

## 第二章、房地產泡沫化對實質部門的影響

在開始探討房地產泡沫對實質部門的影響前，我們先定義何謂房地產泡沫化。所謂房地產泡沫指的是房地產價格嚴重偏離其實際供需所支持的理論價格，隨後因為某些事件發生價格遽跌的現象。本篇論文主要探討的是1980年代末期到1990年代初期這段期間的泡沫，主要原因是許多文獻在討論泡沫的時候都會談到這段期間。首先，Case and Shiller(2003) 提到這段期間很多城市發生房地產泡沫，而且這段期間也廣泛被採用作為房地產泡沫發生過程的例子和模型；除此之外，Case and Shiller(2003)也發現當時出現一個異常的現象。正常來說，房屋價格會和個人所得呈現一個穩定的比例關係，原因是房屋價格和個人所得水準息息相關；但是當時卻出現房屋價格相對於個人所得(per capita personal income)的比例先是快速上升，然後於1990年代初期快速下跌的現象，表示房屋價格在當時已經無法由基本面作解釋。

此外，Allen和Gale(1998) 以及Renaud(1997)則提到OECD大部分的國家在1980s~1990s這段期間不管在房價和股價上都有泡沫的存在，他們也觀察到當時房價相對於GNP的比例由原本穩定的狀態出現暴升的現象。Herring 和 Wachter (1999)更是分別探討這段期間許多城市發生泡沫的背景<sup>2</sup>。我們可以從房價指數的趨勢圖觀察到房地產在當時有發生泡沫的現象；附圖一是英美日德的房價指數趨勢圖，我們特別將1988~1993這段期間用線標記起來，可以發現英美德日在這段期間房價皆出現不小的跌勢；接下來的分析包括迴歸所使用的資料，我們也將會以1980年代末期到1990年代初期這段期間的資料為主。

本章先說明房地產泡沫是如何影響 GDP 的整個流程。一開始我們會先探討房地產泡沫發生的成因，接著細部探討房地產的泡沫如何透過信用緊縮來影響 GDP，最後則討論財富效果影響 GDP 的路徑。

---

<sup>2</sup> Herring 和 Wachter (1999)觀察到當時的租金出現暴升然後又暴跌的現象

## 第一節 房地產表現如何影響整體經濟

究竟房地產的表現是如何影響整體經濟的呢？為何一旦發生房地產泡沫一國的景氣也會受到衝擊呢？簡略地說，房地產泡沫透過兩個途徑影響經濟的景氣，一個是信用緊縮途徑，另一個則是財富效果途徑。我們可以用下面的流程圖來說明這兩個途徑：

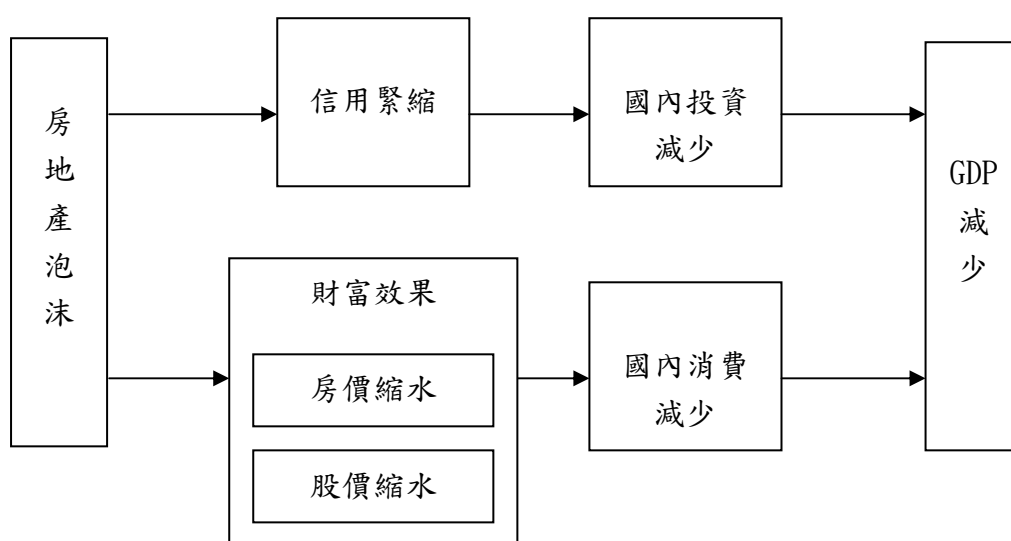


圖 1：房地產泡沫對實質部門的影響路徑

由圖 1 可知，信用緊縮路徑和財富效果路徑都會對 GDP 造成一定的衝擊。就信用緊縮路徑來說，房地產泡沫會造成銀行的擔保品價值縮水，也會提高房貸市場違約的機率，而使得銀行緊縮房貸的承作和信用之擴張。另一方面，銀行也會因為房地產的不景氣而受到傷害，因此其他非房貸的信用也會產生緊縮，進而影響到企業透過銀行籌措資金的能力，提高企業的資金成本，結果民間投資支出減少，總需求減少，GDP 受到衝擊。

