

第一章 總體經濟與房地產關聯分析

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，但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，亦會受到房地產外在經營大環境的影響，尤其是總體經濟與金融環境的影響更為重大且長遠。本章主要針對2012年國內外經濟發展情勢進行回顧，並彙整相關機構對2013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、總體經濟環境回顧

一、國際經濟環境

由表1-1-1可發現，2007年底開始爆發的美國次級房貸風暴及其所引發的全球金融海嘯，自2008年第3、4季開始明顯對各國經濟發展產生衝擊，尤其以出口導向的亞洲新興市場所受到的衝擊最為嚴重。不過，在2009年的下半年，隨著各國提出一系列的振興經濟措施之後，大部分亞洲國家即已回到經濟正成長的情況，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，但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。

從2010年上半年開始，全球經濟已全面擺脫2008年金融海嘯的衝擊，亞洲新興與開發中國家的經濟成長率表現甚至優於全球金融海嘯之前，歐美各國的經濟成長率在此段時期則呈現小幅上漲。不過，因為歐債危機並未徹底解決，並在2010年下半年開始蔓延，為維持歐元區的金融安定，以德、法為

¹ 國立台北大學不動產與城鄉環境系教授。



表1-1-1主要國家經濟成長率

| 年(季)別 | 中華民國 | 美國 | 日本 | 德國 | 法國 | 英國 | 義大利 | 韓國 | 新加坡 | 香港 | 中國大陸 |
|----------|--------|--------|-------|---------|--------|------|-------|---------------|-----------|------|--------|
| Period | R.O.C. | U.S.A. | Japan | Germany | France | U.K. | Italy | Korea (South) | Singapore | H.K. | P.R.C. |
| 86年1997 | 5.48 | 4.5 | 1.6 | 1.8 | 2.2 | 3.3 | 1.9 | ... | 8.3 | 5.1 | 9.3 |
| 87年1998 | 3.47 | 4.4 | -2.0 | 2.0 | 3.5 | 3.6 | 1.4 | ... | -1.4 | -6.0 | 7.8 |
| 88年1999 | 5.97 | 4.8 | -0.1 | 2.0 | 3.3 | 3.5 | 1.5 | ... | 7.2 | 2.6 | 7.6 |
| 89年2000 | 5.80 | 4.1 | 2.9 | 3.2 | 3.9 | 3.9 | 3.7 | ... | 10.1 | 8.0 | 8.4 |
| 90年2001 | -1.65 | 1.1 | 0.2 | 1.2 | 1.9 | 2.5 | 1.8 | 4.0 | -2.4 | 0.5 | 8.3 |
| 91年2002 | 5.26 | 1.8 | 0.3 | 0.0 | 1.0 | 2.1 | 0.5 | 7.2 | 4.2 | 1.8 | 9.1 |
| 92年2003 | 3.67 | 2.5 | 1.4 | -0.2 | 1.1 | 2.8 | 0.0 | 2.8 | 3.8 | 3.0 | 10.0 |
| 93年2004 | 6.19 | 3.6 | 2.7 | 1.2 | 2.5 | 3.0 | 1.5 | 4.6 | 9.2 | 8.5 | 10.1 |
| 94年2005 | 4.70 | 3.1 | 1.9 | 0.8 | 1.9 | 2.2 | 0.7 | 4.0 | 7.6 | 7.1 | 10.4 |
| 95年2006 | 5.44 | 2.7 | 2.0 | 3.2 | 2.2 | 2.9 | 2.0 | 5.2 | 8.7 | 7.0 | 11.6 |
| 96年2007 | 5.98 | 2.1 | 2.4 | 2.5 | 2.3 | 2.6 | 1.6 | 5.1 | 8.2 | 6.4 | 13.0 |
| 97年2008 | 0.73 | 0.0 | -1.2 | 1.0 | 0.2 | -0.1 | -1.3 | 2.3 | 1.8 | 2.2 | 9.6 |
| 98年2009 | -1.93 | -2.6 | -5.2 | -4.7 | -2.6 | -5.0 | -5.0 | 0.2 | -1.3 | -2.8 | 9.1 |
| 99年2010 | 10.82 | 2.8 | 3.9 | 3.6 | 1.6 | 1.4 | 1.1 | 6.1 | 14.5 | 6.8 | 10.3 |
| 100年2011 | 4.03 | 1.7 | -0.7 | 3.0 | 1.7 | 0.7 | 0.4 | 3.6 | 4.9 | 5.0 | 9.2 |
| 101年2012 | 1.26 | 2.2 | 2.0 | 0.7 | 0.2 | 0.0 | --- | 2.1 | 1.5 | --- | 7.7 |
| 1季I | 0.59 | 2.4 | 3.4 | 1.2 | 0.2 | 0.2 | -1.3 | 2.8 | 1.6 | 0.7 | 8.1 |
| 2季II | -0.12 | 2.1 | 3.9 | 1.0 | 0.1 | -0.3 | --- | 2.3 | 2.5 | 1.2 | 7.6 |
| 3季III | 0.73 | 2.6 | 0.5 | 0.9 | 0.0 | 0.0 | --- | 1.5 | 0.3 | 1.3 | 7.4 |
| 4季IV | 3.72 | 1.6 | 0.4 | 0.4 | -0.3 | 0.0 | --- | 1.6 | 1.7 | --- | 7.8 |

附註：中華民國、日本、南韓、新加坡、香港與中國大陸季資料未經季節調整，美國、德國、法國、英國及義大利季資料為經季節調整後對上年同期之年增率。

資料來源：經建會(2013)，當前總體經濟情勢(101年)

首的成員透過撥款紓困或是債務減免的方式金援希臘、愛爾蘭、葡萄牙、西班牙等國家，期能共同度過危機。全球經濟景氣在2011年時仍持續受到歐債危機的衝擊，美國為刺激經濟成長以降低失業率，開始推出量化寬鬆貨幣政策(QE II)²，造成亞洲國家貨幣大幅升值，在大量熱錢湧入下引發資產泡沫化的風險。

回顧2012年，世界經濟貿易主要受到歐債危機持續發展、美國財政懸崖危機、新興國家(主要指中國大陸、印度、巴西等)經濟成長減緩、國際油價與金價大幅震盪、以及全球貨幣大戰升溫等因素衝擊³，國際貨幣基金(IMF)估計2012年世界經濟成長率為3.2%，低於2011年之3.9%；環球透視機構(GI)估計2012年世界經濟成長率為2.6%，亦較2011年減緩。就個別國家的經濟表現來看，中國大陸的經濟成長率由2011年的9.2%下降至2012年的7.7%。不過，美國的經濟成長率在民間消費增加、製造業擴張及房市回溫等基本面改善下，由2011年的1.7%小幅上升至2.2%，失業率亦由2011年的8.9%下降至2012年的8.1%，雖仍高於過去十年平均5%左右的失業率水準，但仍是從2010年的高點9.6%持續下降中；日本在2012年上半年受到311災後重建的內需激勵，經濟亦呈現擴張情況，但下半年受到激勵措施陸續退場與釣魚台主權爭議衝擊出口，經濟成長大幅走緩，全年成長率為2.0%，仍較2011年的-0.7%為佳。此外，在歐元區的部分，2012年的主要國家的失業率約在6.5%~6.8%之間，相較於2011年僅有微幅的下降。亞洲國家方面，2011

