

國立臺灣大學管理學院碩士在職專班財務金融組

碩士論文



Executive MBA Program in Finance

College of Management

National Taiwan University

Master's Thesis

人口紅利變化與巨額財富移轉對投資的影響

The Impact of Demographic Dividend Changes and

Massive Wealth Transfer of Investment

陳茹婷

Lu-Tin Chen

指導教授：李存修 博士

林姿婷 博士

Advisor: Tsun-Siou Lee, Ph.D.

Tzu-Ting Lin, Ph.D.

中華民國 114 年 1 月

January 2025

國立臺灣大學碩士學位論文
口試委員會審定書



人口紅利變化與巨額財富移轉對投資的影響

The Impact of Demographic Dividend Changes and
Massive Wealth Transfer of Investment

本論文係陳茹婷君（學號 P11745005）在國立臺灣大學
管理學院碩士在職專班財務金融組完成之碩士學位論文，於
民國一百一十四年一月十五日承下列考試委員審查通過及
口試及格，特此證明

口試委員：

李存修

（指導教授）

林姿婷

（指導教授）

林世龍

陳葉寧

系主任、所長

石百達

謝辭



首先，我必須深深感謝我的指導教授李存修博士，在整個研究過程中給予我無價的指導與支持。即便在身體不適的情況下，李教授仍親力親為，提供深刻的見解和方向，展現了他對教育責任和學生成功的異常承諾。他的奉獻精神真正啟發了我，並在完成這篇論文中發揮了關鍵作用。

同時，我也要感謝共同指導教授林姿婷博士在專業論文架構上的建議，對論文的完成至關重要。

我亦感謝國立臺灣大學 EMBA 管理學院的所有教職員工提供的協助與資源，這對我的研究大有裨益。

最後，我無比感謝我的家人同學和朋友在我學術旅程中的鼓勵和支持，這是無比寶貴的。

感謝大家對我的支持和信任。

陳茹婷 謹識
于國立臺灣大學
中華民國 114 年 1 月

中文摘要



首先，本文通過文獻回顧，探討人口紅利與經濟成長的理論基礎與實證模式，分析嬰兒潮世代的財富轉移對經濟與投資市場的影響，並結合美國股市與房市的歷史數據進行歸納和比對。本研究以美國戰後幾波嬰兒潮作為研究對象，通過多波嬰兒潮的勞動力進入、購屋與退休行為，分析人口結構變化對經濟增長的長期影響，特別是在房市與股市方面的表現。

通過歸納分析，本研究發現，嬰兒潮世代的經濟角色隨年齡變化顯著影響經濟循環：勞動力增加階段促進消費與生產力循環，首購與換屋行為推動房地產多頭格局，而財富累積與退休階段則影響資本市場與財富再分配。本文還指出，人口紅利與生產力循環的交集，尤其是在技術創新驅動的背景下，是推動股市與房市多頭的重要力量。同時，本文重新定義了美國的三波嬰兒潮，分析其與房價多頭的聯動性，並從 203X 年的世代結構預測未來可能的投資市場特徵。

最後，本文總結了嬰兒潮世代的歷史作用，並展望人口結構變化與財富移轉在未來經濟體中的持續影響。本文建議未來研究應進一步關注 AI 技術與生產力循環的結合，並深化人口結構與各資產類別長期表現的關聯分析，以為政策制定者和投資者提供更具參考價值的建議。

關鍵字：人口紅利、嬰兒潮、財富移轉、經濟增長、房市、股市

THESIS ABSTRACT

FINANCE ADMINISTRATION COLLEGE OF MANAGEMENT NATIONAL TAIWAN UNIVERSITY



NAME : Lu-Tin Chen

MONTH/YEAR : January 2025

ADVISER : Tsun-Siou Lee, Ph.D., Tzu-Ting Lin, Ph.D.

TITLE : The Impact of Demographic Dividend Changes and Massive Wealth Transfer of Investment

This study begins with a literature review, exploring the theoretical foundations and empirical models of demographic dividends and economic growth. It examines the impact of wealth transfer from Baby Boomer generations on the economy and investment markets, utilizing historical data from the U.S. stock and housing markets for synthesis and comparison. The study focuses on post-war waves of Baby Boomers in the United States, analyzing how changes in population structure—driven by labor market entry, home buying, and retirement—have long-term implications for economic growth, particularly in housing and stock market performance.

Through inductive analysis, the study finds that the economic roles of Baby Boomers vary significantly with age, influencing economic cycles: the increase in labor supply boosts consumption and productivity cycles, while home-buying and upgrading behaviors drive housing market booms, and wealth accumulation and retirement affect capital markets and wealth redistribution. The study highlights the intersection of demographic dividends and productivity cycles, particularly against the backdrop of technological innovation, as a key driver of bull markets in both stock and housing sectors. Furthermore, it redefines the three waves of U.S. Baby Boomers, analyzing their linkage to housing market booms and forecasting the potential characteristics of investment markets in the 203X era based on generational structures.

Finally, the study concludes with insights into the historical role of Baby Boomers and their ongoing influence on economic systems through demographic shifts and wealth transfers. It recommends that future research should focus on the convergence of AI technology and productivity cycles while deepening the analysis of the relationship between demographic structures and long-term asset class performance, providing valuable guidance for policymakers and investors.

Keywords: Demographic Dividend, Baby Boomers, Wealth Transfer, Economic Growth, Housing Market, Stock Market

目次



謝辭	I
中文摘要	II
THESIS ABSTRACT	III
目次	V
圖次	VI
表次	VII
第一章 緒論	1
第一節、研究主題背景與動機	1
第二節、研究目的	2
第三節、研究方法	3
第二章 文獻回顧	4
第一節、人口結構與經濟成長相關文獻	4
第二節、人口結構與房市相關文獻	6
第三節、人口結構與股市相關文獻	9
第四節、財富移轉與經濟成長相關文獻	10
第三章 研究方法	13
第一節、研究設計	13
第二節、研究方法與設計	13
第三節、資料來源	14
第四章 歷史與現況歸納分析	15
第一節、美國的人口結構	15
第二節、美國嬰兒潮對房市的影響分析	19
第三節、史上最大的財富移轉浪潮來了	32
第四節、203X 年世代的樣貌預測	39
第五章 結論與建議	46
第一節、研究結論	46
第二節、後續研究建議	48
參考文獻	49

圖次



圖 1. 美國戰後五波嬰兒潮.....	16
圖 2. 美國各世代財富佔比	17
圖 3. 依 0~4 歲人口數定義美國 3 波嬰兒潮與房市關聯.....	21
圖 4. 美國第 1 波嬰兒潮首購驅動房市漲幅	22
圖 5. 還在持續中的美國第 2 波嬰兒潮首購驅動房市漲幅	23
圖 6. 各世代全職進入職場時間圖	25
圖 7. Baby Boomers 經濟角色與房市	26
圖 8. Gen-X 經濟角色與房市	27
圖 9. Gen-Y 經濟角色與房市	27
圖 10. 代際角色轉換對房市的影響	28
圖 11. 美國聯準會利率點陣圖	30
圖 12. 美國基準利率與房價	30
圖 13. 各世代財富佔比趨勢圖	32
圖 14. 代際財富移轉與房價	33
圖 15. 加拿大美國世財富變化百分比	36
圖 16. 美國各世代經濟角色與全職工作人口	36
圖 17. 人口紅利與股市關聯	38
圖 18. 203X 年的世代樣貌	40
圖 19. 百年來四波生產力循環與通膨循環	42
圖 20. 生產力循環與通膨循環	43
圖 21. 203X 年的股房投資樣貌	44
圖 22. 203X 年的泡泡生成樣貌	45

表次



表 1. 人口紅利與房價的關聯實證模型整理	8
表 2. 美國戰後五波嬰兒潮	16
表 3. 一生中不同年齡的經濟角色概述	20
表 4. 美國各嬰兒潮世代經濟角色概述	25

第一章 緒論



第一節、研究主題背景與動機

當今全球經濟環境正在快速的變化，有幾大趨勢正成為決定未來經濟發展的重要因素：先進國家人口紅利的消退/嬰兒潮世代的巨額財富轉移/超級生產效力工具 AI 應用的興起。嬰兒潮世代（1946~1964 年出生）堪稱是全球最富有的一代，受益於戰後經濟的強勁增長、住房市場的繁榮、以及資本市場的長期上漲。如今，隨著這一代人進入 70 歲的階段，未來 10~20 年鉅額的財富的轉移必然發生，這筆鉅額的財富將在未來 10~20 年流向 XYZ 世代或慈善機構，這一過程預計將牽動全球資本市場、房地產市場及經濟結構巨大的影響。

在這個巨大的財富移轉發生的同時，配搭殺手級應用產業的發展(AI 技術)將加乘生產效率的提升，使具備人口紅利的國家經濟增長更加顯著，估計能充分掌控這樣生產力提升的國家將在其人口紅利消失時亦可部分抵消人口紅利消失對經濟帶來的副作用。

我們推論在美國，人口紅利的推升疊加上突破性新技術所展開的生產力循環，配合即將到來的百兆美元等級鉅額代際財富移轉，是否可為經濟體帶來驚人的增長動力；隨著嬰兒潮逐漸退出經濟體，XYZ 世代隨著經濟角色改變在投資行為上所展現出來交疊現象，將主導未來 10~20 年經濟體及股市房市出現不同的投資樣貌，人口紅利加上殺手級新技術的發展將如何影響長期經濟發展，又如何展現在股市及房市的投資面向上，正是本研究的核心關注點。



第二節、研究目的

本研究的主要目的是分析嬰兒潮世代財富轉移和人口紅利變化對經濟體的影響，著重於美國歷史經驗分析及預測未來方向。具體研究目標包括：

一、人口紅利對經濟體的影響

探討人口結構的變化，特別是勞動力市場如何隨著人口紅利的增長或消退影響經濟體。本研究將以美國戰後主要幾波嬰兒潮世代的人口紅利變化對經濟的影響為主軸進行分析，經濟體數據主要以房市及股市的漲幅為比照依據。

二、嬰兒潮世代財富轉移的影響

分析百年來首度的巨額財富移轉（嬰兒潮世代近百兆巨額遺產配發）過程將對資本市場、房地產市場及消費行為造成的潛在影響。

三、突破性技術的影響

探討突破性技術快速發展疊加上人口紅利對經濟體的增長是否有顯著的加乘效益。

四、不同世代經濟角色的轉變對投資產生的影響

以投資者的視角來分析當嬰兒潮及 XYZ 等不同世代，交替進入勞動力市場，對經濟的貢獻的角色從純消費到貢獻生產到成為投資助力等不同階段對過往美國房市股市造成的影响及對未來的預測。

通過對這些核心問題的深入研究，本研究希望能夠提供一個全面的視角，理解和預測人口紅利變化和代際財富轉移如何共同塑造經濟體的未來，透過本研究希望能夠為長線投資者提供深入的洞察和有價值的建議，幫助他們在這個充滿變化的經濟環境中做出明智的投資決策。



第三節、研究方法

本研究的目的是深入分析人口紅利變化及嬰兒潮世代巨額財富轉移對經濟體的衝擊與影響。為了有效地進行這一分析，本研究將採用以下多元化的研究方法，包括文獻回顧與透過過往經濟數據圖形的比對進行歸納法分析。

一、文獻回顧

本研究將從廣泛的文獻回顧開始，旨在建立對人口紅利、嬰兒潮世代財富轉移以及AI等生產力工具的技術進步對經濟影響的基本理解。這包括分析過往研究、政府報告、金融機構發布的數據和新聞資料，以獲得相關現象的深入洞見和不同學者的觀點。

二、歸納分析法

本研究將採用歸納分析方法，從現有的資料和研究中提煉出關於人口紅利變化和嬰兒潮世代財富轉移的關鍵趨勢和模式。歸納分析將幫助我們從廣泛的資料透過圖形化比對識別出核心主題，從而對全球經濟衝擊與影響進行更深入的理解和解釋。

通過上述綜合的研究方法，本研究將提供關於人口紅利變化和嬰兒潮世代財富轉移對經濟體影響的深入分析，並對這一變革過程中加入科技進步所引發的生產力循環對未來數十年的投資樣貌提供全面的見解。

第二章 文獻回顧

第一節、人口結構與經濟成長相關文獻



一、人口結構變化與經濟成長的關聯

人口結構變化與經濟成長的關聯是人口經濟學研究的核心議題之一，特別是在國家或地區經歷人口轉型時，勞動年齡人口比例上升與撫養比下降所形成的人口紅利，為經濟增長提供了重要的動力。多篇文獻研究均指出，人口紅利可通過勞動力供應、資本形成與內需擴張的形式來推動經濟增長，且勞動力結構的變化能顯著提升儲蓄率，形成經濟增長的資本基礎。

二、實證研究與模型分析

從文獻整理中我們歸納出過往研究人口紅利與經濟成長的相關理論模型不外乎下列幾種：

1. 增長核算模型 (Growth Accounting Model)

增長核算模型通過分解 GDP 的增長來源，分析勞動力增長、人力資本積累和技術進步等要素的貢獻。

基本公式： $\Delta \ln(Y) = \Delta \ln(A) + \alpha \Delta \ln(K) + (1-\alpha) \Delta \ln(L)$

Y：產出(GDP)

A：全要素生產率（技術進步）

K：資本存量

L：勞動力投入

α ：資本彈性

2. Solow-Swan 增長模型的擴展

在 Solow-Swan 模型中，以增長核算模型為主加入人口結構變量（如撫養比、勞動力參與率），量化人口紅利對經濟增長的影響。

基本公式：

DR：撫養比



3. 時間序列模型 (Time Series Model)

用於分析單一國家或地區的長期數據，捕捉人口紅利的時間效應。

模型類型：

VAR (Vector Autoregression)模型：捕捉多變量間的動態交互。

ARIMA 模型：分析人口結構與經濟變量的長期趨勢。

4. 事件研究法 (Event Study Method)

研究特定國家或地區在人口結構轉型期的經濟表現，量化人口紅利的實際效果。

應用案例：

日本「失落的 30 年」與人口紅利消退的相關性分析。

中國 1980~2010 年的經濟增長與撫養比下降的關係。

三、各項實證結論

1. 人口紅利是經濟增長的重要推動力，具顯著的階段性貢獻

(1) 第一次人口紅利主要來自於勞動年齡人口比例上升和撫養比下降，帶動勞動力供應增加和儲蓄率提升，對經濟增長產生直接的正面影響。Bloom et al. (1998) 的研究表明，東亞地區 1970~1995 年間的 GDP 增長有 25%~33% 可歸因於人口紅利。根據蔡昉(2013)，中國 1982~2010 年間，人口紅利對經濟增長的貢獻率約為 26%。

(2) 第二次人口紅利側重於人力資本提升和技術創新，能在老齡化背景下通過提升生產率，繼續促進經濟的長期增長。Mason (2007)指出，人力資本投資與技術進步是實現第二次人口紅利的關鍵。

2. 人口紅利的消退對經濟形成挑戰，撫養比上升是主要制約因素

(1) 隨著扶老比快速上升，老年人口增加帶來養老和醫療成本的壓力，削弱了經濟增長動能。日本「失落的 30 年」即為人口紅利消退的典型案例(Bloom et al., 2000)。

(2) 勞動年齡人口比例下降導致勞動力短缺，進一步抑制了勞動密集型產業的發展。根據世界銀行 2019 年的研究，自 2012 年以來，中國勞動力減少對 GDP 年均增長率的影響為-0.5%。

(3) 儲蓄率下降使得資本形成放緩，特別是在老齡化嚴重的國家，對投資和經濟結構優化造成不利影響（蔡昉，2019）。

3. 政策干預能延續人口紅利效應並應對消退挑戰

(1) 延遲退休年齡是有效增加勞動力供應的手段，有助於減緩扶老比上升的負面影響。Mason & Lee (2010)的研究指出，延長退休年齡對老齡化經濟體的 GDP 增長具有顯著的正向作用。

(2) 強化教育與技能培訓，提升人力資本質量，是實現第二次人口紅利的關鍵。蔡昉(2019)指出，教育和技術的進步是中國應對人口紅利消退的核心策略。

(3) 促進技術創新和應用，例如人工智慧和自動化技術，能有效提升生產效率，彌補勞動力減少的缺口。根據 OECD(2020)的報告，技術進步可緩解老齡化對經濟的負面影響，並提升生產率。

