

## 房地產投資與決策分析第四次上課紀錄

時間：2015.3.24(二) 9：00~12：00

主持人：張金鶚老師

地點：政大綜合院館南棟 270622

紀錄：周昱賢

出席：張金鶚老師、廖珮君、莊喻婷、周昱賢、蘇曉瑞、高伊葦、陳南迪、陳信豪、李政諭、侯紹堂、莊凱融、吳承曄

### 【課程講解】

#### 房地產投資與市場分析

老師：房地產投資行為，個人覺得以自住為主，投資為輔比較合適，如果自住心中之尺扮演一個很重要的角色，反過來說投資只是賺錢獲利而已，可能就沒有心中之尺，市場之尺、市場分析、了解市場就很重要。我們的課本上冊為投資分析，中冊為市場分析，下冊為財務分析，其中投資分析是講投資哲學或投資架構，市場分析就是講市場之尺，財務分析講財務上的現金流量以及投資可行性，但大家對於心中之尺的討論沒有很多，從業著的市場分析報告中可以看到還有很多不足之處，市場分析最常講的，大家覺得市場在講什麼？

蘇曉瑞：Timing(時機)。

老師：Timing(時機)又是另外一件事情，市場是一個空間，時間是一個第四度的軸向(第四象限)，時間會在下禮拜講投資時機這件事情，但市場到底在講什麼？

陳南迪：市場分析就是在去分析市場的供需狀況。

老師：市場分析只有在講供給和需求嗎？供過於求就是市場不好，供不應求市場就變好，問題就在如何掌握市場供需，如何掌握需求？如何找到供給？除了供需以外，就是價與量，市場均衡價格和市場均衡數量又是什麼意思？房地產市場是一個實體市場，掌握供需價量的困境在哪裡？現在大家覺得房地產市場是供不應求或供過於求？

吳承曄：供過於求。

老師：How do you know?證據在哪裡？

吳承曄：從資料來看，建量已經比家戶數還要高。

老師：建量是指存量還是流量？這是兩件不同的事情，流量是動態的，存量是靜態的，坦白講，市場分析是一門很大的學問，很多人是把它混雜在一起討論，流量是什麼意思？存量是什麼意思？

蘇曉瑞：新成屋、預售屋就是流量，中古屋就是存量，其實如果將存量和家戶數來比的話，不見得看的出來市場供需的情況，可能要看新成屋、預售屋的賣況，比較看的出來市場的賣況，如果新成屋預售屋馬上完銷，就代

表供不應求，相反地，如果新成屋預售屋賣況不好就代表供過於求。

老師：你的意思是要看流量不看存量？

蘇曉瑞：就我目前了解，存量是不準的。

老師：房地產市場中，有很多的買賣，但只有新成屋、預售屋才算是買賣嗎？房子跟其他產品不一樣，他有次級市場（secondary market），不是只有初級市場（primary market），次級市場其實很重要，大家知道次級市場在市場中佔了多少比重嗎？次級市場一定大於初級市場很多，初級市場如果從代銷角度來看的話，叫做個案銷售，中古屋市場叫做個戶銷售，有點像 wholesale 和 retail 的關係。在台灣，次級市場遠大於初級市場，次級市場比初級市場的力量還大，力量大就是對市場影響力大或是訊息（singal）比較強。預售屋、新成屋才有行情，個戶沒有行情。預售屋常帶動中古屋的房價是什麼意思？個案是有能見度，個戶很少作廣告，或者因為房地產異質性的關係，每一個個戶不容易被凸顯出來。看起來次級市場的量比較大，個戶的交易量也比較大一點，所以次級市場的力量是比較大的。預售市場是什麼意思？預售是賣兩年後的價格，所以有人說預售屋會帶動中古屋價格，這樣的說法通不通？我覺得不一定能通，我曾經寫過期貨與現貨的關係，用在房地產，預售屋怎麼帶動中古屋房價是可以討論的。存量是一個市場的基本，流量大概只有百分之三或百分之五，很少的比例，但存量的比例就很大，因此在分析市場時要夠瞭解這些事情，才不會在市場分析時抓不到要點。回過頭來，房地產市場需求重要還是供給重要？供給或需求哪一個是市場驅動者？

