

房地產投資與決策分析第七次上課紀錄

時間：2008/11/10(一) 14：10~17：00

主持人：張金鶚老師

地點：政大綜合院館南棟 270617

紀錄：許淑媛

出席：張金鶚老師、陳佳甫、陳妍如、林佑儒、許淑媛、王姿尹、賴靖雯、邱信智、羅于婷、袁淑湄、侯蔚楚、彭竹君、王俊鈞、范清益、許經昌、徐偉琪、張曉慈、程于芳、陳弘汝、楊博翔、羅雅怡、曾祥珉、林君安。

第一部分：教科書導讀

第八章：房地產市場分析基本理念

報告人：張曉慈

老師：房地產市場特徵與房地產特徵不同，地點固定與獨特性是房地產特徵。另一張 ppt 裡景氣變動部分我有點保留，景氣是總和的結果，房地產景氣是長時間的生產結果，投資、生產、交易面及使用面都有價量的變動。這裡是交易面的價格變動，講的是價格與景氣有無共移性。講這個圖時要很小心，需了解每條線的構成要素，什麼是景氣？什麼是房價？房價還包括新成屋中古屋，而新成屋跟中古屋價格又有差別，所以在下結論時要很小心。另外，價量關係圖中，上漲下滑之間還有“相對”不變的階段，這個圖是比較簡化的結果，如果現在是買方市場，但價格也還未跌，但也未漲，因此，如何更細緻的觀察住宅市場？實務的變化是很細微的，但理論是很抽象的，所以大家在理論與現實間要做一點結合。在倒數第二張 ppt 中，價格除了品質以外還有什麼？時間變動會不會有不同的影響，時間背後是什麼涵義？預期、泡沫都跟品質無關係。

我關心的是理論與實務的結合，在做市場分析時什麼是關鍵？而怎麼做市場分析？在理論中找到的軌跡應用在實務中如何？另外，市場分析的困境中除了資料的取得以外還有什麼？我認為市場分析這塊是我們一直沒有做好的。

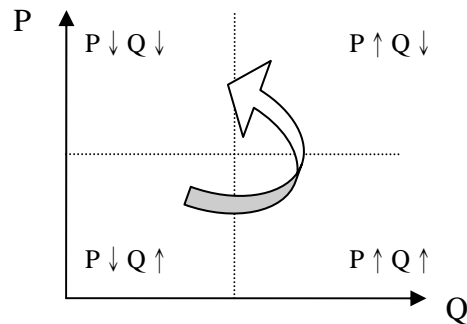
淑湄：我們有時在探討房價上漲時會除以之前的價格，但有時會除以 CPI，這兩者之間意義有什麼不同？

老師：為什麼要除以 CPI？

淑湄：去除通貨膨脹的因素。

老師：在長時間的研究下，為了消除幣值的不同，所以除以 CPI，表示幣值相同下當時的價格水準。而只有 1~2 年就不太需要，除了以 CPI 調整外，還可以放 dummy 解決。另外，除以 CPI 與除以房價指數有什麼不同？CPI 只講幣值，而除以房價指數則同時考慮到幣值、預期增值的上漲，我們有幾篇 paper 都是除以房價指數。

老師：我們在價量圖(八卦圖)中講的是量先價行，長期呈螺旋的移動型態，且反時鐘變動。當然這些東西還有討論的空間。



弘汝：劃分次市場範圍，可否使用交通成本？

老師：我先講在劃分市場時包括細分與區隔，一個從供給面、一個從需求面做切割，切割的意義在於把不相關的東西剔除，才可觀察到關鍵的因素，而次市場的區分也是切割。切割有很多方法與角度，交通是一個，或公共設施服務範圍等等，有很多種講法。早期許多 paper 都有探討到，用科學化、數量化方法如彈性係數來做區分標準。另外，除次市場區分外，仲介公司、銀行也都需要做服務範圍的切分，如何得來？除了細緻的經濟分析外，還可從實務經驗得來。但如果可以科學化的話，學術上還可以有很多空間。

清益：之前所講的價量圖中量先價行的部分，我一直認為價格跟數量是相輔想成的，如蛛網理論相互影響的結果，但如像價量圖中的情況是否是 time lag 所造成的，我不曉得量先價行是如何產生？

老師：量先價行當然不一定完全適用，隨市場不同有差異，但從價格的僵固性上是可以看出的。然而，如果切分上漲與下跌的話，供給者一定可以較快的反應上漲，然而下跌時，大家不會先調整價格，而是從量上調整。這個講法不一定應用在房地產，股票市場中也很常見，但並非是絕對的，我們講的是一個比較平均的結果。因此，在景氣好或不好時有無差別？而不動產的生產過程是很長的，所以會有時間落差的問題。

淑湄：圖上每個點應該都是一個均衡價格解，而非學弟講的蛛網理論。

老師：對，最後我要講，課堂中很多都是講基礎理論或是關鍵因素，但市場的變化都是動態的，大家不要只想到靜態，多學習一些分析的能力。

第二部分：房地產學術思潮論文集導讀

利用過去資訊改善大量估價法的估計與預測效果

報告人：王姿尹

老師：不動產核心是估價，如何對估價做一些改進？價格如何更貼近大家的感受？在講白話一點，IRLS 到底是什麼？

姿尹：一般我們估 OLS 時都是直接把變數代進去，並從顯著性直接判讀各屬性的邊際價格。而 IRLS 規定特定屬性的價值，給他成本上限，如 500 元。

靖雯：價值不能超過成本。

老師：意思就是利用事先資訊放入限制式，如廚房成本一定大於臥室成本，然而如跑模型結果臥室的邊際價格大於廚房，則結果會很不合理。所以我們利用事先資訊，來建立限制式，使其更符合大家所感受的情況。

