

REAL-ESTATE MANAGEMENT QUARTERLY

建築經理

年刊

專業 · 公正 · 服務

不動產交易安全是普世價值

淺談付款中間人制度之設計

不動產交易糾紛產生原因
及其處理機制建議

美國次級房貸風暴分析

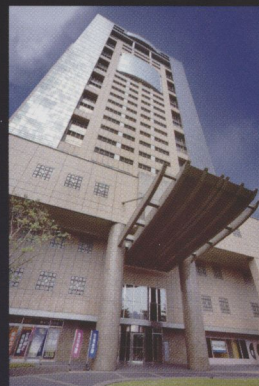
台灣房市會不會泡沫化

台北商用不動產投資市場的
現況與展望

第 **23** 期

中華民國建築經理商業同業公會 發行
中華民國九十六年十月二十二日 出版

藍金時代



水岸總部 飛騰國際
Riverside headquarters

全球企業向水岸群聚

安泰登峰俯瞰淡水河景、觀音大屯群峰

獨特景觀，創意搖籃

登峰淡水河岸，企業躍升全球

水岸景觀

淡水河·觀音山·大屯山·紅樹林·關渡橋

交通暢行

捷連紅樹林站·西濱快速道路·台一線省道

國際設計

內藤恆方·庭園景觀·黃永洪·建築立面美學

建築規劃

SS純鋼骨·抗震防颱結構·國際品質物管

創意辦公

格局彈性·景觀窗·健身房·咖啡廳·餐廳

潤泰 安泰登峰

70~2000 坪

| 886-2-8809 3839 |

| 台北縣淡水中正東路2段27號 |

投資興建 潤泰創新國際 潤泰全球
<http://aetnatower.ruentex.com.tw>

REAL-ESTATE MANAGEMENT QUARTERLY

REAL-ESTATE MANAGEMENT QUARTERLY

<p>■刊頭語 不動產交易安全是普世價值</p>	趙希江	2
<p>■專題研究之一 淺談付款中間人制度之設計</p>	何彥陞 彭祖德 廖仲仁	4
<p>■專題研究之二 不動產交易糾紛產生原因 及其處理機制建議</p>	朱南玉	11
<p>■金融秩序 美國次級房貸風暴分析</p>	陳進安	15
<p>■交易制度 「履約保證」納入「預售屋買賣 定型化契約書範本」之評論</p>	陳正雄	23
<p>■交易制度 「履約保證」並不是保證履約</p>	李永然	28
<p>■兩岸觀察 “預期”成就狂飆！</p>	蔡為民	31
<p>■市場分析 台灣房市會不會泡沫化</p>	張欣民	34
<p>■資產評估 台北商用不動產投資市場的現況與展望</p>	曾東茂	39
<p>■交易安全小常識 何謂見證、公證、鑑證？</p>	公會	44

中華民國八十五年十一月二十日創刊

發行人：趙希江

顧問：陳美珍、吳毓勳、胡其龍、

林宜璋、董少林、彭慶、

黃奕鋒、顏文澤、盧文哲、

翁林澄、林清和、周俊吉、

林明正、宋良政、黃陸雀、

田臨文、徐秀球、林張素娥

編輯委員會

召集人：曹奮平

委員：浦繼達、於小濤、郭鴻彬

黃幼林、馬中訓

總編輯：蕭明康

編輯：林瑛佩、游榮富

美術編輯：黃淑甄

發行所：中華民國建築經理商業同業公會

地址：台北市基隆路二段189號12F-4

電話：(02)2377-8862

傳真：(02)2377-8863

設計印刷：磊承印刷事業有限公司

網址：www.lcprint.com.tw

電話：(02)3234-3456

地址：台北縣中和市員山路176號5F

本雜誌經台北市政府核准登記

登記證為局版北市誌字第玖壹參號

中華郵政北台字第5899號

執照登記為雜誌交寄

不動產交易安全 是 普世價值

九十六年一月二十五日至二十六日由內政部委託國土規劃及不動產資訊中心辦理「住宅交易安全制度國際研討會」，邀請美國、日本、澳洲、法國等國專家學者，報告現行該國不動產交易安全制度及配套措施，希望藉由研討會的舉辦，進行國際間不動產交易安全制度的交流，並供我國借鏡。

這是內政部所提「安心住家計畫」工作項目之一，並同時進行「住宅交易安全制度規劃」及「不動產交易糾紛與處理機制」研究，回應長此以來民眾在交易安全上所面臨的問題，研擬一套適合我國之住宅交易安全制度，以建構安全的交易環境，透過付款中間人交易安全機制之規劃及推動，保障買賣雙方交易安全。內政部可謂已充分掌握住了問題的核心。

該項國際研討會探討了美國的付款中間人及產權保險制度、法國的公證人制度、澳洲的信託專戶管理制度以及日本的營業保證金與訂金的保全制度，外國制度的借鏡，尤其令人印象深刻者，例如：交易專戶控管人的資格、規範使用帳戶的方式、公正第三人的設置以及對預售制的禁止或需有履約保證保險方得銷售之附加條件等。是知，不動產交易行為固為國民之自主原則，但公共介入的必要仍無庸置疑，只是因應國情，程度或有不同。

在我國，規範不動產交易的母法—不動產交易法遲遲無法完成，不動產交易制度至今並未形成，其顯而易見的交易風險，在成屋：買方為未取得不動產前遭一屋二賣及因賣方個人信債不可預知之風險等，而賣方為不動產已過戶但尚未取得尾款，因買方個人信債不足或惡意不支付尾款等；在預售屋：買方為建商資金周轉或其他因素無法履約完工或完工後產權移轉及建物瑕疵等。預售屋興建期間長，變動風險尤多，其主要風險來自於資金被不當挪用，使得消費者所承擔的個案風險被擴大到建方的整體經營風險上，這對消費者並不公平，也因此如何專款專用，是建方提振預售屋購屋信心的首要。

為提升不動產交易安全，政府在民國七十五年創設的建築經理制度仍為我國當前相關保障機制中最主要的一環。現行的「成屋履約保證」即以建築經理公司擔任付款中間人，引用美國ESCROW制度首先實施，目前各大房屋仲介公司配合提供的專戶管理方法與名稱或有不同，但此一保障方式在成屋市場已為買賣雙方所普遍認知。而現制的「預售屋履約保證」是由銀行出具履約保證書，並委由建築經理公司執行履約管理，其要項計有契約鑑證、工程與財務之專案管理等，以期達成買賣標的房屋「產權清楚」、「依約施工」、「如期完工」等購屋者權益保障之根本目標。在信託法公佈實施後，預售屋履約保證復結合信託機制，將土地、起造人、資金專戶交付信託，以排除外部干擾確保工程順利完工，若仍有可歸責於建方之原因而致停工達一定期間，則由銀行委由建築經理公司辦理不動產清理處分及續建，誠為當前保障預售屋交易安全比較完整的機制。

不動產交易涉及物權變動與債權約定等相關內容，衡諸國際社會對於不動產交易行為都有不等的管制與自治原則規範，而兼具管制與自治特色的第三條路，厥為市場上具公信的第三人輔助交易行為在公平、安全下達成。政府在不動產交易已有民法、公平交易法、消費者保護法的制約下，仍能重行檢視我國現有的交易安全機制，值得國人肯定，建築經理業以二十年的努力也已證明在促進不動產交易安全秩序上我國並不落後，我們期待一套維護不動產交易安全的完整制度，我們也始終深信不動產交易可以只有贏家，沒有輸家。

理事長 **趙希江**

淺

談

付款中間人制度之設計

本文為內政部地政司委託「住宅交易安全制度」規劃案之主要分析與結論，不動產交易市場上需要公正第三者機制，以保障交易安全。



何彥陞、彭祖德、廖仲仁

住宅交易過程中，由於過程涉及買賣雙方所有權的移轉，以及價金的借貸與分期支付等，使得整個交易過程歷時漫長，也就增添了交易潛在的風險。若交易涉及交易輔助人，例如地政士或經紀人等，則亦可能進一步衍生出輔助人在交易過程中潛在的道德風險。縱使現有相關法令規範，例如消費者保護法、公平交易法，以及相關交易輔助人之專法等，理應對於買賣雙方能提供較多的保障，然而，依內政部不動產買賣的交易糾紛統計資料顯示，民國 90 年至 95 年第 3 季統計全台房地產消費糾紛累計件數，共達 3,522 件，且有逐年增加的趨勢。住宅交易糾紛案例仍層出不窮，造成政府主管機關、業者及消費者之間的困擾。

為有效降低交易風險，內政部於民國 95 年 9 月起委託財團法人國土規劃及不動產資訊中心執行「住宅交易安全制度」規劃案。該案的規劃範圍包括「付款中間人制度」的設計，以及「不動產買賣付款及過戶整合示範系統」功能需求規劃等。為回應台灣住宅交易安全所面臨的問題，整體性考量交易安全機制的規劃，本規劃案分析了交易風險所在，在降低交易風險的考量下，從簽約前到交屋的範圍內，進行付款中間人機制之

研究探討，以提出一套適合我國之住宅交易安全機制。

以下簡要說明本規劃案主要分析與結論。惟需強調，由於付款中間人設計之內容需要相當篇幅才能完整表達，若因字數限制而致過於簡略所造成讀者無法系統性地理解吾等設計原意，則特此致歉，並歡迎來函指正。

一、現行住宅交易風險分析

在成屋或預售屋之買賣關係中，從簽定契約之前的身分確認與買賣真意開始，到價金交付及買賣標的物所有權移轉之行爲，最後進行實質交屋的階段，往往存在相當多的風險：

(一) 買賣雙方身分與買賣真意之風險

在買賣雙方身分與買賣真意風險探討上，其中在身分風險上必須考量偽造之身分與所有權以及冒充所有權人內容。至於在買賣真意的部分，主要是買賣雙方於簽約前後的協商與溝通中，並未確認雙方對於交易內容的認知一致，亦即買方並沒有確認標的物的完整資訊，賣方沒有確認買方真正想購買的意思，往往發生雙方認知不一致，因此種下許多的糾紛前因，導致交易糾紛的發生。

(二) 價金交付之風險

價金交付風險的類型有下列數點：(1)賣方辦理所有權移轉登記後，買方不支付尾款。(2)賣方完竣所有權移轉登記後，買方已取得貸款，卻不支付尾款。(3)買方未獲銀行貸款，致交易無法進行。

(三) 產權取得之風險類型

產權取得風險的類型有下列數點：(1)買方交付部分價金後，賣方於所有權移轉登記前將房屋轉賣他人。(2)買方支付尾款後，賣方未辦理塗銷抵押權設定登記。(3)買方交付價金辦妥所有權移轉後，發現該房屋被占用、有租賃權等。在交易過程中，買賣雙方無法充分認識交易對象的誠信與信用，另外就是房屋產權的實際狀況亦無法完全掌握，在交易過程中，該等糾紛仍常常發生。

二、現行住宅交易風險控管機制分析

由於現行交易中，仍存在著買賣雙方身分與買賣真意之風險、價金交付風險、產權確保風險等，目前已經存在的交易安全現行機制中，各有各的特色，其保障亦無法全面性兼顧各種風險控管：

(一) 公證人制度：

- 1.優點：公證人主要是對於所公證的契約進行說明及確認，此機制對於買賣真意與身分可以獲得保障，並且經過公證後之契約在法律上具有較強的證明效果。
- 2.缺點：該機制在價金控管以及產權確保部分較無法保障，而且不動產買賣契約採用公證人模式不高。

(二) 預告登記：

- 1.優點：預告登記未塗銷前，登記名義人就其土地所為之處分，對於所登記之請求權有妨礙者無效。因此買方要求賣方進行預告登記，則賣方對於該標的物所為之處分行為將對買方不發生效力。
- 2.缺點：該機制無法確認買賣真意與身分，以及無法保障價金控管安全與部分產權確保，目前基於買賣關係所為之預告登記比例不高。

(三) 成屋買賣價金保證

- 1.優點：仲介業者與建築經理業者參與成屋買賣交易，此機制可對買賣真意與身分進行確認，另外交易價金存放至價金專戶中，可保障價金控管風險。
- 2.缺點：該機制僅保障價金控管安全，無法保障產權交易安全，目前市場上有大型仲介業者結合建築經理業者推廣此交易機制。

(四) 成屋買賣價金信託

- 1.優點：現行多數信託業者或金融機構信託部門參與成屋買賣交易，此機制可對買賣真意與身分進行確認，另外交易價金存放至價金專戶中，可保障價金控管風險。
- 2.缺點：該機制僅保障價金控管安全，無法保障產權交易安全，目前市場上有多數信託業者或金融機構信託部門推廣此交易機制。

(五) 成屋買賣保證保險

- 1.優點：現行保險業者配合特定仲介業者參與成屋買賣交易，此機制可對買賣真意與身分進行確認，另外交易價金存放至專戶中，可保障價金控管風險。另外，買賣雙方可以選擇投保產權瑕疵風險，以避免產權交易風險。
- 2.缺點：該機制僅配合特定仲介業者且市場上僅一家保險業者承作此業務，且該保險業者核保政策甚為謹慎保守。

(六) 成屋價金信託以及不動產信託

- 1.優點：現行多數信託業者或金融機構信託部門參與成屋買賣交易，此機制可對買賣真意與身分進行確認，另外交易價金存放至價金專戶中，可保障價金控管風險；不動產交付信託可以保障產權交易風險。
- 2.缺點：目前市場上有信託業者或金融機構信託部門推廣此交易機制，但因其交易時程與交易費用上較高，市場接受度有限。

(七) 預售屋買賣價金信託：

- 1.優點：現行多數信託業者、金融機構信託部門或建築經理業者參與預售屋買賣交易，此機制可對買賣真意與身分進行確認，另外交易價金存放至價金專戶中，可保障價金控管風險。

2.缺點：

- (1)信託財產僅包括買賣價金，未包括交易之不動產。
- (2)產權的確保無法獲得保障。
- (3)此對契約內容僅作形式上確認，並未作到實質審查及闡明義務。
- (4)僅對工程進度進行形式上的查核。

(八) 預售屋買賣價金及不動產信託

- 1.優點：現行多數信託業者、金融機構信託部門或建築經理業者參與預售屋買賣交易，此機制可對買賣真意與身分進行確認，另外交易價金存放至價金專戶中，可保障價金控管風險；不動產交付信託可以保障產權交易風險。
- 2.缺點：
 - (1)現行的機制多為消極型的信託，信託業者多半未主動介入建築開發及工程興建，在資訊揭露上，買賣雙方資訊不平等。
 - (2)若發生工程無法繼續興建完工，無任何方法可尋求協助清理處分及續建完工。
 - (3)對契約內容僅作形式上確認，並未作到實質審查及闡明義務。
 - (4)僅對工程進度進行形式上的查核。

(九) 預售屋買賣保證機制

- 1.優點：現行有建築經理業者參與預售屋買賣交易，此機制可對買賣真意與身分進行確認，另外交易價金存放至專戶中，可保障價金控管風險；有些業者會將不動產交付信託來保障產權交易風險。
- 2.缺點：買賣保證範圍有差異：業界作法不一，有包括保證產權清楚、保證如期完工、保證按圖施工、完工續建承諾等。

