

房地產市場景氣會持續發展嗎？

- 兼論不動產證券化之影響

張金鵬（政治大學地政學系教授）

壹、前言

由於民國 94 年房地產市場景氣於上半年復甦趨緩，下半年不論是需求者或廠商，均對於市場條件或房價趨勢抱持較保守、甚至是悲觀的態度；因此，房地產景氣在連續兩年的明顯回升之下，是否會持續發展？應是供需雙方密切關注的課題。

我國於不動產證券化條例通過後，短短三年內，已發行 7 件不動產資產信託（REATs）及 3 件不動產投資信託（REITs），顯示國內不動產證券化有逐漸萌芽發展之勢；此外，立法院財政、內政及民族委員會更於民國 95 年 1 月 9 日初審通過不動產證券化條例部分條文修正草案，將開發型不動產或不動產相關權利納入不動產證券化投資標的，以活絡不動產證券化市場。因此，不動產證券化的發展，對於我國不動產市場將產生何種影響？成為產官學界所熱烈探討的議題。

本文將利用政府部門、學術界與業者共同著手調查的房地產市場資訊，探討第一項問題；並經由探討亞洲地區與台灣不動產投資信託的發展概況、管理課題、以及未來開發型不動產納入證券化標的對於不動產證券化之影響，試圖為第二項問題提出一些的看法。

貳、民國 94 年房地產市場回顧

民國 94 年的房地產市場景氣仍呈現盤整向上的態勢，但復甦力道減弱，整體而言，朝向健康而穩定的格局發展。本文後續將從目前國內按季發佈的國泰房地產指數季報、台灣購屋需求動向季報與台灣房地產景氣動向季報等三項主要房地產調查之內容，回顧民國 94 年市場狀況，其中包括新推個案市場表現、購屋需求動向與房地產市場景氣動向三部份。

一、新推個案市場表現

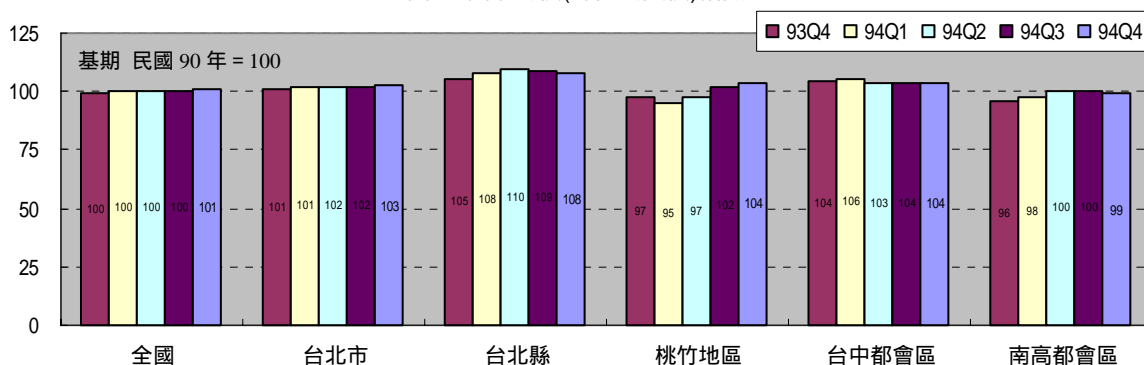
本文以國泰房地產指數來說明新推個案市場狀況，國泰房地產指數是由國泰建設與政大台灣房地產研究中心共同辦理，以全國各季市場新推個案（含預售屋

與新成屋)作為分析對象,民國94年共有1,297件新推個案,各季新推個案均超過300案。本文分析內容將著重於可能成交價與成交量指數,以呈現市場價量的波動與調整,亦可觀察出各地區市場發展趨勢的差異。

(一) 房價多微幅上漲,各地區表現出現落差

從民國93年第4季至94年第4季的資料觀察,各地區之國泰房價指數多呈現輕微上漲,僅台中都會區微幅下滑。累計之全國年漲幅為1.25%,各地區則以桃竹地區7.4%最高,台北市年漲幅為2.07%,台北縣為2.64%,南部地區漲幅3.13%,台中都會區則微幅下滑,整體表現已不若民國93年。整體而言,民國94年房價升幅已趨於平穩,但各地區表現已出現落差。(參見圖一)

圖一 國泰房價(可能成交價)指數

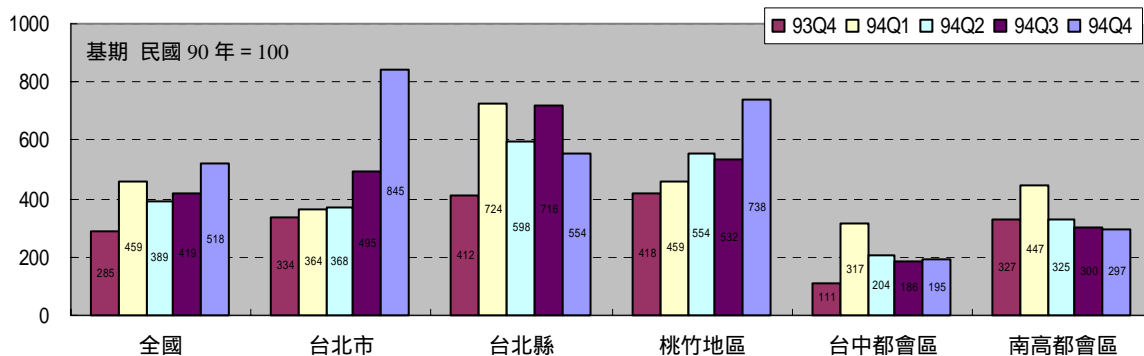


資料來源：94年第4季國泰房地產指數季報

(二) 成交量持續呈現北熱南冷

北部地區之成交量指數呈現擴大趨勢,但僅桃竹地區之成交量擴大幅度超過推案量,亦即,台北縣市成交量之擴大多賴推案量增加所致。此外,台中都會區與南高都會區之成交量較去年萎縮,且南部萎縮程度又高於中部。由成交量指數的趨勢觀察,可發現北熱南冷的結構仍舊持續。(參見圖二)

圖二 國泰成交量指數



資料來源：94年第4季國泰房地產指數季報

(三) 綜合分析

民國 94 年新推個案市場的表現，呈現明顯的穩定盤整，北部優於中南部的格局。自民國 92 年下半年開始的全面復甦力道已相當微弱，雖然整體價量趨勢尚稱穩定，但各地區價量波動均以各自的市場結構為主調，除議價空間一致的微幅擴大外，各地區並無其他共同趨勢。

就地區別而言，民國 94 年桃竹地區與台北市的市場表現仍屬於穩定復甦狀況，價格與銷售率均能逐季增加，顯示市場供需持續維持在相對正常的結構。台北縣市場全年價格與成交量增加幅度雖與台北市相當，但推案金額的逐季遞增也反映在銷售率的逐季遞減中，亦即供給過剩問題確實是台北縣的一大隱憂。

中南部地區市場一改民國 93 年的亮麗表現，市場衰退現象已悄悄浮上檯面。台中都會區開價與成交價的同步下滑，加上議價空間的擴大，仍舊無法拉台銷售率與成交量，整體表現較其他地區差。南部地區雖然價格水準仍維持上升，但在推案量穩定下，銷售率與成交量卻逐季下滑，亦突顯出價格保衛已出現相當大的壓力。

