發佈：2015-05-04, 週一 09:39
點擊數：18524

壹、前言

前些日子，因台北市長柯P
針對北市房價居高不下，拋出「第二房禁貸」、「重課房屋稅」的議題，引起輿論沸沸揚揚。無論是中央銀行總裁、財政部長均一致認為：台灣的房地產政策不夠良善，導致房價過高，或房屋相關稅捐不夠公平。

央行中央銀行在近二、三年，二度針對房地產融資貸款，進行類似中國大陸的房地產宏觀調控政策，例如：第三戶房貸規
範、緊縮豪宅貸款及公司法人購置住宅貸款；2012
年則曾祭出：修繕貸款、建商周轉金、房貸壽險、個人信用貸款，理財型房貸等監控。其次，財政部則刻在實施房地合一稅。這些打房政策，都是與房地產的價格或交易成本有關，極易產生羊毛出在羊身上之墊高成本效應。顯見，台灣的房地產政策必須清楚認識房地產投資或價格理論，重新調整的必要。

本文從一些基礎之房地產投資與價格理論，加上其他國家實施房地產政策的經驗，提出台灣應有之房地產政策。

貳、房屋與房屋投資

一、房地產投資理論概述

房屋是因為人們的使用而存
在，房屋與土地一體。有些國家的土地是100%
國有；有些國家允許土地私有化。房屋因民眾的使用，主要分為商業用房屋與一般民眾居住使用。每一個城鎮的房地產，可能因為都市規劃，而擁有一定具有策略、目標發展的城填風貌：有些城鎮的房地產則因為自然且經年累月發展，產生零亂或獨有的文化特色。

房地產投資與下列因素息息相關：

1. 房地產價格水準與價格變動(報酬或資本利得)

Phoca PDF

2. 房地產的風險與市場風險
   分攤功能，其中包括房地產的相關貸款(
   房地產商的貸款、民眾投資房地產的抵押貸款、提供貸款機構或銀行的資金操作)
3. 房地產相關稅捐，屬房地產持有與交易的成本

房地產價格是由供給與需求形成。房地產需求方因房地產的投資目的可能係使用，或投資再提供使用者使用，致可分類為投資客與自住客。若投資房地產的民眾主要用來直接使用，無論是住宅居住或商業用，因房價屬使用之直接成本，致這種房屋的投資客，通常其預算目標函數是最低成本、最高品質之房地產。

其次，若民眾投資房地產的目標為投資，並且將投資房地產標的轉租予其他房地產使用者使用，也就是租賃市場。這種房地產投資的收益包括因房地產價格所產生之資本利得、房地產租賃收益。因此，這種類型的投資者計算報酬時，會將資本利得與租賃收益合併計算。當然，這種房地產投資者投資房地產的預算目標函數為：極大化房地產投資報酬、並且極小化房地產投資風險。

持有房地產必須支付房屋稅，這是持有或使用房屋之維持成本。房地產交易時，必須支付房地產相關的交易稅捐，並實現房地產價格變動資本利得。土地屬有限資源，加上公共群體、都市規劃等效應，部分土地的價值會因此保值、升值。所以，房屋資本利得的創造，部分來自公共設施或都市規劃，也就是公共群體創造的結果，所以，這個部分也會規入房地產政策中，如何將公共群體創造的資本利得歸該公共群體，並進一步有效運用歸公共群體所有之資本利得。

鑑於房地產的長期使用價值，房地產的交易價格通常高於民眾的某定期所得，為了促進房地產交易，且房地產具有公共群體創造價值意涵，銀行在風險考量下，會提供適度的抵押貸款或建築開發商的相關貸款。這些銀行貸款主要來自銀行存款或其他銀行資金來源；甚至透過類似不動產證券化的方式，從直接金融市場提供資金。其他衍生性金融商品則圍繞在銀行本身，或不動產證券化的相關產品。

