

房地產投資與決策分析第六次上課紀錄

時間：2018.10.23(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：張少綺

出席：張金鶚老師、王怡文、劉昱辰、黃子彤、吳彥葶、劉佳欣、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、劉文驥、葛思昊

老師：我們上禮拜主要講市場分析，主要希望讓大家對市場之尺有所認識，或者是要如何建立自己的市場之尺或者去找尋市場之尺，在上上一次是談心中之尺，也講完了，在下來連著五周，我們會分別來講不動產投資我認為五個比較關鍵的因素，第一個是時機、景氣，也是大家最常被問到的問題，當然我不覺得這是個很重要的，但好像大家覺得很重要，反而照著個角度來看，就會有一點過度重視房地產市場的景氣，而忽略了房地產市場最關鍵的是它的產品。無論如何，房地產市場的景氣時機還是很重要的，所以我們今天來談一談，到底房地產投資的時機，到底如何？當然在談房地產時機的情況下，第一個其實，應該對過去房地產歷史的經驗，應該有所體認，換句話說，過去有哪幾次好時機壞時機，應該有所認識，大家知道過去有多少房地產景氣的循環嗎？一般課本上提到、有講到的，應該四個循環，1973、1974 年怎麼回事呢？為什麼房地產市場會產生一個高峰的現象呢？大家知道為什麼嗎？彥葶知不知道？

彥葶：石油危機嗎？

老師：沒錯，第一次石油危機。那一次石油危機大家知道漲多少嗎，漲了超過百分之百以上，當然那時候整個石油危機造成的物價通膨非常的嚴重，在整個石油危機之下，到底對房地產造成什麼樣的影響？如果從數據上來看，整個因為石油危機的關係，物價漲了將近百分之百，房價也是，如果從這個角度來看，那時候的房地產上漲，其實沒有真的漲，因為跟物價一起抵銷掉。第二次什麼時候呢？第二次應該是 1979-1980，第二次石油危機？有什麼差別知道嗎？這時候石油危機已經出來了，但物價才跟著上漲，可是房價漲得比物價漲的還多，這才是有趣的，意思在說大家在第一次經驗學到，去搶房子，搶得比一般物價漲的還高，所以其實這兩次都是石油危機，第二次石油危機也沒有第一次石油危機那麼高，不過基本上，第二次石油危機造成的房價上漲的比物價上漲的多，當然這個要了解，大家開始體會

