

## 住宅市場與住宅政策第八次上課紀錄

時間：2017.11.07(二) 9：10~12：00

主持人：張金鶚老師 地點：政大綜合院館南棟 270622 室

紀錄：張芳清

出席：張金鶚老師、劉昱辰、王怡文、趙家涓、黃子彤、張芳清、游億仙、曾懷萱、楊博宇、張芳瑋、楊樺、谷元、蕭士傑、李尚華、呂哲源、辛佩霓、劉家伶、羅子涵、麥怡安、張玥淳

### 【課堂討論】

○討論上星期課綱附件之二實驗問題

• 實驗一：

假設你目前月薪收入是\$56,000，而你的支出為\$40,000 元。

假設現在：

情況一：你的收入維持不變，而你的支出減少到\$33,600 元；

情況二：你的收入增加到\$66,666 元，而你的支出則維持不變；

情況三：你的收入增加到\$73,333 元，而你的支出也增加到\$44,000 元。

請列出最佳至最差的選擇：(以“1”表示最佳選擇，“3”表示最差選擇)

情況一：\_\_

情況二：\_\_

情況三：\_\_

老師：這是多年前一為香港教授傳來給我的財務實驗，測試各位對財務之敏感程度如何，看看各位對測試之結果如何？

$$(\$33,600-\$40,000)/\$40,000=-0.16$$

$$(\$66,666-\$56,000)/\$56,000=0.19$$

$$(\$73,333-\$56,000)/\$56,000=0.30；(\$44,000-\$40,000)/\$40,000=0.10$$

子彤：情況三之收入增加且支出也增加是最好的。

老師：那第二好的情況呢？

尚華：情況二之收入增加，支出則維持不變。

老師：最近我們常在討論的，我們臺灣長期所得不但沒有增加，反而有倒退的現象，但另一方面，臺灣的消費相對也是低廉的，物價水準低，這樣就感覺沒有明顯變壞。但有些國家所得明顯提高，消費也變貴，那你覺得呢？這個題目是在告訴你說，你願意選擇像我們現在收入沒有增加，但相對消費也是低的；還是收入增加，但伴隨消費也增加了？主要是現在就不同層次也好，不同國家也好，都會面臨相同的問題，如同你去中南部就業，薪水減少，相對物價支出也低；你在台北就業，薪水高，房租物價也高，你會選哪一個？

老師：不過就剛才的選擇而言，收入增加，支出也增加，相對而言是件好事情，所以實驗一基本上，情況三是最佳；情況二次之；情況一是最差。

• 實驗二：

張三、李四、王五各以\$1,200 萬元買下一戶高級公寓大廈，並在一年後出售該住宅。

假設：

張三在擁有住宅那一年，物價產生通貨緊縮，各樣物品與服務收費皆降價 25%，一年後，張三以 924 萬元出售該住宅(即較他買時少了 23%)。

李四在擁有住宅那一年，物價產生通貨膨脹，各樣物品與服務收費皆上漲 25%，一年後，李四以 1,476 萬元出售該住宅(即較他買時多了 23%)。

王五在擁有住宅那一年，物價平穩，各樣物品與服務收費皆無漲跌，一年後，王五以 1,176 萬元出售該住宅(即較他買時少了 2%)。

請評估張三、李四、王五三人房地產投資結果的優劣：

(以“1”表示最佳選擇，“3”表示最差選擇)

張三：\_\_

李四：\_\_

王五：\_\_

老師：第一個是物價緊縮，第二個是物價高漲，第三個是物價平穩，都較買時少了 2%，你覺得呢？張三是 1 還是 3？這都是賠的意思，不是賺。這就是你對財務時間價值的選擇。

昱辰：膨脹比較好(李四)，因為貨幣的價值比較低，賠 2% 比較少。

老師：我這邊答案是 1(張三)；2(李四)；3(王五)。

芳清：我個人的選項，通膨是優先的，因為我的觀點是說，通膨與緊縮可能是短暫性的維持一段時間，這題目是房地產賣掉的時間，之後可能會再去運用這筆錢，因為不動產有抗通膨之功用，在通膨時賣掉，保有那筆錢，等到物價平穩，甚至緊縮後，再去運用那筆錢，反而以長期的觀點而言是獲利的。如果就 2% 其實都是一樣的，必須考慮前期與後期資金運用之結果，才能判斷優劣。

