

房地產投資與決策分析第三次上課紀錄

時間：2015.3.10(二) 9:00~12:00

主持人：張金鶚老師

地點：政大綜合院館南棟 270622

紀錄：廖珮君

出席：張金鶚老師、廖珮君、吳承擘、莊喻婷、周昱賢、蘇曉瑞、高伊葦、陳南迪、陳信豪、李政諭、侯紹堂、莊凱融

【課程講解】

房地產投資與市場分析

老師：何謂投資?投資不只是報酬跟風險房地產或住宅的投資還隱含消費，大家都希望投資房地產賺錢自住兩相宜，住的舒服不賺錢跟賺錢但住的不舒服你如何選擇?

我的投資哲學是 $NPV=0$ ，也就是這一生賺的這一生花完，現在很多父母努力賺錢但到最後都沒享受到，以房養老就是 $NPV=0$ ，但每個人要考量自己的心中之尺，心中之尺在一生中或許會改變但自己要會選擇，主導自己的人生。

投資的定義是什麼?為了獲得未來的價值而犧牲當前的既有價值。關鍵字是什麼?關鍵就是有投入有產出，確定/不確定，現在確定投入什麼，未來不確定會產出什麼。投入與產出相除就會產生報酬，總合起來會有折現。

投資跟投機跟賭博有什麼差別?久賭必輸，賭到最後一定是輸，願賭服輸，有賺有賠。投資跟投機是一線之隔，投機風險較高是短期的，社會上定義較模糊，且我們定義投機較負面，投資還算正面，例如投資股票是正常的，現在房地產投資有價值觀，受國人喜好是理所當然。

報酬是什麼?一種叫預期，一種叫需要，一種叫真實，在投資時看到的是預期，預期跟真實的落差就是風險，風險牽涉到機率，時間越久越猜不准。當預期大於需要報酬，即可投資。但心中沒有尺如何玩投資?真實報酬是事後英雄沒有人會知道。

老師：預期報酬如何知道?

承擘：看過去表現。

老師：看過去投資經驗，預期你過去的情形。

老師：需要報酬是什麼?

凱融：看報酬風險，例如基金。

老師：這沒有答案，你可以透過無風險報酬不斷的調整預期與需要，不斷的檢討。

風險怎麼算?

凱融：變異數？

老師：定義在書(上篇：房地產投資分析)的 59 頁，風險跟離散程度跟變異數有什麼關係？投資公寓的風險較小，投資小套房的風險較大，平均數、中位數跟變異數你怎麼看？要看投資標的跟母體有什麼關係。

MVC 是什麼?(課本 60 頁)投資本來就是預期的是 future，我的報酬比你，高風險也比你高，你重報酬就選套房，重風險就選公寓，看個人選擇。

你覺得你是風險的愛好者還是中立者，投資理論的背後是每個人都是一個風險的保守者(參課本 55 頁圖 2-2、65 頁圖 2-5)，一般人說賭徒性格是風險愛好者，我們會希望報酬高風險低，但天下沒有這麼好的事，現在大家認為投資房地產是報酬高風險低。

投資組合是什麼？

承擘：分散風險。

凱融：不同的投資工具用不同的投資方式去搭配。

昱賢：市場中有不同的投資工具，將不同的的投資工具作組合可以有效降低風險，關鍵在其間投資工具間的替代性，替代性越高，相關係數越低，反之亦然，

老師：也就是雞蛋不要放在同一個籃子裡，投資組合最大的核心、關鍵是什麼？

承擘：想辦法提高報酬降低風險。

老師：如果有組合的話，一定會比沒有組合單一投資工具的風險低(參課本 68 頁公式及 71 頁圖 2-8)，假設你要找風險較小一定要組合，但看你怎麼組合。

我書上說房地產並不是好的投資工具，為什麼?理論上說，房子不全然是投資還有消費，你要怎麼看待這件事？

總結一下(課本 72 頁)，你如果組合的不好那都是不聰明的選擇，純粹從房地產投資來看，房地產還是種消費財，需要報酬跟預期報酬，特別強調心中之尺跟市場之尺，你不能人云亦云不然全是市場之尺，無法做決策。

房地產是一輩子的事

老師：報酬跟風險看你怎麼權衡，這裡面有很多的理论跟實務上的落差，造成理論還不夠完美，課本第 15 問，房地產是好的投資工具嗎?例如：買股票你要買個股還是大盤?房地產你覺得是消費還是投資?我的心中之尺是 70%消費 30%投資，假設投資的不好我還有好的消費，你要期待未來還是活在當下?買房子要用拼的嗎?拼下去到底好不好，這看你的心中之尺。

