



## 第一篇

# 房市景氣循環與 總體政經分析

第一章 總體經濟與房地產關聯分析

第二章 政策對房地產發展影響



# 第一章 總體經濟與房地產關聯分析

蔡怡純<sup>1</sup>

## 壹、2022年台灣的房市表現和總體經濟關聯

未出乎意料的，2022年全球各國都開始面對通膨惡果。通膨之所以一如預期的來到，就是因為過多的資金浪潮早已淹滿全球。這些資金是怎麼來的呢？為了因應由2020年初開始的COVID-19的疫情爆發，各國政府紛紛強制或鼓勵（給予津貼）民眾在家停工，以防止疫情的擴大，而後又為減少疫情對經濟和民生的衝擊，補助民眾和企業受創的損失；最後，以為疫情退去，為搶先佈局復甦，政府又大量推出各式振興計劃等等。這些政策均需有大量的資金投入。但是反覆的疫情，讓景氣未如期回溫抵消刺激的後果，反而需要數波補助和振興政策，因此直至現今，即將開啟疫後世界的我們，才面臨到異常高通貨膨脹率到來的考驗。高通膨對房地產的增值是相當有利的環境，不僅原物料和工資的成本因通膨上升可能帶來房地產供給的調價，還會因為預期漲價的恐慌心理帶來需求的正向刺激。高通膨的惡果在民眾居住成本的體現上會更加的明顯。

曾遇過高通膨爆發後失業劇增的美國，在2022年，不敢大意通膨的急速攀升，因此，在市場能夠承受的極限中，迅速的升息。但是，多國央行（特別是新興市場的央行）因顧慮市場的衝擊，怕景氣過快反轉，不敢跟進升息幅度，反而造成了資金由這些市場中撤離而貨幣狂貶，險些引發新興市場的貨幣危機。台幣在2022年中也有類似的情況，而出現較輕微的貨幣貶值，雖逃過巨幅貶值的台幣崩盤風險，受益於貶值的搶單效應。但是在高通膨和緩升息下，又給了原本應修正的房市一個緩衝的機會。所以民眾並未盼到房市的上漲有半點停歇，更加憂心房價上漲是無政策可擋的，也造成部份民眾相信房價不跌神話，只能勉力購屋，過著必須在其他條件上大幅犧牲的不理想

<sup>1</sup> 國立清華大學計量財務金融學系教授

擁屋生活。因此，過高的房價負擔持續著累積民怨。

即使在平均地權條例修正案通過後，許多民眾並不樂觀房價能回歸合理的區間，但是事實上，政策效果常是延遲的。另一方面，相較於其他同樣承擔高房價壓力的市場，目前不管是在貨幣政策或是財政政策，國內央行和政府對於干預非理性的房市交易和房價，較偏保守，還有保留出手的空間。例如平均地權條例修正案雖然已於2023年1月10日立法院三讀通過，實施日期和法案的解讀目前仍有反覆，給予投資客解套的誘因，因為他們仍不覺得有實現利得的必要，也就不會傾向短期些微讓利給接手的民眾。但是，一旦等到政府正視到民意的反彈，不得不出手時，明確及有效的政策落地，房價修正態勢就會明朗。因此，無屋的青年實不應過度悲觀，有多屋的投資客也不容存有太樂觀的空間。

綜合上述，各方的條件齊聚之下，房市的回落似乎才要開始，只是幅度和時間若要更精準的評估，需審視總體經濟的環境。為說明未來房市的走勢，本文先回顧2022年的房市景氣波動，再根據影響這些波動的因素未來的變化，來推估2023年房市可能的走向。

以下分成三個章節說明，分別是「2022年台灣的房市表現和總體經濟關聯」、「總體經濟因素對房地產市場表現的影響」、「2023年總體環境影響下的房市展望」。

## 一、2022年台灣的房市表現和總體經濟關聯

本文首先在下表1-1-1中列出，近二年來，台灣及六個都會區（五都加上新竹）的房價指數及報酬率。由表中所見，在2022整年度，台灣房價仍是延續2021年的好景氣。在2022年時，影響全球最重要的經濟變數就是通貨膨脹率，台灣房價僅僅反應通膨因素，就足以撐起凌厲的漲勢。而且如前所言，因為新冠疫情，各國釋出通貨帶來的高通膨現象，已持續至少三年；所以台灣房價以通膨支撐的力道已延續多年了，形成近年來的房價上漲「動能持續」的現象，這也造成了，在2022年時，即使與2021年有爆衝房市表現的高基期來比較，房價竟然還能再拉升一波。

自表1-1-1可以看到，2022年台灣及六個都會區房市表現都是亮眼的，特別是在上半年，仍延續2021年大漲的態勢，且有預售市場炒作空間利基(如晶圓產業的擴廠效應或大型交通建設、公共投資)的城市，其在前一兩季的漲

幅更勝2021年，即：新北市、新竹市、台南市和高雄市。但是在2022年第四季時，因民意的壓力，平均地權條例修正案再次重啟討論，內政部預告排程，部份投資客鬆動，微幅調整造成部份區域的房價產生回落的情況，但民眾並未感受到房價的修正是因為表1-1-1的報酬率是以相較於前一季增幅來計算的，以新竹市和台南市而言，雖看似有4~5%的修正，實際是房價修正了一些上季的暴漲。例如，新竹市在2022年第四季之前已連續三、四季都創下兩

表1-1-1 近二年全台及各都會區房價指數及報酬率

房價指數	台北市	新北市	桃園市	新竹地區	台中市	台南市	高雄市	台灣
2021Q1	112.73	117.71	123.81	131.03	134.58	137.09	121.39	120.05
2021Q2	115.12	116.94	127.54	143.28	134.92	144.17	121.45	121.93
2021Q3	115.62	119.61	132.29	150.63	141.45	149.38	126.01	125.03
2021Q4	119.68	125.87	141.74	167.43	149.30	162.73	134.94	132.00
2022Q1	122.02	130.82	142.99	189.76	156.80	173.34	146.05	136.94
2022Q2	124.71	134.06	150.61	194.92	161.26	176.67	151.19	139.94
2022Q3	127.50	136.71	153.12	213.20	169.39	187.07	147.54	144.58
2022Q4	125.29	135.54	151.42	203.75	164.90	177.16	154.05	142.06
報酬率(%)	台北市	新北市	桃園市	新竹地區	台中市	台南市	高雄市	台灣
2021Q1	2.46	3.58	4.15	1.51	6.60	5.60	0.64	4.16
2021Q2	2.10	-0.66	2.97	8.94	0.25	5.04	0.05	1.55
2021Q3	0.43	2.26	3.66	5.00	4.73	3.55	3.69	2.51
2021Q4	3.45	5.10	6.90	10.57	5.40	8.56	6.85	5.42
2022Q1	1.94	3.86	0.88	12.52	4.90	6.32	7.91	3.67
2022Q2	2.18	2.45	5.19	2.68	2.80	1.90	3.46	2.17
2022Q3	2.21	1.96	1.65	8.96	4.92	5.72	-2.44	3.26
2022Q4	-1.75	-0.86	-1.12	-4.53	-2.69	-5.44	4.32	-1.76