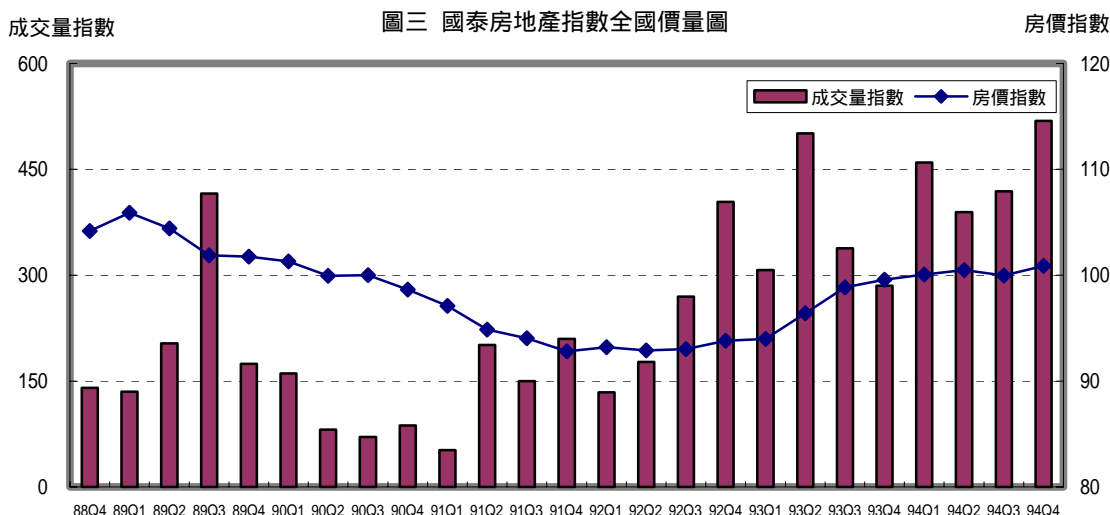
展望民國 95 年市場趨勢，保守推案與穩定成交價量，應是各地建築投資業者共同面對的課題，而過去兩三年來市場累積的餘屋，亦將成為影響新推個案市場的重要因素，這兩大課題又以台北縣與中南部更是明顯。（參見表一與圖三）

表一 全國價量變動狀況

全國	民國 94 年					民國 93 年	變動率
	Q1	Q2	Q3	Q4	全年	全年	
可能成交價格(萬/坪)	16.10	16.17	16.09	16.23	16.23	16.03	1.25%
議價空間(%)	8.70	8.90	8.00	9.00	8.66	7.49	15.68%
開價價格(萬/坪)	16.46	16.50	16.27	16.23	16.23	16.62	-2.35%
推案金額(億元)	\$2,100	\$1,770	\$2,005	\$2,496	\$8,371	\$6,817	22.80%
30 天銷售率(%)	13.43	14.32	13.60	13.52	13.69	13.53	1.15%
30 天成交量指數	592.05	532.10	418.93	518.35	515.36	484.81	6.30%

註：全年之價格以該年第四季表示。全年之推案金額為 4 季之加總值。全年之 30 天成交量指數為 4 季之平均值。全年之 30 天銷售率及議價空間率為經過推案金額規模調整後之加權平均值。本研究所稱成交量為當季新推個案之 30 天成交量，而非當季市場上總成交量，故以指數表示。

資料來源：94 年第 4 季國泰房地產指數季報



資料來源：94 年第 4 季國泰房地產指數季報

二、購屋需求動向

住宅需求動向調查是由財團法人台灣不動產資訊中心與行政院經建會共同辦理，每季針對至銀行辦理購屋貸款者(已購屋者)、至仲介公司洽詢購屋資訊者與至崔媽媽基金會搜尋租屋資訊者分別進行問卷調查，平均每季回收問卷數約在三千至四千份。本文將針對民國 94 年各季之已購屋者調查結果，分析國內住宅市場的實際需求概況(參見表二)；並從已購屋者與購屋搜尋者的房價信心綜合分數，來分析全體購屋需求者對於房價趨勢的看法(參見圖四與圖五)。分述如下：

(一) 已購屋者需求概況

1. 購屋動機以首購為主，投資需求溫和增加

從需求動機觀察，民國 94 年各季均以自住需求為市場交易主流，即消費性需求約佔八成多；此外，第 1 季投資需求已接近二成且呈現溫和上升現象，第 2 季呈現換屋趨熱 投資趨冷現象，第 3 季與第 4 季投資性需求則有略為增加趨勢

2. 購屋標的以中古屋與大廈為主流

從購屋標的市場類型結構觀察，民國 94 年各季均以中古屋需求為主流；上半年新成屋及拍賣屋需求持續衰退，預售屋需求緩增；第 3 季新成屋需求增加，預售屋及中古屋需求減少，拍賣屋需求則持續衰退趨勢，且新成屋及預售屋合計需求首次超過五成，顯示購屋類型較新；第 4 季新成屋需求則持續增加。此外，各季房屋類型需求結構尚稱穩定，均以 6-12 層樓大廈為主流，比重維持在 3 成以上。

3. 購屋過程趨於保守謹慎，但購屋負擔持續增加

在消費者之購屋搜尋與決策方面，94年第1季購屋決策時間、議價空間皆略縮小，購屋偏好與負擔持穩；第2季購屋決策時間、議價空間皆略擴大，有漸呈現買方市場之格局，觀望氣氛也相當濃厚，購屋負擔較上季再度增加；第3季購屋搜尋時間、看屋間數，在本季均增加至相對高點，顯示購屋者多持保守觀望心態，購屋負擔持續增加對需求面動能將形成隱憂，議價空間減少，仍屬買方市場；第4季購屋搜尋時間、看屋間數與前季差異不大，但議價空間持續縮小，且房價所得比持續增加，顯示購屋者購屋負擔加重。

(二) 已購屋者與購屋搜尋者對房價趨勢之看法

從各地區來看，94年第1季各地區已購屋者與購屋搜尋者之房價信心綜合分數十分相近，均有超過110分的水準；但自第2季之後，各地區分數出現明顯變化與差異，且對於房價信心均較為不足，台中縣市開始連續兩季成為信心分數最低者，顯示該地區購屋者對於房價趨勢的看法出現大幅轉變，由看漲轉為看跌，但第4季又出現信心回升跡象；高雄縣市從第3季信心分數最高者，成為第4季分數最低者，將近19分的跌幅，亦顯示該地區購屋者對於房價信心急速地從樂觀轉趨悲觀。其餘地區，僅台北市持續對房價抱持相對樂觀的看法；就全年來看，各地區信心呈現下滑趨勢。

