

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且具有明顯地區性的市場，不同地區房地產市場有其獨特的運作方式與特色，但在房地產的消費兼投資雙重特性下，常見彼此間有時間上的領先或落後關係，有所謂的漣漪或波及效果(ripple effect)存在。此外，房地產市場的發展除受到該地區本身的供給與需求結構影響外，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長遠。因此，本章主要針對2017年國內外經濟發展情勢進行回顧，並彙整相關機構對2018年的經濟成長預測與可能的金融市場發展，進而分析其對於國內房地產市場的可能影響。

2

壹、2017年總體經濟環境回顧

一、國際經濟環境

全球經濟在2007~2009年期間均受到美國次級房貸所引發金融海嘯的嚴重衝擊，之後在各國提出一系列的振興經濟措施後，在2010年中開始出現止跌回溫，但受到歐美國家龐大公債與高失業率的影響，整體的經濟復甦力道一直未如預期，而呈現溫和復甦的趨勢，並持續延伸到2017年。

根據國際貨幣基金(IMF)統計，2017年全球經濟成長率為3.7%，較2016年的3.2%為佳。根據HIS Markit 統計，2017年全球經濟成長率為3.2%，亦較2016年的經濟成長率2.5%為佳。整體而言，2017年受惠先進國家經濟領先復甦，帶動全球投資、貿易、工業生產等實質經濟動能，企業與消費重拾信

¹ 國立台北大學不動產與城鄉環境系教授。

心，金融市場交易熱絡，全球景氣進入上升循環周期，經濟成長表現優於原先預期，逐漸擺脫低成長陷阱或所謂的新平庸時期。²

就IMF所統計的個別經濟體與國家經濟表現來看，大多數國家的經濟均有明顯的復甦趨勢，其中美國、歐元區、及日本等先進經濟體經濟表現均為2011年以來的新高，美國的經濟成長率在2017年為2.3%，高於2016年的1.5%，且失業率持續下降中，由2009年的9.3%下降至2017年的4.4%。日本2017年的經濟成長則亦由2016年的1.0%上升至1.7%，失業率則持續下降中，從2009年的5.1%下降至2016年的3.1%，2017年進一步下降至2.8%；歐元區2017年整體的經濟成長率為2.3%，相較於2016年的1.8%明顯上升，尤其是德國的經濟表現相對較佳，德國的失業率由2007年的8.70%持續下降至2017年的3.8%。相對地，中國大陸的經濟成長則呈現平穩，2017年的經濟成長率為6.9%，較2016年的6.7%略高。此外，韓國2017年的經濟成長率為3.1%，較2016年的2.8%略高，失業率則與2016年的3.7%相同。(參見表1-1-1與表1-1-2)

二、國內經濟環境

台灣經濟成長率在2002到2007年期間大致維持在5%的水準，在2008與2009年時受到全球金融海嘯的影響，明顯下降為0.7%、-1.6%，在2010年雖出現反彈，經濟成長率達到10.6%，為1987年以來的新高點。然而，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，2015年更下降至0.7%，所幸在2016年回升至1.4%，2017年更進一步上升至2.9%，處於逐漸復甦中，失業率也由2016年的3.92%下降至2017年的3.76%。(參見表1-1-1與表1-1-2)

² 新平庸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。

表1-1-1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 |
|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 2000 | 6.4 | 4.1 | 2.3 | 3.8 | 8.9 | 8.9 | 7.7 | 8.4 |
| 2001 | -1.3 | 1.0 | 0.4 | 2.1 | 4.5 | -1.0 | 0.6 | 8.3 |
| 2002 | 5.6 | 1.8 | 0.1 | 0.9 | 7.4 | 4.2 | 1.7 | 9.1 |
| 2003 | 4.1 | 2.8 | 1.5 | 0.7 | 2.9 | 4.4 | 3.1 | 10 |
| 2004 | 6.5 | 3.8 | 2.2 | 2.3 | 4.9 | 9.5 | 8.7 | 10.1 |
| 2005 | 5.4 | 3.3 | 1.7 | 1.7 | 3.9 | 7.5 | 7.4 | 11.3 |
| 2006 | 5.6 | 2.7 | 1.4 | 3.2 | 5.2 | 8.9 | 7 | 12.7 |
| 2007 | 6.5 | 1.8 | 1.7 | 3.0 | 5.5 | 9.1 | 6.5 | 14.2 |
| 2008 | 0.7 | -0.3 | -1.1 | 0.4 | 2.8 | 1.8 | 2.1 | 9.6 |
| 2009 | -1.6 | -2.8 | -5.4 | -4.5 | 0.7 | -0.6 | -2.5 | 9.2 |
| 2010 | 10.6 | 2.5 | 4.2 | 2.1 | 6.5 | 15.2 | 6.8 | 10.4 |
| 2011 | 3.8 | 1.6 | -0.1 | 1.5 | 3.7 | 6.2 | 4.8 | 9.3 |
| 2012 | 2.1 | 2.2 | 1.5 | -0.9 | 2.3 | 3.7 | 1.7 | 7.7 |
| 2013 | 2.2 | 1.5 | 2.0 | -0.3 | 2.9 | 4.7 | 3.1 | 7.7 |
| 2014 | 4.0 | 2.4 | 0.3 | 1.2 | 3.3 | 3.3 | 2.7 | 7.3 |
| 2015 | 0.7 | 2.6 | 1.2 | 2.0 | 2.6 | 2.0 | 2.4 | 6.9 |
| 2016 | 1.4 | 1.5 | 1.0 | 1.8 | 2.8 | 2.0 | 2.0 | 6.7 |
| 2017 | 2.9 | 2.3 | 1.7 | 2.5 | 3.1 | 3.6 | 3.8 | 6.9 |
| 第1季 | 2.6 | 2.0 | 1.4 | 2.1 | 2.9 | 2.5 | 4.3 | 6.9 |
| 第2季 | 2.3 | 2.2 | 1.5 | 2.4 | 2.8 | 2.8 | 3.9 | 6.9 |
| 第3季 | 3.2 | 2.3 | 1.9 | 2.7 | 3.8 | 5.5 | 3.7 | 6.8 |
| 第4季 | 3.3 | 2.6 | 2.0 | 2.7 | 2.8 | 3.6 | 3.4 | 6.8 |

