

房地產投資與決策分析第六次上課紀錄

時間：2017.4.11(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：楊博宇

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：房地產投資時機/歷史背景/景氣

老師：這幾個禮拜我們將分別討論房地產市場的產品、時機、區位、價格及管理維護。房地產並非單純賺錢獲利，也有使用的效益，故不是單純投資財，使市場有更多變化。投資注重的是現在與未來，也就是對未來不確定性的討論。因此討論時機是相當重要的，怎樣是好時機？可以從過往發展趨勢及波動來討論。台灣房地產之前有四個較大的波動，對於歷史的了解，可以幫助我們從過去歷史推測未來，看重複的事件是否發生或是會有結構性改變 (structural change)。

老師：台灣過去四次房價高漲，第一次是 1973~74 年(民國 62~63 年)石油危機，油價大漲帶動物價大漲。房價也因此大漲，然而房價與物價漲幅差不多。第二次則是 1979~80 年(民國 68~69 年) 第二次石油危機，也是石油上漲帶動物價上漲，但這次房價漲得比物價多。這其中有民眾的心理因素，因為有上一次的經驗，想買房保值。前兩次都是外生因素，第三次則是 1987~89 年(民國 76~78 年)，這次是為何？

博宇：國內政經局勢穩定，游資過多。

老師：游資過多的原因是甚麼？游資過多是個表象。1987 年是個轉捩點，那時候全民炒股買房，房地產一日三價，市場上瀰漫投機心理。股票房地產市場互相交錯影響，背後的原因是？

若瑩：解嚴。

尚華：國內投資管道有限，沒有收益更好的投資標的。

老師：政治局勢的改變或許有關，但重點是為何這時候游資充斥？主要原因是公共設施保留地的徵收。以往都市計畫的公共設施保留在一定期限內沒徵收要解編。當時政府開始徵收，因此印鈔票，貨幣供給跟著增加。這裡是貨幣供給

面的分析。游資也因此產生，過多資金使民眾炒股買房，股票從 2000 點漲到 12000 點。如同以前三七五減租，地主領得補償後將金錢投入商業活動，轉變為中小企業主，促進經濟發展。

老師：第四次是 2003 年 SARS 以後，以短期來看 SARS 時交易量極低。長期則是因為沉悶了 13 年。由於 13 年前漲太多了，後續房市上漲幅度有限。即便政府想救市，提出土增稅減半徵收，優惠貸款等政策也刺激不了。市場悶太久，景氣循環帶動這波復甦。在 2008 年時金融海嘯，房市稍微下跌，後又上漲。

若瑩：因為政府救市。

老師：金融海嘯後，全球都在救市，像美國量化寬鬆(QE)等。另一重點是利率下降，以前利率 10%，現在 1%，使投資客更好操作。2014 年有人說是因為張老師打的，實際上房地產漲 12 年太多太久了，持有成本一拉高房價也就下來。我們從這 50 年歷史因素看到房市擴張期短收縮期長。

尚華：2008 年應該算政策影響而不是景氣循環。

老師：大家追漲不追跌，跌的時候又不認輸。因此 2008 房市下來之後又往上走，投資人認為不合理後還會不合理。2017 年以後會如何？這幾天說量出來了，究竟是做多業配還是真實情形。過去資訊蒙蔽現在稍微透明，但也不是完全透明，未來就是不確定性，可以掌握一些但不一定能掌握全部。我們可以從過往供需價量隱約掌握趨勢及民眾預期心理。分析工具可以從股票市場應用延伸到房產。但兩個市場又有不同，專家學者如何觀察建立指標，影響的是對未來掌握到甚麼程度。像天氣預報是機率，雖然不能完全掌握但可以討論。至於機率可以多科學化還需要調整。房地產是一生最貴的投資，故時機要做功課，看衰時做保守的操作。影響決策的因素是風險與報酬，房地產因為貴，所以看重驅避風險。

老師：預測模型的建立，我最早是做時間序列的研究。事件在每一段時間點都有不一樣影響，大家記憶有限。每個人經驗不同，有人沒經歷過低檔因此認為會一直高。但是未來不可能一直高，特別是利率不會一直維持低檔。現在游資也吸到美國去，或是到公共建設。如何掌握時機就是要討論的，短期掌握較簡單，例如我們的國泰指數。

尚華：高利率對房市是負面影響嗎？高利率也是因為景氣好或通膨。這對房市是有幫助的。過往高點利率也高。

老師：利率高也代表資金成本增加，所有東西不是單一因素影響的。現在利率是往下走的，經濟景氣也較差。不能只看單一個指標。

承祐：景氣循環有兩個矛盾，一是長期趨勢是往上的，因此民眾不會覺得會跌價。二是循環無法準確預測。

老師：過去上漲，但我認為有漲有跌，不會有只漲不跌的產品。即便經濟長期往上，但經濟成長也是緩慢上漲。市場上看不見的手是隱約的動態是存在的，未來雖然不能完全預測，但掌握也是要更精準，減少誤差判斷，以減少經濟的無謂損失(Deadweight loss)。

