

房地產投資與決策分析第八次上課紀錄

時間：2010/11/01(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：邱煜婷

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、林逸杰、楊之寧、吳孟臻、李展豪、梁劭仔

壹、教科書—房地產市場分析基本理念

一、報告者：林逸杰

本章從房地產市場的特性切入，了解市場機制中供給與需求的運作，學習房地產次市場分析、數量與價格、長期與短期的動態調整，以及價格與品質如何決定等，並就房地產特徵、房地產市場供給與需求等項目進行補充說明。

二、課堂討論

老師：補充一下，你ppt上的圖是錯的，那是前面幾版的，後來改過了，甚麼樣錯？

庭萱：最一開始的時候，土地的價值應該是比建築物高的。

老師：對，你去看看新版的圖。土地價值怎麼會比建物價值低，建物價值要拉下來，土地價值要拉上去，上面那條線當然是這兩個累加起來的結果。最下面虛線的土地價值其實在上面，對不對？主要的意思是說土地會增值、建物會折舊，這個沒問題，問題是建物的proportion甚麼樣子，土地價值當然大於建物價值，所以整個房地價值前面會下來，後面會上去。為什麼現在講都市更新，越老的房子反而越貴，是在講這個邏輯，主要是看proportion的變化、折舊的關係或者只是一個現象。

老師：土地折舊是甚麼意思？價值會隨時間減損，為什麼？這不一定，是先減損再上升，減損就整個下來了，它不是它到後來會起來，是U型的樣子。

老師：想想看，價格市場應該如何調整，所謂供需價量，透過這樣的討論能不能有一點掌握。另一個講法是，價格是怎麼產生出來的？在主客觀上怎麼判斷價格能不能接受？當然講了這麼多，你們覺得哪一個是關鍵？你當然可以列N個，但當有衝突的時候，你怎麼面對，這才是關鍵。你要了解背後變動的因素，了解供需變動的因素是甚麼？不知道大家有沒有詳細看這章的小方塊，這是以前的投書，例如第353頁，民國八十年的投書，現在九十九年，我現在看起來裡面有些東西還適用，這甚麼涵義？表示我們房地產市場沒有長進，那些東西都在重複發生，這章有很多對當時房地產市場的評論，你看到甚麼？這些問題都依然在發生，我只是覺得大家如

果重讀這些會有甚麼心得想法？我是有滿大的感觸，我們的市場到底是怎麼回事？

老師：這章比較強調理論上的行為，實務上比較沒有 follow 理論，長期可能有，但短期上沒有 follow 理論，不知道大家感覺如何？上禮拜談到的次市場很重要，我沒有講次市場的核心是甚麼。大家記得這是相對概念，相對於大多數人的是次市場，大多數人是沒有絕對的，這是另外一種邏輯。當然市場的價量變動圖，有許多文獻討論，你看到量先價行，怎麼樣變化你可以了解現在是在哪個階段，但沒有甚麼是絕對的，理論上如此，可能會有突變。我強調理論實務的對話，現實的觀察中，會有不一致，那是短期還是長期的？

老師：課本第380頁的圖，它不是那麼平滑、漂亮的圖，市場有時候是跳動的，看起來像逆時針，當你在掌握市場的時候，就要細膩的去觀察。裡面有幾個關鍵像是使用與交換的關係，怎麼樣判斷價格、議價，房地產價格怎麼產生出來的？就是供需，但供需很抽象，先是賣方訂價，成本加利潤，但他利潤拿多少，市場調查看一般價格賣多少，接下來是買方殺價，那是成本法的邏輯。接下來是賣方主導、買方主導，要了解價格怎麼產生，最後是價格與品質的關係，是在說一分錢一分貨去衡量，每個人的一分錢一分貨不一樣喔，這就是主觀客觀的差別，是看你的偏好程度，我們把它拆成戶、棟、鄰里，有議價能力是最後必須去面對的。當然我強調價格跟量，量可能會受到價格的干擾，價格品質應該還是問題的核心。大家要培養判斷能力，觀察理論跟現實的差別。