² 量化寬鬆貨幣政策(Quantitative Easing)指一國貨幣當局透過大量印鈔以購買國債或企業債券等方式，向市場注入超額資金以達到降低市場利率，進而刺激經濟增長。日本央行在2001年時，為解決通貨緊縮問題，在零利率基礎上實行擴張性貨幣政策，為第一個實施寬鬆貨幣政策的國家。美國聯準會(FED)為解決2007年開始的全球金融危機，於2008年11月24日通過總金額1.725兆美元的第一輪量化寬鬆貨幣政策(QE1)，期能提高就業幫助美國走出經濟通縮陰影。第二輪量化寬鬆貨幣政策(QE2)於2010年11月3日實施，宣佈將每個月購買750億元的長期債券，總額度為6000億美元。第三輪量化寬鬆政策(QE3)於2012年9月14日宣佈，內容是將0~0.25%的超低利率維持期限延長到2015年中，且每月將購買400億美元的抵押擔保證券(MBS)，直到就業市場達到6.5%的失業率目標。2012年12月13日，美聯儲聯邦公開市場委員會宣布推出第四輪量化寬鬆政策(QE4)，將透過每月採購450億美元國債替代扭轉操作(Operation Twist)。

³ 日本為達到抗擊通貨緊縮，採取大膽的貨幣政策、靈活的財政政策以及經濟增長策略，2012年10月至今2013年1月止，日圓相對於美元貶值17%，人民幣則相對於美元升值了1%，日元貶值受影響最大的應該是韓國、臺灣、新加坡等經濟體，因為三者出口結構上與日本有較多的重疊之處。



年亞洲國家失業率大多較2010年為低，2012年的失業率則大致與2011年相當，變化幅度不大。(參見表1-1-2)

表1-1-2主要國家失業率

| 年(季)別 | 中華民國 | 美國 | 日本 | 德國 | 法國 | 英國 | 義大利 | 韓國 | 新加坡 | 香港 | 中國大陸 |
|----------|--------|--------|-------|---------|--------|------|-------|---------------|-----------|------|--------|
| Period | R.O.C. | U.S.A. | Japan | Germany | France | U.K. | Italy | Korea (South) | Singapore | H.K. | P.R.C. |
| 86年1997 | 2.7 | 4.9 | 3.4 | 11.5 | 10.8 | 6.9 | 11.5 | 2.6 | 1.4 | 2.2 | 3.0 |
| 87年1998 | 2.7 | 4.5 | 4.1 | 11.1 | 10.3 | 6.2 | 11.7 | 6.8 | 2.5 | 4.7 | 3.1 |
| 88年1999 | 2.9 | 4.2 | 4.7 | 10.5 | 10.0 | 6.0 | 11.4 | 6.3 | 2.8 | 6.2 | 3.1 |
| 89年2000 | 3.0 | 4.0 | 4.7 | 9.6 | 8.6 | 5.4 | 10.5 | 4.4 | 2.7 | 4.9 | 3.1 |
| 90年2001 | 4.6 | 4.7 | 5.0 | 9.4 | 7.8 | 5.1 | 9.5 | 4.0 | 2.7 | 5.1 | 3.6 |
| 91年2002 | 5.2 | 5.8 | 5.4 | 9.8 | 7.9 | 5.2 | 9.0 | 3.3 | 3.6 | 7.3 | 4.0 |
| 92年2003 | 5.0 | 6.0 | 5.3 | 10.5 | 8.5 | 5.0 | 8.7 | 3.6 | 4.0 | 7.9 | 4.3 |
| 93年2004 | 4.4 | 5.5 | 4.7 | 10.5 | 8.8 | 4.8 | 8.0 | 3.7 | 3.4 | 6.8 | 4.2 |
| 94年2005 | 4.1 | 5.1 | 4.4 | 11.7 | 8.9 | 4.8 | 7.7 | 3.7 | 3.1 | 5.6 | 4.2 |
| 95年2006 | 3.9 | 4.6 | 4.1 | 10.8 | 8.8 | 5.4 | 6.8 | 3.5 | 2.7 | 4.8 | 4.1 |
| 96年2007 | 3.9 | 4.6 | 3.9 | 9.0 | 8.0 | 5.3 | 6.1 | 3.2 | 2.1 | 4.0 | 4.0 |
| 97年2008 | 3.8 | 4.5 | 4.0 | 10.1 | 8.5 | 5.5 | 6.4 | 3.3 | 2.7 | 4.4 | 4.1 |
| 98年2009 | 3.9 | 5.0 | 3.9 | 8.6 | 7.1 | 5.2 | 7.1 | 3.1 | 1.9 | 3.3 | 4.0 |
| 99年2010 | 5.2 | 9.6 | 5.1 | 7.7 | 9.4 | 7.8 | 8.4 | 3.7 | 2.2 | 4.4 | 4.1 |
| 100年2011 | 4.4 | 8.9 | 4.5 | 7.1 | 9.3 | 8.1 | 8.4 | 3.4 | 2.0 | 3.4 | 4.1 |
| 101年2012 | 4.2 | 8.1 | 4.4 | 6.8 | 10.3 | --- | 10.7 | 3.2 | 2.8 | 3.3 | --- |
| 1季I | 4.2 | 8.3 | 4.5 | 7.3 | 9.9 | 8.3 | 10.9 | 3.5 | 3.0 | 3.4 | 4.1 |
| 2季II | 4.2 | 8.2 | 4.3 | 6.6 | 9.4 | 7.8 | 10.5 | 3.2 | 2.8 | 3.2 | 3.3 |
| 3季III | 4.3 | 7.8 | 4.2 | 6.5 | 9.7 | 8.0 | 9.8 | 3.1 | 2.8 | 3.3 | 3.5 |
| 4季IV | 4.2 | 7.8 | 4.2 | 6.7 | --- | --- | --- | 3.0 | 2.6 | 3.3 | --- |