三、國外住宅交易風險控管機制

本規劃案參酌法國與德國拉丁公證制度、澳洲信託帳戶制度以及美國 ESCROW 制度，考量各國制度對於交易安全風險控管的優缺點，比較如下：

(一) 法國與德國公證人制度：

- 1.優點：受託的公證人會對買賣真意、身分及契約內容進行確認，並且因為價金存放於公證人，故可以對價金風險進行控管。
- 2.缺點：該機制在產權確保部分較無法保障。

(二) 澳洲信託帳戶制度：

- 1.優點：受託的律師會對買賣真意、身分及契約內容進行確認，並且因為價金存放於信託帳戶，故可以對價金風險進行控管。
- 2.缺點：該機制在產權確保部分較無法保障。

(三) 美國 ESCROW 制度：

- 1.優點：受託的 ESCROW 會對買賣真意、身分及契約內容進行確認，並且因為價金存放於 ESCROW 帳戶，故可以對價金風險進行控管。另外美國不動產交易中有產權保險配套措施，因此可以對產權瑕疵進行風險控管。
- 2.缺點：若未購買產權保險時，ESCROW 制度無法保障產權風險。

四、付款中間人交易安全機制之建議

本規劃案考量現行機制結合度、社會成本最低以及最小變動原則，提出建議方案。茲說明如下：

(一) 中間人資格取得之方式：三證換一證機制與中間人協會

1.三證換一證機制

本規劃案建議中間人的選任方式主要是通過專業考試的方式進行。然而考慮設置考試的成本過高，因此就現有的機制進行規劃。短期可行的方案是以具備地政士資格、不動產經紀人、信託業務人員等三項資格者，並經過中間人協會的審查，確認其具備中間人資格後，即可取得中間人認證，此即為「三證換一證」之概念。換言之，欲取得



中間人認證者，必須先取得地政士資格、不動產經紀人、信託業務人員等三項證照者，再加上信用與不動產交易資歷審查通過者，即可申請中間人。並由政府輔導成立中間人協會，提供中間人認證、稽核與糾紛協調等措施，以建立消費者對付款中間人的信賴度。

在認證對象為熟稔不動產交易之行業的基礎下，受認證之對象必須加以確認。亦即，熟稔不動產交易之行業有法人團體，也有個人職業，其規模差異以及執業範圍亦有不同。因此，受認證的單元可以分為個人的認證以及法人的認證。法人團體必須是已經完成個別相關法規的合法登記成立之廠商。至於個人部分，亦須是已經取得專業證照資格，並且已經依據該職業相關法規合法取得執業資格的人士。

在法人團體的部分，主要是指中華民國境內合法登記之公司行號，經專法規定或符合中間人協會認證相關規章之規定，並經中間人協會完成認證者。法人團體形式組織要件須有以下幾點注意事項：組織型態、登記成立要件、最低實收資本額限制、保證金的繳存、財務狀況、內控及稽核機制的建立、章程等。另外，法人型態的中間人除了形式組織要件外，仍須對內部成員加以規範。因此，不論是負責人與經理人資格條件或是內部員工專業領域完整性皆應有相關的規範。

2. 中間人協會

中間人必須接受中間人協會的強力監督，中間人協會將對於中間人價金控管信託專戶進行監控，中間人協會將為實質的監督。該協會將進行中間人相關業務，必須相當了解不動產買賣交易流程，否則容易發生協商成本，甚至產生實際業務生態認知不一致的問題，導致發生爭執。此外，為了降低當事人之交易風險，並且提高業務執行之效率，中間人協會得對中間人受託案件進行管理，例如以案件總量、受託價金總額、或是受託總額不得超過該中間人財產淨值之一定比例。

(二) 中長期相關規範之建立

1. 協定書之契約範本與應記載及不得記載事項：

買賣雙方透過中間人進行不動產買賣交易時，買方、賣方與中間人必需簽定三方的中間人協定，該協定書之內容主要是在買方、賣方與中間人的權利義務關係之約定。為了推行中間人機制，由主管機關擬定中間人價金信託專戶控管協定書之契約範本，並且訂定該契約之必要性規範說明，亦即契約應記載及不得記載事項之內容，以界定中間人與買賣雙方的權利義務關係。

2. 中間人價金控管信託帳戶相關規範：

爲了落實付款中間人功能，在中長期的規劃中，有必要針對中間人相關機制進行立法，例如美國、澳洲的公證託管法或信託帳戶法相關法制，以進行規範與管理。在完整保障不動產交易的前提下，建議中間人機制需朝向專案立法的方式，對於中間人的各項業務進行整體性的規範。故建議關於信託專戶的相關監督管理規範、中間人資格與認證、中間人的業務範圍、中間人的獎懲制度、中間人業務之監督管理等應以專法進行控管，以降低來自於中間人的交易風險。

(三) 機制之實益

1. 與現有機制銜接

現有的機制中，關於產權登記實務、不動產交易實務與信託實務等三類專業已經有相關的證照可以取得，即目前的地政士資格、不動產經紀人、信託業務人員等三項資格。地政士資格取得是屬於專門職業及技術人員普通考試地政士考試；不動產經紀人資格取得是屬於專門職業及技術人員普通考試不動產經紀人考試；信託業務人員是依據信託業負責人應具備資格條件暨經營與管理人員應具備信託專門學識或經驗準則第 16

條第 1 項第 1 款規定：「信託業業務人員應符合下列信託專門學識或經驗之一：一、參加同業公會或其認可之金融專業訓練機構舉辦之信託業務專業測驗，持有合格證書」。現制中既已存在地政士資格、不動產經紀人、信託業務人員等三項資格，中間人可以就此三類資格進行確認，若取得此三類資格，即可申請中間人認證。

2. 減少考試之行政成本

現行制度中已經有地政士、不動產經紀人、信託業務人員等三項資格考試，則中間人以此爲認證的標準即可確認該人士的專業程度，而不必另外舉行中間人考試，此可以減少另外舉行中間人資格考試的行政成本。

3. 減少相關業者之疑慮

由於中間人所涉及的業務包含契約的再確認、資金專戶控管、產權信託管理、執行續建工程等部分，涉及的業者有地政士、不動產經紀業、建築經理業者、信託業者等，若中間人之專業能力不足，勢無法取信於相關業者，並且造成相關業者對於其專業能力之疑慮。因此，本規劃付款中間人應具備之專業能力包括產權登記實務、不動產交易實務與信託實務等三類專業，該中間人即可掌握不動產交易所涉及之大部分議題。此外，只要取得地政士、不動產經紀人、信託業務人員等三項資格，就可以申請中間人認證，並未獨厚特定專業能力，只要取得地政士、

不動產經紀人、信託業務人員資格者，即可取得中間人認證，避免中間人傾斜特定專業能力，而使相關業者有所疑慮。

4.降低主管機關管理監督之成本

目前針對地政士、不動產經紀人以及信託業務人員之管理監督機制，已相對完善，尤其地政士與不動產經紀人已有專法進行管理，主管機關亦對於該等業者有完整的掌握與登錄，該等業者亦成立公會進行內部事務之運作，針對法人機構亦要求應有專法規範，故主管機關可以減少對於另增一項中間人業務的監督管理成本，因此，在減少成本支出以及提升效率上，皆有一定程度的效果。

5.雙地政士或雙仲介機制之運用

雙地政士的概念主要就是買賣雙方各自委任地政士進行土地及建物相關稅務以及登記事務之處理，可以藉由買賣雙方的地政士確認、監督、稽核不動產的交易流程是否合理保障雙方當事人權利。在契約的內容可以由雙方地政士確認，而產權調查上可以獲得雙重的確認。而雙仲介業是美國不動產交

易的一般型態，由買賣雙方各自委託不同仲介業者進行買方委買，賣方委賣的不動產交易行為。有雙方的仲介業者協商與協調，可以爭取買賣雙方都可以接受的交易條件。因此，付款中間人的存在猶如某種程度納入雙地政士或雙仲介平衡買賣雙方利益之意義。■

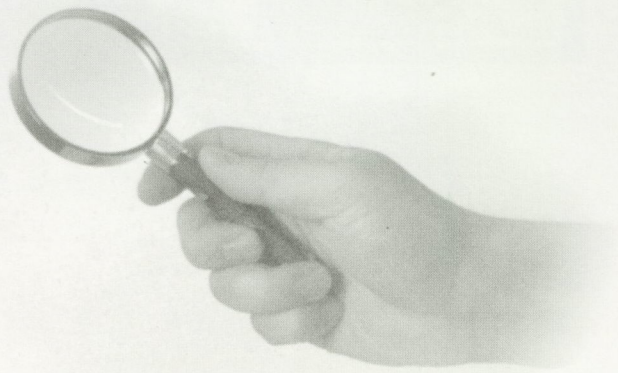
作者：

何彥陞：台北大學不動產與城鄉環境學系博士生，
國土規劃及不動產資訊中心副研究員。

彭祖德：台灣大學土木工程系碩士，政大法科所碩士生，
國土規劃及不動產資訊中心副研究員。

廖仲仁：政大地政博士，現職為大華技術學院財務金融系助理教授，
國土規劃及不動產資訊中心特約研究員。

作者們為代表財團法人國土規劃及不動產資訊中心執行內政部「住宅交易安全制度」規劃之研究團隊成員，惟特此聲明，
本文所述內容不代表內政部與國土規劃及不動產資訊中心之立場，若有錯誤，亦由
本文作者負責。



不動產

朱南玉

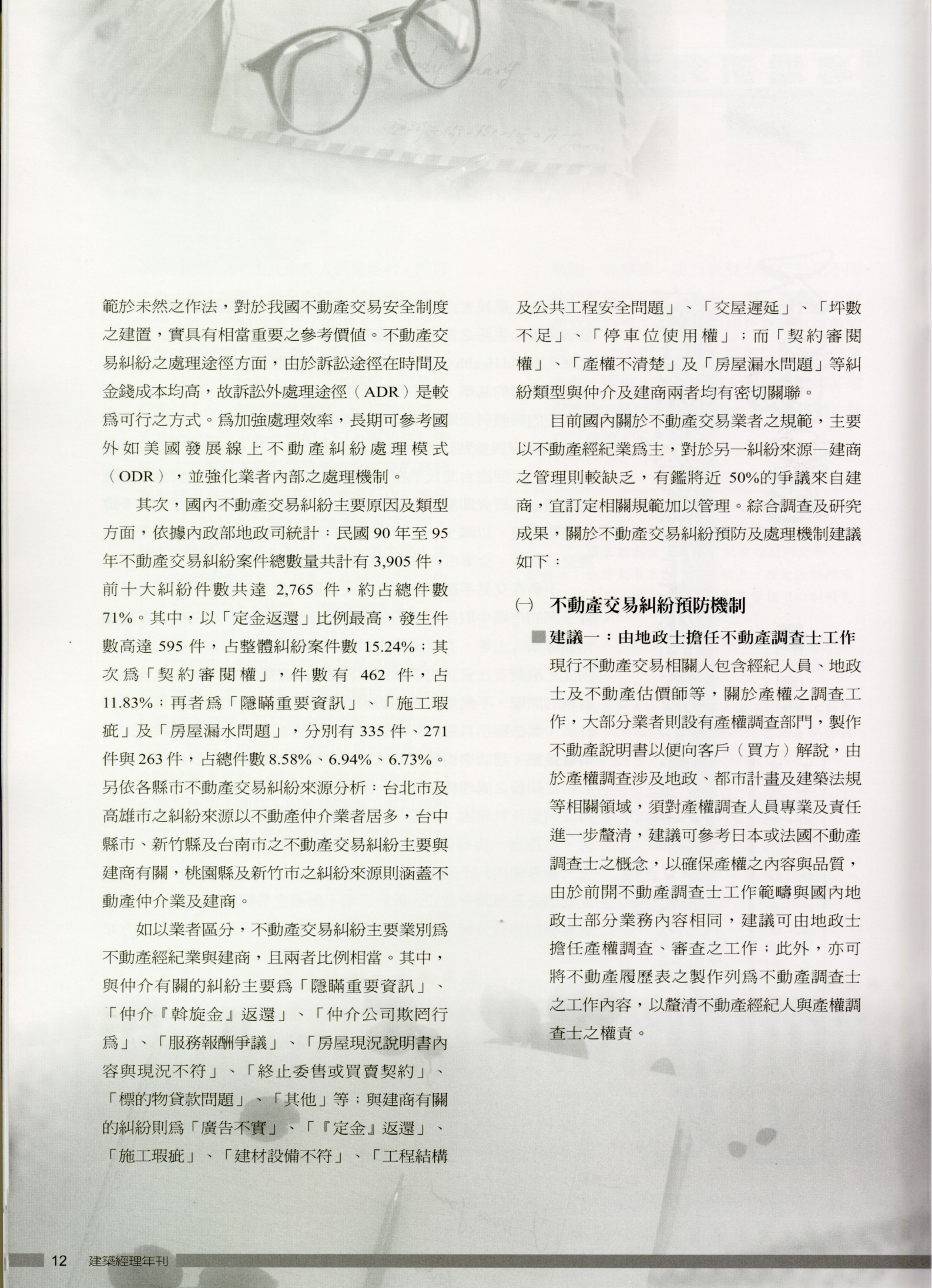
不動產交易糾紛的處理機制仍以事前的預防為重。本文為內政部地政司委託之專案研究。

交易糾紛產生原因及其處理機制建議

「住」是民生六大需求之一，如何讓民眾都能擁有及享受居住環境與安心生活之需求，為政府施政的重要方向。聯合國世界衛生組織（World Health Organization, WHO）曾於1961年訂定健康生活及居住環境的基準，其中「安全」居各項指標之首，顯示不動產交易安全的維護與保障已成為當前重要的議題。爰此，行政院於挑戰2008國家發展重點計畫-e化生活分項計畫項下，特制定「安心住家計畫」，以回應台灣民眾在交易安全、居住安全及住宅安全所面臨的問題。本研究即屬安心住家計畫之子計畫，期能建構安全的不動產交易環境，以減少住宅市場交易糾紛、保障民眾財產及健全不動產交易制度。全案由內政部委託逢甲大學進行研究。

不動產交易手續複雜，市場及相關訊息蒐集不易，一般人無法從公開的市場中取得信賴的資訊，造成消費者需親自訪查，或透過相關專業人士等，方能獲得有效的訊息，供作協商與決策的依據。因此，消費者在資訊的不流通與非透明化的情況下，易產生資訊不對稱的問題，不動產交易糾紛因而發生。惟國內相關統計資料來源分散，無法顯示具體的糾紛樣態與分類方式，例如不動產類型、當事者是誰（建商與消費者間或仲介業者與消費者間）及內涵等，鑑於特定糾紛之處理機制各異，解決不動產交易糾紛，首先須界定糾紛之類型及其原因；其次，現行已有多元之處理機制，惟其成效如何，有待進一步檢驗。故本研究綜合經濟、法律及消費者行為概念，參考國內外不動產糾紛處理模式及立法例，並透過深入訪談、問卷調查及座談會方式，針對目前不動產交易糾紛所面臨之問題與處理機制進行分析，以降低不動產交易糾紛，同時保障買賣雙方之權益。

由理論分析發現，不動產交易糾紛須藉由市場機制的強化、政策適時導入及代理人管理等才能有效改善，以降低不動產糾紛處理成本（包括搜尋與確認成本、協商與議價成本、簽約及認證成本等），可行的方法包括建立專家制度、信任的第三者及不完整合約的應用等。德國、法國等歐洲國家的公證人制度，或是美國的履約保證（付款中間人）制度，均在降低簽約及認證成本，亦應用了交易成本中關於不完整合約的概念，以降低可能的交易風險。此種防