2007
年美國爆發次級房貸危機，其中許多房地產資金來源主要來自不動產證券化的相關產品，以及圍繞在不動產證券化金融商品所發行的衍生性金融商品。本來，不動產證券化可以讓房地產交易的資金來源，具有分散風險、直接監督、透過交易移轉風險的效果，產生市場靈活、創新、活潑的結果。但是，不動產證券化衍生性金融商品的監督不足，其中投資銀行不受銀行法監管、發行機構在免稅天堂設立SPE(特殊企業個體)
規避成本與風險、信用評等方法與程序過度僵化易被發行機構操縱、結構性金融商品與財務行銷的陷阱...創造了這次全球性金融風暴，迄今未歇。

房地產投資特性具有公共群體創造穩定向上成長的新價值、房地產的投資具有數倍信用擴張效果，只要房地產交易足夠活絡、只要包括租稅因素下的房地產交易成本合理、只要房地產漲價歸公

Phoca PDF

的租稅成本具有合理性...一般投資者或民眾均會著迷於房地產投資。

二、房地產投資之槓桿效果

房地產投資的槓桿效果，是房地產歷久不衰的主要原因。尤其，許多國家的投資環境與工具間，竟然房地產是槓桿程度最高的投資產品。例如：中國大陸的投資工具偏少，甚至幾乎不存在供一般民眾投資，具信用擴張效果的衍生性金融商品，房地產在抵押貸款的乘數效果下，是最佳具槓桿效果之投資工具。此外，中國的人民幣屬控制貨幣，且外國資金投資中國股市僅能透過QFII (Qualified Foreign Institutional
Investors，合格外資機構投資者)，在人民幣低估的效應下，外國資金透過FDI(Foreign Direct Investment, 外國直接投資)
的熱錢流入中國，最佳擴張信用具槓桿效果產品，主要就是房地產。所以，房地產的撬桿效果，是中國境內外資金的最愛。

茲以下面簡單例子，說明房地產投資之槓桿、信用擴張效果。按：投資者在購買房地產時，可以採100%
現金的方式支付，也可以採向銀行抵押貸款方式。若某投資者採銀行抵押貸款方式，購買某房地產，該投資者買一棟100萬的房屋，自備20萬，向銀行貸款80
萬。當該投資者一年後以120萬(扣除交易成本)
的房價出售該房屋，則該投資者的年報酬率為100%，不是20%
。從本例，即可簡單瞭解房地產的投資槓桿、信用擴張效果。

此外，房地產價格與一般商品的價格不同。房地產價格以「區域」作為基礎，而一個區域的房地產至少含數十個單位。該區某一單位房地產價格上漲，民眾會感覺該區的每一單位房地產價格已呈相同比例上漲。這種房地產價格形成特性，讓可憎的投資客或房地產商易以「民眾追漲殺跌」的追隨心態誘導，操縱房價。

這種房地產價格形成特性，加上房地產的金融槓桿效果，讓銀行承擔比投資者數倍比例之風險，使得房價易漲難跌。

其實，中國人講究：「有土斯有財」，這個諺語所代表的房地產投資意涵包括：例如，土地是有限資源，因人口成長與都市化發展，土地與房屋有上漲的空間。若加上投資房地產之信用擴張效果，這個諺語印證中國人的投資態度與哲學。

三、投資者對房地產投資之預期

Phoca PDF

發佈：2015-05-04, 週一 09:39
點擊數：18524

據上述分析，若投資者購買房地產之目的與自用有關，在最低成本、最高品質的預算目標函數下，投資者希望能夠以最低成本取得心目中的房
地產(含大小面積、地理位置與環境、房屋設計、房屋品質...)，以供使用。

假設政府不提供公共租賃房屋，全部租賃房屋均由投資者所提供。據此，若投資者擬購買房地產供作投資，亦即該房地產將提供作為租賃房地產。則該投資型房地產的報酬主要來自房地產漲價之資本利得與租金收入。其中，租金收入可作為房地產投資之定期定額報酬與收入。這一類別的房地產投資者預期，房價變動越大對投資者越有利，而租金收入越穩定，且維持與利率相若之水準，致可定期定額用於支付抵押貸款之利息支出。

