

住宅市場與政策第五次上課記錄

時間：2008/3/17(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：劉永淳

出席：林佑儒、陳妍如、許淑媛、陳佳甫、劉永淳、賴炳樹

上課紀錄及討論：

一、住宅金融(HOUSING FINANCE)之意義

老師：首先給大家一份問卷，等一下我們來討論，看看跟大家的預期有如何的差別，現在流行財務心理學，跟我們也有關係。這禮拜要講金融，可以看看大家的想法，同學可以利用中間休息時間作答下節課我們再討論。

上兩個禮拜我們花了兩次的時間談經濟，主要是市場上供需價量的問題，現在要談住宅金融，之前大家可能也已經有接觸過，這兩個禮拜會講一些基本的概念，討論一下住宅金融到底在談什麼東西。先談一下住宅金融的定義。什麼是住宅金融？

泡麵：主要應該是融資方面，住宅跟金融結合在一起。

妍如：住宅結合融資，包括貸款借錢等問題，建商資金週轉，一般民眾買屋也須貸款。

老師：簡單說來就是蓋房子或是買房子如何籌款。當然背後也隱含著供給與需求，如何籌錢來買房子或蓋房子。

住宅的供給者一般蓋房子就是建商，這部分叫做建築融資(CONSTRUCTION LOAN)，大部分以土地抵押融資，有小部分也會使用個人信用融資。住宅的需求者是購屋貸款(MORTGAGE)。先想想建築融資與購屋貸款有何差別？為什麼叫金融，金融就有一種流通的感覺，就像我們有金融系也有財管系，有何不同？

永淳：是因為總體與個體的不同嗎？

老師：其實兩者都有總體跟個體，FINANCE 比較強調財務與時間價值，BANKING 比較是資金的週轉流動，我們現在主要談的是在 BANKING 這塊。

接下來討論建築融資與購屋貸款的差異，建築融資是法人機構、個案融資，最大差別是這是相對短期的融資，而購屋貸款為長期的融資。這兩者某個程度都是資金的需求者(借款者 BORROWER)，資金的供給者是金融機構(貸款者 LENDER)。BORROWER 中如果是購屋貸款者，稱作 MORTGAGER，而此時金融機構稱作 MORTGAGEE。我們談住宅金融大部分談就是在 MORTGAGE 這塊，這對一般大多數民眾影響較大，這方面的研究討論也比較多。

炳樹：請問金融機構除了銀行之外，也包含保險之類的業者嗎？

老師：當然，我們一般說的銀行是比較正式型態的金融機構，非正式的資金融通還可能包含親友間的借貸，地下錢莊，標會等，就看你是找正式或非正式的融資。

為什麼要住宅金融？最大的原因就是金額龐大，早期有人也全都用自備款，但漸漸的金額越來越大，大家也發現用別人的錢來投資是比較有利的。有一種貸款方式是氣球式的，也就是一開始只還利息，最後一次把本金還完，就像你去貸五百萬，最後一年要一口氣把五百萬還完，這樣的方式你敢不敢借，當然分期攤還有很多不同的方式。這也是跟 LIFE CYCLE 有關。每個人在二十歲左右即使有積蓄但應該不多，三十歲的時候能不能買第一棟房子？要準備多少自備款？不夠就用借貸，買了之後就變成負債，什麼時候會把債還清？可以想想看。還掉之後才能累積你的正資產，到了年紀大的時候，收入沒有了，什麼時候要開始花老本？這整個流程就是你的 CASH FLOW，其中房子占了多大部分？什麼時候要擁有房子？怎麼樣來處理房子貸款及償還的問題？也有博士班的研究生在作老人住宅的議題，什麼時候該處理房子？老人應該在什麼時候分產？這背後隱藏著什麼想法？老人資產不夠又怕子女不孝順，手邊有一棟房子，該不該處理？這一段也是很有趣的。

從另一個角度來看，住宅金融的特徵是什麼？第一個就是住宅很貴，剛剛說的金額很大。再來就是貸款期間很長，不確定性風險高，背後還有利率變動的壓力，除了房子之外很少有其他東西可以有這麼長的借款期限，這是因為房子有抵押品。所以抵押品值多少錢就是估價的問題，過去我們的銀行沒有跟國際接軌，國際上要求銀行內部的資料要很清楚，了解銀行的資產狀況如何。資產隨時間的價值是會變動的，大量估價於是產生。