(4) 適度推行移民政策，可以引入外籍勞動力，緩解人口結構失衡對經濟增長的壓力(Bloom & Williamson, 1998)。

總之，人口紅利對經濟增長的作用不可忽視，但其效應隨著人口結構的轉型逐漸減弱。採取針對性的政策干預，不僅能延續人口紅利，還能有效應對老齡化和撫養比上升的挑戰，為經濟的可持續發展提供保障。文獻綜合顯示，人口紅利的有效利用與應對其消退是實現長期經濟穩定增長的關鍵 (Bloom et al., 2000 ; Mason & Lee, 2010 ; 蔡昉，2019)。

第二節、人口結構與房市相關文獻

一、人口紅利與房價的關聯

多篇文獻指出，人口紅利與房價（也有部分文獻解釋成生產者(勞動力人口)+投資者(有錢的勞動與退休人口)合計人數與消費者(幼年或老年人口)的比值）有高度的正相關性。此外隨著人口老化撫養比增加，即 65 歲以上/15 歲以下在總人口中的比例上升時既代表著勞動力人口比例降低，該時期房地產需求下降，房價增長趨勢也開始放緩。在人口紅利期內，勞動人口比例高配搭撫養負擔低的時期，通常可為居民本身帶來收入儲蓄的提升及經濟的增長，進而推動房地產需求增加並推升房價。反之，當經濟體進入老齡化或少子化階段使國家的人口紅利消退時，通常

會帶來房價的下跌趨勢。上述的人口紅利與房市相關性的趨勢在美國、日本、韓國等多國均得到驗證，根據「美國人口結構對房價的影響實證」、「人口紅利、房價達峰與居民資產配置」、「人口結構變遷對房價影響分析」、「中國—貨幣政策、人口因素和居民財富對房價影響」、「台灣—人口結構變遷對房價影響分析」等多篇研究文獻均顯示房價的上升往往發生於人口紅利期，而房價的下跌則與人口紅利衰退期同步，當然也有例外的時期其中以利率的影響關聯性較大。

二、各嬰兒潮世代進入勞動市場的影響

年輕勞動力群體（25~40 歲）通常是房地產市場的主要需求來源。根據 Ortalo-Magné 和 Rady(2006)的模型，首次購屋者的增長會推高房價，而隨著年齡增長，投資型購屋需求也成為房價上漲的推動力。然而，當人口紅利消退、老年人口比例上升時，房地產市場的投資和消費需求雙減少，使得房價面臨下跌壓力（美國人口結構對房價的影響實證）。在美國，戰後嬰兒潮世代（1946~1964 年生）進入市場後，勞動力和消費需求的高峰推動了房價的顯著增長。從 1970，嬰兒潮世代進入首次購屋潮推升房市需求與房價使美國房市迎來首次的大多頭。2000 年代初期，美國房價再度經歷了顯著的上升期，這一波增長雖然與美國的接近零利率息息相關，但不可諱言的利率只是觸媒若無強而有力的購屋需求人口當成源源不絕的柴火也很難推升出 2000 年代的房市大泡沫。人口紅利的發酵與房價的推升仍然密不可分，2000 年代隨著 X 世代（1965~1980 年生）及部分千禧世代（1981~1996 年）進入勞動年齡，購屋需求再次增長，同一時期雖面臨戰後嬰兒潮世代（1946~1964 年生）雖面臨空巢期按理要大屋換小屋成為房價負面壓力，使購屋需求下降，但因該世代被稱為史上最富裕的世代（反向成為投資端）成就該時期的房市大多頭。

三、地區差異與人口紅利的影響

不同地區的人口結構差異導致房地產市場的需求變化。根據「台灣—人口結構變遷對房價影響分析」研究指出，在人口增長較快的地區，房價增長較顯著，尤其是在經濟和工業快速發展的城市。反之，在人口增長放緩甚至下降的地區（如日本部分地區），房價則相對穩定甚至下降。全球化背景下，資本流動和投資跨國擴展使得不同國家的房地產市場更為同步。從「美國人口結構對房價的影響實證」發現 2008 年金融危機期間，美國房價下跌導致全球金融市場震盪，影響蔓延至其他國家的房地產市場，顯示出全球資本流動和人口紅利變化對房市的聯動特徵。



四、模型實證

表 1. 人口紅利與房價的關聯實證模型整理

文獻模型來源	文獻中與房價相關的變數	實證結果
美國模型 「The Impact of Demographic Structure on Housing Demand」 (Jud.&Winkler,2002)	1. 人口變數 - 年齡 20~30 歲 - 年齡 31~64 歲 - 年齡 65 歲以上 2. 經濟變數 - 建築成本 - 實質 GDP - 可支配收入 - 浮動利率	- 年齡 31~64 歲對房價有顯著正向影響 - 年齡 65 歲以上對房價有顯著負向影響 - 建築成本、實質 GDP、可支配收入正向影響房價 - 浮動利率對房價呈負相關
台灣模型 「人口結構變遷對房價影響分析」(彭建文&蔡怡純，2017)	1. 人口變數 - 生育率 - 扶老率 2. 經濟變數 - GDP - 建築成本	- 生育率上升與房價有正向關係 - 扶老率上升與房價有負向關係
中國模型 「中國貨幣政策、人口因素和居民財富對房價影響實證研究」 (鄭浩，2021)	1. 人口變數 - 勞動年齡人口(16~64 歲) - 老年人口(65 歲以上) 2. 貨幣變數 - 貨幣供應量(M2) - GDP 成長率	- 勞動年齡人口比例對房價有顯著正向影響 - 老年人口比例對房價有顯著負向影響 - M2 (貨幣供應量) 增加推高房價
戰後嬰兒潮影響模型 「The Baby Boom, the Baby Bust, and the Housing Market」 (Mankiw.&Weil,1989)	1. 人口變數 - 婴兒潮世代進入購房年齡 2. 經濟變數 - 個人收入增長率 - 借貸成本	- 婴兒潮世代進入勞動市場顯著增加購房需求，推高房價 - 隨著嬰兒潮世代步入老年，購房需求減少，房市長期下行壓力增加

資料來源：本研究整理

根據不同的文獻對不同國家不同時期研究影響房價的變數發現：

(1) 美國模型實證中將美國人口結構分為 20~30 歲、31~64 歲和 65 歲以上三個年齡層，並加入建築成本、實質 GDP、可支配收入和浮動利率等經濟變數。實證結果顯示，31~64 歲年齡層對房價有顯著的正向影響，顯示該群體為主要的購屋和投資者，而 65 歲以上年齡層的增長對房價有顯著的負向影響，反映老年人口需求減少的趨勢。此外，建築成本、實質 GDP 和可支配收入對房價有正向影響，而浮動利率則對房價呈負相關(Jud & Winkler, 2002)。

(2) 台灣模型中主要著重於生育率和扶老率的影響，並控制 GDP 和建築成本等經濟變數。實證結果顯示，生育率的上升與房價呈現正向關係，表明生育率的增加推動房地產需求。相反，扶老率的上升與房價呈負相關，顯示人口老化對房價增長產生壓制作用，進一步指出人口結構對房價的長期影響(彭建文&蔡怡純, 2017)。

(3) 中國模型中主要分析了勞動年齡人口比例 (16~64 歲) 和老年人口比例 (65 歲以上) 對房價的影響，並引入廣義貨幣供應量(M2)和 GDP 增長率作為貨幣和經濟變數。實證結果顯示，勞動年齡人口比例上升對房價有顯著正向影響，說明該年齡層增長推動了住房需求；而老年人口比例則對房價呈負向影響。此外，貨幣供應量 M2 的增加顯著推動房價，顯示貨幣政策和人口結構在房價方面的共同作用 (鄭浩，2021)。

(4) 戰後嬰兒潮影響模研究聚焦於嬰兒潮世代對房價的長期影響，將嬰兒潮世代進入購房年齡的需求增長視為主要人口變數，並考慮個人收入增長率和借貸成本等經濟變數。研究發現，嬰兒潮世代的購房需求使房價顯著上升，但隨著這一世代逐步進入老年期，房市需求逐漸下降，顯示出人口結構的變遷對房市的長期壓力(Mankiw & Weil, 1989)

第三節、人口結構與股市相關文獻

人口紅利與股市多頭亦存在顯著相關性，多篇研究證實，勞動年齡人口比例高的時期，通常伴隨著經濟增長和投資需求的增加，進而推動股市的表現。例如 Bakshi&Chen,1994 研究了美國的嬰兒潮世代 (1946~1964 年出生) 對股市的影響，發現隨著嬰兒潮世代進入黃金投資年齡 (黃金投資年齡通常指的是 30 至 50 歲之間的年齡範圍。這一時期通常是個人收入較為穩定且逐步增加的階段，且大多已累積了一定的資本，具備較強的投資能力。此年齡層的人群通常積極參與投資，對股市、房地產等資產市場的需求也較為旺盛) 美國股市呈現大幅增長，而當這一群體逐漸步入退休年齡後，股市的增長壓力增大，波動性上升。這一現象反映了年輕勞動力人口對投資需求的支持作用 (陳琦仁，2014)。

關於中國的研究中，人口紅利對股市表現的影響尤為顯著。隨著中國在 20 世紀末到 21 世紀初進入人口紅利期，大量勞動力進入市場，帶來了資本需求的增加



和經濟繁榮，從而對股市產生了強力的推動作用 (Feng and He, 2007)。然而，隨著中國人口老齡化的加速，投資需求轉向更為穩定的資產，股市未來增長動力可能減弱。此類研究表明，人口紅利對中國經濟和股市的發展有深遠影響，而人口結構的老化將成為未來潛在的挑戰。

台灣的實證研究同樣顯示，勞動年齡人口比例上升有助於支持股市需求，尤其是年輕群體在股市的活躍投資行為顯著推動了台灣股市大盤的增長。根據陳琦仁 (2014)的研究，20 至 39 歲的年輕族群投資股市的積極性高，其比例的上升對股市大盤產生了正面影響。然而，當 50 歲以上年齡群體比例增加，投資需求減弱，股市波動可能加大，顯示出人口老化對股市的潛在壓力)。

總體來說，人口結構的變遷，特別是人口紅利的出現，對股市需求具有顯著的正向影響。無論是美國的嬰兒潮世代，中國的快速工業化時期，還是台灣的年輕勞動力人口增長，均表明人口紅利期內的投資需求顯著增強股市增長。然而，隨著人口老齡化和勞動人口比例下降，各國的股市需求可能減弱，對市場的長期穩定構成挑戰。

第四節、財富移轉與經濟成長相關文獻

根據 Cerulli Associates 2022 年的研究，預計從現在至 2045 年，將有 84.4 兆美元的財富進行轉移，其中 72.6 兆美元將傳給繼承人，11.9 兆美元將捐贈給慈善機構。這些轉移中超過 53 兆美元（約佔總額的 63%）將來自嬰兒潮世代的家庭，此將使整體經濟市場迎來百年來最大規模的財富轉移，估計將對經濟造成多層面的影響與衝擊。研究顯示，過往代際間的財富移轉不僅可重塑資本市場，還從多方面促進了經濟成長。

鉅額財富的移轉對經濟體的影響可以分成幾個層次：

一、資本重新分配的影響

大規模財富轉移代表資本的重新分配，尤其是在嬰兒潮世代與年輕一代之間的代際傳遞。隨著鉅額財富藉由遺產分配從較年長一代流向年輕一代，新的資金將推動消費和投資需求，促進經濟增長。年輕一代的投資偏好往往集中在房地產、股市和創業等領域，從而為經濟注入活力。高流動性的財富移轉有助於實現資本的有

效配置，反之，財富若集中於年長一代且不發生轉移，則可能導致資源分配不均，抑制經濟活力 (Cerulli Associates, 2022)。



二、消費力與支出模式的變化

財富移轉到年輕一代後，消費習慣和支出模式也將發生改變，帶動新興市場的增長。以年輕人需求為主導的行業，如科技、綠能和消費品產業，將因消費模式轉變而受益，進一步推動內需增長和經濟活力)。

三、生產力與創新

受益於財富轉移的年輕一代，特別是高淨值和超高淨值家庭成員，通常具備較高的風險承受能力，更加傾向於投資創新科技和創業。他們對科技創新的投資刺激了新產品和服務的誕生，增強了生產力，並為長期經濟增長提供支持。這類族群的投資不僅促進了創新，也增加了經濟結構的多樣性(Bakshi & Chen, 1994)。

四、金融市場與資本形成

隨著財富轉移，許多嬰兒潮世代的資產過往長期均以較保守性資產方式持有，下世代繼承後將從新投入金融市場或交由專業機構管理，這不僅擴大了金融市場的規模，還穩定了市場。有效管理這些資本的金融機構能促進長期投資，推動資本形成，為企業擴張和經濟增長創造更多機會(Feng & He, 2007)。

五、政府財政收入的增長

財富移轉通常涉及遺產稅和贈與稅，為政府提供穩定的財政收入來源。政府可以將這些資金投入基礎建設、公共服務和其他增長導向的項目，進一步促進經濟發展。稅收收入的增加有助於政府在經濟成長與穩定性之間找到平衡點（陳琦仁，2014）。

六、長期結構性影響

財富移轉不僅影響短期的經濟活力，還可能在長期中改變經濟結構。家族信託和家族基金等財富管理工具能提供長期資本支持，減少市場波動，並為經濟增長帶



來穩定性。這類財富管理策略還可能讓資本在市場中更持久，為經濟創造更深層次的長期效益（陳琦仁，2014）。

綜合來看，財富移轉對經濟成長的影響隨著資金流向、受益者的支出行為及投資選擇而變化。大規模的代際財富轉移，將能顯著增強經濟的活力和創新能力，並在長期上支持穩定且可持續的經濟成長。

第三章 研究方法



第一節、研究設計

本研究採用歸納分析法和圖形比較法為主要研究方法，結合既有文獻和歷史數據，系統整理過去人口紅利、財富效應及嬰兒潮世代對美國經濟、股市與房市影響的實證研究，並推論未來 10 至 20 年嬰兒潮世代鉅額財富移轉背景下的美國經濟與投資市場變化。

第二節、研究方法與設計

一、歸納分析法

透過統整既有的理論與實證研究，分析人口紅利、財富移轉及嬰兒潮世代在美國歷史上對經濟增長、資本市場及房地產市場的具體影響。將文獻中的核心結論與美國股市、房市的歷史表現進行對照，提取具有代表性的影響機制。

二、圖形比較法

使用圖形化工具將關鍵指標（如勞動年齡人口比例、房價指數、股市表現等）進行可視化，直觀展現歷史數據變化。分析各時期人口紅利、嬰兒潮世代財富積累及移轉效應與經濟指標之間的相關性，進而推論未來可能的市場走勢。

三、研究流程

(1) 文獻與資料蒐集整理與分析人口紅利、財富效應及嬰兒潮世代對經濟與市場的研究文獻。

(2) 蒉集美國歷史數據，包括人口結構、財富分配、房價指數、股市表現等指標。

(3) 圖形化數據處理以時間序列圖比較人口紅利與經濟增長的趨勢。使用各樣時間序列圖形分析嬰兒潮世代對房市與股市的歷史影響。

(4) 推論與情境模擬根據圖形化的分析結果與歸納的文獻結論，推論未來 10 至 20 年嬰兒潮世代鉅額財富移轉對美國經濟、股市與房市的可能影響。

(5) 模擬多種未來情境，評估財富移轉率、AI 技術普及等因素的不同組合對資本市場的潛在影響。

第三節、資料來源

本研究所採用的數據與資料來源如下：

- (1) 美國聯邦儲備局(Fed)：財富分配、資產負債表數據。
- (2) 美國人口普查局(Census Bureau)：人口結構、撫養比數據。
- (3) United Nations：世界人口結構數據。
- (4) 勞工統計局(BLS)：勞動參與率、薪資水平。
- (5) 股市指數 (S&P 500、道瓊指數)、房價指數 (Case-Shiller 指數)。
- (6) 財經 M 平方：提供美國與全球宏觀經濟相關數據與分析，尤其是人口與經濟的交叉影響。
- (7) Statista：提供美國各世代財務分配比例。
- (8) Glassdoor：提供美國各世代進入職場的時間及人口。
- (9) WIND 萬得資訊資料庫：提供中國相關總經及產業報告資料庫。

第四章 歷史與現況歸納分析



人口紅利是經濟學上十分重要的議題，在投資上也扮演著極為重要的角色，巨量嬰兒潮人口從出生到退休期間從經濟分析維度上他們的人生會經歷幾個主要的轉折階段，在這些階段中他們會扮演著幾個不同的角色：從人口經濟學的分析會著重於0~24歲的青年人口到25~64歲的勞動力人口到65歲以上的老年人口來分析對經濟體的影響，其中扶老及扶幼比等對經濟體的負擔影響也是過往經濟研究的探討重心。

