

## 房地產投資與決策分析第七次上課紀錄

時間：2006/10/30（一）14：10 到 17：00

主講人：張金鶚教授

地點：綜合院館南棟 270617 教室

紀錄：洪御仁

出席：張金鶚、洪御仁、吳怡蕙、鄭佩宜、龔永香、張怡文、李芳怡、高毓穗、翁業軒、施甫學、鄧筱蓉、邱于修、郭益銘、張維升、黃文祺、紀凱婷、楊佩欣

### 【課程內容摘要與討論】

#### 第一部分:房地產投資分析導讀

### 第七章 房地產市場分析基本理念(另見附檔 PP) 報告人: 鄧筱蓉

#### 第一節 房地產市場結構

##### 一、房地產市場結構

房地產之產品是異質性產品（大同小異），只此一家，別無分店，所以個別生產者有部分決定價格的能力，屬於獨占性競爭市場。

##### 二、房地產市場特徵

房地產市場自己調整自己的能力相當緩慢，加上房屋的生命週期長，故無法使供需快速均衡。

##### 三、次市場的界定與類型

次市場的含意是指供需情況相互影響，擁有 70% 的主顧客稱之為主力市場，在進行市場分析前，要先釐清是供給面還是需求面。

#### 第二節 房地產市場與供給

##### 一、房地產市場供給

房地產供給指超過基本價格水準以上的出租或出售行為。供給者從房屋類型可區分為新成屋或是預售屋以及中古屋兩種；而供給曲線可表示所有人或開發商出售不動產的意願及能力。短期供給彈性小於長期供給彈性。

##### 二、房地產市場供給影響因素

房地產的價格、生產要素價格、生產要素生產力和技術、房市存量品質。

##### 三、房地產市場需求

房市需求是指在某一時期，不同類型的房地產次市場中，不同價格所對應的需求量，價格與需求量的變動，非等比例變動（長、短期市場不同）。依需求類別可分為居住需求、非居住需求。

