

## 房地產投資與決策分析第五次上課紀錄

時間：2018.10.16(二) 9:00~12:00

地點：政大綜合院館南棟 270622 室

教授：張金鶚 老師

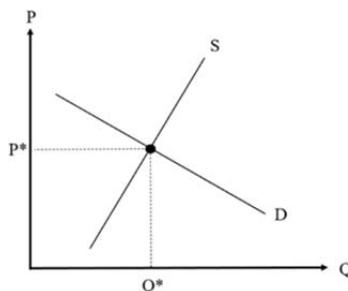
紀錄：鍾之琦

出席：張金鶚老師、王怡文、劉昱辰、黃子彤、吳彥葶、陳珮蓉、劉佳欣、  
蔡宜錚、林冠穎、楊元宜、楊恭豪、林哲安、張少綺、鍾之琦、李一勤、  
秦子媛、黃暄雅、柴又瑄、劉文驤、葛思昊

老師：我們上禮拜講投資的架構、十個步驟等等的想法，如果你要進場的話要怎麼進場，投資不只是理論、實務，還有實務的操作，顯然關鍵的想法是先認識自己的心中之尺，當然你們現在不一定可以完全的搞定，可是至少要覺得這是要下功夫做功課的，心中之尺不會是天上掉下來的，要從過去的經驗還有現在的狀況等等，去慢慢地確認自己的心中之尺，那當然這是不斷地在磨練。

老師：今天主要講另外一個情形—如何了解市場之尺，市場之尺與心中之尺兩個交集才能做投資決策，市場之尺可以透過市場分析，問題是市場分析怎麼做？那市場分析架構如何？怎樣去操作市場分析這件事情？那大家來想想看。

老師：一開始我們講市場分析，市場在討論有交點的地方，那 market 的核心在討論什麼呢？你們覺得呢？市場分析大概在談論哪幾個重要的元素？我想大家應該不難理解，市場分析其實是在討論這個圖，從這個圖來看市場分析在談的就是所謂的供需價量，從這個圖來了解現在是不是達到這個均衡點，市場的均衡點一定達不到，他不斷地接近或是在遠離，慢慢地收斂或慢慢地發散，那現在市場的供需價量在哪裡？市場分析就是在講這件事情。



老師：從市場分析角度來看，就要先了解到底什麼是供給？供給是哪裡？供給有

多少？那另一個角度就是需求有多少？需求在哪裡？怎麼樣掌握需求？當了解供需之後，那現在到底是供過於求還是供不應求，若供過於求，市場的價格就要下跌，數量就要減少，供不應求就要數量增加、價格上升。第一個重要的點是你要怎麼抓住市場的供給和需求，來了解市場。坦白來說，市場的供給、需求並不是容易找到，但你要怎麼找，想辦法的去找出來，找出來的結果就是了解供過於求跟供不應求。

老師：第二個顯然要看到另外一個市場分析的角度，供給與需求是：供給者與需求者、供給量與需求量、供給價與需求價，價量之間的情形又要問，到底價格數量是多少，那價量關係是什麼，那價跟量的互動情況下，到底是量先價行還是價先量行，我們要從這些東西來了解市場，所以我們講市場分析，就是在了解供需價量。當然這裡沒有談到質，顯然市場從另外一個很重要的角度來看是次市場，次市場(submarket)是什麼意思？為什麼要講次市場而不講市場？股票市場很少強調次市場，但房地產市場一定要講次市場，那次市場定義是什麼？我們第一節有講過，次市場的關鍵點就是替代性，當替代性很強的時候，就是同個次市場，替代性很弱的时候，就不是同個次市場，如果我們把不相干的放在同個次市場來看的話，供需價量是被扭曲的，我常舉一個簡單的例子，當台北市供不應求，高雄市供過於求，台北加高雄供需均衡，顯然這個市場分析是扭曲的，所以那個次市場要怎麼劃分，次市場不只講 location，當然預售屋與成屋也是兩個次市場，這中間的替代性如何？那坪數大小呢？

