

房地產投資與決策分析第二次上課紀錄

時間：2012/9/24(一) 14:10~17:00

主持人：張金鶚老師

地點：政大綜合院館南棟 270617

紀錄：簡淑苹

出席：吳健宇、陳蕙瑩、林耀宗、宋豐荃、張哲璋、黃斐、吳冠穎、尤聖文、
陳志堅、鄒瑋玲、陳力綸

第一部分

房地產投資與市場分析 第一章--房地產投資概論

報告者：林耀宗

報告大綱

第一節 緒論

一、房地產的定義與範圍

1、房地產：房—房屋建築物；地—土地；產—財產權。

2、不動產 vs 房地產：(不動產經紀業管理條例§4)

不動產：「土地、土地定著物或房屋及其可移轉的權利。」；房地產：「成屋、預售屋及其可移轉的權利。」；成屋：「領有使用執照，或於實施建築管理前建造完成的建築物。」；預售屋：「領有建築執照尚未建造完成，而已將來完成之建築物為交易標的之物。」(P.4 圖 1-1)

3. 預售屋

(1) 優點

- 建商募集生產資金的來源
- 建商提早獲利了結、了解市場買氣
- 提升購屋者的購買力
- 購屋者可參與興建過程

(2) 缺點

- 建築原物料上漲，成本無法反應至售價上
- 易有消費糾紛：2011年新北市消費申訴案件中以預售屋糾紛最多
- 建商良莠不齊，購屋者承擔風險

二、房地產特性

- 1、不可移動性：區位決定價格與未來發展潛力，為房地產與其他投資最大不同。
- 2、異質性：價格不統一，認清品質差異是關鍵。
- 3、不可分割性：整體購買房地產、公共設施與鄰里環境品質。
- 4、長久性：因房地產生命週期長，投資折舊低並影響市場的存量與流量。
- 5、昂貴性：交易金額大且交易次數少，投資宜慎重。
- 6、投資與消費雙重性：使用價值與投資價值不易區分，既可居住也可投資獲利。
7. 時間落差(time lag)：還本期間長，前期沒有收入 EX. 整地、整合產權、使用變更
8. 價量易受政策影響 EX. 限購令、奢侈稅、都市計畫
9. 沒有集中交易市場：個案重視行銷，可殺價
10. 流動性低、變現性低：EX. 景氣好時平均銷售一戶約需 20 多天，景氣不好 2~3 個月
11. 管理維護影響收益和價格：EX. 商辦重招租，提高報酬率；住宅重社區軟硬體管理維護

三、房地產生命週期

- 1、投資 → 生產 → 交易 → 使用 → 投資
 - 2、由於預售制度的存在，會導致交易領先於生產、或交易與生產重疊的現象。
- #### 四、房地產空間、時間、與金錢之關係

房地產的相關權利(ex 地上、地役、抵押、典權等)都有其空間與時間的價值。

第二節 房地產類型

一、土地類型

- 1、建地與非建地：依法令可否建築之土地。
- 2、生地與熟地：生地—未開發、未經都市計畫劃分，沒道路與公共設施，未能立即從事建築之土地；熟地—已細分，已有公共設施，可指定建築線，有相關都市計畫規定，可立即從事建築的土地。隨著都市發展，都市熟地越來越少，相對地生地有較大規模，但其區位偏遠，投資者應了解其利潤與風險。
- 3、都市與非都市土地：都市土地—都市計畫法規範；非都市土地—非都管規範。
- 4、各種不同土地使用分區管制之土地：使用種類、使用強度與混合度。

二、房屋類型

- 1、居住使用：住宅(House)—國外有獨棟、雙拼與連棟住宅，台灣稱透天厝；公寓(Apartment)—台灣公寓為樓層五樓以下無電梯，六樓以上有電梯為大廈；社區(Community)—除包含前兩者之外，有更多公共設施，社區住戶須負擔公共設施成本，但相對地其環境較佳。
- 2、商業使用、辦公使用、工業使用、公共使用、其他。

三、產權類型

- 1、同時土地與房屋所有權；有房屋所有權與土地租賃權；有土地所有權與房屋租賃權；土地與房屋均為租賃。
- 2、共有持分、租賃權、地上權、抵押權與其他使用權(ex. Time-sharing)。

第三節 房地產投資概念

一、房地產的重要性

總體 vs 個體：總體為對國家的重要性(房地產市場在資本市場的比重)；個體為房地產對個人或家庭的重要性，像是房地產佔總財富比例、家庭支出比例(國外調查顯示住宅支出占家庭收入 25%以下為合理，但在台灣往往超過 25%)、投資工具。

二、房地產的投資環境

有三種參與角色，彼此為動態關係：投資者與開發者—空間生產者；消費者—空間使用者；政府—公共設施提供者。(p23, 24 圖 1-6, 1-7)

