

從「資本」再到「實質資產」的瘟疫？

鉅亨網 首席經濟學家 邱志昌博士

壹、前言

由於自 1990 年、2007 年、到 2003 年、2015 年、房地產價格波動，始終給潛在、每一世代住屋者、或是投資者；被市場訓練為長期上揚。即使每隔一段時間就出現如 2003 年、與 2008 年悲觀情勢、被系統性風險打一巴掌。但是當風險過後，當今的價格仍然高於 2007 年、1990 年高峰期。這種房地產長期增值效應，成為當今還存活的投資者、所有一致共同觀念。房地產價格總是會上揚；因為人類都市化程度持續增加；美國幾十年來如此、中國城鎮化也是一樣。美國金融與地產業這種慣性，成為全球壽險業資金投資經營特質；壽險資金是為委任代理；錢太多、要達到委任績效怎麼辦？買進商用不動產、收租金是不錯方式。自從全球新興市場都市化，房地產價格長期幾十年價格波動，始終多是向上揚升；未有過幾十年空頭的恐慌。

如果運用道瓊波浪理論檢視，則長期波浪始終多頭；中期則只會是盤整、或是暫時性回檔。對於這種暫時性大幅回檔，投資者多還是沒小覷過；因為在這種期間中，總會將一些挺不住投資者被「洗出去」。例如 2008 年金融海嘯呼嘯而來之際，如果是以股票質押、或房產擔保過度貸款購屋者；在股價大跌後、被迫補足融資成數者，多有突發性、保不住房子的隱憂。對於每次多會在回檔之際，憂慮房產價格崩跌的人；過去每一次的空頭憂慮、似乎多是多餘的。這一次的回檔似乎又是如此？還是會只是喊狼來了、長空到來而已？

貳、除居住效用外、房地產保值價值與金價趨勢應該是一致的？



(圖一：國際金價周曲線圖，鉅亨網首頁)

2003 年那波房產谷底之後的多頭，伴隨的是金價持續上揚。房地產價格在 2008 年，被「次級房貸風暴」打下來後；金價又受益於 2009 年 3 月開始的 QE 政策。在權衡寬鬆資金簇擁推升下，金價直奔 2011 年 6 月最高峰。當金價再度由此滑落後，最大新興國家、中國房地產價格仍然持續向上奔馳；火熱的境界，一直到 2015 年下半年後，才漸漸出現降溫趨緩。2015 年第三季房價由停滯而顯著下行，急速降溫至 2016 年 1 月；繼而觸底反彈後、又繼續回檔行程。在 2018 年中全球所謂「脆弱新興國家」，出現匯率貶值、股市大跌後；這種由資本資產延伸到實質資產的空頭瘟疫，是否會轉向到房地產市場？這將會是全球經濟景氣發展關鍵。由目前台灣房地產市況僅見，雖然 2018 年 9 月 27 日凌晨，Fed 宣告它已經完全撤出寬鬆、或說刪除寬鬆；但目前台灣購屋市況仍不減溫熱。可能是因為平面媒體對房產特別關注，加上目前最需求住屋效用年輕族群，對首次購屋是又愛又恨；因此房產新聞始終未曾冷卻過。此時的房價趨勢是，「一

個房屋價格，多空買賣雙方各自表述」；當然最為基準價格指標，還是內政部的時價登錄網站。另外就是金融集團聘請專家，自編的房屋價格指數。

未來的房屋指數回檔演變，是否與金價趨勢會相仿？金價在 2011 年 6 月之前，每一次的下跌多是回檔。但自從 2011 年創下 1,912.12 美元/盎司後，轉變為每一次反彈多是反彈，不會再回升了；這就是步入中期空頭，如果大環境繼續不利，則會演變為長期空頭。多頭雖有著每一次回檔多害怕的恐懼，但檢視過去幾十年來，每一次的房產價格崩跌；講難聽一點、最後多是死裡逃生。但這是否會有總有一天等到你、狼來了的空頭總回收？討論這些問題時，必然穿插著好幾個層次；這就看購屋者是要住幾年，或是投資者是基於當地交通？工作機會？或是學區？或是多種生活機能、要將功能聚於一役？或是 5G 世代、AI「物聯網」網路革命極致，會帶來對居住效用革命性的改變？

叁、建商真的需要讓利搶錢？



(圖二：國泰所編製的屋價指數曲線圖，鉅亨網取自於國泰)

