第二章　總體政經與房地產關聯分析

彭建文[1]

房地產市場是一個相當分散而具有明顯地區性的市場，尤其是 2014 年底桃園市成為國內的第六個直轄市後，不同地區的房地產市場也將更具地區特色。不過，房地產市場的發展除受到該地區供給與需求結構的影響外，亦會受到房地產市場外生變數的影響，尤其是總體經濟與金融環境的影響更為重大且深遠。本章主要針對 2014 年國內外經濟發展情勢進行回顧，並彙整相關機構對 2015 年的經濟成長預測，進而分析其對於國內房地產市場的可能影響。

壹、2014 年總體經濟環境回顧

一、國際經濟環境

各國經濟在 2002 年到 2007 年期間呈現明顯的復甦趨勢，但自 2007 年底開始，受到美國次級房貸風暴所引發全球金融海嘯影響，各國經濟在 2008 年開始出現反轉。不過，在 2009 年的下半年後，隨著各國提出一系列的振興經濟措施，許多國家的經濟即逐漸脫離全球金融海嘯的衝擊，並從 2010 年上半年開始，不論亞洲新興與開發中國家的經濟成長率皆開始正向成長，其中台灣、南韓、新加坡、香港等國家的經濟復甦最為明顯，而中國大陸更呈現 10% 以上的經濟成長率。不過，歐美國家因受到龐大公債與高失業率的影響，其經濟復甦力道較為疲弱。

由於歐債危機並未徹底解決，在 2010 年下半年仍繼續蔓延，使得各國經濟成長在 2011 年又開始趨緩，此溫和復甦趨勢至 2014 年仍繼續存在。根據國際貨幣基金 (IMF) 統計，2014 年全球經濟成長率為 3.3%，略高於 2013 年的經濟成長率 3.0%。根據世界銀行 (WB) 統計，2014 年全球經濟成長率為 2.6%，

1. 國立台北大學不動產與城鄉環境系教授。

亦略高於 2013 年的經濟成長率 2.5%。整體而言，雖然油價在 2014 年出現明顯下跌，有助於各國的經濟成長，但受到新興市場成長趨緩的影響，使得全球經濟成長率力道未如預期般強勁，維持溫和成長的趨勢，落入新平庸時期。[2]

就個別國家的經濟表現來看，2014 年中國大陸的經濟成長率為 7.4%，較 2013 年的 7.7% 為低，且為近 24 年的新低；香港的經濟成長率亦由 2013 年的 2.9% 下滑至 2014 年的 2.3%，但失業率則由 2013 年的 3.4% 小幅下降至 2014 年的 3.2%。日本 2014 年的經濟成長為 0%，明顯較 2013 年的 1.6% 為差，但失業率則從 2013 年的 4.0% 下降至 2014 年的 3.6%。相對地，美國的經濟成長率則由 2013 年的 2.2% 上升至 2014 年的 2.4%，失業率亦由 2013 年的 7.4% 持續下降至 2014 年的 6.2%；南韓 2014 年的的經濟成長為 3.3%，相較於 2013 年的 3.0 略佳，但失業率則從 2013 年的 3.1% 上升至 2014 年的 3.5%。此外，在歐元區的部分，2014 年整體的經濟成長率為 1.3%，相較於 2013 年的 0.1% 明顯改善，其中德國的失業率由 2013 年的 5.3% 繼續下降至 2014 年的 5.0%。(參見表 1-2-1 與表 1-2-2)

信義房屋

2. 主要是指投資不足及低信心、低成長、低通膨所構成的惡性循環，導致經濟成長持續低於長期平均值，且就業疲弱不振的現象。

二、國內經濟環境

台灣經濟成長率在 2002 到 2007 年期間維持在 5% 的水準，但在 2008 與 2009 年明顯受到全球金融海嘯的影響，分別為 0.7%、-1.6%，但在 2010 年出現反彈，經濟成長率達到 10.6%，為 1987 年以來的新高點，但之後受到歐債危機、美國量化寬鬆政策導致台幣升值壓力、以及美國財政緊縮等因素的影響，經濟景氣開始出現持續性趨緩，2012、2013 年的經濟成長率分別為 2.1%、2.2%，明顯較原先的預期為差，2014 年因為民間消費明顯增加，小幅上升到 3.7%，失業率則由 2013 年的 4.18% 持續下降至 3.96%。

表 1-2-1 主要國家經濟成長率

年（季）	臺灣	美國	日本	歐元區	韓國	新加坡	香港	中國大陸
2002	5.6	1.8	0.3	1.3	7.4	4.2	1.7	9.1
2003	4.1	2.8	1.7	1.5	2.9	4.4	3.1	10
2004	6.5	3.8	2.3	2.3	4.9	9.5	8.7	10.1
2005	5.4	3.3	1.3	2.1	3.9	7.5	7.4	11.3
2006	5.6	2.7	1.7	3.5	5.2	8.9	7	12.7
2007	6.5	1.8	2.2	3.2	5.5	9.1	6.5	14.2
2008	0.7	-0.3	-1	0.4	2.8	1.8	2.1	9.6
2009	-1.6	-2.8	-5.5	-4.5	0.7	-0.6	-2.5	9.2
2010	10.6	2.5	4.7	2	6.5	15.2	6.8	10.4
2011	3.8	1.6	-0.5	1.6	3.7	6.1	4.8	9.3
2012	2.1	2.3	1.8	-0.4	2.3	2.5	1.5	7.7
2013	2.2	2.2	1.6	0.1	3	3.9	2.9	7.7
第 1 季	1.4	1.7	0.5	-0.7	2.1	1.5	2.9	7.8
第 2 季	2.6	1.8	1.4	-0.1	2.7	4	3	7.5
第 3 季	1.5	2.3	2.2	0.2	3.4	5	3	7.9
第 4 季	3.4	3.1	2.3	1	3.7	4.9	2.9	7.6
2014	3.7	2.4	0	1.3	3.3	2.8	2.3	7.4
第 1 季	3.4	1.9	2.4	1.4	3.9	4.7	2.6	7.4
第 2 季	3.9	2.6	-0.4	1.2	3.5	2.3	1.8	7.5
第 3 季	4.3	2.7	-1.4	1.3	3.2	2.8	2.7	7.3
第 4 季	3.6	2.5	-0.5	1.3	2.7	1.5	-	7.3

