

房地產投資與決策分析第六次上課紀錄

時間：2015.3.31(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：蘇曉瑞

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、吳承暉

【課程講解】

房地產投資與市場分析

老師：房地產從過去的 location 到今天的 timing，從投資的角度來看，時機到底扮演甚麼樣的角色？曾說掌握時機便占領先機，比如買房掌握時機與買到好產品合者重要？時機好時仍有好區位與較差區位，時機扮演角色於現在可見於仲介及代銷，好與不好代表何種意義？有何準則？仍可往下問，如以房為賺錢目的如投資客，時機代表何種意義？自住投資又有何差別？對換屋與首購又有何差別？由此可看出時機具有複雜度，過去曾說景氣循環，其涵意為何？循環代表有高低，有軌跡可尋，而房地產景氣循環有多長呢？往上走或是往下走有多長？背後是否有脈絡可循？台灣景氣歷史脈絡或時機狀態情況如何？尤其這一次景氣循環上升後，到目前是一直往上升，直到金融風暴小幅下滑，目前房地產是否有結構性轉變？仍可往下深究，國內與國外有何差別？房地產時機現象背後隱含何種真正因素與轉折？是因為外在因素或是內在因素或是市場不健全所造成？如果能掌握時機變化原因，比如資金、利率、物價因素，何種力量大？此外，以資金而言房地產是否會受國際盤、大陸盤影響？最後，房地產也受到最大不確定因素影響，即政策，這部分也造成時機的臨門一腳，為何過去仍持續上揚？是屬於市場或政府失靈，抑或兩者均失？在眾多因素掌握後，如何判斷？比如時機不好不能買房嗎，或是時機好就可以買房嗎？背後皆有理論基礎與實證支撐，導讀文獻談的投機，如果皆能掌握，便不會於市場訊號中徬徨。仍可了解，房產的時機與總體時機有何不同？與股票有何不同？當中或有 comovement。

蘇曉瑞：以景氣而言，不動產與總體景氣循環相關，但不動產景氣將落後總體景氣，比如總產出、存貨減少等總體指標，發生後再影響不動產，因不動產特性可包含要素與商品，要素需求主要依附於生產需求，因而當總體景氣與生產面復甦將使要素需求增加；此外，不動產總需求受景氣影響深，而影響景氣因素甚多，以課本而言包含眾多因素，大抵上受外生因素影響，包含總體環境、地區與政策因素；內生因素包含預期心理，主要為自住、投資人對市場之預期將影響其自發性投資與支出行為，比如預期未來景氣衰退時，人們將自發性減少支出，增加儲蓄，以因應對未來所預期之衰退，此自發性行為將影響景氣；此外，投資客與自住者在市場預期與資訊蒐集有一定程度區別，投資客因為對資訊與波動敏感，將早一布反映市場，並可能再帶動下一波自住客買盤，總之，房地產市

場循環波動將受到外生與內生因素影響，但內生因素較易受人為因素影響。

老師：曉瑞所說為總體與個人行為層面，但我們是否能對景氣有所掌握？首先即先面對一問題，投資與景氣關係為何？為何時機很重要？究竟景氣與時機對投資影響為何？

莊凱融：應從景氣上升階段購入，因追漲不追跌，若作長期持有，則可於衰退期購入，如歐債時期不景氣則有大陸客於歐洲購入房地產。

老師：逢低買進逢高賣出已於課本中說明，但真若往下問並不簡單，有所謂危機避市也有所謂危機入市，若已經在高點，則不敢買進，但仍有人認為高點可以買進，因為高還會再高，此為大傻瓜理論。過去到現在大傻瓜理論存在，此中存在複雜性，在歷史脈動中是否存在結構性轉變？

高伊葦：其中要素分眾多面向，交易面而言，投資客資訊較多，則以賺錢為目標，且逢低買進，對自住客而言，只要不要買在最低點即可，但對投資客而言時機點意義不同，其將對總經作研究，因各國因素與政策都將影響本國房價，先在總體在看亞洲，最後看國內政策。