資料來源：信義房屋不動產企劃研究室

位數的漲幅，累積成長的房價超過30%，在這麼高的基期之下，房價僅些微調整，變成少漲一點，並無法讓民眾感受到房價下修的趨勢。

這波房價上漲「動能持續」景況是源自2018年。當時擴張的財政政策（基礎及交通建設）有效刺激了景氣，帶來了所得成長，再加上低利率的條件，資金逐漸蔓延入房市，而後帶來了2019年房市獨秀。2020年的COVID-19衝擊，全球多個資產市場都面臨風暴式下修，台灣本就因疫情初期控制得當吸引資金流入，而有資產市場較為穩健的景況。房市又較其他資產市場更易吸引風險趨避資金，所以表現更佳亮眼。由此算來，由2018年開始的房市好景氣，已拉抬了房價長達五年，全台各區域相較於五年前的房價，不少地方都翻倍。由表1-1-1中可見，僅僅兩年，新竹房價指數可以由131直至203，這樣的漲勢很難以基本面解釋。學術研究中，若房價行為是出現非反應基本面的「動能持續」上漲現象，其都容易被指向為出現房價泡沫。

並非房價高或漲幅大就應該被視為是市場失靈，政府就應該介入市場干預；而是當房價有泡沫或不合理成份存在時，政府基於維護多數民眾基本居住權益，才應採行措施避免讓房產淪為一般性投資資產，而排除了它作為耐久消費財的功能。這波長達五年的房價大幅拉抬，倍數式增加了民眾的居住負擔，其起因被認為是與刺激總體經濟景氣政策相關，此外，低利率、高通膨等容易滋養房價泡沫的環境亦與貨幣政策有關，所以如果國內明顯有房價泡沫存在時，政府更應該被期待以實際作為捍衛民眾的基本居住權。

因此，後續國內可能會有更大的民意期望，施以選票壓力促使政府提出政策將房產市場由資產市場導回消費的自住市場。但是房價是否就會下修到民眾滿意的水準，端視於房價的泡沫含量有多高。這也是本文以總體經濟因素來對照和區隔房價漲幅中合理和不合理行為的原因。接下來，本文先以影響房價基本面因素說明，即簡介影響房價的總體經濟變數在2022年的情況，再對比2022年的房價表現。本文考量三個層面因素。其一是房市需求的影響因素，包含了家戶數、所得、失業率、利率、物價、貨幣政策、股市表現等；其二是影響房市供給的因素，包含了建築成本。第三個部份則是以民眾對於市場表現的預期觀察，此部份以消費者信心指數來做為代理變數，代表消費者情緒。本文以這些總體經濟變數2022年的表現來說明，其是否助漲了2022年房價，及其可否解釋得了如此大幅的房價漲幅，並用以後續來判斷是

否在2022年的房價上漲有過多泡沫的成份，未來是否應預期政策效果會讓房價大幅下修。

## 1. 國內家庭總戶數

第一個層面（房市需求）的第一個因素是家庭總戶數。它是最基本的需求數量概念，也是影響自住型房產因素的堅實底盤。一個區域若有大量外移人口進入，或是因為人口結構改變，居住樣態改變，更多獨居或小家庭萌生，造成戶數增加，就會帶來最基本的房產需求數量。雖然這些家戶不一定是自購，也可以用租的滿足居住需求，但是仍然需要有人買了房子後出租。或是，這個房子被租了，被居住了，是無法提供出售的。因此，我們用總量來看時，只要家戶數增加，房產的需求便是高居不下的。

國內人口結構正在改變，家戶的組成和行為也在變化。不能單看少子化就認定自住型房產需求會下降。圖1-1-1中繪出國內家庭總戶數近兩年的變化。由圖1-1-1可見，少子化危機目前還未衝擊到房市的主要原因是因為國內家庭總戶數在這兩年仍在成長，而且由2022年下半年開始，家戶組成和行為有相較於之前更大的變化，特別是由2022年6月到12月家戶數成長是最為明顯的。這些新增加家戶可能是民眾結婚或生子後由原生家庭遷出，也可能是子女成長後的分居，或是因工作或生活型態的改變後，而由大家庭轉為小家庭的變化，它們都會帶來較為迫切的房產需求（不管是買的或是租的）。

一般而言，一個社會中不會在短期之內出現大量上述行為改變，因此家戶數是一個較為穩定的變數，而且與人口數密切相關。這一波家戶數增加的情況大約在2021年初出現，推測是由於當時國內疫情相對穩定，所以有很多外移的台廠回流。再加上晶圓與高科技廠在2021年繁景之際，為提早佈局疫後商機，開始大規模南下投資。還有疫情後許多民眾轉職或是工作樣態更為彈性，因此不需群聚居住在大都會中，可搬遷至更理想的居住地而增加國內的小家庭的戶數。這些情況雖然刺激了移居地房價上漲，但它並不會是一個常態的現象。

這些新立家戶的民眾面對長達五年居高不下且看似不合理的房價漲勢，很容易形成恐慌而勉強購屋。所以奇異的是，少子化、人口老化的人口結構變化，不僅沒有帶來房價自住需求空洞，反而撐起了疫情後的剛性需求，甚至是恐慌性的買潮。然而，這個態勢會持久嗎？也不盡然。我們終究是要像

