

# 新自由主義、兩岸貿易與企業地產金融化： 臺灣縣市與企業層級追蹤數據的實證檢驗， 2000~2019\*

傅偉哲  
國立清華大學社會學博士

## 摘要

本文以涵蓋2000至2019年臺灣縣市與企業層級追蹤數據，定群向量自迴歸模型與固定效果迴歸模型評估兩岸貿易擴張是否對臺灣房地產業帶來影響。本文主張，兩岸貿易擴張主要透過兩種機制影響臺灣房地產業發展：一、市場動力；二、企業地產金融化。在臺灣與中國地緣政治因素下，臺灣對中國貿易順差與新自由主義轉型政策，解釋本地房地產業持續在沒有大量外資挹注，資本持續流向中國市場下，卻仍持續發展。1990年以來，兩岸貿易擴張與政府新自由主義政策轉型，臺灣房地產業投資提供高額報酬機制，吸引兩岸貿易創造的剩餘資金挹注不動產土地開發。數據實證結果發現，對中貿易順差與貿易依賴度增大時，本地房價與不動產交

---

\* 本文感謝中研院社會所林宗弘研究員的指導，寫作期間不同版本初稿曾分別發表於2020第十二屆發展研究年會、中研院「重訪都市社會學」工作坊、2021 23th Conference of the European Chinese Studies。感謝宋鎮照老師（成大政治系）、簡旭伸老師（臺大地理系）、林左裕老師（政大地政系）、陳怡伶老師（美國懷俄明大學）、洪財隆老師（公平交易委員會委員）、郭盈君博士生（英國倫敦大學）不同場合的評論與意見。然其文責仍在於筆者。

易規模皆顯著增加；2002年後，臺商集團在中國營收擴大時其在臺灣的房地企業子公司獲利顯著增長。顯示，兩岸貿易擴張確實影響本地房地產業發展。而在國內政策因子下，政府於2000年以來所推動的減稅政策，也顯著影響國內房價與不動產交易的發展。

**關鍵詞：**房價、臺商回流、新自由主義、金融化、定群向量自迴歸模型

\* \* \*

## 壹、前言

2019年起，政府積極推出各項投資優惠，因應大量自中國回流的臺商資金，期望增進本地就業、帶動產業轉型（經濟部 2019）。然而，2008年金融海嘯後政府以遺產、贈與等稅賦調降等相近政策吸引資金回流，卻導致資金流入房市、價格飆漲的負面後果；使得政府近年推出吸引臺商資金返臺政策，是否又會造成大量資金流入臺灣房地產市場，引發社會高度關注（陳美君 2019；中央銀行 2020）。

「太陽花學運」爆發以來，兩岸貿易擴張雖造就本地經濟持續成長，但房價、物價膨脹，薪資成長卻相對緩慢的矛盾，造就年輕世代的不滿（林倖妃 2021）。1980年代以來，中國市場崛起吸引臺灣大量資本流入，既有產業研究高度關注產業西進對臺灣本地經濟發展所帶來影響（安士頓、瞿宛文 2003；王振寰 2010；李宗榮、林宗弘 2017）；不過，近年臺灣住宅問題受到重視，美中貿易衝突促使大量回臺資金流入臺灣不動產市場之際，既有文獻對兩岸貿易擴張如何影響本地房地產業發展討論並不多見。<sup>1</sup> 臺商回流資金流入不動產市場炒作是短期現象嗎？還是反映臺灣整體產業的結構變化？兩岸貿易如果確實影響臺灣本地房地產業發展，又是透過什麼機制產生影響？

---

<sup>1</sup> 何泰寬與葉國俊（2014）是接近於本文問題意識的先驅性研究，不過其討論的焦點在於外國資本流入與本國居民的資金回流，與本文主張的兩岸貿易關聯性有所區別，詳見後文之討論。

在早期針對資本外移中國對本地房地產業發展的影響中，部分文獻發現本地房地產業反而蓬勃發展（鄭美信、康信鴻 2002；邱國珍 2007；劉依婷 2008），但也有文獻發現本國居民的資金回流未對房價帶來直接衝擊（何泰寬、葉國俊 2014），經驗研究發現相對分歧。不過，從宏觀的產業結構變遷來看，資本外移中國至少引起本地產業走向空洞化、升級或是轉型等不同發展走向（安士頓、瞿宛文 2003；林宗弘、胡伯維 2017；林武郎 2015）。而都市地理學者則發現，資本外移對1990年後的臺灣不僅確實影響產業空間佈局（Hsu 2011），也刺激政府積極以新自由主義（neoliberalism）或金融化（financialization）等都市空間及住宅政策（周素卿、吳幸玲、江尚書 2009；江尚書、周素卿、吳幸玲 2010；周志龍、陳台智 2014；張容瑛 2014；蕭力偉、蘇淑娟 2017；陳怡伶、黎德星 2010、藍逸之、李承嘉、林宜璇 2015；Chen 2020）因應產業外移所可能引發的經濟衰退危機。產業與都市地理學者的研究成果意味著，資本外移中國不僅只有資金往來變化，也在本地產業變遷同時，刺激政府推出賦稅優惠或是降低土地生產成本等新自由主義政策，重新塑造產業投資與發展環境。可惜的是，既有產業與都市空間研究並未評估導致產業變遷的兩岸貿易擴張，對本地房地產業的影響。本文在這些研究基礎之上，進一步指出：晚近三十年，政府因應資本外移所推出的新自由主義政策，反而提供臺灣本地房地產業發展在這之間的發展機會，在兩岸特殊的三角貿易分工獲利機制下，支撐臺灣本地房價成長。換句話說，即使臺灣在兩岸貿易擴張期間對外投資長期處於資本淨流出，<sup>2</sup> 大量貿易剩餘仍對內創造資本支撐房地產業發展。近年房地產業發展條件受產業西進影響，房價成長的背後因素恐怕並非短期外在資金流入，而與本地產業轉型及房地產業根本結構性的改變有關。

本文使用縣市2000~2019年與企業層級2002~2015年的數據資料及量化方法驗證前述觀點。本文假設兩岸貿易擴張主要透過兩個機制影響：一、兩岸貿易下的市場動力；二、地產投資開發的企業地產金融化。前者指涉，1990年以來中國市場崛起雖導致臺灣對中國資金持續淨流出，但「臺灣接單、中國代

<sup>2</sup> 意指1990後臺灣核備對外投資（含中國）扣除核准外資對臺投資（含華僑與陸資）金額長期為正值。

工、歐美買單」三角貿易創造對中國巨額貿易順差，卻仍能為臺灣房地產業發展提供相對充裕資金來源，在新興產業發展地區創造地產經濟發展動能。後者指涉1990年後，臺灣政府為舒緩資本外移所推出的新自由主義政策，包含企業減稅以及不動產房屋稅率等政策，雖意在減緩資本外移或是吸引臺商資金返臺；但隨著西進中國市場發展而改變獲利機制的臺商，政府原設定來吸引投資的政策反在2000年後，成為返臺企業/或是既有企業轉進/投資本地房地產業發展的制度條件。這些因素導致企業開始以發展地產經濟作為新興獲利模式。

## 貳、文獻回顧：資本外移、新自由主義轉型與企業地產金融化

1990年代臺灣資本外移中國，產業大舉西進引發研究者對臺灣產業發展走向的辯論，不過這些文獻並未注意到，政府為回應資本外移所推出的都市空間治理與產業政策，如何同時影響臺灣房地產發展。本文引用跨境房地產投資理論（Tiwari and White 2010）與經濟社會學金融化（Krippner 2011）為主要概念，解釋兩岸貿易擴張如何影響臺灣房地產業發展；本文主張兩岸貿易是透過一、三角貿易的市場動力；二、地產金融化的企業轉型，兩個機制對臺灣房地產業帶來影響。

### 一、產業西進中國與臺灣產業轉型

1980年代末期，臺灣資本外移中國引發研究者對本地產業轉型走向的辯論。產業空洞化論者認為，隨著大量傳統製造業外移中國大陸，本地製造業的實質生產毛額成長減慢，生產力相較1970年代工業化時期也衰退許多，本地產業因大舉西進而面臨空洞化危機（林武郎 2015）。不過，技術升級成功論者卻認為，西進中國的投資，讓臺灣企業得以運用中國較低的投資生產成本，兩岸形成臺灣接單、中國生產的貿易分工，導致臺灣製造業實際上並未被掏空，而是由勞動力密集走向資本與技術密集的電子資訊產業（安士頓等 2003）；產業西進下的臺灣製造業實際上是走向產業升級。然而，晚近以更長時間段落分析產業西進下的產業研究卻對此有不同的解讀：1980年代中國

改革開放的時機以及兩岸相近的語言與文化背景，臺灣製造業看似受惠於臺灣接單、中國生產的貿易分工模式，但其走向技術升級的其實是少數，多數反而走向運用中國廉價勞動力與土地成本，維持以追逐「低廉成本」代工的獲利模式（朱敬一、康廷嶽 2015; 林宗弘 2015）。中國市場對製造業的影響，不只在於整體製造業轉型路徑，也根本性地改變臺商獲利模式；隨著中國市場壯大而西進的臺商，在中國低廉的勞動力與土地等生產要素的壯大下，獲利與融資方式已轉型為以高度依賴低成本、低毛利的「超級資本主義」（super capitalism）企業（林宗弘等 2017），而與西進大陸初期不同。這些文獻雖指出資本外移對本地產業產生的影響，不過他們爭論焦點是生產商品為主的實體生產（productive）製造業，討論尚未擴及兩岸貿易同時對臺灣如金融、服務與不動產等非生產性（non-productive）產業的影響。

相對之下，少數針對1990年代初期資本西進中國，或是晚近評估本國居民資金回流臺灣對臺灣房地產業發展的影響則得到正面，或是未有顯著影響的不同實證發現。鄭美信等（2002）、邱國珍（2007）以及劉依婷（2008）使用2008年金融海嘯以前的區域都市房價數據發現，資本外流中國時不僅並未如理論預測而排擠臺灣國內產業發展，以臺北地區的中古屋市場為例，對其房價影響反而是不減反增。何泰寬與葉國俊（2014）使用向量自回歸模型（VAR）估計本國居民回流資金對於房價指數的影響，卻並不顯著；與早期研究發現結果不盡相同。本文發現，早期探討資本外移影響本地房地產業發展的研究並未指出作用機制之外，以本國居民回流資金作為估計指標也忽略兩岸貿易可能帶動國內經濟動能，對本地房地產業所能產生的解釋力。兩岸貿易擴張是否影響臺灣房地產業發展？又如何影響的謎團，在產業變遷下仍未被解答。

## 二、兩岸地緣政治與企業獲利轉型

從戰後臺灣與中國的地緣政治來說，兩岸特殊政治議程與文化背景不僅影響1990年後臺灣資本外移中國所搭建起的三角貿易分工模式，也在臺灣資本外移時，為臺灣創造巨額貿易順差，成為本地經濟發展的重要動能。從企業獲利機制來看，政府積極推動的新自由主義都市治理機制與住宅金融化政策（周志龍等 2014; 張容瑛 2014; 陳怡伶等 2010; 蕭力偉等 2017; 藍逸之等 2015, 136;

Chen 2020; Wang 2012），為臺灣房地產業發展提供了高額報酬的制度條件；早期外移中國的臺灣製造業獲利模式已經不同，面對臺灣產業制度環境改變，房地產業開發提供他們在中國獲利時資本轉進的標的。本文將前者稱為兩岸貿易影響臺灣房地產業發展的市場動力因素，後者稱為企業地產金融化的轉型路徑；這兩個關鍵機制解釋為什麼兩岸貿易擴張下，臺灣持續對中國資本淨流入，但本地房地產業卻反而持續蓬勃發展。兩岸貿易下資金流入本地房地產可能不只是短期資金流入，而受兩岸貿易擴張臺灣房地產業發展結構改變有關。

### （一）市場動力說

相較全球化下歐美資本主義國家，資本通過衍生性金融商品在各國不動產間跨境流動，並支撐其房市發展（Diamond and Rajan 2009; Tooze 2018），台灣境外資金持有不動產比例與不動產衍生性商品規模並不高，但兩岸貿易順差卻能持續創造國內市場消費動能。臺灣自1980年後，政府從都市空間著手，積極推動新自由主義政策、金融自由化等鬆綁金融管制的措施（周志龍等 2014; 張容瑛 2014; 陳怡伶等 2010; 蕭力偉等 2017; 藍逸之等 2015, 136; Chen 2020; Wang 2012）。然而，與西方金融化背景經驗不同的是，1990年後外資並未大量持有台灣不動產，兩岸特殊政治因素也導致政府對來自中國投入房地產的資金採取高度管制，<sup>3</sup> 衍生性金融商品在2003年時才完成相關立法，<sup>4</sup> 政府對其發展仍有相當限制（林左裕 2008; Chen 2020）。臺灣在此之後的多數對外投資，是流入該政府對其主權具有政治意圖的中國市場，兩岸貿易的政治因素也始終影響著商業活動（吳介民 2017; 耿曙 2009; 曾于秦 2015）。長期關注跨境房地產投資的學者Tiwari et al.（2010, 18）指出，跨境資本影響一國房地產業發展機制除了「資本直接購買不動產市場的直接效果」外，實際上也有「實體產業投資後的空間需求與間接消費效果」。換句話說，即便1990年後，臺灣房地產市場中由外資或是來自中國的資本及房地產金融商品（如：REITs）發展規模皆不顯著（徐義平 2019; 林左裕 2008, 117），<sup>5</sup> 解釋國內房

