



金價走空後 房價呢？

◀◀ 林左裕 政治大學地政系教授 先探投資週刊 102 5.18

最 近半年內黃金價格波動程度頗大，最近的收盤價（五月上旬）約為每盎司

一四五〇美元，比二〇一一年九月的歷史最高紀錄一九二一美元，約貶值了二五%。而中國大媽們在五一長假出遊時，大舉搜括各地的黃金，也使金價短期內止跌回升。這波巨幅的震盪，也使得投資大眾對黃金未來的走勢看法多空分歧。

當然影響黃金最大的因素是，投資大眾對通貨膨脹的預期，而在通膨趨勢下常被投資者視為抗通膨的保值工具除了黃金外即為不動產，因此黃金價格的波動與通膨的走勢，值得我們深入探討。

量化寬鬆推升黃金價格

一九九七年的亞洲金融風暴，除了重創東南亞諸國及南韓的經濟外，也波及全亞洲，甚至擴散至北美洲、歐洲及俄羅斯，俄羅斯在隔年甚至停止支付國債利息。

由於經濟衰退的影響，導致持續性的通貨緊縮，黃金價格在一九九九年年中跌至每盎司約二五〇美元，為近二〇年以來最低點。之後因世界性通貨緊縮趨勢結束，金價於二〇〇二年開始起漲，期間歷經美國次級房貸風暴，在〇八年間自一〇〇〇元跌至七〇〇元，之後因美國自〇八年底起實施量化寬鬆（QE）政策，黃金遂開始這波猛勢的漲幅，至一一年九月因美國實施第二次量化寬鬆（QE2），創下歷史最高紀錄，達一九二一元，之後即開始回檔。

自一二年九月起再實施第三次量化寬鬆（QE3），再將價格自約一五五〇元拉高至約一八〇〇元，之後雖寬鬆貨幣趨勢持續，但因力道不如前兩次，價格遂持續走跌。至一三年初聯準會考慮改變量化寬鬆政策，投資者始警覺貨幣政策可能轉向，而對金價走勢看法趨於保守。

黃金的需求除了基本的首飾及工業用等「剛性需求」外，即為保值或投資需求，後者受到幾個重要因素影響。首先，在次貸風暴後，世界各國普遍以寬鬆貨幣政策救經濟，刺激了傳統上以黃金為保值商品的需求。其次，二〇〇八年底歐巴馬當選後，又期望藉印鈔票及弱勢美元救美國經濟，而國際黃金以美元計價，又推升了黃金價格。第三，世界各國的外匯存底資產配置除了美元外，還有歐元、國際貨幣基金（IMF）的「特別提款權」（SDR）、其他貨幣及黃金，當各國認為美國大印鈔票影響美元幣值下，而歐洲又陷於債務風暴中，黃金也成為各國轉換存底資產配置的首選標的。

由於持有黃金不具期間收益，因此黃金價格無法藉還原股利或房租等收入推估其基本價值，僅能以未來的供需決定。類似黃金無獲利基本面的商品，還包括骨董及畫作等藝術品、郵票，以及二十年前台



灣的達摩蘭花等。

當然根據前述影響黃金的需求因素，黃金的價值會長期存在，只是合理價格難以認定而已，因此對黃金的價格判斷僅能藉應用過去交易的價量關係所推估的「技術分析」，以及影響需求的因素推測未來的走勢。其中最值得深入探討、也最具資訊基礎的是通貨膨脹的趨勢。

過去五〇年以來台灣及美國的通膨走勢，除了高低起伏幅度的差異外約略類似，其中在一九七四年及一九八〇年分別受石油危機的影響，通貨膨脹有巨幅的上揚，對當時經濟正值發展階段的台灣影響尤為顯著；兩次的通膨分別高達四七%及一九%，因石油價格上漲所引發的「成本推動型」通膨，也帶動國內不動產市場的漲幅。自一九八三年後，兩國之通膨即趨穩定，至一二年止均控制在四·五%內。

因此值得探討的是，何以近三〇年來通膨似趨穩定，而黃金及不動產價格卻自二

〇〇〇年起狂飆不止（除了〇八次貸風暴期間影響外）？

自一九九〇年末期的網料泡沫破滅後，台、美兩國經濟成長都明顯遲緩，為了刺激經濟成長，低利率及增加貨幣供給通常是最直接的手段。如美國的重貼現率自二〇〇〇年初的六%降至〇四年的近一%，台灣則自二〇〇〇年至〇八年間維持在一·五%至三·五%的低檔，次貸風暴後則更明顯調降。原來自二〇〇〇年起的低通膨乃源自於低經濟成長之故，而低利率及寬鬆貨幣政策則為刺激經濟下的工具，自金融體系出籠的鈔票在經濟成長未實現前，先流入黃金及不動產等實質資產進行避險，才導致標的價格的飆漲。

不動產的基本價值

由日本歷經自一九九〇年以來的長期通貨緊縮後，至今採取激烈的貶值策略以刺激通貨膨脹及經濟成長，即可看出台、美兩政府長期寬鬆貨幣政

策的目的，華爾街黃金分析師也因通膨未因寬鬆貨幣政策明顯惡化，才改採保守看法。

在資金如猛虎出柙下，不動產雖與黃金一樣，是投資者傳統慣用的保值工具；但不同的是，不動產又與股票類似，得以自期間收益還原得到基本價值。股票可藉公司預期可達成的每股盈餘，乘以適合投資者風險程度的本益比（即收益還原率的倒數），得到其基本價值。當市價低於此基本價值時，表示買進的契機；反之即為賣出之訊號。

而不動產之持有收益為租金，將租金依投資者必要報酬率還原後即為基本價值，這點是比黃金更有參考依據的投資決策。然當市價超越其基本價值愈多時，表示其泡沫程度愈大，而投資的目的若不在於持有期間的報酬，而僅著眼於期末的增值，就可能淪為近年內黃金價格的波動現象；或許在資金狂潮下，短期內投資者有資本利得，然當政策逆轉，或如履薄冰的上漲趨勢受他國的

金融風暴所影響，重蹈一九九〇年代台灣不動產不景氣的現象，也非不可能。

回到現實的台灣不動產市場，「全球房地產指南」(Global Property Guide) 在二〇一一年九月指出，就房屋的出租收益率來看，台北市與摩洛哥雙雙並列全球最低，也因此該篇報導採用「台灣的房東不快樂」的標題。時隔一年多，台灣的不動產平均漲幅超過一成，在租金幾乎沒漲的情形下，目前的台北市的出租收益率應可確定是世界第一低。

此項世界第一，可給所有投資者一個警惕，即不動產最終的存在價值，是投資？還是居住？而政府對此現象，更應戒慎恐懼。未來當投資者發現潛在的不動產增值空間不復存在時，是否將引發類似近半年來拋售黃金的恐慌，而導致另一波的金融風暴？這真是9A的央行與財政部目前須正視的課題。

（本專欄由林左裕、徐佳馨、田大權輪流執筆）