資料來源：國發會重要統計資料手冊 104.3.31

表 1-2-2 主要國家失業率

年 (月)	臺灣	美國*	日本*	德國	南韓*	新加坡*	香港*	中國大陸
2003	4.99	6	5.3	10.5	3.6	5.2	7.9	4.3
2004	4.44	5.5	4.7	10.5	3.7	4.4	6.8	4.2
2005	4.13	5.1	4.4	11.3	3.7	4.1	5.6	4.2
2006	3.91	4.6	4.1	10.3	3.5	3.6	4.8	4.1
2007	3.91	4.6	3.9	8.7	3.2	3	4	4
2008	4.14	5.8	4	7.5	3.2	3.2	3.6	4.2
2009	5.85	9.3	5.1	7.8	3.6	4.3	5.4	4.3
2010	5.21	9.6	5.1	7.1	3.7	3.1	4.3	4.1
2011	4.39	9	4.6	6	3.4	2.9	3.4	4.1
2012	4.24	8.1	4.4	5.5	3.2	2.8	3.3	4.1
2013	4.18	7.4	4	5.3	3.1	2.8	3.4	-
2014	3.96	6.2	3.6	5	3.5	2.7	3.2	-
1 月	4.02	6.6	3.7	5.1	3.2	-	3.1	-
2 月	4.09	6.7	3.6	5.1	3.9	-	3.1	-
2015	-	-	-	-	-	-		-
1 月	3.71	5.7	3.6	4.7	3.4	-	3.3	-
2 月	3.69	5.5	-	-	-	-	3.3	-

資料來源：國發會重要統計資料手冊 104.3.31

貳、2015 年經濟環境展望

一、國際經濟展望

國際貨幣基金 (IMF) 估計 2015 年全球經濟成長率為 3.5%，略高於 2014 年之 3.3%，且為相關預測機構中最高者；環球透視機構 (GI) 與世界銀行 (WB) 估計 2015 年全球經濟成長率均為 3.0%，分別較其 2014 年的經濟成長率 2.8%、2.6% 增加，EIU 2015 年的預測值為 2.8%，較 2014 年的 2.3% 為佳，但為相關預測機構中最低者，上述數值顯示全球經濟仍處於溫和復甦的趨勢。

就個別國家而言，美國因為就業情勢持續改善及房市回溫，促使民間消費增加，IMF 預測其 2015 年的經濟成長率為 3.6%，為相關預測機構最高者，GI 的預測值 3.0%，為相關機構中的最低者，但均較 2014 年的 2.4% 為佳，亦為自 2006 年以來首度有望突破 3%。歐元區方面，受到歐債風暴效應的影響，2014 年的經濟成長為 0.8%，2015 年則略有改善，其預測值介於 1.1~1.5% 之間，因其經濟復甦強度仍不如預期，歐洲央行為刺激經濟景氣，除實施負利率政策外，並宣布將於 2015 年 3 月到 2016 年 9 月期間實施量化寬鬆貨幣政策，購買 1.14 歐元的債券。日本在新首相安倍晉三上任後，積極透過日幣貶值方式試圖振興長期疲弱的經濟，但受到調升消費稅的影響，其 2014 年經濟成長率僅 0.1%，IMF 對日本 2015 年經濟成長率的預估值為 0.6%，為相關預測機構最低者，其他機構的預測值約在 1.0~1.2% 之間，預期日本經濟將逐漸回溫。此外，中國 2015 年經濟成長率預測值在 6.5~7.2% 之間，較 2014 年的 7.4% 下滑，顯示其經濟成長持續呈現減緩，主要受到製造業產能過剩、債務泡沫偏高、財政金融風險上升、房市疲弱、通縮隱憂增加、及外需不穩定等因素的影響。(參見表 1-2-3)

整體而言，2015 年全球經濟前景應較 2014 年略佳，但幅度不會太大，且不同國家或地區的強弱明顯分歧，其中美國經濟成長率可達 3% 以上，呈現穩健成長，但歐元區與日本則相對較弱，經濟成長率約 1%，中國大陸的經濟成長率相對較高，但亦在持續減緩的結構中調整。

信義房屋

表 1-2-3 全球及主要國家經濟成長率（單位：%）

地區別	國際貨幣基金 (IMF)		世界銀行 (World Bank)		環球透視機構 (Global Insight)		經濟學人智庫 (EIU)	
	2014	2015	2014	2015	2014	2015	2014	2015
全球	3.3	3.5	2.6	3.0	2.8	3.0	2.3	2.8
美國	2.4	3.6	2.4	3.2	2.4	3.0	2.4	3.4
歐元區	0.8	1.2	0.8	101	0.9	1.5	0.8	1.1
日本	0.1	0.6	0.2	1.2	0.2	1.0	0.1	1.1
中國大陸	7.4	6.8	7.4	7.1	7.4	6.5	7.3	7.2

註：IMF 係 2015 年 1 月 20 日預測。WB 係 2015 年 1 月 13 日預測，GI 係 2015 年 2 月 15 日預測；EIU 係 2015 年 1 月 21 日預測

資料來源：1. 國發會新聞稿 (2015 年 2 月 17 日)，2015 年國內外經濟展望

二、國內經濟展望

(一) 經濟成長率

經濟成長是促使房地產業發展的基礎，2000 年以後至今，國內經濟成長率出現兩次負成長，一次為 2001 年的 -1.26%，主要係受到美國 911 恐怖事件的衝擊，另一次為 2009 年的 -1.57%，主要受到 2007 年底美國次級房貸風暴所引發的全球金融海嘯所衝擊，2010 年的經濟成長率為 10.63%，為 1986 年 (11.52%) 以來的新高點。之後，因為受到歐債危機持續發酵的影響，在 2011、2012 年國內經濟持續走緩，直到 2013 年經濟成長率才開始回升，2014 年時為 3.74%。此外，我們亦可發現台灣經濟成長率與中國大陸經濟成長的相關性相當高，其經濟成長率自 2010 年開始出現走緩，對於台灣經濟成長亦有相當程度的影響。

由於全球經濟逐步復甦，國內出口可望好轉，加以資金仍相對寬鬆、物價穩定、消費者信心指數轉升及內需逐漸回溫，故國內經濟可望逐步改善。此外，2015 年 1 月景氣對策燈號由黃藍燈回復至綠燈，另一方面在景氣領先指標上已連續 3 個月上升，顯示國內相關景氣逐漸步入穩定，主計總處對 2015 年經濟成長預測為 3.78%，大致與 2014 年相當。(參見圖 1-2-1)

