

房地產投資與決策分析第七次上課記錄

時間：2004/03/29 (一) 14:10 到 17:00

主講人：張金鶚教授

地點：綜合院館南棟 270413 教室

記錄：彭芳琪

出席：張金鶚、洪式韻、朱芳妮、唐晨欣、李泓見、許慈美、彭芳琪、曾建穎、黃佳鈴

【上課內容摘要】

一、 房地產投資分析第八章「房地產市場分析基本理念」

張金鶚教授：

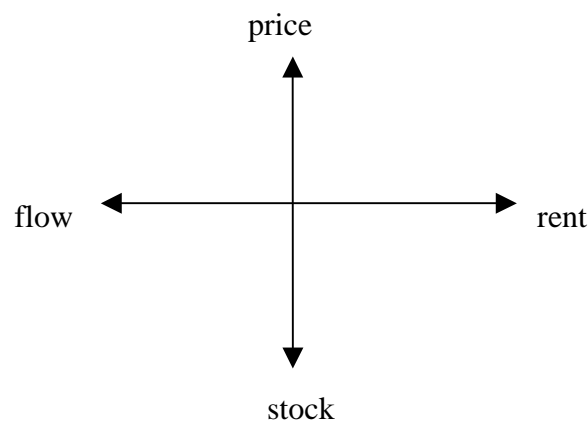
第八章是很基本的一章，主要是討論價量關係、供需關係，而其中價格的浮現是很重要的一環，價格的浮現背後也隱含著估價，價格是一個重要的核心。請各位同學請各位同學提出本章之閱讀心得或問題。

洪式韻：

在課本第 393 頁 (6) 中的降價幅度 = $(DC - OC) / OD \times 100\%$ 應更正為 $(DO - OC) / OD \times 100\%$ 。

張金鶚教授：

本章提到了房地產市場重要的存量流量概念，四象限圖中租金和存量較為有關，也和價格有關，存量較強調空間市場，存量流量的調整是十分重要的，建議同學閱讀課本 372 頁註釋 8-3 的這篇 paper。



< 存量調整模型 >

此外，課本 376 頁提及的價量關係也是本章探討重點之一，圖 8-8 的活躍市場是代表著價量均漲，圖 8-9 價量均跌為沉悶市場，一漲一跌究竟是何含意？之後有人提出反螺旋循環，或是蛛網理論，如課本 381 頁，圖 8-12。

唐晨欣：

課本 379 頁（四）提到了民國 74 年後的逆時針波動趨勢是何含意？

張金鶚教授：

此可由課本 381 頁中看到，圖 8-12 中 1979 年到 1981 年時量縮價漲，以及 1987、1988 年之後極為明顯量縮以及價逐漸上漲都呈現了逆時針波動的趨勢，此處的量指成交量。由於圖 8-12 是為實證結果，此與理論會有少許出入，但大致上符合理論的預期，而若以此圖來看，是否可試著去預測此圖未來走勢？

曾建穎：

此圖未來可能會再垂直往上，即價格上漲。

洪式韻：

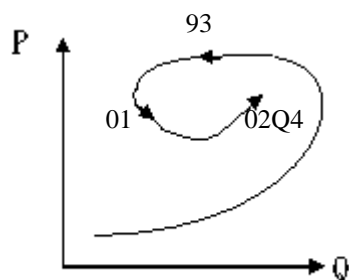
我認為價格會稍稍往上，量則會上漲，因此圖的走勢會微往右偏。

張金鶚教授：

成交量當然又可區分成新成屋、中古屋以及預售屋的價量關係，若依式韻講法，未來往右走表示價量俱漲，房市是一個非常興盛的活躍市場，如課本 379 頁，圖 8-11 的第一象限（ ）範圍。

若目前市場處於圖 8-11 的第三象限不景氣時，房市並不會一直長期處於不景氣狀態，量會逐漸上揚，之後則價量均漲，為第一象限；再者，會逐漸至第二象限，再至第四象限，此後再逐漸回到第三象限，走勢將呈螺旋狀，長期會逐漸走向中心點均衡收斂。以上為邏輯上的推論，但因房市不若股市是屬於完全競爭市場，房市為不完全競爭市場，循環期間會拖的較長。