<sup>3</sup> 臺灣對中國資金來台投資房地產有所謂「五四三條款」：貸款額度不得超過五成、一年來台居住以四個月為限、三年內不得轉售限制。

<sup>4</sup> 例如《不動產證券化條例》。

<sup>5</sup> 中國資本累計購買臺灣房地產的規模至2019年首度突破百億元，平均一年金額約6億

地產業剩餘資金來源，仍有可能源自兩岸貿易所創造的市場動能。這不僅說明晚近臺灣都市與住宅金融化發展的資金動能，某種程度上也反映臺灣房地發展與西方資本主義國家經驗的不同。解釋1990年後臺灣房地產業發展的主要市場動力，可能源自兩岸貿易所創造的貿易剩餘，而與西方經驗中的資本跨境直接投資或是不動產衍生性商品較無關聯。

如既有產業轉型文獻已經指出，雖臺灣對中國資本對外投資是處於淨流出，但留在臺灣製造業普遍對中國出口「中間財」；<sup>6</sup> 臺灣與中國大陸的貿易分工實際上是「臺灣接單、中國代工、歐美買單」的三角貿易分工，為臺灣創造大量貿易順差。貿易順差貢獻臺灣經濟發展，同時也創造本地住宅市場消費的剛性需求；從1980年代設立科學園區而蓬勃發展的新興都會區，如：新竹，或是晚近美中貿易衝突加速臺灣園區基地周邊房市發展的經驗，如：臺南（呂詠柔 2021），可以得知：在三角貿易所創造的總體經濟效果外，確實有實體產業投資創造的空間需求，與在地住房市場的間接消費動能（Tiwari et al. 2010）。然而，這個觀點仍需要以經驗數據加以驗證。

## （二）企業地產金融化

另一方面，中國市場對於臺灣本地產業的影響不僅在製造業外移或是升級等問題，進入中國市場後臺商企業獲利與經營模式也已經與過去不同。從企業發展轉型來看，本地逐漸發展成熟的不動產業發展條件提供隨中國大陸市場壯大的臺商企業，將剩餘資金投入本地不動產經濟的制度性條件。本文參考經濟社會學界定金融化為原依靠生產性商品作為獲利來源的企業，如製造業，逐漸依靠非生產性，如：股票、金融商品、放貸以及不動產投資作為獲利機制的定義（Krippner 2011），將臺灣企業轉型模式稱為企業「地產金融化」。意指兩岸貿易擴張下，政府雖積極以各項稅率或是產業優惠措施吸引臺商資金返台投資，但在中國臺商卻運用資金、臺灣本地的金融機制，或直接在台發展建設公司，發展出以不動產市場為獲利的機制。換句話說，當這些西進中國而逐漸壯

---

元：佔整體臺灣整體房市交易規模的萬分之1.5（以買賣移轉量估計）。

<sup>6</sup> 指用於下游廠商再加工或是組裝的半成品，如：工具機零件、製造汽車零件、液晶電視面板或是電子晶片等。

大的臺商集團營收或資本增加時，將增加臺灣本地房地產業投資，提高其獲利收益。本文分析焦點在不動產商品的土地開發獲利，聚焦在不動產開發與投資的金融化轉變上，未觸及金融化文獻中也經常探討的股票、期貨選擇權，等其他衍生性金融商品討論，並不意味著兩岸貿易擴張並未衍生企業投資臺灣不動產以外的金融商品與其風險。本文將在結論與討論中討論這個議題。本文將從經驗現象上舉出三種傳統產業西進中國市場後，轉進臺灣不動產業發展的可能模式。

前述產業轉型研究中已經指出，1980年代資本外移中國不僅帶動臺灣整體產業結構變遷，實際上也改變臺灣製造業的獲利機制——無論是隨著中國廉價土地與勞動力而形成的低廉成本獲利機制，或是運用中國廣大市場而成功的技術升級；這些研究共同指出的是，臺灣製造業在西進中國市場與逐步建立全球生產網絡的同時，企業獲利與經營模式與1980年代以前已經截然不同（安士頓等 2003; 林宗弘等 2017; 謝斐宇 2017）。探討美國1970年後傳統大型製造業，如：福特汽車，獲利模式的研究發現，提高非生產性的金融資產證券營收獲利，是他們面臨海外市場競爭導致利潤率下滑的因應對策，即所謂的企業金融化（Krippner 2011）。在公司治理的「股東價值」運動驅使下，為持續維持獲利，資產證券或是不動產投資也逐漸成為他們經營分散獲利的發展策略（Davis and Kim 2015），隨中國市場壯大的臺商企業也可能也有這樣的趨勢。從1990年後的臺灣本地產業政策走向來看，面對中國市場的要素成本競逐，政府除了積極推展新自由主義治理機制作為吸引民間資本投資的制度性誘因外（藍逸之等 2015, 136; 陳怡伶等 2010; Chen 2020），也同樣延續或是擴大壓低本地生產成本（例如：開闢產業園區），或是產業稅率的優惠政策與措施（如：產業創新條例）（王振寰 2000; Hsu 2011）。然而，誠如既有文獻已經發現，經歷中國市場發展，獲利機制與組織經營模式已經不同的臺商企業眼裡，這些臺灣政府提供的低廉土地投資或稅制成本，反可能成為它們將資金轉進投資不動產開發的制度誘因（康榮寶 2015）。

本文以早期西進中國，近期返臺或在臺轉型投資房地產業獲利企業為例。首先、於中國市場快速發展的頂新食品集團，自2008年政府修改申請股市融資的臺灣存託憑證（TDR）不得為登記於中國之企業規定後，透過TDR機制

在臺取得資金，收購臺北101金貿大樓股權，同時也向銀行聯貸取得大筆資金收購台灣不動產。其次、曾是臺灣製鞋工業走向全球市場的代表寶成集團，也在臺灣市地重劃機制開放民間投資的制度轉變時，在金融海嘯後直接投入臺灣不動產土地開發，標下地方政府的市地重劃案，直接成為都市空間發展的不動產開發商（大台中房地產即時新聞 2012）。最後、臺灣家電與輪胎產業龍頭，大同集團與南港輪胎，得力於他們早年工業廠區的地理位置，在晚近都市更新與土地政策的助長下，直接處分這些隨著都市發展而成為都市精華地段的土地，或是推動都市更新，將舊廠區發展為住宅商業區，靠著地產經濟獲利無數（林士鈞 2012; 自由時報 2020）。許多地產業者發現，早期赴中國投資的傳統製造業者普遍屬於「實業家」，「公司負債比低，現金水位豐沛，少有玩財務槓桿」，因而將臺灣不動產投資視為資金過多時，「去化資金」的管道（胡偉良 2012, 69; 劉志明 2021）。因此，即便自中國回流的臺商資金並非意在經營不動產開發，臺灣相對偏低的土地與房屋稅制成本，也變成是吸引他們將過多資金投入不動產買賣的誘因。臺灣傳統產業西進中國返臺/或是改變本地企業獲利模式的趨勢，與美中貿易衝突導致資本大舉回臺似乎並不衝突；從臺商的資本布局來說，2008年起中國對外資企業政策一系列的改變，似乎加速其將資本轉移，甚至是轉回臺灣房地市場的邏輯，美中貿易衝突反而加大了資本轉進臺灣不動產的力道（曾裕淇 2021; 馮欣仁 2020; 黃俊超 2020）。<sup>7</sup> 這些企業雖然是以不同機制，將自中國獲利資金轉進臺灣房地產業與不動產開發，但他們的共同之處在於，皆是母公司西進大陸後，順應晚近臺灣政府推出新自由主義都市發展政策或是低賦稅率政策，透過資金的移轉，或是臺灣金融制度融資、在臺發展不動產子公司等策略，轉進臺灣不動產市場，形成企業新的獲利機制。本文將前述三種傳統產業轉型投資臺灣不動產的機制整理如表1。

<sup>7</sup> 學者發現，2008年後中國對內生產體制的調控，包含《新勞動合同法》、《社會保險法》等政策，顯著的提升臺商在中國的經營生產成本。導致臺商自2010年後陸續思考回臺投資的資金布局。而住宅不動產投資即是他們回臺投資的首選（曾裕淇 2021）。而近期《先探投資週刊》（2020）調查報導亦發現，早年西進中國的臺灣傳統家電業與紡織產業龍頭，如：聲寶、遠東新、臺南紡織、宜進實業等公司，也在近期返臺投資之際，陸續出售其在臺灣既有的廠房與土地，轉進不動產開發的投資。

表1 臺灣企業地產金融化機制整理

代表企業	模式		
	頂新集團	寶成工業	大同或南港輪胎
傳產經營項目	製油、食品加工	製鞋	家電與輪胎
融資或土地開發 機制	股市或金融機構在 臺融資	多角經營轉投資土 地開發	變更既有廠房或設 施
不動產開發結果	收購臺北101股權或 是購置不動產	主導地方市地重劃	推動都市更新與興 辦私人住宅

資料來源：本文整理。

總之，產業西進中國對臺商集團來說，不僅經營獲益機制產生變化，也同時影響臺灣本地的經濟活動。臺灣因應資本外移推出的各項新自由主義措施，使得不動產土地開發成為這些通過中國市場累積龐大資產的大型集團公司，資本轉進標的。兩岸貿易的市場動力，與企業地產金融化轉型的獲利機制，是兩岸貿易擴張下，兩岸貿易影響臺灣房地產業發展的結構原因。本文將前述兩岸貿易影響臺灣房地產業發展的主要機制整理如下，並將以量化方法驗證之：

**市場動能說 (H1.)**：2000年後，臺灣房地產業發展受新自由主義國家宏觀政策與兩岸貿易影響，國內的利率、稅率、以及臺灣對中貿易程度/兩岸貿易順差創造的剩餘資本是刺激國內房地產業發展關鍵因素；因此，對中貿易依賴度與兩岸貿易順差越大，臺灣房地產業發展越蓬勃（縣市平均房價與不動產交易規模增加），利率或稅率越低，越有利於房地產業發展。

**企業轉型獲利說 (H2.)**：2000年後，在臺灣新自由主義都市空間治理政策與低稅率政策的制度誘因下，在中國獲利之臺商集團，傾向將獲利資金挹注本地不動產土地開發。臺商集團在中國營收獲利或資本規模越大時，在臺灣本地房地企業獲利越高。

## 參、研究資料與方法

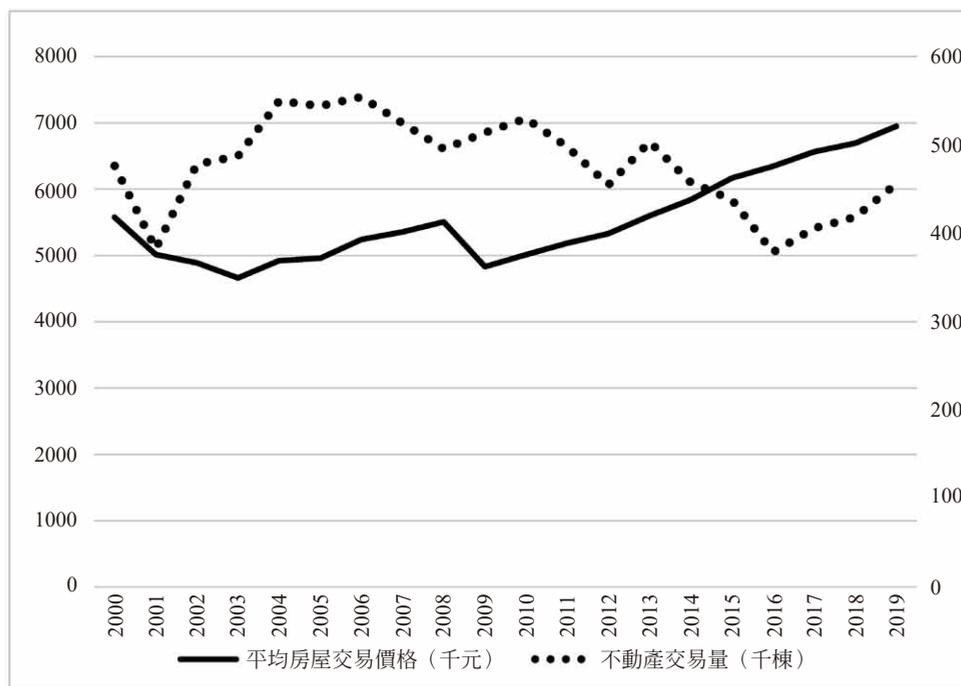
本文使用涵蓋2000~2019年間全國縣市層級、兩岸臺商集團及臺灣大型企業層級追蹤數據（panel data）為分析資料，補充既有文獻估計方式限制。這些資料來源主要來自政府官方資料與中華徵信所五千大企業與臺商營收數據，由這些資料所建構的變數說明與描述統計詳見附錄表2、3。

### 一、依變量：縣市房價、不動產交易規模與兩岸大型企業純益率與雇用人數

在估計縣市層級的房價數據上，本文使用內政部地政司編制的房地交易價格簡訊（從2000年後釋出），及財團法人金融聯合徵信中心統計銀行核放貸估價時（從2008年後釋出）的不動產交易資訊，混合兩個資料庫的交易資訊，建構成縣市層級追蹤數據為第一組依變量。為同時估計市場的交易動態，本文也同樣使用政府釋出的縣市層級不動產交易規模追蹤數據（以交易棟數為單位），做為另一組估計不動產市場動態的依變量。本文以這兩筆資料所整理的全國縣市平均房價與不動產交易規模加總趨勢參照圖1。使用縣市層級的房價與不動產交易規模追蹤數據由於能夠呈現各縣市地產發展動態，避免使用縣市數據加權或是平均為全國時間序列資料（time series）估計時，可能產生的偏誤。本文在說明使用定群向量自回歸模型時，指出使用縣市層級數據資料，較以縣市加權或平均房價成全國單一時間序列資料分析所具有的優勢。