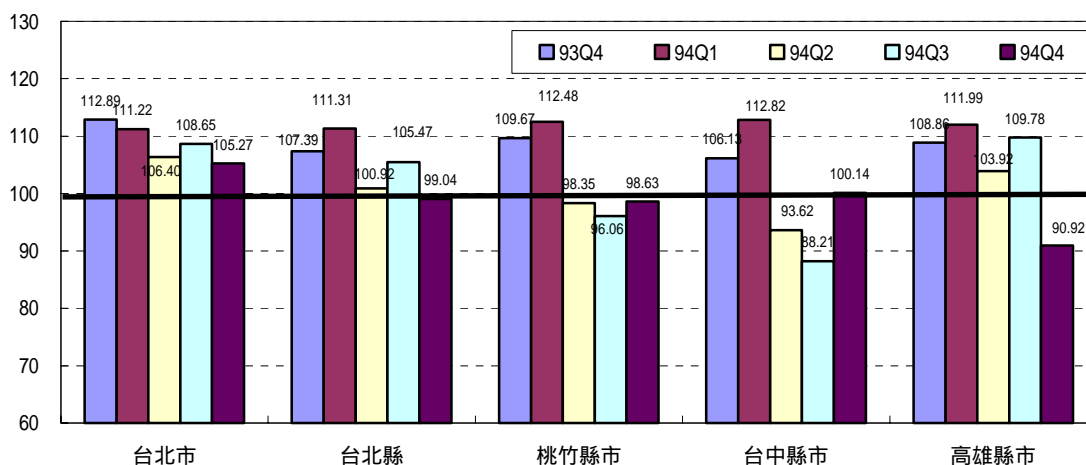
就全國而言，民國94年已購屋者與購屋搜尋者之房價信心綜合分數逐季下滑，由第1季的111.92分，下滑至第4季低於100分水準的99.16分，顯示購屋大眾對未來房價趨勢的態度已由樂觀轉偏保守，尤其對未來一年的信心明顯低於對未來三個月的房價信心程度，顯示購屋者短期仍看漲房價，但對未來房價變化則相對較保守悲觀，亦顯示需求面對房價的支撐力量已趨於減弱。整體來說，購屋者對於近期房價信心為保守偏樂觀心態，但未來房價信心趨於悲觀。

表二 全國已購屋者各季需求動向結構比較

	93年第4季	94年第1季	94年第2季	94年第3季	94年第4季
購屋目的					
純自住	65.4%	63.7%	65.4%	60.5%	64.7%
偏自住	17.0%	17.7%	17.6%	22.5%	18.1%
偏投資	13.0%	11.0%	11.4%	12.1%	12.6%
純投資	4.5%	7.6%	5.7%	5.0%	4.5%
前屋權屬					
自有	40.7%	41.4%	47.9%	43.1%	44.1%
父母子女有	35.4%	31.4%	28.5%	33.5%	33.0%
租屋	22.3%	24.4%	21.8%	21.2%	20.8%
其他	1.6%	2.8%	1.7%	2.2%	2.1%
購屋族群					
首購自住	54.2%	52.8%	47.9%	49.7%	51.4%
換屋自住	28.3%	28.7%	35.2%	33.1%	31.6%
投資	17.4%	18.5%	16.9%	17.2%	17.0%
住宅市場類型					
預售屋	16.6%	15.1%	18.6%	16.6%	18.7%
新成屋	32.7%	27.9%	28.2%	34.1%	36.1%
中古屋	45.8%	54.1%	50.5%	47.0%	42.8%
法拍/銀拍屋	4.4%	2.9%	2.3%	1.9%	2.1%
其他	0.5%	0.0%	0.5%	0.5%	0.4%
購屋產品類型					
透天厝/別墅	15.9%	18.3%	16.4%	19.4%	20.1%
5樓以下公寓	28.4%	25.9%	27.1%	25.9%	24.1%
6~12樓大廈	33.0%	34.4%	33.6%	31.3%	33.0%
13樓以上大廈	22.7%	21.4%	22.9%	23.3%	22.8%
購屋面積					
0-20坪	6.4%	6.2%	8.7%	6.0%	6.3%
21-30坪	28.1%	26.8%	27.0%	29.2%	27.3%
31-40坪	27.7%	30.0%	30.4%	28.6%	32.3%
41-50坪	16.1%	14.2%	13.4%	15.5%	13.1%
51坪以上	21.8%	22.8%	20.6%	20.8%	21.1%
購屋總價					
200萬元以下	5.1%	4.6%	5.3%	3.9%	3.0%
201-300萬元	12.5%	12.8%	11.1%	8.8%	8.5%
301-400萬元	16.7%	17.0%	14.9%	16.5%	14.9%
401-500萬元	14.7%	18.2%	15.0%	17.3%	16.7%
501-600萬元	17.3%	14.5%	16.1%	13.9%	16.0%
601-900萬元	20.6%	20.0%	23.4%	26.3%	25.4%
901-1200萬元	7.2%	6.6%	8.4%	6.8%	9.2%
1201-2000萬元	4.8%	3.1%	3.5%	4.9%	5.1%
2001萬元以上	0.9%	3.2%	2.2%	1.5%	1.3%
對近三個月房價趨勢看法					
大幅下跌	0.5%	0.1%	0.9%	1.0%	0.4%
微幅下跌	8.4%	8.5%	13.9%	12.6%	11.3%
維持平穩	48.7%	49.3%	53.3%	55.2%	56.1%
微幅上漲	40.1%	39.3%	29.6%	28.6%	30.1%
大幅上漲	2.3%	2.8%	2.3%	2.6%	2.1%
對一年後房價趨勢看法					
大幅下跌	0.7%	1.5%	2.0%	2.9%	2.1%
微幅下跌	21.7%	16.5%	28.4%	23.6%	26.7%
維持平穩	42.4%	44.8%	40.0%	45.1%	43.4%
微幅上漲	33.1%	35.2%	27.4%	26.5%	26.0%
大幅上漲	2.0%	2.0%	2.2%	1.8%	1.8%
平均搜尋時間(月)/看屋間數(屋)	4.6 / 7.9	4.1 / 7.2	4.7 / 7.1	4.8 / 7.9	5.0 / 7.4
購屋平均面積(坪)	36.4	37.0	36.1	35.7	36.7
購屋平均總價/單價(萬元)	517.1 / 14.4	519.7 / 14.5	565.7 / 15.2	552.5 / 15.3	567.3 / 15.5
購屋平均議價空間(%)	9.9%	9.7%	10.5%	9.5%	8.0%
房價年所得比/房貸支出佔每月所得比(%)	6.0 / 27.1%	6.0 / 27.8%	6.3 / 29%	6.4 / 29.9%	6.9 / 28.4%
透過仲介購屋比例/透過仲介購置中古屋比例	46% / 70.8%	47.4% / 65.5%	50.4% / 72.1%	51.0% / 73.5%	40.1% / 60.3%