蘇曉瑞：應該還是需求比較強，不動產的供給是有限的，影響市場的量比較小，需求比較大，如果環境比較封閉的情況下，受實體經濟面的影響還是比較大，在經濟全球和經濟運用越來越有效率的情況下，投資需求的力量會越來越強，而且有很多的管道可以影響房地產市場，所以目前我覺得需求面影響市場景氣的力量比較大。

老師：的確，在台灣房地產的驅動者是需求，但有趣的是誰在主導市場？建商也就是供給者，供給帶動需求，大概百分之六十的廣告來自於房地產，尤其雜誌、報紙賣房子廣告那麼多，來刺激購屋需求。當然需求是基本面，房地產的需求有哪些？你怎麼分析需求？

高伊葦：自住跟投資。

老師：看一下需求的光譜是如何？理論上，自住大概百分之七十～八十，投資大概佔百分之二十～三十，房子跟股票不一樣，主要是拿來住的，裡面有消費而不是純投資，了解這比例很重要，自住的需求在哪？投資的需求在哪？但看這潮流，這比例似乎有在變動，有些雖然比例少但影響力大，例如預售屋市場。回過頭來，自住需求分成很多，自住分成首購需求和換屋需求，這兩種需求也不一樣，他們各自想要什麼樣的產品？投資客想要什麼產品？就是要迎合需求，也就是產品定位，要了解需求者才有辦法產品定位。首購需求和換屋需求有什麼差別？

吳承暉：首購的負擔可能沒那麼大，比較傾向小坪數或是區位沒那麼好的。

老師：我記得我們還作過換屋的研究，博士班有人在研究第一屋和第二屋的關係，研究發現其關係是很有關係，例如政大情節，你們以後會不會回來買政大附近的房屋？這跟居住習慣跟熟悉度有關。那首購的比例和換屋的比例大概是多少？我現在試圖引導你如何進入這市場。需求還可以分大家庭的需求或是單身的需求，那現在房地產是誰在主導？是女性還是男性？家庭真正決策者是誰？在過去有錢的人是決策者，也就是男性，現在反過來反而可能是女性是主要的決策者？在自住需求下為何女性角色越來越重要？為什麼？假設先生和太太的工作地點不一樣，那居住的地點要靠近先生還是太太？還是在中間？

周昱賢：我覺得從女性角度會看到男性比較不會關注的地方，從我過去的經驗，媽媽會比較注重小孩子的教育，像是學區或接送的便利性，另外菜市場在哪對於媽媽來說也是很重要的，所以女性在購屋決策過程中也扮演一定的影響能力。

老師：的確，這也是觀點之一。

廖珮君：夫妻可以選靠近老婆工作的地點，主要是因為老婆比較需要搭大眾交通工具，老公可以自己開車。

老師：這也是一個觀點，但問題就在誰待在家裡的時間比較長？誰的使用時間最長？媽媽對於家庭的照護，譬如說對於家庭伙食或小孩的學區、小孩的接送，當然決定權大部分是在媽媽，因為她是大部分時間的使用者。也就是人口結構開始慢慢衍生越來越細緻化的討論，才有辦法了解市場。那供給怎麼分？供給者是哪一些？初級市場的供給者有哪些？次級市場的供給者有哪些？除了建商，供給者還有誰？

高伊葦：投資客。

吳承暉：政府。

老師：我們要先搞清楚供給者的行為如何，在房地產中，平均數分析是一種常見的方法，有何不好？

蘇曉瑞：因為供給行為會不一樣，譬如說高單價、低單價、坪數大、坪數小的，供給的策略會不一樣，在以前計量還沒有那麼好的時候，很多總體的研究看起來不顯著或是沒有影響，但從 80 年代以後，發展出分量迴歸，高單價的行為和低單價的行為很明顯不同。

老師：傳統的 OLS 就是平均數分析，因為討論簡單，假如變異數數很大的情況下，是不適用的。過去傳統的平均數分析建立在變異數很小的假設下，那是有意義的，但市場很多在講平均數分析，後來 OLS 式微了，分量高分位和低分位，也就是高端消費者和其他消費者，房地產分析如何作？

