

房地產投資與決策分析之第三次上課記錄

時間：2004/03/02 (二) 14：10 到 17：00

主講人：張金鶚教授

地點：綜合院館南棟 270413 教室

記錄：朱芳妮

出席：唐晨欣、許慈美、李泓見、彭芳琪、黃佳鈴、曾建穎、洪式韻、朱芳妮

【上課內容摘要】

一、房地產投資分析第二章「房地產投資基本理念」

張金鶚教授：

請先訂正課本第一章 P.28 表 1-3 中「州及地方公債」報酬率為 1.71%，其含意為低報酬及高風險。由表中可知，僅房地產及股票較適合投資，而市場各投資工具組合則需有實際設立之基金等形式始可投資。表 1-3 之資料來源為一嚴謹研究論文，惟各投資標之持有期間未加以註明。

第二章主要闡明投資之基本理念，其中投資組合之操作有其技術性，故較為重要；透過 MVC 準則可估算投資報酬及風險，衡量投資之利弊得失。請各位同學提出本章之閱讀心得或問題。

李泓見：

在課本 P.65 圖 2-5 中，風險中立者之無異曲線應位於何處？是否介於 A 點及 B 點之間？

張金鶚教授：

圖 2-5 中 B 點投資工具相對於 A 點較能避險。P.55 圖 2-2 中之曲線非指無異曲線，而為效用曲線，說明投資額度與效用之關係，其中風險中立者之 B 曲線，表示每增加一單位投資額度，投資效用亦增加一單位。在圖 2-5 中，風險中立者會選擇之投資工具並非一定介於 A 點及 B 點之間，因投資偏好屬於相對概念，故無法確切指出風險中立者之無異曲線及其所選擇之投資工具於圖上之位置。

投資之主要假設前提為投資者具有某種程度之風險保守特性，由此而產生各種可規避風險之投資組合議題。

許慈美：

在課本 P.68 中，文中指出「當 ρ 值愈小(接近-1)時，表示投資對象為負相關(一賺一賠情形)，因此需要進行分散風險之投資」。然而投資工具間之相關係數若為完全負相關，則已可完全分散風險，為何仍需進行投資組合工作？

張金鶚教授：

若投資工具間之 ρ 為正值且愈接近 1，則表示投資工具彼此間之相關性愈高，作為投資組合將無法產生對於風險之抵沖效果，因此不應列入投資組合中；而若投資工具間之 ρ 為負值且愈接近-1，則表示相關性愈低，作為投資組合將可充分發揮風險抵沖之作用，故此時進行投資組合始具意義。

許慈美：

在課本 P.68 中， σ_p^2 之公式如何推導產生？係數從何決定？

張金鶚教授：

此公式類似正弦定理之概念，可查找相關書籍之公式推導過程。

洪式韻：

可試著以 P.59(2.2)之 *Var* 公式換算。

張金鶚教授：

投資組合中之投資工具是否愈多則愈能產生對沖效果，即分散風險能力愈大？即投資組合單位是否可無限大？

曾建穎：

受限於預算限制，投資組合無法無止盡地增加。

李泓見：

由邊際效用遞減原理可推知，當投資組合擴充至一定程度後，對沖風險之效果已不顯著，故無止盡地擴充將無意義。

黃佳鈴：

仍有市場(系統)風險無法規避。

張金鶚教授：

最適投資規模為何？房地產及股票等投資工具之適當投資比例為何？預算及邊際效用概念僅能做部分回應。

唐晨欣：

應考量聚集概念，即當投資組合中投資工具之數量愈多時，雖可分散風險，但分散投資力量將無法獲得集中力量投資之潛在利潤。

張金鶚教授：

不要預先設想何種投資工具。除了建穎及泓見之說法外，尚有一關鍵。

彭芳琪：

由於投資組合工具或數量愈多，進行風險及報酬估算時將愈為複雜，可能因而減損應得利潤。

許慈美：

藉由擴充投資組合以對沖風險之最後結果可能是無利可圖。

洪式韻：

即使投資預算很多，投資工具種類可能不足以配合。

張金鶚教授：

投資工具種類之問題可透過技術層面加以解決。

曾建穎：

產品間具有替代性，故投資組合無法無限制地擴充。

彭芳琪：

應考量投資組合計算複雜之影響。

曾建穎：

應與交易成本有關。

張金鶚教授：

投資組合單位愈多，交易成本愈大，此亦與制度經濟學有關。當試圖藉由擴充投資組合單位以抵沖風險時，若交易成本因而增加之比例大於風險降低之程度，則將不具有抵沖之意義，亦即投資組合單位擴充至一定程度(可獲得最大預期報酬)後即應停止。

在課本 P.70 圖 2-7 中 C 點之投資比例、風險及報酬如何計算？

曾建穎：

此為二次函數曲線切點及風險公式間之計算。

張金鶚教授：

AB 為二次函數曲線，最小值 C 點為 AB 二次函數曲線的切點，即該二次函數的一次微分值；A 和 B 的投資比例和為 1，即 $X_A + X_B = 1$ ，以 $X_A = 1 - X_B$ 方式求取。A 點為何不為有效前緣組合？

