

住宅市場與政策第五次上課紀錄—住宅金融(一)

時間：2009/10/12(一) 14：10~17：00

主持人：張金鶚老師

地點：政大綜合院館南棟 270622

紀錄：羅于婷

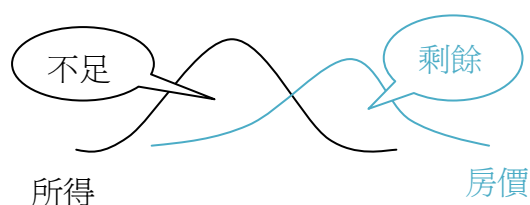
出席：張金鶚老師、袁淑湄、范清益、程于芳、侯蔚楚、彭竹君、羅于婷、張曉慈、王俊鈞、楊雅婷、羅雅怡、賴宗炘、廖庭萱、李展豪、陳相甫、廖彬傑、李耀中、張育乾、彭千瑛、林逸杰、林君安、白孟芳

課程討論

• 「合理房價」議題

同學：如何使房價合理？

老師：何謂合理？如果不能回答何謂合理，就沒辦法討論怎樣回歸合理。請大家看過去關於合理房價的研究。第一個是對誰合理？以前我們的研究是將所得分為五等份，高中低所得，也區分高中低房價。若所得為常態分配，房價分配會是怎樣的情形？房價是右偏，低價位與高價位的相對少。低所得家戶面對低房價，低房價可能也買不起，因此會有不足，而右邊的房價，則會剩餘，當然不只是這麼簡單的講法。研究主要想回答對不同所得對合理房價的差距到什麼程度，以台北市來講結果有這樣的分布狀況，但屬性上有一點落差。



老師：最近報導指出台北市房價突破 60 萬、大安區突破 90 萬，有趣的是大安區第 3 季推出 2 個個案，其中一個個案表價到 180 萬，這樣價格平均起來有沒有意義？用這樣的房價來引導社會大眾是不是正確？有表價的問題或是價格與品質有沒有相對應。以每一季公布的國泰指數來看，台北市連續四季價格下滑，但大家認為是上漲，上漲的直覺從哪裡來？首先可能是看到的訊息都上漲，或者去問價格也是上漲。價格不能講表價，要談成交價，但是你沒買，你不知道真的成交價。前陣子講台北市士林官邸附近的房價一坪三百萬，消費者沒有看到戶數、使用等等的真實數據，且這些資料未經特徵價格的分析，沒有控制區位、品質、類型。指數的下跌社會大眾沒有感受到，我們寫了一篇評論，標題是「這樣突破房價歷史新高，你能接受嗎？」市場的訊息被混淆得有點積非成是。回到合理房價這件事，合理是主觀的一種規範性問題，怎麼用客觀的方式衡量？

彬傑：成本加上合理利潤。

老師：怎麼算成本與售價合不合理？課堂上曾與各位討論，如果要討論規範性問題，首先要了解實證性的問題。當你不了解房價一般多少、應該多少，對事實真相不能了解清楚，就不能說應該怎樣。如果從成本加上合理利潤，那合理利潤多少？也許可以說合理利潤是平均市場的報酬。我與各位討論過，如果成本被墊高，比如地價被標很高，再加上利潤，變成房價。地價是競標結果，有案子超過第二標 18 億。成本是供給方認為應該怎麼樣，但他會不會判斷錯誤？以這個案例來看，顯然建商高估市場行情。這種講法，那所有的建商都不應該倒。在估價用成本法的結果通常不是太好，成本加利潤是供給方的講法。市場最後是由供需雙方價格決定，而不是由成本加利潤決定。除此之外還有什麼？

相甫：貸款負擔不應超過家戶支出三分之一。

老師：貸款負擔率，貸款支出與所得的比例。背後是所得，最常見的還是房價所得比，貸款負擔率是同樣的道理。這個所得是恆常所得的概念，因為所得並非一致性的結果，會隨年齡有轉變，要將 current income 當期、現在的所得，轉換成未來長期的恆常所得。房價與所得要維持一定比例，這是從負擔能力來看。這個角度是需求者覺得合不合理。還有沒有其他的衡量方式？

