

## 房地產投資與決策分析第五次上課紀錄

時間：2017.3.28(二) 9：10~12：00

主持人：張金鶚老師

地點：政大綜合院館南棟 270622 室

紀錄：黃麟雅

出席：張金鶚老師、翟珮慈、潘昱至、黃怡潔、黃麟雅、朱智揚、楊博宇、楊樺、呂哲源、張芳瑋、蕭士傑、麥怡安、李尚華、申承祐、吳若瑩

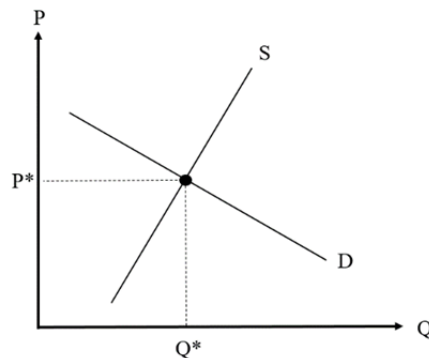
### 【課堂討論】

主題：購屋決策(心中之尺 vs. 市場之尺)、房地產市場分析(供/需/價/量)

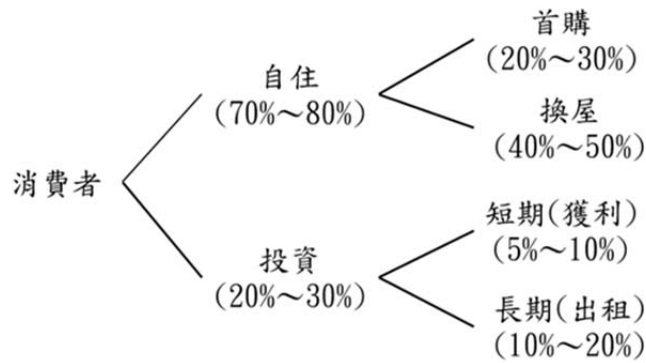
老師:上篇 Ch3、4 提到的投資十個步驟，進入市場前要先決定心中之尺，根據自己的想法、偏好，從居住史中淬煉，才能與市場對話，再修正心中之尺，心中之尺與市場之尺之間是相互回饋的，如果只有依靠市場之尺就會容易被市場牽著鼻走。市場是整個產品價量的總和，房地產市場中最大的差異是次市場。什麼是市場分析?要分析什麼?芳瑋有想要做市場分析的研究。

芳瑋:市場分析是非常大的一塊。一般最關心的是一個地區的價量供需，也會因為投資消費目的所關心的事情也會不一樣，或是針對總體和個體。假設我是消費者的話個體的鄰里環境條件和房屋本身特徵會重於總體；相反的話投資者重視總體的投資、景氣和長期的政策。了解價格比較直觀，而價錢形成原因由供給需求交互反映，供給大於需求為買方市場；需求大於供給為賣房市場。

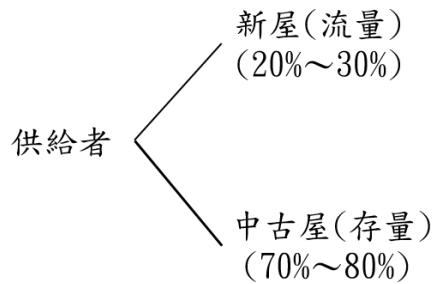
老師:了解價量供需的目的為猜測可能成交價量，也就是行情。供需由看不見的手主導、投資是從了解過去和現在之後猜測未來，了解市場脈動後對應心中之尺。市場分析第一步是畫範圍，也就是次市場(sub-market)最主要考量的是替代性，多以行政區和產品做為劃分邊界(boundary)，用來判斷供需價量和抓住主力市場，而邊界(boundary)是一條看不見的線，無法 100%的區分開來。透過市場分析了解市場行為，大環境和小環境的供需價量。這門課最終目的是進入市場。



