

住宅市場與政策第三次上課記錄

時間：2007/03/12(一)14:00 到 17:00

主持人：張金鶚老師

地點：政大綜合院館南棟 270622

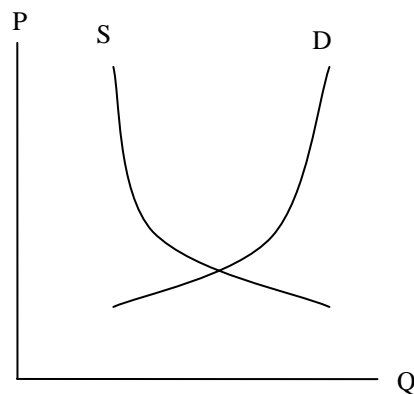
記錄：邱于修

出席：張金鶚老師、張桂霖、游適銘、鄧筱蓉、黃文祺、邱于修、郭益銘、張維升、紀凱婷、施甫學、翁業軒

上課記錄討論

老師：前兩節課講解了住宅本質、住宅問題、住宅目標、住宅政策及台灣的住宅現象，有沒有什麼問題？

今天的主題是住宅經濟，提到住宅經濟，第一個問題是為什麼要談住宅經濟？住宅經濟和一般經濟有什麼差別？一般講到住宅經濟可以從兩個角度來看，有個體的角度、有總體的角度，個體是在說個人及家戶的供需，總體是在說國家住宅資源分配、住宅現象等等。我說過這門課不像房地產投資那門課比較強調個體，這裡也關注總體及個體總體之間的關係。經濟是在講資源分配，台灣是否屬於資本市場也是有爭議的，不過基本上強調私有、自由選擇及競爭等等的想法，所以是在私有財產權背景之下，資源分配的探討。住宅經濟和一般經濟有什麼差別在於產品是住宅，而住宅經濟的關鍵就是供需價量，這張圖好不好畫（見圖一），其實就是在探討這張圖該怎麼畫，P、Q 各代表什麼，住宅的數量如何定義，家戶是 Household，家宅是 Dwelling Unit，他們的定義是什麼，各位有沒有想到，什麼是一個家戶？



圖一

適銘：一個戶籍、一個門牌或是有戶長。

老師：這有點吊詭，不是很好定義。通常一個家戶是一個共同生活體，共享資源。

比較謹慎可以查詢戶口普查的名詞定義。獨立戶籍為一個家戶是一種講法，不過也有例外，像外面租屋的人，基本上家戶是可以獨立生活的一個單元，我們探討家戶是為了知道房屋的需求量。那甚麼叫家宅？家宅是一個居住單元，我很懷疑最近熱門的學籍套房算是一個家宅嗎？家宅應該要能夠支持一家的生活的基本空間，還有一個關鍵是要有獨立的出入口。再回過頭來看 Q，Q 是什麼意思？Q 是房子的數量，房子的數量要如何衡量？這裡面有一點麻煩，住宅經濟和一般經濟最大的不同點在於，住宅產品是異質的，一般產品是同質的，例如蘋果，像最近建照執照的統計，不知道該以戶還是棟來計算，一棟裡面可能包含好幾戶。另一個觀念是面積，30 坪是一戶、60 坪也是一戶，也可以把 60 坪拆成兩個單位，異質性使得我們沒有辦法討論品質的差異。

一般經濟學不討論空間，後來加上空間後有空間經濟學，強調空間上與數量上的關係，早期的區位理論都是從這裡出來的。住宅更麻煩，不但有空間，還有品質的差異，就像剛剛說的，30 坪和 60 坪都算成一單元是不公平的，更不要說是 30 坪在台北市，60 坪在台北縣。

再來討論縱軸，P 就是 price，除了用 P 還用 R(rent)。妳有沒有想過為什麼叫地租理論，當然也有地價理論，不過地租理論談得比較多，租金跟價格的關係是甚麼？兩者是可以轉換的，一般經濟學都是在講 price，不過 Land economics 特別重視 rent，因為特別是土地有耐久財的特性，不像一般財貨是一次交易。price 通常是交換價值，rent 是使用價值。而最近有泡沫化的講法，筱蓉泡沫化是什麼？