就財富效果路徑來說，房地產一旦出現泡沫，房價自然就會下跌；再加上對大部分的人來說，房地產佔個人總財產的比例通常非常大，所以房地產所引發的

財富效果相較於其他資產(如股票)會更加明顯，進而削減民間消費支出。此外，房地產泡沫通常都會引發經濟衰退的疑慮，至少在短期上會形成投資人的恐慌和影響投資人的信心，進而造成股市下跌；股票價值一旦縮水也會透過財富效果影響民間消費支出，民間消費支出因為財富效果減少之後，自然也會使總需求減少，最後使得 GDP 也受到衝擊。

## 第二節 房地產泡沫發生的原因

所謂的泡沫，一般來說指的就是資產價格嚴重偏離其基本面所能支持的水準，此時資產價格崩盤的機率會變得非常高，因為它有很大部分的溢價單純由投機需求或者我們稱假性需求所推升；相對於實質需求(真正想住進去的)，這種假性需求很容易就抽離，一旦泡沫破掉(burst)，這一類的需求會像骨牌效應一樣很迅速的一個接著一個消失，使得資產價格在很短的時間回歸其基本面(實質需求)支撐下所應有的水準。這下跌的過程也使得財富發生了不合理重分配，少部分較早賣出者或者在泡沫破掉前先賣出者得利，大部分晚賣者或者那些實質需求者則發生嚴重的虧損，此外如果銀行因此很產生鉅額的呆帳(房貸)，則將金融危機發生的可能性大幅上升。

文獻上關於房地產泡沫發生原因的討論很多，例如 Herring 和 Wachter (1999) 和 Case 和 Shiller(1998)等文獻皆有提到，扼要列舉如下：

### (1) 強勁實質需求推升房價

房價一開始的上漲通常是因為基本面強勁或者實質需求所帶動，等到漲勢維持一段時間，投機客和房貸業者(銀行)才會跟進來進一步推升房價；簡單的說，強勁的實質需求是造成房地產泡沫的必要條件。

## (2) 投機客的參與

如果房價基本面強勁，很多投機客會藉機投入大量資金進行炒作，原因是基本面越強勁則炒作的成功性越高；也因此漲勢到了後半段幾乎是由投機性需求或我們所稱的假性需求所推升，使得價格很容易因為炒作嚴重偏離其理論價格，即基本面所能支撐的價格。等到漲了一大段之後，投機客基於獲利了結的考慮，開始出脫手中的房地產。如果這賣壓夠大，很容易引起一連串的獲利和停損賣盤，再搭配一些利空事件(例如:中央銀行升息)，便會使得房地產泡沫被刺破的機率大幅上升。

## (3) 銀行房貸信用的擴張

房價推升的主要因素除了實質買盤和投機需求之外，還有一個重要因素就是銀行房貸信用的擴張。基本上房價的上漲和房貸信用的擴張是相輔相成的，房價上漲會提高銀行房貸抵押品的價值，也會降低房貸的債務人違約的機率，而使得銀行願意承做更多的房貸業務，造成房貸信用的持續擴張；此舉將使投資人或住戶更容易取得房貸，無形中提高了房地產的需求。

## (4) 銀行高階管理者的眼光短淺心理

由於房地產泡沫發生的頻率和機率非常低，此時管理者通常都會很自然產生一種心理，『應該不會那麼倒楣在我任內發生房地產泡沫吧』；再加上房貸業務是有擔保品的放款，金額又大，房貸對銀行而言是個風險相對低，而且能夠創造相當的收入。基於這個理由，管理者會刻意忽略泡沫發生前的徵兆，低估發生房地產泡沫的機率，導致無法適時的降低房地產的信用擴張，為房地產泡沫踩煞車；也就是即使房地產價格已經偏離其應該有的價格，銀行也會忽視而繼續擴大其房

