

房地產投資與決策分析第一次上課紀錄

主題：課程介紹安排/國內不動產學研究之現況與分析

時間：2010/09/13(一) 14：10~17：00

主持人：張金鶚老師

地點：政大綜合院館南棟 270622

紀錄：陳相甫

出席：張金鶚老師、丁嘉言、邱逸芬、郭哲瑋、彭佩瑩、戴國正、黎佳貞、蘇曉瑞、黃國榮、賴宗炘、廖庭萱、陳相甫、楊雅婷、林涵柔、黃茂欣、林逸杰、李展豪、邱煜婷

壹、本學期上課安排

課程內容					
No.	日期	教課書	思潮導讀	個案/paper	上課記錄
	9/13	課程介紹安排/國內不動產學研究之現況與分析—張金鶚			陳相甫
1	9/20	Ch.1-廖庭萱	Ch.1-黃茂欣	個案-張金鶚	丁嘉言
2	9/27	Ch.2-彭佩瑩	Ch.2-丁嘉言	個案-張金鶚	蘇曉瑞
3	10/4	Ch.3-丁嘉言	Ch.3-戴國正	文獻 1-李展豪	楊雅婷
4	10/11	Ch.4-郭哲瑋	Ch.4-林逸杰	文獻 2-黃國榮	廖庭萱
5	10/18	Ch.7-黎佳貞	Ch.5-賴宗炘	文獻 3-陳相甫	黎佳貞
6	10/25	Ch.8-林逸杰	Ch.6-李展豪	個案 1-	邱逸芬
7	11/1	Ch.9-	Ch.7-黃國榮	個案 2-丁嘉言	邱煜婷
8	11/8	Ch.10-邱逸芬	Ch.8-廖庭萱	個案 3-戴國正	彭佩瑩
9	11/15	Ch.11-黃國榮	Ch.9-黎佳貞	個案 4-彭佩瑩	
10	11/22	Ch.12-楊雅婷	Ch.10-郭哲瑋	個案 5-廖庭萱	戴國正
11	11/29	Ch.13-邱煜婷	Ch.11-陳相甫	個案 6-楊雅婷	林逸杰
12	12/6	Ch.14-賴宗炘	Ch.12-邱煜婷	個案 7-郭哲瑋	
13	12/13	Ch.15-李展豪	Ch.13-	個案 8-蘇曉瑞	賴宗炘
14	12/20	Ch.16-蘇曉瑞	Ch.14-彭佩瑩	個案 9-邱逸芬	
15	12/27	Ch.5-戴國正	Ch.15-楊雅婷	個案 10-黎佳貞	黃國榮
16	1/3	Ch.6-陳相甫	Ch.16-蘇曉瑞	個案 11-林逸杰	李展豪
17	1/10	學期心得	Ch.17-邱逸芬	個案 12-賴宗炘	郭哲瑋

• 課程相關規定：

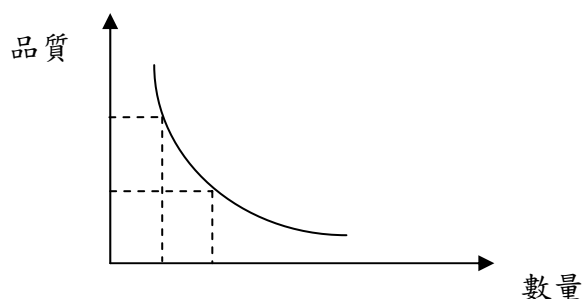
1. 每週上課由同學輪流分別報告教科書(第一節)、思潮導讀(第二節)和 Case Study (第三節)。
2. 每週由同學輪流負責上課記錄，完成後寄給老師修改後會再轉寄給上課同學。
3. 每週須有上課心得，做上課的結論、心得，並可提出問題，在下一堂上課時繳交，頁數約 1-2 頁。
4. 期刊（三中三英）閱讀心得報告，一篇 1-2 頁。
5. 期末個案研究報告，10 至 15 頁。
6. 每週二下午 2-5 點鼓勵旁聽大學部課程「不動產投資與市場分析」，教室為綜合 270112。