三、房地產投資者

- 1、積極投資者—投資經營管理房地產者；消極投資者—不負責經營管理。
- 2、前兩個投資者又可分為房地產開發者、建築融資者、開發投資合夥者、資金投資管理者(EX. REITs)、購屋貸款融資者、消極型權益投資者(僅出資不參與經營決策，EX. REITs 與 MBS 持有人等…)

四、房地產投資的利潤與風險

台灣房地產亦受景氣影響波動，其背後的利潤風險受限於真實價格難以取得而缺乏客觀深入的研究。Ibbotson & Siegel(1984)針對美國 1947~1982 年的股票、房地產、固定收入的公司證券、聯邦政府證券、州及地方公債與市場平均年報酬率比較，發現房地產的報酬率僅次於股票，但收益穩定性卻遠比股票高。(p28 表 1-3)

第四節 投資房地產的利弊

一、優點

除了最原始的遮風避雨居住功能外，其亦有下列吸引人的因素：

1. 財富的象徵：EX. 我有三棟房子
2. 居住使用
3. 保值抗通膨

4. 有基本的使用價值支撐
5. 槓桿作用
6. 稅賦減免：折舊可抵稅，美國房地比 9：1
7. 個人偏好
8. 分散風險

二、缺點

1. 變現力低，流通性不足
2. 交易費用高
3. 管理維護困難
4. 房地產價值缺乏標準、資訊不透明
5. 政府介入太多：土地使用管制、稅負
6. 投資金額大，進入門檻高

第五節 問題討論

一、台灣房地產特色

1. 土地稀少：標地、養地、土地使用變更
2. 預售屋制度：重行銷，出現專門行業
3. 社區住戶大會、管理委員會
4. 投資法拍屋

二、投資台灣房地產優缺點

優點：稅負低、房市景氣好

缺點：資訊不透明、政府介入

三、受消費者歡迎的產品：捷運共構宅，做好安全管理、人流分離、隔音設備

四、投資台灣房地產三要訣

1. 時機：人脈關係良好、消息靈通
2. 區位：跟著捷運買？
3. 類型：住宅為主、豪宅。較重視期末處分

五、未來趨勢

1. REITs 市場不大的原因？
2. 供給少？
3. 好標的被壽險公司搶走？

課程討論

老師：台灣房地產的特色之一是預售屋制度，預售屋跟成屋的價格差異有多少也是問題。最近新聞有報導有人不買浮洲合宜住宅了，因為買此標的有時間限制，必須滿十年才得轉售，這十年的時間成本與轉售後的增值真的有比較划算嗎？不是說便宜就可以買，也就是不能只考慮價格，而是必須掌握買房的核心：區位、時機、產品。

至於怎麼樣決定，可以用很多種方法（例如 AHP），絕對不要因為別人說好你就買，必須搞清楚買房的目的：投資或消費，投資是會賺錢我就買，但消費要考慮個人的需求。我常說「活在當下，或期待未來」，真正的核心就如同我剛剛說的，必須掌握自己買房的核心，釐清之後再來作投資決策。

黃斐：我覺得買房除了考慮轉售後的價差外，還有流通性的問題，如果買到凶宅可能會導致轉售時間過長，賣不出去。

老師：這些都是應該要考慮的因素，當然有些人會賭，賭過幾年再賣出去後的價差，經過衡量後還是有人會投資的。

志堅：很多人都在問最近是否有泡沫化疑慮，張老師的主張皆是透過客觀的分析後的推論，但老師似乎只對自住提出看法，那對於投資老師有什麼意見呢？

老師：買房當然不只自住，還有投資，端看你的買房目的。周末我看了一本書，提到美國近年的房地產泡沫，若美國泡沫破裂後，全世界的房地產景氣都會被牽連。至於台北的房地產景氣，很多人說：「老師你不是說泡沫化說了好幾年了，怎麼還沒泡沫？」其實我真正指出有泡沫化現象是 2008 年下半年左右，那最近半年大家應該還不會看到泡沫泡滅，但未來還是會有一段長時間的景氣下滑，大家可能還會過很長一段苦日子。

志堅：會不會像東京一樣直接泡沫破滅？

老師：這是大家不願樂見的，我想不至於會崩盤，但景氣也不會變比較好。

健宇：房地產適合拿來當投資工具嗎？

老師：房地產其實落後整體經濟大約一年左右的期間，是有落後效果的投資工具。我們現在應該來想想，房地產真的是救經濟的產業嗎？資金若只流向房地產產業，進而排擠其他產業，對經濟成長不是好現象，也因此我強調打房才能救經濟。