資料來源:國發會重要統計資料手冊2018.3.31

表1-1-2主要國家失業率

| 年 | 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 | 4.1 |
| 2014 | 3.96 | 6.2 | 3.6 | 5.0 | 3.5 | 2.7 | 3.2 | 4.1 |
| 2015 | 3.78 | 5.3 | 3.4 | 4.6 | 3.6 | 2.8 | 3.3 | 4.1 |
| 2016 | 3.92 | 4.9 | 3.1 | 4.1 | 3.7 | 3.0 | 3.4 | 4.0 |
| 2017 | 3.76 | 4.4 | 2.8 | 3.8 | 3.7 | 3.1 | - | 4.0 |

資料來源:國發會重要統計資料手冊2018.3.31

貳、2018年經濟環境展望

一、國際經濟展望

IMF估計2018年全球經濟成長率為3.9%，略高於2017年的3.7%，HIS Markit 估計2018年全球經濟成長率為3.4%，亦高於2017年的3.2%，並預估世界貿易量成長率為4.6%，顯示全球經濟仍以溫和的速度復甦中。

就個別國家而言，美國因為製造業PMI、CPI年增率、及就業等相關經濟數據逐步改善，加以Fed在2017年3月15日宣布升息一碼，預計今年可能再升息2次，聯邦基金利率目標區間約在0.75~1%之間，IMF與HIS Markit均預測其2018年的經濟成長率為2.7%，明顯高於2017年的經濟成長率2.3%。不過，川普總統3月8日簽署對進口鋼材及鋁產品分別課徵25%、10%的國家安全關稅，而中國也在4月對美國128項商品加徵關稅，未來是否產生國際間的貿易大戰有待觀察。歐元區方面，經濟成長尚屬強勁，但因各國間政治風險增加，加以美歐相互威脅加重彼此關稅，歐洲央行(ECB)雖維持各項政策利率不變，但預期量化寬鬆貨幣政策仍將逐步退場，此恐波及消費者與企業信心，IMF預期歐元區2018年的經濟成長率為2.2%，HIS Markit的預測值則為2.4%，與2017年的經濟成長率相近，維持穩定成長。

日本民間消費及投資持續回溫，失業率仍維持在極低水準，通膨雖有回升，但力道仍舊不足，日本國會通過黑田東彥連任日本央行總裁，預期寬鬆貨幣政策仍將持為不變，IMF對日本2018年經濟成長率的預估值為1.2%，HIS Markit則為1.4%，低於2017年的經濟成長率，呈現成長趨緩現象，且為先進經濟體中成長率最低者。中國大陸經濟持續熱絡，進出口仍相當暢旺，但因美國簽署中國經濟侵略總統備忘錄，加劇中美貿易摩擦，若雙方無法透過貿易談判達成協議，恐衝擊兩國與世界各國間的經濟與貿易動能，兩機構對於中國2018年經濟成長率預測值相近落在6.6~6.7%之間，略較2017年的6.9%為低，但仍為新興及開發種經濟體中經濟成長率相對較高者。此外，新興及開發中經濟體方面，兩機構對的經濟成長率預估值均為4.9%，率高於2017年的水準。(參見表1-1-3)

整體而言，2018年全球經濟前景較2017年略佳，國際貿易動能隨著製造業及投資的增溫而復甦，但國際原物料價格持續震盪，全球主要股市雖持續走高，卻也處於居高思危的局面，尤其是各界擔心隨美國經濟穩定擴張與就

業情勢改善，Fed升息的速度可能加快，以促使貨幣政策正常化，加以美國保護主義抬頭與升溫，近期宣示提高關稅等措施亦恐引起國際貿易爭端與不安。此外，就政治面而言，歐洲多國的總統與國會大選引發的不確定性、伊朗與沙烏地阿拉伯的緊張衝突、以及東北亞核武問題的解決，上述因素均使金融市場常有較大幅度的震盪，匯市的走勢也更加難以預測，新興市場面臨相當高的資金流出風險，全球經濟與金融的風險也隨之增高。

表1-1-3 全球及主要國家經濟成長率(單位：%)

| 地區別 | 國際貨幣基金(IMF) | | | HIS Markit | | |
|-----------|-------------|------|------|------------|------|------|
| | 2016 | 2017 | 2018 | 2016 | 2017 | 2018 |
| 全球 | 3.2 | 3.7 | 3.9 | 2.5 | 3.2 | 3.4 |
| 先進經濟體 | 1.7 | 2.3 | 2.3 | 1.6 | 2.3 | 2.4 |
| 美國 | 1.5 | 2.3 | 2.7 | 1.5 | 2.3 | 2.7 |
| 歐元區 | 1.8 | 2.3 | 2.2 | 1.8 | 2.3 | 2.4 |
| 日本 | 1.0 | 1.7 | 1.2 | 1.0 | 1.7 | 1.4 |
| 新興及開發中經濟體 | 4.3 | 4.7 | 4.9 | 3.9 | 4.8 | 4.9 |
| 中國大陸 | 6.7 | 6.9 | 6.6 | 6.7 | 6.9 | 6.7 |

