台北外匯市場發展基金會研究計畫

我國房地產市場景氣波動及其對總體經濟與區域平衡發展之影響

Impacts of the Real Estate Cycle on Macroeconomic Outcomes and Regional Development Disparities

結案報告

主持人:吳文傑

國立政治大學財政學系

應用經濟與社會發展英語碩士學位學程

共同主持人：

林馨怡 國立政治大學經濟學系

江穎慧 國立政治大學地政學系

鄭輝培 東吳大學經濟學系

我國房地產市場景氣波動及其對總體經濟與區域平衡發展之影響

目　錄

摘要 i

第一章 緒論 1

1.1 研究背景與動機 1

1.2 研究問題與研究目標 1

1.3 本報告架構 3

第二章 不動產景氣循環、總體經濟與區域發展之文獻回顧 4

2.1 不動產景氣循環之理論架構與轉折點識別 4

2.2 金融循環、信用擴張與總體審慎政策之傳導 4

2.3 總體經濟雙向反饋：金融加速器、擔保品效應與民間消費 5

2.4 空間異質性、供給彈性與區域不均衡發展 6

2.5 台灣不動產景氣循環之實證脈絡與制度特質 6

第三章 台灣不動產景氣循環之動態特徵與空間發散 8

3.1 前言與長週期景氣循環識別 8

3.2 交易規模、新建供給與「建照使照追逐機制」 9

3.3 新推個案與中古屋市場之量價動態與轉折驗證 12

3.4 區域不動產景氣之空間分化與「科學園區效應」 14

3.5 不動產景氣循環小結 15

第四章 總體經濟波動與不動產景氣循環之雙向傳導 16

4.1 前言 16

4.2 總體經濟成長與通膨趨勢對不動產市場之拉引與衝擊 16

4.3 貨幣政策、利率與資金流動性之傳導機制 19

4.4 不動產景氣對總體經濟之反饋效應 20

4.5 總體經濟與不動產互動小結 21

第五章 台灣區域發展差異與地區性不動產循環之交互作用 22

5.1 前言 22

5.2 區域經濟發展差異之多維度空間特徵 22
5.3 結構性因素、中央資源配置與路徑相依性 23
5.4 地區性不動產循環對區域發展之反饋：科技軸線與仕紳化危機 24
5.5 區域發展與不動產互動小結 24
第六章 實證方法與模型設定 25
6.1 全國總體經濟影響分析 25
6.1.1 實證策略：景氣狀態認定與 Newey-West 迴歸 25
6.1.2 模型設定 25
6.1.3 房市景氣狀態指標識別：HP 濾波器與 BBQ 演算法之應用 26
6.1.4 台灣市場特性、變數定義與預期符號 27
6.2 區域發展影響分析 28
6.2.1 實證策略：固定效果模型與工具變數估計 28
6.2.2 模型設定 28
6.2.3 工具變數與兩階段最小平方法 28
6.2.4 區域變數、預期符號與資料說明 28
第七章 實證結果與討論 30
7.1 敘述統計 30
7.1.1 總體資料 30
7.1.2 區域資料 30
7.2 全國總體估計結果：房市景氣狀態與經濟成長 31
7.3 區域估計結果：縣市房價與家戶可支配所得 33
第八章 結論與政策意涵 37
8.1 主要實證發現與機制總結 37
8.2 政策意涵與建言 37
8.3 研究限制與未來研究方向 38
參考文獻 39

表 目 錄

表一：總體估計變數之敘述統計..... 30
表二：區域估計變數之敘述統計..... 31
表三：房市景氣狀態與實質 GDP 成長之 Newey-West 估計結果..... 32
表四：房市景氣狀態（建照認定）與實質 GDP 成長之 Newey-West 估計結果..... 33
表五：縣市房價與家戶可支配所得之兩階段最小平方法估計結果..... 34
表六：區域劃分穩健性：六都交乘項之兩階段最小平方法估計結果..... 35
表七：區域劃分穩健性：台積電設廠縣市交乘項之兩階段最小平方法估計結果..... 36

圖 目 錄

圖一：台灣房地產價格指數時間序列與 HP 濾波景氣循環分析圖..... 9
圖二：台灣不動產交易規模、新建供給與違約體質動態..... 10
圖三：解構景氣循環——建照與使照的追逐戰 四階段概念..... 11
圖四：台灣住宅供給流量歷年實際走勢與景氣轉折交叉檢定..... 12
圖五：台灣新推個案與中古屋住宅市場量價動態及轉折驗證..... 13
圖六：全台主要科學園區中古屋房價指數走勢..... 14
圖七：台灣經濟成長率時間序列與 HP 濾波景氣循環分析..... 17
圖八：總體經濟、貨幣政策與房地產市場雙向傳導機制綜合指標..... 19
圖九：貨幣流動性、利率環境與房地產資金傳導機制..... 20
圖十：臺灣北部 vs. 非北部區域發展差距之多維度對比..... 22
圖十一：臺灣北部 vs. 非北部三級產業就業結構空間消長趨勢..... 23

我國房地產市場景氣波動及其對總體經濟與區域平衡發展之影響

摘要

本研究建立整合「全國總體經濟」與「區域空間結構」的雙層級計量實證架構，系統性剖析 2000 年以來台灣不動產景氣循環的動態傳導機制，及其對總體實質產出與跨區域所得差距的非對稱衝擊。面對近年建照與使照呈現實質「死亡交叉」、新推案量價背離及央行第七波信用管制下的市場盤整，本研究旨在釐清房市波動如何跨越金融防禦體質、實質牽動實體經濟與空間資源配置。

在全國總體經濟層級，研究結合 Hodrick-Prescott（HP）濾波器與 Bry-Boschan 季資料演算法（BBQ）客觀識別偏離成長循環之景氣狀態，並運用 Newey-West HAC 穩健迴歸進行估計。實證結果顯示，在控制貨幣流動性、融資成本及外生共同衝擊後，房市收縮期對實質經濟成長具有顯著且穩健的抑制效果；當房市前一季處於收縮體制時，當季實質 GDP 年增率平均較擴張期顯著降低 1.88 至 2.21 個百分點。對照建造執照指標之實證反應，研究進一步證實房市波動主要係透過高自有住宅率下所引發的『擔保品價值約束』與『家庭資產負債表去槓桿』管道衝擊實體內需，而非純粹來自營建供給流量。雖國內銀行多有開辦房貸增貸等消費性貸款業務，但一般家庭在房市下修時鮮少透過房屋淨值借貸維持消費，資產縮水將直接抑制耐久財與整體消費動能。

在區域發展與空間分配層級，本研究以全台 21 縣市 16 年之平衡縱橫資料，採縣市與年別雙固定效果模型，並以落後二期變數作為工具變數進行兩階段最小平方法（2SLS）估計，有效克服雙向因果偏誤。實證發現房價上漲並非區域中性的資產重估，而是扮演了「空間不平等放大器」：房價每坪上升 1 萬元，北部都會核心縣市相較於非北部低所得縣市之每戶可支配所得差距顯著擴大 0.86 萬元；而在半導體產業擴張下，台積電設廠八縣市相較於非設廠低所得縣市之所得差距亦顯著擴大 0.83 萬元。相對地，邊陲低所得縣市自身之房價上揚並無法帶動在地所得成長，反而加劇生活成本通膨與非科技從業居民之仕紳化居住排擠危機。

全文總結台灣不動產景氣循環呈現「收縮全國共同承擔、擴張區域高度集中」之結構特徵。本研究成果量化了資產價格反轉對實體內需之緊縮壓力，並揭示科技產業外溢下區域所得分配之分化機制，為後續總體審慎監理之內需監測維度與跨部會空間平衡政策之規劃提供了堅實的計量實證基礎。

關鍵詞： 不動產景氣循環、總體經濟成長、區域發展差距、金融加速器、空間異質性、家戶可支配所得、科技廊帶仕紳化

第一章 緒論

1.1 研究背景與動機

各國政府在制定總體經濟與金融政策時，通常致力於追求兩項核心的發展目標：其一為維持長期且永續的實質經濟成長動能，其二為實現地理區域之間相對均衡的空間發展態勢。然而，在現實經濟運作中，這兩項目標的實現往往面臨多重不確定性與外生衝擊（shocks）的嚴峻挑戰。在總體經濟層面，各種短期外生衝擊常導致產出偏離長期潛在成長趨勢，引發週期性的景氣循環（business cycles）；而在空間經濟維度上，由於要素稟賦、產業群聚及政策資源配置在不同地理區域之間存在顯著差異，若缺乏有效的政策調節機制，極可能進一步加劇區域發展差距（regional disparity）（Krugman, 1991; Glaeser & Gottlieb, 2009）。

與一般的暫時性商業衝擊不同，不動產市場具有高度耐久性、開發興建期漫長、供給缺乏即時彈性以及兼具「實體居住消費」與「資本投資資產」之雙重屬性。這些結構特徵使得不動產市場的震盪往往透過價格波動與供給流量累積，形成週期更長、振幅更深的不動產景氣循環（real estate cycles）。大量國際文獻指出，不動產景氣循環會透過家戶財富效果、企業與家戶的抵押擔保品價值約束（collateral constraints）以及金融中介機構資產負債表等多元管道，對整體實質經濟活動與金融體系穩定性產生深遠的金融加速器效應（Bernanke et al., 1999; Iacoviello, 2005; Claessens et al., 2012）。特別是信用驅動的不動產過熱往往伴隨極端的金融槓桿積聚；一旦循環反轉，資產跌價與信用緊縮交互共振，極易引發具備高度持續性的資產負債表衰退與經濟收縮（Schularick & Taylor, 2012; Mian & Sufi, 2018）。因此，不動產與金融循環已成為當前各國中央銀行制定總體審慎政策（Macroprudential Policy）與維護金融穩定的核心監測範疇（Borio, 2014）。

在空間維度上，不動產景氣循環展現出強烈的空間異質性（spatial heterogeneity）。受制於各地方土地利用法規、地理環境與住宅供給彈性的差異（Glaeser et al., 2008; Gyourko, 2009），全國性的流動性或需求衝擊在不同城市往往體現為截然不同的價格或數量調節路徑。供給缺乏彈性的都會核心往往面臨房價劇烈飆漲，進而提高移入門檻並重塑人口流動、勞動力重分配與區域實質所得分布，進一步引發空間經濟發散（Ganong & Shoag, 2017）。

1.2 研究問題與研究目標

在上述國際理論與實證背景下，台灣的不動產市場展現出獨特且極具研究價值的制度特質與空間演變脈絡。首先，在總體經濟與金融體系層面，台灣金融機構長期採取相對保守的房地產授信方式，中央銀行亦曾透過選擇性信用管制與貸款成數限制抑制房市過度槓桿化；即使在全球金融危機期間，台灣房市亦未出現如美國次貸市場般的劇烈崩跌（Chang & Chen,

2012）。此外，《銀行法》第 72-2 條對銀行不動產放款比率之限制，亦構成台灣房地產金融監理制度的重要一環。然而，台灣房市展現出顯著的「體制非對稱性（regime asymmetry）」——歷史實證顯示其收縮期平均長達 4.76 季，時間占比高達 57.34%，顯著長於擴張期（Lee et al., 2009）。

尤為關鍵的是，台灣家戶之住宅自有率高達 84% 以上，房地產占家庭總資產比重極高。雖然國內金融機構普遍提供房貸增貸業務（歸類為消費性貸款），但國內缺乏如歐美市場般以平滑消費為目的且制度普及之房屋淨值提領（Home Equity Withdrawal, HEW）管道與文化；在面臨房市走弱或資產縮水時，家庭基於防禦性儲蓄考量，通常不會透過增貸增加消費。因此，資產跌價將直接惡化家戶淨值，並透過抑制耐久財與非耐久財消費，對實質 GDP 成長造成顯著且長期的拖累（Chen et al., 2010; Lin et al., 2019）。

其次，在區域發展與空間結構層面，台灣長期存在「北部研發、中南部製造」的產業分工格局與統籌分配款等財政資源失衡所累積的南北發展差距。然而近年來，隨著「南方科技廊帶」政策之推動，以及台積電等半導體龍頭企業於中南部（如台中、台南、高雄與嘉義）大舉擴建先進製程晶圓廠與封測廠，高科技產業資本的大量注入為中南部帶來顯著的薪資水準提升與就業乘數效應，迅速引發區域房價的大幅跳升與補漲潮。這種由科技產業軸線所帶動的地區性房市榮景，雖然為中南部帶來縮短區域差距的契機，但也引發了新形態的區域矛盾：房價漲幅與在地非科技產業之基層薪資嚴重脫節、高生活成本引發在地基層居民與青年首購族的居住排擠（仕紳化 Gentrification），以及公共基礎設施超載與地方財政壓力。

基於上述問題意識，本研究的核心探討課題在於：在未爆發重大金融危機的前提下，台灣具備非對稱特徵之不動產景氣循環，如何透過資產價格與信用管道對全國總體經濟成長產生實質衝擊？同時，以科技產業與都會核心為軸線的地區性房市榮枯，又是如何透過資產溢出效應與所得分配機制，反向重塑台灣的區域發展與空間均衡態勢？

為系統性回答上述核心問題，本研究建立了整合「全國總體經濟層級」與「區域發展層級」的雙層級實證計量分析架構，其主要研究貢獻涵蓋以下三項面向：第一，量化非危機環境下房市景氣狀態對總體經濟的非對稱衝擊。本研究結合 Hodrick-Prescott（HP）濾波器與 Bry-Boschan 季資料演算法（BBQ）（Harding & Pagan, 2002），客觀識別台灣房市之繁榮與收縮體制，並採用 Newey-West HAC 穩健迴歸模型（Newey & West, 1987），在控制各項總體金融變數與年度共同衝擊後，精準量化房市收縮期對實質 GDP 成長率之衝擊幅度。第二，在區域追蹤資料架構中克服因果雙向內生性難題。本研究採用涵蓋全台 21 縣市、跨期 16 年的縣市追蹤資料模型，引入縣市與年別雙固定效果，並以落後一期縣市房價及其區域交乘項（北部、六都、台積電設廠縣市）為主要解釋變數；進一步採用落後二期變數建構內部工具變數，以兩階段最小平方法（2SLS）進行估計，有效緩解區域房價與家戶所得間的雙向因果偏誤，嚴謹評估房價變動對區域家戶可支配所得差距之空間異質性影響。第三，提供具備實務前瞻意涵的政策決策依據。本研究緊密結合最新房市動態（如建照與使照之死亡交叉、央

行第七波選擇性信用管制之緊縮效應、科技園區房市降溫等），深入剖析貨幣政策、總體審慎監理與區域均衡發展政策之間的交互作用，為決策當局提供堅實的實證依據與制度性政策建言。

1.3 本報告架構

本報告共分為八章，各章內容安排如下：第一章為緒論，闡明研究背景與動機、核心研究問題與目標、主要研究貢獻及全文篇章架構。第二章為文獻回顧，系統性梳理國內外關於不動產景氣循環理論、轉折點識別、總體金融加速器與資產負債表傳導管道、空間異質性與住宅供給彈性，以及台灣房市之制度特徵與實證脈絡。第三章探討台灣不動產景氣循環之動態特徵與空間發散，透過 HP 濾波分析、建造與使用執照之追逐機制、買賣移轉交易量、國泰與內政部價格指數及主要科學園區房價指數，建立 2000 年以來台灣房市長週期之量化動態與空間分化特徵。第四章分析總體經濟波動與不動產景氣循環之雙向傳導，剖析實質 GDP 產出缺口、通膨預期與貨幣金融流動性對房地產市場之拉引，以及房市榮枯透過財富效應與擔保品約束對總體經濟之反向衝擊。第五章深入探討台灣區域發展差異與地區性不動產循環之交互作用，檢視家戶所得、都會規模、資本存量、地方財政與產業結構等空間異質性如何塑造房市分化，並剖析科技軸線擴張所引發之仕紳化與居住負擔危機。第六章說明實證方法與模型設定，詳細介紹全國總體層級之 HP－BBQ 房市景氣認定程序與 Newey-West HAC 迴歸設定，以及區域層級雙固定效果追蹤資料模型與工具變數兩階段最小平方法（2SLS）之估計策略、變數定義與資料來源。第七章呈現實證結果與深度討論，詳細報告全國總體迴歸與區域追蹤資料模型之估計數值，並進行價格與數量指標對照、多重區域劃分（北部、六都、台積電設廠縣市）之穩健性檢驗與跨章節機制連結。第八章為結論與政策意涵，系統性歸納全文之核心實證發現，提煉總體審慎與區域政策意涵，並指明研究限制與未來可能之拓展方向。