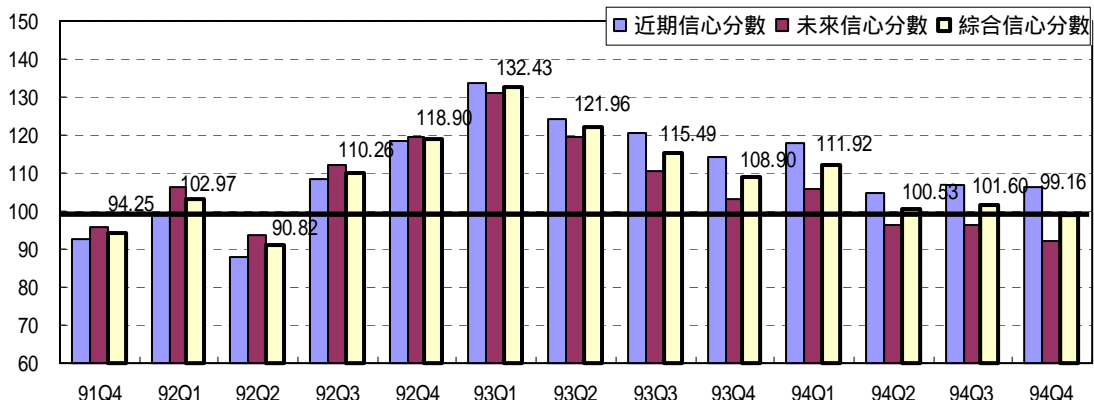
資料來源：94年第4季台灣購屋需求動向季報

圖四 各地區購屋者房價信心綜合分數



資料來源：94 年第 4 季台灣購屋需求動向季報

圖五 全國購屋者房價信心分數



資料來源：94 年第 4 季台灣購屋需求動向季報

(三) 綜合分析

民國 94 年住宅需求動向由上半年呈現買方市場的觀望氣氛，轉為下半年呈現穩定中調整的狀況，且需求面信心有逐漸轉弱趨勢。市場結構變遷並不大，仍以首購與中古屋需求為主流，投資與預售屋需求之市場佔有率略增。逐漸延長的決策時間以及對於房價信心逐漸趨向保守的狀況，顯示購屋者態度的謹慎以及市場觀望氣氛的濃厚；購屋負擔持續增加將對需求面動能將形成隱憂。房價於下半年開始趨於盤整，但未來整體房價的穩定性仍有待考驗。

三、房地產市場景氣動向

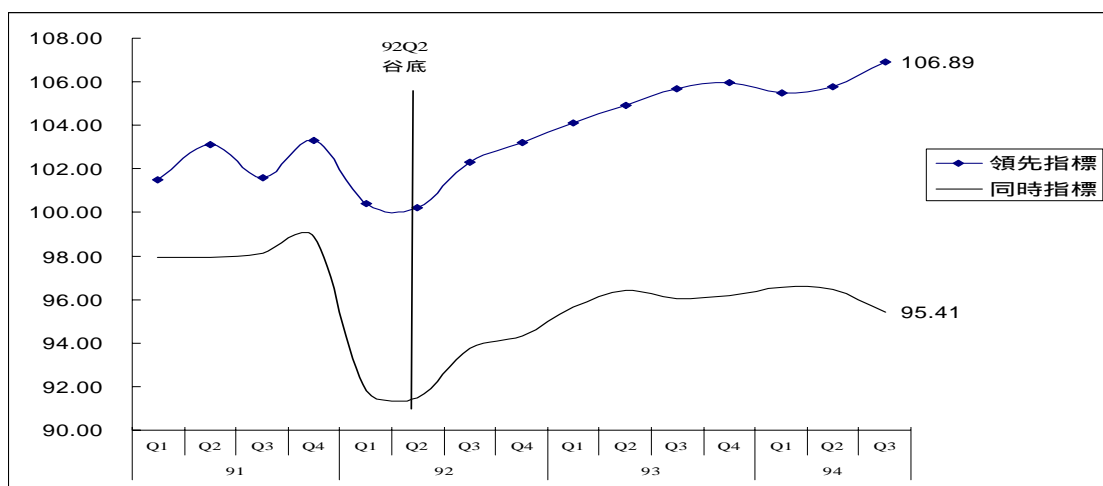
房地產景氣指標是內政部建築研究所與政大台灣房地產研究中心共同辦理發布。本文將從客觀面的房地產市場景氣指標(參見圖六與圖七)與主觀面的房地產廠商看法(參見表三),分析近一年來房地產市場景氣概況。

(一) 房地產市場景氣指標

93 年第 4 季房地產市場景氣領先與同時指標綜合指數分別為 105.95 與 96.16,較第 3 季分別增加 0.28%與 0.14%;房地產景氣對策訊號由上季的 13 分下降為 12 分,已持續六季出現綠燈;在個別指標部分,投資面與交易面指標均小幅上升,生產面指標穩定持平,而使用面指標則是小幅下降。94 年第 1 季房地產市場景氣相較於 93 年第 4 季,領先指標綜合指數為 105.50,下降 0.42%,同時指標綜合指數為 96.55,則上升 0.41%;房地產景氣對策訊號則與上一季同為 12 分,連續第七季出現綠燈;在個別指標部分,投資面與交易面指標均穩定持平,生產面指標小幅下降,而使用面指標則是大幅上升。94 年第 2 季景氣相較於第 1 季,領先指標綜合指數為 105.78,上升 0.27%,同時指標綜合指數為 96.47,下降 0.08%;房地產景氣對策訊號則與上一季同為 12 分,連續第八季出現綠燈;在個別指標部分,投資、生產、交易及使用面指數均較上一季減少,惟變動幅度均在穩定範圍內。94 年第 3 季景氣相較於第 2 季,領先指標綜合指數為 106.89,上升 1.05%,同時指標綜合指數為 95.41,下降 1.10%;房地產景氣對策訊號較上一季下降 1 分,屬於黃藍燈;在個別指標部分,投資、生產指數較上季增加,而交易及使用指數較上季減少,各指標變動幅度均在穩定範圍內。

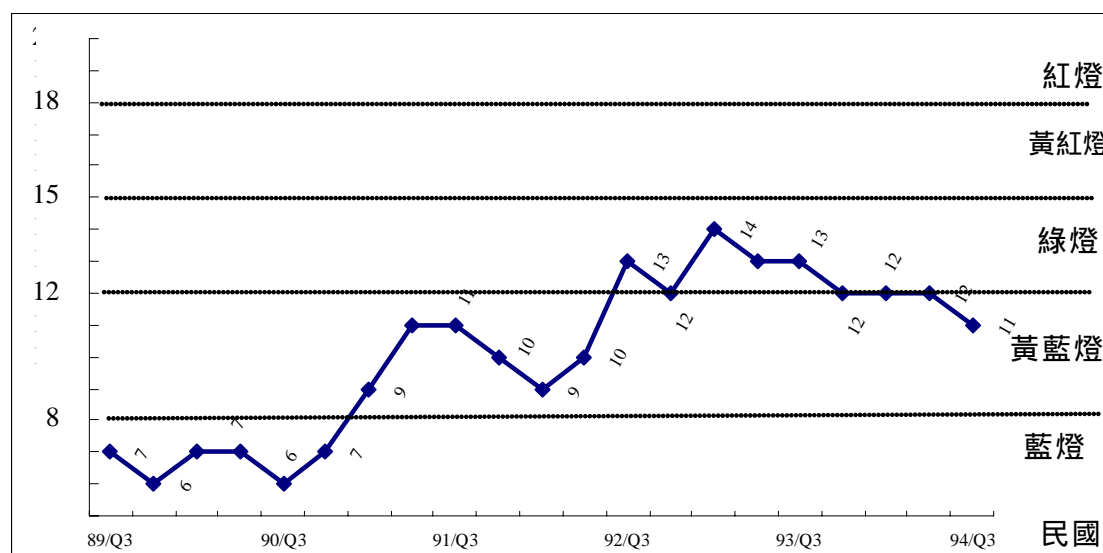
整體而言,自 93 年第 4 季至 94 年第 3 季,房地產市場景氣呈現穩定持平但發展趨緩現象,94 年第 3 季更出現略微下滑跡象。領先指標於 93 年第 4 季已連續六季上升,上升幅度呈現逐漸減弱趨勢,至 94 年第 1 季則開始出現反轉下降趨勢,第 2 季又轉為上升現象,顯示房地產景氣反轉趨勢並未確立,仍有待觀察;同時指標於前兩季有小幅上升,但後兩季則出現小幅下降情況;房地產景氣對策訊號於前三季均為 12 分,連續八季出現綠燈,但 94 年第 3 季下降至 11 分,亮出兩年來首次代表房地產景氣有衰退趨勢的黃藍燈。