有抵押品相對風險較低，利率相對比其他資產好，但是住宅的流通性、變現性較低，所以又有其他問題。

銀行其實是借貸的中介機構，銀行本身沒有錢，是存款戶存到銀行的錢，一般存款會存多久？

佳甫：存五年就很久了。

老師：的確，定存沒有人會存二十年，頂多三五年就提出來了，這是短期(SR)，但是放款一貸可能就二十年的時間，這是長期的(LR)，借短貸長(BORROW SHORT LEND LONG)。這是住宅金融很大的問題，雙方不均衡，銀行的存款準備要好，借二十年每次只償還一點，雖然中間有利差，但借短貸長仍有很大的問題。金融機構有其他比較均衡的融資嗎？

佳甫：退休金。

佑儒：保險金。

老師：沒錯，所以保險或壽險業者最喜歡從事不動產投資，這兩個的資金是相對平衡的。

二、住宅金融之功能

老師：金融資產證券化(MBS)，這是一個方法。和不動產證券化有何不同？

佑儒：不動產證券化是把不動產變成證券形式，台灣有 REIT 跟 REAT，金融資產證券化就是把 MORTGAGE 證券化。

老師：MBS 是把貸款證券化，讓它變成短期資金，可以流通。住宅金融功能在哪裡？透過中介單位使市場資金可以流通，背後也在穩定金融體系，鼓勵大家存款，安定經濟，刺激購屋需求。之前政府有政策優惠貸款針對新成屋或預售屋，這種明顯是為了建商，當時被批評。如何用住宅金融解決供需雙方的問題？優惠房貸到底幫了誰？買房子的人或是賣房子的人？這裡面很多值得討論的議題，整個資源的分配還有公平效率的問題，包括窮人的住宅如何補貼？都可能是住宅金融的功能。再往下走，目前住宅金融有遇到什麼問題？

佑儒：風險的問題。

老師：有些人會借錢不還，這是貸方關心的事，怎麼樣保護還款的安全？最主要是抵押品在，有問題就可以拍賣。LTV(貸款成數)應該設定為多少？價值怎麼決定？透過估價，那你們認為如何？是估價師估還是銀行人員估，都值得討論。還有什麼問題？

佑儒：需求者借不到錢。

老師：現在銀行都在推銷讓你覺得借的起，指數房貸阿各種的。銀行端的呢？有什麼問題？

妍如：要貸給誰？

老師：現在銀行有一種雨天收傘晴天放傘的心態，景氣不好不敢放款，誰是優良客戶？投資客違約風險比較高，自住客違約風險比較低，銀行現在小套房不放款，背後隱含就是投資客風險高。就是說假設自住者風險低，那怎樣放款集中在自住客？教育程度、職業身分、買什麼樣的產品、收入所得水準等變數，銀行如何藉這些變數來過濾。

如何去籌款？如何去借錢？如何去放錢？如何去保護錢？這是住宅金融最需要認清的問題，中介機構將這些平衡到了，就是關鍵。

三、財務心理學問卷

老師：我們討論一下問卷。

實驗一：假設你目前收入是\$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66,000元，而你的支出維持不變；
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。
(以1表示最佳選擇，3表示最差選擇)

實驗二:假設張三、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 萬出售該住宅(即較他買時少了 2%)。

(以 1 表示最佳選擇，3 表示最差選擇)

佳甫：第一題我選 321，我是看哪一種淨增加最多。

老師：其他同學有沒有什麼不同的?都選一樣的嗎?

炳樹：題目的收支比的計算好像差不多，這是看個人觀感嗎?

老師：沒錯，比例都差不多，但是看個人在意收入增加還是支出減少。其實收入增加不見得福利增加，物價也會上漲，只是看你主觀感覺如何，這是財務心理學上的討論，沒有一定的答案，實驗就是看社會上的行為偏好，接下來看第二題。

炳樹：我第二題是選 123。我是反向解釋的，住宅應該要隨著物價降 25%，但房價只降 23%，所以是正 2%。李四就是負 2，王五是在平穩的時候負 2，所以我覺得李四有遇到通貨膨脹，他的投資時機應該會比王五好。