房地產可以抵抗通膨，更熱烈地去搶房子。第三次房地產上漲是什麼時候，各位知道嗎？沒記錯的話應該是，1987-1989年，這時候的房地價上漲很多人說，事實上是從那個國泰標得華紙土地，那個時候，一標標到90萬，你知道，那個時候房地產那個時候就一直上漲，真正原因是什麼，就是游資太多，因為你知道，後來引發的QE也是這樣，就是資金太多，但財貨就那麼多，那就會上漲，但問題就是，為什麼游資那麼多，這才時關鍵，其實這個國泰人壽它只是一個導火線，真正問題是為什麼游資那麼多？原因是什麼，第三次其實很重要，因為時間很長，這個原因跟我們學地政的有關，叫做公共設施保留地的徵收，那時候因為，大家知道，公共設施劃定了，一定期間內政府一定要徵收，因為是對人民財產權的侵犯，所以那時候就引發了很大的爭議，到底是要發還，還是政府要印鈔票來買下來，後來覺得要印鈔票買下來，所以大量發行了貨幣，就去跟地主買公共設施保留地，這個是跟早期耕者有其田、三七五減租那時候也是政府印了鈔票，把地主的地收回來，發還給了佃農，而這次的道理也是一樣，那所有的主拿到了錢怎麼辦，一個是買地、一個是炒股票，所以很有趣的是1987-1989年，因為公共設施保留地的徵收導致游資很多，使得地主有很多的錢，然後去買土地或者房地產，或是股票，所以那個時候股票上漲的也很厲害，從兩千多點上漲到一萬多點，你們沒有躬逢其盛，那個時候台灣真的是錢淹腳目，整個餐廳都是人，連上課大家都在戴耳機玩股票，連股票市場的倒茶小弟薪水都比我們還高，你們都沒見過這個現象，真的全民瘋股票炒房地產的現象非常的嚴重，這個時候，去中和看一個房子，早上一坪10萬不到，中午12萬，下午14萬結案，一日三價，非常嚴重，那段時間炒到瘋狂到不可置信，我剛剛講，會這樣是因為政府徵收公共設施保留地，印了很多鈔票，地主在把錢拿去炒股票、買土地，兩個不斷上漲，上漲的結果導致不動產228事件，央行執行了信用管制，銀行不借錢給你，一緊縮整個市場冷下來，直到第四次房地產景氣，從2003年開始，13年的期間，前面都7年，2003年為什麼上漲？那時候剛好是綠色執政，不斷釋出利多，土增稅減半、遺贈稅減低，當然這些都是所謂市場看不見的手，2003年發生什麼事情？發生了SARS，全民恐慌，大家都不敢出門，2003年Q2房地產真的到了谷底，那到了Q3 SARS過了，危機解除，重生的感覺，人慢慢出來，慢慢起來，開始買，房地產市場就慢慢起來了，其實是正常的，因為它經過了13年的不景氣麻，可是2006-2008我們看到就是不好的，尤其是2008年，發生金融風暴，但各種政府作多刺激後，又上去了，就像是一個小反彈，所以這段期間的下跌很常被忽略，2009年馬上又上來了，一直到2013-2014年又下去，那時候大家以為是持有成

本被拉高，但其實不是，就是因為房價漲太高了嘛，從 2003 年到 2014 年漲了 11 年，漲太多了，持有成本提高、房地合一稅都是因應的稅制策略，但效果有限，直到現在 2018 年，價格下來很少，但量縮是存在的，整個市場的情形呈現觀望的狀態，回顧整個發展歷史循環，可以想像的到 1990 年代出社會的話，你是買得起房子的，但現在台北市一坪 80 萬，就變成世代的不公平，時機不對，怎麼樣都賺不了房地產的錢？時機可能已經變得不那麼敏感？現在分成兩派，可能老一輩的人還是認為時機很重要。那感受一下，為什麼上漲的時機都很短，但衰退時間都很長？短的理由是大家都在搶，但也不可能一直上漲，那依照供需原則，漲多少就會下多少，那漲得急漲得快，跟下的慢為什麼？因為你下的時候你又不願意輕易認賠殺出，因為你過去是高價買入，只能說量先價行，價量背離的情況就很明顯，又因為過去賺的口袋夠深，成本很低，不存在資金周轉問題，價格就慢慢下來，那越下來越不敢賣，市場就越來越不好，所以通常下坡都很慢，慢慢的上上下下，盤整統整，盤整基本上是往下盤整，所以總結就是房地產市場擴張期很短，收縮期很長，從這個歷史循環看，下一波的收縮期不應該太短，又有人說這一次景氣這麼長，也歸咎於利率太低，游資太多。那未來利率一漲之後，真正的戰爭還在後面。那再問，最重要的是，你對現在的時機到底掌握了多少，房地產時機有四個階段，第一個是高峰、第二個下修，再來是谷底，最後是復甦，那現在是由高往下走的 Down side 階段，當然我想講，時機不應該是房地產投資的一個絕對要件，大家現在就是把這個看的太重，過度高估了時機的重要性，而忽略了其他如產品的重要性，不過至少你要能從過去的發展歷史中學到經驗，那歷史能不能重演，又是另外一個問題。