老師：當然也可能說從另外一個角度來看，有錢的市場與沒有錢的市場，租賃市場跟自有市場，要租房子的人不會去買房子，要買房子的人不會去租房子是真的嗎？轉租為買、轉買為租？這背後可以看到市場是怎麼樣去界定次市場，你會發現到市場分析碰到的第一個核心關鍵是什麼？是怎麼樣界定市場的範圍 (boundary)，當你市場的範圍界定的不好的話，你會發現供需價量是扭曲的。所以第一個步驟是怎麼樣去界定你的市場範圍。那這些東西怎麼去做呢？實務上怎麼操作呢？

老師：當你知道你的市場分析越來越小範圍的時候，越能反映出現在市場的狀況，那又隱含了另一個講法，大市場與小市場，總體市場與個體市場之間的關係，個案是看個體的場的核心，總體市場是 background，如果分析一個小 case，你的總體市場的 boundary 在哪裡？如果分析 101 大樓那你的 boundary 又放在哪裡？換句話說，誰是可能的買家、賣家，所以大小市場之間的 boundary 如何界定，有答案嗎？意思你說如果市場範圍界定不好，我剛強調那個供需價量是扭曲的，所以講到市場分析，第一個步驟一定要

知道總體市場的範圍在哪裡？個體市場的範圍在哪裡？你們覺得好解嗎？  
怎麼樣進入範圍？

元宜：最實務的方式應該是行政區的界定，行政區的範圍應該要用其他的方式，  
比如說看資料的內涵有沒有相關的變化。

老師：你剛剛講行政區的範圍，談到個案業者在做市場分析的時候，不管從買方、  
賣方的角度來看一定有所謂的 target group，買方在搜尋哪裡？比如說  
在找文山區的房子，有時候又會問，這樣找文山區的市場範圍是不是太大  
或太小？

元宜：如果從個案來看的話，我覺得文山區對總體來說會太小，個體又太大。

老師：你覺得應該要如何 adjust？

元宜：總體從通勤時間來看，就是一個人尖峰時段最多可以忍受多遠的通行距  
離。

老師：這個沒有絕對的答案，從另一個角度來看，市場範圍是找出這個個案到底  
誰是買主，誰會來買的情況下要把它涵蓋起來，文山區二期重劃區的一個  
案子出來到底誰會來買，也許是在地客，那在地客跟外來客的比例多少？  
市場範圍大概不會抓到百分之百的買主，但至少抓到主力客群，或者反  
過來講，你要去搜尋的主力範圍在哪裡？購屋者的市場範圍當然就是你的  
市場範圍，就是這裡所分析的供給、需求，供給通常比較簡單，先確定個  
體市場範圍再來想總體，個體範圍來看就是有多少個競爭個案，誰是競爭  
對象？賣的情況如何？好時價談到，房子多少公尺之內有多少的競爭個  
案。

老師：行政區當然是是一種，行政區的好處大概是從需求者來看，供給者的市場  
範圍就是看相似個案，相似是什麼意思？有價格相似、產品相似、坪數大  
小，當然也可以說總價或單價，相似的背後含義還有相近，是相似還是相  
近重要？當然沒有答案，不過通常相似又相近的事影響力最大的。在談估  
價的時候，比較案例的選擇怎麼挑，穎慧老師的博士論文就是怎麼樣找到  
相似個案，如果估價師只是隨便亂挑，那要調整是很難的，可是有沒有一  
個很科學的方式去挑，比方說建立一個 model 找出相似個案？這跟與直覺  
去挑，顯然是有差距的。這些意思都是在講如何界定市場範圍，我一直強  
調房地產本來就是個科學與藝術，大家都希望越多科學少點藝術，越多客  
觀少點主觀，但主觀絕對跑不掉的，所以心中之尺跟市場之間不斷有  
interaction。當然要看你這個案子是什麼樣的產品，規模大小、價格，  
誰是 buyer，在產品定位的時候應該先釐清市場範圍在哪裡，所以建商與  
代銷業者打廣告不是亂打的，打廣告要看到客群的特色，都牽涉到市場範

圍分析的概念，所以要問總體與個體意義在哪裡？當總體與個體發生衝突的時候選擇什麼？意思說，當這個個案大家都說很好，但大環境不好，你買不買？大環境與小環境衝突的時候怎麼辦？你們覺得呢？

少綺：請問是要買來消費的還是買來投資的？

老師：好問題，你覺得呢？

少綺：如果是要買來消費的，那我覺得舒服、符合心中之尺，那我就會買，但是如果是要拿來投資的，那我會把大環境的比例看重一點，如果大家都說不好，那我應該不會把它當作投資標的，因為投資屬於市場之尺。

