

住宅市場與住宅政策第六次上課紀錄

時間：民國 95 年 03 月 20 日

地點：政大綜合院館南棟 270622

授課教師：張金鶚

紀錄：吳怡蕙

出席人員：陳錫山、曾翊璋、曾瀝儀、鄒欣樺、陳香妃、洪御仁、吳怡蕙、
鄭佩宜、龔永香、張怡文、李芳怡

上次課程補充

1. 有關住宅所得彈性

過去實證指出，美國住宅所得彈性約 0.75，而台灣約 1.2，但是並沒有解釋原因。我們要清楚定義，像是有錢人與窮人的住宅所得彈性一定不一樣，有錢人的彈性會比窮人來的大，究其原因，乃台灣的房價高，所以佔所得的比例是較高的；且在價值觀而言，國人注重住宅擁有，這是屬於偏好的影響結果。

2. 老人年金屋

這方面大家可以好好思考，如何能使老人年金屋在台灣更受歡迎？法律面有什麼規範？實行上會面臨什麼問題？

老師：我認為老人年金屋在台灣而言，未來可能是很有市場的。隨著環境的變遷，大家不一定會留房屋給子孫，且壽險公司可以好好規劃，這是很具有討論空間的。我們知道貸款是長期的，金融公司是借短貸長。然而現在可以結合保險，因為保險是長期的，對壽險公司則是增加收益對，也就是「借長貸長」；消費者而言就是「保險+貸款」。大家可以思考：住宅+金融+保險，三者結合有何貢獻？地政系的專業就是在於「know how」，知道什麼是「好」的房子及其價值。

錫山：我們知道房屋的現值很難評估，那未來的房價不是更難評估嗎？

老師：首先現值要算好，我們可以分三面向來看，一、總體景氣；二、房市景氣；三、個案因素，這三者均會影響未來房價。估價是個困難，因為沒有人有絕對的把握。預測未來值則可分為下列四種因素，一、trend:例如指數；二、cycle:景氣波動，最為困難；三、seasonal:最容易判斷的，看每年的變化；四、random:隨機因素沒有人知道。評估中短期的把握通常較高，而長期只能看方向，但是至少有房屋價值的 fundamental 在，而投資本來就是具有風險。回歸主題，年金屋所評估的是現值。剛所談到的未來值是機率問題，目前是透過時間序列模型推估，例如，我們所做的景氣案可以預測領先三季。另外，還有結構性模型，他的好處在於可以知道因果關係，而預測模型是準確性較高。

課程內容

一、住宅金融議題

1. 穩定性與通貨膨脹

穩定：隱含長期的概念，要有安全感，然而通貨膨脹¹卻是威脅穩定性的最大問題。我們可以分價量兩方面來看。量：指的是資金要放多少，也就是貨幣供給與財貨之間的比重，住宅市場的資金量是很多的，所以利率才會下降。而利率就是代表”價”，而價量之間有一定的關係。央行的責任就是穩定金融，這樣大眾才敢投資。

老師：我們都知道房屋可以抵抗通貨膨脹，那麼通貨膨脹對房市是好是壞，有什麼影響？

欣樺：買房子可以避險，但卻佔去購買其他財貨的錢了。

老師：也就是說通貨膨脹造成了實質購買力下降，那為何房價會漲呢？這其實是要看房市的供需情形。

佩宜：我認為要看通貨膨脹的漲幅多少。若漲幅不大，並不會造成民眾購屋的慾望，若漲幅很大的話，因為房屋可以保值，這時民眾購屋慾望就會較大了。

老師：像石油危機時，民眾搶購民生必需用品(ex:衛生紙)，乃預期心理所造成的，但廠商卻又惜售，這是有趣的。所以說超過一定幅度才算是通貨膨脹，且要視大眾預期心理，之間沒有線性關係，所以要實證才能得知。而建商通常會成民眾預期心理，以成本推動法告訴大眾房價漲。另外，房租漲與房價漲卻又是不同的，房租通常代表落後指標，通常通貨膨脹對預售屋的影響較大。

2. 儲蓄、稅與利率

(1)儲蓄率高：代表了台灣的房屋自有率高，人民儲蓄通常有兩個原因：當作子女教育基金、為了買房屋。但是儲蓄率高好嗎？儲蓄率高代表資金沒有有效利用，所以回到剛剛所談”保險+貸款”的概念，我們應該更重視投資組合。

(2)稅：雖然之前土增稅減半，但可以思考政府的總稅收是否增加？

(3)利率：是長期因素，利率的變動快慢都有不同的影響層面，像是購屋貸款者要選擇浮動利率或固定利率。利率是影響購屋意願、購屋者負擔等等因素。

3. 窮人的住宅金融

要如何幫助？應該要兼具公平效率。

為何要幫助窮人？有很多說法，如：避免 NPL。

¹ 經濟學家將通貨膨脹定義為“一般物價水準在某一時期內，連續性地以相當的幅度上漲”。至於“相當幅度”是多少呢？因各國認知而異。

用什麼方法？過去是蓋國宅，現在是補貼。那麼補貼是要對供給者還是需求者補貼呢？

意義：所得重分配。

4. 首次購屋

老師：為什麼要幫助首購的人？正當性在哪？

芳怡：因為首購的通常是年輕人。

老師：這我們在後面討論住宅補貼單元的時候，可以好好討論“補貼身份”問題。像美國也是鼓勵購屋，利用“稅”當刺激購屋的誘因，那麼買房子的好處在哪？

錫山：可以安家立業，使社會穩定。

老師：因為房屋市場是具有外部性的，間接可以刺激總體經濟。

5. 公平與效率：流動性與紅線區(redlining)

