

The Role of Speculation in Real Estate Cycles

by Stephen Malpezzi and Susan M. Wachter
@ Journal of Real Estate Literature, Vol. 13, No. 2, 2005

2008.10.13.

房地產投資與決策分析
文獻回顧II
林君安

大綱

- 問題：土地投機與房地產循環的關係，是肇因還是症狀？
- 作法：
 1. 投機的定義以及其他角度
 2. 發展概念模型
 3. 發展檢測模型
- 結果：投機的衝擊主要是受供給價格彈性的影響，最大的投機衝擊是發生在土地供給不彈性之時。
- 著重制度環境(regulatory environment)的角色

Intro

- 房地產價格本質上傾向循環。
- 商業下坡的狀況：
 1. 房地產價格
 2. 銀行系統
 3. 交換率危機
 4. 財務危機
 5. 商業不景氣的循環

EX：地價下跌為先聲：1997亞洲金融風暴中的日、印、泰

Fundamentals of Asset Pricing

- 建立循環模型的關鍵：
value和rent的關係
- 租金/地租 $R = PQ$
- 租金 → 現值 V

$$V = \sum_{t=0}^T \frac{E[R_t - C_t]}{(1+i)^t}$$

$$V \doteq \frac{E[R]}{i}$$

$$V \doteq \frac{E[R]}{(i-g)} = \frac{E[R]}{c}$$

- 大部分教科書不討論 E: expectations operator

Defining Speculation

- Investment v.s. speculation
- 1. 時間長短
- 2. 套利（流動性市場、參與者眾）
- 3. 不精確的獲利期待
- 其他相關概念
- 1. EMH
- 2. Expectations
重要性：能造成循環、過熱、超貸的事實
期待模型：myopic -, perfect foresight,
rational -, adaptive -
- 3. Bubble

Regulatory Environment on Speculation

—static

- 制度環境的確會影響房地產價格
不當或過多的制度是非彈性供給的原因之一，
會製造不穩定的市場、使價格上升、破壞系統平衡

p.153 Exhibit 1 : $P_0 \rightarrow P_1 \rightarrow P_2$
比較 Exhibit 2 : $P'_0 \rightarrow P'_1 \rightarrow P'_2$

- 案例 “Million Houses Program”
案例 “U.S. 都會區住宅價格”

Simulation Results of a Model

- Dynamic

- 研究結果特色
- 1. 模型引起不止一次的循環，
雖然設定上只提供一次需求震盪。
循環的原因有：
價格是住宅存量的函數、
投機變數不為零時。
- 2. 非彈性的狀況下，市場較善變、價格
漲幅較大。彈性的狀況下，市場甚至
不太受影響，連投機影響也有限。

結論

- 以房地產市場的價格穩定而言，供給
彈性比投機影響還大。
甚至，投機的影響力也依賴供給條件。
（標題：speculation < elasticity of
supply）
- 彈性大（反應較迅速的制度環境或較
少的天然限制）的市場會比較不善
變，也會有比較少的投機行為。
有效的制度政策應如此因應。