

# 第一章 總體經濟與房地產關聯分析

彭建文<sup>1</sup>

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變遷的影響更為重大且長遠。因此，本章主要針對2018年國內外經濟發展情勢進行回顧，並彙整相關機構對2019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。

## 壹、2018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呈現溫和復甦的趨勢，未如預期般強勁。2018年初經濟雖然一度呈現較強的復甦量能，但在中美貿易戰開打後，全球經濟成長則由穩健轉為疲弱。根據國際貨幣基金(IMF)統計，2018年全球經濟成長率為3.7%，根據IHS Markit統計，2018年全球經濟成長率為3.4%，較2017年的經濟成長率3.8%略低，兩

<sup>1</sup> 國立台北大學不動產與城鄉環境系教授。



機構所呈現的數據都透露出全球經濟景氣已成長趨緩的現象。

就個別經濟體與國家經濟表現來看，兩機構的資料均顯示，除美國在減稅與支出增加等財政刺激政策下，經濟基本面表現較佳而呈現持續成長外，多數國家經濟呈現成長趨緩的現象。以IHS Markit的統計而言，美國的經濟成長率在2018年為2.9%，明顯高於2017年的2.2%，且失業率持續下降中，由2010年的9.6%下降至2018年的3.9%。歐元區可能受到歐洲央行信用刺激措施減弱、歐元升值、貿易量減少、政治風險升高(德國、法國、義大利)、以及英國脫歐等因素的衝擊，2018年整體的經濟成長率為1.8%，低於2017年的2.4%，其中表現較佳的是西班牙，經濟成長率為3.0%，德國、法國及英國等國家的經濟成長約在1.4~1.5%之間，低於歐元區的平均值。日本雖然維持寬鬆貨幣政策，並加速興建2020年東京奧運的各項建設，但在中國經濟成長趨緩與中美貿易緊張因素下，2018年的經濟成長由2017年的1.9%下降至0.7%，但失業率則持續下降中，從2017年的2.8%下降至2018年的2.4%。

新興及開發中經濟體的經濟表現則相對穩定，2018年的經濟成長率為4.6~4.8%，與2017年4.7%相近。中國大陸近年的經濟成長則持續呈現盤整趨緩，雖然中國當局提出一系列的貨幣與財政措施來刺激經濟成長與緩和金融市場波動，但在中美貿易戰持續延燒下，這些刺激措施的效果相對有限，2018年的經濟成長率為6.7%，較2017年的6.9%略低，失業率由4.0%略降至3.8~3.9%之間。此外，韓國2018年的經濟成長率為2.7%，較2017年的3.1%略低，失業率則由2017年的3.7%略升為3.8%。新加坡2018年的經濟成長率為3.2%，較2017年的3.9%略低，但失業率則由2017年的3.1%略降為2.9%。香港的狀況與新加坡相似，2018年的經濟成長率為3.0%，較2017年的3.8%略低，失業率則略降，約在2.8%左右。(參見表1-1-1、表1-1-2、表1-1-3)

## 二、國內經濟環境

臺灣經濟成長率在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，經濟成長率一度達到10.6%，為1987年以來的新高點。然而，之

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	2.8	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	9.7
2009	-1.6	-2.8	-5.4	-4.5	0.7	-0.6	-2.5	9.4
2010	10.6	2.6	4.2	2.1	6.5	15.2	6.8	10.6
2011	3.8	1.6	-0.1	1.6	3.7	6.4	4.8	9.5
2012	2.1	2.2	1.5	-0.9	2.3	4.1	1.7	7.9
2013	2.2	1.8	2.0	-0.2	2.9	5.1	3.1	7.8
2014	4.0	2.5	0.4	1.4	3.3	3.9	2.8	7.3
2015	0.8	2.9	1.2	2.1	2.8	2.2	2.4	6.9
2016	1.5	1.6	0.6	2.0	2.9	2.4	2.2	6.7
<b>2017</b>	<b>3.1</b>	<b>2.2</b>	<b>1.9</b>	<b>2.4</b>	<b>3.1</b>	<b>3.6</b>	<b>3.8</b>	<b>6.9</b>
<b>2018</b>	<b>2.6</b>	<b>2.9</b>	<b>0.7</b>	<b>1.8</b>	<b>2.7</b>	<b>3.3</b>	<b>3.0</b>	<b>6.6</b>
第 1 季	3.2	2.6	1.3	2.4	2.8	4.7	4.6	6.8
第 2 季	3.3	2.9	1.5	2.2	2.8	4.2	3.5	6.7
第 3 季	2.4	3.0	0.1	1.6	2.0	2.4	2.8	6.5
第 4 季	1.8	3.1	0.0	1.2	3.1	1.9	1.3	6.4