在估計台灣企業橫跨兩岸的營收與資金變化中，本文使用中華徵信所臺灣五千大企業營收與資本額的企業層級追蹤資料作為分析數據。中華徵信所臺灣五千大企業資料庫除包含臺灣前五千大企業內每年的營收淨額、資產規模、員工人數、稅後純益等資料外，也包含臺商集團在中國營收與資本額；本文用於評估臺商集團在中國市場發展時，臺灣子公司的營收與資產變化。中華徵信所臺灣五千大資料記錄自1995年開始，臺商集團在中國資料記錄自2002年（雇用人數資料本文整理至2012年）。本文參照既有文獻，以公司扣除業外營收與盈利所得稅後的「純益率」（以營業收入/稅後純益估算之）及平均每家企業雇用員工人數的「單位就業（雇用）人數」指標（林宗弘 2015; 林宗弘等

圖1 全國縣市平均房地交易價格（單位：新臺幣千元，左軸）與不動產交易規模（單位：千棟，右軸），2000~2019



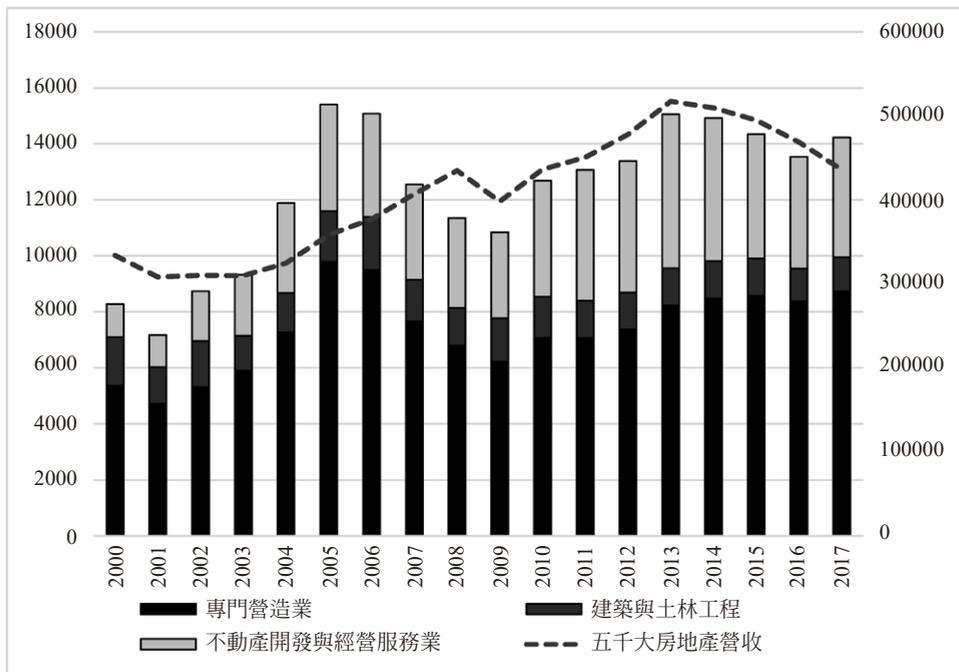
資料來源：內政部、財團法人金融聯合徵信中心。

2017），作為估計臺商集團在中國營收或是資產變化後，對在臺灣製造業與房地產業子公司獲利或是雇用人數變化分析的依變量。

如前文所闡述的臺商地產金融化模式，附錄表1進一步羅列在中國投資的臺商集團，同時也在臺灣發展房地產子公司清單。圖2整理臺灣五千大企業數據中登錄為「不動產經濟服務與建物裝修」、「建築投資業」以及「營造業」企業資料整併為「大型房地產企業」營收淨額的長期營收趨勢，也是本文主要界定的大型房地產企業類型。圖3整理2000年後，五千大企業中製造業與房地產業的「純益率」變化。圖4呈現製造業與房地產業的雇用人數變化。從長期數據趨勢中發現：（一）2000年後，房地產業無論是營收或是產業發展趨勢皆

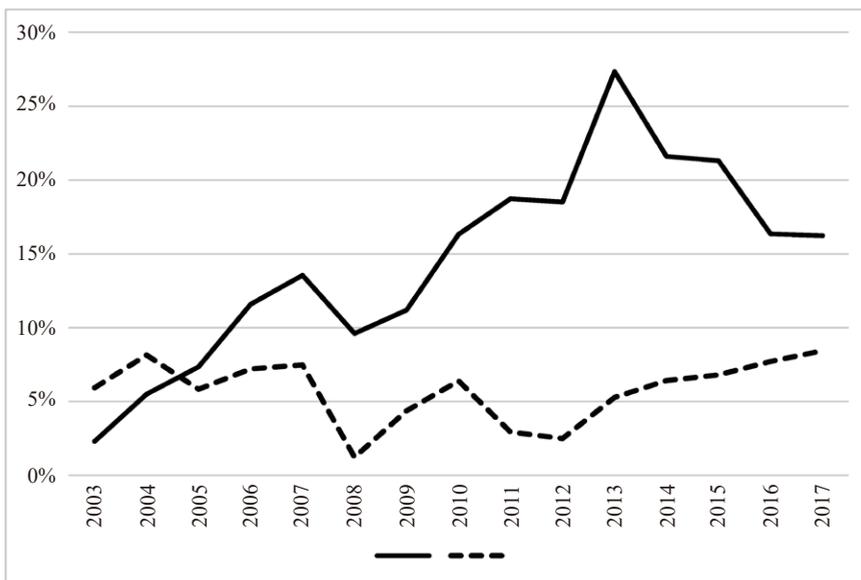
是穩定增長。(二)大型房地企業裡的純益率明顯高於製造業；2005年後，多維持在10%以上，最高甚至達到27%（2013年）。(三)大型房地企業平均雇用人數普遍低於千人，但製造業持續增長（2012年已超過6000人）。從前述得知，製造業雇用人數隨純益率增加而增加，本地房地產業的營收與規模雖然也持續擴大，但雇用人數卻未明顯增長。說明房地產業獲利可能是大型資本獲利累積剩餘資本的標的，對本地就業機會的創業效果相對有限。

圖2 臺灣房地產企業新增家數（單位：家，左軸）與台灣五千大房地企業營收趨勢，2000~2017（單位：新臺幣百萬元，右軸）



資料來源：財政部財政資訊中心、中華徵信所。

圖3 臺灣五千大房地產業與製造業純益率，2003~2017（單位：％）



資料來源：中華徵信所台灣五千大企業。

圖4 臺灣五千大房地產業與製造業單位就業人數，2000~2012（單位：人/家）



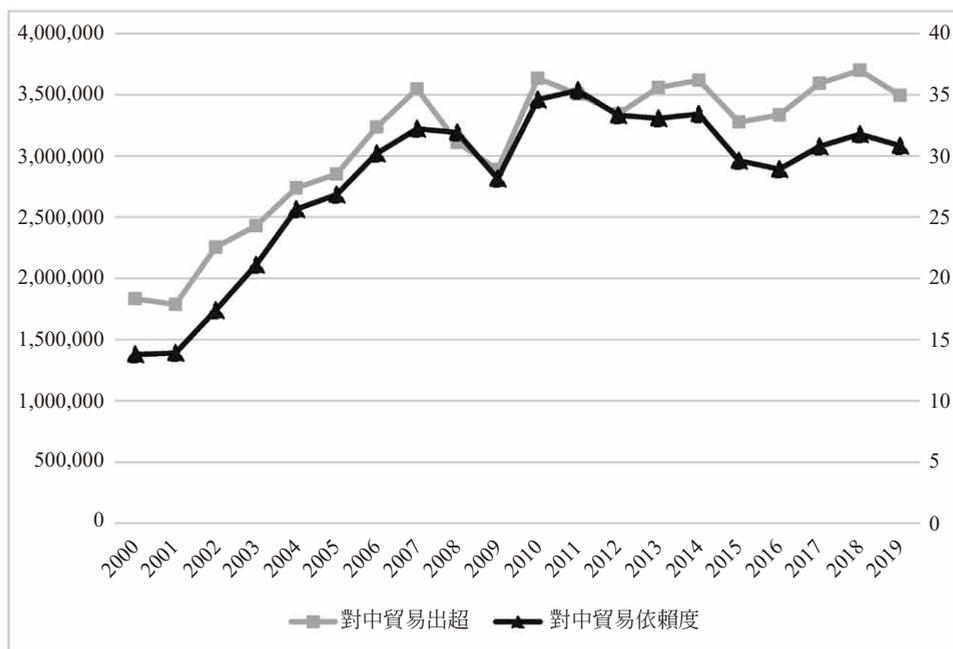
資料來源：中華徵信所台灣五千大數據。

## 二、解釋變量：兩岸貿易、資金往來與臺商集團在中國數據

本文估計兩岸貿易擴張對臺灣房地產業的影響，解釋變量使用官方統計的臺灣對中國貿易依賴度、對中國貿易順差規模、自中國回流資金規模以及臺商集團在中國的營收與資本變化。兩岸貿易、資金往來數據為時間序列數據，臺商集團在中國資料則為企業層級的追蹤數據。

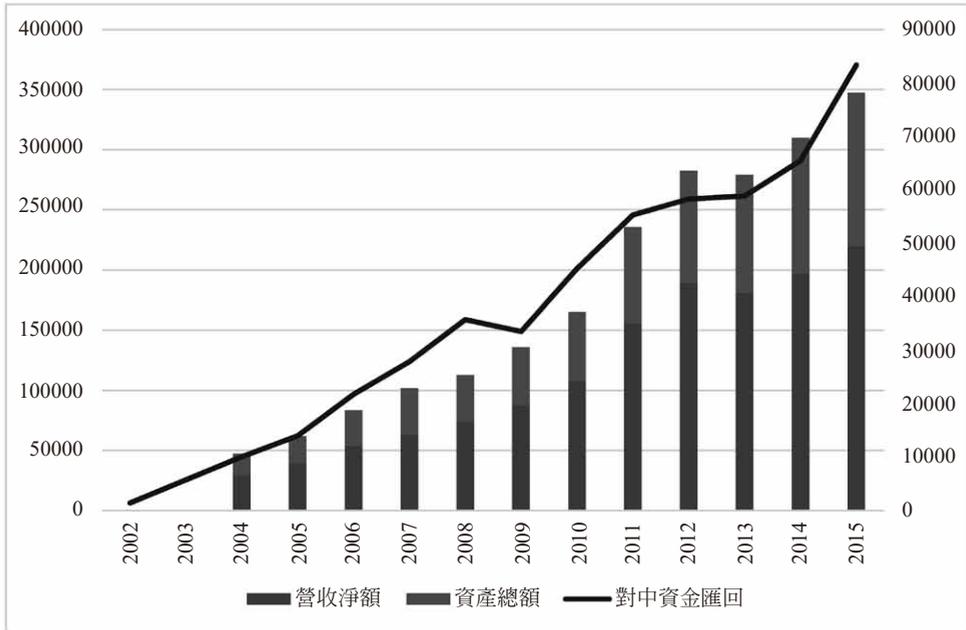
從圖5顯示出，過去三十年臺灣對中國貿易依賴度與臺灣對中國貿易順差皆穩定增長。圖6顯示，自中國匯回臺灣本地的資金規模與臺商集團在中國大陸的營收與資產變化趨勢一致。臺灣對中國貿易依賴度數據來自財政部貿易統計資料庫臺灣對中國貿易額（含香港之進出口）/總體國內生產毛額，反映臺灣進出口市場與中國市場依賴關係。臺灣對中國貿易逆順差總額數據來自官方

圖5 臺灣對中國（含香港）貿易順差規模（單位：億美元）與貿易依賴度，2000~2019（單位：%）



資料來源：財政部、我國海關統計。

圖6 臺商集團在中國營收淨額、資本總額與自中國資金匯回金額（單位：新臺幣億元），2002~2015



資料來源：臺灣五千大集團數據、金融管理委員會。

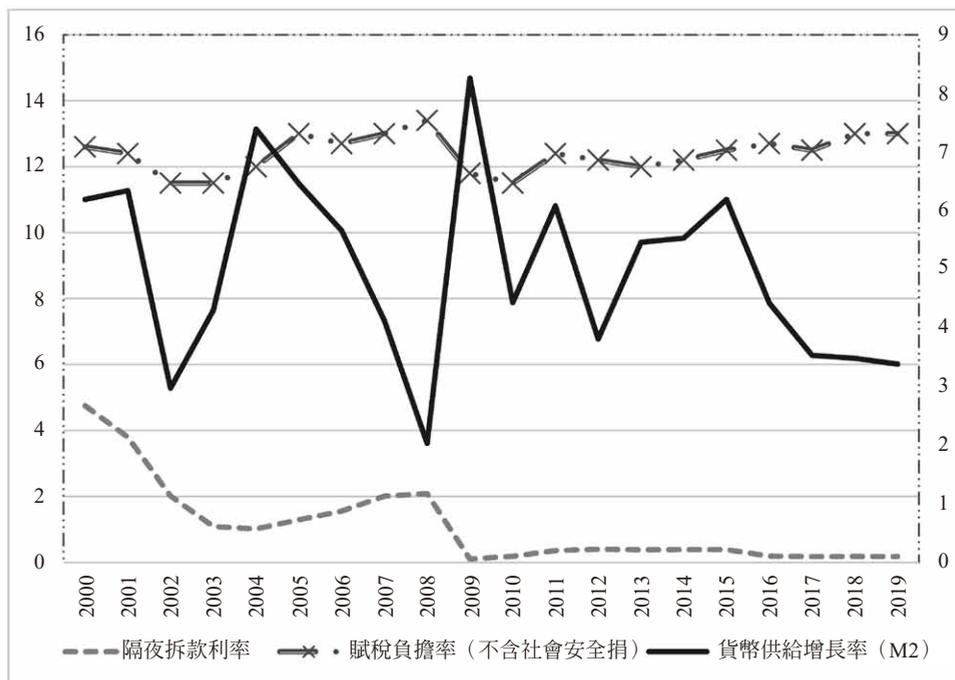
海關統計數值。臺灣對中國匯回的資金統計來自金融管理委員會自2002年紀錄臺灣銀行對中國大陸匯出與匯入的資本金額。臺商集團在中國大陸的營收與資本數據來自中華徵信所自2002年開始統計的數據。本文整理臺商集團（至2015年）包含臺灣製造業起家，但橫跨房地產業的大型集團，如：潤泰、遠東、寶成、大同等大型企業。從臺商集團與總體回流資金來看，2009年自中國回流的資金規模明顯增長。這可能與臺商在中國投資環境改變有關。<sup>8</sup>