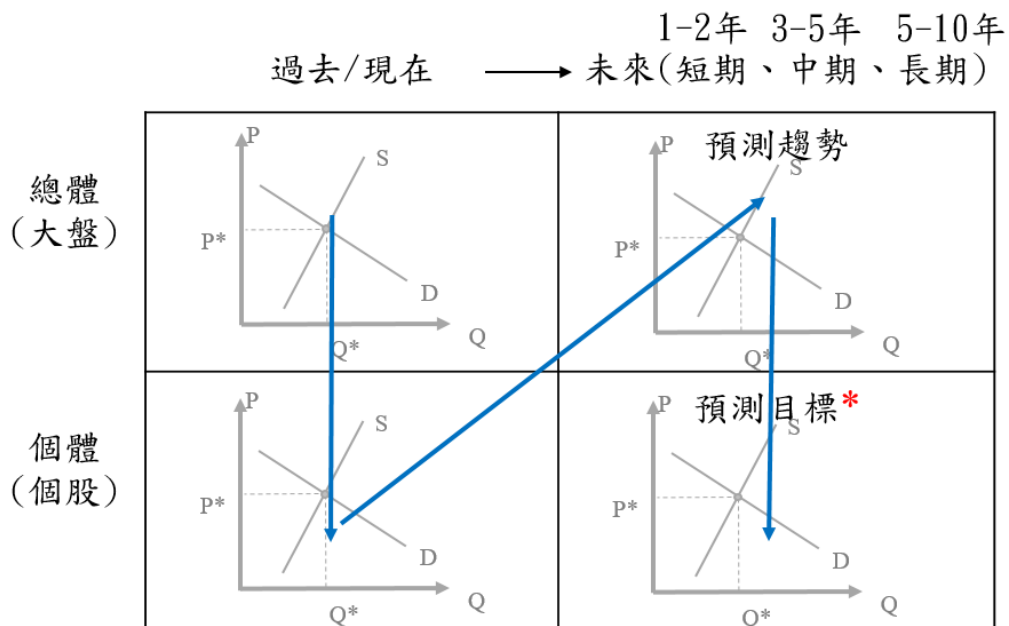
購屋者(D):主要受到景氣影響，消費(自住)約佔 70%，考量長期；投資約佔 30%，關心短期資金周轉。資料來源是從過去累積十年的每季需求動向調查問卷。



供給者(S):新屋為流量，供給者大致上是開發商、建商、地主、政府、投資客、代銷業者等，約佔 20%，因為不景氣導致餘屋仍在拍賣，新推案少；中古屋為存量，供給者有自住房屋者(例如:換屋)、仲介業者，約佔 80%，資料較容易取得。

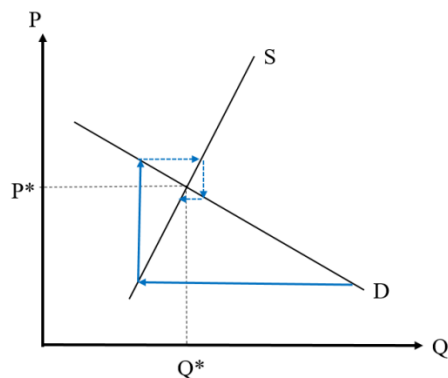


四象限圖: 個案主要來源為一手資料；總體主要來源為二手資料。



老師:價量的互動關係，如同預售屋領先於中古屋，期貨理論用於支持期貨高於與現貨價格關係，預售屋會高於成屋價格，因為產品的預期收益要扣掉風險，如果預售屋價格低於成屋時，建商會改成先建後售。根據志揚的研究，從 2012 年到 2014 年台北市相同品質的預售屋和成屋平均價差約為 30%。預售屋訂價主要受到景氣、持有成本和風險的影響，還會受到建商品質影響，景氣不好時預售屋和成屋的價差較小，兩者價格接近。預售屋早期被開發商作為融資工具，相比於成屋的優勢為量身訂做產品。同學可以參考成屋市場與預售屋市場價量關係研究(花敬群)以及白金安論文。