貳、上課記錄

老師：首先，什麼叫做不動產的學域？60~70 年代不是很清楚的學門，學門會有很清楚的核心課程、學術期刊、組織或科系。房地產在早期不是太清楚，台灣以房地產為名的科系，雖然有一些但從不同角度切入，我們政大叫做地政系，地政系裡房地產不是主要的，分成好幾組。比政大地政早期的是中興地政，後來改名成不動產與城鄉環境學系，一塊不動產、一塊城鄉，在政大多了一個測量組。其他中南部有一些學校，但技職體系比較多，像是屏商、崑山、長榮等，雖然過去或到現在政大一直想要成立不動產的專門學系，但沒有得到很好的回應。相對於國外，不動產的科系大多在研究所，而不是大學部，這代表不動產學門是一個普通大學生後來的 advanced study，但還是有人說為什麼不動產可以成為一個學門？核心課程是什麼想一想？意思是說這些核心課程是別的學門所沒有的，不是經濟、公共政策，也不是財務。就像早期的財務，原本不是一科學門，是從經濟分出來的。國外不動產是從財務分出來的，所以主軸底下會有 Real Estate。那分出來的意思是說，經濟議題與財管議題不一樣了，最早經濟系討論的是供需價量，但沒有討論空間(space)，後來才有一派在討論空間經濟學(space economics)，過去叫做區域科學，特別強調傳統經濟學缺乏對於空間的思維，過去講資源的分配下缺乏空間概念。空間與不動產直接相關，產生了很多對話。後來，空間經濟學討論到時間(第四象限)，傳統經濟學對於時間的觀念上沒有多加著墨，財管認為時間也很重要。不動產認為空間、時間的價值討論是很重要的。

老師：傳統的 P 價格和 Q 數量是資源的分配，那不動產經濟學特別強調這點是因為，P 是從租金 Rent 來的，價格與租金間背後的關係是時間還原的概念(還

原率 ρ)，還原率是很複雜的時間、資本價值問題。數量 Q 傳統上討論的是標準財貨，但房地產是非同質財貨(異質性財貨)， Q 包含 quality 品質和 quantity 數量，數量加品質所獲得的效用可以畫成下圖曲線，線上的每一點代表效用相同，但在實務上很難想像這些屬性如何 aggregate，因為這當中有很多 trade-off(例如面積與區位)，這與一般財貨是有很大的落差的。：



老師：所以不動產研究的特色是「Location, location, Location」，區位的價值到底值多少錢？我的書也強調「Product, Product, Product」，什麼樣品質的產品、區位才算是好產品，該選擇好區位壞產品還是壞區位好產品(文山區的電梯大廈或是中正區的老舊公寓)？假設沒辦法同時取得就必須選擇(要馬吃草又要草長得好)，選擇背後隱含偏好，個人偏好就必須釐清，這就是心中之尺與市場之尺的差異，你覺得呢？

老師：每個產品、區位值多少錢，有沒有 over-pricing？學房地產的人是要很敏感的，必須掌握市場的變化，當你可以清楚的做判斷、理解 trade-off 和對價關係，就能做好的決策選擇。

老師：房地產的特徵也很重要(三房兩廳)，產品定位和定價都很重要。但市場上的盲點是大家都討論價格，不談產品，無法判斷何謂好產品，沒有資格說對房地產有真正認識。希望在座學房地產的同學，你應該可以認識何謂好產品和房地產的本質。因為房地產異質性的關係，無法像一般同質性財貨可以只用比價的方式得到價格，所以當你對品質不清楚，是無法談價格的。大家關心房地產價格的背後，其實是在談不清楚的品質，這是有盲點的，估價的核心課程也很不堅實，我們對估價的專業缺乏理論和學術基礎，造成很大的致命傷。另外，也很少有產品會討論的時機 timing，很多人在我演講時，問我現在是不是投資房地產的好時機，為何大家對買房子的價格如此敏感，這當中的研究核心是什麼？大家要想一下。

老師：很多人都認為不動產是投資的工具，我很不以為然，不動產投資是投資致

富的工具沒錯，但更重要的本質是消費、居住、使用，我強調產品本質很重要，背後隱含著時機、區位的投資概念，投資跟消費間如何抵換是見仁見智，不過站在不動產專業者的立場，應該要有全面的了解，到底哪些是關鍵、要解的問題是什麼？很多問題很難解，但都會碰到，身為研究人員，房地產市場分析很重要，包括次市場的概念，有市場範圍才能談供需價量，供過於求、供不應求還是供需均衡，這個市場範圍框如何產生出來？過去研究房地產市場的人就會遇到這個瓶頸，例如台北和高雄的供需不會互相影響，那台北台中呢？高鐵通車後時空距離拉近了，台北市和台北縣之間的關係呢？產品也是，中古屋和預售屋，大廈和透天之間有不同的替代程度。次市場的框如果畫得不好，所有的市場分析答案都是錯誤的。次市場的核心是替代性，替代性有完全替代、完全不可替代的差異，前者例如金錢(五元和十元)，後者例如左腳鞋子和右腳鞋子，但所有的東西都是介在兩者之間。不過，我在文山區為什麼要買大安區的房子，除非很便宜，每個人的框是不太一樣的，社會科學講的是大部分的人，百分之70的人是在這裡買進賣出的，就說是一個次市場，也就是主要客群，定義次市場範圍是要很嚴格的。所以市場分析的人要很了解次市場的劃分，但在實務上，如何劃分次市場判斷供需情形還是很模糊的，如果能找出關鍵的話，就能對決策判斷有更大的把握。