逸杰：實務上感覺不是考慮消費者需求，而是從價格跟政策去考量。只要價格好、或是政策要轉變，我就先蓋，不管賣不賣得出去，賣不出去也可以去銀行貸款拿資金。

老師：業者的確可以不考慮消費者，只考慮現在供給的環境如何？如果有利於供給我就盡量蓋，每一個廠商都認為自己不會失敗，假設市場上只有八百戶的需求，你蓋了一千戶的房子，你覺得會怎麼樣？市場上誰死我不知道啊，認為自己不會死，變成這種情況，就大家的賭性比較強，看起來過去的建商付出的賭注成分不算太高，失敗後五年翻身再變成一條龍，像國揚，另外像宏國下去就起不來了。不是每個人都很幸運，即使倒過兩百多家建商，現在剩下幾家大的慢慢恢復起來，你真的覺得是穩賺不輸嗎？從個人角度來看，第三季的打房效果完全沒有，第三季理論上是季節上的鬼月，結果比第二季狀況還好，以消費者來說你要不要進場？房地產就像賭梭哈，還要借錢去賭，以消費者的角度來說，賭輸了還是要住，和建商的角度不同。大家要從理論和實務上，用比較細緻的角度去觀察，然後再去修正理論。

老師：要盡量用實際的例子來觀察，市場不會那麼乖，一定脫離市場正常一下，又回來。但長期來看，它還是維持著一定的軌跡在走，短期來看的話就是

看到噪音。

貳、思潮論文集—PHYS-FI：設計經濟中各種決策間替換的模型

一、報告者：黃國榮

本篇討論房地產市場中「實體」與「財務」兩向度裡的各種替代性決策，並探討甚麼設計對房地產才是好的，好的設計是否該付費等問題。先從會計面探詢，以演譯的推論法得到「成本—所得—價值」的形成，再追尋已成功開發的特定抵換形式，以歸納法將這些專家知識形成觀念。本模型整合不動產的財務的邏輯，再強調在設計方面的關鍵性，表達開發、經營、處分三者之間的關連性，與如何配合，才會得到最大價值。最後以實際例子表示如何創造不動產價值舉，例如：京站以環境創造不動產價值、統一板急百貨以產品創造不動產價值、清境農場以設計差異性創造不動產價值。

二、課堂討論

老師：前年有碩專班的學生，成大建築畢業的，先在建築公司做再回來念，我就鼓勵他用這篇文獻寫論文。他大概蒐集了北台灣上百個案例，一百八十幾個，建立一個經濟模型，來分析財務的價值，我覺得相當有意思。台灣的情況和美國不太一樣，我想這章試圖在討論產品價值，我跟大家講過，學房地產的只談財務是行不通的，因為財務建構在好產品之下。我也跟大家講過要有能力去判斷好產品跟好價格，怎麼樣讓產品增值出來？

老師：像剛剛報告講到民宿是很有趣的例子，清境我常去，像苗栗偏遠地方，民宿都是很有趣的，甚至在鳥不生蛋的地方的民宿結果還很有特色。我們怎麼樣來看待房地產價值這件事情？如果大家有更進一步去看日本的節目「全能住宅改造王」，學房地產的都應該要去看，看人家怎麼樣做，改造值多少錢？增值值多少錢？這兩個對價關係。可惜你們不是學建築的，比較不能了解設計、改造值多少錢，可是學建築的可能不曉得財務上的困擾。本論文試圖將學財務的不懂建築、學建築的不懂財務，兩個考慮在一起，我想這是傳統上大家知道很重要，卻不懂關連，這個論文蒐集很多個案，試圖將兩者連結起來，建構出一些想法，讓大家從個案上討論出結果。我也跟大家提過哈佛商學院也是從個案研究得出結果。我希望同學可以從台灣的個案找出來，現在 Google 很方便，會有很多有趣的案例，大家可以去看看。

老師：像是 251 頁的採石場。當建商標售出採石場，是很爛的地基。去買哪個地幹嘛？但他現在買下來，利用採石場特殊的地形地貌，建構出另外一種不同的房子，現在大家強調綠建築、原始風貌，和房子的關係，她用那樣的自然地，賣得比乾淨的地價錢還高。看起來原來是很爛的不毛之地，結果你因地制宜，根據它的特色，做出更有趣的產品，我想這就是產品價值，去 Google 會找到很多類似有趣例子。像台灣的房子沒有特色，沒有歷史

