

不動產證券化專題研討第十四次上課記錄

時間：2008/06/13(五)09：00~12：00

主持人：張金鶚老師

地點：政大綜合院館南棟 270413

記錄：陳妍如、楊博翔

出席：張金鶚老師、張桂霖、王旻、張耀文、陳佳甫、陳妍如、林佑儒、許淑媛、楊博翔、王姿尹、賴靖雯、邱信智、翁業軒、施甫學

【課程主題】

『不動產證券化之報酬與風險』一由張桂霖、陳佳甫報告。

【報告與討論】

◎ 關於本次上課請詳見「不動產證券化之報酬與風險」簡報檔。

第一部分：不動產證券化之報酬

老師：大家比較關心報酬，REIT報酬不高，可是剛剛報酬國泰2號『多期報酬率(算術平均)』=29.13%很高？如果報酬這麼高，可是買的人又不多？現在報酬應該還是相對低點。

佳甫：可是法人買的很多。

佳甫：國泰R2 2006年 $\{(P_0=10.19-P_1=11.54)\div 10.19\}-1=68\%$ ¹(累加三個月的表現)

2007年 $\{(P_0=11.55-P_1=10.00)+0.49\div 10.00\}-1=-10.7\%$

老師：法人買很多是為了風險。年化報酬基本上是從股利報酬，另外就是股價的波動，這裡面沒有稅負上的考量，這是未除稅，當然 REIT 相對比其他產品好一點，因為其他產品課稅更多。之前討論過富邦一號借貸比較多，另外新光一號有借貸，新光一號是新的一檔 True Sale，富邦一號跟新光一號有借貸風險高所以報酬高，這是合理的，富邦一號 21.7%，但是新光從報告上沒有特別高 16.72%，這個資料是從哪一年到哪一年？

佳甫：年初到年尾，2006 一月到年尾。

老師：06 年報酬表現最好，07 年全部報酬都不好，08 年報酬應該比 07 年好。06 年報酬最好是國泰一號。

¹ 三個月的報酬累加換算成一年的報酬率。(年化報酬)14% \times 12/3=68%

佳甫：富邦一號最大買家是富邦自己人，國泰一號也是，報酬率表現最好的國泰 2 號還是富邦買最多，但是法人持有狀況最好，三大法人持有 3758 張，自營商買得比賣得多。那富邦一號股價最高，我覺得是因為散戶最多。

老師：自己買自己有護盤的味道。現在富邦一號股價最高 12 塊多，可是報酬最高是國泰 2 號，所以股價表現跟報酬率表現兩者並沒有相關，當然報酬率來自於股利的發放，就是股利政策跟股價的關係，你要股價的報酬跟股利的報酬哪個大？你要股利還是股價？股票市場是要股價不要股利，但是 REIT 市場是要股利，因為要穩定收益，股價波動很小，所以股息比較重要，要看年化報酬如何。

佳甫：股價越高收益率越低，因為買入的價錢越高。我忘了查定存跟十年期公債的比較。

老師：國泰 2 號股利就有 4.9%，銀行定存也不過 3%，加上股價的變動，但是 REIT 有增值這塊，因為每季會重估，增值很高因為房價現在上漲，這幾棟建築全部上漲，投資者看得到吃不到，要等到賣掉才能賺到，但問題是它不賣他是無限期的。

佳甫：富邦 2 號比較有可能賣

老師：可是要有限期才會賣，這都是還沒實現的報酬，如果加上這個潛在報酬，加上股利發放+股價的波動，再加上稅的 6% 分離課稅個人已變 10%，法人已經變 25% 了，如果實施後相對的報酬獲利又被課稅，意思在說，到底稅後報酬又是如何？(增值)有賣、沒有賣的報酬，如果沒有賣講報酬都是假的，可是股利的發放就是穩定的，但股利的發放又要看你買進的時間對不對，如果發放前賣掉也沒了或者拿了股利才賣，所以股利的計算也要注意。不過看這八檔股價高峰顯然不是同一個時間，跟 IPOs 的發行時間有關，不過最高的高峰是富邦一號 14 塊多，是在 07 年七月最好，國泰一號不太好，國泰 2 號也不錯。

