

**主题：汉谟金融讲坛□金融危局下的土地金融制度突破**

**时间：2010年12月26日**

**地点：中国人民大学公共管理学院四楼报告厅**

【主持人】(刘壮成):各位老师,各位同学,各位领导,汉谟金融讲坛第二讲今天在人民大学正式开始。今天我们请到了人民大学土地制度和政策研究中心的主任叶教授,叶教授现在还在飞机上,一会儿从机场能够及时赶到给我们做演讲。另外我们也请到了国土资源部政策法规司的王司长,大家欢迎。王司长应该说是我们国家对土地政策最有权威的官员了,对我们国内现在的土地政策和对比国外的一些土地制度给我们做一个充分的讲解。另外我们也请到了人民大学对房地产信托资金现在做主题研究的博士后吴春岐先生。我们还请到了人民大学财政金融学院教授,也是中投信托有限责任公司的独立董事陈忠阳先生。我们作为主办方之一汉谟资产管理公司的董事长郭钧先生也参加了。

土地问题应该说是我们现在在中国的经济当中占有非常重要的分量的问题,因为现在大家都知道房价一直在上涨,其中很重要的因素就是土地,土地的价格在国内也有很多相关的法律做的一个限制,这方面对国家经济的走向会是什么影响,政策法规是什么?这是我们今天论坛的主题。下面我们先请吴春岐吴博士把他的专业研究,房地产信托资金这个方向给我们做一个介绍。大家欢迎。

【吴春岐】:尊敬的各位嘉宾,各位老师,各位同学,下午好。今天非常有幸到这儿和大家做一个介绍和交流,也有这个机会来向大家学习。我今天介绍的题目是房地产投资信托基金的发展意义与法律问题。这个题目我想介绍一下相关的背景和来源及后面讲的内容。在座的专业人士知道,在我们国家2010年4月份新政之后对银行,对房地产企业的信贷进行

了大幅的收缩，这样造成了房地产企业对资金来源出现了非常大的需求，但是得不到缓解，这样出现了房地产金融这个非常期待解决的一个问题，这是一个背景。

第二个背景，在次贷危机发生之后，就是 08 年之后在全球金融危机情况下，08 年国务院出台了金融国九条，里面提了房地产投资信托基金，后来接着发出了金融国三十条，09 年下半年央行召集相关部门进行了相关的试点工作，成员包括发改委、财政部等十一个部委。按照这个计划 09 年 9 月份上报国务院的有些相关的试点的一些政策，后来也选择了上海、北京和天津推出一个进行试点。原来实际上在这种机制之下，当时大家期望可能 REITs 会很快的推出，但是中间又忽然发生了 09 年的房地产的暴涨。所以现在关于 REITs 的推出时间表和原来的预期又有所变化。原来我读博士时是研究房地产法和不动产登记相关内容，当时在相关国务院几个部委研究 REITs 相关政策，我是作为法律方面参加了一些讨论，中间也做了一些思考和研究，所以今天很多内容是当时参加会议的想法和一些内容的梳理。

第三个背景，就是基于以上问题，今年春天叶老师领衔，土地管理系组织了一个团队，申报了建设部的一个 2010 年的软科学课题，题目就是房地产投资信托运作模式与配套政策及法律法规研究，我今天研究的好多内容也是这个研究的阶段成果。我原来准备的一个题目，包括会议日程是房地产金融之未来与变革——房地产投资信托基金，准备相对比较全面的介绍房地产信托基金的运作方式，法律制度，后来觉得时间比较紧张，所以后来我就把这个题目改成现在这个题目，叫房地产投资信托基金的发展意义，主要从宏观上讲它的发展意义。另外一个，我原来的博士，硕士，包括后来研究方向一直是法学的，关于物权法，房地产法和土地管理法。所以今天研究的重点放在了房地产投资信托基金的相关法律问题。这是几个相关的背景需要给大家做一个说明的。

我想先谈谈成熟房地产业的循环定律。通过我们研究，发现在发达地区房地产业有一个比较成熟的定律，就是成熟的房地产市场应该包括三个循环，一个循环就是以房地产开发商

为核心的开发循环。第二个是房地产投资管理公司或者房地产信托投资基金为核心的房地产投资循环。第三个是以按揭抵押债券为核心的资产证券化循环。就我们国家目前情况，我们国家房地产业用了二十年时间构造了第一个小循环，就是以房地产开发商为核心的开发循环，另外两个循环正在萌芽和开始之中。

我们讲第一个循环完成的，现在进入第二个循环，第二个循环我们提出说中国房地产公司实际在未来五到十年面临的最大的机会就是第二个商业循环，所以这个如果完成第二个循环的，那么很多以这种项目开发为主的房地产公司就会完成一个战略转型，这么三个方面，第一个从房地产开发向房地产投资管理转型，第二个从物业驱动向资本驱动转型，从经营项目到企业经营转型。

在房地产投资这个小循环中放投资信托是一个核心的概念和环节。房地产信托投资基金实际上是以发行收益凭证的方式汇集多数投资人的资金，由专门投资机构进行投资、经营、管理、并将投资综合收益按比例分配给投资人的一种信托基金制度。从本质上讲，REITs 是一种信托投资基金，它通过组合投资和专家理财实现了大众化投资，满足了中小投资人将大额投资转化为小额投资的需求，并在一定条件下可以免交企业所得税。同时，REITs 又类似于一个产业公司，它通过对现存房地产的获取和经营来获利，在不改变产权的前提下提高房地产资产的流动性。

从国外的背景来看，像美国、澳大利亚、香港等发达国家和地区房地产投资信托基金得到了很大的发展。1960 年美国推出第一只 REITs，现在全球 22 个国家推出 REITs 产品并有 4 个国家正在进行相关 REITs 的立法。1990 年全球的 REITs 的市值是 70 亿美元，2002 年以后增长尤其迅猛，到 09 年 9 月 REITs 全球的市值已经超过 6050 亿美元。其中美国是全球发展 REITs 最早也是最成熟的市场，它的 REITs 的市值是三千亿美元，其次是澳大利亚，它发行了 64 只 REITs，市值达到 780 亿美元，其次是法国，市值达 730 亿美元。我们国家

也一直在呼唤，但是迟迟还没有出现真正意义上的 REITs。

我后来跟大家简单的介绍一下发展房地产投资信托的意义。这个在业界人士有共识的，但是可能在行政机关，在政府的监管部门，在我们业界之外的其他的学界对这个问题还有不同的看法，但是我们很肯定的认为有这么三个意义，第一个，是发展 REITs 是有利于房地产的健康发展。这个地方实际上有些不同的误解，认为房地产投资基金会不会助长房地产暴涨？实际上，房地产信托投资基金和其他的投资有很大的区别。第一个区别，就是投资人的收益大部分来源于什么呢？来源于房地产的租金收入，比较稳定的租金收入。第二个 REITs 购买房地产要拥有一定的期限，是禁止频繁买卖的。实际上房地产信托投资基金对房地产市场相反确实有一个稳定的作用。另外它会解决一个融资的问题。而且现在事实也往这个方向来走，就是我们国家这种投资与商业地产的 REITs 现在我们国家是很谨慎的，所以原来虽然有些想法，包括业界的研究，包括原来的央行和证监会有些预案，但是因为房地产市场的一些特殊情况现在没有出台投资于商业地产的 REITs。但是现在据世界相关部门的信息，天津可能会获批第一只 REITs。但是 REITs 它面向什么呢？主要面向廉租房。就是 REITs 购买的房地产是廉租房。上海也可能会有一只，它是面向经济适用房。它实际为廉租房和经济适用房融资解决中低收入家庭住房问题解决资金来源问题。

第二个有利于丰富基金品种，完善金融市场的体系。基金品种在我们国家在起草投资经济法的时候曾经最早的时候政策投资基金，实业投资基金各种基金都在内，但是后来仅仅用于证券投资基金，到目前为止除了这个其他产业的投资基金是没有的。所以如果我们房地产投资信托基金能够真正的出现，而且在社会上能够发行的话，是为我们的基金增加一个品种。

第三个，刚才讲的是融资，另一个从投资者来讲，是可以为投资者提供低风险的投资办理。这个是相对于证券投资基金，这个投资于股票，股票的波动大家都知道是非常大的，但是房地产信托投资基金是低风险稳定收益的一个产品。为什么呢？房地产信托基金是投资于

房地产，投资于商业地产和一定的物业，它一方面有这个房地产，然后一方面可以享受房地产的升值，另外一个它主要着眼于稳定的租金收益。所以它随着房地产市场的发展，它会有一个增值。另外一个它有一个租金的收益。所以即使房地产下跌，因为有物业在这个地方，还有租金，所以它的损失应该相对其他证券投资基金小很多。所以这个对追求低风险的来投资。所以我们认为真正仔细研究的话，会发现 REITs 这个产品对整个国家的金融品种的丰富，对于投资者，对于国家相关部门廉租房，经济适用房的融资都会起到非常正面的作用。