老師：時機常以景氣循環圖表示之，當中存在短期過多變動，並對之進行平滑化可看出趨勢線，可看出以月與年之趨勢，則呈現上升趨勢時可買，但到了高檔盤整的區段時，會有多長的時間，此可以買嗎？此時尚未談自住與投資，原則是越來越不能買。此又談到危機入市或避市，涉及理性決策，又與股市上高點買入的套牢相近。再下走時是否適合買入？原則上不適合，但可以說越往下越來越適合，因為不知道何時為谷底，往上走叫越來越壞，往下叫越來越好，直到最後一段低檔震盪。投資自住分別在於投資客在下跌時都不買，直到谷底盤整買入，期間多長？大致需要一定期間，可為3~5年，以台灣而言，這一波景氣為12年，高檔震盪也可為3~5年，此中存在時間相依性，因而過去上升時間越長，將來下來也會越長，此為時間序列概念。投資客在高檔買入，但因下跌緣故，等待一段期間，只能上漲一點點，要到完全獲利需要多少時間？其中再加入各種稅負與成本，此即為死在沙灘上；自住客而言，因自住性質，並無資本損失問題，只是賺多賺少問題，由谷底與低點現象即可看出自住與投資的 timing 是不一樣的。此背後隱含房地產價變化之降價與持有成本關係，目前因有錢人資金成本低所以差別不大，則有對賭本錢，因而價格不降，此影響到仲介與代銷，如果賣方不降價將受打擊，因而目前喊話降價。曉瑞所說的總體為預測性問題，假設預期為正確，則總體指標領先於房地產，仍可能存在落差期間，當中判斷預測亦不只一項因素供判斷，當眾多指標共同方向則可以賭下去，不相同則觀望，亦存在不同指標之強度問題。

廖珮君：自住者預測能力較差，因而為追隨者，容易買在高點，投資者收集資訊較佳且經驗好，不容易買在高點

老師：此中隱含不做功課的代價很大，但自住仍可考量買低賣高與買高賣低等不同狀態，時點可因居住品質導致出售行為，因而虧損，然而自住者非必然為吃虧者。

莊喻婷：自住者若買到不好物件，仍可有觀察與等待時機行為，並非必定於較差時機出手。

老師：面對時機不明時，即可等待觀望，此即選擇權當中的延遲，以時間成本換取時機情況明朗，此亦良好投資決策。

吳承擘：無論自住與投資皆須對市場時機與訊息有充分掌握，因投資者利益重大不在話下，自住者資金有限，更需重視，如時機不佳將影響貸款成本。

老師：往下可問，如何做功課？

周昱賢：市場當中有太多資訊混雜於其中，真假皆有，可分為官方與業者說法，以老師景氣案為例，此可為政府公布資訊。

陳南迪：任何投資皆談時機，投資與自住不同，自住可與租金比較，但有較多非投資因素，比如生產與結婚，雖目前時機不一定好。以香港而言，金融與房地產市場同步，常見於股票市場頂峰後房地產市場亦進入頂峰，目前房地產市場亦大量依賴資金供應，因而走勢更日趨一致。

老師：如此可再細問，目前美國量化寬鬆已經有幾輪經驗在前，歐洲也同步進場，大陸有持續進場，資金供亦將不缺乏，價低（利率）量充，台灣利率也連凍十五次，如以金融角度來看時機又該如何看待？

陳南迪：以現在而言，美元強對整體房地產不利，但其速度將不會太快，因而未來數年內房地產在窄幅範圍內波動，下一次危機將在五六年後，待美國利率與國債利率提升，到時房價再下跌五六成將不是天方夜譚。

老師：金融市場屬全球市場，房地產市場為地方市場，各國皆不同，有所得與資金問題牽動房地產市場，如以一些市場條件分析將會有錯誤。地產特性為擴短縮長，台灣過去也是，但自 2003Q3 開始，便長足成長，目前尚未下來，是否存在結構性改變仍須思考，許多面向為趨勢，此將影響預測。

【Paper 討論】

主題：The Role of Speculation in Real Estate Cycles

報告人：吳承暉

吳承暉：剛所提到投機，較有負面觀感，並有數種定義，在市場下為價格影響者，並在適當市場時機下進行開發，將可以對總體產出有更高正面的效率，然而大學部亦提到投機對於其他使用人有負面外部性，因而需要政府去管制，此中亦包含內生與外生影響，而人們接根據自身理性分析進行最大效率行為，因而政府管制可以抑制部分有負面效益活動，然過高限制亦將限縮供給談性，亦不利市場，因而文獻提到需要以改進市場效率為主，比如台灣狀態，有閒置土地再利用與都市更新問題解決。