王旻：可是國泰 2 號有受到次貸掉下來。

老師：這八檔都有受到影響，都是在次貸 07 年 7 跌下來，且今年 08 年 1 月都是谷底，所以去年下半年全部下跌，跌的幅度蠻多，現在漲得幅度有沒有回到過去的水準，如果沒有的話，還有上漲的空間，所以大家還來得及買。現在漲的幅度以最高斜率來看，如果現在要買國泰一號好像不錯但是上升也不多，開學前買還算可以。

王旻：可是今年年初股票市場都有賺三成左右，只是最近股市不好。

老師：所以結論是股價都不是很好，不過從實質股利來看也不算太壞。比定存好一點點。

佳甫：例如放一萬塊股利三百塊左右。

王旻：我覺得應該把錢存在股票裡。

老師：可是風險高，而且要會選。

王旻：因為交稅的時候，銀行存款要交稅，平常我不會要配股，現在大家改成配

選擇權，可是大家對選擇權不了解。

老師：股票市場的股利不多，且股利要課稅，所以大家都賣掉，不像 REIT 課稅少，不過股利不多。除非法人持有較多股利才會多。

王旻：有個報導媽媽選到好的股票，還是可以每年的配息有一百萬。之前像鴻海的 30 年股票報酬率已經超過一百倍。

老師：這個就很難抉擇，可是 REIT 不需要看運氣跟功力，就比定存好。

王旻：股票還是可以買龍頭。

老師：買龍頭主要是穩健，股價波動小，可是股息高，可是反過來講，REIT 要重視穩定股利政策。我的意思是說，因為我們將來對 REIT 有所期待，現在看來並不如想像，剛講說 REIT 是個穩健的股利發放，比較不期待股價的波動，顯然如果不動產的增值可以被大家認知，假設最多持有五年後可以賣(有限期)，可以賣掉再買進，基金沒有變，可是賣掉富邦大樓買進潤泰中崙大樓，中間賺資本利得，當然可以賣掉發放再買進或者 merge，讓它有更多豐富的變化讓投資者有更多的期待，因為房地產的漲跌加入 REIT 裡面，大家就會更期待，怎麼樣讓市場活絡，就是流動性就會變強，但法人機構流動性又低都不賣。

王旻：我們現在的處境會不會跟美國早期一樣？早期也沒有這麼活絡。

老師：怎麼讓 REIT 市場活絡快速，因為每三年重估沒有發放沒有期待，如果五年後可以買進賣出，就好玩了。

王旻：就像基金到期的話會怎樣，也許就會更多人買進。

老師：先不講到期也沒關係，即便我在基金 portfolio 組合上可以賣一個不動產可以賺發放，等過一陣子再買，買了再賺。

王旻：不過這樣就比較像股票市場的性質。

佳甫：富邦一號一開始溢價發行淨值達到\$10.51 募集資金多，資產重估後達到 11.41 左右。

老師：每個都增值沒有錯，因為如果把預期的潛在力(增值)反應在股價上，價格提升，應該會很爽才對，特別富邦一號因為是中崙站地上權沒有增值，少掉增值報酬會高一點是合理，可是國泰 2 號應該增值才對，因為最近商用不動產增值且租金上漲，預期重估後增值的報酬應該大很多。

佳甫：如果真的賣掉不動產，國泰賺的錢比富邦多，大概每單位多賺\$2.4 左右。

老師：可是國泰 2 號的股價表現並沒有富邦好，沒有反應不動產的淨值，因為看得到吃不到，沒有反映在淨值上，不過希望至少持有五年後賣掉。

佳甫：最近經濟日報寫大陸富豪權不看好台灣房地產，『大陸地產雙雄 潑台灣房市冷水』本來就不是要投資台灣房地產，他們在意的是大規模的開發，可是台灣桃園空港城、台中水楠機場等都是小規模個案也沒動靜，所以是來投資旅遊的。

王旻：現在北京的房地產也掉了。大陸富豪團他們不是真的來投資，是來洗錢。

第二部分：不動產證券化之風險

老師：講到報酬就要探討風險，在簡報上講到很多的風險，告訴我們什麼是關鍵？或是優先次序為何？可以分哪幾大類？如何計算？質化或量化。目前我們可以看到國內八檔 REIT 的變異數，也就是風險值，如何計算？不同時間點不同狀況報酬都不一樣。從這些風險內我們要想想關鍵是什麼？一分報酬一分風險，這在 REIT 中是否相稱？如果從股價波動似乎比股息波動為大，但總的來講變動率還是不大，但是不是隨便選一支投資就好了，當然也不是，看樣子國泰和富邦相對上是比較多人討論的。