第二部分

房地產學術思潮論文集 第一章--不動產決策之演進

報告者：陳力綸

報告大綱

本章介紹二十世紀美國不動產決策之演進和不動產市場之變動，點出決策是由結構、機會、評估和執行所組成的一連串經濟過程，並指出決策已由二十世紀早期的地區性、簡單性轉變為國際性和複雜性，機構化的決策者取代單一決策者，不動產商品型態也由實體化走向無體的證券化和信託方式，其中不動產決策的資金取得方式更由個別投資者轉變為人壽團體等中介機構所取得，最後提出未來影響不動產之因素將因需求、區位、管理、資訊和融資等方式的改變而產生重大變革。

一、有關不動產之決策是如何演進的

1. 「區位」重要性的改變 (page 40)

過去認為不動產決策與價值的最重要因素是區位，90年代早期，最重要的因素是需求、區位、資訊、管理和融資。傳統以區位為首的觀點是在幾項重要的基本考量的前提之下。如果市場供不應求，則該地點的相對優勢是由可及性、自然屬性及其當時週遭環境所決定。

在長期房屋需求多於供給的普遍偏向「賣方市場」的現象，已經開始轉變了。今日不動產的價格由需求所領導，沒有需求即沒有價值。

如果目前的使用者改變空間的使用型態，將使未來的空間需求更顯著的減少。許多組織正往空間密集的方向改變，以往位於熱鬧的商業中心的辦公大樓，今天在低成本結構的工業區進行。其它組織按照職則分配工作，其認為在許多時候員工不見得在辦公室工作，因此辦公地點的需求就更少了。另外，由於電傳視訊的進步，訊息可以輕易的傳送，因此地點的決定更為容易。

2. 不動產決策工具及資訊的演進 (page 45)

- (1) 個人分析工具：手算、尺→計算機、筆記型電腦
- (2) 決策系統：僵固的、事先算好的財務報表→專業化軟體
- (3) 投資及評價技術：簡單靜態結構→DCF法並考量更多變數
- (4) 經濟及人口統計學的資料：現今可利用聯線資料庫獲得精確而有用的各種

資料

(5) 不動產報導市場的範疇：地方性→全國性→世界性

(6) 不動產市場資料來源：50s 個人印象→60s 經紀人估價→70s 調查→90s 資料庫

(7) 資本市場資料：50s 描述式資料→80s 具體的衡量→90s 資本與成分定量化

二、影響不動產決策之演進力量

1. 資金取得的改變 (page 34)

不動產決策過程一個革新的主要力量是資金的取得。

(1) 資金的取得越來越直接

過去不動產業資金主要是經由中介機構如人壽保險來取得，而非靠著吸引個別投資者或主要機構投資人，借錢給不動產計畫或取得不動產權益。因此，可用的資本額通常不過就是中介機構可用資金的多寡，所以常常限制不動產可用投資的水準，尤其是那些在投資決策過程中較保守的機構。然而，過去兩個世紀，由於證券化、財務管制取消、財務工程、稅制改革、預期通貨膨脹及主要機構投資不動產的合法化，使得不動產資金的取得變得越來越直接，可用於不動產活動的資金也以指數型的成長。這些增加的資金對於開發投資提供資金，改變了美國城市與郊區的版圖。

(2) 海外資金與退休基金的流入

有利的貿易平衡、相對有利的通貨購買力、全球化分散風險的動機，以及相對較不吸引人的地主國投資機會，使得海外資金大舉流入美國市場。個別投資人與國內的機構投資人，尤其是退休基金，投資大量的資金到不動產上。

(3) 直接普遍的廣泛宣傳

大眾傳媒訊息被大量的接收，影響了投資組合的分配、投資決策及特定投資決策的重視。普遍的感覺就是不動產在滾動，無疑地誘使許多人集資而不加辨識地投入市場。投資者經由證券化商品選擇一管理者或特地基金，或透過一種盲目的或未既定的投資組合來尋求不動產投資。

三、不動產決策之品質 (page 46)

1. 很多被稱為「經濟分析」者，其實只是膚淺地陳述最適化的特例而已，這並不被充分的證據所支持。

2. 現在可資利用的不動產決策工具有 1000 種左右的商業不動產軟體模型，以及超過 25 家裝設的地圖、地理資訊系統，還有區域的資料庫管理系統，然而，那些不動產決策者常常只是致力於計畫的執行，而非策略方針的研究。

3. 由於文字處理及電腦技術進步的影響，人們無可避免地致力於文字的修正

及載入更多的內容、細節並推敲琢磨，因此，準備文件所需時間就有如指數般增加。技術的進步只是激發出更完備卻不見得有用的文件形式而已。

4. 電腦的出現，吸引了致力於發展現金流量模型的專家學者，結果卻忽略了更重要的策略及觀念課題。這其中造成的財務損失，尚不包括將創造力、聰明才智投入「電腦遊戲」而無法用於提升社會資源的有效使用和學問創造的機會成本。