範於未然之作法，對於我國不動產交易安全制度之建置，實具有相當重要之參考價值。不動產交易糾紛之處理途徑方面，由於訴訟途徑在時間及金錢成本均高，故訴訟外處理途徑（ADR）是較為可行之方式。為加強處理效率，長期可參考國外如美國發展線上不動產糾紛處理模式（ODR），並強化業者內部之處理機制。

其次，國內不動產交易糾紛主要原因及類型方面，依據內政部地政司統計：民國 90 年至 95 年不動產交易糾紛案件總數量共計有 3,905 件，前十大糾紛件數共達 2,765 件，約占總件數 71%。其中，以「定金返還」比例最高，發生件數高達 595 件，占整體糾紛案件數 15.24%；其次為「契約審閱權」，件數有 462 件，占 11.83%；再者為「隱瞞重要資訊」、「施工瑕疵」及「房屋漏水問題」，分別有 335 件、271 件與 263 件，占總件數 8.58%、6.94%、6.73%。另依各縣市不動產交易糾紛來源分析：台北市及高雄市之糾紛來源以不動產仲介業者居多，台中縣市、新竹縣及台南市之不動產交易糾紛主要與建商有關，桃園縣及新竹市之糾紛來源則涵蓋不動產仲介業及建商。

如以業者區分，不動產交易糾紛主要業別為不動產經紀業與建商，且兩者比例相當。其中，與仲介有關的糾紛主要為「隱瞞重要資訊」、「仲介『斡旋金』返還」、「仲介公司欺罔行為」、「服務報酬爭議」、「房屋現況說明書內容與現況不符」、「終止委售或買賣契約」、「標的物貸款問題」、「其他」等；與建商有關的糾紛則為「廣告不實」、「『定金』返還」、「施工瑕疵」、「建材設備不符」、「工程結構

及公共工程安全問題」、「交屋遲延」、「坪數不足」、「停車位使用權」；而「契約審閱權」、「產權不清楚」及「房屋漏水問題」等糾紛類型與仲介及建商兩者均有密切關聯。

目前國內關於不動產交易業者之規範，主要以不動產經紀業為主，對於另一糾紛來源—建商之管理則較缺乏，有鑑將近 50% 的爭議來自建商，宜訂定相關規範加以管理。綜合調查及研究成果，關於不動產交易糾紛預防及處理機制建議如下：

（一）不動產交易糾紛預防機制

- **建議一：由地政士擔任不動產調查士工作**
現行不動產交易相關人包含經紀人員、地政士及不動產估價師等，關於產權之調查工作，大部分業者則設有產權調查部門，製作不動產說明書以便向客戶（買方）解說，由於產權調查涉及地政、都市計畫及建築法規等相關領域，須對產權調查人員專業及責任進一步釐清，建議可參考日本或法國不動產調查士之概念，以確保產權之內容與品質，由於前開不動產調查士工作範疇與國內地政士部分業務內容相同，建議可由地政士擔任產權調查、審查之工作；此外，亦可將不動產履歷表之製作列為不動產調查士之工作內容，以釐清不動產經紀人與產權調查士之權責。



■ **建議二：不動產說明書之應有內容及解說，於不動產經紀業管理條例施行細則中規範**
關於不動產說明書之規範，現行不動產經紀業管理條例仍有欠缺，未來宜強化法定不動產說明書之應有內容，具體明確地於不動產經紀業管理條例施行細則中規範；其次，重新建構不動產經紀從業人員之業務職掌，修法將原由不動經紀業營業員得說明不動產說明書之規定，限縮為僅能從事協助經紀人之事務，關於不動產說明書之解說仍須由不動產經紀人為之，以期能達成原立法目的一建立不動產交易秩序，保障交易者權益，促進不動產交易市場健全發展。

■ **建議三：建立不動產交易資料庫及業者評鑑制度**

為了降低可能的資訊搜尋成本，政府宜藉由相關資訊的提供，健全不動產市場機制。例如可由公正之第三人建立長期性、具公信力之資料庫，並有效監督維護。

其次，建立不動產交易業評鑑制度，且該制度應涵蓋不動產交易之重要關係人，包括不動產經紀業、建築投資業、營建業及上開行業之從業人員、地政士、建築師及不動產估價師等。

■ **建議四：規範付款中間人相關保證內容**
預售屋方面

鑑於現行業者關於付款中間人制度（Escrow）各類保證內容不確定，易使消費者產生混淆現象，政府可對現行制度進行規範，特別是預售屋部分，現行履約保證制度可配合不動產信託方式，以確保「產權清楚」、「依約施工」、「如期完工」等購屋者權益保障之根本目標。

成屋方面

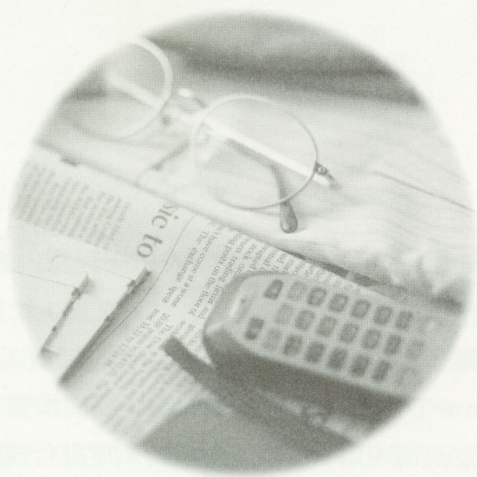
不動產仲介或代銷人員應充分解說，同時並藉由宣導方式，讓消費者獲得充分之買賣價金履約保證等資訊。

■ **建議五：公證人實質審查制度之應用**

不動產交易糾紛處理機制應涵蓋糾紛之預防與糾紛之事後處理，長期應以預防機制為主軸，故可應用公證人制度之精神，藉由不動產買賣契約之實質審查，預防可能的交易糾紛，在國內既有制度架構下，可採用雙地政士或雙律師模式，分別從買、賣雙方立場，維護消費者之權益。

■ **建議六：建商之管理法制化**

目前不動產交易糾紛主要來源有二，包括不動產經紀業者與建商，與建商有關的糾紛則主要為「契約審閱權」、「產權不清楚」、「房屋漏水問題」、「廣告不實」、「『定金』返還」、「施工瑕疵」、「建材設備不符」、「工程結構及公共工程安全問題」、「交屋遲延」、「坪數不足」、「停車位使用權」等，惟關於建商之管理國內尚無相關規範，建議可依照不動產交易的流程，涉及



不動產銷售、契約簽訂期間之規範者，除依消費者保護法之規定外，並由主管機關監督，針對違法之業者、從業人員加以列管，或列為識別標誌、相關認證取得之評鑑標準；另產權取得後施工品質、建材等問題，建議強化有關建築開發業識別標誌之宣導；此外，對於業者（經營者）之重大消費爭議案件，亦應定期公布，藉由資訊透明化，保障交易安全。

■ 建議七：宣導不動產消費相關知識

不動產消費之觀念與基本認知有待強化，建議可由政府推廣不動產消費相關知識，例如於高中職校公民課或大學通識課設置相關生活法律基本知識，使前開不動產交易資訊、業者評鑑資訊皆能回應至消費者購屋權益上。

(二) 不動產交易糾紛處理機制

■ 建議一：建立不動產調處機制、強化仲裁機制

參照國外作法，強化不動產經紀業內部處理機制，例如營業保證基金管理委員會設有調處的機制，可處理受害人請求代為賠償案件之調處事宜，並由政府監督成效，確保其公信力；此外，並應強制要求業者先行處理不

動產交易糾紛事宜，本部分亦可配合不動產經紀業管理條例之修訂賦予業者內部處理機制之法源基礎。業者內部對於不動產交易糾紛處理機制應予以法制化，因涉及通案規定，建議納入消費者保護法予以明文規範。此外，鑑於不動產交易糾紛處理涉及專業認定問題，建議可強化仲裁機制，例如成立不動產交易糾紛仲裁協會，以輔助現行處理模式之不足。

■ 建議二：建立線上糾紛處理機制模式

為有效處理不動產交易糾紛，並兼顧金錢與時間成本，本研究建議長期可建立線上糾紛處理機制模式，以減少糾紛處理成本，同時增加處理之效率，未來施行此機制可配合電子簽章法，並強化安全措施，藉由網路資源處理不動產交易糾紛。

■ 建議三：公部門糾紛處理角色轉為監督者，以強化企業責任

由消費者調查分析可知，消費者對不動產交易糾紛處理途徑之選擇，首重公信力、執行力及時間成本，且其對公部門糾紛處理途徑滿意度普遍較高，建議短期仍繼續沿用公部門糾紛處理途徑，中長期則將公部門角色由糾紛處理者轉為監督者，以強化企業責任，落實市場機制。■

作者為逢甲大學土地管理學系助理教授，內政部委託研究「不動產交易糾紛產生原因及其處理機制之研究」計畫主持人。

美國次級房貸風暴分析

全球金融市場緊密相連，美國次級房貸危機所造成的財務損失，已引起全球金融機構關注，料將開始衝擊到全球實質經濟成長。

陳進安

一、前言

美國次級（subprime）房貸問題於今年初開始出現在報章雜誌，並於 2 月底被媒體密集報導，因此引發投資人趨避風險心理，成為 2 月 27 日全球股災的導火線。雖然此一問題在市場人士評估其對美國及全球景氣影響不大之下而趨於沉寂，但至 7 月又再度爆發，導致全球金融市場震盪，迄今仍餘波未了。

所謂次級房貸係指被業者歸類為信用較差者所借之房貸，實務上的分類標準是 FICO 信用分數低於 620 分者，以及雖高於 620 分但有其他瑕疵如：負債比率（註①）高於 55%、融資成數超過八成五或缺乏所得證明檔者。

按，FICO 信用分數係按 Fair Isaac Corporation 所設計的公式計算出來的分數，主要基於按時還款（占 35%）、信用歷史（15%）、債務總額（30%）、債務成份（10%）及最近申請貸款次數（10%）等五類因素，再按二十多組時間數列資料及統計邏輯得之，最低為 300 分，最高為 850 分，由 Equifax、Experian 及 TransUnion 等三大信用紀錄公司提供。但三大公司所計算出來的同一個消費者 FICO 信用分數往往有所差異，原因是他們的資料來源不完全相同所致。職是之故，財務公司或銀行通常不會只取一家的 FICO，而是把三大公司的 FICO 全部取得後才對房貸案做出評估。

美國房貸業者對借款人的信用等級分類，除了優（prime）、次級外，尚有：(1)介於兩者間的 Alt-A（註②）；(2)房貸超過限額（註③）的大額優級（prime jumbo）客戶；(3)經聯邦住宅協會（Federal Housing Association, FHA）或退伍軍人部（Department of Veteran Affairs, VA）保證者。

二、市場於 2005 年及 2006 年達到頂峰

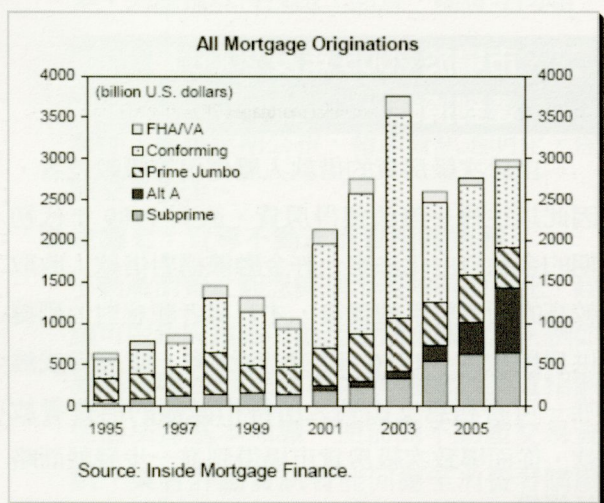
由於次級房貸的借款人屬信用等級較差者，因此以往幾乎無法獲得房貸，直到 1980 年代初期的金融自由化法案允許金融機構對借款人收取較高的利率與手續費後，才有業者願意對他們提供房屋放款。1986 年的稅改法案，使房貸成為唯一可將利息支出列入所得扣減額的消費者放款，從而導致次級房貸市場得到進一步發展而略具規模。

次級房貸的益處為：(1)讓信用等級不佳者獲得融資機會；(2)提高房屋自有率，據統計，美國房屋自有率由 1995 年的 64.7% 上升至 2006 年的 68.8%，其中尤以非裔美國人由 42.7% 上升至 47.9% 及西語裔美國人由 42.1% 上升至 49.7% 為最，而此二族群因平均所得較低多被視為次級客戶。

缺點是儘管其利率較優級房貸高 2 個百分點，但若仍不足以抵消較高逾放比率的損失，則業者將出現虧損。FICO 用於固定利率房貸、

卡貸及車貸等已有多多年歷史且效果良好，但對次級房貸（尤其是非傳統房貸）則缺乏足夠的歷史經驗，致業者難以準確評估風險。

次級房貸創始（敘做）額於 2004 年開始快速成長，至 2005 年及 2006 年皆達 6,000 億美元左右的高峰，已較 2003 年增加一倍，不僅如此，Alt-A 及大額房貸亦有顯著擴張。影響所及，符合限額標準的優級房貸只占所有創始額的 36%，遠低於以往的 50% 以上，次級、Alt-A 及大額則分別占 21%、25% 及 15%。



三、快速擴張的原因

■ 該市場快速擴張原因：

1. 聯準會於 2004 年中開始審慎升息，使優級房貸的重新融資（refinance）業務（即以低利率新房貸償還高利率舊房貸）盛況不再，房貸業者必須拓展新的業務成長來源。
2. 近年來房價漲幅遠超過加薪速度，使許多房貸案的總額、債負比率或融資成數皆隨之升

高，致超過優級標準而被降至次級、Alt-A 或大額等級者越來越多。

3. 政府支持的兩大購買房貸公司皆面臨財報錯誤與公司治理不佳問題，致其所能購買的（優級）房貸受到限制（註④），從而促使其他房貸買主的興起，由於他們沒有只能購買優級房貸的限制，因此讓非優級房貸亦獲得出售管道。

4. 雷曼兄弟、貝爾史登（Bear Stearns）等投資銀行大批買進次級房貸後，將之證券化成房貸支持證券（Residential Mortgage Backed Securities, RMBS）售予投資人，這些證券通常採取下列信用增強措施，如超額支持（即房貸總額超過證券發行額）、超額利差（即證券票載利率低於房貸利率），及將證券分割成許多不同受償順位等級的份額（tranche），而由低順位者依序吸收損失。優先順位份額大都被信評公司評為最優的 AAA 級，其票載利率雖低於其他順位份額，但高於一般 AAA 級債券，因此為保險公司、退休基金等所樂於購買。中級（mezzanine）順位份額則多被評為 AA、A 及 BBB 等投資級，其票載利率較優先順位份額為高，是以常被投資銀行購買再與其他資產組合，證券化為抵押債務債券（Collateralized Debt Obligations, CDO），再分割成不同順位的份額售予投資人。據估計，2006 年有 1,000 億美元次級房貸被包裝進總額 3,750 億美元的 CDO，在美國市場銷售。至於最低順位者，則稱為股權份額，這是因為其市場接受度差，多由發行者自行持有之故。