文化，沒有辦法建構出更好的房地產價值。當一個房地產能夠講故事，這個房地產就是有價值，如果房地產每個都只是 box，那就沒有價值。要怎麼創造故事，本篇提出三個步驟，一個是成本、價值、現金流，怎麼樣不斷的連結出來、設計和財務上的連結，讓大家再去思考甚麼樣才是好產品，房地產到底要甚麼樣的價值出現，你能不能從裡面去判斷出有特色的房地產的邏輯，大概是這樣。如何從理論到實務的連結，可能不是那麼容易理解，但我們聽了很多個案，大概會有一點感覺。

國榮：我覺得好的設計從個人出發，產品要達到心中之尺。好的設計是否要付費，如果比我現在住得更好，我就願意付費。

老師：當然你說個人的話，每個人的標準都不一樣。好的設計當然要付費，只是要付多少，大家都希望能夠物超所值。你願不願意付錢找一個更好的設計師，這背後代表幾種邏輯，一個邏輯是像前陣子建商找吳季剛來設計建築物，當然這設計好還是賣點好是不一樣的意思。有些人是看外在，要那種不同的感覺，才有價值，所以說請一個好一點的建築師有沒有價值，從消費者的角度來看，是要看它好不好用，到底賣不賣得出去會從現金流反映。這種例子太多，八掛山，知道嗎？在小坪頂很大的案子，就是有八個建商掛在那邊，全部掛掉了。現在又有建商開始在那邊，號稱貝聿銘，不是真的貝聿銘，蓋了一些三百六十度的環型的大案子，現在賣得很貴，會不會成功不知道，外表長得很好，事實上怎麼樣不知道。這個例子表示市場景氣不景氣會有影響、產品好不好也有影響、行銷又是另外一個。

老師：前陣子在貢寮找了很多建築師來競圖，想做很特殊的產品，成果現在還不得而知，大家試圖在創造產品價值，怎麼樣算成功？長期成功意思是說大家都喜歡，住的人喜歡、也甘願花這個錢，也有後來賣不出去，甚至住的人罵得要死，裡面亂七八糟，搞不清楚空間怎麼好用，或是蓋房子的時候出了很多問題，建商倒了一次、又來一次，裡面鬧了很多故事，所以怎麼樣是好的建築，大家有很多講法。房地產很有趣，大家要有能力在個案分析時，去看市場的變化。房地產有主題，不只是景觀、也可以像採石場是自然地貌，甚至現在故意蓋綠建築，反而是身分地位的表徵。房地產有很多元素，可以重新思考定位。

逸杰：國外案子似乎不可以放在台灣，國外是有錢人住郊區，台灣是有錢人住市區，因為郊區有土石流。房子可能沒辦法這樣蓋，如果在郊區和地形地貌結合，像遠雄海洋公園，就可以創造價值，台灣是旅遊價值比較有可能在郊區實現，住宅比較沒辦法。

老師：我想這篇文章是在講不動產價值，它背後如何找出房地產的特色。大家想想台灣有甚麼有趣的產品出現，像台灣都是雨遮很多、機房變臥房這種價值。

嘉言：很多建商都會在平地挖溫泉，也算創造價值嗎？

老師：那也是一種，但值不值得，像最近校門口後面的台北人，就在東山高中再

過去一點，裕隆轉進去那邊挖溫泉，為什麼？還賣得很貴，溫泉都挖得到，只看你挖多深而已，地下水就溫泉，只是挖多深、成本多少，挖了之後還有維護的問題。你知道溫泉別墅，北投有個案子，我去看的時候已經全部賣光了，每個都是好小的房間，就是湯屋大概十幾坪不到，然後一個小書房，每坪要五十多萬，溫泉水維護很難，因為管線會鏽掉。台北人又更好玩，緊臨高架道路，結果房子反而比較貴，號稱有溫泉，溫泉真是可以加分嗎？長期的管理維護是如何，你要去想。

國榮：它的廣告打很大，我覺得住那邊晚上會睡不著，他整個產品從高速公路看下來，很像整塊的廣告招牌。

老師：表面上，有時候景氣好一下就賣掉，等你住進去發現都是空屋，只有投資客買而已，要等到自住客住很滿、很滿意，而且沒有買進賣出的波動，這才叫穩定下來，要得到大家的正面評價，我覺得需要更多的檢視。