註：2016年為各國官方數字，IMF 係2017年10月預測值。HIS Markit係2018年1月預測值；

資料來源：國發會(2018年3月1日)，當前經濟情勢簡報

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。之後，因為受到歐債危機持續發酵的影響，經濟成長相對疲弱，最高不超過4%，最低為2015年的0.7%，2017年時則持續復甦中達到2.86%。(參見圖1-1-1)

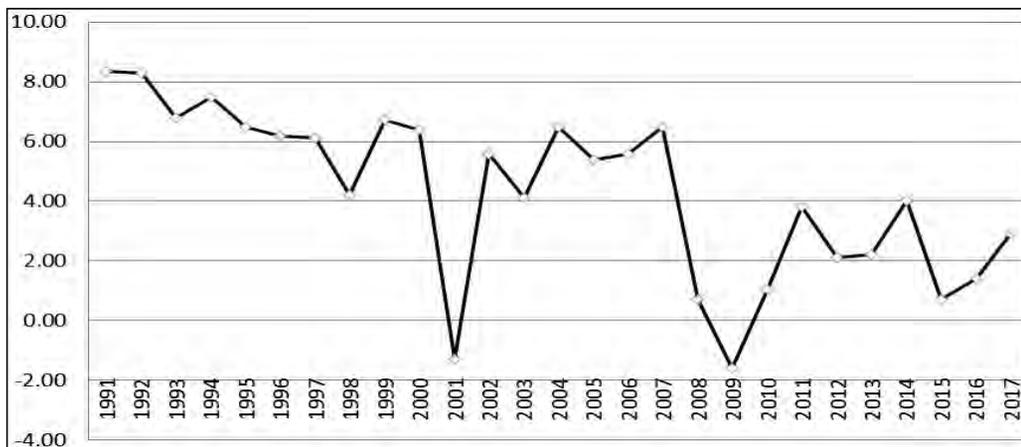


圖 1-1-1 歷年經濟成長率

就國內外主要機構對於台灣經濟成長預測來看，預測值在2.2%~3.0%之間，其中最高為星展銀行，最低為亞洲開發銀行，主計總處預測值為2.42%，雖較前次預測值提高，但仍較2017年的經濟成長率2.86%略低，主要成長動能來自於民間消費與固定投資的增加，內需增溫也是重要原因之一，但輸出則因2017年的基期較高，可能出現下降。整體而言，台灣在2018

表 1-1-4 2017年台灣經濟成長預測 單位：%

| | 預測機構 | 2017年 | 2018年 |
|------|-------------------------|-------|-------|
| 國內機構 | 中央銀行(2018.3.22) | | 2.58 |
| | 中央研究院(2017.12.22) | 1.68% | 2.43 |
| | 主計總處(2018.2.13) | 2.86% | 2.42 |
| | 元大寶華綜合經濟研究院(2018.3.28) | 2.1% | 2.40 |
| | 台灣經濟研究院(2018.1.25) | 1.78% | 2.34 |
| | 台灣綜合研究院(2017.12.14) | 1.74% | 2.31 |
| | 國泰台大產學合作計畫團隊(2017.3.12) | 2.1% | 2.3 |
| | 中華經濟研究院(2017.12.19) | 1.73% | 2.27 |
| 國外機構 | IHS Markit (2018.3.15) | - | 2.6 |
| | 亞洲開發銀行(ADB, 2017.12.13) | 1.6% | 2.2 |
| 金融機構 | 瑞士銀行(2018.2.8) | 2.0% | 3.0 |
| | 星展銀行(2017.2.13) | 2.5% | 2.8 |
| | 渣打銀行(2018.2.1) | 1.6% | 2.3 |

資料來源：國發會(2018年4月2日)，當前經濟情勢簡報

年的經濟成長值可能持續成長，物價也維持平穩，主計處預估CPI的年增率為1.21%，雖仍處溫和水準，但仍較一年期定存利率1.065%為高，導致實質利率為負，故全年經濟成長率可能較2017年略低。(參見表1-1-4)

(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2017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，2017年時平均每人所得為21,094美元，較2016年的19,720美元上升6.97%，預期2018年的經濟成長率較2017年略佳，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1-1-2)

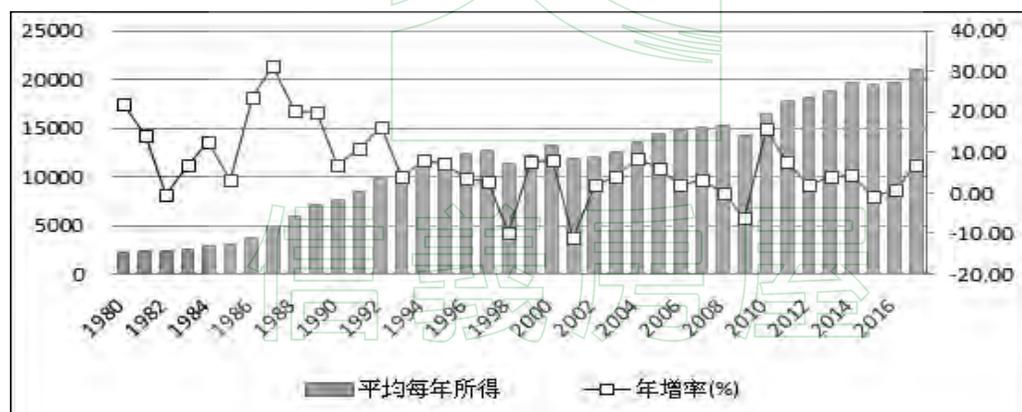


圖1-1-2 歷年平均每人所得與年增率

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，2009年則出現

少見的負成長，近幾年則維持在1~2%的區間，2017年消費者物價上升率為0.62%，預期2018年物價年增率與2017年相當，對房地產市場有小幅正面影響。(參見圖1-1-3)

