

房地產投資與決策分析第十次上課記錄

時間：2004/04/26 (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：洪式韻

出席：張金鶚、李泓見、曾建穎、彭芳琪、黃佳鈴、洪式韻、朱芳妮

【課程內容摘要與討論—第 11 章 房地產景氣分析】

《上課用書：房地產投資與市場分析 張金鶚 教授 著》

張金鶚教授：

1. 以此章的內容看來，房地產投資重點，以「時機」為探討主題。
2. 作市場分析之研究，應分別由短、中、長期的觀點來看；目前市場上多數的市場分析多僅著重於短期的分析。
3. 此章內容利用各種指標，分析市場。
4. 同學應試著以有趣的方式解讀各指標間的關係。
5. 若實際參與此類研究案，就會瞭解到跑指標的模型並非跑出來即能直觀地去解讀。市場分析屬於大環境的分析，應試著將總體面的資料解讀房地產市場的現象。

佳鈴：

在 p. 546 中，Pyhrr & Cooper 認為「失業率高、經濟體系呈現擴張局面、政府之財金政策也擴張，適度的通貨膨脹、抵押貸款利率低、人口及家庭規模在增加而所得也在增加…」，為什麼失業率高，住宅需求會增加？

張金鶚教授：

失業率高，代表市場正處於不景氣的階段，政府以擴張建設的方式提振經濟景氣，故有適度的通貨膨脹現象，是可以理解的。

另外，以實際的市場現象看來，前陣子市場景氣低迷，政府以興建公共工程的方式刺激市場景氣，因而產生些微的通貨膨脹，如此的解讀，應該是合理的。

「景氣」，應該如何去定義，其背後隱含著什麼？是值得去思考的問題。我們可由多個層面去解讀景氣：

1. 很多人解讀市場景氣，單指交易面的景氣，對於生產面、使用面的的解釋仍不清楚。
2. 景氣，可由每個階段的價量關係去解讀市場是否景氣，但量縮價增是景氣還是不景氣？
3. 有人將市場供不應求，視為景氣，市場供過於求，視為不景氣。

當然，若由各種指標去解讀市場是否景氣，亦有可能會有衝突的現象；如建造執照增多，是景氣還是不景氣？市場利率上升，是景氣還是不景氣？

芳琪：

利率上升，可能意味著過度景氣。

芳妮：

利率上升，對房市供需面影響各有不同。

胖胖：

對房市供給面而言，利率高，建商貸款困難，資金使用成本高，利率低，資金使用成本低；對房市需求面而言，利率高，購屋者資金使用成本高，借錢難，利率低，資金使用成本低，借錢易。但當市場利率低，政府可能以提高利率的方式，控管資金。

張金鶚教授：

1. 利率高低，可從資本市場的供給與需求來解讀。
 2. 當市場流動資金供不應求，利率高；當市場流動資金供過於求，利率低。
 3. 我們可以當資本市場為自由化的情況下，將市場利率高低現象分析對房地產市場的供需影響。
 4. 另外，市場利率、總體市場對房地產市場的影響，又應分別分析對現在及未來可能的影響。
 5. 當市場利率高，總體市場景氣好，對房市影響是如何呢？當市場利率低，總體市場景氣差，對房市影響是如何呢？
 6. 就短期眼光看來，當市場利率上升，代表房市景氣是上升的。
- 還有一個值得我們思考的問題是，房地產市場景氣的原因是什麼？
早期有「門檻需求理論」一說，景氣七年一循環的說法。此說法的邏輯何在？

胖胖：

一般人存了7年的錢，才有可能買房子。

張金鶚教授：

此理論似乎有些道理，但前提是必須有「齊步走效應」、「一窩峰現象」。齊步走效應是否值得認同？

佳鈴：

應該不太有可能大家在同一時點進場購屋。

張金鶚教授：

邏輯上應該是有可能的。舉例來說，在市場持續不景氣時，有人可能持續 10 年、5 年不購屋，但一旦景氣轉好，則多數人有可能在景氣轉好的時點在同時期進場購屋，即可能出現齊步走效應。當然，市場現象並非可由單一理論解釋的。時間落差（time-lag）也是值得我們注意的課題。

由房地產的生命週期，投資、生產、交易、使用面來看，每個房地產業在生產、計畫的過程，均有時間落差的現象，如建照、使照兩者間就有時間落差的關係。

在房地產的生產上，隨著景氣的變化，生產者自行決定生產延後，是必然的現象。以房地產市場特殊的預售屋制度看來，將使房市景氣反應更為遲緩，如市場景氣時，預售屋才出現，但蓋好時，可能市場正處於不景氣的階段。

房市景氣的變化，短期內，亦受到金融面所影響；就中長期而言，房地產市場本身結構性的變化（如人口、少子化、老人化），是影響主因。

未來人口減少、住宅自有率偏高、市場空屋多，對房市景氣影響如何，是應該被深刻思考的。又人口的分布，由過度集中到分散的過程、所得提升帶動房屋需求品質的提高等，對房市景氣的影響又是如何，亦是可討論的課題。

