

房地產投資概要

中美加投資公司

CMC Investment Company

(213) 377-7955

1988

目 錄

一、前 言.....	1
二、房地產投資的優點.....	1
三、房地產投資的缺點.....	2
1、資本密集.....	2
2、管理繁雜.....	3
3、交易成本高.....	3
4、流通性低.....	3
5、價格伸縮性高.....	3
四、房地產投資策略.....	3
五、房地產投資理論.....	4
1、房地產的投資.....	4
2、損耗作用.....	5
3、聯邦所得稅.....	6
4、房地產的增值.....	6
5、價值.....	7
6、影響房地產價值的重要因素.....	7
A、物價膨脹.....	7
B、利率.....	8
C、稅法.....	8
D、景氣循環.....	9
E、人口動態.....	9
F、其他投資之相對吸引力.....	10
G、地點、地點、地點.....	10
7、房地產的各種類型.....	10
8、價格.....	11
9、價值與價格之關係.....	11
10、股票市場與房地產市場.....	12
11、系統分析.....	13
A、房地產市場總體趨勢之分析.....	13
B、房地產各類型市場動向之分析.....	14
C、房地產市場地點趨向之分析.....	14
D、地點、類型和策略的決定.....	14
E、搜羅市場.....	14

F、電腦分析各產業.....	1 5
G、談判與過戶.....	1 5
H、定期電腦分析檢討.....	1 5
六、房地產投資實務.....	1 6
1、如何低價買進？.....	1 6
A、搜羅市場.....	1 6
B、決定價值及市場價格.....	1 6
C、談判.....	1 7
2、如何高價賣出？.....	1 7
A、決定市場價格.....	1 7
B、決定賣價.....	1 7
C、取得最大的曝光.....	1 7
D、審核買家資格.....	1 7
E、造成拍賣氣氛.....	1 7
3、如何鑑定加速上昇趨向.....	1 8
4、如何鑑定最大升值潛力.....	1 8
A、工作機會.....	1 9
B、居住環境.....	1 9
C、社區政治.....	1 9

一、前言

知識是現代社會各業成功之鑰。

筆者擁有機械工程碩士和企管碩士雙重學位，曾在加州太空工業界任職系統工程師多年，因此深諳系統分析之道，嫻熟統籌全局與兼顧細節之技巧。兼之，筆者曾先後從事房地產交易達二十年，開創以電腦預測房地產價值趨向之先河。憑藉此等背景及工具上之優勢，在專業房地產之十七年間經手完成價值超過一億五千萬元之交易，成果可謂輝煌。由此而積累之知識與經驗，得以深悟房地產投資之訣竅。

房地產投資在先天上並非完美無暇之投資；後者應兼具高所得、低風險、高度流通性及易於管理等四大優點。即使如此，房地產投資依就是各項投資中最有利者。本文將針對此點作一有系統之介紹，以與讀者分享。

二、房地產投資之優點

在各種類別之投資中，房地產投資的獲利率確屬最高。但此一事實，常為一般投資者所忽視。

在股票業頗有地位之所羅門兄弟公司，每年都舉辦各種投資獲利率的調查。它最近一期的調查報告發表在 1987 年六月。其中房地產投資在最近十五年內每年平均獲利率為 8.2%。此值僅比同期之消費者物價指數為高，而遠遠落在美國紀念幣、石油、黃金、國庫券、股票等等之後，位居慘淡的第 11 名。農地的獲利率則為 6.3%，居於第 12 名，亦即倒數第三名。

表面觀之，8.2% 的獲利率不過爾爾；加上房地產交易的其他缺點（後詳），使得許多投資者都望之却步。

另一方面，富比世雜誌每年也刊出美國及世界富豪排名錄。其最近一項發表於去年十月廿六日。此中所列美國最富的 400 名人士中，發跡自房地界者共有 73 名，而所有其他財金界富豪之總和僅有 69 名。又美國以外列名世界級富豪之 32 人中，有 11 人係出身於房地產界。此等統計足以證明房地產業創造財富之卓越能力，而與所氏公司統計之數字相左。

二者之歧異實繫於房地產投資所適用的“槓桿作用”遠大於其他投資。通常投資於房地產的槓桿作用為 4 倍。後者應使其實質獲利率，自所氏的 8.2% 遽昇為 32.8%。此

值較之排名第一的美國紀念幣，18.8%，猶勝數籌。房地產投資之高獲利率，於茲可明。

此外，筆者經手之個案，亦可佐證房地產投資之優越獲利能力。譬如：

例一：1976年五月，筆者曾代某投資者在PLAYA DEL REY買入一27單位的公寓，買價\$668,000元。1978年六月，筆者又將此建築以\$1,080,000元出售，獲得毛利\$412,000元，相當增值了62%。姑且撇開兩年來的現金收入不論，投資人的最初投資為\$106,000；脫手後即變成\$480,000。所獲淨利\$374,000元，折合原投資之352%，亦即相當於獲酬率113%。有人認為如此高之所得，純係幸運地趕上七十年代末期地產興旺之時機所致。