老師：所以你說小環境不好你也會買？

少綺：他們那樣講一定有原因，但如果我評估過後我覺得對我來說不嚴重，我又喜歡的話，那我是會買的。

老師：意思說，如果純消費的話，如果你的大小環境衝突，你不在乎。那當然這很理想的，意思說你很堅持自己的心中之尺。純消費，我們會覺得我不在乎房子是否增值？或者外人眼光如何？當然這沒有答案，大家自己去了解這樣的關係。反過來想，買股票是看個股還是大盤？當大盤上漲，個股下跌，你會怎麼樣？或者大盤破萬點，個股還不錯，你敢不敢進場？若投資的角度來看你覺得呢？

少綺：投資的話我就不會進場

老師：意思說個體比較重要。我的意思說你買個體的單還是大盤的單？我一直強調當沒有衝突的時候都不是問題，衝突才是決策的核心，從這個角度來說，買股票大概不會要買大盤，要買個股，因為你無法做投資組合，意思是，小環境是比大環境重要的。

老師：你講的也沒錯，主要投資的話，一定是小環境比大環境重要，消費為主的話相對個體不那麼重要，但還是很重要，我的意思是不論投資或投資的狀況下，個體環境的重要性遠大於總體環境的重要性，當然要再去推敲背後隱含的意思，因為真正的房地產市場來講，個體生活環境重要，趨勢脈絡相對沒那麼重要，隱含的在 argue 現在很多人在談現在房地產景氣不景氣，這是 over adjustment，所以當總體環境和個體環境衝突的時候，是會選擇個體環境的。

老師：同樣再問，當需求供給發生衝突你會選擇哪個？這當然有點怪異，當然供需兩個都要看，當市場上業者做很好，需求端覺得不太好，跟需求端覺得很熱，供給不太好。我記得我蘋果那篇寫過，「住宅需求的困境與因應」，意思是房地產市場需求比供給重要，因為房子最後是需求端去買的，當然每個東西都是需求端去買，但房子更因為他的昂貴性，而且消費為主的情

況下，需求來的比供給重要，當然這是一個角度來說。也回到剛剛所說需求端的講法，比較符合心中之尺，供給端比較強調市場之尺的概念，所以這個東西的講法隱含不動產市場的市場分析跟其他市場的市場分析要怎麼做，或者怎麼去了解市場。第一個步驟就是劃定範圍，劃定的好不好隱含著供需價量能否真實反應市場上所需要的，對次市場的掌握是很重要的關鍵，有一種是從供給者、需求者去切出的市場，有什麼差別？供給者切出的市場叫市場區隔，包含高中低價位，大小坪數等等，需求者切出的市場叫市場分隔，包含人口、家戶、所得等，當市場分析的時候應該想辦法切細一點，越細才能夠不被干擾的去了解可能性、替代性如何，坦白說市場分析不好做，沒有那麼嚴格的架構，這裡面經驗法則很多，所以建商、仲介業者大概都很清楚怎麼抓，所以這邊就在問，影響房地產市場供給是哪些因素？影響房地產市場需求是哪些因素？

佳欣：這個地區的房價，周邊的公共設施機能，坪數、價錢

老師：哲安你覺得呢？

哲安：我可以想一下嗎？

文驤：土地有限。

老師：土地是最主要的供給，現在以都更去找地，土地一定是供給的核心。另外供給者當然看資金，有地有錢才會去供給，供給者也看他的競爭個案有多少。房價是市場供需的結果。那需求的主要關鍵是什麼呢？

之琦：根據需求的定義是有意願有能力有意願買房子的人，所以我覺得有能力指的是有負擔能力（所得）

老師：我們真的是用所得買房子嗎？為什麼房價所得比那麼高還能買房子？所得是流量，資產是存量，意思說，不是用經常收入的所得去買房子，我是用原本的房子去買另一房子。然後呢？