老師：我在房產七堂課這本書裡也有提到一些關鍵的元素，從區位、時機到現在產品，往下走是管理問題，房地產到最後是要居住使用的，管理是核心價值，硬體價值之外也有軟體價值，軟體的管理價格好像還沒浮現出來。談到價格，這是心中的痛，最痛的是資訊不透明，無法從效用(一分錢一分貨)中掌握價格，政府花了很多力氣，但還是做得不好。一棟五千萬的房子別人買單，你要買單嗎？你對坪數、公設比、樓高可以掌握多少？〔貨〕就代表了 quality，例如你認為一坪值多少錢，大安區和松山區是不是一樣？提供出來的面積效用是一樣的，是差異在區位。主建物、附屬建物和公設的面積效用是不同的，所以要分開計價，光是面積就很複雜搞不定。別人的市場開價和你的 willing-to-pay 是不一樣的，很多心中之尺才累積成市場之尺。房子的 quality，大家都在意面積，外國人只知道自家幾房幾廳和車位，台灣人的坪數可以算到小數點第二位，價格是單價乘上面積變成總價，這是不合理的，為何沒考慮到方位、景觀？定價 pricing 真的合理嗎？從估價的角度可以知道水平價差和垂直價差，但大家都認為估價是黑箱作業，這是很常被批判的地方，無法得到社會大眾的認同。特徵價格法的應變數應該是單價還總價，自變數要不要放車位？自變數的效用會對價格產生影響，但空間的相依性和特徵變得沒有關係了，時間的相依性是景氣好，大家都要提高價格，跟房屋特徵沒有關係。為什麼老舊房子比新房子還要貴，這不合理，理應在房子老舊、公共設施變差

後會跌價，但都市更新提供了預期增值心理，所以更貴。事情沒有絕對，要看如何解釋。如果都市更新利多取消，價格就會往下走了。另外，不動產研究的國內外狀況如何，國外 60 年代開始成立課程，70 年代以後開始有期刊出來，期刊提供想法帶領大家學術知識進步，所以在期刊受肯定的情況下，學門就會受到重視。學界要會判斷期刊的好壞，對老師是很大的壓力，研究生也感受到這樣的氛圍，何謂知識的精華、不滅的道理，何為短暫的現象、一時的說法，美國還是相對完整的，亞洲還是很少。學會部分，每個地方都有，形成網絡，美國學會活動包括純學術(AREUE)和學術與實務連結的(例如 ARES)，都有四十幾年的歷史。同學可以上網搜尋相關活動，至少在 80 年代後漸漸成熟。

老師：目前國內做房地產研究的相對是少的，研究能力相當不足，很大一部分是傳統的行政、管理工作，公部門多在研究法令面，受到很大的局限，法律面的探討在學術上就比較薄弱一點，在實務界，包括有估價、仲介和代書等，在學術上的突破也還是相當有限。另外還有都市發展這塊，包括空間價值、都市計劃、土地使用分區管制等，是有一些啟發和討論，但和不動產關係的連結有限。近來發展比較迅速的是財務與房地產的結合，但這塊研究多是套用傳統財務的理論，例如期貨與證券化等，但多是財務面的應用，對房地產的認是比較少。還有傳統的經濟這塊，包括市場供需價量等，都是其他學門跳進來的 piece-work，房地產的連結還是相對少數的。過去我帶了不少博士班的學生，從房地產出發是比較不同的，但兩邊的對話要有更多的認知和討論。

老師：國內在學會部分是有限的，沒有不動產的學會，目前有估價學會、土地經濟學會、都市計畫學會、住宅學會等。住宅學會是不同領域學門組成的，包括社會、經濟、財務、建築和不動產的，其他學會的同質性比較高。仲介則只有實務界的仲介公會。能激發學術研究的期刊相對欠缺，目前還在整合之中，為了讓不動產學會有更大的發展，幾年前成立了世界華人不動產學會，前年在上海、去年在北京、今年在台灣、明年在杭州，大家可以去看這些資料，目前也在積極籌劃一些期刊。