本文主要的探討將在後續將主要幾個嬰兒潮的世代從投資角度上去分析其影響與貢獻，在討論其對經濟的影響對照時間軸，將各世代分為20歲之前為純消費階段到20+歲陸續進入職場扮演消費者（租屋）到30歲+成為房屋首購的投資者到40歲+成為投資主要貢獻者到60歲+陸續退休又會再度成為消費者或經濟能力佳的可以成為財富轉理者，依據不同世代從出生到進入職場到成家購屋再到有餘裕可以成為純投資者到退休再度成為消費者或財富管理者，這些歷程的交疊深深影響過往百年的美國經濟股市及房市，本文將從過往的嬰兒潮各世代進入不同的經濟投資扮演角色上以圖形對比歸納分析的方式探討如何從時間軸向推演嬰兒潮各世代的進入不同身分時期對投資的交叉影響。

第一節、美國的人口結構

美國的人口結構在過去70多年期間經歷了多次變化，特別是受到戰後數次嬰兒潮的影響。根據人口統計美國在戰後迄今一共歷經五波的嬰兒潮，隨著各世代嬰兒潮人口陸續於15~20+歲進入勞動市場，30+歲首次購屋，40~50+歲換屋投資，直到60+歲進入退休，由於不同世代的成長背景特質有顯著的差異，當不同世代陸續進入職場，在不同的年紀分別扮演不同的經濟體角色之際不只成為不同年代的經濟體支柱，也為美國各時代不同產業創新衝撞出許多火花，當然這其中最大的交集就是對房市的買盤需求提供了強力的驅動力量。

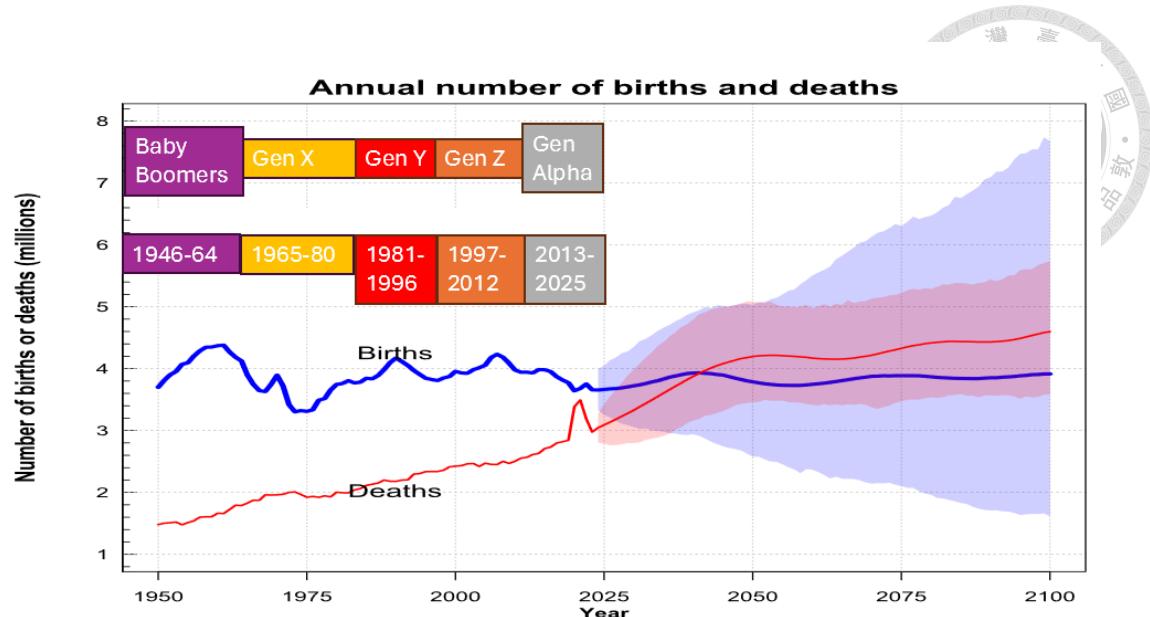


圖 1. 美國戰後五波嬰兒潮
資料來源：population.un.org，2024/11、本研究整理

表 2. 美國戰後五波嬰兒潮

世代	年紀區間	出生年
沉默的世代	79-96	1928-1945
嬰兒潮世代	60-78	1946-1964
X世代	44-59	1965-1980
千禧年世代	28-43	1981-1996
Z世代	12-27	1997-2012
阿爾發世代	<=11	2013-現在

資料來源：本研究整理

一、戰後嬰兒潮世代 (Baby Boomers) (1946~1964 年出生，當前年齡 60~78 歲)

戰後嬰兒潮世代(Baby Boomers)在二戰之後 1946~1964 年間出生，該世代總出生人口數約 7,600 萬人，堪稱美國最大的嬰兒潮，該世代約在 1960~1980 年間 (15 歲+) 陸續進入勞動力市場，成為美國經濟繁榮的最大助力。根據美國全美不動產協會(National Association of Realtors)在 1981 年的調查戰後嬰兒潮世代首次購買房產的年紀約在 29 歲，首購佔 1981 年美國總買房市場 44%，推升了美國房市多頭格局。

退休與財富移轉：由於戰後百廢待舉，給了該世代相對較多的創業契機，進入職場後積累了巨額財富，且該世代財務特性是勤奮節儉，根據美國 statista 對美國各世代財富調查的最新數據顯示，截至 2024 年第一季度，嬰兒潮世代擁有全美家庭總財富的約 51.8%，約合 94 兆美元。由於該世代當前年齡已達 60~78 歲，預計未來 10~20 年將進行鉅額的財富轉移。

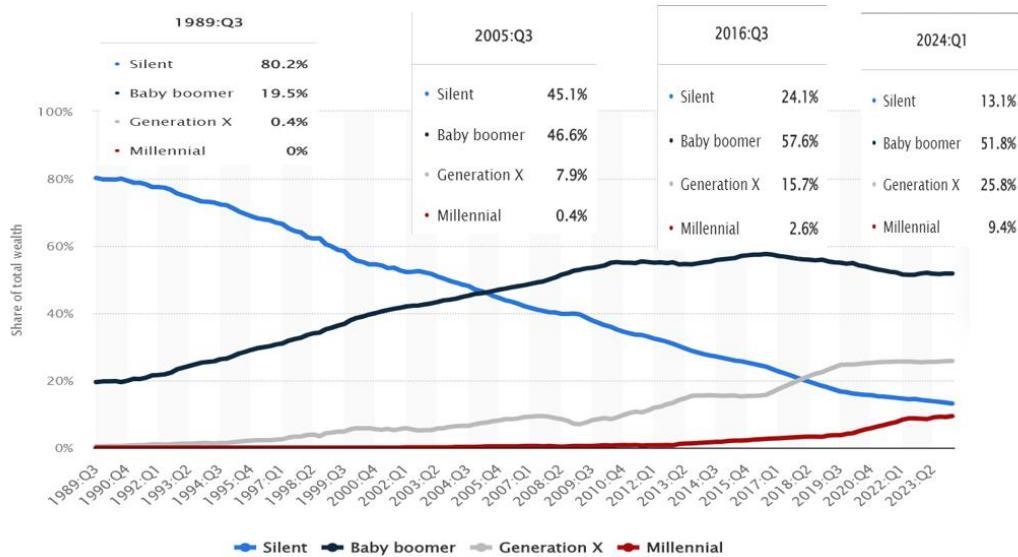


圖 2. 美國各世代財富佔比

資料來源：Statista，2024/11

二、X 世代(Gen-x) (1965~1980 年出生，當前年齡 44~59 歲)

X 世代(Gen-X)在 1965~1980 年間出生，該世代總出生人口數約 6,500 萬人。X 世代出生於美國經濟滯漲期，人口基數較嬰兒潮世代略少。該世代由於獨立性強，注重多元化，是科技革命的主力。該世代在 1985~2000 年間 (20 歲+) 陸續進入勞動力市場，於 1995~2010 年間成為房市的首購族，由於 X 世代進入首購年齡的時期正逢嬰兒潮世代高速累積財富進行換屋的 40 歲，加上 2000 年美國啟動低利率不難推估出 2000 年房市會發生大多頭的結論。X 世代 2005 年之後邁入 40 歲因其個性成為創新科技的推動者開始承接嬰兒潮世代成為美國就業經濟體中的主要地位。



三、千禧年世代(Gen-Y)（1981~1996 年出生，當前年齡 28~43 歲）

千禧世代(Gen-Y)在 1981~1996 間出生，該世代總出生人口數約 7,200 萬人。Y 世代是數字化時代的原住民，成長於經濟全球化背景下。於 2001~2026 年陸續進入職場 20~30 歲+，為當前美國人口結構中數量最大的勞動力群體。根據美國全美不動產協會(National Association of Realtors)2023 年的統計由於通膨使得該世代的首購年紀與前幾個世代相比首購年紀相比由 30 歲延後至 34~38 歲。

四、Z 世代(Gen-Z)（1997~2012 年出生，當前年齡 12~27 歲）

Z 世代(Gen-Z)在 1997~2012 間出生，該世代總出生人口數約 6,700 萬人。成長於移動互聯網的普及虛擬世界與前幾個世代相比對環保綠色經濟與公益公平較為重視。該群體尚未全面進入勞動力市場，但正在快速成為消費市場的重要力量。預期 Z 世代的換屋與首購會在 2030~2040 年代出現交集有機會引發美國房市下一波大多頭格局。

五、阿爾發世代(Gen-Alpha)（2013~2025，當前年齡≤11 歲）

阿爾發世代(Gen-Alpha)定義從 2010 年代早期~2020 年代中期出生，該世代總出生人口數約 4,000+萬人（持續統計中）。該世代成長於完全數字化的環境中，深受人工智慧和自動化技術影響。人工智慧與技術進步可能塑造該世代的成長環境及經濟貢獻模式。



第二節、美國嬰兒潮對房市的影響分析

無論任何世代，每個人在經濟體中依據不同的年齡與能力，會扮演著多樣化的經濟角色，而這些角色的變化直接牽動著經濟體的成長和房地產市場的需求結構。以下以個體的經濟角色變遷為框架，剖析不同年齡階段的行為如何影響房市。

15 歲開始，個人通常逐步進入職場，主要以兼職或基層工作為主，重點在於學習技能和積累初步經濟能力。到 20 歲，大量人群正式進入全職職場，開始成為「消費者」角色，集中於消費教育、租賃住房和日常生活品等。此時的房地產行為以租房為主，少部分人開始進行儲蓄，為未來的首次購房做準備。由於此階段的收入和經濟能力有限，許多人需要依賴父母支持或貸款，並且重心更多放在提升教育和職業技能以增強未來的經濟能力。

30 歲被視為經濟角色的重要轉折點。隨著職場的穩定與收入的增長，個體在此時兼具「消費者與投資者」的角色，首次購房行為通常發生於此階段。多數人在 30 歲左右進入房地產市場，購買房屋以滿足自住需求，同時開始專注於儲蓄、還貸和資本積累。此時，消費逐漸從個人需求轉向家庭需求，特別是在教育、住房和醫療等領域，這進一步推動了房地產市場的需求。

40 歲後，個人進入職場高峰期，收入達到穩定甚至上升的階段。此時，經濟角色更加側重於資產配置，尤其是房地產投資。由於家庭結構的變化，例如子女成長，許多人選擇更大、更舒適的住房，帶動了換屋需求的增加。同時，此階段的房地產投資行為顯著增強，許多人將目光投向投資性房地產，為退休生活儲備資產。在這一階段，個體的儲蓄比例顯著提高，並更加關注長期財富管理以及健康與高端消費品的需求。

到 60 歲後，個人進入退休階段，經濟能力好的其經濟角色會從主動的「生產者」逐漸轉向「財富管理者」；經濟能力差的則再度退回「消費者」的經濟角色。隨著勞動市場的退出，個體更多依靠資本收益來支持生活，並開始進行財富轉移，例如向子女贈與資產或捐贈慈善。此時的房地產行為通常體現在住房規模的縮減，例如出售大屋或搬入養老社區，以適應生活需求的變化。此外，房地產資產常被用作財富傳承的工具，對經濟體內資本的流動性和分配結構產生深遠影響。在消費行為方面，此階段更多關注健康養老，奢侈消費減少，並主要依靠儲蓄與投資收益維持生活水平。

綜上所述，無論是青年首次購屋、換屋需求還是退休後的房產處置，每個人經濟角色的轉變對房地產市場的需求具有決定性影響。特別是嬰兒潮世代，由於其龐大的人口基數及顯著的財富積累，對房市的每一輪增長和循環都起到了重要推動作用。從 20 歲進入職場到 60 歲退休的不同階段，嬰兒潮世代的行為對美國房地產市場產生了深遠的影響，並成為解讀美國房市發展的重要框架。

表 3. 一生中不同年齡的經濟角色概述

年齡段	經濟角色	房地產行為	消費特徵
20 歲+	進入職場，成為「消費者」角色，主要消費教育、租賃住房、日常生活品等。	以租房為主，少數開始儲蓄，為未來首次購房做準備。	依賴父母支持或貸款，投資能力有限。重視教育和職業技能提升。
30 歲+	成為「投資者與消費者」雙重角色。事業穩定，收入增加，購房成為主要目標。	首次購房，多數在 30 歲左右進入房地產市場，滿足自住需求。專注於還貸與資本積累。	聚焦於家庭需求，包括教育、住房、醫療等支出。
40 歲+	事業達到高峰期，收入處於穩定或上升階段。開始關注資產配置，尤其是房地產投資。	換屋，由於家庭結構變化，選擇更大、更舒適的住房。房地產投資，為退休做準備。	儲蓄比例上升，注重長期財富管理。關注健康、教育和高端消費品。
60 歲+	成為「財富管理者」以資本收益支持退休生活。從主動勞動力退出，但影響力延續。或打回「消費者」角色成為社會負擔。	房屋處置，根據需求縮減住房規模。資產分配，利用房地產資產進行財富轉移。	減少奢侈消費，專注健康養老。更多依賴儲蓄和投資收益支持生活。

資料來源：本研究整理

一、嬰兒潮進入職場與首購年紀

人口紅利扮演房地產循環的關鍵之一是人口變化，所以觀察美國在二戰後的五次嬰兒潮世代何時進入職場（15 歲+開始陸續進入職場 20 歲+達多數）何時具備經濟能力極為重要。根據全美不動產協會(National Association of Realtors)的調查發現，青年首次購屋一直是美國房屋買方市場的主力群體，從該機構 1981~2019 年疫情前的調查顯示嬰兒潮世代及 X 世代平均首次購屋的年齡約落在 29~30 歲（從 Baby Boomers 到 Gen-X 其首購佔美國房屋需求由 44%逐漸降至 33%），疫情後因為通膨等經濟變數增多加上 Y 世代進入職場的平均年紀較前幾個世代晚，使 2020 年迄今青年首購的平均年齡由 30 歲快速的遞延至 34~38 歲。估計到了 Y 世代由於房價的推高估計首購年紀將較 Gen-X 與 Gen-Y 再度延後至 38 歲+之後。



二、重新定的 3 波嬰兒潮其首購與房價關聯

方便圖形對比我們重新定義了嬰兒潮：假設單純從人口統計資料圖來分析，如下圖將幼年（0~4 歲）人口數持續上升的區間定義為同一波嬰兒潮，我們可由下圖觀察戰後迄今的每年出生人口是否比前一年高的趨勢來重新定義美國嬰兒潮，依此假設可以大致區分成 3 大區間（下圖粉色區塊）：第 1 波嬰兒潮 1946~1964 年與 Baby Boomers 完全重疊；第 2 波嬰兒潮 1976~1994 年橫跨了 Gen-X 與 Gen-Y；第 3 波嬰兒潮 2000~2009 年主要為 Gen-Z。