例二：筆者在1982年首次從事集合投資SYNDICATION。同年八月在TORRANCE市以\$3,850,000買入一幢84單位之公寓。1986年十一月以\$6,950,000售出。最初投資為\$1,250,000。四年之後即獲\$2,710,000之淨利，相當於每年43%之獲酬率。按此一時期業界均認為係南加州房地產市場之蕭條期，尚能有此佳績，亦屬可貴。

例三：筆者第二次集合投資在去年舉辦。購入座落於MANHATTAN BEACH一幢40年的老屋，包括了七單位的公寓、兩單位辦公室和五間零售店面。1987年八月以\$1,152,000元成交。目前已以\$1,750,000元售出，正在辦理過戶手續中；預定將在今年五月完成交易。它的原投資額為\$320,000元。減去全部費用後可收回\$795,000元，折合年獲酬率為198%。

當然，並非所有的房地產投資獲酬率都如此之高。但前文所列的32.8%之每年獲酬率應係一可信的平均值。實務中，各別投資人表現之優劣，視乎其知識與經驗而定；而與幸運與否較少關連。

本文所列各利率，均指複利利率而言。後者累積財富之驚人能力，可視下例而明：假設最初投資為一萬元，年利率30%；則僅需為時十八年，本利和即超過一百萬元。若年利率為10%，則十八年僅產生總金額五萬五千六百元。

三、房地產投資之缺點

1. 資本密集：

任何人以數百元或數千元之資本，即可從事股票或債券之投資。但房地產之投資則動輒非數十萬元不為功。後者顯然係以經濟規模佔取優勢。資金越雄厚，買到質優產業的機會就越大。此種資本密集之特性，剝奪了眾多小投資者的參與資格。

2. 管理繁雜

所有高收入之房產均需相當程度之管理工作。諸如：租約制訂、收租、修理、維護、簿記、報告等等都須專人經辦。規模較大之房產尚可委託專業管理公司經營之。而小規模之房產，則非業主事必躬親不為功。

3. 交易成本居高

買進產業時首需支付：過戶費、貸款費、貸方產權保險，以及其他零星費用。此等支出總額，相當於買價之2%。售出時又需付出：經紀人費、過戶費、產權保險費、白蟻檢查等等費用，相當售價之6到8%。因此，每宗交易必須負擔相當於售價8到10%的交易成本；整整一年的增值利潤就此註銷。

4. 流通性偏低

房地產投資之流通性在各種投資項目中敬陪末座。縱在市場搶手時，亦須等待一至二月之久方能完成各種過戶手續，取得現金。

5. 價格之伸縮性高

股票及債券在交易時之價格整齊劃一，不因買者之經驗或身份而改變。房地產之成交價格則迥異其趣，特以投資性之房產為甚。易言之，不內行的投資者，交易時因出價過高或開價過低而吃虧達20%之鉅，並非不可能。

前舉例三可為此點之最佳例證。筆者在購入該產業之九個月內即以超過買價50%之價格脫手。顯然它非全部來自產業之正常增值，而係原買價被壓低至少約30%之故。按原業主係一在該房產附近執業之會計師，尚有此失，一般人則更難為矣。

四、房地產投資之策略

許多投資者之屬意於房地產乃基於其高現金收入或良好之抵稅能力。這般人之選擇

雖屬正確，不過係歪打正着。確然部份房產的現金收入夠高而且不須納稅，又其抵稅能力則因 1986 年稅法而受削減。無論如何，房地產投資之獲酬率最高，乃是不爭之事實。

有志於從事房地產之投資者應酌量考慮前列之各項缺點以及自己之長處及弱點，從而找出最能配合自身需要及能力之投資對象。

首先，投資者應估計可付出之時間與精力，以選擇投資於管理繁雜之公寓，仰或不需管理之空地；或者介於二者之間的其他類型之產業。

其次，投資者應依其本身之興趣選擇從事短期或長期之投資。鑒於房地產之低流通性及高交易成本，任何短於一年期的投資不應在考慮之列。一般而言，短期投資多為期約一至五年；長期投資則為五至十年。

短期投資之策略，應着重於以低於市場之價格買進，或趁價格趨勢加速升高之時機買進。此時，對產業之類型及地點之選擇較屬次要。着眼點應在找尋價廉而質佳之產業，以保證能賺得足夠的利潤去抵消其偏高的交易成本。

