

房地產投資與決策分析第十四次上課紀錄

時間：2015.6.2(二) 9：00~12：00

主持人：張金鶚老師

地點：政大綜合院館南棟 270622 教室

紀錄：吳承暉

出席：廖珮君、莊喻婷、周昱賢、高伊葦、李政諭、侯紹堂、莊凱融、吳承暉、蘇曉瑞、陳南迪

【課程講解】

老師：這門課我希望大家能夠真的學到房地產投資的決策與想法，希望透過這樣的討論可以重新想想這門課的作用，技術當然是必要的，但對於知識的判斷與掌握也是相當重要的，研究生應該更要有自己的決策判斷能力。我們今天回到第六章，也是我覺得房地產投資中很重要的關鍵-怎樣看到衝突、然後我們該如何選擇。房地產投資最大的困境是因為它很貴，需要拚這一輩子去買，這是一個很大的決策，到底買或不買？所以常常有關於租買選擇的討論，光是消費或投資兩件事就有很多討論空間，大家都想要藉由投資來獲利，但面對這麼昂貴的商品，也常常在懷疑自己到底有沒有辦法應對。所有的衝突選擇最重要的一件事情，就是要清楚自己的價值觀、籌碼、偏好，這幾件事情是相當重要的，了解自己之後才能做出選擇。在人生的過程中很多情況都是看到衝突，然後我們如何選擇。當你碰到挫折、碰到問題時，你會無怨無悔，如果不知道自己想要什麼，就會悔不當初，或是放棄自己的初衷。不同的生命週期下的選擇又有不同的情境，我自己長期做房地產的研究、教學或實務上的試煉，我提出了房地產投資的五個關鍵，包含房價、區位、產品、時機及管理維護，這五個當然是見仁見智，可能可以自行增減幾個。隨著每個人對房地產的了解程度，對於這些要素的認知體驗程度也會不同。過去或多或少有些這樣的討論，是有衝突的，是因為在資源有限的情況下，房地產又是如此昂貴，機會成本非常高，會面臨諸多的選擇及衝突。房地產衝突的選擇背後，跟心中之尺還是有關係的，房地產除了投資外，還增加的消費的偏好。這些比率的關係，我都沒有提供答案，答案必須由你們自己來決定，答案也應該視人生體驗的不同而有所不同。當然，如果大家能夠釐清這些想法，之後就是有沒有選擇的方法。這章特別提出兩個方法，初階版及進階版，面對衝突的時候，你們的行為是如何？可以回去問問家人，他們怎麼做購屋決策的分析。碰到問題的時候，你會再思考，如何解決這個問題，在研究所的訓練過程中，理性思考的訓練會讓你們去判斷該如何做出決策。課本上提到初階版如何衡量心中之尺的方法、到進階版的 AHP，去看了之後，可以去思考：真的可以這樣操作嗎？這麼複雜的操作過後得到的答案，有沒有符合自己心中所想。

AHP 也有許多缺失，它有許多假設條件，每個選擇都要獨立、不能互斥、不能矛盾，人真的是無矛盾的嗎？理性與感性之間常常有衝突。AHP 有沒有改進的空間？最後又回到了兩兩相比的質化討論，就是優缺點的分析，優缺點討論的背後就回到問題的關鍵：我們真的能對專業知識有掌握到它的重點嗎？這些東西對於我們決策有幫助嗎？還是我們只是依樣畫葫蘆在操作？這些東西如何幫助我們分析？可以去好好想想這些東西如何幫助我們做出選擇。房地產非常昂貴，選擇錯了，代價是要自己承擔的。所有的問題又回到的是：要找到很好的標的物，才会有衝突選擇的情況發生。標的物的感覺或能力，背後隱含了對市場的掌握。如何挑選標的物出來，又是怎樣的一個學習或知識的範疇。把這些選擇的背後放在運氣底下所做的選擇，這麼重要的事情，應該有更多關於利弊得失的分析，千萬不要什麼東西都是 just given 或 just happened，透過房地產這件事的學習，可能會有更多機會讓大家來分析。不知道大家有沒有這樣的心得或疑問，面對衝突選擇到底是質化的、量化的，在衝突之下，我們用什麼方法選擇，什麼方法是好的。這麼多元素在背後，該如何破解，讓自己覺得踏實。現在大家都還沒面對這樣的困境，都是在模擬的學習過程中，在這個模擬學習過程中，也可以培養各位的專業。大家有什麼 comment 或疑問嗎？可以是理論的、可以是實務的。