第二章 不動產景氣循環、總體經濟與區域發展之文獻回顧

2.1 不動產景氣循環之理論架構與轉折點識別

不動產市場具備高度耐久性、供給彈性遲滯以及資產與消費雙重屬性，其景氣循環之運行週期與振幅往往大幅超越傳統商業景氣循環（Claessens et al., 2012）。在現代總體金融理論中，為避免時間序列濾波處理可能引入的端點失真，古典商業循環演算法（BBQ Algorithm）已被廣泛應用於房市擴張、高峰、收縮與復甦等轉折點之客觀標註（Bry & Boschan, 1971; Harding & Pagan, 2002）。國際實證文獻指出，不動產榮景（Housing Boom）通常伴隨著實質價格連續數季顯著超越歷史趨勢，而隨後的破滅（Bust）或泡沫事件（Bubble Episodes）則常在三年內誘發實質資產價格重挫超過百分之十五（Jordà et al., 2015; Cerutti et al., 2017）。在計量識別方法上，局部投影模型（Local Projections, LP）與右尾單根檢定（PSY Test）更進一步提供了在非線性與體制相依架構下，即時偵測投機性過熱及量化動態衝擊反應的實證基礎（Jordà, 2005; Phillips et al., 2015; Albuquerque et al., 2026）。

不動產循環在時間動態上展現出顯著的持續期依賴（Duration Dependence）與體制非對稱性。實證研究顯示，不動產擴張期成熟度越高，其週期結束的風險機率亦隨之上升；更重要的是，經歷長期信用推升之榮景後，隨之而來的下修衰退期往往顯著拉長，呈現出「榮景越久、衰退越長（Longer Boom, Longer Bust）」的非對稱特質（Bracke, 2013）。在土地與營建要素的供給面，實體營建成本長期相對平穩，住宅資產價格之劇烈循環主要由底層土地價值的波動所驅動（Davis & Heathcote, 2005）；而住宅投資在景氣擴張後期對貨幣條件的高度敏感性，亦使其成為領先整體 GDP 波動的關鍵指標（Leamer, 2007）。

2.2 金融循環、信用擴張與總體審慎政策之傳導

在中央銀行與金融監理機關的政策視野中，不動產市場是整體「金融循環（Financial Cycle）」最核心的傳播引擎（Borio, 2014; Rozite et al., 2019）。金融循環反映了價值感知、風險承擔意願與流動性之間自我強化的交互作用，其週期長達十六至二十年，且實質房價與信用的同步擴張總是領先於系統性銀行危機爆發（Borio, 2014; Greenwood et al., 2022）。Schularick and Taylor (2012) 檢視主要先進經濟體逾百年之金融史，證實近現代的金融危機本質上皆為「信用擴張過度後的破滅（Credit Booms Gone Bust）」。銀行資產負債表透過不動產抵押放款的快速膨脹，使信用創造與實質經濟產出脫鉤，因此中央銀行的金融穩定監控必須直接聚焦於總體信用成長與金融槓桿，而非僅依賴傳統的廣義貨幣性總量或一般商品物價通膨指標（Schularick & Taylor, 2012）。

跨資產金融溢出效應與資本流動亦扮演了資產價格過熱的催化劑角色，股市與債券市場的殖利率變動降低了房地產的折現因子，驅動資本大量湧入不動產市場（Martínez-García

& Grossman, 2020）。Mian and Sufi (2018) 將此機制概括為「信用驅動的家戶需求管道（Credit-Driven Household Demand Channel）」，指出由金融放鬆或外部流動性湧入所推動的信用供給外移，會誘發家戶部門槓桿快速累積並短期拉動非貿易品需求；但由於該榮景缺乏實質生產力支撐，信用與資產價格的反轉將必然導致嚴重的資產負債表衰退與長期去槓桿化（Mian & Sufi, 2018）。

針對資產過熱時期的政策干預，Bordo & Jeanne (2002) 為央行採取預防性貨幣緊縮（Leaning Against the Wind）提供了理論支持，證明在房價暴漲期適度提高政策利率可視為降低未來系統性崩潰機率的必要保險代價。然而，Claessens et al. (2010) 檢視全球金融危機經驗後指出，傳統單一政策利率調整在抑制特定資產過熱上往往面臨產出折衷困境，因此具備針對性的總體審慎工具——包含貸款成數（Loan-to-Value, LTV）上限、收支比（Debt-Service-to-Income / Debt-to-Income, DSTI/DTI）規範以及反循環資本緩衝——是約束過度槓桿積聚、減緩系統性脆弱性並維護金融體系健全不可或缺的政策核心（Claessens et al., 2010; Carro, 2023）。在開放經濟體系下，主要經濟體的住宅需求衝擊亦會透過全球關聯網絡產生強大的跨國溢出效應，進一步考驗小型開放經濟體之貨幣與外匯政策穩定性（Cesa-Bianchi, 2013）。

2.3 總體經濟雙向反饋：金融加速器、擔保品效應與民間消費

不動產市場與總體實體經濟之間存在深層的雙向反饋關係。總體金融溢出模型（Macro-Financial Spillover Models）以金融加速器（Financial Accelerator）理論為基礎，闡明了信用市場摩擦如何放大總體衝擊（Bernanke et al., 1999）。當房價上漲時，以不動產作為擔保品的家戶與企業淨值提升，外部融資溢價下降，從而帶動信貸擴張、民間消費與固定資本投資；反之，資產跌價將侵蝕擔保品緩衝，迫使金融中介機構緊縮信用，加深實體經濟的收縮深度與持續期（Bernanke et al., 1999; Claessens et al., 2009, 2012）。

在一般均衡架構下，Iacoviello (2005) 以及 Iacoviello and Neri (2010) 將住房擔保品約束正式整合入動態隨機一般均衡（DSGE）模型，量化證明了住房需求衝擊與貨幣政策變動會顯著溢出至非住房部門的私人消費。實證文獻更進一步揭示，在具備房屋淨值提領機制的市場中，房價上漲能迅速放寬流動性約束並刺激總需求；但當景氣反轉時，高槓桿、低淨值家戶由於具備極高的邊際消費傾向（MPC），其資產負債表受損將迫使其劇烈削減非必要消費，成為引發深度經濟衰退的主因（Mian & Sufi, 2011; Mian et al., 2013）。此外，資產價格過快上升亦會造成住房負擔能力危機與財富分配失衡，擴大有屋族與租屋族之間的貧富差距（Linneman & Megbolugbe, 1992; Haffner & Boumeester, 2010; Matlack & Vigdor, 2008）。

2.4 空間異質性、供給彈性與區域不均衡發展

在空間經濟維度上，不動產景氣循環展現出強烈的空間異質性，其傳導路徑高度取決於地方土地利用管制與實體地理所決定的住宅供給彈性（Glaeser et al., 2008; Gyourko, 2009）。在新經濟地理學與空間均衡架構下，產業聚群（Agglomeration）力量推動經濟活動與人口向核心區域集中（Krugman, 1991; Glaeser & Gottlieb, 2009）。當遭受全國性需求或貨幣擴張衝擊時，供給缺乏彈性的都會區主要透過房價與租金的劇烈暴漲來吸收衝擊，而供給具彈性的區域則主要體現為營建數量與建照數量的擴張；在景氣下行期，供給有彈性的市場常受制於龐大的實體過剩庫存而延長盤整期，而供給無彈性市場的價格調整則取決於實質需求（Glaeser et al., 2008; Aastveit & Anundsen, 2022）。

區域不動產市場之分化對長期實質經濟結構產生深遠反饋。Ganong & Shoag (2017) 證明，高生產力核心區域的房價飆漲實質上構成了進入障礙（Economic Barrier），阻礙低技能勞動力向高薪都會區遷移，進而削弱了跨區域所得趨同並加劇空間經濟發散（Spatial Divergence）。同時，以住房資產為核心的資本份額上升，已成為推升空間財富不平等的最主要驅動力（Rognlie, 2015; Howard & Liebersohn, 2023）。在轉型或新興經濟體中，區域發展階段之差異亦造成因果關係的空間分歧，發達核心區往往呈現房價領先拉動地方經濟，而邊陲地區房市則多屬於經濟擴張後的被動接受者（Su et al., 2018; Yin & Su, 2022）。此外，不同住宅市場層級之價格發散，以及空間生活成本通膨對名目薪資的侵蝕，均對所得分配與勞動流動性造成顯著扭曲（Larsen & Sommervoll, 2004; Ferreira et al., 2010; Li et al., 2019）。

2.5 台灣不動產景氣循環之實證脈絡與制度特質

回顧台灣不動產市場之實證研究，本土房市深受週期性波動、租稅政策及金融環境之共同制約。台灣不動產循環歷史上歷經多輪榮枯交替，包括 1980 年代末期的資金行情、1990 年代長達十年的供給過剩調整，以及 2004 年後在低利率、資產市場資金與兩岸經濟開放等因素推動下的長期回升（Chang & Chen, 2012）。在轉折點特徵上，馬爾可夫轉換模型實證顯示台灣房市具備顯著的體制非對稱性，其收縮期平均長達 4.76 季（時間占比達 57.34%），顯著長於擴張期的 3.54 季，呈現出「下修盤整期長於擴張期」的結構特性（Lee et al., 2009）。

在總體金融與政策決定因素方面，學界多探討貨幣流動性與實質利率環境對房價之傳導效果（如 Chen & Chen, 2024）。台灣的金融循環週期跨度約為 5.8 至 6.7 年，約為商業循環的兩倍長，且房價循環顯著領先信用循環約 0.6 年、領先實質 GDP 循環約 1.4 年，凸顯台灣房價具總體預警效果（Chang, 2016; Cheng & Chen, 2021）。

在政策工具成效上，利率調整與持有稅（如房屋稅、地價稅）之調升對房價具備持久的抑制效果，而交易稅（如奢侈稅）與短期信用管制則常因投資人鎖定庫存待售而產生短期延

遲效果（Chu, 2018）；官方公告土地現值長期偏離市價亦形成較低的實質持有成本，間接支撐了高住宅空置率下的房價僵固性。

在總體消費與實體經濟反饋方面，台灣住宅自有率高達 84% 以上，但由於金融市場缺乏成熟制度化的房屋淨值提領機制，房價上漲所帶來的正向財富效應僅侷限於通訊、運輸及休閒等部分特定耐久財消費，並未能全面擴大一般非耐久財支出（Chen et al., 2010; Cheng et al., 2020）。相反地，過高的房價所得比對一般無屋家戶及實質經濟產生嚴重的排擠效應，壓縮了民間可支配消費動能（Lin et al., 2019）。

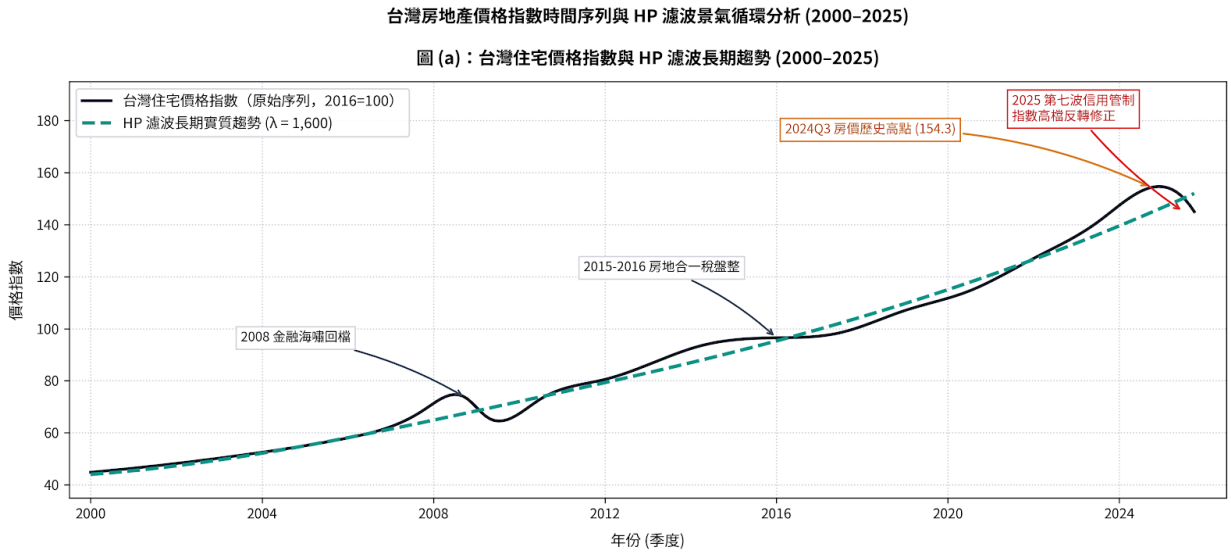
在空間維度上，台灣都會區房價呈現明顯的區域異質性與空間連動特徵。既有研究發現，都會區房價存在由核心城市向周邊地區擴散的漣漪效應（Ripple Effect），其中台北市因土地供給高度無彈性而具有相對獨立的長期價格水準（Lee & Chien, 2011; Lee et al., 2014）。各都會區房貸利率之利差亦主要反映地方銀行對價格波動風險與違約風險之授信定價，而非單純的地理距離（Hsieh & Yang, 2024）。進一步地，Hung et al. (2025) 以 2014–2022 年台北、台中與高雄的成屋及預售屋市場為研究對象，發現不同都會區及住宅類型對總體經濟因素的反應存在顯著差異；尤其高雄部分住宅價格對營建成本與總體景氣循環的敏感度高於台北與台中。此結果顯示，台灣房價與總體經濟變動之關係具有重要的區域異質性，因此全國性房市景氣循環可能透過不同的地方經濟與住宅市場條件，產生不對稱的區域影響（Hung et al., 2025）。此一區域異質性意味著，全國性總體衝擊與房市景氣循環未必在各地區產生一致效果，而可能透過地方產業結構、就業條件與住宅市場特性的差異形成不對稱的區域傳導效果，這也構成本研究進一步檢視不動產景氣循環與區域發展差異的重要實證動機。

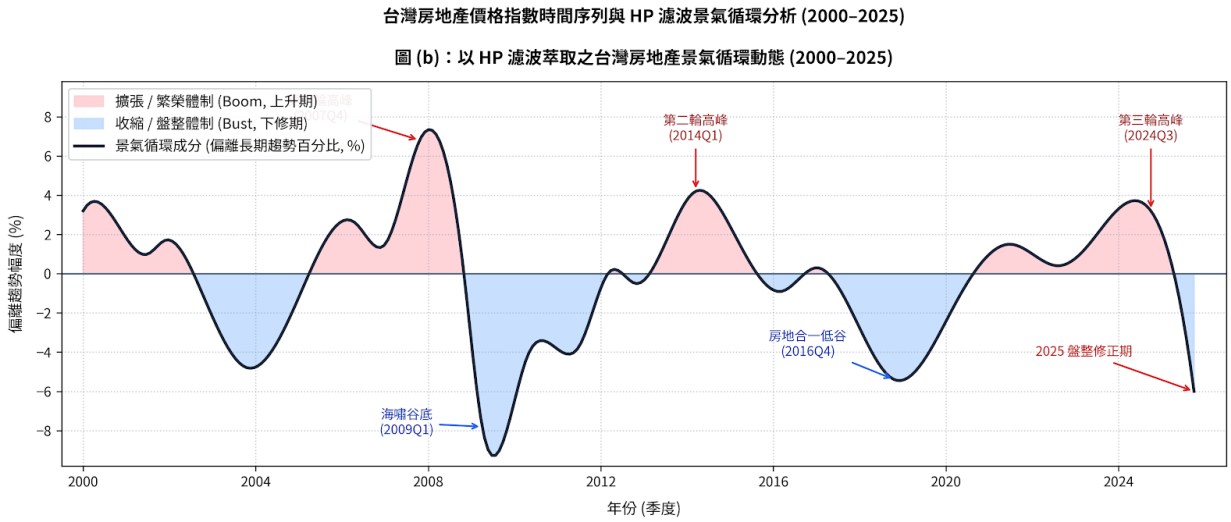
第三章 台灣不動產景氣循環之動態特徵與空間發散

3.1 前言與長週期景氣循環識別

不動產市場具備顯著的週期性與耐久財特徵，其供給、需求與價格的動態演變，不僅反映市場自身的供需調節機制，更是觀察整體經濟活動與跨區域資源配置的重要窗口。回顧 2000 年以來台灣房地產市場之演進軌跡，整體市場不僅歷經了長達數年的資產擴張榮景，亦展現出供給流量與交易量價間的劇烈波動，並在近年呈現出極具特色之「科學園區」空間擴散效應。

為在計量分析中客觀識別台灣不動產市場的長週期特徵與景氣轉折點，本研究採用 Hodrick-Prescott 濾波器（HP Filter，依據季度資料標準設定平滑參數 $\lambda = 1{,}600$），將 2000 年至 2025 年之全國住宅價格指數序列分解為長期實質趨勢成分與循環波動成分，其結果呈現於圖一。