嘉言：我去參加過海砂屋改建的公聽會，14 層樓高的海砂屋。招標的三個建商設計好之後，堅持 14 樓要蓋游泳池，在場沒有居民要蓋，是不是只是為了建商的銷售利益，或是說創造產品的價值？

老師：每個建商可能都會成本考量或最大利益考量，當然他投入這樣的成本，要回收更多才划得來，會不會剛好相反，游泳池變成居民的惡夢？游泳池管理的問題很麻煩，室內需要溫水，若不是要放乾，也要管理，我們看到很多社區糾紛，要是蓋不好，可能會漏水，出問題只好把它填掉。建商看的是短期的，他蓋好拿錢就走掉了，居民、使用者是長期的，這是設施所造成的代價，更不要說公設比增加減少的問題。

相輔：捷運共構的房子，建商會打廣告說離捷運很近，賣很貴。

老師：這樣當然貴啊，你覺得貴值不值得啊？問題在這裡。最近都說捷運共構可以賺，我也不能不承認它有賺，但捷運共構真的是好產品嗎？如果你有興趣去蒐集每個捷運共構產品設計、居住、價格狀況，我猜價格一直在漲沒有問題，但居住品質真的好嗎？有些好有些不好，因為大部分都是小套房為主，前兩、三年新巨蛋，板橋那個捷運出口，有幾千戶的房子，全部小套房，一個社區幾千戶，貴得要死，你覺得好不好？結果裡面人家說，要從家裡出來，就塞在電梯裡面，一個社區大小通吃，有十坪、甚至百坪，共用一個設施會怎樣？有人不願意出錢，有人願意出錢，住戶混雜的程度，有文獻在探討，住進去之後社區混雜與住戶的社區意識。賣得時候是一種講法，住的時候又是另外一種講法，在我的書裡面有講，捷運共構的房子，可能會是噩夢一場。

老師：最有名的例子美河市，幾千戶在那平台上，二、三十棟高樓連在一起，我們叫長城，把所有景觀都擋住，要增加一兩個捷運站在那邊走動，你覺得那個價格可以嗎？我是覺得很奇怪，怎麼有人買那個房子，還真的有很多人買。京站我帶學生去過，不管投資會自住，現在商場還不錯，可是那有上千戶小套房、辦公室，住商混合，現在租房子看看好了，晚上到底有多

少點燈。裡面大概有六七成投資客，到時候是不是要降價出租，到時候競爭程度怎麼樣？到時候穩定下來，你去看看那市場怎麼樣。我想這篇文章是要學財務得懂設計、學設計得懂財務，我們學地政得懂一些財務，但不懂設計，大家要多去看看，才會有更多啟發。

參、個案分析—101 富裔館

一、報告者：丁嘉言

分析國礎建設的 101 富裔館。

1. 總體分析：目前美元貶值、熱錢流入、遺產稅調降、ECFA 簽訂、利率維持低檔等，使游資流竄，市場景氣熱絡。但央行升息、北市部分北縣市選擇性信用管制等等，使八月底的買氣已經連續三個月量縮、委售率增加，而市場上套房產品大增，造成租金下跌。根據永慶房屋數據，套房租金每坪一千四、一千五百元。
2. 個案基本資料：地址是台北市信義區台北市忠孝東路 5 段 71 巷 12 弄 6 號，位於捷運市府站四號出口附近。產品交屋日期是 98 年 10 月，從開始的從 66 萬元/坪漲到現在 91 萬元/坪。
3. 產品規劃：基地 278 坪，規劃地上 7 樓、地下 2 樓華廈，共 78 戶，有 68 戶是套房。以年輕族群及商務住宿需求，以精品飯店為概念，外觀設計時尚，1 樓大廳打造如星光大道的玻璃拱橋及感應式的燈光設計，頂樓規劃屋頂花園及泳池，以 9.9~15 坪的套房產品為主力，頂樓規劃 40~46 坪樓中樓產品，僅 3 戶，可俯瞰信義計劃區。
4. 競爭個案：EAT、信義新世界、新川普，四個個案剛好包圍信義計畫區。
5. SWOT 分析：

Strengths	Weaknesses
交通便利、戶數少	巷弄小、基地小，且臨棟距離近
Opportunities	Threats
商業活動增加、房價高漲、租屋需求增加	周邊套房供給量大、租金上漲幅度有限。