日本一樣面對少子化和人口老化的自住型薄弱市場。圖1-1-1中可見，目前台灣已有900多萬戶家庭總戶數，對比總人口數，平均每戶只有2位多。除非仍有由兩人一戶走向獨居的大量需求，否則在總人口數不增的情況下，家戶數成長有限。而且獨居的樣態所需要的房地產與一般住宅市場中的主力商品有些差異，不一定能像結婚、生子後另立家戶的需求一樣撐起房市。因此不僅家戶數成長有限，新增的家戶樣態中，撐起首購的結婚、生子後另立家戶需求佔比減少，那麼近年來其他助漲房市的因子很可能轉為房價修正的壓力。

不可避免的，台灣由2020年開始的出生人數不如死亡人數的淨人口（不考慮外移人口）下降現象會影響到家戶數的變化。前兩年因為疫情所造成的工作和生活型態的非常態家戶增加不再出現後，家戶數變化趨緩，甚至開始出現家戶數下降的現象，屆時若有大量主攻首購的房地產推案出現，建商可能就會面對去化不如往前的壓力而下修房價。



圖1-1-1 家庭總戶數(千戶)

資料來源：內政部戶政司

## 2. 所得

雖然全球多數國家都受到COVID-19疫情影響，國民所得面對到大小不一的負向衝擊，台灣卻受惠於某些產業因疫情或貿易戰重新洗牌的影響，反而在2020至2021年，有兩年的高所得成長。圖1-1-2繪出用以表徵民眾平均每人國內生產毛額（即人均GDP）的時間趨勢圖。圖1-1-2可看到，這個成長

態勢在2022年更加明顯，人均GDP在2021至2022年都是持續成長的，台灣人均GDP在2021年底已超過24萬元，到了2022年底已達到25萬元。

這樣豐碩的產出也反映在稅收上，2022年稅收出現了超徵4300億的情況，在2023年初，也引發還稅於民的議題。政府並不朝向將大部份所超徵稅收以現金的方式發放給民眾，其中有一個顧慮是未來難保這繁榮景象會持續多久。2023年初最令人憂心的訊息是美國各大廠商，特別是高科技、網路、電商等大型企業都出現裁員情況。相較於2022年電商、零售業的大舉徵才，這波勞動需求的寒風來得急又猛。而且多家龍頭企業是在營收表現仍佳的情況下，突發性在2023過完新年後，發放優渥的條件裁員。人事聘用和留材需要大幅投資，也是企業競爭力來源，這些企業究竟是看到什麼訊息，對未來景氣如此悲觀而有這樣的評估，我們不得而知。但是可以確定全球景氣的下滑是可以預期的。而且目前經濟條件，並不如疫情爆發之初是外生的短期負向衝擊，各國政府仍紛紛救市，台灣可以受惠於資金浪潮於需求突增。

正如前文所述，美國聯準會之所以快速打擊通貨膨脹是由於歷史經驗，高物價所反映的市場過熱，不僅不能持續好景氣，反而會使經濟失溫後陷入高通膨高失業的停滯性通貨膨脹。這種景氣陷落最難處理，因為央行已無法再以寬鬆貨幣政策的方式進行經濟急救。停滯性通貨膨脹所帶來景氣衰退通常需纏鬥多年，政府需有長期的存糧與擬好因應之策，我們也要有心理準

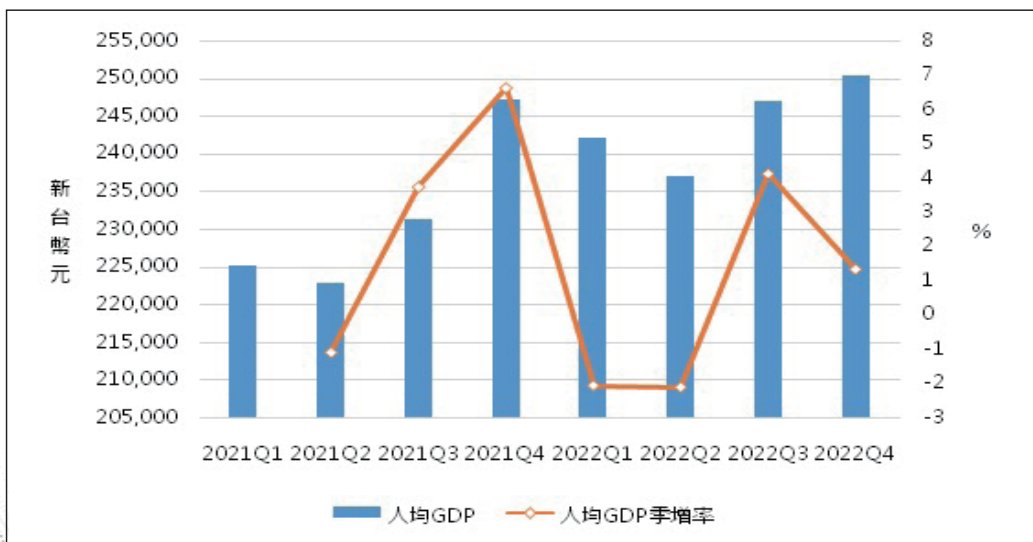


圖1-1-2 人均GDP（新台幣元）

資料來源：行政院主計處

備，特別需改變的是不能再預估每年都有高分紅和調薪下的過度消費行為。之前因搭上產業列車而有高收入的族群，可能將信用擴張到極致，而購買超過恆常所得負擔得起的住宅。如此樂觀的透支行為可能源起於2022年高分紅，但若景氣驟然下跌，之前高分紅恐怕不能長期的支撐房貸支出，屆時房價一旦下滑又不能再擴張舉債，會有房地產開始被丟到待售或拍賣的市場中，引爆更多房價下滑和出售房地產行為，於此時，房市就會開始反轉。因此，之前帶動台灣房市景氣榮景的最強力基本面因素：所得，於今已埋下隱憂。2023年房市不容過於樂觀，但會修正多少則端視國內所得的表現。

### 3. 失業率

景氣指標中所得和失業率是一體的兩面。在2022年國內產出表現亮眼代表勞動需求與投入會較高，而失業的情況就會不明顯。圖1-1-3中所繪出兩年來的失業率趨勢，其中可以看到，2021年中出現第二波疫情，即當年5月，國內疫情管制再度升為三級警戒，帶來廠商減產與停工，造成失業率攀升，直至6月時，因畢業季來臨，失業率再度來到近年來新高（近5%）。但在2022年，同樣在年中時又出現疫情高溫反撲，卻沒有影響到產能，也沒有造成如2021年失業率陡升情況。因此可預期三年來因應疫情經驗已讓廠商找出妥適管制下的生產模式，未來疫情若再升溫也不致對產出形成太大的影響。