<sup>8</sup> 例如：中國政府於2006年推動的「十一五」計畫扶持本地私營企業發展，減少對外資企業的補貼與依賴，以及2008年的兩稅合一增加外資企業的所得稅率。而2008年實施《勞動合同法》以及2010的《社會保險法》，提升臺商在中國的經營生產成本（曾裕淇 2021）。

### 三、控制變量

在控制因子中，本文整理財政部每年稅收規模佔整體國內生產毛額比例作為衡量稅收指標的「賦稅負擔率」，這包含政府對不動產課徵項目，如：遺產稅、贈與稅、土地與房屋在內賦稅項目，也包含了企業稅與營業所得稅，詳細的降稅項目見圖7之說明。而中央銀行利率與貨幣政策對於宏觀經濟的調控，特別是資本流向與不動產業的投資具有重要影響（陳虹宇等 2021），本文使用中央銀行統計平均金融機構的「隔夜拆款利率」及央行歷年統計的「貨幣供給」數量作為宏觀經濟的控制變數。2000~2019年臺灣的賦稅負擔率、隔夜拆款利率以及貨幣供給增長率長期趨勢（見圖7）。

圖7 賦稅負擔率、銀行利率利率（單位：%，左軸）、貨幣供給增長率（單位：%，右軸），2000~2019

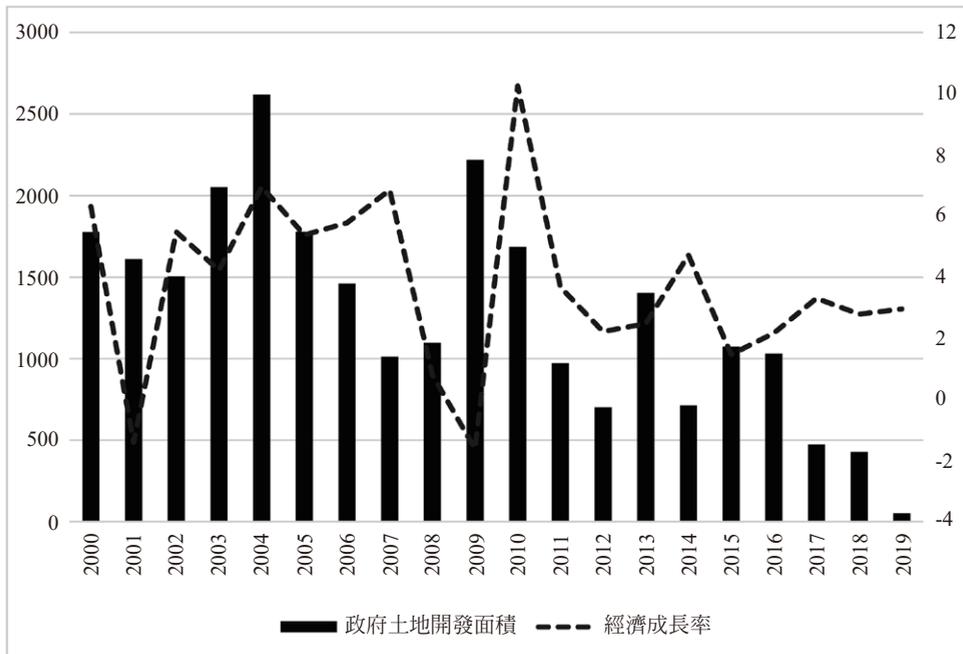


說明：2000年至2011年的財產稅降稅項目包含了財產與贈與稅（2009）、土地增值稅（2002、2003）。企業與資本利得降稅項目則有企業稅（2011）。

資料來源：財政部、《中研院稅改報告書2014》。

本文整理整理2000年後大規模推動大規模土地開發的內容與時間點，確實與景氣衰退危機有關（見圖8），與新自由主義都市研究發現雷同（藍逸之等 2015, 136; 陳怡伶等 2010）。政府開發土地規模與經濟景氣可能影響房地產的發展變化，本文將政府土地開發面積與經濟景氣（分析時以人均GDP與失業率為指標）設定為控制變量。2010年與2014年分別有臺北縣、臺中縣、臺中市、臺南縣、臺南市、高雄縣以及桃園縣升格或合併；合併後地方政府的財政能力、都市發展程度皆與非直轄市有別，本文將其設定為控制變數（升格者為1，未升格為0）。

圖8 政府徵收土地規模（單位：公頃）與經濟景氣表現（單位：%），2000~2019



說明：國家公共建設之指標為政府徵地與土地開發之面積；景氣循環則為經濟成長率（GDP）。

資料來源：內政部、主計處。

#### 四、分析模型：定群向量自回歸與固定效果模型

本文以縣市層級與企業層級追蹤資料實證理論命題。追蹤資料在單一時間點上搜集多向度資訊，兼具時間序列與橫斷面（cross section）特性，透過變數間時間先後遲滯效果，建立因果解釋機制。在實證市場動態說的H1假設中，本文使用2000至2019年臺灣不包含離島澎湖、金門、連江縣的縣市層級平均數據，臺中縣、臺南縣與高雄縣在2010年合併升格為直轄市，縣市層級的數據總數為413個觀察值的不平衡數據（unbalanced panel data）。在實證企業轉型獲利說的H2命題中，則以2002至2015年臺灣五千大台商集團在中國與臺灣的企業層級資料驗證兩岸臺商資本流動（雇用人數估計資料搜集至2012年），然而，企業數值只有在進入五千大排名時才有資料，其資料的型態為總樣本數128,948個觀察值的不平衡數據。2000年後是臺灣對中國貿易依賴度加深，房地產價格逐步成長的起始年，本研究的區域涵蓋臺灣各縣市整體房地產業、製造業與集團企業在中國與臺灣的營收與資本變化。

##### （一）定群向量自回歸：縣市層級的數據檢驗

何泰寬（2014）等曾以向量自回歸模型（VAR）估計外資流入、臺灣居民資金回流等因子對於臺灣股價與房價等資產價格影響；本文使用能夠估計縣市層級相互影響（interdependence）效果，納入橫斷面資料分析的定群向量自回歸模型（panel VARX）作為縣市層級的估計模型（Canova and Ciccarelli 2013; Gupta and Kabundi 2010; Simo-Kengne et al. 2013; Fomby et al. 2013）。定群向量自回歸模型較單個向量自回歸模型最大優勢在於納入橫斷面資料，使不同縣市的異質性（heterogeneity），能在模型估計時被保留而避免產生估計結果偏誤。本文使用的資料主要為縣市層級的房價與不動產交易追蹤數據，因而以定群向量自回歸模型估計之。其模型估計式表示為：

$$y_{i,t} = A_0(t) + A_i(\ell)y_{i,t-1} + F_{i,j}(\ell)x_{i,t} + u_{i,t}$$

假設 $y_{i,t}$ 是一個 $G \times 1$ 的內生變量（如：縣市平均房價與不動產交易規模）向量， $i = 1, 2, \dots, N$ 代表不同縣市， $t = 1, 2, \dots, T_i$ 代表時間。而 $A(\ell)$ 是時間遲滯

(lag) 的多項式； $A_{0i}(t)$ 則是包含所有可能影響觀察值的因子，如：常數項、季節性的虛擬變數等。而 $x_{i,t}$ 則是一個 $M \times 1$ 的外生變量（如：人均GDP、對中國貿易順差規模等）向量。 $F_{i,j}$ 是遲滯每個 $j = 1, \dots, q$ 期的 $G \times M$ 矩陣， $u_{i,t}$ 是一個 $G \times 1$ 的隨機誤差項向量。

在驗證H1.假設中，本文被解釋變量為縣市平均房價與不動產交易量，兩者設為內生變量；在定群向量自回歸模型中，設定為一年期的遲滯（lag）期。主要的解釋變量為臺灣對中國貿易依賴度與臺灣對中國貿易順差規模，控制變量為賦稅負擔率、銀行隔夜拆款利率、人均GDP、失業率、貨幣供給、政府土地開發規模以及縣市是否合併。為降低數據資料分佈本身所造成的估計偏誤，在分析時將平均房價、不動產交易量、人均GDP、臺灣對中國貿易順差、政府開發土地規模數值取自然對數（log）進行分析。

## （二）固定效果模型：集團與個體企業的數據檢驗

H2假設則採取固定效果迴歸模型（fixed effects model）估計企業轉型獲利說。固定效果迴歸模型特點在於利用虛擬變數（dummy variable）控制單位內不變因素來觀察單位間與時間差異，允許每一個分析單位（企業）有單獨固定效果 $\theta_i$ ，因而降低企業因不同大小、或隨時間、內部治理文化等潛在因素干擾；該模型又被稱為最小平方虛擬變數模型（least squares dummy variable model，以下簡稱：LSDV），模型的數學式表示為：

$$Y_{i,t} = \alpha_0 + \sum_{j=1}^J \alpha_j D_j + \sum_{k=1}^K \beta_k X_{k,i,t} + \theta_i + \varepsilon_{i,t}$$

其中

$Y_{i,t}$ ：第 $i$ 個企業於時間點 $t$ 時之應變數

$\alpha_0$ ：基準個體之截距項

$\alpha_j$ ：虛擬變數之參數，依不同研究樣本而改變，在一段時間內為固定不變。

$D_j$ ：虛擬變數，當 $i=j$ 時， $D_j = 1$ ；當 $i \neq j$ 時  $D_j = 0$

$\beta_k$ ：第 $k$ 個解釋變數之參數

$X_{k,i,t}$ ：第 $i$ 個企業於時間點 $t$ 時之第 $k$ 個解釋變數

$\varepsilon_{i,t}$ ：隨機誤差項

$\theta_i$ ：不同企業之固定效果

$i$ ：第 $i$ 個企業， $i = 1, 2, \dots, N$

$j$ ：第 $j$ 個虛擬變數， $j = 1, 2, \dots, J$

$k$ ：第 $k$ 個解釋變數， $k = 1, 2, \dots, K$

$t$ ：時間點， $t = 1, 2, \dots, T$

本文以臺灣五千大房地企業的純益率與企業雇用人數為驗證該假設的依變量。純益率用來估計臺商集團在中國營收與其在臺灣的房地產企業獲利關係，企業雇用人數說明企業獲利是否影響企業雇用人數結構。在解釋變量中，本文使用關乎兩岸貿易因素的臺灣對中國貿易順差與對中資金回流規模，以及五千大臺商集團在中國營收與資本額的絕對數值與五千大企業與個別臺商集團對大陸貿易與投資的相對數值：個別臺商集團在中國營收淨額與資產總額與個別臺商集團在中國營收淨額佔對臺灣中貿易總額比與個別臺商集團在中國資本總額佔臺灣對中投資總額比；為了使估計臺商集團在中國營收與資產變化對臺灣房地產業影響更為穩健，我們另外使用個別臺商集團在中國營收佔總臺商集團在中國營收比、個別臺商集團在中國資產佔總臺商集團在中國資產比以及個別臺商集團在中國營收佔其集團總營收（含臺灣）比、個別臺商集團在中國資產佔其集團總資產（含臺灣）比，估計臺商集團在中國營收與投資相對於大陸貿易與投資變化時，對在臺灣企業獲益機制的改變，檢定結果見附錄表5、6。對中貿易順差與對中資金回流可以估計總體資金回流對個別房地企業的獲利影響；而臺商集團獲利的相對數值則是估計在中國獲利之臺商企業與臺灣房地產企業間的營收動態。在控制變量中我們則控制個別企業本身的資本總額與營收淨額。而針對企業雇用人數的依變量模型中，我們另外加入企業本身的純益率為解釋變量，檢定企業純益率與在臺灣雇用人數的關係。在模型分析時，企業雇用人數、臺灣對中國貿易順差、對中資金回流規模、臺商集團在中國營收淨額與資產總額、個別企業本身的資本總額與營收淨額皆取自然對數避免資料本身右偏造成的估計偏差。為了比較臺商集團在中國營收對房地產業與其他產業的不同影響，我們另外以同樣的依變量、解釋變量與控制變量為模型（模型9-14），產業別則以五千大企業裡登記為製造業的大型企業進行實證分析，對

照分析兩岸貿易對臺灣房地產業與製造業的不同效果，實證結果見附錄表4。

## 肆、實證結果：兩岸貿易如何影響臺灣房地產業發展？

### 一、市場動力說

在表3定群向量自回歸模型檢定中發現，在控制國內稅率以及金融政策的隔夜拆款利率後發現，兩岸貿易因素對中貿易依賴度與對中貿易順差對縣市房價與不動產交易規模都具有顯著影響性，且為正相關（模型1、2）。這個模型控制前一期的內生變量，檢定結果顯示出前期縣市平均房價對於後一期的縣市房價有顯著影響，為正相關。賦稅負擔率對房價與不動產交易規模都具有顯著影響，為負相關。貨幣供給以及銀行利率對房價與不動產交易規模的影響都未達到顯著水準。利率的檢定結果與既有文獻的主張不同（陳虹宇等2021），但卻與以2000年後全國數據為估計數值的實證研究發現一致：就全國房價為估計值來說，利率對全國房價影響並不顯著，甚至是正相關（陳婷玉2019）。本文使用的全國縣市層級數據估計效果一定程度上反映的是全國趨勢而非局部區域性，利率降低產生房價上漲的現象，仍可能是區域性的（陳婷玉）；當然，這仍須要進一步的檢視。<sup>9</sup>

