



盛世神州基金太原君泰·中央公园项目

神州会

专家视点
神州动态

本期导读

内部资料 仅限交流 2015年11月刊 总第十二期

巴曙松：中国架构超级金融监管的方向和可能路径

中国房地产行业的本质及未来十年分析

张民耕董事长获评为2015“中国房地产创新人物”

盛世神州基金再次荣登“2015年度中国最具实力房地产基金TOP10”榜单

中国规范化运作的房地产投资基金先行者

投资热线：010-8571-5939

www.grandchinafund.com



盛世神州投资基金管理（北京）股份有限公司

地址：北京市朝阳区朝阳北路237号复星国际中心1906室 邮编：100020 电话：010-5977-0808 传真：010-5977-0828

盛世神州基金西安子公司

地址：西安市未央区凤城一路6号利君V时代A座2604室

邮编：710016 电话：029-8618-1671 传真：029-8618-1671

盛世神州基金上海子公司

地址：上海市黄浦区淮海中路918号久事复兴大厦18楼F座

邮编：200020 电话：021-6415-5956 传真：021-6415-3582



盛世神州投资基金管理（北京）股份有限公司
GRAND CHINA INVESTMENT FUND MANAGEMENT CO., LTD.



在“资产荒”的年代， 做不良资产管理和全球化资产配置

作为中国房地产金融的新生力量，房地产投资基金还不是房地产金融的主角，房地产投资基金的投资方向，必须随中国经济金融形势，不断进行调整。

我们从经历“钱荒”年代，到又进入目前的“资产荒”的年代，仅仅用了两三年。中国的房地产基金企业就经历了从蓬勃兴起，咋做咋有理，到怎么做都有风险的发展瓶颈期。

在“资产荒”的年代，房地产基金做什么？怎么做？盛世神州基金的想法和做法是：因势利导，顺势而为，势在必行。

因势利导：“资产荒”在房地产金融领域的一个表现是大公司的公司债十分火爆，几乎所有大房企都成功发行了数以十亿计的公司债，由于此类资产十分抢手，大房企发债的利率低到仅高于国债。“资产荒”的实质是高收益、低风险的优质资产缺乏。与此

形成对比的是房地产金融领域里不良资产和疑似不良资产的大批涌现。一些省区的不良贷款规模已经突破亿元大关，上市银行年报披露的上半年房地产开发贷不良贷款余额250亿元，还有不少不良贷款没有完全披露。由此看来，将不良资产转化为优良资产，对于苦于优良资产缺乏的资金、对于苦于不良贷款涌现的金融机构、对于苦于还债压力的中小房企，都是因势利导的好事。对房地产方面的不良资产进行价值变现、价值提升、资产重组、资产并购，直至中小房企并购，显然是房地产基金可以大有作为的空间。债转股、债务重组、以资抵债、资产置换、企业重组、实物资产再投资，房地产基金可以以其对房地产不良资产或疑似不良资产的内在价值发现、生产流程掌握、市场风险控制和化解等方面的核心竞争力，为自己在不良资产管理方面，开发出一片天地。

顺势而为：中国房地产的深度调整，是一个去过剩产能、去过度杠杆的过程。以全球化的视野看，房地产资源配置的国际化，应该是中国房地产企业转移过剩产能的一个方向。风水轮流转，我们不可能逆来，但可以顺势而为。当中国房地产市场进入深度调整之时，美国房地产市场在经历了2008房地产金融危机后进入复苏和上升的快车道，欧洲和澳洲的房地产市场也在进入上行线。不失时机地进入美国、欧洲、澳洲的房地产市场，挖掘国际国内两种资源、开拓国际国内两个市场，显然是中国房地产基金行业一个可以大有作为的领域。房地产无国界，对于房地产企业和房地产投资人来说，都是资产配置的明智之选。所以，我们说：“走出去是为了引进来。谁能够把中国的‘新钱’，引入到美国（或国际）的房地产市场，谁就发现了一块新大陆；谁能够把世界各国的‘老钱’，引入到中国的房地产市场，谁就彻底赢了。房地产无国界，其实说的是房地产基金投资无国界。”

势在必行：在中国本轮房地产市场深度调整初露端倪的2014年，盛世神州基金就确定了“双轮驱动”的发展策略：在做大做强盛世神州人民币基金的前提下，努力开拓美国房地产市场。如今，这一策略得到了深化和提升。盛世神州基金要在国内“资产荒”的年代，进一步提升投资产品的质量即安全性与盈利性的统一，在不良资产管理方面：为大房企提供合作并购资源，为中小房企扶危解困，为金融机构化解不良或疑似不良贷款。盛世神州海外基金要为更大更大的房企和投资资金，在美国创造更多盈利更加安全的投资项目和投资途径。

张民耕

目录 Contents

卷首语

P01 在“资产荒”的年代，做不良资产管理和全球化资产配置

观点

P03 巴曙松：中国架构超级金融监管的方向和可能路径

宏观政策

P05 九银行获私募基金管理人资格 直投业务递进式松绑

行业资讯

P06 房企战略转型VS不转型，谁的风险更大？

P07 二胎新政对楼市影响有多大

P09 中国房地产行业的本质及未来十年分析

神州动态

P19 张民耕董事长应邀考察望京SOHO 3Q办公室

P19 张民耕董事长获评2015“中国房地产创新人物”

P20 《房地产大转型的互联网+路径》读书会成功举办

P21 张民耕董事长应邀出席第四届全球房地产金融峰会

P23 盛世神州基金再次荣登“2015年度中国最具实力房地产基金TOP10”榜单

P23 张民耕董事长出席2015年中国地产金融年会

媒体关注

P24 张民耕：房地产进入深度调整期 中小房企遇融资寒冬

项目信息

P25 亚龙湾壹号火爆认筹中

投资心得

P27 盛世神州基金：资产荒时代的海外征程

休闲空间

P30 秋冬养生——粥的养生之道



主办单位：神州会

承办单位：行政管理部

主 编：左 瑛

责任编辑：周晓竹

编 辑：韩 超



巴曙松：港交所首席中国经济学家；盛世神州基金顾问。先后被评为“中国基金业10年特别贡献奖”、“地方金融贡献奖”、“最有影响力独立董事”等奖励，因为研究成果突出，被世界经济论坛评为“2009年全球青年领袖奖”。

巴曙松：中国架构超级金融监管的方向和可能路径

（一）金融监管体制应该随市场风险结构而动态调整

全球金融市场在金融危机后，已经出现高度跨界、多元化经营的趋势，整合一体、密切协调的监管框架应是大势所趋。

现有的监管框架在应对不同金融产品间的“跨界风险传染”时，防范危机的能力已经非常低下，金融监管架构应跟随金融市场当前风险结构及来源构成而随之演变。

而当前中国的金融监管架构主要针对1997年亚洲金融危机时代的风险，旨在恢复金融秩序，强化不同领域监管专业性。

目前中国的金融分业监管体系上也存在一定的协调机制，2013年国务院批复的关于金融监管协调指示里面，要求一行三会定期沟通、交流。然而这种机制仅局限于“松散的定期交流、商量”，因而效果不彰。

2008年金融危机后，重新整合央行与不同领域监管机构的功能，发挥央行在应对金融危机中的主导作用，正成为主要发达经济体和一些新兴经济体金融监管体系改革的共同趋势，有的国家的改革已经取得明显成效，如捷克金融监管体制改革，具有一定参考价值。

二十世纪九十年代开始，捷克实行的分业监管模式，即由央行监管银行业，证券监管委员会监管证券行业，财政部监管保险业和养老金，信用合作社监管办公室监管信用合作社。

这种监管体制的缺陷在1997-1999年捷克金融危机中十分明显。捷克在2006年4月进行了金融监管改革，将金融监管机构职能统一集中到央行。这一新的监管框架在最近的全球金融危机中表现良好，总体上提升了金融体系预防、识别和抵御金融风险的能力。

在十三五银行业展望中，银监会也明

确提出，要更加注重金融的安全，同时注重协调合作。

协调合作有三个层次：一个是加强银行内部部门机构的协同，提升金融的服务质效。第二是加强监管机构和银行业金融机构的协同，加强沟通和信息交流，及时地提示风险。第三即为加强监管部门机构和职能部门间的协调，促进监管协同和信息共享，统一把握监管的标准和尺度，解决跨领域、跨行业、跨市场、跨区域风险监管的问题。

事实上，早在2013年国务院已经批复建立由央行牵头的金融监管协调部际联席会议制度，一行三会与外管局都为联席会议制度成员。2013年国务院批复的关于金融监管协调指示里面，要求一行三会定期沟通、交流。然而这种机制仅局限于“松散的定期交流、商量”，因而效果不彰。

金融危机爆发后，美国、英国、欧盟等国家或地区纷纷对金融监管体系进行改革。由传统的多头监管向双峰监管甚至是一元的综合监管发展，同时强化中央银行的监管职责，逐渐成为主流。

目前世界范围内，有三种监管模式可以供中国改革者参考。第一种是类似美国保持多头监管的模式，但同时在跨领域的产品和机构的连接部位成立金融稳定委员会，同时央行保持主导地位。