之琦：還有願不願意進場去買房子，有沒有買房子的需求？

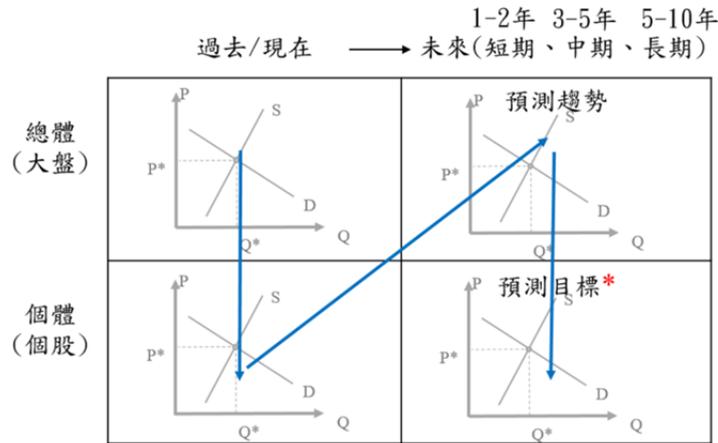
老師：左邊放量價，那右邊放什麼影響因素？所得其實也不太好衡量，所得分為經常性所得與恆常性所得。因為 20 年的負擔能力不是靠現在的所得買，所得隨時間變化成長，我們會從家庭結構等將經常性所得轉換為恆常性所得。那還有什麼關鍵？

子媛：家庭的組成也是一個因素，小家庭與三代同堂在選擇時會有差，社會觀念也有差，比方華人的有土斯有財的觀念。

老師：從家戶數量來看對房子的需求，那家戶是怎麼樣的家戶？住宅裡面談到家戶(Household)不談家庭(Family)。需求看偏好，偏好是一個很重要的討論，要去了解市場上消費者偏好在哪裡，偏好到底是供給者帶動還是需求

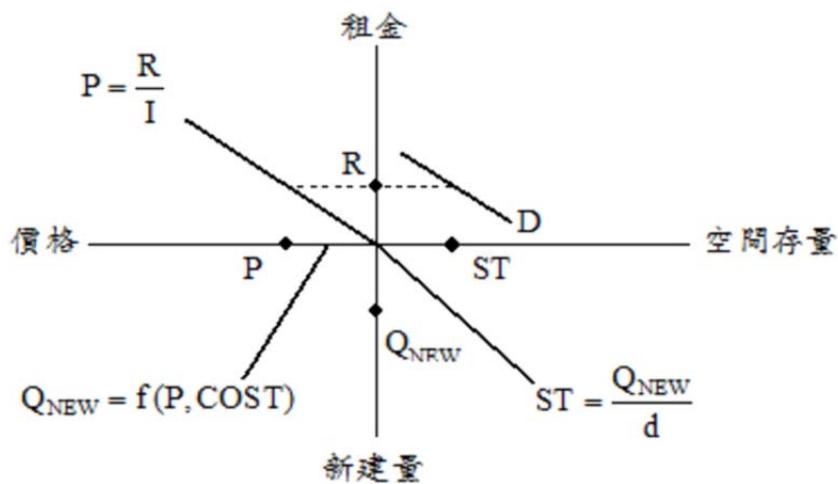
者帶動，不過台灣通常是需求來帶動。當然還有其他因素，這些因素應該一起來解，用單因素來解會造成偏誤。

老師：回到課本上所提到的四象限，來分析個體市場的未來到底是供過於求或供不應求。



老師：另外講價格彈性，當價格變動的時候對住宅需求會變動多少，所得彈性，所得增加百分之一住宅需求增加百分之多少，價跟所得之間的關係到底如何？這些影響是關鍵的，看這些關鍵因素的變動就可以掌握市場。

老師：首先要先做分析的結論，小環境通常要做一手資料，大環境做二手資料，供給常常用建照數量（領先指標）、使照數量，從這裡面慢慢去了解供需價量。這背後隱含流量分析，存量流量的關係是什麼？也隱含預售屋成屋的價格，流量價格與存量價格的變化關係如何？存量當然大於流量，我們有一個存量流量模型，來探討市場的存量、租金、價格、資本還原率、成本的互動關係。



老師：另外，你覺得量先價行還是價先量行？

又瑄：我覺得兩者是互相影響，沒有一定誰影響誰，要看當時景氣狀況決定

老師：這是一個保守說法，那股票市場是哪一種？看分析師講法大多是量先價行，有量才有價。市場是不是效率市場？就是在談價量關係，那價量關係是什麼關係？房地產市場大約也類似股票市場屬於量先價行。