市場上很關心房地產的情況，你的居住史如何?影響到你心中之尺如何產生出來影響

你的投資決策，說說你們的想法吧？

凱融：投資房地產無論在台灣或大陸都是很興盛的情況，在大陸目前都還是很興盛，基本上只要不是特別不好都算是高利潤低風險，

老師：但累積一段時間風險越來越高，你們怎麼看待泡沫的問題呢？

凱融：我覺得一般市場上產品的風險在當前就會表現出來，但房地產的風險並不會那麼快就表現出來。

老師：所以大家普遍還是認知房地產是高報酬低風險是實體財，你們覺得怎麼因應怎麼面對呢？

曉瑞：老師在白板上畫的圖(投資組合的報酬/風險)我覺得是會隨時間及生命週期改變投資風險的，房地產的生命週期相對股票穩定，目前看起來還是高報酬低風險，頂多只有在低檔的時候才需要趕快收手，

老師：你們覺得好景會永遠存在嗎？這的確是大家要怎麼看待房地產的投資，理論與實務上的關聯？

曉瑞：並不是理論不實用，可能要看時間跟情況。

南迪：講到風險房地產還是比較穩定，要看資金來源用了多少貸款多少槓桿，房地產供給土地有限，若是用了太多貸款可能比較危險，但理論上感覺房地產還算是比較安全的。

老師：想請你以金融的背景，說說看你對市場上大家投資房地產及土地神話的想法？

南迪：房地產投資牽涉到每個人一大筆的資產，財務槓桿有高有低，對個人會是滿大的影響，像是在美國算是對投資房地產有利的環境，但如果政府撐不住的時候可能就會對整體市場就會造成滿大的影響。

老師：但市場上不能長期如此，不然會造成居住不正義，日本曾經有很長一段時間的土地神話，但這些風光能持續多少年？台灣過去這幾波來，曾經下來的那幾波是怎麼回事？書上的理論與社會上觀察到的如何對話、如何調整，希望大家更有感覺。

昱賢：我覺得房地產在台灣被視為高報酬低風險，跟房地產本身的特性很有關，一般的消費財，像手機可以從一萬塊跌到兩三千，但房地產不曾聽說有從一千萬跌到兩三百萬，如果消費後該跌而沒有跌，對投資人來說應該就是賺，更何況還有上漲的空間。

老師：大家認知房地產終究是高報酬低風險，但社會上真的有那麼好的投資工具嗎？但如果大家又一窩蜂時，那不是又產生風險存在嗎？

昱賢：老師鼓勵地政同學投資房地產，金融系投資股票，應用本身學到的專業去賺錢，但老師書上說房地產不是一像好的投資工具，這樣的說法感覺是否有些矛盾？

老師：學地政會容易投資房地產，學金融比較會投資股票，假設我們學習專業實務上同時要去落實，例如投資房地產賺了錢又住得舒服，那當然很好，我現在不投資房地產是因為不想在高點去拼去賭，至少我覺得 comfortable，大家自己要去思考也可以去聽市場的不一一定要買我的單，但我希望理論與實務大家能夠落實。

伊葦：老師書上寫了大傻瓜理論，因為現在景氣還在上升中，感覺現在社會是一直把風險轉嫁到最後轉手的人，感覺並非就是高報酬低風險，而是因為大家不是最後一個大傻瓜，所以比較沒有承擔到風險。

老師：每個人的經驗跟背景都不太一樣，你們大概沒有經歷過我那個時候，所以大家價值看法不太一樣，有認知上的差別，這本書寫了很多買房的立場跟觀點，事實上景氣這方面我沒什麼立場，學術界不必要太多的既定立場，但個人的價值觀可以有，像是對一些不公不義的事情會有價值觀，賺錢很正常但我覺得理想也很重要，一旦發生衝突怎麼辦？所以這本書我寫很多衝突的選擇，是希望大家先定義面對哪些衝突，在用價值觀預作選擇，我個人的時候我會用我個人的價值觀，當我一旦從政之後我的價值觀也會有些改變，我不是代表個人，必須考量大家的，是以大家的價值觀與大多數人的利益去找平衡點，自己的價值觀多少還是會有，公平正義間會有些堅持，這中間的落差還是有，社會科學沒有絕對答案，但我覺得相對答案還是可以找到。

對於房子這件事情，心中之尺、市場之尺，活在當下、期待未來，這些都是很重要的想法，這幾個東西如果能夠掌握，我倒覺得做決策不會太難，當然每個人對市場的認知跟理解見仁見智，認知上的差異是存在的，如何讓自己學習成長，展現身為一個研究生的獨立思考，是我期待的一件事情。我常講吾愛吾師吾更愛真理，希望大家漸漸建立自己的觀點出來，會有自己的邏輯出現。