圖1-1-3 失業率 (%)

資料來源：行政院主計處

但不代表2023年失業率會如2022年一般穩定。因為COVID-19疫情後的全球經濟開始走向不穩，之前在疫情嚴重時緊急因應的措施所造成的高通膨情況，並不會無聲無息離開，它們對經濟帶來的副作用才正要開始。

特別是，在2023年一開春，全球知名大廠紛紛裁員勢必會減少訂單，台灣供應鏈定會受到影響。國內的需求有可能在疫情剛褪去之際回彈而仍旺盛，但是台灣本就市場有限，主力仍在海外市場。一旦連鎖裁員效應傳到台灣，之前因某些產業興旺而狂飆的房市恐怕會很快地吹起寒風。

#### 4. 利率

2022年美國已加速升息步伐，累計升息達7次，將原本近零的利率推升至4.25~4.5%。國內央行雖未完全跟進，但也不得不逐步調升利率，由圖1-1-4中所繪出的五大銀行新承做購屋貸款利率與五大銀行新承做購屋貸款金額，可以看到平均利率已接近2%。相較於2020年的低利(1.4%)，開始升息以來，利率上漲約0.5%。這個漲幅實在不大，因此讓2022年國內房市資金不致短缺。但是未來面臨高通膨壓力，恐怕央行難再如此保守，屆時利率調升，應會帶給投資客更大的資金成本。而且在平均地權條例修正案正式上路後，預售屋炒作的空間封閉，投資客就需以成屋來操作，融資金額更為龐

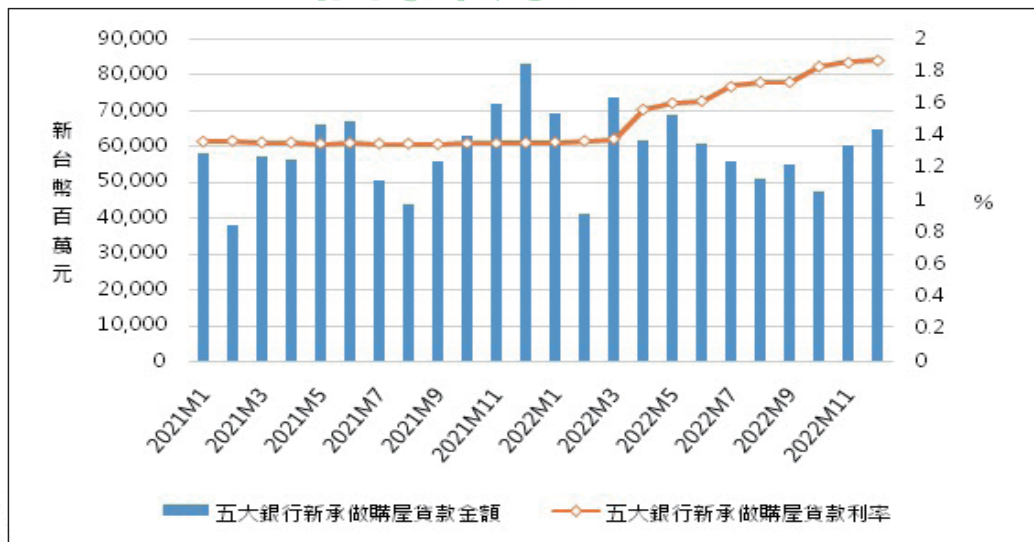


圖1-1-4 五大銀行新承做購屋貸款金額及利率（新台幣百萬元）

資料來源：中央銀行經濟研究處金融統計月報

大，如果又再升息，就可抑制投機炒作的空間，也才會讓投資客選擇讓利，下修價格賣出。

## 5. 貨幣供給量

正如產出和失業率是經濟表現一體兩面，貨幣供給量與利率也是市場資金鬆緊的兩個衡量變數。2022年美國聯準會升息屬於貨幣政策「價」的政策，其所搭配的「量」的政策就會是緊縮「貨幣供給」，即貨幣數量減少。在2022年美國聯準會開始啟動升息之前，在2021年12月時即預告將減少購債，亦即開始轉彎貨幣政策，減少藉由債市投放資金進入市場中。而在2022年5月時正式宣佈開始啟動縮表，亦即進入收回貨幣的階段，也藉由此才能讓利率逐步上升。全球的通膨在2022年的蔓延，主要的資金來源，除了各國本身的貨幣數量增加以外，美國大量釋出的通貨，在各國資產及原物料的市場中尋求投資機會更是一大因素。因此這些造成通膨的「過多的金錢」被收回仍會是2023年時一個全球經濟的主要衝擊。它帶動的不僅是對一般性投資市場如股市的影響，若在短時間快速撤出某些新興市場甚至可能引爆當地貨幣或金融危機，更別提需求資金程度高且流動性較低的房市了。因此就貨幣供給量在2023年的變化來看，其對房市的影響並不樂觀。

如圖1-1-5中所繪出的貨幣供給量(M2)，雖然由2021年初到2022年底都仍是成長的，但是以成長率來看，在2022年，央行的寬鬆貨幣政策已轉為相當保守，部份月份的貨幣供給的成長率接近0%。由於2022年，國內的所得仍是大幅增加，對照一個成長率低的貨幣供給量，實際上央行的動作可被視為是朝向非寬鬆政策了，因為可能已呈現負的「超額」貨幣供給。國際資金和國內資金的同步減少，必然會對房市產生負向的影響。