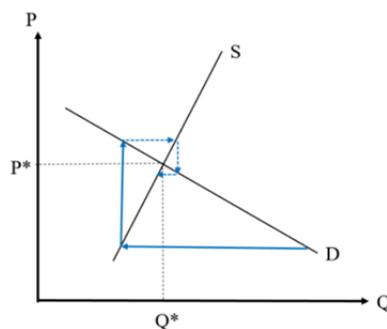
老師：價量俱漲在房地產叫景氣，價量俱跌叫不景氣，那價量衝突的時候呢？這是有可能的，價漲可能會惜售或量出不來造成量跌。那台灣現在房地產市場如何？

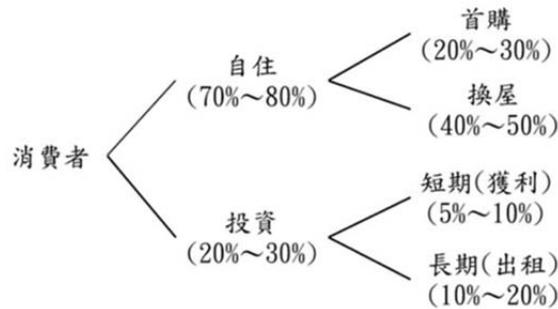
文驤：價跌量縮。

老師：價開始慢慢恢復，量還沒出來，那也要看是新成屋還是中古屋市場，另外國泰指數多分析新成屋。那什麼是買方市場？賣方市場？現在看起來好像比較偏向買方市場，到底背後隱含的價量關係是什麼，市場的動能是什麼走法？。如圖。課本第 96、97 頁的圖隱含了房地產市場大約是量先價行的邏輯，但每個小市場不太一樣，因為房地產價格具有僵固性，所以量縮才引發假跌，很少在市場不好的時候先去漲價，市場講的是動態均衡，動態均衡找到現在到下一個階段怎麼動。

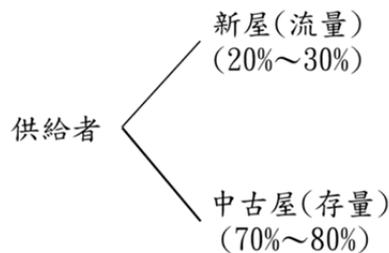
老師：市場又講短期、長期，短的意思是只有一個東西變動其他東西不變動，長期是什麼東西都會變動，短期供給曲線因為供給遲延所以比較陡峭，長期供給曲線比較平緩，供給曲線的傾斜程度不同，去知道長短期供需價量呈現情形如何，當然我們更在意的是短期。

老師：當然，動態均衡有種是蛛網理論，當市場差距很大的時候慢慢收斂，當收斂到一個點又開始慢慢發散。最後也要了解，房地產需求者包含哪些？消費(自住)約佔 70%，投資約佔 30%，當然純自住或純投資的相對還是少，自住多少都還是有投資的想法，換屋的比例大於首購，而現在短期獲利的比例應該也低於 20%了。





老師：供給者呢？分成新成屋與預售屋，供給者大致上是開發商、建商、地主、政府、投資客，而中古屋的供給者是擁有自住房屋者，房子的供給者同時也是需求者，例外也有一些是仲介業者。



老師：大家多認識一下房地產市場的供需價量，從供需價量了解大小環境的互動關係，大概可以慢慢掌握市場分析的能力，結論得到現在或未來的小環境到底是供不應求還是供過於求，可以告訴大家市場之尺，在與心中之尺找出焦點，要了解市場也要了解自己再做投資決策。市場分析是很多因素所組成，同學在做市場分析的時候，千萬不要抓一堆資料而已，要做出判斷到底是供不應求還是供過於求。

### 【文章討論】

導讀 Topics in Real Estate Research, 1973-2010 A Latent Semantic Analysis

報告人:吳彥葦

彥葦：這篇文章在討論房地產學科到底包含什麼樣的主題，透過寓意分析知道有 25 個主題最具代表性，身為碩士生現在正在找論文題目，透過閱讀大量文獻可以發現問題，但我覺得有沒有數據資料可以做會凌駕於你想不想做這個題目。加上房地產又是多學科的聚集，要考慮的因素太多，所以在模型中放哪些變數是很重要的。