小蓉：用租金收益還原法，還原出來的價格是基準價格，當房價跟基準價格比較，高出基準價格一定程度後，房價就有泡沫化之虞。

老師：剛剛講的是租金和房價的還原關係，房價是交換價值，租金是使用價值，台灣現在的問題是交換價值和使用價值之間是脫鉤的，經濟理論上，兩者長期應該要達到均衡關係，台灣目前能還原回來嗎？好還原嗎？租金和價格之間有一個還原率，等一下我們來討論還原率的問題。

供給者面對的是 price，而需求者面對的是 rent，因為是長久使用。我們有一個東西叫做「設算租金」(imputed rent)，它的意思是，雖然房子是自己的，就好像是每天自己付租金給自己。所以 p 和 r 之間的關係是很複雜的，要如何將兩者交叉在一起？還原率是一種解法。有沒有甚麼問題？我剛剛講的東西是在 paper 第 212 頁的地方。

我剛剛是先破個題，往下是要討論市場這一塊，市場就是供需價量的問題，量還涉及質的問題，價還涉及租金的問題，不過基本上原理不會脫離供過於求、供不應求，市場機制的發生就是在這裡面。再往下，住宅經濟討論到，上學期的房地產投資課堂提到一篇 paper 關於房地產市場效率，其實住宅市場是房地產市

場的一環。我們在講市場機制都有一個假設—假設市場是完全競爭市場，其實完全競爭市場是不存在的，特別是在房地產市場，住宅市場是獨占性競爭市場，我們要仔細思考其背後的含意。我們說獨佔是因為每一個產品都是大同小異的，重點在於你會不會在意不一樣的地方。我說過台灣為什麼會有這麼多一案建商的存在，其實是因為房地產是獨占性競爭市場，例如這個地段只有我這個建商推案，就算我蓋的不好，因為我區位好，所以還是有人買。從某個角度來說，台灣的資訊不透明，所以較傾向弱式效率市場。

再往下這裡提到傳統的 Access-Space Trade-Off Model，即空間可及性替代模型，你要買空間大一點，就跑到郊區去，你要買離市中心近的，就買小一點面積，這是買房子的 trade-off，通常有錢人是住市中心還是市郊，在美國是住市郊，窮人才住市中心，在台灣則不一定。面積方面比較清楚，因為土地效用比的關係，市中心的面積小，市郊的面積大。國外的理論告訴你，市中心是窮人住的，市郊是有錢人住的，台灣就不見得如此，以板橋新巨蛋為例，美國是不可能出現的，樓上住有錢人，樓下住窮人，但是台灣就有可能，雖然不見得賣得好，但是至少這類型的產品真的出現了。市中心有豪宅（如：帝寶）也有小套房，也許你可以說我們這樣才是正常的，沒有階級之分。我也常常講文山區的例子，文山區一坪 35 萬，深坑一坪 18 萬，在深坑買 30 坪，在文山區只能買 10~15 坪，那你要住哪裡？回到捷運場站的觀念，新店如何？新店一坪 30 萬，文山區一坪 35 萬，深坑一坪 18 萬，新店的唯一好處是有捷運通過，你會選擇在哪購屋？市場機制理論是短期偏離均衡的話，長期會走到均衡，我們有專業知識要知道如何預測市場走勢。

回到地租理論的講法，我們強調的是其背後的 Assumption，Assumption 是假設，即理論成立之前會設定的一些假設，經濟學上最常用到的就是假設人是理性的；hypothesis 是假說。地租理論的假設是一單一市中心，因此當台北市開始發展雙核心或是市中心東移的時候，其背後的假設也應該跟著改變，當然市中心不是很容易界定的。背後隱含產品與市中心的距離常常發生一般統計學上所說的共線性問題，像是之前我們在討論，為什麼小套房的單價比較貴，首先是它都是蓋在市中心，其次是它的固定成本比較高，小套房雖然面積小，但是相對面積較大的房子還是需要一間廚房及一間浴室，因此其固定成本比較高。所以只考慮到距離會產生偏誤，因此基本上對於任何一個模型的討論之前，要先作出正確的假設。Hypnosis 是還未完全被驗證的理論。