老師：當然剛剛講，原因是什麼，一種是短期、一種是長期，短期的關鍵多是金融因素：利率的變動、游資的問題，長期的原因是什麼，長期就是家庭需求、人口、所得這些東西，那可以看到我們長期因素是不利的，所以需求的動能長期來看是沒有的，但短期卻不錯，因為利率很低、游資很多。現在很多業者都覺得，價量都有在上升，的確有一點，但在長期的觀望下，它只是一個小反彈，一個盤整的階段，還是已經到了谷底的階段，這當然是不知道，不過從歷史經驗看，現在只有短短四年，比起以往，它真的現在就能往下走嗎？那政府本身的政策當然也很重要啊，不過現在還是有點混沌不明，不過我總覺得從歷史的眼光來看，目前應該尚未有支撐的力道往上走才對，不過當然還是要更多時間來觀察。那再問，要如何觀察房地產市場？換句話說，房地產景氣和時機，你用什麼角度來觀察？或者有什麼指標來觀察？同學應該要自己想看看怎麼來判斷現在房地產的時機和情況，

那有人說，當然第一個看價格，很多人覺得說價格就是一個 long run，最終一定会上漲，許多人都抱持著這樣的想法，可是這樣的想法，在扣除持有成本、通貨膨脹等，長期來看是不是還是漲的？那很有趣的是看看日本，過去最早 30 年前，他們覺得房地產只漲不跌，他們說是土地神話，可是日本從 90 年代後開始，市場就往下走，而且失落了 30 年，那為什麼日本會失落那麼久，而且很有趣的，現在日本老一輩的人都不相信房地產會漲，我們這邊是老一輩的人還是相信房地產會漲，這樣對照起來，我們會其實搞不太清楚未來的走勢，但如果真的炒到負擔能力不足，可能還是會走向日本的情形。現在隨便去台北是看一間房子都要好幾千萬，你如何在台北市立足下來？除了租房子你沒有其他的選擇啊。這牽涉到，如果大多數人相信房地產市場是會漲的，的確房地產市場是跌不下來的，也有人說，如果房地產市場價格跌了，對整體大眾不利，因為會導致資產縮水，要穩著房價，政府也不敢打房，一說選票就沒了，像那個房屋稅就是例子，如果大家都不做，就會演變成泡沫，但事實上還是打不破大家的那個信仰，只能隨著時間慢慢地修正。現在房地產市場價格上漲造成最嚴重的問題就是貧富差距，少數人擁有很多房子，不公平的景象。看到這樣的景氣循環同學有沒有什麼看法？你覺得還有機會買房子當第一屋，或者投資嗎？現在房地產景氣大家也看到了，大家覺得還有機會嗎？又或者你會投資房地產嗎？那如果沒錢還會投資嗎？過度消費買房子嗎？來，佳欣先開始。

佳欣：我覺得未來應該會繼續漲，應該大家還是會繼續相信，有錢人還是會繼續相信，也不會輕易的泡沫化。

老師：兩個問題，一個是現在時機是什麼，另一個是你從現在時機看未來時機，然後再問你會不會進場？現在時機點應不應該鼓勵人家去買房子？

佳欣：我覺得台北市的話，出社會應該會先租房子。

老師：所以你只是因為口袋還沒錢所以先用租的，但你還是覺得目前還是投資的好時機對吧！那冠穎呢？

冠穎：我覺得現在應該還算滿適合進場的吧，因為現在應該算是近幾年的低點，如果照循環來講的話，未來還是有上漲的可能性，所以就滿適合在現在進場的。

老師：所以不覺得它會再低了？

冠穎：就算再低，可能也是幾年內而已，長遠的眼光來看的話應該還是會再上去。

老師：好，元宜！

元宜：我覺得現在可能是一個往下走的感覺，目前的回穩可能是波動的往下，就是在波動的底點要往上而已，所以長期的話我反而是沒有想要這麼快買，但如果是短期的類似投資或投機的性質，我反而覺得可以。