附註：1.德國為登記失業率。

2.*表示資料係經季節調整。

資料來源：經建會(2013)，當前總體經濟情勢(101年)；行政院主計處；Monthly Bulletin of Statistics Online, MBS。

二、國內經濟環境

台灣經濟景氣2010年達到10.82%的經濟成長率，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下滑，2011年的經濟成長率下降為4.03%。在國際景氣走緩下，2012年我國對外出口明顯衰退，第1、2季的經濟成長率分別為0.59%、-0.12%，第3季經濟成長率為0.73%，其中民間消費因物價漲幅擴大、股市不振等因素，僅微幅成長0.89%(為2009年第3季以來新低)。不過，因為第4季開始受到股市走揚、民眾消費信心恢復、及物價漲幅趨緩，民間消費成長1.55%，在民間消費成長的貢獻下，該季經濟成長率達3.72%，並使全年經濟成長率達到保1%的目標。

在2012年初期，國內外相關機構雖一致性地認為台灣2012年的經濟成長會較2011年為低，但相關經濟成長預測值仍界於2.8~4.1%之間，下降幅度不大，行政院主計處的預測值為3.85%。不過，2012年實際的經濟成長率僅有1.26%，明顯低於相關機構的預測值，為2010年以來的最低點，雖然2012年國內失業率持續下降至4.24%，本國銀行逾放比亦持續下降至0.40%，但經濟景氣復甦的放緩亦反映在其他經濟相關指標上，例如加權股價指數與營建類股加權指數等指標呈現明顯下降，物價指數也呈現小幅上升1.9%。此外，雖然購置住宅貸款餘額與建築貸款餘額雖仍為上升，但是年增率卻呈現遞減。

貳、經濟環境展望

一、國際經濟展望

由於主要經濟體之間不協調的貨幣政策、西亞北非等地區情勢動盪所造成的原油價格上漲、天災所引發的全球糧食危機、兩韓緊張關係、以及日本受到311大地震所引發的衝擊，使得2012年全球經濟呈現下滑。展望2013年全球經濟前景，美國財政問題與寬鬆貨幣政策、歐元區經濟疲弱與債信危機、以及日圓走貶引發國際經貿緊張情勢升高等因素，為影響世界經濟復甦最關鍵的不確定因素。根據表1-1-3顯示，國際貨幣基金(IMF)預估，若歐債危機及美國財政危局妥善紓解，2013年全球經濟成長率可望小幅增至3.5%；



環球透視機構(GI)預測2013年世界經濟成長率為2.5%，較2012年持平，顯示經濟回升動能仍屬和緩。(參見表1-1-3)

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，聯準會更在2012年12月宣佈啟動第四輪寬鬆貨幣政策(QE4)加強成長動能，期望進一步降低失業率，IMF預測其2013年的經濟成長率為2.0%，略高於GI的預測值1.9%，兩機構均預測美國在2014年的經濟成長率將較2013年為佳，經濟成長率將成長一個百分點。歐元區方面，受到歐債風暴的持續效應影響，兩機構對2013年的經濟成長預測值差異不大，約在-0.2~-0.3%之間，但可望在2014年經濟轉為正成長，期預測值介於0.5~1.0%之間。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經濟，GI預估其2013年經濟成長率為-0.4%，IMF的預估值則為1.2%，兩者均認為日本2013年的經濟成長動能將較2012年略低，但在2014年部分，GI的預測值(1.9%)則明顯較IMF的預測值(0.7%)樂觀。此外，就GI對新興國家經濟成長預測值來看，2013、2014年的預測值分別為5.3%、6.0%，均較2012年的4.9%為佳。其中，兩機構對於中國2013年的預測值均為8.2%，對於2014年的預測值亦差異不大，約在8.4~8.5%之間，維持在一個相對穩定的成長水準。

表1-1-3 全球及主要國家經濟成長率(單位：%)

| 地區別 | 環球透視機構(Global Insight) | | | 國際貨幣基金(IMF) | | |
|------|------------------------|------------|----------|-------------|-----------|----------|
| | 2012 | 2013 | 2014 | 2012 | 2013 | 2014 |
| 全球 | 2.6 | 2.6(2.5) | 3.5(3.4) | 3.2 | 3.5(3.6) | 4.1(4.1) |
| 先進國家 | 1.2 | 1.0(1.0) | 2.0(1.9) | 1.3 | 1.4(1.5) | 2.2(2.3) |
| 美國 | 2.2 | 1.9(1.7) | 2.8(2.7) | 2.3 | 2.0(2.1) | 3.0(2.9) |
| 歐元區 | -0.5 | -0.3(-0.2) | 0.5(0.4) | -0.4 | -0.2(0.2) | 1.0(1.2) |
| 日本 | 1.9 | 0.4(0.0) | 1.9(1.8) | 2.0 | 1.2(1.2) | 0.7(1.1) |
| 新興國家 | 4.9 | 5.3(5.1) | 6.0(5.9) | - | - | |
| 中國大陸 | 7.8 | 8.2(8.0) | 8.4(8.3) | 7.8 | 8.2(8.2)- | 8.5(8.5) |

註：GI ()內數值係2013年1月預測；IMF 係2012年10月預測。

資料來源：1. 經建會，當前總體經濟情勢(2013年)

2. World Overview, Global Insight Ltd., Feb 15, 2013。3. World Economic Outlook Update, IMF, Jan. 23, 2013.

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-1.65%，主要係受到美國911恐怖事件的衝擊，另一次為2009年的-1.93%，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10.82%，為1986年(11.0%)以來的新高點，到了2011年在下半年，因為受到歐債危機影，2011全年經濟成長率為 4.07%。2012 年全球經濟成長持續走緩，我國出口成長率連續數月衰退，民間消費仍持續走緩，2012全年成長率 1.26%。不過，由於全球經濟成長回穩，國內出口好轉，加以內需逐漸回溫，主計處對2013 年經濟成長預測為3.59%。(參見圖1-1-1)

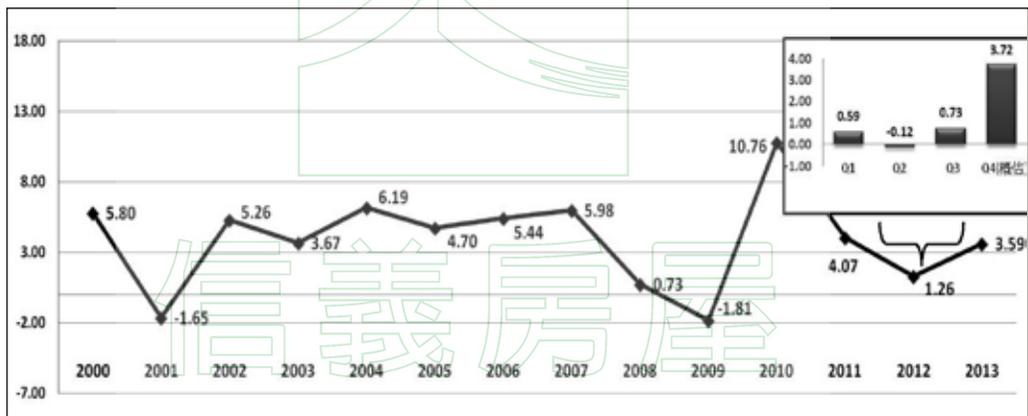


圖1-1-1 台灣歷年經濟成長率

資料來源：原圖引用自經建會，當期總體經濟情勢簡報(2012年)