再往下，剛剛提到價格、數量這件事情，在住宅上面特別會提到控質品質來談價格才有意義，是一分錢一分貨的概念，以前最常使用的解法是「特徵價格法」，上學期房地產投資有一篇 paper 是關於特徵價格法的文獻回顧，裡面整理出在美國有哪些特徵是值錢的，例如美國的壁爐很值錢，那麼台灣最值錢的條件是甚麼？

于修：區位。

老師：當然區位是很值錢，區位在特徵價格裡面是很難衡量的。其實最關心的是面積，台灣獨有的單價算法是國外都沒有的。景觀、車位越來越值錢，樓層價差值錢但沒那麼值錢。

回到剛剛講的租金與房價，房價要用租金來還原，也就是

$$V = \sum \frac{R}{i} = \frac{R_1}{1+i} + \frac{R_2}{(1+i)^2} + \dots$$

這個就是還原率(ρ)的講法，以台灣的經驗來看，

你會發現到甚麼是還原率，一千萬的房子一個月可以租多少錢？現在大概租二萬塊就了不起了，但是一千萬放在銀行有多少利息？以台灣的情形，租房子還是比較划算的。 $R = \rho \times V$ ， ρ 還原率除了利率之外，還跟什麼有關係？

適銘：風險貼水。

老師：風險貼水是在說名目利率及實質利率，利率本身包含有風險。一般而言，還原率還包含有稅負(t)、折舊(d)及維修費用(e)。這些成本加總起來，房子出租是不划算的，等於是房東在補貼房客，房東為什麼要做慈善事業呢？房東這麼不理性嗎？其實還有一項資本利得(g)因素我們沒有算進去。

適銘：增值。

老師：所以應該是 $\rho = i + t + d + e - g$ 。那麼資本利得如何計算？其他的項目都比較好計算，資本利得通常是用過去的房價波動來預測，價格的波動就是資本利得，所以我們建立房價指數就是要讓大家對資本利得有參考的資訊，過去大家都說台灣的資本利得是10%，最近沒這麼多，大概3~5%，每個人的心中之尺不同，換句話說租金和房價的關係，是這樣得到比較好的調整，裡面還有時間成本、資金成本的問題，講義上面有提到。透過上面這些說法，我們得到兩者轉換的可能，關鍵在於對還原利率的掌握夠不夠好？還原率的元素包含哪些？台灣現在的租金和房價很難轉換，大家對於資本利得無法得到共識，大家對於資本利得預期過高導致房價偏離。適銘你們估價的時候不是會用到這個方法嗎？還原力是失之毫釐，差之千里，因為下面有n次方，且因為不好解，也不受估價師的青睞，你們通常怎麼算？

適銘：以不動產證券化的報告書為例，目前已經有八十幾本的估價報告書，證券化會用直接資本化法和DCF法，就直接資本化法來講，八十幾本當中有七十幾本都是用「市場萃取法」，即將市場上相同案例的租金當分子，相同案例的房價當分母，就得到資本化率。而DCF的折現率通常是用WACC法(加權平均值法)，例如設定投資者要求8%的報酬率，銀行貸款利率5%，自有借貸資金各50%，加權之後是6%，說實在也沒有什麼太大的技術。

老師：我覺得背後的理論及元素並沒有分解開來。

適銘：我只有看過五份報告書是用內部分解法，就像老師黑板寫的公式一樣，例如資本化率是 5%，這 5% 是從銀行定存利率 2.1% 開始，再考慮到風險貼水、通貨膨脹率貼水，大概有這幾種方法。

老師：不過理論和實際是有差異的，理論可以比較細緻化，實際上時間的動態較難預測，資本利得是比較難解的。時間這一塊也比較難，租金是基本上長期的，房價是短期的，時間所造成的估算是必須要再釐清的。