老師：你所謂可以，是指現在還有一個長波嗎？

元宜：對！

老師：好。哲安。

哲安：就是可能要看次市場的情況吧！

老師：你的意思是，每個次市場的情況都不一樣對吧？

哲安：對！就是要看它們每個次市場自己的供需。

老師：Ok，那少綺呢？

少綺：我覺得哲安講得很對，我要補充的是，我覺得房地產的價格跟人口的需求是有很大的關係的，所以我覺得台北市人口數量還是可以支撐目前房地產的價格的。

老師：那你知道目前台北市的人口正在衰退嗎？

少綺：但是我覺得，台北市而言，需求還是在的。

老師：Ok，我只是要提醒你，台北市人口是在衰退的！不要搞錯喔！那桃園、台中才是在增加的。之琦呢？

之琦：因為現在還是屬於盤整階段，銀行利率還算低，因為利率低，所以是有在消耗那些存量，但可能人口的組成、所得沒有上升，社會觀點也慢慢在改變，我覺得還是要回到從供需價量去判斷，如果那個地區是需求比較大的，比方說桃園人開始多，可能桃園那個地區的房價就會上升、比較穩，大概是這樣。

老師：Ok，現在講到，第一個是地區的差異，另一個是短期與長期。一勤呢？

一勤：我覺得房價長期，最近這幾年看起來算是平穩，甚至有點微幅在往下，那我覺得短期還是有上下波動，這是很正常的，那未來幾年，可能像少子化、所得偏低的情況下，可能不會漲的那麼明顯，所以如果現在進場的話，我覺得就算過個五六年，房價還是不會上漲，反而會折舊，所以我覺得現在進場不是一個很好的時機。

老師：Ok 很好，子媛呢？

子媛：我覺得如果從現在的房價來看，它從 2015 年的微幅下跌，到現在微幅上漲，但雖然現在價格上漲，但量好像還沒有跟上來，好像還處於觀望的狀態，而不是那種大好的景象，代表目前大家態度還是有一點保守。

老師：Ok，暄雅？

暄雅：我覺得現在的狀態就是屬於價格比較低，但是我覺得它可能會再往下走，近幾年來不會有太明顯的上升，如果是我要投資的話可能會在觀望個兩三年，不過我還是覺得不動產還是存在著景氣循環，所以我未來還是會想要投資。

老師：好，所以是短期不看好，長期看好。所以大家都有不同的解讀對不對！又

瑄呢?

又瑄：我覺得短期內不會上漲，因為持續有滿多建案在推，就是我覺得量還滿多的，且景氣沒有很好，大家不太敢買，需求不會增加太多，所以短期價格不會上漲太多，但是等著個狀況穩定點，需求增加後，長期來看有可能會回溫。

老師：思昊覺得呢?

思昊：我覺得短期確實應該成長率特別低，應該把這筆錢拿去別的地方，長期的話我覺得應該是會偏穩定。

老師：那因為你是陸生，所以我再問你，你覺得大陸呢?

思昊：現在我覺得漲的特別多，我家那塊。

老師：那你覺得現在是房地產投資的好時機?

思昊：現在是!

老師：未來呢?

思昊：我覺得它的市場特別大，它有特別多的城市，它可以通過政治經濟的操作，它可以做一個新規畫區，然後把特別多人全都湧進去。

老師：但大陸現在很嚴重打房對不對?然後大家特別緊縮?房價泡沫化特別嚴重，所以大家覺得大陸會第一個爆掉，然後衝擊到台灣。有很多解讀，所以你覺得大陸現在還是好時機，未來更好?

思昊：看地區吧!因為有些大城市其實房價比台北還高一些，我覺得就沒有必要去投資，但有些新開發的城市，如果政策導向特別好的話我覺得可以做投資!

老師：那文驤!

文驤：台灣的房地產我認為不會像日本那樣，跌到最高點的五分之一、六分之一，因為老實講台灣的房地產相對的低啦，當然還有國際金融的狀況，長期來看，我覺得台灣很難有能力支撐下去，像我們這個年紀就面臨買房，那所得是不是真的能夠支撐現在的房價?像我們這代，有爸媽的幫忙，到頂也就 1500 萬左右。

老師：昱辰!

