

## 第二章 文獻回顧

### 第一節 外商直接投資對房地產價格的影響

目前外商直接投資影響房地產價格的研究仍數少數，近年來由於大陸房地產市場的高速發展，房價居高不下，恰好適逢宏觀調控、人民幣升值、國際熱錢湧入，以及投機炒樓等議題，逐漸引發大陸各方學者研究外資與房地產價格之關係的興趣。由於問題牽涉的層面相當廣泛，所應考慮的因素眾多，因此大陸學者對於外商直接投資是否為房地產價格上漲的主要因素之一仍眾說紛紜。本文將相關文獻整理如下，以釐清問題的所在。

#### 一、外資推動房價的上漲

認為外資推動大陸房價上漲的學者，幾乎全部傾向限制外資進入房地產市場。祝平衡等（2006）利用 1999 年中國大陸近 4,000 家房地產企業的年度橫截面數據資料，研究大陸房地產平均銷售價格與房地產業外商直接投資、房地產債券投資金額、民間資本以及銀行對房地產業貸款金額之間的關係。透過迴歸分析發現，外商直接投資與民間資本對房地產價格具有明顯的推動作用，外資每增加 1 元，房價將上漲 1.21 元，而銀行對房地產業的貸款金額影響房價的程度甚微，房地產債券的投資與房價則呈現反向關係。作者認為應嚴格限制外資進入中國大陸房地產市場，以避免外資對房地產業的衝擊。美中不足的是，作者僅以單一年度的數字資料為依據便做出推論，其結果難免令人覺得草率，且外資早在 1999 年以前便開始進入中國大陸，此一研究亦無法觀察出外資與房地產市場發展的整體軌跡。

由於流入中國大陸房地產業的外資金額難以正確估計，除了採用房地產業的

外商直接投資金額外，許多學者亦以其他變數取代。例如，張目（2006）利用 1999 至 2005 年之季度資料，以中國大陸外匯儲備金額來反映房地產業外資進入狀況，討論外商直接投資對房地產價格指數與土地交易價格指數的影響。實證結果得出，外匯儲備每增加 1%，房地產價格指數將上漲 0.16%，土地交易價格指數則上升 0.23%，且前兩期的外資金額是當期房價的變動原因。是故，外資的流入是房屋銷售價格與土地交易價格的變動因素，外資對中國房地產價格的推動作用十分明顯，因此作者認為應該規範外商直接投資進入中國的地產市場。然而外匯儲備金額其隱含的資訊過於龐雜，僅能粗略反應房地產業外資流入的變化，研究得出的結果恐怕將與現實出現較大差距。

討論外商直接投資影響中國大陸房地產價格指數的文章，首見於梁立俊、操陳敏（2007）的研究。作者透過 1998 年 2 月至 2006 年 5 月間之月度數據，研究中國大陸商品房價格與房地產開發外商直接投資金額之間的關係，結果發現外商直接投資對中國大陸房地產價格有顯著影響。外資增加將使下一月度房地產價格上漲，長期而言外商直接投資對房價有助長的作用，因此建議政府規範外資進入大陸房地產市場。然而，作者使用的是房地產業內的外商直接投資，也沒有加入其他影響房地產價格的因素進行比較，對房價影響因素研究的範圍仍侷限在房地產業本身，無法提供讀者更新、更寬廣的視野。

除了 FDI 與房價、地價的關係外，有學者亦加入了其他影響房價的因素進行討論。宋勃、高波（2007）擷取 1998 至 2006 年的房地產價格指數、土地交易價格指數、居民消費價格指數和房地產實際利用外資金額之季度資料，經過實證研究發現，短期而言，房地產價格上漲吸引了外資的流入，長期而言，外資流入推動了中國大陸房地產價格的上漲，而土地價格與外資流入沒有因果關係。因此，作者認為中國政府應透過各種手段控制外商直接投資進入房地產市場，以維持房地產價格的穩定。作者的研究除了使用實際利用外資金額與房價指數外，尚

納入通貨膨脹的因素，對房價變動因素的研究又往前邁進了一步，雖然如此，但作者僅把重點放在外資與房價、地價之間的關係，我們依然無法了解影響房價的最主要總體經濟因素為何。