圖六 房地產景氣領先與同時指標綜合指數趨勢圖



資料來源：94年第3季台灣房地產景氣動向季報

圖七 房地產景氣對策訊號分數圖



資料來源：94年第3季台灣房地產景氣動向季報

(二) 房地產廠商對市場景氣判斷

就全體廠商而言，93年第4季至94年第3季這一年的期間，各季相較上一年（92年第4季至93年第3季）同季，全體廠商認為市場景氣陸續呈現明顯轉好、略偏好、轉壞、更為轉壞等情況，有從明顯轉好至轉壞的趨勢。

就不同類型廠商而言，93年第4季至94年第3季這一年四季的期間，各季相較上一年同季，建設公司認為景氣陸續出現明顯轉好、轉壞、明顯轉壞、明顯轉壞等情況；建經/顧問/地政士/鑑價公司則認為有明顯轉好、明顯轉好、轉壞、略偏好等變化；仲介/代銷/廣告公司表示第1季明顯轉好、第2季轉壞，第3季看法呈現分歧持平，第4季景氣明顯轉壞；營造廠認為前兩季景氣有明顯轉好、

轉好的情況，對第 3 季與第 4 季則分別有兩極持平與持平偏壞看法；金融機構則認為景氣出現明顯轉好、明顯轉壞、略偏好、轉壞等情況。由此可知，除了 93 年第 4 季相較於 92 年同季，各類型廠商對於景氣的看法較為一致，認為景氣明顯轉好之外，94 年第 1 季至 94 年第 3 季相較上一年各季，不同類型廠商對於市場景氣的變化有相當分歧的看法，且認為景氣轉壞的比例愈為增加。

就不同地區廠商而言，93 年第 4 季至 94 年第 3 季這一年四季的期間，各季相較上一年同季，北部地區廠商認為景氣呈現明顯轉好、明顯轉好、轉壞、轉好等情況；中部地區廠商認為景氣依序呈現明顯轉好、略偏好、轉壞、明顯轉壞現象；南部地區廠商表示景氣分別有明顯轉好、略偏好、明顯轉壞、明顯轉壞情形。由此可知，除了 93 年第 4 季相較於 92 年同季，各地區廠商對於景氣的看法較為一致，均認為景氣明顯轉好，之後北部地區廠商認為景氣有轉好、轉壞再轉好的狀況，中、南部地區廠商認為景氣由降溫逐漸轉壞，不同地區廠商的看法逐漸分歧。

表三 房地產廠商對市場景氣判斷比較

期 別	景 氣 判 斷 (%)	廠 商 別					地 區 別			全 體 廠 商
		建設 公司	營造 廠	仲介/代 銷/廣告	建經/顧問/ 代書/鑑價	金融 機構	北部 地區	中部 地區	南部 地區	
93Q4 較去 年同季	轉好	60.98	69.23	80.00	76.92	75.00	74.84	66.67	69.45	71.74
	不變	7.32	15.38	0.00	13.46	8.33	15.84	3.03	10.42	9.42
	轉壞	31.71	15.38	20.00	9.62	16.67	9.32	30.30	20.14	18.84
	淨增加	29.27	53.85	60.00	67.31	58.33	65.53	36.36	49.31	52.90
94Q1 較去 年同季	轉好	35.71	37.50	29.41	55.56	25.00	48.61	37.50	36.73	41.82
	不變	17.86	37.50	23.53	26.67	25.00	29.17	31.25	30.61	24.55
	轉壞	46.43	25.00	47.06	17.78	50.00	22.22	31.25	32.65	33.64
	淨增加	-10.71	12.50	-17.65	37.78	-25.00	26.39	6.25	4.08	8.18
94Q2 較去 年同季	轉好	17.24	42.86	32.00	31.43	43.75	28.36	27.59	25.00	30.36
	不變	27.59	14.29	36.00	25.71	18.75	31.34	31.03	29.55	26.79
	轉壞	55.17	42.86	32.00	42.86	37.50	40.30	41.38	45.45	42.86
	淨增加	-37.93	0.00	0.00	-11.43	6.25	-11.94	-13.79	-20.45	-12.50
94Q3 較去 年同季	轉好	27.78	0.00	23.08	30.95	33.33	40.00	12.90	13.33	27.27
	不變	16.67	66.67	15.38	40.48	16.67	32.00	32.26	42.22	28.18
	轉壞	55.56	33.33	61.54	28.57	50.00	28.00	54.84	44.44	44.55
	淨增加	-27.78	-33.33	-38.46	2.38	-16.67	12.00	-41.94	-31.11	-17.27

註：淨增加(%)= 轉好(%) - 轉壞(%)；廠商營業地區為複選。

資料來源：94 年第 3 季台灣房地產景氣動向季報

(三) 綜合分析

94 年房地產景氣持續復甦，但力道趨緩，價量均呈現穩定。上半年房地產市場景氣大致呈現持平；然而由於土地增值稅的稅率大幅調降以及政府決定續撥優惠利率房貸等政策利多消息大多已經反映，邊際效果有限，而且建商大量推案，供給大幅增加，銷售時間拉長，加以歷經兩年景氣榮景，短期房價上漲力道持緩，買氣呈現觀望，又受到國內經濟成長預期下修、利率緩步升高、高鐵延後通車一年、以及全球資產泡沫化的隱憂等利空因素影響，使得下半年景氣略微下滑。客觀面與主觀面的調查統計結果，所呈現的房地產景氣狀況則不甚一致，此應與主觀面分析結果易受調查廠商對於市場訊息的反應之影響有關。

參、不動產證券化對於房地產市場之影響

國內已於民國 92 年 7 月通過「不動產證券化條例」，正式為不動產證券化提供法源依據。不動產證券化條例於公布後，相關證券化商品發展快速，截至民國 94 年 12 月底止，已發行 7 件不動產資產信託 (REATs) 及 3 件不動產投資信託 (REITs)，預計短期內尚有厚生南崁物流、富邦二號、台新三鼎、德安富貴 4 件 REITs 待發行，未來陸續上市的規模將可能超過 400 億元。根據業界估計，國內不動產總值高達 77 兆元；其中資產品質較佳且現金流量穩定的標的超過 1 兆元，預估未來 REITs 規模可望達 3,000 億元，具有很大的成長空間。今年初立法院一讀通過將開發型不動產納入不動產證券化標的，更顯示不動產證券化市場的遠景可期。由於不動產資產信託的相關資訊封閉，且其運作特性較不易影響市場，因此本文將著重於探討不動產投資信託的發展對於房地產市場之影響。