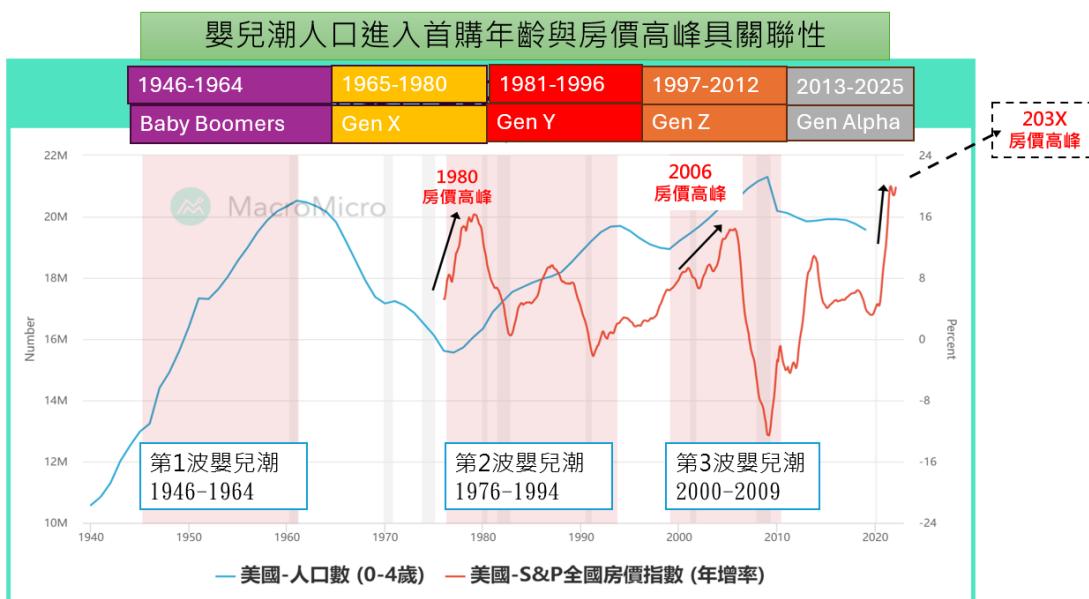


圖 3. 依 0~4 歲人口數定義美國 3 波嬰兒潮與房市關聯

資料來源：財經 M 平方、本研究整理

根據我們重新定義的 3 波嬰兒潮（上圖粉色區塊）也就是單純根據出生人數是否比前年續創高的趨勢來重新定義，為了與 Baby Boomers/Gen-X/Y/Z/Alpha 等五波著名嬰兒潮（上圖紫黃紅橘灰區塊）進行區分，本研究定義的 3 波嬰兒潮在後續的研究內文會用阿拉伯數字顯示 3 波嬰兒潮，與五波的 Baby Boomers 等作為區分，以下就 3 波嬰兒潮與房市多頭的關聯性進行分析整理重點如下：

1. 第 1 波嬰兒潮（1946 年~）及第 2 波嬰兒潮（1976 年~）

過後 30 年幾乎都掀起了房市榮景，分別造就了 1980 年（波段漲幅 75.2%）及 2000 年的房價多頭（波段漲幅 103.6%）。

2. 第1波嬰兒潮首購效應驅動房市漲幅 167%

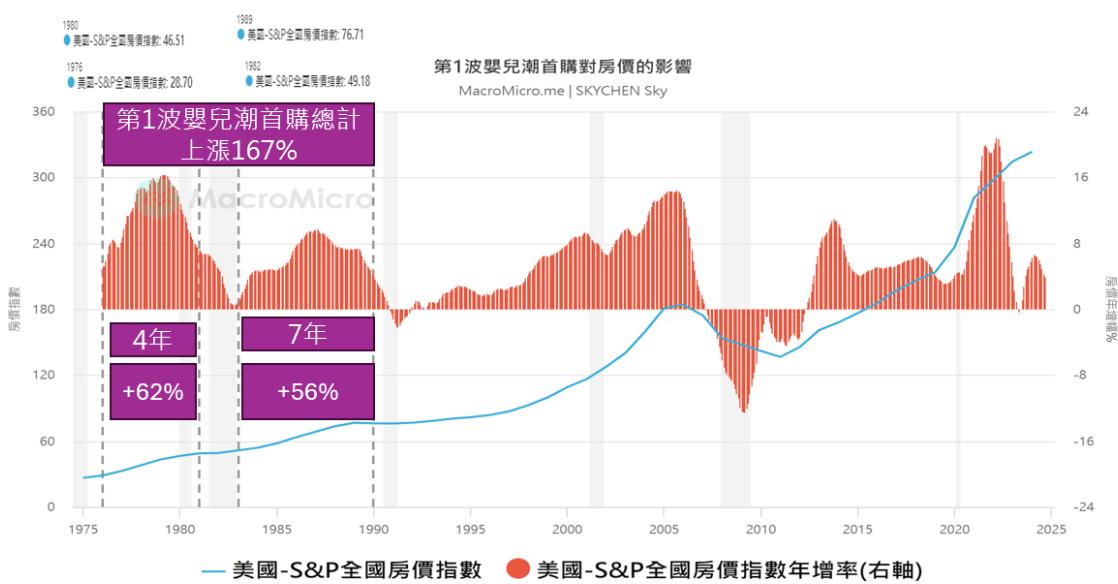


圖 4. 美國第1波嬰兒潮首購驅動房市漲幅

資料來源：財經 M 平方、本研究整理

(1) 第1波嬰兒潮發生於 1946~1964 年，此與大家所熟知的戰後五波嬰兒潮之(Baby Boomers)完全相同。由於該嬰兒潮橫越 19 年的時間我們依整段的嬰兒潮出生斜率來分成 2 段分析。第1波嬰兒潮前期（出生正斜率較高的區間位於 1947~1951 年），該區的出生的人大至於 1976~1980 年間陸續進入 29 歲的首購年紀，此驅動了美國 1970 年代中期所開啟的第一波房市榮景，從上圖可觀察到此第1波嬰兒潮前期區間人口進入首購時開始驅動房價年漲幅度顯著波動，自 1976 年起從房價年增率超越中個位數啟動多頭格局且增幅年年擴大，並在 1979 年漲幅 16% 的高峰，整個波段從 1947 年出生的第一批人到達 29 歲的 1976 年開始起漲，驅動美國 S&P500 房價指數從 1976 年的 28.7 點上漲至 1980 年的 46.51 點，長達 4 年的多頭格局驅動波段房價累計漲幅達 62%。

(2) 第1波嬰兒潮中後期出生（出生斜率較高的區間位於 1953~1960 年），該區間出生的人大至於 1982~1990 年間陸續進入 29 歲的首購年紀，此再度驅動了美國 1982~1990 年的房市小榮景，從上圖可觀察到此第1波嬰兒潮中後期出生的人口進入首購年紀期間亦驅動了房價年漲幅度出現正向變化，自 1982 年驅動房價從年增中低個位往高個位數跑，整個波段從 1982 年的 49.18 點起漲至 1990 年的 76.71 點，為期 7 年的小多頭驅動波段房價累計漲幅達 56%。

(3) 統計整段第 1 波嬰兒潮 1946~1964 年出生人口進入首購的年紀的 1970 年代中期到 1990 年，全波段房市累計總漲幅達 167%。

3. 第 2 波嬰兒潮首購效應驅動房市漲幅 153% 且仍在持續上升中



圖 5. 還在持續中的美國第 2 波嬰兒潮首購驅動房市漲幅

資料來源：財經 M 平方、本研究整理

(1) 第 2 波嬰兒潮發生於 1976~1994 年，此與大家所熟知的戰後五波嬰兒潮相比橫跨了 Gen-X 與 Gen-Y 兩個世代，人分別於 2005~2024 年陸續進入 29~30 歲的首購年紀。同樣的第 2 波嬰兒潮與第 1 波相同期間橫跨 19 年之久，我們一樣按出生斜率較高的波段分段分成 2 段來分析。第 2 波嬰兒潮前期（出生正斜率較高的區間位於 1976~1982 年期間，與 Gen-X 世代 1965~1980 後期相疊），該區的出生的人大至於 2005~2011 年間陸續進入 29 歲的首購年紀，按第 1 波的嬰兒潮首購經驗進行推估房市應該會自 2005 年起開始驅動多頭，但由上圖觀察實際狀況可發現，該波房市多頭卻提前自 2002 年啟動並於 4 年後 2006 年達峰值，整波段漲幅 44%，波段發生的時間較預期的時間軸提前 3 年。反而如果按照首購年紀推算多頭時間應該落於 2005~2011 年該區間房價反因利率大升而崩跌 24%。探究原因，我們由文獻參考得知利率對房市有深度影響，依此推估此第 2 波嬰兒前期人口在接近 29 歲的首購年紀前 3 年，因美國利率在短期間連續性大幅下滑，使首購貸款負擔大幅下滑，估計加上父母的協助催促期提前購屋的動機大幅提升，使整個波段提前 3



年在利率由 6.5% 跌破 2% 的低點時的 2002 年提前發動並於利率再度升至 5% 的 2006 年結束多頭。

(2) 第 2 波嬰兒潮後期（出生正斜率較高的區間位於 1988~1994 年期間，與 Gen-Y 世代 1981~1996 後期相疊），該區出生的人大至於 2018~2024 年間陸續進入 30 歲的首購年紀，根據全美不動產協會(National Association of Realtors)調查發現，疫情過後通膨影響使 2020 年迄今青年首購的平均年齡由 30 歲遞延至 34~38 歲，由此推估第 2 波嬰兒潮後期出生的這批人實際的首購行為應該尚未結束，考量美國聯準會已預期 2025 年將持續啟動降息循環，我們估計此波的多頭應該還在延續，如果首購年紀遞延到 38 歲，估計此波首購多頭從 2018 年啟動迄今 6 年所驅動的美國 S&P500 房價指數從 2018 年的 206.14 點上漲至 2024 年的 323.35 點累計漲幅 57% 的多頭格局應該尚未結束，整波多頭有機會超過 10 年延續至 2030 年初期。

(3) 統計整段第 2 波嬰兒潮 1976~1994 年出生人口進入首購的年紀，輔以低利率的提前驅動從 2002 年迄今 2024 年，全波段房市累計總漲幅達 153%，且由於即將啟動的降息加上此世代首購年紀延後至 34~38 歲，估計本波多頭將於 2030 年初方劃下句點，波段漲幅還在持續中。

4. 第 3 波嬰兒潮首購效應 2034 年後方啟動

第 3 波嬰兒潮發生於 2000~2009 年，此與大家所熟知的戰後五波嬰兒潮相比落點均在 Gen-Z(1997~2012)的時間區間內，由第 3 波嬰兒潮的前期人口目前剛開始進入職場，與第 2 波後段相仿我們估計其首購年紀應也是 34~38 歲，估計將陸續於 2034~2043 年方驅動下一波房市多頭。

三、代際角色轉換對房市的影響——世代首購遇上上世代換屋

在美國房市中，不同世代的嬰兒潮對房市的影響主要表現在租屋首次購房與投資換屋等行為的交疊對市場的拉動效果。當戰後嬰兒潮(Baby Boomers)進入 40~50 歲的高收入、累積財富期，這個世代開始換屋或投資第二套房，同時下一世代的 X 世代(Generation X)也剛剛進入職場，並在 30 歲左右開始首次購房。這樣的雙世代重疊不僅使市場需求達到新高，還因雙方都處於不同的財富積累階段，創造了強大的房市需求。接下來我們要以著名的五波嬰兒潮在這種代際角色的疊加效應發生時期，是否也會對房市造成影響來進行分析。



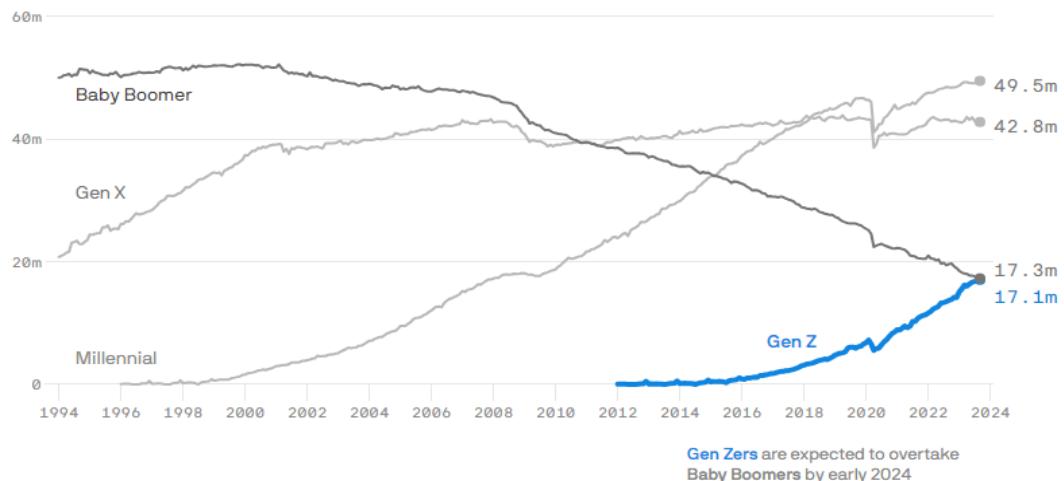
表 4. 美國各嬰兒潮世代經濟角色概述

世代	出生	20 歲	30 歲	40 歲	50 歲	60 歲	當今年齡	人口數(萬人)
Baby Boomers	1946~1964	1966~1984	1976~1994	1986~2004	1996~2014	2006~2024	60~78	7,600
Gen-X	1965~1980	1985~2000	1995~2010	2005~2020	2015~2030	2025~2040	44~59	6,500
Gen-Y	1981~1996	2001~2016	2011~2026	2021~2036	2031~2046	2041~2056	28~43	7,200
Gen-Z	1997~2012	2017~2032	2027~2042	2037~2052	2047~2062	2057~2072	12~27	6,700
Gen-lpha	Early 2010s~mid 2020s	2033~2045	2043~2055	2053~2065	2063~2075	2073~2085	<=11	4,000~
經濟角色		消費者	消費+投資者	投資者	投資者+財富管理	消費者+財富管理		
房市行為		租屋	首購	換房+投資	換房+投資	換房+投資		

資料來源：本研究整理

U.S. full-time workforce, by generation

Seasonally adjusted; Monthly, January 1994 to September 2023



Data: Glassdoor analysis of Census Bureau data; Chart: Simran Parwani / Axios

圖 6. 各世代全職進入職場時間圖

資料來源：AXIOS MARKETS，2023/11

1. 單一世代經濟角色改變進行租買換屋對市場的影響

探討單一世代在經濟角色隨年齡改變時，所伴隨的租屋、首購、投資換屋等不同行為對房市的影響如何，根據下圖中不同世代的經濟角色轉換時期所伴隨的房



市漲幅，可以清楚觀察到一個單一世代從進入職場、首次購房到換屋或投資的過程中，對房市需求的逐步推動，均對房價產生正面影響。以下從戰後嬰兒潮世代(Baby Boomers)、X 世代(Gen-X)以及 Y 世代(Gen-Y)分別進行分析。

(1) 戰後嬰兒潮世代(Baby Boomers)

Baby Boomers 出生於 1946~1964 年，進入職場時（約 1966~1984 年）對租賃市場的需求迅速攀升，帶動了房價的穩步上漲。隨後，在 1976~1994 年間，這一世代進入首次購房階段，房市需求顯著增加，再度推動了房價的上升，從下圖中可以明顯看到房價增長曲線的趨勢。到了 1986~2005 年，他們步入 40~50 歲的財富累積期，開始進行換屋或購買第二套房產，這進一步推動了房市的大多頭行情。

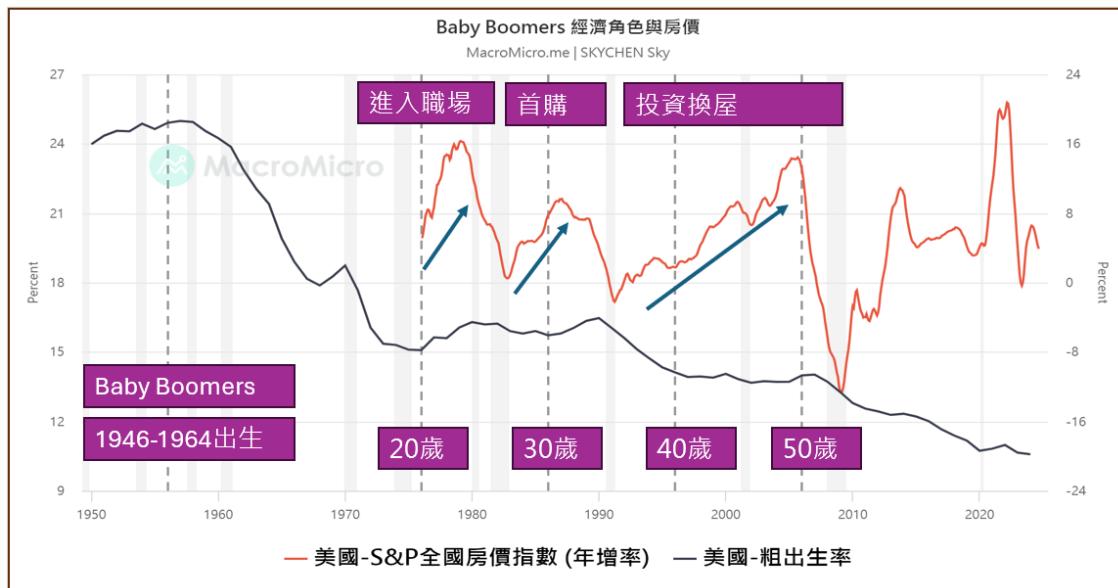


圖 7. Baby Boomers 經濟角色與房市

資料來源：財經 M 平方、本研究整理

(2) X 世代(Gen-X)