黃佳鈴：

因為仍可在曲線上找到一個與 A 點有相同 σ 但 μ 較高的 A' 點。

張金鶚教授：

是的。因此在 A 和 B 投資工具間各投入一定比例的投資組合(在 BC 曲線上的某一投資組合點)會較完全投資在 A 或 B 單一投資工具上更為有效率。其中 C 為最小風險的投資組合點。

曾建穎：

P.46 為何會產生購買預售屋再轉售之行為？現階段購買價具有不確定性，為何有人想先購買預售屋？

洪式韻：

在景氣佳時此種先購後售之行為較多，可縮短持有期間之風險。

張金鶚教授：

其實不動產產品具有「大同小異」之特性，且尚未交貨時交易成本甚低(無登記等費用及課稅)。類似「黃牛票」道理，自那些來不及進場購屋而需求意願極高者身上獲取利益。

P49.預售屋之「實付價款」為何「未知」？

黃佳鈴：

因分期付款方式，需將利息納入考量。

張金鶚教授：

需折現，因存續期間(duration)不確定，僅可概略估計利息成本。一般而言，景氣轉佳後預售屋推案會增加。

MVC 為選擇投資工具之準則，該準則之核心為何？平均數 - 變異數之概念為何？何謂「CV」？

李泓見：

$CV = \text{變異係數} = \text{期望值} / \text{標準差}$ 。

黃佳鈴：

MVC：相同 σ ，選擇報酬較高者；相同報酬，選擇 σ 較低者。

曾建穎：

MVC：若 A 之報酬高於 B，且 A 之 σ 低於 B，則 A 優於 B。

張金鶚教授：

MVC： $\mu_A \geq \mu_B, \sigma_A \leq \sigma_B \Leftrightarrow A \geq B$ 。CV 為變異係數， $CV = (\text{SD or Var} / \text{Mean})^1$ ，若 $CV_A < CV_B \Leftrightarrow A > B$ 。P.61 案例中何者為最佳投資工具？

洪式韻：

依據 MVC，應選擇 A 及 E。

張金鶚教授：

那麼 A 及 E 如何再擇其一？A 及 E 皆為較佳投資工具，且無法再以 MVC 判斷何者為更優。直覺而言，E 之報酬對風險比例較 A 為高，可能會選擇 E；而若採用 CV，則 A： $10/10 = 1$ ，E： $11/12 = 0.917$ ，可知 A 之報酬率分配之變異係數大於 E，即 A 報酬率分配之差異程度較大，故 E 優於 A。然而直覺法及 CV 法皆涉及不同報酬及風險性質之考量，似乎無法直接相比較。

在眾多衡量「平均數 - 變異數」之方法中，MVC 或 CV 不一定是最佳方法；但若多數人皆採用同一種方法衡量投資工具之優劣，則眾人之預期將趨向一致，且此預期實現之機率將大大提高。衡量「平均數 - 變異數」之經驗法則很多，各有優缺點，MVC 可說是當中最常使用之一般方法，且有其特殊意涵。

投資相關公式若無實際操作，將難以發現困難或問題之所在。

需要報酬、真實報酬及預期報酬之概念十分重要，尤其在進行投資決策時。當預期報酬率高於需要報酬率時，則可進行投資，至於報酬率如何計算或推估則與個人經驗有關。

各位心中之「需要報酬率」如何產生？

彭芳琪：

至少比定存利率高。

李泓見：

無風險利率加上合理利潤，此合理利潤視付出多少程度而定。

張金鶚教授：

此合理利潤如何決定？投資之「心中之尺」如何形成？如何操作？

李泓見：

¹ $CV = (\text{標準差} / \text{平均數}) \times 100\% = (s / \bar{x}) \times 100\% = (\sigma / \mu) \times 100\%$ 。CV(變異係數)為一種常見之相對差異量數，當欲比較兩組以上「單位不同」或「單位相同但平均數相差很大」之資料之差異情況時適用(方世榮(2001)，統計學導論，台北：華泰)。