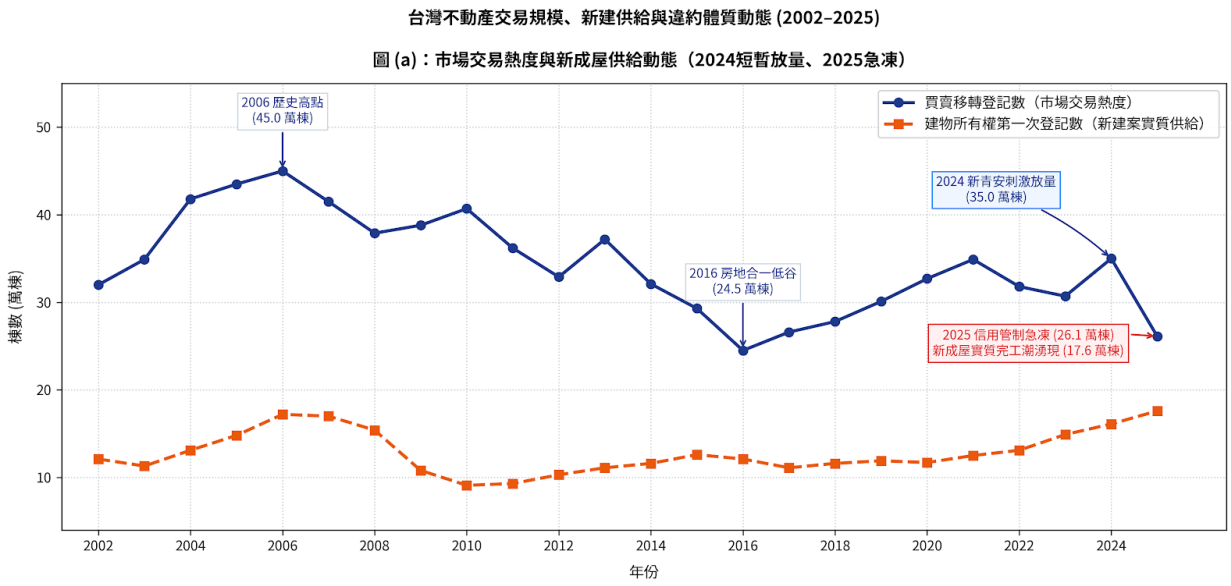


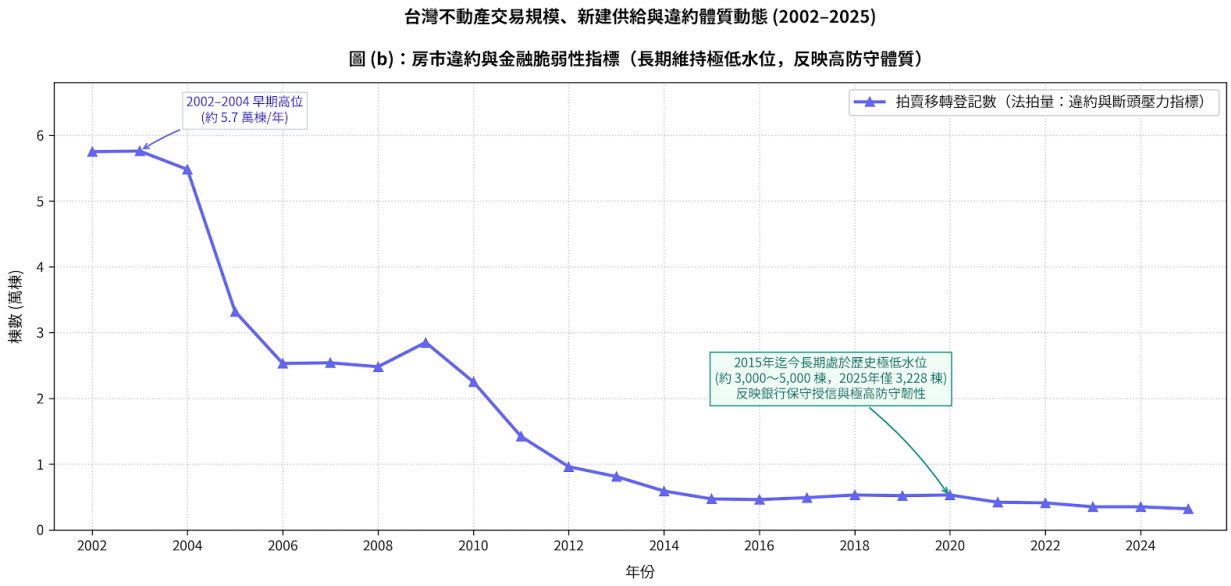
【圖一：台灣房地產價格指數時間序列與 HP 濾波景氣循環分析圖】

依據圖一（a）之分解結果，台灣住宅價格指數（以 2016 年為基期 100）之長期實質趨勢呈現階梯式向上推升之格局，由 2000 年初的 45 上下持續攀升至 2024 年底的高檔，反映出實質產出累積、土地與營建要素成本推升以及長期通膨環境下的實質資產重估。更重要的是，圖一（b）萃取出之景氣循環成分（即偏離長期趨勢百分比）清晰勾勒出台灣過去二十餘年間三輪繁榮體制（Boom）與收縮體制（Bust）之交替週期。在第一輪循環（2003 至 2009 年）中，房市在走出 SARS 疫情陰霾後迅速擴張，循環成分於 2007 年第四季觸及第一輪擴張峰值，正向偏離趨勢達 6.8%，隨後受全球金融海嘯衝擊急挫，於 2009 年第一季形成偏離趨勢達 -7.8% 的海嘯深谷。進入第二輪循環（2010 至 2018 年），受遺贈稅調降與全球量化寬鬆（QE）之資金行情驅動，循環成分於 2014 年第一季攀升至第二輪高峰，正向偏離達 4.2%；隨後因奢侈稅、囤房稅及 2016 年房地合一稅等政策調控相繼實施，市場進入長達四年的收縮修正期，於 2016 年第四季至 2018 年第四季形成負向偏離達 -5.4% 的盤整體制。至於第三輪循環（2019 至 2025 年），受惠於美中貿易戰引發之台商資金回流、極低利率環境與半導體先進製程擴廠狂潮拉引，房價指數於 2024 年第三季創下 154.3 的歷史高點，循環偏離度達到 +3.2% 之第三輪高峰。然而，隨著中央銀行啟動第七波選擇性信用管制及銀行自主控管不動產貸款，出現部分貸款排撥現象，房市於 2024 年第四季反轉，並於 2025 年進入盤整修正期，其偏離幅度降至-6.0%。圖一所客觀分離之循環狀態成分，具體奠定了後續計量模型在劃分繁榮與收縮體制時的客觀數值基礎。

3.2 交易規模、新建供給與「建照使照追逐機制」

不動產景氣循環之運行強度與脆弱性，可進一步藉由交易規模與住宅供給流量結構進行交互檢驗。圖二呈現了 2002 至 2025 年間台灣不動產市場交易熱度、新建案實質供給與違約體質的動態演變。



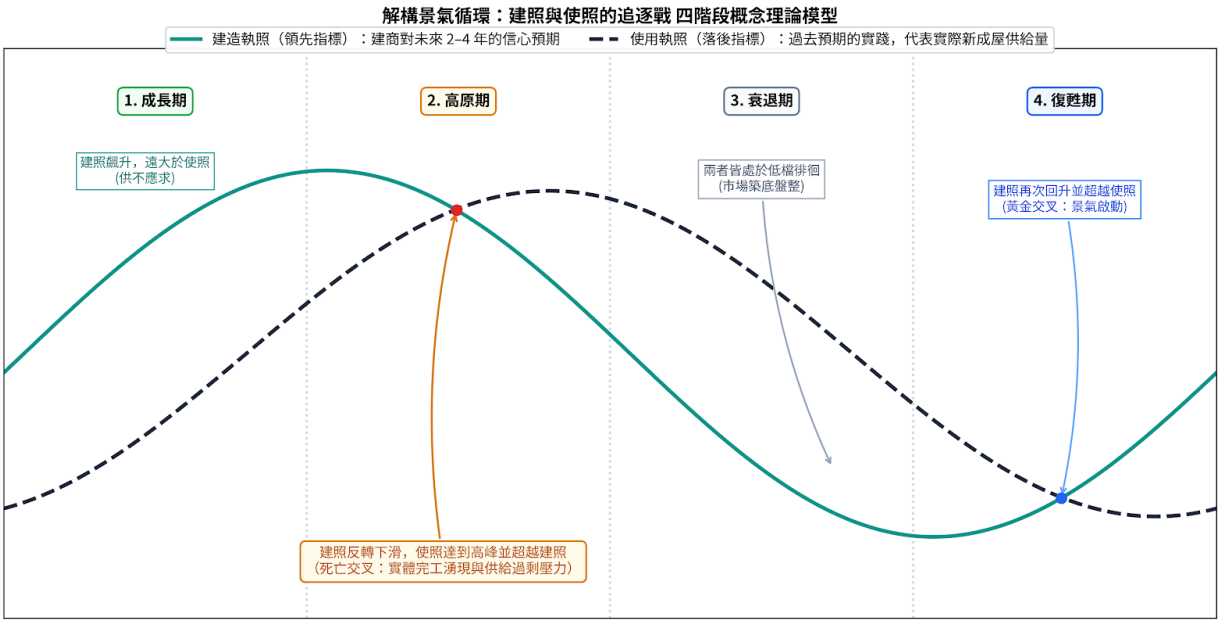


【圖二：台灣不動產交易規模、新建供給與違約體質動態】

從圖二（a）可以觀察到，代表市場中古屋與新成屋交易熱度的「買賣移轉登記棟數」在 2006 年達到 45 萬棟高峰後，歷經金融海嘯衝擊與 2016 年房地合一稅實施之低谷（24.5 萬棟）；雖然 2024 年在「新青安」優惠房貸政策激勵下短暫放量反彈至 35 萬棟，但隨即於 2025 年在嚴格信用管制下驟降逾 25% 至 26.1 萬棟，呈現極為顯著的交易急凍態勢。相對地，代表新建案完工實質供給的「建物所有權第一次登記棟數」自 2018 年以來穩步攀升，並於 2025 年達到 17.6 萬棟的歷史高檔，呈現出「市場買賣動能驟降、新屋實質交屋供給大量湧現」之供需背離特徵。

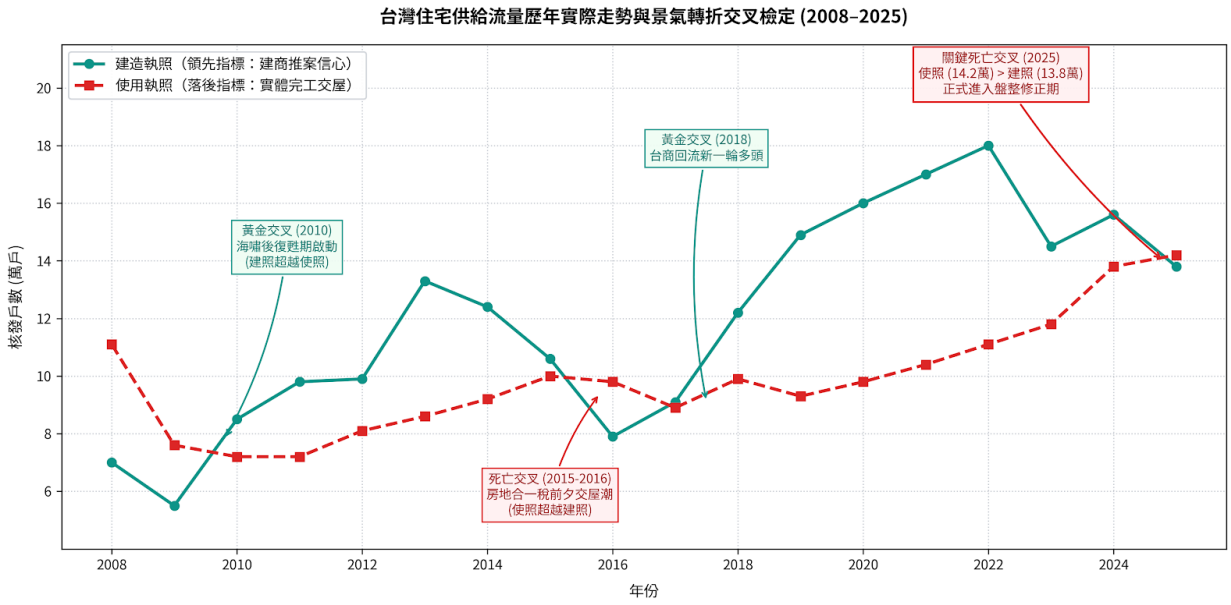
然而，圖二（b）揭示了台灣不動產金融體系高度保守的防守韌性。代表違約與斷頭壓力的「拍賣移轉登記數（法拍量）」從 2002 至 2004 年的每年 5.7 萬棟高位長期單向走低，自 2015 年以來長年維持於 3,000 至 5,000 棟的歷史極低水位，2025 年法拍登記量更僅有 3,228 棟。這項實證發現印證了台灣房地產市場在歷次景氣收縮過程中，並未如歐美市場般誘發大規模系統性違約潮，整體市場具備「高資產估值、極低金融違約率」的特殊體質。

在住宅供給流量方面，開發商自取得建造執照動工，至興建完工取得使用執照並實質交屋，通常存在 2 至 4 年（近年缺工缺料環境下拉長至 3 至 5 年）的時間落差。此一供給彈性遲滯現象，形成了圖三所架構之經典「建照與使照追逐戰」四階段景氣循環理論模型。



【圖三：解構景氣循環——建照與使照的追逐戰 四階段概念】

在圖三的理論架構中，第一階段「成長期」之特徵為建照數量爆發性飆升並遠大於使照，反映建商對未來數年市場之樂觀預期與供不應求；第二階段「高原期」中建照自高檔回落，前期開工建案陸續完工使使照衝上高峰，使照向上突破建照形成「死亡交叉」，預示供給過剩與實質交屋賣壓湧現；第三階段「衰退期」建照與使照皆處於低檔徘徊以去化庫存；第四階段「復甦期」則由建照率先由谷底翻揚並向上超越使照形成「黃金交叉」，重新啟動新一輪擴張。

