

不動產證券化專題研討第十四次上課記錄

時間：2006/12/29(五) 09：10 到12：00

主持人：張金鶚老師

地點：政大綜合院館南棟270617

記錄：洪御仁、龔永香、張怡文

出席：張金鶚老師、江穎慧、游適銘、薛志文、張怡文、吳怡蕙、洪御仁、龔永香、鄭佩宜、鄧筱蓉、黃文祺、邱于修、郭益銘、張維升、紀凱婷、楊佩欣、蔡鋒億、陳明忠、李宗翰、丁玟甄、陳詩薇

不動產證券化專題：不動產證券化報酬與風險之討論

報告人：洪御仁、龔永香、張怡文

【內容如附件】

課堂討論

老師：不動產證券化的報酬與風險之關係，過去在相關研究的部分，討論較多的是報酬部份，風險則較少被探討到，大家有什麼問題可以提出討論。

玟甄：國泰二號的報酬率計算問題有誤。

永香：忘了扣除營業外費用。

適銘：從幾篇文獻討論，可以看出利率會影響投資的報酬。

老師：利率對於 REITs 的影響是很重要的，等會可以在好好探討。

詩薇：第 13、15 頁的報酬文獻不大清楚。

老師：分散的投資類型會使得報酬降低，風險也有可能較高，這部份的解讀是這樣，且可能是美國的情形。不同地區、不同類型的報酬風險可能會有所不同。實證結果只是一種因人而異的現象，其背後的原理可否適用到台灣，則必須要在探討之。為何 REITs 可以有避險作用？

佩宜：因為 REITs 本身類似一種不動產，不動產有實質租金收益，故其相對於其他的投資工具可以有避險的功能。

老師：文獻的表象為美國的情形，在學術研究上探討其文獻的情形，其實證結果對於台灣的影響效果不太大。像是新光一號的標的物在台灣南北，那是否可以利用投資集中的報酬風險討論去解釋呢？這是值得去思考的。

老師：第 34 頁應該成受託機構的角色，不應明確指出。

適銘：14 頁為權益型 REITs，相關性是用 ρ 值去計算，所以用相關性好像不大正確。

佩宜：應改成受大盤影響程度低，是貝他係數的意思。

穎慧：出價型 REITs 的意義為何？

永香：會再進行文獻上的確認。

佩宜：房地產市場與 REITs 表現的相關性是很重要的，因為投資人的確會注意房地產市場的狀況並影響投資 REITs 的決策。

老師：在台灣並沒有一個指數去衡量，可以討論到租金與價格的關係，但是其關係似乎是背離的。

佩宜：當房地產走下坡，投資人可能不會看好 REITs。

老師：國外的結論與國內的現象，在不動產市場與 REITs 之間的相關性似乎也不盡然如此。REITs 的股價波動與收益間的關係，收益是穩定的，但股價波動情形是穩定的嗎？因為 REITs 多為商用型的，但是要以住宅型的不動產去解釋可能不盡然會有相同結論。

老師：REITs 也會與股票大盤有相互影響。台灣 REITs 的經驗會認為 REITs 的風險介於不動產與股票之間，所以到底與不動產的相關程度多少？透過其表現波動也可以觀察。從利率來看，現在是低利率水準，所以大家會買 REITs，若是未來利率看漲，房地產景氣變差，那麼投資者還會買嗎？

佩宜：REITs 的收益率比六大行庫的定存利率都來得較高，利差仍存在，所以買 REITs 仍有利可圖。

老師：利率提升對未來 REITs 衝擊的影響有多大？

穎慧：台灣的 REITs 投資者會偏向受投資者屬性的影響，從定存來看發現利差存在，但若投資其他股票，投資者還會買股票嗎？若投資者都是購買債券可能會買，但若投資其他股票可能不會買 REITs。

老師：REITs 與不動產的風險何者較大？REITs 為投資不動產的股票，且目前多為收益型的類型，故風險上不動產會較低，但 REITs 與不動產報酬誰高？REITs 的報酬經計算約為 9%，REITs 除了收益報酬外還有股價波動，在短期效益上，REITs 有相對的高報酬低風險的情形，故其報酬看起來還算不錯。

老師：投資人法人機構佔了很大的比重，法人為了進行投資組合會比較強調風險的重要性，所以探討較多報酬可能比較不恰當，應該將其認定為抵抗通膨，與做投資組合的工具會比較恰當。

宗翰：REITs 的定義為收益型好像比較不恰當，一般投資人可能會比較偏好投資金融資產證券化的商品。

老師：台灣目前還算是穩定的，不管是股價或是租金的穩定。租金不會有太大起伏，較易波動的為標的物價格。賣價利潤的分享，讓人有更大期待。大眾持有，分享利潤，資金這塊比較沒有太大壓力。好的基金管理人一定是懂得掌握時機，需要好的因應能力，相對於個人，較有投資壓力。回到風險這一塊，大家認為 REITs 最大的風險是什麼？

