

第六章 結論與政策意涵

第一節 結論

2006年7月，面對居高不下的房價，大陸政府一反以往鼓勵外商投資大陸房地產的態度，開始以實際行動限制外資進入大陸房市。市場上一時間造成極大震撼，學術上各方學者對此問題亦爭論不休，到底外資是大陸房地產價格居高不下的罪魁禍首，還是宏觀調控政策下的代罪羔羊，為了清楚了解FDI對大陸房地產價格到底造成何種影響，本文主要研究目的有以下兩點：一為探討FDI金額的變動對於房地產價格波動是否造成影響，二為研究影響中國大陸房地產價格波動的總體經濟因素為何。

本文選定以上海市為研究目標，利用2003至2007年的房價指數月資料，並加上其他總體經濟變數，透過共整合ARDL模型進行估計，期望對影響房地產價格的各項經濟因素，不管在長期或短期關係上都能有更深入的了解。就長期關係而言，實證結果顯示FDI的增加確實造成房價的上漲；物價指數的上升亦是房價上漲的推手；人均收入增加亦能小幅度推升房價；匯率方面美元貶值使得上海房地產價格上升，也就是說，人民幣強力升值帶動了上海房價的竄升；而令人較為意外的是，利率上漲，房價卻不跌反漲，顯示房地產在上海仍是新興產業，房價上漲的力道相當強勁，利率上升並無法抑制房價，反而加速了房價的飆升；最後股市上漲將使房價微幅下跌。就程度而言，影響房價最劇的因素依序為匯率與利率，其次為物價，再其次才是FDI，而股價和收入對房價的影響則排在最後；就方向而言，除了股價與房價呈現反向關係之外，其餘如FDI、物價、收入、匯率、利率皆與房價呈現正向關係。

另一方面就短期關係而言，影響上海房價的主要因素之一其實就是房價本

身，表示先前的房價對房屋購買者而言是重要的參考訊息，前一期的房價將帶動當期的房市行情。其次，FDI 與房價的關係仍然是正向的，顯示外商直接投資的增加，短期內將刺激房地產的需求。再其次，不論長期或短期，利率上升均促使房價上漲，可見中國政府欲透過調升利率達到抑制房價的目標無非緣木求魚，失去了利率這個調控工具，其抑制房價的政策更顯得捉襟見肘。接著，短期收入增加亦會促使房價上升，其隱含的意義為，國民所得的增加反映了上海經濟的成長，顯示上海房價成長的動力，部份來自於本身經濟的高速發展。然後，較為特別的發現是，整體而言短期物價對房價沒有顯著影響，但就個別月份而言，物價與房價的長、短期關係卻發生背離，長期而言，物價上漲將使房價上升，然而在短期關係中，落後兩期的物價指數與房價指數呈現反向關係，顯示短期物價上漲反而使得房價下跌。最後，2006 年 7 月以來所實施的「限外令」政策，並沒有如預期般達到抑制房價的效果，表示其政策能有相當多的改進空間；而短期匯率波動對房價的影響相互抵銷，因此加總後的效果為零；短期股價則對房價沒有顯著影響。

根據本研究分析結果，顯示 FDI 確實影響上海市的房地產價格，FDI 的增加將使得未來房價上升，然而其影響程度卻不若匯率與利率般巨大，因此外資並非上海房價飆漲的罪魁禍首，亦不是宏觀調控政策下的代罪羔羊，中國大陸拿外資開刀，其目的不外乎是為了「殺雞儆猴」，借此達到抑制房價的目的。不過截至目前為止，「限外令」抑制房價的效果乏善可陳，上海房價並沒有因為限外法令的出台而下跌，顯示過去中共政府對房地產市場的宏觀調控政策成效不彰。

第二節 政策意涵

一、「限外令」治標不治本

雖然 FDI 並非上海房價飆漲的主因，但是無可否認的，外商直接投資確實推升了上海房價。特別是外資選擇房地產標的時，眼光一般都落在商用不動產、高級住宅、別墅等高建案，投資金額動輒數億美金，相當引人注目。我們先前提到，外資動向在房地產市場常常被投資者利用、參考，甚至當作標竿，大陸新聞媒體也圍繞著外資不斷放送，因此很容易在一般民眾心中形成外資是造成房價上漲主因的假象。