妍如：我也是選 123。

佳甫：我也是選 123。第一選張三是因為他是賺的，李四賣的價錢比較好，所以我覺得李四比王五好。

佑儒：我是選 321。我純粹就我的心理看，張三賣的價錢數字下跌很多，應該可以等久一點再賣，李四遇到通貨膨脹，其他支出就要受限。

永淳：我選 132。因為通膨時不只房子漲價，所有物價都會上漲，整體生活成本會增加很多，所以我覺得李四的狀況是最不利的。

泡麵：第一個少賠了 2%，但是住宅應該可以抗跌，所以我不選這個。

炳樹：房價有保值抗跌的功能，急速通膨反而會讓民眾想要買房子。

老師：一般人的直覺都想張三的數字是最差的，看起來是最不利的，但是他實際上是賺的。李四在很高的通膨底下，不動產可以保值，只損失 2 個百分點，在 25%的通膨底下，其實是有抗跌的，但王五是在沒有通膨的情形下，就損失了 2%，其實是比較不好的。用名目價值來看，或通貨膨脹的觀點來看，會有不同的想法，一般說來 123 的順序是比較符合。這是在講偏好的問題，在十年前香港有房地產系的教授對香港作的實驗，研究大家對財務心理上的看法，有學房地產的，學財務的，或是一般人，會不會有不同的想法，這個我給很多人作過，都有不同的結果，我們這邊是同質性比較大，

所以可能答案比較雷同，但第二題的答案大家就比較多元了。

人的理性其實是不存在的，有限理性會造成行為上的差異，投資決策會有不一樣的判斷。

佳甫：張三的案例可以說是 SARS 期間的情況嗎？

妍如：那時候沒有嚴重的通貨緊縮。

老師：那時候確實沒有通貨緊縮，不過當時確實是房價低點的時候，當時進場的人應該都賺到了，看到未來會漲或是未來會跌，但不知道未來到底要多久才會實現？即使趨勢看對了，但資金的週轉時間多久，會有不同的影響。

炳樹：如果第二題把出售改成投資房子，是不是答案就會改過來？

老師：如果是這樣那可能題目都要重新設計。

四、住宅金融之途徑

老師：上週有一個部分補充一下。Housing Account 上次跟大家提過，低所得的需求因為買不起房子，所以建商多將此忽略，現在市場上豪宅很多，但實際上有錢人應沒有這麼多，我們之前有一篇論文討論過合理房價，我再寄給大家參考，帳戶模型提供給大家一個想法，技術上的問題還有一些，但正當性的問題應該是肯定的。

往下看住宅金融的途徑，一般我們說的購屋者，錢從哪裡來？最早是從親友借貸或是個人存錢，這就不涉及中間機構。第二種就是潛在購屋者及一般民眾將錢存在中間機構，購屋者再向中間機構貸款。

把潛在購屋者拉出來談主要就是購屋儲蓄，新加坡就有購屋基金的模式，有點強迫儲蓄買房子的意味，有點類似像捐血，有點自力救濟的味道。這可以使資金來源穩定，許多國家的非營利機構組織，都有這種方式。早期台灣有標會，現在好像比較不流行，這也有點相互幫助的關係。

第三種就是私人投資者將錢存在儲蓄銀行，儲蓄銀行再放款給購屋者，這是最常見的一種形式，但私人投資者將錢存在銀行並非專門提供給購屋者，銀行還有其他的投資運用。

第四種就是抵押銀行。現在是第三種比較多，慢慢的也試圖在用契約方式推行第二種，美國銀行機構抵押保險比較盛行，政府要提供抵押銀行的擔保。初級的抵押權跟次級的抵押權有所差別。次級（中古抵押權）的是說把原始的抵押權再包裝，推行債券。二胎是在八成抵押之後，還有二成的價值再把他拿去抵押，這沒有證券的形式。

次級房貸什麼意思？台灣有沒有次級房貸？次級房貸會不會發生？跟 MBS 有什麼差別？

妍如：信用比較差的民眾去借款，貸款利率比較高。一般民眾的貸款是初級，信用不好的民眾去借貸就是次級房貸。

老師：這是一種講法沒錯，台灣現在也有 MBS 了，會不會有次級房貸？

妍如：可能是把關的嚴格度，美國市場比較自由，台灣如果管控嚴格應該不會有

次級房貸產生。

老師：美國其實也有二胎，有點是把二胎包一次再賣，一胎最安全，風險低，信用差我把貸款額度減少，違約風險就減少，次貸就是高風險的證券化產品，二胎三胎一直包過去，產生高風險的狀況，房價在低點的時候，資產縮水，二胎就會先倒，景氣不好的時候，市場就會產生變化。抵押權的包裝，把借短貸長流通化，資金不能流通變成證券包裝，增加流動性，這是住宅金融方面最大的創新，否則金融機構錢貸出去之後，沒辦法收回來，這是很大的問題。