所以由以上推論，圖 8-12 未來走勢應是會往左平移一點點，呈現價平量縮景況，再來價格會下跌，而落在第三象限處。由於房地產是實質資產，因此價格下跌幅度較小，但在不景氣時可看出量會縮的極多。而對照現實，回想 2001 年時，國泰房地產指數也顯示房市確實是處在第三象限的概況，之後又逐漸上揚。當到 2002 年 Q4 時，呈現了價量齊揚的景況。



因此預測未來必可能逐漸朝此軌跡進行，雖實際狀況或多少有出入，但大致變動區勢應是朝此方向進行。但當然各次市場會有一些不同，如台北市與台北縣會有些許不同。

許慈美：

課本 350 頁（五）中提及房地產供需有所延遲而導致房市有景氣循環現象，而房

市供需會有所延遲是什麼原因所造成的？

張金鶚教授：

先思考為何房市會有供需的落差？

唐晨欣：

房屋興建需要時間。

張金鶚教授：

晨欣所提的也是原因之一，由於房屋屬於生產期較長的產品，且在興建之前，建商尚需找地、找資金，即便是預售屋也必需先找地、找資金等先期作業完成後才可推預售屋，此乃是技術上無法克服之事，若房市一直處於時間延遲(time lag)，將會很長一段時間有賣方壟斷，即供不應求的情況發生，但觀察實際上房市並不會一直呈現此種現象，為何？

曾建穎：

在落差時間，有些需求者可能會先考慮租屋。

唐晨欣：

若長期存在生產落差，是否建商會預測未來景氣而事先建屋儲備。

張金鶚教授：

此想法可接受，但建商未必能準確預估未來景氣。

洪式韻：

因為市場上仍有空餘屋的存在。

張金鶚教授：

以上也是部分原因，但主要是供給雖然有遲延現象，但需求也可遲延，即是需求彈性較大，購屋的需求並非是即時。就供給而言，延遲亦有限度，如小建商或是一案建商購地後，即便欲養地也因成本過高無法維持太久，因此依然要進入市場，但為何需求的彈性較大？

洪式韻：

可能是需求者尚在等待及觀望此時價格是否為進入市場的最佳點。

張金鶚教授：

價格是個關鍵，在價格下跌時，需求者可能不願進場，或是一時無法找到好產品，而暫時租屋。但當需求者觀望價格可能不再下降時，則會開始進入市場，此時累積了 3、5 年的需求才逐漸釋放。

此外，大家應瞭解供給與需求的變化，以及供給與需求的空間分布，各次市場仍多有不同且有先後之別，如通常皆是北市先行，為什麼？

朱芳妮：

投資性需求較強

洪式韻：

台北市人口較多，需求增加的量也會較多，因此建商推案也會以台北市優先。

張金鶚教授：

如民 92 年 Q2 時，其他地區尚未漲時，北市已先行上漲，可看出房市將逐漸復甦。但各次市場的輪動現象也非如此絕對，因為各次市場的異質性很大。但大致來說應不脫此範疇。

李泓見：

課本 409 頁中為何停車位加入銷售面積，則單價較低，且會有正面影響？

張金鶚教授：

和無停車位的房地產相比，有停車位的房地產必會較好賣，但若把停車位灌入銷售面積中，由於停車位單價較住宅低，因此會造成單價較低。

二、房地產學術思潮論文集第二篇第二章「利用過去資訊改進大量估價法的估計與預測結果」

彭芳琪：

本文主要是討論傳統 OLS 以及改進的 IRLS 兩種方法，文中以傳統「統計大量估價模型」來獲得良好的預測結果以及合理的參數估價的雙重目標經常會有困難。從判定係數（R-square）水準來評估模型往往在樣本範圍內能獲得良好預測結果，然而研究者卻很少發表與估價目的較切合的統計數據--也就是模型的樣本外預測結果，只能計算樣本內的誤差，如 EFFRON「配適誤差率一般低估真實誤差率，理由很簡單，選擇接近觀察值的模型是為了所謂配適度之目的。因此這給予模型假像的樂觀畫面」。而且，那些樣本判定係數較高的模型不見得能產生較合理的參數估價，往往是因為包含了大量的相關變數，而引起了線性重合的問題，降低了參數估價的準確度，增加不合理估計的可能性。