##### 四、房地產市場需求影響因素

長期因素：人口變動、家庭結構變動、所得之變動、就業機會改變、房地產偏好變動。

短期因素：貸款或金融條件變動、通貨膨脹、預期景氣（房價）變動、稅賦變動、季節性影響

### 五、房地產市場的供需與價量

房地產價格由房地產次市場內的供給者和需求者共同決定。唯一般房市無法如完全競爭市場有效率運作，因此房市有一定數量空屋存在。

### 第三節 房地產市場調整分析

#### 一、房地產次市場分析

從供給面房地產產品角度，將市場細分為不同次市場分析；從需求面購屋者角度，將市場區隔為不同次市場分析。

#### 二、流量與存量之調整

流量與存量關係複雜，流動的增加，使存量（空屋）不斷累積。

#### 三、數量與價格之調整

不同價量關係下，不同的房地產市場出現：

房地產價量都提升—活躍市場，價量都下跌—沉悶市場。

在產品相同品質下，討論價格較具有意義。

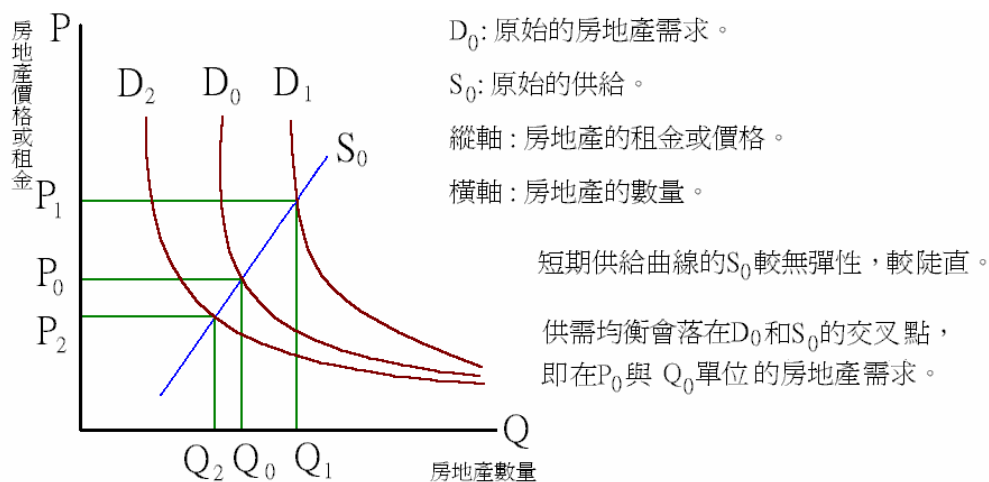
#### 四、短期與長期之調整

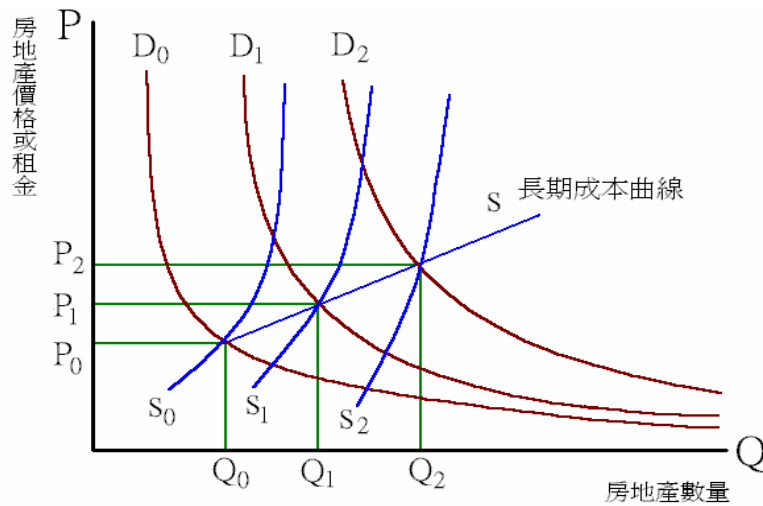
房地產市場短期供需變動：

價格波動 > 數量波動

房地產市場長期供需變動：

價格波動 < 數量波動





#### 第四節 房地產市場與品質

##### 一、房地產價格

價格的形成：從供給者個人的成本加利潤估算，使房價有初步的產生，再經市場上供需雙方的協商後，乃有最後的房價產生。價格種類分為四種：交易價格（房價）與使用價格（租金）、表價（詢問價）與市價（成交價）、單價與總價、當期價格與固定價格

##### 二、房地產品質

1. 戶的特徵—面積、格局、方位
2. 棟的特徵—基地位置、公設水準
3. 鄰里的特徵—小鄰里：市場、公園、學校  
—大鄰里：區位、交通

##### 三、價格與品質分析方法

特徵價格法，控制品質下的價格變動。

##### 課堂討論

老師：本章延續先前的市場分析，然而供需價量不容易分析，因為市場範圍難以劃定。房價是如何產生，除了供給需求外，因為這二者本身比較模糊，有幾種產生的可能？

甫學：成本。

于修：市場行情，總體經濟。

老師：是一種可能，然而誰先出價，一定賣方先出價，賣方是如何決定價格？

筱蓉：成本加利潤。

老師：是嘛？賣方出價以成本加利潤的確是種考量，但最後如何訂價，因為若以成本加利潤訂價法就不需要市場分析了。

佩宜：參考附近行情以及購屋者所得。

老師：附近市場房價的確重要，隱含市場比較法，為第一優先考量。但也未必完全依照市場行情，亦會考量購屋族群，透過訂價策略傳達產品品質的意思。賣方訂價後即呈現價格，買方則開始議價。然而買方如何議價？一般賣方開價，買方

議價，最終形成價格，但這之間供需的影響在哪？

老師：以課堂介紹的案例，附近區域供需情況如何？若供不應求，則稍高區域行情，反之則略低。

筱蓉：在該地區環境品質下，戶數不多，供給應該未超過需求，塑造出良好形象。

老師：從其產品類型的戶數規劃，由於戶數少，比較難看出實際需求，因為戶數少銷售壓力相對較小，相較上千戶的推案比較可能供過於求。房地產市場分析首先必須知道市場供需情形使得進行。然而所謂需求分析為何？

筱蓉：人口、戶數分析。

老師：何謂人口分析，需求的定義為有能力且有意願，該產品的購屋族群是否針對當地人？從其打廣告的範圍，很有可能如此，由此判斷案例的市場範圍。儘管戶數少，仍有銷售困難，因為二個禮拜賣完跟二個月賣完，成本將不相同。