我现在主要讲一下我国发展房地产投资信托基金的已有法律法规基础。今天在座的有一些业界人士，我们作为信托公司，信托公司实际对法律的重视我不知道大家在座的是和经营怎么来摆这个位置？我想法律它是一个防火墙，如果经营搞得再好，如果法律有很大风险的时候，有时候很多财富是毁之一旦的。我跟很多房地产信托基金老板交流的时候，我说你们做的风险非常大。虽然我们很多信托管理办法也有，但是我们知道我们国家是没有信托登记办法，虽然信托法里有一个信托登记办法，要求信托合同要件必须是登记才能生效。但是我们国家信托登记办法一直没有出来，所以很多信托合同，虽然我们国家控制的比较规范的没有出现问题，但是一旦出现问题法律风险非常大。虽然我们按照信托基本规则说，你的信托公司是受托人，你有信托的权益。但是我们现在没有登记，这样这就没有法律保障的。所以我认为我们信托产品，今年我们国家信托规模已经达到了一万亿，发展非常之快，市场需求非常之大，现在一些地方的最基本的法律基础还是没有的，这对整个社会，整个行业是非常大的风险。当然我们国家通过很多行政手段，通过其他的管理手段一定程度上缓解了这个问题，但是这个风险始终是存在的。所以我认为 REITs 产品推出之前我们必须注重法律制度的建设，只有法律制度建设好了，这个产品才能比较平稳而且高效的向前发展。概括而言，我国关于信托业的基本法律框架已经初步建立了起来，这就为 REITs 在我国的下一步发展奠定了前期基础。相关法律法规主要包括：信托法领域：《信托法》，《信托公司管理办法》等。

证券法领域：《证券法》，《证券投资基金法》。不动产法领域：《土地管理法》，《房地产管理法》，《土地管理法实施条例》，《房地产管理法实施条例》。

下面一个我们发展房地产投资信托基金的法律障碍。首先来看看来自信托法领域的障碍。信托法领域首先信托法里面有一个关于信托投资融资规模的限制。现在信托做的都是机构大资金，现在还是主要面向中小投资者，就是给投资者一个安全的产品，大投资可以，但是中小投资者说最低是五万，还有一个上限是二百份，实际上这个问题不解决的话，我觉得信托投资基金无法真正去发行的。第二个，关于信托凭证流通的限制。第三个，信托产品宣传的限制。

另外从证券法领域来看，实际上也存在着两个障碍，第一个，关于证券品种的限制。第二个，证券发行形式的限制。另外来自配套法律法规的障碍。第一个，相关税收体系的不健全。第二个，信托登记的缺位。这是一个非常致命的问题，我们国家对登记问题原来觉得是技术问题，我的博士论文做的不动产登记问题，后来我们通过了物权法，实际上不动产登记是很重要的问题，不然的话这个实施就是空中楼阁。

以上是前面讲的缺陷，后面就是相对应的完善的问题，这个实际上是相对应的，时间关系我不再一一讲，第一个就是取消信托规模的限制，不要二百份，最低五万的限制。第二个，关于信托凭证的流通和信托产品的宣传要取消。扩充证券的种类。还有就是税法、信托登记等配套法律法规的完善。就是制定使用于 REITs 的专门税收优惠变化，第二个制定出台信托管理办法。

还有一个就是风险防范和救济的法律制度。我们讲经营是讲怎么赚钱，讲法律是首先防范在经营当中出现风险，当然有时候事与愿违，出现风险，出现风险怎么办？所以要救济。第一个方面，我们规定 REITs 必须将大部分应拿税收入以分红的形式配给股东，由此方可享受相关的税收优惠。第二个，对 REITs 的投资领域和借贷比例必须予以规定，规定不得参与

早期的房地产开发项目，防范运作风险。第三个，明确 REITs 上市的具体要求，以及对应的信息披露机制。第四个，明确各类信托投资主体在投资运行过程中各种违规操作的所应承担的法律责任，通过对义务性规则的细化来防患于未然。

最后，我来谈一下我国房地产信托投资基金的立法建议和进程。立法建议实际上刚才基于我们那些问题，基于我们存在的缺陷，基于完善的方向提出立法建议。实际上刚才讲的那个问题，由于时间关系我仅仅是讲了这种证券投资基金内部的相关的缺陷和问题，实际上证券投资基金还有一个外部的问题，比如房地产信托投资基金这个相关的法律法规和我们国家的《公司法》，《破产法》，《商业银行法》，《担保法》，《合同法》，《证券法》和《民法通则》等这些还有一个外部冲突，这个外部冲突是天然的。也同房地产投资信托基金交易结构的严谨性与有效性相悖。

从立法成本的节约、REITs 在中国的发展经历、客观上 REITs 跨越多个部门法来看，应该借鉴美国资本市场相关立法，为房地产投资信托制定专项法，确定信托投资主体发起人、受托人、托管人等相关主体之间的权利义务，对于本国或地区 REITs 所采取的组织形式、产品的交易结构、投资管理资产的方式和范围、负债比率交易流通安排与信息披露等进行详细规定。

立法进程，实际上刚才我已经讲了，这里有一个国务院从 08 年有一个国九条，09 年有一个相关的试点，然后实际上现在有一个大家公开的信息，大家也都知道，中国人民银行已经起草了一个银行间债券市场房地产信托收益券发行管理办法，这个办法实际上是第二次征求意见了，另外证监会制定的偏股型的，那个办法证监会迟迟没有拿出来。所以现在立法进程有一个办法已经出来了，另外一个办法正在制定当中，另外房地产的投资信托这个基金法，我觉得这两方面出来以后会提上议事日程。我们也祝愿或者大家努力希望房地产投资信托基金法早日出台，为我们的行业发展提供更好的动力。谢谢大家。

【主持人】(刘壮成): 中国 REITs 还没有推出, 中国的房地产在没有 REITs 情况下已经蓬勃发展了, 发展成现在的情况, 这个时候, 对 REITs 在中国怎么突破确实有些纠结的问题, 在已经有的房地产的问题上, 我觉得现在政策比较有探讨余地的就是土地制度的突破。土地制度的突破我们今天请到了王守智, 王司长。王司长对这方面, 是国家在这方面专门的管理部门。下面我们有请王司长来为我们土地制度的突破来做演讲。大家欢迎。

【王守智】: 大家下午好。第一次参加这个论坛, 但是我感觉这个论坛的专业性非常强, 在金融危局下的土地金融制度突破, 一个特定的范畴。但是我想参加这个论坛交流, 对于完善土地制度非常有意义。我主要讲三个内容, 按照题目来讲就是城市化与农村集体土地制度改革。我主要谈三点, 第一点谈一谈我们国家土地管理面临的形势。第二个谈一谈在金融危机形势下的土地管理制度。第三个就是谈一谈关于相关的一些改革的一些问题。

首先谈一谈关于我们国家土地面临的形势。在当前形势下我们国家土地经过了世界金融危机, 中国的经济快速发展, 在稳定经济, 保持平稳发展方面确实是做出了惊人的, 也是在上世界上举目可看的成效。现在整个国家的土地管理形势在当前应该始终没有改变它所面临的形势, 主要三个方面, 一个就是我们国家始终没有改变土地资源不足的局面。作为土地资源方面我们国家人多、地少, 城镇化、工业化对土地的需求, 要求应该是强劲增长, 在供需方面矛盾非常突出, 现在总体来看基本还是处在一个供应不足, 需求量大。再一个, 开发方面对土地粗放利用状态没有改变, 就是资源消耗过大的形势。第二个, 我们国家国土资源管理所面临的主要任务, 仍然还是面临着双重的任务, 我们叫双保, 一方面保障国家经济快速平稳发展, 另一方面保护我们资源, 因为资源不足的形势。我们国家处在一个当前, 就是这次中央这次看见我们国家新的时期, 在“十二五”期间我们国家仍处于重要的战略发展机遇期。也就是说在世界经济走低, 面临危机还没有改变的状态下, 我们国家经济还保持着非常快的