就其他國內外機構對於台灣經濟成長預測來看，由於受到美國延後執行自動減支與舉債上限的財政問題、歐元區經濟持續疲弱、以及日圓大幅走貶引發國際經貿緊張情勢升高等因素的影響，使得全球經濟仍充滿挑戰，主要機構預測2013年全球及各主要國家經濟表現多偏向保守估計，認為短期經濟前景仍無法有較大幅度改善。國內機構對台灣2013年的經濟成長率預測值分佈3.05~3.60%之間，其中以中華經濟研究院的預測值最高，而以中央研究院的預測值為最低。國際機構方面，預測值分佈3.0~4.0%之間，其中以世界銀



行的預測值最高，而以經濟學人智庫的預測值為最低。在外資券商方面，預測值分佈在2.9%~4.2%之間，其中以星展銀行的預測值最高，摩根士丹利的預測值最低。(參見表1-1-4)

綜合國內外相關機構的經濟成長預測值，可以預測台灣在2013年的經濟成長值應會較2012年為佳，但幅度應屬溫和。不過，因實質薪資未能提升、股市量能偏低、政府消費支出精簡、以及核四公投影響民間消費與投資擴增等因素，仍是值得關切的不確定變數。

表1-1-4 2013年台灣經濟成長預測

| | 預測機構 | 2013年 |
|------|-------------------------|------------|
| 國內機構 | 主計總處(2013.02.22) | 3.59[3.53] |
| | 台灣經濟研究院(2013.1.25) | 3.49[3.42] |
| | 中華經濟研究院(2012.12.12) | 3.60[3.59] |
| | 台灣綜合研究院(2012.12.14) | 3.57 |
| | 中央研究院(2012.12.14) | 3.05 |
| | 元大寶華綜合經濟研究院(2012.12.26) | 3.48[3.85] |
| | 台大-國泰產學合作計畫團隊(2013.3.6) | 4.23[3.88] |
| 國際機構 | 世界銀行(2012.12.19) | 4.0[4.4] |
| | 環球透視機構(2013.01.15) | 3.6[3.3] |
| | 經濟學人智庫EIU(2013.01.18) | 3.0[2.8] |
| | 國際貨幣基金(2012.10.09) | 3.9[4.7] |
| 外資券商 | 摩根士丹利(2012.11.20) | 2.9[3.3] |
| | 渣打(2013.3.5) | 3.9[3.9] |
| | 巴克萊銀行(2013.2.27) | 4.0 |
| | 瑞士銀行(2013.3.1) | 4.2[3.7] |
| | 星展銀行(2013.01.09) | 4.2 |

註：[]為前次預測值

資料來源：101年當前經濟情勢，行政院經濟建設委員會。

(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與購屋意願。從1980到2012年期間，除1982年(-0.86%)、1998年(-9.73%)、2001年(-11.17%)、2009年(-6.1%)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，2012年時平均每人所得為18,403美元，較2011年小幅上升3.8%，預期2013年的經濟成長率將較2012年略佳下，平均每人所得亦會有小幅的成長。(參見圖1-1-2)

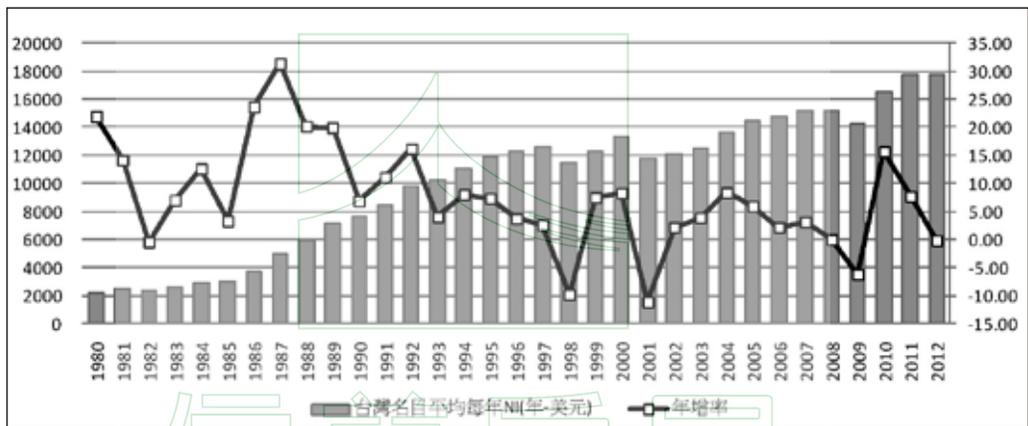


圖1-1-2 歷年平均每人所得與年增率

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3.53%，為1995年(3.67%)以來的新高點。2012年時的物價指數年增率為1.93%，較2011年的1.42%上升，主計處預估2013年消費者物價年增率為1.37%。(參見圖1-1-3)

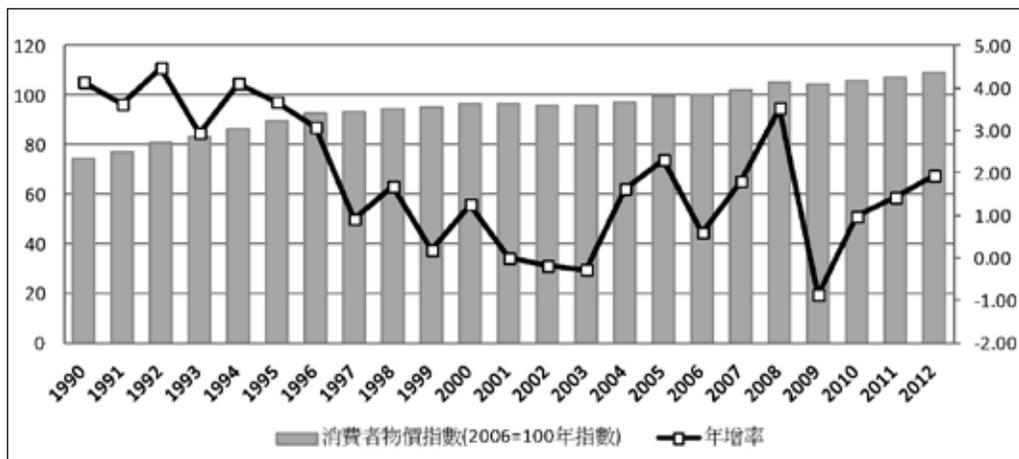


圖1-1-3 歷年消費者物價指數與年增率

資料來源：台灣經濟新報資料庫

(四)失業率

在1978年到2012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年開始受到全球經濟大環境不佳的衝擊，失業率全年平均4.14%，為亞洲四小龍最高，2009年失業率更大幅上升至5.85%。2010年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%，2011年更進一步降至4.39%，2012年平均就業人數為1,086萬人，年增率1.41%；平均失業率4.24%，較2011年下降0.15個百分點，預估2013年的失業率在經濟好轉下將持續小幅下降。(參見圖1-1-4)