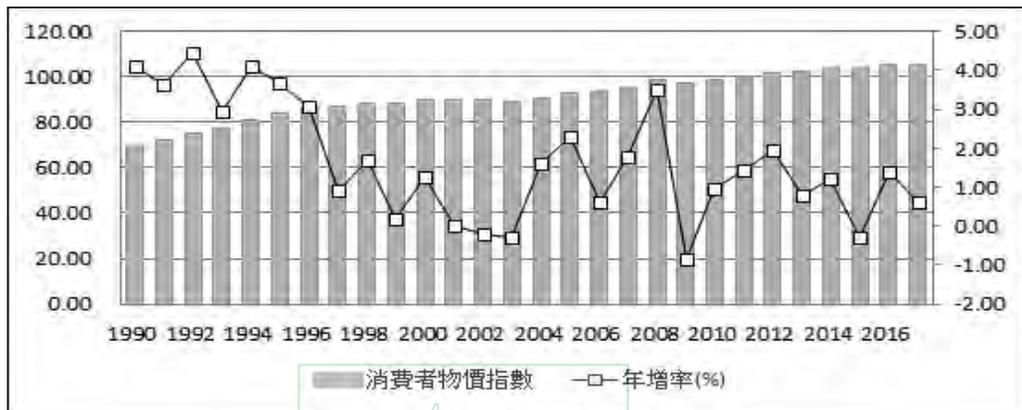


圖1-1-3 歷年消費者物價指數與年增率

資料來源：台灣經濟新報資料庫

(四)失業率

在1978年到2017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，其中2009年受到全球經濟大環境不佳的衝擊，失業率大幅上升至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年開始失業率連續數年呈現下降，但2017年的失業率為3.76%，略較於2016年的3.92%下降0.16個百分點，顯示國內就業狀況遇到瓶頸，短期無法持續再改善，對房市有些微負面影響。(參見圖1-1-4)

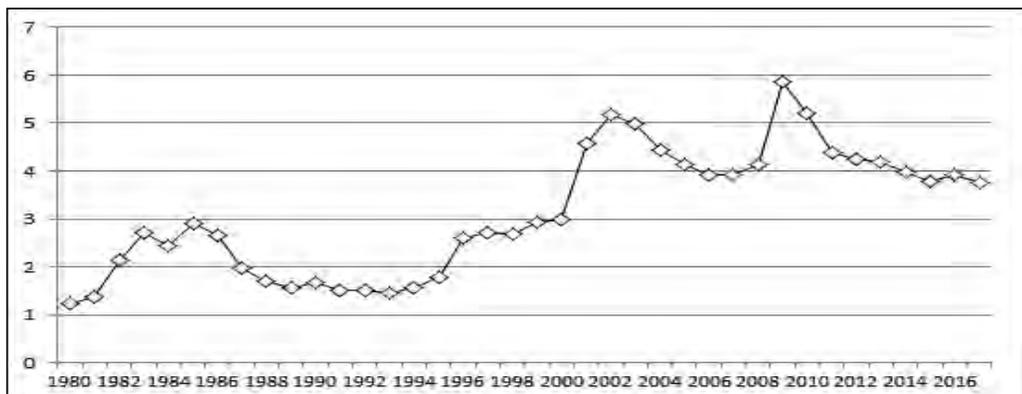


圖1-1-4 歷年失業率

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2017年M1B的年增率為3.48%，較2016年的5.79%小幅下降。

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0.84%，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%後回升，但在2014年達到6.13%後又呈現成長減緩趨勢，2017年時為3.56%，M1B年增率低於M2年增率，對於房地產市場可能有小幅負面影響³。(參見圖1-1-5)

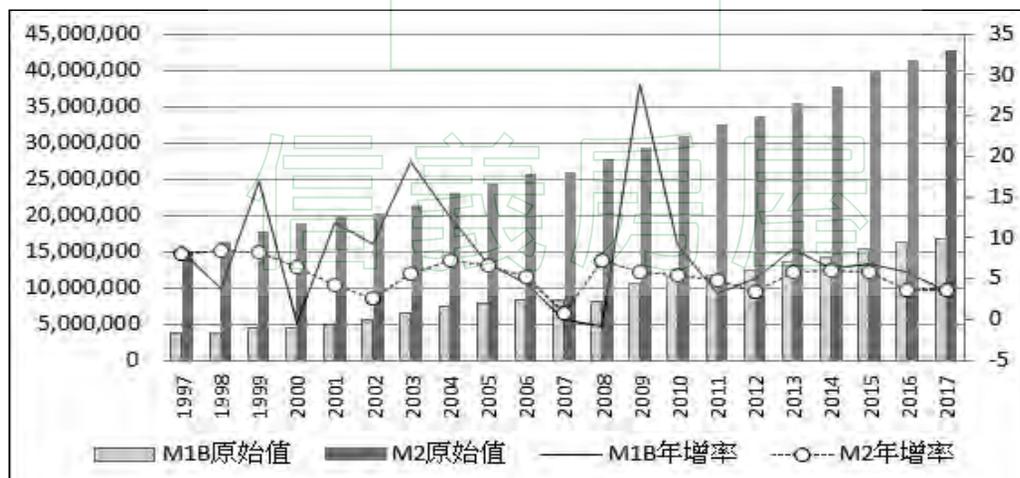


圖1-1-5 歷年貨幣供給餘額與年增率

資料來源：中華民國統計資料網

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。

(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年達到歷史的最低點(1.641%)，其後在經濟景氣復甦與央行控管下開始微幅緩升，但在2015年開始又呈現下滑趨勢，在2017年為1.659%，與2009年的歷史低點相近，對房地產需求有小幅正向影響。(參見圖1-1-6)

