

## 房地產投資與決策分析第九次上課紀錄

時間：2018.11.13(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：吳彥葶

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、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

### 主題:房地產投資價格

老師：我們講了時機、產品、區位，我們今天要談價格，什麼是好價格？「好」

這個字當然是自己的好，但不一定是市場的好，但我們都要了解自己、了解市場，了解心中之尺、市場之尺。好價格某個程度來說是客觀的，價格和價值是不同的意涵，價值大於價格是物超所值，房地產能否判斷何謂好價格？好價格背後隱含之合理價格是什麼？應對合理有所認知才能找到好價格，價格是房地產投資的核心。價格上的討論很多，第一個討論總價、單價及其間差別？表面上相等，單價是總價除以面積，關鍵是面積為何？最近也做了很多研究，面積的實坪計價、虛坪計價或面積有無包含停車位、室內到室外等。再來討論到定價、表價、成交價有什麼涵義？價格有很多種，表價稱之開價，開價和成交價差距稱之議價空間，過去成交價為實價登錄資料，102年8月之後有了實價登錄資料，實價登錄和表價之間的關係為何？成交價是否真實登錄為另一問題？實價登錄資料有許多眉角，特別是備註欄的價格，背後隱含親友交易、增建違建等，如何從混雜之資料中找出真正成交價，如何清理實價登錄資料是門大學問，資料是研究者、消費者重要之關鍵，得以認清資料真實性。從上述問題也衍伸以下問題，不管單價或是總價，有無能力判斷房地產市場之一分錢一分貨？一分「貨」包含什麼？隱含房地產及其品質，房地產指地上權及所有權，目前多談所有權，

房子多少錢?土地多少錢?隱含房地價格拆分之問題。買房子在意房地拆分嗎?坦白說不在意,面積大小坪數、樓層價差、頂樓和一樓價差、垂直價差、水平價差、方位價差,產品差異隱含價格差異,換句話說,你有無能力判斷房地產價格背後隱含你有無能力判斷房地產品質差異,品質差異及價格差異,衍伸到特徵價格,每個人的特徵價格不同,台灣和美國也不同,上星期談到壁爐在美國值錢,在台灣可能還被嫌棄、裝飾用。如何去掌握房地產價格、判斷房地產價格能力、討價還價能力?在此情況下才可以說是房地產專業者,房地產可以成為專業學科,其中核心課程是估價,估價師有對價格掌握能力,房地產價格背後隱含估價三法,比較法、收益法、成本法,現在估價師好像看起來很難考,但估價師是否有掌握能力?現在已有自動估價系統 AVM 估價系統,如果人工智慧會被機器人取代,那我們從中又扮演什麼角色?本身自豪的地政估價專業和「好時價」的自動估價誰準?今天談好價格、價格掌握能力?合理價格?特徵價格值多少錢?從過去文獻中得知區位價格很值錢,產品和區位誰值錢?以市場來看區位最值錢,以最典型例子,永春站 140 萬/坪、昆陽站 40-50 萬/坪,兩站價差甚大(距離),產品值不值錢?其中管理值不值錢?房價指數是什麼?其目的為何?指數是什麼意思?每季公布信義、國泰、好時價房價指數意義為何?看房地產價格趨勢,趨勢背後為了預測未來價格,會漲?會跌?房地產價格指數扮演什麼角色?房地產價格指數如何產生?今天這堂課以消費者角度看**好價格**,七堂課中第六課選擇合理房價,相關價格的文獻很多,有無管理價格差異?定價情況下有沒有不二價?廠商定價策略為何?考慮價格之因素?何謂好價格?背後談到合理價格,在談到影響價格因素最關鍵為何?身為消費者或房地產專業者,如何判斷好價格與否?給自己、親朋好友建議?