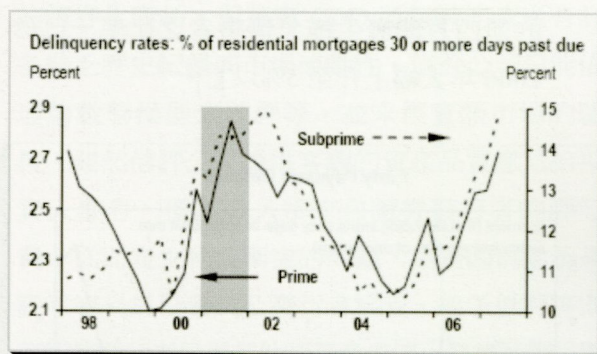
5. 全球資金過剩使得安全性資產利率處於歷史低檔，例如儘管聯準會將短期利率提高至 5.25%，但十年期公債殖利率卻未隨之上揚而多持穩於 5% 以下，投資者及金融機構爲了追求較高收益，對高利率高風險金融商品的胃納日漸增加，含有次級房貸的證券化產品由於有較高利率，因此銷路頗佳。另，HSBC 等大型銀行則是積極進軍次級房貸市場，他們除了收購次級房貸公司外，尚透過經紀商購買其他業者的次級房貸。此使得次級房貸公司可藉由轉售貸款取得源源不斷的資金，從而能無限制的敘作，導致規模增長很快。
6. 由於適合傳統次級房貸的借款人越來越少，是以業者開始大量推出較有風險的非傳統房貸產品以開發新客戶，此包括：interest only (註⑤)、payment option (註⑥)、2/28 複合式浮動利率計息 (hybrid ARMs) (註⑦) 等降低期初月付額型，及 piggyback (註⑧) 等提高融資成數型，它們的特色是使借款者的短期付款壓力減輕，從而讓許多自有資金較少者亦能獲得融資。事實上，interest only 及 Piggyback 在 1999 年時並不存在於次級房貸市場，但至 2006 年時其比重已分別達 24% 及 33%。
7. 次級房貸業者爲了因應投資人的熱烈需要，及加快授信時間起見，逐漸不再要求借款人提出所得證明文件，使得依借款者自述所得授信的比重由 1999 年的 22%，逐年上升至 2006 年的 46%。最近研究結果顯示，借款者在不須所得證明文件的情形下，常會誇大 200% 的所得，因此能增加房貸金額（但也

超過其所得能力負擔）。

8. 次級房貸活絡能增加購屋需求，使房地產市場延長榮景，致房價持續上揚，逾放比率處於低檔，讓借款人及房貸業者逐漸失去警覺心。

四、資產品質快速惡化情形

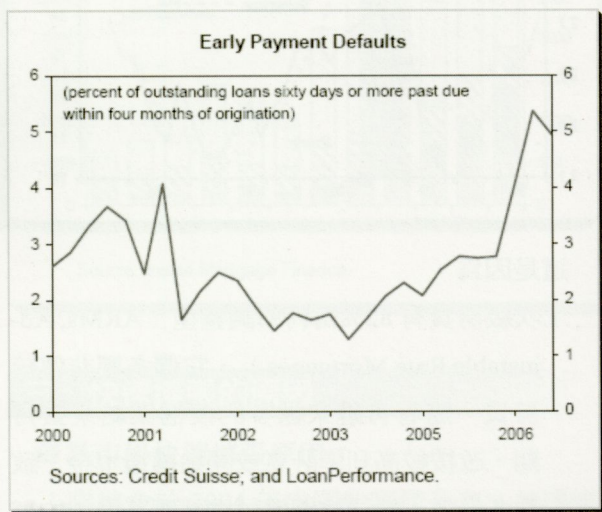
然而，好景不常，次級房貸市場的逾放率於 2006 年下半年開始顯著惡化，至今年第 2 季已攀升至 14.82% 的近年新高，較去年同季上升 3.12 個百分點，相形之下，優級房貸的逾放率則只於過去一年來增加 0.44 個百分點至 2.73%。



這是因爲：

1. 次級房貸有 82% 爲利率調整型 (ARMs, Adjustable Rate Mortgages)，它們多屬非傳統房貸，隨著有越來越多的授信案結束蜜月期，改按較高利率計息或開始攤還本金，致許多借款人無法按期償付突然顯著增加的每月房貸本息款而違約；
2. 美國房屋市場於 2006 年下半年顯著減緩，致房價漲幅縮小甚至開始下跌，使得許多借款人無法利用房屋增值來借款償付開始大幅增加的每月房貸付款額；

3.核貸標準日益寬鬆，以及許多採掠奪性房貸（註⑨）者，陸續爆發問題，這是因為次級房貸多經由證券化出售給投資人，創始機構（即房貸業者）只留存少量房貸，他們以出售房貸賺取利潤及手續費為主，並未承擔授信風險，一旦出現呆帳損失將由 RMBS 及 CDO 的低中順位份額持有人吸收，是以他們不僅大量雇用獨立掮客（註⑩）承做次級房貸，且未善盡詳細審核與監督放款品質的責任，此除了導致許多沒有還款能力者亦能獲得房貸外，有些貸款人甚至是在掮客的協助下詐得房貸。職是之故，在房貸開始計息的前四月即發生拖欠情事者之比率，已於 2006 年大幅上升至 5% 以上。



事實上，表一的細項資料顯示，過去一年來逾放率增加最劇者為利率調整型的次級房貸，升幅達 4.71 百分點，這是因為業者將較有風險性的房貸產品銷售給高風險客戶

所致。其次是利率固定型（FRM, Fixed Rate Mortgages）次級房貸，升幅達 1.76 百分點，主因是業者未做好信用審核之故。但即使是優級房貸戶，利率調整型者亦將因結束蜜月期而使逾放率顯著上升 1.35 個百分點。只有利率固定優級房貸的逾放率維持穩定，僅上升 0.25 個百分點，尚處於正常波動範圍。

▼ 表一 房貸逾放比率

	Prime FRM	Prime ARM	Subprime FRM	Subprime ARM
2002Q1	2.49	3.74	16.61	15.02
Q2	2.40	3.61	16.67	15.56
Q3	2.31	3.50	15.50	14.71
Q4	2.39	3.34	13.97	13.59
2003Q1	2.41	3.16	13.33	13.65
Q2	2.38	3.16	12.48	13.15
Q3	2.19	2.83	11.46	12.53
Q4	2.11	2.81	10.50	12.90
2004Q1	2.00	2.28	10.63	10.99
Q2	2.11	2.26	9.78	10.12
Q3	2.15	2.23	10.20	10.40
Q4	2.04	2.11	9.72	9.83
2005Q1	2.02	2.06	9.10	10.25
Q2	2.02	2.19	9.06	10.04
Q3	2.11	2.30	8.79	10.55
Q4	2.21	2.54	9.70	11.61
2006Q1	2.00	2.30	9.61	12.02
Q2	2.00	2.70	9.23	12.24
Q3	2.10	3.06	9.59	13.22
Q4	2.27	3.39	10.09	14.44
2007Q1	2.19	3.69	10.25	15.75
Q2	2.25	4.15	10.99	16.95

五、對全球經濟金融的影響

對全球經濟金融之影響，大致可分為兩階段，第一階段是在今年2月底，當時的主要受害者為次級房貸的創始端，例如：有超過70家的次級房貸業者即因此而宣告破產或被收購。另，大型銀行如HSBC、JP Morgan,及Merrill Lynch亦各就其持有之次級房貸相關債權增提準備。影響所及，國際股市隨之大跌。

但不久之後，市場人士認為次級房貸未償還餘額占美國房貸市場（2006年約達10.2兆美元）比重僅為11%，估計其相關信用損失為500,200億美元，占全體房貸比重低於2.2%，是以判斷對美國景氣之直接衝擊有限。至於間接影響，也就是對其他部門的傳染效果，則基於就業市場與民間消費持續活絡、房市暫時趨穩以及業者並未對次級房貸以外部門緊縮信用標準等因素，而認為波及效果不大。影響所及，國際股市遂在一個月內迅速回升。

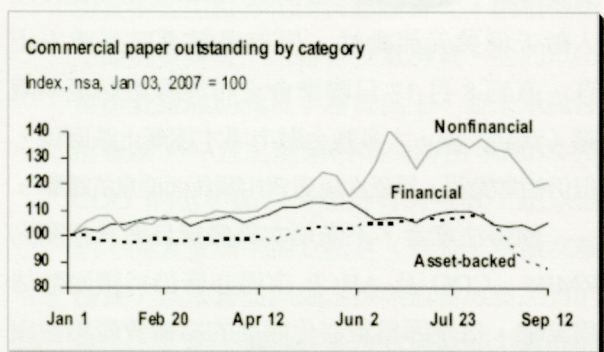
第二階段始於今年6月下旬，迄今仍偶有餘波，此時的風暴起源點已轉移至證券化端，首先是貝爾史登證券公司於6月22日出現投資損失，接著是Moody's與S&P於7月10日宣布調降多檔次級房貸相關證券之評等，至8月上、中旬又陸續有多家歐澳系銀行及美國投資銀行因旗下基金嚴重虧損而停止基金贖回，或因其所支持的SIV（註⑪）及conduit（註⑫）無法順利展延資產支持商業本票（asset-backed commercial paper, ABCP），而面臨必須提供備援信用給這些機構的流動性不足危機。影響所及，在投資人驚慌而減少風險性資產部位（包括日圓套利交易者（註⑬）的

平倉）及金融機構流動性需求十分強勁之下，全球股市大跌，短期利率上揚以及日圓匯率走強。歐美央行為了穩定金融市場情勢，於8月中旬先後注入數千億美元流動性，但市場震盪局面猶未止息，直到8月17日聯準會宣布調降重貼現率兩碼（註⑭）後，大多數金融市場才逐漸止跌回穩，但仍相當脆弱，易受次級房貸相關負面消息的衝擊。

值得注意者，不僅是次級房貸且與其相關的RMBS、CDO及ABCP市場亦皆仍持續面臨信用緊縮，這是因為證券化商品的結構資產相當複雜難解，投資人多依賴信評公司之評等來做決策。他們以為買的是高等級、高收益且風險分散的證券化商品，但其實CDO所包裝的資產有許多缺乏歷史紀錄或市場流動性，信評公司只能依理論數學模型來做評等，並未經實際市場的驗證。雖然信評公司提供客觀的資產品質意見給投資人參考，但其收入卻來自證券發行者的評等費，從而產生利益衝突的問題，這是因為給予高評等容易為投資人及發行者接受，給予低評等則可能使發行者另尋其他評等者或停止發行計劃，導致評等收入減少。事實上，房貸證券化之評等收入已成Moody's近年來的主要所得來源，從而使其2003年至2006年的獲利成長率平均達27%。

在信評公司調降次級房貸相關的RMBS及CDO之評等後，投資人業已對這些證券失去信心，致市場不再有買家而交易沉寂。至於ABCP則因其係SIV/conduit用來融通所購買的RMBS及CDO而難以展延（註⑮），致必須動用備援流動性額度來償還到期ABCP，德國的IKB（Deutsche Industrielkreditbank）及薩克森邦銀（Landesbank Sachsen Girozentrale）即因無法對其conduit（分

別為 Rhineland Funding Capital Corporation 及 Ormond Quay) 提供足夠流動性而爆發財務危機。



儘管次級房貸風暴似乎有漸趨緩和跡象，但是否如此仍待後續發展。目前眾所關心的是其為對美國景氣的影響，首當其衝者為房地產活動，該部門自去年中以來的一路下滑局面迄今仍尚未出現回穩趨勢，儘管 7 月份新屋銷售終於回升 2.8%，但預期未來恐將再創近年新低水準，理由為：(1)次級房貸問題再度浮上檯面，金融機構緊縮相關信用；(2)近幾週來大額房貸利率上升至 7% 左右，相對於傳統優級房貸利率的加碼幅度，已從以往的 0.25 個百分點擴大至 0.85 個百分點，將使售價在 50 萬美元以上的新屋銷售（約占 102% 的比重）受到不利衝擊；(3)存銷比率雖從 6 月份的 7.7 個月降至 7.5 個月，但仍遠高於 4.5 個月的正常水準，業者持續面臨供給過剩壓力。要之，次級及大額房貸市場的信用緊縮，或將使房地產市場繼續下探，延長疲軟期間，從而導致景氣有下檔風險。

職是之故，布希總統已在 8 月 31 日宣布將採取一系列措施來挽救遭遇危機的次級房貸市場，主要內容包括：(1)改革聯邦住宅協會，使其

能為大約 8 萬名次級房貸借款人提供保證；(2)修改稅法對有拖欠房貸紀錄的屋主暫停稅務懲罰；(3)由財政部和聯邦住宅與都市發展部 (Housing and Urban Development, HUD) 共同研擬計劃，找出高風險借款人並鼓勵授信者以彈性的做法來處理債務問題，避免訴諸查封法拍房屋的手段。另，紐約聯邦準備亦將其證券融資手續費減半，及放寬標準讓某些 ABCP 亦能至重貼現窗口貼現，以期能暢通商業本票的短期資金融通管道。儘管如此，一般認為這些措施尚難在短期內產生明顯效果。

其次，就民間消費觀之，8 月份核心零售額（不包括汽車、汽油及建築材料項目）只增加 0.1%，遠低於今年前七月平均的 0.5%，但只憑單一月份資料並不足以判斷是否為正常波動，或受金融市場震盪影響而開始轉呈顯著緩和趨勢。儘管如此，一般認為在勞動市場疲軟、信用條件緊縮及來自房市股市的財富縮水效果之下，第四季民間消費支出將不若上半年活絡。



在投資方面，就企業獲利觀之，直接受到衝擊而出現獲利減少或虧損者為次級房貸業者、房屋建築業者及金融業者。至於其他產業則影響有限，但金融市場的騷動若無法平息，則企業可能暫停或減少投資計劃，直到不確定性獲得釐清後再恢復資本支出規模。

就經濟成長率而言，聯準會主席 Bernanke 在今年 7 月的國會證詞中，已將今明兩年的經濟成長率預測值下修 0.25.5 個百分點分別至 2.25.5% 及 2.5.75%，以反映房市疲軟較預期嚴重及油價持續走高的不利影響。但最近金融市場動亂將使景氣續有下檔風險，例如：摩根大通銀行即已將今年第四季及明年第一季的經濟成長率預測值下修至 1.5% 及 2.0%。

至於對我國之影響，據金管會調查結果，目前 42 家本國銀行中，共有 16 家銀行之投資部位與美國次級房貸有關聯，這些部位之餘額總計為 404 億元，其中除少數銀行有直接投資次級房貸債券外，大部分銀行皆係所投資的證券化產品有包裝一部分次級房貸。金管會銀行局估計銀行業可能損失約 12.12 億元，損失率為 3.03%。由此可見，我國及多數亞洲國家銀行所受直接影響不大，相形之下，歐美銀行則有較大衝擊。但必須注意的是，美國景氣一旦果真減緩，將會對仰賴出口的台灣難免造成不利影響，不過預期程度有限，這是因為近年來我國對美的貿易依存度已顯著減少，而占出口比重已超過 50% 以上的中國及亞洲景氣仍可望持續活絡之故。■