老師：供需這一塊下個禮拜再講，這禮拜先講價、量的關係。回到剛剛講的房價高跟低，高的背後暗示房價不合理，妳如果懂計量模型的話，將房價、租金的時間序列跑供給檢定，長期應該會均衡。但是我們可以發現台灣的情況，特別是台北市，租金的走勢非常平緩，但是房價的漲跌波動非常大，這樣的情形下兩者之間要怎麼還原？剛剛筱蓉提到的基準價格，是長期均衡關係所形成的基準價格。房價高低的影響因素還有成本因素，房價過高人家都會說建商「吃人夠夠」，但是建商會說房價高是因為土地成本高。最近大家在探討房價飆漲的始作俑者是誰，有人說是建商，有人說是國產局帶頭標售土地，導致房價高漲，所以有人反對政府標售國有地，不過這樣的講法太過武斷了。

當然房價高低也和容積率有關係，最近台北市的「停車獎勵」要停止，將會造成很大的衝擊；另外，前陣子因為大禧市發生火災，所以法律規定一定要有兩座逃生梯，這也是增加成本的制度。建材、勞力成本也是影響的因素，這個周末剛好到建材行演講，房地產景氣好壞跟他們下游廠商的關係是很密切的，最早一次房價飆漲就是因為鋼筋漲的一塌糊塗。

最後一塊是營運成本，營運成本是制度行政上的問題，裡面很重要的概念是資金成本，建融用的是自有資金或融資資金，背後隱含如何估算住宅成本，房價的一種說法是成本加利潤，所以其實真正賺錢的不是建商而是地主，除非是有錢養地的財團，現在在信義計畫區或是木柵二期重劃區都還有空地在種菜，因為它是祖傳的，沒有成本，他只要等待最好的時機賣出就好了。早期國泰的價格很硬，定價就是成本加利潤，不過現在也有轉變了，跟其他建商一樣會視市場行情而定。成本不太好計算，因為每家建商、每個個案的成本都不一樣，尤其是每家建商的融資策略不同，所以成本的計算方法就不一樣。

我們的終極目標是降低房價，降低房價的方法有很多，首先要降低土地成本，因為台灣的房價當中土地成本占七成，以前有農地釋出的政策，現在還有什麼措施，還要討論。其次是如何提高蓋房子的效率、降低興建成本，這個在五、六 0 年代討論很多，但是再降低也降低不了多少，若是導致規劃設計不良反而得不償失，現在比較多在討論如何降低財務金融成本。那麼台灣的房價高的主要原因究竟為何？

于修：需求大。

甫學：所得。

老師：就是所得，所以我們最近一直在討論房價年所得比，和房價租金比一樣，長期應該要達到均衡，我們最近發表的一篇文章是在探討台北市的房價所得比，經過檢定後長期終究會達到均衡。那麼每個國家的房價所得比有沒有一定的範圍？因為定義的關係，房價是什麼房價？所得是什麼所得？我們現在最好比較的方法是，同一戶家戶的所得除同一戶的房價，這裡面還可以用分量回歸來細緻化討論。

房價租金比倒是可以討論其合理性，因為是自己跟自己的效用比，美國的 GRM(租金乘數，房價/年租金)大約是 6~7，意思是說房子出租六、七年之後，就開始賺錢了，這是我們所無法想像的，美國戰爭時的 GRM 是 1，因為戰爭的時候沒有人要買房子、轟炸又造成房屋短缺，再加上大家都租房子，所以租金就上漲，因此後來就出現所謂的租金管制，很多都市地區到現在還有租金管制，特別是學校附近，表面上學生對學生是好處，但是市場機制告訴我們，房東沒有這麼笨，租金被管制的話，他就不花錢維修，所以房屋的品質差，反而對都市的發展有害。市場上的投資決策通常是說 GRM 高於七的時候就不投資了，低於五的時候可以買，意思在說房價和租金是有關係的，長期應該要走向均衡。房價租金比是比較好衡量的，比較清楚，台灣都市的房價租金比是 20~30。

