

美國房產泡沫與台灣房市比較

陳同學·廖同學·劉同學

2012.04

台灣的房地產價值持續上漲,從2003年第1季一直到2011年第4季之間,房價指數成長率為39.19%,遠高於CPI的成長率11.5%,可見房價的成長已非一般。而美國在2006年房地產崩盤以前,也曾經歷過房價高漲的階段,後來這個泡沫破滅後,加上一連串次貸、結構債的問題,引發了2008年的金融海嘯。然而台灣的房地產在此之後依然節節上漲,沒有受到明顯的影響。在本文中,我們將探討美國房市泡沫的成因與破滅,對照台灣目前的現況,試圖解釋台灣房地產上升的原因、與利率政策的關係,以及這是否有可能形成泡沫而在未來破滅。

1 美國房市泡沫的成因與破滅

美國房地產市場泡沫的破滅,引發一連串的骨牌效應,進而造成了2008年席捲全球的金融海嘯,可見資產價格泡沫化對經濟發展影響之深。房價下跌將使家庭財富減少、金融機構資產品質下降,進而影響總體經濟發展,而最後又反過來使房地產價格的更進一步下跌...造成美國房市泡沫化的因素眾說紛紜,茲分析本組認為最主要的原因如下:

1.1 Fed 寬鬆貨幣政策間接促使房貸市場過度膨脹

從圖1可以看出, Fed 在2002-2004年間多次調降利率,¹房貸市場借貸利率也跟著下降, 借款人能夠以較低的利率借到資金, 而金融機構為了貸放多餘的資金而放寬授信的標準, 讓借貸市場更加膨脹, 房價持續上漲。當政府希望減少通貨膨脹的疑慮, 而採取緊縮的貨幣政策時, 房貸的利率應聲上漲, 使原本低利率水準下能夠負擔的投資人償債能力降低, 倒帳風險提高; 而房產投機客也因房貸利率上升, 投資成本提高, 倒帳比率大幅提升, 使銀行手中持有的房屋抵押品增加。

¹為因應2000-2001年爆發的 Dot com bubble, 採取寬鬆的貨幣政策。

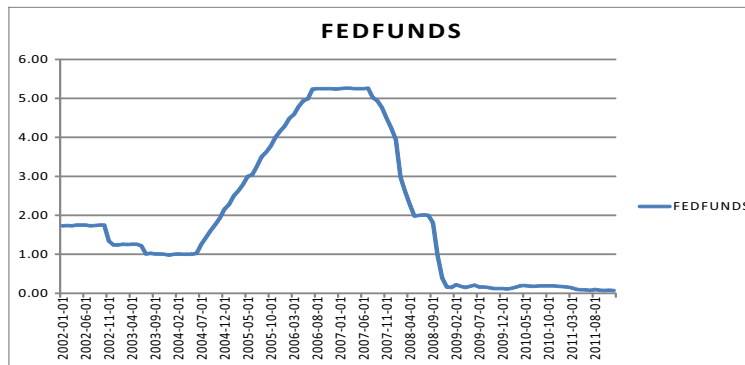


Figure 1: Fed funds rate

又利率上漲前,房市榮景已經使建商擴大房屋的建設,再加上銀行拍賣持有的抵押品,造成了房地產市場的超額供給,使房地產價值開始下跌。而當房屋價值的下跌時,銀行要求更多的抵押品或者更高的利率,因此以房屋做為抵押品進行的借貸行為更加不容易,造成更多的倒帳行為,如此惡性循環,終致房屋價值跌落至谷底,至今未見轉好。

1.2 金融監理漏洞

陳姿先 (2010) 在「美國房地產市場問題暨政府因應對策對我國之啟示」一文中提到:美國房貸仲介商 (mortgage brokers) 未受到聯準會、通貨管理局、聯邦存款保險公司及儲貸機構管理局等,四個政府機關的管轄及監理,因為這樣的監理漏洞,所以仲介商在承辦次級貸款時,未以貸款的穩健性作為考量的首要原則。又其在房貸簽約後,便轉手將貸款轉賣給金融機構,完全不需承受貸款的品質所帶來的風險,因此他們只追求貸款的量而非貸款的質。而這導致房貸詐欺、信用過度擴張及核貸標準寬鬆...等問題,而這些問題在房貸市場不斷的擴張,進而成為房價泡沫化的推手,也是後來引發次貸危機的主因。