曉瑞：老師剛剛提到說不動產市場的不確定性是很高的，就算現在已經有實價登錄了，還是有很多不確定性。喜好、趨避或中立，在面對風險的情況下，投資者必須在自己所屬的環境下找出屬於各自的訊號，他所蒐尋到可以相信的訊號。如果他這方面較弱的話，他會找在社會資本裡面可以相信的人，這個品質好不好也很難講，但資訊愈多是愈好的。在古典經濟裡面都知道人是有限理性的，人在面臨選擇的時候無法保有理性，在面對到不確定性、高風險的情況下，他可能也沒辦法做出符合心中之尺的選擇。我們會做出什麼選擇，跟當時的條件也有關。生命週期的不同，投資的比重也會有改變。

老師：我可以理解我們絕對是在有限理性的情況下，剛剛要強調的是，很多人在討論的時候都在講市場、投資。但我這邊是在講個人，認清自己比認清市場還重要許多。在沒有認清自己底下，做出的決策無法符合預期，如何認清自己，我覺得我們都忽略了。認清市場的背後，是我們對專業者的想法。學術上自己跟市場的衝突就是決策，在學術象牙塔裡面大家都講理論，但真正面臨衝突時怎麼決策，

伊葦：我看完 AHP 法，我認為他在購物決策上只佔一小部分。在茫茫大海中要找出來比較麻煩，他比較算是已經有數個特定的目標後才能實行的方式。在購屋決策上可能比較沒幫助，但比較上會比較有幫助。

老師：這比較算是關鍵選擇上可以用更細緻的討論，他是在做第二階段 double check 的工作，如果你不了解方法，可能也不會用。經濟直覺跟每個人的投資直覺差異。

南迪：這就是一個取捨，因為我們都是在有限資源的底下面臨抉擇。基本上如果是做投資決策的話，大家就會做將來潛力的考量，像是增值空間、租金成長等。如果是居住的話，就比較需要考慮居住品質或區位等。

老師：這個講法跟大家想法相當一致。

昱賢：老師分成五個大要素，一般投資者對於這個背景知識可能還不夠，所以用進階版可能要有深厚的專業知識。具體的因素與非具體的因素可能也會影響投資者的比重。評分量表的部分，我覺得大家可能對於自己的偏好也沒這麼清楚。在分數的部分，我覺得會放大效果，可以再考慮。

老師：AHP 的部分當然也可以在挑戰，這也是學界常常在討論的。你剛剛提到許多滿具體的問題，所有的衝突選擇下，必須先認清自己對於知識的掌握，如何把個案找出來。所有的東西應該把它變內生，應該視為當然這樣。我們在學習這個方法，也必須考量後面的意義。

承曄：除了自己心中之尺的確立之外，家庭成員間的考量也是必須考量的點。

老師：考量家庭、配偶、子女、長輩也是個重要的一點，所謂共同決策。

喻婷：我覺得五大關鍵評量表很有參考性，可以確立自己的心中之尺。有些主觀的因素都可以藉由這些東西確立。

珮君：如何面對衝突，要先知道自己想要什麼，再去尋找符合自己所需的產品，然後從中做出選擇。我覺得自住為主的話，時機的部分可能會排在比較後面。

老師：如何找出候選個案，那不是 given 的。我們先決定自己的目標，我們如何找出好的標的物，如果連標的物都沒找出來，我們也不會面臨到衝突。候選個案重要、衝突重要、選擇也重要。

凱融：房價很高，對於消費者來說容錯率很低。做基本的排序是可以的，但涉及到把自己的主觀感受量化的時候，在資訊不對稱的情況下，可能就會錯判。很多人在投資的時候考慮市場，消費者也會更注重他的消費問題，投資者會更注重市場，他考量的點可能跟消費者不一樣，還是要看各自需求。

老師：那個選擇的權重是什麼，那都是自己主觀的判斷。我們如何去找到這種盲點，讓自己釐清，也是相當重要的。沒有哪一個是特別重要的，不同的人生經歷本就會有不同的觀點。

紹堂：不同階段有不同的體驗，如果是個人的話就會比較注重舒適性、寧適性。

老師：個人也會分為居住與投資，不同生命週期底下的年輕與老人，也要分開討論。很多人沒有看到衝突、然後就沒有選擇，沒有衝突就沒有選擇。

政諭：在討論我們心中之尺時，他應該是我們個人的偏好，不應該加入市場的影響。但實際上自己的偏好無法完全被符合，所以我們要尋求心中之尺與市場之尺的交集，才可以達成我們的決策。