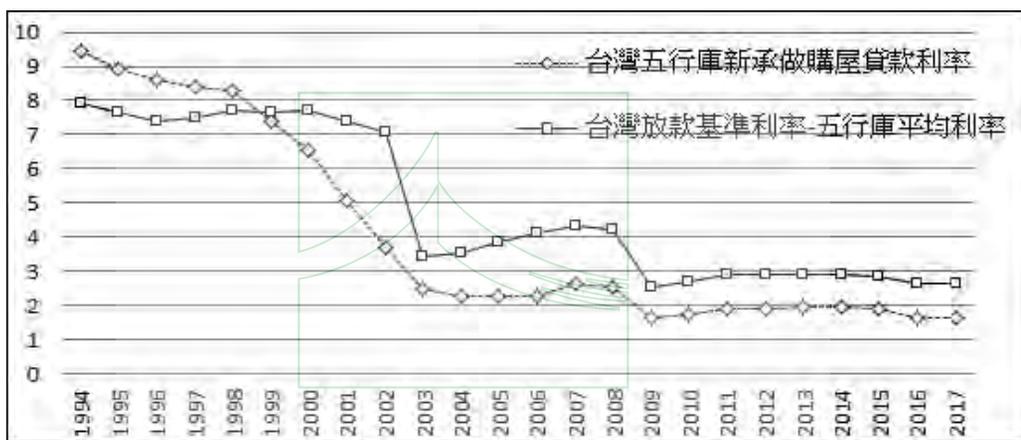


圖1-1-6 歷年基準放款利率與五大銀行新承做購屋貸款利率

資料來源：中央銀行

(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點，之後則呈現明顯的波動性，2001年的911事件、2008、2009年的全球金融海嘯都造成股市嚴重衝擊，股市大致在4,500點到8,500點左右震盪，並在2014年站上9,000點，雖然2015、2016年有小幅下滑，但在2017年重新又回到10,000點以上。此外，營造建材類股的股價指數與加權股價指數趨勢相近，曾在1998~2002期間出現大幅下跌，之後走勢與大盤相近，但在2014年開始下修，未隨大盤上揚，2017年時為258.23點，略較2016年為佳，本文預期股市繁榮對房市有小幅正面影響。(參見圖1-1-7)

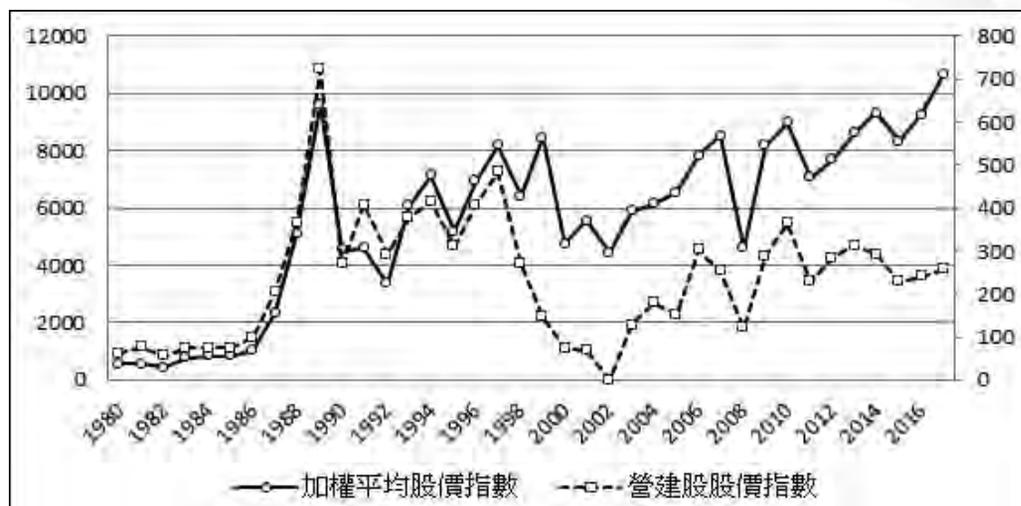


圖1-1-7 歷年集中市場加權股價指數

資料來源：台灣證券交易所

(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，2017年本國銀行逾放比為0.28%，較2016年的0.27%略高，但幅度相當和緩，預估2018年的逾放比仍將小幅上升，對房市有小幅負面影響。(參見圖1-1-8)

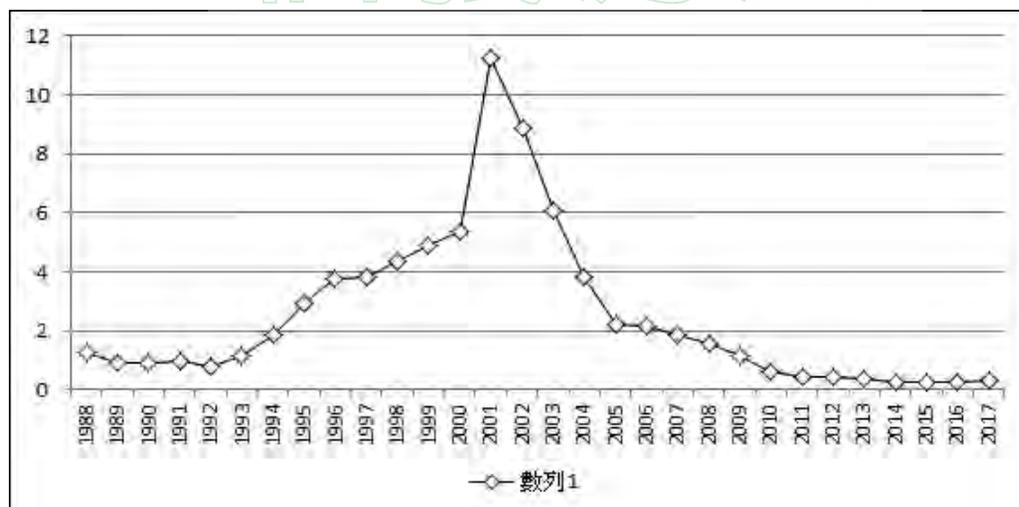


圖1-1-8 歷年金融機構逾放比(%)