展豪：租金。但房價上漲速度與租金上漲速度不成比例。

老師：估價中有收益還原法，租金還原，有還原率的問題，但最難的是要減掉預期的資本利得率，其他項目不會估得太差，但資本利得率比較難。房價與租金變動不會一樣，資本利得率不同的時間也不一樣。租金合不合理對誰很重要？

竹君：承租戶，會考慮到要租還是買。

老師：房東，也就是投資者，如果租金不能 cover 房價，那他可能不買。傳統從需求者角度來講，衡量合理房價主要是房價所得比與房價租金比。泡沫那篇 paper 就是在談所得與租金，泡沫的計算是背後有一些假說的實證性研究，算出來台北市是 27%到 38%，房價為基本價值加上泡沫，基本價值是合理的價格，其他是租金及所得無法支撐的價格。回到問題的關鍵是合理是主觀的，台灣房價租金比是 20 至 40 之間，美國是 6 到 7，到底房價所得與房價租金比到底應該多少才是合理？

你有幾個合理的判斷方式：第一，過去的平均，經濟學說短期可脫離均衡，長期一定要回到均衡，若數字是長期存在則是合理的，但首先數字必須要找對，如果短期脫離均衡那就可以知道是不合理。第二，大部分人認為合理，可能就是合理，但怎麼找到大部分人的想法，需求案這次要問這個問題「你認為房價合不合理」以及壓力大小，過去我們問房價所得比或租金所得比多少。主觀與客觀是很好的對話，我也提醒各位長期與短期的問題，以及誰認為合不合理。之前提到大安區房價 90 萬，首先計算的過程

是不合理的，這可能是市場上不適當的訊息，置入性行銷使大家認為房價應該要高，但是到最後口袋的錢掏不出來的時候，那就知道合不合理。消費者如果覺得合理就會去買，但最近有一個問題是大家覺得不合理還是去買，是一種非理性的行為，且大眾不知道訊息，資訊的問題是另一個可討論的。

同學：經濟學裡有所謂鑽石的迷思，內行人知道鑽石供應不匱乏，但是被供應商控制，但是從早期到現在市場上都在進行置入性行銷，就是希望大家買了不要賣，結果大家都買進，而供給被控制。也許跟房地產不一定能類比，但房市似乎也有這種狀況。如果大家都認為年輕人一定要買房子，未來的居所一定要買不能用租的，老一輩又鼓勵年輕人買，這樣的資訊不對稱會不會造成房市如同鑽石市場那樣，不斷創造購屋需求。十年來這樣的狀況沒有改變，也許是因為這個觀念沒有改變而造成。媒體宣傳都是房價飆高，但是消費者不一定買，不管房價合不合理，只要有成交就是有市場，但市場不均衡可能沒有辦法改善，重要的還是觀念能不能被改變。先前看到老師以房養老的文章，這還是關係到觀念。

老師：你提到兩個概念。首先在資訊方面，不只要知道資訊，還要知道背後的資料或過程，知道什麼是被扭曲的資訊。我們是希望 NCC(大眾傳播委員會)或消保會介入，在證券市場不允許隨便發布資訊，但房市沒有。房市會有亂象，很重要的一塊就是資訊不透明，政府在這一塊非常不積極。業者可以在沒有嚴謹報告依據下，頻繁發出新聞稿，影響房地產市場。我強調市場要健全，市場健全的要件就是資訊不能被扭曲，要正確、透明。第二是觀念問題，房子要不要長期持有、以房養老、年輕人要不要買房子，都是觀念的問題，要轉換需要很長的時間。最近想要寫一本書關於台灣的房地產神話，例如有土斯有財、房地產只漲不跌，民國七十九年的房價泡沫後下來，經過很長的不景氣，大家還是覺得房價只漲不跌。今天給大家的小問題就是有關財務幻覺，如果一年上漲 1 倍，但每年跌 5%，連跌 5 年、7 年，這個是財務心理的問題，上漲的時候印象深刻，但下跌是溫水煮青蛙，考慮時間價值就會覺得房價只漲不跌可能有問題。比較誇張的例子是以前在阿拉斯加原住民拿土地換大豆，原住民不是沒想清楚而被騙，以當時物價來說是合理的，只是考慮時間價值、複利計算後，好像很不划算。經過長期來看，台灣房價好像只漲不跌，這個可能是財務幻覺導致的。周末中國時報回顧無殼蝸牛的抗爭活動，李信長當初是小學老師，為了這個運動耗費很多的心力與金錢，有些社會學者回顧起來認為是一時的運動，應該要靠更長期的努力才能解決問題。這一塊大家有沒有意見？