老師：當然這個講法好像又回到出售後資金的運用狀況下，通膨表面上之賺的，但等待一段期間，你又無法確定物價是如何，假設都是一路通膨下去，應該題目是一路都在漲的，否則就沒有意義了。

子彤：當他緊縮時出手時，應該預測會繼續緊縮才出手的。

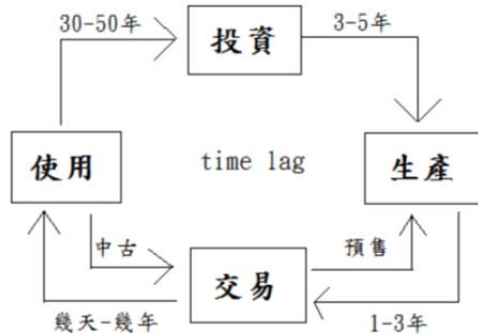
尚華：這是稅基跟稅率的感覺，如果以第二個來說，1476 萬是漲 23%，各樣物品與服務收費皆上漲 25%，所以稅基不到 1476 萬，是這個意思嗎？

芳瑋：如果把價格直接還原的話，算出來會是 1 的價值最高，把三個標的價格轉成同一個水準的話。

佩霓：應該分別是  $924/0.75=1232$ ； $1476/1.25=1180$ ； $1176/1=1176$ 。所以答案是 1；2；3。

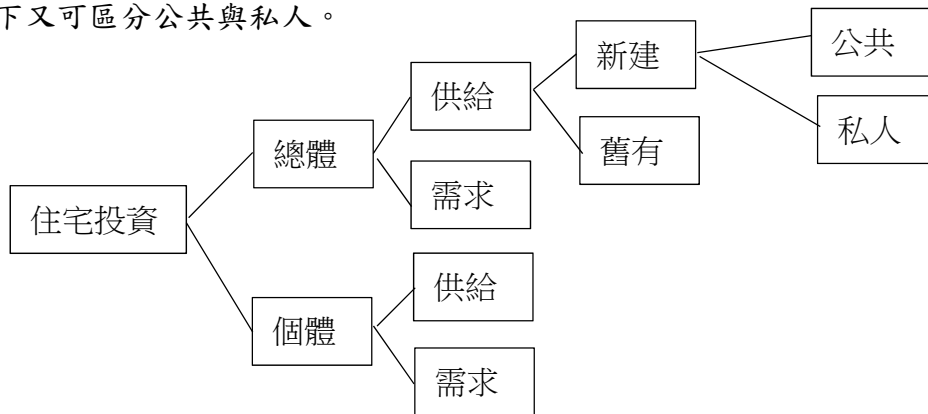
老師：Got it~

老師：接下來四週會提到房地產的生命週期，分別為投資、生產、交易、使用。  
畫個簡單圖來看：



老師：這個地方可以從個體或總體角度來看，這裡講房子投資，是以個體的角度來看，生產後再交易為傳統的生產交易，而交易後再生產即為預售市場，另使用後才交易即為中古屋市場。這邊當中重點是，從投資到生產通常為3-5年；生產至交易通常為1-3年，會依房子的規模及建築的工法而有差異；交易至使用由幾天至幾年(不景氣時)的情況皆有；使用至投資通常為30-50年，而美國很多卻是住在百年老屋，相較之下台灣使用至投資的時間沒想像中的長。

老師：住宅投資分為總體與個體，這課住宅政策主要是總體觀點，總體觀點下有供給與需求，供給下又有新(新建，代銷)與舊(存量，仲介)之分，而新建下又可區分公共與私人。



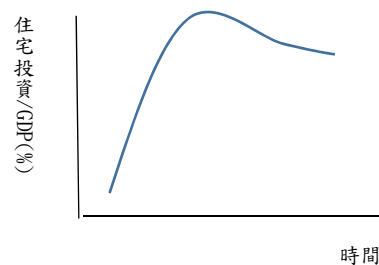
老師：投資關鍵，從家戶觀點而言，每個人需要投資多少個房子，買一棟、二棟或買不起。從國家總體觀點而言，我們要討論的問題為究竟住宅投資是過多(over-investment)還是過少(under-investment)，我們的資源配置到底如何？從家戶角度去看，到底是過度消費(over-consumption)或是消費不足(under-consumption)。