外商直接投資不僅影響中國大陸的房地產價格，對台灣的房價亦有相當顯著的影響。邱國珍（2007）針對台商大陸投資和外商直接投資對台灣房地產市場的影響進行研究，作者以台北、台中、高雄三大都會區為研究對象，並劃分房地產市場為新屋市場與中古屋市場，以 1993 至 2005 年之季資料進行實證分析。結果發現，台商對大陸投資與外商直接投資對台北和高雄都會區房地產市場具有顯著影響，而對台中地區則無。其中在新屋市場方面，外商直接投資僅對台北地區呈現正向衝擊，但在中古屋市場方面，不管是台北和高雄，外資皆對其有顯著的正向影響。作者認為，引進外資可以提升國人就業機會，帶動房地產景氣，亦可以讓建商增加住供給的意願，因此有刺激房地產供給和需求的作用。

## 二、外資並非房價高漲的原因

儘管諸多學者認為外資確實對大陸過熱房地產業火上澆油，但是萬倫來、陳希希（2006）對 FDI 對中國大陸房地產業的推動作用則有不同的看法。作者以上海市 1980 至 2004 年之年度資料，研究房地產業外商直接投資對房地產業產值的影響，實證研究發現，四年前的 FDI 對當期房地產業成長的變動有顯著影響，雖然如此，作者根據研究結果推論，房地產業外資的波動並不會對上海房地產市場產生較大影響，換句話說，外資的成長不是構成房地產業成長的主要原因，反而是房地產業的成長吸引了外資的進入。可惜的是，作者僅針對房地產業內的 FDI 進行探討，並沒有直接對整體 FDI 與房地產價格指數之間的互動關係做深入研究，而且樣本數過少也影響了整個研究的正確性。

關於整體 FDI 對房地產價格影響的研究，劉晴、鄭基超（2007）有比較初

步的探討。作者利用 1995 至 2005 年間的數據資料，研究上海市住宅價格、房地產價格與整體外商直接投資之間的關係。研究結果顯示，FDI 的增加對住宅與房地產價格上漲沒有顯著影響，反而是住宅與房地產價格的上升，一定程度上引起 FDI 的增加。然而作者單單探討 FDI 與住宅價格、房地產價格的關係，並沒有把其他影響房地產價格的因素考慮進來，而所使用的房價指標也沒有清楚交代，讀者除了無法區分住宅價格與房地產價格的差別之外，其研究結果亦無法得知真正影響上海房價的因素為何。

有以微觀角度切入的房地產研究，亦有以宏觀的角度來觀察 FDI 與中國大陸房地產價格關係的研究。Wang et al. (2007) 使用 1999 至 2007 年的月度數據，選擇房地產業外商直接投資與商品房平均銷售價格進行實證研究。結果發現，不論長期或短期，外商直接投資對中國大陸房地產價格推動作用，遠低於房地產業促使外資流入的吸引效果，也就是說，大陸房地產市場中的外資並不是房價走高的原因，反而是房地產業的高速成長吸引了更多外資的流入。作者此一論點雖與萬倫來、陳希希 (2006) 不謀而合，但作者仍然只針對房地產業內的 FDI 做探討，研究並未擴及整體 FDI 對房價的影響，而且作者所使用的房價指標為商品房平均銷售價格，而未使用經科學方法合理編制的房地產價格指數，對其研究結果勢必將產生較大誤差。

除此之外，閻之博 (2007) 研究 1987 至 2005 年中國大陸商品房銷售平均價格與 FDI 和 GDP 之間的關係，透過實證研究發現，中國房地產價格走強乃是國內經濟發展良好的表現，GDP 的和房價明顯呈現正向關係。在其研究結果中，外商直接投資對房價的影響相當小，作者認為基本上可以排除外資熱錢對房地產市場的衝擊作用，研判外商直接投資並不會對引起房地產市場的大幅震盪。然而作者和 Wang et al. (2007) 一樣，都是以整個中國大陸當作研究對象，卻忽略了大陸各地吸收 FDI 金額大小具有高度差異的特性，其研究結果並無法讓讀者清