張金鶚教授：

何謂樣本內、樣本外，模型的預測結果僅是樂觀假象是何含意？

彭芳琪：

作者原意應是傳統的模型估計由於僅摘取部分樣本數，而非整個母體，因此即便是此模型具有良好的估計結果，但卻由於無法確定樣本的選取與母體間是否具有偏差，故也無法由此推論模型的解釋能力佳即是代表整個母體的結果。

本文再往後，作者舉一個例子：特徵價格法中，良性特徵的估計值必須需是正的，譬如--游泳池的估計必大於零；此外，理性的消費者不會為一項特徵支付高過其安裝成本。所以財貨正面價格及由市場決定之價值上限構成了許多不等式的事前訊息。滿足這些事前訊息的估計似乎較為合理。

作者在本文中提出了 OLS 的改進方式--不等式限制最小平方方法 (IRLS), 是如同 OLS 使總平方誤差極小化, 但是前題是卻受限參數不等的限制, 也就是事前訊息的限制。

由於無法以數據證明傳統 OLS 會造成一些如上述的偏差, 故為了證明 IRLS 較佳, 作者運用了曼菲斯登記服務中心的 100 個觀察值來檢定 OLS 與 IRLS。以蒙地卡羅實驗來分別針對樣本範圍內的個別變數、無限制變數以及全面顯著水準的檢定, 在個別變數結果顯示 OLS 估計式雖然在重覆抽樣時有較高的準確度, 但在每次單一估計時, IRLS 會有較高的準確度。無限制變數的結果發現 IRLS 比 OLS 估計值更能集中於真值座落的一組, 且有顯著的離差降低, 表示事前訊息帶來利益。此外, 再針對 OLS 與 IRLS 的樣本外預測表現, 以「相互印證法」來反覆評估, 發現 IRLS 比 OLS 樣本外的預測能力誤差小, 顯示了事前訊息確實很有用。所以作者認為 IRLS 估計式以最適方法結合事前訊息和樣本訊息, 也就是結合了成本法與市價法, 使得 IRLS 提供了較合理的估計式並維持良好的預估能力。本文閱讀完後的感想是當我們身為研究者時, 時常運用一些模型來估計整個母體, 卻忽略了模型本身的缺陷可能造成的估計偏誤, 而盲目的服從模型的結果, 這是不恰當的。

黃佳鈴：

本文觀點是認為估價存在許多事前訊息, 估價的結果是應該符合這些訊息的, 故無法單以傳統的 OLS 來作估價, 因此作者針對此點提出了一個較合理的估價方法, 可運用事前訊息來找出較合理的估價結果。

朱芳妮：

本文是提供了一個可彌補 OLS 的改進方法。

張金鶚教授：

此文重要的是提及兩部分, 事前訊息以及樣本外的預測水準。

三、目前房市探討

張金鶚教授：

今天的股市表現如何？

李泓見：

今天股市漲了三百多點, 營建股漲停。

張金鶚教授：

我預期營建股可能仍有上漲空間。

今天是三月二十九日, 房地產有俗稱的 329 檔期, 各位認為今年房地產的 329 檔期是否會好, 為何呢？

彭芳琪：

看起來似乎不太好。

張金鶚教授：

天氣也會是個影響 329 檔期的小因素之一喔。天氣不好，看屋人潮減少，買氣自然較不佳。此外，總體房市與個案也會有差異，個案規模、定位、定價等，都是影響銷售的原因之一。

最近另一個議題是通貨膨脹最近又開始出現，其實嚴格來說由於過去幾年處於通貨緊縮的階段，最近只是逐漸往上恢復，因此還稱不上通膨，且之前由於大選將至，為了避免影響選擇結果，政治力的介入也可能使通膨遲緩發生，到最近才開始。前陣子的鋼筋水泥等原料上漲是 WPI (躉售物價)，而通貨膨脹則是 CPI，房地產上漲究竟只是原物料的上漲還是預期心理所造成的哄抬？還是需求的增加？