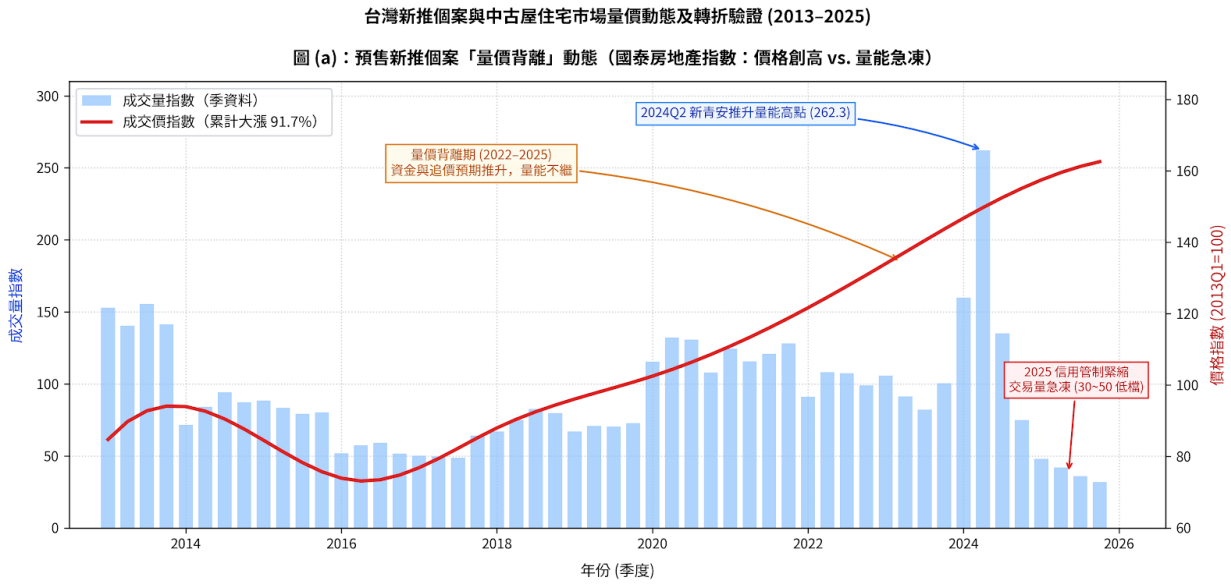


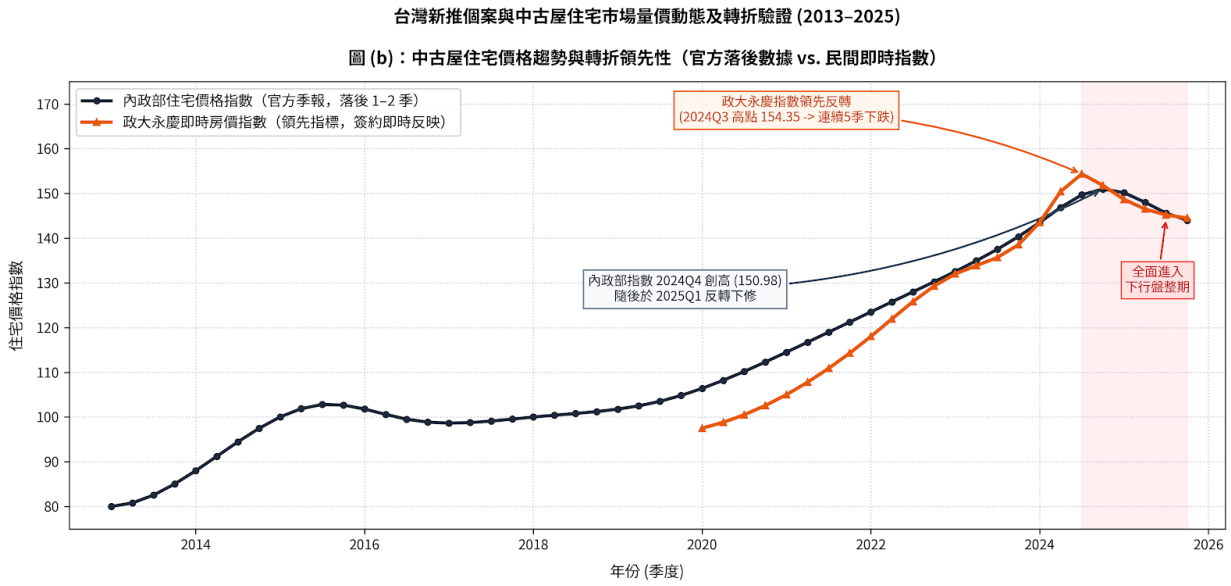
【圖四：台灣住宅供給流量歷年實際走勢與景氣轉折交叉檢定】

對照圖四之 2008 至 2025 年台灣實際住宅供給數據，此追逐機制精準對應了台灣歷次房市轉折。台灣於 2010 年（金融海嘯後復甦，建照 8.5 萬戶超越使照 7.2 萬戶）與 2018 年（台商回流推案潮，建照 12.2 萬戶超越使照 9.9 萬戶）兩度出現黃金交叉，均開啟了顯著的房市擴張期；而 2015 至 2016 年間使照核發（9.8 萬戶）超越建照（7.9 萬戶）形成的死亡交叉，則直接對應了上一輪房市盤整修正。最關鍵的轉折發生在 2025 年，建造執照在 2022 年創下 18.0 萬戶天量後迅速回落至 2025 年的 13.8 萬戶，而使用執照核發量則隨前期推案完工而急速攀升至 2025 年的 14.2 萬戶歷史新高，圖四顯示 2025 年使照核發量正式超越建照，確立了睽違近十年的實質「死亡交叉」，實證確認台灣住宅市場已正式脫離高原期，邁入以去化大量交屋潮庫存為主的實質盤整修正階段。

3.3 新推個案與中古屋市場之量價動態與轉折驗證

近十三年間（2013 至 2025 年）預售新推個案與中古屋市場之價格變化，揭示了台灣房地產循環由「量價齊揚」轉向「量價背離」的結構性轉變，相關趨勢綜合展示於圖五。





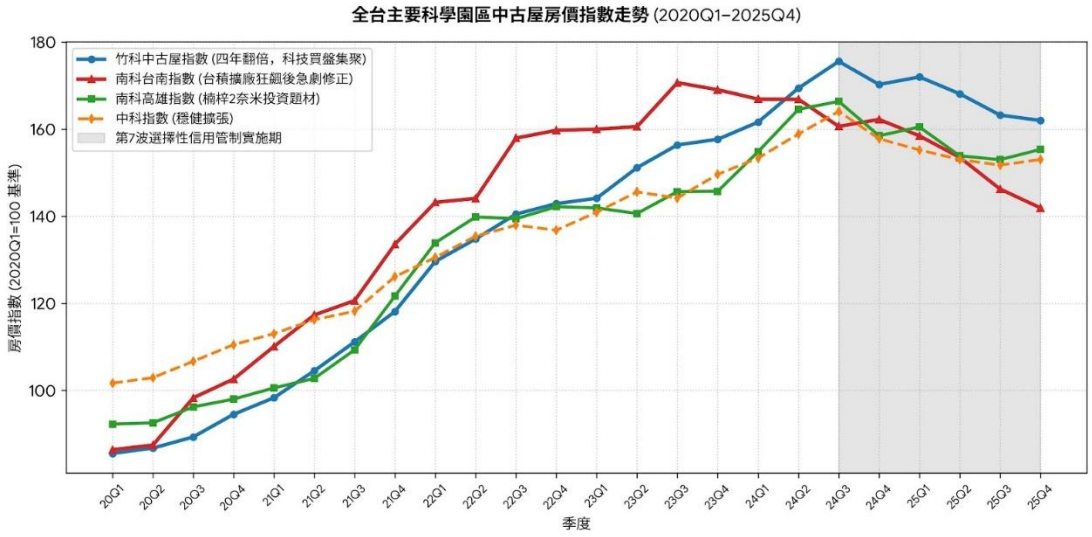
【圖五：台灣新推個案與中古屋住宅市場量價動態及轉折驗證】

在預售新推個案市場方面，圖五 (a) 之國泰房地產指數顯示，全國可能成交價指數自 2013 年初的 84.77 長期上揚至 2025 年底的 162.54，累計漲幅高達 91.7%。然而，成交量指數卻呈現劇烈震盪，在 2024 年第二季因新青安政策刺激激增至 262.25 天量後，隨即在 2025 年信用管制緊縮下急縮至 30 至 50 的低量區間。尤其在 2022 至 2025 年間，成交價指數在資金與追價預期推升下持續創高，但成交量能卻長期不繼，形成極為顯著的「量價背離」格局，顯示後期漲勢主要由建商要素成本與通膨預期支撐，缺乏實質健康之交易量能基礎。

在中古屋市場方面，圖五（b）交叉比對了官方與民間住宅價格指數，展現出高度的政策預警意涵。內政部住宅價格指數採用實價登錄檢核資料，反映行政流程滯後 1 至 2 季之資訊，其指數於 2024 年第四季創下 150.98 歷史新高後，遲至 2025 年第一季始呈現高檔反轉回落（2025 年第三季降至 145.46）。相對地，政大永慶即時房價指數直接採用簽約合約資料，能即時捕捉當下市場交易決策，數據顯示全國房價早在 2024 年第三季達到 154.35 峰值後，自 2024 年第四季起即領先官方數據連續五季下跌，至 2025 年底已回落至 144.49。兩大指數之交叉驗證不僅確立了本波房市多頭頂點落在 2024 年下半年，更突顯了在總體貨幣緊縮環境下，民間即時指標在預警市場反轉中的關鍵價值。

3.4 區域不動產景氣之空間分化與「科學園區效應」

台灣不動產景氣循環並非全島等幅波動，而是展現出強烈的空間發散性，其中「科學園區效應」與半導體供應鏈擴張成為近年驅動區域房市分化的關鍵機制。圖六呈現了 2020 年第一季至 2025 年第四季全台主要科學園區中古屋房價指數走勢。



【圖六：全台主要科學園區中古屋房價指數走勢】

從圖六的指數演變可以歸納出兩項關鍵的空間動態特徵。首先是產業資本重塑了傳統「北熱南冷」之空間格局，在 2020 至 2024 年第三季的擴張期中，竹科在科技高薪買盤集聚下，房價指數由 2020 年初的 85.54 飆升至 2024 年第三季的 175.56，四年內實現實質翻倍；南科台南園區受台積電先進製程擴廠帶動，指數在短短三年間由 86.37 飆升至 2023 年第三季的 170.67，漲幅高達六成以上；南科高雄園區（楠梓）與中科亦分別攀升至 166.4 與 162 的高位水準。然而，圖六亦揭示了依賴高槓桿資金推升之園區在面對政策緊縮時的高脆弱性。自 2024 年第三季底中央銀行實施第七波選擇性信用管制（如圖六灰色陰影區間所示）後，投資性資金迅速撤退，前期漲幅最劇烈、資金集中度最高的園區出現全台最顯著的下修走勢，其中南科台南園區指數由 170.67 快速滑落至 2025 年第四季的 141.92，修正幅

度居全台園區之冠，竹科指數亦同步回跌至 161.84，展現出產業剛性需求與投機資金退場交織下的強烈區域景氣波動特徵。

3.5 不動產景氣循環小結

綜合圖一至圖六之實證分析，2000 至 2025 年台灣不動產市場完成了一輪完整的長週期循環。當前市場已明確呈現 HP 濾波循環轉入收縮體制（圖一）、使用執照超越建造執照之死亡交叉實質交屋賣壓（圖四）、預售市場量價背離後的成交急凍（圖五），以及科學園區題材退燒後的空間快速重整（圖六）。此一動態演變深刻地嵌入於台灣的總體經濟環境與區域發展結構中，構成了後續探討總體雙向傳導與區域失衡的核心實證起點。

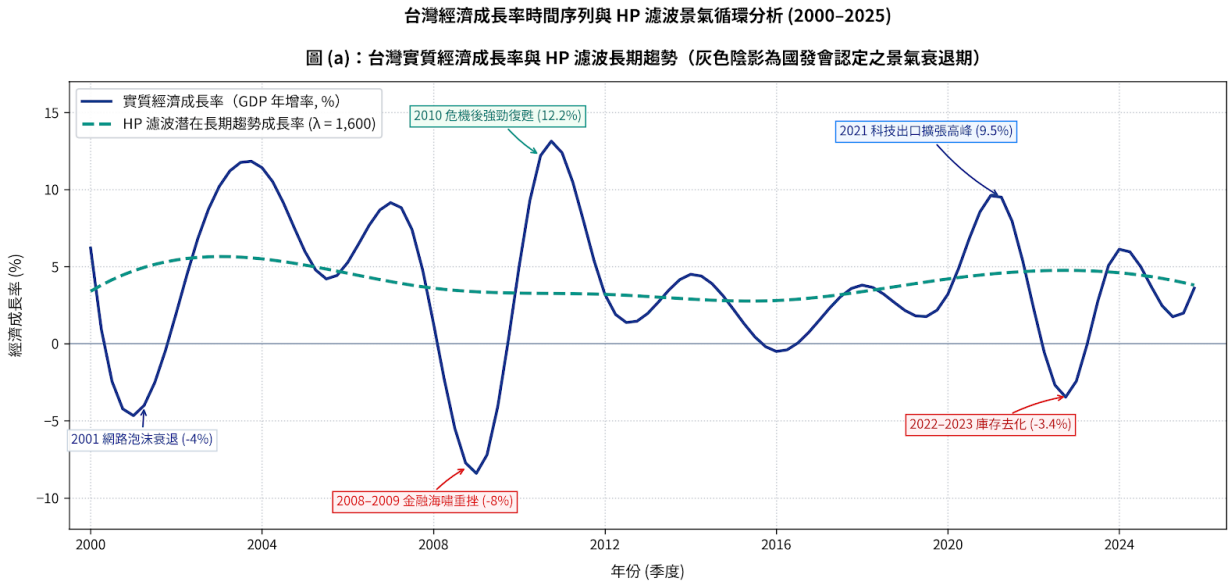
第四章 總體經濟波動與不動產景氣循環之雙向傳導

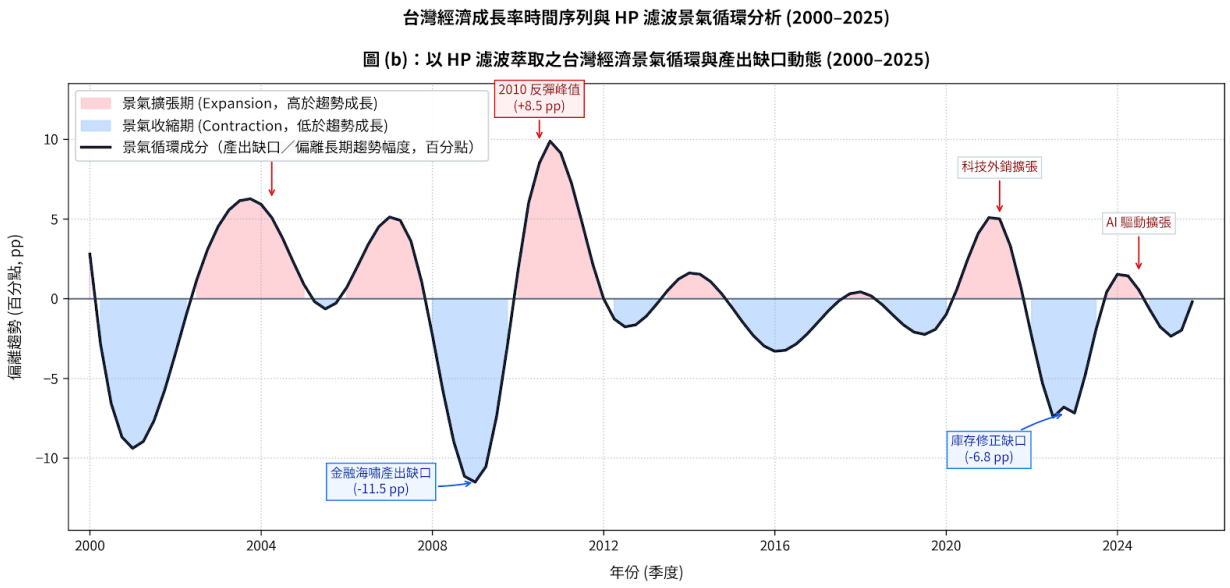
4.1 前言

不動產市場並非孤立運行之封閉體系，其景氣循環與總體經濟環境存在著緊密的雙向傳導機制。一方面，總體經濟的長期實質成長動能、物價通膨預期與貨幣金融條件，決定了市場的實質購買力與資金機會成本，構成了不動產需求的根本支撐；另一方面，不動產市場的價格劇烈波動與信貸擴張，亦會透過資產負債表管道與金融加速器，反向牽引總體民間消費、營建投資與產出成長動能。

4.2 總體經濟成長與通膨趨勢對不動產市場之拉引與衝擊

為客觀檢視總體實質經濟產出波動對房地產市場的推拉力量，本研究對 2000 至 2025 年之台灣實質 GDP 成長率進行 HP 濾波分析，其結果呈現於圖七。





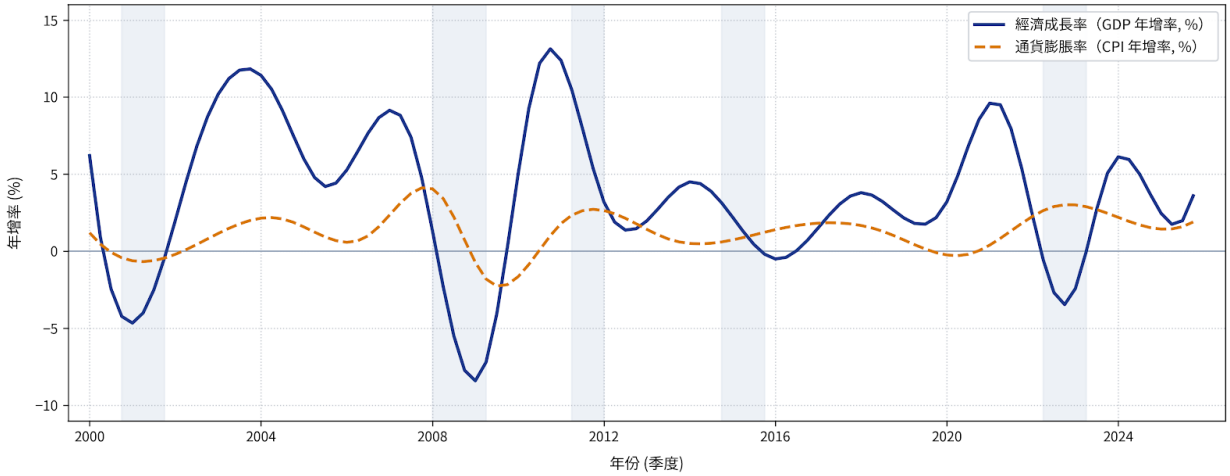
【圖七：台灣經濟成長率時間序列與 HP 濾波景氣循環分析】

由圖七（a）之實質 GDP 年增率與長期潛在趨勢（λ = 1,600）以及圖七（b）萃取出的產出缺口可以清楚觀察到，台灣作為高度開放的小型經濟體，實質產出成長歷經多次顯著的外生衝擊與循環轉折。在 2001 年網路泡沫與 2008 至 2009 年全球金融海嘯期間，實質 GDP 成長率分別下挫至 -4% 與 -8%，圖七（b）顯示金融海嘯期間產出缺口深達 -11.5 個百分點，直接導致同期不動產市場交易量急凍與推案停滯。隨後在 2010 年海嘯後復甦（實質成長 12.2%，產出缺口 +8.5 個百分點）與 2021 年全球科技供應鏈重組擴張高峰（實質成長 9.5%，產出缺口 +5.0 個百分點），龐大的實質產出擴張為不動產市場奠定了厚實的所得基本面支撐。在 2022 至 2023 年全球終端庫存去化期間，經濟成長一度降至 -3.4%（產出缺口 -6.8 個百分點），隨後在 2024 至 2025 年 AI 浪潮帶動下產出缺口再度由負轉正。