由國泰建設公司所編製全國價量指標趨勢突檢視，可以同時發現、金價在 2015 年 9 月開始下跌時，房地產也達到最高峰，短期迅速降溫、指數約從 120 點降到 95 點，如果說金價有上下兩個箱型，則 1,200 美元/盎司至 1,400 美元/盎司，是較為強勢的上下限；而 1,000 美元/盎司至 1,200 美元/盎司，是較為弱勢的箱型。2016 年 1 月那次的谷底，應該是景氣短期突然降溫，景氣驟降的原因是因為，中國在 2015 年 6 月發生最大不良債權。當時應當是中國經濟景氣的最高峰，在最高峰發生系統性風險，下降幅度與速度是最猛烈；因此造成 2016 年 1 月的肅殺。但是以美國科技類股價，從 5G 的股價泡沫中，銜接 AI 做出最後的衝刺與脫困；股價指數直衝 2018 年 1 月 29 日。由國泰建設房價曲線圖僅見，房價指數與美國股價指數，就在此時同步回檔。以台股股價指數鑑定，它要跌破 2016 年的最低點 7,627.89 點，可能不容易。國泰建設的房價指數，在 100 點以上表示有向上揚升機率，而 100 點以下則是看跌機率大。目前是處於下跌反彈高點後，緩慢下跌的趨勢中。金價目前走勢代表，總體經濟的未來並沒有保值的預期；當然也無法斷定未來將會是通貨緊縮。



(圖三：澳洲房地產價格上揚趨緩，鉅亨網 AFP)

但這次房產從 2016 年底的反彈再下，似乎也見不到金價即將反轉上揚的預期。即使美國 2018 年第二季的 GDP 成長率為 4.1%，但是 Fed 對於升息與縮表仍然按照進度進行；看起來原本後 QE 時代，還是應該屬於權衡式的資金回收，但是被 Fed 的照表操作後，已經成為規則貨幣緊縮政策了。2017 年起不少國家多有房價成長趨緩的狀況，就是投資者在房產投資，短期報酬率是減少的；賺得到的利潤已經不多了。就如澳洲墨爾本的市區房價，原本年報酬率多有 8% 的，近期下降到 3%。而在 2018 年的所謂新興市場匯率與股災中，墨爾本房價報酬率終於轉為負數。澳洲房地產市況與股價、匯率的演變算是最強勢，最能挺得住空頭襲擊的國家。這似乎也與台灣的情況是一致，不少工作機會多的城市，目前投資客退場後的報酬率多事可觀。除非是高單價的豪宅，可能是因為屋主需要資金調度，因此從媒體所見的，多顯得非常難獲取利差、甚至還多賠錢出場。這到底是媒體為了迎合一般民眾？還是這是真實的現狀？由於房屋或房地產，它的規格不像是股票這樣一致化；因此即使由房價指數總體變化趨勢，投資者很難判斷這是否真的是多還是空頭行情。



(圖四：澳洲股價指數月曲線圖，鉅亨網 Stock. Q)

肆、結論：這是 M 型化的社會型態？

或許應該說，這是 M 型化社會非常顯著的現象，20 多年的電梯大廈 50 坪，也可以用 2,000 萬新台幣成交；在所得頂端的階級，2,000 多萬不算什麼。香港股市這波表現遠遜澳洲股市，但是房地產中古屋成交金額，仍然處於獲利階段。這並未像一些專家悲觀認為，2019 年的預售屋行情仍然看淡。房產專家們說，因為自住型態的購屋資金只有一套，當這些人在 2018 年耗盡之後，就會出現所謂下跌的跳空缺口；在非追價的市場中，如果賣方不讓利則將會是、買進就是被套牢。部份專家的觀點，未來房市是向下走的下跌趨勢，本身結構性的連鎖性反映，2013 到 2015 年期間沒賣掉的房子，在 2019 年需要讓利才有買家；而結構性因素使中古屋價格下修，最後牽動預售屋也沒法在預售階段全數賣掉，預售屋也要下修才會有買盤。而如果預售屋也向下修正，那便是確認行情是往下滑了。這種下滑的空頭趨勢與過去，1900 年修正到 2003 年，或是與 2008 年那種下跌趨勢型態不同。前者是因為本身泡沫化而下跌，後者則是因為金融海嘯；前者是被中央銀行以緊縮貨幣政策打下來，後者則是被「無薪價拖垮」。

(提醒：本文是為財金專業研究分享，非投資建議書；只為說明用，對任何貨幣與地產、絕無多空立場；不為任何引用本文為行銷或投資損益背書。)