发展，而且获得了非常好的发展机遇期。同时我们中央所定的任务，还是要在新的时期里边怎么样既要保证发展，又要转变经济增长方式。我们国家的城镇化、工业化也处在一个高速发展的时期，所以作为国土资源管理的任务，一，就是要保障经济的快速发展。这个包括国家一些重点建设需要所使用的土地。比如说像国家重点工程建设用地，城镇化发展的用地，农村基础设施用地，还有民生用地，都属于重点保障的。像民生用地，像保障性住房用地等。同时还有保护资源的问题，这个我们重点在土地方面是要保耕地，保障我们 18 亿亩，这条红线不能减少。我们国家面临的主要土地管理主要的任务，就是耕地的保护问题。所以这个在世界各国土地管理制度上都是独一无二的。因为我们国家人多、地少，我们全国现在 13 亿元以后人口计算，现在 18 亿亩人均耕地才有 1.38 亩，有些地区像北京、天津、浙江、广东这些地区不足 0.8 亩。世界平均耕地是 3.3 亩，像美国的耕地是 8.8 亩，俄国耕地平均是 12.8 亩，澳大利亚达到 36 亩，法国人均耕地 4.6 亩。按照这样一种形势，我们国家实际上土地的耕地保护问题不仅是经济问题，更重要的是一个政治问题。美国人讲，说耕地多少跟粮食生产多少没有关系，因为它的耕地总量大，它可以修耕，可以农耕，粮食需求量也没有那么高。我们国家按照人均粮食计算话，2020 年达到 15 亿人口我们国家有 7.5 亿吨粮食，像这样规模的粮食也有人曾经提出，说我们可以通过国际市场来解决我们粮食不足，实际也是不现实。因为在国际市场上我们全世界的粮食交易量才有 1.5 亿吨，全拿来也解决不了中国的吃饭问题。所以按照硬任务，全党的任务就是保护耕地，保护耕地 18 亿亩不能减少。从这个意义上我们国家土地管理法和各国的土地管理制度大体上采取的管理方式是一样，是用于管制。我们所谓管制是把土地分成农用地，建设用地。管理的目标是防止建设用地的规模扩大，也要防止农用地随意的转为建设用地。这个制度长期不可能改变。

第二个，在金融危机下土地管理的政策方面的一些考虑。土地我想大家都是研究土地方面政策的，土地作为重要的资源，也是重要的资产，也是重要的资本，从资源角度来讲它更

偏重于社会公共利益的需求，它是一种具有国家主权性，可持续发展和保障性的一种基础。

从资源这个角度来讲，西方经济学一个观点叫资源稀缺。从资源稀缺这个角度来讲对资源的使用肯定是社会矛盾的一个焦点，作为国家来讲怎么样调控资源，解决的是公众利益和个体利益的关系。所以在西方它对资源的提出谁获得资源谁就获得了机会和成本，它要开征资源性质的税收，比如包括土地税或者房地产税，都是基于这么一个理由。就说你在西方如果占有一块地在美国，在加拿大或者在台湾，你不仅要一次性的取得交给国家政府成本，同时缴税，或者财产税，或者不动产税。这就是要解决资源的补偿问题。就是在有些国家讲土地便宜，但是你买的起地，养不起地，买的起房，养不起房。像香港房地产税相当于住房年租金的 3%，当时这个税是养警察的。在人大讨论物权法的时候，当时就提出关于续期问题，我们国家住房用地 70 年，香港是 95 年，到期以后怎么来续期，我们对住房这块采取自动续期，香港也是。它怎么续期呢？它把它的房地产税到期之后从 3%提到 5%，它也并不是说无偿续期，它是变低价为税的方式或者租金的方式来解决这个用地的的问题。所以我们国家在政策房屋所缺的，包括刚才讨论的金融问题，这个讨论的就是信托企业的税收政策问题，实际我觉得缺了一大块就是对土地使用者补偿的这块问题，我们国家一直没有解决。像现在房屋价格居高不下，什么原因呢？要我们的研究过程中我们认为完全不是成本性拉动，完全是需求性拉动。这个需求有两种，一种叫消费性需求，另一种叫投资性需求。我们国家投资性需求过热，而且没有相应的政策加以抑制，往往使采取行政手段或者是一些抑制什么贷款的手段，但想想如果你买房缴税，像韩国 07 年为了抑制房屋价格采取累进增长税，这个办法就是把房屋的价格一套的时候是一个税，两套、三套的时候就多征。所以从这点上来讲，我们国家这方面作为资源管理这方面税收，这是还没有完全建立。

第二个性质，土地是作为重要资产。作为资产是可以经营的，作为我们现在每个人有了我们自己的房屋，有了自己不动产，它的资产性体现了你社会物质的份额有多少，它是可以

经营，但是资产的一个基本要求必须产权关系特别清晰。第三个，就是谈到资本，实际上资本可以作为一种流通性的手段，作为资本经营的金融化的主体。从这个角度来讲中国从土地资本建设方面刚刚开始，政策非常不完备。像这次全世界金融危机影响的重要原因，就是对土地金融资本的监管不到位，次贷危机最核心的就是监管不力。像房利美，房利美在土地的交易过程当中，就是作为房屋的贷款过程当中它是零贷款，它非常低，作为金融机构认为房子不会贬值，作为买房者来讲没钱了就不要这个房子了。但是金融危机来了以后，作为不动产的公司资产就缩水了。这就造成了全世界的危机的出现，这就是它引发的一个重要的原因。

我想这里面在金融危机下我们土地管理任务有几个方面，第一，发挥土地管理的调控作用。这个在全世界来讲我们把土地作为宏观调控手段在全世界也是独一无二的。原因是有两条，第一条我们政府在中国还是主要掌握了土地的资源。这个是因为我们土地的主要是城市土地归国家所有，这是国家重要的资产。所以是可以调控的。第二个，土地稀缺必须用土地的调控手段。在调控方面我们主要有几个选择，一个就是要在发展当中我们处在战略机遇期的时候要采取土地宏观调控政策，对于重点的需求按照时序和项目要进行调控，因为重点的项目进行保护，像两高一支的粗放型开发土地要进行抑制。第二个要重点调控民生用地，在经济发展，特别是当前保障性用房，社会住房这方面用地要重点调控，要重点保证。第三个要在转变经济增长方式方面发挥土地的调控作用。这里主要是有这么几条，第一点，就是禁止和严禁消耗土地资源的代价来发展经济，对那些粗放型的要禁止供地和不给予供地。第二点，在资源不足的情况下挖掘存量潜力。我们现在国家的土地资源实际存量的浪费和存量低效利用主要两块，一个在城市，就是过去经济发展时期，包括补偿贸易过程中我们所建立的工厂，它所拥有的土地效益比较低，容积率比较差，它的产出也比较低，现在怎么样让它进行二次开发，这个也要采取激励政策和采取一些硬性的调控政策，就是用集约政策。第二个在农村。随着大量农村人口涌入城市，农村还有一大块宅基地或者一些建设用地，这些土地

在很多地方是处在一种低效利用或者空心村这种情况大量出现。还有我们现在出现的过去对一些旧厂房，旧村落，旧城市的建设要进行改造，这样主要是通过这样一种政策来实现。第三是行政土地进行调控。最近国土资源部清理闲置地也是这个目的，就是对闲置土地的清理实际上也是增加了我们土地的总量的办法。增量不足，怎么办呢？开发存量。包括闲置土地我们采取非常强硬的政策，我们国家采取无偿收回的政策，西方国家很多是采取税收政策，一年不开我就征税，两年不开就高税，三年不开这个地你就养地养不起，你就要流动不起来。

第四条，在土地要对高消费的用地，特别是属于超长消费要进行抑制，像高尔夫球场和别墅用地。但是在清理的过程中有一定的难度，我觉得在这方面我们国家也应该采取相应的经济政策，如果建高尔夫球场征高额的税，这个通过一定方式是可以通过税收方式解决的。再一个，我觉得我们在土地调控方面加大土地金融的监管，这是当前非常急剧的一件任务。现在除了证监会，银监会，国土资源部也要配合它们开展土地经营活动的监管，主要是两方面，一方面要抑制地方政府对土地金融的过渡的，包括土地储备等等，这种监管要加强。像土地储备政策，这个在事实上将来也是要防止，由于政府的土地储备造成土地价格拉高。将来土地储备政策只能是对两类，只能对存量的进行储备，第二对政府的重点工程项目供地可以储备。第二个，对房地产企业的土地金融活动进行监管，特别要防止不良的土地资产上市流通，包括证券化或者资本化。现在实际上有很多刚刚拿到土地证马上就投入到流动市场上作为资本进行上市，这个实际上损害消费者利益。作为金融企业要防止这种资本流入，我们国土资源部门就是严格的进行监管，防止土地炒卖，防止土地金融资本化它的不良资产进行上市交易。这个实际上也是当前我们要重点来防控的一方面。在土地金融政策方面，我们现在也在研究怎么完善相关的土地金融政策。这方面专业性很强，我就不讲了。