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年開始購置住宅貸款餘額年增率33%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，之後在大多在3~5%之間震盪，2017年購置住宅貸款餘額為6.65兆元，年增率為4.4%，較2016年的3.7%呈現成長趨緩，但仍屬於正常區間範圍。(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：中央銀行

(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年期間則大多為正成長，僅有在2009、2015年出現負成長，2017年建築貸款餘額達到1.74兆元的新高峰。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2017年期間出現三次大規模的下修調整，近期高點為2010年的22.98%，2017年的年增率為5.5%，較2016年的2.5%為佳。(參見圖1-1-10)

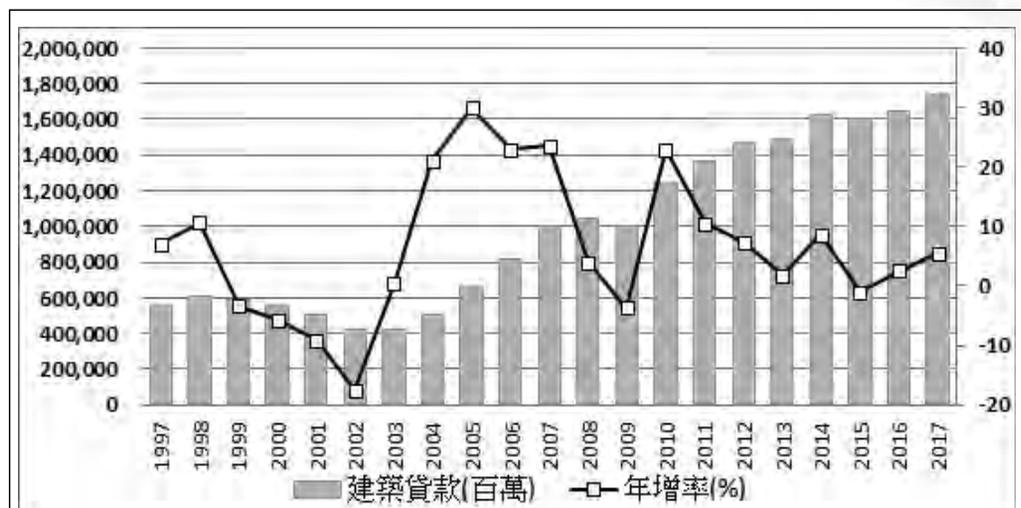


圖1-1-10 歷年本國一般銀行建築貸款餘額與年增率

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餘額來看，最高為1998年的5,810億元，最低為2011年的2,677億元，之後則維持約在3000億元的水準，2017年時為2,835億元。就年增率來看，呈現明顯的波動趨勢，其中最低為2001、2007兩年，年增率達-20%左右，最高為1998、2004年的15%左右。2017年的年增率為-8.40%，為近5年的低點，對房市有小幅負面影響。(參見圖1-1-11)

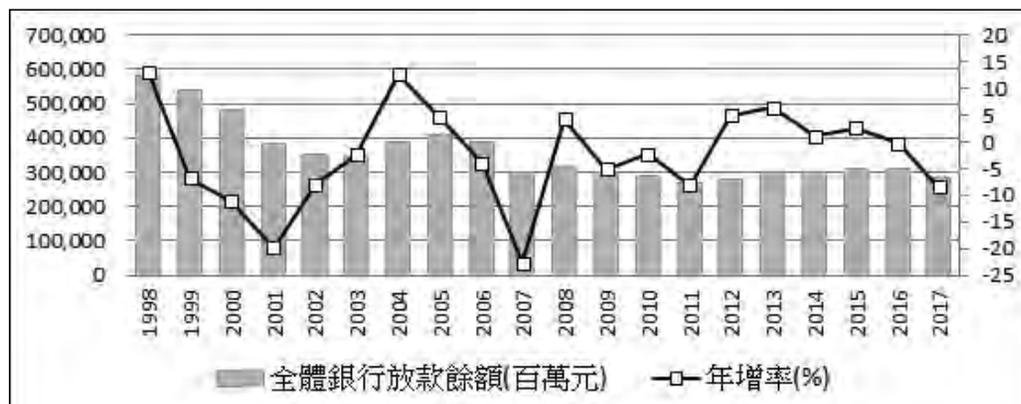


圖1-1-11 歷年全體銀行對營造業放款餘額與年增率

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，2015年可能是此波房地產景氣的高峰轉折點，目前房地產市場仍處於下修盤整階段，成交量在2016年時達到24.5萬戶的低點，在2017年時回升到26.6萬戶，成交量出現約8%的成長，在房價部分則仍維持盤整格局，但不同區域間的表現略有不同，其中台北市房價水準仍偏高，房價表現相對較弱，其他縣市則呈現相對平穩的盤整格局。

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，全球經濟復甦的速度、美國升息的速度、中國大陸的後續經濟成長力道、以及建商面對房價下修的推案與訂價等因素，應是影響此波房地產景氣最重要的觀察點。

表1-1-5為2000年至2017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、購置住宅貸款餘額、建築貸款餘額等變數與房價的相關係數高達0.85以上，集中市場加權股價指數、營業建材類指數、金融機構逾放比、銀行業對營造業放款餘額、五大銀行新承做購屋貸款利率等變數與房價的相關性約在0.6~0.8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價的相關性較低，相關係數大多在0.2以下，顯示在2000~2017年這波房價的上揚主要受到金融面指標的刺激。此外，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、消費者物價指數、以及平均每