資料來源:國發會重要統計資料手冊2019.2.28



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	3.1	4.0
<b>2018</b>	<b>3.71</b>	<b>3.9</b>	<b>2.4</b>	<b>3.4</b>	<b>3.8</b>	<b>2.9</b>	<b>2.83</b>	<b>3.9</b>

資料來源:國發會重要統計資料手冊2019.2.28

後受到歐債危機、美國量化寬鬆政策導致臺幣升值壓力、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0.8%，之後呈現明顯回升，2017年時為3.08%，但在2018年下滑至2.63%。失業率則從2009年的5.85%持續下降，在2018年為3.71%。(參見表1-1-1與表1-1-2)

## 貳、2019年經濟環境展望

### 一、國際經濟展望

在中美貿易爭端未落幕下，全球企業投資與消費信心均呈現下滑，導致全球經濟走緩，需求減弱。IMF估計2019年全球經濟成長率為3.5%，略低於2018年的3.7%，IHS Markit估計2019年全球經濟成長率為2.8%，亦低於2018年的3.4%，顯示全球經濟出現成長趨緩的狀況，先進及新興經濟體均呈現走緩，且先進經濟體的經濟成長率由2018年的2.2%下降至1.7%，其下滑幅度大於新興經濟體，新興經濟體的經濟成長率由2018年的4.8%小幅下降至2019年的4.6%。

就個別國家而言，美國勞動市場相對穩健，製造業PMI呈現擴張，就業相關經濟數據逐步改善，但財政刺激效益逐步減緩，加以零售業與房市走弱，IMF與IHS Markit均預測其2019年的經濟成長率約在2.4~2.5%，低於2018年的經濟成長率2.9%。歐元區方面，因為英國脫歐仍混沌未明，政治風險增加，加以德國、法國、義大利等國家的經濟成長放緩，美歐又相互威脅加重彼此關稅，此恐波及消費者與企業信心，IMF預期歐元區2019年的經濟成長率為1.6%，IHS Markit的預測值則為1.2%，明顯低於2018年的經濟成長率，呈現成長趨緩的現象。日本因受外貿擴張不易影響，PMI明顯下滑，經濟轉趨緊縮，IMF對日本2019年經濟成長率的預估值為1.1%，IHS Markit則為0.7%，與2018年相較下修幅度不大，但為先進經濟體中成長率最低者。

新興及開發中經濟體2019年經濟成長的預測值為4.5~4.6%，與2018年差異不大，但不同國家間的表現有相當大的落差，其中印度的經濟成長率為7.1%，俄羅斯與巴西在1.4~1.5%之間，土耳其為0.2%，阿根廷則為-2.1%。IMF預測新興及開發中經濟體的經濟成長率在2020年將回升至4.9%，對其未來發展仍相對樂觀，但OECD認為新興市場公司債在未來3年到期金額持續創新高，其企業債券違約風險必須加以注意。中國大陸經濟因受到中美貿易摩擦影響走緩，內需因去槓桿化及削減過剩量能而降溫，PMI也呈現緊縮，兩機構對於中國大陸2019年經濟成長率預測值相近落在6.2~6.3%之間，略較2018年的6.6%為低，但仍為新興及開發中經濟體經濟



成長率相對較高者。(參見表 1-1-3)

整體而言，在主要國家經濟同步走緩，尤其是美國財政刺激效益減弱，中國大陸經濟放緩幅度超乎預期，加以英國脫歐仍混沌未明而影響英國與歐盟前景，印度與巴基斯坦的邊境衝突升溫，川金河內會談也因對北韓是否全面無核化仍無共識而破局，地緣政治的風險仍偏高，2019年全球經濟前景較2018年呈現成長趨緩趨勢。不過，在中美貿易爭端有和緩跡象、油價出現反彈，美國升息步調可能趨緩下，全球股市普遍回升，主要貨幣對兌美元多轉呈升值，而在5G帶動電子產品需求復甦下，全球貿易可望逐季回升。

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)			IHS Markit	
	2018	2019	2020	2018	2019
全球	3.7	3.5	3.6	3.4	2.8
先進經濟體	2.3	2.0	1.7	2.2	1.7
美國	2.9	2.5	1.8	2.9	2.4
歐元區	1.8	1.6	1.7	1.8	1.2
日本	1.2	1.1	0.5	0.7	0.7
新興及開發中經濟體	4.6	4.5	4.9	4.8	4.6
中國大陸	6.6	6.2	6.2	6.7	6.3