長期投資則應重視產業之增值潛力，對於類型及地點慎加選擇。若能低價買進則屬錦上添花，毋須刻意強求。

五、房地產投資理論

1. 房地產的投資

投資的定義是“以資本去換取收入或利潤”。

投資者的利益，大致可分為兩類：①在持有該項財產時所賺到的入息，亦即所謂“收入”或“營運收入”；②在變賣該財產後所獲得的盈利，即所謂“利潤”或“增值利潤”。

投資的獲利能力得以每年獲酬率來度量。它最簡單的一種算法是，把每年淨收入及每年增值之和，除以資本額。其他還有比較複雜的算法，例如內在獲利率等等，是用來計算更繁複的帳目模式時使用，本文暫不予討論。

投資的目的，並不止於爭取最高的獲酬率，且應兼顧投資的安全性（即風險性）、流通性、以及管理性等等。

美國國庫券以及公債債券的利息平平，二者的安全性和流通性都極高，也不需管理，因此常被用做其他各種投資的獲利基準。與此相較，一般公司債券的風險較高，因之其利率亦得以較大。而一般公司股票的風險性更高，因而預期之報酬率也更高。

在各種投資中，房地產投資的風險性不算低。但在流通性及管理性方面的排名則很差。由於這些不利的條件，其預期獲酬率必須相對地增加。

在目前，國庫券的利息大約為 5.5%。最佳公司長期債券約有 8.5% 的年利。與此相較合理的房地產投資獲酬率應在 12 到 15% 之間。事實上，現在房地產市場的表現正是如此。只要投資者以現金買進高收入房地產，它們的營收所得一般可達 7 到 10%。它的年增值率再添上約 5 到 8%。此中，高增值率常和低營收所得相對應。因此，合併後的年獲酬率總在 12 到 15% 之譜。

2. 槓桿作用

大多數房地產交易都用到貸款。買家通常只付出一小部份現金做“頭款”，此即所謂“最初投資”，再加上從銀行或賣戶提供的貸款，完成交易。這種做法，以少量資金即可做成大數額之交易。由此而得之盈利，對最初投資而言有擴大之效果，是謂“槓桿作用”。它大大地改變了前述正常的投資獲酬率。

房地產的貸款前營收所得，係以房租收入減去營運成本（例如支付的房稅、保險、水電、維修、管理等費用）。此數必須再減去貸款的分期付款，即為“現金收入”。它可能是正值，也可能是負值，視貸款的數量、利率和償付的條件而定。

在房地產界，計算營業收入時常用所謂“現值估算率”即將貸款前營收所得除以買價。如果此值高於貸款的利率，則現金收入可為正值（一般而言此種情形較為少見）。但實際營收的獲酬率，即將現金收入除以最初投資，恆因槓桿作用而呈倍數增加。“最初投資”越少，資本估算率對利率的差額越大，則營收的獲酬率就越高。

正常情形，一幢好房地產的現值估算率常低於貸款利率。因此，現金收入常降低到零或者負值。再受到槓桿作用的擴大而虧損愈甚。大體而言，一般房地產的營收獲酬率都在負 10 到正 10% 之間。

房地產變賣時的利潤與貸款無關。但其獲酬率，即利潤除以最初投資，則因槓桿作用而增加數倍。以標準的房地產投資為例，頭款約為買價的 25%，因此變賣時獲酬率即被加強為 4 倍（即 100% 除以 25%）。如果該財產的年增值率為 3 到 8%，則變賣時之獲酬率即達 12 到 32%。反之，若該財產每年贬值 5%，則增值利潤就變成負 20%。

由此可見槓桿作用是一把雙刃的劍。運用得當，房地產投資的獲酬率可以高達 40%；運用不當，則可能年損 30%。

3. 聯邦所得稅

按照現有稅法的規定，聯邦所得稅不分薪金或投資收入，最高額一律為 28%。此法案又稱 1986 稅務改革法案（以下簡稱 1986 稅法）。一般而言，投資人僅對進入其口袋之收入感興趣，此即所謂“稅後所得”。

依照正常之會計手續，應納稅之營運收入係以下列方式計算：現金收入加上分期付款之本金部份再減去房產之折舊等於營運收入。在為首數年之中，由於折舊之運用，營運收入常是負值。一個參預（營運）的投資者，其淨收入若少於十萬元；則可從中減除二萬五千元以下的營運損失。至於不參預的投資者，僅可將此營運損失抵消其不參預性收入或未來的利潤。

1986 稅法已經削去甚多房地產投資的賦稅利益，但與其他投資相較之下仍屬有利可圖。

4. 房地產的增值

一般而言，投資性房地產的營運收入約在 7 到 10% 之譜。營收超過 12% 或低於 5% 者都極少。與此相反，房地產的平均增值率雖在 3 到 8% 之間，但某些特殊地區一年贬值 10%，或增值超過 30% 者，縱在物價相當隱定之今日亦非絕不可能。前者如休士頓地區，後者如波士頓。此現象加上槓桿作用的力量，使得房地產創造財富的能力，遠勝於其他各行業。