承祐：國泰跟信義指數不一樣，不同方法會提出不同指數，各人用各自的方法得出不同指數。但指數是平均，投資者的標的與平均不一定是相同的。

老師：首先國泰與信義的標的不同，一個是新成屋一個是中古屋。然而越有公信力越多人買單。有一問題是資訊經過選擇後皆露，有人會想負面的就不要講。像之前景氣案，因為經濟走下坡，立委認為一直唱衰就收掉了。現在就變民間在做。我們好時價最近蒐集新聞，很多都是看好房市的，但無法掌握業配的比例，可見多空交戰各說各話。我們不能說不能準確預測就不做了，要以事實為基礎對房地產市場預測。

老師：上次上課討論到房地產投資是否與居住正義有衝突?這堂課是從個體角度出發。關於房地產投資這件事，商院跟社科院或許有不同想法，這也有意識形態的對照。我們觀察現象還是多少要討論到意識形態。現在社會是偏右甚至極右。意識形態是相對的，即便希望修正至中間偏右，但對右派而言他們還是會說這是左。

若瑩：我認為房市現況就是先進場先得到，投資需求與消費需求混雜一起。當個體理性集合就變集體不理性，導致外部性。因為投資比重的增加消費需求也被影響，最後變集體瘋狂。

老師：首先，個體理性是不是就是集體不理性?我的假設是大家都想住舒服又能賺錢。先進場先得到，後面就不應該進場，這部分可能是資訊的不透明，政府要引導他們。其次，外部性問題就是要外部介入，現在台灣不只市場失靈也有政府失靈。在政府管制與市場機制不斷的反覆拉扯過程，我覺得有可能減少外部性。同時消費與投資都存在，由個體理性減少集體的非理性。

老師：如何讓更多人分享房地產的利益，讓買房地產變成利人利己的行為，從有土斯有財變利人利己。例如買好建商的房子讓好建商出頭，可以賺到錢又能分享給大家。回到向左向右的討論，美國也是中間偏右，不過他們強調大家賺錢的同時持有成本也相對高。要投資的就在REITS股票投資。台灣的問題就是不分出投資跟自住而造成的管制上的偏差，還是有改進空間。我們也不一定要像德國那麼偏左用刑罰控制。左右衝突是世界皆的，例如英國也是換個政黨就有不同路線。我認為台灣住宅政策的問題是沒中心思想，一下左一下右。

若瑩：我們這代人是抱著不一樣目的找標的，每個世代面對的房地產都不一樣。

老師：未來也是有可能改變的，當然如果我們能改變未來就更好。我進市政府也是因為有個改變社會的機會，不必再狗吠火車，進公部門後我也發現公務員也都很優秀可以改變社會。我接到郝市長電話後到上任之前提出五大目標，都市更新、居住正義、NGO 公民社會參與、專業評估專業先於政治及都市品味。因此我成立六個專業小組(將居住正義分成出租住宅及健全房市兩部份)，開始推動。

老師：甚麼叫居住正義？每個人的居住正義不一樣，我認為健全市場就是。所謂的理想只是口號，實踐是王道。之前都只是口號，但要怎麼落實？像是被稱為「張八條」的規範，我要求業者講要有所本，並請地政局專門委員每個禮拜呈報並稽查。另一個是拉高房屋稅。有人說持有成本從幾十萬變上百萬，但他們房子是上億的。以前豪宅稅低不痛不癢，還有人會說怎麼沒課他豪宅稅，課了反而認證是豪宅。現在因為稅重就減少這種情形了。市長同意我的作法是因為我只打 2% 的人。現在有屋族中一般蝸牛及無殼蝸牛佔了 80%，他們反而是弱勢。原本想針對 20% 的多屋，張盛和說影響範圍太廣了有困難。因此一路從 20% 到 10% 修正到最後第四戶以上的 2%。議會雖然不接受，但剛好要選舉就過了。

老師：學者該做的，是理想堅持、作法務實、尊重專業。我為市府建立作業流程，提出不同方案再呈報給府裡，讓他們選擇。我很幸運是上任前說的目標逐步在落實。

【文章討論】

導讀

Malpezzi, Stephen, and Susan Wachter (2002). "The role of speculation in real estate cycles."