將產出缺口、物價走勢、貨幣條件與住宅價格進行綜合檢視，圖八建構了完整的「總體經濟、貨幣政策與房地產市場雙向傳導機制綜合指標圖」。

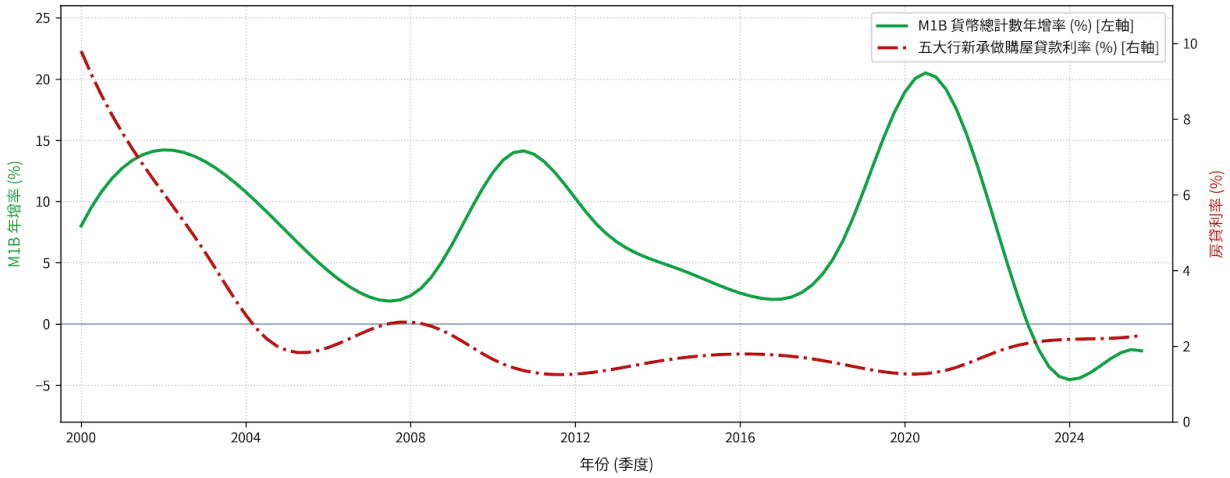
總體經濟、貨幣政策與房地產市場雙向傳導機制綜合指標圖 (2000–2025)

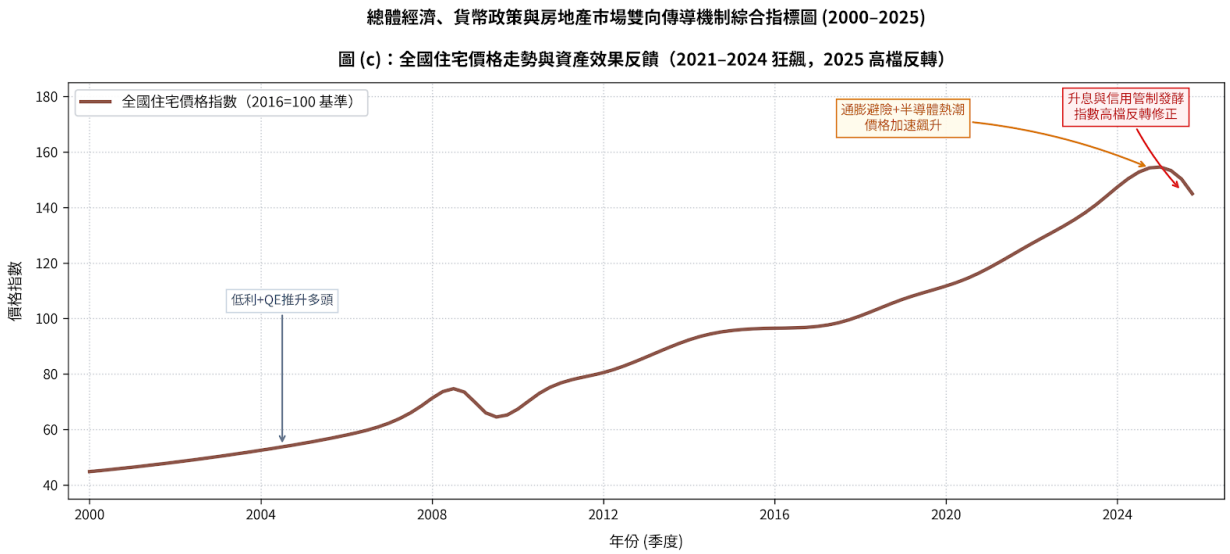
圖 (a)：總體實質經濟景氣與通膨走勢（灰色陰影為景氣衰退期）



總體經濟、貨幣政策與房地產市場雙向傳導機制綜合指標圖 (2000–2025)

圖 (b)：貨幣流動性供給與實質資金成本傳導機制



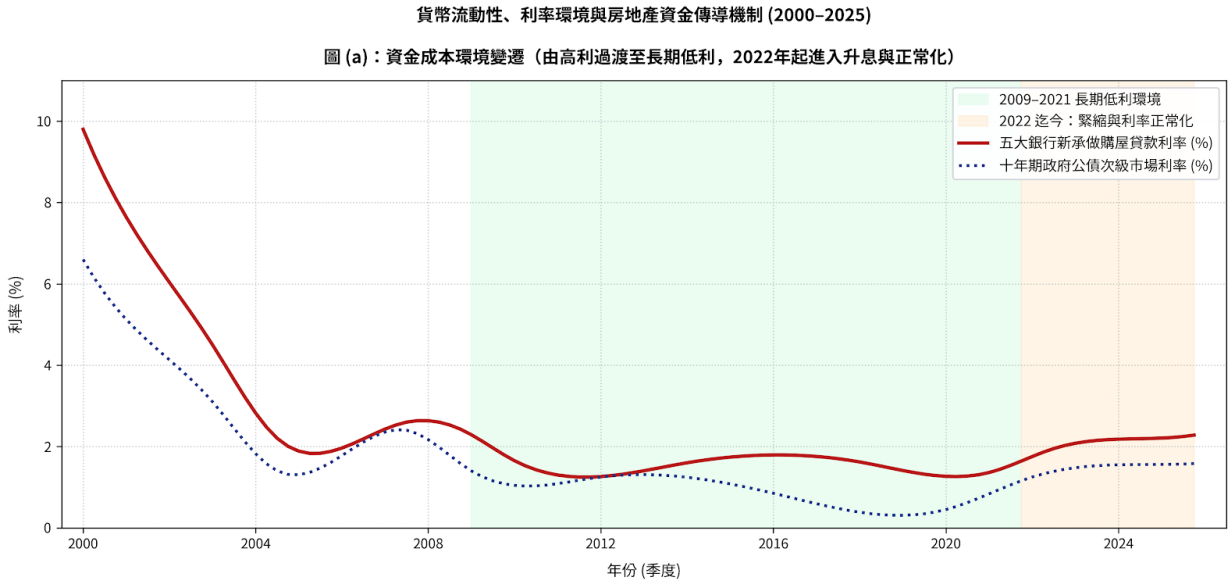


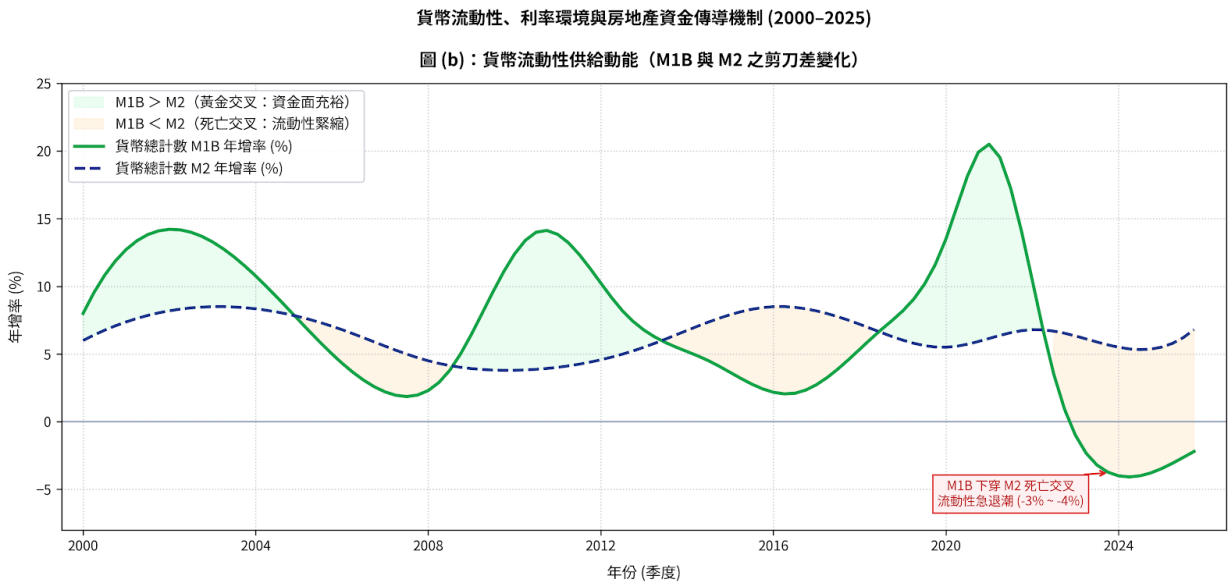
【圖八：總體經濟、貨幣政策與房地產市場雙向傳導機制綜合指標】

依據圖八（a）之物價走勢，2008 年輸入性通膨與 2021 至 2023 年疫情後供應鏈瓶頸，均帶動國內 CPI 年增率升至接近 3% 水準。通膨預期的急遽升溫促使民間資金將不動產視為抗通膨與保值的核心耐久實體資產，進一步推升了圖八（c）中 2021 至 2024 年全國住宅價格指數的陡峭漲勢，指數由 100 快速拉升突破 150。而當 2024 年後通膨回落至 2% 之相對穩定區間時，通膨避險之房市推升力道亦隨之邊際遞減。

4.3 貨幣政策、利率與資金流動性之傳導機制

貨幣金融流動性與利率環境是總體經濟傳導至不動產市場最直接且敏感的管道。圖九展示了台灣過去二十五年間資金成本環境與貨幣供給動能之演變軌跡。





【圖九：貨幣流動性、利率環境與房地產資金傳導機制】

結合圖九（a)（資金成本）、圖九（b)（貨幣流動性）與圖八（b）之傳導機制，可具體識別出三個明確的貨幣金融演變階段。在 2000 年代初期，五大銀行新承做購屋貸款利率由 1990 年代末期的近 10% 高位迅速下行至 2.5% 左右，大幅減輕了家庭負債融資成本。在 2009 至 2021 年間，金融海嘯後央行維持長期寬鬆貨幣環境，圖九（a）顯示五大行房貸利率長達十餘年盤旋於 1.3% 至 1.6% 之歷史低檔；同時圖九（b）顯示 M1B 貨幣總計數年增率長期維持在 10% 至 15% 的高檔擴張區間。豐沛的流動性供給與極低的借貸成本，構築了圖八（c）中房價長期穩定向上擴張的資金底蘊。

然而在 2022 年迄今，為因應通膨壓力與資產過熱風險，央行啟動升息循環並調升存款準備率，圖九（a）顯示五大行房貸利率攀升突破 2.2% 水準，十年期公債利率同步走揚。與此同時，圖九（b）顯示 M1B 年增率由 2020 年的近 20% 高位急遽暴跌至 2023 至 2024 年的負成長區間（-3% 至 -4%），呈現出極為鮮明的「M1B 與 M2 死亡交叉」與流動性退潮特徵。資金環境由極度寬鬆迅速轉向緊縮，直接抬高了購屋者的資金成本門檻，成為引發 2025 年不動產市場交易量急凍與價格高檔反轉修正（圖八（c））的核心限制變數。

4.4 不動產景氣對總體經濟之反饋效應

總體經濟條件不僅單向牽引房地產市場，房地產景氣循環亦透過「金融加速器」與「家戶資產負債表管道」對實質經濟產生強烈反饋。由於台灣家戶住宅自有率高達 84% 以上，房地產占家庭總資產比重極高。在 2019 至 2024 年的價格擴張期（圖八（c)），不動產資產顯著增值放寬了家庭的擔保品約束，產生正向「財富效果」，進而提振耐久財支出與營建投資鏈條，對實質產出成長帶來實質拉動（對應圖七（b）之產出擴張）。

相對地，在景氣收縮期則展現出顯著的緊縮壓力。國內雖有銀行提供房貸增貸機制，但其本質多屬個人消費性貸款，一般消費者在房價下修與經濟前景不明朗時，鮮少為了維持消費而主動增貸；缺乏制度化與普及的房屋淨值提領習慣，使得房地產縮水效果直接反映在家庭資產負債表之縮減上。面臨利率相對高檔或正常化（圖九 (a)）的房貸本息攤還，家庭傾向緊縮非必要之民間消費支出，體現出不動產景氣循環對總體產出的體制非對稱性。

4.5 總體經濟與不動產互動小結

本章透過圖七、圖八與圖九之歷史走勢對比與圖形動態觀察顯示，總體實質經濟成長、通膨趨勢與貨幣流動性，與不動產市場的興衰呈現高度關聯；而房市價格波動亦與民間消費及實體投資展現緊密的交互牽引機制。相關傳導方向之因果檢定，將於後續計量模型中深入估計。

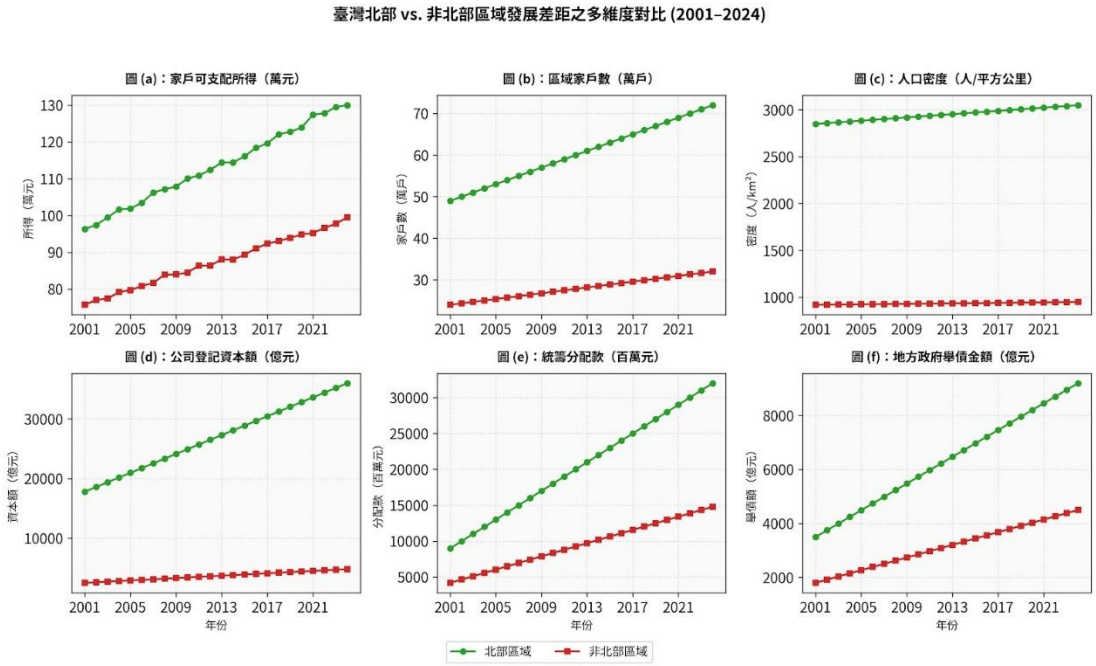
第五章 台灣區域發展差異與地區性不動產循環之交互作用

5.1 前言

第四章探討了全國總體層面的景氣與房市互動，然而在空間維度上，台灣各區域之間的經濟發展長期呈現顯著的不均衡狀態。長期以來以北部為核心的資源配置，形成了顯著的南北發展差距；而近年來「科技廊帶」的南移與擴張，又為區域經濟注入了新的波動。本章旨在探討區域所得、都市規模、資本存量、地方財政與產業結構等空間異質性，如何塑造第三章所述之區域不動產景氣分化，以及地區性房市榮枯如何反向加劇「仕紳化」與區域不均衡發展。