李政諭：當然先了解市場的供需比重，再看價量。

老師：那為什麼要作次市場分析？你現在論文在做這個，那背後的意義是什麼呢？為何而戰？為何要分有錢人和沒錢的人？要作分量？大安區、信義區的劃分是人為的，不是自然的，為何要作市場分析？平均數分析已經意義很小或是沒有意義了，只是給一個平均，它可以拿來作決策嗎？每個產品都差很多，已經不適用了。回到次市場，定義是什麼？

李政諭：次市場就是同質性（homogeneity）比較高的地方，同質性比較強的地區可以劃為同一個次市場。

老師：每個區域差異性很大，市場分析應該叫做次市場分析，次市場是人為畫的，那次市場怎麼畫？是用空間的資訊來話，所有東西要細緻化才會合理，才不會被扭曲，所以市場分析應該是一個好好讀的章節，市場千萬不要人云亦云，道聽塗說，研究生應該要培養自己的想法，才能看懂市場。我剛強調為什麼要做市場分析？因為房地產市場太大了，一起分析是沒有用的，分析出來是假的，也沒辦法作決策，所以要切割來看，空間是很重要的一部分，初級市場和次級市場、首購市場和換屋市場的切割，市場分解（market disaggregation）和市場區隔（Market Segmentation）有什麼不同？昨天我臉書提到，仲介說房價跌訂了，大家的看法如何？休息一下，等等再回來討論。

\*p.s 本周參考書：“房地產是一輩子的事”由 ch3（如何看懂趨勢？）應修正為 ch4（如何看懂市場？）。

老師：剛剛提到房地產異質性很強還有區位的固定性，因此必須作空間的分析，所以同一個地區的不同產品，要如何來作市場區隔？現在為什麼會說學術無用論？如果憑直覺都沒問題那幹嘛作學術研究？在分析上有哪些不足？要怎麼突破？例如分量的出現對於分析上有什麼貢獻，在學術的哪個位置才是比較重要。我知道台灣的房地產市場分析很難，但只要作好一點就能脫穎而出。那跟房地產相比，股票分析的方法如何？

陳南迪：房地產是一個很地方的市場，但股票的影響因素就多很多，是一個很國際的市場，但房地產很主要看當地的經濟或是當地的供需，過去我有聽過香港業者說過，有一個主要的差別，股票是買別人公司很小的一部分，但房產是買全部，沒有人比你更了解房子的狀況，而股票資訊只有大老闆最清楚，從地方和國際以及資訊的掌握程度應該是最大的差別。

老師：股票市場的確是有很國際化的特質，跟房地產分析的方法和角度是不太一樣的。從台灣的市場分析來看，只能看到很膚淺的說法，沒有看到更進一步的分析，昨天我中國時報的投書，仲介說房價跌定了，這種喊話式的講話背後的意義是什麼？大家相信嗎？大家的看法如何？

周昱賢：仲介業者比較著重在市場成交量的部分，像過去奢侈稅剛推出的時候，呈現的是價穩量縮，所以會對仲介業者衝擊很大，靠吃量的仲介業者變成沒辦法生存下去，唯一替這現象解套的方式就是降價，所以業者可能提出說房價可能要跌了，買方會覺得可以趕快進場去撿便宜，過去也有一句話是沒有賣不出去的產品只有賣不出去的價格，所以如果業者對買賣兩方喊話都是蠻有利的。

吳承擘：剛想到的也跟昱賢有點像，仲介業者的重點是成交量，因為業者是靠成交量在賺傭金的，那喊話是因為之前賣方不願意降價，所以導致交易量下跌，現在是透過喊話的方式，希望讓價降下來，買方也跟著進場，把量提升回來。但跌幅一年跌 10~15% 感覺是有點太多了。

