

房地產投資與決策分析第三次上課紀錄

時間：2008/10/13（一）14：10～17：00

主持人：張金鶚老師

地點：政大綜合院館南棟 270617

紀錄：羅雅怡

出席：陳佳甫、陳妍如、林佑儒、許淑媛、王姿尹、賴靖雯、邱信智、羅于婷、袁淑媚、侯蔚楚、彭竹君、王俊鈞、范清益、許經昌、徐偉琪、張曉慈、陳弘汝、曾祥珉、林君安、劉龍鵬。

【目錄】

- 一、 房地產投資分析第二章「房地產投資基本理念」 1
- 二、 房地產學術思潮論文集—第一章、不動產決策的演進 4
- 三、 Stephen Malpezzi and Susan M. Wachter, The Role of Speculation in Real Estate Cycle, Journal of Real Estate Literature, 2005, 143-164. 8

【上課內容摘要】

一、 房地產投資分析第二章「房地產投資基本理念」

老師：

這堂課希望理論（課程內容）與實務（實際案例）能有對話。
首先來看教科書第二章

※淑媛（泡麵）報告。（參見附錄 PP(1)）

老師：

這章很特別，在投資學的課一般可用一個學期來討論，今天拿到房地市場來，看有哪些觀念可以被運用。

房地產投資，這我一開始所強調，不是只有買進買出獲取利潤，重點在購買房地產背後，隱含消費與投資兩件事，換句話說，報酬不一定最高，但是效用最高，與傳統與報酬最大的觀念不同。

老師：

初級市場與次級市場區分的概念是什麼？放在傳統市場，初級市場指首要發行，次級市場指再交易市場；房地產上，就是預售屋、中古屋與新成屋的關係，上禮拜討論到預售屋與中古屋間的關係，因為期貨、選擇權的影響，故初級市場（預售屋）的價格高於中古屋市場，新成屋與中古屋理論上應該就沒有差別，我要先提醒這個。

初級市場與次級市場背後隱含量與價的關係。價量之間會相互影響，現在初級市場（建商售屋：預售屋、新成屋，假設都在建商手裡）的量與次級市場

(仲介市場)的量大概多少？

佑儒：

最近買中古屋的比例約 40%；買新成屋 40%；預售屋 15~20%；拍賣屋約 1~2%。

老師：

REITs 大部分都是次級市場的產品。房地產以次級市場佔主要市場，過去預售屋市場約 10~20%，拍賣屋市場非常很小，約 1~2%，當市場發生問題時，拍賣屋市場會增加；當景氣好的時候預售屋市場會增加，而其它市場的比例相對降低。新成屋與中古屋市場約一半一半，過去早期建商蓋的產品相對較多，但近年來仲介市場發達，故中古屋市場漸增。

因為這幾季對未來看壞，預售屋市場比例降低，改成新成屋來賣，或是預售不出去，變成新成屋形式來販售。在市場上多久 (duration)，也會影響價格。從這裡可以看出市場規模與價格的關係。

通常預售屋市場的價格影響新成屋的價格，有誘導性。個案才有行情，有宣示、帶動效果 (好幾百戶千戶，大規模易有比照效果)，各戶沒有行情，因各戶各不相同，委託仲介的賣主也不同，不較不會產生價格影響效果，這也是批判臺灣因為有預售屋市場，較易造成價格普遍偏高的原因。

老師：

房地產投機說法並不恰當，有無「再生產」才是問題的關鍵。投機者為價格發現者 (price finding)，不宜僅從社會主義的角度批判之。

老師：

p. 49 (表 2-1 預售屋、遠期交易、期貨及選擇權特性之比較分析)，避「險」條件指能瞭解未來，未來的風險可由現在可避免，「險」是指對未來的討論，故這些產品都有避險功能，如只有現貨沒有期貨，則無避險功能。