彥葦:我覺得好價格要考量心中之尺和市場之尺,並從實價登錄看產品周邊價格,如果在可以容忍的區間都算合理價格。

老師:你說得最後一句話可以買單,合理價格是一個區間這一點很重要,區間是

什麼?好價格不完全是心中之尺及市場之尺,好價格至少要等於或低於市價,你所談的有點比較法的味道。

彥葶:如果我喜歡的產品,心中合理價格之區間也會比較寬。

老師:這也是個好問題,佳欣覺得呢?

佳欣:我覺得合理價格會先看實價登錄,看不同區位其他類似產品及同一區位其他產品成交價格是多少?再打聽該建商賣的產品定位及價格,再去估價是不是合理價格?

老師:基本上說的是比較法,從實價登錄價格去比較,找出合理價格,好價格沒有提到,可以從買方立場及賣方立場去想想。

冠穎:好價格是個區間,考量實價登錄所展示附近價格之合理區間,也要考量自己的負擔能力,儘管在合理區間如果負擔不起對我來說也不是好價格。

老師:好價格不是區間,合理價格可能才是,在區間的大小下談負擔能力是很好的,什麼樣負擔能力叫做可負擔,隱含財務所扮演角色,自己心中之尺、願意忍受多少?好價格當然要負擔得起。

元宜:假設要買房子,消費動機為主,看心中好價格,會從區位、管理、產品來看,將區位放置最後,產品為理想產品,再用實價登錄比價。

老師:大致邏輯都以比較法為主,你特別提區位對你來說不太重要,但如何區隔開來?衍伸出你覺得區位值多少錢?管理多少錢?產品值多少錢?產品中又隱含特徵價格之管理值多少錢?車位、樓層值多少錢?

哲安:先從產品設計、區位看是不是符合自己需求,在考量影響各價格因素,該產品是否為心中理想產品,再問附近居民看附近房價散落在哪一區間,如果可以負擔得起,就不用考慮太多市場價格,但還是要得到一個合理的價格區間再購買。

老師:有點矛盾,我喜歡產品、有能力負擔,價格相對不重要,但又說要問周圍鄰居仲介,他會告訴你嗎?告訴你的是表價、成交價?實價登錄資料有時間誤差?價格在搜尋房子、決策房子扮演的什麼角色?房地產專業者如何應用

知識得到決策?我們的估價師少綺，有沒有什麼不同的想法?

少綺:我覺得我心中的好價格，先決定區位、產品，再透過實價登錄考量比較法、收益能力得出合理價格，區間須視雙方議價能力、市場供需能力所得，如以消費而言，考量負擔能力如果可以打平就會購買，如以投資而言，會有一心中報酬率，心中報酬率低於預期報酬率就會進行投資報酬。

老師:以估價師想法，我會三法都算過一次，但到現在為止都沒有提到好時價或AVM方法去得到價格，實價登錄真的就可精準得知行情嗎?為何不先用好時價估看看?好價格背後隱含負擔?但負擔如何計算?沒有想像中好算，需考量自備款、貸款、利率多少?是如何判斷好價格的一種想法。投資的預期報酬背後隱含未來價格，可漲可跌的判斷為何?短時間內如何掌握價格的方法很重要，投資和消費不同，消費是喜歡、價格合理、負擔得起三件事，好價格一般而言會希望比合理價格少一點。

之琦:價格是供需決定，把它放入房地產市場就是建商和消費者，所以我也同意合理價格是一區間，台灣消費很難單純消費，多有投資動機，故房地產價格多為消費價格再加上投資價格，投資價格容易被建商誤導，要買到好價格很難，因為會有預期投資價格，純消費又是另一個價格。

老師:那如果買房子純消費，該如何判斷消費價格多少?投資價格多少?某些地區投資價格較高，到底是7、3比還是其他有待討論，市場可拆離投資和消費價格嗎?這是一個好問題，會馬上有一個想法，蘋果專欄泡沫知多少，裡面談到泡沫和基值(消費)加起來就是價格，用所得、租金當作基值要件，拆離出泡沫多少?拆離出來之結果台北在早期泡沫比較大，後來慢慢新北泡沫大於台北泡沫，我的解釋是投資客慢慢往新北移動，新北的泡沫就增大(投資客移轉效應)。

