

張金鶚專欄

政治大學地政系特聘教授

## 自住投資需求變化對房價的影響

最近總體經濟不如預期，家戶所得並未成長，少子化導致未來人口將持續下降，住宅居住需求應該會逐漸減少，在自有率已高的情況下，長期房市的成長似乎並不樂觀。然而因為當前的貨幣供給額仍然過多，銀行游資充斥，加上利率長期一直處在相對低點，在國內除房市與股市外，其他投資包括衍生性金融商品或創投研發等高風險高報酬產品，一般人較不熟悉。尤其財富能力較佳多是長一輩的家庭，其投資觀念保守，仍多認為「有土斯有財」，加上國內房地產的持有成本很低，因此國人多偏愛房地產投資。

因此，雖然國內住宅的居住需求逐漸減少，但其投資需求卻仍有相當潛力。面對長期住宅居住與投資需求變化，這對房價會產生何種影響？當前的低持有成本與低利率可能產生

過度的投資需求，是否也會增加房市風險？而政府財金單位面對此游資充斥，風險可能增加的情況下，有何因應建議？

### 高房價非長期穩定

由於房價有長期趨勢與短期大幅變動的情況，這跟房市有自住與投資兩種需求有關，因為這兩種需求對房價的影響會不同，自住需求對房市影響在基本面，對房價影響是長期且穩定的趨勢；而投資需求對房價影響會快速，造成短期非線性的大幅變動。

陳明吉、楊智元、謝博明等三位教授和我在2012年於國際學術期刊《Journal of Real Estate Research》(SSCI)發表《住宅投資需求與房價之關聯分析》。我們將影響房價的需求分成兩類，分別是居住需求以及投資需求，其

中居住需求透過一般常用的總體變數，如所得、家戶數等來解釋，而投資需求則藉由貨幣供給變動率、股票市場報酬率等變數來捕捉。

檢視台灣過去房價上漲，游資多寡一直被認為是房市投資需求的重要因素，而背後經濟成長與外來資金則是影響游資多寡的力量。基於這些理論，我們採用門檻迴歸模型，此計量方法可以讓我們區分自住（房價長期穩定的趨勢）與投資（房價快速變動）兩種狀態，測試我們上述的理論是否在實證上受到支持，同時找尋何種因素會引發房價變動狀態的改變，進而分析房價在這兩種不同狀態下，各是受到那些關鍵因素的影響。

我們以台灣過去近35年（1975年Q1-2009年Q4）的長期季資料進行實證研究。實證結果顯示貨幣供給每一季增加超過5.85%（年增23.4%）時，就會引發房價快速上漲。研究結果也顯示，在居住需求狀態，其所得與住宅使用成本兩變數是主要影響因素；但在投資需求狀態，除貨幣供給外，股價與通貨膨脹率則是顯著影響因素。

房價長期上漲的動能是經濟成長與居住需

求所累積的結果，然而國內近期經濟成長動能有限，居住需求能力也不足，但房價卻持續快速成長，顯然受到短期投資需求所帶動，而此短期投資現象乃是受到游資充斥及低利率水準所導致，目前此高房價水準並非屬於長期穩定狀態。換言之，過度的依賴短期住宅投資支撐房價的上漲，未來長期房價下跌變動的風險將逐漸提高，政府主管機關、金融單位及社會大眾不可不慎！

### 不能過度放貸房市

目前世界主要國家房價的上漲多都跟貨幣寬鬆與資金過多有關，台灣房市也被證實是同樣情況。為使房市穩定發展，房價漲跌不會劇烈變動，政府應關注市場游資狀況，除注意國際資金流動，也要特別監控金融體系不能過度放貸於房市。雖然貨幣寬鬆是全球的現象，台灣難以避免受到資金國際流動的衝擊，但為使房市穩定，建議政府應採用選擇性信用管制，抑制房市與土地的投機與多戶非自用及豪宅的投資行為，將過多的游資移轉到生產事業與創新研究發展上，才能讓台灣經濟正常穩定成長。