另，預售屋「實付價格」為何是未知？

泡麵：

預售屋是分期給付，以我家的經驗，容易在付款期間，因為產生其它問題，又需要在多付其它的經費。

老師：

這是其它問題，牽涉到建商不老實，基本上合約是確定的。

祥珉：

是不是預售屋合約的金額跟實際付款的金額不一定相同？客戶與建商購屋時，合約的金額 (如 1,000 萬) 跟實際付款 (如 900 萬)，因客戶還要授信貸款，故合約上的金額是不透明的，除了建商與付款人知道實際金額外，其它人不易知道。

老師：

遠期交易，合約是確定的，因為與建商簽不好的合約，這又是另一問題。

佳甫：

有違約風險。

老師：

這些產品（預售屋、遠期交易、期貨及選擇權）都有違約風險。

佳甫：

預售屋依工期給付，比起其它投資標的相對風險大。

老師：

已經很接近了，有沒有人可以再說的再精確一點。

淑媚：

工期不確定，影響結算。

老師：

工期不確定隱含到期日不確定，按工程進度付款，其它產品的到期日是確定的。

祥珉：

預售屋的買賣不是使用執照核發後，銀行才開始撥款，付款方式不是依照工期給付？

老師：

預售屋給付方式多以工期進度付款（受到天候等因素的影響程度），按日曆天的也有。大部分的合約交屋日都無法明確訂出，這又牽涉提前交屋與延後交屋會造成什麼影響。

祥珉：

以我們那邊的案子來說，銀行、客戶與建商簽約的內容都是：「使用執照拿到，抵押權設定後，銀行才開始撥款」。

老師：

使用執照拿到的時間也無法確定，時間就是金錢，到期日對期貨是很重要的。預售屋最大的弊端就是未如期交屋、未按圖施工，未如期交屋部分：景氣好時，可以趕工，景氣不好時，施工進度不斷遲延，曾有一篇論文在討論建造到使用執照的時間（duration）多長，與時間成本有關，因房地產大筆資金周轉，對時間很在意，討論熬夜趕工（工期掌握）與資金周轉那個划算。

老師：

所有的東西預期利潤大於需要利潤，就值得投資，心中的「需要利潤」如何

產生？想想這個問題，沒有一定的答案。

老師：

這一章比較關鍵的是「MVC（平均數與變異數準則）」，平均數代表報酬比較沒有爭議，另外以變異數代表風險則比較有爭議，變異數還是變異係數比較好？兩者有落差，整個來觀察則以變異數，個別來看，則以單位化的變異係數來看，但也有單位化的風險。兩者計算結果有時不太一致，須要特別注意。

老師：

另外的關鍵是「Portfolio（投資組合）」—相關係數（ ρ 值）的計算，p. 71（圖 2-8 各種 ρ 值之投資組合圖），假設在風險趨避的情況下， $\rho = 1$ ：A 漲 100%、B 漲 100%； $\rho = 0.5$ ：A 漲 100%、B 漲 50%； $\rho = -0.5$ ：A 漲 100%、B 跌 50%。

切點計算：一次倒函數。最小風險點，必須作投資組合。

房地產金額昂貴，過去的困境在於難投資組合，但現在開始有 Reits 或是合夥參與，以分散風險。

老師：

泡麵另外提到幾個問題，過去看房地產多著重「報酬」這一端，其實「風險」端相對更需要被重視，其原因在於不容易作分散風險，另房地產投資是長期（long-term）的，時間越長風險越高，時間月長不確定性越高，這邊提醒大家，風險估算的重要性。

如何衡量風險？價格的離散情況（變異數），如：景氣好壞、市中心與郊區。景氣討論報酬，不景氣時討論風險。

老師：

泡麵提到「房地產大漲小跌」，過去有個迷思：房地產只漲不跌，或是大漲小回，投資房地產準沒錯，誤以為只賺不賠，故形成 over-investment。

不過，事實上是「短期大漲、長期小回」，長期小回時間上的折現抵銷大漲，沒有產品在市場少有超額利潤，「房地產長久以來一定會賺」是有問題的！

二、 房地產學術思潮論文集—第一章、不動產決策的演進

※祥珉報告（參見附檔 PP(2)）

老師：

希望大家能看過論文資料。

國外的資料如何反映在國內的現象？背後的差異在哪裡？這篇在回顧這一百年不動產的長期發展。

第一個要說，決策是指什麼？可分為兩個部分：開發者（供給者）的決策，

另一為購屋者（home buyer、需求者、消費者）決策。從其它相關輔助產業的決策亦要考慮進去。決策的關鍵（key）是什麼？過去與未來的關鍵是什麼？演變是什麼？或者，這篇文章沒談論的什麼？