註①：即當年應付房貸本息相對於當年所得之比率。

註②：主要為信用分數、負債比率及融資成數皆符合優級標準，但無法提供完整的所得證明檔者。

註③：美國房貸業者受制於本身所能吸收的長期資金有限，多將房貸轉售出去，以便能換取資金繼續承做新的房貸。目前房貸市場上的兩大買主是聯邦貸款金融公司（Fannie Mae，美利美）與聯邦住屋貸款抵押公司（Freddie Mac，美地美），它們係屬政府支持的企業（Fovernment Sponsored Enterprises, GSE），只收購優級房貸，且基於照顧一般大眾之考量，不買超過限額（目前為 41,7000 美元）的房貸，迄今已合計掌控 1.4 兆美元的房貸資產。

註④：美國聯邦住房企業督察署（Office of Federal Housing Enterprise Oversight, OFHEO）自 2006 年起對 Fannie Mae 和 Freddie Mac 施以資產限制，其中 Fannie Mae 的房貸資產額不得超過 2005 年底的 7,272 億美元水準，Freddie Mac 則是在 7,121 億美元的基礎上，每年增加率不得超過 2%。

註⑤：依固定或浮動利率按月攤還本息，融資成數通常為八成。

註⑥：interest only 係允許借款人在房貸初期（通常為前五年）只支付利息（即寬限期），直到寬限期結束後才開始攤還本金，但由於本金攤還期較借款期縮短五年，借款人一旦開始攤還本金，則每月支付額將急劇增加（即利息+攤還本金）。

註⑦：2/28 複合式 ARMs 係在借款前兩年給予非常低（可能為 2% 以下）的固定利率（teaser rate），兩年後（其餘 28 年期間）改按浮動利率計息，因此屆時將使借款人的每月付款額顯著增加。



註⑧：美國一般房貸的融資成數為八成，其餘兩成由購屋者自籌（即自備款），所謂 piggyback 放款，係提供貸款給資金不足的購屋者讓其做為自備款，由於此類放款只能取得房屋的次順位（second-lien）債權，是以亦稱次順位房貸，常見的 piggyback 有 80-10-10、80-20-0 及 80-15-5 等三種型式，第一個數字表示首順位房貸提供八成房價的放款，第二個數字表示另一授信者提供的次順位房貸成數，最後的數字為自備款成數。若為 80-20-0，則借款人完全不需自備款。

註⑨：係指以欺騙或不當手段誘使人借入超過其負擔能力或高利率房貸。

註⑩：依照某些州法律，雇用獨立擔客可規避房貸公司的法律責任，致房貸公司大量雇用獨立擔客承作房貸。一家公司的房貸有時高達七成是透過這些獨立擔客承攬而來。

註⑪：為 Structured Investment Vehicle 之簡稱，譯為結構型投資機構，係由銀行或非銀行所支持及管理的表外套利工具，它們多註冊於避稅天堂（如開曼群島或澤西島）以享受優惠稅率，主要投資長期高殖利率的固定收入證券，而以發行較低利率的資產支持商業本票（asset-backed commercial paper, ABCP）、6 至 9 個月期中期票據及資本票據等來取得資金融通，從而套取資產與負債間的利差。它們為了讓 ABCP 取得高評等以降低資金成本，通常安排由銀行提供流動性備援額度，做為一旦未能順利展延 ABCP 亦能取得資金償還到期 ABCP。由於套利空間有限（約為 1 個百分點），SIV 多將槓桿倍數增至 145 倍以擴大收益。對於支持銀行而言，SIV 的優點為其結構成表外機構，不會降低自有資本比率，且能藉由支持管理來賺取手續費收入。據 Moody's 估計表示，目前市場上約有 30 家 SIV，合計管理 4,000 億美元的資產。

註⑫：Conduit 是 SIV 的一種，專指由銀行所支持及管理，且由支持銀行為其 ABCP 提供 100% 的流動性備援額度者。相形之下，SIV 則只由支持銀行為其商業本票提供部分或完全沒有流動性備援機制。

註⑬：即借入低利日圓，投資高利率貨幣或高收益率資產。

註⑭：從 6.25% 降至 5.75%，按，重貼現率係聯邦準備對銀行持合格票據要求貼現所收取之利率，其之所以高於聯邦資金利率，乃因重貼現窗口係銀行流動性管理不佳時，向聯邦準備求助時的緊急融通管道，是以具有懲罰性利率的性質。柏南奇選擇調降重貼現率兩碼，而非如前任主席葛林斯班在面臨金融危機時採取調降聯邦資金利率之舉，理由是他認為聯準會不應拯救做錯誤決策的投資人，但如果金融市場動亂危及經濟成長，則透過重貼現窗口提供懲罰利率的信用給受困於流動性危機的資金需求者，主要目的在於恢復金融市場正常功能。

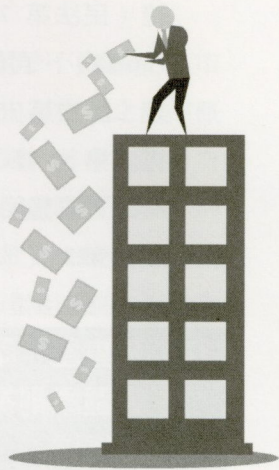
註⑮：美國 ABCP 未償還餘額於 8 月 8 日至 9 月 5 日的四週內減少 2,144 億美元（18.3%），其他商業本票亦受波及而於同期間萎縮 647 億美元（6.5%）。

作者為兆豐銀行企劃處襄理



履約保證納入

「預售屋買賣定型化契約書範本」



之評論

政府研議在契約書範本中納入交易保障資訊，履約保證即為其一……
履行契約乃天經地義，為保障消費權益，


陳正雄

壹、前言

內政部為導正預售屋買賣契約書之內容，使其符合誠實信用及平等互惠原則，促進公平交易、確保消費者權益，依據行政院消費者保護委員會 95 年 2 月 3 日消保督字第 0950001094 號函所附 94 年全國消費者保護業務檢討會暨消費者保護官第 22 次聯繫會報決議及內政部 95 年、96 年消費者保護方案，檢討修訂「預售屋買賣契約書範本」、「預售屋買賣定型化契約應記載及不得記載事項」，從而乃研議於修正預售屋買賣定型化契約書範本時，將「履約保證」制度納入修正條款列為保障方式選項之一。熟料建築開發商業同業公會全國聯合會（以下稱建築開發聯合會）乃持反對意見，致「履約保證」制度最終能否納入修正條款，仍待消保會最後審奪。

貳、建築開發聯合會之疑慮及意見

- (一)「履約保證」的意義為何？究竟是「付款承諾」、「民法之保證」還是「連帶保證責任」？應就法律性質先定位，否則徒然讓消費者誤認「履約保證」就一定是民法第 739 條所定保證契約，反而在「名實不符」下，陷消費者於「認知錯誤」，且「保證契約」屬於有名契約，自有其構成要件，而所稱「履約保證」與「保證契約」根本是迴不相謀，從而造成消費者誤認，原本尚應屬導正事項，故「預售屋買賣定型化契約書範本」於此實不宜驟然載入。
- (二)以「履約保證」為名，若無「保證」之實（包括「權利瑕疵」、「物的瑕疵」、「交屋」等），是否涉及公平交易法：在前揭問



題均未釐清前，「履約保證」極易誤導消費者，認為「履約保證」即係由出具「履約保證」者代替賣方履行契約，若實況並非如此，似已涉及公平交易法第 21 條：「虛偽不實或引人錯誤之表示或表徵」或第 24 條：「足以影響交易秩序之欺罔」之問題，「預售屋買賣定型化契約書範本」尤不宜再予背書；且介入私部門間具商業性質的委任保證契約又未予規範，似未稱允宜。

參、保證之類型及其法律概念

- (一)學者鄭玉波教授認為「保證」可分為「一般保證」與「特殊保證」兩大類。
- (二)一般保證即屬民法第 739 條規定：「稱保證者，謂當事人約定，一方於他方之債務人不履行債務時，由其代負履行責任之契約。」
- (三)特殊保證則如過去民法並無明文而在社會上廣泛通行數十年之「人事保證」。因此民法於民國八十八年四月二十一日修正時，特於民法第二編第二章增訂第二十四節之一「人事保證」節名，其修正理由：「按人事保證者謂當事人約定，一方於他方之受僱人將來因職務上之行為而應對他方為損害賠償時，由其代負賠償責任之契約。人事保證在我國社會上已行之有年，自民國五年大理院上字第一〇三二號判決以來，實務上迭見相關案例，惟現行民法尚無任何規定，為使當事人間權利義務臻於明確，爰增訂本節規定。」

其他例如連帶保證（民法無規定）、共同保證（民法第 748 條）、信用委任（民法第 756 條）、再保證（民法無規定）、求償保證（民法第 750 條第 2 項）、票據保證（票據法第 58 條）、皆屬特殊保證之類型【參閱鄭玉波著民法債編各論下冊六五年九月三版第 822 頁、第 900 頁至 904 頁】

肆、預售屋「履約保證」之債務範圍原則為「有限保證」之概述

- (一)有學者認為，預售屋「履約保證」最早是內政部制定「建築經理公司管理辦法」創設之法律概念。但事實上，「履約保證」之法律概念，已經在營造業之工程承攬合約沿用幾十年之久。按早期台灣之預售屋銷售現象，經常發生工程延誤、偷工減料、不實廣告、品質不佳、無法交屋等層出不窮之交易糾紛，而創設預售屋「履約保證」此一制度。依當時有效施行之「建築經理公司管理辦法」規定，當購屋者向建設公司購買預售房屋時，即由銀行出具履約保證書，並由建築經理公司代辦履約保證手續，執行業務管理服務、營建管理服務、財務稽核服務及辦理預售房屋買賣契約鑑證服務等履約管理事項，以期達成買賣標的房屋「產權清楚」、

「依約施工」、「如期完工」等購屋者權益保障之根本目標。

(二)預售屋「履約保證」制度於不動產交易市場，施行已有二十年，其自有特質之法律概念已經普遍為消費者所認知，其中有關「自備款履約保證」即由履約保證銀行保證客戶在預售期間所繳付之自備款（一般大約為總價金之三成），於建設公司無法依約興建完成且產權清楚移轉登記予客戶時，由銀行保證退還客戶已繳納自備款之本金及利息。

(三)民法上一般之保證行為，就其保證債務之範圍亦得由當事人自由約定，其未約定者，則依法律之規定。凡已約定保證範圍者謂之「有限保證」，其未約定保證範圍而依法律規定者，謂之「無限保證」，茲分述如下【參閱鄭玉波著前揭書第 832 頁】：

1.「有限保證」，乃係當事人自由約定保證債務之範圍，此時保證債務之範圍，不必與主債務之範圍一致，但只能較主債務為輕，不能較主債務為重（民法第 741 條）。因而如約定僅保原本，而不保利息；或僅保原本之一部，亦均無不可。有此約定，則保證債務之範圍，自以所約定者為限。例如上述預售屋「自備款履約保證」即僅約定由銀行保證退還客戶已繳納自備款之本金及利息。其他常見「有限保

證」之實例，在營造業之承攬工程合約，就其所應繳之履約保證金大約均為承攬工程總價百分之十，營造業通常均委任銀行開立「履約保證金保證書」以替代現金之繳付予定作人，倘若營造業者有違約情事，定作人即得通知銀行依「履約保證書」所立之保證範圍，履行保證責任。

2.「無限保證」，乃係當事人未特別約定保證債務之範圍，此時依民法第 740 條規定：「保證債務，除契約另有訂定外，包含主債務之利息、違約金、損害賠償及其他從屬於主債務之負擔。」是為保證債務之法定範圍。因此無論如何，保證債務之範圍均不得超出主債務之範圍（民法第 741 條）。

(四)預售屋「履約保證」之法律概念，及其保證行為之特質、保證行為內容、保證範圍，雖與民法第 739 條所定「一般保證」並不完全相同，但「履約保證」仍屬廣義保證契約之一種類型，並且原則為「有限保證」。其法律概念確實已經普遍為消費者大眾所認知，基於消費者大眾對於「履約保證」制度之信賴，因此目前連成屋之買賣慣例，亦都由各大房屋仲介公司推動成屋買賣之「履約保證」以保障買賣雙方之交易安全。其次，據媒體最近報導現行商品禮券使用限制多，又沒有「履約保證」，一旦業者倒閉就成了廢紙，因此各種商品禮券之主管機關，如經濟



部主管百貨禮券，觀光局主管飯店住宿禮券、泡湯券，新聞局主管出版禮券，衛生署主管美容化妝品禮券，均已陸續公告各類禮券上應規定事項，除了足額「履約保證」之外，其他不得使用餘額及期限等限制也全部取消。因此消保會指出，今後商品禮券提供足額「履約保證」之後，消費者不必再擔心，一旦發行禮券業者經營不善，無法提供商品服務，持有的禮券會求償無門。此外，旅行業預計明年初即實施的履約保證金制度，亦是同屬此種概念下的保障機制。

伍、「完工交屋履約保證」 與「信託」連結之機制

(一)「完工交屋履約保證」之法律概念，乃履約保證銀行向購屋客戶保證，若建商無法興建完成時，由履約保證銀行代為興建完成，交予客戶產權清楚之房屋。此種制度之設計，一般係由建商、建築經理公司、銀行共同簽訂建築經理服務契約、信託管理契約，建商於建造執照核准取得後，建商應將土地、起造人名義信託予銀行為受託人，建商保留自行銷售房地之權利，但應於銀行設立信託專戶控管興建資金，亦即建商應將融資銀行核撥之建築融資與建商銷售該建案房地所有承購戶繳交之房地款（一般為自備款部份），以及建商自有資金，均存入信託專戶控管，

興建過程中由建築經理公司負責工程進度查核、營建管理、財務稽核，隨時注意控管信託專戶資金安全水位，信託專戶之興建資金應專款專用，以確保工程順利完工交屋。倘若仍有可歸責於建商之原因而致停工達一定期間，則由銀行委由建築經理公司辦理不動產清理處分及續建完工，以履行完工交屋之保證責任。

(二)「履約保證」制度，經由建商將土地、起造人名義、興建資金交付信託管理之後，則基於「信託財產獨立性」之原則，信託財產具有與各信託當事人相互獨立之地位，實際上自應與受託人的固有財產分別管理，使其個別獨立以實現信託目的（參照信託法第9條至第12條及第24條）。此即「履約保證」與「信託」之連結方式，從而建築開發商業同業公會所疑慮之如何做到「風險隔離」、「獨立於自有資產之外」等問題，均因前述機制之建立，自然迎刃而解。

義務，期使買賣雙方之交易行為導入正軌。然在正常情形，許多大眾行為習慣已經在社會上廣泛通行多年，並且在社會大眾意識上具備了法律規範的基礎，但是立法或是修法工作總是落後些，而與社會現實生活脫節，其他許多法令規章、定型化契約範本，亦是如此。所以法律需要合乎時宜，也要合乎社會大眾之心，難怪美國法家龐德要說：「法律需要穩定，但不能一仍不變。所以對於法律的思慮，無不集中在努力調和穩定及變化二種需要。」

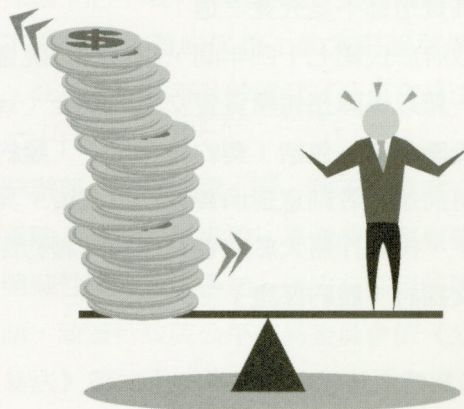
▷前述不動產交易主管機關研議於修正預售屋買賣定型化契約書範本時，將「履約保證」制度納入修正條款及宣導，正是表現在努力調和現行預售屋買賣定型化契約書範本之穩定與變化二種需要。■