然而價量是比較大家關心的重點，這二者誰會先變動？

筱蓉：價先行量？

老師：一般股票市場分析師如何說？以價漲量跌、價量背離各種說法，一般都是以量先動，雖然這之間沒有絕對，量雖較價先行，價卻未必跟著變動。房地產市場的價量又不同，價量在哪？房地產的異質性，使得價格並不明確，不過透過標準化建立指數，可能看出一些關係。從課本 381 頁，可見價量呈現逆時針變動，指的是這段時間呈現的現象，這種說法同樣隱含量先行價。房地產有個特質，就是價格的向下僵固性，不容易降價。建商尤其不願預售屋降價，形成所謂「漲價容易跌價難」。量的變動可以放大，不過價通常是往上走，在房地產市場價量的確不容易衡量。

老師：不同產品議價空間如何？

筱蓉：不同類型如公寓及大廈議價空間應不相同，別墅折扣或許較多？

老師：理由何在？量大量小的議價空間如何，量大議價空間若大，賣方須考量到骨牌效應。然而金額大小的議價空間如何？看絕對值或百分比？看議價空間率的話，小金額的議價空間率會比較大，但大金額的議價空間絕對金額較大，相對議價空間率較小。另外，尚須視市場競爭力，或是建商資金週轉情形，若金融方面壓力大則可能產生較大的議價空間。以上各種討論為啟發大家對市場分析的角度。

維升：以豪宅為例，較注重品質，較不注重議價。

老師：一般而言不錯，但有錢人相對資訊、經驗較多，所以有時反而比較會議價，反之則否，未必如你所說，但重要的一點是，價格必須在條件相等之下進行。可以確定的是，越貴的房子價格變異程度較便宜的房子來得大。在這之間必須知己之彼，如此才能感受到理論及實務的對話，要分別以賣方及買方角度分別進行市場分析，才能取得合理的結果。

甫學：有關價量變動的問題，可否以蛛網理論分析，所以應當價先行量？

老師：其實蛛網理論無法回答價量誰先行的問題，只能點到價量收斂過程，無法以純理論方式解答。

文祺：議價空間如何決定？

老師：通常說的是買方或賣方市場，以及景氣情形。房屋類型、金額大小及量大量小的確會影響議價空間，但最主要仍是市場景氣。

## 第二部份：房地產學術思潮論文集

### PHYS-FI：設計經濟中各種決策間替換的模型(另見附檔 PP)

報告人：鄧筱蓉

#### 摘要

1. 利用演繹－歸納分析建立 PHY-FI 模型，該模型將不動產實體與財務維度間各種抵換建構出分類系統，提供成本－所得－價值連環，在開發－經營－最後處分等投資循環階段一個整合架構，呈現設計經濟裡各抵換的一系列有調理的概念。
2. PHY-FI 模型對於不動產專業在規劃不動產開發或再開發時，各種抵換的認定或改進十分有用；包括用於不動產投資的分析裡，關於成本、價值和報酬估算，以及用於不動產資產管理中，關於修復或保存的決策。

#### 導言

1. 了解不動產「實體」、「財務」兩向度裡各種替代性決策的抵換。
2. 以演繹的推論方法，得到「成本－所得－價值」此過程中，各種抵換的形成。
3. 將成功開發的特定抵換形式經驗，歸納成為觀念。

#### 不動產的開發過程

前置開發階段		
	實體方面	財務方面
成員	建築/工程和有關的建築管理專才，完成設計理念與大概的成本估計。	市場分析、可行性分析、投資分析之財務模式，以及不動產估價師。
工作模式	基於歸納法，以柏拉圖式稱之：在選擇理論的架構內，透過連續的組合，形成由各種特點所組成的綜合體，亦即我們看見的成品。	由演繹推論為中心，簡稱亞里斯多德式：認為在效用理論的架構內，透過連續的分割，可認定出特定目標群和固定屬性群。
責任	協助開發者、投資者和貸款者，達成他們資本回收的目標，自有資金的回收、抵押貸款的支付，以及自有資金的報酬等責任。	

#### Graaskamp-Shark MDP 模型

1. 目標與對象
2. 市場分析
3. 行銷分析
4. 基地分析
5. 環境分析
6. 設備開發
7. 綜合概念開發
8. 理念設計/規劃
9. 財務模擬
10. 初步設計/規劃