第三个，谈谈在新形势下如何土地管理的制度完善和改革。主要是农村土地这块，还有一个就是城镇化这块。作为农村土地这块改革，我们总体上来讲中国土地改革有中国的国情

和中国的特点，中国是农业为主的国家，毛泽东主席曾经讲过，中国的基本问题是农业问题，而农业问题就是土地问题。在中国采取了土地政策的取向实际上是历史所决定的，我们现在采取的是土地政策归国家所有，农村集体所有归集体所有。这个演变过程不仅是建国以来从农村土地私有制，而是我们国家历史几千年发展演变的过程。在旧中国实际上我们国家没有完全实行平均地权，更多是土地向少数人手里集中，集中的结果是土地兼并的结构就引起农民无法生存，丧失生产资料，就有农民起义，这就造成了社会的动荡。国民党的失败在中国本身就是土地政策的失败，它就是因为资本家土地政策，让土地向少数人手里集中，虽然在低水平的生产力的情况下这种高度的土地集中政策造成少数人暴富。在中国实行这种政策，因为我们国家人多地少只能采取地权政策。所以有些人说农村土地要实行推进国有或者允许买卖，允许改变承包关系，这在中国恐怕在相当长时期内也是不现实，包括现在台湾，包括在英国，它们都采取了在土地资源不足的情况下采取的都是平均地权政策。大家可能知道，国民党到台湾以后它吸收了大陆这方面的政策，它抑制了地主阶级利益，在台湾不允许一个人拥有一百公顷以上的土地，如果超出视为国家收回。在英国也一样，它有一定土地限制，超过一定数量就属于违法，实际上就是为了安定需要。中国以农业为主的国家，我们采取的土地政策就是均衡政策，大多数人实际上要有一块生产资料，而且在一定意义上农民在整个经济不是特别发达，城镇化水平在一定的时期内我们大多数农村人还是要要在土地上发挥他生产能力的场所，要让他土地上安居乐业，要在土地上发展，所以这个过程我倒觉得城镇化的速度也不是像我们想象的那么快，在东南沿海快，在西部大量农村地带我们城市化推快的结果可能会造成社会问题。我们的管理能力和支撑能力到底能支撑多大城市规模，这个也值得研究。所以作为中国来讲采取集体土地这种承包土地，包括农民分散承包土地经营的选择是毋庸置疑的。

在农村土地改革方面有这几点，第一个完善农村土地产权制度。这方面就是农村土地作

为农民的基本财产权，要保护农民的财产权首先使农民有财产界限，产权要清晰，这样才使他财权的权利实现，有保障，使它交易的界限非常清晰。所以在这点上我觉得我们国家农村土地产权登记方面推进的还是比较快的。

第二个，我们国家建立耕地补偿政策。这个在十七届五中全会明确了，就变过去完全靠行政手段保护耕地，现在成为经济手段。从这个意义上我们国家也是在工业化高速发展的情况下工业反哺农业的问题。所以我们要建立耕地保护基金，包括取消农业税，包括种子直补等等采取的政策，但还不是真正意义上的农民耕地保护，我们要补到农民。

第三，对农村在推进城镇化的过程当中实行城乡统筹，这也是当前农村改革的一个重点。我们农村整治制度实际上就是对一些有条件的推进城市化的地区和经济发展水平比较高的地区，对农村的土地提高它的使用效率，这个主要是对农村进行重新整治安排，有些地区工业发展速度比较快了，农民可以进入小城镇。比如我到镇江这个地方去，还有一些地方去看过，有些发达地区的农民他的农村的劳动收入占他家庭收入不到 10%，他非常积极的主张赶紧进入城市。而由于这种城镇化或者土地整治的推进农民一夜之间可以变成城里人，资产升值，他可以有非常好的保障进入城市。我想农村土地整治所解决的问题，第一是土地的高效利用，防止农村土地低效利用。第二改善农村的生产生活方式。第三在土地的发展过程当中，同时带动了农村生产方式和农村的生产组织结构的改革。比如像有些地区承包关系没有改变，但是地块很清晰，农民已经成了股东。还有一个好处就是最核心的就是要提高和实现农民的土地资产的实现方式，但是推进农村土地整治必须依法依规，必须因地制宜，不能全国一个模式，这时最关键的因素。

第四，农村的土地流转问题。现在一个重大的瓶颈实际上存在着金融贷款担保制度和城市土地不对等的问题。这个将来要通过立法加以明确。使农村的集体所有跟国有市场相一致。第二个，使农村的土地能够在分配关系上进一步清晰，就是让农民能够获得收益。第三个将

来也要改革金融制度。还有农村的宅基地问题。这个也是社会热议的问题，在现在格局没有改变的情况下，农村的宅基地像城市自由的话是不大可能的，我认为在政策上是要加以限制的。宅基地怎么办呢？一个就是政府通过激励机制使农民有一个退出机制，这个机制像有的地区实行宅基地退出以后，你在成立面我给你解决住房，或者解决农民社会保障这样的政策。还有把宅基地平等之后复耕，然后把建设用地指标转移到城市来使用。在这点上包括将来农村的宅基地抵押这也是非常谨慎的话题，这方面有些地方在试点，当然是有条件的，一个是不影响农民居住，第二个经过农民同意，第三个在实现的时候有一些保障措施。我想这些也需要研究。

在农民改革方面第二个方面就是完善土地征收制度。这个主要有几个政策，一个是缩小征地范围。这个关键还是要合理界定征地的公共利益的选择到底是什么，大家最近谈的比较多就是国有土地的拆迁条例议论比较多。这里主要从两个方面考虑，一个方面我们国家仍处在城镇化、工业化的快速发展时期，我们征收农民土地，扩大城市规模，这个问题是不可避免的。一方面我们不能因为这个界定影响到城市化、城镇化、工业化的发展，另一方面我们也要考虑到怎么样使征地任意扩大，要缩小到最低限度。这里面要注意无论哪种都要实现补偿一致。但是界定这个问题全世界都没有解释清楚。在我们现在的法律框架下，我们界定这个要从实际出发。

第二个在征收土地过程中要提高对农民的征收水平。我觉得应该充分补偿，包括补偿的范围包括地价的补偿，住宅的拆迁补偿，包括就业的补偿，还有对农民实施的社会保障体系的建立。不能再从农民的补偿费里抠一块给他建社会保障，这个是不合理的，所以政府要拿出钱来了，这也是对土地收益的合理分配，能够使这个收益向农民、农村倾斜。像关于住房保障，起码让拆迁的农民在城市周边的享受相当于城镇居民水平的补偿标准实物或者财物的基金补偿，远离城镇应该对原有房屋重置补偿，这个起码要保障。

第三个完善土地征收程序。这个不多讲，主要是尊重农民知情权，参与权。

第四进一步建立对农村土地征收过程当中纠纷调整的处理机制。这个方面业绩我们处理机制不健全，往往造成群体性，突发性的极端事件，这里就是化解矛盾和征地的机制不健全。像美国有行政法官制度，也是解决纠纷的手段，不是一下把政府推到前面，也不是一下捅到法院。所以在机制上我们还有很大距离进行完善。就讲这么多，谢谢大家。

【主持人】(刘壮成)：下面请财金学院陈忠阳教授，同时也是中投信托公司的独立董事，就金融风险问题做演讲，大家欢迎。

【陈忠阳】：非常高兴，也非常荣幸来到公共管理学院做这个交流。我曾经所在的系，在咱们院待过一段时间，国管系，现在到经济学院去了，但是我当年的老师还有在这儿，所以来到公共管理学院很亲切。

坦率的讲，房地产我真是不熟，当张教授邀请我的时候我确实很打鼓，他看到我在中投信托兼职，说跟这个有关系，我这些天一直想题目，但是不是现在材料上的题目，比这个题目要跟咱们的主题接近一些，就是现在说房地产金融风险管理，因为我本人是研究金融机构风险管理的，像张教授说让我讲我最擅长的，因为次贷危机和房地产行业密切相关，大致以次贷危机的启示，然后来跟大家探讨一下房地产金融风险与风险管理的问题。

自从次贷危机之后，我们国家紧接着又是房价的暴涨，我搞风险管理的我说我在这儿可以做个反面教材，在房价暴涨之前把自己的房子给卖了，这个始料不及。当时想的是卖了房子去买股票，因为股价很低，房价我想不会太涨了吧，后来我也做了压力的想象，再涨的话股价 1800 多点，我想当时万柳的房子也卖到了不到两万块钱，我想 1600 多点，1700 多点应该相比 6000 多点倒过来，6000 和 1600，我说这么大空间，这个房价我买的时候才五