老師：樣本內與樣本外是什麼意思？

姿尹：樣本內就是我們跑出 OLS 後，去檢驗用來跑模型的樣本。而樣本外則是拿另一個樣本丟進去檢驗其準確性。

老師：我在說的是剛剛有提到如何衡量 IRLS 比 OLS 好，而有樣本內或樣本外的檢測。結果是樣本內沒有差多少，但 IRLS 樣本外預測較好。如樣本有一千筆，樣本內是拿一千個個案之一來做預測驗證，而樣本外的是拿八百個個案建模型，再拿兩百個個案來驗證。樣本內的估計不是太理想，因為是自己在估自己，解釋與預測是兩件事，樣本內比較偏於解釋，但樣本外則是預測，意義不同。我們講的是大量估價，通常使用特徵價格來估計，再建立限制式，而最重要的是事前訊息。例如，樓層別中四樓價格最低，四樓最小就是一個限制式。或者是每增加一坪要多少錢？20 坪多一坪與 50 坪多一坪的意義不太相同。而以上這些其實都是想要在估價中如何改進技術這塊？

靖雯：剛剛有講到成本限制，我想到在折舊這塊，一般來說是屋齡越高其價格就越低，但有些特徵過了一段時間，就會有一些正面價值產生，如特殊建築技術或歷史建築。這在估價時是一個特殊現象，隨時間增加其價值反而不會減損。

老師：這是在估價上的改進，如何把它脫離開來重新估價，但是否可以明確的估出其價格還是另一個問題。沒有什麼東西是絕對的準確的，但重要的是我的模型或方法有沒有相對比其他的好或更準。這個 paper 你有沒有學到什麼？而現在重點就是-如何得到一些事前訊息。

君安：我想知道 IRLS 相較於傳統方法有什麼缺點？

姿尹：只有樣本內的估計 R^2 會稍微低於 OLS，因為它有給定一些限制。

老師：為什麼樣本內的解釋會較差一點？因為樣本內會多了很多限制，OLS 是

最有效的估計，但 IRLS 多了很多限制，所以在樣本內的“解釋”上會較差，但是在預測上又是另一回事，我們說黑貓白貓會抓老鼠就是好貓。這當然也是一個缺點，但也不完全，但 IRLS 的問題的關鍵在於事前訊息的正確性，是否精確或有什麼主觀在裡面，而限制式很多的話在估計上可能會有一些困難。

信智：PPT 裡無限制的意思是？

姿尹：就是當限制式不在的時候。

老師：等同於 OLS 的意思。

經昌：我想知道 IRLS 是不是類似 boundary condition？讓他原有的價值被限制在裡面。

老師：是阿。最後，大量估價的出現就是想在主觀與客觀間取得一點平衡。透過一些模型，或分量回歸、類神經估計都是一些方法的改進。到後來經濟模型所不能掌握到的，就是人力應該加入的時候。在市場分析這塊，除了 data 外，就是方法的改進，大家都應該去思考檢討。

第三部分：Case Study

XX 市

報告人：陳泓儒、楊博翔

老師：這是一個很有爭議性的個案，是一個廠站的聯合開發，有些建築與捷運站相連。

君安：我想分享一個故事，在 18、19 世紀的倫敦，有一個人標到一塊地，但一樓是繁忙的港口，旁邊是市場與充滿魚臭味、貨物、工人的地方，他就用人工地盤來解決，架大概一到兩層樓，人工地盤以上賣高級住宅，以下是傭人的房間及魚市場，剛開始成功了一陣子，但後來有錢人不願意住，就不太好了。

老師：這個是倫敦經驗，另外，你覺得這個個案最大的問題是什麼？量體過大！兩千三百多戶，會有 2300 個收藏家認同它嗎？坪數大概 25 到 92 坪，妍如有什麼感覺？你是做混合度對管理維護的影響。除了量以外，價格呢？大家都有個感覺是捷運場站附近，價格應該比較高。讓我比較意外的是，他的社區內長度竟然有一公里，竟然還有社區巴士接駁，可見可行性應該不太好。

君安：其實他最好的方式應該在頭跟尾各設一站，雙站更誘人。

淑湄：我覺得這個個案的容積率高的誇張。

老師：可能是捷運、聯合開發或開放空間容積獎勵。

博翔：因為基地面積很大，但建蔽率很低。

老師：從供給面的分析上，怎麼會產生這樣一個產品出來？而從需求面，在這樣一個產品之下，需求者是誰？在廣告與美景的誘惑下誰會去買？從景觀的角度下，值不值得？還有捷運的效應，但捷運也不一定是正面的影響。另外，給他正面的鼓勵是什麼？

博翔：勇氣可嘉。

老師：大家有想像的可能就是辦公與 shopping mall。

清益：我覺得他的位置還不錯，像之前有個「天 X」的案子，離交流道很近很方便，但本案可能是產品定位的問題。

老師：我關心的是台灣的消費者怎麼想？什麼會吸引消費者，這也是一種市場分析。這個案子總值 300 億，是一個很大的賭注。大家都很關心這個案子未來的發展，至於本案的環境好不好？是個人偏好的問題。

泓儒：我同學的爸爸有買，是覺得景觀還不錯，又有一些閒錢，所以還是有人買。

老師：當然有人買，但重要的是投資者怎麼想。

君安：我覺得這個案子對我來說最值得的就是人工地盤上一樓的剖面。

老師：這個案子不好的地方大家都很清楚，但它有什麼優點？我們找個機會有空再去考察一下。