君安：

這篇是談論美國的部分。

老師提到不動產決策的優先順位，這篇有列出一張表，不知道作者是基於什麼資訊，提出每十年的關鍵問題？這也用這個表格回應老師的問題。

老師：

表格內容是很重要的，作者為實務家（建商），這是他從不同時間點的觀察，這篇文章沒有太多數據的證明，從個人經驗出發，都有其長短處。

美國的制度、系統相對臺灣比較健全完整，說不定我們二十年也會發展成這樣，例如證券化，美七〇年代蓬勃發展，我們則正要開始。社會科學有人實驗過，證實現象很難重複發生，但重要的是如何說明？關心現在與未來，不動產決策中哪些是關鍵是必須瞭解的，未來 2025 年，在座各位累積資金和經驗，是否已有足夠的知識 well prepare。

有沒有其它不同的評論呢？

經昌：

在報告中臺灣和美國的圖好像難以比較：美國部分為房地產價格，但臺灣則是景氣趨勢圖，我做過相關的研究，臺灣房地產價格好像不是如此的震盪。

老師：

這觀點蠻不錯的！價格與景氣是兩件事，景氣包含價量。這邊提到的景氣是比較廣泛的（board），如同總體景氣或是價格波動，含意不太相同。這是指市場環境或背景的變化。

回到剛剛，這章所提到的決策，從廠商或消費者的角度，決策的關鍵是什麼？

我不覺得，決策的關鍵不是只有 return，這篇文章其實沒有談得很清楚。臺灣與美國相異處在於臺灣土地貴，首先是購地決策：一旦決定購地大筆資金投入（沈入成本），如決策錯誤，養地時間成本如何計算？

接下來，市場分析下產品定位的問題，後續才是包裝、行銷、建商聲譽等。以消費者觀點，什麼才是好產品？這邊完全沒提到。房地產異質性強，絕對報酬難找到，但是可以找到「相對好產品」。什麼影響決策？決策是在財務分析、還是區位討論、產品定位（格局、坪數）？有哪些是核心？

祥珉：

我看這篇文章，兩個重要的決策點：一、資金來源：花了很多篇幅介紹；二、區位：指需求的改變（如市中心移往郊區、隨時間技術的改變，過去許多不能居住的地方，現在仍能作不動產的投資決策），故以不動產開發商的角度來看，先考慮資金來源，再考慮需求的改變。

老師：

這個評論很 fair，真正從事商業行為的可以知道資金是很重要的！臺灣這部分的募集管道（來源）相當有限（例如：從銀行貸款或是私募），與國外相較，不夠多元。

過去開發者對於財務資金運作較不熟悉，如能加入財務觀念，可以降低資金周轉的成本。

需求角度，我是完全支持的，房地產是需求與供給由構成。臺灣不動產很少作需求面的研究，故自認由供給決定需求，或者供給過渡信心，造成誤認消費者的想法，對於消費者的研究作得粗糙，與投資大量資金，兩者不成比例。美國在需求面的研究已被瞭解，故美國認為需求面是基礎，不認為其是關鍵，而相對臺灣正在發展的不動產市場，這些基礎的研究有無被落實呢？

回過頭來，什麼是決策的關鍵？

淑媚：

舉個開發的例子：南港一二期的開發，因為政府的介入，引進重要的公共建設（如捷運），意外的成功了，而現正進行南港三期土地的出售、出租，相較一二期比較辛苦，如同老師所說，因開發商的過份自信，對需求部分作形式上的調查，此案例可作為比較。

老師：

這是一個實際的案例，大家也可以再想想，開發個案的成功與失敗（過去與未來），尤其是現在的經濟大翻轉，過去幾年的豪宅風，未來豪宅會再出現嗎？美國平均價格為 30 萬美金，坪數與價格均往下掉，需求者的想法是什麼？