老師：在美國很多 paper 早期在討論的就說，其實在發展中國家中整個住宅投資是呈現 over-investment，把太多資源放在這上面，我們臺灣看起來也是

很清楚。當從家戶角度來看是否 over-consumption，你究竟所得多少比例放在房屋投資上，排擠效果到底如何？剛講投資的概念上，第一個是錢；在臺灣另一個是地，籌錢找地，當然這是投資的情形而言，在這決策的過程中，這裡面有個時間，環環相扣，投資決策的概念上，就好比使用到什麼程度後，應該再投資，投資再到生產，這中間有時間落差，最重要就是 time lag，時間落差是投資決策中最重要核心，從政策角度看，時間落差最後產生的效果就叫 cycle，即景氣波動循環。

老師：我們上星期有談到住宅帳戶模型的問題，就是想要建立一個透明資訊的平臺，提供多一點的訊息，邏輯上都是在減少這種沒辦法做很好配置的想法。回到投資總體、個體的問題，我們這學期談的是政策、總體，總體的問題就是說，我們有沒有過度投資的現象？怎麼來衡量？而過度消費當然是從家戶中探討，從過去的經驗中，有土斯有財，或者站在現在每個家戶中都至少 50% 以上的所得放在房子上，會不會造成所得排擠問題，以至於上星期我們講的高房價問題在這裡出現，這樣狀況下，我們的政策到底有什麼樣想法，避免造成過度投資；當然另一個想法下，如何減緩波動現象！

老師：當然這裡面隱含經濟成長的問題，到底國家經濟成長跟住宅投資有沒有關係？另外一件事，就是「火車頭」這件事，很多的國家政策裡面也都在強調，房地產是火車頭，有帶動效果，我們應該怎樣來看待這樣一個住宅投資的現象。第一個我們先了解現象，整體住宅投資占整個 GDP 的百分比，這裡面的衡量，國家帳戶裡有一些數字，最早的講法是我們的固定資本形成不只住宅，國家的帳戶有一些投資、消費分成兩塊。



老師：縱軸為住宅投資占 GDP 的百分比，橫軸為時間或者不同國家的水準，研究發現初期當 GDP 比較小的時候，或者比較落後的國家，它的住宅投資是比較少的；隨著 GDP 成長，代表愈來愈有錢，住宅投資占 GDP 的比例將隨時間增加，慢慢到了一定程度後，它不會再成長，時間繼續，則可能慢慢衰退，整個曲線呈現倒 U 型。這樣的現象是在講說，住宅投資在國家帳戶裡面，隨著經濟成長是慢慢增加，再來呈現平穩而後衰退下來。在一些實證經驗的研究裡，當然我們關心的包括這 turning point，是多少的水準，何時應該 turning？經濟發展的初期，因為大家生活與居住品質不好，所以需要蓋房子，住宅的存量跟家戶的存量的百分比(DU/HH)這比例有一定的關係。理論上而言， $<1$  代表住宅短缺； $>1$  背後代表有住宅是空的，理

想的住宅政策是必須達到每一家戶占有一住宅。但實際上一家戶沒占有一住宅或是分享的情況是蠻多的，分租就是一個最明顯例證。事實上很多 $<1$ 的，但真的小於1嗎？不對，這裡面有很多空屋，空屋又占多少？規範性理想的空屋應該是多少？而事實上的空屋又是多少？政策上在討論這些規範性的，即應該的空屋是多少？而事實上這些空屋的現象實際存在又是多少？這些就是我們要去討論的。大於1才是正常的，但要大於超過多少是合理的？10%夠不夠？大約10%左右是合理，但若至1.5則是很明顯的over-investment。空房子有其為摩擦係數之經濟意涵，3%~5%是好的，容許家戶作為搬遷需求之緩衝，可是真的有這麼理想嗎？理想與實際發生太大落差代表市場並未有效率，或是住宅政策並未有效掌控。