回到房地產市場景氣指標本身，以 92 年第 4 季季報內容為例，景氣隱含著交易規模與頻率的解讀，92 年第 4 季同時指標微幅下滑，為什麼呢？主要原因有二：一為（投資面）土地減建物買賣移轉登記件數減少，反應投資面的不景氣、地主有惜售抬價行為因而延長交易時間、市場對未來景氣仍持審慎評估的態度；二為（使用面）空屋數增加，隱含著投資客增加，投資客買屋後租不出去。

由 p. 588 中的圖，有無看出什麼問題？

在 68Q1~70Q4、77Q1~78Q4、82Q1~83Q3 等階段，均可看出領先指標的確領先同時指標的一致性現象，是相對穩和的；但到了近期 92 年初期，領先指標與同時指標卻有背離的現象，是值得我們注意的。

談到房地產景氣與總體經濟景氣之關係，房地產市場是不是火車頭工業？

1. 火車頭工業的定義在於，投入、產出的關聯性強。
2. 由國科會的報告實證結果證明，房地產市場投入產出的關聯性不高。
3. 房地產市場景氣指標有落後總體指標的現象，因此不足以稱之為火車頭工業。
4. 以政策意涵、正當性、學術的觀點解讀此現象：若要刺激市場景氣，政府不應針對房地產業給予特別的照顧。

【閱讀文獻內容摘要與討論—第9章 以四方格象限之架構聯繫房地

產市場研究的兩基本構面】

《上課用書：房地產學術思潮論文集 美國房地產學會出版 中華民國住宅學會翻譯》

胖胖：

此篇文章的主要內容如下，

(一) 四方格象限

此篇文章主要以市場分析之研究方法為主軸，提供一個以四方格象限市場分析的邏輯概念，勾勒出可行性市場分析的研究流程；進而舉美國德州奧斯汀市兩個欲購置公寓為例說明之。

四方格象限圖形，主要闡述著市場分析過程中所面臨的重要課題：

1. 【聯結總體與個體】——如何去跨越現今或過去的資料與未來市場間的鴻溝。
2. 【聯結總體與個體】——如何去定義市場與個別資產間的聯繫關係。

(二) 建立分析架構的六步驟

為了將四方格象限的研究邏輯與架構予以實現，此文內容中提及六個步驟：

	步驟	內容
搜尋	步驟一	確認被分析的資產，或確認類似於預興建資產的不動產。
	步驟二	即刻展開市場預測資料的搜集。
量化	步驟三	回歸主體資產，將資訊量化，使與預測資料及模式相共容。
總體面與個體面結合	步驟四	經由連接主體資產（或類似不動產）與其所置身之市場，結合現有的總體面與個體面資訊。
現在與未來結合	步驟五	運用之前定義的預測模式，將市場資訊由現在延展至未來，資訊應含預測的需求與供給。
	步驟六	評估市場預測對主體資產的蘊涵。

(三) 分析方法與程序—兩公寓之例

1. 將表列資料依層級分列於主矩陣中

依據最近人口普查資料，按年齡、性別、婚姻狀況、所得與資產擁有期間等因素予以分類。

在奧斯汀市兩公寓的例子中，區隔兩公寓房客、消費族群之差異。

2. 預估捕獲率

主體資產於每一租客層級的補獲率，可用以代表其在市場中的相對競爭地位。

以此研究方法替代「空間次市場分析」所帶來的地段區別、鄰近效應。

3. 預測未來不動產行情

預估每一資產的租客構成情況，以掌握不同層級租客為衡量基準。

由資產的現有租客構成，作為市場中自然定位的最佳衡量；再藉由財務之試算模擬，分析在各種假設情況下可能的內部報酬率與租金成長率。

閱讀完此篇文章，我較認同文章中的第 2 個步驟，對市場分析，先確認相關資料，在處理資料的同時，即應思考未來應如何分析。

泓見：

此篇文章內容和課本類似。

芳琪：

由文章中可看到以資料切割的方式，鎖定客層，並進而創造產品。

張金鶚教授：

此篇文章以需求面的切割為主；我們要分別思考的是「需求切割」(segmentation) 與「供給切割」(disaggregation)。

芳妮：

此分析方法是否僅適用於房屋的出租市場？

張金鶚教授：

資產主體的改變，皆可適用。我們應著重市場分析的說服力與邏輯推導。「價格」與「市場分析」是房地產的 2 大黑箱。我們應盡力點出問題、改善問題、解決問題、減少黑箱迷失。

式韻：

市場分析、市場區隔、市場定位，是無論在面臨建商推案行為、住宅產品定位、購物中心之消費族群鎖定、休閒渡假村之產品定位…等，所必須經歷的步驟；如此的作法，可說是在對未知的母體中，尋求母體的需求所在，藉由市場分析之方法，建立一個符合消費者需求的住宅產品、消費行為或休閒行為。

文章的內容，激發了我對另一層面市場分析的思考：藉由市場分析，所創造出的產品，以更深、更長遠的眼光觀之，不僅僅在建立一個符合消費者需求的產品，更進而帶動一種風潮、創造消費者的愛好與需求。