X 世代出生於 1965~1980 年，進入職場的高峰期在 1985~2000 年，此時租屋需求成為市場的主要支撐力。到了 1995~2010 年間，這一世代逐步成為首次購房的主力群體，房價再一次迎來大幅上漲。隨著他們進入 40~50 歲的黃金投資階段（2005~2022 年），換屋和房地產投資需求顯著增加，圖中反映出房價的增長趨勢與其經濟角色高度一致。

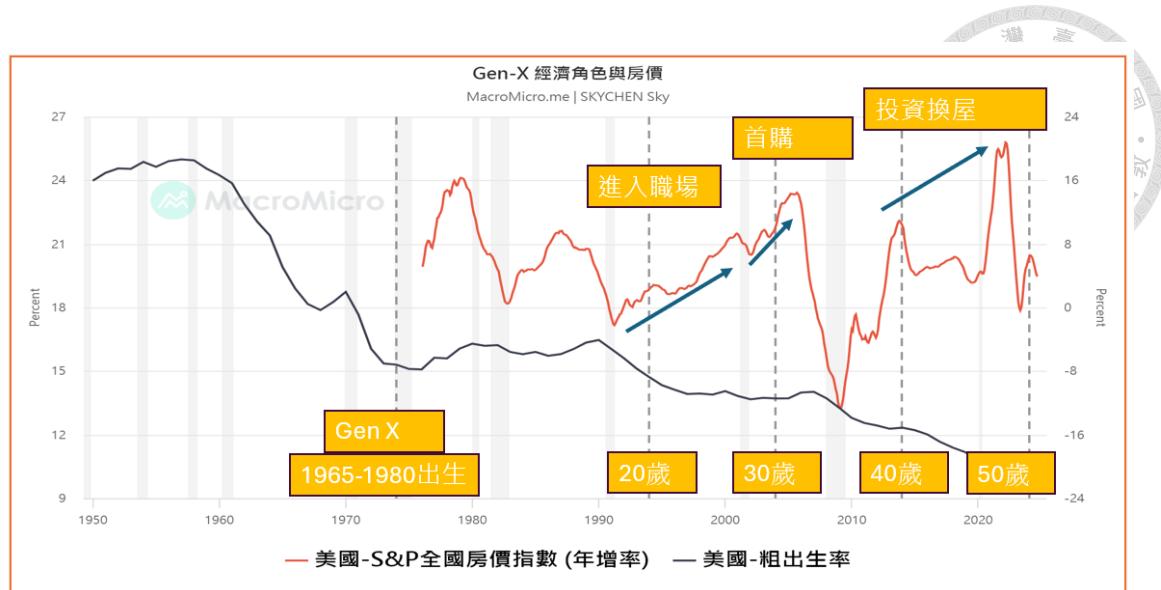


圖 8. Gen-X 經濟角色與房市

資料來源：財經 M 平方、本研究整理

(3) Y 世代(Gen-Y)

Y 世代出生於 1981~1996 年，根據 AXIOS MARKET 統計各世代全職進入職場時間圖可以觀察到 Y 世代進入職場及首購的時間均較前兩個世代略晚數年，大量進入職場的時間點由原本的 2001~2016 年延後至 2010~2020 年，從下圖觀察 Y 世代大量入職的階段支撐了房市的發展。Y 世代首購的平均年紀我們在前文也有提到較前兩個世代的 30 歲延後至 34-38 歲，推估落在 2015~2034 年間，估計 Y 世代首購對房價的推力目前現正持續進行中。

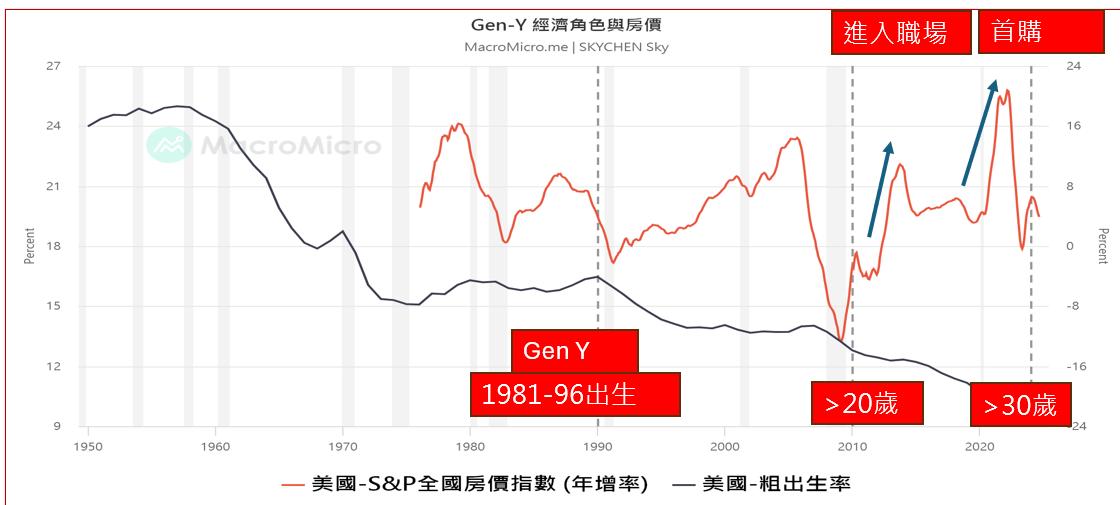


圖 9. Gen-Y 經濟角色與房市

資料來源：財經 M 平方、本研究整理



(4) 綜合結論

每個單一世代的經濟角色與房市行為對應不同的階段性需求，從進入職場的租賃需求、首次購房到換屋與投資，這一連貫過程對房市的需求構成了連續且強勁的推動力。圖形所呈現的數據清楚地表明，單一世代的經濟行為不僅對房價有顯著影響，還進一步鞏固了房市的增長周期。這樣的代際特徵在分析房市動態時具有重要的參考價值。

2. 多世代交疊的影響

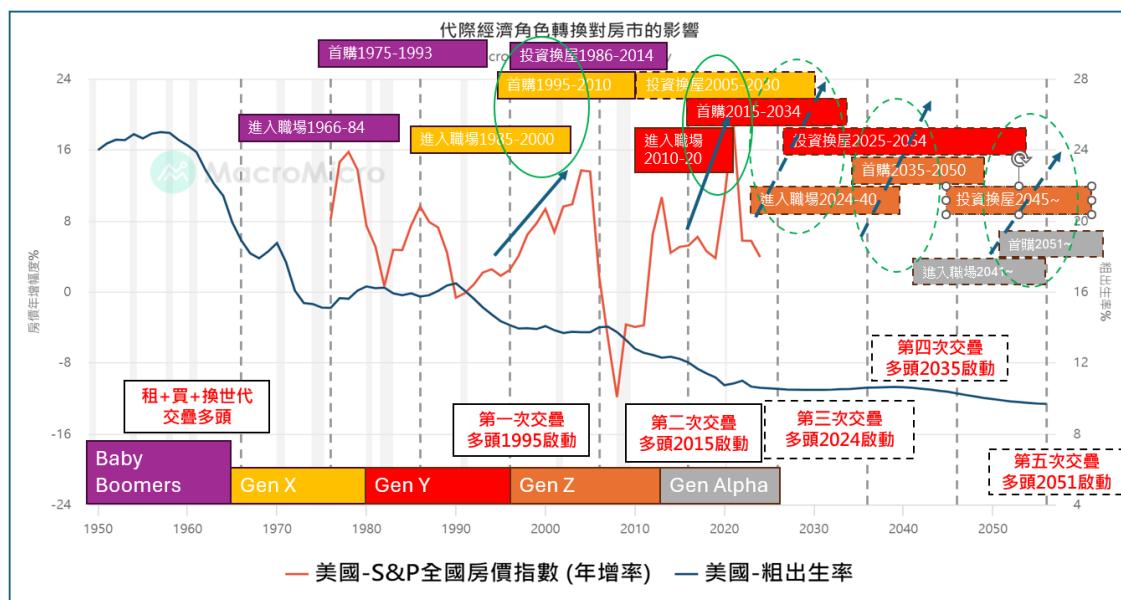


圖 10. 代際角色轉換對房市的影響

資料來源：財經 M 平方、本研究整理

上圖可以清晰地觀察到，不同世代從 20 歲+開始大量進入職場驅動租屋需求，到了 30 歲+成家成為房市首購族，40~50 歲+經濟能力持續增加無論是因為家庭需求而換大屋或啟動財富管理開始配置二套房都成為驅動房市強大動能。預計在多世代經濟角色行為交疊期間房市需求會應該會顯著放大，從而引發多頭行情。上圖的歸納比較圖形中我們以不同顏色區分了不同世代：紫色代表嬰兒潮世代(Baby Boomers)、黃色代表 X 世代(Gen-X)、紅色代表 Y 世代(Gen-Y)、棕色代表 Z 世代(Gen-Z)，灰色則為 Alpha 世代(Gen-Alpha)；我們在顏色上有標示文字及期間來描述不同世代進入不同經濟角色扮演的時間軸，並顯示出其租屋、首購與換屋投資的期間，下文將進行比較過往多世代經濟角色交疊時所啟動的房市多頭，我們會根據分析結論，對下世代加入經濟體後，進行未來多頭的時間軸大預測。



(1) 第一次多世代交疊多頭 (1995~2006 年/房價指數 81.74~184.14 /11 年漲幅 125%)

第一次多頭發生在 1995 年前後，這是 X 世代後期的人口大量進入職場展開租屋，而 X 世代前期的人口進入 30 歲開始成家首購房子，同時上一世代的嬰兒潮世代(Baby Boomers)剛好進入 40~50 歲的換大屋與投資二套房的階段。嬰兒潮世代的高資產累積和換屋需求與 X 世代的租屋首購需求首次出現三疊加路，形成了房市需求的集中爆發，推動房價顯著上升。圖形中的紅線 (S&P 全國房價指數) 在此期間明顯上揚，反映了多世代需求交疊的強大影響。第一波多頭 1995 啟動到 2006 年達峰值，期間美國 S&P 全國房價指數由 81.74 上漲至 184.14，歷時 11 年累計漲幅 125%。

(2) 第二次多世代交疊多頭 (2015~2021 年/房價指數 176.53~281.47 /6 年漲幅 59%)

第二次多頭發生在 2015 年，這是 Y 世代後期的人口大量進入職場展開租屋，而 Y 世代前期的人口進入 34 歲+開始成家首購房子，同時上一世代的 X 世代剛好進入 40~50 歲的換大屋與投資二套房的階段，按理來說同一期間嬰兒潮世代(Baby Boomers)的剛好進入 60 歲逐步退出職場應該要成為房市賣方負面力道，但由於該世代剛好是美國史上最富有的世代 (我們將於後續章節討論其財富效益)，沒有換屋養老的負面經濟議題，於是在這個階段形成了第二次多頭。X 世代的高資產累積和換屋需求與 Y 世代的租屋首購需求再度出現三疊加，輔以嬰兒潮世代很富有退休也無須賣屋，此再度形成了房市需求的集中爆發，推動房價顯著上升。圖形中的紅線 (S&P 全國房價指數) 在此期間再度明顯上揚，第二波多頭 2015 啟動到 2021 年達峰值，期間美國 S&P 全國房價指數由 176.53 上漲至 281.47，歷時 6 年累計漲幅 59%。

(3) 第三次多世代交疊多頭 (2024 年 323.35 點啟動~2030 年初期)

根據前兩波世代需求三疊加的時期進行推斷，第三次多頭預計有機會從 2024 年展開，2024 年主導經濟主流的 X 世代後期人口還位於 50 歲的財富創高階段，但同時 Y 世代前期人口進入投資換屋的 40 歲+，Y 世代後期人口進首購，而 Z 世代剛好 2024 年大量進入職場出現租屋需求，年紀最大的嬰兒潮世代依然握有全美 51.8% 的財富 (2024/Q1 統計) 無須賣屋養老，多重需求於 2024 年再度形成交疊。

2024 年聯準會 9 月季度經濟預測

FOMC 2024 / 9 季度經濟預測變化：	Variable	Median ¹				
		2024	2025	2026	2027	Longer run
小幅下調 2024 年經濟增速 維持 2% 穩健增長預估	Change in real GDP June projection	2.0 2.1	2.0 2.0	2.0 2.0	2.0 2.0	1.8 1.8
上調 2024 ~ 2026 年失業率	Unemployment rate June projection	4.4 4.0	4.4 4.2	4.3 4.1	4.2 4.2	4.2 4.2
下調 2024 ~ 2025 年 通膨、核心通膨	PCE inflation June projection	2.3 2.6	2.1 2.3	2.0 2.0	2.0 2.0	2.0 2.0
Core PCE inflation ⁴ June projection	2.6 2.8	2.2 2.3	2.0 2.0	2.0 2.0	2.0 2.0	
Memo: Projected appropriate policy path	MacroMicro					
Federal funds rate June projection	4.4 5.1	3.4 4.1	2.9 3.1	2.9 2.9	2.9 2.8	

圖 11. 美國聯準會利率點陣圖

資料來源：財經 M 平方，2024/9

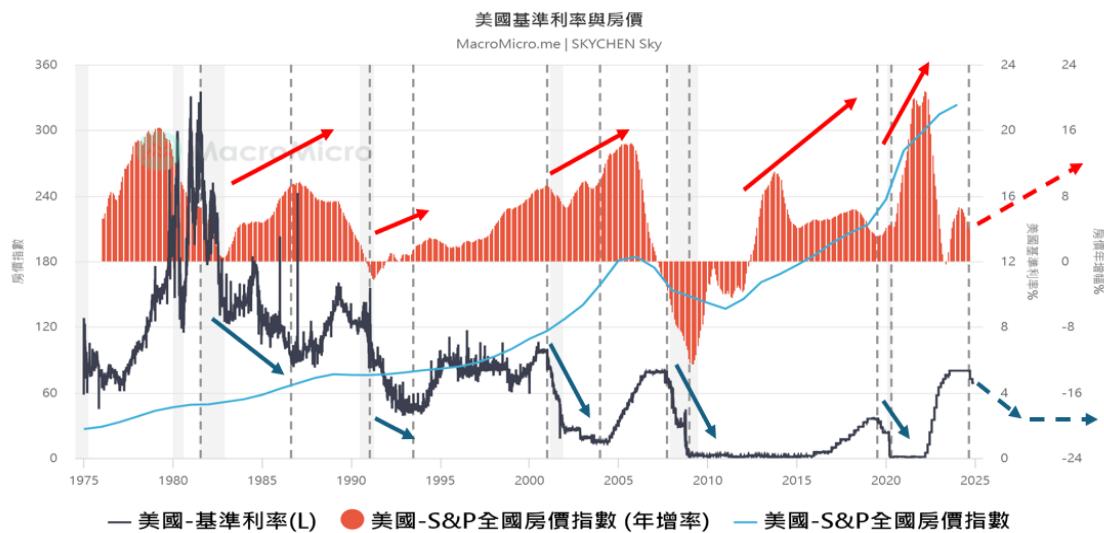


圖 12. 美國基準利率與房價

資料來源：財經 M 平方，2024/12、本研究整理

估計本波多頭自 2024 年啟動正持續發酵中，配搭 2024 年底美國聯準會將啟動的降息循環，從 2024 年 9 月聯準會的點陣圖預測本波降息循環將自 2024 年底啟動，估計基準利率將由 5.25~5.5% 的高檔區間下降到 2027 年的 2.9% 且維持一段長時間，我們從上圖可以觀察自 1975 年之後美國有 5 波連續性較大幅的降息循環分別落在下列時間區間//1981-07-31, 1986-08-29//1991-01-09, 1993-06-25//2001-01-04, 2003-12-07//2007-09-12, 2009-01-01//2019-07-14, 2020-04-19//，從上圖美國基準利率與房價的關聯圖觀察可以發現降息循環與房價多頭具備高度相關，上圖可觀察到幾乎每波的降息循環都伴隨房市多頭，且房價會一路上漲到下一波升息中繼站方止息。