另一個房價高漲的因素是房價年所得比，這是我們最近一直在討論的，最近台北市的房價所得比是 8.8 倍，意思是說一個人要 8.8 年不吃不喝不穿才能夠在台北市買房子，而台北縣及其他地區是六點多，這是什麼意思？住在台北市的人比較辛苦，那就去買台北縣，這就是房價和距離的 trade-off，那麼多少的房價年所得比是合適的？台北市過去普遍 6 倍左右是正常的，以前最高有飆漲到 12 倍的經驗，78、79 年的時候。從另一個角度來看，可以從房屋花費占家庭收入來看，最近調查出台北市的房貸支出占四成，尤其是年輕人的房貸壓力是很重的，我常常在說，住的花費占三分之一就會扭曲自己的生活品質了，最好是不要超過四分之一，因為除了住宿，還有食、衣、行、育、樂等支出需要。

如果租金太低無法支撐，消費者也買不起，那麼房價這麼高的原因到底是為什麼？如果現在的房價是不合理的，到底長期會不會回歸均衡？

筱蓉：老師剛剛提到的那篇文獻我剛好有看到，裡面提到是因為貨幣供給造成投資需求增加，投資需求增加造成房價上漲，雖然長期可能會均衡，但是如果政府的貨幣政策不改變，可能很難走向均衡。

老師：金融政策當然是一個關鍵，因為雖然房價很高，但是他可以利用融資的管道從中獲利，除非銀行緊縮銀根，才能夠發會抑制作用。大家想想，為什麼台北市房價這麼高，中南部卻這麼低？高鐵通車後，對中南部的房是是否有幫助？我

們學房地產的人對於房價的掌握到底夠不夠？過去也有討論到政府的優惠房貸，吸引了沒有能力買房子的人提前進場，提高需求，所以很多人覺得這是錯誤的政策。另一種講法是市場不健全，資訊被扭曲，價格沒有浮現，導致台北市房價過高。我上禮拜有提到台北市房價過高的原因是？

于修：投資客，造成假性需求，撐高房價。

老師：投資客怎麼操作？買了一百戶，只要用假買賣把一戶賣高了，就可以撐高區域行情，這跟定錨效果有關；從這個角度來看，中南部房價低的原因就是沒有投資誘因。之前為什麼提到擦鞋童理論呢？市場上正常的投資客比例應該是 10~20%，市場上如果沒有投資客的話，市場會很遲緩。投資有兩種，長期出租及短期套利，在美國是不可能做短期套利的，因為交易成本、搜尋成本及稅負高。剛開始是專業的投資客理性分析下所做的投資那沒關係，後來慢慢的連菜籃族等沒有專業知識的也進來了，利潤變低之下，專業投資客慢慢在退場，沒有專業知識的投資客卻後知後覺，那就等著看誰會是最後一隻被套牢的老鼠。

你覺得房地產的套利空間如何？我們剛剛說的文山區、新店及深坑例子，妳會買哪裡？如果從長期市場均衡來看，中南部的行情應該會慢慢的上漲，那你會不會去那裡投資？在價格裡面，有關銷售期間是比較說不清楚的，其背後隱含時間成本及訂價策略。訂價高則銷售時間長，銷售時間短則訂價低，應該有一個最適價格存在。我一直在強調房價應該由需求者來決定，但是台灣由於資訊不透明等因素使得價格決定權在供給者的手中。投資客因為經驗多、資金雄厚反而比較有能力決定價格，所以投資客不見得都會墊高價錢，有些投資客會把價格導向最適價格。本來就應該由需求者來決定價格，因為收入不夠就買不起，這是很清楚的，那為什麼房價可以如此飆漲呢？有一種講法是華人有土斯有財的觀念，很多人為了有房子甘願縮衣節食、打兩份工等等扭曲自己生活品質的行為，這就是價值觀扭曲的情況，不知道隨著時代的演進，這樣的價值觀會不會改變？從前兩節課看來，是沒有改變的。你覺得房價會不會走向均衡？

