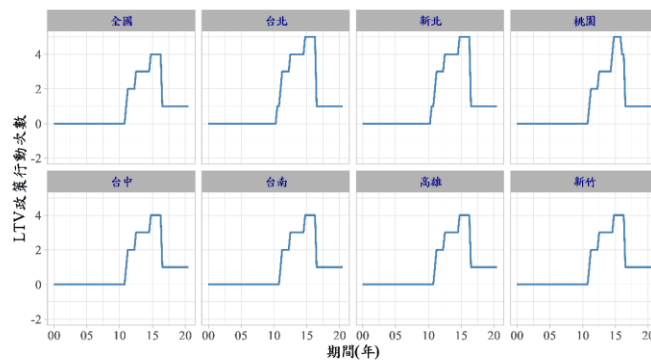
表 3 為我國政府自 2001 年以來租稅措施之相關整理(即圖 1-3 之 Tax1 至 Tax6)。運用上述的概念，本文亦將政府之相關租稅措施以政策行動次數進行轉化。舉例而言，2002 年以來的土地增值稅調降措施與 2009 年的遺贈稅調降係屬寬鬆措施，因此政策行動次數均-1；2011 年實施之特種貨物及勞務稅、2014 年台北市政府調高房屋稅率與 2016 年房地合一稅的實施屬於緊縮性租稅政策，因此政策行動次數均+1。

表 3 我國租稅相關措施：2001-2016 年

時間	針對目標	緊縮或寬鬆措施
2002.02.01~	土地增值稅暫時性減徵 50%	寬鬆
2005.01.31		
2005.02.01	土地增值稅永久性減徵 50%	寬鬆
2009.01.21	調降遺產稅及贈與稅法	寬鬆
2011.06.27	課徵特種貨物及勞務稅	緊縮
2014.07.01	台北市調高房屋稅稅率	緊縮
2016.01.01	房地合一稅課徵	緊縮

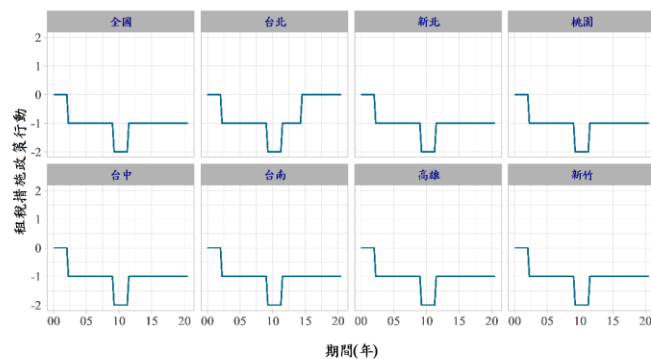
資料來源：作者自行整理。

圖 6 房貸信用管制量化行動次數



資料來源：中央銀行，作者自行整理。

圖 7 租稅措施量化行動次數



資料來源：中央銀行，作者自行整理。

肆、模型估計與討論

在 2001Q1~2019Q4 樣本期間與資料選擇下，本文運用七大都會區與全國之房價之追蹤資料進行實證。由於追蹤資料(panel data)同時具有時間序列及橫斷面資料之特性，不但擁有更多的樣本數及自由度，亦提供較充分之統計資訊降低估計偏誤。本節將依序對相關變數進行單根檢定，並說明房價成長模型的實證結果。

一、模型變數之單根檢定

由於本模型中僅房價指數為追蹤資料，因此針對房價指數成長率 $\Delta \ln HP_{it}$ 資料運用 Levin et. al(2002)進行單根檢定，而利率 R_t 、實質 GDP 與股價成長率則進行 Dickey-Fuller 單根檢定。檢定結果彙總於表 4。由表 4 可知，房價成長率 $\Delta \ln HP_{it}$ 、利率 R_t 、實質 GDP 成長率 ΔY_t 與股價指數成長率 ΔSP_t 在樣本期間內均拒絕單根檢定的虛無假設，顯示本研究使用之主要迴歸變數均為定態序列，排除虛假迴歸造成的影響。