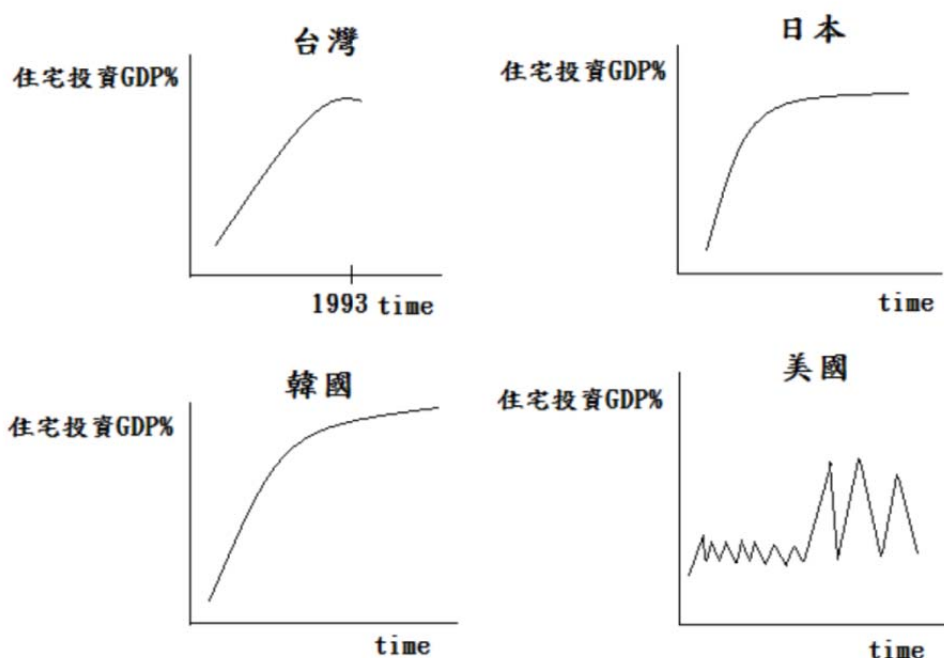
老師：回到剛剛所講，剛開始的時候，住宅一定短缺，因為錢不夠，非洲就是如此。但什麼是住宅的定義，你說房子的unit是什麼？我們臺灣得很清楚，單一入口、有浴廁、廚房、遮風避雨、不會漏水…，但非洲房子，兩三片屋頂、茅草屋也叫一個unit，每個unit定義不太一樣，什麼是適當居住的概念？隨著經濟成長，居住品質不好，一定多蓋房子，改善住的需求，到一定程度以後，每個人都有房子住了，像美國或一些已開發國家的概念達到市場穩定下，是不會再多蓋房子。慢慢只是在舊換新，都更汰舊換新，新/舊的比例大概多少？即流量與存量的關係，每年蓋新房子的比例占所有住宅的比例是多少？國際上一般的正常比例約3%~5%，並不高。換句話說，每年新蓋的比例並不大，舊的存量多。但我們臺灣可能新蓋的多一點，但土地愈來愈少，臺北市也愈來愈少。每個地方不一樣，但這告訴我們新/舊的比例是相對小的。但從供給角度來看，到底買舊的還是買新的，當然是買舊的，但我們臺灣買新的卻好像蠻多的。這背後隱含著，從使用到投資，其實我們臺灣都不到30~50年，臺灣的房子大約20~30年就很老舊，但是美國有的房子甚至可達百年，換句話說，它們的維護很好，所造成更新的速度是很慢的。臺灣當然我們的房子在維護方面並不是很好，但更重要的原因在於台灣的地價太貴，很多房子拆除並不是因為它維護不好，而是其土地使用效率不好。

老師：住宅新/舊比例很小，代表存量相對是多的，以國泰指數而言，每季推案量的變動多少，當然房價的變動是小的，但每季推案量的變動是大的，這背後隱含景氣循環的變動。回到剛講的倒U型線型，到後來幾乎都是在維護房子，新舊替換情況下而線行慢慢下降而平穩下來，平穩下來後當然主要就是新舊房屋交替，到後面會大幅變動出現。為什麼會有大幅變動出現？大幅變動背後隱含著存量/流量之生活品質改善的現象，但再後來的大幅變動是一種金融市場的控制，基本上是穩定的，背後隱藏投資消費的關係。

老師：首先，我們的住宅投資究竟過多或過少？合理應該多少？第二個，我們住宅投資的循環，怎麼樣去減緩避免這種不穩定的現象？第三個，住宅政策背

後隱含著火車頭這件事，會不會造成政策上的假象？或是背後隱含著空屋的問題，如何來減少或避免資源的浪費？這幾個問題，大概是住宅政策在投資方面所關心的議題。

老師：台灣、日本、韓國、美國各時期的住宅投資 GDP 情形如下圖，台灣與韓國相似，但台灣已經慢慢降下來、韓國還在上升、日本則已經穩定發展、美國一開始呈現穩定，後來因為金融政策的影響而出現大幅波動。