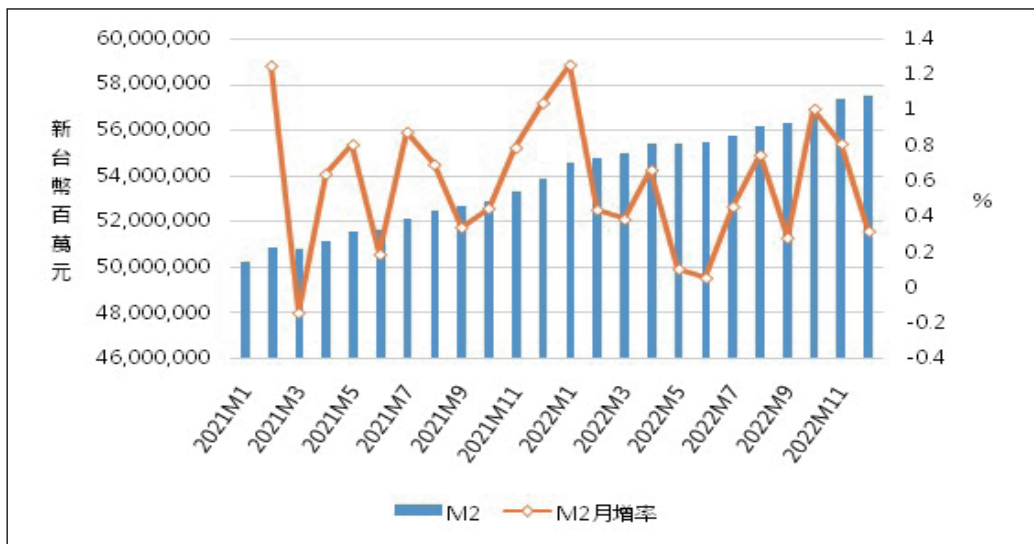


圖1-1-5 貨幣供給量M2 (新台幣百萬元)

資料來源：行政院主計處

## 6. 消費者物價指數

圖1-1-6中繪出國內消費者物價指數。這個指數是最為適合用來觀察民生用品的通膨現象的。在這兩年(2021~2022)的期間，消費者物價指數由接近99上升到接近104，很明顯存在通貨膨脹。雖然，這個指數的成長對比美國通膨率，看似我們生活成本上升的情況不是那麼嚴重，但是台灣民眾所感受到的通膨問題恐怕也不是這個指數所反映的這麼輕微。

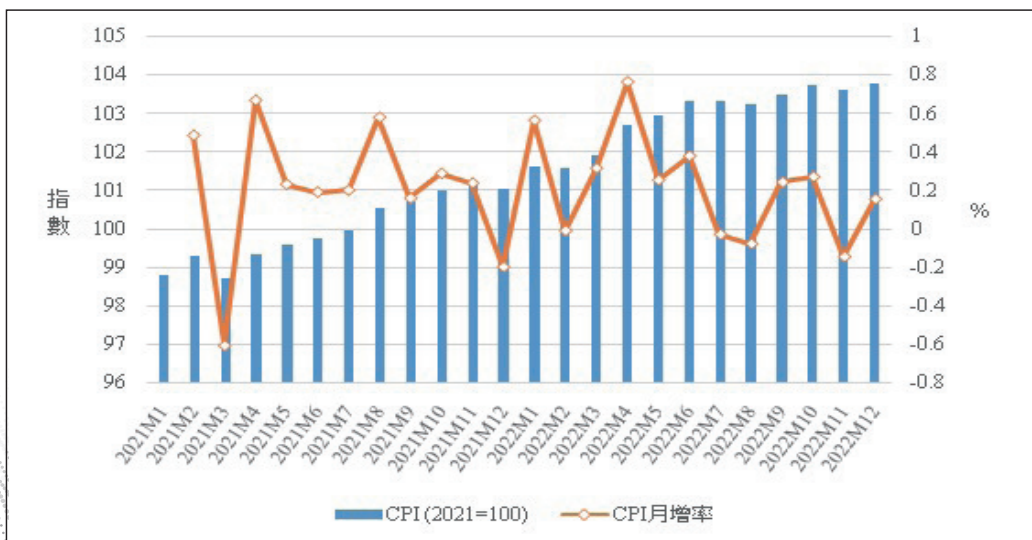


圖1-1-6 消費者物價指數

資料來源：行政院主計處

消費者物價指數是用一籃子財貨去計算的，所以如果用來衡量的財貨及權重是不與民眾的消費屬性相同，就有可能產生衡量的偏誤。如上所述未預期的高通膨會讓民眾搶購財貨和資產，有利於房價上揚。但是若民眾感受到嚴重的通膨問題，許多的生活成本上揚，造成民眾負擔住宅的能力下降，也可能會對房市長期的發展帶來反向的影響。甚至高通膨產生危機逼迫政府需出手去抑制時，其連帶的緊縮政策會讓房市的前景由樂觀轉向為悲觀。因此，我們仍需緊密的注意國內通膨嚴重程度，以評估政策未來走向。

## 7. 加權股價指數

經歷了2021年台灣股市的大漲，2022年台股雖未有大幅的崩盤，但也不算是有好表現。圖1-1-7繪出台股加權股價指數及其報酬率，由其中可看到，台股在2021年大漲了約4000點，指數高漲到18,000點左右。但是在2022年，台股由九月初開始修正，一直到十月時跌破13,000點，年底時才又回彈挑戰一萬五。2023年的開春，台股雖已站上15,000點，但是要再像2021年時的榮景怕是很難了。民眾由股市中賺到了財富常會轉手投入到房市中，這也是2021年房市好的部份因素。現在股市不僅不能帶來財富效果，甚至可能有反應總體經濟急凍下的閃崩疑慮，很難期待由股市而來的投入資金。