表 4 主要變數之單根檢定

變數	估計方法	含趨勢項	不含趨勢項	單根檢定方法
	名稱			
$\Delta \ln HP_{it}$	房價指數成長率	-13.20 ***	-14.597 ***	Levin et. al(2002)
R_t	五大銀行購屋貸款利率	-5.745 ***	-6.157 ***	Dickey-Fuller 檢定
ΔY_t	實質 GDP 成長率	-10.955 ***	-10.620 ***	Dickey-Fuller 檢定
ΔSP_t	股價指數成長率	-6.760 ***	-6.803 ***	Dickey-Fuller 檢定

註：***代表在 10%、5%及 1%顯著水準下，調整後 t 分配拒絕虛無假設(H0:序列含單根)之臨界值。
資料來源：作者自行估計。

二、房價追蹤資料迴歸模型

根據上述之資料來源，本節參考 Kuttner and Shim (2016) 之實證模型，建立以下不同落後期之房價成長率動態追蹤模型進行分析：

$$\Delta \ln HP_{i,t} = \alpha_i^p + \sum_{j=1}^2 \rho_j^p \Delta \ln HP_{i,t-j} + \sum_{j=0}^1 \beta_j^R \Delta R_{t-j} + \sum_{j=0}^1 \beta_j^Y \Delta Y_{t-j} + \sum_{j=0}^1 \beta_j^{SP} \Delta SP_{t-j} \\ + \gamma_{TAX}^p TAX_{it} + \gamma_{LTV}^p LTV_{i,t-1} + \varepsilon_{it}$$

其中被解釋變數 $\Delta \ln HP_{it}$ 為各地區 i 於第 t 期之房價成長率， α_i^p 為為不隨時間改變之截距項，用以捕捉各地區異質性對房價成長之影響； ΔY_{t-j} 、 ΔSP_{t-1} 為前期之實質 GDP 與股價指數成長率，用以描述所得與財富效果對於房價變動的影響； TAX_{it} 、 LTV_{it} 分別代表各地區 i 第 t 期租稅與房貸成數管制的政策行動次數。為確保實證結果不受模型設定的不同而影響，本文進一步考慮不同外生變數的落後項，並比較實證結果的差異。最後，由於追蹤資料模型在不同截距項設定的假設下，區分為固定效果模型(fixed effect model)與隨機效果模型(random effect model)⁴，本文選用固定效果模型對房價成長率模型進行分析。

在動態追蹤資料模型的設定下，上述模型之解釋變數均涵蓋被解釋變數的落後項($\Delta \ln HP_{i,t-j}$)，使固定效果模型可能產生估計偏誤問題。此外，解釋變數與被解釋變數間亦可能出現內生性的疑慮。為解決上述估計式可能出現之潛在問題，本文採用 Arellano and Bond (1991)所提出之 GMM 方法，對上述實證模型進行一階差分除去固定效果的影响，並以解釋變數的落後項做為差分變數的估計變數，運用 Sargan test 確保採行之工具變數 IV_{it} 滿足正交條件

$$E[IV_{it} \Delta \varepsilon_{it}] = 0$$

以固定效果(FE)和 GMM 估計之不同落後項之實證結果整理於表 5，可以得到以下的發現：

(一) 租稅措施的政策行動為影響房價變動的關鍵因素。平均而言，每次租稅措施行動將導致房價成長變化約 1.61~1.97 個百分點，顯示租稅措施

⁴在固定效果假設下，截距項與被解釋變數之共變數不為 0，即 $COV(\alpha_i X_{it}) \neq 0$

行動能有效影響不動產市場。當政府採行寬鬆性租稅措施(如土地增值稅與遺贈稅調降)時，將顯著提升不動產的需求，帶動不動產市場的蓬勃發展。此一實證結果與 Riew(1987)與 Kuttner and Shim (2016)的理論結果一致，亦與 Geng(2018)針對先進經濟體的跨國實證發現相符：寬鬆性租稅措施能提高市場的財富效果，使不動產的價量顯著上漲(如圖 1-3 之 Tax1-3)；另一方面，當政府採行緊縮性租稅措施時(如房地合一稅、房屋稅)將顯著使房價成長幅度下跌，透過所得與財富效果降低市場上的不動產需求。因此根據本文之實證結果，租稅措施應是政府調控不動產市場價格的有效工具。