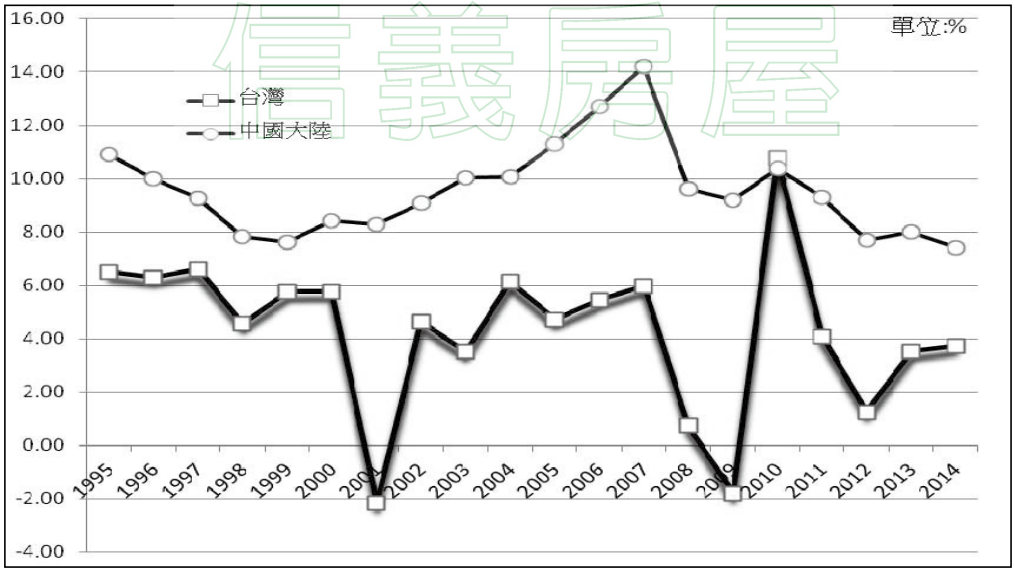

圖 1-2-1 台灣與中國大陸歷年經濟成長率

就國內外主要機構對於台灣經濟成長預測來看，預測值最高為國際貨幣基金的 3.8%，與主計總處的 3.78% 相近，最低為中央研究院的 3.38%。綜合國內外相關機構的經濟成長預測值，可以預測台灣在 2015 年的經濟成長值大致與 2014 年相當，呈現溫和成長。雖然美國經濟穩健成長有助我國出口動能擴張，但因歐、日表現不如預期，且中國大陸經濟成長趨緩，故仍須密切關注其對我國貿易動能的影響。此外，因為 2016 年國內將舉辦總統與立委選舉，可能造成政治環境的紛亂，此為須密切觀察的不確定性因素。(參見表 1-2-4)

表 1-2-4 2015 年台灣經濟成長預測　　單位：%

	預測機構	2015 年
國內機構	主計總處(2014.2.16)	3.78%
	台灣經濟研究院(2015.1.26)	3.67%
	中華經濟研究院(2014.12.17)	3.50%
	台大國泰產學合作計畫團隊(2015.3)	3.50%
	元大寶華綜合經濟研究院(2014.12.24)	3.45%
	台灣綜合研究院(2014.12.11)	3.43%
	中央研究院(2014.12.16)	3.38%
國際機構	環球透視機構(2015.2.15)	3.6%
	經濟學人智庫(EIU, 2015.1.8)	3.4%
	國際貨幣基金(IMF, 2014.10.7)	3.8%
	亞洲開發銀行(ADB, 2015.3)	3.7%

資料來源：依據國發會新聞稿 (2015 年 2 月 17 日)，2015 年國內外經濟展望，加以更新。

(二) 平均每人所得

平均每人所得的成長率與經濟成長率高度相關，可反映一個國家人民的購屋能力。從 1980 到 2014 年期間，除 1982 年 (-0.66%)、1998 年 (-9.50%)、2001 年 (-10.53%)、2009 年 (-6.43%) 為負成長外，其他年度的均為正成長，且大多較消費者物價指數年增率為高，尤其是 1986 至 1989 年期間平均每人所得成長率更高過 20%，但從 1993 年開始平均每人所得成長均在 10% 以下，2014 年時平均每人所得為 19,421 美元，較 2013 年的 18,700 美元上升 3.86%，預期 2015 年的經濟成長率與 2014 年相當，平均每人所得亦會有小幅的成長，對房市有小幅正面影響。(參見圖 1-2-2)

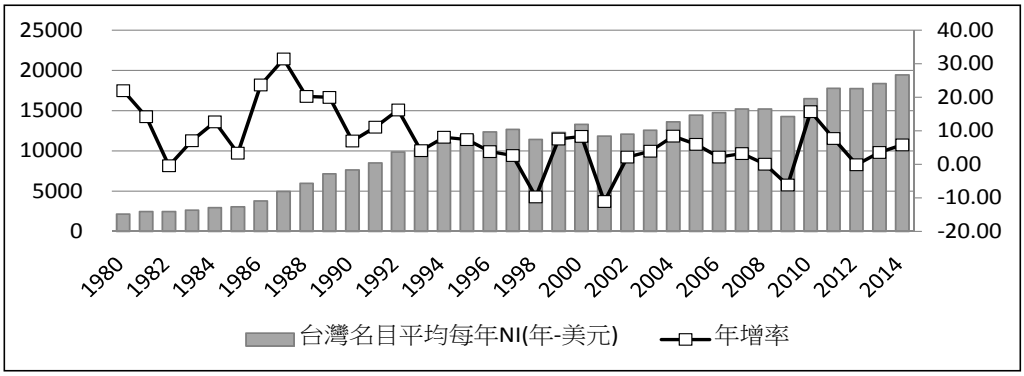

圖 1-2-2 歷年平均每人所得與年增率

資料來源：中華民國統計資料網

(三) 消費者物價指數

物價上漲一方面會使貨幣購買力下降，造成實質所得減少，進而減少房地產消費需求，另一方面則可能因房地產的良好保值特性，增加房地產的投資需求。國內消費者物價指數年增率在1982年開始至今，波動幅度在-0.28%到4.47%之間，除1989年至1995年期間物價年增率維持在4%左右的持續性上揚外，其他年度的物價大致在年增率2%以內的區間波動。2008年消費者物價指數年增率為3.52%，為1995年(3.66%)以來的新高點，2009年則出現少見的負成長，近幾年則維持在1~2%的區間，2014年消費者物價上漲率為1.20%，預期2015年物價水準仍將維持穩定，對房地產市場的影響應該不大。(參見圖1-2-3)