昱辰：我覺得整體來看，應該還是在收縮期，雖然還是有一點波動，可能是因為惜售等，不想讓房價跌，但整體還是在收縮，雖然說南部的交易比較熱絡一點，但還是沒有很起來，量還是沒有出來，如果根據量先價行的原則的話，如果量沒出來，價也很難往上攀升，加上其實所得跟人口也沒有特別的成長，基本需求沒有特別成長的情形，是沒有動能能夠往上漲的，加上前面一波漲幅了 13 年，那擴短縮長，所以說收縮期也是會拉長的，不會說那麼短期又復甦了。

老師：所以說對未來也還是沒有信心？

昱辰：對！

老師：怡文！

怡文：我也認同昱辰講的，現在是在低谷的盤整階段，那量可能就中南部稍微有出來一點，台北還是處於比較低的情形，那長期的話，是否要把房地產作為投資工具，我覺得除了要掌握時機外，因為我個人是屬於風險趨避者，那房地產門檻又高，我要付得起頭期款的話，等於我要把大部分手上的資金都投進去，那它的風險又那麼高，上漲期間短，下跌時間又長，只要稍微沒掌握好時機，我覺得風險有點太大了！

老師：Ok，不錯。在同學們的角度上，短期有些人覺得好、有些人覺得不好。那站在長期的角度上，好像也不太好。那另一個角度，在區域上好像也有差別，比方說北部和南部的差別，或者台灣、日本還有大陸，到底又是什麼樣的情形？大家比較沒有去談到投資消費這個事情，大家都從投資角度去看會不會買房子，但如果從消費的角度看呢？其實即使漲了，你還是要買房子啊！你就是要住房子啊！或者你是用租的啊。消費的話不必跟主流走，但投資的話需要跟主流走，那我剛才講，消費背後隱含負擔能力跟需求程度。那這些投資客戶不會再進場？會，但他們會等待時機。當在動盪不安，大家各種說法的時候，表示這個市場不穩定，那在這個情況下，你有這個進入市場的條件嗎，那這些東西都有待於思考，但因為房子真的很重要，關係到你一生的決策，當你要去把口袋錢掏出來你就知道，到底值不值得。當一個很明顯的動盪不安的情況其實就是 wait and see，等著瞧走著看，此時選擇權就會是很重要的。有人說長期不跌，但日本卻還是跌了啊！政府也很重要，其實政府真的說了算，但就要看政府說不說，看政府玩假的還玩真的。當然以現在來看，如果觀望程度越多，向下排擠量就越大，就是所謂大眾心理、從眾心理。你們剛剛講的都是交易面，也可以從土地的融資借貸看看，又或者空屋餘屋情況如何，如果仔細看每個景氣循環的指標，會發現其實是會有衝突的。所以可以從各指標去評斷，看看空餘屋情況、建照使照的情形、資金周轉狀況如何、交易的價量、銷售期間、議價空間大小等等去觀察，我只能說它絕對不是好的點，不像過去好的點，其實從量上就差別很大。另外有一個沒有講的，就是總體經濟跟房地產的關係，有人說房地產是總體經濟的火車頭，當然，我的看法是房地產當然不是火車頭，因為不是房地產起來帶動總體經濟，而是總體經濟起來帶動房地產經濟，應該算是火車尾而非火車頭，那總體經濟不好的話，房地產市場我覺得當然也好不了。我覺得不需要把過多的資金放在房地產上，這樣會犧牲其他民生產業。今天講房地產的時機、景氣、歷史背景，看到了這些擴

短縮長、背後的原因，那對於現在未來的看法是如何，這是最重要的，今天也講到了，時機是一個參考，但是不是需要放到這麼大的比重，這也是一個值得討論的議題。

【文章討論】

導讀 [The Role of Speculation in Real Estate Cycles\(見 PPT\)](#)