貸業務和信用，使得房地產價格很難回歸其理論價格。

### 第三節 銀行信用緊縮造成投資減少

如果發生房地產泡沫，第一個影響 GDP 的路徑就是透過銀行信用的緊縮。細一點來談的話我們可以分成兩個部份，第一部分是我們比較熟悉的銀行端，第二部份則是企業端；就前者而言，可以用以下的流程圖介紹：

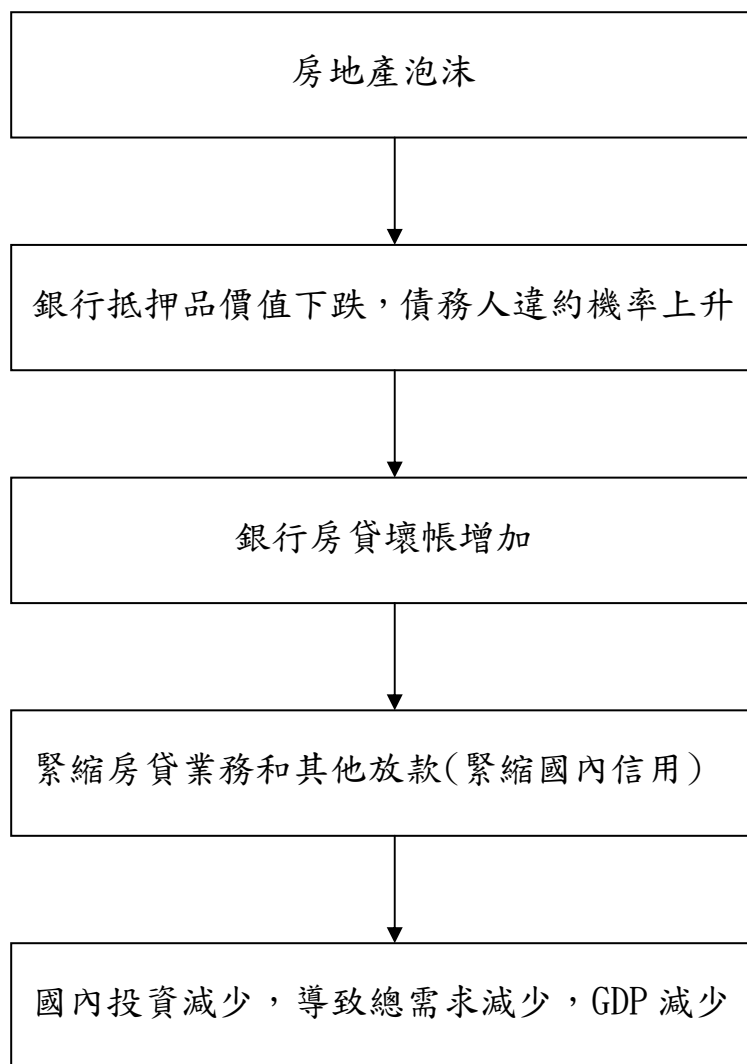


圖 2：房地產泡沫透過信用緊縮影響實質部門的過程(銀行端)

Herring 和 Wachter (1999)認為，房地產如果發生泡沫，房價急速下跌，對跟銀行借款的房貸客戶就會有道德風險的問題。原因是如果抵押品的價值遠低於借款金額，那麼那些借款人會傾向於不還錢，因為沒有人會願意還比較多的錢來贖回價值比較低的房屋；如此一來違約機率就會上升很多，銀行在房貸的壞帳金額也會跟著增加。除此之外，由於抵押品的價值遠低於當初承作房貸時的水平，即使銀行拍賣，所能賣的價格也很差，使得銀行承受非常大的損失。於是，銀行開始緊縮房貸業務，銀行獲利受到侵蝕甚至虧損；基於風險考量也開始緊縮其他的放款。因此國內信用開始發生緊縮，影響國內企業的籌資，使得國內民間投資減少，總需求減少，均衡 GDP 自然也會跟著減少。