老師：台灣在供給面不如美國有太多條件，以香港與新加坡而言皆還有部分談性，大陸也可用批地方式解決土地供給不足問題，如果供給無選擇，則另一面向則需討論需求，剛亦提到景氣循環問題，此可由投機者造成，並創造價值，此中隱含效率市場下房地產致度相對健全，雖房地產市場皆為無效率市場，但仍有效率之分，一方來說投資方面稅制存在不公平，獲利與貸款不公平造成有錢者競爭優勢更強，政府亦無有效管制，造成市場不效率局面，上述所言，因不同國家有不同條件限制，如不考量其中差異進行套用分析將容易造成分析錯誤，以目前而言，進行管制措施將造成何種影響？又以目前市場泡沫程度而言，台北持續成長，將恐破滅，以此而言，投機、市場循環與市場泡沫等此種關係將如何互動？亦可加入政府管治與金融市場系統，以此篇文獻而言，其意涵為政府管治越多將造成循環，此是否正確？

吳承暉：其中假設於台灣未必存在，但理論仍值參考，包涵管制將造成不動產市場不效率問題，並影響供給談性問題。

老師：供給談性仍有許多問題，亦包含時間落差、區位與產品問題，比如中南部房地產、豪宅、出租住宅等項目有彈性但對於非需求者而言仍為無彈性。

莊凱融：政府管制反而造成景氣循環，其為看的見的手，如放任自由發展將可能對其他市場產生問題，因而仍有義務。

老師：房地產市場與其他金融市場仍有差異，股票市場並不影響民生需求，因而政府將有壓力進行管制，此中亦包含政治力量，相關泡沫問題仍有人進行研究。

蘇曉瑞：文獻中有談到三種效率市場假設，但其中一點為無法依據當期環境預期未來市場狀態較不符合經濟學當中假設前題，因經濟學對效率市場假設為無超額利潤，且前已述及預期及理性預期等觀念，此才能判斷市場並且進出市場，如無法根據當期資訊預測市場將可能產生失靈；再者，此篇文獻結論為模型推導結果，未涉及實際資料實證研究，此模型態念應僅為部分均衡結果，如當模型規模擴大部門則結果很可能不同，投資客雖有影響力量，但不應為完全主導力量，因仍有其他外生因素存在，包含總體因素與住買盤階可能影響，因而本篇文獻僅為其中一種情況之參考。

莊凱融：小國體系房地產市場，較容易受到熱錢與游資影響，波動幅度較大。

高伊葦：以管制而言，或許台灣與美國不一樣，因為台灣缺乏租稅面管制因而遭詬病房價未受打擊，但美國而言卻需要放寬管制使房價泡沫減小，此可能因國情不同所致。

老師：此處所強調為供給面有彈性，且管制面所談的重點為何？稅率是一種管制，是否租稅稅率較低為較低管制？當然可以想到面向為較低稅率與較低貸款成本使資金更有彈性，黑市可充是更多游資，然而此仍需對管制性質有所區別，租稅與供給談性問題。

廖珮君：以往房地產循環下跌階為政府出手管制而致，因而台灣在金融面的管制可以有效促成價格影響。

老師：過去幾次金融是主要因素，比如過去土增稅與遺產稅下降，但以過去經驗顯示接與政策有關，不管是往上或是往下，也可以說沒有政策也會往上，但此點值得思考。

周昱賢：此篇管制重點應為使用強度之管制，屬供給層面概念，較非金融與租稅層面管制。

陳南迪：管制需以政府有管理能力為前題，因並非所有政府皆對市場有管理能力，比如市場資訊的掌握與蒐集，及政策有效執行問題皆需考量，以金融面而言，需有足噢外匯準備，與國民儲蓄才能管理。

