

## 房地產投資與決策分析第二次上課記錄

時間：2004/02/23 (一) 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：洪式韻

出席：張金鶚、李泓見、曾建穎、彭芳琪、黃佳鈴、洪式韻、朱芳妮、唐晨欣、許慈美、簡連佑、謝雅卿

### 【課程簡述】

#### 一、教學方法

- (一) 每週除與大學部合上之外，另外有三小時專題討論。
- (二) 每週有指定閱讀資料及上課及課後心得報告。
- (三) 無期中期末考試，期末繳交一篇房地產個案研究報告及三篇中文及三篇英文房地產主題論文閱讀報告。
- (四) 在三個小時的專題討論中，第一個小時，以「房地產投資與市場分析」此本書為主要討論內容；第二個小時，以「房地產學術思潮論文集」此本書為主要討論內容；第三個小時，以市場上「房地產投資個案」為主要的討論內容。日後上課的討論個案，由同學自行發掘，並於上課前先 e-mail 給老師，再 e-mail 給大家事先閱讀。

#### 二、題外話：張金鶚教授對博碩士論文看法

學術界講的是求真、講理，求真是儘量求到真理，講理是講求邏輯推理，有一句名言「吾愛吾師，吾更愛真理」，追求真理，不僅是一種目標，更是一種不妥協的態度。

對於碩博士論文的定位及應要求到什麼樣的內容，可分為以下幾點說明：

##### (一) 具有發掘研究問題，界定問題的能力

發掘問題要找對問題的 key 或根源。通常一件事情的發生，不若其表像來得那麼單純，在發現問題之後，往往又發現其他的問題或更深入細節的問題，種種問題糾結在一起，而迷失在問題的陷阱中無法自拔。研究問題之前，不僅要找到問題在那裡，更重要的是要找到問題的 key，即問題的根源，這樣才知道要達到什麼樣的目標。

##### (二) 相關文獻與資料的收集

研究工作必須建立在過去研究的基礎上，進一步的收集相關資料，找尋證據。研究工作最怕「無米之炊」，相關文獻與資料收集是研究工作得以順利進行的重要關鍵。

### (三) 研究方法的建立

找到 key 及相關資料之後，要用什麼方法去 approach，選擇不同的研究方法會得到不同面像的答案，而且如何選擇適當的研究方法去解答問題，也是非常重要的。

### (四) 邏輯推導的能力

很多學生在寫論文的時候常呈現跳躍式的思考方式，前一句與後一句、或者是前一段與後一段甚且是大標題與內容不相連貫，呈現的文字與所想要表達的意思有一段落差在，目前的教育對於邏輯推導的課程也較欠缺。

### (五) 碩、博論文之間的差別

博士論文除了需具備獨立研究的能力之外，

1. 要有自己領域 ( domain ): 博士班的學生不論在理論與實務上、或其他文章中投稿、或在各種論文學術上發表自己寫的東西，都要有自己的一個專長。
2. 要有自己開括的疆土 ( frontier ): 這包括過去他人錯誤疆土的推翻，與新的疆土的擴展建立，也就是你自己要有新的東西，或者是別人的東西提出一些自己新的想法，如此才能將屬於你的小旗子插起來。
3. 要將貢獻 ( contribution ) 發表：在正式嚴謹的學術期刊上能發表出來，不僅表示人家承認你的文章，也表示有一定的參考價值，可以被流傳下來，讓後世的人參考，這就算你的論文有貢獻了

## 【課程內容摘要與討論—第 1 章 房地產投資概論】

《上課用書：房地產投資與市場分析 張金鶚 教授 著》

張金鶚教授：

請大家分享自己閱讀完的心得。

### 一、期貨、遠期交易與預售屋

佳鈴：

上週上完老師大學部所開的課程後，開始思考預售屋究竟是期貨還是遠期交易？期貨，是屬於可以標準化的產品，遠期交易，則是指未標準化的產品。

張金鶚教授：

期貨與遠期交易，兩者的相同點，均為在現在時點買未來的產品。期貨，如大豆、棉花、黃金 等，是可以單位標準化的產品，預售屋產品(契約)並不容易標準化，其內涵較屬於遠期交易(Forwards)。