一勤:價格是供需雙方決定，可能供給和需求不會一直維持在均衡狀態，價格波動到低點時就是好價格，合理價格和市場租金、所得和總體經濟可以相輔相成，就是合理價格的區間。

老師：好價格參考現在景氣，景氣低點即好價格，景氣低點、進場時機影響決策，而合理背後隱含泡沫多少？是多少泡沫是合理？有一些討論空間，以不同角度討論房地產價格掌握能力。

子媛：我認為買得起就是合理價格，成交價不一定合理，須考量資訊對稱問題，對買方來說得知開發商利潤，消費者議價空間會有所不同，遇到掌握關鍵資訊地主拿翹，價格會提高，那這算好價格嗎？剛老師所提到的 AVM、自動估價系統，是運用特徵價格方法，但要排除時間因素而得到價格。

老師：講了一些有趣的觀點，但買得起就是合理嗎？我想可能不完全，另一想法則在說買賣雙方市場機制問題，成交價合理嗎？但不合理不會成交，在估價中定義合理價格，指買賣雙方具備充分資訊，在一定交易期限之下且沒有急買急賣狀況，所成交之價格，這是一種機率。區間、機率是達到所謂合理價格？成交不一定合理表示有市場機制不合理、資訊壟斷問題，早期文章看到房地產市場是弱效率，如果是完美、強勢效率則可看出合理價格。

暄雅：再買房前先看需求，產品特徵是不是我喜歡的，再看 591 或是房仲網比價，運用比較法找到合理價格區間，好價格以一般消費者來說，大家都想物超所值，故合理價格非好價格，好價格通常比合理價格再低一些，但可能預期產品未來建設或重劃，好價格可能比合理價格高一點也是可以接受的。

老師：這裡很有趣，談到對未來預期的掌握能力，好價格可能比合理價格低或高，但都在一個區間內，但都希望買越低越好嗎？好價格就會購買嗎？相對合理就會購買。

又瑄：我覺得再判斷價格前，除了實價登錄著重看 591、房仲網或直接問仲介附近價格，也看近幾年房價指數波動是否在低點，如果景氣很高也不輕易購買。

老師：看出趨勢、時間是影響價格重要因素之一，進場時機不好就不能買房子嗎？看進場目的為何？投資者較不能，但消費者要換屋就沒辦法，但一買一賣的狀況為何？591 房子是表價，仲介也不會告訴你成交價，成交價大概只出現

在實價登錄，慢慢找同一社區成交案例，在美國所做的房價指數或特徵價格，是利用重複交易價格資料，但美國時間長、範圍大，台灣建立價格時間短無法適用，但好時價之同一社區類似重複交易價格，儘管環境變化，對價格影響不大。而何謂價格中的定錨效果？當心中有一價格後，開始對價格加加減減，建商或仲介開高價讓消費者殺價，而心中合理價格如何產生？

思昊：我覺得低於心中底價就會購買，可能會和屋主論價，論價過程中可能找出合理價格。

老師：第一提到心中保留價格、心中底價，第二提到和屋主討價還價，如果不成功？你買嗎？合理也不買？殺幾成就購買？過去研究有做高定價大議價空間、低定價小議價空間，但和景氣、產品各種不同因素有關；不二價、不可議價的廠商也有，其效果如何？但第一個回答我不是很滿意，心中保留價格如何產生？

思昊：會看附近地區價格、自己的資產狀況，再做財務試算。

老師：這包含主觀、客觀，買房子前有無心中底價？有些人可能沒有，房地產市場都是賣方先開價，房地產中的討價還價有很多有趣點值得我們討論。

文驤：這一切回歸到最基本投資和消費目的，如投資來說，自身在投資時，景氣循環往下，不想買到泡沫部分，在台灣房地產是金融資產，很難用價格去衡量居住價值，實務上今年也有看房子想換屋，好時價之價格和心中預期價格差不多，但現在好時價價格較實價登錄低一點。