莊喻婷：我覺得今年應該會回到比較合理的價格，但也不會跌到非常多。

老師：你的合理是什麼意思？

莊喻婷：就是買方跟賣方比較可以接受的範圍。

老師：我只是想讓大家多一點自我判斷和檢視，怎樣來提升對話和提升思考深度。

## 【Paper 討論】

主題：Real Estate Market Efficiency Issues and Evidence

報告人：陳南迪

陳南迪：其實整個文章是在談一個叫做”市場有效假說”（efficient market hypothesis, 簡稱 EMH），把它運用在房地產市場上，它主要還是用美國的例子來說明，最後文章簡單的結論就是說，這假說也沒辦法說一個很一定的結論，我想可能最重要的是，有效市場假說在金融學裡面，也是最重要的假說之一，他一直在強調說金融市場，價格是一個很重要的指標，在說明價格是否有預測性，跟訊息來源如何影響價格，所以在金融市場裡面大家探討很多的一個問題，就是假設說如果人都是理性的，理論上可以從訊息上做最正確的決定，價格已經反映市場上的訊息，大家也會跟著價格去作一個正確的決定。而業者也會對這假說有很多不同的意見，因為在這情況下，人不一定是理性的，而且資訊也經常是不對稱、不完美的。當這些文章在研究這個假說應用在房地產是不是有用的，有些人已提出住宅市場比較難接近一個有效率的市場，而相對股票或是債券市場就會相對比較接近有效率的市場。香港的房地產我想會比較有效率一點，人民都對這方面的資訊靈敏度非常高，而且這方面的研究比較多，市場資訊比較公開，價格相對來說會比較穩定一點。但我相信台灣房地產應該是比較沒有效率的，我沒有看到很公開很透明的資訊，實價登錄也是前幾年才上路的，你們會覺得有什麼問題嗎？

老師：看完有什麼心得嗎？

陳南迪：從我三年金融相關工作過的背景，這假說只能比較提出一個相對的概念，在台灣的房地產方面，大家好像不是那麼的理性，多數比較靠感覺、直覺作決策，缺乏很好的市場分析，所以在房地產的運作上，實際上不太可能是一個有效率的市場。

老師：這文章有 4 個 table 要不要說一下？table1 是說美國的 single-family housing market 按照年分從 70 年代開始分析。Table2 是在說 income property，主

要是在講租的那一塊，一般說的商用不動產。Table3 在探討都市與鄉下的市場，Table4 討論 REIT 的情況如何。市場的前提假設都是市場是有效率的，所以供需就會成立。但在台灣 EMH 好像存在，只是程度很低，如何讓市場機制更加健全，我也相信短期不合理是存在的，但不合理不會長期、永遠存在。我們也要了解 EMH 的侷限性才能作出合理的決策。當我們在研究泡沫時，兩種情況，一個就是會破滅，另外一種是不合理會更不合理，泡沫化就像是一隻大怪物，大家都不敢戳破它，或許消風一點但泡沫又變更大，才造成現在台灣的情況，大家都說軟著陸 (soft landing)，但會不會軟弱到無法著陸？是否太過溫和？

老師：這篇是在討論、回顧房地產的 EMH，當我們在做研究時要知道 EMH 的侷限性，或是傳統分析工具有哪些限制條件，才能慢慢接近市場的現實面，這樣看起來，美國晚期應該是比較有效率的，大家還有什麼看法？

蘇曉瑞：其實我看了一下 EMH 的基本假設，先不管其他市場，流動性高的市場比較容易達到有效率，房地產市場應該比較難成立，第一個，資訊一定要對稱，要完全，光這點就達不到，再來就是不動產本身很難隨時都有供給或需求，要達到價格均衡也很難，加上土地區位的獨佔性和稀少性，效率在台灣比較難達到。

老師：房地產有什麼原因讓它沒有效率？例如說資訊非常不透明，房地產沒辦法每日的交易、異質性很強，但資訊終究會出現，只是會有時間落差(Time lag)，EMH 應該要放入時間落差，香港有一篇再說股票市場的 3 日移動平均或是 10 天移動平均或 30 天移動平均，房地產的國泰指數在再用的方法是“四季移動平均”，趨勢就可以很清楚看出來，因為房地產不像股票每日交易後資訊馬上顯現出來，因此四季移動平均可以看出他的趨勢。