註：IMF係2019年1月預測值。IHS Markit係2019年3月預測值；

資料來源：國發會(2019年4月1日)，當前經濟情勢簡報 IMF，World Economic Outlook Update, Jan. 21, 2019

## 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10.63%，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，最高為2014年的4.02%，最低為2015年的0.81%，2018年時為

2.63%。(參見圖1-1-1)

就國內外主要機構對於台灣經濟成長預測來看，預測值在1.9~2.6%之間，其中最高為亞洲開發銀行(ADB)，最低為星展銀行，主計總處預測值為2.27%，較前次預測值2.41%下修0.14個百分點，亦較2018年的經濟成長率2.63%為低，其他國內外相關預測的預測值亦大多呈現下修，主要原因是輸出力道放緩，智慧行動通訊產品買氣鈍化，主計總處預估2019年的輸出成長為2.25%，低於2018年的3.66%，主要成長動能來自於民間消費與固定投資

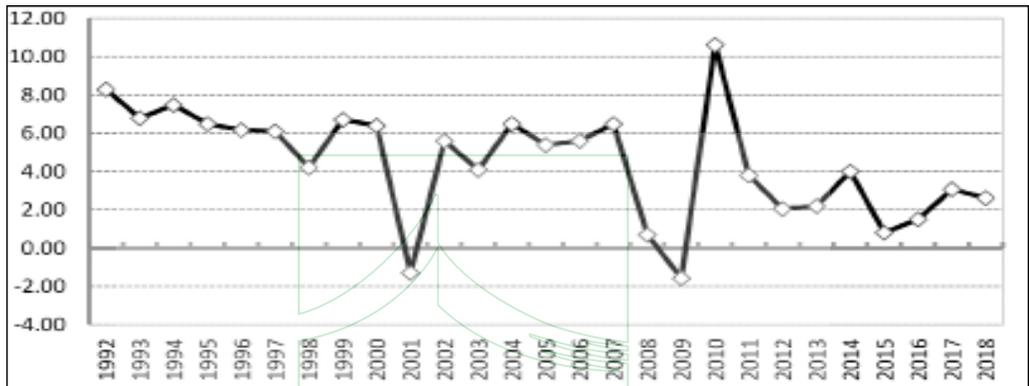


圖1-1-1 歷年經濟成長率

表 1-1-4 2019 年台灣經濟成長預測 (單位：%)

	預測機構	2019年
國內機構	中央銀行(2019.3.21)	2.13(2.33)
	中央研究院(2018.12.05)	2.45
	主計總處(2019.2.13)	2.27(2.41)
	台灣經濟研究院(2019.1.25)	2.12(2.20)
	台灣綜合研究院(2018.12.18)	2.34
	國泰台大產學合作計畫團隊(2019.3.20)	2.20(2.20)
	中華經濟研究院(2018.12.19)	2.18(2.18)
	元大寶華宗和經濟研究院(2019.3.27)	2.10(2.45)
國外機構	IHS Markit (2019.3.15)	2.1(2.1)
	亞洲開發銀行(ADB, 2018.12.11)	2.6(2.8)
	IMF(2018.10.08)	2.4
	星展銀行(2019.2.13)	1.9(2.2)

資料來源：國發會(2019年4月1日)，當前經濟情勢簡報

成長，其中在企業調薪積極、所得稅制優化措施、調高基本工資、以及國內旅遊及節能家電補助措施下，民間消費成長2.18%，高於2018年的2.05%，在國內半導體持續投資先進製程、離岸風電、太陽能等綠能產業，加以台商陸續回台投資設廠，公共建設投資持續落實下，固定投資成長5.0%，優於2018年的2.1%。

整體而言，台灣2019年的經濟成長值呈現成長趨緩，但物價漲幅平緩，失業率續呈穩定。(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(-0.25%)、1998年(-9.76%)、2001年(-10.79%)、2008年(-0.08%)、2009年(-6.43%)、2015年(-0.78%)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%，但除2010年的15.64%之外，從1993年開始平均每人所得成長均在10%以下，2018年時平均每人所得為21,556美元，較2017年的21,310美元上升1.20%，預期2019年的經濟成長率較2017年略低，平均每人所得成長相對較為有限，對房市有些微正面影響。(參見圖1-1-2)