降息循環估計自 2024/9 月啟動在中國需求長期間將大幅下滑的情況下我們估計本次利率在 2027 年降至低點後可在低檔區維持很長一段時間，配搭本研究推估的第三波多世代交疊多頭我們預測房市的多頭將自 2024 年底啟動一路有機會延續到 2030 年初期 Y 世代結束首購時。

(4) 第四次多世代交疊多頭（估計 2035 年啟動）

第四次多頭預計在 2035 年前後，這時大量的 Y 世代進入 40~50 歲的換屋及投資二套房階段，而 Z 世代早期人口進入首購年齡，Z 世代後期人口進入職場開始租屋。此時估計開始進入退休期的 X 世代，按常理推論應該已經繼承了大量來自嬰兒潮世代的巨額遺產，由於 X 世代本身在 2024/Q1 的統計就已擁有美國 25.8% 的財富，嬰兒潮世代的巨額財富（佔美國 51.8%）將於此期間大量移轉給兒孫輩的 X 世代及 Y 世代或是捐給政府及慈善機構，估計此將使 2035 年之際 X 世代及 Y 世代兩個世代具備驚人的財富，同時加強父執輩支援當時進入首購的 Z 世代買屋，估計屆時代際財富移轉造成的疊加效應，配搭本研究推估的第四次多世代交疊多頭，只要屆時的利率不要失控，估計 2035 年啟動的第四次多頭將出現驚人的房市漲幅。

(5) 第五次多世代交疊多頭（2051 年啟動）

最後一次多頭將發生在 2051 年，這是 Z 世代進入換屋及投資的階段，XY 世代擁有全美財富仍過半沒有退休賣屋壓力，Alpha 世代早期人口開始進行首次購房，Alpha 世代後期人口開始大量進入職場租屋，估計房市多世代的交疊多頭將在此發酵一次。

(6) 圖形結論與綜合影響

圖形中清楚地顯示，不同世代在進入職場、租屋、首次購房及換屋投資行為上的交疊時間軸，對房市需求產生了明顯的放大效果。歷史數據證明，這樣的世代交疊對房價的影響是持續且顯著的，並伴隨著市場的多頭週期。預測未來，隨著不同世代的行為交集，房市的需求仍將保持周期性增長，對長期房市投資具有重要的啟示。



第三節、史上最大的財富移轉浪潮來了

一、嬰兒潮世代的財富歷程

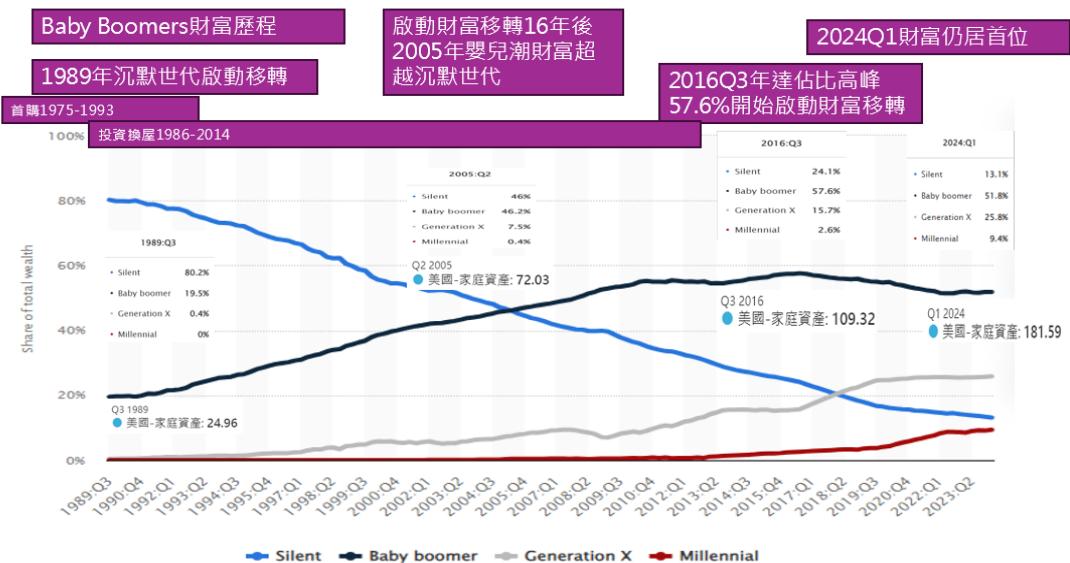


圖 13. 各世代財富佔比趨勢圖

資料來源：Statista、財經 M 平方，2024/12、本研究整理

根據上圖所示，嬰兒潮世代(Baby Boomers)的財富歷程顯示了其在過去數十年間，隨著時間推移逐漸累積並主導美國的財富分布，而即將進行的財富轉移也將成為歷史上最大的一次。下文將根據嬰兒潮世代財富的歷程來觀察沉默世代財富移轉時所造成的影响，根據 Statista 的世代財富佔比統計趨勢圖我們可以清楚的觀察到嬰兒潮世代累計財富的時間軸大致可分為下列幾個區段：

1. 1989 年沉默世代主導財富—嬰兒潮世代擁有 4.86 兆美金財富佔比 19.5%

1989 年第三季全美家庭資產總額 24.96 兆美金，沉默世代(Silent Generation)佔據了美國家戶總財富的 80.2%，而嬰兒潮世代僅佔 19.5%約當 4.86 兆美金。此時，嬰兒潮世代正處於職場穩定成長階段且已開始展開首次購屋，但尚未累積大幅財富。

2. 2005 年黃金交叉成為最富有的世代—嬰兒潮世代擁有 33.28 兆美金佔比 46.2%

隨著嬰兒潮世代步入財富高峰期，圖形顯示 2005 年第二季全美家庭資產總額 72.03 兆美金，嬰兒潮世代的財富佔比正式超越沉默世代達到 46.2%，約當 33.28 兆美金，甚至超越沉默世代頂峰時財富，成為美國社會最富有的世代。

3. 2016 年嬰兒潮世代財富佔比達高峰 57.6%擁有 62.96 兆美金
 至 2016 年第三季全美家庭資產總額 109.32 兆美金，嬰兒潮世代擁有 62.96 兆美金，財富佔比達到歷史高峰佔 57.6%，同一時間開始緩步啟動財富轉移。這一階段，嬰兒潮世代累積了龐大的資產，包括房地產、投資與儲蓄，成為美國經濟結構中最具影響力的群體。

4. 2024 年嬰兒潮世代財富達 94.1 兆美元佔比 51.8%仍居首位

根據圖形數據 2024 年第一季，全美家庭資產總額已達 181.59 兆美金，嬰兒潮世代的財富達 94.1 兆美金財富總額持續創新高成為，佔比雖略有下降，但仍高達 51.8%持續位居美國各世代之首。而 X 世代與千禧世代僅擁有 25.8% 及 9.4% 就算相加起來合計 35.2% 也才相當於嬰兒潮世代 1998 年財富佔比。

5. 2024~2044 年將迎來巨額財富移轉潮

2024 年現今的的嬰兒潮人口年齡已來到 60~78 歲，手握 94.1 兆美元的資產，以美國的經濟成長來預測應該很快會達百兆規模，預計未來 10 至 20 年間將有近百兆的大量的財富透過繼承或捐贈進行轉移，主要流向 X 世代與千禧世代。這次史無前例的財富移轉規模，將對美國房地產、投資市場以及整體經濟結構帶來深遠影響。

二、代際財富移轉的影響



圖 14. 代際財富移轉與房價

資料來源：財經 M 平方，2024/12、本研究整理

根據圖 14 所示，沉默世代(Silent Generation)在 1989 年仍主導美國財富，佔比高達 80.2%，而嬰兒潮世代(Baby Boomers)僅持有 19.5% 的財富，約 4.86 兆美元。隨著時間推移，沉默世代的財富逐漸轉移給嬰兒潮世代，並對美國房市帶來顯著影響，具體反映於 1989 年至 2005 年間的房市漲幅：

1. 1989~2005 年財富轉移的背景

沉默世代累積的財富在 1989 年進入轉移期，嬰兒潮世代逐漸成為主要的經濟參與者與購房需求推動者。這一時期，美國經濟穩定成長，人口紅利與低利率環境使得嬰兒潮世代步入購房與換屋高峰期，財富移轉的過程伴隨著房地產市場的蓬勃發展。

2. 房市漲幅分析

1989 年 9 月：S&P 全國房價指數為 **76.06**。此時，沉默世代的財富逐漸轉移，但房價的年增幅仍處於穩定上升階段。

2005 年 6 月：S&P 全國房價指數達到 **171.19**，累計漲幅達 **125%**。這段 16 年間，嬰兒潮世代財富快速累積並進入 40~50 歲的換屋與投資階段，末期還遇上 2000 年後美國的低利率政策使 X 世代的首購提前，形成了對房市的強大推動力。

3. 財富轉移與房市之間的關聯

上一次沉默世代的財富移轉期間，房市經歷了長達 16 年的穩定增長，累計漲幅達 125%。這一過程雖有可能是因代際財富轉移對房市的巨大推動力，當老一代世代（沉默世代）逐步釋放其財富並轉移給嬰兒潮世代時，房市需求從租賃、首次購房到換屋與投資，形成了一個完整的循環，帶動房價穩步上揚。但由上節嬰兒潮財富歷程的推演中不難發現由於 2005 年嬰兒潮世代財富佔比超越沉默世代成為最富有的世代時，當時嬰兒潮世代擁有 33.28 兆美金總額遠超越沉默世代頂峰時的財富，這代表當時代際財富雖有移轉，但嬰兒潮世代的多數財富是自己創造的。所以代際財富的貢獻雖有但是當時並非最顯著因子。



三、代際鉅額的財富大移轉現在才上演

2024 年第一季全美家庭總資產已達 **181.59** 兆美元，其中嬰兒潮世代(Baby Boomers)持有的財富高達 **94.1** 兆美元，佔比 **51.8%**，雖然相較高峰時略有下降，但仍穩居美國各世代之首。相比之下，X 世代僅擁有 **25.8%**，千禧世代更僅佔 **9.4%**，兩者合計僅達 **35.2%**，這一數字甚至相當於嬰兒潮世代在 1998 年時的財富佔比，顯示出嬰兒潮世代的財富高度集中且尚未大幅轉移。

根據 CREDIT SUISSE 在 2022 年發布的《Global Wealth Databook》指出，嬰兒潮世代的財富轉移雖已啟動，但目前速度仍顯緩慢。此現象的主要原因在於嬰兒潮世代擁有龐大的資產組合，特別是在房地產與金融投資領域的穩定持續增長，使他們能夠延續財富累積的態勢。此外，該世代平均壽命延長，經濟條件相對優渥，並未急於將財富轉移給後代或釋放至市場。

然而，隨著嬰兒潮世代逐步邁入高齡化階段（現已達 60~78 歲），財富大規模移轉的時機逐漸成熟。根據估計，未來 10 至 20 年間將迎來歷史上最大規模的財富轉移浪潮，總額可能超過百兆美元。這些財富將透過遺產繼承、贈與及慈善捐贈等方式逐步轉移至 X 世代與千禧世代手中。

當嬰兒潮世代的財富轉移逐步加速，將對房地產市場、金融投資與消費結構產生深遠的影響。一方面，X 世代與千禧世代接收巨額資產後，預期將加大房地產與金融市場的投資，進一步推動房市與資產價格上漲。另一方面，這些世代對數位經濟、綠能產業及科技創新的高度關注，將使資金流向更多符合時代趨勢的新興市場，形成新的經濟增長動能。

綜上所述，這場**世紀級的財富轉移**雖尚在初期階段，但已經開始逐步顯現其影響力，未來隨著嬰兒潮世代進一步步入財富釋放期，代際間的鉅額財富轉移將成為推動全球經濟結構轉型與市場再分配的重要力量

Percentage change in wealth by generation 2019–21, Canada and the United States

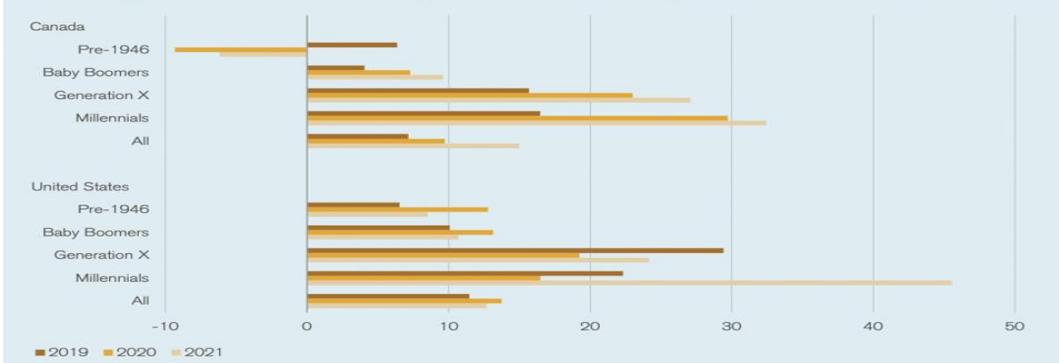


圖 15. 加拿大美國世財富變化百分比

資料來源：CREDIT SUISSE、Global Wealth Databook，2022

四、身為投資人我們有多幸運

嬰兒潮世代自 1970 年代中後期至 2011 年末一直是勞動力中的最大群體，X 世代曾在 2012 到 2018 年短暫領先，隨後被千禧世代（Y 世代）取代。根據估計，Z 世代要超越千禧世代，可能要等到 2030 年代中後期。

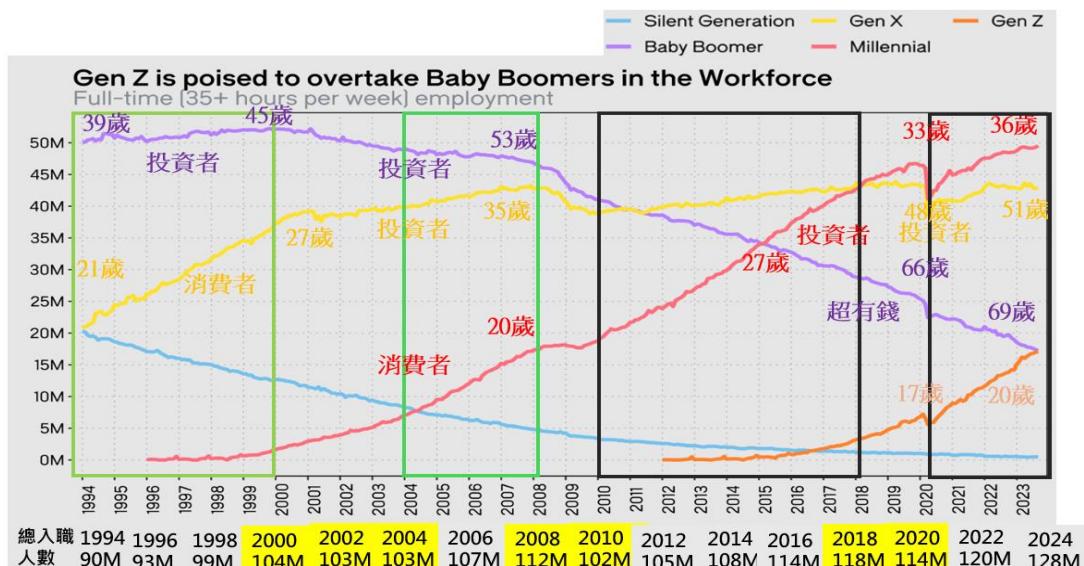


圖 16. 美國各世代經濟角色與全職工作人口

資料來源：Glassdoor，2023/11、本研究整理

根據 Glassdoor 統計的各世代全職工作人口圖可以觀察到，自 1990 年代以來因著上世代進入退休而導致世代總全職工作人口數下滑的區塊大致分成三個區間，分別位於(a)2000~2004 年、(b)2008~2010 年、(c)2018~2020 年，從下圖的人口紅利與股市關聯圖觀察分析，這三個區段美國道瓊工業指數表現均相對弱勢。我們就幾個主要世代入職退職交疊影響的區段簡要分析如下：



1. 世代人口紅利消退區間

(a) 區間 2000~2004 年：沉默世代末期退出職場及嬰兒潮前期的人口開始退休兩個減項因子相加，而 X 世代的大量入職剛於 2000 年結束，Y 世代前期人口入職已達高峰 Y 世代後期人口大量入職尚未展開，整體世代的全職工作人口從 1.04 億降至 1.03 億，該區段道瓊工業指數波段高低點從 11,489 點下滑至 7,859 點跌幅達 31.6%。