第二种模式是双峰模式，以澳大利亚为范例，该种模式由行为监管及机构监管组成。前者纠正金融不法行为，保护投资者利益，后者确保金融机构的稳健经营，防范系统风险。两者统筹协调、相辅相成。

第三种模式类似英国式的央行与监管机构全部整合的“超级机构”。货币政策

和监管行为全部整合在一起，有利于信息沟通和货币政策制定。同时在央行和监管机构之间设置防火墙，防止利益冲突和政策干扰。整合在一起，在应对危机的时候，货币政策的介入、救助功能的介入、最后贷款人功能的介入是稳定市场的一个定海神针。

任何的政策改革都不是非此即彼的，而是成本与收益的权衡。中国金融监管改革应该参照以上国际模式已经作出的探索，吸取经验，结合中国情况做出判断。

（二）离岸、在岸的互联互通应该成为人民币可兑换的重要形式

对于中国另一项重大的金融改革工程：资本账户开放和人民币国际化来说，离岸、在岸金融市场互联互通的模式将是一个理想的选项。

以沪港通为例，在该模式下，双方的监管机构能保持对资金流入、流出非常透明的监控，就像建立了一个透明的“空中廊桥”，资金往来看得非常清楚，整个交易资金流向是可以追踪的。

与此同时，互联互通制度的改革成本较低，降低了贸然开放资本账户带来的风险冲击。同时，原有各自的监管架构没有做大的调整，投资者还是按原来的方式交易，但也实现了开放的目的。

下一步要提供更多以人民币计价的多元化金融产品，比如债券、衍生品、商品等类似的载体，既干扰国内金融体系的稳定，又实现开放的目的。

来源：中国证券网



11月5日，江苏银行正式获得非法人私募投资基金管理人资格。这也是自今年6月11日监管层对此项业务开闸后，抢食私募领域蛋糕的第9家商业银行。

此前，已有光大银行(601818,股吧)、平安银行(000001,股吧)、浙商银行、广西北部湾银行、宁波银行(002142,股吧)、包商银行、南昌银行、民生银行(600016,股吧)依次获批。

九银行获私募基金管理人资格 直投业务递进式松绑

直投业务“递进式松绑”

目前获得私募投资基金管理人资格的9家银行，除了浙商银行外，其余8家都是以投资银行部或资产管理部等总行一级部门为获批主体，也因此获批的是“非法人资格”。最新的江苏银行获批主体是投行与资产管理总部。

商业银行综合化经营提速的当下，监管层营造政策风口的进程显然快于预期。大半年前，不少银行业资管或投行人士在讨论申请私募或公募的证券投资牌照时，预料的几乎都是资产管理部法人化，从银行分拆出去成为独立子公司。

受制于商业银行法，银行参与直投业务一直以来都是借道。一位不愿具名的股份行资产管理部人士告诉证券时报记者，“我们也在申请。之前银行直投业务路是堵死的，现在能借的道越来越多了。”他表示，从理财资金对接信托计划、券商资管计划、基金资管计划到参与对公募基金、阳光私募的配置，再放宽到通过有限合伙人(LP)的制度安排进入股权投资市场，银行资管参与资本市场的路径呈“递进式松绑”。

他把本次非法人私募投资基金管理人资格的批复，定义为“直投业务彻底松绑前的临门一脚”。

银行综合化经营提速

“有这项资质我们就可以发起设立合伙制基金，各种私募股权都能投了”，一位不愿具名的已获批私募牌照的银行资产管理部人士，并不掩饰自己的兴奋。

江苏银行微信公众号347字的“贺词”，是这家拟上市银行在缄默期对自身业务展望的唯一官方口径，也几乎囊括了9家同行尝鲜者的野心。

江苏银行表示，“获得非法人私募投资基金管理人资格，将使我行除银行理财产品外，获得第二个表外产品发行牌照。未来我行自主管理的项目可不再发行银行理财产品，转而发行有限合伙基金或在基金业协会备案的契约型私募基金，丰富了我行投行与资产管理的产品线，补足了商业银行无法进行直接股权投资的短板”。

可以预见，江苏银行今后将以管理人身份发行包括但不限于产业投资基金、创业投资基金、股权投资基金、证券投资基金

身份发行包括但不限于产业投资基金、创业投资基金、股权投资基金、证券投资基金等多种产品，这些产品是深耕对公客户股权融资、债权融资、夹层融资的新手段，将形成该行新的资产管理平台与利润增长点。

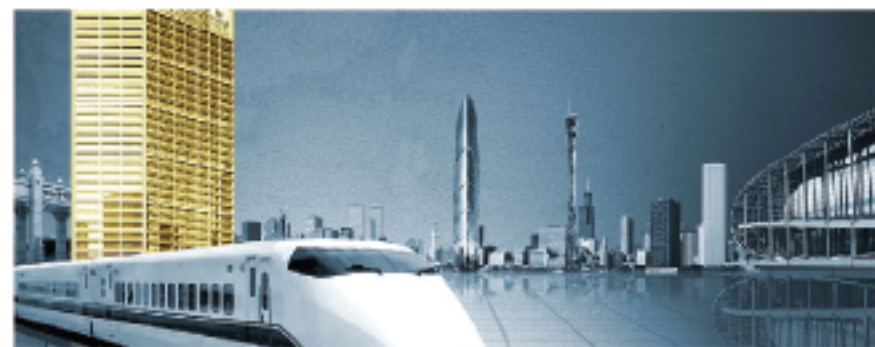
中国社会科学院金融所银行研究室主任曾刚表示，“这不仅顺应银行业综合化经营的趋势，也符合银监会鼓励银行发展投贷联动的要求。发展投行业务与资产管理业务对于银行在利率市场化下的经营非常重要，逐步放松银行直投业务限制这样的机制创新，条件已经比较成熟。不过现在监管层是选择部分银行做试点，还是已经准备推广到大范围，还真看不清楚”。

不论如何，银行与其他资管机构的通道合作显然冲击很大。曾刚和前述银行资产管理部人士都认为，以后银行与信托、私募在通道上的合作，肯定是锐减的。

来源：证券时报网



房企战略转型VS不转型，谁的风险更大？



房企的可持续发展关键还在于战略转型，不过从很多转型失败的例子看，房企战略转型要比不转型的风险更大一些。

房地产行业调整转型过程已经历了一段时期，从日前看，房企转型大致有三个方向。

首先，积极做大健康产业，很多房企积极并购医疗机构，这和过去单纯地做养老地产项目开发的思路是有区别的；其次，积极参股金融企业，为的是能够获取相对稀缺的金融牌照；第三，积极做互联网产业及参与文体等产业。

然而，处于转型期的房地产企业业绩并不尽如人意。数据显示，截至目前，在沪深两市公布半年报的房企合计50家，合计净利润仅为118.89亿，净利润率只有9.2%，这是上市房企平均净利润首次跌入个位数。

从近期房企公告可以发现，中小房企剥离地产业务的现象层出不穷。随着地产利润下滑，越来越多非专业房企将退出地产领域。在境外上市的大型房企，例如中国海外发展、碧桂园等也大多遇到净利润下滑的困扰。

数据显示，房企营收增加但利润同比下调，50家企业合计营收比2014年上半年

上涨了15.6%，但净利润合计在2015年上半年只有118.89亿元，相比2014年同期的136.7亿元下调的幅度达到了13%。有31家企业净利润率低于10%，2014年房企的平均净利润率为10%，在2013年净利润高达11.97%。

房地产行业已经进入中低利润行业范畴，从净利润看，有23家净利润下调。预期随着中小房企的集中公布半年报，平均净利润率可能会继续下调。

随着地产利润率的全盘下滑，多家上市房企已经开始着手转型，部分公司甚至打算全盘退出房地产行业。

近日，浙江广厦发布公告称，在未来三年内逐步退出房地产行业，进入有发展潜力和增长空间的新领域，实施产业转型。此前，莱茵路业也发布公告将莱茵路业变更为莱茵体育。同期剥离房地产业务，进行业务转型的还有多家公司。

大型房企的转型计划显得更“先人一步”，8月18日，绿地集团上市之际，绿地董事长、总裁张玉良表示，未来绿地除了实业+金融发展以外，还要把互联网结合起来，以“大基建、大金融、大消费”打造绿地的三个重点领域。

此前，万达、万科等大型房企先后试

水互联网，并涉足投资金融、智能家居等行业，恒大集团则进军“互联网+医疗”、恒大集团董事局主席许家印公开表示，恒大将进行多元化战略转型，利用品牌优势，进军农业、畜牧业，继恒大冰泉之后，恒大粮油、恒大婴幼儿奶粉等或即将面市。

从行业整体发展来看，房地产市场的销售难度在加大，虽然全国一二线市场回暖，但三四线依然处于调整过程中，以价换量在持续。

另外，尽管有房企销售业绩上升，但盈利水平却在收窄，是因为销售业绩的上升得益于政策层面的宽松效应，尤其是信贷政策的刺激效应，而盈利水平更多的是跟房企的经营能力和竞争力等因素有关，反映了房企在业绩增长的过程中，成本控制能力依然有缺陷。