一、亞洲地區與台灣不動產投資信託 (REITs) 的發展概況

亞洲地區如日本、韓國、新加坡，REITs 近期均已蓬勃發展。以日本為例，其房地產經過長期下跌後，前年底慢慢復甦，加上證券化業務透過法人機構經營管理後，出現結構性轉變，使得 J-REITs 展現亮眼成績。至於新加坡發行的 REITs，如 CapitaMall Trust、Mapletree REIT 等，都是淡馬錫控股旗下的不動產集團發行，且新加坡政府機動調整 REITs 相關法令，使得該地 REITs 快速發展。

去年台灣發行三檔 REITs，而同樣興起 REITs 熱的香港，去年年底也快速發行 REITs；然而單純以報酬率來看，國內三檔均低，香港三檔漲幅卻全超過一成，兩地出現不同樣貌。

相較之下，有業者認為台灣 REITs 漲幅似乎不如國外。其觀點為，台灣不動產收益率普遍不高，以台北市辦公大樓市場為例，平均租金報酬率約在 4% 至

5%間，若扣除不動產的相關稅負及必要維修、管理費用，平均淨收益率只剩 4% 左右；若以該年收益率為準，則 4% 可能成為台灣 REITs 難以突破的上檔壓力。

然而，亦有學者針對此觀點提出不同看法。由於台灣 REITs 均屬於純收益型，股價沒有大波動是可以理解的，況且目前台灣 REITs 的收益率約 3% 至 4%，未來仍具有成長空間，相較於台灣的一般利率水準，其實為不錯的投資工具；至於已上市的富邦一號、國泰一號及新光一號，掛牌上市後股價都持穩，原因可能是散戶對這種新商品的熟悉度還不高，加上在房地產市場長期不景氣，以及 REITs 對不動產有超額估價等情況下，投資人多半預期「收租」，而非「價差」，亦即僅注意租金所得，而對資本利得並沒有很高期待，使得國內的 REITs 漲幅不大。

香港目前係以公有財產作為證券化標的，例如領匯基金為該地區目前規模最大的 REITs 基金，其證券化標的為國宅商場與停車場；證券化標的為公有財產，隱含背後有政府擔保，加上有良好的座落地點及管理，租金收益穩定，因而使得該地區 REITs 有不錯的漲幅；在政府公有不動產證券化的帶頭下，可發揮良好的示範效果，有助於後續 REITs 的發行。

香港領匯基金的公有財產證券化，不僅有助於政府改善財政收支，且以委託民間企業營運的方式提高績效創造價值，還能帶動國外的資金投入香港 REITs 市場，是很值得參考範例。然而台灣的法令雖沒有限制政府單位不能作為證券化的創始機構，但公有財產證券化仍涉及許多法律問題必須解決；此外，政府自行籌資的成本已經是最底的，有無必要再切割出一塊公有財產去籌措資金，以及是否能達到市場要求的利率水準，均是值得思考的課題。

二、不動產投資信託（REITs）的管理課題

台灣目前係採用「特殊目的信託（SPT）」進行資產證券化，而美、日及香港則是採「特殊目的公司（SPC）」方式，以公司為主體。SPC 較重視不動產本身的投資開發與經營，且公司方式的組成設立較信託方式簡便；反之，SPT 則較重視不動產本身的安全確保（破產隔離）。

台灣可能是考慮到在 REITs 發展初期，以保障投資大眾為優先，希望以「信託」做防火牆，因此採用 SPT 方式；然而先購買標的再募集資金的方式，將使得信託業者成為消極的「被動」角色，反而是由創始機構主導，最後再由信託業者背書，使得相關道德風險等問題成為備受關注的議題。此外，估價在證券化過程中是非常重要的環，攸關投資人的權益，高估的結果將導致資本利得難以實現，因此估價師提出的數字須由受託機構與發起機構應進行議價，亦即建立議價機制是相當重要的。舉例來說，目前在審核 REITs 的過程中，常出現估價結果

難以具有說服力的情況，很多估價報告都「太過一致性」，亟需檢討。估價方法差異對於價格影響甚鉅，且估價金額高低，亦會影響後續投資報酬率的計算與績效評比；由於投資標的良窳是影響市場能否持續發展的關鍵，在不動產證券化商品陸續發行後，績效衡量方式與資訊揭露將是未來重要課題，若無公信力的績效評比方式，則投資人所獲資訊將缺乏標準。

以美國經驗為例，其於 1990 年建立公司治理機制（例如信評、監察等），使得 REITs 認同度大增，機構投資人比重攀升，機構投資人達 31%；1992 年美國將不動產交易成為股權交易，而非資產買賣交易，使業主可延遲支付資產交易所得稅，吸引大型不動產業主發展 REITs；1993 年則進一步開放退休基金投資 REITs。這些遊戲規則讓市場在可監控的情況下更加活絡。

未來如開發型不動產納入，對證券化類型多元化將有所助益，有利於證券化投資組合，然而由於開發型不動產風險性較高，對於證券化投資組合之風險管理需加以考量。此外，開發型不動產證券化亦需重視資訊揭露與完善的配套措施（例如信用評等）。由於在初始階段沒有任何收益，所有未來現金流量均需依據預估而得，因此估價的背後必須有足夠的支撐，此對於估價師更是一大挑戰。

三、開發型不動產納入證券化標的對於不動產證券化之影響

立法院於民國 95 年 1 月 9 日初審通過不動產證券化條例部分條文修正草案，將開發型不動產或不動產相關權利納入不動產證券化投資標的，並訂定配套，欲促使不動產證券化商品更多元化，以活絡不動產證券化市場。該草案規定，只要不違反相關限制，都市更新條例核定的都市更新事業計畫範圍內土地、建築物及不動產相關權利，促進民間參與公共建設法定義的公共建設及經中央目的事業主管機關核准參與的公共建設，都可做為投資標的。

台灣先以收益型產品做為證券化投資標的，再逐漸納入開發型產品，是一種漸進式作法。傳統不動產籌資管道是銀行融資，開發型產品等於讓開發商多了一個籌資管道，但因開發型不動產屬於高風險、高報酬的產品，可能在開發過程的幾年內完全沒有收益，故不易貿然投入。為避免誤導投資大眾將資金放在不良資產，實有必要優先以良好不動產作為證券化之標的，以刺激不動產證券化市場能穩定且健全的成長，因此現階段此種高風險產品將暫時不予考慮，而其發行涉及立法或修法程序的產品如 BOT 案、高鐵，則須待法令規定的許可始能進行，所以目前實務上較具操作可能性的即為都市更新。

然而當不動產證券化運用於都市更新時，可能會遇到下列幾項問題：都市更新單是整合土地所有權可能須耗時一、兩年，所以如何因應證券化「與時間賽跑」的特性？原發起人是否願意放棄獲利？REITs 的估價金額是否符合建商的預期？這些均為實務操作上待解的習題，值得後續探討；此外，都市更新地區由於

