

房地產投資與決策分析第十二次上課紀錄

時間：2015.5.12(二) 9:00~12:00

主持人：張金鶚老師

地點：政大綜合院館南棟

紀錄：廖珮君

出席：廖珮君、莊喻婷、周昱賢、高伊葦、陳信豪、李政諭、侯紹堂、莊凱融、吳承暉

【課程講解】

房地產投資與市場分析

老師：財務分析隱含了報酬的概念，沒有財務分析不能做決策，但也不能光憑財務量化結果做決策。以前自己念建築，很少接觸量化研究，到了美國才開始研究，發現量化、質化分析可以綜合在一起研究，體會到學習不只侷限在一小部分的領域，而是要了解各種學門，廣泛學習。因此，研究可綜合量化及質化，而不是壁壘分明，建議同學應該要有學習的好奇心、廣泛涉獵。

今天要談房地產投資的風險、報酬與管理。CH15 談風險，如何衡量、掌握？房地產投資是現在對未來的投資，未來就是風險最典型的例子，未來應該要如何掌握？上禮拜談過三種投資方法，沒有哪個方法是最佳決策。而敏感度分析，從最悲觀到最樂觀的分析，還有中位數、平均數、眾數的分析法則。最常用的就是中位數、平均數分析，在投資時，承受很大的風險時，必須做變異數分析，從 OLS 衍生到分量迴歸。

房地產投資是買個股而非大盤，風險分析的重要性為何？如課本 P.716。每一個案的報酬、財務、市場分析時如何選擇，做決策時沒有把握時是不是要做風險評估？如何增加決策穩定度及信賴度？課本提供幾種評估風險的方法，如蒙地卡羅分析方法(P.726)，其目前如同分量迴歸般受到相當重視。

蒙地卡羅是一種機率的概念，例如氣象局算出降雨機率 50%，如何算的？和晴時多雲偶陣雨這種詞彙相比，似乎更為可靠？如果數字背後是科學的，那是值得信任的。

老師曾經在 10 年前在估價師公會有個演講，認為估價報告書可以估出個定值是很難的，個人認為估價師應該要評估可能的市場價值(most possible selling price)，或是最悲觀、最樂觀的價值為何(或是機率)，而非直接寫出一個估值。

如何做蒙地卡羅風險模擬？(P.728)，誰可說明如何做？

凱融：就書本上的理解，先決定投入的變數，包括控制變數及狀態變數，在通過機率分配計算出來的結果。

老師：有信心可以操作嗎？

凱融：方法不難，有軟體即可。

老師：什麼事最重要的？

凱融：選擇狀態變數，即未來存在風險的這些變數。

老師：基本上都有提到，找出關鍵性的變數，然後去做機率分配，如房價的增值，然後設計實驗在黑箱重複抽取，結果就是機率，最後會產生圖 15-4(P.728)。目前都有軟體可以跑，重點是要找出狀態變數，即可得到風險的機率值。因此，如同氣象局可算出降雨機率，因為模擬了各種情境(投入變數)。如果給的變數是不好的，出來的機率當然就是錯的。

第 16 章談房地產投資報酬。風險跟報酬是一體兩面，近期談房地產實價課稅，是資本利得，報酬的概念，例如以前在秀明路的房子，當初買 200 萬，目前假設是 1200 萬， $1200-200=1000$ 萬，1000 萬即為資本利得，20 年賺了 5 倍，年報酬率為 25%，這樣算合理嗎？真的有賺到嗎？一般民眾忽略什麼？

凱融：時間成本，例如 20 年前的 200 萬不等於現在的 200 萬，此外，20 年前的 200 萬若不買房，到現在會變成多少？

依葦：期間的支出成本，如稅、維修費。

老師：沒錯，即經營成本、NOI、貸款、經營中的收入、效用。簡言之，現在和過去價格的差別在於期間中的稅、貸款、折舊、支出及收入。CH16 談個案及總體分析，P.776 及 P.777，出售年及購買年的矩陣，說明不同時間買進賣出的報酬，如民國 60 年至 82 年投資中古屋之年平均報酬率=22.11%，標準差 12.23%，若用 MIRR 分析，報酬率 12%、標準差 11%。