(b) 區間 2008~2010 年：嬰兒潮主流人開始進入大量退休，而 X 世代入職人數已過高峰，Y 世代後期人口才剛開始小量進入職場，整體世代的全職工作人口從 1.12 億降至 1.02 億，該區段道瓊工業指數波段高低點從 12,853 點下滑至 7,465 點跌幅達 41.9%。

(c) 區間 2018~2020 年：嬰兒潮中後期人口開始進入大量退休，而 X 世代入職人數已過高峰，Y 世代主流入職高峰剛過，整體世代的全職工作人口從 1.18 億降至 1.14 億，該區段道瓊工業指數波段高低點從 26,492 點下滑至 19,173 點跌幅達 27.6%。

2. 世代人口紅利增長區間

(d) 區間 1994~2000 年：嬰兒潮就職高峰加上 X 世代主流大量入職區間，整體世代的全職工作人口從 0.9 億增 0.99 億，該區段道瓊工業指數波段高低點從 3,757 點上漲至 11,489 點漲幅達 105.8%。

(e) 區間 2005~2008 年：X 世代就職高峰加上 Y 世代前期人口大量入職，整體世代的全職工作人口從 1.03 億增 1.12 億，該區段道瓊工業指數波段高低點從 10,088 點上漲至 14,087 點漲幅達 39.6%。

(f) 區間 2011~2018 年：X 世代就職高峰加上 Y 世代後期人口大量入職，整體世代的全職工作人口從 1.02 億增 1.18 億，該區段道瓊工業指數波段高低點從 11,187 點上漲至 26,492 點漲幅達 136.8%。

(g) 區間 2021~2024 年：Y 世代就職高峰加上 Z 世代前期人口大量入職 2024 年 Z 世代入職人數與嬰兒潮呈現黃金交叉（代表之後不用考慮嬰兒潮的退休人數問題了），整體世代的全職工作人口從 1.14 億增 1.28 億，該區段道瓊工業指數波段高低點從 30,390 點上漲至 44,736 點漲幅達 47.2%。

(h) 區間 2026~2031 年：Z 世代的主流大群將全面進入職場，Z 世代 2039 年達入職高峰，而上述期間 Y 世代主流人口還沒進入大量退休潮，X 世代還位於就職高峰，由於 Z 世代總出生人口數 6,700 萬人介於 X 世代（6,500 萬人）與 Y 世代（7,200 萬人）之間，估計 2039 年 Z 世代的全職人數將達 4,000~4,500 萬人之間，較 2024 年 1,750 萬就職人數多出 2,250 萬-2,750 萬人上下，使 2026~2039 年期間世代的人口紅利峰值可能由目前的 1.28 億人增加至 1.4 億人次，估計 203X 年會出現下一個世代人口紅利多頭高峰。

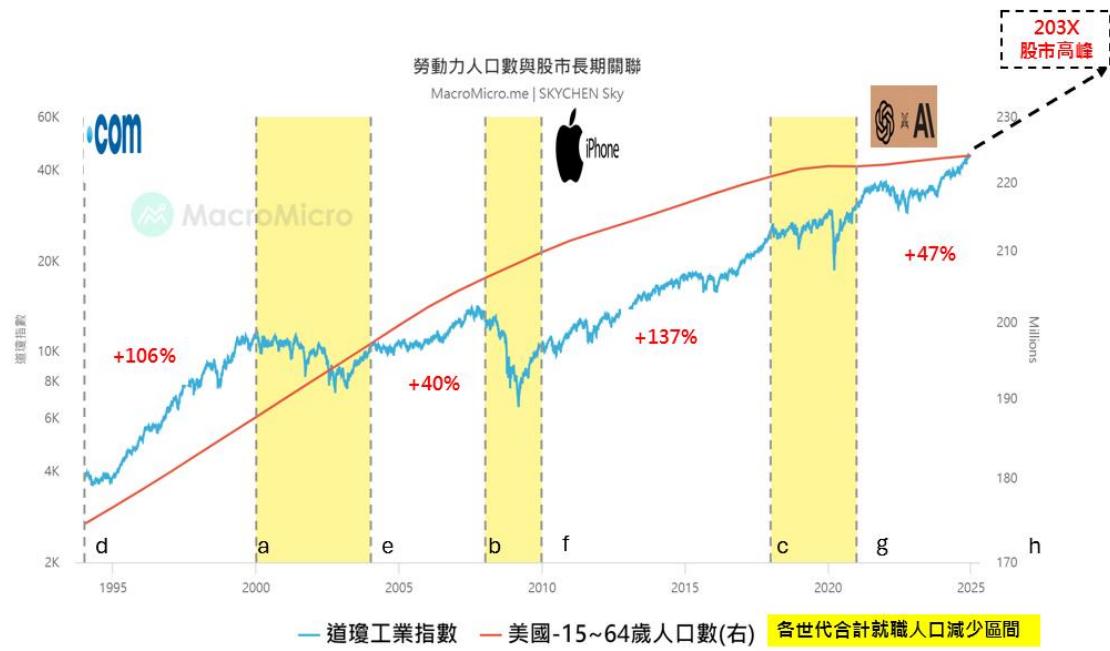


圖 17. 人口紅利與股市關聯

資料來源：財經 M 平方，2024/12、本研究整理

3. 沒有出現嚴重退休負面效應的嬰兒潮及 X 世代

根據美國各世代經濟角色與全職人口圖所示，嬰兒潮世代(Baby Boomers)與 X 世代的勞動力參與率在過去數十年間持續展現穩定性與強韌度，這兩個世代在經濟與投資領域扮演著極為重要的角色，為市場帶來長期穩定的支撐力。從 Glassdoor 統計的資料觀察，嬰兒潮世代（1946~1964 年出生）的勞動力參與雖已逐步下降，但由於該世代擁有龐大的資產與穩固的財富基礎，我們在前幾節的房市漲幅比較論述中發現他們的退休對市場並未對房市造成顯著的負面影響。對股市而言嬰兒潮的退休雖出現 3 次負面效應期間但以該期間跌幅相對後續 XYZ 世代加入職場所帶動的乘數效應，嬰兒潮退休對股市的衝擊跌幅相對小。



4. 世代人口紅利遇上殺手級應用

從人口紅利與股市關聯圖發現，(d) (e)及(f)區間均有出現世代就職人口紅利，但(d)及(f)區間的漲幅相對(e)區間高，(d)(e)(f)區間就職人數分別增加 1,400 萬/900 萬/1,600 萬增幅分別為 15%/9%/15%，區間股市漲幅 106%/40%/137%，有極為顯著的差異。推究產業趨勢我們認為人口就職紅利遇上殺手級產業的興起，將可引爆大多頭，畢竟殺手級產業需要有可以增加生產力的人也需要有具備消費力的人，再疊加上史上最富有的嬰兒潮退休族，衝撞出多頭的火花。(d)區間的人口紅利其恰巧是 1990 年代.com 網路興起的時期 10 年後集應用大成甚至引發投資泡沫。(f)區間則遇上 FAMMG 新經濟的興起。本研究推估(g)區間的人口紅利恰巧遇上 AI 產業的興起估計本波的多頭集大成時間點會落在 10 年後的(h)區間預估當 203X 年當 AI 產業的應用全面普及時股市方會達到高峰。

第四節、203X 年世代的樣貌預測

一、203X 年世代的樣貌

估計 2030 年代中期的時候各世代的年紀比現在推進了 10 年+屆時各世代在經濟上扮演的樣貌推估如下：

1. 嬰兒潮世代遺產轉移高速啟動

兒潮世代（1946~1964 年出生者）至 203X 年將達到 70~90 歲，進入資產大規模轉移的高峰期。嬰兒潮世代的財富（2024 年 Q1 持有 51.8%全美財富約當 94.1 兆美金）估計此時至少超過半數已經轉移到下世代或捐贈給機構。這將帶動財富由嬰兒潮世代轉移至 X、Y 及 Z 世代，尤其加速新一代投資者的資產增長，改變市場結構。

2. X 世代成為全美最富有的世代

X 世代（1965~1980 年出生者）至 203X 年將達到 55~70 歲，他們靠自己創造的財富（2024 年 Q1 持有 25.8%全美財富約當 46.85 兆美金）加上上世代的遺產轉移，屆時將成為世代中最富有的族群，部分人開始進入退休階段，開始轉資產投資管理者。



3. Y 世代（千禧世代）成為職場上主流及創新的主要投資者

在 203X 年，Y 世代（1981~1996 年出生者）至 203X 年將達到 39~54 歲，他們靠自己創造的財富（2024 年 Q1 持有 9.4% 全美財富約當 17.06 兆美金），估計他們將是主導 AI 應用創新的主流，在 AI 高速發展的過程他們將因職場創業或是股票分紅估計這世代累計財富的速度將十分迅速，加上上世代的遺產轉移，屆時 Y 世代前期開始投資換屋後期人口進入首購，Y 世代將成為「有錢投資者」。

4. Z 世代主流大量加入職場

Z 世代（1997~2012 年出生者）至 203X 年將達到 23~38 歲，成為職場人口紅利的生力軍，Z 世代完全出生在數位化的時代，他們的投資行為將更為積極，對數位資產（如虛擬貨幣）等顛覆性創新商品的接受度極高，這一世代也將接收少部分嬰兒潮世代的資產轉移，使他們的財富狀況比上 Y 世代同年紀時更加優渥。

5. Alpha 世代前期人口開始少量加入職場

203X 年，Alpha 世代（2010 年初~2020 年中出生者）至 203X 年前其出生的人口將步入 20 歲，少量開始成為市場上新加入職場的群體。

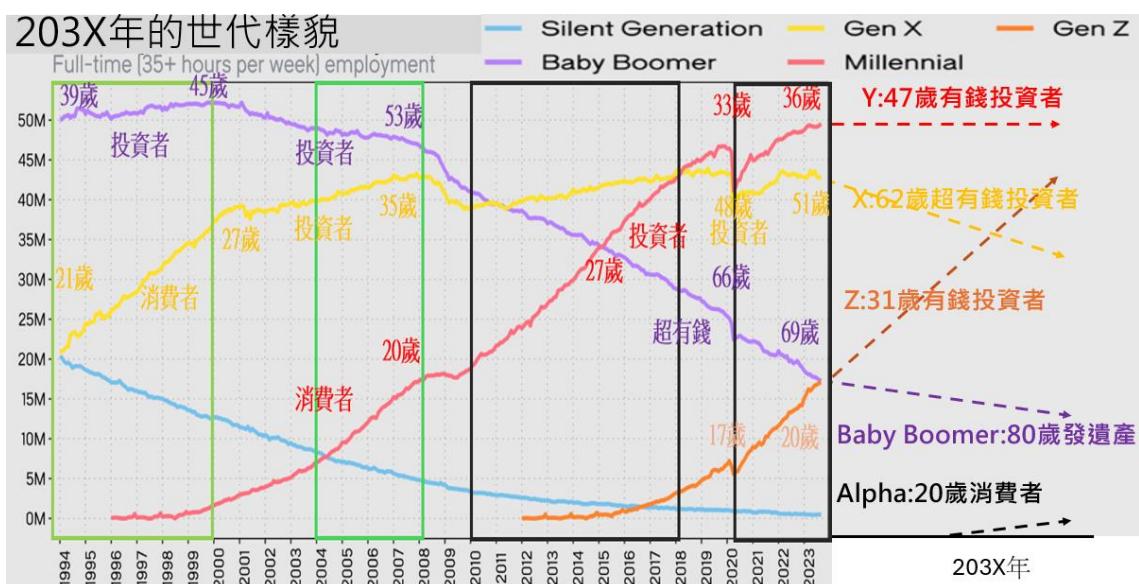


圖 18. 203X 年的世代樣貌

資料來源：Glassdoor、本研究整理



二、203X 年投資市場的樣貌

1. 百年來的生產力循環與戰後通膨循環

美國經濟長期發展中，經歷過生產力循環與通膨循環的交替變化，這兩者在時間軸上往往呈現出互斥的特徵。生產力循環：這些時期以技術創新和生產效率提升為特徵，通常伴隨經濟繁榮和股市上漲。

(1) 過去百年來美國一共經歷四波大型的生產力循環

i. 1920~1929 年：被稱為「咆哮的二十年代」，汽車和電力的普及推動了工業生產和經濟增長。

ii. 1950~1965 年：戰後黃金時代，航太、汽車、軍工、鋼鐵計劃等推動經濟快速增長。

iii. 1980~2000 年：監管放寬和金融創新帶來經濟活力，消費市場和房地產蓬勃發展。資訊技術革命，網際網路和個人電腦的普及帶動經濟和股市繁榮。

iv. 2010 年至今：互聯網時代，科技巨頭 FAMMG 企業在 2010 年代至今引領了雲端運算、數據分析、AI 技術、社群媒體和電商等領域的快速成長。並引導股市屢創新高。

(2) 二戰後市場也歷經過兩次通膨循環：這些時期以物價上漲和經濟增長放緩為特徵，通常對股市產生壓力

i. 1970 年代：越戰支出和石油危機引發高通膨，經濟增長受阻。

ii. 2000~2010 年：新興市場崛起，全球需求推動原物料價格上漲，美國房市泡沫。



圖 19. 百年來四波生產力循環與通膨循環

資料來源：財經 M 平方、本研究整理

2. 生產力循環與通膨循環的投資特徵

(1) 通膨循環特徵

- 房市表現優於股市：在通膨循環期間，實體資產如房地產因具有抗通膨特性而吸引資金流入，導致房市價格表現相對強勢。同時，貨幣供給增加導致通膨推升房價，房市成為資金避險的重要標的。
- 股市前期由原物料股引導上漲：初期原物料價格上升推動與其相關的能源股、礦產股等板塊上漲，形成股市短期繁榮。例如 1970 年代的石油危機，能源相關產業推升股市初期走強。
- 通膨後段成本上升壓抑需求，股市漲幅回吐：通膨持續後，企業生產成本增加，利潤遭受侵蝕，需求下滑使企業獲利受到打擊，導致股市表現疲弱。這時候，股市漲幅會逐步回吐，呈現弱勢格局。

(2) 生產力循環特徵

- 股市表現優於房市：生產力循環由科技創新帶動，推升經濟增長與企業獲利，使股市成為主要資金流向，整體表現遠優於房市。例如 1990 年代的資訊科技革命，科技股在 NASDAQ 指數上的爆發性成長。

ii. 主導創新的產業驅動股市：生產力循環期間，具備生產力創新的核心產業（如資訊科技、AI、雲端運算等）引領股市向上，並帶動市場整體信心。在此期間，創新型企業如微軟、蘋果、亞馬遜等科技巨頭引領市場走勢。

iii. 房市也同步上漲，但漲幅小於股市：雖然生產力循環以股市主導，但由於經濟成長與低通膨環境，房市也會同步受益，價格穩步上漲，但漲幅不及股市。



圖 20. 生產力循環與通膨循環

資料來源：FRED、本研究整理

（3）生產力循環的盡頭

生產力循環雖帶動技術創新、經濟增長與股市繁榮，但其結束往往伴隨著：系統性風險或市場泡沫破裂，特別是當過度投機與槓桿堆疊時，經濟與股市將面臨重大回調。通膨壓力：經濟過熱、資源供需失衡，通膨開始失控，成為市場與政策的重要風險。所以我們會建議當新的一波生產力循環展開始應該加重股市投資部位，當生產力循環中後期時可以轉移部份獲利到房市。

3. 203X 年的股房樣貌與歷史與未來泡泡生成樣貌

根據當前市場趨勢與世代人口紅利推估，203X 年投資市場的發展將呈現多頭「先股後房」的格局，而從歷史泡沫經驗推估此波 AI 所引爆的生產力循環未來泡沫的生成模式也將於 10 多年後陸續浮現。



根據 203X 年市場推估，未來投資市場將呈現以下格局：

- (1) 2024~203X 中期市場樣貌股市領先房市：受 AI 技術帶動新一輪生產力循環的影響，股市將在前期持續優於房市，科技產業將成為主要投資標的。
- (2) 203X 中期過後市場樣貌房市領先股市：203X 年中期過後大量的 Y 世代進入 40~50 歲的換屋及投資二套房階段，而 Z 世代早期人口進入首購年齡，Z 世代後期人口進入職場開始租屋。此時估計開始進入退休期的 X 世代，推論應該已經繼承了大量來自嬰兒潮世代的巨額遺產成為最富有的世代，嬰兒潮的財富移轉將使 203X 年中期之際 X 世代及 Y 世代兩個世代具備驚人的財富，將可支援當時進入首購的 Z 世代買屋，估計屆時世代就業人數創高的同時將啟動驚人的房市漲幅。
- (3) 泡泡生成大預測：引導 203X 年股市泡沫候選人 1.驅動本波生產力循環的創新產業：AI/機器人/自駕車；2.創新生技產業：成為首富的 X 世代將致力於追求健康與不老。