在總體經濟因子中，人均GDP對房價在模型2中仍然有影響，為顯著正相關；失業率對房價與不動產交易規模影響性未達統計顯著水準。而政府開發土地規模與縣市合併升格對於房價與不動產交易價格也都未達到統計顯著水準。定群向量自回歸模型因為同時估計每一個縣市的房價與不動產交易規模，減少以全國為單位的加權或平均縣市房價估計所產生的偏誤；估計結果顯示出，就房價與不動產交易的影響因子來說，對中貿易蓬勃程度與國內的賦稅負擔率對

<sup>9</sup> 利率政策對於房價是否會有影響一直以來存在著各種正反支持說法的辯論（陳虹宇等2021, 73）；本文實證結果得出的政策意涵是，單一利率政策是否會對房價產生直接性的影響，或是有其他綜合因素影響，其影響是全國性的，或是局部性的，仍需有更仔細的討論。但已非本文聚焦的重點。

表3 定群向量自回歸：兩岸貿易與縣市房價及不動產交易規模，2000~2019

	模型 1	模型 2
log縣市平均房價		
log縣市平均房價 <sub>t-1</sub>	0.871*** (0.216)	0.782*** (0.233)
log縣市不動產交易數 <sub>t-1</sub>	-0.038 (0.096)	-0.037 (0.088)
log對中國貿易順差規模	0.172** (0.066)	
對中國貿易依存度		0.004* (0.002)
賦稅負擔率	-0.888* (0.444)	-0.791* (0.379)
貨幣供給	-0.534 (0.302)	-0.569 (0.320)
隔夜拆款利率	0.220 (0.181)	0.152 (0.139)
log GDP per cap	2.533 (1.444)	2.113* (0.951)
失業率	1.049 (1.142)	0.126 (0.175)
log縣市政府土地開發面積	0.007 (0.009)	0.008 (0.009)
縣市是否升格	-0.131 (0.240)	-0.097 (0.205)
log縣市不動產交易數		
log縣市平均房價 <sub>t-1</sub>	7.514 (5.333)	6.129 (5.952)

log縣市不動產交易數 <sub>t-1</sub>	1.312 (2.070)	1.261 (1.944)
log對中國貿易順差規模	3.589** (1.389)	
對中國貿易依存度		0.107** (0.036)
賦稅負擔率	-17.872* (7.692)	-14.303* (6.243)
貨幣供給	-0.320 (4.686)	-3.784 (5.185)
隔夜拆款利率	1.682 (3.873)	0.614 (3.099)
log GDP per cap	6.106 (32.952)	4.671 (22.349)
失業率	6.545 (25.232)	0.198 (4.025)
log縣市政府土地開發面積	-0.174 (0.193)	-0.171 (0.210)
縣市是否升格	0.646 (4.800)	1.092 (4.151)
樣本數	369	369

說明：

1. 括號內為標準誤，顯著水準“\*” $p < .05$ ，“\*\*” $p < .01$ ，“\*\*\*” $p < .001$
2. 除縣市平均房價與縣市不動產交易數為遲滯一期之變量外，其餘解釋與控制變量皆為當期變量。
3. 失業率、對中貿易依賴度、對中貿易順差、人均GDP、失業率、隔夜拆款利率、賦稅負擔率為全國層級數據。

房價與不動產交易影響是較具有解釋力的因子；國內景氣因子，如人均GDP雖然具有解釋力，但並不穩健，而金融政策如利率就全國效果影響來說，影響性並不顯著。實證結果符合H1市場動力說假設，臺灣對中國貿易順差確實提供國內不動產市場發展動力，而國內特別是賦稅機制確實對不動產價格與交易量有明顯影響。

## 二、企業轉型獲利說

在檢定H2.企業轉型獲利說中，我們則發現，兩岸貿易因子的對中貿易順差與對中資金回流個別項，對在臺灣大型房地企業純益率的影響都是顯著正相關（模型3、4），但將對中貿易順差與對中資金回流同時檢定對房地企業純益率變化時，只有對中資金回流對房地企業純益率具有顯著效果，且為正相關。反映出，從企業層級來看，只有自中國回流資金對房地企業影響更為顯著，說明兩岸貿易影響臺灣大型房地企業獲利的機制。

本文也另外將H2模型的依變量改為臺灣本地製造業的純益率，凸顯兩岸貿易對臺灣房地產業影響的特別之處。從附錄表4的檢定結果可以知道，當對中貿易順差與對中資金回流共同檢定臺灣本地製造業的純益率變化時，對中貿易順差與企業純益率是顯著正相關，但資金回流規模則呈現負相關。說明臺灣製造業的獲利機制確實受益於兩岸三角貿易分工，呼應既有文獻發現1990年後臺灣製造業發展與兩岸市場分工的關係（安士頓等 2003）；在另一方面，比較前述房地企業受兩岸貿易因子的純益率變化與回流資金影響反映出，其獲益機制與兩岸貿易往來較為間接，房地產業與製造業受兩岸貿易的獲益機制不同。依此來看，我們可以發現臺灣本地大型房地企業的獲利機制，確實會受回流資金影響。

然而，誠如本文指出企業地產金融化的寶成工業與大同南港模式中，雖然無法確定回流資金挹注本地房地產業發展確屬哪種機制，但從表4以及附錄表5、6的檢定結果反映出，無論是以個別臺商集團營收佔對中貿易比（模型3-5），或是個別臺商集團營收相對總體台商在中國營收變化（模型15-17）；還是臺商集團在中國的資產占該集團總資產變化來看（模型21-23），臺商集團在中國營收增長或是資產擴張，在臺灣擴張的則是他們的房地產業純益率

表4 固定效果回歸模型：臺商集團在中國與台灣五千大房地產企業純益率與雇用人數變化，2002~2015（2012）

	模型3	模型4	模型5	模型6	模型7	模型8
	純益率	純益率	純益率	log雇用 人數	log雇用 人數	Log雇 用人數
兩岸貿易因素						
log對中資金回流	0.112*** (0.025)		0.116** (0.044)	0.220*** (0.057)		0.150 (0.116)
log對中貿易順差		0.429*** (0.120)	-0.020 (0.210)		0.826*** (0.224)	0.317 (0.453)
臺商集團在中國						
營收淨額佔對中 貿易比	5.320*** (0.517)	5.433*** (0.516)	5.320*** (0.517)	0.837 (1.210)	1.167 (1.210)	0.942 (1.220)
資本總額佔對中 投資比	-5.777 (4.358)	-4.777 (4.365)	-5.806 (4.371)	-3.211 (16.023)	0.065 (16.037)	-2.160 (16.109)
log營收淨額	-0.048 (0.028)	-0.052 (0.028)	-0.048 (0.028)	0.010 (0.049)	0.009 (0.049)	0.009 (0.049)
log資本總額	0.028 (0.024)	0.034 (0.024)	0.028 (0.024)	-0.002 (0.039)	-0.001 (0.039)	-0.002 (0.039)
在臺灣個別企業						
log營收淨額	-0.105*** (0.027)	-0.101*** (0.027)	-0.105*** (0.027)	0.189* (0.095)	0.192* (0.095)	0.187 (0.095)
log資本總額	0.008 (0.009)	0.008 (0.009)	0.008 (0.009)	0.246* (0.113)	0.297** (0.109)	0.255* (0.114)
純益率				0.219 (0.246)	0.275 (0.242)	0.218 (0.246)
常數項	0.658 (0.392)	-4.866** (1.725)	0.918 (2.813)	-3.305* (1.486)	-14.716*** (2.919)	-7.561 (6.264)
樣本數	1223	1223	1223	328	328	328
Likelihood	-973.2	-973.2	-973.2	-241.4	-241.4	-241.4

說明：

1. 括號內為標準誤，顯著水準“\*” $p < .05$ ，“\*\*” $p < .01$ ，“\*\*\*” $p < .001$
2. 模型3-8之解釋與控制變量皆為當期變量。
3. 模型3-6  $\text{corr}(u_i, X_b) \neq 0$ ,  $R_{\text{squire}} p\text{-value} < 0.001$

（顯著正相關）而非製造業（統計皆不顯著）。這一方面證實本文第二個假說：臺灣不動產開發作為西進中國臺商集團資金轉進的標的，可能也呼應既有文獻發現臺灣製造業西進中國後，企業本身獲利模式確實已經發生改變（李宗榮等 2017）。企業層級的實證結果顯示，這些西進中國的臺商集團在中國營收增長或是資本擴張時，並不直接帶動他們在臺灣製造業的獲益營收，房地產業子公司純益率反而顯著上升；反映出房地產業可能是他們在中國營收獲利後回臺投資獲利選項之一。

另外，在模型6-8以企業雇用人數為被解釋變量則發現，兩岸貿易因子在對中貿易順差與對中資金回流共同檢定對於房地產業雇用人數變化時，都不會有明顯的改變（統計無相關）；而臺商集團在中國獲利佔比提升時，也不會改變臺灣本地房地產業雇用人數。對比本地製造業的雇用人數變化來看（附錄、模型12-14），兩岸三角貿易確實增加在地製造業的就業人數，而其在中國的投資規模佔比擴大時，亦會增加本地企業的雇用人數，與房地產業純益率提升時皆不影響本地雇用規模不同。檢定結果反映臺灣房地產業子公司較接近臺商集團在中國獲利營收時的剩餘資金出口，與本地就業機會無關；對比臺灣製造業的發展仍屬於兩岸三角貿易分工的一環，本地製造業人數的雇用規模隨產業西進後而發生改變。本文焦點並非探討兩岸貿易對本地製造業結構產生的影響，但其與房地產業發展變化對照結果，反映出隨著本地製造業隨著產業西進以來，臺灣實體產業部門與非實體產業部門受兩岸貿易的不同影響。

在其他變數的檢定結果中，本文也發現本地房地產業的營收規模越小，純益率獲利的增長空間越大（顯著負相關）；而企業營收、資本規模與企業雇用人數呈顯著正相關，但房地企業純益率增加時，也不會改變他們的雇用人數。反映臺商集團在臺灣獲利的房地企業公司營收規模可能規模都不大，且房地產業的獲利型態是依靠資本獲利，而非透過提高雇用人數。綜合來說，實證結果顯示出，兩岸三角貿易不僅確實可能支撐臺灣本地房價與不動產的交易規模，臺灣房地產業也吸引產業西進改變獲利模式後的臺灣企業，資本轉進賺取利益。兩岸貿易影響臺灣房地產業發展機制，或許並不僅在於短期資本挹注，也與兩岸貿易擴張以來臺灣逐漸發展出其高度依賴中國市場的發展模式有關。

## 伍、問題與討論：臺灣房地產發展中的兩岸因素

本文以縣市層級與企業層級的追蹤資料，實證兩岸貿易如何影響臺灣房地產業發展。本文從縣市層級的數據檢驗中發現，兩岸貿易影響臺灣房地產業發展的機制，主要來自臺灣自中國貿易創造的貿易順差；顯現在其對本地房價與不動產交易量的解釋與影響上。然而，其影響力並非單獨存在，同時也受到國內政策如稅率以及經濟景氣的影響；顯示兩岸貿易因子，與國內政策因子，皆會對臺灣房地產業產生影響，但兩岸貿易因子的解釋效果仍相對穩健。此外，本文從企業層級的驗證中也發現，本地大型房地企業的獲利機制一方面確實受到回流資金影響，另一方面，臺商集團母公司在中國的營收規模也會影響本地房地企業子公司的獲利營收；顯示出本地不動產子公司可能是臺商集團資金返台的出口之一。

本文發現有別於既有關注中國因素對臺灣政治或社會影響的文獻（吳介民、黃建群、鄭祖邦 2017），嘗試指出兩岸因素影響臺灣房地產業變化的未必與具有特定政治意圖的跨海峽政商網絡有關，反而與兩岸貿易擴張所形成的臺灣產業結構有更直接的關係。影響臺灣本地的不動產發展因素相對複雜，但國內偏低的不動產稅制在實證結果上，反而可能是系統性地影響無論是海外臺商，甚至本地剩餘資本流入的重要制度關鍵。

然而，我們也從兩岸的特殊政治關係中得到理解晚近臺灣房地產業發展特點的重要啓發：亦即，即便臺灣晚近三十年對外投資長期處於淨流出，其與中國特殊的貿易關係，仍能為臺灣總體經濟建構穩定的經濟成長動能，因而支撐不動產市場的相對穩定成長。這可能是晚近臺灣房地產業發展，與西方資本主義國家發展路徑的不同。然而，反過來說，即便本文發現支撐臺灣不動產發展並非透過大量衍生性金融商品機制支撐，但因兩岸貿易擴張所產生的相關衍生性金融性商品投資風險，例如：2018年臺灣中小企業大量賺取外匯後購買目標可贖回遠期契約（TRF）衍生的爭議事件，實際上也是臺灣與其他國家在面對中國市場擴張時剩餘資金流入金融商品可能浮現的共通現象（康榮寶、王睦舜 2016）。基於本文實證結果得出的啓示是，美中貿易衝突雖然吸引政府關注臺商資金是否過度挹注不動產投資，但更系統性的問題，仍回到國內不動產

政策的調控，如：稅制與產業發展結構的平衡；比起關注社會資金是否過度短期挹注不動產資產，臺商大量資本轉移將可能對當前臺灣不動產與房價環境產生何種系統性地衝擊，以及政府如何因應中國經濟轉型時，衍生出其他金融投資行為的潛在風險，可能是更為迫切的議題。