另外，亦有人將遠期交易包含在期貨內的概念，加以解釋。

再者，預售屋的價格與成屋價格相較，以預售屋價格較高，為什麼？

慈美：

預期未來通貨膨脹的可能，預期房地產未來增值所造成。

張金鶚教授：

假設我們排除通貨膨脹的影響，看市場價格水準的實質變動，預售屋價格仍然高於成屋，為什麼？

芳妮：

將未來價格折算成現值。

泓見：

購買未來的商品，由複利的角度，將房屋價格折現。

張金鶚教授：

你所說的是“時間成本”的概念。

泓見：

在考量價格的同時，“倉儲成本”亦須考慮。

張金鶚教授：

可否清楚地定義你所指的倉儲成本？

泓見：

諸如原料的放置成本 等。

張金鶚教授：

首先我們必須要了解期貨、現貨的概念是什麼？”倉儲成本”也可說是”儲存成本”，有人說是”storage cost”，也有人說是”carrying cost”。期貨，是現在買未來的產品，隱含著現在鎖定未來的價格，有風險貼水（risk premium）的涵意，而不是時間成本的概念。

台灣的預售屋市場與價格，由產品風險的角度來看，預售屋價格應該會較低，但由 carrying cost 的角度來看，預售屋價格會較高；產品風險與 carrying cost 兩者有部分相互抵銷的作用。

有關於”遠期交易訂價理論”、”預期景氣”、”風險”與預售屋價格間的相互關係與課題的探討，如下：

1. ”預期景氣變動對預售屋與成屋價格差異影響之研究”，中國財務學刊，Vol.3，No.2，1996。
2. ”預售屋訂價模式之探討”，國科會人文及社會科學研究彙刊，Vol.5，No.1，1995。
3. ”Forward Pricing and the Housing Market：the Pre-Sales Housing System in Taiwan”，Journal of Property Research，Vol.10，No.3，1993。

在預售屋的價量關係變動上，每遇市場景氣波動時，有”量”先、”價”後的先後變動次序，一段時間後，才会有價量齊昂或齊跌的現象出現。當市場預期為來房市價格看跌時，預售屋市場萎縮，反之，當預期房市價格看漲時，則預售屋市場成長。就台灣的預售屋市場而言，前幾年預售屋市場萎縮，預售屋價格與成屋價格差距亦相對縮小。

景氣愈好，預售屋與成屋價差愈大，在這樣的景氣波動環境下，衍生出在投資房地產時，應如何避險、投資組合等的課題探討。

## 二、房地產投資的利潤與風險

張金鶚教授：

在課本上的 p.28 有提到美國各種投資工具的報酬率與標準差的比較，誰能說說”標準差”的涵意？

晨欣：

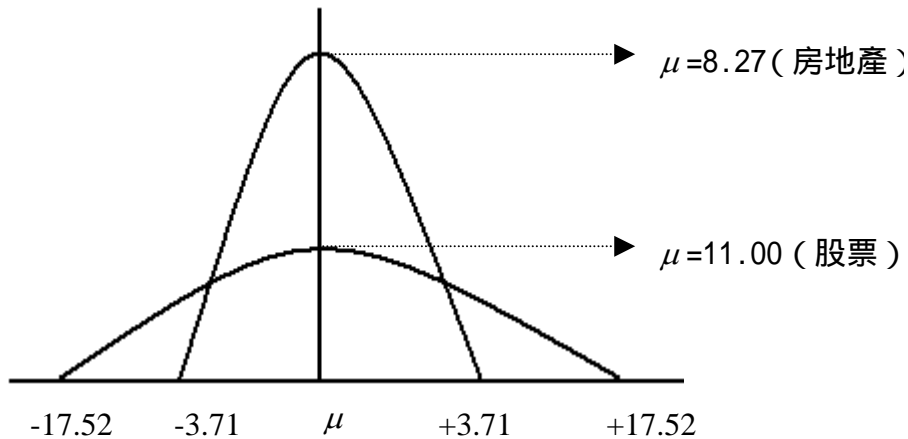
各種房地產間的獲利差異。

式韻：

在相當的信賴水準下，投資報酬的變異程度。

張金鶚教授：

標準差，隱含著風險的存在，如股票，報酬率為 11%，標準差為 17.52%，其標準差愈大，則風險愈大。其釋意圖如下：(  $\mu$  為報酬率；曲線向外擴張的程度，為標準差，當擴散程度愈大，則風險愈大 )