至此吾人應能了解，房地產投資之要素為：①選擇增值潛力最高的產業，及②善於運用槓桿作用。但在進一步分析和透視增值潛力之先，必須對房地產的價值與價格等觀念有所了解。

5. 價 值

分析投資時最主要的問題就是如何決定其“價值”。對投資人而言，“價值”就是為了取得某一將來收入或利潤所願付出的代價。

投資的價值既然以其產生收入之潛力為基礎，則依其收入應可推算出此投資之“價值”。此種計算方法稱為“現值估算法”，或收入法。此中，未來的收入被“估算”成一簡單數字，亦即資產的“價值”，以供投資者在恒定的基礎上比較各種投資機會。

以最簡單的方式表之，財產之價值 V 等於淨收入 I 除以資本估算率 R 。以符號表之，可寫為：

$$V = I / R \quad (1)$$

對那些兼能產生收入又能變賣增值之投資而言，(1)式可略加修改，以容納增值利潤 A ：

$$V = (I + A) / R$$

此中，如果使用增值率 a 來代表定期增值，則：

$$A = V \times a$$

因此

$$A = (I + V \times a) / R$$

或者

$$V = I / (R - a) \quad (2)$$

實際計算時， I 等於預期之房租收入減去空屋損失及營運費用。另外，如果計算稅後所得，則 I 等於現金收入加上退稅。

6. 影響房地產價值的重要因素

影響房地產價值的因素很多。它們也因都互有關連。下面我們將較重要的因素予以檢討。

A. 物價膨脹

物價膨脹可以使房地產增值。理論上說，房地產的增值率應等於物價的膨脹率。假定 V_1 為買入價值， V_2 為售出價值， t 為持有之時間，則增值率 a 應為：

$$a = (V_2 - V_1) / V_1 / t$$

分別代入(2)之值，則增值率為：

$$a = [I_2 / I_1 \times (R_1 - a_1) / (R_2 - a_2) - 1] / t \quad (3)$$

此中， I_1 、 R_1 、 a_1 及 I_2 、 R_2 、 a_2 分別為買入或賣出時之淨收入、現值估算率及增值率。再假定膨脹率 r 為一常數，則資本估算率和增值率也都應為常數。財產的淨收入應該依照膨脹率 r 而比例增加。因此：

$$I_2 = I_1 (1 + r \times t)$$

以及 $R_2 = R_1$ ， $a_2 = a_1$

分別代入(3)，可得：

$$a = (1 + r \times t - 1) / t$$

$$= r$$

由此可證，理論上的房地產增值率等於物價的膨脹率。

B. 利率

利率對於房地產價值的影響是雙重的。首先，當基本利率上升時，國庫券、公債和公司債券的利息都會提高。房地產投資的預期報酬（按即現值估算率）也會同樣地增加。此時，若資產的淨收入及增值率維持不變，其價值因現值估算率之提高而比例下降。其次，房地產貸款的利率隨基本利率之上昇而調高。因此分期付款的數額增加，從而削減了營運的現金收入。房地產的價值因此而受到連帶之損失。

從數字上導出利率與價值的關係式極為困難。但是，由於微電腦的發展，這項難題已經有了答案。貸款利率改變則影響現金及稅後收入，現值估算率改變則影響產業之估價，吾人均可以微電腦方便而準確的計算出來。

C. 稅法

當地財產稅法案，例如加州的傑維斯法案，直接影響了房地產的淨收入，因此而直接對房地產的價值有所衝擊。

聯邦稅和州稅法對房地產價值的影響有兩重。其一是稅法規定了所有投資的稅後獲酬率；而其他投資的吸引力又影響了房地產的現值估算率，進而影響了它的價值。其二

，稅法直接規定了營運時和變賣時的獲酬率，因此而影響了房地產的價值。

正確地估計稅法對房地產價值的衝擊，亦需使用電腦遂行之。

D. 景氣循環

景氣循環是一個十分重要而複雜的課題。它對房地產的價值，直接間接均有影響，值得深入檢討。但本文所探討的範圍，僅以涉及房地產價值者為限。

穩定地擴張原是美國經濟體系的目標。但迄目前為止，負責控制經濟擴張的機構——聯邦儲備局——尚未曾掌握精密控制經濟動向的藝術。因此，可預見的將來，景氣循環仍將繼續存在；而各種經濟活動亦須力求調整以適應之。

在景氣循環的繁榮期，多數企業都業務鼎盛和財源滾滾。新的公司不斷成立，現有公司陸續擴張，都要爭取供應量有限的新闢商用空間。增加的需求佐以充沛的資金，遂把商業房地產的淨收入烘高；因之也抬高了它們的價值。與此同時，充分就業和市面繁榮也助長了個人對更多生活空間的需求；因此，住宅的房租及其價值也水漲船高。