P.783-785，如圖 16-3 為台北市的實證結果，持有 5 年，年平均 ROE 約 12%，而圖 16-6，持有期間 7 年的風險約為 5% 上下，結果顯示在台北市持有房屋 5-7 年報酬是相對穩定，當然這是以前的研究，現在台北市如何還要更進一步研究，目前可能會有結構性的轉變。目前台灣都是高估報酬，低估風險，因此，同學應該要有體認在做房地產投資時，千萬不要低估了風險，如果只用價格的變動衡量報酬，將明顯錯估產生嚴重的後果。

【文獻導讀】報告人：信豪

信豪：本篇主要說明 1989-1998 年間，個人或機構的在八個學術期刊上所發表的不動產領域的研究進行排名。

排名方式有三種，曝光度、修正後的曝光度、計算頁數。文章中各圖表則說明排名結果。本文用很多方法和種類來進行不動產學術發表的排序，藉

由長時間的排序可以看出排名變動趨勢。產量多的研究著作往往都是共同作者，大多數在學術發表上名列前茅的作者幾乎都在同一個研究機構工作，顯示出研究的穩定度。最後這些方法亦可運用在經濟或是財務領域。

老師：有何心得？

信豪：本篇用比較特別的方式介紹著名期刊，讓人了解什麼是重要的期刊及作者，而且要學習如何引用好的文章。

老師：有看過這八種期刊或作者的文章嗎？

信豪：核心、非核心部分有看過，估價相關作者的文章也有涉獵。

老師：認識期刊、作者及作者的學校是重要的，才能認識所學領域中的經典文章，一方面也代表自己的學術水準。因此，老師通常在審查文章時，會先看參考文獻，文獻一定要用好的文章，而不是引用碩士論文，各位必須要學習如何分辨好文章。更重要的是，認識重要的作者，引用他們的文獻，甚至是認識作者就讀的學校或服務單位，如果想再繼續攻讀博士，這些學校都可以做參考。

凱融：這篇和自己上次報的類似，只是切入的角度不同，著名學者代表品質保證。

老師：再次說明認識學術水準的重要性，看每篇文章地引用文獻即可知道學術研究的質量保證。

珮君：這幾篇期刊有許多還沒看過，還要再大量閱讀。

老師：通常這是學生最大的感觸，建議挑一兩篇和自己研究有關的著名文章詳讀，在學術上的成長會快很多，特別是研究生沒有跟世界接軌的話會很可惜。

喻婷：這篇所提的期刊及作者部分有看過，只是量還不多。

昱賢：請問量產的作者通常都是共同作者，請問他們是涉獵了很多領域？

老師：共同作者的研究越來越普遍，現在最 top 的期刊，通常都是 team work，不一定是為了量產，而是團隊合作可彌補自己的不足。然而，如何找共同作者也是關鍵，基本上在學術研討會上，可以找到不同領域又可以合作的共同作者，當然前提是要專精於自己研究的領域，然後再去尋找其他領域的共同作者。總之，目前跨領域、國際的學術合作是趨勢。

承曄：這些期刊只看過一小部分，還有很大部分沒看過。有些期刊的文章看了很久卻沒有重點，故期刊代表品質保證，此外，還要看適合自己的文章，有共鳴才有火花。

老師：建議大家在學術領域可以看各種文章，不只限於自己研究相關的文章。

南迪：不動產期刊較少閱讀。

老師：金融領域的 Paper 有這種 review 的文章嗎？

南迪：多與數學相關，跟房地產市場的文章比較不同，房地產市場的文章多與社會有所連結，研究結果會影響到政策的制訂，而金融領域則是很工具方法

的推導，但並不會影響到政府制定金融制度。

政諭：自己看文獻的經驗要先看次市場的文獻，再看 GIS 相關的文獻，往往都要思考這其中有何關係，基本上就是站上巨人的肩膀上學習。

老師：建議同學應該多看點文獻，而不只注重實證研究，好的 paper 要呈現出自己文章跟過往研究的差別與貢獻，才不會書到用時方恨少。碩一同學應該趁現在多看文獻，以免碩二期末時捉襟見肘。

依葦：書到用時方恨少真的很有感觸，現在覺得自己看的不夠多，我們在搜尋文章時，往往忽略了作者，其實某些作者經常也是其他文章的共同作者，因此，可以從共同作者去搜尋相關文獻。