所以，在房地產多頭市場裏，投資房地產之投資者，希望房價飆越高越能夠產生較高之資本利得。相對的，自(用)住民眾則希望房價越低越好。

若要讓自用型房地產投資者與投資型房地產投資者，產生均衡，則政府有許多工具可資使用。例如：房地產相關之稅捐、公共房屋之建造與供給...其他工具。按為簡化分析，本文不討論房地產之租稅問題。茲分析與說明如下節。

參、政府角色分析

茲以房地產投資作為基礎，分析政府應有之角色。政府在房地產投資上，應當採取規劃者與監督者的角色。

首先，一般與房地產相關的租稅或政策規劃與地方政府相關，如何讓地方政府具有完善的都市規劃，是最重要的工作。到底一個都市要展現何種面貌予外人？老舊的都會區要如何處理？新區要如何規劃？是否要建立一個以綠色為主的城市，所以，讓市民以最方便、最廉價的方式，可以使用公共腳踏車？地方政府可以建立一個最方便的公共運輸網？且所使用的動力，以綠色動力為主？

有了很好的城市規劃，再來討論與房價相關的政策。如前述，房屋的投資分為自用與投資，而投資通常要透過租賃市場，實現它的使用權。一般而言，一個城市或村鎮，政府最重要的目標是：住(用)者有其屋，讓每一個住(用)者均能滿足居住或使用房屋的環境。

Phoca PDF

要滿足並保障每一個房屋使用者(具有公民資格者)
的需求，主要是住宅居住需求。由於房屋使用者可能購買，也可能租賃房屋取得使用權。在這兩種成本選擇中，租賃成本較低，一般民眾較有能力支付。因此，從供給面來看，政府若能夠提供公共廉租房，也就是以廉價的成本，或一般民眾有能支付的租金水準，出租予一般民眾。據此，住宅居住用房地產在供給與需求均衡條件下，就無炒作空間，民眾也可以得到充分保障。新加坡的公共房政策就是一個很好的案例。

若具有公民資格之民眾的住宅居住能夠得到充分滿足，外來人口與商業用途需求之房地產，仍需透過購買或租賃得到滿足。所以，國內游資、國外資金仍會投資供外來人口與商業用途之房地產，供作租賃，並賺取資本利得。

由於外來人口與商業用房地產，不是民眾之基本需求，因此政府無完全滿足之責任及必要性。政府在這方面，主要必須提供一個資訊透明化的房地產交易環境。也就是任何房地產之交易，無論是新建房地產開盤的銷售資訊．或房地產其他交易之交易資訊。這種資訊透明化措施，可以讓民眾不易被可憎的投資客或地產商誤導，致可以較公平的價格交易，而且房地產市場的價格系統也會較為穩定。

如前述，房地產的價格體系是以群體作為定價的基礎，同一區域中，只要某一單位房地產成交，其他同群體的房地產則會以同理仿傚。這是為什麼房地產的銷售與交易行為存在許多與「資訊不稱經濟學」所預測的「逆選擇(adverse
selection)」現象。而解決逆選擇的主要方法，與資訊透明化或不二價體系息息相關。

在房地產資訊透明化程度比較不足的地區，例如：台灣、中國大陸等地，新開盤的建案，您往往可見到：「屋主保留屋」，甚至像中國大陸在開盤當天大排長龍等待購屋的民眾。其實這些手法，都是建築商在玩操縱房地產價格的遊戲，最終受傷的一般民眾，以及提供貸款的銀行等機構。

屋主保留屋的手法，主要透過控制開盤時的可銷售屋數量，創造「供不應求、萬人空巷」的行銷效果。所以，中國大陸的建築商會甚至租用走路工來排隊，創造大排長龍之景象。雖然房屋尚未完全出售，依開盤時的買盤，決定「供不應求」的出售房屋數。之後，再以各種藉口，讓市場可以保持熱銷之熱度，引導房價上漲。