根據蛛網理論，價量之間的關係為—量先價行。兩者受到市場資訊透明度影響約有 1-2 年時間落差，價量循環原理為為:量縮→價跌→價跌量增→價格增加。



尚華:根據最近的國泰新推個案的價量時間序列關係，感覺上好像是價先量行，我認為實務上在不景氣時可能產生這種情況，因為建商會以低價促進成交量；相反的，在景氣時會受到追價現象所導致。推測有可能是受到新成屋資料的本身品質影響。

老師:新推個案呈現的價量關係主要受到檢驗嚴謹度和資料品質影響。基本上都是量先價行，若要主張採用價先量行，表示降價有理，則需要再有更嚴謹的理論依據或支持。

怡安:我認為價先量行的價，指的是有成交量的價，沒有成交量的價格不算。

老師:價先量行的意思是說先有降價(讓利)，才有有量的出現。價量是不斷不斷循環的動態過程。

尚華:在市場分析時我們(代銷業者)比較注重坪數定位、客層定位分析，因為如果產品定位錯誤的話，整個案子就會完蛋。

老師:市場分析的目的是了解市場行為，也就是所謂的市場之尺，觀察透過看不見的手所產生的現象，由過去和現在推測未來，現有的市場分析多數只針對現在。

從供給者的角度來看，市場分析分為兩個:產品定位和產品定價。房地產市場產品定位的核心為坪數，因為基地單價受到周圍或行政區影響而鎖

定價格區間，坪數會影響到總價。另外，產品坪數採用組合或是單一集中哪種比較好？組合越多吸引到的潛在客群越多，但是組合越多的不是好的產品，因為住戶不是同質性，導致價格拉不高。決定產品定位之後才是定價，決定公設比、建材……等。

承祐：價與量的變化具有不確定性，針對未來不確定(可能往上、往下或是持平)，因為不知道所以等待量先走，之後反映價格，再到量的增加，這段過程之間有時差。另外，市場上有高、中、低價位的住宅，如果只靠單一加總結果衡量容易導致偏誤。在韓國，高齡化現象也會與價量有相關性。

老師：房地產投資是在掌握預測行為，現有的市場調查偏向個案的供給者市調，尚未重視消費者的需求，存在供給者導向的盲點需要解決。針對市高、中、低價住宅的價格偏誤，可以透過區隔次市場來改善。

志揚：我覺得次市場界定是以考慮的主題來區分，次市場的定義多數是以產品或是價位區分，至於實際上要如何界定比較困難。

老師：次市場劃分時主要考量門檻值如何區分，是一個相對的標準，選擇劃分結果比較好的，回應到市場分析尚未有標準化。次市場劃分的過程由總體逐漸朝向針對個案研究，但是區分越細所得資訊會越少，是現在面臨的突破困境。

承祐：市場分析可以分成不同的層次，範圍最小的是 Location analysis 只針對標的物(ex:店面)周邊進行分析；範圍最大的是跨國投資，必須考量到總體經濟造成的影響。

老師：跨國投資的背景有很多種，例如：美國的 QE、到大陸投資……等，牽涉到資金流動和國際間的關係。目前房地產市場分析比較針對國內進行討論，像是再細分成延後消費和提前消費兩種，而且消費市場為剛性需求，比較不受到跨國資金影響。

老師：房地產市場上流量(例如：代銷市場)約佔 3%-5%；存量佔約 95%-97%，市場以存量為主，流量與存量可以用來分析新屋和中古屋之間的互動關係。

承祐：韓國的預售屋以前的消費者都是住在 4 或是 8 公里以內才會買，現在因為有透過標準化，使得潛在投資者為全國性。

老師：北京的打房政策是用法律限制在地人才能買。回到這次的討論主題，還是要先從了解目標市場開始。

怡安：想請問一下老師，中古屋市場的買方是誰？看起來大樓的買方主要是自住或出租者；公寓有相較於大樓更有都市更新開發潛力，主要是開發商或建商在買？因為老舊公寓受銀行貸款期限(Ex: 華夏 30 年、公寓 15 年)壓縮似乎導致自住或出租者很少，主要都是開發商或建商在買。