5.2 區域經濟發展差異之多維度空間特徵

依據行政院主計總處與國發會之標準地理劃分（北部區域 vs. 非北部區域），圖十透過六大維度系統性對比了 2001 至 2024 年台灣的空間發展差距。



【圖十：臺灣北部 vs. 非北部區域發展差距之多維度對比】

從圖十之綜合矩陣可以清晰歸納出空間失衡的具體特徵。在「家戶可支配所得」（圖十(a)）方面，北部區域家戶所得由 2001 年的 96 萬元平穩增至 2024 年的 130 萬元，非北部則僅由 76 萬元緩步增至 99 萬元，北部家戶長年維持 30 萬元以上的實質所得優勢，賦予其顯著更高的住房負擔能力與資產定價權。在「都市規模與人口集聚」（圖十 (b) 與 圖十 (c)）方面，北部家戶數由 49 萬戶大幅擴張至 72 萬戶（非北部僅由 24 萬增至 32 萬

戶），且北部人口密度高達 2,850 至 3,050 人/平方公里，遠超非北部的 920 至 950 人/平方公里，顯示人口與經濟活動長期高度集聚於北部核心區。

在「資本投入與市場動能」（圖十（d））方面，北部區域公司登記資本額由 1.78 兆元大幅攀升至 3.6 兆元，呈現強勁的資本積聚動能；相對地，非北部區域長期維持在 0.25 兆至 0.48 兆元之平緩狀態，反映出高附加價值企業總部與商業資本高度固著於北部。在「地方財政自主性與融資空間」（圖十（e）與 圖十（f））方面，北部地方政府獲配之中央統籌分配稅款由 90 億元暴增至 320 億元，遠超非北部的 42 億至 148 億元；充裕的統籌分配款亦使北部具備更強的舉債融資能力（圖十（f）顯示北部舉債額由 3,500 億激增至 9,200 億元，非北部僅 1,800 億至 4,500 億元），得以持續投入大型軌道交通、園區擴建與優質公設建設。

除了所得與財政差距外，圖十一進一步描繪了 2001 至 2024 年兩大區域在三級產業就業結構上的消長趨勢。



【圖十一：臺灣北部 vs. 非北部三級產業就業結構空間消長趨勢】

從圖十一之就業結構變化可以觀察到，在農林漁牧業就業者佔比（圖十一 (a)）方面，兩區域均隨都市化而走低，但非北部佔比（7.2% 降至 4.7%）長期顯著高於北部（2.5% 降至 1.2%）。在工業就業者佔比（圖十一 (b)）方面，北部就業佔比由 38.6% 緩步降至 32.0%，非北部則長年穩定維持在 33% 至 34% 之間。最顯著的分化體現於服務業就業者佔比（圖十一 (c)），北部區域自 2006 年起與非北部迅速拉開差距，至 2024 年北部服務業就業佔比已攀升至 66.9%，遠高於非北部的 62.2%，印證了北部在金融、商務與專業服務業上的高度集聚優勢。

5.3 結構性因素、中央資源配置與路徑相依性

上述圖十與圖十一所呈現之空間鴻溝，根源於深層的歷史政策分工與制度性路徑相依（Path Dependence）。早期中央政府推行功能性地域分工，優先將高附加價值的半導體與資通訊研發中心配置於台北與新竹，而將環境成本較高、產值相對較低的傳統重工業與農業留在中南部，形成了「北部研發、中南部製造」的長期分工格局。

在此基礎上，統籌分配款與資本市場的集聚優勢（圖十 (d)、(e)）進一步創造了強大的自我強化機制。較高的財政收入使北部地方政府得以持續推動捷運路網、科學園區擴建與優質學區建設，進一步吸引高技術人才與企業資本移入，形成「財政實力—基礎建設—資本集聚—經濟繁榮」的正向循環；相對地，非北部地區則受限於自主財源不足，在推動大型基礎設施上面臨較大財政約束，進而固化了各區域不動產價格的底層基本盤差距。

5.4 地區性不動產循環對區域發展之反饋：科技軸線與仕紳化危機

區域基本面的結構差異長期決定了各地的房價基礎；然而，近年以「南方科技廊帶」及半導體巨頭（如台積電於台中、台南善化與安定、高雄楠梓）大舉擴廠為核心的地區性房市榮景（呼應圖六），正強烈重塑著台灣的區域發展態勢。雖然高科技產業資本的注入為中南部帶來了前所未有的補漲榮景，但也引發了嚴峻的負向反饋效應。

首先是房價與在地實質薪資產生嚴重脫節。如圖六所示，南科周邊房價在短短數年內飆漲逾六成；然而圖十 (a) 顯示非北部地區的整體平均家戶所得成長依然平緩。房價漲勢完全由少數高薪科技從業者與全台投機資金驅動，遠超在地從事傳統製造與基層服務業（圖十一 (c)）居民的薪資負擔能力，造成極為嚴重的住房負擔能力危機（Affordability Crisis）。

其次是仕紳化所帶來的居住排擠效應。快速飆升的房價與租金生活成本，對園區周邊原生非科技業居民與青年首購族產生顯著的擠出效應（Crowding-out Effect），迫使在地基層居民向外圍公共設施匱乏的邊陲鄉鎮遷移，惡化了次區域間的空間隔離與社會階層矛盾。

最後是公共基礎設施超載與地方財政壓力。短期內大量人口移入導致園區周邊交通嚴重壅塞、明星學區額滿及水電資源吃緊，非北部地方政府在統籌分配稅款與舉債空間有限（圖十 (e)、(f)）的條件下，難以及時開闢充足的公共建設以因應超載需求，嚴重削弱了區域長期永續競爭力。

5.5 區域發展與不動產互動小結

本章由圖十與圖十一之空間資料趨勢對比反映出，區域發展基本面（所得、都市規模、產業結構與財政能力）與各地區房市之抗跌基盤密切相關；而近年新興科技聚落之房價漲升，亦與區域生活成本提高及居住排擠現象呈現同步動態。房價變動對區域可支配所得差距之實質因果衝擊，將於第七章區域追蹤資料模型進行計量實證。

第六章 實證方法與模型設定

為實證評估台灣不動產景氣循環對總體經濟與區域發展的動態影響，本研究建立了一套整合「全國總體經濟層級」與「區域發展層級」的雙層級計量經濟分析架構。在全國總體經濟層級，本研究結合 Hodrick-Prescott（HP）濾波器與 Bry-Boschan 季資料演算法（BBQ；Harding & Pagan, 2002），客觀認定房市之擴張與收縮體制，再以 Newey-West HAC 穩健迴歸（Newey & West, 1987）於全國季資料中估計房市景氣狀態對實質經濟成長之非對稱效果。在區域發展層級，本研究於縣市追蹤資料（panel data）中採用縣市與年別雙固定效果模型，以落後一期縣市房價及其區域交乘項為主要解釋變數，並以變數之更深落後期（落後二期）作為內部工具變數，透過兩階段最小平方法（2SLS）進行估計，嚴謹處理區域房價與家戶所得間之雙向因果關係（bidirectional causality）與共同內生性問題。兩個層級之模型設定分述於 6.1 與 6.2，對應之實證估計結果則呈現於第七章。

6.1 全國總體經濟影響分析

6.1.1 實證策略：景氣狀態認定與 Newey-West 迴歸

標準的結構向量自迴歸（SVAR）模型假定衝擊反應在各時間區間內皆為線性且對稱。然而，不動產景氣循環常呈現高度非對稱的總體金融溢出效應——即房市崩跌對產出的長期抑制作用，顯著大於景氣擴張時所帶來的刺激效果（Mian et al., 2013）。為捕捉此類非線性特徵，文獻多採用 Jordà（2005）之局部投影（Local Projection, LP）方法，並擴充至狀態相依環境（Albuquerque et al., 2026）。惟 LP 須就每一預測區間分別估計，自由度耗損較快；本研究之樣本期間為 2009 年第一季至 2024 年第四季，共 64 季，於長預測區間下 LP 之估計不確定性偏高。因此，本研究採用較精簡且適合有限樣本之單一方程式策略：先以 HP 濾波器結合 BBQ 演算法客觀認定房市景氣狀態，再將景氣狀態指標納入總體迴歸，並以 Newey and West (1987) 之 HAC 標準誤進行統計推論，穩健地估計房市收縮期對總體經濟成長之效果。

6.1.2 模型設定

基準總體迴歸模型設定如下：

$$Y_t = \alpha + \beta\ S_{t-1} + \gamma X_t + \delta Q_t + \varphi D_t + \varepsilon_t \qquad (6.1)$$

其中 Y_t 為第 t 季之實質 GDP 年增率（%）；S_{t-1} 為落後一期之房市景氣狀態二元變數。具體定義為：以全國住宅平均單價季資料取對數，經 HP 濾波器（$\lambda = 1{,}600$）萃取循環成分後，運用 BBQ 演算法識別循環之峰值與谷值。擴張期（S=0）界定自谷值之次一季起至峰值當季止；收縮期（S=1）則界定自峰值之次一季起至谷值當季止。模型引入 S_{t-1} 以落後一期狀態解釋當期經濟成長，可有效排解同期反向因果與內生性偏誤。X_t 為總體控制變數向量，

包含 M1B 年增率、CPI 年增率、新台幣匯率年變動率、人口年增率、全體銀行放款年增率與五大銀行新承做購屋貸款利率年變動率；Q_t 為季別虛擬變數、D_t 為年別虛擬變數，分別控制季節性與全國性之年度共同衝擊（如全球金融情勢與疫情等）；ε_t 為誤差項。使用落後一期（S_{t-1}）而非當期狀態指標，係因房市景氣與當期經濟成長之間可能存在反向因果與同期性內生偏誤——共同的總體衝擊會同時牽動房市與 GDP；以前一季已實現之房市狀態解釋本季成長，可有效降低此類內生性偏誤。式（6.1）之 β 捕捉房市收縮期相對於擴張期之平均成長差異，預期顯著為負。所有模型之標準誤均採 Newey and West（1987）之 HAC 共變異數估計式（帶寬設為 4 季）校正序列自相關與異質變異。穩健性檢查則改以建造執照核發量認定之景氣指標進行對照。

6.1.3 房市景氣狀態指標識別：HP 濾波器與 BBQ 演算法之應用

為了準確定義二元狀態指標，本研究結合 Hodrick-Prescott 濾波器（HP Filter）與 Bry-Boschan 季資料演算法（BBQ Algorithm），建立客觀且符合台灣房地產歷史動態的景氣轉折點識別機制。具體實施步驟如下：

第一步，由於原始房價指數或不動產相關指標包含長期趨勢（Trend）與短期波動（Cycle），本研究先以 HP 濾波器進行時間序列分解：$y_t = \tau_t + c_t$，其中 y_t 為原始序列之自然對數值，τ_t 為趨勢成分，c_t 為循環成分。HP 濾波器透過最小化懲罰最小平方法目標函數萃取循環成分 c_t。依據文獻共識（Hodrick & Prescott, 1997），針對季度資料將平滑參數定為 $\lambda = 1{,}600$（敏感度分析則採 $\lambda = 100{,}000$ 之超長週期設定），以確保分離出的循環成分 c_t 能清晰反映不動產市場的趨勢偏離程度。

第二步，取得 HP 濾波所萃取之循環成分 c_t 後，本研究應用 Harding and Pagan（2002）針對季度資料發展的 BBQ 演算法來自動化識別房市循環的峰值（Peak, P）與谷值（Trough, T）。若第 t 期之循環指標 c_t 高於前後各 k 期（通常 $k = 2$ 季），則第 t 期定義為局部峰值；反之則定義為局部谷值。為排除短期雜訊並符合中長期循環特性，演算法設定了相鄰約束限制：單一擴張期或收縮期的相位最短長度不得少於 2 季，且一個完整的「峰至峰」或「谷至谷」循環總持續時間不得少於 6 季（Bry & Boschan, 1971; Bracke, 2013）。

第三步，依據 BBQ 識別出之峰谷點，建構二元狀態變數 S_t：擴張期（Expansion）設為 0，界定自谷值下一期起至峰值當期止；收縮期（Contraction）設為 1，界定自峰值下一期起至谷值當期止。本研究係先對房價序列進行 HP 濾波、再對循環成分施作 BBQ 演算法，故所認定者為「成長循環／偏離循環（growth cycle / deviation cycle）」（Mintz, 1969），而非水準值之「古典循環」。採取此設計之原因在於台灣房價名目水準長期強勁上漲，鮮少連續下跌，偏離循環方能有效捕捉相對強弱之體制交替。

6.1.4 台灣市場特性、變數定義與預期符號

本報告以 BBQ 演算法（Bry & Boschan, 1971; Harding & Pagan, 2002）認定之房市景氣循環狀態作為核心迴歸設定，特別契合台灣房地產市場的結構與制度特徵。首先，台灣不動產景氣循環具有顯著的機制非對稱性，誠如 Lee et al.（2009）指出，台灣房市收縮期平均長達 4.76 季，佔歷史樣本期間的 57.34%，而擴張期平均僅 3.54 季；以離散狀態指標直接刻畫擴張與收縮交替，能避免線性變數抹平非對稱衝擊之缺陷，忠實反映此結構特徵並聚焦於收縮期對總體經濟的非線性拖累。其次，台灣家戶面臨嚴格的抵押擔保品限制，並擁有超過 84% 的高自有住宅率。雖國內銀行普遍設有房貸增貸等消費性貸款管道，但國內並未形成普遍透過房屋淨值提領來平滑消費之慣例；且在房價面臨下修時，家庭通常不會因資產縮水而透過增貸增加消費。因此，房價負向衝擊將直接引發家戶資產負債表實質損失與去槓桿壓力，進而抑制耐久財消費並壓低實質總產出（Chen et al., 2010）。

在變數設定與理論機制方面，模型之被解釋變數採用實質 GDP 年增率（%）衡量，作為總產出與國家經濟景氣表現的核心指標，後續穩健性分析則另以人均實質 GDP 年增率作為替代變數。主要解釋變數為房市收縮期狀態指標，係對全國房價序列（內政部不動產資訊平台之不分建物類別買賣契約價格平均單價，季資料）取對數後施作 HP 濾波器萃取循環成分，並依 6.1.3 之 BBQ 程序認定景氣狀態。房地產波動主要透過兩大管道衝擊實體經濟：一是擔保品與財富管道，即不動產估值擴張放寬了家戶信用限制並提振耐久財支出（Iacoviello, 2005）；二是去槓桿管道，即價格下修引發家戶資產負債表實質損失與去槓桿壓力，進而抑制總需求（Mian et al., 2013），因此預期收縮期指標之係數顯著為負。

總體控制變數方面，融資成本以五大銀行新承做購屋貸款利率之年變動率衡量，代表貨幣政策立場與房貸借貸條件，較高的利率會加重利息負擔並抑制信用創造（Chen & Chen, 2024），預期呈負向關係。流動性與信用擴張分別以 M1B 貨幣總計數年增率與全體銀行放款年增率衡量，貨幣與信用成長推動資產流動性與總需求（Schularick & Taylor, 2012），預期均呈正號。物價以消費者物價指數（CPI）年增率衡量，反映購買力侵蝕與緊縮壓力，理論預期為負號；惟樣本期間之通膨多屬輸入型且與出口景氣同步，實證符號可能轉正，解讀時需對照總體情境。開放經濟條件以新台幣匯率年變動率衡量，捕捉小型開放經濟體之貿易競爭力與跨境資本移動淨效果，不預設符號方向；人口年增率反映長期勞動要素供給與內需基本面，預期呈正號。此外，模型均加入年份與季度虛擬變數，以分別控制全國性年度共同衝擊與外生季節性。

在變數篩選與取捨上，金融業隔夜拆款利率與消費性貸款餘額因與購屋貸款利率及銀行放款高度共線，工業生產指數因與 GDP 具同期共動與內生性，不動產交易量指標因其波動變異與景氣認定變數高度重疊，均未納入基準設定；而股市報酬率（TAIEX）、實質出口、美國聯邦基金利率（FFR）與 VIX 恐慌指數等外部變數，則受限於樣本期間與模型自由度，保留於未來後續研究進行擴充。