#### 模型的財務面

1. 市場分析：市場的胃納驅策整個現金循環的開始，先架構出總體市場趨勢，再

以市場區隔來縮小投資地區。

2.市場銷售性分析：認定消費者輪廓，鎖定市場銷售對象、確立商品的目標市場。

3.財務模式：時間軸上的各種財務假設、估計所需資本預算、確立財務來源、自有資金與債務等條件。

模型的實務面

1.基地分析

2.環境計畫：利用適合度分析技術，避免規劃者發生錯誤，將自然環境所提供的機會予以資本化。

3.設備開發的計畫：由產品組合和商品週期確認計畫主要項目。

4.設計綜合概念架構建立

5.初步的設計計畫

### 發展 PHY-FI 模型-設計經濟之研究

1.重心放在單一或少數特徵，忽視設計經濟中，對抵換的理論架構需求。

2.將發展中的某一階段獨立出來作為研究或分析之用，忽略各階段的連貫性。

3.集中在某單一的財務目標，忽視成本—所得—價值連續性的考慮。

4.演繹的研究法不足以應付設計經濟中財務面和實體面的考慮。

### 發展 PHY-FI 模型-研究步驟

1.定義替代方案的層級

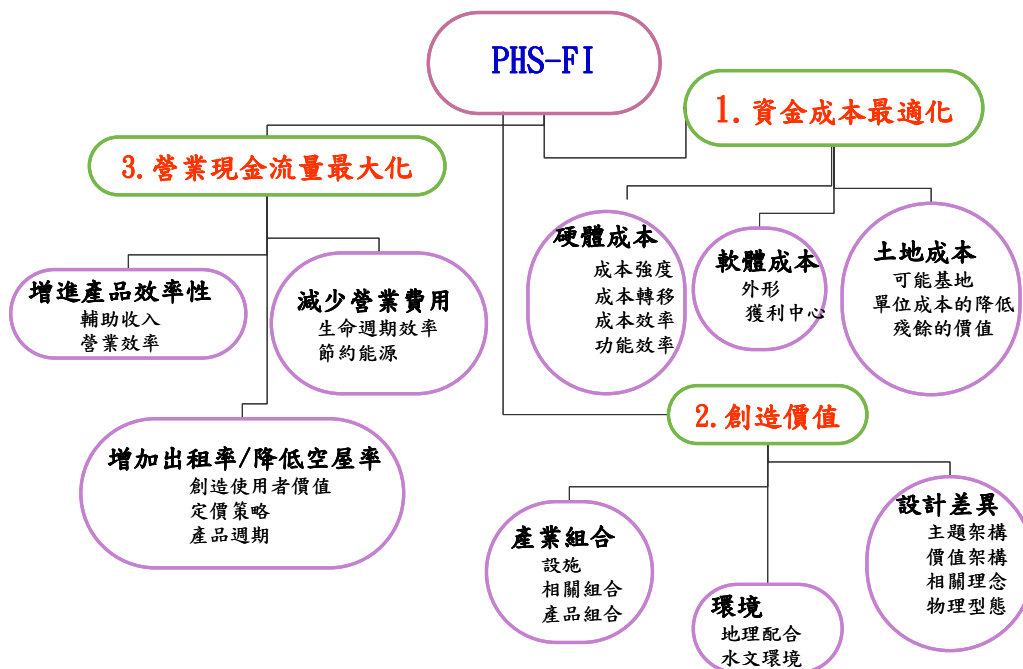
2.認定抵換的種類

3.觀測個案之收集與分組

4.概念之收集與分類

5.群體層級、種類和概念

### 實體財務模型的替代方案



## 創造不動產價值

### 1. 以設計差異性創造不動產價值

ex：主題架構

在多倫多的 Sherway Gardens 購物中心內，以食物作為主題的餐飲中心

ex：文化概念

北佛州亞特蘭大海岸市的 Amelia Island Plantation 的休閒住宅開發案，以自然主義為文化理念。

### 2. 以環境來創造不動產價值

ex：地形學上的配合

加州的 Lecanto，一個地上有限制的老舊採石場，變成高品質低密度的高爾夫住宅社區-Black Diamond Ranch

ex：水文

金融區波士頓港

### 3. 以產品配合創造不動產價值

ex：分配於設施的費用

鄰里區的配合、產品組合

## 心得

1. 國內是否有類似個案？

2. 兼顧財務面及實務面，可創造不動產最大價值，身為地政系研究生的我們如何創造最大價值？

## 課堂討論

老師：我國不動產開發缺乏創意，並未利用自然資源的特色，而所有建築開發必須具有財務觀念，因為必須對異質性產生的品味訂價，品味應值多少？若將窪地填平後興建房屋，不僅花錢又無特色，剛剛介紹的案例不僅保住自然生態，又創造更高的價值，現在建築有些注重將文化融合到建築內。不動產本就擁有獨特性，但是如何發揮這部分的價值並且降低人為要素是很重要的。如日本住宅全能改造王的電視節目，其背後強調文化、歷史、自然，不像我國大家都居住在相同的 box。另外，我國民宿文化有相當創意，都是屋主對其本身環境的感覺透過規劃展現出來。目前我國最貴的旅館已不在日月潭，而是位在屏東的民宿，具有相當特點。不動產真正的價值不是建立在昂貴的成本，而是自然的獨特性。我國民宿具有發展潛力及契機，目前雖是各自獨立，然而是否可以透過企業模式大規模開發，進而提升不動產價值？