報告人：楊元宜

老師：很好，講得很清楚，而且講到了要點，你的心得呢？

元宜：我的心得就是，投機行為一定會發生，因為絕對不會有供給彈性大到可以吸納價格的市場。因為比如說像台灣，以都市來說，在國土計畫法發布後，管制沒有那麼嚴，因為還有都市成長管理的部分，它可以有更多建地，但在非都市的部分是更嚴的，所以我覺得如果是一個很緊密的發展情況一定會有投機行為的發生。

老師：意思是我們現在比過去的供給彈性還要更小？

元宜：對！

老師：那覺得這篇文章可信嗎，你買單嗎？與實務現況會 match 嗎？

元宜：目前還沒有想法，但它把很多變因都簡化了，這些簡化後的指數，是否真的能全盤斷定，也是一個問題。

老師：好很好！怡文來，有沒有什麼評論？

怡文：感覺在供給彈性這部分，除了建商這方面的供給抑或者都市更新，都涉及實際要興建這件事情，那不曉得有沒有方式可不可以讓它彈性大一點。

老師：Ok，很多人說新北變台北，把供給變大，但當然沒那麼簡單，因為牽扯到很多事情，很有趣！但基本上供給增加，因為台灣跟其他國家不太一樣，我們所有權是私有，政府沒有那麼大的能耐，光是小小數量的社會住宅不容易實現，政府束手無策，那另外一種，就是抑制需求，供給沒辦法，那就從需求下手，打擊投機需求，我的講法就是抑制需求。Ok，那我覺得剛剛真的講得很好。

【個案分析 1】(見 PPT)

報告人：李一勤

老師：我先問，為什麼你會選擇這個個案？

一勤：因為我對那邊滿熟的，也覺得它環境還不錯，整個大直的社區我覺得還滿好的。

老師：就產品來看，你覺得是好產品嗎？

一勤：我是覺得還不錯啦!但就是價格還是有點高，雖然在那個地區這個價格是合理，但整個市場來說，房價是不合理的高。

老師：來其他同學有沒有 comment?它這個產品某個程度來講，兩部電梯五戶，坪數差異不大，從這個角度看其實不錯，個別強調賣點有挑高，樓中樓，至少這點是它的賣點，那管理好嗎?我覺得大家很常忽略這一點，這是不好的。

【個案分析 2】(見 PPT)

報告人：王怡文

老師：好，很好，來昱辰有什麼 comment?

昱辰：我覺得國泰的品牌硬把價格拉高一點，而且它現在還在預售的階段，所以也不知道變成屋蓋好之後會變成怎麼樣，因為通常預售的價格會比成屋還要高，所以說不定蓋好後，就像怡文說的可能地主戶持有成本比較低，可能行情會受到影響，所以拿來投資我是比較不建議。

老師：那它怎麼分配?有哪一棟是都更宅嗎?

怡文：它沒有說!

老師：Ok，這是最怕的，我猜，通常都是一棟是給都更宅，一棟是它要賣的。那從另一個點來看，它建商與地主的分配比例是 31：69，超過五成。另外我覺得兩戶兩個電梯也有點誇張，中間隔開，就變成一層一戶的意思了。

老師：還有沒有同學有 comment?

文驤：我對都更宅有粗淺的看法，原本分配公設的規劃是固定的，那原本的容積加上獎勵的容積，沒有一個通盤性的規劃，之後要再重建，容積怎麼算，土地也被稀釋掉了，又必須面對地主，所以我本身是不想去買都更宅。

老師：所以一直在說，都更宅到底是溢價還是折價，會說其實是折價，很多人說都更宅會炒高會比較貴，其實不然，那為什麼會折價這也是我們想探討的，但看起來顯然國泰是能夠 cover 掉它的負面訊息，還不錯!這表示國泰還滿負責的。我一直強調大家一直忽略管理維護的問題，如果都更宅原住戶和新地主不合的話，管理上也會有困難，大家可以想想看，十分有趣，但至少我覺得這是一個滿平實的住宅啦，算不錯!好我們今天就到這。