老師：相關研究的課題，比較大的一塊是房地產景氣研究，到目前為止，每一季會公布景氣指標已經 11 年，只是讓大家簡單地了解市場狀況，博士班學生也從當中找到很多有關景氣的研究題目。如何在房地產的投資、生產、交易、使用循環當中衡量市場景氣，在連結到總體經濟(房地產是不是火車頭工業)，至少目前政府很相信，所以不能打房，以免波及到總體經濟，所已獲得政府的支撐，但火車頭這個支撐點顯然沒有學術的依據，長期研究以來都認為這是個假象，房地產市場是總體經濟的落後指標，但目前大

家都用不同的角度去護衛，所以不論如何，房地產景氣與其他市場景氣的互動關係為何，是時機面的研究，到目前為止研究成果還不算太理想，換句話說，台灣房市景氣有所謂的擴短縮長(擴張期很短、收縮期很長)的循環，從總體經濟面來看是沒有效率的，國外則是括擴長縮短，慢慢復甦再很快下來。

老師：另外，市場的供需價量也有討論，不同空間市場是價先量行或是量先價行，這背後有很多研究，很多新古典主義的分析所建立的數量模型來解這些問題，另外也有時間序列模型，哪些變數會影響到市場。市場可分為自有、租賃市場，住宅、商用市場，這一塊在國內來講還有很多討論空間，在傳統經濟學以外在加上人類行為、時空因素等。

老師：另外，最近也有需求面、購屋者的研究，人類行為的討論在商學院有很多引申，商學院強調行為科學，包括購屋行為、廠商行為等，通常需要問卷調查和 case-study 來做展現和累積，比較有趣的是這一塊可以用觀察的。為什麼房價那麼貴、房價所得比那麼高，還有那麼多人在買房子？這些研究在試圖解構這些不合理的行為。其實這是因為購屋者是從資產價值評估，而不是從所得評估買不起房子。所以有人會 argue 房價所得比，因而不在于單純是平均數、中位數的討論，而是從分量來切入來了解各個階層的購屋行為。例如購屋與租屋者、一戶或兩戶房子擁有者的差別。在供應者行為方面，一案或多案建商、上市上櫃或沒有的建商行為為何？還有中間人、仲介人、代理人的行為也很重要，國外有很多這方面的研究，而估價人員的價格是如何產生的，是否受到心中主觀的判斷。透過了解這些參與房地產的產業，可以知道市場的價量是如何變動的。若有興趣，可以深入探討這些專業者的行為。

老師：還有空屋的討論，和失業率一樣都是市場均衡的現象，為什麼在失衡的情況下(高房價、高空屋率、高自有率)，台灣房地產市場還是可以運作，問題在哪裡？這些問題是否會長期存在。學界也有討論這些問題。

老師：還有房價跟品質的關係問題，我認為一分錢一分貨是很重要的，如何掌握房地產價格這件事情，其實背後在討論房地產品質，我一直提醒各位要有判斷好產品的能力，同時判斷價格，這樣才能在市場上有決策能力，很不幸的，地政系對產品的研究是很不足的，不懂產品如何產生價格，對價格只能用比較的方法，從建築的角度才能判斷好的設計和營造，所以無法判斷好的品質。所以價格和品質的研究，學房地產的人要做更多 case-study 才可以，包括規劃設計、產品定位、公設比安排、設備建材等，才能作對價。而房地產品質隨著時間空間的變化為何？房價變高，品質是否有變

化？日本的住宅，在高單價高總價下，品質變化如何？希望大家釐清。

老師：不可諱言的是，房地產金融的研究(MBS、REITs 等)近年很熱門，這些金融商品未來是很重要的討論，在過去研究不太流行是因為資料限制，股票市場很多人研究是因為資料很豐富，資料越多，這個領域就越發達，相反的，沒有資料就很難透過數據做故事的說明。台灣的金融界還是相對保守，許多公股銀行的決策方式也很不科學和嚴謹，而是主觀的(地區經理人、董事會議)判斷，還有很大的成長空間。或多或少有一些 paper 可以看，更要發展跨國和跨城市的比較(台、日、美)，討論到公共政策如何擬定(金融管制、容積管制、稅制等)，希望原本房地產本土化的特性，也可以和世界接軌。有興趣的同學可以在這期住宅學報投稿。

老師：我也很期待一些外系所同學的加入，可以產生不同學科間的對話，讓房地產研究可以更加豐富。希望大家多找一些 paper 來看，懂或不懂和似懂非懂都可以提出來，更重要的是學會觀察，從閱讀當中有自己的想法。在研究所的學習課程中能有自己的東西，提出對市場和學界的批判，特別房地產是一門科學也是藝術，實務的背後有理論基礎。只有好的問題才有好的答案，學問是要學習發問，房地產一團混亂，要一點一點拉出來解，這是這堂課的主要目的。