值得注意的是，目前房企的融资成本持续增加，对于企业来说，对内对外融资的成本都吞噬了利润，且在土地竞争方面，房企在一、二线拿地艰难，过去依赖土地升值获得利润的发展模式难以维持。

总体来看，预计在利润下调的趋势下，将有越来越多的非专业房地产公司离开地产领域，而房地产的竞争也将越来越激烈。

尽管目前很多房企在加强成本控制以及提高周转速度方面取得了不错的成绩，但这两方面的发展终究会遇到瓶颈。房企的可持续发展关键还在于战略转型，不过从很多转型失败的例子看，房企战略转型要比不转型的风险更大一些。

来源：安邦集团

二胎新政对楼市影响有多大

全面二胎政策的颁布，可以提振楼市需求，同时还对楼市需求不足起到一定的延缓作用。不过二胎政策对楼市的促进作用到底有多大，目前无法给出确切的说法，还需进一步观察。



盛世神州基金投资的北京中昂·邑上原著项目

二胎政策利好楼市

全面二胎政策的颁布，对于提振楼市需求，延缓楼市增量房增速下滑会起到一定作用，此外对当前楼市去库存也有积极意义。

10月29日，十八届五中全会上正式宣布全面实施一对夫妇可生育两个孩子政策，具体内容：为促进人口均衡发展，坚持计划生育的基本国策，完善人口发展战略，全面实施一对夫妇可生育两个孩子政策，积极开展应对人口老龄化行动。

随着二胎的放开，新一轮人口红利的形成和中国潜在经济增速的提高，各类行业都将最终受益，房地产行业也不例外。就楼市发展整体趋势而言，当前楼市已经告别“黄金时代”进入下半场，正处于“白银时代”初期，人口红利对楼市影响明显减弱，因此二胎政策的出台，根本无法扭转当前楼市走势。但不可否认的是，

二胎政策对于提振楼市需求，延缓楼市增量房增速下滑会起到一定作用，对当前楼市去库存也有着积极意义。

从短期来看，二胎政策有望迅速释放购买力，使得改善型需求激增。数据表明，当前20~40岁年龄段组成的家庭，且不考虑新增结婚人口，当前总计约1.2亿户的城镇家庭，如果按照此前有关机构调查的生育意愿53.6%的比例来估算，将带来6400万个新增小孩；而按照人均30平方米的需求估算，产生的潜在需求为19.3亿平方米。业内人士估计，该年龄段家庭由于生育二胎而产生的购房需求，部分需求有望在短期内集中兑现。

从中长期来看，二胎政策带来的增量人口，将会给房地产市场带来持续的增量需求。同策咨询市场研究部预测，根据购房的人口结构，20~44岁的人口是买房的主力，大部分人在25~30岁的时候就会面

临首次买房置业需求。根据测算，如果全面放开二胎，那么在2050年，20~44岁的人口比例将比在不放开二胎的情况下增加4%，增加的人口规模将达到1.28亿人。这部分新增人口转化为购买力，仍然按照人均30平方米的需求估算，新增需求为38.4亿平方米，将使房地产行业直接受益。

具体效果有待检验

二胎政策对楼市的促进作用到底有多大，目前很难给出明确的说法。但可以肯定的是，一线城市以及部分吸纳能力较强的中心城市，二胎政策对当地房地产市场产生的利好影响会更大一些。



尽管全面放开二胎政策对房地产市场将会产生积极的推动作用，但是具体能产生多大的影响，仍取决于真实的生育意愿和实际增加的新生儿数量。从日前大中城市的情况来看，较高的生育成本已经大大降低了育龄妇女的生育意愿。因此，政策的实际效果还有待检验。

就一线城市而言，由于房价高企，以及生活成本居高不下，可能会降低生育二胎的意愿。购房成本太大，会使得部分居住面积原本不大的家庭，暂时放弃养育二胎的打算。以上海（楼盘）为例，在外环线以内，一套能够满足4口之家的三房，总价普遍超过400万元，即使该家庭拥有一套小面积住宅，但如果换购三房，至少需要另外投入150万元，这对普通工薪阶层来说，是一笔非常大的开支。此外，小孩出生之后，在教育等方面的投入也不小。本刊曾计算过，生养一个小孩，从怀孕到大学毕业，至少也要六七十万元。如果再考虑购房的数百万元开支以及通胀因素，开销要大得多。而在收入没有明显增加的情况下，很多家庭会对此进行权衡。由此可见，二胎政策到底能够转化多大的购买力，目前很难给出一个明确的判断。

而根据抽样调查结果显示，上海等一线城市家庭生育二胎的意愿并不高。中原地产的一份报告显示，目前上海进入婚育年龄的女性，有90%都符合双独或单独的政策，但是申请二孩的比例还不足5%，该比例远低于全国约5成生育意愿的比



盛世神州基金投资的美元四房 切尔西项目

例。此外，“单独二孩”政策实施有一年多的时间，但因二孩去置换房源的家庭很少，记者从上海链家了解到，因为生育二孩而置换房屋的家庭占比还不足10%。

但对于三四线城市而言，二胎政策刺激效果可能要大一些。中原地产研究部高级经理龚敏认为，三四线城市居民受传统生子情结影响大，如果第一胎为女孩，很可能还会再次生育。同时三四线城市生活成本低，也提高了生二胎的概率。

学区房将更加吃香

从微观层面来看，随着“二胎”政策的实施，楼市将会产生一些变化，如与儿童概念有关的房产将会变得更为吃香，以及楼市产品供应结构可能会发生调整。

家庭成员人数的增加，势必会导致住房需求的结构发生变化。同策咨询市场研究部总监张宏伟分析指出，生养二胎后，家庭结构发生变化，原来一家三口变为一家四口，同时，也需要父母或雇佣保姆一起来照顾家庭，这会导致住房需求结构发生变化。原来一家三口的居住需求一般为两房即可，二胎后，住房需求起码变为三房，甚至四房。因此，全面实施二胎政策后，生二胎的家庭改善住房状况成必然，

这对未来改善型住房项目来讲是利好，尤其是三房、四房将会成为二胎家庭的首要选择，这类户型产品会更受市场关注。

此外，学区房将更加吃香。有二胎计划的置业者会更多地考虑孩子的教育问题，教育资源丰富的地段和楼盘关注度会持续走高。对于生二胎的家庭，除了注重改善居住条件之外，周边学校的教育质量也会更受关注。因此，学区房仍然会继续受到生二胎家庭的关注，从而导致此类物业的市场需求“高烧不退”。在当前学区房价格居高不下的背景下，这类物业的价格有望持续走高。

二胎政策有可能会对市场供应结构发生改变，三居室可能会成为市场关注焦点。上海链家研究部总监陆骑麟认为，二胎政策的全面放开，对房地产市场而言将会形成一定的冲击，未来最热门的户型将会是三房户型。在沪上房价持续高位、其他生活成本也位居全国一线水平的情况下，未来也将促使开发商在房型的设计上再次出现转变，未来紧凑的三房户型的供应必将出现一定的增加。

来源：理财周刊

中国房地产行业的本质及未来十年分析

计划经济遗留下来的这一独特的制度，使得土地成为中国地方政府巨大且不断增值的信用来源。不同于西方国家抵押税收发行市政债券的做法，中国土地收益的本质，就是通过出售土地未来的增值（70年），为城市公共服务的一次性投资融资。

改革就是一系列选择。但真正改变历史的选择，当时并不一定看得清楚。“土地财政”就是如此。从诞生到形成，它并没有一个完整的设计，甚至“土地财政”这一名词，也是后来才想出来的。但正是这个未路不清、没人负责甚至没有严格定义的“土地财政”，前所未有地改变了中国城市的面貌，成为全球经济成功与问题的根源。

“土地财政”是否可以持续？是否还能改进？还是必须全盘放弃？乃是攸关国家命运的重大抉择。由于“土地财政”被“房价”、“腐败”、“泡沫”等敏感的社会话题所绑架，摒弃“土地财政”，几乎成为学界和舆论界一边倒的共识。本应客观、专业的学术讨论，演变成了指责“土地财政”的竞赛。

好的“学术”，不在于告诉人们众所周知的“常识”，而在于能解释众所不解的“反常”。“土地财政”之所以抗风而立、批而不倒，就在于具有着不为学术界所知的内在逻辑。“土地财政”背后的经济含义，远比我们大多数人知道的深刻、复杂。

本文试图以“信用”为主线，重新评价“土地财政”的功过，思考“土地财政”改变可能带来的风险，探讨改进“土地财政”的可行路径。

信用：城市化的催化剂

城市出现了几千年，有兴有衰，但为何到了近代却突然出现了不可逆转的“城市化”？绝大多数研究，都认为城市化是工业化的结果。这一表面化的解释妨碍了我们对城市化深层原因的认识。

