

## 第五章、結論

本篇論文以 80 年代末期到 90 年代初期的英美德日為例，探討在不同金融體制之下，房地產泡沫對實質 GDP 的影響過程和結果上會有什麼樣的差異。一開始我們先闡述房地產泡沫影響實質 GDP 的過程。可以簡單分成兩個途徑，第一個途徑是透過信用緊縮造成國內民間投資減少，進而影響 GDP 的信用緊縮路徑。首先房地產泡沫會造成銀行壞帳增加、風險上升以及獲利遭侵蝕。於是銀行開始緊縮信用，信用緊縮的結果會使得企業融資困難度上升，衝擊到民間投資，進而導致實質 GDP 成長減緩，甚至衰退。第二個途徑則是透過財富效果造成國內民間消費減少進而影響 GDP 的財富效果。一開始房地產泡沫會產生經濟衰退疑慮，造成股市下跌；房市和股市的下挫經由財富效果會衝擊到民間消費支出，最後實質 GDP 成長也會受到影響。

探討完房地產泡沫對實質 GDP 的影響過程，我們開始比較兩種不同金融體制下的國家它們之間的異同，以便研究房地產泡沫對兩者的影響差異。依照 Demirguc-Kunt and Levine(1999)的定義，英美屬於以市場為主的國家，日德屬於以銀行為主的國家。我們發現英美和德日他們在某些經濟特徵值的表現有顯著的差異，而且這些差異和房地產泡沫的影響過程有關。就代表間接金融相對於直接金融的效率水準指標來看<sup>14</sup>，日德比英美高；所以我們推測房地產泡沫對日德的銀行衝擊相對較小，因此信用緊縮的程度會比較小；但是就代表間接金融相對於直接金融的規模和活躍程度的指標來看，日德皆比英美高，代表日德相對於英美更依賴間接融資，所以銀行信用緊縮對國內民間投資的衝擊，則是以銀行為主的日德比較大。再來就財富效果的路徑而言，由於英美的股市市值/GDP 比日德來的大，所以股市產生的財富效果可能英美會來的比較大。

---

<sup>14</sup>效率指標(一)的公式為股票成交值×銀行的營業成本比例(overhead costs)/GDP，效率指標(二)的公式為股票成交值×利差(interest margin)/GDP。

最後我們用遞迴迴歸模型對信用緊縮路徑和財富效果路徑進行檢定。就信用緊縮路徑的檢定結果來看，房地產泡沫對英美和日德 GDP 的影響兩者並無顯著差異，但是影響過程卻略有不同；房地產泡沫對信用的衝擊以市場為的英美比較大；至於信用緊縮對國內民間投資的影響，則是以銀行為主的日德比較大，這樣的檢定結果跟我們原本用經濟邏輯推理的論述相符。就財富效果路徑的檢定結果來看，房地產泡沫對英美和日德 GDP 的影響兩者也沒有顯著差異；而且股市所造成的財富效果，英美和德日並沒有顯著差異，跟我們原本認為因為英美股市的規模和活躍程度較大，所以股市的財富效果也應該較大的論述不符合。

由於樣本數和取樣時間的限制，本論文研究對象是以 80 年代末期到 90 年代初期的英美德日為例；嘗試比較房地產泡沫對兩組不同金融體系國家的影響過程，因此研究結論不一定能適用其他所有國家。