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、以及銀行對營造業放款餘額等變數則有負向關係。

至於與房地產成交量相關性較高的指標，包括M1B、M2，購置住宅貸款餘額、建築貸款餘額、以及加權股價指數等變數，其相關係數在0.5~0.7之間，但營造建材類指數的相關係數僅有0.2左右，上述變數對成交量均有正向影響。反觀，經濟成長率、平均每人所得、消費者物價指數、失業率、五大銀行新承做購屋貸款利率、金融機構逾放比、以及銀行對營造業放款餘額等變數與成交量則有負向關係，但這些變數與成交量的相關係數大多在0.4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，但M1B、M2、購置住宅貸款餘額、建築貸款餘額等變數對房價及成交量有正向影響，且相關係數高於0.6以上，顯示寬鬆貨幣政策對於房市的價量影響均很大。此外，股市活絡、低利率、低金融機構逾放比也對房市價量也有一定程度的正向影響。

表1-1-5 房地產價量與總體變數之相關係數

| 期間 房地產指標 | 2000~2017年 | | | | 成交量 |
|-------------------|------------|-------------|------------|-------------|---------|
| | 國泰 全國指數 | 國泰 台北市指數 | 信義 全國指數 | 信義 台北市指數 | |
| 經濟成長率 | -0.1726 | -0.1788 | -0.1729 | -0.1396 | -0.2591 |
| 平均每人所得 | 0.0685 | 0.0516 | 0.0445 | 0.0848 | -0.1733 |
| 消費者物價指數 | 0.1083 | 0.1438 | 0.0225 | 0.0501 | -0.1980 |
| 失業率 | -0.2184 | -0.1842 | -0.2184 | -0.1415 | -0.3367 |
| M1B | 0.8875 | 0.8856 | 0.9728 | 0.9458 | 0.7136 |
| M2 | 0.8896 | 0.8945 | 0.9712 | 0.9402 | 0.7278 |
| 五大銀行新承做購屋 貸款利率 | -0.5656 | -0.5892 | -0.6420 | -0.6681 | -0.3275 |
| 集中市場加權股價指數 | 0.7079 | 0.7013 | 0.8118 | 0.8008 | 0.5470 |
| 營造建材類指數 | 0.6907 | 0.6967 | 0.7066 | 0.7688 | 0.1862 |
| 金融機構逾放比 | -0.7622 | -0.7823 | -0.7775 | -0.8126 | -0.3746 |
| 購置住宅貸款餘額 | 0.8888 | 0.9077 | 0.9561 | 0.9473 | 0.6463 |
| 建築貸款餘額 | 0.9371 | 0.9576 | 0.9756 | 0.9691 | 0.6086 |
| 銀行對營造業放款餘額 | -0.6882 | -0.7661 | -0.7138 | -0.7602 | -0.2870 |

由表1-1-6可發現，2017年經濟成長率2.9%，略較2016年的經濟表現為佳，預期2018年的經濟表現仍將較2017年略佳，但成長率可能略低於2017年，因為國際經濟與貿易的不確定性仍高，政治與金融風險也相對較大。近年平均每人國民所得呈現成長趨緩，尤其是在2015年甚至出現負成長，2017年成長率為7%，預期2018年成長幅度可能較2017年略低。2017年消費者物價指數年增率為0.6%，預期在2018年物價年增率可能較2017年略高，對房地產市場影響有小幅正面影響。

2017年M1B與M2年增率分別為3.5%、3.6%，雙雙呈現成長趨緩趨勢，預期2018年在美國經濟持續復甦而逐步升息下，資金短期仍維持寬鬆局面，但可能較2017年相對緊縮，對房地產需求有小幅負面效果。2017年五大

表1-1-6 房地產市場相關之總體經濟與金融指標變化：2010~2017年

| 指標 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017(f) | 2018 |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|------|
| 經濟成長率 | 3.8% | 2.1% | 2.2% | 4.0% | 0.7% | 1.4% | 2.9% | ↓ |
| 平均每人所得成長率 | 7.7% | 2.1% | 4.1% | 4.5% | -0.8% | 0.8% | 7% | ↓ |
| 消費者物價指數年增率 | 1.4% | 1.9% | 0.8% | 1.2% | -0.3% | 1.4% | 0.6% | ↑ |
| 失業率 | 4.39% | 4.24% | 4.18% | 3.96% | 3.78% | 3.92% | 3.76% | - |
| M1B年增率 | 3.3% | 5.0% | 8.7% | 6.2% | 6.9% | 5.8% | 3.5% | ↓ |
| M2年增率 | 4.8% | 3.5% | 5.8% | 6.1% | 5.8% | 3.6% | 3.6% | ↓ |
| 五大銀行新承做購屋貸款利率 | 1.881% | 1.912% | 1.945% | 1.962% | 1.895% | 1.659% | 1.632% | ↑ |
| 集中市場加權股價指數 | 7,072 | 7,700 | 8,611 | 9,307 | 8,338 | 9,253 | 10,642 | - |
| 營造建材類指數 | 365 | 228.5 | 284.3 | 313.3 | 292.4 | 228.0 | 240.1 | - |
| 金融機構逾放比(本國銀行) | 0.45% | 0.40% | 0.38% | 0.25% | 0.23% | 0.27% | 0.28% | ↑ |
| 購置住宅貸款餘額年增率 | 3.21% | 2.76% | 4.18% | 3.90% | 4.52% | 3.80% | 4.44% | ↑ |
| 建築貸款餘額年增率 | 10.48% | 7.33% | 1.83% | 8.66% | -0.98% | 2.5% | 5.46% | ↓ |
| 銀行對營造業放款餘額年增率 | -8.20% | 4.99% | 6.44% | 1.12% | 2.54% | -0.21% | -8.41% | - |