5. Graaskamp 觀察到不動產決策，最終視個別當事人對交易假設的確實性而定。雖然促銷者的假設大部分被無異議地接受，不過投入資金從事不動產投機的決策者，早已排除風險的適用性，改而關注交易對手確實的信用能力。

四、20 世紀末期與 20 世紀前期不動產決策的優先考量（見 page 42 表 4）

五、科學與藝術兼具的不動產決策（page 59）

有效的不動產決策其實是同時取決於科學與藝術兼具的方法，不動產決策的步調與方向乃是由一些因素交互影響下所決定。Graaskamp 的不動產決策方式反應藝術家的創造力，一種持續推動以描述當代社會演進力量及科學家不斷尋找新科技與工具的客觀態度。

課程討論

老師：對於表一到表四大家有沒有想法？

力綸：雖然這些表是在說明美國的狀況，但這些表是由小到大，由地區到全球，由簡單到複雜，就這點而言是可接受的。

耀宗：學長對於壽險業投資不動產這個現象有何看法？

力綸：端看是投資或投機，若是投機而言應該要抑制；若是投資而言我認為其實不需要管制，由市場機制自然運作即可。

老師：因為資金的問題造成房地產價格水漲船高是目前壽險業投資房地產的問題。壽險業的投資資金來源是大家的保費，保費的功能是為了保障大家的安全，壽險業的資金來源可以說是大眾的資金，若任由壽險業投資房地產是不公平的，因此其實目前對於壽險業房地產投資也有投資限制，例如收入的一定比例為上限，而有些金融機構也有這些限制。

健宇：最近看到一篇新聞，有人指出投資南部的不動產的風險相較於北部的風險大，而對於許多資產大部分分配在北部的公司，例如富邦、國泰、新光等，未來若北部房價下滑似乎有風險？

老師：這其實是見仁見智的問題，南部人當然不同意這樣的講法。

台灣房地產投資的確存在南北差異的問題，當然就業機會多寡變化將影響房地產投資的機會，南北差異主要還是來自就業機會的差異吧！

耀宗：有說法指出台灣商業不動產的錢都被外資賺走了，就像西門町的萬國大樓。

老師：所以台灣對於產品的創造力這件事情還有待加強。

耀宗：此外還有台灣房地產的土地產權整合能力。

老師：就像都更一樣，該如何整合釘子戶就是大問題。但這又跟萬國大樓的個案不太一樣，萬國是有再包裝過，所以說買的時候你還要再考慮要不要再裝修這個問題，以免賣相不好賣不掉。投資決策不只是買而已，賣也是一大學問。

接下來討論：為何台灣目前的不動產證券化推行似乎不太成功？

耀宗：可能是供給的問題，供給量不是很多，也就是產品太少。

健宇：有說法是說台灣不如美國那麼了解不動產投資或不動產證券化這類商品的資訊，但我認為這說法過於片面。

老師：其實現在證券化標的會比較少的原因是因為當初為了保護社會大眾，故每個證券化標的都有經過審慎的評估才上市，其實是為了降低社會大眾的投資風險。當然直接投資實體房地產預期較高資本利得，以致穩定收益有限的不動產證券化產品較無競爭力，供需雙方對REITs都較不感興趣。若大家對於投資房地產這麼有興趣，我其實也一直再建議金管會將審核標準放寬，鼓勵大家轉而投資不動產證券，而不是實體不動產。

耀宗：美國的不動產證券化是否變動較大？

老師：美國的不動產證券化包羅萬象且規模大小多樣不等，因此相較於台灣的不動產證券化，價格幅度變動較大。

第三部分

個案研究—中華電信萬華區德昌街集合住宅大樓合作案

報告者：張金鶚 教授

課程討論

老師：這是一個冠德公司實戰經驗的個案，這個簡報檔是給大家看未來大家應該怎樣準備包裝個案，3D影片的部分是否有效果，見仁見智。大家可以從產品、包裝、財務分配等不同角度來檢視個案，當然不好的產品是不容易賣掉。

哲瑋：坪數範圍太大會不會過於複雜？

老師：基於開發商的角度這樣的規畫才能確保賣的掉，但對消費者而言要小心檢視。但這個個案的優點是他有將不同坪數分棟做區隔。合併切割最好分棟處理，若集中同一棟就比較不適宜。

耀宗：老師覺得這個個案可行度高嗎？

老師：我認為這個個案因為強調新舊結合，相對其他很突兀的高樓大廈，我會比較偏好這個個案。

哲瑋：那這件公設比多少？

老師：這件不會很高，大約 30%左右。

老師：希望同學好好檢視此個案，作為未來個案分析報告的基礎。