因此，單就投資報酬與風險的角度看來，房地產相對股票似乎是個低報酬、低風險的投資工具。

### 三、房地產的投資組合與投資的三大要訣

張金鶚教授：

1. 房地產行銷界有所謂的「1/3 行銷策略」，即 1/3 預售、1/3 興建中銷售、1/3 完工後銷售；其考量因素即因顧及建材價格、房地產價格可能有所變動以及風險之趨避等。此作法，亦隱含著避險、生產銷售組合的概念來分散風險。
2. 房地產投資的三大要訣，有眾多的說法。國外，稱之為「location、location、location」，在臺灣，我們稱之為「時機、區位、類型」，還有其他的說法，諸如「management、management、management」或「timing、timing、timing」。各說法由不同角度觀察，所強調的重點亦不同。
3. 三大要訣中的「時機」，意謂在景氣上揚、景氣持平、景氣下滑等不同環境下，與投資者對未來看好、持平、看壞等的樂觀與否，再加上投資短、中、長期的不同時程的投資，都是促使投資者投資不同類型的因素。
4. 三大要訣中的「區位」，選擇投資市區、市郊或郊外要配合景氣與建築物類型來決定。
5. 三大要訣中的「類型」，諸如預售屋、新屋、中古屋，或大坪數、一般坪

數、小坪數等的分類。最近市場上有這樣的口號：「三低一高」，意謂低總價、低坪數、低利率、高報酬率的房地產投資產品。

6. 以區位來看，景氣好時，應該投資市中心還是郊區？

芳琪：

投資郊區，因為增值的可能性與程度較大。

張金鶚教授：

沒錯，但卻也隱含著高風險。

### 【閱讀文獻內容摘要與討論 - 第 1 章 不動產決策之演進】

《上課用書：房地產學術思潮論文集 美國房地產學會出版 中華民國住宅學會翻譯》

張金鶚教授：

此本書，主要為一本紀念文集，主要分為哲學理論課題、估價、市場分析、公共政策議題等四篇探討，共 17 篇文章，另有「附錄」的一篇文章，請大家配合本書的第 2 章一起看。

現在由大家個別闡述第 1 篇文章的內容與閱讀心得。

芳妮：

1. 主要討論房地產投資決策過程注意要項，共 10 項。
2. 在 20 世紀投資不動產，點出 100 年來投資房地產著重之處。
3. 對不動產市場加以定義，此內容中的定義，與我們過去的理解有些不同。
4. 不動產決策的優先順位。

張金鶚教授：

接下來，還有誰要補充？

建穎：

在本書的 p.25，提到：不動產領域之所以吸引人，正因為一個人可以在相當短的時間內專精其訓練。對此部分感到疑惑與不認同。

張金鶚教授：

各個學門，養成教育年期各有不同，像律師、建築師的養成教育，在 5 年以上；房地產這個學門，看起來似乎比較快，但如此的說法並非絕對。請大家試著說出自己的想法。

晨欣：

此篇文章將房地產市場 100 年來的演進說明清楚，由此處可看出，房地產似乎為一火車頭工業，若不積極推動，可能對整體市場影響很大。縱然市場上已不具誘因去推動景氣，但仍有一股力量持續去推動房地產市場。

張金鶚教授：

房地產市場顯然與金融服務業、資本市場、環境息息相關。在 p.29 的表格內容，即可看出年代的演進與產業發展的變動關係。

房地產投資，如何作決策才是我們探討的重點。主要可分為「開發決策」與「投資決策」。以土地市場為例，是房地產投資上一個非常特殊關鍵的市場，因為它看不到市場的所在，亦看不到土地的中人。

再者，房地產在投資與開發上，有時間落差 (time-lag) 的特殊性質，這也是造成目前市場空餘屋問題的原因之一。

在台灣，買土地、開發土地本身，是一種選擇權(option)，像財團企業為什麼會選擇「養地」而不開發、建商選擇預售或不預售等，亦是「選擇權」的充分被運用。

在表 5 中，可以看出歷年來，投資決策工具的改變。

又問現今房地產景氣的復甦，是否會再如同民國 78 年一樣的房價飆漲情形？我的想法是不會的。原因在於，房地產投資，由所獲得的「資訊」來作決策，是影響投資的關鍵。在民國 78 年時，房地產相關資訊少，市場訊息受到業者所壟斷、操縱，嚴重的資訊不對稱。如今，市場資訊豐富，使市場機制回歸正常運作，房地產投資決策者得以藉由市場豐富的訊息而買進賣出，在作投資決策時，會愈趨市場走向、市場均衡；因此，隨著市場訊息、電腦網路的發達，將使房地產投資市場有結構性的翻轉。

## 【房地產投資個案的討論—上海新天地經營模式分析案例】

張金鶚教授：

上海新天地的前身，是上海近代建築的標誌之一——破舊的上海石庫門居住區。改造之後，上海新天地被創新地注入了諸多時尚的商業元素，變成了一個集餐飲、購物、娛樂等功能於一身的國際化休閒、文化、娛樂中心。

上海新天地可說是一個「Shoppingmall」的概念，其開發模式可與台灣現今的 101 大樓、京華城、微風廣場等作探討與比較。

基於時間的因素，我們待下回再來作詳細的討論。