南港科技園區是個特別的例子，在臺北建立科學園區有需求量大（方便、人才匯集），容易成功（剛開始的複製容易成功，但總有最後一隻老鼠），在產品定位上，要作追隨者，還是區隔者？

從實際案例來看，過去到現在（尤其是未來），決策的關鍵是什麼？演變又是什麼？

經昌：

從需求者角度來看，與社會經濟情況連動性高，以臺灣為例，早期四五零年代，房子先求有；七八零年代，經濟好轉，房子求好；現在生活品質更好，求精（例如豪宅的出現），美國亦有此趨勢。未來追求節能減碳，豪宅的市場可能會逐漸縮減，未來十年二十年，坪數降低足夠住就好，也可以降低能源使用。但是開發中新興國家，可能會複製臺灣、美國的發展情形，還是會追求大坪數。

老師：

歷史發展的脈絡會產生不同的「產品」。

決策的關鍵，還有什麼其它的評論？「資訊」的發展在這篇文章也有蠻多討論，房地產一直有資訊不透明的困境，但現在透過各種技術（如 GIS）流通訊息和掌握訊息，決策的核心就是「資訊」，如何產生更多的資訊，要在資訊上下多少功課幫助我們下決策。決策過程中，主觀（感性、藝術）與客觀（理性）間的關係，過去認為是主觀的，但逐漸走向客觀，如何從決策過程中主觀客觀化？現應該加強決策過程中未被主觀化的研究。

清益：

現在房地產市場真的是買方市場嗎？

老師：

市場是由供給需求雙方共同決定，過去房地產決策中，因資訊不對稱，賣方的壟斷、力量遠大於需求者，隨著市場不斷的調整改變，需求者漸漸扮演更重要的角色。當市場走向合理，哪些東西會越被重視？從美國的經驗中，我們會覺得房地產市場買方應該多一點指導，消費者意識的抬頭在房地產市場中影響多少？消費者未被瞭解，如何能更貼近市場獲取利潤？我想需求方的瞭解是必要的。

佳甫：

需求者在臺灣房地產市場的弱勢，從現在誰是發言者可以觀察到（建商、仲介業者對政府的施壓），反觀消費者反而較被動的接受廠商提供的產品、價格與要求。

老師：

如何把需求者的力量產生出來？例如開發商業模型、建構網站（集體購屋），如何蒐集需求者的訊息和力量？如果從私人利益來看（不討論公共利益），現在市場的確是不對稱的，要怎麼打動人心、彌補這部分的不足，才有利可圖？

佳甫：

中古屋市場已經有這種趨勢出現，投資客會購買三房兩廳的房子以因應市場的需求。

老師：

我相信現在因網路、資訊的發達，這部分已經有些貢獻了，但從決策觀點來看，需求面的瞭解相對於其它的財貨還是有發展的空間。

清益：

老師您認為豪宅市場，買方的力量是否已經逐漸加強？如果供給者要因應每個需求者不同的需求，相對成本也會提高，定價也很高，沒有實際購買力也無法購買。

老師：

過去房地產市場有個迷思，談論價格而不討論「品質」。如何展現產品的核心價格？產品的獨特性在哪裡（價格競爭的背後隱含品質的差異）？如果不回到產品面討論，房地產還有很多進步的空間。

購買豪宅者，多不在意價格，在意產品的「品質」（獨特性）。

三、 Stephen Malpezzi and Susan M. Wachter, The Role of Speculation in Real Estate Cycle, Journal of Real Estate Literature, 2005, 143-164.