圖1-1-4 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1980年以來M1B與M2的餘額雖不斷增加，但M2年增率則有逐年下降的趨勢，M1B年增率則呈現明顯的起伏波動。M2年增率在2000年開始均在8%以下，2007年為近期低點，年增率僅有0.93%，2008年至今年增率約維持在5%左右的水準，2012年為3.46%。M1b年增率波動幅度明顯較M2為大，1986年時曾達到51.41%的高峰，1990年則達到-6.65%的谷底，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年時為-0.03%、-0.81%的負成長，在2012年時為4.97%。預估2013年貨幣供給額仍將維持在一個相對寬鬆的水準，M1B的年增率可能增加，但M2的年增率則與2012年相當或呈現微幅增加。(參見圖1-1-5)

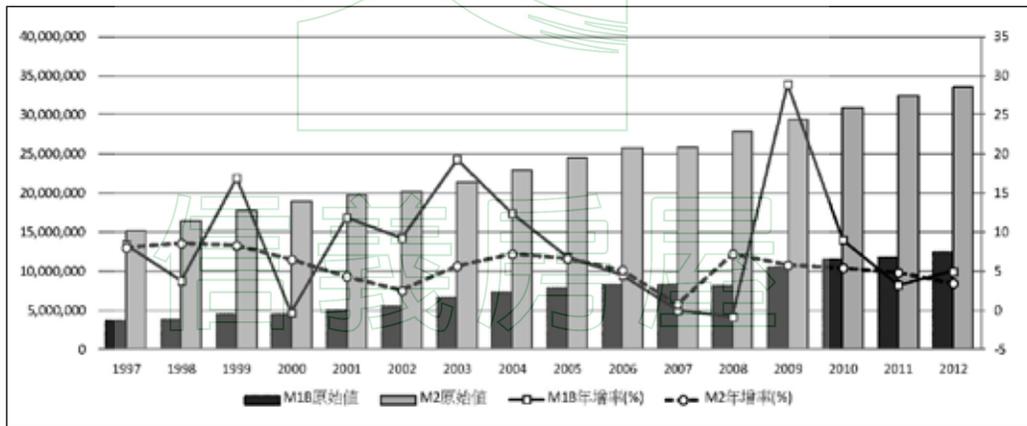


圖1-1-5 歷年貨幣供給餘額與年增率

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1994-2012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，且在2009年達到歷史的最低點(1.641%)後逐步短升，在2012年時為1.899%，仍低於2%的水準，預估在



2013年隨經濟景氣復甦與央行的控管下，可能超過2%。(參見圖1-1-6)



圖1-1-6 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。1997-2001年間加權股價指數呈現大幅下滑趨勢，在2001-2007年間則呈現上揚趨勢，2008、2009年受到全球金融海嘯的影響而下滑，並在2010、2011年則出現反彈趨勢，但2012年在經濟大環境不佳下，呈現下滑趨勢，平均指數為7481.34點。營造建材類股的股價指數與加權股價指數趨勢相近，於2001年達到谷底，之後呈

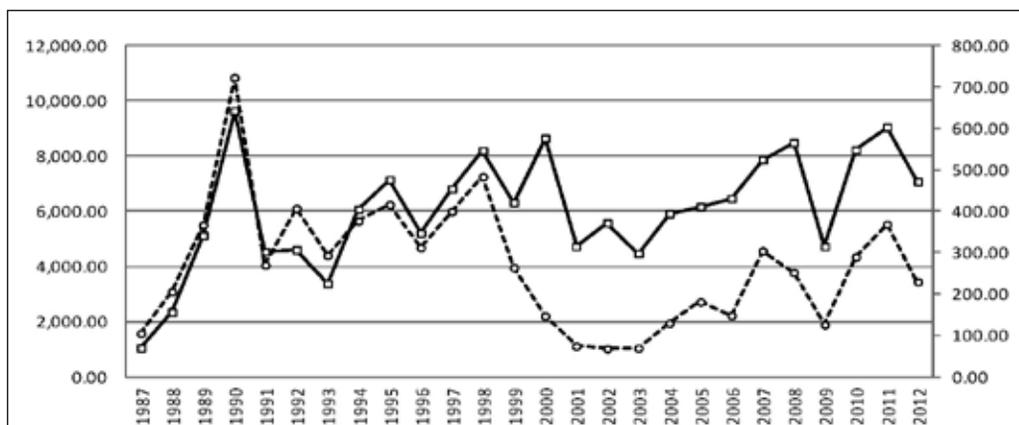


圖1-1-7 歷年集中市場加權股價指數

資料來源：台灣經濟新報資料庫

現大幅上揚，2008年因整體股票市場景氣低迷，並持續下跌至2009年，於2010、2011出現明顯回升，在2012年上半年，因全球股市回溫與總統大選的不確定因素消除，上半年呈現上升情況，但在下半年因為證所稅議題、歐債危機升高、以及全球經成長減緩等負面因素干擾，全年的平均呈現下滑情況，平均指數為229.27點。預估2013年在經濟成長復甦下，加權股價指數與營造建材類股加權股價指數的表現均會較2012年略佳。(參見圖1-1-7)

(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7.48%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，2012年本國銀行逾放比為0.40%，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，若短期利率維持平穩，預估2013年的逾放比應不會有太大的變化。(參見圖1-1-8)