千多块钱，99年在万柳时买的，我想涨到一万五六，一万六七，我想是不是可以。当时因为小孩儿问题，要住到那边去，就把它卖了，卖了之后这个房价涨的始料不及，股价涨的速度也是始料不及，因为操作问题，房子卖了股票没买，所以教训惨痛。后来我想反面教材也是好的教材，其实这个也符合风险管理的道理，就是说风险管理它最重要，尤其是衍生产品的发展，它最重要的目的是让把风险转移到擅长管理，有时间管理的人那儿去管理，而我当时尽管搞风险管理，我没有守住我的这条底线，其实我早已经认识到，我最擅长的就是当老师，搞培训，不是什么炒股票，不是什么预测房价。我们可以参加一下房地产论坛，要说房价那也是瞎掰，金融教授说股价也是瞎掰，我不是说所有教授，我是说像我这样的。我搞金融教学这么多年，说陈忠阳你教金融的还不能说说股票吗？还真不是那么回事。最擅长的我还是在教学，在科研。我背离了这一条，我试图预测一下股市，其实股价很低预测准了，但是房价走那么快没有预测到。我确实1700多点卖的房子，当时跟股票对冲掉了。但是在这个中间还有一个操作过程，即便预测对了，咱们做基金的都知道，我判断的很准，但是最后操作就是不行，实际上它有多种因素。所以你并不是分析擅长分析房价，股价的，你是做基础教学的，讲点理念的，讲理念跟讲操作是完全两码事。再一个，你不是专门干这个的，也没有时间干，所以我们需要资产管理公司，需要专门的理财公司。西方金融机构的发展就是越来越专业化，这也是风险管理放之四海而皆准的一个，就是说风险让擅长管理风险的人，擅长管理风险的机构去管理。所谓专业细化，基金公司的发展，包括证券基金，包括像郭董事长这儿的资产管理公司，其实都是这一条专家理财，专家有专业知识，有专门的时间，专门干这个，还有专门的信息来源。所以风险管理应该让他们管，所以我是属于反面教材。就是说风险转移，实际上风险转移是很有它的一个理论基础的。西方为什么衍生产品这么发达？经历了那么多危机，受到那么多批评，直到次贷危机到现在来看，信用风险的转移仍然没有死掉，现在西方还在讨论如何发展CDO，现在中国又推出了信用呼唤，咱们近期又推

出了 CDS。所以说衍生产品是有它自己的经济理由的，这个理由就是转移风险，而转移风险就是让擅长管理风险的，有时间管理风险的，专门管理这个特别风险管理的人去管理，你做你最擅长的风险管理，比如我讲课，我研究，我也要防止讲课的时候被轰下来。我是以个人体会谈一些跟今天主题有关的一方面。

在咱们这个主题里面我就说金融危机以后，我想一个问题，就是说方面价格的上涨跟金融危机是什么关系？这个到底是个什么因果关系？这个问题确实相当复杂，这涉及到两头，一头是房地产价格的形成原因，它是怎么形成的，什么力量推动了房地产价格的波动；另一方面是金融危机，金融风险是怎么形成的，是什么东西推动了金融危机形成。这两个原因无数的学者，无数的专家都在那儿讨论，无数的原因，我想在座的很多房地产朋友，房价上涨这个原因有多少个因素：商业的，金融的，就是地产的，甚至技术的，开发侧面的，还有制度的，我们王司长这边土地制度的，交易制度的，税收制度的，然后我们有金融的，甚至有文化的，说年轻人都想买房，甚至中国的婚姻文化，各种因素都有。所以解释它的原因太多了。解释金融危机的原因同样多，次贷危机来看到大家对美国金融危机的解释各种门派都有，包括有人说美国实行资本主义这是它的根源，应该搞社会主义，像我们中国一样，本来它们搞国有化，把金融机构股权都买过来了，等等。因为我当时在 09 年参加中央党校的一个论坛，论坛上就有很老的教授，就是当年我的导师辈的教授在那儿发言。就是各种解释的理由都有。在中间我们当然不想在这儿都去解释它，我就想这里面应该说有相互影响，房价会影响到金融风险，金融风险也会影响到房价，但是我今天想讲的一个主题，实际上我想更多的偏向金融风险影响房价。

我刚才说的美国次贷危机，说房价，刚才我困惑的问题，是不是房价导致了金融风险，实际在美国金融危机中就是这样的版本，是不是美国的房地产价格泡沫导致了次贷危机，导致了次贷大规模的扩张？次贷大家都知道，就是低信用等级的贷款大规模扩张进而导致了次

贷危机。这是金融危机初期，后来还是一个给人的主要印象，就是美国为什么有次贷危机？就是美国的银行，美国的老百姓看着利率很低，这个利率低是格林斯潘的罪，利率低了以后催生了房地产价格泡沫，房地产价格不上涨，房地产价格一上涨银行觉得抵押品价值上升了，然后老百姓觉得买了房子，就大量的防次贷，就是以前资信不够的人都贷上了，进而导致了次贷危机。这样认为房地产价格的泡沫促使了次贷规模的扩张和导致了金融危机。所以房地产价格成为一个罪魁祸首之一。这只是市场上的一种观点，我说罪魁祸首很多，分析次贷原因的很多。

在这种逻辑下面其实我们要有一些反问，我就说如果真是这样，房地产价格上升形成泡沫，然后上升让大家觉得贷款好拿，会导致次贷大规模扩张，这次美国的次贷危机这是有史以来第一次次贷危机，以前没出现过，可能出现过其他金融方面的危机，比如九十年代美国出现储蓄机构的危机等等，还有八十年代末，九十年代初保险业的危机，但是都不是次贷危机，在那个时候次贷规模都不大，美国人长期报着一个给个人贷款很审慎的标准，所以如果真是房价能够导致房地产，次贷扩张的话，为什么只在这次扩张，为什么以前不扩张？我说以前有过其他的问题，但不是次贷规模扩张。其实八十年代也有过房地产价格泡沫的时期，从美国到日本都有房地产泡沫时期，这个时期并没有形成次贷，并没有向银行放大规模的次贷，那个时候美国的保险行业涉及其中，但是它毕竟不是涉及到次贷，那个时候是保险行业的投资问题，但是那个时候次贷没有发生。再一个，如果真是房地产价格上升就能够导致银行大幅度的放贷款，银行紧紧盯着按揭贷款价值上升就放贷款，那是不是美国当代的银行家水平就倒退了，而且倒退到了非常愚蠢的程度。因为我们搞金融都知道，尤其搞银行都知道，它有一个经典的银行教义，优秀的银行家不是看抵押品放贷款的，是看借款人主营收益放贷款。九十年代股份制银行发展的时候，那个时候非常流行看抵押贷款。只要有抵押就放，后来我们监管界，银行自己也在教育自己，当然大学也在教，都是用的西方美国人的一些观点，

优秀的银行家，主要是发信用贷款，而不是看抵押品。所以如果说一个房价那么上涨就会让美国这种应该说全世界一流的银行家经过几百年锤炼的银行家能够忘掉这条教义好像是说不通。

基于这两点反思，我一直怀疑美国次贷危机是由房价上升导致银行大量的发放刺激按揭贷款。而可能正好是相反，相反我认为不是房价上升影响金融风险，而是金融风险影响了房价。不是房价上升使得次贷规模大幅度的提高，而是次贷规模的大幅的提高促进了房价的上升。其实我刚才注意到王司长刚才提到，他说西方的土地金融资本监管放松，实际上说的就是这块，信贷是一种土地金融资本，对它的监管的放松导致了大量的信贷去进入到房地产行业，当然它必然推到房价上升。当然还有其他的理由，但是这个我觉得是一个很重要的理由。在这里面低利率和高房价，当然也是一种显而易见的理由。但是这种理由一个是宏观的，宏观的最后都要通过微观来表现，最后都变成贷款，如果银行不给贷款也是很难的，也是很难直接推高房价，在这里面实际上因为银行这一次它真的是犯了错误，但它不是犯简单的，仅仅房价上涨就多放贷款，而是犯了一个高级错误，这个高级错误就是风险转移的错误，在风险转移的那个环节犯了一个错误。至于说利率和较房价只能成为银行犯了那个此外之后开始大规模的营销贷款的时候一个，我说是一个迷人的理由。银行要向穷人营销这个贷款，说这两个理由很好，利率低，房价不断上涨，你贷吧，没问题，我银行给你。而且刚才王司长提到了，零利率贷款，零首付，双赢，不要首付，给你诱惑太大。这就是次贷的一些具体的特征。这些特征实际上都是从营销层面做的，大家都知道营销层面你想想，卖方是银行，买方是老百姓，专家是银行这个层面，银行有这个迷人的理由，它自己不会把自己迷倒，它自己当然清楚，我们放贷款不能仅凭着这个按揭，按揭是说给找我借钱的老百姓来听的，你作为抵押价值会上升，但是银行不能看这个，不能看这个为什么放这个多贷款，是不是也被它套住了，我说它犯的是一个高级错误，是犯在了风险转移上面。因为九十年代之后的美国银行