1.3 政府政策

2004年以後次級房貸市場呈現爆炸性成長,是因為政府勒令房地美和房利美購買大批的次級房貸證券化商品,以擴大購屋融資,使金融機構貸放業務遭到扭曲。² 陳姿先 (2010)在「美國房地產市場問題暨政府因應對策對我國之啟示」一文中也提到,政府規定受 CRA 法案規範的金融機構,必須有12%的貸款是貸給最低階層收入的家庭,且放款比率須逐年增加,至2008年必須佔放款比率的

²資料來源:<http://www.tier.org.tw/comment/tiermon200901.asp>。

28%，因此，房地美及房利美及其他金融機構持續不斷地降低標準，以達到政府的要求。此舉造成房屋貸款流於浮濫、借貸市場過度放款，房價因此而擡升。而低估債權人的倒帳風險，也是泡沫破滅後進一步影響經濟體的主因。

2 台灣房地產價值上升的原因

自2002年以來，台灣的房價持續高漲，雖然在2008年後微幅受到金融海嘯的影響，仍不改其一路上升的趨勢。台灣房地產價值高漲的原因眾多，包含海外資金大量流入亞洲市場、投機客及房仲業者的炒作...等。而在房價持續高漲的這段期間，本組發現央行的利率也都維持在一個相對較低的水準。因此我們認為央行的利率政策對於房價的影響甚大，特別提出加以討論。

央行在房價上漲的這段期間一直採取低利率政策，雖然過程中有升息，但變化幅度並不大，整體而言仍然維持在較低的水準（如圖2），甚至在2008年金融海嘯以後，為了刺激景氣，將利率降到0.01%上下。Ho (2010) 指出，2003年以來的低利率助長了人們的購屋貸款值。如同1.1節的論述，低利率就相當於使貸款人借貸的成本降低，所以會提高人們借貸買房子的誘因，當房子的需求增加了，房地產價格也就應聲上漲了。

3 美國房價與台灣房價走勢之異同與利率關係

比較導致台灣與美國房地產價值上漲的因素中，我們發現，央行的利率政策是兩國之共同點。Fed於2004年開始逐漸升息後，至2006年7月達到近十年來的最高點，大約5.25%，此利率水準約維持了一年，而美國房價也在2006年達到最高點後，開始下滑。房價下滑後發生了次貸風暴，雖然為了因應次貸風暴，Fed在2008年底又將利率調降，但次貸風暴導致美國整體經濟衰退、失業率上升，向銀行貸款的條件變得嚴苛，造成信貸緊縮，在這樣的經濟條件下，對房地產的需求自然減少，如此一來又使得房價繼續下跌。因此，縱使利率下降，房價並沒有再次上升。

反觀台灣，自2002年起，利率都維持在大約1%-2%，甚至2008年美國次貸風暴發生後，還一口氣將其降至低於1%，到目前為止也都維持在不到1%的低水準。但是台灣並沒有遭受到像美國一樣嚴重的危機，所以房價不但沒有下跌，仍然持續向上攀升。因此我們認為，維持低的利率政策是引起房價不斷上漲的關鍵，而台灣近十年來的低利率，正是引起高房價主要因素。

4 結論

造成美國房地產市場泡沫化與破滅的原因主要歸結有三項:

1. Fed 寬鬆貨幣政策間接促使房貸市場過度膨脹
2. 金融監理漏洞
3. 政府政策

而台灣房地產價格持續高漲的原因眾多, 主要有海外資金大量流入亞洲市場、投機客及房仲業者的炒作, 以及央行的利率政策等。雖然台灣市場和美國市場有許多相異之處, 但對照兩地房市價格趨勢, 可以發現中央銀行 (貨幣機構) 的利率政策皆是導致房價漲幅高於正常水準的主要原因。美國房市在 2008 泡沫化破滅後從此一蹶不振, 房價目前還是處於低迷的狀態; 反觀台灣房市, 房價還是節節高升, 受金融危機影響不大。

關於台灣房地產價格是否泡沫化爭議頗多, 但根據研究顯示, 台灣房價漲幅遠超過 CPI 成長率, 表示房價成長率的確高於其應有的水準, 其在未來是否有下跌的可能無法得知, 唯一能夠確定的是, 中央銀行的低利率政策, 確實使得房地產市場的交易更加熱絡, 房價也因這熱絡的交易而上升。

參考文獻

陳姿先 (2010), “美國房地產市場問題暨政府因應對策對我國之啟示”, 《國際金融參考資料》, 60, 38-94。

Ho, Dong-Ching (2010), “Asset price bubbles and challenges to taiwan’s central bank”, 267-289.