涉及重建、整建、維護與權利變換程序，牽涉到更新地區權益人損失補償與產權相關問題相當複雜，且都市更新地區多為窳陋衰敗之地區，如何維持穩定的收益來源將是關鍵。未來若相關法令規範與配套措施規劃完善，則投資標的將可逐漸開放至更廣的範疇。

四、不動產證券化的實施對不動產市場之影響及未來展望

由於國內 REITs 的審查規範著重於收益的穩定性，因此不動產多為「滿租」情形，租金也符合市場水準，使得未來成長有限，再加上 3 年內限制處分，令其內部成長缺乏想像空間。是故，為改善外部營運環境以拉抬 REITs 的價格，除了採用國外資金移轉投入的方式（例如開放三通，引進中國大陸資金，拉抬辦公大樓價格，或是開放大陸觀光，提高旅館業、零售業產值與不動產價值），還有其他方式可考慮，例如鼓勵大型公有退休基金取得 REITs 部位，即可創造可觀的需求。舉例來說，香港、新加坡均開放 REITs 投資國外不動產，吸引國際資金流入，也成為 REITs 外部成長的最大動力，亦可為借鏡。由此可知，不動產證券化透過適當的方式，將可網羅外國資金，為不動產市場挹注更豐富的資源。

關於香港領匯基金的證券化標的是公有財產的案例，若台灣在相關疑慮解除而可效法的情況下，未來國內也許可將高速公路、機場、橋樑等公有財產進行證券化；亦即，不動產證券化若可應用至公部門不動產，則可讓政府的籌資管道更加多元。此外，若可由政府主導 REITs 投資都市更新案件，不但可以帶動風潮，引導業界跟進，還能從操作過程中學習經驗，合理修正相關法令條文，吸引更多業者投入「都市更新」此一重大策略性產業，提昇都市品質並增進都市機能，使衰頹的老市區獲得再生與再發展的機會，對於不動產的處理與維護將產生助益。

根據中華民國建商公會聯合會估計，台灣商業不動產具有證券化機會的市場規模約新台幣 1.1 兆元，扣除未開發及開發中者，未來五年每年應有 1000 億元規模，隨著市場熱度逐漸升高，相關機構的商機會愈來愈大。業者表示，由於政府有意進一步放寬開發型不動產證券化商品發行規定，未來台灣不動產證券化商品將更多元，市場也將蓬勃發展。此一發展趨勢對於不動產投資金額可觀或具有不動產投資開發技術、專案主辦顧問能力的不動產業者、金融機構而言，可以說是一大潛在利多，亦即能促進不動產相關產業的發展。

倘若未來可加入 SPC 型態，與 SPT「雙軌併行」，將可使不動產證券化發展更有活力。因為開發型不動產屬於高風險、高報酬產品，可吸引風險偏好者加入市場，在不造成 REITs 收益大幅波動的情況下，加入一定比率的開發型不動產，可以有助提升整體報酬率，創造價格想像的空間，並可分散建商風險，始投資人分享利益，如此使得不動產證券化市場更多元化、更健全。

透過不動產證券化過程，法人機構對於不動產開發的介入會愈來愈深，對於不動產市場規模及發展都會有結構性改變，都會是正面的影響；為了提昇不動產證券化產品的報酬率，將促使投資標的之管理維護備受重視，使得不動產市場產品的「品質」更為提升。

綜合而論，不動產證券化的實施對於我國不動產市場之影響，主要包括：

- (一) 法人機構的不動產投資行為將擴大其影響力
- (二) 擴大不動產市場規模，分散不動產市場風險
- (三) 大規模不動產個案開發甚至龐大不良資產（NPL）的處理更具可行性
- (四) 法人機構較具規模效率的經營管理不動產，其實質環境品質將被提升
- (五) 不僅重視不動產增值，更重視不動產經營收益
- (六) 不動產市場資訊更易揭露，機制更為健全

肆、影響未來房地產景氣之重要因素

一、總體經濟

由於去年油價已位於歷年來的相對高檔，預期今年油價仍有上漲的機會但應無暴漲現象，將不致於衝擊國內的經濟成長率；至於去年已達到九年來新高的物價上漲率，預期今年可望趨於穩定。相對較高的物價水準與油價的持續上漲，不但會使得房市需求面因通貨膨脹的預期心理而產生提前購屋保值效應，使投資人注重抗通膨產品的投資，也會支撐房價的穩定或促使房價微幅上漲，對於房市景氣產生助益。

在物價持續高漲的情形下，為了達到平衡物價及維持經濟成長的目的，央行於今年仍有升息的機會，進而影響國內優惠房貸戶之貸款負擔；預期今年央行仍將持續以「緩步升息」的方式進行調整，利率短期仍處低檔，調升幅度與速度和緩，對房市影響將較為間接而有限。

自禽流感於國外爆發以來，對於國際經濟環境的確產生部份影響，儘管台灣仍未列入疫區，但未來禽流感疫情若於國際間持續擴大流行，對於高度仰賴進出口的台灣而言，亦會間接影響國內經濟環境，因此，在疫情狀況仍未確定的情況下，對於未來國內經濟景氣將形成不確定的影響因素，而成為令人憂慮的因素之一。經由相關調查可知，國內消費者與房地產廠商信心不足，若其普遍對於國內與經濟發展相關的指標呈現悲觀看法，則房地產的消費及投資可能因此受到間接負面衝擊，值得關注。

整體來看，國內各財經單位所發布的今年經濟成長率預測，均認為會較去年

有所成長，且去年第三季經濟成長率開始回升也顯示經濟環境已有穩定復甦的趨勢，並可望延伸至今年。今年在世界貿易成長腳步加快以及國內進出口產值可望穩定成長下，預期總體經濟環境將會好轉，經濟成長率將可優於去年，我國經濟將穩健地持續成長，對於房地產市場景氣而言，可望間接產生正面影響。

二、交通建設

台灣高鐵公司於去年 9 月宣布高鐵通車營運時程將延後一年，使得當時站區周邊的市場出現價量停滯的現象，更直接衝擊到沿線短期投機炒地皮客的套利空間，尤其對於中南部原本就欠缺形成生活機能支撐的車站周邊而言，房價出現下滑疑慮，成屋市場買氣降溫。雖然有建商評估未來一年車站附近房市新案供給量將較預期銳減；但亦有建商認為，延後通車反而可以舒緩短期供給量偏高的壓力。高鐵於今年即將通車，預期將可使車站周邊地價、房價的支撐力道逐漸恢復，並隨著人口的進駐而帶動沿線房地產的發展。

根據過去經驗，重大公共建設往往能帶動周邊房地產市場，因此行政院「新十大建設」計畫案中交通建設的完工，可望為房地產市場帶來另一波高峰；行政院「新十大建設」計畫案中交通建設的預算即高達 700 多億元，其中高速公路交流道附近以及捷運沿線將對周邊房價產生拉抬作用，有利區域房市的發展。此外，北宜高速公路通車在即，使得東部房市逐漸熱絡；大台北地區捷運網絡的漸次完工以及高雄捷運的施工，使得周遭房地價蠢動。在在顯示交通建設快速發展的地段，對於房市具有正面效應。