(二) LTV 管制與利率雖對不動產價格有負向關聯，惟受樣本期間與模型落後期設定的影響，導致政策效果並不顯著。此外，由於歷次 LTV 管制的影響對象與成數高低皆不相同，僅以政策行動次數概略描述央行選擇性信用管制措施，亦可能是無法有效評估選擇性信用管制對房價成長影響的另一個原因。另一方面，本文採用的利率資料為五大銀行購屋貸款利率，係假設各地區之購屋貸款利率均相同。然而，根據不動產資訊平台提供之各地區購置住宅貸款平均利率⁵可知，各地區之購屋貸款利率均不相同，區域的差異性可能是影響利率對房價成長率的檢定結果原因之一。

(三) 實質 GDP 與股價指數的成長率與不動產價格呈現穩健的正向關聯，不受模型設定的影響，顯示所得與財富效果確實是影響房價的主要因素之一。此一實證結果亦與租稅措施的顯著性的結果一致：因土地增值稅、遺贈稅、房屋稅與房地合一稅均能改變不動產交易的財富與所得，從所得效果的管道改變不動產市場的總合需求曲線，進而影響均衡價格的成長率。

⁵ 由於不動產資訊平台提供之購置住宅貸款平均利率的資料起始點為 2009 年，為求資料樣本期間之齊一性，本文未採用該資料作為本模型之解釋變數。

表 5 房價模型估計結果

變數	FE	GMM	FE	GMM
$\Delta \ln HP_{i,t-1}$	-0.253*** (0.0396)	-0.253*** (0.0408)	-0.318*** (0.0417)	-0.318*** (0.0420)
$\Delta \ln HP_{i,t-2}$			-0.0975** (0.0408)	-0.0975** (0.0410)
R_t	0.0905 (0.337)	0.0597 (0.352)	-1.026 (1.989)	-1.029 (2.001)
R_{t-1}			0.782 (1.764)	0.784 (1.776)
ΔY_t	0.103* (0.0582)	0.104* (0.0599)	0.182* (0.101)	0.182* (0.102)
ΔY_{t-1}			-0.0870 (0.0986)	-0.0870 (0.0992)
ΔSP_t	0.0994*** (0.0216)	0.0985*** (0.0223)	0.0586** (0.0257)	0.0586** (0.0259)
ΔSP_{t-1}			0.0544** (0.0258)	0.0544** (0.0259)
TAX_{it}	-1.615*** (0.550)	-1.627*** (0.567)	-1.968*** (0.566)	-1.961*** (0.570)
$LTV_{i,t-1}$	0.00499 (0.149)	-0.00248 (0.153)	-0.0142 (0.149)	-0.0139 (0.150)
Sargan test		0.762		0.508
樣本數	576	568	568	560

註：1. Sargan test 欄之數值為檢定後之 p 值。

2. *、**、***分別代表在 10%、5%及 1%顯著水準下拒絕虛無假設；括弧內為標準誤。

資料來源：作者自行估計。

伍、結論與建議

我國不動產價格自全球金融危機後呈現大幅上漲的趨勢，近年政府為健全不動產市場、遏阻短期投資炒作，積極推動不動產稅制改革與金融市場相關規範以遏止房價不合理上漲趨勢。為評估租稅措施與房貸管制政策之有效性，本文以追蹤資料之計量方法，評估利率與 2001 年以來總體審慎措施與利率對房價成長的影響。透過政策行動次數描述歷次不動產相關租

稅措施改革與選擇性信用管制，檢定租稅與信用管制措施對不動產價格成長率的影響效果。根據估計結果，本文主要結論及政策建議如下：

一、結論

(一) 根據本研究選取的樣本期間的初步實證結果，總體審慎措施(租稅與信用措施)中的租稅措施對不動產價格成長有顯著影響，而採行緊縮性的LTV 限制與利率則對房價成長並無顯著效果。不同於新加坡與香港所採行的印花稅，本文評估之租稅措施主要聚焦於土地增值稅、遺贈稅、奢侈稅、房屋稅與房地合一稅，租稅概念上除奢侈稅外均屬於直接稅，在無法轉嫁的特性下具有重分配的功能。當上述租稅措施發生改變時，將透過所得與財富效果的管道影響不動產市場的需求，進而影響不動產均衡價格的成長率，得到與 Kuttner and Shim(2016)理論模型一致的結論。