6. 試算與結論；購入成本可能過高。現在可能是最高點，投資報酬率會降低。未來的商業活動會更為集中，吸引更多人潮進駐，且位置佳，租金收益可能為未來投資方向。但六米巷弄出入不便，且為機械停車位。

二、課堂討論

老師：有人會買嗎？每次我問都沒有人要買，因為買不起。如果有利可圖，會慫恿爸媽會大家募集來買嗎？找出一個好案子，或許大家可以賺錢。多少錢

你會買？

嘉言：每坪七十萬元以內我會買。

老師：看房地產的價格與產品，這案子小套房為主，也有幾個正常產品，這房子的地點相當不錯，但在巷子裡、價格也相當高，如果有一千萬在那裏買睡覺的床，如何？

逸杰：五樓以上才有景觀，但未來前面的公寓可能會改建，這樣景觀就不見了。當初花比較多錢買景觀的效用就消失了。

老師：那裏面的問題是在問說樓層價差如何，如果你只是買區位，景觀不是很重要，景觀很重要，價格就會反應出來。

老師：這案子地點很好，應該賣光了，誰買？很多人買兩、三戶應該是投資客吧。你不要想從租金裡面獲取利潤，不可能從租金轉到房貸。蓋好之前有幻想空間，蓋好之後就很現實，怎麼人這麼多、空間怎麼這樣，巷弄很小，機械停車位又不好，通常買那地方是誰在買？要出租給誰？有錢的上班族，他們可能也不會租那裏，如果是短期出租給老外上班族，那比較有可能，但管理方面呢？當然它也可以設計好的，儘量提供它的平面圖，才能看狀況。它有設計商務旅館的味道，以投資客的角度來看，就是以後賣掉就好，等完工之後，使用者會感覺到它的實際狀況。管理費以十五坪來算，就要一千五百元，出租者還要付，可能還好，但若是沒用裡面的設施，像健身房，就很麻煩。

嘉言：我可能就不會用健身房。

老師：它現在賣掉了，表示有人買，要長期賺才是穩定得賺，短期不斷的轉轉轉，轉到後來轉不動。連續兩季台灣都沒有套房產品，過去有很多套房產品。我想這塊基地很小，建商也只能這樣處理，以建商短期角度來看，當然有賺。

嘉言：我去看的時候只剩超小戶，其它都賣掉了。

逸杰：機械車位可能賣不掉，因為不好停車，那邊交通又很便利。

嘉言：我假裝要去買，他說一定要連車位一起買，車位一個兩百二十萬元。

老師：機械都要兩百多，真的很貴。第一個技術要很好，轉到巷子已經很難，還要倒來倒去，我看進去一次就累死了，每天都要一次，我看是噩夢一場。顯見台灣房地產環境有多險惡，這樣的房子都還賣光了，不買會後悔，真的買了才是後悔。

嘉言：室內空間大概六坪而以。

老師：差不多，商務旅館的大小。這邊搞不好連雙人床放下去都卡住了。租那個房子如何？轉手的情況如何，都要再看看。

逸杰：一案建商好像是無可避免的型態。可是上市上櫃公司就不能這樣，雖然表面上找國礎，但出現問題，它會財務切割。

老師：對，它每個建案都有一個名稱，標準的一案建商，當然它是為了避稅。

嘉言：他四十幾坪的產品是用夾層，可能沒辦法隔成三房兩廳。

老師：可能就兩房、一房上面主臥，給單身貴族、年輕人，上市櫃公司的小開，小開買那邊幹嘛？四十幾坪的話，一坪八十萬元，大概要四、五千萬耶，停車至少是雙B，不會是豐田，這樣有點尷尬，房地產很奇怪。但頂樓看起來是買景觀。

嘉言：我有上去頂樓，讚！它前後景觀很好。

老師：這可以想像，但你有多少錢會買這個東西？前面的國宅會看到加油站，還可以看到人來來去去，有甚麼不好？相對你看的到對面，窗簾要拉起來，哪個比較好？我最痛恨就是可以看到對面的人，如果真的一打開就是對面的人，你敢開窗戶嗎？像電影後窗，連望遠鏡都不用，還可以伸手打招呼。那怎麼辦？這個個案會漲，國宅不會漲，這很奇怪。個案分析逼你去對實務回應。