

# 住宅增值參與債券 可用7折價買自住屋

不景氣的年代，企業只有創新與創造雙贏，才可能解決房地產修正的問題，而住宅增值參與債券（HAPN）就是解決全球房市問題的方法之一。

**全**球各國已嘗到房市泡沫化留下的後遺症，台灣也不例外。雖然近期政府推出健全房地產政策，但我們已經可以預期台灣房市將陷入進退不得的泥沼，從過去的歷史軌跡可知，房市必須等到NPL（不良債權）暴增、AMC（資產管理公司）進場，才能算是真正落底。

現今房市的困境是，建商與購屋人是「零和遊戲」，亦即建商贏、購屋人就輸（即買方高檔套牢）；建商輸、購屋人就贏（即買方低價買進），只有找出雙贏，甚至是政府、建商、購屋人的三贏解決方案，才能為房市解套。而近期美國安富金融工程集團總裁楊太樂博士所提出的住宅增值參與債券（Home Appreciation Participation Note, HAPN），不僅可解決短期房市交易萎縮問題，中長期還能維持房地產的穩定。

由於房地產真正的核心價值是兼具消費財（居住使用）與投資財（增值機會）等雙重特性，但房價漲跌與否，受到投資客

進場或退出的變動影響。對自住客來說，為了滿足基本需求，不僅要負擔使用權的價格，也被迫負擔未來房價增值（或貶值）機會的價格；對投資客來說，為了賺取房地產增值價差，不僅要花錢買進居住使用權，在尚未出售之前，還必須額外負擔維修成本，因而壓縮了獲利空間。而HAPN的設計架構，就是將兼具消費財與投資財的雙重特性拆開銷售。

HAPN的架構對自住客來說，等於放棄未來賺到價差的機會，因此可以用較低的價格買進居住使用權，HAPN並為屋主設計保留房屋每年總價增值1%的比率（以1000萬元房價為例，等於每年增值10萬元），目的是為了讓屋主努力維護房子，並可於未來換屋改善居住環境。