實際上，「限外令」只能治標不能治本，外資畢竟並無法隻手遮天，單獨撼動上海房價的能力相當有限。其主要對房地產市場的影響在於對一般散戶投資客的示範作用，大陸政府限制外資投入房地產市場，當下造成一股肅殺、觀望的氣氛，一方面在短期內可以達到使房價上漲幅度稍微趨緩的效果；另一方面可以向社會大眾展示政府抑制房價的決心，尤其當社會輿論一致傾向限制外資「炒樓」的同時，政府的限外政策一出台，外商們也只能感嘆自己「政治不正確」，此一時，彼一時矣。

二、人民幣升值是主因

從研究結果可以看出，匯率推升房價的程度遠遠超過 FDI 的影響，人民幣升值對上海房價的升抬作用已相當明顯。隨著對人民幣升的預期，吸引了許多追逐短期利益的國際「熱錢」，而實際進入中國的熱錢到底有多少，不僅金額難以估計，且政府機構亦無法充分掌握熱錢的流向。光是從大陸外匯存底累積的速度來看，趕搭人民幣升值列車的熱錢為數極為可觀。雖然實際進入房地產市場國際

游資多寡，目前並沒有確切的數字，但是越來越多的證據顯示，這些熱錢透過各種管道進入大陸房地產市場，且部份資金流入了上海房市造成房價上漲。顯然，中國大陸如果要有效控制房價，首先必須穩定匯率，人民幣急漲急跌皆不利房市的宏觀調控；第二，大陸政府應建立更完善的房地產投資機制，除了避免國際游資的衝擊外，同時也應該防範國內資金的炒作。

三、未來前景

由於提升利率並無法有效控制房地產價格，一方面表示房地產在上海仍是新興產業，房價上漲的力道相當強勁，另一方面顯示消費者在預期未來利率上升的情況下將提前消費，同樣刺激了市場需求，因此在貨幣政策失靈的窘境中，大陸政府透過徵稅等財政政策進而調控房價的措施估計仍將會持續。歷經幾波宏觀調控，上海房市雖然沒有嚴重下挫，但成長的幅度已經不若從前，雖有舉辦世界博覽會等利多消息，但因為美國次級房貸危機爆發，未來是否對大陸房市產生衝擊仍有待觀察。

第三節 未來研究方向

由於大陸房地產相關資料難以蒐集的緣故，本文僅針對 2003 至 2007 年共 60 筆月資料進行分析，時間長度稍嫌短暫，未來如果能夠取得更多數據，相信得到更準確的結論。而且影響房地產價格的因素眾多，本文所選擇的各項總體經濟變數只是其中的一部份，其他如經濟成長率、貨幣供給、土地的開發與供給面積等皆對房價有不同程度的影響。

除此之外，房價指數也存在不同的選擇，除了中房上海指數外，仍有國房指數等其他數據可供參考，且住宅與商辦的差異仍有待後續研究來釐清。而且，由於對實際進入上海房地產市場的外資多寡無法正確估算，尤其是捉摸不定的國際游資尚無法正確統計，本文僅以外商直接投資實際到位金額替代之，日後如能準確掌握進入房地產市場的外資金額，則研究結果勢必更加精確，對大陸房地產市場的瞭解亦將更加透徹。因此未來研究在變數的選擇上，可以嘗試做不同的思考。

最後，本文僅鎖定上海市為研究對象，難以對中國大陸整體房地產市場的全貌詳加描述，而且中國大陸幅員廣大，城市與城市間往往具有極大差異，因此未來如果能夠進行不同城市、不同區域之間的比較研究的話，相信將會得到更多有趣的發現。例如北京、重慶等大城市，同樣吸引了許多外資，不同城市是否得到相似的結果，值得我們更進一步探討。且近年來外資有逐漸移往大陸二線城市的趨勢，相關後續討論目前依然空白，有待日後的研究來填補。