老師：老舊公寓的交易資訊可以透過實價登錄取得。早期研究發現在屋齡 20 至 30 年之後價格開始上揚，與預期效用不符，推測老舊公寓的價格是受到預期心理影響導致，現在則因為都市更新無望，進而導致價格下跌。

## 【文章討論】

導讀 DEAN H. GATZLAFF & DOGAN TIRTIROGLU (1995). Real Estate Market Efficiency: Issues and Evidence

報告人：張芳瑋

文章摘要：

市場有效假說分為以下三類：

1. 弱式效率 (Weak Form Efficiency)：目前價格已充分反映了過去價格所提供的各項情報。
2. 半強式效率 (Semi-Strong Form Efficiency)：目前價格已充分反應了所有公開資訊。
3. 強式效率 (Strong Form Efficiency)：目前價格充分反應了所有已公開和未公開之所有情報。

不動產市場具有交易成本大、進入門檻高、不可分割、低流動性和訊息不透明等特性，導致市場運作無效率(inefficiency)、不完美(imperfection)，使得價格不能完全且合理的反應出市場缺陷，難以使用模型估出均衡價格。

老師：很多分析的前提假設都是市場是有效率的，就像地租理論會假設單一市中心一樣，實際上不動產市場絕對效率不存在，弱勢效率勉強存在。REITs 的訊息最多；土地交易訊息最少。

老師：假設會影響到結果，假說(hypothesis)的目的是在驗證說法是否成立；假設(assumption)則是強調前提條件，而實證結果應該回應到理論對話。過去有很多美國的文章在討論效率市場，需要反省台灣的市場是否符合，能不能適用。與美國的 Zillow 網站相比，台灣近幾年來才有資訊公開 ex:實價登錄、好時價的出現，台灣資訊不透明導致訊息有價，市場容易受開發商主導，針對效率市場假說的驗證方法台灣目前還沒有明確檢定，目前只能從行為決定。

志揚：根據林沛靜老師(1998)預售屋與成屋住宅價格關係之分析---市場效率之驗證的結論，台灣住宅市場是沒有效率的。

怡安：我覺得不動產市場是相對沒有效率，相對沒有效率是因為受到政策影響，因為政府控管較多(ex:利率、貸款)、還有資訊不透明，使得房地產市場比股票市場無效率。

承祐：房價資訊有落差，使得人們無法依照最合理行動。

老師：透過政府管制(交易成本)的效率、資訊透明化，提升市場運作效率、讓市場的預測能力更強，減少無謂損失得到最佳解，避免空屋、餘屋造成資源浪費。效率市場的理論背後隱含著研究者需要洞察市場變化。

## 【個案調查】

實務界市場分析的做法？ 從土地開發至銷售

報告人：李尚華

中正區信義路二段都更開發案(新美齊公司)

一、價格分析--市場之尺

(一) 土地開發分析

(二) 財務分析

(三) 周邊個案價格分析

二、產品定位分析—想像消費者心中之尺

區域市場分析——坪數定位、總價與銷售率分析

三、消費客層分析—想像消費者心中之尺

1. 消費者購屋動機分析:首購、換屋及置產

2. 消費者購屋職業別分析:自營商及金融業

3. 坪數建議及總價

四、個案檢討

產品定位重新規劃—修正坪數定位

老師:預售屋相對於成屋有優先選擇權，可以先選擇偏好的樓層、面積、座向、格局。市場分析影響銷售風險的程度重於廣告，一個好的市場分析能夠減少決策問題，但是投入市場分析的資源比例常常過少。現在的分析都偏向從供給者的角度看市場，缺乏需求者導向的探討。

承祐:在韓國，建案需要給政府審查，再由政府決定價格。