本文使用的數據適逢政府因應全球新冠疫情蔓延，試圖透過國內利率政策減緩經濟衝擊力道的2020年以前；臺灣房市雖在疫衝擊全球經濟期間，因美中貿易衝突致使大量臺商資金回台投資，刺激另一波發展榮景。從本文的核心關懷來看，國內對於不動資產的長期制度性調控，重要性並不亞於專注吸引資金回臺投資。建構系統性的制度措施，避免社會大量資金流入不動產引發資產泡沫化的潛在風險，並對中國市場發展動態所可能衍生的金融投資風險提出必要的預警措施（康榮寶、王睦舜 2016），或許也是政府積極引導資金返臺投資時，同時須面對的課題。

（收件：109年11月23日，接受：111年7月6日）

## 附錄

### 附錄說明

附錄表1為本文實證H2臺商集團在中國營收與資產變化對其在臺灣房地產子公司之影響列表。附表1.依照營收排名列表，營收累計估算期間為2002年至2015年。附表2.為本文實證分析時所使用之變數內容與資料來源，附表3為使用變量之描述統計。附表4為正文表3之相同模型，依變量改為臺灣製造業之純益率與雇用人數檢定結果。附表5與6為正文表3模型3-5的穩定性檢測，表3之臺商集團在中國營收與資產變化的相對數值改以個別集團營收與資產佔全部臺商在中國總營收與資產占比（個別臺商集團在中國營收與資產/總體臺商集團在中國營收與資產），以及個別集團在中國營收與資產佔該集團總營收與資產占比（個別臺商集團在中國營收與資產/該臺商集團之總營收與資產（包含臺灣））。這兩種估計方式都試圖補足說明以對中貿易規模或是對中投資規模估計個別臺商集團與大陸的貿易與投資指標的偏誤，以說明臺商集團在中國營收與資產變化對臺灣企業獲益機制的影響。

在附表5與6檢定結果得知，個別臺商集團的營收佔整體臺商營收比顯著增加時，本地增加的仍是房地產業純益率（模型15-17），而非製造業純益率（模型18-20）。而如果是以集團在中國資產佔其集團總資產變化為指標則可以發現，臺商集團在中國相對於總集團的資產規模增加時，也是臺灣房地產業的純益率顯著增加（模型21-23），在臺灣製造業的純益率則沒有變化。

附錄表1 臺灣五千大房地產公司與其所屬在中國投資之集團

序號	台灣公司名稱	在台營收 累計	台商集團在中國 集團（製造業）	集團在中 國投資
1	台灣肥料股份有限公司	2141億	台肥	是
2	潤泰創新國際股份有限公司	1169億	潤泰	是
3	太子建設開發股份有限公司	992億	臺南紡織	是
4	展茂光電股份有限公司	238億	台達電子	是
5	櫻花建設股份有限公司	233億	櫻花	是
6	太子建設開發股份有限公司	205億	臺南紡織	是
7	璞真建設股份有限公司	182億	勤美	是
8	文生開發股份有限公司	177億	裕隆	是
9	宏環建設股份有限公司	176億	日月光	是
10	聯奇開發股份有限公司	169億	奇美	是
11	遠揚建設股份有限公司	166億	遠東	是
12	嘉利實業股份有限公司	155億	嘉新水泥	是
13	統一國際開發股份有限公司	151億	統一	是
14	士林開發股份有限公司	130億	仰德	是
15	旺洲建設股份有限公司	46億	炎洲	是
16	中欣開發股份有限公司	34億	中鋼	是
17	黑松資產管理股份有限公司	28億	黑松	是
18	裕元花園酒店股份有限公司	24億	寶成國際	是
19	宜濟建設股份有限公司	23億	台塑	是
20	佳園建設股份有限公司	21億	佳和	是
21	尚志資產開發股份有限公司	5億	大同	是
22	立益建設事業股份有限公司	2億	立益紡織	是
23	統立開發股份有限公司	2億	統一	是
24	南紡建設股份有限公司	2億	臺南紡織	是
25	金聯發實業股份有限公司	1億	聯發紡織	是

說明：按在臺房地產公司營收累計排序營收累計期間為2002-2015年，僅列出前25大製造業集團母公司名單。

資料來源：本文整理。

附錄表2 變數說明與資料來源

變數	變數說明	資料來源
依變量		
縣市平均房價	2000~2019年，縣市平均房價（單位：新台幣元）。使用內政部房地交易價格簡訊與財團法人金融聯合徵信中心在這期間的縣市不動產住宅市場交易數據，以縣市為單位平均取得；分析時取自然對數（Log）。	內政部、財團法人金融聯合徵信中心
縣市不動產交易規模	2000~2019年，各縣市地方政府「辦理建物所有權登記」之移轉登記數據（棟數）加總；分析時取自然對數（Log）。	內政部統計資料庫、各縣市地方政府
五千大企業純益率	2002~2015年之臺灣前五千大營造與不動產企業年度營收淨額/稅後純益。	中華徵信所
五千大企業雇用人數	2002~2012年之臺灣前五千大營造與不動產企業年度雇用人數。分析時該數值取自然對數（Log）。	中華徵信所
臺商集團變量		
在中國營收淨額	2002~2015房地產業母臺商集團在中國年度營收淨額。分析時取自然對數（Log）	中華徵信所
在中國資產總額	2002~2015房地產業母臺商集團在中國年度資產總額。分析時取自然對數（Log）	中華徵信所
營收淨額佔對中貿易比	2002~2015年度房地產業母臺商集團在中國營收總額/年度臺灣對中貿易總額	中華徵信所、海關統計
資本總額佔對中投資比	2002~2015年度房地產業母臺商集團在中國資本總額/年度臺灣對中國投資總額	中華徵信所、經濟部
兩岸貿易變量		
對中貿易依賴度	2000~2019年對中貿易依賴度 = 年度對中國貿易總額/年度國民生產總額（%）	行政院主計總處
對中貿易順差	2000~2019年對中貿易順差 = 年度對中國貿易出口總額 - 年度對中國貿易進口總額。分析時取自然對數（Log）	海關統計

對中資金匯回	2002~2015年臺灣銀行對中國大陸匯回資金。臺灣國際金融業務分行對中國大陸匯出匯入款業務自2001年7月開始辦理，統計數字自2002年開始。	金管會
稅率與金融政策		
賦稅負擔率	2000~2019年度稅收規模/年度國內生產毛額	財政部、《中研院賦稅改革報告2014》
隔夜拆款利率	2000~2019年中央銀行整理之金融業隔夜拆款加權平均利率。	中央銀行
貨幣供給	2000~2019年，之廣義貨幣供給，M2年增率（期底）	中央銀行
經濟景氣因子		
人均GDP	2000~2019年GDP/總人口 = 私人消費開支（C）+ 投資總額（I）+ 政府消費開支（G）+ 淨出口（NX）/總人口。本研究將人均GDP取自然對數	中華民國統計資訊網、行政院主計總處
失業率	2000~2019年失業率（%）= 失業者/勞動力*100%	中華民國統計資訊網、行政院主計總處
其他控制因子		
縣市政府土地開發面積	2000~2019年之縣市層級之土地開發總面積（單位：公頃）：其中包含一般徵收、區段徵收以及市地重劃總面積。分析時，歷年縣市土地開發與執政期間之面積加總皆取自然對數（Log）。	內政部統計資料庫
縣市升格	2010年新北市、臺中市、臺南市、高雄市直轄市升格、2014年桃園市升格設定為1；其餘未升格者設定為0。	自行輸入

資料來源：本文整理。

附錄表3 主要變數之描述統計

	樣本數	中位數	標準差	最小值	最大值
模型1-2					
縣市平均房價	413	5532414	2644637	2557425	2.13e+07
縣市不動產交易規模	413	1957686	2237979	13689	1.25e+07
對中貿易順差	413	1956382	506457.6	877364	2493003
對中貿易依賴度	413	18.96	7.43	3.20	26.63
人均GDP	413	603413.3	107602.6	452951	802361
失業率	413	4.26	0.65	2.99	5.85
銀行隔夜拆款利率	413	1.18	1.27	.10	4.74
賦稅負擔率	413	12.38	0.55	11.5	13.4
貨幣供給	413	5.02	1.58	2.03	8.26
政府土地開發	413	62.13	95.58	0	705.68
縣市升格	413	0.13	0.34	0	1
模型3-14					
對中貿易順差	128948	2028533	376413.1	1173025	2474173
對中資金匯回	128948	1237.37	841.6231	48.46	2817.48
五千大企業純益率	52913	.1225535	.2843879	3.65e-07	22.7751
五千大企業營收淨額	78632	5978.433	48176.86	1.242	3637662
五千大企業資產總額	62022	28759.15	234493.8	0.235	8841510
五千大企業雇用人數	16298	2778.95	19478.54	1	1290000
臺商集團在中國營收淨額	24681	60196.57	234691.7	0.096	3984103
臺商集團在中國資產總額	25065	48301.03	154563.7	0.155	2675720

資料來源：本文整理。

附錄表4 固定效果回歸模型：臺商集團在中國與台灣五千大製造業企業營收，2002~2015（2012）

	模型9	模型10	模型11	模型12	模型13	模型14
	製造業					
	純益率	純益率	純益率	log 僱用人數	log 僱用人數	log 僱用人數
兩岸貿易因素						
log對中資本回流	0.001		-0.008**	0.430***		0.348***
	(0.001)		(0.003)	(0.011)		(0.025)
log對中貿易順差		0.019**	0.051***		1.733***	0.392***
		(0.007)	(0.012)		(0.049)	(0.109)
臺商集團在中國						
資本總額佔對中投資比	0.184	0.169	0.217	11.020*	18.170***	12.205**
	(0.334)	(0.334)	(0.334)	(4.455)	(4.511)	(4.462)
營收淨額佔對中貿易比	-0.035	-0.032	-0.036	0.136	-0.687	-0.004
	(0.080)	(0.080)	(0.080)	(0.768)	(0.779)	(0.768)
log營收淨額	0.004	0.004	0.004	0.014	0.020	0.013
	(0.002)	(0.002)	(0.002)	(0.013)	(0.014)	(0.013)
log資本總額	-0.004*	-0.004*	-0.004	0.010	0.014	0.011
	(0.002)	(0.002)	(0.002)	(0.014)	(0.014)	(0.014)
在臺灣個別企業						
log營收淨額	-0.006*	-0.007**	-0.007**	0.311***	0.269***	0.295***
	(0.002)	(0.002)	(0.002)	(0.022)	(0.023)	(0.022)
log資本總額	0.001	0.001	0.001	0.080***	0.090***	0.081***
	(0.001)	(0.001)	(0.001)	(0.011)	(0.011)	(0.011)
純益率				0.339***	0.195**	0.309***
				(0.070)	(0.071)	(0.070)

常數項	0.149***	-0.109	-0.521**	-2.127***	-23.966***	-7.047***
	(0.034)	(0.100)	(0.161)	(0.328)	(0.690)	(1.405)
樣本數	20972	20972	20972	7033	7033	7033
Likelihood	14453.0	14453.0	14453.0	-6678.1	-6678.1	-6678.1

說明：

1. 括號內為標準誤，顯著水準“\*” $p < .05$ , “\*\*” $p < .01$ , “\*\*\*” $p < .001$
2. 模型9-14  $\text{corr}(u_i, X_b) \neq 0$ ,  $R_s\text{quare } p\text{-value} < 0.001$
3. 對中資本回流、對中貿易順差、臺商集團在中國資本總額、營收淨額、個別企業資本總額、營收淨額與企業雇用人數分析時為自然對數。

附錄表5 以個別集團營收與資產占全部臺商在中國營收與資產比為估計變量：臺商集團在中國與台灣五千大房地產業與製造業純益率變化，2002~2015

	模型15	模型16	模型17	模型18	模型19	模型20
	房地產業			製造業		
	純益率	純益率	純益率	純益率	純益率	純益率
兩岸貿易因素						
$\log$ 對中資本回流	0.163***		0.183***	0.001		-0.008**
	(0.026)		(0.045)	(0.001)		(0.003)
$\log$ 對中貿易順差		0.600***	-0.119		0.019**	0.052***
		(0.123)	(0.214)		(0.007)	(0.012)
臺商集團在中國						
個別集團營收佔全部臺商在中國總營收比	0.153***	0.147***	0.153***	0.000	0.000	0.000
	(0.021)	(0.021)	(0.021)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
個別集團資產佔全部臺商在中國總資產比	0.002	0.004	0.002	-0.000	-0.000	-0.000
	(0.007)	(0.007)	(0.007)	(0.001)	(0.001)	(0.001)

log營收淨額	-0.035	-0.039	-0.035	0.004	0.003	0.003
	(0.029)	(0.029)	(0.029)	(0.002)	(0.002)	(0.002)
log資本總額	0.018	0.027	0.017	-0.004	-0.004	-0.004
	(0.025)	(0.025)	(0.025)	(0.002)	(0.002)	(0.002)
在臺灣個別企業						
log營收淨額	-0.119***	-0.113***	-0.118***	-0.006**	-0.007**	-0.007**
	(0.028)	(0.028)	(0.028)	(0.002)	(0.002)	(0.002)
log資本總額	-0.001	-0.001	-0.001	0.001	0.001	0.001
	(0.009)	(0.009)	(0.009)	(0.001)	(0.001)	(0.001)
常數項	0.644	-7.048***	2.221	0.149***	-0.111	-0.524**
	(0.401)	(1.762)	(2.867)	(0.034)	(0.100)	(0.161)
樣本數	1223	1223	1223	20972	20972	20972
Likelihood	-973.2	-973.2	-973.2	14453.0	14453.0	14453.0