老師：找文獻一開始從關鍵字，之後就要從作者下手，特別是大牌的作者，否則就不是站在巨人的肩膀上學習。

紹堂：以前會從好期刊著手，聽到學長的報告，知道亦可從作者著手。

老師：碩士生活不只是自己的論文，而應該要多了解各種領域才能豐富人生，多去修外系的課都是很好的選擇，給自己機會到各種學系去學習。地政系同學通常是比較封閉的，應該要多去了解各種學門，例如我到賓州後才開始接觸量化研究，當時壓力雖大，但卻寬廣自己的視野，陸續了解都市計畫、建築、財務、政治經濟、地政各種領域，有助於與各種領域老師合作進行學術研究。

【個案報告：天子】報告人：政諭

本周報告的個案是天子，位於士林官邸重劃區北側，開發面積 5.5 公頃，其中建築用地共 3.71 公頃，重劃區北側多為住宅區，就風水而言，鄰近的福山山脈為風水寶地。由於近年士林官邸為熱門觀光景點，該區周遭人潮相當多。士林官邸周邊以公寓和透天產品為主，周遭行情透天地坪 190~200 萬/坪，30 年公寓 65-70 萬/坪、大樓 70-80 萬/坪、華廈 50-60 萬/坪。

天子基地面積 738 坪，規劃坪數 215 坪，180-200 萬/坪，全案共 10 戶，聘請知名建築師設計，建材、配備皆頂級，且 20 年無需繳交管理費，公設比 32%。目前已銷售 8 戶，根據實價登錄資料，某戶總價 5.52 億，創下豪宅總價僅次於皇翔御居的紀錄。區位環境部分，生活機能便利，交通方便，學區優良，公園多，而且官邸周遭較為寧靜，生活品質佳。

老師：建案詳細位置為何？

政諭：福林路。

老師：覺得不錯嗎？

政諭：除了價格高外，覺得周遭環境不錯。

老師：今天為豪宅個案，大家認為豪宅現在有市場嗎？形成豪宅的條件是什麼？

凱融：風水、先天條件不錯，而且周遭也有一些豪宅聚集，認為這邊挺好的。

珮君：如果是選擇豪宅，會覺得大安森林公園第一排更為適合，因為大安區生活機能不比這邊差。

喻婷：不太清楚豪宅的行情，本案除了景觀跟綠地是否具有其他不可替代的條件。

老師：大家都不知道上流社會怎麼想，如果你是開發商或仲介業者，如何說服有錢人買？

承暉：太貴又太大了，假設我是有錢人，認為是有市場的，因為台北豪宅多聚集大安、信義區，這個案子還是有獨特性，而且不用付管理費。

老師：大家可以從有錢人的角度思考。

昱賢：這邊主要是賣區段跟風水，台灣政商名流注重風水，個人認為本案有機會完銷。

南迪：豪宅有他自己的市場，因數量稀少，較難比較，但個人認為台灣豪宅實在太貴了，根據資料是全球第六貴。

信豪：士林官邸陽明山一帶是早期的豪宅聚落，後來才形成信義、大安區的豪宅區，賣點就是自然環境跟景觀，缺點是交通較差，如果我是有錢人，會選擇信義區或大安區的豪宅。

老師：其實士林官邸周遭目前交通每況愈下，相較之下，剛剛說的陽明山豪宅是否為較好的選擇？

依葦：會先比較信義區、大安區、士林區的豪宅，信義區、大安區的豪宅周遭環境、景觀、治安好，也有名人聚集效應，大環境較佳，本案的重點為風水、獨特性、稀有性。

紹堂：本案的風水是賣點，其他產品較無法取代的部分。

政諭：做此個案時有想到幾個問題。首先，富人會注重風水，而風水對房地產銷售的影響有多大？第二，本區缺點為交通較差，最後，學區不佳。

老師：現在是買豪宅的好時機嗎？目前台北市經出現拋售潮，業者說「目前豪宅全倒」，現在除了自住客，投資客應全面收手。其次提到區位，豪宅應該擁有何種區位？是否應具備寧適性、隱蔽性、不受干擾性、聚集性，其實這邊有國宅，而士林官邸對不動產市場是正數或負數？以前可能是好的，現在很難說，因為人潮太多。第三是價格，價格對富人來說不太重要，看得上眼最重要。第四為產品，本案只有 10 戶，究竟賣了幾戶，新聞報導未必可信，最後是管理，豪宅管理是沒有問題的。個人認為，豪宅的區位及時機是重點，價格反而不是，產品規劃也是重點之一。大家可以思考開發商及富人的想法，利用所學分析目前買豪宅是否適當？