思昊：我覺得他是比較主觀的分析，他透過語意分析可能會帶著自己的情感來看。

老師：我的看法剛好相反，作者從幾千篇文章裡面，找出學界這幾年來的趨勢或主題，在我來講覺得相對是客觀的。怡文覺得呢？

怡文：他透過語意分析找出哪些主題有許多人在研究，或者是未來可以研究的方向，也提到不動產的變化也會影響到主題趨勢。那我覺得大家在研究這一方面不僅是想要探討一個問題，更想要解決社會實際問題，所以題目才會與市場狀況有所契合。

老師：從這三本期刊裡面可以知道現在的趨勢如何，當然否過來也問你做的研究與國際是否接軌，不管如何，身為房地產研究生，應該知道學術市場現在如何。

學姊：研究主要的貢獻在列出各個主題，還有歸類出熱門主題。我們在看文獻時可以藉由這些回顧文獻看出，如果這篇文獻是在很熱門的時候寫，我們可以更了解他的研究背景，更深入了解文獻背後含義。研究數據影響研究結果，住宅使用沒有太多的量化研究，所以這方面研究比較少。

老師：近年來實價登錄出來後，房價資料、GIS 資料做很多，要了解市場，興趣要跟市場結合在一起，會更有價值與貢獻，更容易在學術市場被接受。

#### 【文章討論】

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

報告人:林哲安

哲安：房地產市場不一定像證券市場是很單純的價量變化，還要討論許多空間特徵以及社會因素，但是往往這方面的資料很難收集，所以不能輕易地證明他是效率市場。

老師：這篇文章是很典型的文獻回顧的文獻，有超過百篇的文獻在裡面，早期對這個研究是滿多的，大家學到什麼？

子媛：這篇需要更多邏輯來理解，理論上要把完全市場跟效率市場區隔開來，必須要區分很清楚，不然會不清楚在表達什麼。

老師：通常我們認為完全競爭市場是效率市場的背後前題假設，當然我們現在關心的是房地產市場是壟斷性競爭市場，那是效率還不效率？從市場分析的了解，是不是價量有一定的關係，要麼判斷？不同國家效率程度也不同，我們的實價登錄資料慢慢出來了，相對市場會越來越有效率，市場上不會有完全理論上可以描述的情形，我們要去找到趨勢。

元宜：用量化方式檢測是否具有效率，大家可能會以為是理所當然，但他是在對

基礎的假設做量化分析。

老師：這篇也不能說有太多的量化，大家知道什麼是假設或假說嗎？

元宜：假設是是不能動的，站在這個角度上看，假說是要證明這個東西是不是正確的。

老師：很好，同學在寫論文常常搞混，在做投資組合都假設是保守投資者，是一個條件，假說是覺得是這樣，要去證明他。這篇是要證明不動產市場是不是有效率的，這樣看來應該是一半。

### 【個案分析】

報告人：柴又瑄

老師：他是不是好房子？豪宅與好宅的差別在哪？不過，你剛剛提到這裡百坪的建案在大安區只能買一半的坪數。最後又問，誰會買？有錢人會怎麼想？假設你是一個建商，你會推出什麼產品定位？你覺得這個成功或失敗？

又瑄：賣得還不錯，我覺得算成功，他七十一戶剩六戶。

老師：如果是好產品應該三年完銷才對，當然成本回收應該沒問題，可是是否達到好的利潤還不知道。這三年來也看到不斷地轉手，隱含不是以自住客為主，當然有很多角度去判斷。其他同學呢？

冠穎：坪數過大，而且對有錢人來講追求隱私性、寧適性，應該不會選擇住在鬧區，產品定位可以再更好。

暄雅：消費來說，區位、機能、舒適度還不錯，但空間有點太大，以投資來看，這個產品終究在板橋，房價也不斷下修，不是適合作為投資的產品，我就投資或消費來說我都不會買。

子媛：我自己覺得豪宅應該要在精華地點，在精華地段才能稱為豪宅，豪宅對有錢人來說是藝術品來珍藏，不應該買掉價的東西。

老師：不能說西門町就不算豪宅，但市場開始下修時會從外圍開始，市中心保值程度高一點，而且有錢人不會純消費，應該消費投資並重，現在好的豪宅幾乎沒有人要轉手。