彬傑：如何讓大家知道合理或不合理的現象是怎樣，知道不合理之後，覺得不應該買？

老師：物價波動就是這麼回事，不合理還是去囤積，當市場發生扭曲，政府應該要介入。每個人都有 rational behavior，需要透過教育；另一方面則是政

府要介入。在這個情況下，政府也是有受批判的地方，理由可能是爲了拚經濟或是有其他政治壓力、利益團體壓力，優惠房貸雖然說要幫助大家買得起房子，但每次優惠房貸的產生似乎是建商 lobby 的結果。如果出發點正當性有問題，那可能是另一個可受批判的問題。如果不合理的房價現象一直持續，一個方式是讓他瓦解崩盤，上次泡沫爆掉的結果就是全民埋單，許多不良資產由市場慢慢消化，銀行拿大家的錢去收拾，所以希望能夠預防再發生，讓房價 soft landing 早點下來，但面對很大的利益產業，需要很多力量，不是短期可以達成。

房地產有幾個盲點，第一是自有率很高，大家不希望跌，雖然住在虛幻的房價上，但還是不希望資產縮水。最近標了一個忠孝東路的老舊房子，一坪 103 萬，品質與價格不相稱，當然可能是因爲期待都市更新；或者高雄市美術館區的案子，前後棟有不同的 view 使一坪差了十幾萬，估價估不出這個價格；或者台北高雄高鐵距離 90 分鐘，但房價相差大，這些合不合理？學術界覺得不合理就讓大家知道，善盡讓社會大眾知道的責任。這節課最後有沒有 comment？市場機制正常的話，那結果就是這樣，但如果機制不好，看不見的手被壟斷、扭曲，這是一種不合理。合理有好多種說法，如果這些方法都呈現出不合理的結果，可能已經到了不合理的極致了。

● 「住宅金融」

老師：住宅除了市場或是開發之外，一個很重要的核心就是金融。住宅的消費高，很難單靠自己力量買房子。住宅金融要討論什麼？

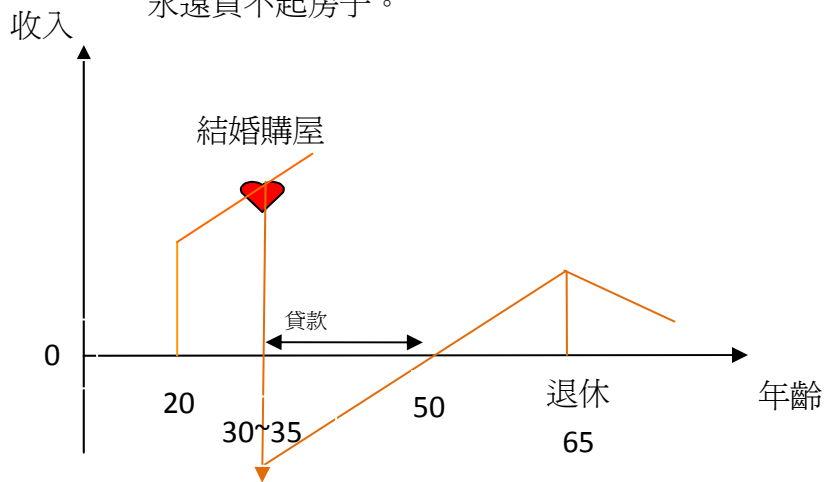
清益：貸款，用別人的錢來買房子。

老師：住宅金融即如何籌款來買或蓋房子。住宅金融與貸款之說法有什麼差別，給建商的爲建築融資(construction loan)，主要用土地融資；給買房子的則爲購屋貸款 Mortgage，借款的人叫 Mortgager，用房屋抵押。這兩者的差別在哪裡？