討論完銀行端的部分，再來我們來看企業端的部份，Ogawa(2003)認為關於企業端的途徑，可以用以下的流程圖表示：

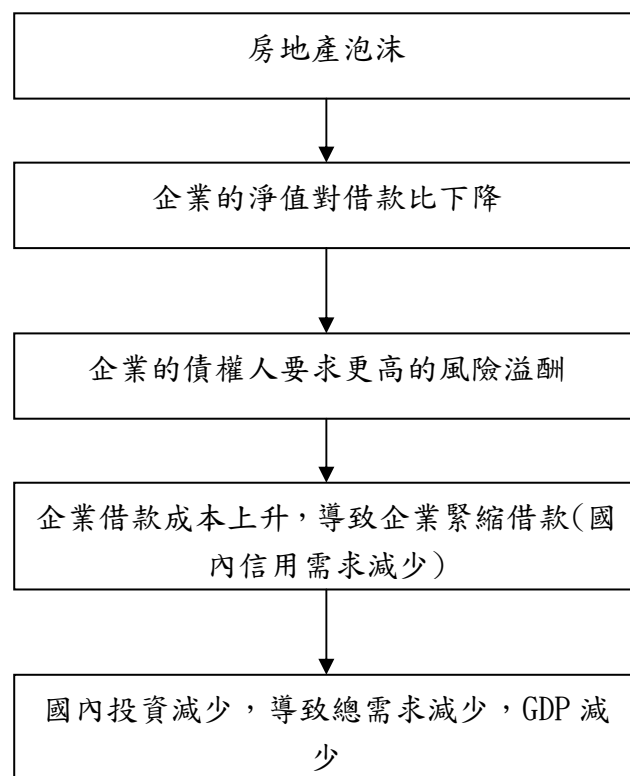


圖 3：房地產泡沫透過信用緊縮影響實質部門的過程(企業端)

房地產泡沫會使得企業擁有的不動產價值下跌，導致企業的淨值下降，淨值對借款比也會跟著下降。如此一來企業的借款能力及借款成本就受到影響；企業的債權人為了保護自己，會要求更高的風險溢酬。由於企業的資金成本提高，企業開始減少借款，國內信用的需求因而開始減少，企業投資也開始減少，導致均衡 GDP 下降。

以上就是房地產泡沫如何造成信用緊縮，最後導致 GDP 減少的過程。我們也可以從一些實際的經濟數據看到這些現象；附圖二是英美德日的國內信用佔 GDP 的比率走勢圖，我們發現在房地產發生泡沫的期間(1988~1993)，此比例相對於發生泡沫前，有漲勢趨緩甚至下滑的現象；附圖三則是英美德日的實質國內民間投資成長率的走勢圖，我們也發現在房地產發生泡沫的期間(我們取 1988~1993)，實質國內民間投資成長率皆呈現下滑的現象。最後附圖四則是英美德日的實質 GDP 成長率的走勢圖，同樣的，在房地產泡沫期間，走勢皆呈現下跌的趨勢。

解釋完信用緊縮這個途徑之後，接下來我們在下一節探討房地產泡沫是如何引起財富效果並且影響 GDP 的細部流程。

#### 第四節 財富效果造成民間消費減少

房地產泡沫除了透過信用緊縮來影響GDP外，另外一個重要的途徑便是財富效果。Baker (2002)和Carroll (2004)皆提到房地產泡沫所產生的財富效果對消費支出會有顯著的影響，關於財富效果我們可以簡單的用以下的流程圖來闡述：