美國的儲貸銀行，存進去主要是為了房屋貸款，這些銀行的來源或機構，當然有很多種，我們台灣目前很多銀行都在改革，像土地銀行跟台灣銀行要合併為台灣金控，土地銀行是不是能變成不動產專業銀行？

佳甫：這樣風險會很高，因為不動產景氣不會一直都很好。

老師：只投資在不動產一項上，很容易造成損失，但政府的銀行法也有規定，銀行資金不能只集中在單一產品上，如果之後MBS這些產品開放之後，也許可以解決。

我們過去房地產的人對於金融不太熟，不動產證券化及貸款的問題，讓這兩者產生連結，尤其最近次級風暴的影響，貸款的包裝產生很多有意思的問題，本身台灣二胎不是很發達，應該不會有次級風暴的問題。

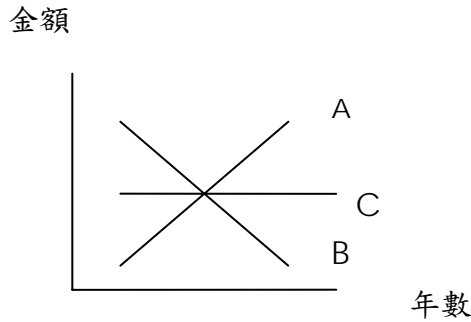
五、住宅金融的四要素

老師：貸款的要件，住宅金融有哪四要素？下次我們會有計算的問題。

第一個是貸款金額（\$），第二個是貸款期限（年），第三個是貸款利率（%），第四個是償還的方式（每期償還金額\$）。知道其中三個就可以算出第四個。

貸款金額（LTV），這背後隱含貸款成數，六七成是正常，這與產品和銀行估價有關。早期曾以土地銀行的資料作過分析，大致上是六成。景氣不好的時候，買賣合約可能作假，拉高成交價方便貸款，但是同樣的銀行估價也會趨於保守。前一陣子台灣也有貸到九成，甚至超貸，這有道德問題，但是貸太少又買不起房子，成數多少才是合理？與整體景氣有所影響。貸款期限就要討論多少年，幾年才是最好？金融問題沒有固定答案，日本有兩代貸款，期限可以到60年，貸款期限長要不要提前清償？這也值得討論。

貸款利率可以討論浮動的或是固定的，台灣固定的就很少。浮動利率對銀行有利，隨著市場漲跌波動，風險較低，最近通貨膨脹應該還要漲。還款方式或每期償還金額，前期還多後期還少，前期還少後期還多，或維持固定比率。



炳樹：銀行應該選B，先拿到錢風險較少；借款者應該選A，可以把錢拿去作其他投資。

老師：當然對銀行來說早點還款可以避免違約風險，早點還比較有利。那我們現在最常講的還款方式有哪些？一個是本利均等攤還：初期還的利息多，後期還的本金多，但每期本利均等。第二種是本金均等攤還：這對銀行有利。其實兩種都是B，都對銀行有利，只是坡度不同。之前有部分國宅規定前幾年可以只還利息，前面還的少，後面還的多，就有點類似A。

永淳：之前有還款寬限期是不是類似這種情形？

老師：有點類似，但寬限期這是因為還不出來的談判寬限期間，可以讓你只還利息不還本金。

A的方式違約風險會增加，貸方跟借方如何創造雙贏的局面，是我們要去面對的，這四個因素是很基本很重要的，希望大家好好去思考。

保護錢的方式一種是政府作保，一種是保險公司作保，美國的聯邦住宅單位為了使銀行利率下降，就是用政府作保，讓銀行放貸出去，但正當性比較受爭議。保險公司作保，買保險要花錢，這是大數法則，誰好誰壞很難說，透過買保險讓抵押貸款由大家來承擔。

房貸的資料很有限，研究資料不多，我會寄一篇之前的研究讓大家參考一下，金融貸款這一塊現在是滿流行的，大家可以多看看這方面的資料。