在景氣循環的衰退期，許多公司或結束營業，或解雇員工。對於商業及住宅空間的需求因而大減，結果造成租金之下跌以及房價之下降。

景氣繁榮期之經濟擴張往往引發物價上漲。如果上漲過劇，聯邦儲備局就得縮緊銀根，把利率調昇到天般高，希望把經濟擴張和物價上漲加以控制。於是各公司必須削減其擴建計劃，而消費者亦須勒緊褲帶。沸騰的經濟因而冷卻甚至萎縮。物價上漲率逐漸被壓制甚至於下跌；景氣循環遂降至低谷。此後聯邦儲備局可能再次向前邁步，解除對銀根及信用的限制。由此而增加的現款和信用又使利率下降，後者又誘發了企業擴充及需求增加。經濟於是又走上了擴張的道路。

這種永無休止的景氣循環以及連帶產生之物價和利率的週期性波動，將影響到房地產的價值，其變化有如前述。

E. 人口動態

住宅的需求直接與人口數字成正比例。零售業及批發業亦為服務人口所必需。工廠建廠時或公司遷移時主要考慮因素之一即為勞動力之供應能力，後者又直接與人口相關

。因此，各類型房地產之收入及價值都與人口數字息息相關。

F. 其他投資的相對吸引力

房地產的價值與其現值估算率成反比。後者係一可變數，受到諸如其他投資的獲酬率以及與安全性、流通性、管理性等相關的吸引力的影響。在其他條件相等之情況下，現值估算率與其他投資的獲酬率成正比，而與相對吸引力成反比。

G. 地點、地點、地點

投資房地產應該考慮之最重要的三個因素，就是“地點、地點和地點”。此處並非意指以前所討論的各個因素都不重要。恰恰相反，他們都是影響到整體的房地產市場之重要因素。但是，同一時期裡，個別的不同地點的增值率又有極大的參差。例如，1987年度休士頓地區為負10%，波士頓地區則為正30%，而全國平均則為6.8%。有鑒於此，我們才強調“地點”的重要性。

衡量各地點的優劣時，應從以下各角度加以分析：

- ④工作機會：本區有那些主要工業？它們的前景如何？
- ⑤居住環境：如氣候、交通、文化活動、育樂設施等。
- ⑥社區政治：對擴張有否限制、租金有否限制等。

在社區的層次，考慮的因素是知名度、交通條件、以及噪音等。這些因素的優先程序，視各別房地產之類型而有所不同。

上述各點影響了地區的人口動態，從而影響了房地產的價格。

另外兩個也很重要的因素是現在的人口密度和可被開發的土地供應量。在人口密集而缺乏空地之地區，人口之增加勢將對房地產之價值造成很大的衝擊。

7. 房地產的各種類型

按照持有時營運收入的多寡，可以把房地產的產業分為三個類型：即高收入、低收入及無收入產業。高收入類型的財產又可被細分為公寓、購物中心、辦公樓宇及工廠廠房。至於旅館、汽車旅館、活動屋園區以及倉儲中心等；由於它們的比重較小，將不在

本文的討論範圍。

所有房地產的價值，無論其所屬類型為何，都受到前文所列各項因素的影響。但各因素分別對各類型產業之影響程度又有不同，以下僅擇其較顯著者說明之。

一般而言，公寓之租金係論月計算，租期亦較短。因此，租金收入較易依物價膨脹而調整。至於購物中心、辦公樓、以及廠房等的租賃，多為中等或長期的合約。租金的調整要受到合同條文的限制，所受物價波動之影響則較少。

商店的開張與倒閉係市場之常態而且與經濟狀況有關。商店的數量常隨景氣循環而起伏。因此對商業空間的需求及其價格即與景氣循環息息相關。與此相反的，人口的增長率往往是個常數，受到景氣波動的影響較少。因而住宅空間的需求及其價值也就少受景氣之影響。因此之故，購物中心、辦公樓宇、以及廠房等的價格會隨景氣動態作較大幅度地波動；而住宅、公寓等的價格則恒緩慢地上昇，且與景氣的變化少有關聯。

8. 價格

經濟學家們普遍認為：“價格是供應曲線與需求曲線之交會點”。商品供應曲線之定義為在不同價格下賣主願意售出商品之數量。需求曲線之定義係在各種價格下消費者願意購入之數量。消費者所能採購的數量受到許多因素之影響，其最著者為：①商品之價格，②消費者之品味及喜好，③消費者之數量④消費者之收入⑤相關產品之價格，及⑥相關產品之供應量。