交易成本之考量。且需要報酬應要超過市場一般平均利率。

張金鶚教授：

「超過」之標準似乎有些過高。

唐晨欣：

定存與實際收益率之差額為合理利潤。

張金鶚教授：

投資風險愈高，要求報酬亦愈高，反之則愈低。房地產之風險及報酬不能直接與定存之風險及報酬相比較。

洪式韻：

不虧本，可持續經營即可。

張金鶚教授：

投資標的不同有不同報酬率。各位心中最基本之需要利潤為何？

許慈美：

投資額度愈高，要求利潤愈高。

黃佳鈴：

通貨膨脹率、時間成本、風險比較等之考量，故需要利潤應採用「累加法」。

曾建穎：

機會成本之考量。

張金鶚教授：

一般要求報酬率應為市場平均報酬率水準(mean)，當預期報酬率高於市場平均報酬率時，則進行投資。在選擇平均報酬率之衡量期間時亦是一門學問。

二、房地產學術思潮論文集第一篇第二章「不動產學域的探究：哲學與典範」

張金鶚教授：

地政之學域何在？哲學與實證間應有對話。

曾建穎：

本文主要是探討不動產是否具有成立學域之資格，並說明其與經濟學、財務等學門以及時間、空間之關係，以及一些財產權、風險管理等之概念。

P.80、84、86 皆說明不動產摻雜了許多不同領域之學門，故不動產應為一包含許多領域之學問。

張金鶚教授：

各位在閱讀論文集之文章後，應將其內容精髓轉化為自己之心得，並產生想法。房地產是否為一學域？由本文可知其融合了許多不同學門。如 P.72 圖形中顯示不動產經濟學是由許多學門交集而成；P.75 第二段提及「...，也因此支撐了不動產學域內容成為一種多學域性的研究領域，這亦福亦禍！」，「福」是指其研究領域有較為寬廣之可能性，「禍」是指其無法具有獨特而正統之理論性架構。

文中亦提及現在與未來之關係所產生之不確定性概念，此於不動產投資及財務面較常探討。P.69 提及「究竟不動產學科是否夠格形成一門學域」，此為本文探討重心。P.80 說明需有「典範」始能成為一門學域，亦即有一定研究架構、核心知識(進而形成核心課程)、遊戲法則、「空間、時間及資金」三者之連結等等。早期有許多學門與都市經濟連結。一般而言，需有菁英份子不斷投入某一學門以產生、建構、挖掘及累積相關知識，才會產生核心理論，繼而有核心課程、學會發行學刊、典範之建立等，由此產生學域。學域是否得以順利產生，亦與是否與「市場機制」連結有關，即某一學門解決真實世界問題之能力愈強，能與實務界有所聯繫，則愈易形成學域，而台灣不動產學門之發展顯然不夠成熟。

本文主要撰寫於 90 年代初期，回顧 80 年代末期不動產之發展情形，試圖界定不動產學域。P.91 關於不動產獨有之典範，目前估價仍弱，不足以成為典範，然而鑑價及市場間應可激出火花。P.103「最可能之賣價」之概念很重要，探討機率分配、市場機制等理論基礎；以「是否負擔得起」為價值是否形成之依據，負擔得起，價值由此確立。本文結論仍不明確，作者雖企圖導向不動產學科夠格形成一門學域，然而仍有弱勢之處需加以突破並應進行哲學上之思考。不動產欲成為學域，需有其獨特核心之形成，可與其他領域結合，汲取多元之知識並加以融合，以豐富不動產學域；國際學域之探討需注意本土化，即地方化議題。

下星期討論附錄。

三、論文集附錄

張金鶚教授：

下星期再做詳細討論。請各位先說明初步心得。

李泓見：

附錄主要說明科學及工程學之界定，不動產偏向應用科學。

唐晨欣：

關於文中提及「描述性及規範性」概念，對於 P.562 圖 3 中範例之界定不甚了解。

張金鶚教授：

圖 3 可說是附錄之關鍵，圖 2 是較為複雜之形式。不動產包含了科學及工程學之部分內涵。「描述性」係指「描述現象」，「規範性」係指「規範如何做」；先要有實證描述現象，才有規範產生。例如合理居住面積為何，需先瞭解貧者及富者在居住面積上之差異、分配及原因，才能訂出最小居住面積標準等之規範。「科學」闡述物理現象背後之邏輯，因此歸入「描述性」研究目標；「工程學」則指導某件事情應該如何進行，因此歸入「規範性」研究目標。

附錄係從資源分派及經濟活動探討不動產學科之複雜性，而這對於不動產在形成一門學域之過程中是福是禍，為一層次較高之討論。

閱讀文章時需抓住關鍵字句，通常英文論文之各段第 1、2 行為重點。

四、補充資料：上海新天地

洪式韻：

本資料探討上海新天地是否為購屋中心(shopping mall)，經營成功之原因為何。經營成功應與其「市場區隔」明顯有關。

張金鶚教授：

如何區隔明顯？應依「特色」做區隔。北京等其他各地之盲目跟進，未來失敗機率極高。

洪式韻：

其目標客群鎖定在具有「高消費能力」者，因此設立在豪宅附近，即以購屋能力高者群居之處為選址之主要考量。

張金鶚教授：

由上海新天地平面區位圖可看出，其周遭為中國共產黨發源地，歷經衰敗及更新工作。上海新天地在大陸知名度很高，亦屬於較為高檔之購物處所。

市場區隔應依據其「獨特性(unique)」。上海新天地附近為具有「文化特色」之都市旅遊景點，中共起源地塑造出文化氣息。如何塑造「高檔」？則透過辦活動、香港炒作、經營權之統一固定(易於經營管理)。「選址」策略亦為經營成功與否之關鍵之一。房地產投資開發需具有「特色」、「遠見」及「長期發展」等條

件始較易成功。例如台北華納威即無明顯文化特色；台灣學生與大陸學生間競爭力之差距愈益縮減，甚至在未來幾年台灣學生有被超越之可能，此與台灣教育缺乏遠見有關。

【下次上課注意事項】

下次上課討論崔媽媽上、下兩篇資料。