楚瞭解中國部分城市，特別是吸收外資較多的沿海大城中 FDI 與房地產價格變動的關係。

綜合以上各家說法，其中不乏大力譴責外資為房價高漲的元兇，亦有為外資辯護者認為其並不足以引起房價的大幅波動。我們可以發現，外商直接投資或多或少對房地產價格都有影響效果，實證變數的選擇對於研究結果有很大影響。總的來說，針對 FDI 與房地產價格之間變動關係的實證研究仍數少數，而針對整體 FDI 與房地產價格指數波動的研究至目前為止尚未出現，因此增添了本文的研究價值。相關外商直接投資與房地產價格的文獻整理於下列表 2-1。

表 2-1：探討外商直接投資與房地產價格之相關文獻

研究者	研究期間	使用變數	主要結論
祝平衡等 (2006)	1999 中國大陸	每平方公尺房地產銷售面積外資投資額、每平方公尺房地產銷售面積債券投資額、每方公尺房地產銷售面積民間資金投入額、每平方公尺房地產銷售面積銀行貸款金額	外資每增加 1 元，房價將上漲 1.21 元，外商直接投資與民間資本對房地產價格具有明顯的推動作用，銀行對地產業的貸款金額影響房價的程度不大，而房地產債券的投資與房價則呈現反向關係。
張目 (2006)	1999-2005 中國大陸	國家外匯儲備金額、房屋銷售價格指數、土地交易價格指數	外匯儲備每增加 1%，房地產價格指數將上漲 0.16%，土地交易價格指數則上升 0.23%，外資的流入是房屋銷售價格與土地交易價格的變動因素。
萬倫來、陳希希 (2006)	1980-2004 上海	房地產業產值、房地產業外商直接投資金額	房地產業中外資的波動並不會對上海房地產市場產生較大影響，外資的成長不是構成房地產業成長的主要原因，反而是房地產業的成長吸引了外資的進入。
閻之博 (2007)	1987-2005 中國大陸	國內生產毛額、外商直接投資金額、商品房平均銷售價格	中國房地產價格走強反映國內經濟發展的快速成長，外商直接投資對房價的影響相當小，外商直接投資並不會對引起房地產市場的大幅震盪。
劉晴、鄭基超 (2007)	1995~2005 上海	上海市住宅價格、房地產價格、外商直接投資金額	FDI 的增加對住宅與房地產價格上漲沒有顯著影響，反而是住宅與房地產價格的上升，一定程度上引起 FDI 的增加。

表 2-1：探討外商直接投資與房地產價格之相關文獻（續）

研究者	研究期間	使用變數	主要結論
梁立俊、操陳敏 (2007)	1998-2006 中國大陸	房地產開發外商直接投資金額、商品房平均價格	外資增加將使下一月度房地產價格上漲，長期而言外商直接投資對房價有助長的作用
宋勃、高波 (2007)	1998-2006 中國大陸	房地產開發實際利用外資金額、房地產價格指數、土地交易價格指數、居民消費價格指數	短期而言，房地產價格上漲吸引了外資的流入，長期而言，外資流入推動了中國大陸房地產價格的上漲，而土地價格與外資流入沒有因果關係。
邱國珍 (2007)	1993-2005 台北、 台中、高雄	外商直接投資金額、經濟部核准台商對大陸投資金額、購屋利率	台商對大陸投資與外商直接投資對台北和高雄都會區房地產市場具有顯著影響。引進外資可以提升國人就業機會，帶動房地產景氣，亦可以讓建商增加住供給的意願，因此有刺激房地產供給和需求的作用。
Wang et al. (2007)	1999-2007 中國大陸	商品房平均銷售價格、房地產業外商直接投資金額	外商直接投資對中國大陸房地產價格推動作用，遠低於房地產業促使外資流入的吸引效果，大陸房地產市場中的外資並不是房價走高的原因。