舉台灣的咖啡文化為例，STARBUCKS、IS COFFE、丹堤…等的進駐與設店的成功，美式文化的進入、美式商店的設立，消費者學習著將喝咖啡的行為定義為高階層、浪漫的享受。因此，市場分析、市場定位的行為，似乎也隱含著教育消

費著行為的意味。

反觀住宅市場，過去社會大眾所認知的高級住宅，泛指整棟的別墅、大宅院；隨著社會變遷，建商的推案行為，將公寓大廈定位成超高級的豪宅，以價格與建材將豪宅與一般住宅區隔開來，進而創造出，高價位的住宅是高級大廈，並與豪華別墅並列為高級住宅。

張金鶚教授：

市場分析的 2 大盲點，是資料與方法；思考為何市場上許多業者捨不得花錢去作市場分析的 R&D，卻願意花大錢作廣告宣傳？

我們應避免所作出的市場分析報告是一份高度形式的報告。

我們將於下週上課時，討論「下篇：房地產財務分析」的內容。

【房地產投資個案的討論】

《式韻—日本豪斯登堡與花蓮理想大地之比較》

以總體面的分析，歸納出日本豪斯登堡與花蓮理想大地經營方式、開發時點…等的優劣成敗。

一、區位

「日本豪斯登堡」—位於東京西南 950 公里，在長崎縣中央。地理位置太偏，交通和食宿對遊客來說都是負擔。

「花蓮理想大地」—位於花蓮縣壽豐鄉東華大學及東海岸、花東縱谷、兩個國家風景區旁，離太魯閣及玉山國家公園約一小時車程。

二、面積

「日本豪斯登堡」—土地開發總面積 152 公頃，是東京迪斯尼樂園的 2 倍。

「花蓮理想大地」—基地面積 250 公頃，相當於永和市面積。

三、建築特色

「日本豪斯登堡」—引進荷蘭風格的建築。

「花蓮理想大地」—引進歐洲風格的建築。

四、文化特色

「日本豪斯登堡」—1645 年荷蘭總督夫人亞美利亞在丹哈格森林裡建了一座夏季離宮，這就是豪斯登堡的前身。

「花蓮理想大地」—投資者個人的興趣與理想。

五、成立的時點

「日本豪斯登堡」—1980 年代初期，日本經濟高峰時段投資興建（共耗費台幣 1300 億元）。豪斯登堡，於 1992 年 3 月 25 日在日本九州的長崎誕生。

「花蓮理想大地」—民國 77 年開始購地，正處台灣當時經濟起飛階段。民國 91

年7月環湖渡假旅館完工，開始營運試賣。

六、面臨財務危機

「日本豪斯登堡」—於2003年2月26日宣布破產。

「花蓮理想大地」—於2003年1月6日傳出運作困難、發不出薪資的負面消息。

雖然在產品的規劃與定位上，豪斯登堡與理想大地有著相當的差異；但若由總體面的分析看此二個開發個案，兩者有著一個有趣的共通點：就兩個開發個案開始興建、購地的時點看來，均是在總體市場景氣良好的時點進場投資，但隨著日本景氣低迷，股市長跌不止、遊客大幅減少，種種不利因素，豪斯登堡終於不堪負債而告倒閉。

張金鶚教授：

遊樂區的開發、經營的確不容易，但值得我們注意的是，日本豪斯登堡的開發，帶動了附近周圍房地產、豪宅的興起，許多開發案，真正的獲利來源，不是開發主體本身，而是主體周邊的住宅類型房地產。

如台灣的景文技術學院，私立學校的設立，其周圍房地產的開發與收益也為學校帶來相當的財源。

雖然日本巨蛋也已破產關門，此處遊樂設施的開發，使其周遭旅館也受到相當大的影響。

除了開發案本身的規劃，市場的景氣與否，也是決定遊樂區經營的成敗關鍵。在分析開發個案時，應找出不同的課題探討，作情境描述的討論；學習跨過”現在”與”未來”的鴻溝，以有趣的描繪方式敘述開發案，應培養此種能力。

《胖胖—台電大樓附近的”卡第兒”住宅開發個案》

上週六到下雨天穿著雨衣到此開發案的接待中心，接待人員非常忙錄，無法給予任何相關訊息與資料。

張金鶚教授：

的確這樣的過程，讓人感受到人情的冷暖；但我們應思考的是，國泰案的資料是如何來的？當面臨問題時，必須思考如何解決，或許，碰到問題，才是發展的起點。

《佳鈴—中正機場附近之出租公寓》

因為分析的個案，是自家的資料，故資料取得容易。

在租屋者的資料方面，可由身份證字號，看出租屋者的原戶籍地，可以發現的現象是，大部分的租客均是由北部地區搬來桃園居住的，且有80%的租客都是在機場工作。

再者，租客多為未婚，即使結了婚，也大多沒有小孩，這樣的情形，才會促成此地區小套房產品的盛行。

張金鶚教授：

大學生與研究生最主要的差別：大學生要學習的是市場分析的過程，研究生則要培養洞察問題關鍵的能力，在作分析個案時，應展現企圖心，藉由邏輯的思考去 argue 值得探討的課題。