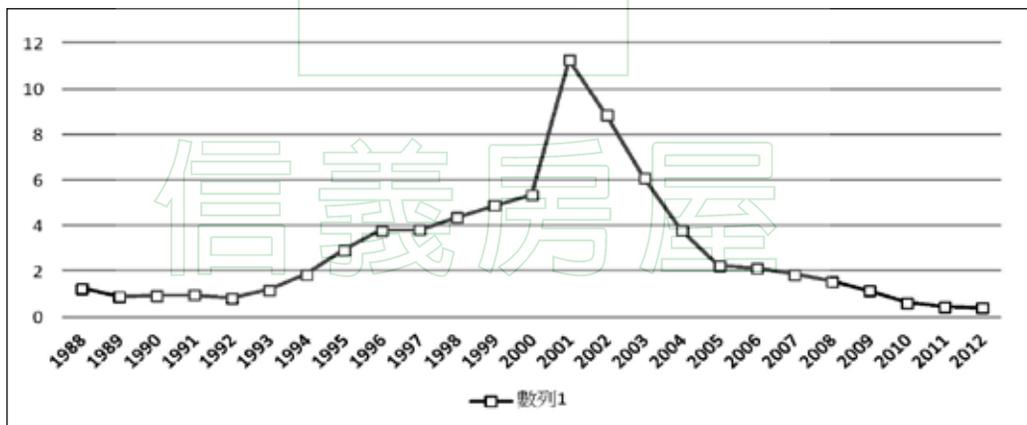


圖1-1-8 歷年金融機構逾放比(%)

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年之後才出現回升，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，2012年全年新承做購屋貸款5,417,256百萬元，年增率為2.72%，為近4年新低，預估2013年的成長幅度可能會較2012年略佳或持平。(參見圖1-1-9)

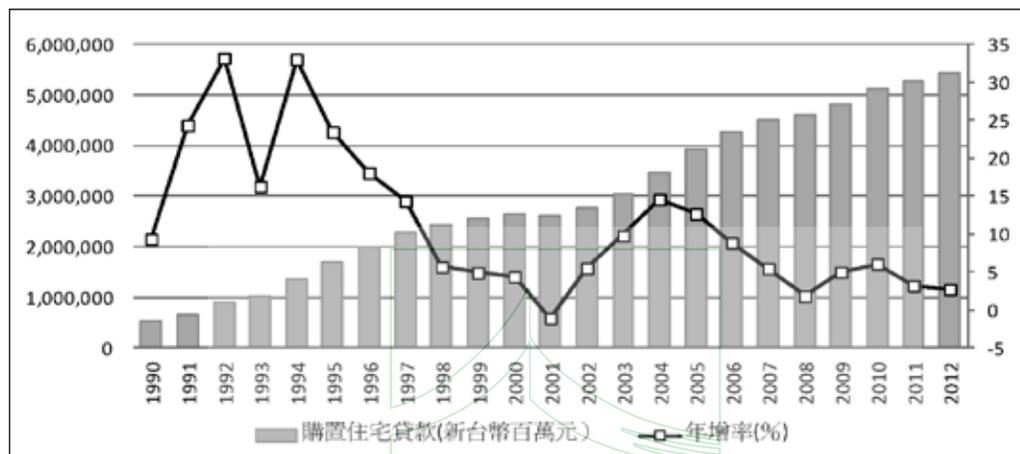


圖1-1-9 歷年本國銀行購置住宅貸款餘額與年增率

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2003年期間呈現遞減的趨勢，2004年到2012年期間則出現大幅增加，僅有在2009年出現負成長，2012年建築貸款餘額達到1,407,383百萬元的新高峰。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2002年期間年增率大多為負成長，在2004~2007年期間年增率均超過20%，在2008、2009年受到美國次級房貸影響而明顯下滑至0.57%、-3.54%。雖然，2010年大幅上升至22.98%，但之後成長又呈現趨緩，2012年的年增率6.58%，預估在2013年的成長幅度會略較2012年略佳或持平。(參見圖1-1-10)

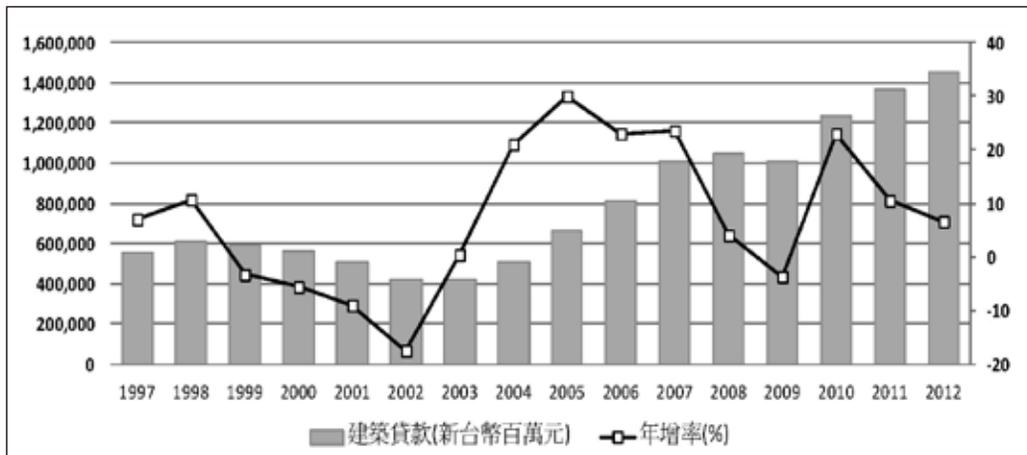


圖 1-1-10 歷年本國一般銀行建築貸款餘額與年增率

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數來看，在1998年到2003年之間呈現明顯的下降趨勢，在2003年以後則呈現波動的情況。就年增率來看，除在1997、1998、2004、2005、2008、2012等年度外，其餘年度均為負值，其中2001、2007兩年的年增率高達-20%左右。2012年的年增率為4.99%，為近五年來的首次正成長，預估2013年應會較2012年略佳。(參見圖1-1-11)