*君安報告（參見附檔PP(3)）

老師：

有什麼心得？

君安：

這篇文章的結論是只要提供「供給彈性大」的市場，就不用擔心投機問題。

老師：

這對認識臺灣的房地產有什麼幫助？

君安：

據我瞭解，臺灣房地產價格不穩定，是負面的投資環境，一般人認為是因為臺灣有太多投機客，才會造成臺灣房地產價格狂飆，根據這篇文章，這種說法是可以被打破，要考慮的是臺灣市場的供給彈性在某些環節出了問題。

老師：

所以你接受這個邏輯，在臺灣適用。

從這篇文章，放在臺灣有什麼想法？其它同學有無其它的評論？

俊鈞：

我懷疑臺灣房地產的供給彈性有可能很大嗎？土地供給有限，且臺灣有建蔽率與容積率的限制，蓋的總量有限，如果要建立一個彈性很大的市場，減少投機的影響，我覺得是有困難的。

君安：

我同意俊鈞的說法。不過供給不侷限於興建，從財政、政策都可以影響供給，例如：允許快速的建築（開放式建築）、技術改良（輕鋼構）。

老師：

說的更白一點，如農地釋出。另外，相對於國外，臺灣有預售制度，增加供給彈性。隱含著如何使市場的循環（cycle）不要過高與過低，或是使循環可以較趨緩穩定，建構好的投資環境。這篇文章主要在討論循環是怎麼一回

事。

弘汝：

這篇提到投機客是短進短出，真的有必要打擊投機客嗎？

老師：

從這篇的結論，是不用擔心投機客。

臺灣過去正常市場情況：首購 50%、換屋 30%、投資 20%；其中 10% 為短進短出（不使用就賣出）、10% 買進後長期持有（如出租），如果認為 10% 為市場的一小部分而忽略亦可，另約兩年前非正式調查，市場上約 30% ~ 40% 為短進短出，數據大小隱含對市場的影響程度。

如欲減少房地產變成投資財，使之成為消費財，透過制度或許可以防止。研究循環者或生產者（市場的掌握能力），多希望循環能穩定，避免暴漲暴跌。

姿尹：

土地投機是市場循環的原因還是結果？這篇文章只是說土地投機不是房地產循環的原因，但未提到是不是結果。

君安：

這篇文章的確未討論到這部分。

老師：

這與土地投機者佔市場的比例很大，有可能變成結果，背後隱含制度的問題，一個好的制度會使市場穩定，讀這些文章應該想想臺灣會如何？我認為這些不完全適用在臺灣，基本上，臺灣的供給彈性不那麼大，另外循環相對幅度小，上升時間短，下降時間長，相對市場沒有像美國一樣有效率。

經昌：

老師剛提到市場大小會影響彈性大小，政府立場是希望市場活絡與否？房地產市場是火車頭，市場活絡景氣佳，政府是希望房地產市場能穩定中能有一些波動？

老師：

這是一個有趣的觀點，到底市場要活絡到什麼程度？或是要活絡與否？例如：股票市場、REITs，市場不活絡資金沒有周轉。回到房地產市場，其包含投資與消費，回應剛剛的問題，相對不希望太活絡但又不希望是一灘死水，現在是太過渡的漲跌，應該多努力使之穩定。

另外，「預期」對市場波動的影響，資本利得背後隱含預期，預期是如何產生？如何避免過渡預期（造成過渡投資）或是 under-expectation？個人覺得還是要回到「資訊」，使預期能不過度（或 under）。

透過這篇可以瞭解市場循環的組成，教科書中會有章節討論到市場循環的形

成，這篇只是一個說法，特別是投機者扮演的角色。房地產循環是一定會出現的，差別在高與低、長與短，重點是如何透過循環避險？透過理論、文獻、國內外經驗，認知到房地產循環必然出現，且時間也不短。當我們在做不同經驗上的類比時，避免做出錯誤的判斷，這個主題是蠻有價值的。

淑媚：

臺灣與越南都有供給沒有彈性的現象，不當得利好像比較多，在一個有代理問題的政府制度下，對開發商而言套利時間較快，政府上下交相賊一起搶社會的錢，有什麼不好？

老師：

我們可以看到有幾個核心形成循環：一個是「彈性」，另一個是「制度」，開發中國家制度相對不健全，容易造成循環高與低，循環過渡震盪，進而造成國家資源錯置。房地產包含「消費」或「投資」，而房地產消費的比重較高（安身立命之用），所以房地產循環穩定是比較重要的。

老師：

希望文章事先看過，導讀的部份能找出關鍵，深度討論激發出火花，希望作業能反映出大家的想法。

【下課】