6.2 區域發展影響分析

6.2.1 實證策略：固定效果模型與工具變數估計

在評估區域發展時，區域經濟產出與區域房價存在雙向因果關係：區域所得成長推升住宅需求與房價，而房價上漲又透過財富效應刺激地方消費與稅收（Lin et al., 2019）。此外，各縣市在地理區位、產業結構與公共建設上存在不可觀察（unobserved）的長期異質性。為克服雙向因果與遺漏變數偏誤，本研究採用縣市與年別雙固定效果追蹤資料模型，以落後一期縣市房價及其區域交乘項為主要解釋變數，並以變數之落後二期作為工具變數，以兩階段最小平方法（2SLS）進行估計。

6.2.2 模型設定

包含縣市固定效果與年別固定效果之基準區域追蹤資料模型設定如下：

$$Y_{it} = \beta_1 HP_{i,t-1} + \beta_2 (North_i \times HP_{i,t-1}) + \gamma X_{it} + \mu_i + \lambda_t + \varepsilon_{it} \quad (6.2)$$

式（6.2）中，Y_{it} 為縣市 i 於年 t 之平均每戶可支配所得（萬元）；$HP_{i,t-1}$ 為縣市 i 前一年之房價（萬元/坪）；$North_i$ 為北部縣市虛擬變數（台北市、新北市、桃園市、基隆市、新竹縣、新竹市、宜蘭縣為 1，其餘為 0），交乘項 $North_i \times HP_{i,t-1}$ 捕捉北部與非北部縣市房價效果之差異；X_{it} 為縣市控制變數向量（包含青壯年人口比率與戶籍登記人口數）；μ_i 為縣市固定效果，λ_t 為年別固定效果；ε_{it} 為誤差項，標準誤以縣市層級之叢集（clustered）標準誤計算。

6.2.3 工具變數與兩階段最小平方法

為防範所得衝擊持續性所引發之潛在內生偏誤，本研究以第 $t-2$ 期之房價（$HP_{i,t-2}$）及其區域交乘項（$North_i \times HP_{i,t-2}$）作為工具變數，以 2SLS 估計。工具變數之攸關性（relevance）由第一階段 Kleibergen-Paap Wald F 統計量檢驗；排除限制（exclusion restriction）則建立在落後兩期房價僅透過前期房價影響當期所得之合理設定上。

6.2.4 區域變數、預期符號與資料說明

區域模型之被解釋變數採用平均每戶可支配所得，作為區域經濟繁榮度與民間購買力之代理變數。相較於總體層級以 GDP 衡量總產出，家戶可支配所得更能敏銳且直接地反映房價波動對地方居民實質購買力、勞動薪資與財產所得的實質衝擊。主要解釋變數為落後一期之縣市房價及其北部縣市交乘項，取落後一期有助於緩解同期雙向因果之內生性偏誤。區域房價主要透過財富與地方財政管道影響地方經濟，價格上漲能提高家戶財富與資產擔保價值，進一步刺激地方非貿易財部門之消費支出並擴大地方稅基（Lin et al., 2019），故預期房

價對所得呈正向關係；而北部交乘項則用以檢驗此一正向拉動效果在都會核心區是否更為強烈，藉此捕捉核心都會區與外圍縣市在產業集聚及資產財富重分配上的結構差異。

在控制變數與人口結構方面，模型納入青壯年人口比率，用以控制縣市勞動力供給充裕度與人力資本存量，預期符號為正；同時加入縣市戶籍登記總人口數之對數值，以控制都市集聚經濟與市場規模對家戶平均所得的規模效應。在模型設定上，亦納入縣市固有固定效應與時間固定效應，以吸收不隨時間變動之地方特性與各期共同的時間趨勢。

在樣本選取與資料結構方面，實證資料為 2009 年至 2024 年之縣市平衡縱橫資料。縣市房價取自內政部不動產資訊平台之縣市別「買賣契約價格平均單價」（不分建物類別，萬元/坪），與 6.1.4 之全國房價序列同源，並將各季數據平減計算為年度平均值。在樣本篩選上，連江縣因房價資料存在全期系統性缺漏而未納入估計，澎湖縣與金門縣少數年度缺漏則以相鄰年份趨勢補齊，實際納入分析之樣本共計 21 個縣市。除全樣本基準模型外，第七章亦進一步依據各縣市所得水準與房價負擔能力進行分組估計，以深入檢視資產效應在不同經濟發展程度區域間的異質性。

第七章 實證結果與討論

7.1 敘述統計

在呈現迴歸估計結果之前，本節先就估計所使用之變數提供敘述統計，以掌握各變數之量級、離散程度與分布形態。表一為全國總體層級之季資料（2010Q1 至 2024Q4 共 60 季）；表二為區域層級之縣市年資料（21 縣市共 330 個觀察值）。

7.1.1 總體資料

從表一中可見，實質 GDP 年增率於樣本期間平均為 3.74%，標準差 2.85 個百分點，區間介於 -3.58% 至 12.02%，涵蓋了完整之景氣起伏。落後一期之房價收縮期指標平均為 0.45，即樣本期間約有四成五之季度處於房市收縮體制，與第三章所述收縮期偏長之特徵相符。M1B 年增率平均為 7.51%（最高達 24.31%），反映寬鬆環境；CPI 年增率平均為 1.19%，呼應長期溫和物價；購屋貸款利率年變動率標準差達 11.89%，顯示升降息變動顯著。

表一：總體估計變數之敘述統計

變數名稱	觀察值	平均數	標準差	最小值	中位數	最大值
實質 GDP 年增率（%）	60	3.74	2.85	-3.58	3.70	12.02
房價收縮期指標（t-1）	60	0.45	0.50	0.00	0.00	1.00
M1B 年增率（%）	60	7.51	4.24	2.26	6.43	24.31
CPI 年增率（%）	60	1.19	0.71	0.08	1.03	2.85
銀行放款年增率（%）	60	5.88	2.30	3.02	5.11	10.95
購屋貸款利率年變動率（%）	60	1.86	11.89	-16.08	0.40	44.20
匯率年變動率（%）	60	-0.08	4.88	-9.49	0.53	12.68
人口年增率（%）	60	0.10	0.39	-1.19	0.20	0.85

註：收縮期指標為二元變數（收縮期＝1、擴張期＝0）並取落後一期（t-1）。

7.1.2 區域資料

從表二可見，平均每戶可支配所得平均為 93.59 萬元（標準差 19.35 萬元），區間自 56.84 萬元至 150.36 萬元，跨縣市差異可觀。落後一期縣市房價平均為每坪 17.10 萬元，中位數 14.32 萬元，最高達 69.21 萬元（台北市），最低僅 7.68 萬元，呈現高度右偏與空間集中特徵。控制變數中，青壯年人口比率平均為 72.04%；戶籍登記人口數平均為 113.20 萬人（標準差 109.00 萬人），縣市規模差異顯著。

表二：區域估計變數之敘述統計

變數名稱	觀察值	平均數	標準差	最小值	中位數	最大值
平均每戶可支配所得（萬元）	330	93.59	19.35	56.84	90.41	150.36
縣市房價（t-1，萬元/坪）	330	17.10	10.65	7.68	14.32	69.21
青壯年人口比率（15–64 歲，%）	330	72.04	2.13	64.77	71.83	78.39
戶籍登記人口數（萬人）	330	113.20	109.00	9.38	54.44	404.70

註：縣市房價為內政部不動產資訊平台之買賣契約價格平均單價（不分建物類別，季資料之年平均）。

7.2 全國總體估計結果：房市景氣狀態與經濟成長

表三呈現第六章式（6.1）之 Newey-West HAC 估計結果。欄（1）僅納入落後一期房市收縮期指標；欄（2）加入總體控制變數；欄（3）加入季別固定效果；欄（4）同時納入年別與季別固定效果之基準設定。

實證結果顯示，房市收縮期對經濟成長具有高度穩健且顯著之負向抑制效果。在納入控制變數後，收縮期指標（t-1）係數在欄（2）與（3）分別為 -2.17 與 -2.21（滿足 1% 顯著水準），在完全控制年別與季別固定效果的基準設定欄（4）中仍達到 -1.88（滿足 1% 顯著水準）。此結果表明：在其他條件不變下，當房市於前一季處於收縮期時，本季實質 GDP 年增率平均較擴張期低約 1.9 至 2.2 個百分點。這與第二章及第四章所述之擔保品／財富管道與去槓桿管道之理論預期完全吻合。控制變數方面，M1B 年增率顯著為正，購屋貸款利率年變動率顯著為負，呼應第四章資金面驅動之論述。

為驗證結論是否受指標選擇影響，表四改採住宅建造執照核發戶數所認定之收縮期指標重新估計。結果顯示建照收縮期指標在欄（2）與（3）亦呈顯著負向（分別為 -1.21，滿足 5% 顯著水準；與 -1.22，滿足 10% 顯著水準），但在基準模型欄（4）未達顯著水準。這項「價強量弱」之實證對比，印證了房市對總體經濟的傳導主要依賴資產價格所牽動的擔保品與資產負債表管道，而非單純的營建供給流量；同時也與第三章建照使照追逐機制及量價背離現象高度吻合。

表三：房市景氣狀態與實質 GDP 成長之 Newey-West 估計結果

解釋變數	(1)	(2)	(3)	(4) 基準模型
收縮期指標（t-1）	-1.6555	-2.1707***	-2.2050***	-1.8770***
	(1.1139)	(0.3928)	(0.4176)	(0.4850)
M1B 年增率		0.4181***	0.4198***	0.3630***
		(0.0696)	(0.0762)	(0.1164)
CPI 年增率		1.7202***	1.7231***	0.7277
		(0.3757)	(0.3884)	(0.6898)
新台幣匯率年變動率		-0.0877*	-0.0888*	-0.1364
		(0.0472)	(0.0483)	(0.1211)
人口年增率		1.5533	1.5293	3.4614**
		(0.9418)	(0.9735)	(1.3639)
全體銀行放款年增率		0.2505	0.2470	0.6151*
		(0.1778)	(0.1822)	(0.3585)
購屋貸款利率年變動率		-0.0812***	-0.0808***	-0.0304
		(0.0242)	(0.0250)	(0.0423)
常數項	4.4852***	-1.9557*	-2.0591*	-1.6458
	(0.8129)	(1.0137)	(1.1529)	(2.5373)
季別固定效果	無	無	有	有
年別固定效果	無	無	無	有
觀察值	60	60	60	60

註：括號內為 Newey-West（落後 4 季）標準誤；***、**、* 分別表示 1%、5%、10% 顯著水準。

表四：房市景氣狀態（建照認定）與實質 GDP 成長之 Newey-West 估計結果

解釋變數	(1)	(2)	(3)	(4) 基準模型
收縮期指標（t-1，建照）	-0.7162	-1.2105**	-1.2208*	-1.2739
	(0.9286)	(0.5685)	(0.6183)	(1.1150)
M1B 年增率		0.4548***	0.4543***	0.3951***
		(0.0775)	(0.0813)	(0.1098)
CPI 年增率		1.8884***	1.8901***	1.6360
		(0.3869)	(0.4005)	(1.1055)
新台幣匯率年變動率		-0.0417	-0.0416	-0.0684
		(0.0513)	(0.0534)	(0.1338)
人口年增率		3.9374***	3.9439***	6.4905**
		(1.3135)	(1.3636)	(2.3974)
全體銀行放款年增率		0.3219	0.3230	0.9124
		(0.2152)	(0.2221)	(0.5502)
購屋貸款利率年變動率		-0.0776*	-0.0777*	-0.0356
		(0.0391)	(0.0404)	(0.0483)
常數項	4.0744***	-3.5001***	-3.5264***	-4.8421
	(0.7495)	(1.0605)	(1.1526)	(3.9806)
季別固定效果	無	無	有	有
年別固定效果	無	無	無	有
觀察值	60	60	60	60

註：括號內為 Newey-West（落後 4 季）標準誤；***、**、* 分別表示 1%、5%、10% 顯著水準。

7.3 區域估計結果：縣市房價與家戶可支配所得

表五呈現區域層級兩階段最小平方法（2SLS）之估計結果。內生變數為落後一期縣市房價及其北部交乘項，工具變數為落後二期值。第一階段 Kleibergen-Paap Wald F 統計量介於 106.78 至 180.72，遠高於慣用弱工具門檻。

估計結果顯示，在北部七縣市相對於非北部低所得縣市的組別中（欄 2），交乘項係數達 0.86（滿足 5% 顯著水準）。這表明：在其他條件不變下，房價每坪較前一年上升 1 萬元，北部核心縣市與低所得縣市之平均每戶可支配所得差距即顯著擴大約 0.86 萬元；相對地，北部與高所得縣市之間（欄 3）交乘項係數僅 0.09 且不顯著。此結果與第五章之空間結構論述完美呼應：高所得對照縣市多具備半導體與高科技聚落（如台中、台南、高雄），其所

得動能由產業直接支撐，因而房市推升之分配利益主要沿著「都會核心／產業聚落」對「邊陲低所得縣市」的軸線產生分化。

表五：縣市房價與家戶可支配所得之兩階段最小平方法估計結果

解釋變數	(1) 全樣本	(2) 北部 vs 低所得	(3) 北部 vs 高所得
房價（t-1）	-0.0970	-0.3439	0.0249
	(0.4583)	(0.6392)	(0.6394)
North × 房價（t-1）	0.3003	0.8600**	0.0907
	(0.3243)	(0.3741)	(0.3625)
青壯年人口比率	0.9075	1.7261	1.4537
	(1.0300)	(1.2917)	(1.1349)
戶籍登記人口數	0.2193**	0.1035	0.1225
	(0.1005)	(0.0799)	(0.0958)
縣市固定效果	有	有	有
年別固定效果	有	有	有
Kleibergen-Paap Wald F	180.72	106.78	139.02
縣市數	21	15	13
觀察值	330	236	206

註：縣市與年別固定效果以淨化方式吸收，括號內為縣市層級之叢集標準誤；***、**、* 分別表示 1%、5%、10% 顯著水準。

表六與表七分別呈現六都劃分與台積電設廠縣市劃分之穩健性檢驗。表六顯示，六都相對於低所得縣市之交乘項係數為 0.56（滿足 5% 顯著水準）。表七更進一步顯示，在以台積電設廠八縣市（竹市、竹縣、桃、苗、中、南、高、嘉縣）為處理組時，相對於非設廠低所得縣市之交乘項係數高達 0.83（滿足 5% 顯著水準）；而相對於未設廠之高所得都會（雙北、基隆、宜蘭等）交乘項則不顯著。這有力證明了：半導體高科技產業聚落已與傳統都會核心並列為房市利益的主要吸收端，房價上漲顯著拉開了產業聚落與傳統低所得農業/邊陲縣市之間的實質所得差距，實證印證了第五章關於科技軸線擴張加劇空間發散與居住負擔危機之推論。

表六：區域劃分穩健性：六都交乘項之兩階段最小平方法估計結果

解釋變數	(1) 全樣本	(2) 六都＋低所得	(3) 六都＋高所得
房價（t-1）	-0.2803	-0.9513***	-0.6049
	(0.4518)	(0.3095)	(0.6510)
六都 x 房價（t-1）	0.5678*	0.5558**	0.7741
	(0.3100)	(0.2458)	(0.5113)
青壯年人口比率	1.6142	-1.1814	2.7085**
	(1.1722)	(1.2275)	(1.1964)
戶籍登記人口數	0.1645	0.1966**	0.0233
	(0.0966)	(0.0801)	(0.1035)
縣市固定效果	有	有	有
年別固定效果	有	有	有
Kleibergen-Paap Wald F	171.32	112.68	139.03
縣市數	21	14	13
觀察值	330	220	206

註：縣市與年別固定效果以淨化方式吸收，括號內為縣市層級之叢集標準誤；***、**、* 分別表示 1%、5%、10% 顯著水準。

表七：區域劃分穩健性：台積電設廠縣市交乘項之兩階段最小平方法估計結果

解釋變數	(1) 全樣本	(2) 台積電＋低所得	(3) 台積電＋高所得
房價（t-1）	0.2305	0.2133	0.2153
	(0.2987)	(0.6231)	(0.4224)
台積電 × 房價（t-1）	0.5603*	0.8332**	0.3721
	(0.3098)	(0.3311)	(0.4067)
青壯年人口比率	0.6710	1.9568*	0.9601
	(0.9202)	(0.9252)	(1.0712)
戶籍登記人口數	0.1134	0.0690	0.1153
	(0.1325)	(0.0987)	(0.1326)
縣市固定效果	有	有	有
年別固定效果	有	有	有
Kleibergen-Paap Wald F	258.31	155.33	228.40
縣市數	21	15	14
觀察值	330	236	222