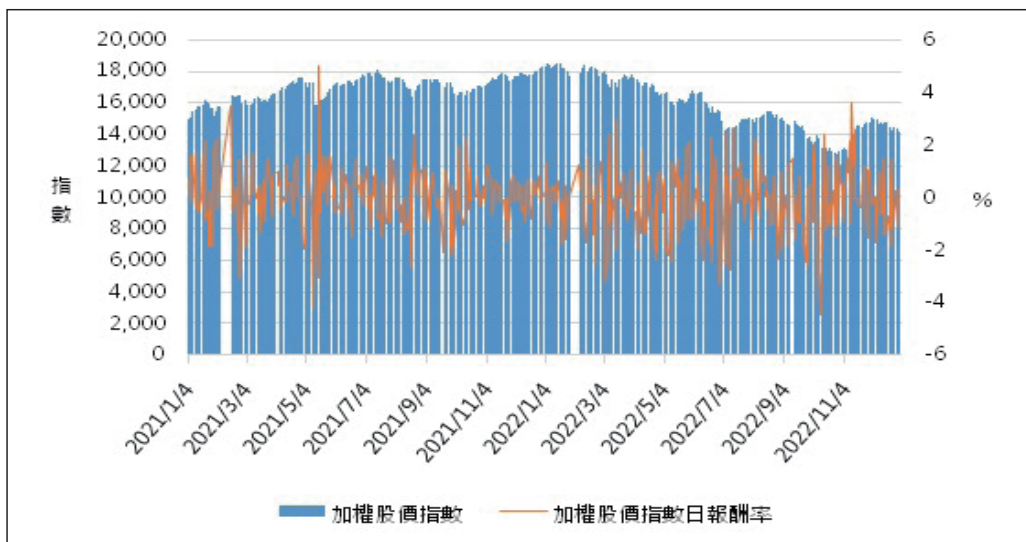


圖1-1-7 加權股價指數

資料來源：台灣證券交易所

## 8. 建築成本

2021年的通膨除了反應在消費者物價指數上，也表現在建築工程物價指數。本文在圖1-1-8中繪出建築工程物價指數及其變動率。由圖中所見，2021年的不動產生產成本大幅上升，這也是符合全球在2021年的原物料價格上揚的情況。但是在2022年美國啟動升息循環後，已開始有部份的原物料價格崩跌。台灣因為景氣仍佳，再加上原物料都是用進口的，上游廠商沒有反映價格的下修，下游產業就無法受惠。但是在2023年市場若急凍之後，部份廠商在面對需求減少的情況，就會競相減價出貨，相信生產成本就會逐步下調。



圖1-1-8 建築工程物價總指數

資料來源：行政院主計處

## 9. 預期心理及交易情緒

民眾在2022年初，在面對了數季的房價暴漲之後，已對房市下修不抱期望。在圖1-1-9中所繪消費者信心指數及其變動率，也可以看到2022年初的股市好表現和所得的成長是帶來民眾對未來經濟景氣的樂觀期待的。但是在下半年股市的反轉後，民眾開始感受到國際資金浪潮的褪去，也產生對未來景氣的憂慮。在2022年底時，消費者信心指數已是當年度最低了。

在面對一個高通膨、高生活成本的經濟環境，又有國外的裁員訊息不斷的出現，民眾很難對未來的景氣樂觀，因此可能對消費行為保守，特別是耐久財的消費，這對房市是反向的影響。



圖 1-1-9 消費者信心指數 (未來半年買耐久財時機)

資料來源：台灣經濟發展研究中心

### 10. 小結

在圖1-1-10和圖1-1-11中分別繪出台灣整體而言的房價指數變化及六個都會區的房價指數變化。由上述的九個總體經濟變數都可以看到其支持了2021年和2022年上半年的房市漲勢。部份變數是在2022年就開始轉向了，所以2022年房市大漲實難找到基本面的支撐。但是為什麼房市仍未有明顯的回

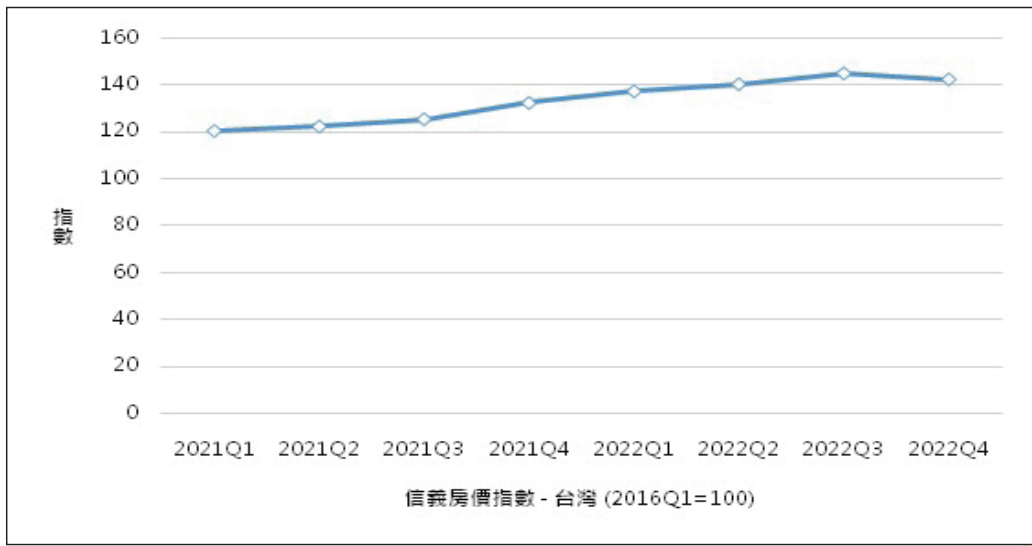


圖 1-1-10 台灣房價指數

資料來源：信義房屋不動產企劃研究室

檔呢？這是因為房市有明顯的量比價先行的情況。在圖1-1-12繪出建物第一次登記件數和圖1-1-13 繪出建物買賣移轉件數。這兩個圖形均說明了這兩年市場活絡，但是部份區域在2023年初是出現了量急凍現象，這表示民眾仍在觀望，一旦跌勢確立，就會有拋售潮，此時價格才會反映。特別是，2023年的總體變數幾乎都是不利房價上漲的，房價的下修是可預測的。

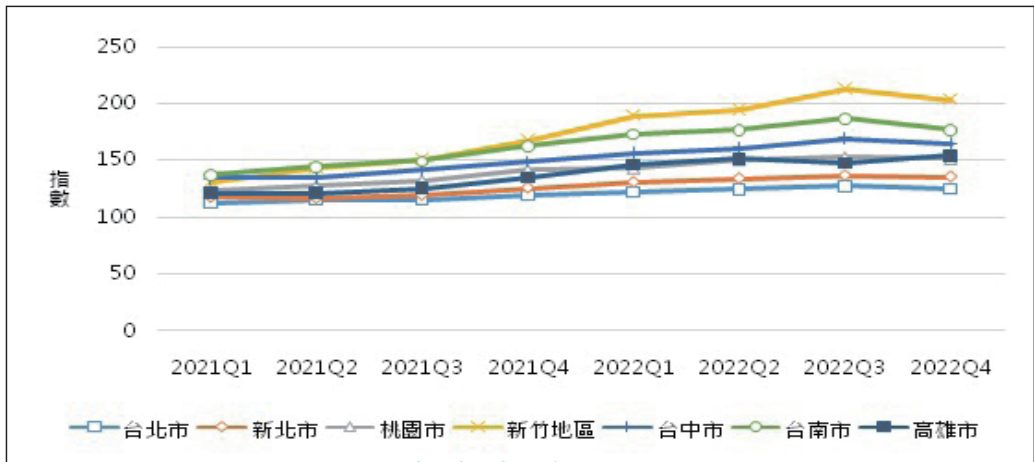


圖1-1-11 六都及新竹縣市房價指數

資料來源：信義房屋不動產企劃研究室

至於房市在2023年會有多大的下修壓力就要看2023年全球經濟展望。在2021年，建物買賣移轉件數創下了八年來的新高，共約34.8萬棟，因此2021年的房市是價量齊「噴出」的好景象。雖然上述九個總體經濟變數都是推進