桂霖：老師我舉兩個例子，一個朋友是在十年前用九百萬買房子，十年後賣一千五百萬，他覺得很合理，因為這時年他也付了五、六百萬的貸款，而且他也覺得很划算，因為這時年他沒有花到租房子的錢。另一個是五年前買九百多萬，但是他本來因為能力不足所以很猶豫，最後他還是買了，今年賣一千七百萬，跟他買的是投資客，他又以兩千萬賣出，所以我不曉得台北市的情況要如何解釋。我覺得銀行是主要的問題，因為私營銀行和公營銀行無法競爭，之前因為企業外移，銀行就廣發現金卡、現金卡，後來因為卡奴問題，銀行轉向房貸這塊大餅，以後如果利率大升，投資人付不出來，最後銀行還是丟給政府，由全民買單。

老師：大家知道付不出貸款，會承擔多大的信用損失嗎？在美國是很嚴重的，會造成信用破產，台灣就沒有這麼嚴重，所以很多人有恃無恐的借貸資金？

桂霖：投資客的做法是找很多人頭，找一些不在意信用問題的農民。

老師：金融體系信用系統這一塊沒有建立良好制度的確是問題之一。就算是現在的房價這麼高，你會不會有買房子一定會賺錢的信念？

甫學：我覺得不一定，如果買在高點的話，光繳貸款利息就不划算了。

老師：你覺得一般人也是這樣想嗎？凱婷妳覺得呢？

凱婷：我覺得大家都會買，因為大家都沒有考慮到通貨膨脹、時間價值及機會成本的問題。

老師：通貨膨脹的問題下次再來討論，。

業軒：我覺得這是一個神話，因為房地產景氣會循環，如果買在高點的話，雖然還會有下一波高點，但是持有成本是很高的。

老師：你們都上過課了，所以都很理性，你們覺得一般人也是這樣想的嗎？

甫學：我覺得如果有投資失敗的人現身說法，就可以抑制大家過度投資。

老師：這個問題我們討論過，賠錢的人已經覺得很丟臉了，摸摸鼻子就算了，不會跟別人說。如果大家都這麼理性的話，房屋自有率怎麼會這麼高？買房子有可能自住或投資，大家買房子的心裡到底是什麼？是不是認為買房子是穩賺不賠的文祺以後會不會買房子？

文祺：不一定。

老師：我上個禮拜叫你們寫居住史，業軒寫得不錯，他在裡面提到居住史所形成的住宅價值觀。那麼有沒有人會長期租房子？長期租房子除了沒有安全感以外，房租會付的不甘心，因為付房貸付到最後房子是屬於你的，這樣的價值觀不見得是正確的，我沒有鼓勵你買房子，只是我覺得要探究自己的心中之尺，不要被市場之尺而左右，我的意思是說社會上瀰漫著住宅自有論，這是讓我覺得憂心的地方。維升以後還是會想買房子嗎？

維升：應該還是會，因為買了房子會有一種安定的感覺。

老師：安定是一定的，但是能不能賺錢也是很重要的，尤其是我們學地政的，更應該憑我們的專業知識從房地產當中獲取利潤，除此之外也應該會有一些 inside information。適銘你覺得呢？

適銘：就過去的經驗來看，買房子賺錢的機率很大，不過未來就很難說，因為人口減少，所以需求減少，就供給面來看，因為現在都是大樓社區形式，所以供給也算是增加的。我覺得如果是自住的話還是可以買，如果是要長期投資的話不見得划算。

老師：所以自住的人還是會買，有長期租房子信念的人應該很少，但是在歐美，房屋的自有率只有六成左右，背後隱含政府的福利政策很好、或是租屋的品質很好等等。我剛剛說一定要買房屋屬於一種信仰的意思表示，這不見得是正確的觀念，不過這是一股社會力量，影響很大。今天發的 paper 回去要看，我會再寄一篇房價所得比的 paper，我們下禮拜再一起討論。