## 【專案討論】

主題：嘉新金華薈（70 年地上權住宅）

報告人：吳承擘

- 吳承擘：先跟大家介紹個案，它是一個 70 年的預售地上權住宅，今年一月才動工，它叫做嘉新金華薈，我們先從總體市場來看，首先是美國升息和歐盟 QE 的政策，美國聯準會表達不急著升息的說法，促使美元走貶，但富蘭克林投顧協理盧明芬指出，一般預期美國今年還是會升息，美元長線看升，布局美股、美債仍相對看好。美聯準備理事會公開市場操作委員會（FOMC）日前召開利率會議，會後聲明指出美國不急著升息，造成美元急貶，美元指數週五收 99.033，貶破 100 關卡，非美貨幣大幅升值，近一週亞幣對美元多升值。本案位於金華街和杭州南路二段，巷子裡面的一個個案，附近捷運包含捷運東湖站和捷運中正紀念堂站，走路時間大概 10~15 分鐘左右，旁邊有中正紀念堂和大安森林公園。建設公司是由嘉新水泥集團，在台北積極推出個案，在去年 12 月已取得建造，今年 1 月開始動工，基地位置：大安區金華街 48 巷與杭州南路 65 巷口，總戶數：49 戶，規劃坪數：16~38 坪，每坪單價：約 120 萬，基地面積：348 坪（以 7.68 億標得），樓層規劃：地上 8 層、地下 2 層，目標客層：明星學區、金字塔頂層。

另外跟大家稍微簡單介紹一下地上權住宅，今年的三二九檔期，地上權住宅即以市場六折價的超殺優勢搶客。去年底由「吉美璞立」率先登場；今年開春，板橋區「昇陽寓見」接棒續攻，規畫 27、35 坪小宅，每坪開價 30 萬至 40 萬元，對比該區新案每坪上看 50 萬至 60 萬元的高門檻，價格極具吸引力。緊接著，4 月初華固建設在景美推出「華固新天地」，總銷上看 130 億元，預計開價以市場行情打 6 折，每坪單價約 45 萬到 50 萬元之間。下半年，日勝生集團於台北市忠孝復興站後方推出的「仁愛本真」，市場推估每坪開價 150 萬元，戶戶總價破億元。四案總銷金額突破 200 多億元，占雙北市總推案量近 1 成。

地上權並非新興詞彙，早在民國 64 年就有公有地以地上權方式釋出開發的案例；如「晶華酒店」案，中安觀光企業向北市財政局承租土地 50 年，期間限定不得轉讓建物和權利，屆滿後即無償收歸台北市政府，是第一宗地上權商業用地開發案。

到 80 年代後期，開始出現地上權住宅產品，如「環泥京華 D.C.」和「寶城皇家河畔」，皆推出區域房價 7 折、有屋權的個案；此外，BOT 案起飛，2004 年日勝生集團和北市捷運局合作開發「交九 BOT」案，集住、行、娛樂各大機能的京站大樓，至今仍是地上權的代表大作，並持續享有 50 年的經營收益。

但是，早期大部分案件投標意願低，成效不甚理想，專家推論是由於權利金、地租和存續期間等規定缺乏彈性。因此在 2010 年初，財政部重新修正 3 要點：一、權利金底價改以土地市價 3~7 成計算；二、地租以土地申報價年息 1~5% 計算；三、存續期間最長達 70 年。除放寬相關

規定外，去年（2013 年）9 月地上權和地上物開放讓與（分割移轉），加上獎勵壽險業投入競標等，各項開發案如雨後春筍般浮出，其中尤以「地上權住宅」最甚：國家出租土地給開發商，開發商建造住宅，提供民眾認購。得標土地成本的下降，也會反應在房屋開價上，民眾對於 6、7 折進住都會區多半躍躍欲試。地上權型房屋，又可分為擁有房屋所有權，沒有土地持份的「地上權住宅」；或是沒有房屋所有權，也沒有土地持份的「使用權住宅」。現在市面常見的住宅多為所有權產品，屋主擁有土地、房屋的所有權，且沒有使用年限限制。而地上權則分為地上使用權與地上租賃權，兩者都沒有土地所有權、且有使用年限限制；差別在於前者的買方可拿到房屋所有權、地上使用權。例如「台北花園」即為地上使用權，土地為國有財產局所有、設定使用年限 50 年，建商興建房子後賣出，地上權可隨每戶房屋分割出售，亦即屋主擁有地上權持分，在法律上等於有物權可向銀行貸款，融資較為容易。地上權住宅無所有權、未來轉手性較差。房貸成數較低，目前銀行業者對地上權案多半「興趣缺缺」，合作金庫個金部協理趙世宏即表示，多數銀行不願承作地上權貸款，主要考量其缺乏較具增值效應的土地利益，隨屋齡老化，剩餘價值會快速減損，轉手交易、法拍如何鑑價是一大難題，承貸風險相對較高。銀行即使承貸，貸款利率也會比一般住宅高約 1%，且成數僅約 6 成。每年繳交地租，持有地上權的概念較像租屋，每年不須繳地價稅，但須負擔地租，地租計算方式約為公告地價的 3.5 至 5%，比自用住宅地價稅優惠稅率千分之二高出 25 倍，且近年公告地價連年調漲，未來持有成本會更高。財政部國產署在 103 年 9 月修正發布相關要點，放寬地上權及地上物得一部分讓與（分割移轉），但原得標人或地上權全部受讓人須負責轉讓後的相關履約管理事項，並繳納地上權年租總額 5 倍的履約保證金。以往地上權無法分割移轉，導致地上權無法作為擔保品，有些承購人只能以信用貸款名義為之，放寬地上權可分割移轉後，有助於承購人辦理抵押貸款，可取得更高貸款成數及較低利率。