老師：政府是不是該鼓勵住宅投資這件事？於目前的高房價下，一般人的經濟直覺或是社會觀察應該減緩住宅投資。尤其是臺灣高房價下，住宅投資卻反而有增加現象。

懷萱：我可以問一下，住宅投資的定義究竟是如何？其指標為何？

老師：住宅投資可以有很多定義，可是我剛才講的，在 GDP 的角度來看，是我各種產業花在房地產上的錢到底多少！但這裡面不包括土地的錢，GDP 的算法是計算流量概念。住宅投資的定義就是放在住宅部門的錢有多少，當然在衡量上，一種從數量上衡量；一種從造價上衡量。的確有很多的 Bug 存在於住宅投資之衡量方面，爭議是存在的。住宅投資過多或過少，一種是跨國的比較，一種是自身的衡量。

老師：從直覺來看臺灣住宅投資似乎是過多的，有土斯有財的觀念是理由之一；另一個理由在於，投資不用課很多稅，比其他投資划得來。如果是過度投資，在政策上應該消彌、壓抑，但我們的政策反倒是基於火車頭之理由而鼓勵投資。或者背後是個不可告人的秘密，就是政商關係，用火車頭這個假象來制定政策。可是這個矛盾是清楚的，就是說投資過多造成空屋率高，資源的浪費，投資過多造成其他產業被排擠，經濟無法成長。

老師：住宅投資過多，從一個講法上是反應在蓋了過多的房子；但另一方面，住宅投資過少，反應在住宅維護上。從住宅政策的角度而觀，似乎缺乏一種宏觀的角度上去看整個住宅資源的分配。對於這個總體政策的討論上，目前似乎是缺乏不足的。

老師：什麼叫火車頭？火車頭的定義為何？為什麼「房地產是火車頭」這句話被討論起來？

佩霓：就是房地產的價格上升，大家的資產就變多，增加。

老師：剛我的問題是在說，一般我們在講的「房地產是火車頭」是有兩個經濟意涵，是哪兩個？

子彤：房地產上下游連帶關係。

老師：這個是最典型的講法，就是說我投資在房地產上，造成上游的鋼鐵、水泥需求，也增加投資，因為要蓋這房子；那下游的3C、家俱也增加投資，所以增加住宅投資，造成上下游的帶動效果，所以很多建商業者就說，你看看，我們有多重要，若把我停住了，上游及下游都死在那了~所以應該帶動我，讓全民更興盛，絕對不能停滯下來。早期的房地產業是向前的效果比較大(例如鋼鐵業)、向後效果較小(例如仲介業、3C 產業)，1980 年代後轉變為向前效果較小、向後效果較大。可是現在都不是，以現在房地價值比約 3/7 比或 4/6 比而言，房屋相對比例變小，主要都來自於土地，因此帶動效果其實已經淡化，火車頭的講法其實是存疑的。另外一方面，可以從國家總帳 GDP 方面觀察，I/O table 分析中，現在科技產業幾乎是主導項目，房地產現已呈現中間水準，所以所謂帶動效果存疑，甚至在高地價現況下，帶動效果應該更不明顯。

老師：另一個經濟意涵是所謂「領先」效果，時間上的 signal effect，房地產的經濟 cycle 相較於總體經濟的 cycle，其實呈現落後約一年左右之現象。所以「房地產是火車頭」這件事，不論是從其時間上「領先」效果的意義來看，或是「帶動」上下游相關產業的意義來看，這兩件都無證據顯示其經濟意涵。所以政府用策略性產業定性房地產，恐需質疑，反而不需特別嘉惠房地產產業而排擠了其他產業。

芳清：請問老師，整個房地產引領其相關產業，有無類似金融體系上諸如貨幣乘數之相關概念與指標的實證數據？

老師：目前我沒有看到，不過這是個好問題。就金融體系看起來，土銀是個特質，它對房地產投資有其自己上限之控管，其他銀行皆有 33% 之上限，即 1/3，不能把那麼多的資金放在房地產，當然最近有想要解開來關於都市更新這一塊，全民拼都更嘛！但對保險業投資更有上限之規定，為什麼獨對房地產業規定其上限，而不對其它產業設限？意思是說，房地產背後有龐大數量之慮，可能造成金融風暴之危機存在，但到底有多嚴重，需要設限？回到你剛才問題，到底投資要設多少上限？顯然若不設限，投資一定會成長，土銀是不動產專業銀行，對於此有其特殊之競爭力，但此方面金融機構又