陸、結語

▷前言已提到內政部以及行政院消費者保護委員會，為導正預售屋買賣契約書之內容，使其符合誠實信用及平等互惠原則，促進公平交易，確保消費者權益，因此形成共識，研議在修正預售屋買賣定型化契約書範本時，將「履約保證」納入修正條款，惟因建築開發聯合會之反對，若因而未能納入修正條款，則屬遺憾。

▷我們很熟悉的法學家王伯琦先生在其近代法律思潮與中國固有文化一書談到：「法國近代的大法學家狄驥，他把我們在社會上的一切行為規範，統名之謂『社會規範』。這都是我們應遵守的規範，倘有違反，在社會大眾的良知上，就會引起一種反抗，使我們不得不遵從。」而法律規範以及社會規範由過去之義務本位進至權利本位，再由權利本位進至社會本位，因此預售屋買賣定型化契約書範本之制定，無非說明了基於「社會本位」之責任，以規範不動產買賣雙方之權利

作者為中國建築經理股份有限公司
法律顧問兼法務室主任





「履約保證」 保證履約

履約保證是保證不動產交易會在公平、安全下進行，並確保買賣雙方合法權益，履約保證並不是保證買賣雙方不會違約。

李永然

一、前言

我國不動產交易，在房屋方面，主要分為「預售屋交易」及「成屋交易」。

在預售屋交易過去糾紛頻傳，有些建商與購屋者訂約，卻無法將房屋順利興建完成交屋，致消費者權益受損。

在成屋交易方面雖然其糾紛不像預售屋那麼多，但仍然有無法履約的糾紛存在，例如：出賣人無法塗銷抵押權、或出賣人於出售中途遭第三人扣押致無法移轉所有權、…等等，不一而足。

不動產業者為加強買受人的信心，在簽約之時有些推出「律師見證」、「法院公證」，再透過代銷或仲介人員誤導，讓消費者增強購屋信心，其實這都不是究竟之道！

政府於民國七十四年間，由行政院院會通過核准「建築經理公司」的設立，藉以保障預售屋買賣交易的安全（註①）；而「建築經理公司」的業務範圍甚廣，包括「契約鑑證」、「履約保證」（註②）…等，卻又有業者將前述二者刻意對消費者予以混淆，其實「契約鑑證」不同於「履約保證」，後者作用大於前者，而且「履約保證」也不是保證履約，筆者願藉本文探討「履約保證」。

二、履約保證不同於「普通保證」或「人事保證」：

「履約保證」係建築商向保證銀行申請辦理預售屋買賣履約保證的書面審核及協調工作，由銀行承擔該預售屋買賣違約時購屋客戶的損失。另「買賣價金信託履約保證」則由建築經理公司對於買、賣雙方因不動產買賣契約之履約，承擔最高限額保證責任的約定。

我國《民法》第七百三十九條規定：「普通保證」，即當事人約定，一方於他方之債務人不履行債務時，由其代負履行之責。《民法》第七百五十六條之一規定：「人事保證」，即當事人約定，一方於他方之受僱人將來因職務上的行為而應對他方為損害賠償時，由其代負賠償責任的契約。

「建築經理公司」之「履約保證」的業務，依規定應以銀行為保證人，保證範圍以不動產交易有關的事項為限。建築經理公司接受委託代辦履約保證手續，建築業者得提供擔保經由建築經理公司向銀行申請辦理履約保證。如建築業者不履行契約時，履約保證銀行得委託建築經理公司予以清理或處分；履約保證若係預售房屋中途停止興建，其清理或處分應以繼續興建至完工為原則，若無法再繼續興建至完工交屋時，應以購屋人所繳付的自備款連同所生利息償還原購屋人（註③）。足見「履約保證」不同於前述的「普通保證」、「人事保證」。

三、履約保證並不是保證履約：

明白「履約保證」的意義，及其是保證的一種後，消費者更應明白履約保證不是保證買賣交易一定不會發生任何一方違約，而是一旦不能履約或一方違約時，仍能透過保證銀行所承擔的「保證責任」，而確保自身權益。例如：履約保證銀行向買方所出具的「履約保證書」，其上載明責任範圍為：「一、如賣方未能依約履行，經合法催告並解除契約後，本行即將台端為履行契約依約所給付之買賣價金、含利息返還予台端。二、買賣標之物之瑕疵（物或權利瑕疵）責任及點交，不在本保證責任之範圍。三、如買賣契約經雙方合意解除或失其效力時，本行免負保證責任。」（註④）。由前述內容即可知履約保證並不是保證交易之對方一定會履約，而僅是將之做為交易保障的手段而已！

因而如有建設公司或仲介公司於不動產交易中採用「履約保證」時，運用廣告說明時，務必注意以下二點：

1. 確實辦理「履約保證」時，才可運用「履約保證」的字眼，如僅辦理「契約鑑證」者，不得混用「履約保證」的字眼誤導消費者（註⑤），才不致於違反《公平交易法》第二十一條。
2. 雖辦理「履約保證」時，也不得強調交易零風險，或保證不違約，畢竟涉及買賣雙方的隱藏性風險無法得知；過去有採用前述廣告語，致遭行政院公平交易委員會依《公平交易法》第二十一條的規定加以處罰案例。



四、結語：

綜上所述，我國爲了不動產交易安全，建立建築經理公司的制度，推廣履約保證，二十年來已有一定的成果；然不可諱言，仍有需要改進之處，尤其尙未能立法，賦予一定的法源，深信如能訂立專法，必能使該制度更能發揮其應有的功能！■

註①：參見林左裕編著：不動產投資管理，頁 539，2000 年 2 月初版，智勝公司出版。

註②：契約鑑證，是就事實的觀點證明買賣交易雙方的契約內容，俾使交易公開化、透明化。「履約保證」則帶有保證責任的期限、範圍的約定。

註③：參見李文雄著：不動產管理，頁 25～26，民國 82 年 4 月 20 日出版，自刊本。

註④：參見林左裕著：前揭書，頁 543。

註⑤：參見莊孟翰著：必備購屋實務 1200 則，頁 215，民國 81 年 4 月 15 日出版，自刊本。

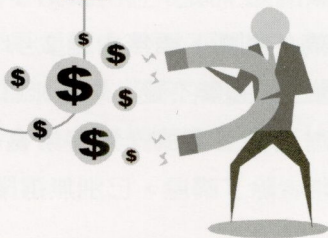
作者為永然法律事務所所長

預 期

成就狂飆



蔡為民



在「十大預期」未有實質、結構性轉變之前，上海的房價仍會上漲！

面對上海房價從五月開始，一改之前的“穩中有跌”，進入到“穩中有升”，再挺進至“高速飆漲”，許多人難以理解，究竟是什麼原因促成上海樓市在低迷近兩年之後，竟然出現直線走高的格局，基本推翻投資論經中，所謂“久盤必跌”的說法。當然，也有人有另類解讀：當眾人以為市場所呈現的是“久盤”狀態時，其實它是蓄勢待發的“觸底反彈”！

這說明了包括上海在內的大陸房地產，在“全球一體化”的進程中，已率先登上國際舞臺，成為境內外熱門、熱愛的投資工具。而這有它特殊形成的原因，及其幸與不幸的一面。

就其“幸”來說，房價高漲必然令一部份擁有兩套以上、非自用房產者快速致富，進而刺激、帶動內需市場活絡。後續購房者將付出高昂代價，使更多的人淪為“屋奴”，從而拉大貧富差距，破壞社會和諧氛圍。

至於探究這波“平地一聲雷”式的房價飆高，市場上眾說紛紜，我把各種論調予以匯整，並加上個人管見，歸納出以下十點房價助燃因素。

預期一：宏觀調控政策必然失效

經兩年的“實驗”證明，中央所主導推動的房地產宏觀調控，總是在兩月內有效，接著便出現報復性反彈；如此周而復始，使之前相信調控措施會產生抑制房價過速上升的有意購屋者，等同蒙受以更高價購房的損失，於是對宏觀調控效果失去信心，紛紛展開購屋“自保”行動。



預期二：物權法實施使拆遷陷入困境

今年3月16日通過的物權法，將於10月1日正式實施。由於條文明確約定居住者對房屋的基本使用、收益權利，使後續動拆遷面臨更嚴峻之考驗，勢必推升舊區改造經費，墊高中心城區房屋成本，在“麵粉貴了，麵包還會不漲價”嗎？理性思維邏輯的催促下，加快了消費進場的腳步。

預期三：地方政府必然努力推高房價

由於不少地方政府的財政收入過半仰賴房地產，一旦樓市景氣逆轉，地方建設經費將有“無米下炊”之虞這就使得各個地方有動力、有誘因，推高房價的繼續攀升，以維持區域繁榮；這在上海尤其明顯，不論世博或地鐵工程，所需經費以“百億”為單位，倘若房地產交易陷於停滯，土地招標無人問津，其後果難以想像。

預期四：股市走勢存在高度風險

雖然就現況觀之，股價指數屢創新高，甚至有人樂觀估計，年底前上攻6000點大關指日可待，明年挑戰萬點都存在機會；但多數投資者為防範曾經發生的高位崩盤“慘劇”重演，往往會挪移部份股市獲利資金轉投房產，以求心安。

預期五：奧運、世博商機無限

2008奧運在北京、2010世博在上海，看似特定城市的非凡大事，但樓市已經形成連動板塊，由特大向中大乃至一般城市傳導，於是當北京、上海動輒出現6萬/m²以上的豪宅產品時，同等級區域或次級城市精華板塊，推出3萬/m²的高端樓盤也就不足為奇；至於是否“東施效顰”？只有留待時間驗證。

預期六：人民幣勢必快速升值

在相關主管機關的大力調節下，目前人民幣匯率呈現“退一進二”的穩步上升態勢；但以美國為首的國際要求人民幣升值壓力無比巨大，各種匯率比例傳聞不脛而走，今（2007）年底至7：1是比較中肯的判斷，兩年內達2：1，則令人聞之咋舌，惟上升趨勢不變，是毫無懸念的，所在此情勢下，可能引發的一連串財富縮水效應，讓多數持幣者除了購屋，已別無選擇。

預期七：熱錢進入炒作房產

即使去（2006）年7月1日中央171號檔限制外資購房，但因相關配套的付之闕如，各銀行、房產交易中心之間又互不聯網，使該規範形同一紙空文；加之因應人民幣採階梯式緩慢升值方式，使境內外熱錢任何時機進入都是正確決定，而在投資標的有限情況下，炒作房產幾乎成爲惟一選擇。

預期八：通膨已不可逆轉

事實上，通貨膨脹與房價關係密不可分。房價終究會帶動房租走高，即使有滯後效應，一般也在兩年內顯現；而當租金節節提升，所有商業行爲勢必反應租金成本，以加價方墊高產品售價，於是通膨之勢銳不可擋，萬物齊漲一發難收！此際，對抗通膨的最佳“法寶”——房產，就成了多數人拯救財富免於貶值的最後求生稻草！

預期九：上海終將成爲國際金融中心

不可諱言，隨著全球化浪潮及上海的高速增長，世界重量級企業紛至還來，從2006年開始上海已脫胎換骨，真正不再是上海人的上海、中國人的上海，而成爲世界的上海，在這樣國際形勢下，使許多人看待上海房價的眼光，是以東京、紐約、倫敦的視角切入；假如這是真的，則當然上海房價的上漲，仍充滿想像空間！

預期十：上海樓市存在補漲行情

由於2005年5月“新國八條”開始，在長達兩年的時間裏，上海房價雷同“原地踏步”，但環顧其他69個中大型城市，卻是“一月一個價、三月大漲價”！而這些地區的未來發展前景，卻不能與上海相提並論。這使得上海房價有被低估之嫌，於是在今（2007）年三月，上海領導班子重新調整、政治態勢穩定之後，市場重新啓動上漲的“雲霄飛車”！

倘若上述10點“預期”大致正確，則一個非常容易推斷的預測便浮現紙上，即“十大預期”未作任何實質、結構性轉變之前，上海的房價仍將上漲！■

作者為上海樓市海外版發行人

台灣房市會不會泡沫化？

張欣民

台灣房市會不會泡沫化？是今年來報章雜誌上常出現的討論議題，特別是在很多地方房價都創下歷史新高、越來越多預售個案突破百萬單價之後，但銀行體系卻開始緊縮房貸，因此這樣的擔心也在消費者端擴散開來，尤其是在美國次級房貸風暴爆發後，政府機關也有這樣的疑慮。

究竟台灣房市會不會泡沫化？恐怕不是從單一的指標就可悍然論斷的，從市場實務面及學術理論面來看，一個地方的房地產市場會不會泡沫化？應該由以下幾個面向來綜合判斷：市場新供給量與銷售率、空屋率、投資客比重、個別區域供需、個別產品供需及利率高低。

● 市場新供給量與銷售率

供給與需求是經濟學上最根本的問題，所以若一地之房屋市場的新供給不斷拉高，但是銷售率卻不升反減，這種狀況只要持續一段時間，供過於求的市況就會越來越嚴重，以房屋市場供需同時指標第一次總登記棟數（新供給）與買賣移轉棟數（需求）的「供給需求比」來看（詳如附圖），2004年是一個分水嶺，2004年之後房屋市場「供給需求比」有逐年上升的趨勢，顯示市場新供給增加的速度變快，但同時間市場需求是在減緩的。

2004年台灣房屋市場「供給需求比」是31.3%，也就是說當年市場上有10間房屋（包括新舊屋）賣掉，但同時間有3.1間新供給釋出。

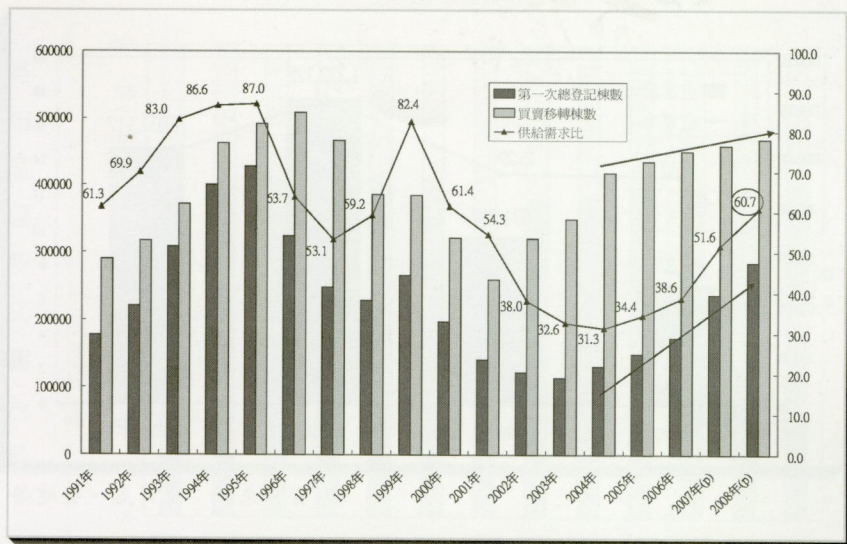
到2006年房屋市場「供給需求比」上升到38.6%，也就是說當年房屋市場上有10戶房屋成交，但同時間有3.8戶新供給釋出，顯示市場新供給賣壓漸趨沉重，只不過還不到市場反轉的地步，與1991~2001年（典型房市泡沫形成期及真正泡沫化期）年平均「供給需求比」高達69.2%比較，還一段差距。