桂霖：關鍵看起來似乎是外部風險有比較大影響。

老師：系統風險，次級房貸風暴就影響了全部的 REIT。就現在來看，大家覺得最關鍵的因素是什麼？

甫學：利率。

老師：沒錯！利率上漲對於 REIT 有直接性的影響。利率上漲對所有 REIT 都是不利的。另外產品跟區位類型的不同比起地理空間的風險來說較為重要，我們要好好認清哪些風險是關鍵的，看 REIT 或是看 T-REIT，也需要看內部的各檔。美國目前仍未擺脫次貸的風暴，若美國房市起不來，那美國經濟也恐怕好不起來。但相對來說，亞洲的 REIT 看起來未來會好一點，目前台灣的開放程度還需要改進，若是開放型 REIT 能開放，似乎台灣不動產證券化市場將會有值得期待的地方。

老師：另外從這八檔 REITs 風險報酬變異來看，股價變動不大，當然它們檔次也少啦…

泡麵：數字出來要跟什麼比才知道它的變異大或小呢？

老師：嗯，跟其他產品比較，例如利率定存等；看風險報酬變動程度會不會相稱，在這八檔 REIT 中差異不大，不像股票而言。

王旻：老師剛剛講到利率是很重要因素，但經濟變好通常利率也會隨之升高，但 REIT 在配股息這部分卻變動不大。選股，

老師：通常 REIT 能夠抗通膨，也就是他們租金也會隨之調整。但租約如果是放長的就有點慘，有些是長約但長約會隨著物價調整。

王旻：目前利率 2.6%，如果從這樣來看，REIT 發展空間多大？

老師：利率一提高，所有投資工具都會被影響，這是必然的。

老師：之前我們談到的常是股票市場、REIT 市場與不動產市場，在分類上面，除了分類比較，也要對風險取得一個關鍵核心。這對於決策判斷較有利。

桂霖：剛剛報告說 REIT 是屬於金字塔下方的低風險投資類型，因此想也賺不多，這是必然的。現在對於房地產市場的趨勢，還不知道能不能確定。如果就像浮游理論一樣，那麼首購者就是所謂的浮游，如果首購者不願去購買，那麼景氣自然就會不好。只是不知道現在首購者考量的趨勢為何。

甫學：現在看 REIT 的類型，列出那麼多的風險，但是不是風險溢酬也要相對反應。

老師：雖然列出很多風險，但風險也需要看發生的機率為何。

王旻：風險很多，但也應該可以分類，而有些風險似乎也無可避免的。

老師：能不能避免，會不會發生，那就是要看發生的機率了。

老師：投資人最後都有標的不動產的幾分之幾，因為大家並非是靠買賣不動產賺錢，並不是實質擁有不動產。而股市投資者通常在意的是股價的波動，但 REIT 相對而言不是，低風險低報酬在 REIT 是可以確定的，而 REIT 的問題也是介於股債之間。

佳甫：價格越高，收益率越低，如果投資人要做套利的話，應該要買很多才會有效果，所以投資客也不太會進來，而要是價格對保守型投資人來說，收益率還是相對低，那麼他們也不太會進場。

老師：大家來看看法人投資 REIT 情形如何？投資組合應該還是法人為主？

老師：其實看看法人在 REIT 間的買進賣出還滿有意思的，不知道在場有沒有人想做做這類型研究？

眾人：(笑…)

王旻：可以看到有幾個法人目前有大量賣出，但有賣就有買，似乎接手的都是散戶？

老師：就過去來說國泰大多是個人占六成，法人占三到四成，但現在應該是反過來了。

老師：剛剛問題是說，REIT 的風險和報酬好像並不太相稱，所以乏人問津？REIT 現在不熱門，以後呢？可以確定的是個人是想看報酬，法人注重的是風險。

王旻：不動產景氣不好，REIT 會好嗎？日本景氣不好推行 REIT 很好，但美國是景氣好 REIT 也好，台灣情況呢？

老師：可以知道，台灣前陣子不動產好，但 REIT 相對沒那麼好，那麼假設未來不動產下滑，REIT 會上來或是商用不動產之後會好嗎？期許大家對 REIT 應該可以多做點研究。