說明：括號內為標準誤，顯著水準 “\*” $p < .05$ , “\*\*\*” $p < .01$ , “\*\*\*\*” $p < .001$

附錄表6 以個別集團在中國營收或資產占該集團總營收與資產比為估計變量：臺商集團在中國與臺灣五千大房地產業與製造業純益率變化，2002~2015

	模型21	模型22	模型23	模型24	模型25	模型26
	房地產業			製造業		
	純益率	純益率	純益率	純益率	純益率	純益率
兩岸貿易因素						
log對中資本回流	0.142***		0.150***	0.000		-0.009***
	(0.025)		(0.044)	(0.001)		(0.003)
log對中貿易順差		0.544***	-0.043		0.018*	0.052***
		(0.121)	(0.212)		(0.007)	(0.012)
臺商集團在中國						

個別集團在中國	-0.248	-0.278	-0.243	0.000	0.000	0.002
營收佔該集團比	(0.494)	(0.497)	(0.495)	(0.013)	(0.013)	(0.013)
個別集團在中國	3.098***	3.157***	3.094***	0.024	0.022	0.024
資產佔該集團比	(0.507)	(0.510)	(0.508)	(0.017)	(0.017)	(0.017)
log營收淨額	-0.024	-0.028	-0.024	0.003	0.003	0.003
	(0.031)	(0.031)	(0.031)	(0.002)	(0.002)	(0.002)
log資本總額	-0.023	-0.015	-0.023	-0.005*	-0.005*	-0.005*
	(0.026)	(0.026)	(0.026)	(0.002)	(0.002)	(0.002)
個別企業						
log營收淨額	-0.097***	-0.092***	-0.097***	-0.006*	-0.007**	-0.007**
	(0.028)	(0.028)	(0.028)	(0.002)	(0.002)	(0.002)
log資本總額	0.002	0.002	0.002	0.001	0.001	0.001
	(0.009)	(0.009)	(0.009)	(0.001)	(0.001)	(0.001)
常數項	0.570	-6.446***	1.146	0.150***	-0.092	-0.528**
	(0.396)	(1.736)	(2.834)	(0.034)	(0.101)	(0.161)
樣本數	1223	1223	1223	20972	20972	20972
Likelihood	-973.2	-973.2	-973.2	14453.0	14453.0	14453.0

說明：括號內為標準誤，顯著水準 “\*” $p < .05$ , “\*\*\*” $p < .01$ , “\*\*\*\*\*” $p < .001$

# Neoliberalism, Cross-Strait Trade and Financialization in Real Estate: The Tests on the Panel Data at the County and at the Corporation-Level, 2000-2019

*Wei-Che Fu*

Ph.D., Institute of Sociology, National Tsing Hua University

## Abstract

In order to answer the question of how the cross-strait trade influence Taiwan's housing prices, this study argues that two mechanisms mattered: first, the driving force of the market; and second, the financialization of real estate in corporations. I argue that the profitable environment of real estate was built by the government's neoliberal policy from the 1990s due to Taiwan's massive capital outflow to China. The environment attracted capital from cross-strait trade and resulted in many big corporations investing in real estate developments. To investigate the above arguments, I test the hypotheses by panel VARX and fixed-effects model on balanced and unbalanced panel data at both the county-level and corporate-level from 2000 to 2019. I find that the housing prices did inflate when Taiwan's trade surplus with China increased, and the annual income from its subsidiary companies in the real estate industry in Taiwan also grew when the total sales and the assets of Taiwan's consortiums in China increased, though with limited job creation in local Taiwan. The study verified the impacts of cross-strait trade on Taiwan's real estate development, as well as suggested the relatively low tax rate was the main reason to explain the high housing prices in contemporary Taiwan.

**Keywords:** Cross-strait trade, Taishang, Neoliberalism, Housing price, Panel VARX

## 參考文獻

- 大台中房地產即時新聞，2012，〈寶成變台中土地公，百億將入袋〉，<https://blog.xuite.net/bigu88/blog/63339076>，查閱時間：2021/3/20。Taichung Real Estate News. 2012. “Bao cheng bian taiz hong tu di gong bai yi jiang ru dai” [When Pou Chen becomes land god in Taichung, it will earn thousands of billions]. (Accessed on March 20, 2021).
- 中央研究院，2014，〈賦稅改革政策建議書〉，[https://www.sinica.edu.tw/downloadFile\\_m.php?\\_downloadName=advice\\_tax.pdf&file=0000qj.pdf](https://www.sinica.edu.tw/downloadFile_m.php?_downloadName=advice_tax.pdf&file=0000qj.pdf)，查閱時間：2020/02/01。Academica Sinica. 2014. “Fu shuigai gezheng cejian yishu” [Tax Reform Policy and Suggestions]. (Accessed on February 2, 2020)
- 中央銀行，2020，〈中央銀行第20屆理事會第3次理監事聯席會議議事錄摘要〉，<https://www.cbc.gov.tw/tw/cp-302-123661-cfc96-1.html>，查閱時間：2020/02/01。Central Bank of the Republic of China (Taiwan). 2020. “Zhong yang yin hang di jie li shi hui di ci li jian shi lian xi hui” [Minutes of the Monetary Policy Meeting]. (Accessed on February 1, 2020)
- 王振寰，2010，〈追趕的極限：台灣的經濟轉型與創新〉，臺北：巨流。Wang, Jenn-hwan. 2010. *Zhui gan de ji xian taiwan de jing ji zhuan xing yu chuang xin* [The Limits of Fast Follower: Taiwan's Economic Transformation and Innovations]. Taipei: Chuliu.
- 朱道凱譯，安士頓、瞿宛文著，2003，〈超越後進發展：臺灣的產業升級策略〉，臺北：聯經出版。Ju, Dao-kai trans., Amsden, Alice and Wang-wen Chu. 2003. *Chao yue hou jin fa zhan tai wan de chan ye sheng ji ce lue* [Beyond late development: Taiwan's upgrading policies]. Taipei: Linking Publishing Company.
- 朱敬一、康廷嶽，2015，〈經濟轉型中的「社會不公平」〉，《臺灣經濟預測與政策》，45（2）：1-22。Cyrus C. Y. Chu and Ting-yueh Kang. 2015. “Tai wan jing ji yu ce yu zheng ce” [Social Inequalities During Economic Transformation] *Taiwan Economic Forecast and Policy*, 45 (2): 1-22.

- 江尚書、周素卿、吳幸玲，2010，〈都市再發展與新自由主義治理的經驗模式：以台北車站特定專用區之開發為例〉，《都市與計畫》，37（2）：167-191。Chiang, Shang-Shu, Jou Sue-Ching and Wu, Hsin-Ling. 2010. “Du shi zai fa zhan yu xin zi you zhu yi zhi li de jing yan mo shi yi taipei che zhan te ding zhuan yong qu zhi kai fa wei li” [Urban Redevelopment and Neoliberal Governance: Empirical Model for (Re-) Developing the Taipei Main Station Special District]. *City and Planning*, 37 (2): 167-191.
- 自由時報，2020，〈大同千億「資」色經營權搶破頭〉，7月10日。Liberty Times. 2020. “Da tong qian yi zi se jing ying quan qiang po tou” [The dominance of corporate was competed due to thousands of billions assets in Tatung]. July 10.
- 吳介民，2017，〈以商業模式做統戰：跨海峽政商關係中的政治代理機制〉，李宗榮、林宗弘主編，《未竟的奇蹟：轉型中的台灣經濟與社會》：632-675，臺北：中央研究院社會學研究所出版。Wu, Jieh-min. 2017. “Yi shang ye mo shi zuo tong zhan kua hai xia zheng shang guan xi zhong di zheng zhi dai liji zhi” [Commercialization of China’s United Front Strategy: How Beijing Manipulates Cross-Strait Government- Business Relations], In Zong-rong Lee and Thung-hong Lin ,eds., “*Wei jing de qi ji zhuan xing zhong di tai wan jing ji yu she hui*” [Unfinished Miracle: Taiwan’s Economy and Society in Transition], pp.632-675. Taipei: Institute of Sociology, Academia Sinica.
- 吳介民、黃建群、鄭祖邦，2017，《吊燈裡的巨蟒：中國因素作用力與反作用力》，臺北：左岸文化。Wu, Jieh-min, Huang Jian-Chun and Zen Zu-Bang. 2017. *Diao deng li de ju mang zhong guo yin su zuo yong li yu fan zuo yong li* [The China Factor and Its Reactions]. Taipei: Zuianwenhua.
- 呂詠柔，2021，〈南科效應讓房價回不去！專家：台積電成炒房客最大靠山〉，<https://news.housefun.com.tw/news/article/758193287073.html>，查閱時間：2021/3/30。Lyu, Yong Rou. 2021. “Nan ke xiao ying rang fang jia hui bu qu zhuan jia tai ji dian cheng chao fang ke zui da kao shan” [The effects of Tainan industrial park! TSMC became the cause of real estate speculation].

(Accessed on March 30, 2021)

- 李宗榮、林宗弘，2017，〈「台灣製造」的崛起與失落：台灣的經濟發展與經濟社會學〉，李宗榮、林宗弘主編，《未竟的奇蹟：轉型中的台灣經濟與社會》：2-43。臺北：中央研究院社會所。Lee, Zong-rong and Thung-hong Lin. 2017. "Tai wan zhi zao de jue qi yu shi luo tai wan de jing ji fa zhan yu jing ji she hui xue" [The Rise and Fall of Made in Taiwan (MIT): Taiwan's Development and the Legacy of Economic Sociology]. In Zong-rong Lee and Thung-hong Lin, eds., "*Wei jing de qi ji zhuan xing zhong di tai wan jing ji yu she hui*" [Unfinished Miracle: Taiwan's Economy and Society in Transition], pp. 2-43. Taipei: Institute of Sociology, Academia Sinica.
- 周志龍、陳台智，2014〈新自由主義都市開發策略的多尺度治理挑戰——大臺北新都會的案例研究〉，《地理學報》，72：31-55。Chou, Tsu-Lung and Chen, Tai-Chih. 2014. "Xinzi you zhu yidu shikai face lue de duo chi du zhi li tiao zhan da tai bei xin du hui de an li fen xi" [Multi-scalar Governance Challenge of Neo-liberalist Urban Development Strategy-A Case Study of New Taipei Metropolis]. *Journal of Geographical Science*, 72: 31-55.
- 周素卿、吳幸玲、江尚書，2009〈後工業化與新自由主義都市政治〉，《中國地理學會會刊》，43：15-32。Jou, Sue-Ching, Wu, Hsin-Ling and Chiang, Shang-Shuand. 2009. "Hou gong ye hua yu xin zi you zhu yi du shi zheng zhi" [Post-industrializing Taipei and Neoliberal Urban Politics]. *Bulletin of the Geographical Society of China*, 43: 15-32.
- 何泰寬、葉國俊，2014，〈資本流入對資產價格影響——台灣的實證研究〉，《中央銀行季刊》，36（1）：3-40。Ho, Tai-kuang and Yeh, Kuo-chun. 2014. "Zi ben liu ru dui zi chan jia ge ying xiang tai wan di shi zheng yan jiu" [The Influence of Capital Inflow on The Prices of Assets, Empirical Studies on Taiwan]. *The Central Bank of Republic of China Quarterly*, 36 (1): 3-40.
- 林士鈞，2012，〈從法制面探討我國容積獎勵應用之衝突與矛盾——以台北市南港輪胎一案為例〉。臺北：中國文化大學環境設計學院市政暨環

- 境規劃研究所碩士論文。Lin, Shih-Chun. 2012. *Zong fa zhi mian tan tao wo guo rong ji jiang li ying yong zhi chong tu yu mao dun shun yi tai bei shi nan gang lun tai yi an wei li* [Analyzing the Conflicts of Floor Area Incentive based on the Legal Perspectives: The Case Study of Nankang Tire Site]. Taipei: MA thesis, Graduate Institute of Urban Affairs and Environmental Planning, Chinese Culture University.
- 林左裕，2008，〈美國次級房貸風暴對臺灣金融資產證券化及投資者之啓示〉，《住宅學報》，17（1）：111-123。Lin, Tsoyu Calvin. 2008. “Mei guo ci ji fang dai feng bao dui tai wan jin rong zi chan zheng quan hua ji tou zi zhe zhi qi shi” [Lessons of the Subprime Mortgage Crisis in the U.S. for the Development of Asset Securitization and Investors in Taiwan]. *Journal of Housing Studies*, 17 (1): 111-123.
- 林宗弘，2009，〈台灣的後工業化：階級結構的轉型與社會不平等，1992-2007〉，《臺灣社會學刊》，43：93-158。Lin, Thung Hong. 2009. “Taiwan de hou gong ye hua jie ji jie gou de zhuan xing yu she hui bu ping deng” [Post-industrializing Taiwan: Changing Class Structure and Social Inequality, 1992-2007]. *Taiwanese Journal of Sociology*, 43: 93-158.
- 林宗弘，2015，〈臺灣階級不平等擴大的原因與後果〉，《臺灣經濟預測與政策》，45（2）：45-68。Lin, Thung Hong. 2015. “Tai wan jie ji bu ping deng kuo da de yuan yin yu hou guo” [Causes and Consequences of Increasing Class Inequality in Taiwan], *Taiwan Economic Forecast and Policy*, 45 (2): 45-68.
- 林宗弘、胡伯維，2017，〈進擊的巨人：台灣企業規模迅速成長的原因與後果〉，林宗弘、李宗榮主編，《未竟的奇蹟：轉型中的台灣經濟與社會》：230-265，臺北：中央研究院社會學研究所。Lin, Thung-Hong and Bower Hu. 2017. “Jin ji de ju ren taiwan qi ye gui mo xun su cheng zhang de yuan yin yu hou guo” [Size Matters: The Causes and Consequences of the Expansion of Taiwanese Business Groups]. In Zong-rong Lee and Thung-hong Lin ,eds., “*Wei jing de qi ji zhuan xing zhong di tai wan jing ji yu she hui*”

[*Unfinished Miracle: Taiwan's Economy and Society in Transition*], pp. 230-265. Taipei: Institute of Sociology, Academia Sinica.