【Paper 討論】

主題：Real Estate journal Quality perceptions of the international Real Estate Research Community

報告人：凱融

本文著重於受訪者對房地產期刊品質的討論，以受訪者背景、學歷、期刊來源地理區域等類別對期刊品質進行排名研究。

老師：之所以給大家看這篇 paper 主要的目的是因為大家都是研究生，以研究為導向，對於期刊的評價與房地產學術界對期刊的看法，大家都應該都要有些瞭解，讓你去參考文獻時知道怎麼看，或者人家怎麼看別人的研究成果，過去有些諾貝爾得主的文章也會在比較沒那麼好的期刊發表的情況也有，不同的國家對 paper 的審查或是看法也不太一樣，當然你們現在可能還沒有辦法發表到上面這些期刊，但至少去看看得到一些 reference，真的要去找幾篇好的 paper 來讀，Quality 比 Quantity 重要。另外過去也會以 impact factor、SSCI 去判斷期刊的影響力，但 SSCI 是代表他可以被引用的次數及時間夠長，你如果想要對房地產學術界多了解的話，在這麼多其期刊中去找找看，至少多了解一下學術界的生態。

曉瑞：因為有很多期刊不會每個都認識，都會先去查它的 impact factor 多高，如果是在 1 以上會覺得比較放心，但我發現幾個頂尖期刊有個共通現象，就是它都很量化，比較少質化性的文章。

老師：大致上沒錯，impact factor 可以去看它，有些 impact factor 引用量大是因為該期刊領域包羅萬象，很多學門的人會去引用，房地產學門較窄，若不是都市計畫類的人不太會去引用，學術人口越大引用量也越大，這也是另一種說法，這些都是一個參考，不過曉瑞剛提到量化、質化的東西，看起來現在學術界的主流還是在量化的題目比較多，不過在理論越高的情況下，也越難跟現實搭上，這也是學術界產生出來一種象牙塔的情形，如何能夠很好又能夠讓大家所認同，這裡面還是有很大的差距存在，如果跟社會脫節，人家說學術無用論，怎麼拿捏，希望兩者都不要偏廢。

【時事討論】

承擘：老師去開房地合一稅的公聽會，有聽到什麼說法嗎？

老師：大致上大家是願意支持財政部提出的說法，先求有再求好，因為房地合一稅真的是很難的一件事，如果沒有是會比較可惜，坦白說我唯一比較 concern 的是稅率的輕重跟要不要累進的問題，這牽涉到我覺得比較屬於公平合理的關鍵，大致上所有開會的人還是比較支持單一稅率，社會上有些人接受，有些人擔心累進的稅率過高，不了解我是說累進是一年平均的說法，大致上稅率還是維持單一，大概到 20% 這樣。像日出條款及分離課稅這部分應該是沒有爭議了，唯有 4000 萬這部分還是不太清楚，結論就是希望這項草案能盡快確定，不要再延宕。

大致上結論是我可以含淚買單，也就是我並不接受可是也只好接受，我希望看到更多民意的展現。其實我有點驚訝問卷調查結果社會上只有不到六成的人支持房地產實價課稅，大約有三成多贊成單一稅率，近三成贊成累進稅率，但學者問卷約 98% 的人支持實價課稅。坦白說這次的稅制改革社會上的理解多少還很難說，我也覺得要讓大家理解實務上跟制度上，未來如何讓大家理解跟接受這樣的改革還需要時間。另一個有趣的現象是，從去年底到今年過年後看到房地合一稅在社會上最大的反應是，大家一開始以為這個稅應該是很嚴的，但直到財政部公布方案之後是輕很多，這些反應又是現實的。可以看到房地產的漲跌起伏受到的影響因素是很多的，市場力量最基本的，近年來市場力量不合理的情況下，會永遠都在不合理嗎？如果房地合一稅或其他更嚴的政策出來，市場就下來了你們覺得這又是如何？的確我們無法撼動大市場，但是這種臨門一腳的事情，我覺得是應該有政策要去做。

承擘：財政學者也認為先求有在求好？

老師：財政學者過去所學基本的理論也是資本利得稅應該是單一稅率，因為資本利得是累積的價格。我只是覺得台灣房地產不公平的事情讓大家不滿，社會上有這些事情，不希望大家只是人云亦云，學術這件事情不是大多數人說了就算，應該是要有理論依據和有自己的想法。