业跟九十年代以前的几百年的美国银行业很大的不同，就是在证券化和信用风险大幅度提升。信用风险转移成为九十年代一个很大的特点，这样银行的经营模式就发生了从无到有的变化，以前是银行放贷款就放在帐上，现在不一样了，现在它形成了发放贷款，然后不管期限多长然后把它卖掉，我们称为发起与分销的模式。一笔揭贷款长达三十年，银行传统上放贷款持有三十年，每个月收月工过日子，现在三个月就把它卖掉了，把它打包成证券化资产变化 CDO 等等，然后卖给整个资本市场，中间有很多现代金融技术在里面。这样的话它打包，把贷款放出去打包卖出去，这样银行就成了吃费用，而不是吃利差。实际这个跟投行做项目很类似。所以信用产品衍生和资产证券化产生造成了银行不断的发放，这样次贷规模就不断的扩大。这样上万亿的次贷规模必然促使房价上升，当然包括其他的理由。所以实际上是这么一个机制，使金融体系，银行体系，它的一种管理机制，业务模式的变化，使得银行能够更多的发放贷款，促进了房价上涨。这个根本原因我觉得跟我们金融，尤其我个人现在强调，西方现在很多教科书都在强调金融的一个基本功能，叫风险配置功能有关系。传统的金融强调金融的功能是融资功能，就是缺钱了找银行，缺钱了找股票市场，什么是金融？金融是融资的，使资金融通的。但是最近二三十年来，尤其九十年代以来，西方的不管大学还是业界，越来越认识到金融还有一个重要的功能就是风险配置功能。金融体系它可以把实业部门它承担的风险通过融资的形式从发股票到找银行贷款，再到金融衍生产品的设计，然后把实业部门的风险拿过来，然后通过承担风险获益，然后把这个风险在金融体系内部，在金融市场上再做转移，有实业部门的风险到整个金融体系中间去分布，这相当于不管你是，假如说房地产企业，房地产企业不仅需要资金，而且还需要有人帮你承担风险，房地产项目还有风险，所以在融资的时候你还需要融险，而房地产项目有风险是毫无疑问的，这是一个在经济发展过程中跟其他企业风险基本上是一样的风险，就是企业的发展风险。这个发展风险通过传统的信贷，传统的投资，包括 REITs 这种行为，然后转移给投资者，从来都是如此，

只不过以前没有从这个角度看，仅仅看了它的融资角度，现在看到它的融险的角度。所以这里面涉及到金融风险的本质，金融风险是什么？金融风险的本质实际上是企业发展的一种金融化，向金融的转移，还有通过金融的一种放大，一种杠杆的放大，这种金融风险的本质。而金融的风险配置功能强调的是让实业部门、产业部门的风险有人去帮它一起承担，不要让企业家一人承担，当然利益也分摊。因此风险由产业部门发起，通过金融机构向全社会分摊，这是一个很好的理想。现在金融的一个基本的想法，这个就是让有能力的人，有本钱的来承担。这个人包括自然人和法人，如果能做到这个风险就能得到合理配置。金融企业既能帮企业发展，又比较稳定，因为风险都在可控范围内。这个理念当然次贷危机给了一个很大的打击，主要是技术上有问题，但从理念上并没有动摇，我前面就讲到我风险转移仍然没有受到，从理念上没有动摇。

这个产生和转移的机制，风险产生就像金融产品里面有一级市场、二级市场一样，风险也是一样，风险产生市场叫一级市场，风险转移的市场叫二级市场。比如说银行发放贷款，银行发放一笔贷款，房地产公司拿着这个钱就可以做这个项目了，有的这个项目就有风险。所以这叫风险的产生。我们说一个项目启动以后就是风险产生，它既产生风险同时也会产生预期收益。银行给它贷款你就帮助一个企业启动了它的项目，这在全社会增加了一笔基础的风险，这个风险通过信贷进入了银行体系，银行跟房地产公司一起承担你项目的风险，如果银行不想承担了它可以做证券化就给转移，转移到资本市场上，整个社会一起承担。这个如果是理想的话，每个人承担的都是自己所能承担的，这个当然是很好。所以资本市场上的资产证券化行为，衍生产品交易行为实际上是风险交易的二级市场。所以风险转移机制它现在是对现代金融非常关键的，传统的银行信贷行为和股票发行，债券发行行为具有传统的风险转移机制，它这个风险转移机制伴随着基金的转移，随着衍生产品的发展，衍生产品是一个相对独立于资金转移过程中的一个风险转移，而且这种转移机制对原生机制还有一个重要的

作用不要忽视，一个有可能是增加风险，就是说因为有了转移，银行有了转移，风险可以转出去，可以放新的贷款，新的贷款就是新的风险，这是一个会促使原生风险不断增加的这么一个机制。也就是社会的项目，公司的项目可以做的越来越多，在银行的资金支持下，实际上这就是风险怎么的机制，同时还有放大的机制，就是杠杆的作用，CDO 很明显是具有杠杆的作用。这样的话通过这么一种一级市场、二级市场的作用，产业界的风险，包括房地产产业的风险它通过原生项目起动原生风险，像有 REITs 的支持，尤其我们讲信贷，它有一个转移配置的这么一个演变。

最后的结论，金融机构及其监管者是房地产金融风险管理的主体。我觉得主体不能仅仅是房地产商，应该说是房地产商背后资金提供者及其监管者，这应该是一个主体，我只是一个角度，当然有很多因素我就不讲了。然后要加强信贷风险管理。银行的信贷风险绝对不能单看，抵押品，同时现代的银行信用风险管理转移机制里面现在很多的启示，次贷危机以后有不下十篇非常有影响力的国际的报告，各种组织做的报告，有对加强信贷风险管理和加强对金融创新的风险管理的分析。加强风险管理不等于抑制，你是要发展，在发展的过程中加强风险管理。所以最后要重视房地产金融的风险配置功能，加强系统性风险管理。我想应该从原生的到衍生的，然后再到整个系统的过程把它放在更加全面的框架下。现在巴塞尔的宏观监管讲的就是这个问题。好了，就讲到这儿，谢谢。

【主持人】(刘壮成): 谢谢陈忠阳教授。下面有请叶教授讲讲“十二五”期间国家对土地政策的一些改革趋势。大家欢迎。

【叶剑平】: 感谢主持人。王司长，抱歉，我来晚了，不是赶不上，本来应该早到的，就迟到了。从迟到说起，来说“十二五”。8点多的飞机，正常情况下我是12点到北京，所

以怎么也能到这个会场，然后飞机上去也准点，一阵喜悦，说正常的登机，一登上去就不管你了，然后就是两小时起飞，原因说是叫空中管制，不知道什么管制，有些老百姓就说是不是有大领导来，这也可以管理。也许飞机多也可以管制，等等，反正很深奥。所以这个就不管了，以前坐飞机晚了，一个原因是什么呢？叫飞机故障，宁愿不坐，所以怎么晚都愿意，等等。刚才陈忠阳老师也做了分析也好，其他也好，实际上还是一个管理，一个透明的机制，否则我们经济发展到这个程度，像现在买车也不让买了，或者买起来不方便了。就是说经济快速发展的结果到底是什么？是给我们带来了出行更不方便，还是更幸福，更方便的出行？其实都不是这样。包括我们的股票也一样，发展的很大，世界第二，但是给老百姓带来了多少？实际上是在洗劫老百姓。所以我说我们应该反思我们到底为谁服务？王司长在这儿，作为国土部要保护好土地很正常，还要给人民带来福利。

所以按照这样的思路我试图来讲一讲，一开始是王司长讲的，怎么叫我讲，我只好研究。我想讲的就是三个问题，一个是刚才陈老师说的，土地与金融。第一个问题，土地与金融我简单的说一下，土地与金融密不可分的，孪生兄弟，或者说低产与金融，到底谁引起谁的泡沫，谁拖垮谁，众说纷纭，反正两者依存，一荣俱荣，一损俱损。所以我想第一个问题就是土地离不开金融，金融也离不开土地。目前我们国家城市化发展过程中整个土地融资好多都没公布，一个数据就是整个地方财政收入的若干倍，有人说五倍，有人说十倍。就是说土地金融实际上是非常庞大的，在这样一个庞大的资金里头，如果一个环节出问题，这个分析就出了，不管是土地卖不出去，还是金融整个动荡，互相影响，以至影响整个国家经济。这是讲第一个问题，就是土地和金融很密切，但是我们又很单一。因为所有的土地金融实际上是土地和银行的关系，没有其他的产品。所以我们陈老师是研究风险，还有研究金融产品，所以这里我就不多说了，进行土地金融又太依靠银行，实际上这是一个简单的借贷，所以不够丰富。所以他刚才说了美国，美国太丰富了，美国金融衍生品，包括次贷等等的已经做了解