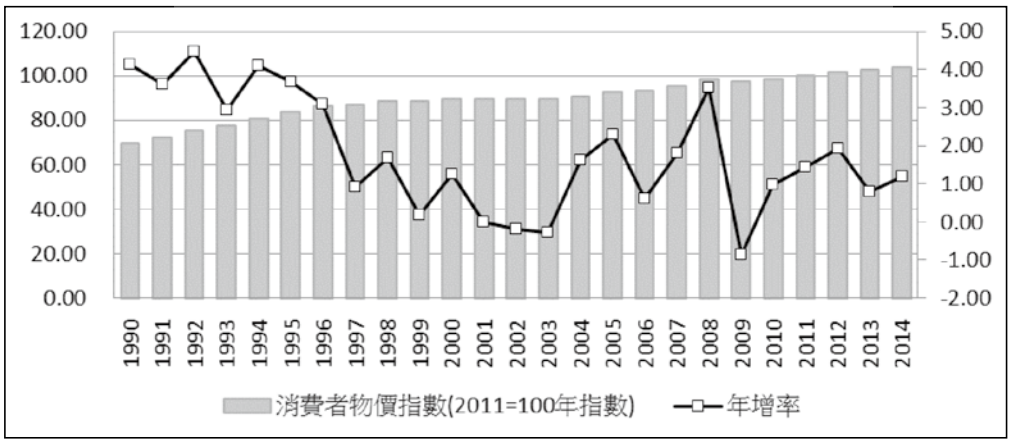

圖 1-2-3 歷年消費者物價指數與年增率

資料來源：台灣經濟新報資料庫

(四) 失業率

在 1978 年到 2014 年期間，失業率最低為 1980 年的 1.23%，最高的是 2009 年的 5.85%，自 2002 年之後國內失業率均在 4% 左右變動，但 2008 年受到全球經濟大環境不佳的衝擊，失業率上升為 4.14%， 2009 年失業率更大幅上升至 5.85%，為亞洲四小龍最高。之後，在全球經濟景氣復甦與政府多項振興經濟措施下，2010 年失業率有效下降至 5.21%，並連續數年呈現下降，在 2014 年的總體失業率為 3.96%，相較於 2013 年的 4.18%，下降 0.22 個百分點，顯示國內就業狀況持續溫和改善中，對房市有些微正面影響。(參見圖 1-2-4)

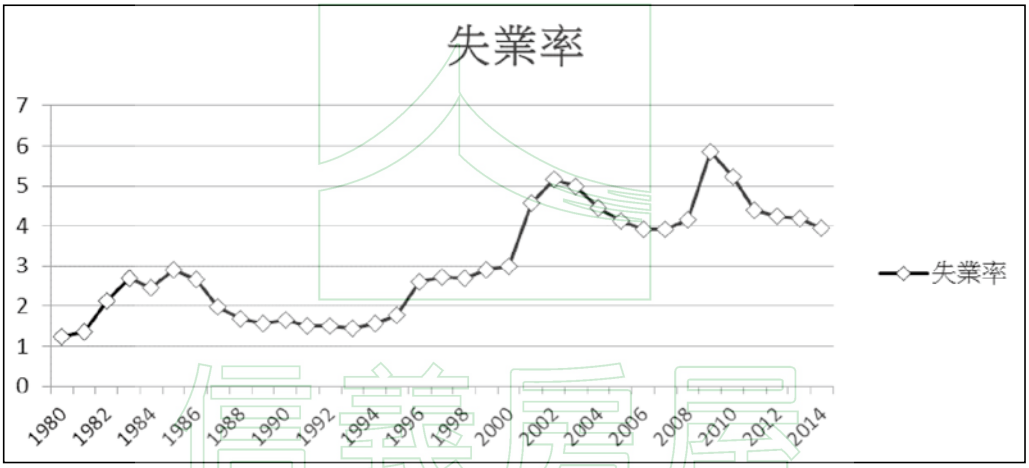

圖 1-2-4 歷年失業率

資料來源：中華民國統計資料網

(五) 貨幣供給

貨幣供給可說是衡量社會游資多寡的重要指標，亦會對資金成本與房地產需求有相當重要的影響。從 1997 年以來 M1B 與 M2 的餘額不斷增加，且 M1B 年增率大多高於 M2 年增率，但 M1B 年增率的起伏波動明顯較 M2 為大。在此波房地產景氣復甦之際，M1B 在 2003、2004 年時年增率曾達到 19.32%、12.44% 的兩位數成長，但在 2005 年之後，除 2009 年的 28.92% 為近二十年次高外，其他年度的年增率均在 10% 以下，甚至在 2007、2008 年時分別為 -0.03%、-0.81% 的負成長。在 2014 年 M1B 的年增率為 6.23%，較 2013 年的

8.74% 為低，與 2014 年的 M2 年增率 6.13% 相近，

此外，M2 年增率在 1997~2000 年之間均在 8% 以上，但之後則逐漸下滑，2007 年為近期低點，年增率僅有 0.93%，2008 年則為近期的高點，年增率為 7.21%，之後逐漸下滑至 2012 年的 3.46%，2013 年回升至 5.79%，2014 年時年增率更上升至 6.13%。由於 M1B 年增率出現成長趨緩，而 M2 年增率則持續上升，可能在 2015 年進入所謂死亡交叉[3]，對於房地產市場可能有小幅負面影響，必須密切加以注意。(參見圖 1-2-5)

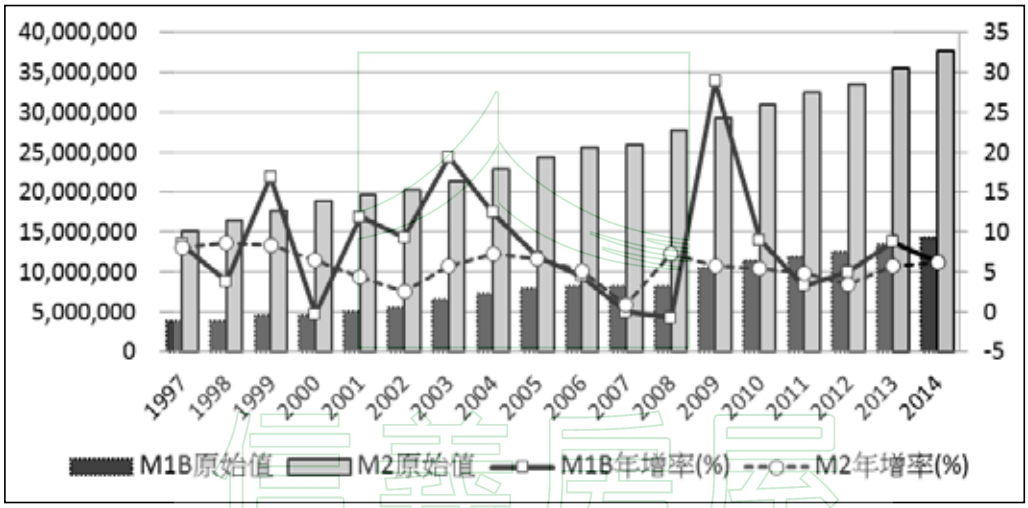

圖 1-2-5 歷年貨幣供給餘額與年增率

資料來源：中華民國統計資料網

(六) 利率水準

由於購屋貸款屬於家戶長期且穩定的現金支出，故消費者在購屋時必須慎重考慮目前利率水準與其未來可能變化。當利率上升時將使貸款負擔加重，降低家戶的房價負擔能力與購屋意願。在 1994-2009 年期間，五大銀行新承做購屋貸款利率大致呈現由高走低的趨勢，並在 2009 年達到歷史的最低