城市的特征，就是能提供农村所没有的公共服务。城市不动产的价值，来源于所处区位；不同区位的价值，取决于公共服务的水平。公共服务是城市土地价值唯一来源。无论城墙，还是道路，或是引水工程，公共服务都需要大规模的一次性投资（FIXED COST）。但由于传统的资本获得方式，主要是通过剩余的积累，大型工程建设往往需要成年累月的建设。巨大的投资，限制了大型公共设施的建设，成为制约城市发展的主要障碍。

突破性的进步，来自于近代信用体系的创新。信用制度为大规模长周期的设备

和基础设施投资提供了可能。

信用制度的关键是如何获得“初始信用”。工业化和城市化的启动，都有赖于获得跨越原始资本的临界门槛。只有资本才能为资本作抵押。一旦原始资本（基础设施）积累完成，就会带来持续税收。这些税收可以再抵押、再投资，自我循环，加速积累。

城市化模式的选择，说到底，就是资本积累模式的选择。不同的原始资本积累方式，决定了不同的城市化模式。历史表明，完全靠内部积累，很难跨越最低的原始资本门槛。强行积累，则会引发大规模社会动乱。因此，早期资本主义的原始资本积累，很大程度上是靠外部掠夺完成的。几乎每一个发达国家，都可以追溯到其城市化早期阶段的“原罪”。

传统中国社会的差序格局中，基于熟

人社的民间借贷，只能是小规模和短周期的。近代中国被打开国门后，不仅没有积累下原始资本，反而成为列强积累原始资本的来源地。1949年后，中国重获完整的税收主权，但依靠掠夺实现原始资本积累的外部环境已不复存在。中国不得不转向计划经济模式。

所谓“计划经济”，原理上仍然是通过自我输血，强行完成原始资本积累的一种模式。在计划经济条件下，经济被分为农业和工业两大部类，国家通过工农业产品的剪刀差，不断将农业的积累转移到工业部门。依靠这种办法，中国建立起初步的工业基础，但却再也没有力量完成城市化的积累。超强的积累率，窒息了中国经济，使生产和消费无法实现有效地循环。改革前，中国城市化水平一直徘徊在百分之十几。

中国城市化的“最初的信用”

中国城市化模式的大突破，起始于上世纪80年代后期。当时，农业部门已经无力继续为中国的工业化提供积累。深圳、厦门等经济特区被迫尝试仿效香港，通过出让城市土地使用权，为基础设施建设融资。从此开创了一条以土地为信用基础，积累城市化原始资本的独特道路。这就是后来广受诟病的“土地财政”。

1994年的分税制改革，极大地压缩了地方政府的税收比例，但却将当时规模很小的土地收益划给了地方政府，从此奠定了地方政府走向“土地财政”的制度基

础。

随着1998年住房制度改革（“城市股票上市”）和2003年土地招拍挂（卖方决定市场）等一系列制度创新，“土地财政”不断完善。税收分成大减的地方政府不仅没有衰落，反而迅速暴富。急剧膨胀的“土地财政”，帮助政府以前所未有的速度积累起原始资本。城市基础设施不仅逐步还清欠账，甚至还有部分超前（高铁、机场、行政中心）。

的确，没有“土地财政”，今天中国经济的很多问题不会出现。但同样，也不



会有今天中国城市化的高速发展。中国城市成就背后的真正秘密，就是创造性地发展出一套将土地作为信用基础的制度——“土地财政”。可以说，没有这一伟大的制度创新，中国特色的城市化道路就是一句空话。

为何中国能走这条路？这是因为计划经济所建立的城市土地国有化和农村土地集体化，为政府垄断土地一级市场创造了条件。“土地财政”的作用，就是利用市场机制，将这笔隐匿的财富转化成为启动中国城市化的巨大资本。

“土地财政”并非中国专利。从建国至1862年近百年间，美国联邦政府依靠的也是“土地财政”。同土地私有化的老大陆不同，殖民者几乎无例外地从原住民手中掠得大片土地。当时美国联邦法律规定创始十三州的新拓展地和新加入州的境内土地，都由联邦政府所有、管理和支配。公共土地收入和关税，构成了联邦收入的最主要部分。土地出售收入占联邦政府收入最高年份达到48%。

对比中国土地财政，就可以想象当年美国的“土地财政”规模有多大。

2012年，中国国税收入11万亿元，如

土地财政的本质是融资而非收益

土地私有的城市，公共服务的任何改进，都要先以不动产升值的方式转移给土地所有者，然后政府通过税收体系，才能够将这些外溢的收益收回。

因此，税收财政的效率几乎完全依赖于与纳税人的博弈，交易成本极高。而在土地公有制的条件下，任何公共服务的改进，都会外溢到国有土地上。政府无需经由税收“过滤”，就可以直接从土地升值



盛世神州基金投资的美元四期 切尔西项目

果按土地收入占48%计算，就相当于5万亿，而2012年“土地财政”总收入只有不到3万亿。中国土地财政，就是从上世纪90年代初算起，迄今也不过20余年。

而美国从建国伊始，直到1862年《宅地法》（Homestead Act）规定土地免费

转让给新移民，联邦政府的“土地财政”才被地方政府的财产税所代替，前后持续近百年。所不同的是，美国“初始地权”的获得，靠的是对北美印第安人的屠杀和掠夺，而中国则是通过计划经济的制度设计。

中获得公共服务带来的好处。

相对于“征税”的方式，通过“出售升值土地”来回收公共服务，外溢漏失小、交易成本低。其积累效率如此之高，以至于城市政府不仅可以为基础设施融资，甚至还可以以补贴的方式，为有持续税收的项目融资。

计划经济遗留下来的这一独特的制度，使得土地成为中国地方政府巨大且不

断增值的信用来源。不同于西方国家抵押税收发行市政债券的做法，中国土地收益的本质，就是通过出售土地未来的增值（70年），为城市公共服务的一次性投资融资。如果把城市政府视作一个企业，那么西方国家城市是通过发行债券融资，中国城市则是通过发行的“股票”融资。

在中国，居民购买城市的不动产，相当于购买城市的“股票”。这就解释了为

什么中国的住宅有如此高的收益率——因为中国住宅的本质就是资本品，除了居住，还可以分红。不仅分享现在公共服务带来的租值，还可以分享未来新增服务带来的租值。

因此，中国的房价和外国的房价是完全不同的概念。在这个意义上，“土地财政”这个词，存在根本性的误导：土地收益是融资（股票），而不是财政收入（税收）。在政府的资产负债表上，土地收益属于“负债”，税收则属于“收益”。

对“土地财政”本质的认识，还有助于解释困惑经济学家的一个“反常”——为何中国经济高速增长，而股票市场却长期低迷不振。

如果你把城市土地市场视作股票市场的一部分，就会发现中国股票市场的增长速度和中国经济的增长速度完全一致，一

点也不反常。由于土地市场的融资效率远大于股票市场，因此，很多产业都会借助地方政府招商，变相通过土地市场融资。这也间接反驳了那些认为土地财政抑制了实体经济的指责。

土地财政相对税收财政的效率差异，虽然很难直接观察，但我们仍然可以通过一些数据间接比较。

近年来，中国M2持续高速增长，但并未引发经济学家所预期的超级通货膨胀。一个重要的原因，就是M2的规模是有实际需求支撑的。现在有一种流行的做法，就是拿M2和GDP作比较。2012年M2余额97.42万亿。2012年GDP约51万亿，M2与GDP的比例达190%。有人认为，M2/GDP数据逐年高企，说明资金效率和金融机构的效率较低。更有人担心通胀回归和房价反弹。

但实践表明M2和GDP并不存在严格的对应关系。1996年是个分水岭。从这一年开始M2超过GDP，但此后却长期保持了低通胀，甚至局部时期还出现通缩。而改革开放后几次大通胀都出现在此之前。

这是因为，合意的货币发行规模，取决于货币背后的信用而非GDP本身。如果说税收财政信用与GDP存在正相关关系，土地财政提供的信用与GDP的这种相关性就可能比同样GDP的税收财政成倍放大。

1998年住房制度改革虽然没有增加GDP，但却使“城市股票”得以正式“上市流通”，全社会的信用需求急速扩大。如果我们理解房价的本质是股价的话，就会知道，通货膨胀之所以没有如期而至甚至出现通缩，乃是因为房价上升导致社会信用膨胀得更快。



盛世神州基金投资的美元四期 切尔西项目

土地财政的本质是融资而非收益

虽然“土地财政”给中国经济带来了诸多好处，但同任何发展模式一样，“土地财政”模式也有其自身的重大问题。这些问题不解决好，很可能会给整个经济带来巨大的系统风险。其后果，不会小于税收财政曾经带来的“大萧条”、“金融风险”、“主权债务危机”。

首先一个问题，就是“土地财政”必定要将不动产变成投资品。政府打压房价的政策之所以屡屡失效，就是没有按照资本品的市场来管理住房市场。

“土地财政”的本质是融资，土地乃至住宅就必定是投资品。买汽车公司股票的人，并不是因为没有汽车。同样，买商品房（城市股票）的人，也并非因为没有住房。只要是土地财政，不动产就无可避免地会是一个资本品。无论怎样打压住房市场，只要其收益和流动性高于股票、黄金、储蓄、外汇等常规的资本渠道，资金就会继续流入不动产市场。