註：↑表示預期該項指標在2018年時較2017年之數值為上升(增加)，↓則下降(減少)，---為持平。

銀行新承做購屋貸款利率平均為1.632%，預計2018年隨美國升息可能出現小幅回升，但短期幅度應不大，對房地產需求的衝擊不會太大。

2017年的台灣加權股價指數平均為10208.12點，建材類指數為240.1點，均較2016年呈現上升，雖然預期2018年全球經濟仍將持續復甦，但因為全球的政治與金融風險與不確定性也相對增加，投資的風險相對較大，在房價已有相當程度下修下，對房市應有小幅負面的影響。購置住宅貸款餘額年增率在2017年為4.44%，呈現小幅增加現象，預期2018年的成交量應較2017年略增，購置住宅貸款餘額年增率將小幅增加。建築貸款餘額年增率為5.46%，較2016年的2.5%為佳，但因目前房市空餘屋量體仍大，加以金融風險提高，預期建築貸款餘額年增率將較2017年小幅減少。此外，銀行對營造業放款餘額年增率為-8.4%，較2016年的-0.21%明顯下滑，顯示房地產市場仍處於調整中，預計2018年可能維持與2017年相當的幅度，對房地產市場會有小幅負面的影響。

肆、結論與建議

受到2008年美國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，但復甦力道與速度一直未如預期。不過，經濟成長動能有逐漸增溫的趨勢，2017年全球經濟成長率在3.2~3.7%之間，較2016年略佳。

展望2018年全球經濟前景，可能略較2017年為佳，但不確定性因素仍高，相關機構對於2018年全球經濟成長率的預測值約在3.4~3.9%之間。針對2018年的國內外經濟情勢，本文認為當前全球經濟景氣雖處於復甦中，但力道仍相對和緩，不同國家或地區的差異略為縮小，美國經濟呈現穩健成長，成長率約在2.7%左右，並已開始展開升息，歐元區與日本則相對較弱，寬鬆貨幣政策的效果遞減中，歐元區成長率約2.2~2.4%，日本則在1.2~1.4%。新興國家經濟成長率略高，但受到資金回流美國的影響，亦呈現成長趨緩現象，預期成長率在4.9%，中國大陸則在6.6~6.7%之間，故整體復甦的力道可能仍屬溫和。

就2017年房地產市場表現來看，整體房市仍呈現價穩量增的格局，全台買賣移轉棟數約26.6萬棟，較前一年增加8%，房價除台中市與台南市約5%

的小幅上揚外，其他地區則呈現非常小幅的盤整趨勢。⁴在上述總體經濟環境趨勢下，預計2018年的國內整體房地產市場有下列幾點趨勢：

一、全球經濟持續復甦，但政治與金融風險升溫：

目前全球經濟景氣仍處於溫和復甦中，失業情況逐漸改善，短期無明顯通膨壓力，但因美國採取較保守的貿易保護政策，且歐洲許多國家即將進行總統與國會大選，脫歐效應仍未完全平息，加以中東與東北亞有地緣政治衝突，政治風險相對偏高，此對國際的經濟與貿易拓展較為不利，增加全球經濟復甦的不確性。

二、國內經濟維持溫和復甦，但實質所得仍未見樂觀：

國內經濟目前隨國際經濟情勢好轉而溫和復甦，主計總處預測國內2018年經濟成長為2.42%，較2017年的2.86%略低，在目前國際貿易保護主義下，對國內經濟的發展相對較為不利，預期短期國內經濟仍將維持溫和成長，在物價上漲壓力下，實質所得負成長的狀況可能仍無法明顯改善。

三、資產泡沫與升息壓力出現：

國內房價自2015年開始出現修正，但無論就以往國內房地產市場擴短縮長的特性與房價下修幅度來看，目前10~15%的房價修正幅度仍相對不足，潛在的資產泡沫程度仍偏高。雖然，目前國內利率水準仍低，且短期不隨美國升息而調整，但長期仍會朝向緩步上升的趨勢，對房地產市場有負面的影響，潛在的資產泡沫仍存在，不可過度樂觀。

四、房市出現結構性變遷：

近年國內房地產市場在資訊透明度提升、不動產持有稅與移轉稅加重、政府積極推動都市更新、大量興辦社會住宅、空餘屋量體仍大、以及人口結

⁴ 上述房價變化主要依據信義房價指數計算。

構變遷下，正出現結構性的改變，以往所認知的房地產景氣特性與投資經驗有必要加以調整。

五、若無重大突發性事件，房價短期無恐慌性下跌危機：

房市成交量在2016年達到24.5萬戶的歷史新低後，在2017年出現小幅回升，房價也隨成交量回升而止跌，由於房市的投資性需求因不動產持有稅與移轉稅提高而減少，加以消費性需求受到人口老化與少子化日益嚴重而長期遞減，故房價在短期無重大突發事件下，應無恐慌性下跌的疑慮，但是否會開始出現明顯的反轉復甦，則不宜過度樂觀，預期短期房市價量仍將繼續小幅盤整格局。

參考文獻

- 1.中央銀行(2018)，中央銀行理監事聯席會議事後記者會參考資料(2018年3月22日)。
- 2.國家發展委員會(2018)，重要統計資料手冊(2018年3月31日)。
- 3.當前經濟情勢簡報(2018年4月2日)，國家發展委員會經濟發展處。
- 4.當前經濟情勢概況(經濟情勢回顧與展望)(2018年2月1日)，經濟部統計處。

信義房屋