(二) 在信用市場方面，受到樣本期間選擇與政策行動次數可能無法反映信用措施實施強度等因素，本實證結果初步發現利率與選擇性信用管制對房價成長並無顯著影響，有待未來精進研究方法或資料進行進一步評估。

二、建議

(一) 從國際經驗來看，新加坡長年以印花稅與房貸成數管制抑制房價不合理之上揚，具有相當顯著的成效，而本研究亦發現我國自 2001 年以來採行之租稅措施對不動產市場亦有顯著的效果。因此，從稅制層面著手改革，應是政府調控房價至合理水準的主要對策，在核實課徵及租稅公平的原則下，以租稅措施調節不動產價格的波動，有效杜絕投機人士短期頻繁買賣與炒作房價，導正資源分配，實現居住正義。

(二) 本文針對總體審慎與租稅措施對我國不動產市場與房貸市場之研究，仍有諸多精進之處值得未來進一步分析。首先，受限於資料的完整性，本文並未針對中央銀行選擇信用管制的內容建立更詳細的政策行動

指標，以致在評估期效果上容易受模型設定的影響。此外，本研究未明確考量不動產市場的供給面在樣本期間的變化。最後，本研究所採用的房價資料為信義房價指數，其樣本主要為中古屋物件且各地區之房屋成交資料均已經過加權計算，以致樣本數略嫌不足，且加權後無法評估各地區成交房價的詳細組成。基於不動產物件的異質性，未來或可運用內政部不動產實價登錄資料作為房價與交易量之資料來源，並配合聯徵中心的信用資料，進一步評估租稅與信用管制對不動產市場的影響。

參考文獻

- 王泓仁、陳南光、林姿妤(2017)，「房貸成數(LTV)對台灣房地產價格與授信之影響」，《中央銀行季刊》，第 39 卷第 3 期，頁 5–40。
- 陳柏如(2018)，「總體審慎政策工具與臺灣房價的關係-特定目標信用工具與房市相關租稅工具的影響」，《經濟研究》，第 54 卷第 2 期，頁 287–330。
- 彭建文、吳森田、吳祥華(2007)，「不動產有效稅率對房價影響分析—以台北市大同區與內湖區為例」，《台灣土地研究》，第 10 卷第 2 期，頁 49-66。
- Alter A., J. Eiseman, R. G. Gelos, H. Kang, M. Narita, E. Nier and N. Wang (2019), "Digging Deeper—Evidence on the Effects of Macroprudential Policies from a New Database." *IMF Working Papers*, WP/19/66.
- Arellano, M. and S. Bond(1991),"Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations." *Review of Economic Studies*, 58, pp. 277–297.

- Geng, N.(2018),”Fundamental Drivers of House Prices in Advanced Economies.” *IMF Working Papers*, WP/18/164.
- Himmelberg, C., C. Mayer and T. Sinai (2005), ”Assessing high house prices: Bubbles, fundamentals and misperceptions.” *Journal of Economic Perspectives*, 19, pp.67–92.
- Kuttner, K.N. and I. Shim(2016), “Can non-interest rate policies stabilize housing markets? Evidence from a panel of 57 economies.” *Journal of Financial Stability*, 26, pp.31–44.
- Lambertini, L.,C. Mendicino, M.T. Punzi (2013), “Leaning against boom-bust cycles in credit and housing prices.” *Journal of Economic Dynamics and Control*, 37, pp.1500–1522.
- Levin, A., C.F. Lin, James C.S. Chu(2002),”Unit root tests in panel data: asymptotic and finite-sample properties.” *Journal of Econometrics*, 108, pp.1–24.
- Riew, J. (1987),”Property taxation in taiwan: Merits, issues, and options.” *Industry of Free China*, 68, pp.7–28
- Sommer, K., P. Sullivan (2018), “Implications of U.S tax policy for house prices, rents, and home-ownership.” *American Economic Review*, 108, pp.241–74.
- Wong, N.S., Lim, A., S.L. Wong(2015). “Using Macroprudential Tools to Address Systemic Risks in the Property Sector in Singapore.” *SEACEN Financial Stability Journal* ,4, pp.27–41.
- Zhang, L. and E. Zoli(2014), “Leaning against the Wind: Macroprudential

Policy in Asia,” *IMF Working Papers*, WP/14/22.