清益：時間，購屋貸款時間較長，建築融資則較長。

老師：建築融資大概 3 至 5 年，購屋貸款大概 20 年，時間長短會影響風險與資金周轉的狀況。一般講借款人爲 borrower，貸款人則爲 lender，以資金來講，前者爲需求，後者爲供給。借貸有風險，很重要的是 loan to value ratio(LTV)，現在的貸款成數爲七成，景氣好時可能高一些，英國曾經有 100% 的 LTV，LTV 越大，風險越高，背後隱含風險係數。買股票比較少人借貸，但買房子常常是用大筆貸款在買房子，如果沒有貸款，自有率可能很低，現在的房地產市場是靠住宅金融撐起來的。最會投資的人不是用自己的錢賺錢，且住宅價格高，不太可能用自己的錢買房子。住宅金融背後隱含鼓勵大家買房子，可藉由住宅金融使市場活絡。住宅自有，但很大一部分是銀行的錢，還清貸款的才是自有。每個人的現金流量的過程，所得在 20 歲或出社會前爲 0，購屋與否與年齡關係較少，與結婚有比較大的

關係，買房子所得累積變負的，因為欠了銀行筆錢，幫銀行打工，什麼時候還清貸款變成正財產。所以當初上萬人上街頭，當時的氛圍很多人認為永遠買不起房子。

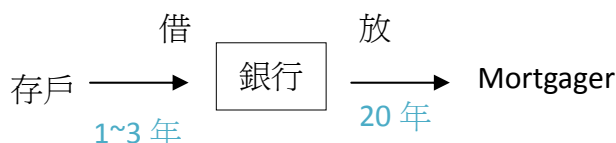


老師：現金流量、資金受房子影響大，購屋決策是關於要不要面對長期負債的狀況，國外大概就是 20 年慢慢還清，台灣不一定。欠銀行錢提前清償為 prepayment。日本房價太高，20 年不夠，要 40 年，也就是兩代貸款，但台灣人大概在 7 年清償。早期博士生分析提前清償，關於房屋類型、購屋人是什麼樣類型會提前清償，有沒有地域性或所得差異。抵押權證券化的一個先決條件就是對現金流量要掌握清楚，提前清償對於銀行來說是損失，能了解財務軌跡，知道提前清償，如果能找到多久能夠清償完成，了解現金流入流出，才有辦法進行財務工程，將其證券化。較早提前清償者財務上通常較保守，但是現代由於投資工具越來越多，且房價越來越高，可能會有不一樣的規劃。這方面也可以比較台灣與國外的差別如何，華人社會與非華人社會的購屋理財觀念上的差別，受到文化價值觀的影響，不是傳統理性的說法可以解釋。

● 住宅金融的特色與問題

老師：住宅金融的特色在於借貸金額很大，當然也因為有抵押品，所以對抵押品的認知，使不動產的人也會進入金融市場工作，現在銀行裡有大筆資產是房地產，如何處理與配置很重要，認清抵押品的價值很重要，而這個到底好不好認定？大家不要以為銀行對房價的認定很簡單，銀行會請借款人拿私契來。我們有公契與私契，而私契是不是真的？銀行要判斷私契的真偽，可能只有仲介或是代書知道私契到底是不是真的，因此估價師也會進入銀行。所有抵押貸款的困境在於，銀行為中介機構，一個轉介、資金周轉與管理的角色。由於住宅金融的流動性很差，銀行必須注意資金周轉的管理。我們這邊主要討論購屋貸款方面，建築融資這塊為企業的貸款，與徵信或其他狀況有關，且為相對短期。通常銀行的貸款期限很長一貸長

(lend long)，而存戶存款主要是 1 至 3 年—借短(borrow short)，且許多為活存的客戶，借短貸長(Borrow Short Lend Long)是銀行面臨的問題。