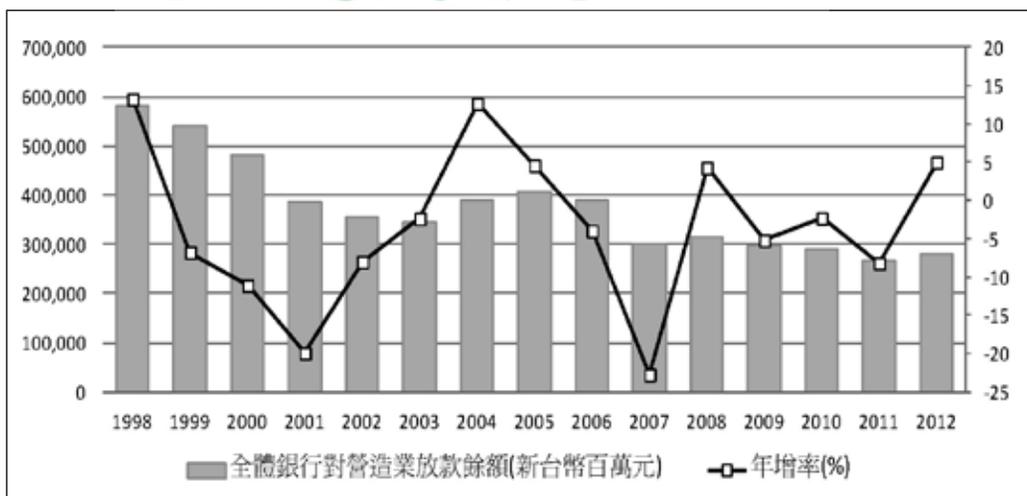


圖 1-1-11 歷年全體銀行對營造業放款餘額與年增率

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結束後開始至今，目前尚無法完全確定此波房地產景氣波動的各階段歷程。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。目前進行中的第四波房地產景氣波動亦屬於需求導向型的景氣波動，但房價的大幅上漲並非實質經濟成長所推動，而是受到兩岸經貿開放與社會游資過多的影響，此波房地產波動的特色是全台灣房價出現循序漸進式的上漲，早期是台北都會區房價急速上升，呈現北熱、中溫、南冷的現象，但近期台中與高雄地區房價熱絡，而台北都會區房價漲勢趨緩，呈現北冷而中南熱的現象。

表1-1-5為1993年至2012年間房地產價量與總體變數的相關係數表，房地產價格相關性較高的總體變數為貨幣供給量(M1B和M2)、放款利率(平均利率和購屋貸款利率)、不動產相關放款(住宅貸款餘額、建築貸款餘額、銀行對營造業放款餘額、金融機構逾放比)、以及營建股指數，這些金融面相關指標與房地產價格的相關係數高達0.5以上，且在2003~2012年的相關性更高於1993~2011年期間。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偏低，顯示在2003~2012年這波房價的上揚主要受到金融面指標的刺激。至於與房地產交易量相關性較高的指標，包括經濟成長率、平均每人所得、加權股價指數、以及物價指數等四項指標，這些指標與房地產交易量的相關係數大約在0.4~0.5之間，且在且在2003~2012年的相關性更高於1993~2011年期間，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。

表1-1-5 房地產價量與總體變數之相關係數(1993~2012)

| 期間 房地產指標 | 1993~2012 | | | 2003~2012 | | |
|---------------|-----------|---------|---------|-----------|---------|---------|
| | 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 |
| 總體指標 | | | | | | |
| 經濟成長率 | -0.0450 | -0.0495 | 0.3717 | -0.1498 | -0.1124 | 0.4181 |
| 平均每人所得 | 0.1504 | 0.1378 | 0.4042 | -0.0079 | 0.0122 | 0.4151 |
| 消費者物價指數 | 0.4285 | 0.0737 | 0.3789 | 0.1843 | 0.1680 | -0.5362 |
| 失業率 | -0.2824 | 0.3487 | -0.2814 | 0.0512 | 0.0276 | 0.2703 |
| M1B | 0.6213 | 0.9151 | 0.3737 | 0.9430 | 0.9575 | 0.0755 |
| M2 | 0.6053 | 0.9073 | 0.2847 | 0.9784 | 0.9808 | -0.0706 |
| 五大銀行新承做購屋貸款利率 | 0.1191 | -0.5556 | 0.2178 | -0.6147 | -0.6394 | -0.3788 |
| 集中市場加權股價指數 | 0.4212 | 0.4466 | 0.3550 | 0.3544 | 0.4115 | 0.4062 |
| 營造建材類指數 | 0.5855 | 0.2267 | 0.6867 | 0.5010 | 0.5512 | 0.3244 |
| 金融機構逾放比 | -0.6688 | -0.6986 | -0.5230 | -0.8236 | -0.8424 | 0.0099 |
| 購置住宅貸款餘額 | 0.2148 | 0.7963 | -0.0839 | 0.9371 | 0.9438 | -0.0712 |
| 建築貸款餘額 | 0.8702 | 0.9789 | 0.2565 | 0.9747 | 0.9730 | -0.1521 |
| 銀行對營造業放款餘額 | -0.2941 | -0.6774 | -0.1344 | -0.8350 | -0.7939 | 0.1849 |

綜合現行景氣綜合指標來看，國內生產毛額、貨幣供給額、營造建材類加權股價指數、建築貸款額額變動量、消費者物價指數等五項指標屬於房地產景氣的領先指標，而基準放款利率、新承作購屋貸款金額屬於同時指標。此外，經濟成長率、平均每人所得、失業率、全體上市加權股價指數、金融機構逾放比、金融機構對營造業放款餘額等變數則對於房地產市場亦有相當程度的影響。

由表1-1-6可發現，2012年經濟成長率1.26%，明顯較2011年的經濟表現為差，由於主計處對於2013年的經濟表現持樂觀看法，預估經濟成長可達到3.59%。近年平均每人國民所得呈現成長趨緩，2010年在經濟景氣逐漸復甦之下，平均每人所得成長率達到了10.15%，2011年為8%，而2012年受到全球經濟不景氣因素影響，出現三年來首次達到負成長的水準，平均每人所得成長率為-0.15%，但預估2013年會較2012年為佳，對房地產市場有小幅助益。此外，2012年消費者物價指數年增率為1.93%，預期2013年為1.37%，其對房地產市場影響程度不大。

2012年M1B與M2年增率分別為7.2%、5.8%，與2011年差異不大，顯示2012年的資金量能有成長緩漲現象，預期2013年將出現小幅上漲現象，故



可望對房地產需求有加溫效果。2011與2012年五大銀行新承做購屋貸款利率平均為1.881%與1.899%，預計2013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。

2012年的台灣加權股價指數平均為7,071點，較2011年的平均9039點下滑，而營造建材類指數亦下滑至229.27點，預計2013年在總體經濟成長較2012年為佳下，加權股價指數與營造建材類指數的表現應會小幅上升。購置住宅貸款餘額在2011年成長率為3.21%，至2012年時則僅為2.76%，同時建築貸款餘額年增率在2011年為10.48%，在2012年降至6.58%，兩者均呈現成長趨緩與下滑的趨勢，預計2013年兩者可因經濟景氣的復甦而小幅回升狀況，對房地產市場會有小幅正面的影響。