上述觀點應用到房地產投資時，一般而言供應在某一短時期內係一定值。需求則常有變化。後者受到諸如投資者愛好之改變、投資者人數、投資者收入、相關投資之價格以及可供選擇的投資範圍等等的影響。

概略言之，房地產投資的價格或需求會受到其他各種投資相對吸引力的影響，後者又受到景氣循環、利率、物價、稅法等等所影響。價格或需求也受到投資者的收入或個人擁有資金的數量、企業資金、養老金，以及外國資金等等的影響。這些因素又相應地受制於國內以至於全球的經濟條件，有關養老金的法律規定，以及國外政局的隱定性等因素。

9. 價值與價格的關係

如果投資對象的數量充份而且品質劃一，而投資者亦充份瞭解市況和頭腦冷靜，則“價格”和“價值”應該互相吻合。但在房地產界，每種產業都有其獨特之處，又有許多不瞭解市場和情緒衝動的投資者，因此價值與價格二者，往往南轅北轍，相差甚遠。

決定房地產價值的程序一般而言是理性的和客觀的。由於物價、利率、稅法、景氣及人口動態等因素所引起的價值變化也都是瞬時效應。與此相反，“價格”的決定，在相當程度上係投資者感情的和主觀的判斷。在影響價格的主要因素裡只有投資者的收入是一個客觀的數字。另外一個要素，即所有其他投資的相對吸引力，則只是一個投資者的主觀判斷而已。

所謂其他所有投資的相對吸引力之判斷，是一個對每種投資應有價值的認知過程。此過程涉及知識（資料）的傳播以及投資者的心理反應。這些都是費時的，而且相互間的關連並不完美。易言之，房地產的價格往往落在它實際的價值後面，而有一個“時差”出現。除此以外，當價值之變動轉向時，價格可能會衝射過界，而產生所謂“慣性”的誤差。以過去的經驗為訓，房地產價格的時差，由於物價上漲和人口動態所引起的會達兩年之多；由於稅法和其他投資相對吸引力所引起的約為一年；由於利率和景氣循環所引起的，大約只有幾個月。

從七十年代末期以迄八十年代初期連續不斷的兩位數字的通貨膨脹率，使得投資者認識到膨脹率和房地產價值的關係。由此認識而產生的慣性把房地產的價格增值繼續前推而超越了通貨膨脹的進度。後來，當膨脹率被扳回到慣常的2到4%的時候，價格增值就遭遇到一個阻滯的甚至於“貶值”的反常時期，然後才逐漸恢復隱定。這就是所謂“衝射過界”現象。

10. 股票市場仰房地產市場

市場上各種主要的投資對象，不外是公司債券、股票和房地產三者。一般而言，公司債券是思想較保守的投資人之理想選擇。因此，積極進取的投資者除房地產外，只有選擇股票一途。所以，對此兩種市場都該有所瞭解。

兩種市場都有週期循環的特性。股票市場的循環主要受到景氣和利率支配，較少程度上亦受到物價波動的影響；房地產市場的循環則主要受到物價波動的支配，而景氣及利率的影響則較低。股票市場是景氣循環的先行指標，也是利率的同步指標；房地產市場則是物價、利率和景氣循環的落後指標。股票市場的動向，和物價的動向大致相反；房地產市場却和物價的漲落，亦步亦趨。

景氣循環通常都為期甚短，每週期大致為4到10年。物價膨脹的週期則相較甚長，大約為期60年。利率循環相當於景氣循環，也是短期的，約4到10年。因為股票市場受到景氣及利率的影響最大，所以其循環週期是短期的（約4到10年）。由於此短週期兼“先行指標”之特性，使得股票市場的動向，非常難以預測。與此情形剛好相反，房地產市場的循環週期很長而且又是市場的“落後指標”，因此其動向就有高度的可預測性。

在同一行業中，個別公司的股票價值常常同步昇降。但由於各公司經理人員的素質不齊而使此等股票價值的擴散範圍很廣而且難以預料。同一地區內的房地產價值亦會同步波動。但由於其為不動產，較不受人為因素影響，因之其價值擴散的範圍較狹而且可測性大為提高。

有關股票市場的一般知識和資料是複雜和廣博的。但在相當大的程度上，一般大眾和投資者對這些知識和資料都已經有相當瞭解。與此相較，有關房地產市場的知識和資料則比較單純但少為人知。易言之，一般人士對於不那麼複雜的房地產市場之瞭解，遠落於更複雜的股票市場之後。

有關衡量某一公司股票的資料亦很複雜，能夠供給一般大眾或投資者使用的資料則更少之又少（BOESK'S 案之理由）。某一特定房地產業的資料則較易分析，而且很齊全地提供給問津的投資者。易言之，精確地評估某一房地產業的價值，遠比分析股票容易。