最後想跟大家分析一下，地上權住宅所需負擔的地租以及房貸，如果跟房租來作比較的話，從 38 坪的住宅來看，每年地租加貸款（1,422,923 元）與房租（540,720 元）間有一段很大的差距。若從 16 坪的住宅來看，每年地租加貸款（886,505 元）與房租（227,676 元）間還是有一段不算小的差距。

由此可知，租屋比地上權房屋所需負擔的房貸+地租要來的划算，就算是全額自付無房貸，依然是租金比地租要划算。且地上權房屋逐年減損其房屋價值，地租又逐年升高，時間越長轉手越不利，投資財效果不佳。若是尋求在大安區置產，可選擇一般所有權房屋，若僅是學區考量，在交通便利的台北市，其他區域亦是可考量的選擇地點，並不用強求於大安區。

老師：先問一下，這案子的價格是 120 萬和 96 萬？

吳承擘：120 萬是開價，96 萬是我預估出來的成交價。

老師：土地是地上權，房屋擁有所有權，那地上權住宅要承擔什麼？地租和稅，



但繳完都不是自己的，那地上權和使用權住宅有什麼差別？我想地上權住宅還是比較有保障。

莊喻婷：那租賃間的成本很大，應該還是會選擇用租的。

老師：那所有權住宅和地上權住宅的價差大概多少？地上權住宅大概是所有權住宅的七折，但京站的使用權大概是所有權住宅的八成。繳房租跟繳房貸如果負擔一樣會選哪一個？繳房貸最後房子是自己的，但繳房租最後是幫房東繳房貸。為何房屋會空在那裡不出租？

吳承曄：因為是著重在脫手後的資本利得。

老師：的確，那聯開宅的租金會不會影響房價，租金市場和所有權的市場是不一樣的，台灣租金和價格長久以來是脫鉤的，所以租金真的會影響房價嗎？

周昱賢：以這個價格來說，足以買到這個案附近所有權的房屋，如果價格差距沒有太大的話，我是不會買的。

蘇曉瑞：剛剛看到有土地所有權和沒有土地所有權好像價格差異也沒有太大，內心的疑問是好像沒有土地也沒有關係？

老師：市場產品在市場上多元是一件好事情，但最後的價格不用我們擔心，最後市場會反映出來。從市場機制來看，從產品創新角度來看，地上權應該是一個可以努力的事情，但為何這些都是好建商？例如華固或嘉新，可能主要是因為聲望的關係，也有可能台北市已經沒有地。也因為標售的關係，成本好抓，加上合理利潤可以反推合理價格。除了財務問題還有一些非財務問題，像是安全感的問題。

高伊葦：像承曄剛剛有提到這個價錢可以買到附近5年內的新成屋，替代性還是太高，應該不會考慮這個個案。除非像是單身或是沒有小孩的人，沒有繼承問題的，比較有可能選擇這類地上權的住宅

老師：那在問一個問題，如果你是嘉新，這麼大的公司，聘用這麼多分析人員，如果地上權住宅在這裡沒有市場性那怎麼會被推出來呢？承曄你會怎麼分析這個市場？

吳承曄：主要從剛剛說的，可以從單身或頂客族下手，也就是比較沒有繼承問題的人會比較容易接受這個產品。

老師：承曄這個案子已經做得不錯，已經分析到財務，蠻值得討論的個案，怎麼在這邊學習到一些新的思維是大家值得注意的。