3. 對兩組不同現象時間數列觀察，其正向解讀數據曲線由下而上穿越負向數據曲線時，稱「黃金交叉」，反之為「死亡交叉」。M1B 是由通貨淨額、支票存款、活期存款、及活期儲蓄存款所組成，M2 除包括 M1B 外，尚加入定期性款，當貨幣供給 M1B 年增率曲線由下而上穿越 M2，一般被視為貨幣黃金交叉。反之，M2 年增率曲線高於 M1B 年增率時，被視為貨幣死亡交叉。

點 (1.641%)，其後在經濟景氣復甦與央行控管下開始微幅緩升，在 2014 年為 1.963%，尚未突破 2% 的水準，仍處於歷史的相對低點，預期 2015 年下半年開始會進一步微幅調升[4]，但對房地產市場的短期衝擊尚不大。(參見圖 1-2-6)

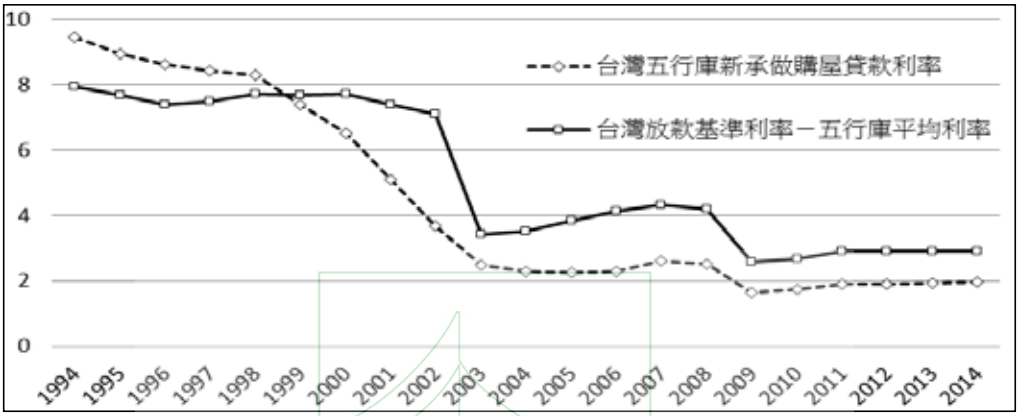

圖 1-2-6 歷年基準放款利率與五大銀行新承做購屋貸款利率

資料來源：台灣經濟新報資料庫

(七) 台灣加權股價指數與營造建材類股加權股價指數

股票市場可視為總體經濟發展的觀測站，股票與房地產市場在不同期間可能存在不同關係，但兩者大致呈現正向關係。1987-1990 年間加權股價指數呈現大幅上漲趨勢，並曾突破 1 萬點大關，之後則大幅下滑，在 1993 年達到近 20 年的最低點 3,377。之後，1994 年到 2000 年期間呈現波動向上趨勢，2000 年時回升到 8645 點的水準，但在 2001 年受到 911 事件衝擊大幅至 4000 點左右，直到 2007 年才回升到 8000 點以上；2008、2009 年受到全球金融海嘯的影響，加權股價指數再度下滑至 4000 點左右，在 2010、2011 年隨經濟景氣復甦出現反彈趨勢，達到 9000 點左右水準；2012 年在經濟大環境不佳小幅下滑至 7000 點左右，但 2013、2014 年則延續呈現反彈趨勢，回到 8500 點以上水準。

營造建材類股的股價指數與加權股價指數趨勢相近，曾在 1998 年出現大幅下跌，並於 2002 年達到 68 點左右的低水準後明顯上揚，其趨勢大致於大盤

4. 央行認為此波房價上漲的主因為過度金融創新、金融監管弱化、預期心理、及投機心態，其處理對策最佳為針對性的總體審慎政策，其中又以租稅工具成效較佳，由於調整利率的影響層面相當大，故判斷央行的利率政策將以溫和緩升為主。

同步，並在 2014 年時回到 300 點以上的水準。2015 年上半年在全球經濟持續復甦與股市回溫下，大盤維持在 9000~9700 點區間波動，營建股則在房價偏高與交易量萎縮下，表現相對較為弱勢，在 280~300 點間左右盤整。預期在 2015 年股市仍相對熱絡，可能吸引部分市場資金由房市轉為股市，對房市有小幅負面影響。

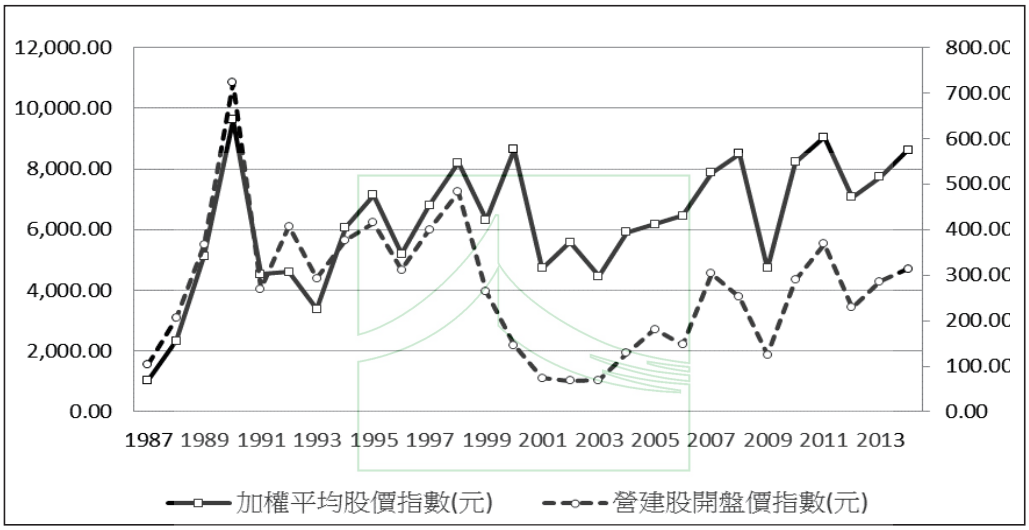

圖 1-2-7 歷年集中市場加權股價指數

資料來源：台灣經濟新報資料庫

信義房屋

(八) 金融機構逾放比

房地產市場景氣與金融機構逾放比呈現反向關係，自 1992 年開始，金融機構 (本國銀行) 逾放比即一路上揚，但於 2001 年達到 11.26% 的歷史高峰後，隨著房地產市場的景氣復甦呈現明顯逐年減緩的趨勢，2014 年本國銀行逾放比為 0.25%，為近年來的最低點，顯示國內金融機構體質有逐漸改善的趨勢，由於 2015 年利率可能小幅調升，房價也會出現小幅下修，預估 2015 年的逾放比將小幅上升。(參見圖 1-2-8)