不過若將時間往後推移兩年，以近兩年買賣移轉棟數年增率都在4%上下來看，未來該指標成長趨緩已經是個不可改變的事實，07年及08年的年增率預估不會超過3%。相對的在新供給方面，卻還是逐年在上升，以近兩年來的建築執照的申請數量推估，新成屋都將在07年及08年間完工釋出市場。因此台灣房屋「供給需求比」將從去（2006）年的38.6%，一舉跳升到今年的51.6%，08年更會正式突破60%，臨界房市泡沫化的邊緣。所以若目前市場上預期的政黨再輪替、兩岸三通都沒有發生的話，08年在市場新供給及需求該指標上，就將實質面臨泡沫化的危機，不過在今年內還是看不到此一危機的！

一地房屋市場的供給量若常高於需求量，隨之而來的就是空屋率的逐步向上攀升，空屋率到達一定程度，就可能引發房市泡沫化。

根據主計處的戶口普查資料顯示，1980年及1990年台灣地區的空屋率一直維持在13.13.3%之間，當年房地產市場景氣都是處在相對高點。不過經過1990年後長逾十年的不景氣，2000年台灣地區的空屋率一下攀升到17.6%，空屋數也來到123萬戶，雙雙創下歷史最高紀錄，台灣房地產景氣也跌落到十年來的最低點，迫使政府不得不出手拯救國內房地產市場，也才有後續一連串低利優惠房貸釋出、土增稅減半徵收等政策出爐。

經過政府之努力及市場供需的進一步調整，近年來國內房市確實又重現生機。根據內政部營建署的調查，截至2005年，台灣地區空屋率及空屋數明顯下降，空屋率降至13.9%（接近1990年的水準），空屋數也降到103萬戶，都是五年來新低。另根據市場銷售表現來看，到2006年空屋數及空屋率應該還是在往下降的，但隨著上述新供給的持續增加、需求的趨緩，07年以後空屋數及空屋率恐又會往上走升，只是就目前來看，該指標還未達泡沫化的程度，以2000年的經驗值來判斷，台灣地區空屋率要達到15%以上才會有泡沫化之虞。



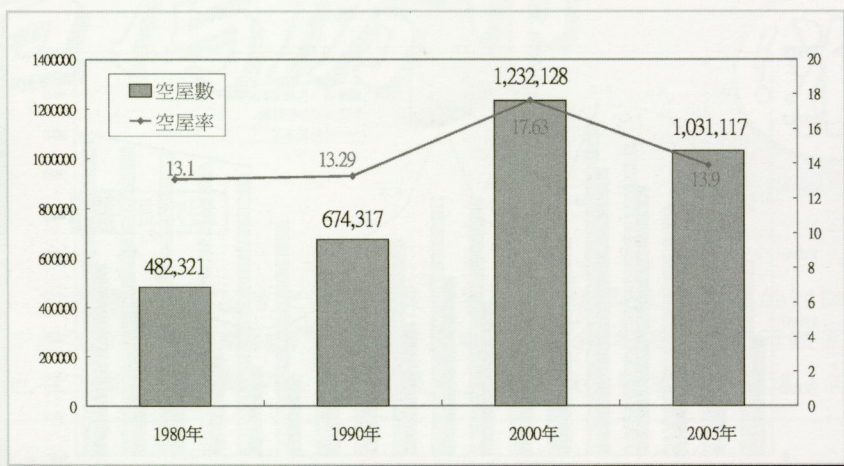
資料來源：內政部統計處、本文整理

▲ 1991~1008年台灣房屋「供給需求比」變動圖

● 投資客比重

投資客比重的高低一般被視為是房市的一大不確定因子，因為投資客對景氣敏銳度最高，當景氣走升之際，投資客一定跑第一，而且是大舉出現。但當景氣要走下坡之際，投資客必然也是第一個先落跑，而且是瞬間集體消失，使得原來是市場重要買盤的需求方，反轉成為房屋市場之供給方，當然投資客所占市場比重愈高，其反轉後所產生的殺傷力道也就愈高，所以它也是觀察房市是否泡沫化的重要指標之一。

根據台灣地區購屋需求調查，2003年第四季，全台購屋民衆當中屬於投資需求者占全體的15.7%，隨著景氣的益趨熱絡，到2006年第四季該調查投資客比重已高達22.8%，其中台北市最高，達到31.4%。學術界一般認為一地房屋市場投資客超過三成，就是房市要泡沫化的臨界點，何況在實務界不論是房仲業者或是代銷業者，都



資料來源：主計處、營建署

▲ 台灣地區空屋數及空屋率變動圖

表示目前實際上投資客的比例是比該調查所顯示的還要高。以此觀察，投資客比重該指標已有泡沫化的跡象，特別是台北市。

● 個別區域供需

由於房地產市場具有很高的異質性及在地性，所以若從整體市場的觀點探討房市會不會泡沫化，常常會落入見林不見樹的盲點中，實務上從個別區域市場的供需來看，更能真切的發現個別市場是不是會泡沫化。

以過去三年多來的全台各地個別市場之房屋供給及市場表現來看，北部的三峽、林口及淡水等地；桃竹地區的南崁、縣治二期；高雄農十六等地區，這幾個地方在過去三年來的預售推案都非常可觀，加上當地土地庫存又源源不絕，但在需求客源上又高度倚賴外來客源，因此很容易出現供過於求的窘境，都是較有可能面臨區域房市泡沫化的地區，不論是業者推案或是民眾購屋都要更加小心。

● 個別產品供需

在房地產市場上有時候並不見得是區域市場出現泡沫化，反而是個別產品出現泡沫化，因為在過去一段時間有些特定的產品，已經出現新供需持續放大、投資客比例過高、空屋潛在賣壓日重的泡沫化問題，最為大家熟知的就是小套房，北台灣預售市場豪宅與小套房兩極化的情形相當明顯，豪宅因單戶面積大，所以相對戶數較少，加上豪宅買家財力雄厚，也較不受經濟景氣影響。

相對的，小套房單戶面積小、戶數多，買家大多是經濟較弱勢的一群（因購買門檻低），加上投資客比例非常高，市場上幾個熱門的小套房個案，甚至傳出投資客比重高達六、七成的不正常現象，所以一旦市場反轉，這類產品首先泡沫化的機率最高。

另外，還有一類不動產之景氣前景也值得高度關注，那就是土地，它是不動產市場上買賣的一項產品，也是建築業者推案的重要原料。隨著國內房市的持續熱絡，建築業者需地孔急，於是對於土地的取得，已經到達「不計代價」的地步，明顯脫離合理地價之估算，當市場上土地被炒作到如此不理性地步，除非房價還可再突破新高，或是業者可取得足夠容積移轉，否則泡沫的機會是很高的。

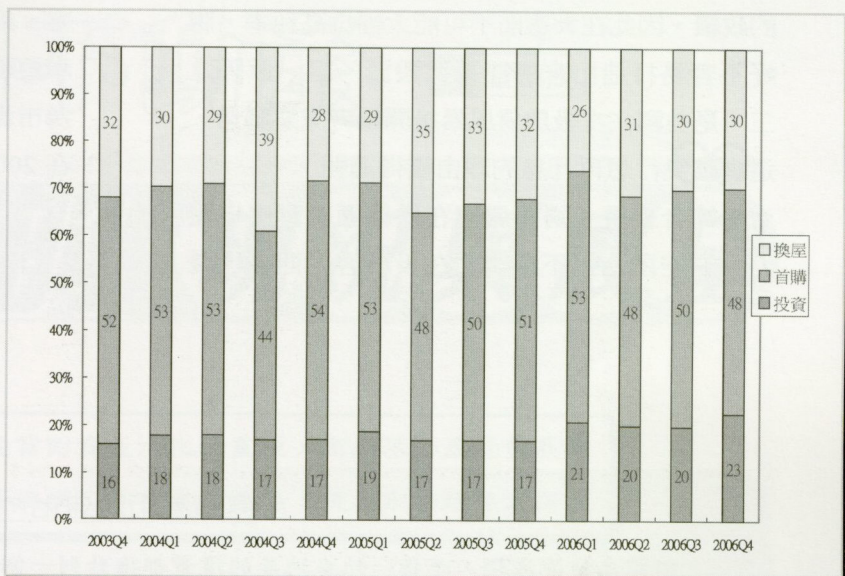


● 利率高低

上述幾個指標都是觀察一地房市是否泡沫化的重要觀察點，不過大家都知道，台灣這波房市景氣多頭，最主要是拜低利率之賜，何況市場上又一直有通膨的壓力，只要有一點積蓄的人，大多會想持有或多買一戶房子，既可保值又可增值。所以這波房市會不會反轉的關鍵，就在於房貸利率的高低，目前國內房市普遍已經形成一個共識，那就是「利率不升，房市不死」。

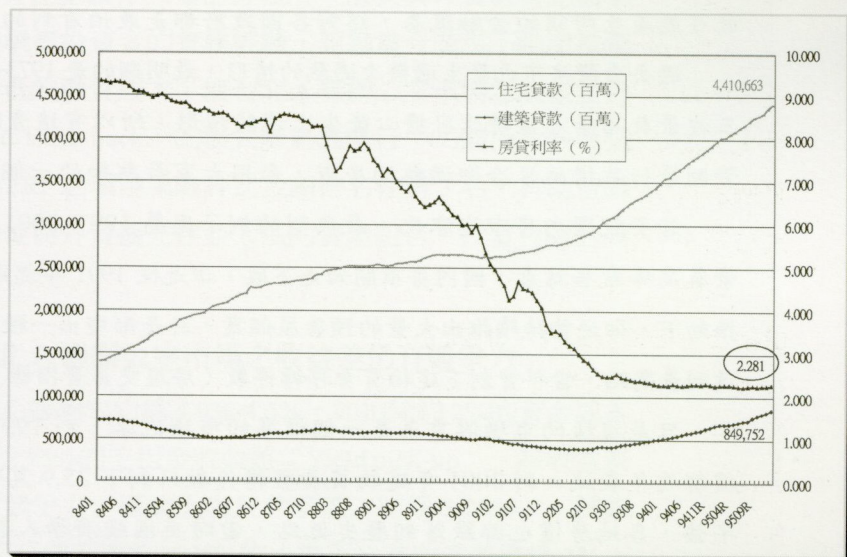
反觀國內房貸利率走勢，即使中央銀行已經十七度調升利率，但是國內房貸的重要指標---五大行庫的平均房貸利率，並不見同步走升，到去年底五大行庫的平均房貸利率還是處在 2.281% 的低點，與這波房貸最低點 2.241% 差距不大。這背後最重要的因素，是國內金融機構爛頭寸太嚴重了，房貸已成金融業者最主要的放貸對象，所以大家紛紛以最優惠的條件來搶房貸客戶，即使最近銀行業者也開始擔心房市泡沫的問題，對房貸客戶審核趨嚴，但只要是正常的購屋民衆，要取得房貸是毫無問題的。

就資金市場走勢觀察，到明年總統大選前，國內房貸利率要大幅走高的機會很低，原因之一是國內經濟景氣仍不佳，拉高利率會更衝擊投資意願及內需消費信心。原因之二是衝擊房市交易，國內房市從 2000 年的奄奄一息，到最近幾年的活絡、復甦，是民進黨政府最大



資料來源：經建會，台灣購屋需求調查

▲ 台灣購屋需求目的比重分析圖



註：房貸利率係採五大行庫之平均值

▲ 台灣房貸利率、房貸餘額及建築融資餘額走勢圖



的政績，因此在大選前不可能大幅拉高利率，將好不容易打造出來的成果又毀於一旦。原因之三，是美國在次級房貸風暴後開始考慮要降息，這會讓央行想再升息的理由變得薄弱。

綜合來看，國內房市在供給面確實出現壓力，在空屋上還不嚴重，在投資客方面值得憂

慮，部份區域及部份產品更是瀕臨泡沫，但因利率短時間內還不會有大幅揚升的壓力，所以即使房市真有泡沫，它也不至於就真的破滅掉，至少在 2008 年總統大選之前此一疑慮是多餘的！

作者為美商 ERA 易而安不動產市場行銷顧問

何謂房市泡沫化？

所謂房市泡沫化，是指一地房地產的價量都推升到一個相對高點，價格高到一般民眾無力負擔的地步，供給量則遠高過市場正常需求的狀態。一旦房市出現這兩種現象，即意味著房市景氣即將反轉向下，供過於求的市場賣壓，將使過高的房價壓回到一個較合理的位置，這時候市場股牌效應就會發生，建設公司積壓存貨、無現金周轉、跳票倒閉等情事開始出現，接著這些爛攤子都會丟給承辦貸款的銀行機構，銀行壞賬（none-performing loan, NPL）大舉增加、經營風險隨之上升，最後就可能產生所謂的金融風暴，這對各國政府都是最怕看到的。

過去台灣房市也發生過幾次過熱的情形，最明顯的是 1973~1974 年、1979~1980 年以及 1987~1989 年三波景氣高峰，當時政府擔心發生上述的情形，所以有追查購屋資金來源、空地限建、選擇性信用管制等行政措施來冷卻過熱的房市，套用大家最熟知的一個名詞就是「宏觀調控」。

若要說國內房市泡沫化，最典型的例子應屬 1997~2001 年這段時間，因為在 1990 年第三波房景氣高峰就告結束，國內房市開始走下坡，但是從 1991 年起國內建商在政府將全面實施容積率的政策推動下，卻逆勢持續推出大量的預售屋個案，於是形塑出一種市場榮景的假象，而這個假象在 1996 年達到最高點，當年曾創下建物買賣移轉件數（房屋交易量指標）高達 50 萬件的歷史紀錄。

只是這樣的市場假象正是一個標準的市場泡沫，到 1997 年就開始破滅，從此開始市場交易量價都逐年衰減，到 2001 年建物買賣移轉件數只剩下 25.9 萬件，還不到 26 萬件，只有 1996 年的一半強，各地房價也都跌落到歷史低點，當時英國經濟學人雜誌曾預言台灣將發生本土性的金融風暴，其論點也就是台灣房市價量跌跌不休可能引發的連鎖效應！■

台北 商用不動產

曾東茂

投資市場的現況與展望

隨著不動產證券化的風行，企業對資產活化的重視，商用不動產的發展愈來愈受到重視，作者以與外資機構合作多年的經驗，提出市場趨勢分析。

雖然住宅市場在 2007 年第二季的房地產景氣對策訊號，顯示景氣略呈衰退的「綠燈」，但是商用不動產市場在第三季中仍有主要法人機構投資超過 200 億元，其中新加坡私募基金（Citadale）以 52 億元取得美孚建北大樓與 Capmark 有關之派爾國際有限公司以 21.25 億元購買世紀羅浮大樓部分樓層。法人與外資機構的獵樓訊息時有所聞，筆者以服務這些機構投資者的實務經驗，認為當今商用不動產投資市場的現況有下列特色：(一)相對低的融資成本，使台北 A 級辦公室市場之收益差仍有競爭力；(二)售後回租（Sell and lease-back）的模式將更為盛行；(三)國內壽險機構帶動商用不動產市場動能；(四)BERI 之環境風險評比我國排名在第 3 名，有助台灣吸引外資投資；(五)大陸宏觀調控促使外資擴充在亞太區的資產組合，投資台灣的商用不動產投資，以分散風險。