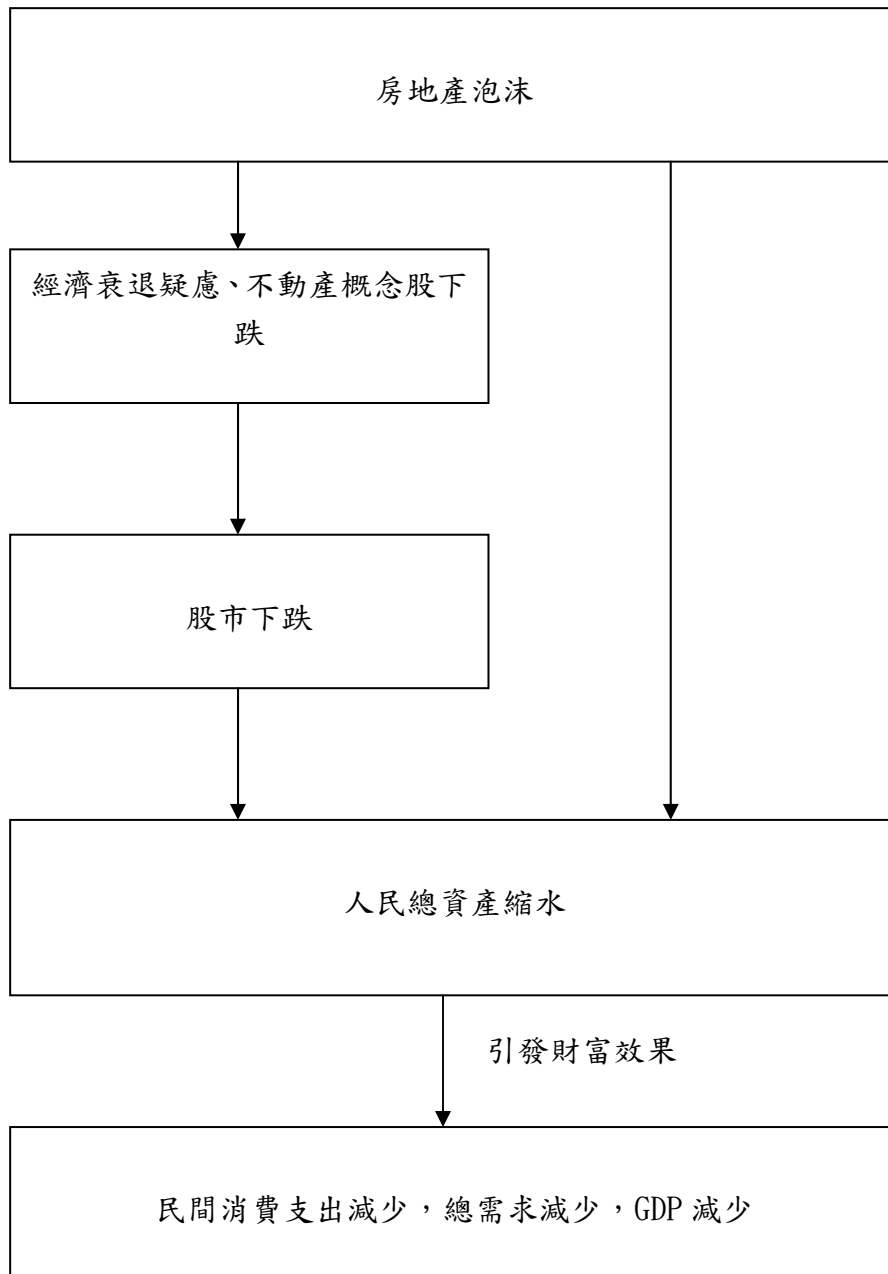


圖 4：房地產泡沫透過財富效果影響實質部門的過程



一旦發生房地產泡沫，除了銀行之外，最直接受到影響的就是擁有房地產的大眾。因為不管你是社會金字塔的哪個階層，大富豪、中產階級或者一般市井小老百姓，基於最基本的生活需要一住，每個人的財產絕對和房地產價值脫不了關係，牽涉層面非常廣，涉及到社會的每個階層。此外對大多數的人而言，買房子通常都需要辦理房貸才有辦法買得起，很難一次就付清，所以很多屋主其實都背負著龐大的房屋貸款。即使房貸已經繳清，房地產占個人總財產的比率通常都非常高，因此財富效果的效力人們的感受會更加的明顯。如果房價下跌，人們原本能藉由抵押房屋所獲得的借款額度開始急遽下降，於是人民預期自己的可支配所得下降。另一方面，理性的人們會經由歷史的經驗和教訓，預期未來經濟可能會出現衰退，於是開始縮衣節食，以提早為未來可能的經濟衰退作準備。這些都是房地產泡沫所直接產生的財富效果。Carroll (2004)對於房地產泡沫所產生的財富效果作了一些量化的分析，研究發現民間消費支出的變動量相對於房地產價值變動量的比值<sup>3</sup>非常大(0.04~0.1)，且隨著時間間隔呈現遞增的現象。除了直接效果之外，房地產泡沫也可以透過影響股市來發揮間接的財富效果。Quan and Titman (1999)的研究指出房價和股市表現為顯著的正向關係。最主要的原因是因為房地產泡沫會使人們預期未來經濟可能衰退，於是開始拋售股票，進而影響股市的表現。像最近發生的次級房貸風暴，導致美股向下修正了一段時間便是最好的例子。股市一旦發生下跌甚至暴跌，手上持有股票的人其股票價值也會跟著縮水，個人總財產的價值也因此下滑，於是財富效果再度發揮。當然其深度和廣度沒有像房地產泡沫這麼高(Case, Quigley and Shiller(2001))，但二者皆會使民間消費支出減少，導致總需求減少，最後使得均衡GDP也減少。

---

<sup>3</sup> 即民間消費支出對房地產價值的微分