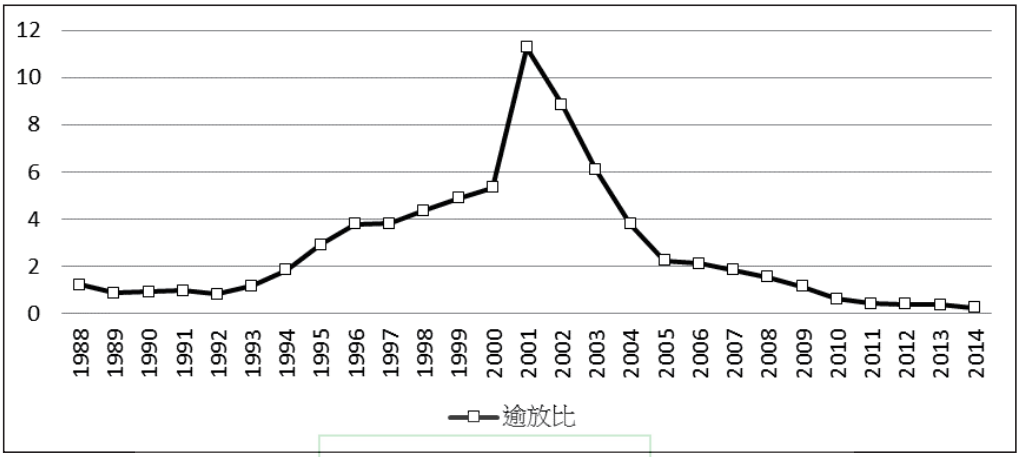

圖 1-2-8 歷年金融機構逾放比 (%)

資料來源：中央銀行

(九) 購置住宅貸款餘額

購置住宅貸款餘額可視為判斷購屋需求多寡的重要指標。從 1994 年以來，購置住宅貸款餘額呈現長期增加的趨勢，但其年增率則有明顯的波動。自 1994 年 (33%) 開始購置住宅貸款餘額年增率一路大幅減少到 2001 年的 -1.07%，與房地產景氣的趨勢非常類似。2001 年之後，購置住宅貸款餘額年增率迅速增加，並在 2004 年達到近期高峰 14.6% 後開始出現成長遞減，直到 2008 年的 1.82% 相對低點後才出現回升，但在 2011 年開始受到經濟不佳與課徵奢侈稅的影響，成長又再度趨緩，2014 年全年新承做購屋貸款 5.86 兆元，年增率為 3.9%，成長幅度較 2013 年的 4.17% 略為下降，預期在金融機構住宅相關貸款轉趨審慎下，未來住宅貸款餘額年增率將持續減緩。(參見圖 1-2-9)

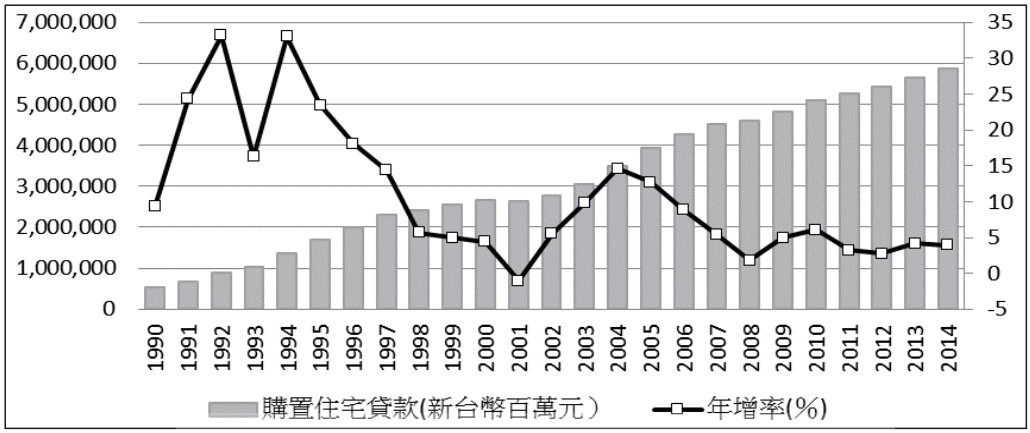

圖 1-2-9 歷年本國銀行購置住宅貸款餘額與年增率

資料來源：台灣經濟新報資料庫

(十) 建築貸款餘額

不同於購置住宅貸款餘額指標，建築貸款餘額可視為判斷房地產市場供給多寡的指標。建築貸款餘額在 1998 到 2002 年期間呈現遞減的趨勢，2003 年到 2014 年期間則出現大幅增加，僅有在 2009 年出現負成長，2014 年建築貸款餘額達到 1.62 兆元的新高峰。就建築貸款餘額的年增率來看，其變動起伏相當劇烈，1997 年到 2001 年期間年增率大多為負成長，在 2004~2007 期間年增率均超過 20%，在 2009 年受到美國次級房貸影響而明顯下滑 -3.54%，雖曾在 2010 年大幅上升至 22.98%，但之後又呈現成長趨緩趨勢，2014 年的年增率為 8.66%，略較 2013 年的 1.83% 為佳，可能是受到容積獎勵值調降的搶建潮影響 (參見圖 1-2-10)

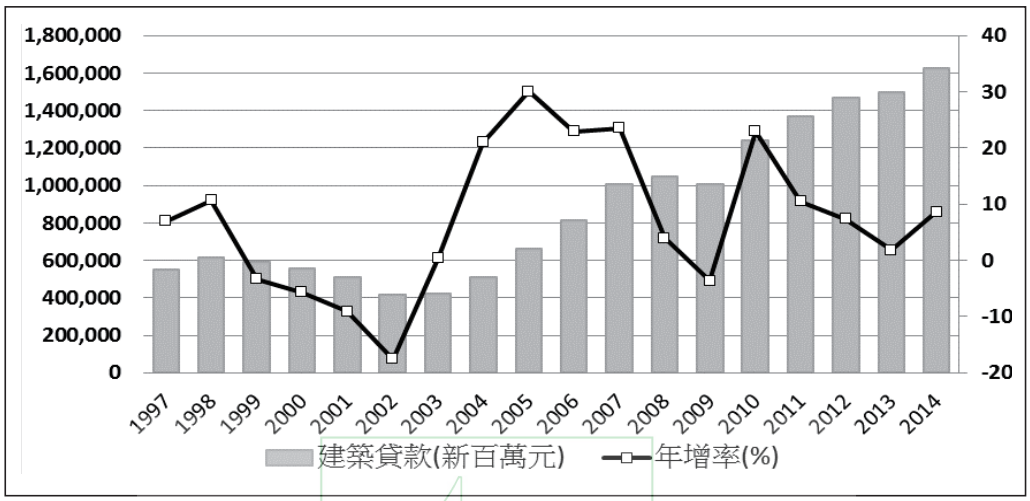

圖 1-2-10 歷年本國一般銀行建築貸款餘額與年增率

資料來源：中華民國統計資料網

(十一)銀行對營造業放款餘額

營造業主要資金大多來自向銀行融資，其放款數額多寡對房地產的供給影響甚大。從銀行對營造業放款餘額來看，在 1998 年到 2003 年之間呈現明顯的下降趨勢，最高為 1998 年的 5,810 億元，最低為 2003 年的 3,459 億元，在 2004~2006 年期間雖有小幅回升，達到 4000 億元左右的水準，但之後則呈現下滑，維持約在 3000 億元的水準。就年增率來看，呈現明顯的波動趨勢，其中 2001、2007 兩年的年增率高達 -20% 左右，最高則為 1998、2004 年的 15% 左右。2013 年的年增率為 6.43%，為近 10 年的高點，但 2014 年又下降至 1.12%。(參見圖 1-2-11)