(一) 相對低的融資成本，使台北 A 級辦公室市場之收益差仍有競爭力

目前台北市辦公市場的租金毛報酬率約為 4.0%-4.5%，如扣除約 2% 的資金成本（十年期公債利率）後可得到約 2.25% 的毛租金收益差（Yield pick-up），該收益差在國際比較的基礎上仍屬有相當競爭力，僅比上海及北京低（約為 3.28%）；例如香港在毛報酬率約 5.5% 且十年期公債利率約 4.25% 的水準下，其收益差僅為 1%—1.25%。

▼ 主要城市 A 級辦公大樓的收益差比較

城市	毛報酬率 (Gross Yield)	十年期公債利率	差距
倫敦	4.5%	4.73%	-23
澳洲	5.5%~6.5%	5.78%	22
美國	5.0%	4.68%	32
新加坡	3.5%~4.5%	3.10%	90
香港	5.0%~5.5%	4.25%	100
馬來西亞	5.0%~6.0%	3.79%	171
東京	3.5%	1.70%	180
台北	4.0%~4.5%	2.00%	225
北京/上海	8%~10%	5.72%	328

資料來源：瑞士信貸，亞洲投資週刊，2007/4/12

(二) 售後回租 (Sell and lease-back) 的模式將更為盛行

目前市場投資者偏好投資帶租約之標的大樓，近年來許多大型跨國企業都陸續採取售後回租的不動產策略，例如紐約時報位於紐約的企業總部大樓最近就以高於市場價值出售，匯豐銀行位於英國倫敦的企業總部大樓，也在最近以高於市場價值轉手。

我國傳統有土斯有財的觀念，促使許多企業均以擁有總部大樓作為目標，但隨著近來國外「售後回租」的觀念引進，陸續有本土企業瞭解到該策略之優勢，例如(1)可將低流動性的不動產資產活化為現金，挹注於本業核心業務發展；(2)出售所得將充足自有資金，便於運用；(3)掌握不動產市場週期的處分時機，獲得較高的處分收益；(4)將不動產進駐成本，由資產負債表之資產項目轉換為損益表之租賃支出費用項目，有助提升總資產報酬率等。

售後回租的案例包括：新光人壽於今年 6 月，以 50.37 億元買下明基位於台北內湖區的明湖大樓及基湖大樓後，回租給明基公司，租期 10 年。安泰人壽 (ING) 於今年 4 月與桃園敏盛醫院之交易，也是售後回租的案例。

(三) 國內壽險機構帶動商用不動產市場動能

台灣商用不動產的活絡是以台北市商用不動產市場，從 2004 年中的辦公室租賃市場逐漸回溫後，因為相對較低的利率，使得許多國內外法人從自用或投資的角度購買商用不動產。雖然外資進場的消息時有所聞，但是此波商用不動產上漲的動能應該還是來自於國內壽險金融機構，因此在目前台灣政府債券利率仍在低點，使得有較高報酬與穩定收益的商用不動產成為重要的投資標的。例如在 2005 年與 2006 年的主要法人機構投資交易中，壽險機構的投資金額約為 29.1 億元與 37.88 億元約為全部投資的 20%；而 2007 年至 9 月底的統計，主要商用不動產交易約為 516.5 億元，其中壽險公司約佔 50%。反觀外資的交易僅有 73.25 億元，約佔 14%。；國內壽險公司為了取得較優的投資標的，即使在未有穩定收益情況下，仍以積極態度發掘潛在價值或展望標的區位或地區的未來發展，考量未來增值的可能，積極投資。

例如南山人壽在 2007 年 9 月中以總價 34.28 億元購買元大集團所有之崇聖大樓部分樓層，高於該標的之平均估值約 15%（信義不動產估價師聯合事務所估價金額約為 28.57 億元以及宏大不動產估價師聯合事務所估價金額約為 31.20 億元，平均估值約為 29.89 億元），應是考量到標的有未來增值的可能，以及在有其他競爭者的情況下，高於目前市價。

(四) BERI 之環境風險評比我國排名在第 3 名，有助台灣吸引外資投資

美國商業環境風險評估公司（Business Environment Risk Intelligence；簡稱 BERI）在 2007 年第二次的「投資環境風險評估報告」（該報告是以各國營運風險指標、政治風險指標及匯兌指標等三大指標作為評估投資環境優劣的依據）指出，我國的投資環境評比持續被列為最高的 1A 等級，屬於低風險、適合進行投資之國家，排名為全球第 6 名。並且在亞洲地區，我國排名在第 3 名，僅低於新加坡與日本。並且預估未來 1 年至 5 年的整體投資環境將持續改善，因此排名仍維持不變。

在 BERI 的評比中，認為我國 2007 至 2008 年的營運風險將呈穩定且持續改善狀態，且因貿易與國際收支上的盈餘而使匯兌風險指標呈現強勢狀態，但是也因為即將舉行的總統大選與立委選舉，使得不確定因素，而使我國的政治風險指標僅排名全球第 15 名（亞洲第 3 名）。不過相信等選後不確定因素消失，投資展望將持續樂觀。

多年來 BERI 對台灣屬於低風險、適合進行投資國家的評比，使外商投資機構也看好台灣商用不動產市場，其中對於內湖科技園區的廠辦大樓最感興趣，例如美林於（Merrill Lynch）2004 年底投資 20 億元新台幣，取得三棟廠辦大樓；2005 年底有德意志銀行以 17 億元購買陸技科技大樓；2006 年 9 月里昂證券以 70 億元購買興建中的欣漢廠辦大樓（現更名為亞太經貿廣場）。

(五) 大陸宏觀調控促使外資擴充在亞太區的資產組合，投資台灣的商用不動產投資，以分散風險

所謂的大陸宏觀調控，起於 2005 年 5 月，大陸國務院針對房地產市場發展中出現的有關問題，提出了八條調控措施；國務院於 2006 年 5 月又祭出了所謂的「國六條」政策；至 2006 年 7 月，建設部等六部委又發佈《關於規範房地產市場外資准入與管理的意見》以及 2007 年 3 月商務部發佈的《關於 2007 年全國吸收外商投資工作的指導性意見》，均明確表示以各種限制措施嚴格限制外商投資房地產，以抑止房價的飆漲。例如《關於規範房地產市場外資准入和管理的意見》中有關「外商投資設立房地產企業，投資總額超過 1000 萬美元的，註冊資本不得低於投資總額的 50%。」。2007 年更二度發出「商務部、國家外匯管理局關於進一步加強、規範外商直接投資房地產並審批和監管的通知」第 50 及 130 號通知，要求外國投資不動產企業的開發項目、增減資本皆需商務部核准，才准予結匯。



這些祭出的各項限外令，使得海外資金進入大陸市場的難度提高，但是在預期大陸房市與人民幣升值的預期心理之下，仍然阻擋不了外資持續關注大陸不動產市場。不過，此不方便的措施，多少影響外資投資大陸的速度，使得國際投資基金積極往外尋找投資標的，其中包括佈局台灣，以分散風險。

展望未來，雖然台灣商用不動產市場又上述有利因素，下列趨勢值得注意：

1. 市場景氣依然上升？

近兩年來，繼住宅市場景氣回升與土地交易單價屢創新高後，商用不動產市場也處在景氣上漲的階段中。但是不動產景氣循環有漲勢，當然也會有下跌調整的時機。鑑於住宅市場景氣已略呈下滑，商用不動產的業主，如何把握不動產景氣在到達價格最高點之前，在最佳時機處分不動產以獲取最高收益是重要課題，以免未獲利了結，徒負紙上富貴。

2. 正確掌握物業價值及合理回報率

目前市場上有許多商用不動產的業主，有鑑於土地標售單價和住宅市場屢創新高，因此對於商用不動產的價格亦有相同的預期，而調高銷售價格。但是實際上，商用不動產的市場租金的上揚幅度趕不上售價的調漲。過高的銷售價格，使投資者因為回報率太低，而放棄投資商用不動產。值得注意的是，商用不動產的價值立基於其產生收益（租金）能力的大小，過高的成交價格，投機成分增加，使泡沫化風險提高。

2007 年至 9 月底的統計，主要商用不動產交易約為 516.5 億元，其中壽險公司約佔 50%。反觀外資的交易僅有 73.25 億元，約佔 14%。分析外資投資金額不若預期的原因，應該在於商用不動產之投資報酬率因目前租金的漲幅無法追上售價的漲幅，而使得投資報酬率逐漸下降到 4% 的水準，使精明而審慎的外資望而卻步。

3. 利率上揚

全球長期利率近期持續上升，台灣央行也連續 12 度調高利率。利率調升，導致投資者融資成本上升，進而壓縮毛租金收益差（Yield pick-up），影響購買不動產的意願。如果該不動產標的之回報率接近長期利率，而不動產的流動特性又低，投資者將不會考慮購買不動產作為投資工具。

4. 政治議題

國內的政治因素則是最直接的影響著台灣整體的經濟。動一髮而牽全身的兩岸議題及選舉結果讓台灣的經濟大起大落。美國商業環境風險評估公司（BERI）的投資環境風險評估報告中也將台灣政治列為敏感度較高且導致投資風險的主要原因。2008 年將有總統大選，雖然大部份投資者對於兩岸關係在選後將改善進而帶動台灣整體經濟抱持樂觀態度，因此對不動產市場的後勢看好。但是 2008 年的選舉結果及兩岸關係是否如此樂觀，充滿不確定性，同時也將影響不動產投資市場的發展。

5. 未來空置率

大型法人投資者願意投資的商用不動產特性為擁有穩定收入的大樓。而空置率將影響商用不動產的收益。台北市於 2009 年將會出現大量商用不動產的新供給，尤其主要的新供給來自信義計畫區內的辦公大樓、商場及觀光旅館。這些新供給勢必影響整體商用不動產的空置率，進而牽動投資者的租金收入。■

作者為瑞普國際物業公司總經理
台北市不動產仲介公會「國際認證 CCIM 推廣委員會」主委
中華財經策略協會副理事長

何謂

見證、公證、鑑證

◎中華民國建築經理商業同業公會

(一) 見證：

乃指一般人於他人間成立之法律行為，例如買賣、贈與、借貸等法律形成過程中，親眼目睹其法律事實之經過與存在，將來若於他人間就前揭法律關係發生爭議時，該見證人即得陳述自己觀察具體事實之第三人。

⊕ (二) 公證：

公證，係指依公證法規定，公證人因當事人或其他關係人之請求，就法律行為及其他關於私權之事實，有作成公證書或對於私文書予以認證之權限。私文書經法院或公證人之認證者，推定為真正。

(三) 鑑證：

鑑證之法律概念，係內政部於民國 75 年制定「建築經理公司管理辦法」所創設之法律概念，該辦法第十二條規定：「建築經理公司得接受房地買賣人委託辦理契約鑑證以確保其權利義務合乎法定要件及誠信原則。」因此「鑑證」應指具有專業特別知識之第三人，在他人房地買賣關係成立過程中，提供服務協助就有關交易物件之內容、交易條件與程序等事項，辦理資料蒐集及查核作業，並憑以簽具鑑證報告，以確保買賣雙方有關買賣標的之權利義務合乎法定要件及誠信原則。

千代田

台北人文厚度的原點

即使買過帝寶 也想擁有千代田

精明的換屋買家 只看3點就成交

- 1 純大戶規劃 50年來，中山大同區唯一只做75坪、90坪規劃的傳家宅，與各界菁英為鄰
- 2 永久性景觀 50年來，只有這裡受16000坪校園前後合抱，中高樓層可遠眺台北101、觀音山景
- 3 傳家級規格 50年來，首次出現以千代田皇居精神打造，採用SRC鋼骨鋼筋結構、美國航太制震器、LOW-E隔熱玻璃等頂級建材，集豪宅要素於一身



電腦合成外觀示意圖

建築大師黃永洪、空間大師杜文正 合作規劃

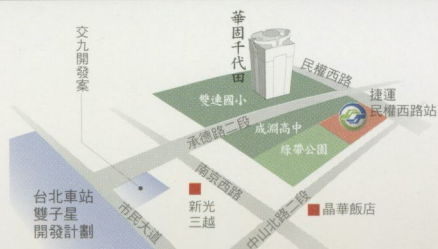
穩重、大器是豪門傳家邸的先天血統 ~ 建築大師 黃永洪

90坪，是最有價值的豪門坪數選擇 ~ 空間大師 杜文正

90·75·165坪 傳家邸

投資興建：上市公司 **華固建設**
 企劃執行：**新聯陽機構**—新聯信廣告
 建築設計：建築大師 黃永洪
 燈光設計：燈光大師 林大為
 豪宅美學：空間大師 杜文正
 公共空間：頤和景觀設計有限公司
 建照號碼：北市96建字第288號

買賣專線 **2553-1688**



置產向西走 站前440億雙子星計劃



樣品屋示意參考圖

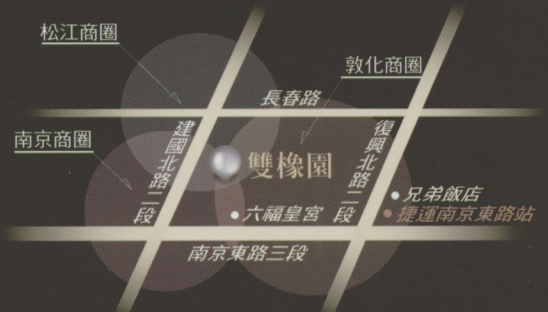
華固 雙橡園



香港買中環 上海買靜安 置產要如珠寶商 精準銳利
買遍亞洲！台商與企業主此刻紛紛鎖定千億開發重點都心——
南京商圈。置產節稅也為第二代買棟都心豪宅來坐享其成！

油價一桶破80美金 對抗通膨 高段買家鎖定都心物業
10年前信義計畫區豐收進入尾聲，現在 都市更新案最密集的南
京商圈，不斷飆出新高行情，鑽石新礦區最為外資所青睞！

超級街廓計畫 雙捷運 雙花園 雙塔 Art Deco 建築
近捷運木柵線與2012年通車松山線，雙捷運置產焦點！
「雙橡園」雙塔 Art Deco建築，享受雙花園與溫水泳池時尚行館！



2007華固建設 都心大街廓 收藏級建築

北市都心雙軸線線網·南京商圈核心·凝聚千億都市更新發展地段
·雙花園規劃·SRC鋼骨·航太制震豪宅·溫水泳池時尚會館
北市建國北路二段·長春路·南京東路·公園靜巷

55 · 72 · 100坪 2501-1888

投資興建：華固建設股份有限公司 / 建築規劃：陳克聚建築師事務所 / 制震系統：TAYLOR DEVICES INC. / 景觀規劃：隨和設計有限公司 / 結構設計：聯邦結構顧問公司 / 燈光設計 & 控制：LANCASTER CO., LTD. LUTRON ELECTRONICS CO., INC. / 監控系統：台灣數位工程股份有限公司 / 物業管理規劃：日商中菱集團 / 建照號碼：北市96建字第0388號 / 行銷企劃：新聯陽機構 - 新聯信廣告

LOCATION · LOCATION · LOCATION
一座1,300坪都心街廓 勝過百棟平凡物業