資料來源：作者自行整理。

註：本文文獻依年份排列順序。

## 第二節 影響房地產價格與景氣的總體經濟因素

### 一、影響房地產價格的總體經濟因素

陳明吉（1990）分析研究台灣自民國 67 年至 76 年間，台北市住宅價格長、短期的影響因素與變動因素。此十年間，台北市共歷經三次房地產的大幅上漲，分別為民國 62 年至 64 年（第一期），67 年至 69 年（第二期）和 76 年至 79 年（第三期）。作者在實證分析上採用長期模型與短期模型，長期模型採用十年間的整體資料進行分析，而短期模型僅就三次漲幅期間內的資料進行分析。從其實證分析中得出，長期而言，住宅價格的影響因素按顯著性大小依次為股價指數、房屋建築費用指數、通貨膨脹率；短期而言，第一期為物價指數和房屋建築費用指數，第二期為建築費用指數和通貨膨脹率，第三期為前一期股價指數、前一期貨幣供給量、短期質押放款利率和通貨膨脹率。另外，住宅價格的變動因素，長期而言依次為股價指數變動率、房屋建築費用指數變動率及經常性收入增加率；短期變動因素第一期為通貨膨脹率和房屋建築費用指數變動率，第二期為房屋建築費用指數變動率和通貨膨脹率，第三期為股價指數變動率與貨幣供給量變動率。

黃佩玲（1994）利用向量自我迴歸模式（VAR）進行實證分析，探討台灣住宅價格與各項總體經濟變數間之影響情形和程度。作者的實證分析主要有因果關係檢定、變異數分解與衝擊反應三方面，其結果如下：在因果關係檢定中，股價、物價、匯率、貨幣供給額和利率，都可做為住宅價格變動的領先指標；在變異數分解中顯示，住宅價格和總體經濟變數有互動關係；最後在衝擊反應分析中發現，除了工資之外，股價、物價、匯率、利率和貨幣供給額的變動皆會對住宅價格的波動造成影響。



謝煜鴻(2006)採用向量自我迴歸模型(VAR)、ARMA模型以及ARMAX模型等計量分析工具，來分析大陸房地產市場的走勢。從1999年1月至2005年11月的83個月資料中，作者以商品房銷售價格指數為依變數，另採銀行業七天期拆款利率、貨幣供給額M1、上海證交所總和指數、工業增加值指數、居民消費價格指數，共五項自變數進行研究。結果發現以上五項總體經濟變數對房價的影響相當有限，均無法解釋中國大陸房地產價格的歷史走勢。

## 二、房地產景氣與總體經濟循環的關係

王健安(1995)利用張金鶚、賴碧瑩(1989)所建立的「房地產綜合景氣指標」，透過修正後的指標，探討房地產與總體經濟景氣在時間上領先、同時或落後的關係，以釐清房地產業是否存在向後關聯效果，亦即房地產業有無帶動經濟發展的能力。實證分析結果發現，房地產景氣並非領先於總體經濟指標，而是落後於如國內生產毛額、貨幣供給額、股價指數、消費者物價指數等總體經濟變數，顯示房地產景氣並非領先於總體經濟循環，房地產業是「火車頭產業」說法並無實際根據。

緊接著高斐蘭(1996)分別就房地產基準循環、投資和交易三個不同層面來探討台灣地區房地產景氣與總體經濟景氣之間的相互關係。其研究結果發現，長期來說，房地產循環指標與總體、金融變數存在長期關係；然而投資和交易面循環指標僅與貨幣供給額、國內生產毛額和消費者物價指數存在長期關係，而與金融變數的直接長期關係薄弱。短期來說，除了貨幣供給額較具解釋力之外，其他金融變數如重貼現率等，對房地產景氣循環的影響並不顯著，也就是說，短期金融政策對房地產景氣的影響效果不大。另外，房地產市場帶動總體經濟成長的向後關連程度並不明顯，換言之，房地產業的景氣循環無法說明總體經濟景氣的變動現象，反而是經濟發展的榮枯影響房地產業的興衰。

王健安(1995)、高斐蘭(1996)的研究皆駁斥了房地產業是「火車頭產業」的說法。也就是說，房地產景氣在時間上並不領先於總體經濟景氣，帶動總體經濟發展的效果微弱，反而是總體經濟的循環影響了房地產業的發展。兩位作者均認為政府應尊重市場機制的自由運作，房地產循環端視全體經濟的發展，政府毋須因為總體經濟不景氣而刺激房地產市場，亦不必強調總體景氣過熱而打壓房地產市場。