圖 1-2-11 歷年全體銀行對營造業放款餘額與年增率

資料來源：中華民國統計資料網

參、總體經濟與房地產市場關聯

台灣自 1970 年代以來歷經四次大規模的房地產景氣波動，前三次的高峰點分別出現在 1973~1974、1979~1980、1987~1989 等年度，第四次的房地產景氣始於 2003 年第 2 季 SARS 結束後至今，2015 年可能是此波房地產景氣的轉折點。就景氣波動的原因來看，前兩次房地產景氣屬於供給導向的景氣波動，主要受到石油危機導致國際油價飆漲，在物價與建材價格大漲下社會普遍瀰漫通貨膨脹預期，促使民眾紛紛購屋保值所造成。第三次房地產景氣波動屬於需求導向型的景氣波動，主要受到當時政治開放、經濟快速成長、外匯存底激增、市場游資過多、華航旁國有土地標售、重新規定地價、美元貶值、以及利率低等原因的影響，造成股市與房市雙雙上揚，甚至股市突破萬點的盛況。

目前正在進行的第四波房地產景氣為需求導向型的景氣波動，並非以實質的經濟成長為動力，而是受到全球貨幣寬鬆政策、兩岸經貿程度熱絡、社會游資過多、以及低利率的影響，初期以台北都會區上漲的幅度較快，呈現北熱南冷的趨勢，但在近期因為縣市升格後的效應，產生台北都會區趨於緩和，中部與南部都會區呈現熱絡的現象。因此，2015 年下半年美國是否開始升息、全球經濟復甦的速度、以及中國大陸的後續經濟成長力道等因素，應是影響此波房

地產景氣最重要的觀察重點。

表 1-2-5 為 1994 年至 2014 年間房地產價量與總體變數的相關係數表，與房地產價格相關性較高的總體指標為貨幣供給量 (M1B 和 M2)、放款利率 (平均利率和購屋貸款利率)、貸款額度 (住宅貸款餘額、建築貸款餘額、及銀行對營造業放款餘額)，以及加權股價指數，且在 2004~2014 年的相關性更高於 1994~2014 年期間。其中，貨幣供給量、建築貸款餘額、購置住宅貸款餘額與房價相關程度高達 0.9 以上，金融機構逾放比與房價相關性高達 0.8 以上，銀行業對營造業放款餘額與房價的相關性約 0.7，集中市場加權股價指數、營造建材類指數、五大銀行新承做購屋貸款利率等變數的相關性則在 0.5~0.6 之間。

反觀，經濟成長率、平均每人所得、物價指數、失業率等指標則與房地產價格的相關性較低，其中經濟成長率的相關性在 0.2 左右，物價指數與失業率在 0.1~0.15 之間，平均每人所得則在 0.05 以下，顯示在 2004~2014 年這波房價的上揚主要受到金融面指標的刺激。此外，我們亦可發現貨幣供給量、加權股價指數、營造建材類指數、建築貸款餘額、購置住宅貸款餘額、及平均每人所得等變數與房價有正向關係，經濟成長率、失業率、五大銀行新承做購屋貸款利率、金融機構逾放比、及銀行對營造業放款餘額等變數則有負向關係。

至於與房地產交易量相關性較高的指標，包括營造建材類指數、金融機構逾放比、M1B，其相關係數在 0.5 以上，M2、集中市場加權股價指數、建築貸款餘額的相關性在 0.4~0.5 之間。此外，上述變數的相關性在 2004~2014 年期間明顯低於 1994~2014 年期間，所有變數與成交量的相關性均低於 0.6 以下，顯示影響房地產市場價格與數量的總體經濟指標明顯不同，此可能有部分是受到奢侈稅課徵的影響。

表 1-2-5 房地產價量與總體變數之相關係數(1994~2014)

期　　間	1994~2014			2004~2014		
房地產指標 / 總體指標	國泰房價指數	信義房價指數	成交量	國泰房價指數	信義房價指數	成交量
經濟成長率	-0.0696	-0.1789	0.3025	-0.2236	-0.1996	0.1403
平均每人所得	0.1576	0.1511	0.3564	0.0288	0.0437	0.2491
消費者物價指數	0.2163	-0.0082	0.2966	-0.1320	-0.1591	-0.5379
失業率	-0.1304	0.2787	-0.2631	-0.0945	-0.1087	0.0934
M1B	0.7815	0.9381	0.5137	0.9640	0.9700	0.3504
M2	0.7718	0.9331	0.4529	0.9875	0.9854	0.2631
五大銀行新承做購屋貸款利率	-0.1169	-0.5604	0.0759	-0.5142	-0.5242	-0.3727
集中市場加權股價指數	0.5917	0.5927	0.4067	0.5174	0.5527	0.4301
營造建材類指數	0.5098	0.2875	0.6906	0.4838	0.5117	0.4196
金融機構逾放比	-0.6758	-0.7106	-0.5695	-0.8659	-0.8572	-0.1816
購置住宅貸款餘額	0.5311	0.8517	0.0828	0.9595	0.9538	0.2253
建築貸款餘額	0.9137	0.9725	0.4373	0.9668	0.9587	0.1659
銀行對營造業放款餘額	-0.3967	-0.6441	-0.2418	-0.7126	-0.6811	0.0052

由表 1-2-6 可發現，2014 年經濟成長率 3.74%，較 2013 年的經濟表現為佳，預期 2015 年的經濟表現大致與 2014 年相當，近年平均每人國民所得呈現成長趨緩，雖在 2014 年回升至 3.53%，但預期 2015 年應維持與 2014 年相同的成長幅度，對房地產市場有小幅助益。此外，2014 年消費者物價指數年增率為 1.20%，預期在 2015 年將會小幅上升，對房地產市場影響程度應不大。

2014 年 M1B 與 M2 年增率分別為 6.23%、6.13%，分別呈現下降與上升趨勢，逐漸邁向死亡交叉，預期 2015 年資金將出現小幅衰退現象，對房地產需求有小幅降溫效果。2014 年五大銀行新承做購屋貸款利率平均為 1.963%，預計