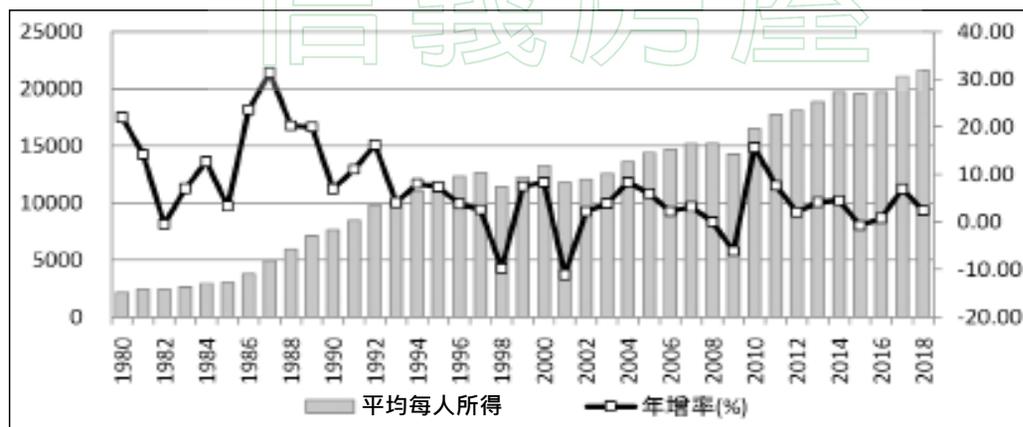


圖1-1-2 歷年平均每人所得與年增率

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，2018年消費者物價上升率為1.35%，預期2019年物價年增率與2018年相當，對房地產市場有些微正面影響。(參見圖1-1-3)

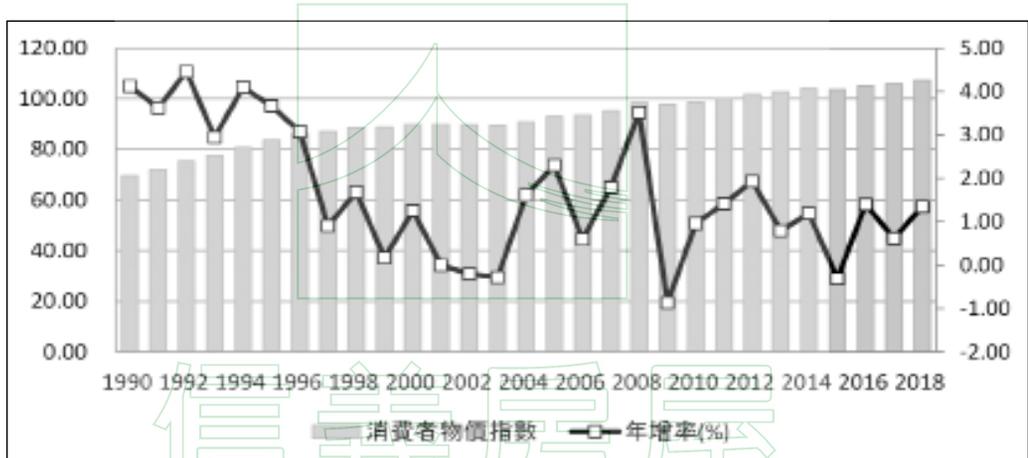


圖1-1-3 歷年消費者物價指數與年增率

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年開始失業率除在2016年略有上升外，已連續數年呈現下降，在2018年的失業率為3.71%，略較於2017年的3.76%下降0.05個百分點，對房市有些微正面影響。(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2018年M1B的年增率為5.82%，較2017年的3.48%小幅增加。

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，2018年時為2.65%，由於M1B年增率高於M2年增率，對於房地產市場可能有小幅正面影響<sup>2</sup>。(參見圖1-1-5)