彭建文(2000)在其研究中利用1981到1999年共73筆季資料，分析總體經濟變數對台北縣市預售屋房價的影響。作者實證分析中得出，台北縣市的預售屋房價與貨幣供給、空屋數、建照面積等變數存在長期均衡關係，顯示房地產景氣乃隨總體經濟變數以及房地產本身供需變化而調整。作者在研究中同時強調，空屋數對預售屋房價的影響彈性要大於貨幣供給額和建照面積，因此若要解決房地產市場長期的不景氣，首要目標為減少市場上存在的空屋數量。另外，台北縣市的預售屋房價與總體經濟變數間，短期領先或落後關係不明顯，作者認為乃是因台灣房地產市場產生結構性變遷所致。

目前台灣研究中國大陸房地產業的學術著作仍屬少數，因此在資料蒐集上成果相當有限。劉邦和(2005)以台北和上海1995至2004年，十年間之總體經濟季資料，利用相關性分析、因素分析及迴歸分析等統計方法，分析與比較兩岸房地產景氣受總體經濟因素的影響程度，並探討兩岸房地產與總體經濟指標之間的關聯性是否因地域的不同而不同。其研究結果得出，影響台灣房地產景氣的主要總體經濟因素為經濟成長率、貨幣供給年增率、股價指數年增率、固定資產投資年資率、消費者物價指數年增率等；而上海方面，由於模型的解釋力不足，無法以總體經濟因素來解釋房價的波動，僅能看出上海房地產的景氣對利率和人民幣匯率較為敏感。之所以會出現此一現象，作者認為，乃是因上海房市仍屬非理性市場，投機性質濃厚，所以上海房地產景氣的波動與總體經濟指標有脫鉤的現象。

### 三、國外其他研究發現

早期國外學者 Grebler and Mittelbach(1979)研究美國 1968 至 1977 年的房價變動情形時發現，房屋價格受到所得、物價水準、季節因素、空屋率和前期房價的影響。Nillis and Longbottom (1982) 研究英國地區的住宅價格，透過 1970 至 1980 年的數據資料經實證研究後發現，可支配所得是影響房價的最重要因素，貸款利率及貸款總金額次之。McCue and King (1994) 在研究總體經濟活動與房地產報酬率之間的關係發現，利率對房地產實質報酬率的影響最大，其他如物價、實質產出、民間投資亦是重要因素。

總合以上說法，我們可以清楚發現，房地產價格深受各種總體經濟變數的影響，從各方文獻中可歸納出，外商直接投資、物價、股價、利率、匯率、所得等，為影響房地產價格的重要變數。本文將相關研究影響房地產價格與景氣的總體經濟因素之文獻詳細整理於下頁表 2-2。

表 2-2：探討房地產價格與景氣變動因素之相關中文文獻

研究者	研究期間	使用變數	主要結論
Grebler (1979)	1968-1977 美國	人口、家戶數、所得、物價水準、季節因素、空屋數、前期房價等	所得、物價水準、季節因素、空屋數、前期房價為影響房地產價格的主要因素。
Nellis and Longbottem (1982)	1970-1980 英國	人口、實質可支配所得、款利率、貸款總金額等	實質可支配所得為影響住宅價格的最重要因素，其次為款利率和貸款總金額。
陳明吉 (1990)	1978-1987 台北	股價指數變動率、房屋建築費用指數變動率、消費者物價指數變動率、家庭戶數變動率、家庭經常性收入變動率、短期質押放款利率變動率、貨幣供給量變動率	長期而言，影響住宅價格的因素依次為股價指數變動率、房屋建築費用指數變動率及家庭經常性收入增加率；短期影響住宅價格的因素為消費者物價指數變動率、房屋建築費用指數變動率、股價指數變動率與貨幣供給量變動率。
McCue and Kling (1994)	1972-1991	利率、物價指數、投資金額、實質產出	利率、物價、實質產出、民間投資是影響房地產實質報酬率的重要因素，其中利率影響最大。
黃佩玲 (1994)	1982-1992 台北	每人月均薪資、消費者物價指數、國內生產毛額、貨幣供給額、股價指數、台幣匯率、房屋貸款利率	股價、物價、匯率、貨幣供給額和利率，可做為住宅價格變動的領先指標，其變動皆會對住宅價格的波動造成影響。
王健安 (1995)	1971-1992	國內生產毛額變動率、貨幣供給額變動率、股價指數變動率、消費者物價指數變動率等	房地產景氣並非領先於總體經濟指標，而是落後於如國內生產毛額、貨幣供給額、股價指數、消費者物價指數等總體經濟變數。