住宅金融的效率與公平應該兼具的。像是沒有錢買房子的人，就將他們畫在紅線裏面，這是不公平的。另外，台灣的住宅金融多重抵押品價值，不重借款人的還款能力，但這卻是很重要的，所以我們應該從AVM(大量估價系統，只考慮抵押品屬性)引申到發展AUS(自動核貸系統，考慮抵押品及貸款人屬性)。

6. 政府角色

住宅金融對窮人相當重要，但相關問題卻不能解決，畢竟銀行不是慈善機構，且很多時候都是出了問題，政府就會跳出來介入。

政府角色定位在於：

(1)使總體經濟穩定。

(2)使房市安定，對於是否針對需求面特殊身分的貸款補貼，是具有爭議性的。在這方面，我認為政府應該鼓勵人民維護房屋，以修繕房屋的費用可以抵稅的方式著手，這是具有外部性的，可以使環境變好，政府亦可增加稅收。

(3)使資金流通：在美國有準官方機構介入MBS運作，ex. Ginnie Mae & Fannie Mae 為專門為低收入戶辦貸款保證的機構FHA 以及為軍人辦貸款保證的機構VA 所發行的MBS作保證，以幫助分散風險。而台灣未來將走向這一塊，目前還有許多改進發展空間，值得關注。

二、台灣住宅金融

1. 台灣早期住宅金融不健全，所以Construction loan的方式是與地主合建，後來發展出預售制度，但風險相當大，且很多來自購屋者的壓力，而這些都是非正式的住宅金融。一直到現在演變成金融創新 MBS 與 REIT，但是這些金融產

品也是近兩三年才出現的。

- MBS：上一堂課我們有討論到 MBS 在台灣尚不普遍，主要可能是因為資訊不健全，不易計算違約率與提前清償率等，所以此時投資人會拉高風險溢酬(risk premium)，但這對投資就不利了。
- REIT：是屬於較積極型的金融產品。以美國而言，equity REIT 佔 70~80%，台灣的产品也大多是這種，而 mortgage REIT 的比例愈來愈少了，目前台灣的 REIT 情況如何？這我們下一節課討論。

總而言之，使金融多樣性要重要的，可以讓民眾有更多選擇，而創新可以使市場變得更大，因為可以滿足每個人的不同偏好，所以這是我們應該努力的方向。

2. 如何減低預售的風險？

以前有所謂的「建築經理公司」，它的功能就是協助解決預售屋的問題，幫助銀行代辦履約保證。過去建商總是「以案養案」，但是景氣下滑時，就全倒了，猶如骨牌效應，而「建築經理公司」監督的功能就是專案制度，每個個案要有自己的專戶，不能將錢用到別的個案上，另外也擔任顧問的角色。但是一般大型建築公司並不需要「建築經理公司」的背書，只有小型建商才需要，但因為成本卻過高而遭淘汰的命運，轉變成現在的管理機構(公司)，它底下就包含了營建廠、建築公司、建金公司及租賃管理公司。

3. 另一方面，金融不健全的因素隱含台灣的相關研究並不多，所以不能讓相關單位有參考的空間，所以這一點也是我們應該再努力的。

三、REIT 課題討論

老師：依我看來，日本的 REIT 不錯，香港的領匯基金是目前亞洲最熱門的。亞洲是新興市場，依美國經驗看，是很有潛力的，那麼台灣 REIT 是否有這股力量？我認為估價是一個很大的問題，是可以改進的空間。目前有三檔 富邦一號、新光一號、國泰一號，富邦二號也即將要發行了，而台灣是以 SPT 為架構，主要是以銀行為主，而美國與日本是 SPC 架構，主要是經營投資。那麼開發型跟收益型有什麼不同？開發型像是都市更新 等，屬於高報酬高風險，那 NPL 可以證券化嗎？信評公司如何評估產品的好壞？我認為對產品的認識是重要的，像新光一號的評等是目前最好的，因為投資組合有多樣化。

翊璋：好的不動產，是否就是好的 REIT，雖然強調投資組合，但富邦一號雖然有三棟，但一樣都是位於台北市的辦公樓？這一點值得深思。

老師：投資組合的確是重要的，像是洪式韻(2005)的論文實證結果顯示區位比類型的投資組合更有效率。此外，那麼管理維護有影響嗎？什麼才是好的 REIT？

翊璋：我認為每坪 NOI 愈大愈好。

老師:應該說 $ROR(=NOI/Asset\ Value)$ 更重要,為了要報酬率高,how to maintain? 因為要強制發回,就不能增資。另外想想,若公有土地可以證券化嗎? 像香港的領匯基金也是利用國宅證券化,他們的國宅是只租不售的。回頭想想,台灣的國宅卻是出售的,而台灣的出租市場不健全,而迫使人民只好買房子,造成自有率高,這其中是很多矛盾的。我們應該要從供給與需求面來看不動產證券化,需求又分法人與散戶,法人投資主要是分散風險,而個人的投資則是非自用,他們之間的比例又有什麼關係? 大家可以想想看。台灣幾檔 REIT 發行都是超額認購的,也從未掉到票面價值以下,所以還是有很多發展空間的。