老師：比較好處理這問題的是壽險業者或是退休基金，因此所有資金是借長貸長。在國外的解法主要是 MBS，證券化後賣給想買長期資金者，台灣的解法不是很好，所以需要更多資金放貸。在越來越成熟的社會與資本市場發達的情況下，住宅金融的功能就越來越重要，也能刺激住宅產業的供給需求，幫助更多人買得起房子與儲蓄，政府利用住宅金融提供優惠房貸試圖想幫助中低收入家庭買房子，但到底是幫了中低收入者或是害了中低收入者也是很大的弔詭？目前看起來金融在住宅市場中影響重大，利率、貸款成數會造成住宅市場很大的變化。整個國家資源的分配，也可以利用住宅金融，如果要特別針對某地區做開發建設，可以利用金融手段做處理，在這個地區資金多一點。除了剛剛提到的借短放長的問題以外，還有如何吸引資金。最近銀行利率開始有點調整，過去大多是不動，如果開始升息，貸款成本增加會造成需求降低。央行為促進市場經濟，利率不敢動，可能也是房價上漲的原因之一。政府停掉優惠房貸，購屋需求應該要減少，結果銀行跳出來要提供，但這兩個差別在哪？

孟芳：是不是適用對象的差異？

老師：政府的優惠房貸是 20 年的優惠房貸，要編預算來補貼，要做對象的限定，但在這一次的優惠房貸沒有，招致很多批評。所謂銀行優惠房貸通常是三階段，會分階段調整利率，第一年可能很低，第二年調高利率，三年以後可能調得跟市場水準一樣。有些購屋者以為調了之後再轉貸，但手續費或其他條件限制也未必能轉貸成功。銀行是營利事業，在短期補貼，長期還是要平回來。回到大家關心的利率變動，雖然是很小的變動，但引起的效應會很大。最近有升息、有降息，也就是台灣銀行機動利率往下降，固定利率往上升。媒體解讀是對房貸戶有利，但一般房貸戶為浮動利率，乍看之下好像有利，但固定利率往上升，對吸引長期存款有利，表示有跡象是想要往上升息，但不敢一次調升。銀行很在意如何吸收錢，如何放款。在住宅金融這一塊，吸收存款這方面沒什麼大問題，然而台灣資金爛頭寸仍存在。另外銀行如何保護款，即違約的狀況如何解決。在資產開始縮水，違約可能會出現。從貸方來看資金如何來去、確保資金是一般關注的問題。

老師：要瞭解資金的來龍去脈，以及在這個過程的成本。上一堂課的以房養老問題，也是一個住宅金融的問題，但是邏輯很簡單，就是這個時點先賣掉，

再 cash flow 回來。住宅資金來源，主要是個人的儲蓄，這個怎麼流到購屋者身上？最早就是向親友借貸，也有「標會」這樣的方式，這屬於地下金融，透過 informal sector 方式得到可運用的資金。正式金融方面，早期有購屋儲蓄貸款，自己要先存，銀行再以你存款的倍數貸款給你，如此銀行可以得到存款，也放貸給你。另外特別針對銀行的錢，把貸款賣給或透過證券化方式給抵押貸款銀行。抵押貸款銀行專門蒐集貸款的資金，再包裝出售給想要長期現金流量的投資者，也就是銀行先把錢 cash 到抵押貸款銀行。而在新加坡有公基金制度，特別強調自助的功能，薪水或退休金一部份要到公基金內，然後用公基金的錢再做抵押貸款的動作，有強迫儲蓄與契約貸款的味道。

● 抵押貸款的要件

老師：貸款有四要件—貸款期限、貸款金額、貸款利率、每期償還金額或是償還方式。CFP，個人理財規劃師證照，有一塊就是在住宅金融，有一部分就是考這四個的換算，知道三個就可以求算出第四個。首先在貸款期限方面，什麼樣的期限是好的？大家可以看一下複利表，假設利率是 10%，一百萬的借款，十年還與 20 年還每年還款金額的差距，十年期一年還 16 萬，20 年期一年要還多少？一年要還 11 萬 7 千，40 年期 1 年要還十萬多。在財務上，這個價格是一樣的，因為期限的效果不是線性的。我常問地上權產品的價格多少？台北市有個案賣租賃權，但當初賣到市價的八成，過去賣 70 年地上權的大約七折。信義計畫區有豪宅以地上權 50 年來賣，比起其他豪宅產品便宜，兩戶換一戶。如何去衡量 duration 的期間？從一般經濟直覺會覺得是線性，但這個是幾何形的線性，經濟直覺必須與財務直覺相連結。