分成兩塊，一塊是土建融(供給面)；一塊是家戶購屋貸款，前者波動較大，對金融體系影響較大。一般因相關資料較隱密，比較沒有辦法做開放資料之研究。

懷萱：住宅投資有一部份必須歸功於寬鬆的貨幣政策，就如同金融風暴那時候，美國開始寬鬆的貨幣政策，世界各國陸續跟進，利率偏低，造成房地產上漲，這中間又有調降遺產稅之誘因，使過多游資投入房地產市場，換句話說，寬鬆的貨幣政策可以去刺激房地產，對於利率的變動是蠻敏感的，但它又是一個不可或缺的政策手段，因為它可以這麼輕易地就影響整個市場。最近又有一個較為熱門的議題「行為財務學」，它提到就是說，我可能用我自己的財務行為，然後想這些媒體的批露，影響其正面或負面評價而帶動影響其他人的投資，我想政府的政策在這方面應該多加注意與研究。

老師：我想懷萱這兩個 comment 非常好也很重要，第一個講說投資多少與金融關係如何，這也是最近彭淮南因為他下來，引發一些議題。他的長期作法對於學術界與金融界的好或壞，有不同意見的爭議。我們這二十年來，所造成之貨幣政策在房地產這塊是有爭議的，我覺得選擇性控制這件事應該可以做得更好，最近只剩下豪宅尚未解控。資金的漫及造成不動產的上漲是件不爭的事實，但是利率低又造成另一成本低廉，量再加上成本低廉造成房地產上漲，當然這是一個很重要的事實，可是你也知道，現在 QE 慢慢縮下來，不動產價格應該可以下降，利率一直沒有去動它，這也是彭淮南一直被質疑的地方，他認為應該全體不動，但我認為至少房地產這一塊可以動呀！我一直強調，非自住該動，第三戶、第四戶以上就該動，你說會有人頭問題，但可以查嘛，某個程度，選擇性的來處理這個事情，不論如何，房地產這一波的上漲是有金融問題關係的存在，你也看看上一波的房地產上漲，後來下來，導致 NPL(不良資產)由全民買單的問題存在。的確，回到懷萱剛才的議題，這一波房地產過度投資，其實背後是金融機構所造成的濫觴，它的引爆點所造成持續性的效果出現。反過來講，如果過度投資，我們政府就應該有所行動，當然過去的講法，金融機構是市場經濟的自由，不應該政府插一手，但選擇性管制這一塊，我國公股銀行庫有八家銀行，政策上對房地產上場造成過度投資的推手情況下應該有檢討的空間。行為財務學這一塊，對媒體的控制，我一直強調你可以講，但不可以不實廣告，誇大與欺騙，對於目前之管制是寬鬆的，因而造成過度投資的情況產生。這些怪異現象，似乎也造成我們似乎被綁架，這些微觀的問題，不容易發現，也值得我們注意因應與處理。



## 【同學報告】

報告人：子彤

- 一、 第一篇 Forecasting Housing Investment in Developing Countries
- 二、 第二篇 台灣住宅投資長期與短期之預測分析

## 【討論】

老師：這個是很早的文章，已經太舊了。在技術面上，早期我們用計量模型去做，可是計量模型有其缺點，後來發展出 ARIMA 模型，再發展出專家預測，不過看起來都還是有它的功能存在。我的感觸是，第一在方法論上，你能有愈多的了解當然愈佳，現在方法更多了，就學術研究的角度上而言，當然不希望只是在象牙塔下的發展，希望同學在做研究時，想想不同時期的對話，不同的背景。不論如何，藉這機會討論一下，住宅政策這框架下，有時我們的研究見樹不見林，希望對這住宅政策有醍醐灌頂的作用，希望每人在做研究中能林樹相見下，作研究變得有趣。並與政策能適當做出對話。

尚華：如果總體經濟好的話，應該房市會好；但通常總體經濟好，它會伴隨整體利率高，但我的認知是利率低，房地產的表現才會好，這中間好像有矛盾。

老師：會不會有過度解釋問題，時間序列本身有一些限制，回答你剛才經濟與利率的關係問題，如果利率很低，到底對投資與消費的影響是什麼？當經濟成長變好，消費至一程度，不會說經濟變好就多消費一點，因為我的房子就是固定，就是住這裡。房子當然是消費與投資之間的關係，這跟我們政治關係，稅率有關，稅若是保障消費、抑制投資的作用，那跟房子的關係又有不一樣，這之間關係有趣的地方，整個脈絡的關係，怎麼樣讓它更細緻化看到背後的原因，金融與經濟成長的確是一個貢獻的關係。