老師：心中之尺的產生跟市場之尺還是有一定程度的連結，我試圖也避免價值觀受到市場的影響，但這是有難度的。希望大家能盡量保持獨立判斷，但這是很難的。在量化的過程中，常常遇到很多瓶頸，如何把主觀變客觀，邏輯上很有意思，但決策上還是很值得討論。今天這樣的討論是要讓大家了解房地產上面有許多衝突、然後我們能如何抉擇。標的物形成、才會有衝突的選擇。大家如何找到自己心中的東西，才是個關鍵。

【文獻導讀】 Office Market Demand Analysis and Estimation Techniques A
Literature Survey Synthesis and Commentary

報告人：政諭

政諭：判斷或應用辦公室需求的分析，在過去 40 年間變得相當重要，可以反映我們對於辦公室需求的狀況。但改進的程度依然需要從就業程度、空置率、特定需求、次市場的交集與競爭來判斷。文獻可以拆成兩部分，第一是說明辦公室市場的因素，主要探討辦公空間、職業。第二部分探討過去歷史發展概念的演進，主要關注在市場需求分析時，技術和工具的操作，也討論了模型、公式和量化關係的發展。本篇回顧了過去辦公室需求方程式的發展過程。主要發展在模型、公式和需要量化的項目上面。辦公室市場是從二戰後開始發展，一開始是要了解市場參與者，了解其狀況。之後，需求和辦公室特性拆解變成主要的分析項目。對於空間需求的預測準確基礎是來自辦公室雇員數量的預測。在 1988 到 1998 間，文獻回顧了每個辦公室員工的平均空間，工作更換後，每個雇員的平均工作空間也會改變。1998 年在辦公室的需求上，關注在空間的探討上，近年也逐漸朝智慧、節能方向發展。少數研究是針對某些市場區域或次市場範圍，來估計他們的模型準確度，研究者量化他們的外溢效果。2004 年有學者驗證了辦公室次市場的組成，像是下濾、市場重分配、使用時間等。2002 有研究指出空置空間的總量，與折舊、鄰近區位和其他對承租戶影響替代性的因素有關。只要研究者繼續界定這些模型，或是改變變數的效果，辦公室市場分析就可以持續增進他的預測性。

老師：有什麼心得？

政諭：之前在國泰案多是討論辦公室的價量，這篇文章討論了他們這歷史脈絡，未來會比較朝向高智能、節能的方向發展，這可以是未來關注的重點。

老師：商用不動產這塊比較少探討，希望給大家更寬廣的思考。過去 40 年來這些文獻探討了需求層面上技術上的精進，辦公室的需求跟住宅需求的差別是什麼？群聚效用、人與人面對面的討論，回到之前討論高科技對於仲介的影響，那高科技對於辦公室的影響會怎麼樣呢？它跟我們的經濟成長也

是有關係的。過去都是空置率、供需結果的討論，辦公室本身聚集性的效果，如何選擇辦公室地點。回應到台灣的研究，過去針對辦公室的研究很少的。大家有 comment 嗎？

凱融：辦公室群聚效應是存在的，它方便訊息的交流、集體空間的約束。從大的觀點來看，也會有各行各業的聚集，在那邊辦公也是種品牌的象徵。

老師：辦公室的種類也要去了解一下。文創算不算是一個辦公室，這部分也有很多討論。如何形成一個更好的辦公環境，未來辦公空間的形成，我們從預測未來的角度來看，這部分也可再想想。

珮君：辦公室也會有產業上的聚集，剛剛有提到智能建築，這在一般的中小企業可能比較困難，在大型企業可能會比較有可能。

老師：我們對商辦的了解本身就不多，區位或其他東西的選擇也是要討論的。

喻婷：辦公室可能會有群聚的效果，但他們會有聚集經濟嗎？

老師：有商圈的效果存在，他們怎麼劃分、或聚集效果你們可能不了解。如果對這部分有興趣的話，這部分也有很多可以考量的點。對於企業來講，在這種選擇上也是很多。

承暉：之前做估價實務時分析過商辦，覺得商辦的品質很參差不齊。而且以往我們在討論不動產市場時，多以住宅為主進行分析，較少針對辦公室的討論，在不動產市場中，其實這也是很重要的一塊。在未來，綠能或節能的商辦可能也是一個趨勢，但台灣大多是中小企業，可能較無力負擔這些，還是多以大企業為主。

老師：當然我們過去都不了解，環境的改善到底值不值得這樣的投資，也是要考量的。

昱賢：國外的資料比較齊全，他們可以做得比較詳細。台灣對於辦公室研究比較著重在租金，也比較大範圍，它不是用工作地點而是用勞動市場。國內有些研究有放失業率、GDP、CPI、股價指數等變數，影響最大的是勞動市場，也可能台灣的產業結構造成的。