2015 年將有小幅上升，但幅度應不大，對房地產需求的負面影響應不致太大。

2014 年的台灣加權股價指數平均為 8,992 點，建材類指數為 313.4 點，均較 2013 年呈現上升，預計 2015 年在總體經濟成長較 2014 年為佳的狀態下，加權股價指數的表現應會小幅上升，但營造建材類股則呈現小幅下修，對房市有小幅正面的影響。購置住宅貸款餘額年增率、銀行對營造業放款餘額年增率在 2014 年分別為 3.90%、1.12%，呈現成長趨緩狀況，但建築貸款餘額年增率上升為 8.66%，預計 2015 年三者將呈現小幅趨緩走勢，對房地產市場會有小幅負面的影響。

表 1-2-6 房地產市場相關之總體經濟與金融指標變化：2009~2015 年

指標	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015 (f)
經濟成長率	-1.57%	10.63%	3.80%	2.06%	2.23%	3.74%	---
平均每人所得成長率	-6.43%	15.64%	8.00%	0.80%	3.17%	3.86%	---
消費者物價指數年增率	-0.87%	0.96%	1.42%	1.93%	0.79%	1.20%	↑
失業率	5.85%	5.21%	4.39%	4.24%	4.18%	3.96%	---/↓
M1B 年增率	28.92%	8.99%	7.16%	7.2%	8.74%	6.23%	↓
M2 年增率	5.74%	5.34%	5.79%	5.8%	5.79%	6.13%	↑
五大銀行新承做購屋貸款利率	1.795%	1.690%	1.881%	1.899%	1.945%	1.963%	↑
集中市場加權股價指數	6,460	7,950	8,156	7,481	8,093	8,992	↑
營造建材類指數	125.55	289.51	368.17	229.27	286.1	313.4	---/↓
金融機構逾放比(本國銀行)	1.15%	0.61%	0.45%	0.40%	0.38%	0.25%	---
購置住宅貸款餘額年增率	4.27%	5.35%	3.21%	2.76%	4.18%	3.90%	---/↓
建築貸款餘額年增率	-3.54%	23.20%	10.48%	7.33%	1.83%	8.66%	---
銀行對營造業放款餘額年增率	-5.21%	-2.32%	-8.20%	4.99%	6.44%	1.12%	---/↓

註：↑表示預期該項指標在 2015 年時較 2014 年之數值為上升（增加），↓則下降（減少），---為持平。

肆、結論與建議

受到次級房貸風暴所引發全球金融海嘯的衝擊，全球經濟均受到嚴重的衝擊，之後在美國為主的量化寬鬆貨幣政策刺激下，全球經濟景氣逐漸的回升，但復甦力道與速度未如預期，主要是因為歐債危機持續發展、美國財政懸崖危機、量化寬鬆貨幣政策退場、新興國家 (主要指中國大陸、印度、巴西等) 經濟成長減緩、以及金價與油價波動等因素衝擊，2014 年全球經濟成長率 3.3% 僅略高於 2013 年的 3.0%。

展望 2015 年全球經濟前景，應會較 2014 年略佳，但幅度不會太大，相關機構對於 2015 年全球經濟成長率的預測值約在 2.8~3.5% 之間。針對 2015 年的國內外經濟情勢，本文大致可歸納以下五點趨勢：

一、全球經濟景氣持續復甦，但不同國家或地區的強弱明顯分歧，整體復甦的力道可能仍屬溫和。

二、美國經濟呈現穩健成長，成長率可達 3% 以上，但歐元區與日本則相對較弱，經濟成長率約 1%。

三、中國大陸以製造業與房市為主的經濟結構仍面臨瓶頸，生產過剩與資產泡沫化問題嚴重，影響中國經濟的成長量能，地方債務偏高與影子銀行等金融風險亦不可輕忽。

四、面對美國量化寬鬆貨幣政策將逐步退場，資金將逐步回流的影響，預期美元將持續走強，其他各國的貨幣將面臨較大貶值壓力。

五、受到資金回流美國的影響，預期新興國家的經濟成長動能將減緩。

就 2014 年房地產市場表現來看，整體房市呈現價穩量縮的格局，全台買賣移轉棟數約 32 萬棟，較前一年減少 13.79%，房價在下半年開始出現小幅下修，尤其以台北市較為明顯，下修幅度約 5%，新北市下修幅度約 2%，且此下修走勢持續到 2015 年初，桃園市與中南部房價則呈現持穩。[5] 此外，2014 年建照戶數約 13.7 萬戶，年增率約 14%，2014 年使照戶數約 8.6 萬戶，年增率約 -11%，

5. 上述房價變化主要依據信義房價指數計算，若根據同期的國泰房地產指數，可發現 2014 年下半年台北市、新北市、台南市、高雄市的房價仍處於小幅上漲趨勢，僅有桃竹地區與台中市有微幅下修。

供給面略為增加。

在上述總體經濟環境趨勢下，預計 2015 年的國內整體房地產市場有下列幾點趨勢：

一、國內 2015 年經濟成長預測值與 2014 年相當，成長幅度仍屬溫和，加以總統大選的影響，預期其對房地產市場的實質正面影響仍屬有限。

二、市場待售物件數量將增加，但因銷售率偏低，使得空屋與餘屋數增加，金融機構的房貸授信將更趨審慎與保守，對未來房市發展明顯不利。

三、在寬鬆貨幣政策逐漸退場下，預期未來房地產投資的熱錢將逐漸減少且利率將緩步上升，房價將小幅下修，預期北部區域修正幅度將較中南部為大。

四、強調「房地合一實價課稅」的不動產交易所得稅方案，預期採取輕稅與不溯及既往方案，對房市的負面衝擊明顯降低，但房屋稅的負擔則因房屋標準單價調高而加重，此將降低高價房屋與多屋者的持有意願，增加市場的潛在賣壓。

五、在短期投資需求大幅減少，長期投資需求小幅減少下，預期中古屋市場表現將較預售市場略佳，但不同區域的差異大。

參考文獻

1. 中央銀行 (2015)，3 月 26 日央行理監事會後記者會參考資料 (2015 年 3 月 26 日)。
2. 中央研究院 (2014)，2015 年台灣經濟情勢總展望，中央研究院經濟研究所。
3. 行政院主計總處 (2015)，重要經社指標速報 (2015 年 4 月 7 日)。
4. 行政院主計總處 (2015)，國情統計通報 53 號 (2015 年 3 月 25 日)。
5. 行政院主計總處 (2015)，國情統計通報 55 號 (2015 年 3 月 27 日)。
6. 國家發展委員會 (2015)，重要統計資料手冊 (2015 年 3 月 31 日)。
7. 國家發展委員會 (2015)，2015 年國內外經濟展望 (2015 年 2 月 27 日)。

信義房屋