股票交易的程序却是十分簡單，而且收費亦相當合理。房地產交易的手續就繁雜得多，其費用也相當高昂。

概略言之，房地產市場較易預測。判斷市場的走向和選擇地點二者極為重要。一個內行和精明的投資者常能找到被外行人所低估了的房地產業。但房地產的投資係長期性的，其流通性也較低。

11. 系統分析

從事房地產投資，應遵循下列程序進行。

A. 房地產市場總體趨勢之分析

投資者應蒐集歷年來有關膨脹率，利率，景氣循環及人口動態的統計資料，列表分析。以這些資料為基礎，可以預測它們未來幾年的走向。除此以外，亦可利用經濟研究機構所提供的預測資料。

投資者亦應對有關房地產現行稅法以及可能的新稅法有所瞭解。又新稅法對其他各種投資吸引力之影響程度如何，亦應一併探討。

有了上述這些資料與知識，就能導出市場之整體趨勢，即價值之動向。後者應再針對稅法或其他立法變動之影響加以調整。

B. 房地產各類型市場動向之分析

物價與景氣循環對於各類型的房地產有着重大但程度不同的影響。投資者應該對每一類型產業之價值動向分別研判。從而決定在此特定期間內偏重某些類型產業的投資，或避免投資於某些類型。

C. 房地產市場地點趨向的分析

對於有關各地區的統計資料，應該隨時予以收集和分析。這些資料應包括：人口成長及其成份、收入水平、就業機會、社區之舒適度、以及政治環境等等。各該地區房地產價值的動向，就能據此推斷。除此以外，投資者用引伸法，也能根據本地區歷年房地產售價之資料，推斷其價格動向。

D. 地點、類型和策略的決定

完全理想的投資，亦即兼有高收入、低風險、高流通性和不需管理等優點的投資只是空中樓閣，並不存在。投資者應先瞭解本身的需要與能力，然後儘力尋求能夠配合其需要與能力的投資。

投資者就前述房地產市場的總體趨勢，各別類型的價值動向，以及幾個特定地區的狀況做過分析之後，應能達成下列的決定：①應否在目前投資？及②選擇那一類型及地點。

E. 搜羅市場

一旦決定了投資的類型及地點，就能推斷該投資的風險、流通性和管理性。下一步就是找尋投資獲酬率最高之對象。投資者應廣為聯繫幾家當地的房地產掮客及遍查有關的報刊廣告。經過慎密的搜羅過濾以後，投資者應能對該市場之現況透澈瞭解。

F. 電腦分析各產業

某些產業或能產生較高營運收入，或具較高的增值潛力，各有所長及所短。藉助電腦分析，投資者可正確判斷能夠產生最高獲酬率之產業。同時，電腦分析亦可用來決定任一產業之正確價值及其合理之市場價格。

凡電腦用家均知“垃圾進、垃圾出”之含義。因之，取自賣家或其掮客之資料，應先加以過濾才能輸進電腦使用。決定租金及空屋率時亦應先行調查研究當地之市場實況。其他如財產稅、保險、經理、維護、預備金、以及管理費用等都應適量調整，以正確反映新業主之經營作風。

G. 談判與過戶

中國古代大軍事家孫子曾說：“知己知彼，百戰百勝”。房地產談判時之戰略亦應如此。在展開價格談判之前，買家及其掮客應設法探悉賣家出售之原因。買方在出價前應儘可能堅持面晤賣家本人。對出售動機有所瞭解之後即易於達成雙方均能接受的交易。此外，談判之策略亦應視市況而調整。市場熱絡時，買家應儘快出價，迅謀達成協議。在市場冷淡時則可故意研磨，往往可收滿意之效果。

所有的出價都應附帶必須通過實地檢驗及查證帳目記錄無誤之但書。房地產過戶後任何隱藏的缺陷（特別是屋頂和水管）都會增加額外的資本支出；賣家也可能提供錯誤的資料。因此，買家有權利提出此項要求。

白紙黑字的出價書一旦簽署即為必須履行之合約。買方為充份保障其權益起見，應先行委請專業律師審核之。

H. 定期電腦分析檢討

各種影響房地產價值及市況之因素，如物價、利率、稅法、景氣循環、人口動態等都隨時間而有所變動。為了獲得投資的最大收益，投資者應利用電腦，定期予以分析及研判，以及時採取最佳的對策。

六、房地產投資實務

1. 如何低價買進？

低價買進係指以低於其價值或市場價格之價款成交。它的要領為：短期投資應強調市場價格；長期投資應注重其價值。

A. 搜羅市場

一旦投資者決定屬意之類型及地點之後，應積極廣泛地搜羅其目的物。投資者應儘力聯繫各房地產業主及當地經紀人（REDI 和 KURTZ 都出版房地產業主之特別目錄，Damar 公司亦提供電腦儲存之業主名錄），以及查閱所有的報刊廣告。此外，他亦可委託經紀人代為搜羅。總之，可供選擇之對象越多，買到好產業的機會便越大。