第二，拉大贫富差距。土地财政不仅给地方政府带来巨大财富，同时也给企业

和个人快速积累财富提供了通道。靠投资不动产在一代人之内完成数代人都不敢梦想的巨额财富积累，成为过去十年“中国梦”的最好注脚。

但与此同时，没有机会投资城市不动产的居民与早期投资不动产居民的贫富差距拉大。拥有不动产的居民，即使不努力，财富也会增加；而不拥有不动产的居民，即使拼命工作，拥有不动产的机会也会越来越渺茫。房地产锁定了不同社会阶层流动的渠道，造就了绝望的社会阶层。

第三，占用大量资源。如果说中国经济“不协调、不平衡、不可持续”，房地产市场首当其冲。同股票甚至贵金属不同，不动产为信用基础的融资模式，会超出实际需求制造大量只有信用价值却没有真实消费需求的“鬼楼”甚至“鬼城”。

为了生产这些信用，需要占用大量土地，消耗掉本应用于其他发展项目的宝贵资源。资本市场就像水库，可以极大地提高水资源的配置效率，灌溉更多的农田。但是，如果水库的规模过大并因此而淹没

了真正带来产出的农田，水库就会变为一项负资产。

第四，金融风险。既然土地财政的本质是融资，就不可避免地存在金融风险。股票市场上所有可能出现的风险，房地产市场上都会出现。2012年全国土地出让合同价款2.69万亿元，虽然低于2011年的3.15万亿元，与2010年的2.7万亿元基本持平。但这并不意味着土地融资在全资本市场上比重的缩小。

截至2012年底，全国84个重点城市处于抵押状态的土地面积为34.87万公顷，抵押贷款总额5.95万亿元，同比分别增长15.7%和23.2%。全年土地抵押面积净增4.72万公顷，抵押贷款净增1.12万亿元，远超土地出售收入的减少。这些土地抵押品的价值实际上都是通过房地产市场的价格来定价的。打压房价或许对坐拥高首付的银行住房贷款产生不了多少威胁，但对高达6万亿以土地为信用的抵押贷款却影响巨大。一旦房价暴跌，如此规模的抵押资产贬值将导致难以想象的金融海啸。



盛世神州基金投资的美元二期 休斯顿SMC资产包项目

没有准备的税制转型

鉴于“土地财政”带来的一系列严重问题，主流观点几乎一边倒地要求抛弃“土地财政”。谈论抛弃很容易，如何找到替代的融资？一个简单的答案，就是仿效发达国家，转向税收财政。

当年美国“土地财政”切换到“税收财政”，靠的是联邦政府放弃土地收益同时地方政府开征财产税。今天中国，土地在地方，税收在中央。如果仿效美国，中央政府就必须大规模让利给地方政府。现在，中央税收刚刚超过11万亿，要想靠退税弥补近3万亿的土地收入和占地方财政收入16.6%的1万亿的房地产相关税收几乎是不可能的（更不要说还有6万亿的土地抵押融资）。

如果国税不变，按照某些专家的建议，通过直接增加房产税等地方税种来补偿土地收入。那么，能否靠增税弥补放弃“土地财政”的损失？中国的税负水平并不低，增速远超GDP。2012年完成税收达到11万亿，同比增11.2%。在此基础

上，继续大规模加税的基础根本不存在。

在中国，“土地财政”的本质是“融资”，其替代者必定是另一种对等的信用。而要把税收变为足以匹敌土地的另一个信用基础，就必须突破一个重要的技术屏障——以间接税为主的税收体制。

数据显示，2011年，我国全部税收收入中来自流转税的收入占比为70%以上，而来自所得税和其他税种的收入合计占比不足30%。来自各类企业缴纳的税收收入占比更是高达92.06%，而来自居民缴纳的税收收入占比只有7.94%。如果再减去由企业代扣代缴的个人所得税，个人纳税不过占2%。去年个税起征点上调后，今年个人直缴的比例还会更低。这就是为什么税收高速增长，居民税负痛感却不敏感的重要原因。

任何一种改革，如果想成功，前提就是纳税人的负担不能恶化。1862年，美国的税改取消联邦土地收入，改征地方财产税，纳税人的负担没变，收入在不同政

府间切换。但在中国这样的税收结构下，就算是中央真的可以下决心减税，也不过是减少了企业的负担，减税并不能直接进入居民个人账户。因此，对居民个人而言，增加财产税就是支出净增加。

有人也许会质疑，难道应该让中国企业忍受如此高的税负？我们可以用另一个问题回答这个问题，为什么中国边际税率如此之高，全球投资还要蜂拥进入中国？答案是：“土地财政”。

借助土地的巨大融资能力，地方政府可以执行无人能敌的税收减免和地价补贴。其补贴规模之大，甚至使得如此高的税率都变得微不足道。也正是由于地方政府的补贴远大于税负的增长，中国企业才保持了相对竞争对手的优势。

同样的道理，中央政府之所以可以保持如此高的税收增长，很大程度上是仰仗地方政府更高的土地收益。没有“土地财政”的补贴，企业根本无法负担如此沉重的税收，中央政府的高税率就不可持续。



“土地财政”的升级与退出

中国未来几年最大的战略风险，就是在还没有替代方案之前，轻率抛弃“土地财政”。

没有一成不变的城市化模式。“土地财政”也是如此，不论它以前多成功，也不能保证其适用于所有发展阶段。指出直接税开征的风险，并非否定直接税的作用，而是要发挥不同模式在不同阶段的优劣。同时，当城市化进入新的发展阶段后，为不同模式的转换寻找可行的途径。

最优的城市化模式，就是根据不同的发展阶段、不同的空间区位，组合使用不同的模式。一旦原始资本积累完成，城市化进入稳定阶段，其历史角色就会逐步淡出并最后终结。不同模式过渡，没有简单的切换路径。必须经过复杂的制度设计和几代人的时间。

正确的改革策略应是：积小改为大改。把巨大的利益调整，分解到数十年的城市化进程中。要使每一次改革的对象，只占整个社会一小部分。随着城市化水平的提高，逐渐演变到直接税与间接税并重，乃至直接税为主的模式。成功的转换，是“无痛”的转换。时间越长、对象越分散，社会承受力就越强，改革也就越成功。

具体做法是，当把城市分为已完成城市化原始资本积累的存量部分和还没有完成的增量部分。在空间上、时间上把不同的利益主体区分开，分别制定政策，分阶段逐步过渡到更加可持续的税收模式：

1) 企事业单位和商业机构，可率先开始征收财产税；

2) 永久产权（如侨房、公房等），可以开征财产税；

3) 小产权房、城中村可以结合确权同时开征财产税；

4) 有期限的房地产业，70年到期后开征财产税同时转为永久产权；

5) 老城新增住宅拍卖时就规定要交缴财产税；

6) 老城区及附近新出让的项目可以缩短期限，如从70年减少到20年或30年，到期后，开征财产税；

7) 所有已经有完整产权的物业，需以公共利益为目的，才可以强制拆迁，物业均按市场价进行补偿；

8) 愿意自行改建的，在容积率不变且不恶化相邻权的条件下，允许自我更新；

9) 愿意集体改造的，自行与开发商谈判条件。个别政府鼓励的项目（如危旧房），可以容积率增加等方式予以奖励。

财产税可以有不同的名目，直接对应相关的公共服务。通过区别不同的政策对象，按照不同的阶段，将完成城市化的地区渐进式地过渡到可持续的“税收财政”，同时，建立与之相对应的，以监督财政收支为目的社区组织。

城市新区部分则应维持高效率的“土地财政”积累模式。但维持，并不是意味着无需改变。其中，最要紧的，就是必须



尽快将住房分为投资和消费两个独立的市场。现在的房地产政策之所以效率低下，一个很重要的原因，就是我们希望用一个政策同时达成“防止房地产泡沫”和“满足消费需求”两个目标。要想摆脱房地产政策的被动局面，就必须将投资市场和消费市场分开，并在不同的市场分别达成不同的经济目标——在投资市场，防止泡沫破裂；在消费市场上，确保居者有其屋。

市场区分后，就可以组合利用价格和数量两个杠杆，使政策的“精度”大幅提高。在投资市场上（商品房），控制数量（比如，将供地规模同其空置率挂钩）放开价格，避免不动产价值暴跌触发的系统性危机；在消费市场上（保障房），控制价格增加数量，满足新市民进入城市的基本消费需求。

在这里需要特别指出的是，“土地财政”下，中国货币的信用“锚”就是土地。在某种意义上，人民币是“土地本位”货币。中国之所以没有产生超级通货膨胀，关键在于人民币的信用基石——“土地”——的价值和流动性屹立不倒。一旦房价暴跌，土地就会贬值，信用就会崩溃，泛滥的流动性就会决堤而出。

“人的城市化”

真正用来满足需求并成为经济稳定之锚的，是保障房供给。这部分供给应当尽可能的大。理想的状态，就是要做到新加坡式的“广覆盖”。所谓“广覆盖”就是除了有房者外，所有居民都可以以成本价获得首套小户型住宅。只要不能做到“广覆盖”，保障房就会加剧而不是减少社会不满，“寻租”行为就会诱发大规模腐败。