投機行為在房地產景氣週期中的作用

報告人：麥怡安

文章摘要：

1. 房地產市場的投機行為是週期的主要動力？
2. 研究調查「投機」在房地產週期中的作用
3. 透過反應價格變化與投機的延遲供給模型可觀察到其足以產生景氣循環
4. 價格的波動與供給條件密切相關
5. 「投機」的影響程度取決於供給條件（供給彈性）

心得與討論：

怡安：房地產牽扯到居住的權利及消費，政府好像有涉入必要。之前房價高時有一派說法是容積管制太嚴造成供給不足。台灣應該要思考怎麼做合適的房地產管理。

承祐：以前做過很像的研究，也是用計量分析泡沫，但也有不動產的老師依過往經驗判斷認為不可信。

老師：這是模擬結果，對於理論推導也是值得學習的。同學可以多去學習另一種方法，增加分析工具。熟習工具後，再將模擬結果與實證比較得出結論。這篇的邏輯是有的，也有實務上的經驗。假設合理，結論在美國也吻合。當然實務會更複雜，因為有更多現象。可以先從簡單的現象分析，漸漸增加不同因素變複雜。博班學生要更嚴謹並更有說服力，不只是實證，fundamental 的理論也是很重要的。最早花敬群做投機行為研究，我們怎麼定義投機的？時間是其中之一。像房地合一稅就是持有到一定時間就降稅，持有一到兩年稅率高，後面降下來。但有些是財團的政治角力結果，不一定是學術推導，這是較可惜的。美國經驗可以應用於台灣。一個好的 paper 就是在理論基礎下對各地區相應情形做變型。各位可以多學習更多方法，豐富視野。

【個案報告】

桃園市社會住宅

報告人：黃麟雅

報告摘要：

1. 政策背景
2. 多元化供給
3. 公有地自辦興建社會住宅
4. 規劃構想
5. 案例介紹

心得與討論：

承祐：裡面有三成弱勢，他們租約是三年一期最高可續約至九年。九年以後那些若是怎麼辦？

老師：服務一部分就會犧牲另一部份，政府要廣泛服務到眾多社會弱勢。如何找到之間的平衡點，或是做時間的調整也是課題。

怡安：過去國宅是管理問題，管理不善帶來標籤化。一般社區是區權會決策後再給管委會執行。但社會住宅沒有，租戶可能就是過客心態，九年住完就走也較無心思維護。日後若沒組成委員會的話，去標籤化是否就會失效？

老師：這是公有財產，要怎麼管理還是有租屋合約。這與買賣產生的區權會是不同邏輯，但我們一樣可以統一管理。怡潔是做公共住宅對房價的研究。

怡潔：公共住宅可分成四類，舊的像是出售國宅、出租國宅、整建住宅、以及新的公營住宅。其中出租國宅對房價的影響較是明顯的負面，因為流動率高對社區認同感也較低，與社會印象相似。出售國宅實證結果較沒影響。新的公營住宅則是可以有效改善周邊環境，規劃時對鄰里配置也是有考量。反而有對周圍房價有正向影響。個案結果的調查也是顯示新建公營住宅的對房價有提升。至於住戶住進來後是否有影響是沒有顯著效果，但不是負面影響。可能因為目前時間不夠長的關係以及民眾觀望的態度。

承祐：誰管理的？這裡居民嗎？

老師：政府管理的，無論是委託外面或自己管理。邏輯上是自己財產自己管理，就像是房東在管。費用多少則是另一回事。

若瑩：桃園推的蠻積極的，後續還有很多正在持續進行。桃園算台灣都會區中少數還再成長的，這可以給台北市公營住宅的對照。之前常討論的是租期與租金的問題。規劃構想租金約為市價打八折，是以哪個房屋的市價八折？依這種建案水準，能住進去的也是要有一定薪資水平。這樣到底是嘉惠到哪種族群？弱勢是否真的住得進去？

尚華：自償性也有疑慮，現在市面租金收益大多 2%，打八折也變 1%，很難維持下去。

珮慈：過去都是供給面的補貼，我覺得可以對需求面作補貼

老師：多元補貼的方式也是另一種方法。現在社會住宅越蓋越好，甚至超越一般人居住環境。導致的高維護成本合理嗎？如此還要其他人去補貼他們。現在是拿弱勢者做示範對象，但政府不該拿弱勢炫耀，真的弱勢反而住不進去。住者適其屋，究竟是誰需要被幫助？弱勢族群只要一般房子，政府卻給豪華級智慧型綠建築住宅。我們需要的社會住宅不用比民間更突出，而是要看不出來有甚麼差別。現在是 over design，首長心態上認為如此就能展現自己相當照顧弱勢。例如南機場國宅當初是頂級的示範區，配有抽水馬桶。但因為維護成本等原因讓居住環境變得不佳。住者如何適其屋，這是心態上需要的轉變。並沒有一個 perfect solution，但我們應該要討論。政府的補助並不是無止境的，以房地產角度來看，幫助年輕人有房住是好的，至於住到何種程度的房屋也是一個課題。