B. 決定價值及市場價格

鑒於房地產價格上之伸縮性，買家應首先決定其確切的價值以及市場價格。通常，房地產估價之方法有三種，即：取代法、市場資料法和收入法。對有收入的財產而論，應當倚重後者，即收入法。

收入法就是所謂“現值估算法”。它係依據房產的未來收入將之轉換成現值。此法之最簡式為：價值等於其淨收入除以現值估算率。

在推算房產之淨收入時，投資者不應完全信任賣方供應的現行租金和支出費用。他應自行做些市場調查以確定該房產之“合理租金”。有效總收入即係合理租金加其他收入減去空屋率及以合理租金取代現行租金時之損失。營運費用及預備金應依照投資者本身的經驗及管理作風加以調整。新的財產稅大約為買價的 1.2%，視地區而定。又無論係僱用專業人員或業主自理，經理費用皆應扣除。最後，淨收入係有效總收入與這些費用之差。

決定“現值估算率”之值為使用本法時最具關鍵性之工作。每一特定地點和類型的房產均應依據其安全性、流通性及管理性而決定其專用的現值估算率。房地產投資之價值即可用此值去除其淨收入而求得。

計算市場價格之法，可從最近的售出資料求出本地區類似產業的現值估算率。房地

產投資之市場價格即係將淨收入除以市場現值估算率。在以上任一情形，判斷精確的現值估算率之能力決定了估價的精密度。

C. 談判

談判的目的，在於以低於或等於市場價格之價款取得此產業。在賣主開價低於市場價格時，買家應力求儘速簽署合約。如果開價高於市場價格，買家應設定一價格上限，於談判時絕不超越雷池一步。

2. 如何高價賣出？

A. 決定市場價格

其過程與前節（第六章 1 B）相同。

B. 釐定賣價

房地產之賣價，應訂在比市場價格高出 5 到 10%。過高之訂價將會嚇阻有意問津者之出價。它不僅浪費時間，而且曠時日久也會增加賣主心理壓力，最後被迫接受偏低之出價。

C. 取得最大程度之曝光

與購買時搜羅市場同理，賣主應儘力設法使出售的產業獲得最大程度的披露。此事亦可委託經紀人為之。

D. 審查問津買家之資格

在展開任何談判之前，應先篩選買家，印證其經濟能力，以避免徒勞無功。

E. 造成拍賣之氣氛

如果開價適中和宣傳充份，在短時間內賣主應能得到幾個出價。賣主手上有了幾個出價書就容易壓迫買家競價，以獲得最佳的價格。

3.如何鑑定加速上昇趨向？

由於具有長週期及落後指標之特性，房地產市場的動向有高度的可測性。投資者應依照第五章第11節A，房地產市場之整體分析，所列舉各項目隨時保持對市場動向的注意。

物價膨脹是對房地產價值最具影響力的因素。每當物價膨脹率達到兩位數字，人們可以確定房地產的價格將會爆炸性地竄高。在70年代末期及80年初期的高漲的房地產增值率，應係此項因素所引起的。

長期利率和房地產貸款的利率息息相關，是第二個最具影響力之因素。當貸款利率大幅降低而物價不波動時，房地產的價值會趨向於快速增值。近兩年來較高之增值率，應當歸功於較低之貸款利率。

景氣循環對商業性房地產價值的影響較屬重要；但對住宅性產業之影響則比利率為低。不過，景氣之復蘇往往帶動了房地產的增值，亦是一項不可忽視之因素。

人口動態雖屬重要，但歷年來美國人口都在穩定與緩和地上昇，少有重大的波動。除掉某些特別的地區外，一般不認為與價格之加速動向有關。

由賦稅改革而引起的對房地產價值的衝擊，應該謹慎地衡量。依常理而論，1986年稅制改革法案取消了一些緩稅辦法和長期投資所得的優待，房地產投資的價值應該因之而減低約15%。在這種預期心理影響之下，1986年底以前許多業主提早賣掉了其產業。到了1987年，現有的業主又因較高的資本所得稅而惜售。由於這兩種現象的發生，使得市場的供應短缺，因之房地產投資的價格（在1987年）反而上昇。跌破了許多專家的眼鏡。

1986稅法只保留了業主自住房產的緩稅優待。因此，單一住宅式房屋的相對吸引力在與其他投資相較之下有所增加。此亦係1987年房地產增值率昇高之一原因。

1987年十月十九日股票市場發生了所謂“黑色星期一”的大暴跌。此事件使得股票投資作為房地產投資之代替品的形象大為失色。多年以降，房地產市場都會蒙受其利。

4.如何鑑定最大增值潛力