對投資客而言，買進HAPN如同買進一張零息債券，持有時間並不配息，收益計算方式以各區域房價指數為準，計算投資期初與期末的差額。好處是投資人可以因個

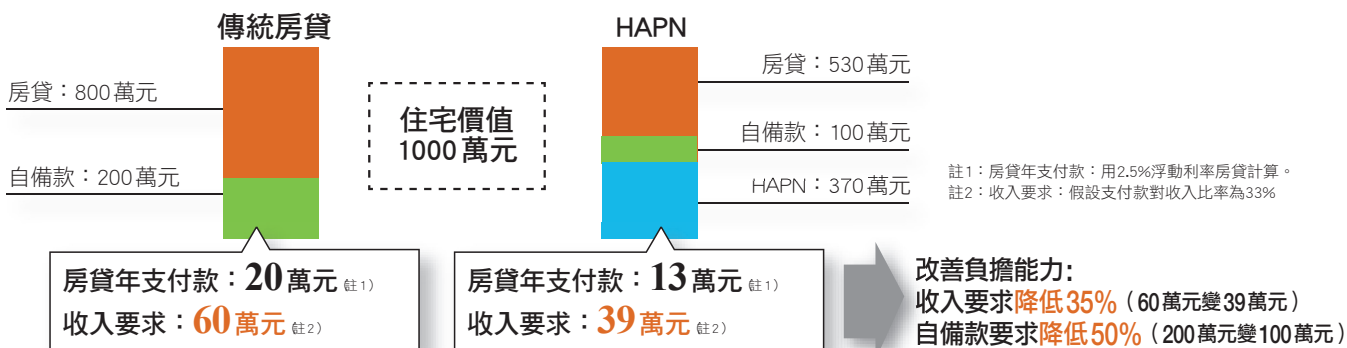


小辭典

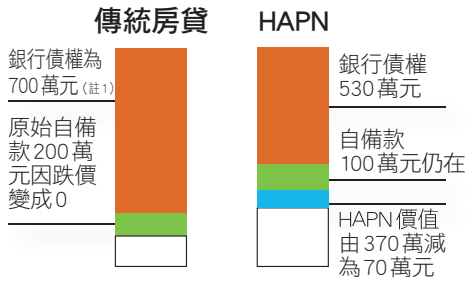
## 零息債券

譬如用80元買進一張零息債券，持有的數年期間不領利息，但是數年後期滿時，可拿回100元，採取這種設計的債券稱為零息債券。

## 住宅參與增值債券（HAPN）的設計架構

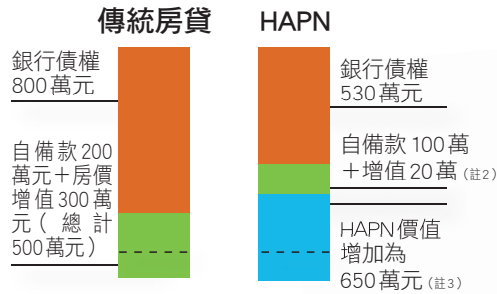


**跌30%**  
住宅價值僅剩700萬元



註1：1000萬元總價的房屋，跌30%後，房價只剩700萬元，倘若屋主無力繳款而違約，銀行債權等同損失100萬元；但若是HAPN架構，則跌價損失由HAPN投資人負擔，銀行債權得到保障。  
 註2：假設1000萬元住宅每年增值1%，2年後約增值20萬元，加上原始自備款100萬元，共120萬元  
 註3：等於1300萬元-530萬元-100萬元-20萬元

**漲30%**  
住宅價值提高為1300萬元



人風險承擔能力不同，分散調整以及維持流動性；缺點是投資人獲利了結的時間，必須要等到屋主出售房屋實現獲利，亦即獲利了結的主控權並非掌握在自己手裡。

舉例來說，台北市一間25坪中古屋價值1千萬元，經財務工程試算後，該房地產消費財占總資產7成、投資財占3成，對自住客來說，只要花原價的7折（700萬元）就能住市區房子，成本相對減少；而看好市區增值潛力的投資客，也只需花3折（300萬元）的價錢，就取得未來增值的機會，多餘資金還能分散投資其他HAPN。

若干年後，倘若房價上漲至1200萬元，屋主出售時可領回700萬元，而投資客不僅拿回原先投資的300萬元，另外還賺到200萬元增值；相反的，若房價下跌至800萬元，自住客一樣拿回700萬元，但投資客卻只能拿到100萬元，等於賠了200萬元。不過這是簡化情況的試算，實際承做時還必須精算增值稅等稅賦成本。

當前房市的氣氛是自住客因預期房價下跌而延緩購屋，投資客又因過度槓桿製造房貸泡沫，倘若房價重挫，將導致房貸大量違約，金融機構的財務風險大增。HAPN不僅可以降低購屋門檻，在景氣下滑階段仍可提高居住需求，以避免過度衰退；待景氣回升後，又可以避免過度的投資預期，讓市場泡沫擴大。

從各方面來看，HAPN就是建商、購屋人、金融機構及政府的四贏方案。對建商

來說，現階段可以利用HAPN出清閒置成屋，降價出售房地產；倘若無法出售HAPN，可以暫時持有；對金融機構來說，若房貸戶有可能違約，只要銀行願意重新架構HAPN的借款，暫時持有部分HAPN，就能減少不良債權發生的機率；對購屋人而言，HAPN可以降低購屋門檻，自住客不須承擔房價上漲或下跌的風險；對政府而言，只要負責監督並擔保HAPN的履行，就能解決當前房市問題。

當然，這套已經在美國申請專利的住宅參與增值債券，引進台灣後，在制度的設計也可以改良，比如對屋主每年固定增值比率是否為1%，都有商議的空間，但主管機關不能忽略仍有以下問題需要解決：首先，必須先建立地區性的房價指數，當成計算HAPN收益的客觀標準，以排除人為操控；其次必須將審核及服務標準客製化，並建立教育機制以保障民眾權益。

總的來看，HAPN真正能發揮功效是房價趨於合理水平時，因為房價過高，缺乏增值空間，能夠發揮效果有限。當然，初期我們無法期待HAPN能夠馬上達到刺激買氣、加速市場復甦的目的，但從積極面來看，當市場壞消息愈來愈多，投資信心漸趨薄弱時，房地產業者思維不應延續舊時代的窠臼，反而應用創新精神來迎接市場的挑戰。（本專欄僅代表專家個人觀點）



張 金 鵝

現職：政治大學地政系教授  
 政大台灣房地產研究中心主任  
 學歷：美國麻省理工學院建築碩士、美國賓夕法尼亞大學都市及區域計畫系碩士、博士  
 經歷：美國加州柏克萊大學、瑞典國家建築研究中心等訪問學者、國立政治大學地政系專任副教授