释了，我就不多说。我们又太单一，美国太丰富，太自由，如果这两者之间相加除二综合一下也许真的是这两个超级大国应该来说互相之间都能够有所优势，也有所发展。这是我理解的土地与金融。

第二个说一说土地市场与金融的分析。刚才说了他刚才说一级市场里头如果开发商自己拥有钱的话，那就是自筹资金开发，跟金融没关系，这些风险没办法转嫁到企业去。要贷款的话，现在我们是转嫁给银行，转嫁给银行就是政府的财政做担保，虽然财政部发了文，说不允许政府担保，但是不担保银行是不给钱的。所以在这样的情况下，实际上我们目前的土地市场，土地的开发，就是以政府为导向或者为主体的土地开发，土地储备实际上跟金融的关系是非常紧密的，而我们土地市场一个垄断的市场，更多的印有计划经济的烙印，年初的时候就设计土地的收入要卖多少，当然北京现在是超过了，1500亿，如果做税收的话不知道无数的企业来收税。土地金融它就为了更多的财政收入，很简单卖地，当然卖地的毫无疑问存在着一个风险，就是它的持续性。应该怎么样配置，负起什么样的责任，使我们子孙万代在这一届也好，在这一代也好，或者我们这几代人手上能够继续繁衍生息，我们土地怎么配置，是卖了它，还是保存，还是怎么用，实际上存在这个问题。在这样的问题下实际上就如何建立土地市场？我就是抛问题。

紧接着我就想，就回到第三个问题，就是第一个问题土地跟金融密不可分，第二个就是土地和金融如果做不好的话，我们整个的子孙万代可持续发展就受影响，金融的危机等等。所以讲到第三个，就是鉴于这样的情况下，我们如果发展和土地制度一结合，也许就未来或者“十二五”期间土地政策它的走向可能就能够推出来，我们参加国家规划的这样推一推，实际上是科学发展观指导我们的经济发展，我们来推一下。“十二五”的改革毫无疑问都已经出来了，就规划，这个方案里头主要的目的是有两个，一个是科学发展观引领，另外一个就是经济结构的转型。结构转型也就回过头来，我们这样依赖土地财政这样的一种模式是不

是可持续，如果不可持续怎么调整？第二个，经济转型，转型其中有一点要激发我们广大农民的消费能力，进而刺激经济的发展。也就是说贸易或者就出口和投资这样拉动经济型来转为消费拉动经济。这样的话，原来传统的城市化的扩张方式，低价进，高价出的土地获取模式，是不是要改变？如果要改变的话，那就是公共的权利和私权之间到底怎么匹配？也就是说我们老百姓的权利，比如说拆迁问题，征地问题，是不是可以讨价还价？如果可以整个政策就有所调整。如果还是原来那样，我们要集中精力办大事，以最快的速度发展经济，也就是我们效率优先也是一种政策。另外在效率优先的情况下适度的考虑我们的民生，考虑公平也是一种政策的取向。我这里没有说快就是不好，慢就是好，不是这样子，就是在不同的阶段它肯定有不同的战略，待会儿郭总会说，企业也一样，在不同的情况下它也有不同的战略，关键就是冲出去，如果把整个中国富强通过快跑的阶段就能够解决的话，那完全可以。那就怕快的时候撒下很多跑不动的，估计快也快不起来。

所以鉴于这样的情况下，我就讲讲“十二五”土地制度的改革。从土地制度之外户就是两块，一个是增量土地，一个是存量土地如果从城市来说。所谓增量土地就新增加的城市用地进入到城市里来，也就是农民的土地转移到城里来这样的一个过程。存量土地就是旧城改造，城区内已经有的土地如何激活它，如果用企业来说就是重组，用到土地来说就是更新，都市更新。传统的我们毫无疑问都是以政府为主导的垄断的一个市场，在协商、谈判等等，实际上这些政府是想强势的，所以“十二五”要构建和谐社会毫无疑问好多权利要还权与民，还权包括农民，包括市民，如果这样的话就是土地制度，比如增量土地的旧城改造问题，王司长在统筹，做《土地法》的修改。这里头就是都市的更新的土地权利是不是一定要在政府的指导下进行？还是能够在自由的组合？比如很简单，十家人都是破房子，我们十家人能不能找一个开发商，按照政府规划，政府要求我干什么我完全按照政府规划，这是肯定，这是任何社会政府都要管的，按照政府的规划我要实现它，我没钱，这十家人肯定穷，我找个企

业盖起来，这是一个模式，当然该缴税缴税，不可能有暴利行为的，税收，制度那些我们不说，就说他的这个权利有没有？如果有，我们现在怎么做，很简单，政府先收购，一级市场，招拍挂出去，这就是垄断。如果不这样就自己走，如果自己走政府担任什么样的责任，怎么样监控，监管。如果给自由毫无疑问有相应的责任是要匹配，如果这个匹配不好的话就会有次贷危机。我觉得美国人能够创造次贷很伟大。当然了，因为现在有金融危机说不好，这个管理过于自由了，但是我们不能把人家的一些新的产品，好像就根本无视它，人家能够产生这个，就是刚才陈老师说的风险的配置，通过这个把风险配置出去，如果真能配置到能承担的人身上，这个配置是最佳的配置。当然有的人不想承担风险，二又想获取最大的收益，这是大多数人，就是赌徒型的，就是一把赢了完了就行了，这不符合经济发展的规律。所以我想说对存量问题，就是拆迁问题等等，像只有公共利益征求，其他的没有说，是用市场形式还是什么形式，这个公共利益要界定的很严格。公共目的到底是什么？实际上边界是很模糊的，对一些人可能是公共的，对另外一些人可能不是公共的。一条高速路过去，在这个村庄根本没有开口，而且把村庄分成两截了，农民要种地的话要跨过这个高速路就很不方便，所以对他来说没有任何公共利益，对他来说也没有收益，因为他根本进不去这个高速。如果对这个开口的区域的话毫无疑问它是得益的。所以这个受益人也是相对的。在这种情况下，我就说存量土地可能改变了，那就看赋予原土地产权人的权益到底是谁？

第二个，增量土地，就是农民，如果征地的形式被限制用于公共目的才征，那么非公共目的的集体土地要进入城市的话到底走什么路？是自由买卖，交易，还是什么？这也是应该思考的，因为既然是论坛。这两点我想就是“十二五”的应该讨论最多的，包括未来《土地法》等等。

存量土地和增量土地，假如这个土地的变迁改了，往下成立，实际上回过头来又是一个资产的问题，土地金融，前两天我刚好看到人民银行研究局的一个局长，他也在研究土地金

融，一说土地金融毫无疑问就要跟土地的权益相挂钩，我们知道土地的权益是权益数，有抵押权，有收益权，也许收益权拿去变成金融产品，当然还有其他的权益，甚至空中和地下的权利，只要一有收益，有利益在里头，就可以给我们金融挂钩，所以我把它称为权利数的分解后有各种各样的金融产品。这些金融产品都有可能变成新的一个金融工具，金融产品，让老百姓去共享土地增值所带来的收益，都有可能，当然也存在着风险。风险是我们陈老师的专长我就不说了，如果这个风险不能够有效的配制和控制的话，这种产品有的时候还是很可怕的。

所以未来的发展如果有所变化的话，一个是存量变化，一个是增量土地的权益的变化，同时更大的变化就是这些权益理顺后和金融的结合，也就是土地金融的产生，不管是农地的土地金融，还是城市用地的土地金融，毫无疑问这些产品都会慢慢的产生，因为过多的原来的金融产品，就过多的依赖银行，像这样的依赖实际上对整个银行系统的风险造成很大的压力。所以要分散它必须或者说肯定会形成新的一些融资途径，不管是基金也好，其他的也好。有了这些金融产品毫无疑问又需要资产管理，资产管理我也不懂了，等一下郭总他会说。所以新的一些服务模式，也是我们“十二五”的发展的一个重点，就是第三产业，金融服务业，所以这些肯定都会建立和发展起来。所以在座的好多是搞实业的，好多我们的同学，应该在这方面多加以研究，这都是未来发展的一个，我认为是一个趋势，不一定对，我简单的说说这个观点，因为后面还有论坛，谢谢大家。