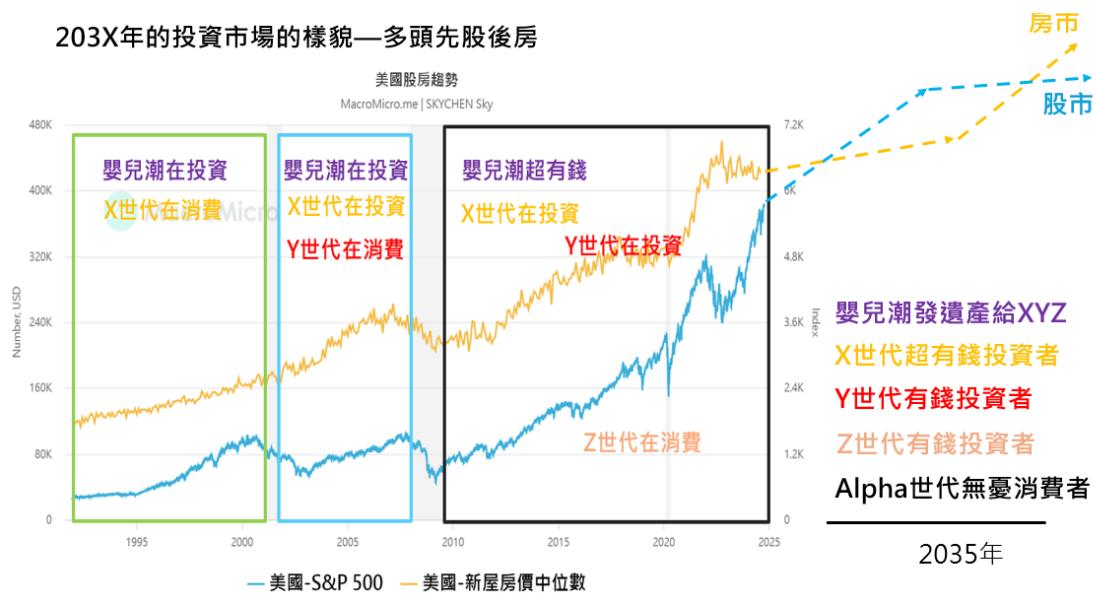


圖 21. 203X 年的股房投資樣貌

資料來源：財經 M 平方、本研究整理

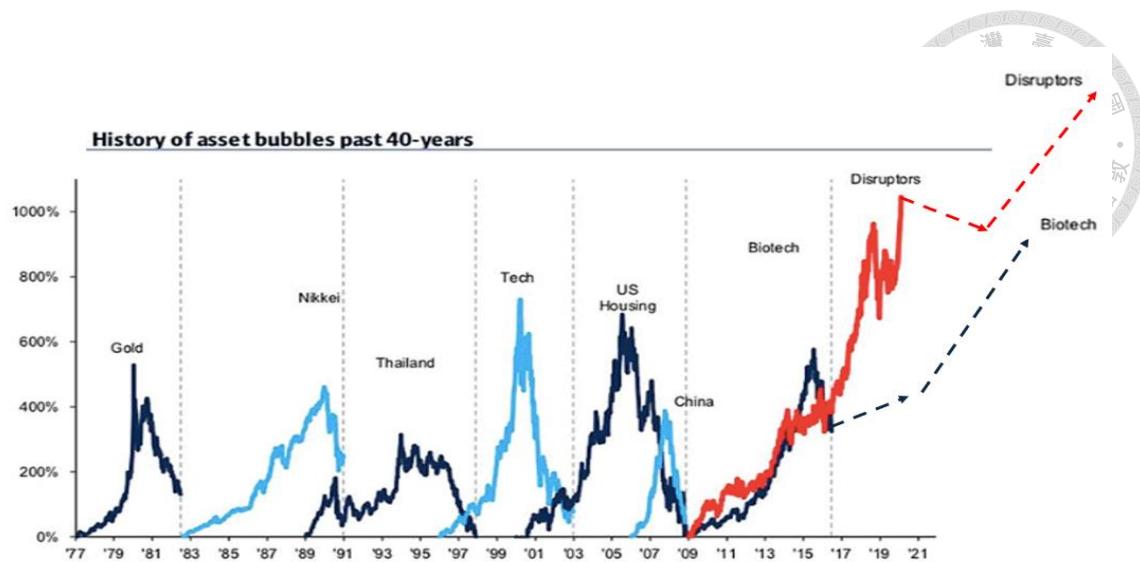


圖 22. 203X 年的泡泡生成樣貌

資料來源：snippet. finance，2020/2、本研究整理

第五章 結論與建議



第一節、研究結論

一、人口結構變遷與經濟角色的多世代交疊效應

本研究顯示，嬰兒潮世代(Baby Boomers)、X世代、Y世代和Z世代的經濟角色在不同行為階段上具有交疊效應，對房市和股市形成多頭格局。例如，當嬰兒潮世代進入財富管理與投資階段，X世代則進行換屋或第二次投資，而Y世代進入首購高峰，這種多世代行為疊加驅動了市場需求大幅上升。根據研究結果，這種交疊效應已經發生兩次，分別在1970~1980年代與2000~2010年代，預期下一波交疊多頭將於2030年代中期展開。

二、人口紅利對股市與房市的影響

1. 人口紅利是推動市場的關鍵因素之一

在勞動力主體世代數量增長時，股市通常呈現長期多頭，特別是在生產力循環與人口紅利同步發展時，主導產業的技術創新將進一步提升市場表現。本研究觀察到，當人口紅利高峰接近尾聲時，市場可能因需求衰退或資本成本上升而進入調整階段，尤其是股市。然而，在房市方面，人口紅利的影響具有延遲效應，特別是在首購需求延後的情況下。

2. 生產力與通膨循環的互動模式

生產力循環通常主導技術創新，提升經濟增長與企業獲利，是股市上行的主要驅動力。但隨著生產力循環進入後期，通膨壓力逐步浮現，可能因過度投機與槓桿積累引發市場波動甚至泡沫破裂。歷史顯示，生產力循環早期股市表現優於房市，而在通膨循環後期，房市通常表現較為穩定，尤其是在原物料價格推升建築成本的背景下。



三、多世代交疊與市場多頭格局

1. 多世代行為交疊對房市與股市的影響

本研究重新定義的三波嬰兒潮(1946~1964年、1976~1994年及2000~2009年)，顯示出世代行為交疊對市場多頭格局的顯著影響。例如，第1波嬰兒潮與X世代交疊時驅動了1970~1980年代的房市與股市高峰，第2波嬰兒潮與Y世代的交疊效應則在2000~2010年代創造了另一波多頭。

2. 人口紅利與多世代結構的長期效應

根據研究，2030年代將迎來第三波嬰兒潮與Z世代的交疊高峰，這將驅動房市需求大幅上升。同時，隨著嬰兒潮世代的財富轉移，X、Y世代將成為資金流向的主要受益者，進一步推動股市資本化。這種多世代協同的結構將為市場帶來長期增長動能。

四、經濟與投資趨勢的影響

1. 房市循環與首購效應

第1波嬰兒潮驅動了1970年代房市的167%漲幅，第2波嬰兒潮則延續至2030年初，累計漲幅超過153%。預期第3波嬰兒潮在2034~2043年啟動下一波房市多頭，隨著Z世代與Alpha世代的加入，市場需求將進一步增強。

2. 股市的主導產業與風險

估計目前到203X年的生產力循環期間，科技產業如AI、大數據及生技是股市的核心動能。然而，隨著通膨壓力上升與市場投機過熱，可能出現系統性風險，特別是在203X年代後期。

五、政策與策略建議

對政府的建議提供首次購屋者稅收優惠與貸款支持，穩定房市需求。制定透明化的財富轉移政策，利用遺產稅收入支持教育與基建。針對高科技產業提供資金支持，確保生產力循環的持續性。



六、對投資者的建議

- (1) 生產力循環早期：加重科技股配置，如 AI 和生技醫療相關產業。
- (2) 通膨循環後期：轉向房市及抗通膨資產，分散風險。

七、對企業的建議

- (1) 瞄準 Z 世代與 Alpha 世代的消費需求，推出創新性產品與服務。
- (2) 強化資產管理能力，為 X 世代和 Y 世代提供量身訂制的理財服務。

八、總結

本研究揭示，人口紅利與世代交疊是市場多頭格局的重要驅動力。2030 年代，隨著生產力循環的延續、AI 技術的興起以及嬰兒潮世代財富轉移的加速，美國市場將迎來新一輪的增長機會。然而，市場參與者也需警惕生產力循環後期可能的通膨壓力與系統性風險，靈活調整投資策略，以實現穩健與可持續的經濟增長。

第二節、後續研究建議

本研究從人口紅利、世代交疊與經濟結構三個維度探討其對股市與房市的影響，但隨著科技與經濟環境的快速變遷，後續研究可從以下幾個方面進一步深化探討：

- (1) 跨區域比較研究：不同國家或地區的世代結構與人口紅利特徵有所不同，未來可深入比較美國、歐洲及亞洲等主要經濟體，探討各地區世代交疊對房市和股市的影響差異。
- (2) 財富轉移對市場結構的影響：新世代資本累積速度：探索 X、Y 和 Z 世代因遺產轉移及自身收入增長而形成的資本累積模式，分析其對資本市場的結構性變化。
- (3) 強化量化分析與模型構建：結合人口經濟學及大數據分析技術，建立更加精準的預測模型。

上述建議旨在為後續研究提供方向，期望透過多維度的探索深化對人口紅利、經濟成長與市場發展的理解，為政策制定者、投資者及研究者提供更具價值的參考依據。

參考文獻

一、中文部份

- [1] 余世傑，(2012)，美國人口結構對房地產價格影響之實證研究，[碩士論文]，淡江大學保險經營碩士班。
- [2] 李稻葵，(2012)，「中國人口紅利與資本市場」，中國社會科學出版社。
- [3] 胡學英，(2020)，「人口紅利與經濟增長問題研究綜述」，2020，廣州深圳大學經濟研究學院，145-149。
- [4] 郭晗與任保平，(2020)，「人口紅利與中國經濟增長理論與實證」，西北大學經濟管理學院，1-10。
- [5] 陳琦仁，(2014)，台灣人口結構與股票市場趨勢探討，[碩士論文]，中原大學企業管理學系。
- [6] 彭建文與蔡怡純，(2017)，「人口結構對房價影響分析」，經濟論文叢刊，45(1)，163-192。
- [7] 曾羚，(2019)，「全球財富移轉下臺灣證券市場的發展」-SECURITIES SERVICES REVIEW，684，46-59。
- [8] 黃勢璋、伍大開、陳敬達、陳國樑與羅時萬，(2022)，「代際財富流動性之探討—2001~2018 遺產稅配對資料分析」，臺灣經濟預測與政策中央研究院經濟研究所，53:1 (2022)，79-115。
- [9] 蔡昉，(2020)，「如何開啟第二次人口紅利」，國際經濟評論，2，9-24。
- [10] 鄭浩，(2021)，貨幣政策、人口因素和居民財富對房價影響實證研究，[碩士論文]，國立臺灣大學財務金融研究所。
- [11] 鄭昱宇，(2023)，「中日對比視角下中國房地產行業健康發展研究」，香港中文大學深圳經管學院。
- [12] 薛承泰，(2022)，「兩岸人口變遷與危機，展望與探索」，20(9)，66-80。
- [13] WIND 研究資料庫，(2021)，「人口變遷背景下的中國經濟轉型與升級」，光大證券產業報告。
- [14] WIND 研究資料庫，(2021)，「出生率下滑無法逆轉 90 後直面人口峭壁」，光大證券產業報告。

- [15] WIND 研究資料庫, (2021), 「大國崛起背後的人口鎖匙」, 光大證券產業報告。
- [16] WIND 研究資料庫, (2021), 「生育原意已接近日本股利政策還會遠嗎」, 光大證券產業報告。
- [17] WIND 研究資料庫, (2021), 「人口退潮消費漲潮」, 光大證券產業報告。
- [18] WIND 研究資料庫, (2023), 「延遲退休能否釋放二次人口紅利」, 光大證券產業報告。
- [19] WIND 研究資料庫, (2023), 「從人口視角看未來 20 年房地產需求演變」, 光大證券產業報告。
- [20] WIND 研究資料庫, (2024), 「如何看待 2023 年中國人口數據」, 光大證券產業報告。

二、英文部份

- [1] Bakshi, G. S., & Chen, Z. (1994). "Baby Boom, Population Aging, and Capital Markets". *Journal of Business*, 67(2), 165-202.
- [2] Bloom, D. E., & Williamson, J. G. (1998). "Demographic Transitions and Economic Miracles in Emerging Asia". *The World Bank Economic Review*, 12(3), 419-455.
- [3] Feng, W., & He, L. (2007). "Population Aging, Economic Growth, and Old-age Security in China". *Journal of Economic Literature*, 45(3), 955-986.
- [4] Jud, G. D., & Winkler, D. T. (2002). "The Impact of Demographic Structure on Housing Demand: A Cross-Sectional Analysis". *Journal of Real Estate Research*, 23(1), 1-22.
- [5] Mankiw, N. G., & Weil, D. N. (1989). "The Baby Boom, the Baby Bust, and the Housing Market". *Regional Science and Urban Economics*, 19(2), 235-258.
- [6] Ortalo-Magné, F., & Rady, S. (2006). "Housing Market Dynamics: On the Contribution of Income Shocks and Credit Constraints". *The Review of Economic Studies*, 73(2), 459-485.
- [7] Rodríguez, M., & DeCastro, M. (2015). "Demographic Change and Housing Markets: Evidence from European Countries". *European Economic Review*, 74, 181-196.



三、網路部份

- [1] 財經 M 平方部落格, (2020),「美國房地產四大面向了解疫情後的房地產趨勢」,
<https://www.macromicro.me/blog/mei-guo-fang-di-chan-si-da-mian-xiang-liao-jie-yi-qing-hou-de-fang-di-chan-qu-shi.html>, 搜索日期：2024 年 12 月 10 日。
- [2] 羅梅青, (2013),「亞洲主要國家人口老化對經濟成長的影響」,
<https://ws.ndc.gov.tw/Download.ashx?u=LzAwMS9hZG1pbmlzdHJhdG9yLzEwL3J1bGZpbGUvMC80NjAxLzk2N2Q5ODMyLTA4ZDctNDBkMi1hM2VjLTQ3ZTM1OWNiYzZjOC5wZGY%3D&n=6KuW6KGhMTItMDlfNS7ntpPlu7rlsIjoq5YwMV%2Fkup7mtLLkuLvopoHlnIvlrrbkurrlj6PogIHljJbIsI3ntpPmv5%2FmiJDplbfnmoTlvbHpn78ucGRm&icon=.pdf>, 搜索日期：2024 年 10 月 10 日。
- [3] Allianz Group Economic Research, (2024), “Allianz Global Wealth Report 2024”,
https://www.allianz.com/en/economic_research/insights/publications/allianz-global-wealth-report-2024.html, 搜索日期：2024 年 9 月 1 日。
- [4] Axios Markets, (2023), “Gen Z will overtake boomers in workforce in 2024”,
<https://wwwaxios.com/2023/11/22/gen-z-boomers-work-census-data.html>, 搜索日期：2024 年 12 月 1 日
- [5] BCA, (2024), “The GenAI Era Unfolds”,
<https://www.bcg.com/publications/2024/global-wealth-report-the-gen-ai-era-unfolds>, 搜索日期：2024 年 9 月 1 日。
- [6] Cerulli, (2022), “Cerulli Anticipates \$84 Trillion in Wealth Transfers Through 2045”,
<https://www.cerulli.com/press-releases/cerulli-anticipates-84-trillion-in-wealth-transfers-through-2045.html>, 搜索日期：2024 年 12 月 1 日。
- [7] Glassdoor, (2023), “Glassdoor’s 2024 Workplace Trends”,
<https://www.glassdoor.com/blog/workplace-trends-2024.html>, 搜索日期：2024 年 12 月 1 日
- [8] UBS, (2024), “Global Wealth Report 2024”,
<https://www.ubs.com/content/dam/assets/wm/static/noindex/wm-germany/2024/doodownload/Global-Wealth-Report-2024.pdf>, 搜索日期：2024 年 9 月 1 日。