圖1-1-12 建物第一次登記件數

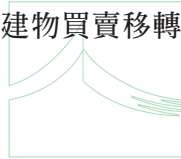
資料來源：內政部統計處

這個景象的成因之一，但是哪些變數影響較多？2022年我們要較為注意哪一個變數呢？本文以下僅以簡單的迴歸模型來看，哪些基本面因素，對於房價的影響較大，以作為觀望2022年房市表現的參考。



圖1-1-13 建物買賣移轉件數

資料來源：內政部統計處



## 二、總體經濟因素對房地產市場表現的影響

不同因子對房市影響的程度可能會隨時間變化。例如，當自住型房產的交易是主流時，那麼家戶數、所得或失業率對房價的影響就會較大；但當投資型房產的交易是主導房價的主要的力道時，那麼房價反應的可能就是股市的表現，及是否有超額的貨幣供給。因此，為評估國內的房價變化大部份可由什麼因素解釋，本文在表1-1-2中列出，由2007年至2022年的季資料，所估計的8個總體因素（即家戶數、所得、失業率、貨幣因素、物價、股市表現、建築成本及消費者信心指數）的變動率對房價變動率的影響，即以房價為被解釋變數，而以8個總體因素為解釋變數的迴歸估計結果。

在表1-1-2中，每一個變數我們都以兩個統計量來觀察，首先以估計係數來說明總體變數影響房價的幅度；及以統計量來說明上述影響是否為顯著的。最後，本文再呈現 $R^2$ ，其被用以觀察全部的總體經濟變數可以解釋房價指數變化的程度。



表1-1-2 不同總體經濟因素對房地產市場的影響

變數(變動率)	台灣	台北市	新北市	台中市	高雄市
家戶數	2.31 [1.22]	4.93** [2.21]	1.77 [0.82]	3.21 [1.09]	6.92 [1.38]
人均GDP	-0.13 [-1.55]	-0.22** [-2.12]	-0.19 [-1.91]	0.10 [0.76]	0.02 [0.07]
失業率	-0.07 [-1.39]	-0.08 [-1.27]	-0.14** [-2.30]	-0.07 [-0.87]	-0.10 [-0.75]
	0.47 [1.23]	0.27 [0.60]	0.48 [1.10]	0.14 [0.23]	0.77 [0.76]
消費者物價指數	0.40 [1.16]	-0.15 [-0.36]	0.71 [1.79]	-0.10 [-0.18]	0.81 [0.87]
加權股價指數	0.06** [2.12]	0.10*** [3.04]	0.04 [1.31]	0.05 [1.08]	0.03 [0.37]
建築物價總指數	0.34** [2.63]	0.50*** [3.25]	0.18 [1.24]	0.53** [2.66]	0.53 [1.55]
消費者信心指數	0.06 [1.41]	0.03 [0.54]	0.05 [1.06]	0.05 [0.67]	0.02 [0.20]
截距	< -0.00 [-0.09]	-0.01 [-0.77]	< 0.00 [0.08]	< 0.00 [0.09]	-0.02 [-0.78]
	0.38	0.40	0.31	0.26	0.14

註：表格中為迴歸係數，括號內為t統計量，其中\*\*\*與\*\*分別代表在1%及5%之顯著水準下顯著。

信義房屋

表1-1-2中顯示，建築物價總指數是主要影響國內房價走勢的主要因素。台灣整體房市、台北市和台中市都受到這個因素的影響。近年來預售屋漲勢是比成屋和中古屋的漲勢高出很多的，建商提出的理由就是生產成本實在是漲太多了。由表1-1-2來看，的確房價反應最多的因素是建築成本。再來第二個重要的因素是加權股價指數，其顯著影響了台灣整體房市表現和台北市房價。

另外，還有家戶數增加會帶來台北市的房價上漲，而失業率上升則會帶來新北市房價下跌。這兩個因素都是偏向影響自住需求的因素。可見這兩個城市的房價變化仍是有基本面的因素在影響。比較意外的結果是台北市房價卻是與人均GDP之間呈現反向相關。這可能是因為不是由薪資所得在影響台北市的房價，而是財富在影響。台北市的高住宅負擔壓力一直是個難解的課題，但由於國內所得的資料在衡量時常有失準的現象，特別是地下經濟的部份，可能會造成所得低估。所以實際造成台北房價推升的資金來源應再探

究，才能找出高負擔壓力的成因。

另一個值得注意的現象是，在使用2016~2021年的資料所估計的結果，是呈現高雄市顯著的受到家戶數的影響，但是卻在資料往後移一年之後，呈現了高雄市的房價與這些基本面的因素都無關。這不禁令人擔心，高雄市的房價在2022年的變化過於劇烈讓迴歸估計的結果已呈現房價偏離、與基本面無關的情況。這樣的房價上漲是較「無所本」的，因此，未來若在資金浪潮褪去的情況下，它就可能會有較大的修正壓力。

### 三、2023年總體環境影響下的房市展望

由上述圖形的統整可以看到，2021年至2022年的總體經濟環境有了結構性的變化，大部份原本有利於房價成長的條件都開始反向的轉變。以下由表格的數據呈現會更清楚。在表1-1-3中，本文列出近兩年來的總體經濟變數及變動率，由家庭戶數中可看到，2022年相較於2021年而言，增幅是減少的。而同樣的人均GDP的部份，也是2021年的表現較佳，2022年底相較於2021年底僅有微幅的增加。但以失業率來看，2022年的表現是較好的。唯一需擔心的是2023年初的國外的大幅裁員的現象。

所有變數當中變動最為明顯是購屋貸款利率，其在2022年的上漲超過0.5%，這是2021年未見的情況，原因是央行要管控物價的上揚（包含消費者物價指數和建築工程物價總指數）有升息的動作。最後，股市表現和消費者的信心都有走弱的現象。