而要做到“广覆盖”，首先必须解决的问题就是资金。中国金融系统总体而言，资金非常充沛，关键是如何设计出足够的信用将其贷出来。目前的保障房不能进入市场。这种模式决定了保障房无法像商品房那样利用土地抵押融资。依靠财政有限的信用，必定难以满足大规模建设的巨额资金需求。

如何既能与商品房市场区隔，又可以进入市场流通以便于融资？一个简单的方法就是“先租后售”——“先租”目的是与现有商品房市场区隔；“后售”则是为了解决保障房建设融资。举例而言：假设50平方米保障房的全成本是20万元（土地成本2000元/平方米，建安成本2000元/平方米）。一个打工者租房支出大约500元/月，夫妻两人每年就是1.2万元，10年就是12万元，15年就是18万元。届时只需补上差额，就可获得完整产权。

这个假设的例子里，各地的具体数字可能不同，但理论上讲，只要还款年限足够长，辅之以政府补助和公积金（可分别



盛世神州基金投资的美元二期 休斯顿SMC资产包项目

用来贴息和政府物业费），即使从事收入最低的职业，夫妻两人也完全有能力购买一套完整产权的住宅。

由于住房最终可以上市，因此土地（及附着其上的保障房），就可以成为极其安全有效的抵押品。通过发行“资产担保债券”（COVERED BONDS）等金融工具，利用社保(3.11万亿元)、养老金(1.92万亿元)、公积金(2万亿)等沉淀资金获得低息贷款，只需政府少许投入（贴息），就可以一举解决“全覆盖”式保障房的融资问题。

“先租后售”模式，看似解决的是住房问题，实际上却意味着“土地财政”的升级。

这一模式同以往的“土地财政”一个重要的不同，就是以往“土地财政”是通过补贴地价来直接补贴企业，而“先租后售”保障房制度，则是通过补贴劳动力间

接补贴企业。2008年以后，制约企业发展的最大瓶颈已经不是企业，而是劳动力。新加坡和香港的对比表明，住房成本可以显著影响本地的劳动力成本，进而增强本土企业的市场竞争力。

“土地财政”另一个后果，就是“空间的城市化”并没有带来“人的城市化”——城市到处是空置的豪宅，农民工却依然在城乡间流动。现在很多研究都把矛头指向户口，似乎取消户籍政策就可以一夜之间消灭城乡间的差距。取消户籍制度，如果不涉及其背后的公共服务和社会福利，等于什么也没做；如果所有人自动享受公共服务和社会福利，那就没有一个城市可以负担得起。

户籍制度无法取消与“土地财政”密切相关。由于没有直接的纳税人，城市无法甄别谁有权利享受城市的公共服务，只好以户籍这种笨拙但有效的办法来限定

公共服务供给的范围。要想取消户籍制度，就必须改间接税为直接税。而改变税制，就必须面对前文所述的制度风险。

但就算能够用财产征税取代户籍，也还是解决不了农民转变为市民的问题——今天因为缺少财产而拥有不了户籍的非城市人口，明天也一样会因为缺少财产而无法成为合格的纳税人。因此，研究怎样让农民可以获得持续增值的不动产，远比研究如何取消户籍来得更有意义。

“先租后售”的保障房制度，使得户籍制度变得无关紧要。它为非农人口获得城市资产和市民身份，直接打开了一条正规渠道——新市民只需居住满一定时间，就可以通过购买保障房，成为城市的正式市民。



盛世神州基金投资的西安开元第一城项目效果图

“人的城市化”

现在的财政界，有一种普遍的看法，认为中国现行的税制结构，已经到了非调整不可的地步。理由是间接税使每一个购买者都成为了无差别的纳税人，无法像直接税那样，通过累进使高收入者承担更多的税负来调节贫富差距。

但现实中，真正导致贫富差距的深层原因，是有没有不动产。不动产成为划分有产阶级和无产阶级的主要分水岭——有房者，资产随价格上升，自动分享社会财富；无房者，所有积累都随房价上升缩水。房价上升越快，两者财富差异就越

差异就越大。财产不均是因，收入不均果。用税收手段只能调节贫富的结果；用不动产手段才能调节贫富的原因。

要缩小社会财富差距，最主要的手段，不是税收转移和二次分配，而是要让大部分公民能够从一开始就有机会均等地获得不动产。“土地财政”向有产者转移财富的功能，是当前贫富差距加大的“罪魁祸首”，但通过“先租后售”，这一功能马上就可以变为缩小贫富差距的有力工具。

“现代人”的特征，就是拥有信用。

土地财政通过“先租后售”保障房，帮助家庭快速完成原始资本积累，为劳动力资本的城市化创造了前提。由于保障房的市价溢价远远高于其成本，因此，保障房房改就相当于以兑现期权的方式给所有家庭注资。

家庭的经济学本质乃是从事“劳动力再生产”的小微企业。将土地资本大规模注入家庭，可以快速构筑社会的个人信用，使经济从国家信用基础拓展到个人信用基础。保障房“广覆盖”，为城市化的高速发展提供了一个巨大的社会稳定器。

它在利益急速变化的发展阶段，极大地增加整个社会的稳定性，扩大执政党的社会基础。

“先租后售”保障房可以显著地提高配置家庭效率。国外的实践表明，同储蓄形态的养老金相比，住宅更加容易保值、

增值。高流动性的住宅可以在家庭层次将社保和养老金资本化。

“先租后售”保障房对中国经济的意义，乃是借助“土地财政”作为融资工具为启动大规模保障房建设并将住房转化为城市化的人口原始资本，从而为城市化

完成后转向税收财政创造条件。1998年房改的成功，推动了中国近十年的快速增长。保障房在规模上远超当年的房改（甚至美国的《宅地法》），可以预见，这一改革一旦成功，中国经济至少还可以高速增长20年。



盛世神州基金投资的三亚亚龙湾项目效果图

结束语

近代以来，中国一直都在模仿、追赶，鲜有能真正称得上“有中国特色”的制度创新。而“土地财政”就是这样一个伟大的制度创新，其经济学意义远比大多数人的理解来得深刻、复杂。

“土地财政”只是一种金融工具。工具本身无所谓好坏，关键是如何使用。“土地财政”之所以广受诟病，并非“土地财政”出了问题，而是如何使用“土地财政”出了问题。随着城市化阶段的演进，“土地财政”用来解决的问题也应当及时改变。

从更长远的发展阶段看，我们今天所担心的问题，很可能会随着原始资本积累阶段的完成而自动消失。

中国城市化最快的城市之一深圳，税收收入占到政府收入的93%以上，来自土地的收益已经微不足道。但深圳经济并未为无地可卖而“不可持续”——由于已经完成了原始资本积累，深圳土地财政已经悄然退出。深圳的实践表明，我们根本无需为长大后不治自愈的“病”吃药。

来源：第一财经日报



盛世神州基金投资的三亚亚龙湾项目效果图

张民耕董事长应邀考察望京SOHO 3Q办公室



2015年8月25日下午，张董出访望京SOHO3Q办公室，在SOHO中国董事长潘石屹的陪同下，同易小迪、王功权等客人一起参观了望京SOHO3Q所驻的办公企业，听取了望京SOHO3Q负责人对公司商业模式的介绍，并对望京SOHO整楼设施进行了参观。



张董一行首先参观了SOHO3Q所在的办公企业，如王功权工作室、小鱼在线、机器人公司等互联网初创或孵化企业，以及养殖花卉到家、理发到家服务等创新型初创企业。听取了各企业负责人的讲解，并同他们进行了沟通。

随后张董一行参观了望京SOHO的配电和机房等设施，并来到项目顶层，参观了顶层设计，并对周边景观进行了观看。完成参观后，张董和潘石屹、易小迪、王功权就当前的房地产行业形势，以及近期的经济形势进行了交流，表达了各自对当前形势的看法。

行政部 供稿



《房地产大转型的互联网+路径》读书会成功举办

2015年9月5日，由盛世神州基金、华本机构、佰仕会联合主办、全国房地产投资基金联盟协办的“房地产大转型的互联网+路径”大型读书会成功举办。盛世神州基金董事长张民耕、优客工场创始人毛大庆、《房地产大转型的互联网+路径》作者杨现领、优客逸家创始人刘翔、链家高级副总裁陶红兵、吉屋网创始人潘国栋、扎根网创始人王青松等地产及互联网行业80余位嘉宾出席了本次活动。

张民耕董事长获评为2015“中国房地产创新人物”



2015年9月11-12日，第三届中国房地产创新模式大会在北京召开。本届大会以“感恩、创新、引领”为主题，分享中

国房地产及相关产业最新创新案例与新商业模式，发挥对创新企业与创新项目的孵化与加速平台作用，让创新不再难。

本届大会组委会从行业代表性、创新性、实战性、专业性等方面综合评审，提名了100位创新企业家，经过第二轮评审，最终确定了20位企业家获

2015年“中国房地产创新人物”，张民耕董事长因带领盛世神州基金探索房地产金融化发展新趋势的同时，不断推动房地产基金在中国房地产行业的转型，荣获此项殊荣。

同时，在9月11的大会中，张董分享了盛世神州美元基金的发展经验，以数据说明美国房地产资产配置需求呈井喷式增长，并已成为全球趋势，盛世神州美元基金已形成了积极稳妥的盈利模式。最后，张董向与会者表达了“努力实现全球化资产配置，抱团进军美国房地产市场”的愿景与合作期望。