三、都市更新

為提高營建業參與都市更新計畫以振興國內經濟，行政院於去年表示將給予建物可按原容積建蔽之獎勵。法人指出，此項鼓勵都市更新的新利多，在新制實施後，地主利潤可望隨容積率提升而增加，建商推案利潤應可跟著同步推升；不過都市更新案毛利雖較高，但因必須整合各住戶，時間成本也較一般推案高，地主實際獲利仍須視去化狀況而定。因此整體而言，此項政策對於房市仍具正面影響，惟建商自辦更新的曠日費時將會是另一項需要克服的難題。

內政部與經建會共同研提的「加速推動都市更新方案」於去年年底亦有新的進展。營建署由各縣市政府所提出之 63 個都市更新案挑選 50 個作為優先推動地區，將由政府作為主要實施者，可提升都更案實施進程，並預計三年內完成，可望帶動超過 5,000 億的商機，對於營建業將是一項新的利多。政府全面推動都市更新，將為房地產市場帶來新契機；未來若將不動產證券化運用其中，將對整體市場產生更大的效益。

四、土地標售

去年政府土地標售相當熱絡，脫標率與得標金額頻創新高，尤其北市精華商業地區大坪數土地、近學區或公園等地段良好的精華住宅用地、位於捷運沿線的房地，搶標情形異常熱烈。即便是小面積土地，在位於捷運沿線具絕佳商機地段的條件下，仍將受到各建商的青睞；此外，商業區房地在開放大陸人士來台觀光後，更是出現搶標現象。

區位條件極佳的精華地段土地，是現階段建商搶地的首要目標，亦較符合市場需求；預期今年國有房地標售市場將維持一定的熱度並穩定發展，對於整體房市具有助益。惟各建商競標北市精華土地將墊高土地成本，某些地點日後的推案將產生較高單價，是否會對於需求者產生壓力，值得觀察。

五、房地產市場供需關係

去年房地產市場有續撥優惠利率房貸以及土地增值稅率永久調降等利多因素，然而建商積極推案導致供給量大幅增加、市場整體銷售率下滑、成交所需時間增加、房市信心轉弱與買氣觀望、在短期供給量偏多下，廠商看法略趨悲觀等則為不利因素。

94 年供給相當熱絡，推案量大幅釋出，但消費者對於未來房價已呈現較為保守的預期，需求面買氣出現觀望；在供給與需求不均的情況下，下半年房市已出現供過於求的警訊，房市成長已較為趨緩。

房地產市場自 92 年第 2 季之後開始出現明顯復甦至今，各地區房價平均有二至三成的漲幅，目前房價已處於短期的高檔；但由於去年出現供需失衡的跡象，房價走勢將面臨壓力。倘若未來建商放棄養地，而將手上庫存土地陸續釋放到市場上，核准建照戶數將持續成長，供給大幅超過需求，則房價在未來將有鬆動的可能。但就今年而言，房地產市場景氣仍屬於穩定階段，成長將趨緩；房價預期將呈現上漲不易，但下跌有支撐狀況；建商購地亦將轉為保守，產品銷售表現將隨地區別與個案特性產生顯著差異。

由去年全球部分地區房價漲勢趨緩來看，在全球經濟成長力道仍穩健下，全球房市雖不至於崩盤，卻已浮現退燒跡象，唯一受到看好的是亞洲新興市場房地產的後市。近幾年來才開始復甦的亞洲房地產市場，包括台灣在內，因全球房市連動性不高，浮現泡沫化危機的可能性較英、美等已開發國家為低，因此預期全球資產泡沫化的隱憂對於台灣今年房市景氣較無明顯影響。

六、兩岸及政治

從兩岸的角度來看，大陸推動的宏觀調控與維持人民幣匯率的作為，將直接影響國際熱錢的流向；若未來以台灣做為資金中轉基地，確實可能對台灣的金融市場帶來資金挹注，對於總體經濟面將有所助益，並間接地對房地產市場產生正面影響；惟產生影響的時間點仍未能確定，且對於房市影響尚屬有限。

行政院於去年底召開提振經濟措施記者會，提出了包括「合理降低稅負」以及「兩岸包機」在內等五大提振經濟措施。今年經發會的陸續召開，對於兩岸重大經貿政策，包括企業赴大陸投資比例上限、兩岸直航等重大議題，預料將會大幅放寬限制；兩岸關係和緩，確實有助於整體經濟的發展，也會間接對房地產市場產生正面效應。

今年 1 月底內閣總辭，新內閣的成立，將有助於國家內部的安定；內閣改組後的政策路線，則需要更多的調整空間，不論是對內、對外或對兩岸的政策，均以穩定國家發展為前提，則將有助於整體經濟的發展，並間接對房地產市場產生助益。

伍、結論

民國 94 年國內房地產市場景氣與 93 年相較，呈現相對持平的狀況；雖然整體表現較 93 年差一些，但差異不大，仍有正向的成長；市場產品需求類型變化不大，但就細部觀察，仍有結構性變遷，包括產品趨於多元化與差異化、由個案（產品定位、小規模個案、區位等條件）決定銷售好壞等。

此外，證券化商品的興起，不動產次級市場逐漸發展，投資工具增加，資金來源更廣（包括預期對國內外資金的吸引力），仍是資金面的一大基礎。不動產證券化的實施對於不動產市場之影響，主要包括：法人機構較具規模效率的經營管理不動產將可提升實質環境品質、擴大不動產市場規模並分散不動產市場風險、重視不動產經營收益、健全不動產市場資訊揭露的機制、增加資金募集管道等。

展望 95 年房地產景氣，總體經濟環境預期將會好轉，但房市供需略顯失衡可能出現小幅波動與調整。關於總體經濟面，預期今年經濟較去年為佳、利率調升幅度與速度和緩且短期衝擊不大、高鐵預計今年通車應可帶動沿線房地產發展、物價與油價是否上漲以及禽流感疫情是否會蔓延等均有待觀察；關於房地產市場面，預期房地產景氣領先指標將持續小幅上升、政府全面推動都市更新而為房地產市場帶來新契機、在短期供給量偏多下廠商看法略趨悲觀。在連續兩年景氣復甦後，購屋者觀望氣氛濃厚，房價預期將呈現上漲不易，但下跌有支撐狀況，值得密切關注；今年房地產市場景氣預期將會維持穩定且和緩的發展，惟不同地區與不同個案的好壞表現差異將逐漸加大。

總結而論，在房地產景氣復甦趨緩、短期供給量偏多與市場結構變遷的情況

下，建商推案應更為謹慎保守，審慎調整經營步伐，避免擴大供需失衡，慎選推案區位與產品類型，提升品質及合理價格，如此將使優質產品（區位選擇、產品規劃與施工品質）與良好區位更顯重要；購屋者應充分掌握資訊，理性選擇，著重於自住需求，投資需求應更為保守。在不動產證券化業務逐漸發展下，信託業者在推出受益證券產品時，必須謹慎評估受益證券的流通性、分散風險性及報酬性，以提升投資者的投資意願；政府准許發行受益憑證時應重視安全性保障，並提供不動產證券化的相關資訊作為一般大眾投資參考；應積極思考允許以「特殊目的公司（SPC）」方式進行不動產證券化，與 SPT「雙軌併行」，將可使不動產證券化發展更有活力；從日本經驗可知，除了私人部門不動產提供證券化，金融部門、政府部門也有積極參與，此點相當值得我們台灣參考。