目前需求已經開始出現，供給若未跟進，房價勢必會上漲，但目前供給似乎也逐漸出現，顯見價格波動應不會太大，而現在大選後由於翻盤機率不太大，因此對於房地產的影響也將會越來越小。但通膨對於房地產的影響如何？

許慈美：

通貨膨脹對於房市的影響，可能要看通貨膨脹的程度，因為以往認為通貨膨脹時要購屋是因為要保值，但由於目前市場上仍以基本需求、換屋為主，投資仍不多，所以對房市影響應不大。

張金鶚教授：

房市在各種情境的情況會有所不同，當房市在復甦階段或谷底或高峰點等各種不同情況時的反應會有所不同，現在就處於正是復甦階段。

剛才提到的原物料的上漲是由於大陸目前要蓋許多建設因此需求極大，而導致影響到了台灣，目前原物料的上漲若造成房價上漲，獲利的會是仲介業者，痛苦的是營造廠及建商，由於仲介業賣的是中古屋，但房價也同步上升，對於仲介業來說抽成的金額會較多。

朱芳妮：

最近在報上看到由於選後的一些政治動盪造成高雄有些建商原本欲在眷村附近推出個案，也因此受到波及而叫苦連天。

張金鶚教授：

房市也有南北差距，上週提及選舉造成北部的房市受到影響，現在看來連南部也受到牽連，。但北部受到影響應該還是較大。某仲介業者最近甚至想研究各縣市的房屋退訂率與此縣市大選藍綠偏好的關係。

再者，房市可探討許多個案較能與實務有所對話。譬如以前有個東帝士在新店的個案--達觀鎮，剛開始賣的不好時甚至使用了競標的方式，上網一元起標。

像現在南崁一帶個案林立，似乎市場有點過熱，這是很有趣的現象。以都市化程度來看，台北市房市漲、桃竹地區房市也漲，但台北縣卻沒有；且桃竹的量也很

大，台北縣量卻沒這麼大，以都市發展來說是不合理的。

彭芳琪：

這是否是因為高鐵路線的原因，導致桃園地區的漲價。

張金鶚教授：

這包含了很多理由，尤其是新竹的竹北堪稱一級戰區，可能是因為高鐵、台大分校或是竹科等等原因，看起來都卻是過熱。以都市擴散效果來說，很不合理。當然這可能也隱含著未來有增值空間，如高雄地區未來捷運通車之後必定會有漲價的空間，因為現在高雄房價過低。

曾建穎：

像目前高雄市中華路一帶也推出了很多不同於以往透天厝的個案，是較高樓層的，一坪約 20 幾萬，也賣的不錯。此外，目前也沿著高雄捷運預定經過路線週邊推出個案，且多往眷村方向集中，未來很有上漲潛力。

張金鶚教授：

這包含了很多原因，如過往公共投資的重北輕南造成公共設施的分配不均，以及就業機會的分布造成的人口移動的不均等都是原因。

再者，房市有許多空間上造成的次市場也有許多相異處，個案的大小規模也會有所不同，現在台北縣許多小套房賣的很好。

而捷運對於房價的影響，可以再深入探討之，印象中最令我感到驚訝的是中永和地區的崛起，由於捷運的通車使得這些地區尤其是捷運場站的幾個點，開始出現很多個案，價格也上漲不少。未來台北縣的環狀線定案也可能會造成房價的改變

唐晨欣：

我家是住在永安市場站附近，但在捷運尚未蓋時，週邊已經推出許多個案了，反正在捷運興建後，幾乎已經沒有空間能再有新推個案出現。

張金鶚教授：

這當然不是絕對的推論，但是整體來說此概念是可接受的。而推案的時機也是很重要的，何時是推案點，何時又是購買點，這是一個選擇權（option）的問題。這些都是很值得探討的問題，研究生應要對於市場現象有分析能力，多研究個案對自己很有幫助。