毓穗：以玻璃型態的台北市建成圓環，讓人不想進去，。

老師：這裡並未融入歷史價值，通行也不方便，確實可惜。大家想想是否有成功的例子。

筱蓉：牛山有一個原住民風味的民宿，將涼亭塑造成牛的形狀，附近的景觀相當

自然。

業軒：在美學的經濟一書中，舉各種產業為例，卻未包含我國不動產開發，然而不動產異質性高，應該要包含更多的創意。

老師：如何將財務及實體的結合，增加二領域的對話。西班牙建築師高第在巴塞隆納專門興建怪房子，教堂內許多創意空間，打破過去傳統價值觀。

佩欣：當初在作景美規劃，想將景美廟附近的環境改善成具有歷史感，並以問卷方式詢問附近居民，若需要很高的成本來創造環境的品質是否願意，結果意願不高。

老師：這是否意味居民的再教育？要如何兼顧財務及建築創意是未來關注的焦點。

維生：公部門建築應該也可以考慮創意，增加地方特色。過去土地資源概論曾討論到，國外可將墳墓創造成觀光景點，但我國卻是嫌惡設施，這之間的差異在哪。

老師：如何透過創意提升嫌惡設施的價值，對土地開發者應有啟示，在市場追隨著與市場區隔者之間如何取捨。

永香：龍潭怪屋之說，屋主是否透過這樣的說法來創造外部性收益。

益銘：在安平港的船板，利用海邊漂流物建立餐館，相當有特色。

### 第三部份：個案分析

京站(詳見附檔 PP)

報告人：邱于修、楊佩欣

#### 課堂討論

老師：決定是否進場的最關鍵因素為何？

于修：投報率。

老師：是否有其他吸引人的地方？

佩欣：交通因素，因為某些人對交通便利性有特殊偏好。

老師：因此出租應該不會有問題，重點在於租金多少？一個月三萬如何？剛才強調房價成長，然而房價變動對於租金事實上並不相關。投資客對於產品應該無偏好，在乎的是否能夠賺錢。以使用權的型態轉手應該不至於產生太多價差，房價漲租金不漲實際帶來的效益如何？

文祺：與新巨蛋相較，京站交通條件較好。

老師：這種使用權型態，大家會在乎嗎？以 REIT 產品來說尚有增值的空間，未來處分不動產出現這種機會，但是使用權相對來說並無漲價能力。

佩欣：京站的土地未來 45 年期限到政府是否能便宜賣？

老師：若有需求由日勝生優先繼續承租該筆土地。

于修：京站目前辦公方面比較搶手，30 幾萬漲到 40 幾萬，並宣稱已售完。

老師：目前三種類型以三房最不好賣，因為沒有使用權，父母為子女置產不至於使用使用型態。以產品定位較度來看，創新的方式可以使購屋者(至少一些人)缺



乏比較的基準，吸引特定人。最擔心的方式是貸款，因為無抵押權，然而合庫願意承貸而且比例達到七成。首先有銀行願意承貸也願意信託，使得京站有發展空間。雖然京站提供了相對低價的產品，然而與信義區案例相較之下似乎不夠低。以地上權價位差不多，應可進一步比較地上權與使權產品上的優劣差異及其價格上的差異，其中使用權有 45 年負責管理維護，是比較特別的因素。