老師：此處可思考政府效率與市場效率互動問題，而此篇重點為投機所扮演角色，可往下深思之。

【專案討論】

主題：土城 國泰金城

報告人：陳信豪

老師：本案而言，國泰屬於好品牌，品牌的效果如何、或以過去價格與品牌觀察其增值效果如何？可以以此居住觀點分析，當然本案國泰是比較特別的例子，不像遠雄大量推案，國泰屬於穩健型的，因此背後隱含它有一定的顧客群，如此，則價格還算穩固，開價也不致於太低，那這個效果又是如何？大家如何能從各種上課理論應用到個案的投資決策？當然個案隨時從區位外應注意甚麼？此亦代表各家廠商的行為研究還滿重要的，此中又回到投資和消費，以投資角度而言還算好，而且有人專門投資國泰，這比較特別，因為國泰推得少，而且價格都沒有跌，或者國泰在品牌上大家都可以接受，所以投資人專門選品牌選廠商，你們覺得如何？反過來說國泰自己做這樣的分析幫助你們做這樣的選擇，你們仍可以比較國泰與遠雄，看效果如何。回到今天上課主題時機，本案已經預售，所推時機對銷售情況如何？國泰金城在土城甚麼意思？代表他不是在一線城市，目前尚未提到 location，你覺得又如何？上周談市場分析，本週談時機，意思在說我們的投資決策可以回顧這些內容在做考量，因此以時機而言，從去年到現在如果還存在沒賣掉的，你們買不買？以時機而言不是太好，產品又覺得如何？在仔細看<房地產是一輩子的事>後面第六章，衝突選擇中如何把各種衝突因素同衡量，時機、價格、管理、區位、產品該如何考量？從這一系列週次課程最後再回顧判斷，會比較具有真實性。

莊凱融：本案而言只有一棟，此為台灣較有趣現象，通常只有獨棟，與大陸社區型開發有所不同，因而公共設施與配套設施就會比較少。

老師：此中提到公共設施，此易亦一議題，你要多少公共設施？這些都需要付費

陳信豪：其中戶數不多，如果又多樣性公共設施可能負擔不起，

莊凱融：換算價格每平方公尺約四萬元還不算貴。

老師：你需要考量到土城相對偏遠區位，但本案還好近鄰捷運八百公尺範圍。

莊凱融：如果是發展中地區仍有增值潛力，如為成熟地區則價格不易成長。

廖珮君：本案公設雖不多但公設比仍算高，感覺實質使用空間被吃掉不少。

老師：目前新建案大多都三十幾公設，尤其國泰的產品導向，因而隱含居住背後的品質，因而回到決策背景甚麼是你注意的。

莊喻婷：本案應會考量，但週圍似乎有工業區，此增加不確定性因素。

老師：此中看起來區位仍有相當重要比重，但仍回到心中之尺市場之尺與各種衝突因入的比較。

吳承暉：如果已上班或上課而言還算不算久，但區域比較上板橋是更適合投資地區。

老師：此涉及相互比較概念。

周昱賢：此案為較一般性個案，沒有特別突出亮點，因而主要是品牌部分，對土城觀感而言似乎不如新莊或板橋，因為代表政府所在地區，以話題性而言也較少。

老師：這代表如果我們跟隨熱門點去選擇投資商品其實沒有太大投資空間，以投資角度而言我們應該先找二線，而不是找第一線，如此才有相對好處，一線通常價格角高，以土城而言以往觀感不好，但目前有捷運，又有品牌，此又如何？

陳南迪：從大方向而言，如為自住品質仍佳，但以投資角度而言需要考慮潛力地區，感覺上土城並非好的投資地區，如以投資而言，選好一點的地段但比較差的房子，而自住的話選偏遠地區好的房子也還可以。

老師：土城現在尚未明顯，但正在成長中，尤其現在有捷運，大家在討論這一塊的時候往往先假設我是投資或是我是自住，但可以同時思考投資兼自住的情況，此更符合一般狀態，換句話說，一種是自住為主投資為輔，另一種是投資為主，自住為輔。

高伊葦：本案我可能會買，因本案主打為未來發展、交通與品牌，以投資兼自住立場為一好選擇，而品牌為一重要因素，如同買手機 iphone 價格雖高，但可以銷售全世界，本案而言，可以先自住五到十年，等到好時機在行脫手，相較土城同區域為較好脫手，保值性較高，因包含售後服務與外牆補強，並且預售一般銷售力表現不錯，並且坪數如不太大總價亦不高，投資上難度便可以減低。

蘇曉瑞：如果我本身有足夠資金，可能仍不會將本案列為優先考量，我的考量因素為鄰里環境與交通，本案附近有捷運，地圖上顯示也有國道經過，以捷運附近而言，大台北地區仍有許多相似個案，大致上為兩千到三千不等，因而我會選擇台北或新莊某些地區則較有優勢，再以政大為例，政大重劃區環境很好，則具有競爭力，且尚未考量在地情節問題，再以房價成長趨勢為力，目前成長較為緩慢，甚至在年尾有往下趨勢，如以投資客觀點，可能會考慮穩健型成長區域。

老師：如將個案問題讓各位同學看大致上都不會買單，因為條件不同，但應問會不會好賣？會不會成功或失敗？產品定位與定價是否適當？此中包含面積與公設，應思考判斷別人推出來上幾十億大案子立機優勢在哪裡，並與現實優勢連結在一起。