<sup>2</sup> 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。

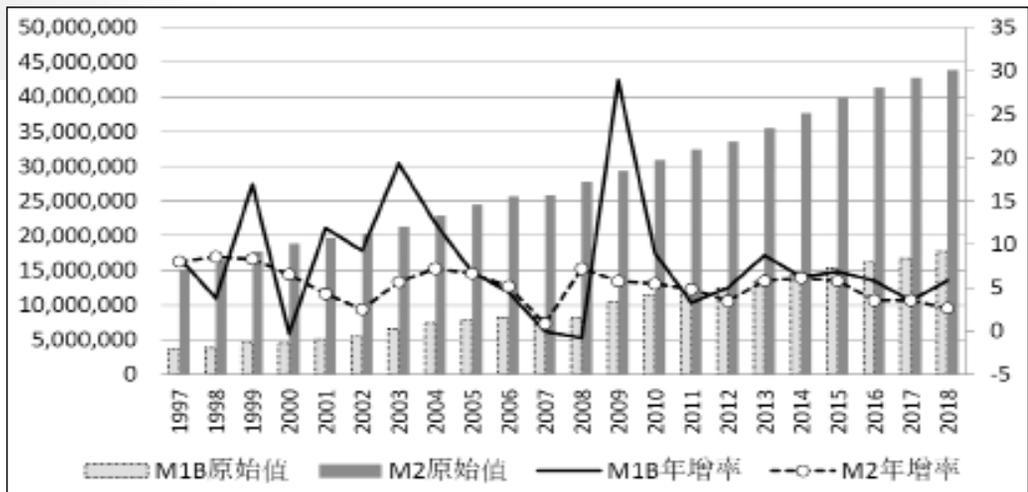


圖1-1-5 歷年貨幣供給餘額與年增率

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1994~2009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2018年為1.617%，可說是歷史低點，加以美國聯準會已轉緩升息時程，對房地產需求有明顯正向影響。(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，並曾突破一萬點大關，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年又重新回到10,000點以上，2018年加權股價指數平均指數為9727.41，略較2017年下降，但2019年第一季股市又重新站上萬點大關，在10,000到11,000區間盤整。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，在2018年時為259.73點，與2017年相近，但2019年第一季營造建材類股指數亦隨大盤有明顯回升，在270~290點區間盤整，本文預期股市繁榮對房市有小幅正面影響。(參見圖1-1-7)

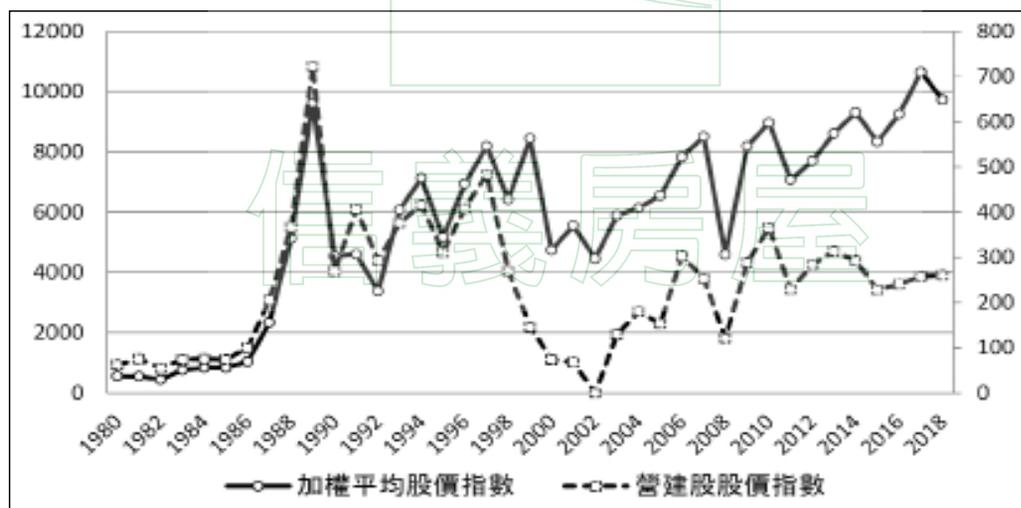


圖1-1-7 歷年集中市場加權股價指數

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，2018年本國銀行逾放比為0.24%，較2017年的0.28%略低，由於短期利率仍將維持在相對低檔，預估2019年的逾放比與2018年相近，對房市影響不大。(參見圖1-1-8)