行政部 供稿

对于本书，张董在读书会上表达了以下观感：

未来十年，我国房地产行业由短缺市场向相对过剩市场过渡，增量市场向存量市场过渡，新房交易主导向二手房交易主导过渡，已经是不争的事实和必然的趋势。房地产行业的经营内容和经营模式，也将完成从“生产-销售”主导向“经营-管理”主导转型。这是中国房地产行业面临的彻底转型，处身于这个行业之中的房地产企业和从业人员，如何积极响应这个转型，决定着企业和从业人员的兴衰成败。

互联网的出现，特别是移动互联网的出现，使得房地产行业由批量化、标准化

的生产-销售模式，向个性化、定制化的经营-服务模式转型成为可能。在这个大转型中，谁能够率先掌握互联网（特别是移动互联网）工具，谁能够率先向市场提供个性化、定制化的房地产产品和服务，谁就能够占据市场的优势地位。从这个意义上说，“互联网+”是房地产转型的路径。

房地产行业的“互联网+”路径，本身也有赖于房地产数据生态链的形成。盛世神州海外基金在美国的投资实践，深刻感受到美国房地产数据生态链对于美国房地产市场生态的基础地位。没有多渠道的

数据来源，没有全面的数据内容，没有标准化的数据管理，没有及时的数据更新，没有立体的数据展示，就没有房地产的数据生态链，房地产的“互联网+”路径也就没有坚实的基础，也就没有核心竞争力。

源自美国的“互联网+”路径，将极大地改变中国房地产的交易和消费模式；但是中国房地产的大转型，还有赖于学习借鉴更多更重要的美国经验、美国路径，在房地产生产、销售、管理、投资、金融服务方面“+互联网”。

行政部 供稿

张民耕董事长应邀出席第四届全球房地产金融峰会

2015年11月1日，由第一财经旗下成员机构金砖传媒倾力打造，中国房地产业协会、亚太房地产业协会联合主办的地产圈盛会——2015金砖论坛暨第四届全球房地产金融峰会在上海盛大开幕。盛世神州基金董事长张民耕先生应邀出席。张董在“产业升级转型下的金融升级”对话中，认为：房地产行业的互联网+过程中，不太可能实现轻资产。



张民耕董事长的论坛发言实录：

“用互联网做轻资产可能不靠谱，因为房地产太重了，通过互联网不太可能轻资产。”张民耕认为，房地产转型有几个现象：一是开发商做基金了，通过基金模式来做房地产开发，具有资本金收益率高，风险分散，让社会共享房地产开发利润的好处。二是做开发的搞经营了，做物业和全产业链的管理。三是国内的开发商跑到国外去了。反过来有许多非房地产行业的人，已经进入了房地产行业了，转型是很激烈的。

在这里我对房地产金融领域的几件大事和进展的方面做一个注脚。我们经常会碰到房地产企业质疑这个行业还有没有信心，这个市场还没有挖掘余地的问题。今年房地产金融出现积极向上的好的现象，根本原因的是中国房地产远远没有到枯竭，远远没有到要去支柱化的角度。其实这次房地产深度调整有一个现象，就是新房开发的主体地位渐渐被二手房交易取代了，这是一个趋势。这一趋势并不意味着中国的房地产这棵树已经枯竭了，其实意味着一个新的生命周期的开始。



盛世神州基金投资的无锡捷运二期项目图



盛世神州基金投资的东方邦信·永泽五里项目图



盛世神州基金投资的西安保亿康基中心项目图

从房地产发展史的角度获得的两个数据，一个是美国房地产百年，以芝加哥房地产为例，还有一个是香港房地产百年。美国二手房交易取代新房交易的时间是在60年代初期，特别巧的是香港也在这时出现了转变。但是距现在大概60年的时间，美国房地产总值增长了一百倍。这说明房地产市场是很重要的投资项目。香港这六十年房地产单价增长了一百倍，究其原因有两个，一是社会财富的积累，这六十年

是全球社会财富急剧积累的时期。二是通货膨胀，房地产作为资产必然会随着社会财富的增长和通货膨胀提高它的价值。

从这个角度看中国的房地产如果去主体化、去支柱化，受到这个影响说房地产无所作为是不对的，中国房地产有非常长远的发展前景。问题是中国房地产分化问题，一个是企业之间的分化特别厉害，中国的前一百强，去年是37%的市场占有率，今年很可能到51%。作为房地产基金

和谁合作，怎么合作？我们的策略是第一要和大企业合作，第二和具有核心竞争力，在细分市场上具有竞争优势的这些企业合作。如果是这样的话，房地产金融还是有很多机会的。

随着市场的推进，以前房地产开发商开放的上市或者贷款的墙也会被冲破，一旦冲破以后经营性物业本身的价值和管理都会成为今后房地产基金操作的方向。

行政部 供稿

盛世神州基金再次荣登 “2015年度中国最具实力房地产基金TOP10”榜单



2015年11月1日，由第一财经《中国房地产金融》、上海房地产协会、亚太房地产协会联合主办的“2015金砖论坛——第四届全球房地产金融峰会在上海浦东丽思卡尔顿酒店举行，来自政府、银行、证券、基金等300家金融机构参会。

论坛主办方在《2015金砖价值排行榜》颁奖晚宴上发布了“2015年度中国最佳风控财富管理机构”、“2015年度中国最佳稳健发展财富管理机构”、“2015年度地产基金TOP10”等奖项。盛世神州基金凭借国际化的战略眼光，在大力发展人民币基金的基础上，加速对海外扩张，凭借着新模式和新业态的金融创新思维，继2013年、2014年连续两年获评“年度最具实力房地产基金TOP10”后，今年再次荣登“2015年度中国最具实力房地产基金TOP10”榜单。

行政部 供稿

张民耕董事长出席2015年中国地产金融年会

2015年10月20日，由《地产》杂志主办的第十一届中国地产金融年会在北京举办。本届地产金融年会从地产金融趋势入手，结合案例，分析了地产及金融方面的热点话题。张民耕董事长应邀出席本次会议，并作了《与美元共舞，在美国用美元做房地产投资基金》的主题演讲。

在演讲中，张董表示，“双轮驱动”

是盛世神州基金应对国际国内市场形势的基本策略，盛世神州美元基金是双轮驱动的重要一翼。同时指出：在相当长时期内，美元将是最强势货币，美元利率继续接近历史最低水平，美国房地产市场仍是全球投资首选市场；对冲国内经济调整和汇率波动，高净值人群强烈需求全球资产配置，增持美国房地产金融和实物资产的

需求呈井喷式发展；美元房地产投资基金的出现，能够降低投资门槛，提高收益，控制风险，进一步促进和满足国内富裕人群的投资需求。最后，张董表达了与各方合作，抱团打天下，共同抓住美国房地产市场最好时机的愿望。

行政部 供稿



张民耕：房地产进入深度调整期 中小房企遇融资寒冬

10月29日，由长富汇银基金管理公司与金融界网站共同举办的“变革·突围·共赢”——2015金融领袖高峰论坛在北京国贸大酒店盛大开幕了，500位银行、券商、信托、保险、基金、地产等行业精英参加论坛。



盛世神州基金投资的美元二期 休斯顿SMC资产包项目。

在论坛中，弘毅投资有限公司董事总经理鲍毅斌先生，铁狮门董事总经理高世斌先生，盛世神州投资基金管理（北京）股份有限公司董事长张民耕先生，中融资本投资管理有限公司CEO王宇涛先生，北京国投汇成创业投资管理有限公司总经理盛军先生，长汇财富管理有限公司总裁蒋文婷女士，参加了主题为“地产行业阵痛转型 新生市场谁主沉浮”的圆桌讨论。

盛世神州投资基金管理（北京）股份有限公司董事长张民耕认为，中国房地产整个市场进入了深度调整，而这个深度调整恐怕三五年内不会结束。从几个标准来看，一个是中小房地产商现在日子非常难过，融资困难，得到产出尤其是利润覆盖不了资金成本，这样慢慢侵蚀了自有资金。2014年前100强企业占据了中国市场份额百分之三十几，今年地产行业开始大规模的并购，中小企业被并购或者不玩了，退出这个市场的企业不少。

来源：金融界



150平户型

亚龙湾壹号火爆认筹中 海外买家讲究的好货，国人却忽略了？

当约瑟夫·兰德和妻子打算购买一套新房时，他的华裔妻子坚称，房子的楼梯不能对着大门，因为在中国的风水学里，这种设计会使家里的所有运气从大门溜走。兰德本人也是房地产公司的管理合伙人，在强调了解中国买家文化偏好、特别是风水的重要性时，他经常跟人们讲起这个故事。