表1-1-6 房地產市場相關之總體經濟與金融指標變化：2003~2013年

| 指標 | 2003-2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013(f) |
|---------------|-----------|---------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 經濟成長率 | 4.88% | 0.12% | -1.87% | 10.82% | 4.03% | 1.26% | ↑ |
| 平均每人所得成長率 | 4.85% | 1.01% | -5.42% | 10.15% | 8% | -0.15% | ↑ |
| 消費者物價指數年增率 | 1.21% | 3.53% | -0.87% | 0.96% | 1.42% | 1.93% | ↓ |
| 失業率 | 4.28% | 4.14% | 5.85% | 5.21% | 4.39% | 4.24% | ---，↓ |
| M1B年增率 | 8.61% | -0.81% | 28.92% | 8.99% | 7.16% | 7.2% | ↑ |
| M2年增率 | 5.18% | 7% | 5.74% | 5.34% | 5.79% | 5.8% | ---，↑ |
| 五大銀行新承做購屋貸款利率 | 2.49% | 2.754% | 1.795% | 1.690% | 1.881% | 1.899% | ↑ |
| 集中市場加權股價指數 | 6172 | 8491.57 | 6,460 | 7,950 | 8,156 | 7,418 | ↑ |
| 營造建材類指數 | 166.078 | 251.86 | 125.55 | 289.51 | 368.17 | 229.27 | ↑ |
| 金融機構逾放比(本國銀行) | 2.66% | 1.54% | 1.15% | 0.61% | 0.45% | 0.40% | --- |
| 購置住宅貸款餘額年增率 | 10.87% | 1.73% | 4.27% | 5.35% | 3.21% | 2.76% | ---，↑ |
| 建築貸款餘額年增率 | 19.95% | 0.57% | -3.54% | 23.20% | 10.48% | 6.58% | ---，↑ |
| 銀行對營造業放款餘額年增率 | | | | | | | ↑ |

註：↑表示預期該項指標在2013年時較2012年為上升(增加)，↓則下降(減少)，---為持平。

肆、結論與建議

2012年國內的失業率由2011年的4.4%小幅下降至4.2%，但經濟成長率由2011年4.03%下滑至1.26%，總體經濟大環境較2011年為差。在國際主要國家的經濟表現方面，2012年受到歐債危機、美國財政懸崖風險、新興國家成長減速、全球貨幣大戰升溫等諸多因素的共同影響下，全球經濟成長率明顯較2011年為低，其中債務沉重、國際主要國家積極實施量化寬鬆政策、以及財政緊縮導致需求疲弱，可說是先進國家所面臨的共同問題，大多數國家(例如:德國、法國、英國、韓國、新加坡)的經濟狀況與台灣類似，呈現經濟成長衰退的情況，僅有美國與日本在2012年的經濟表現較2011年為佳。此外，在全球熱錢流竄與資金泛濫下，造成許多國家(尤其是新興市場)出現資產泡沫問題，全球物價存有上漲壓力，進而波及全球經濟的發展。

就2012年房地產市場表現來看，整體房市呈現價穩量縮的格局，全台買賣移轉棟數共為329,741棟，較前一年減少8.8個百分點，亦創下2002年以來最低水準。不過，區域房市的表現明顯不同，臺北市與新北市的房價處於高檔盤整狀態，雖無上漲力道，但下修幅度亦屬有限，桃園縣受到航空城開發、機場捷運興建、以及即將升格為直轄市等利多因素的影響，房價呈現明顯的上揚。中部與南部房地產市場在區域就業環境持續改善，以及政府與民間的多項重大建設投資效益下，明顯呈現有別於雙北房地產市場的榮景。整體而言，雖然2012年的總體經濟環境不佳，政府相關抑制房價措施亦未鬆綁(奢侈稅、針對性審慎措施)，加以從8月1日開始推動房地產交易實價登錄，並於10月16日開始揭露，但房價並未有明顯的下修調整，主要是因為金融市場的資金仍相當充沛，利率仍處於相對歷史低點的緣故。

針對2013年的經濟情勢，本文大致可歸納以下五點趨勢：

1. 在德、法等歐洲幾個經濟體質較佳國家的積極協助下，歐債問題已逐漸獲得舒緩，但因歐盟國家中彼此間的經濟與財政體質仍有相當差異下，歐債危機短期仍無法完全解決，歐元區經濟復甦仍將遲緩。
2. 美國與中國大陸的經濟自2012年第四季開始逐漸回溫，有助於全球景氣逐漸回穩，但美國財政緊縮風險仍然存在，中國資產泡沫化的問題亦不容忽視。
3. 日本首相安倍推動寬鬆貨幣政策，力促日圓貶值，恐引發全球貨幣貶值大戰，同時影響各國貿易與金融市場穩定性。



4. GI與IMF對2013年全球經濟成長預測值分別為2.5%、3.5%，雖較2012年的經濟成長率2.6%、3.2%略佳，但經濟復甦動能仍顯疲弱。對於2014年的經濟成長則較為樂觀，預測值分別為3.5%、4.1%，全球經濟可望加速成長。
5. 近期主要國家採行寬鬆貨幣政策，助長全球通膨預期心理，但在全球經濟成長趨緩與美國原油庫存增加下，國際油價可能趨跌，物價漲勢亦將趨緩，GI預估2013年全球CPI上漲率為2.9%，續呈和緩走勢。

在上述2013年的總體經濟環境趨勢下，預計國內整體房地產市場有下列幾點趨勢：

1. 雖然國內2013年經濟成長預測值較2012年為佳，但因影響全球經濟發展的不確定因素仍多，預期其對房地產市場的實質正面影響仍屬有限。
2. 寬鬆貨幣政策是主導本波房地產市場量能發展的主要動力，未來房地產價格下修幅度將決定於利率上升幅度，但在全球經濟和緩復甦下，預期短期利升幅度應為漸進與和緩。
3. 在經濟成長和緩、人口老化、及少子化趨勢下，房地產市場購屋需求中投資保值比例偏高，短期在資金寬鬆與股市表現相對不佳下，此投資保值需求尚能支撐偏高的房地產價格，但仍應正視房地產市場中偏高的空屋率與不斷擴張的新推案量。
4. 從房地產交易資訊揭露最完整的美國來看，國內實施房地產交易實價登錄與揭露對於房地產交易決策確有幫助，但對於抑制房價上漲的功能則非常有限，要抑制房地產價格不合理飆漲應以健全財產相關稅制為主，金融與信用管制為輔。
5. 許多地區房地產價格在總體經濟環境不佳下卻明顯上升，該地區的公共建設與重大民間投資扮演相當重要的角色。不過，因市場資金寬鬆與低利率所帶動的跨區投資性需求可能亦是重要原因，值得政府正視。

參考文獻

1. 行政院經建會(2013)，101年當前經濟情勢。
2. 行政院經建會(2013)，當前總體經濟情勢簡報(2013年1月)。
3. 行政院經建會(2013)，國際經濟情勢雙週報第1776期。
4. 行政院經建會(2013)，2012年兩岸經貿、中國大陸(含香港)經濟情勢分析。
5. 行政院主計處(2013)，重要經社指標速報(102年4月3日)。