佩宜：最大的風險是投資標的，重要的是投資人看不看好。

怡蕙：租金變動的影響，承租戶的結構類型也是很重要的。

老師：風險，可以想為報酬的變動，主要來自哪裡？

宗翰：不動產價格的波動是最大影響風險來源。

老師：不動產證券化風險來源，為報酬變動的主要來源。不動產持有與處分不動產時的報酬變動。租金應該不會有太大變化。

穎慧：租金變化應該不大，因為簽約為一般期間達三到五年。

佩宜：三到五年簽約租金是固定的嗎？

穎慧：那是依照簽約內容，但是別人看不到。估價報告書好像可以看看。

老師：風險當然是預期報酬沒有達到的情況，由公開說明書所寫的預期報酬會不會達不到。買的人以中長期有為多，關心的是股價漲跌。年化報酬率在大約有5%的情況下，REITs和大盤的影響也還蠻脫鉤的。接著，利率的波動會影響投資意願嗎？像是利率波動影響房價的意思。昨天央行升息半碼，這對於REITs的影響又為何？REITs與營建股、大盤的比較又為何？

宗翰：不動產價格應該是風險的最大影響。以能源基金為例，基金在市場交易就會面臨股票市場所會面臨的風險。影響REITs的風險，所有的因素來自於投資人對於不動產的投資意願。

老師：選擇好的不動產投資是很重要的，選擇一檔認為是好的不動產標的的基金作投資。租戶結構也是重要的。就不動產證券化來講，不動產本身的風險是存在的，且是基本面的討論。至於風險來源的界定，應該是考量之後的變動情況。一定要是好的不動產加上好的管理機構，才是核心關鍵。因為想要強調的是證券化之後的風險，以及預期收益的波動。

宗翰：對不動產市場景氣的預期？

老師：理論上應該是不相關的。外商現在也是買商用不動產，和住宅較不相關。衡量的基準不同所以造成偏誤存在。

老師：主要來源為租金收益。REITs主要是偏向不動產，台灣的不動產證券化關係是更偏向債券，這部分尚需要實證分析討論。

志文：在各國的REITs收益率的比較。在各個期間的報酬的情形也不盡相同。股票市場的好壞也會牽動REITs的變化，不動產業好壞變動好像也有點關係，但從文獻探討上可能看不太出來。以股利收益率看來好像差不多，現在買或是在IPO時買好像不大一樣，且其與其他的投資工具也應該會有點關聯。總體景氣與各種產業的景氣也是很重要的，像是美國市場表現差大家就會往亞洲市場走，所以整個大環境的表現很重要。

老師：討論各國的收益率概況也是很有意思，但單從2006年討論可能比較不周延，可以進而討論到利差的計算，平均數與變異數的情形。可以探討整個股票市場與總體經濟的關係，大家應該關心的不僅止於表象，應該關心背後的原因，以及台灣的狀況。若是日後利率變好了，REITs還會這麼榮景嗎？不動產的產品好壞的判別，從第一檔「富邦一號」到現在，感覺好像不動產標的品質越來越差了。

宗翰：我認為重點還是投資人對市場的預期，若是小額投資人，無法有資金投資不動產，若是有這樣的產品出現，我也不會介意產品好壞。管理機構的能力、財團的談判能力。不動產可以有什麼樣的理由脫離不動產市場的價格

波動風險?還是不懂不動產證券化的風險為何?

老師：不動產本身的風險像是火災等的風險機會很小，也就是實質不動產會被消滅的情況很少。我比較強調的是波動的情況，我覺得 REITs 市場的價格波動不會大。

宗翰：現在的不動產價格波動程度為何?我想說的風險是，最大的吸引投資人去投資的原因究竟為何。

老師：不動產價格波動程度很大。

詩薇：由 REITs 發展的成熟與透明度的關係解釋。一般投資人對於市場狀況不了解，所以短期顯示的風險是什麼，其實是很難能夠明確指出。

老師：消息面的東西其實是比較短暫的，成熟度可能跟規模有關係，所有的問題都在探討台灣的不動產證券化的未來的表現會是怎樣的。目的在於探討國外的情形是否可以應用到台灣，在台灣由於時間太短還無法有定論，在未來可能要進行實證研究。

志文：不動產與一般市場產品的差異性大，不動產的租金收益與買賣是有所差異的。

老師：指數編制是可以有代表性的，但是可能無法具有全面的代表性，在平均數的價格上與現實的情形可能有無法呼應的情形，但可能是沒有什麼太大的相關，因為投資人不會太在意租金收益這方面。

宗翰：投資產品的價格指數無法精確，若是能夠編出就可能看出一些端倪。

老師：不動產證券化指數(T-REITs)和商用不動產指數之間的關係。可以看看最近期間的相關性為何?大家可以想想看不動產證券化的報酬風險為何?未來台灣不動產證券化的報酬風險情況為何?為什麼也是關心的重點?未來會經過實證，了解真實的市場反應狀況。