老師：這是有操盤經驗的回饋，相對合理、相對好才會做決策。

昱辰：我會分成投資及消費兩部分，先從區位、產品、管理等得到合理價格區間，如投資而言，這產品我認為不可多得且可負擔，我願意花比合理價格多一點的錢去購買。以消費來說，會考量到貸款條件、期間收益、未來增值可能性，以貸款條件來說，ROE、ROR 和 K 值間的比較，如果變成負槓桿程度也不會投資。

老師：如何透過財務分析模型得到合理房價？考量市場上利率、投資回收程度等

之財務試算可以幫助你判斷合理價格與否，合理價格是用很多方法找出交集，收斂得到範圍區間，從估價三法中得到價格區間，但這範圍又太大，什麼價格區間才是大家較能接受的可以去想想。

怡文:我的看法和大家比較不同，目前台灣總體房地產市場價格都是不太合理，合理價格要考量所得、考量租金、負擔程度，現今房地產價格對整體所得來看是合理的，但已和負擔能力脫鉤，所以我認為房地產市場下的價格都是不合理的，但在這不合理的情況下想找相對合理，以總價來看，會參考好時價、實價登錄價格，但我可能會更斤斤計較一點，會去看是不是我所購買房屋每單位都有達到效用最大化，而不是整體看起來不錯，但其實買到很多車道或公設面積。

老師:顯然有把自己論文的心得應用上去，現在房價所得比調查(需求案調查)，那不合理為何買房子?含淚購屋、物以稀為貴等等，最近有一博士生寫的論文在說含淚購屋，現在房價所得比高，為何買得起房子?另外，我們不能只看總價好不好，有可能拆開後不合理，公設和專有面積應要分離計算，這是很好的 POINT。

子彤:好價格的前提是有無能力購買，能力又分為意願、合理，可能有幾個說法，認為能夠成交的價格就是好價格可以從大、小角度談起，第二個說法同類型、同地段低於市場同期價格就是好價格，以投資而言，買低賣高是基本想法，賺是基本前提，賺多少是後面的想法，好是相較市場其他股票金融產品，在長期來說 IRR 會不會更好，如果會就是好價格。

老師:談到報酬率高於平均水準才較好，好學生要高於平均成績就是這個邏輯，如何算出是專業技術問題，剛談到的每個人角度不同，可能都有些思慮不周，但綜合起來看可以看出好價格，希望你對合理價格有一定想法。七堂課中的第六課談到選擇合理房價?資訊是很重要，現在是實價登錄，過去是房仲或也有一些，中古屋、新成屋、法拍屋價差多少?剛談到討價還價，很抽象但往往是決策購屋之臨門一腳，回到子彤說法，成交價就是合理價格，

但其前提是合理市場機制，如有被蒙騙、機制不健全，則成交價不合理，用負擔能力說明合理又是另一種說法，剛怡文所提到單價總價的概念，總價是否合理？單價該如何支配？很難分割，總價談負擔能力，單價談比較法，單價和總價關係隱含元素是什麼？殺價隱含表價和成交價間的關係，房價所得比是過去和現在探討房價是否合理的核心。房價所得比是透過市場交易價格中位數、所有現在家戶所得中位數去衡量，但很多家戶或弱勢家庭不買房子，放所有所得家戶去考量合理嗎？過去是利用買那房子的家戶所得及該房屋之房價去計算，顯然相較現在台北 16 倍低很多，因為都是有能力購買的家戶。第二課談到估價三法加好時價，好時價較比較法科學一些、大數據，雖然科學不代表絕對標準，但不論如何收集更多判斷價格的技術，更可判斷合理價格，第三課提到趨勢，趨勢的認定是房價指數的判斷，從房價指數推估未來趨勢為何？雖然現在不合理但未來會不會更不合理，那該不該買？趨勢的掌握大家更該思考，透過財務分析模型探討合理性，最後心中之尺、市場之尺兩者交集、考量負擔能力的討論，來判斷合理房價。討價還價在現實環境下如何到臨門一腳？沒有殺 10% 以下買不買？名嘴說至少殺 2-3 成，國泰房價指數議價空間大約 1-2 成，每個縣市不太一樣，當然最後回歸到一分錢一分貨、每個元素值多少錢，這是你應該計算的。