老師：從國外可以學習到什麼，相對的品質也差很多，這也有很多討論空間。

南迪：各地政府對於住房管制變多，很多投資者開始關注商辦或店面等非住宅的商品。所有金融相關產業都會聚集在附近，也可以交換訊息。這方面的投資趨勢，最近有外國的基金開始投資亞洲的房地產，像是東京或新加坡，可能那邊的商業房地產發展比較成熟、資訊也比較透明。

老師：房地產的住宅投資，特別亞洲地區都不鼓勵投資炒作，這是亞洲市場共同的狀態，房地產投資者會開始尋求其他出路，轉戰到非住宅也是有可能。辦公室投資的部分，也可提到 REITs，台灣幾檔的 REITs 也都是以辦公室為主。如何了解租金、股利股息的關係，也是要了解的。

伊葦：美國的資料非常強大，可以做比較多研究。現在住宅市場不明朗的狀態下，

大家會選擇投資商辦或零售，住宅市場價量縮、議價空間變大等，但在商辦這邊就反過來，可以看出來它們是不同的市場。

曉瑞：美國實證發現下濾效果很差，台灣比較少，有的話也是住宅而非商辦，但台北市可能也沒這麼強。如果原始產業成長，會連帶帶動其他產業的成長。最近 A 級商辦一直釋出，空置率會變大。

老師：最近的確對於辦公室的下濾的確沒什麼討論，下濾之後也有上濾，這些效果都可以再討論。辦公室本身的需求，兩岸關係的需求是影響大的，ECFA 之後最大的受益者應該是商辦，但現在看起來並沒有。台灣在國際化上面比較晚，在兩岸關係上影響比較大。

紹堂：辦公室的需求包含自己內生的需求和外生的需求，這很複雜。

老師：辦公室看起來比較市場自由化，政策或金融上的衝擊，這部分也是另一個大家可以去思考。

政諭：辦公室市場跟住宅市場應該是兩個獨立的個體，是不是在某種情況下，也會藉由辦公室市場的提升帶動周圍住宅市場向上的需求。未來科技進步的情況下，辦公室是否會釋出，也是可以再討論的點。

老師：新的需求能否帶來住宅市場的需求，也是可以再討論的。希望大家藉由這邊了解房地產投資的不同面向。

【個案報告】 報告人：紹堂

紹堂：我今天要報告的是一間公寓。它位於新生南路 170 巷，捷運東門站旁邊、附近有六個公車站。周邊有永康商圈、也位於金華國中明星學區，所有生活機能都可以在 500 公尺內解決。治安的部分，前陣子台北市有公布犯罪地圖，這地方治安算不錯。主建物 15.4 坪、總坪數 20.09 坪，RC 造、外牆二丁掛，報價是 118 萬/坪，總樓層 7 樓、標的位於 2 樓，屋齡 31 年。但陽台位於巷內，比較沒面對外面。周邊行情的部分，根據實價登錄行情，屋齡 41 年的成交價是 83 萬。投資分析分為舒適性、安全性、便利性、寧適性。貸款試算的部分，自備款五成、利率 2.3%、年限 30 年，本利平均攤還 46176，這樣月收入要達到 132000。但根據一些相關的消息，以後會有下跌的趨勢。我覺得很適合自住、不適合投資。

老師：大家覺得有興趣嗎？

凱融：我覺得就算八十幾萬還是有點貴，屋齡也太老，都更風險也大。

珮君：優點可能是學區，但沒有車位滿不方便的。

喻婷：生活方便、交通方便，但 15 坪太小了。

承暉：覺得這邊可替代性太高了，台北市交通方便，有許多捷運沿線都符合這個要求，不會考慮這個個案。

昱賢：替代性太高了，自住跟投資都不是好的選擇，沒有獨特性或特殊誘因。

南迪：沒有增值潛力，租金是最後的防守，沒有租金支持的話不會考慮。

政諭：沒有車位、屋齡，不會考慮。

伊葦：誘因真的不夠高，投資方面，租金只占總價的 1% 左右，我覺得行不通。

曉瑞：我覺得八九十萬可以考慮，但不是自住或投資，可以朝自辦都更的方向前進，而且以地主的角度來講特別有說服力。

老師：看起來大家不太買單，自住的話你覺得是好地點嗎？

紹堂：學長講的方向可以考慮，這附近就有一個自辦都更。

老師：產品格局不好、面積太小，區位不錯，但沒有停車位，這點我打個大問號，這對於自住投資都是關鍵的點，花上千萬買東西，會希望有價值感存在。這替代性的確過高，大家要分析它的成長性。