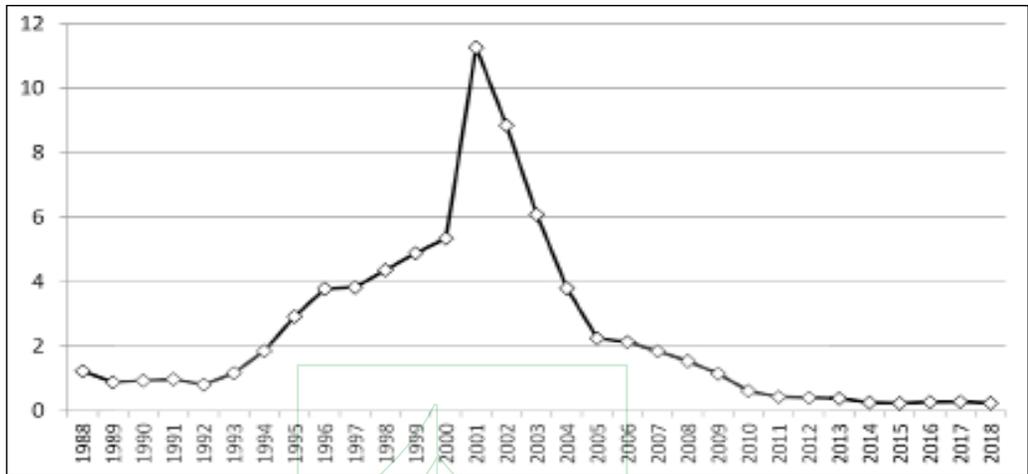


圖1-1-8 歷年金融機構逾放比(%)

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從33%一路大幅減少到2001



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

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，之後大多在3~5%之間震盪，2018年購置住宅貸款餘額為6.98兆元，年增率為4.96%，較2017年的4.44%小幅成長，顯示市場仍有不弱的消費性購屋需求。(參見圖1-1-9)

### (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，2018年建築貸款餘額達到1.86兆元的新高峰。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%，2018年的年增率為6.8%，較2017年的5.46%增加，自2016年開始連續三年呈現成長，顯示住宅供給面也相對樂觀。(參見圖1-1-10)

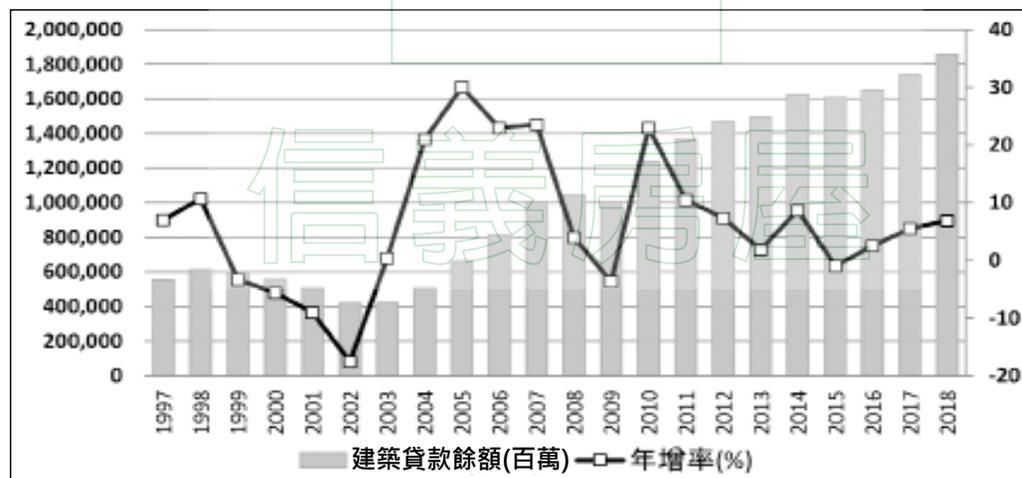


圖1-1-10 歷年本國一般銀行建築貸款餘額與年增率

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3,000億元的水準，2018年時為2,969億元，處於穩定區間。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，2018年的年增率為4.72%，較2017年小幅回升，對房市有小幅正向影響。(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

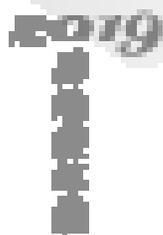
臺灣自1970年代以來歷經四次大規模的房地產景氣波動，前三次的高峰點分別出現在1973~1974、1979~1980、1987~1989等年度，第四次的房地產景氣始於2003年第2季SARS結束後開始至今，2015年可能是此波房地產景氣的高峰轉折點，目前房地產市場仍處於下修盤整階段，成交量在2016年時達到24.5萬戶的低點，在2017年時回升到26.6萬戶，成交量出現約8%的成長，在2018年更進一步增加至27.8萬戶，年增率為4.5%，成交量呈現連續兩年回升，但增加幅度減緩，且新成屋與小坪數的成交比重相對偏高，顯示房市仍處於盤整階段。

在房價部分，2018年各區域呈現小幅上升格局，但平均漲幅在5%以下，

以信義房價指數來看，2018年第四季相較於2017年第四季，台灣地區房價平均漲幅為1.86%，其中新竹地區漲幅8.44%為最高，新北市漲幅0.17%為最低。台北市漲幅4.49%，僅次於新竹地區，之後依序為桃園市與台中市，兩者漲幅分別為3.11%、3.03%，高雄地區漲幅為1.88%，僅高於新北市。上述統計顯示自2014年底房價下修以來，房價已獲得一定程度的支撐，甚至新竹地區、台中市以及高雄市的房價反彈已較2014年的水準還高。