- 林武郎，2015，〈經建專論Thesis－探討臺灣「產業空洞化」之演變及其因應策略〉，《台灣經濟論衡》，13（4）：64-88。Lin, Wu-Long. 2015. “Jing jian zhuan lun tan tao tai wan chan ye kong dong hua zhi yan bian ji qi yin ying ce lue” [The Development and Responses of Industrial ‘Hollowing Out’ in Taiwan], *Taiwan Economic Forum*, 13 (4): 64-88.
- 林倖妃，2021，〈2021國情調查：蔡連任滿意度勝馬、扁，一張圖看4大關鍵議題民意〉，《天下雜誌》715：80-86。Lin, Sing Fei. 2021. “Guo qing diao cha cai lian ren man yi du sheng ma bian yi zhang tu kan da guan jian yi ti min yi” [2021 National survey: the approval rate of president Tsai when re-elected won Ma and Chen]. *Commonwealth Magazine*, 715: 80-86.
- 邱國珍，2007，〈臺商對大陸投資、外人直接投資與房地產市場〉，臺北：國立政治大學財政學研究所碩士學位論文。Chiu, Kuo-Chen. 2007. *Tai shang dui da lu tou zi wai ren zhi jie tou zi yu fang di chan shi chang* [The FDI, Taishang's Investment in China and Real Estate Market]. Taipei: MA thesis, Graduate School of Finance, National Chengchi University.
- 胡偉良，2012，〈做個房地產的市場贏家〉，臺北：凱昕國際文化。Hu, Weiliang. 2012. *Zuogefang di chandeshi changying jia* [To be a winner of real estate market]. Taipei: Kaï Sin Guó Jì Wún Huà.
- 徐義平，2019，〈開放中資購屋17年 累計總額破百億〉，《自由時報》，7月15日。Syu, Yi-ping. 2019. “Kai fang zhong zi gou wu nian lei ji zong e po bai yi” [The total investment from China on real estate in Taiwan accounted over ten billions for 17 years]. *Liberty Times* (July 15).
- 耿曙，2009，〈經濟扭轉政治？中共「惠台政策」的政治影響〉，《問題與研究》，48（3）：1-32。Keng, Shu. 2009. “Jing ji niu zhuan zheng zhi zhong gong hui tai zheng ce de zheng zhi ying xiang” [Limitations on China's Economic Statecraft: China's Favor-Granting Policies and Their Political Implications]. *Wenti Yu Yanjiu*, 48 (3): 1-32.

- 康榮寶，2015，〈鮭魚返鄉影響評估（金融與市場篇析）〉，[http://www.taiwansig.tw/index.php/%E6%94%BF%E7%AD%96%E5%A0%B1%E5%91%8A/%E7%A7%91%E6%8A%80%E7%B6%93%E6%BF%9F/6583-%E9%AE%AD%E9%AD%9A%E8%BF%94%E9%84%89%E5%BD%B1%E9%9F%BF%E8%A9%95%E4%BC%B0\(%E9%87%91%E8%9E%8D%E8%88%87%E5%B8%82%E5%A0%B4%E7%AF%87\)%E6%9E%90](http://www.taiwansig.tw/index.php/%E6%94%BF%E7%AD%96%E5%A0%B1%E5%91%8A/%E7%A7%91%E6%8A%80%E7%B6%93%E6%BF%9F/6583-%E9%AE%AD%E9%AD%9A%E8%BF%94%E9%84%89%E5%BD%B1%E9%9F%BF%E8%A9%95%E4%BC%B0(%E9%87%91%E8%9E%8D%E8%88%87%E5%B8%82%E5%A0%B4%E7%AF%87)%E6%9E%90)，查閱時間：2020/02/01。Kang, Jong-Pao. 2015. “G gui yu fan xiang ying xiang ping gu jin rong yu shi chang pian xi” [The evaluation of returning of Taishang, perspective from finance and market]. (Accessed on February 1, 2020).
- 康榮寶、王睦舜，2016，〈我們可從TRF學到什麼？〉，《展望與探索》，14（9）：8-15。Kang, Jung-Pao and Wang, Mu-Shung. 2016. “Wo men ke cong xue dao shen me” [What Can We Learn From the TRF]. *Prospect & Exploration*, 14 (9): 8-15.
- 張容瑛，2014〈臺北都會區港口城市的困局－再生中的基隆？〉，《地理學報》72：5-29。Chang, Jung-Ying. 2014. “Tai bei du hui qu gang kou cheng shi de kun ju zai sheng zhong di ji long” [Shrinking Seaport in Metropolitan Taipei: Regenerating Keelung City?]. *Journal of Geographical Science*, 72: 5-29.
- 陳怡伶、黎德星，2010，〈新自由主義化、國家與住宅市場：臺灣國宅政策的演變〉。《地理學報》59：105-131。Chen, Yi-Ling and William Li, Der-Hsing. 2010. “Xin zi you zhu yi hua guo jia yu zhu zhai shi chang taiwan guo zhai zheng ce de yan bian” [Neoliberalization, State and Housing Market: Transformation of Public Housing Policies in Taiwan]. *Journal of Geography Science*, (59): 105-131.
- 陳虹宇、吳聰敏、李怡庭、陳旭昇，2021，《致富的特權：二十年來我們為央行政策付出的代價》，臺北：春山出版。Chen, Hong-Yu, Wu, Cong-Min, Li, Yi-Ting and Chen, Xu-Sheng. 2021. *Zhi fu de te quan er shi nian lai wo men wei yang xing zheng ce fu chu de dai jia* [The Privilege of Wealth Becoming, The Costs of Policies by Central Bank in the Past Two Decades].

Taipei: Spring Hill Publishing.

- 陳美君，2019，〈台商資金回流——是經濟的解藥還是房市的毒藥？〉，*經濟日報*，4月5日。Chen, Mei-Chung. 2019. “Tai shang zi jin hui liu shi jing ji de jie yao hai shi fang shi de du yao” [Whether the Capital Rollback from ‘Taishung’ is the solution or poison for Taiwan’s economics?]. *Economic Daily News* (April 5).
- 陳婷玉，2019，〈住宅房價利率彈性的評估—實證的觀點〉，《多國籍企業管理評論》，13（2）：119-142。Chen, Ting-Yu. 2019. “Zhu zhai fang jia li lu tan xing de ping gu shi zheng de guan dian” [Evaluation of Internet Rate Elasticity of Residential House Price-Empirical Perspective]. *Taiwan Journal of International Business Studies*, 13 (2): 119-142.
- 曾于蓁，2015，〈大陸對臺農漁採購政策變化：「契作」機制及其效果〉，《問題與研究》，54（1）：95-128。Tseng, Jean Yu-Chen. 2015. “Da lu dui tai nong yu cai gou zheng ce bian hua qi zuo ji zhi ji qi xiao guo” [China’s Preferential Policies Toward Taiwan Farmers: Mechanisms and Their Political Implications]. *Wenti Yu Yanjiu*, 54 (1): 95-128.
- 曾裕淇，2021，〈老房子與高房價：兩岸貿易對台灣房地產業的影響〉，2021年中國地理學會年會，線上舉行。Tseng, Yu-Qi, 2015. “Lao fang zi yu gao fang jia liang an mao yi dui taiwan fang di chan ye ying xiang” [Aged houses and skyrocketing prices: The effect of cross-strait trade on the development of Taiwan’s real estate market]. Annual Conference of The Geographical Society of China 2021. Online conference.
- 馮欣仁，2020，〈士紙效應〉，《先探投資週刊》，7月17日。Fong, Sin-ren. 2020. “Shi zhi xiao ying” [The effects of Shihlin Paper Co., Ltd.]. *Wealth Invest Weekly* (July 17).
- 黃俊超，2020，〈老牌家電廠 喜迎第二春〉，《先探投資週刊》，7月17日。Huang, Jyun-chao. 2020. “Lao pai jia dian chang xi ying di er chun” [Traditional household electrical appliance industry revived through new strategies]. *Wealth Invest Weekly* (July 17).

- 謝斐宇，2017，〈從頭家島到隱形冠軍：台灣中小企業的轉型，1996-2011〉，林宗弘、李宗榮主編，《未竟的奇蹟：轉型中的台灣經濟與社會》：345-382，臺北：中央研究院社會學研究所。Hsieh, Michelle F. 2017. “Cong tou jia dao dao yin xing guan jun tai wan zhong xiao qi ye de zhuan xing” [From Subcontractors to Hidden Champions: Taiwan’s Industrial Transformation Reconsidered, 1996-2011]. In Zong-rong Lee and Thung-hong Lin, eds., “*Wei jing de qi ji zhuan xing zhong di taiwan jing ji yu she hui*” [Unfinished Miracle: Taiwan’s Economy and Society in Transition], pp. 345-382. Taipei: Institute of Sociology, Academia Sinica.
- 經濟部，2019，〈歡迎臺商回臺投資手冊〉，<https://investtaiwan.nat.gov.tw/showPagecht1135?lang=cht&search=1135#downloadfile>，查閱時間：2020/02/01。Ministry of Economic Affairs. 2019. *Huan ying tai shang hui tai tou zih shou ce* [Action Plan for Welcoming Overseas Taiwanese Businesses to Return in Invest in Taiwan]. (Accessed on February 1, 2020).
- 劉志明，2021，〈他大買200元台積電 再轉戰房市狂掃20戶〉，《財訊雙週刊》，1月12日。Liu, Chi-Ming. 2021. “Ta da mai yuan tai ji dian zai zhuan zhan fang shi kuang sao” [He bought 200 shares of TSMC’s stocks and then purchased 20 buildings]. *Wealth Magazine* (January 12).
- 劉依婷，2008，《資金流動與台灣房地產市場關係之研究》，嘉義：國立中正大學國際經濟所碩士學位論文。Liu, Yi-Ting. 2008. *Zi jin liu dong yu tai wan fang di chan shi chang guan xi zhi yan jiu* [The Study of the Relation of Capital Flow and Taiwan’s Real Estate Market]. Chiayi: MA thesis, Graduate School of International Economics, National Chung Cheng University.
- 鄭美信、康信鴻，2002，〈台商赴大陸投資與重大非經濟事件對我國房地產景氣的影響〉，《住宅學報》，11（2）：101-120。Cheng, Mei-Hsing and Kang, Hsin-Hong. 2002. “Shang fu da lu tou zi yu zhong da fei jing ji shi jian dui wo guo fang di chan jing qi de ying xiang” [The Effects of Taiwan Corporation's Foreign Direct Investment in China and of Important Non-Economic Events on Taiwan Real Estate Cycles]. *Journal of Housing Studies*,

11 (2): 101-120.

- 蕭力偉、蘇淑娟，2017，〈高速鐵路車站特定區空間開發之結構歷程分析—新自由主義都市治理案例研究〉，《地理學報》，84：55-88。Hsiao, Li-Wei and Su, Shew-Jiuan. 2017. “Gao su tie lu che zhan te ding qu kong jian kai fa zhi jie gou li cheng fen xi xin zi you zhu yi du shi zhi li an li yan jiu” [Structuration of Taiwan High Speed Rail District Development A Case of Neoliberal Urban Governance]. *Journal of Geographical Science*, 84: 55-88.
- 藍逸之、李承嘉、林宜璇，2015，〈從擴大租隙解析都市更新條例之新自由主義邏輯：地產博奕或優質再生？〉，《都市與計畫》，42（2）：109-152。Lan, Classidy I-Chih, Lee, Chen-Jai and Lin, Yi-Hsuan. 2015. “Cong kuo da zu xi jie xi du shi geng xin tiao li zhi xin zi you zhu yi luojidi chan bo yihuo you zhi zai sheng” [Exploring the Neoliberal Logic of Urban Renewal Act from the Expanded Rent Gap Perspective: A Real Estate Game or High Quality Regeneration?]. *City and Planning*, 42 (2): 109-152.
- Adam Tooze. 2018. *Crashed: How a Decade of Financial Crises Changed the World*. New York, NY: The Viking Press.
- Canova, Fabio and Matteo Ciccarelli. 2013. “Panel Vector Autoregressive Models: A Survey”, *Advances in Econometrics*, 32: 205-246.
- Chen, Yi-lin. 2020. “‘Housing Prices Never Fall’: The Development of Housing Finance in Taiwan.” *Housing Policy Debate* 30 (44): 623-639.
- Davis, Gerald F. and Suntae Kim. 2015. “Financialization of the Economy.” *Annual Review of Sociology*, 41: 203-221.
- Davis, Gerald F.. 2009. *Managed by the Markets: How Finance Re-Shaped America*. New York: Oxford University Press.
- Diamond, Douglas W. and Raghuram Rajan. 2009. “The Credit Crisis: Conjectures about Causes and Remedies.” *American Economic Review: Papers & Proceedings*, 99 (2): 606–610.
- Fomby, Thomas, Yuki Ikeda and Norman V. Loayza. 2013. “The Growth Aftermath of Natural Disasters.” *Journal of Applied Econometrics*, 28 (3): 412-434.

- Gupta, Rangan and Alain Kabundi. 2010. "The effect of monetary policy on house price inflation." *Journal of Economic Studies*, 37 (6): 616-626.
- Hsu, Jinn-Yuh. 2011. "State Transformation and Regional Development in Taiwan: From Developmentalist Strategy to Populist Subsidy." *International Journal of Urban and Regional Research*, 35 (3): 600-619.
- Krippner, R. Greta. 2011. *Capitalizing On Crisis: The Political Origins of the Rise of Finance*. Cambridge MA: Harvard University Press.
- Simo-Kengne, Beatrice D., Rangan Gupta & Manoel Bittencourt. 2013. "The Impact of House Prices on Consumption in South Africa: Evidence from Provincial-Level Panel VARs." *Housing Studies*, 28 (8): 1133-1154.
- Tiwari, Piyush and Michael White. 2010. *International Real Estate Economics*, UK: MacMillan Education.