【文獻導讀】 The Composition of Hedonic Pricing Models (報告人：黃子彤)

老師：心得呢？

子彤：簡報三、四點是感想，我最近做的論文也就是這篇簡報的四點，人們居住文化的不同關於超商品質、便利程度有何反應？其實我個人比較喜歡的三點，我也搜尋了一些關於特徵價格模型的文章，很少討論時空背景差異。

老師：第一個表四沒去談他，表四你覺得如何？

子彤：表四談數字太細。

老師：他數字在談特徵值多少錢？每個區位如以年齡來說，特徵價格不一樣，可能差別不大，而美國特徵和台灣特徵有何不同？美國是單一住宅，台灣是集合住宅，那和大陸特徵有何不同？如大陸北方暖氣很重要，能不能掌握那些特徵是大家所關心的？隱含地區差別對特徵價格差別之情形。室內特徵和房屋特徵不同，AVM 估不準的原因在於無法評估室內裝潢，估價師可以做到。談到邊際價格，就面積而言非線性關係，沒有放面積平方項會有爭議，而公園、學校、醫院太近太遠不好，中間是好的，便利商店也是，多少距離是可以找出的。房地產價格模型多是半對數，左邊取對數，該放那些因素應該想清楚，顯不顯著？現在有各種不同跑法，從 OLS 到分量回歸，分量回歸探討對高、中、低價位的影響，最終目的在掌握房價，價格和偏好的改變有什麼關係？這是值得討論的。

【個案分析】 潤泰雙子星（報告人：林冠穎）

老師：你覺得這是好價格嗎？

冠穎：我覺得以附近區位來比它的價格是差不多，雖然外觀上和新建案來比醜一些，但它低公設比會促使我想要購買的慾望，如果以消費來說，它的交通區位及附近生活機能，它是一個可以進住的個案。

老師：公設比真的越低越好嗎？公設比和價格的關係？公設值多少錢？這邊比較特別的是112戶分回為24戶，有88戶原住戶收回，這不如一般混合住宅，和都更不同，有沒有去查一下原住戶當時取得的價格？

冠穎：當時取得大約70-80萬/坪，配回後住宅大概翻了1.5倍左右。

老師：從消費者立場會去買嗎？每坪128萬又不二價會買嗎？

昱辰：如果以自住來說，公設比是不是越低越好，可能要視需求來說，公設比越低，低公設隱含實際使用坪數較高，這個價格我可以接受，如以投資來說，它是價漲量跌的情況，投資不適合。

老師：容積獎勵是否過多？

昱辰：這和都市更新很像，有容積獎勵和原住戶分回，但較無面積混合狀況、社會階層差異情形，因為容積增加造成擁擠，住戶品質下降，本案一開始設定不二價，我覺得可能是價格相對低，讓消費者有賺到的感覺，因為有容積獎勵後，住戶品質是下降的。

老師：回到一開始的問題，你覺得這是好價格嗎？和周圍建案差不多，容積增加多了24戶共用電梯，價格是否應相對周圍較低點？根據你的研究是低的，冠德品質是高的，潤泰也是好建商，高價格是在高樓層的部分，低樓層密度變高有無反映出來？當然最後結論，建商不是省油的燈，建商是贏家，消費者贏不贏是市場決定，輸家是提供這麼多容積獎勵的台北市民，那該不該有這麼多容積獎勵？提供了什麼樣的社會貢獻？從公益角度看是不是有點不太平衡？是不是個好產品大家可以再討論。