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各項公共建設投資開發效應，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，全球經濟復甦速度、美國與國內央行的升息速度、中國大陸後續經濟成長力道、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2018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、消費者物價指數、以及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2000~2018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，且相關係數約在0.6左右，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	2000~2018年				
	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	成交量
總體指標					
經濟成長率	-0.1829	-0.1870	-0.1886	-0.1550	-0.1550
平均每人所得	0.0649	0.0491	0.0375	0.0779	-0.1740
消費者物價指數	0.1193	0.1522	0.0450	-0.0683	-0.1901
失業率	-0.2447	-0.2049	-0.2662	-0.1868	-0.3457
M1B	0.8651	0.8524	0.9691	0.9382	0.6826
M2	0.8689	0.8627	0.9687	0.9345	0.6975
五大銀行新承做購屋 貸款利率	-0.6718	-0.6783	-0.7315	-0.7599	-0.3783
集中市場加權股價指數	0.7155	0.7019	0.8284	0.8150	0.5457
營造建材類指數	0.6958	0.7011	0.7046	0.7682	0.1941
金融機構逾放比	-0.7688	-0.7862	-0.7819	-0.8177	-0.3821
購置住宅貸款餘額	0.8708	0.8779	0.9567	0.9425	0.6256
建築貸款餘額	0.9195	0.9294	0.9757	0.9649	0.5947
銀行對營造業放款餘額	-0.6960	-0.7704	-0.7190	-0.7657	-0.2956

由表1-1-6可發現，2018年經濟成長率2.63%，較2017年的經濟成長率3.08%略低，由於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，預期2019年的經濟成長亦將較2018年略低。

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，2018年成長率為2.37%，預期2019年成長幅度可能與2017年相近。2018年消費者物價指數年增率為1.35%，預期在2019年物價年增率可能與2018年相近，對房地產市場影響有小幅些微影響。

2018年M1B與M2年增率分別為5.82%、2.65%，M1B年增率高於M2，預期2019年在美國放緩升息速度下，資金短期仍維持寬鬆局面，對房地產需求有明顯正面效果。2018年五大銀行新承做購屋貸款利率平均為

表 1-1-6 房地產市場相關之總體經濟與金融指標變化：2012~2019年

指標	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
經濟成長率	2.06%	2.20%	4.02%	0.81%	1.51%	3.08%	2.63%	↓
平均每人所得成長率	2.07%	4.12%	4.51%	-0.78%	-0.76%	6.97%	2.37%	-
消費者物價指數年增率	1.93%	0.79%	1.20%	-0.31%	1.40%	0.62%	1.35%	-
失業率	4.24%	4.18%	3.96%	3.78%	3.92%	3.76%	3.71%	-
M1B 年增率	4.97%	8.74%	6.23%	6.87%	5.79%	3.48%	5.82%	↑
M2 年增率	3.46%	5.79%	6.13%	5.80%	3.55%	3.56%	2.65%	↓
五大銀行新承做購屋貸款利率	1.91%	1.95%	1.96%	1.90%	1.66%	1.63%	1.62%	-
集中市場加權股價指數	7,700	8,611	9,307	8,338	9,253	10,642	9,727	↑
營造建材類指數	284.3	313.3	292.4	228.0	240.1	258.23	259.73	↑
金融機構逾放比 (本國銀行)	0.40%	0.38%	0.25%	0.23%	0.27%	0.28%	0.24%	↑
購置住宅貸款餘額 年增率	2.76%	4.18%	3.90%	4.52%	3.80%	4.44%	4.95%	↑
建築貸款餘額年增率	7.33%	1.83%	8.66%	-0.98%	2.5%	5.46%	6.88%	↑
銀行對營造業放款餘額 年增率	4.99%	6.44%	1.12%	2.54%	-0.21%	-8.41%	4.72%	↑

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。

1.62%，雖然國內利率凍漲已久，但因全球與國內經濟成長均呈現趨緩，預期2019年央行可能繼續保持觀望或微幅升息，對房地產需求的衝擊應不會太大。2018年的台灣加權股價指數平均為9,727點，建材類指數為259.73點，與2017年差異不大，雖然預期2019年全球經濟呈現成長趨緩，且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，但2019年第一季股市仍在高點盤整，對房市仍有小幅正面影響。購置住宅貸款餘額年增率在2018年為4.95%，呈現小幅增加現象，預期2019年的成交量應較2018年略增，購置住宅貸款餘額年增率將小幅增加。建築貸款餘額在2018年的年增率為6.88%，較2017年的5.46%為佳，由於短期建商仍推案積極，預期建築貸款餘額年增率將較2019年略增。此外，銀行對營造業放款餘額年增率為4.72%，較2017年的-8.41%明顯好轉，預計2019年可能維持與2018年相當的幅度，對房地產市場會有小幅正面影響。