表1-1-3 近二年台灣總體經濟變數及其變動率

原始值	家庭戶數 (千戶)	人均GDP (百萬)	失業率 (%)	購屋貸款金額 (百萬)	購屋貸款利率 (%)
2021Q1	8,950.538	225,230	3.67	56,883	1.357
2021Q2	8,965.343	222,767	4.80	66,718	1.353
2021Q3	9,004.362	231,240	3.96	55,552	1.346
2021Q4	9,006.580	247,077	3.64	83,021	1.355
2022Q1	9,004.145	242,033	3.66	73,488	1.378
2022Q2	9,014.700	236,972	3.74	60,698	1.614
2022Q3	9,062.527	246,938	3.66	54,721	1.731
2022Q4	9,089.450	250,247	3.52	64,495	1.864

表1-1-3 近二年台灣總體經濟變數及其變動率

原始值	消費者物價指數	M2 (百萬)	加權股價指數	建築工程物價總指數	消費者信心指數
2021Q1	98.69	50,829,226	16,431.13	95.97	111.60
2021Q2	99.77	51,667,360	17,755.46	101.25	94.25
2021Q3	100.71	52,663,693	16,934.77	102.39	116.15
2021Q4	101.04	53,875,212	18,218.84	103.25	122.05
2022Q1	101.92	55,006,759	17,693.47	106.88	122.40
2022Q2	103.35	55,463,196	14,825.73	109.02	111.90
2022Q3	103.49	56,293,468	13,424.58	107.96	108.35
2022Q4	103.78	57,508,609	14,137.69	107.92	99.90
變動率(%)	家庭戶數 (千戶)	人均GDP (百萬)	失業率 (%)	購屋貸款金額 (百萬)	購屋貸款利率 (%)
2021Q1	0.19	-0.83	-0.27	-18.35	0.07
2021Q2	0.17	-1.10	26.84	15.95	-0.30
2021Q3	0.43	3.73	-19.24	-18.32	-0.52
2021Q4	0.03	6.62	-8.43	40.18	0.67
2022Q1	-0.03	-2.06	0.55	-12.20	1.68
2022Q2	0.12	-2.11	2.16	-19.12	15.81
2022Q3	0.53	4.12	-2.16	-10.37	6.99
2022Q4	0.30	1.33	-3.90	16.43	7.40
變動率(%)	消費者物價指數	M2 (百萬)	加權股價指數	建築工程物價總指數	消費者信心指數
2021Q1	0.24	1.27	10.911	3.40	-0.04
2021Q2	1.09	1.64	7.751	5.36	-16.90
2021Q3	0.94	1.91	-4.732	1.12	20.89
2021Q4	0.34	2.27	7.308	0.83	4.95
2022Q1	0.87	2.08	-2.926	3.46	0.29
2022Q2	1.39	0.83	-17.68	1.98	-8.97
2022Q3	0.14	1.49	-9.92	-0.98	-3.22
2022Q4	0.28	2.14	5.175	-0.04	-8.12

資料來源：行政院主計處、內政部戶政司、中央銀行經濟研究處金融統計月報、台灣證券交易所台灣經濟發展研究中心

因此，由上述總體環境來看，2022年房價應無法再大幅上攻。雖然由2022年下半年開始房價已由盛轉「盤」，這是因為民眾尚在觀望，造成交易量縮，價格未明顯調整。而何時房價會轉「衰」呢？我們需對比2023年的景氣預測。在表1-1-4中列出國內機構或國際機構及銀行對台灣經濟成長率在2022年底和2023初的預測比較。為了更清楚觀察，我們也列出去年時，這些機構對未來景氣的評估。可以由表1-1-4中明顯的看到，除了主計總處外，所有的機構都認為2023年的景氣比2022年差。不僅如此，全球其他區域除了中國以外，國內機構或國際機構及銀行也預測它們在2023年會走向景氣低迷。在表1-1-5中，本文列出全球、美國、歐元區、日本及中國的經濟成長率預測值。表1-1-5中顯示，甚至在美國和歐元區會出現所得接近零成長的情況。這可能還是樂觀的預期，若一時升息衝擊太大，美國房市或股市又再大幅修正，恐怕經濟寒風會持續相當一段時間。

因此，綜合上述，我們應在2023年保守看待房價表現。目前手上無屋的年輕族群也不用太過悲觀。沒有長久持續的泡沫，理性交易者仍是要避免在

表1-1-4 2022年及2023年台灣經濟成長率預測

機構	機構名稱	2022年	2023年
國內機構	主計總處 (2023/1/18)	2.43%	2.75%
	中央研究院 (2022/12/22)	3.50%	2.71%
	台灣經濟研究院 (2023/1/31)	3.45%	2.58%
	台灣綜合研究院 (2022/12/14)	3.01%	2.51%
	中華經濟研究院 (2022/12/9)	3.04%	2.72%
	國泰台大產學合作計畫團隊 (2022/12/28)	3.00%	2.30%
	元大寶華綜合經濟研究院 (2022/9/21)	3.40%	3.08%
國際機構及銀行	IHSMarkit (2022/12/15, 2023/1/17)	2.86%	2.20%
	國際貨幣基金組織IMF (2022/10/11)	3.30%	2.80%
	亞洲開發銀行 (2022/12/14)	3.40%	3.00%
	星展銀行 (2023/1/4)	2.90%	2.30%
	瑞士銀行 (2022/9/23)	3.30%	2.90%
	渣打銀行 (2022/7/27, 2022/12/14)	3.60%	2.20%

資料來源：各發布機構網站

表1-1-5 全球、歐元區及主要國家經濟成長率預測

國家/地區	國際貨幣基金 2023/1/31		IHS Markit 2023/1/17	
	2022	2023	2022	2023
全球	3.40%	2.90%	3.00%	1.90%
美國	2.00%	1.40%	2.00%	0.50%
歐元區	3.50%	0.70%	3.40%	0.20%
日本	1.40%	1.80%	1.20%	1.20%
中國	3.00%	5.20%	3.00%	5.00%

資料來源：各發布機構網站

恐慌的情況下交易，不管是買或賣都一樣。投資客也不應過度樂觀，應及早讓利民眾，以使房地產回歸居住的使用功能，而非是用來炒作的工具。這樣2023年開始的房價修正也許是一個契機，預告台灣的房市開始走向合理的波動空間。

信義房屋