表 2-2：探討房地產價格與景氣變動因素之相關文獻（續）

研究者	研究期間	使用變數	主要結論
高斐蘭 (1996)	1982-1993 台北	貨幣供給額、國內生產毛額、消費者物價指數、國民所得、股價指數、營造工程物價指數、銀行三個月定存利率、台幣匯率、金融業拆款利率、重貼現率	房地產投資和交易面循環指標與貨幣供給額、國內生產毛額和消費者物價指數存在長期關係，而與金融變數的直接長期關係薄弱。短期金融政策對房地產景氣的影響效果不大，房地產市場帶動總體經濟成長的向後關連程度並不明顯。
彭建文 (2000)	1981-1999 台北	貨幣供給、空屋數、建照面積、國內生產毛額等	空屋數對預售屋房價的影響彈性要大於貨幣供給額和建照面積，預售屋房價與總體經濟變數間，短期領先或落後關係不明顯。若要解決房地產市場長期的不景氣，首要目標為減少市場上存在的空屋數量。
劉邦和 (2005)	1995-2004 台北 上海	經濟成長率、消費者物價指數年增率、貨幣供給額變動率、股價指數年增率、中長期貸款利率、匯率等	影響台灣房地產景氣的因素為經濟成長率、貨幣供給年增率、股價指數年增率、固定資產投資年資率、消費者物價指數年增率等；而上海方面，模型的解釋力不足。
謝煜鴻 (2006)	1999-2005 中國大陸	銀行業 7 天拆款利率、貨幣供給額、上海證交所綜合指數、工業增加值指數、消費者物價指數	五項總體經濟變數對房價的影響相當有限，均無法解釋中國大陸房地產價格的歷史走勢。或許有其他需求面的因素能夠更有力解釋房價的變動，而尚難以用量化表達。

資料來源：作者自行整理。

註：本文文獻依年份排列順序。

### 第三節 本章小結

本文的研究目的，為探討外商直接投資對上海房地產價格的影響，因此本章先回顧既有文獻，期待自己站在巨人的肩膀上，讓視野更加廣闊。本章主要分為兩部份，第一節為外商直接投資對房地產價格的影響，第二節為影響房地產價格與景氣的總體經濟因素，第三節為本章小結。

首先，本章在第一節外商直接投資對房地產價格的相關文獻中，吳老二、祝平衡（2006）、張目（2006）、梁立俊、操陳敏（2007）、宋勃、高波（2007）等，認為外資對房價波動有顯著影響，中國政府應嚴格限制外資進入大陸房地產市場；而萬倫來、陳希希（2006）、劉晴、鄭基超（2007）、Wang et al.（2007）、閻之博（2007）則認為外資並非大陸房價波動的主因，不必因為外資進入房市感到恐慌；台灣市場方面，邱國珍（2007）則認為引進外資可以提升就業機會，帶動房地產景氣，有刺激房地產供給和需求的作用。

其次，在第二節中本文回顧 Grebler and Mittelbach(1979)、Nillis and Longbottom（1982）、McCue and King（1994）、陳明吉（1990）、黃佩玲（1994）、謝煜鴻（2006），以上文獻皆對影響房地產價格的總體經濟因素進行討論；另外，關於房地產景氣與總體經濟循環關係的研究，則有王健安（1995）、高斐蘭（1996）、彭建文（2000）、劉邦和（2005）等人。

總合以上說法，我們可以清楚發現，房地產價格深受各種總體經濟變數的影響，從各方文獻中可歸納出，外商直接投資、消費者物價指數、股價指數、銀行貸款利率、匯率、人均所得等，皆是影響房地產價格的重要變數。