## 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，雖然經濟成長動能在2018年上半年有逐漸增溫的趨勢，但後因中美貿易戰、英國脫歐爭議、以及歐洲政治風險升高下，2018年全球成長仍呈現趨緩走勢，全球經濟成長率在3.4~3.7%之間，與2017年相近。

展望2019年全球經濟前景，其成長力道可能較2018年為低，且不確定性因素仍高，相關機構對於2019年全球經濟成長率的預測值約在2.8~3.5%之間。針對2019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，但力道已相對趨緩，且不同地區間的差異增加。美國經濟在先進國家中雖呈現相對穩健，其2018年經濟成長率達到2.9%，但後續成長量能已顯不足，聯準會目前已放緩升息的速度。歐元區與日本的經濟表現原本就相對較弱，寬鬆貨幣政策的效果遞減中，預期2019年歐元區經濟成長率約1.2~1.6%，日本則在0.7~1.1%。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4.5~4.8%之間，不同國家間的表現落差大，中國大陸約在6.2~6.3%之間，呈現持續下修走勢。

就2018年房地產市場表現來看，整體房市仍呈現5%幅度內的小幅價增量增的格局，全臺買賣移轉棟數約27.8萬棟，較前一年增加4.5%，房價除新北市與高雄市低於3%外，其他縣市漲幅在3~5%之間，但新竹地區漲幅則高達8.8%。在上述總體經濟環境趨勢下，預計2019年的國內整體房地產市場有下列幾點趨勢：

### 一、全球經濟成長已趨緩，政治與金融風險升溫：

目前全球經濟成長已從頂端下滑，雖然近年各國的失業情況明顯改善，短期也無明顯通膨壓力，但由於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，而脫歐效應亦未完全平息，政治風險相對偏高，因此對國際的經濟與貿易拓展較為不利，增加全球經濟發展的不確性。

### 二、國內經濟走緩，實質所得成長有限：

在國際經貿大環境趨緩下，國內工業生產與商品出口易受到明顯衝擊，景氣對策訊號已連續6個月在藍燈與黃藍燈盤整，領先指標更連續九個月出現下滑，主計總處預測國內2019年經濟成長為2.27%，較2018年的2.63%略低。雖然2019年每人每月經濟性薪資可望較2018年增加2.18%，但預期消費者物價年增率可能在1~2%之間，實質所得成長仍相對有限。

### 三、資金仍相對充沛，短期利率維持低檔：

由於美國經濟復甦未如預期強勁，通膨問題尚不嚴重，美國聯準會已開始放緩升息速度，國內央行亦因經濟成長力道不足仍而讓利率持續凍漲，本文認為在利率短期仍維持低檔下，若無突發性的事件衝擊，房價應持續呈現小幅盤整格局。

### 四、房市供給量多，價格仍有下修壓力：

在經濟成長力道趨緩下，房價無向上推升的動力，在無重大突發性利空消息衝擊下，低利率亦讓房價短期沒有無恐慌性下跌危機，但若建商的供給量體不斷擴張，目前以消費性需求支撐的買盤仍面臨龐大的下修壓力，尤其是在供給量體大的新興發展地區。

## 五、居高思危，慎防突發性風險：

在經濟復甦未達預期強勁下，各國央行大多維持相對寬鬆的貨幣政策，且在房價相對偏高而獲利有限下，許多游資選擇以股市為主要投資工具，使得全球股市大多處於歷史的高檔，本文認為一旦在政治或金融市場出現突發性的危機，股市的下修也必然使得盤整的房市有較大幅度的調整。

### 參考文獻

- 1.IMF(2019)，World Economic Outlook Update(Jan. 21, 2019)
- 2.中央銀行(2019)，中央銀行理監事聯席會議事後記者會參考資料(2019年3月21日)。
- 3.國家發展委員會(2019)，重要統計資料手冊(2019年2月28日)。
- 4.國家發展委員會經濟發展處(2019)，當前經濟情勢(2019年4月1日)。
- 5.景氣動向調查新聞稿(2019)，台灣經濟研究院(2019年3月25日)。



信義房屋