此外，在二手屋的銷售過程中，房地產商若擬操縱房價，可以先以某一戶作為試驗榜樣，創作房價，之後再根據這個新高房價，作為該房屋交易之討價還價之價格決定基礎。此亦為房地產價格之操縱行為。

上述，這些房地產價格的操縱行為，主要要讓民眾購屋時，產生「送選擇」，也就讓實際結果違

Phoca PDF

反原來預算目標中的「最低房價、最高品質」。如此，不但民眾買到的房屋，不是最低房價，也不是最高品質的房屋。最終受傷的不止是民眾，提供房地產貸款之銀行的風險也相對提高。最終，整個社會可能在房地產的槓桿效果、信用擴張效果下，產生「資產泡沫」。

所以，各國針對房地產交易，政府或法規均以資訊透明化作為基礎。亦即，如果讓新建房地產開盤時及之後，其交易價格、數量、品質的透明化，讓民眾可以充分比較。對二手屋的交易，則政府必須維持完整的資料庫，民眾均可以在某一專業網站或資訊庫，瞭解到所有房地產交易的所有資訊，巨細糜遺。所以，任何房地產交易的參與人，對於擬交易的標的，具有瞭然於胸的資訊透明化，所以，不會產生因為資訊弱勢而吃虧的逆選擇現象。此種房地產交易資訊透明化，以美國房地產交易的資訊透明化制度最為典型。

最後以中國大陸為例，中國大陸房地產自90
年代中期開始飆漲以來，一開始也是以「提高交易成本」作為房地產宏觀調控政策的關鍵手段。例如：限制民眾購買第二套房、限制銀行貸款予房地產、禁止奢侈房的建造、提高抵押貸款的訂金成數或利率，不一而足。這些以「增加交易成本」的政策或措施，反而成為往後「羊毛出在羊身上」，提高房地產價格的主要元凶。可是，房價越打越高，政府百思不解。其中，例如：曾限制奢侈房的建造，民眾怕買不到豪華房型，在搶購風潮下，助漲了豪華奢侈房的價格。

肆、結論與建議

本文從房地產的投資、價格理論的角度，探討政府在房地產之角色。由於房地產具有信用擴張之投資槓桿效果，是許多投資者的最愛，尤其在投資工具不充裕的國家尤然。此外，這種信用擴張的槓桿投資效果，是房地產價格低估且經濟潛力看好地區或國家，吸引外資熱錢的主要投資標的。中國大陸、越南是最近最明顯的二個例子。第三，若一個國家或政策，未妥善控制房地產的信用擴張、槓桿效果。最終會成為資產泡沫。當資產泡沫破滅，會嚴重損害國家經濟與其發展。

房地產的交易具有嚴重資訊不對稱的基本特性，在群體房地產訂價之價格特徵下下，無論是新開盤的建案或二手房地產交易，均極易被有心人操縱價格。所以，房地產交易體系中，逆選擇的資訊不對稱特性非常明顯。這種結果對於民眾、投資者，甚至提供貸款之銀行，均會產生負面效果。

就政府而言，首先必須依照所得水準提供廉租房，這種廉租房甚至是每一個民眾均租得起的價格水準。所以，住宅的基本房地產需求可以得到充分滿足，這類型房地產的價格無操縱，或飆漲的條件。

在廉租房的政策下，比較可能操縱房價的部分就是外來人口的住房需求與商業用房地產。這部分

Phoca PDF

發佈：2015-05-04, 週一 09:39
點擊數：18524

的政府政策或法規，必須要以「資訊透明化」作為基本原則。在資訊透明化原則下，其解決方案以能夠消彌「逆選擇」、「道德危機(moral hazard)」等資訊不對稱之負面效應。如此，房屋政策才能得到平和的環境，致政府與民眾能夠同心協定朝向既定之「都市規劃目標」邁進。

作者康榮寶為新加坡管理大學李光前商學院客座教授

Phoca PDF