第二是貸款成數，雖然是看價格，但是價格是不穩定的，how to protect money？在 LTV 的討論很重要。現在預售屋、新成屋的貸款成數不一樣，到底成數多少可以好好思考。現在金融機構爲了要跟國際接軌，在巴塞爾協定下每年要進行資產價值的重估，估價師進來足不足夠？可能要建立一個公式進行資產重估。一個比較粗略的方法是用房價指數來重估，這個是建房地產指數的功能之一，現在銀行都在思考這個問題。再來是一個一個重估，主要是用 AVM 大量估價，這個就是 the value 的問題。年金屋有一個風險是到期日不確定性，所以銀行在貸款時就不敢貸太多。我認爲在台灣基本上是上漲的，現在賣給你跟不確定到期日再賣給你。美國就不一定，爲什麼？

竹君：因爲房地比，美國土地佔價格比例低。而房屋會折舊，土地不會。

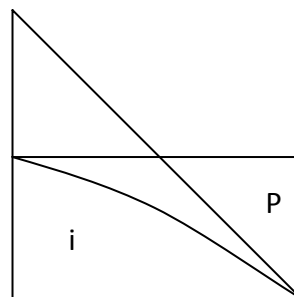
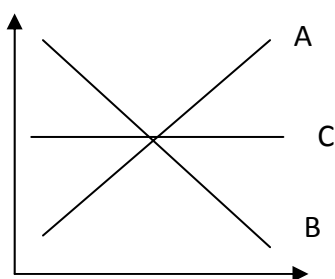
老師：土地基本上爲增值。只要有不確定性就有風險貼水的問題，LTV 是很重要的。第三是利率，剛剛提到的一個重點是固定利率與浮動利率。先前有一個很熱門的問題是季調與月調，銀行本來一季調一次利率，在消基會反彈

與社會大眾關心後，銀行提出月調或季調可以在合約之初選定。請問你們選哪一個？

淑湄：現在利率是相對低點，未來可能上漲，以 20 年的貸款來說，應該是季調。

老師：怎麼選擇的背後有一個重點，就是要選擇固定利率或是浮動利率，選擇一季的固定利率或是每月的浮動利率。對銀行來說，固定利率的成本一定比較高，因為要鎖定一季的風險。以現在的狀況基本上會選固定利率，因為利率處於相對低點，不太可能再往下調，所以現在買房子要想現在付得起，但未來不一定付得起的問題。浮動利率對銀行一定不虧本。固定利率在台灣不盛行是一個問題，美國主要採固定利率。短期用浮動，長期則為固定。另外也牽涉到償還方式，每期浮動償還，或是前面固定、後面浮動？所以金融財務的變化很多，以借款人來講前面選浮動，後面選固定，可能是比較有利的。

老師：再問大家一個問題，一共都要還 15 萬，要選哪一個方式？本利均等攤還與本金均等攤還選哪一個？



老師：還款方式要與自己的 cash flow 配合。本金還少如果房價下跌，可能就不還，在美國 default rate 三年到五年之間最高，本金如果還得多，可能比較不敢跑，所以在銀行立場會選 B。消費者則會選 A，一開始比較沒錢還得少，或者將本金放在口袋，先不還那麼多。若加計時間價值，大略都是 B 的還款方式，銀行是規則制定者，走 B 對自己比較有利，政府給的貸款有些會提供前幾年僅還息的狀況。這個邏輯是告訴各位何種還款方式的策略。

淑湄：對一般消費者來說期待房子的增值，資金其他的使用方式比較少，所以應該是選 A 方案，一開始還比較多，這樣利息支付得比較少，資金成本比較低。

老師：這是一種心理的問題，只是對銀行有利的，對你不見得有利。你的假設是錢沒有去處。假設你有足夠的錢的使用方式或權利，那比較可能選擇先還少，在財務的講法上對雙方比較公平的則是 C 的還款方式。