风水学发源于中国，是一门有着上千年历史的古老哲学，人们将它用在房屋建造和城市规划上，以打造一个天人和谐的环境，改善“气场”的流动，使房屋的主人受益。运用五行生克原理，使一栋房屋、一个场所或一座城市实现和谐的平衡。



小船入户

高门大宅，藏风聚气

亚龙湾壹号的家门，有着一道全石材的高门，家门正中篆刻着主人的姓氏。全石材的高门意味着稳固，合适的朝向和方位可以为业主带来第一重的“藏风聚气”。

五行相宜，布局讲究

亚龙湾壹号的建筑布局讲究含藏地脉， “园中园”式园林呈现不露锋芒的高明，布局讲究，种植相宜，营造出层层叠叠、错落有致的感觉。

豁然空间，富足宜人

从气势宏伟的门廊到挑高客厅，从全能型主卧到大气奢华的观景露台，从延景入宅的庭院到超大面宽的家庭厅。

亚龙湾壹号的建筑设计符合行气纳贵的居住风水理论，能为居住者带来开阔富足的贵气。

前不久，亚龙湾壹号不吝重金请来玄学风水大师易博士—邓方翔先生，为业主讲述风水对家庭的重要性。易博士亲身来到亚龙湾壹号现场，集合五行要素的建筑设计得到了易博士的肯定，随后易博士还为现场业主一对一修宅安家。

上海项目部 供稿



120平户型



180平户型

盛世神州基金：资产荒时代的海外征程

从2008年金融危机到2012年龙歆及其成员成立盛世神州美元基金“抄底美国”的开始，在到龙歆管理的盛世神州美元基金已经在美国完成了16个投资项目，收购和开发的用于出租的集合住宅超过4000套，总资产规模超过5亿美元。龙歆及其团队做了什么，帮助中国的高净值家族从投资中国转型为投资美国地产？



盛世神州基金投资的美元二期 休斯顿SMC资产包项目

2008年8月，美国房贷两大巨头——房利美和房地美股价暴跌，持有“两房”债券的金融机构大面积亏损。这一事件意味着潜伏已久的美国“次贷危机”彻底爆发。此后，各国经济体被不停地裹挟着，最终形成世界型的金融危机。

到2012年，这场“龙卷风”留下的残局才渐渐恢复一丝生机，而投资人仍然心有余悸。整个美国房地产界都弥漫着投资信心崩溃、大众消费低迷的沮丧气氛。

同年，盛世神州基金开启了盛世神州美元基金投资美国房地产市场的征程，龙歆出任盛世神州美元基金总经理。

截至目前，盛世神州美元基金已经在美国完成了16个投资项目，收购和开发的用于出租的集合住宅超过4000套，总资产规模超过5亿美元。盛世神州房地产投资基金是中国第一家在发改委备案的房地产基金，也是在中国基金业协会最早获得注册的房地产私募基金之一，目前其人民币

管理规模超过100亿元人民币。

龙歆认为基金的优势在于：1.开发+租赁的合理投资方案，保持了高收益率的同时也满足了现金流的稳定流入；2.基金满足了中国富裕人群海外资产配置的需求，专户管理（大额投资人专有）的方式让投资人掌握主动权；3.为高净值人士服务的思路将第一代投资人的投资需求和第二代投资人的成长需求紧密结合起来，形成难以替代的服务特色。

在国内经济下行的风险越来越大的今天，很多传统行业已经失去了造血功能。各类投资收益都在下滑，“资产荒”的现象越来越明显。相比之下，美国房地产市场公开透明、收益稳定的吸引力立刻凸显出来了。“在美国加息和美元升值的大背景下，可能明年光汇率就能有10%的收益。”龙歆说。优秀的回报率和流动性不仅吸引原有的创始股东增资，更有亨瑞集团、东方伟业、盛昌华远等新的投资方

参与。

据龙歆介绍，盛世神州美元基金预将在接下来几个月内完成约10亿美元的房地产投资或开发。到明年初，盛世神州美元基金的资产管理规模将超过15亿美元。

盛世神州基金的地产业美元基金专户就是基于这种庞大而旺盛的需求延展出来的投资顾问服务。某位专户客户在挑选项目时，仅仅依据自己喜欢的地点和样式，在数十个备选项目中挑中了旧金山的两个公寓开发项目和纽约上西区一个公寓开发项目。不过龙歆在仔细比较之后，建议客户砍掉了旧金山的一个项目，其交易结构过



于复杂；欲掉纽约项目，因客户的股份只占49%，主导权在对方开发商手里，很难保证对方在房地产下行周期内不会做出不利于客户自己经济利益的决策。另外，他还建议可以从一个项目中抽出1千万美元投资出租型公寓，不仅能获得较长期的收益，还能持续获得现金流量。这样即使遇到“寒冬”也不必过于紧张。最后，这位客户完全采纳了龙款意见。“我会百分之百站在用户的角度，帮用户挑最安全，风险收益最适当的投资产品，我可以真正告诉他，这个项目的风险在哪，投还是别投。”龙款表示，他从不会因为哪个项目基金的后收益高就推荐给客户哪个项目。

龙款也特别在意合作伙伴的选择。他很少挑那些大型的上市公司，而是挑那些在项目当地深耕多年、有背景有优势的家族开发商。他认为那些上市机构资金条件太标准化与基金形成不了互动，而机构负责人也属于单纯的“尽职尽责”职业关系。而那些当地历史悠久的家族企业则不



盛世神州美元基金四期切尔西项目图

一样，他们能和合作者之间充分互动。目前盛世神州美元基金的合作者中包括洛克菲勒、CROW等老牌家族企业也有像DEL SHAH一样的家庭办公室。

这些家族能够和中国客户形成良性的互动；国内很多企业家的后代都有海外留学的背景。当第二代投资人回国后，往往发现自己的价值观、处事方法等都和国内

有较大差别，无法完全融入国内的环境。再加上这几年国内的经济环境也在改变，因此这些二代们接班的难度很大。在这种情况下，很多第一代的企业家们不再指望儿女们接国内的班，而是改为在美国等地配置一部分资产，让他们在自己熟悉环境里施展拳脚。由于盛世神州美元基金和美国的众多知名家族有合作，其客户的子女就有机会接触同样优秀的美国家族的成员，参加他们的聚会、滑雪以及商务活动等等。对于国内的一些高净值家族来说，这也是一项很重要的附加值。

“盛世神州美元基金的使命，是帮助中国的高净值家族从投资中国转型为投资美国，同时完成代际传承，实现基业长青。”龙款说。

源自《私募明星》，有修改



盛世神州美元基金四期切尔西项目图

秋冬养生

粥

香于酯乳腻于茶
一味和融润齿牙



南瓜粥 清火养胃健脾 现在的南瓜正是营养最佳的时候，南瓜粥现在也是当前应季最适合市民秋补的粥类。南瓜粥属于温性粥，与皮蛋瘦肉粥等凉性的粥类相比，温和的南瓜粥则更容易适宜秋季人体胃肠湿补的需要。

从中医角度看，南瓜粥中性偏温，常喝南瓜粥有补中益气、清热解毒的功效，还能平喘、消肿，因为南瓜味甘，秋季天气干燥，许多人会出现不同程度的嘴唇干裂、鼻腔流血及皮肤燥湿等症状。中医认为，秋燥与体内津液不足及肺阳虚有关，南瓜粥具有清火养胃健脾之功效，把它与一些生津养阴润肺的食物共同煮食服用，对于改善秋燥症状大有裨益。

白木耳粥 益气补肺 梗米250克，白木耳15克，加水适量，共煮成粥。白木耳是秋季滋阴、润肺、生津的滋补佳品。白木耳粥具有润肺止咳、益气补肾的作用。适用于阴虚内热燥咳、气阴两虚等。

黑芝麻粥 滋润五脏 黑芝麻洗净晒干，炒熟研细，每次取25克，投入以100克梗米煮至将熟的粥内，加蜂蜜1匙，熬至粥稠食用。黑芝麻具有润肠通便、益五脏、壮筋骨的作用。此粥能滋养五脏，润燥通便，适用于肝肾不足、虚风眩晕、风痹、痿痹、大便燥结、病后虚羸、须发早白、妇女产后乳少等。

菊花粥 清火去燥 菊花30克，梗米100克，先将菊花煎汤，取汁加米煮成粥。菊花粥具有散风热、清肝火、明眼目等作用，适用于秋季风热型感冒、心烦咽燥、目赤肿痛等病症，对心血管疾病也具有较好的防治作用。

苹果粥 生津润肺 苹果500克，西米、白糖各100克，加水适量，共煮成粥。苹果粥具有生津、润肺、除烦、解暑、健胃等作用，适用于气力不足、反胃、消化不良、肠炎痢疾、大便干结、高血压等。

胡萝卜粥 补中安五脏 胡萝卜150克，去皮，清洗干净，切成碎末，同大米100克共煮成粥。中医认为，胡萝卜性味甘、平，具有下气利胸膈、补中安五脏的作用，此粥适用于便秘、肠胃不适、饱闷气胀、消化不良等。