註：縣市與年別固定效果以淨化方式吸收，括號內為縣市層級之叢集標準誤；***、**、* 分別表示 1%、5%、10% 顯著水準。

第八章 結論與政策意涵

8.1 主要實證發現與機制總結

本研究建立整合「全國總體經濟層級」與「區域空間結構層級」的雙層級計量經濟架構，系統性剖析 2000 年以來台灣不動產景氣循環之動態傳導特徵，及其對總體產出與跨區域所得分配的實質衝擊。結合長週期歷史動態識別、總體 Newey-West HAC 穩健迴歸與區域工具變數追蹤資料模型，全文實證發現揭示了台灣房市深層的結構矛盾與傳導路徑。

在全國總體經濟層級，研究客觀證實房市收縮期對實質經濟成長具有高度穩健的負向抑制效果。在嚴格控制貨幣流動性、融資成本、匯率波動及年度與季度共同衝擊後，當房市於前一季處於收縮體制時，當季實質 GDP 年增率平均較擴張期顯著降低 1.88 至 2.21 個百分點。進一步對照建造執照之供給流量指標，其收縮效果在基準模型中並未達顯著水準，確立了「價強量弱」之傳導特性。這項實證對比深刻反映了台灣在高達 84% 以上的自有住宅率體制下，雖有銀行房貸增貸機制，但一般家戶在房市下修時鮮少透過房產借貸以維持消費；房市波動並非主要透過實體營建活動影響經濟，而是透過資產跌價侵蝕家庭擔保品價值、加劇去槓桿資產負債表壓力並迫使家戶緊縮耐久財與一般消費支出，進而對實體內需造成長期的拖累。

在區域空間結構層級，利用 21 縣市 16 年平衡縱橫資料克服雙向因果之 2SLS 估計顯示，房地產價格上漲並非區域中性的資產重估，而是扮演了「空間不平等放大器」的角色。實證結果顯示，房價每坪上升 1 萬元，北部都會核心縣市相較於非北部低所得縣市之每戶可支配所得差距即顯著擴大 0.86 萬元；六都相較於低所得縣市差距擴大 0.56 萬元；而台積電設廠八縣市相較於非設廠低所得縣市之所得差距更顯著擴大達 0.83 萬元。相對地，邊陲低所得縣市自身之房價上漲無法有效拉動在地所得成長。此一結果實證確認，房地產資產增值利益高度固著於傳統都會核心與高科技供應鏈重鎮，非但未能產生空間均勻的財富擴散，反而實質擴大了全台跨區域的貧富鴻溝。

綜合總體與區域層級之實證機制，全文提煉出台灣不動產景氣循環的核心結構特徵為「收縮全國共同承擔、擴張區域高度集中」。在繁榮擴張期，資本利得與所得溢出高度集中於都會核心與半導體廊帶，並在特定園區周邊引發在地非科技從業者與青年族群的仕紳化居住排擠；然而一旦景氣反轉轉入收縮期，資產去槓桿與內需消費萎縮所造成的 2 個百分點 GDP 成長代價，卻由缺乏科技紅利支撐的全國各區域與基層家戶共同承擔。此一非對稱性精準串聯了當前建照使照死亡交叉、交屋潮賣壓湧現與央行信用管制下的市場盤整現實。

8.2 政策意涵與建言

基於上述計量實證發現與當前市場進入庫存去化盤整期之實務動態，本研究針對中央銀行之總體審慎監理體系、跨部會政策協同機制及長期區域均衡發展，提出具備操作縱深之政策建言。

首先，在總體審慎監理層面，本研究實證肯定央行歷次逆循環信用管制在維護金融穩定上的成效。台灣房市在歷次景氣波動中維持極低之法拍違約率，印證央行健全銀行體質與選擇性信用管制之政策韌性。鑑於房市收縮期對實質 GDP 成長具有約 2 個百分點的負向關聯，建議央行在現行審慎監理架構下持續優化差異化管理措施。其次，在跨部會政策協同層面，房地產市場之空間失衡本質上涵蓋產業布局、土地供給與財稅政策等多重維度，單靠貨幣與信用政策難以完全解決結構性空間問題。建議相關主管機關強化政策溝通協調，防範科技軸線所衍生之局部性資產通膨與仕紳化挑戰。

最後，在國家長遠區域均衡發展層面，建議由中央統籌跨部會資源，重塑公共基礎設施之空間平權機制。本研究揭示台灣房市存在「收縮全國共同承擔、擴張區域高度集中」之分配特徵，非科技廊帶縣市未蒙資產增值之利，而科技外溢承載區亦面臨公共設施超載之困境。要根治區域房價與經濟分化，根本之道仍在於充實地方實體發展動能。建議中央主管機關在檢討財政收支劃分與統籌分配稅款時，建立公共建設承載補償與空間平權專案機制，一方面給予承擔產業外溢衝擊之地方政府專案財源以升級交通與公共設施，另一方面協助低所得縣市健全地方財政與產業轉型，使實體產業擴張之紅利能更具包容性地惠及全台各區域。

8.3 研究限制與未來研究方向

本研究雖建立嚴謹之雙層級計量模型，惟仍受限於以下資料與方法條件，為後續研究提供了明確的深化路徑。在總體資料序列方面，受限於房價與總體金融指標在編製方法上的一致性，本研究總體迴歸樣本始於 2009 年。未來若能透過歷史檔案回溯串接 1980 至 1990 年代之完整長週期資料，將可進一步檢驗跨越數個世代與金融自由化前後的不動產體制結構變遷。

在時間序列濾波技術方面，HP 濾波器在序列端點可能存在一定程度的端點偏誤。雖然本研究結合了 BBQ 演算法並施作超長週期敏感度分析，未來研究仍可進一步導入 Hamilton 迴歸濾波器或狀態空間模型，進行轉折點界定之跨模型穩健性檢驗。

在空間與個體資料尺度方面，本研究區域模型基於 21 縣市之匯總縱橫資料。未來研究若能進一步取得鄉鎮市區細緻空間資料，或串接財稅所得大數據與實價登錄個體資料，將可精確追蹤科技廊帶周邊人口遷移路徑與不同收入分位數家庭之資產配置，從個體層面更深入量化仕紳化與勞動力排擠之個體作用機制。

參考文獻

Aastveit, K. A., & Anundsen, A. K. (2022). Asymmetric effects of monetary policy in regional housing markets. American Economic Journal: Macroeconomics, 14(4), 499–529.

Albuquerque, B., Cerutti, E., Kido, Y., & Varghese, R. (2026). Not all housing cycles are created equal: Macroeconomic consequences of housing booms. Journal of International Money and Finance, 161, Article 103496.

Bernanke, B. S., Gertler, M., & Gilchrist, S. (1999). The financial accelerator in a quantitative business cycle framework. In J. B. Taylor & M. Woodford (Eds.), Handbook of macroeconomics (Vol. 1C, pp. 1341–1393). Elsevier.

Bordo, M. D., & Jeanne, O. (2002). Boom-busts in asset prices, economic instability, and monetary policy (NBER Working Paper No. 8966). National Bureau of Economic Research.

Borio, C. (2014). The financial cycle and macroeconomics: What have we learnt? Journal of Banking & Finance, 45, 182–198.

Bracke, P. (2013). How long do housing cycles last? A duration analysis for 19 OECD countries. Journal of Housing Economics, 22(3), 213–230.

Bry, G., & Boschan, C. (1971). Cyclical analysis of time series: Selected procedures and computer programs (Technical Paper No. 20). National Bureau of Economic Research.

Carro, A. (2023). Taming the housing roller coaster: The impact of macroprudential policy on the house price cycle. Journal of Economic Dynamics and Control, 156, Article 104753.

Cerutti, E., Dagher, J., & Dell'Ariccia, G. (2017). Housing finance and real-estate booms: A cross-country perspective. Journal of Housing Economics, 38, 1–13.

Cesa-Bianchi, A. (2013). Housing cycles and macroeconomic fluctuations: A global perspective. Journal of International Money and Finance, 37, 215–238.

Chang, C.-O., & Chen, M.-C. (2012). Taiwan: Housing bubbles and affordability. In A. Bardhan, R. H. Edelstein, & C. A. Kroll (Eds.), Global housing markets: Crises, policies, and institutions (pp. 447–463). John Wiley & Sons.

Chang, Y. (2016). Financial soundness indicator, financial cycle, credit cycle and business cycle—Evidence from Taiwan. International Journal of Economics and Finance, 8(4), 166–182.

Chen, N.-K., Chen, S.-S., & Chou, Y.-H. (2010). House prices, collateral constraint, and the asymmetric effect on consumption. Journal of Housing Economics, 19(1), 26–37.

Chen, S.-S., & Chen, B.-Y. (2024). Interest rate policy and house prices: Evidence from Taiwan. Taiwan Economic Review, 52(4), 377–409.

Cheng, H.-J., Wang, N.-Y., Peng, C.-W., & Huang, C.-J. (2020). Will the housing wealth effect compensate the macro-economy? Evidence from Taiwan's domestic consumption. International Journal of Strategic Property Management, 24(3), 197–214.

Cheng, H.-L., & Chen, N.-K. (2021). A study of financial cycles and the macroeconomy in Taiwan. Empirical Economics, 61(4), 1749–1778.

Chu, S.-Y. (2018). Macroeconomic policies and housing market in Taiwan. International Review of Economics & Finance, 58, 404–421.

Claessens, S., Dell'Ariccia, G., Igan, D., & Laeven, L. (2010). Cross-country experiences and policy implications from the global financial crisis. Economic Policy, 25(62), 267–293.

Claessens, S., Kose, M. A., & Terrones, M. E. (2009). What happens during recessions, crunches and busts? Economic Policy, 24(60), 653–700.

Claessens, S., Kose, M. A., & Terrones, M. E. (2012). How do business and financial cycles interact? Journal of International Economics, 87(1), 178–190.

Davis, M. A., & Heathcote, J. (2005). Housing and the business cycle. International Economic Review, 46(3), 751–784.

Ferreira, F., Gyourko, J., & Tracy, J. (2010). Housing busts and household mobility. Journal of Urban Economics, 68(1), 34–45.

Ganong, P., & Shoag, D. (2017). Why has regional income convergence in the U.S. declined? Journal of Urban Economics, 102, 76–90.

Glaeser, E. L., & Gottlieb, J. (2009). The wealth of cities: Agglomeration economies and spatial equilibrium in the United States. Journal of Economic Literature, 47(4), 983–1028.

Glaeser, E. L., Gyourko, J., & Saiz, A. (2008). Housing supply and housing bubbles. Journal of Urban Economics, 64(2), 198–217.

Greenwood, R., Hanson, S. G., Shleifer, A., & Sørensen, J. A. (2022). Predictable financial crises. The Journal of Finance, 77(2), 863–921.

Gyourko, J. (2009). Housing supply. Annual Review of Economics, 1(1), 295–318.

Haffner, M. E. A., & Boumeester, H. J. F. M. (2010). The affordability of housing in the Netherlands: An increasing income gap between renting and owning? Housing Studies, 25(6), 799–820.

Hamilton, J. D. (2018). Why you should never use the Hodrick-Prescott filter. Review of Economics and Statistics, 100(5), 831–843.

Harding, D., & Pagan, A. (2002). Dissecting the cycle: A methodological investigation. Journal of Monetary Economics, 49(2), 365–381.

Hodrick, R. J., & Prescott, E. C. (1997). Postwar U.S. business cycles: An empirical investigation. Journal of Money, Credit and Banking, 29(1), 1–16.

Howard, G., & Liebersohn, J. (2023). Regional divergence and house prices. Review of Economic Dynamics, 49, 312–350.

Hsieh, Y.-S., & Yang, C.-W. (2024). The dominant risks in the interest rate channel: Evidence from the urban housing market in Taiwan. Applied Economics, 56(58), 8091–8111.

Hung, C.-H., Liu, H.-C., Su, P.-J., & Tzang, S.-W. (2025). The housing price dynamics and macroeconomic factors: Evidence of Taiwan housing market. International Journal of Strategic Property Management, 29(4), 245–265.

Iacoviello, M. (2005). House prices, borrowing constraints, and monetary policy in the business cycle. American Economic Review, 95(3), 739–764.

Iacoviello, M., & Neri, S. (2010). Housing market spillovers: Evidence from an estimated DSGE model. American Economic Journal: Macroeconomics, 2(2), 125–164.

Jordà, Ò. (2005). Estimation and inference of impulse responses by local projections. American Economic Review, 95(1), 161–182.

Jordà, Ò., Schularick, M., & Taylor, A. M. (2015). Leveraged bubbles. Journal of Monetary Economics, 76, S1–S20.

Krugman, P. (1991). Increasing returns and economic geography. Journal of Political Economy, 99(3), 483–499.

Larsen, E. R., & Sommervoll, D. E. (2004). Rising inequality of housing: Evidence from segmented house price indices. Housing, Theory and Society, 21(2), 77–88.

Leamer, E. E. (2007). Housing is the business cycle (NBER Working Paper No. 13428). National Bureau of Economic Research.

Lee, C.-C., & Chien, M.-S. (2011). Empirical modelling of regional house prices and the ripple effect. Urban Studies, 48(10), 2029–2047.

Lee, C.-C., Liang, C.-M., & Chou, H.-J. (2009). Identifying turning points of real estate cycles in Taiwan. Journal of Real Estate Portfolio Management, 15(1), 75–85.

Lee, M.-T., Lee, M.-L., & Lin, S.-H. (2014). Trend properties, cointegration, and diffusion of presale house prices in Taiwan: Can Taipei's house prices ripple out? Habitat International, 44, 432–441.

Li, C., Gibson, J., & Boe-Gibson, G. (2019). Regional inequality in urban China, allowing for spatial cost of living differences: Evidence from a hedonic analysis of apartment prices. Asia & the Pacific Policy Studies, 6(2), 170–185.

Lin, T. C., Hsu, S.-H., & Lin, Y.-L. (2019). The effect of housing prices on consumption and economic growth – the case of Taiwan. Journal of the Asia Pacific Economy, 24(2), 292–312.

Linneman, P. D., & Megbolugbe, I. F. (1992). Housing affordability: Myth or reality? Urban Studies, 29(3–4), 369–392.

Martínez-García, E., & Grossman, V. (2020). Explosive dynamics in house prices? An exploration of financial market spillovers in housing markets around the world. Journal of International Money and Finance, 101, Article 102103.

Matlack, J. L., & Vigdor, J. L. (2008). Do rising tides lift all prices? Income inequality and housing affordability. Journal of Housing Economics, 17(3), 212–224.

Mian, A., & Sufi, A. (2011). House prices, home equity-based borrowing, and the U.S. household leverage crisis. American Economic Review, 101(5), 2132–2156.

Mian, A., & Sufi, A. (2018). Finance and business cycles: The credit-driven household demand channel. Journal of Economic Perspectives, 32(3), 31–58.

Mian, A., Rao, K., & Sufi, A. (2013). Household balance sheets, consumption, and the economic slump. The Quarterly Journal of Economics, 128(4), 1687–1726.

Mintz, I. (1969). Dating postwar business cycles: Methods and their application to Western Germany, 1950–67 (NBER Occasional Paper No. 107). National Bureau of Economic Research.

Newey, W. K., & West, K. D. (1987). A simple, positive semi-definite, heteroskedasticity and autocorrelation consistent covariance matrix. Econometrica, 55(3), 703–708.

Phillips, P. C., Shi, S., & Yu, J. (2015). Testing for multiple bubbles: Historical episodes of exuberance and collapse in the S&P 500. International Economic Review, 56(4), 1043–1078.

Rognlie, M. (2015). Deciphering the fall and rise in the net capital share: Accumulation or scarcity? Brookings Papers on Economic Activity, 2015(1), 1–69.

Rozite, K., Bezemer, D. J., & Jacobs, J. P. A. M. (2019). Towards a financial cycle for the U.S., 1973–2014. The North American Journal of Economics and Finance, 50, Article 101023.

Schularick, M., & Taylor, A. M. (2012). Credit booms gone bust: Monetary policy, leverage cycles, and financial crises, 1870–2008. American Economic Review, 102(2), 1029–1061.

Su, C.-W., Yin, X.-C., Tao, R., & Zhou, H. (2018). Are housing prices improving GDP or vice versa? A cross-regional study of China. Applied Economics, 50(29), 3171–3184.

Yin, X. C., & Su, C. W. (2022). Have housing prices contributed to regional imbalances in urban–rural income gap in China? Journal of Housing and the Built Environment, 37(4), 2139–2156.