【主持人】(刘壮成):感谢叶教授介绍“十二五”的土地政策的分析。总而言之一句话，就是我们改革会使我们的政策更理性，能够更顺应当前经济发展的趋势，能够起到一个促进作用。不管怎么讲，在当今的金融形势下，尽管在金融的政府的管制和土地政策的种种限制，市场行为的一些资产管理还是大有机会可做的。前面我们吴博士讲 REITs，或者现在政策要

突破，但从本质意义上来说，就是房地产信托资金在中国目前是存在的，而且是现在很多信托公司主要做的产品，只不过房地产信托资金它不是可交易的，它不是在租赁环节的，而是以很多形式参与到我们房地产经营当中。在这方面汉谥独树一帜的做了一些这方面的业务，下面我们有请汉谥资产管理股份有限公司董事长郭钧先生来为我们做这方面的讲演。大家欢迎。

【郭钧】：大家下午好。感谢王司长，叶教授，陈教授，吴教授，刚才精彩的发言。我作为主办单位的代表安排到最后发言，肯定是有道理的，因为我们这个讲坛虽然规模不大，但是含“土”量很高，因为我们国土部的最权威的，我们国家最权威的土地管理方面的政策官员出席了这个论坛，包括我们应该说全国最好的土地系系主任出席了这个论坛，所以这个含“土”量非常高，我相信含金量也会非常高。我是一个商人，商人总是要推销东西，但是我觉得推销东西一定是有卖点，否则我就不敢来这儿推销，所以能够拿出来推销的东西，一定是好东西，有卖点。

刚才像王司长讲的，你们可能在别的似曾听过，尤其像王司长讲的，基本上把十七大报告又给大家说了一遍，在这儿可能我们汉谥和人大土地系来举办这样一个讲坛，主要是要推销东西。我想推销一个观点，同时推销一个企业，还非常重要的我们想推销一个行业。这个行业因为在大学里我在想，因为这个行业其实是个职业，我们推销的这个行业是一个非常大的职业，将来可能对你们，尤其是在校的学生，司长这个官不太好当，职位也有限，但是有一个行业可以给你们提供非常远大的发展的职业机会，那就是资产管理行业。资产管理行业可以给我们提供一个非常大的发展机会。为什么呢？就资产这个词在十年前我们几乎只知道，一提“资产”就知道长城，东方。现在十年后我粗略地统计，“资产”这个词使用的频率可能比十年前要多出一百倍都不止。包括刚才看到我们的官员和我们的教授，他们也都在

谈资产。但是王司长谈到土地资产的时候就不说了,为什么呢?因为资产的特点就是可交易,有收益。我们中国 18 亿亩耕地,这应该是个资产呀,这个资产放在哪个,放在谁家的资产负债表上呢?哪儿也没放,国家没有,到了村里边,村里会计有,只写亩数,我有多少亩地,没说价值,所以说我们耕地这个资产就被严重的低估了。为什么大家这个耕地要保护,为什么大家都想着办法挖地耕地去卖呢?因为它的价值被严重低估。

刚才王司长在会前见我,一看我名片说资产关系问我,你们管什么资产?虽然资产这个频率在十年里边使用密度可能提出了一百倍,但是到底是资产管理并不是清楚的。首先我先推介推介这个行业,资产管理其实分为两个传统的资产管理行业,一个就是传统的资产管理就是常规的在公共市场交易的股票或者债券,基本上可以说就是股票和债券的证券投资基金。为什么我们中国没有别的基金法,但是我们中国有证券投资基金法?就是说我们中国在接受华尔街的传统资产管理行业方面学的很快,但是这只是传统的资产管理方法。我们更加重要的是叫非传统的资产管理行业或者是另类的资产管理行业。我刚才,我说商人,但是资产管理这个行业的商人不是一般的商人,或者说他是个另类的商人。以非传统资产管理行业就是以非传统的资产产品为资产投资领域的资产管理行业,非传统投资产品包括房地产投资、创业投资、私募股权投资、自然资源(能源),投资、大宗商品,不良资产、对冲基金等绝对回报策略的产品。这么一堆的非传统投资产品又可以分为三大领域,一个房地产,或者说跟土地资产相关关系的,另外一种就是非上市公司股票,我们现在所说的 PE,你买已经上市公司的股票,那叫传统资产管理,而你投资了非上市的股票,等着这个股票在上市之后获利这才叫非传统资产管理。第三个,就是所谓的自然资源。矿产,包括农业品等等,这三大类全世界的非传统资产管理行业都是从事这三大类的业务。包括我们很熟悉的高盛、摩根,它们这些公司之所以它们有魅力,之所以它们有名气,就是因为它们从事这三大类的非传统的资产管理行业,它们本身不是银行,是因为它通过在这些行业的投资能够获得社会资本,

非传统资产管理行业的上市公司，我选了一些更专业化的，比方说像在新加坡的 ARA 资产管理公司。这家管理的是上市的 REITs，它管理的上市公司，它本身是上市公司，它又管理上市的 REITs。比方说这个非常有名，所谓的黑石集团，现在叫百仕通，这个是非常有名的一家非传统的资产管理行业的上市公司。当然还有像这个叫高诚资产管理公司，是在伦交所创业板上市。非传统资产管理业务也可以作为上市公司的一部分，比方说摩根的富林明资产管理公司，它的领域还是在房地产和其他的非传统的投资产品。

在中国以非传统的资产管理，也就是说我们所谓的中国的四大国有资产管理公司，其实从事的就是非传统的资产管理行业，因为金融不良资产本身就是一个非传统的资产管理行业的投资品。这个是在 7 月 16 号信达资产管理股份有限公司已经挂牌成立了，是以非传统资产管理业务筹备上市公司，目前中国还没有这种非传统的资产管理行业的上市公司。当然汉锟也是一个以非传统的资产管理业务来筹备的一个上市公司，信达是 2010 年 7 月 16 号，我们是 07 年 6 月 15 号成立的，当然作为一个股份公司来成立的。汉锟的资产模式主要是两个方面，第一个，我们通过社会的渠道来募集资金，当然这个募集资金的渠道是合法渠道，通过信托。第二个我们进行房地产领域里的存量资产投资，或者叫不良资产投资，这是我们把这两个方向，就是我们投资的领域是不良资产或者叫存量资产，我们公司不去占一块耕地，也不去拆一间房子，我们只是在市场上收购，并购那些被低效利用或者被闲置的那些房地产资产。另外一方面就是这些资本是利用社会的资本，讲金融一般会讲金融的，一想信托老是讲到钱借去用，我们更注重投资人的权益，通过房地产的资产管理，通过房地产资产投资我们可以派生出三大业务来，第一个，就是资产并购的，第二个房地产开发销售，第三个房地产资产价值运营，第四个我们正在筹备，就是在资产投资领域的房地产的信托投资基金。这样我们的业务定位就包括了资产投资类的，房地产资产开发的销售咨询服务以及房地产资产价值投资的运营管理。汉锟的企业定位是，投资者的财产性收入和资产配置代理商。我

们的口号是为投资者服务，投资者利益至上。

资产管理行业有四个要素，团队是一个要素，哲学，业绩和业务的流程，我们有四个要素。现在我们推销一下我们这个管理团队，这是汉镒资产的简介，在 2007 年 6 月 15 号成立，经营范围是叫资产经营管理，金融资产除外，目前的股本是在 14647 万元，业务内容我们是与房地产的资本管理服务，从事房地产存量投资与金融资产管理公司，信托公司，保险公司，产权交易机构等保持密切合作，目前的业务集中在环渤海和长三角地区，在天津、北京、上海等中心城市设有多个营业部。

我们董事会的成员，大部分是从房地产行业转型过来的，但是我们已经彻底金融化了或者叫半金融化了。独立董事包括中国人民大学土地系主任叶剑平教授，是我们公司的独立董事，当然还有其他的专业人士是我们的独立董事。

汉镒创立三年以来，经营的收入持续增长，利润总额也在持续增长，管理项目的资产总额也在呈现持续的增长，我们累计发行的管理的信托业务累计超过四亿，集资超过四亿。这样一个创新的商业模式，它的前提是中国的社会和中国经济结构的资产化。在美国的房地产的投资信托已经取代公司型的资本成为主流。也就是说如果我们的上市公司通过发行股票，然后来集资，但是主要投资于住宅，这些住宅本身又是那些股东生活必需品，这个本身就已经是自己买自己了。现在的情况就是我们国家现在的资产品和消费品混合的过于密切。比方实际的政策现在是对投资资产品是不鼓励的，反而是保护对投机品的保护，实际政策会造成这样的情况。比如今年的情况，全部都涨价，是生活必需品在涨价，股票没涨，或者说股票没有大涨，因为股票再涨对人民生活没有太大的风险，因为它本身就是投机品，但是今年所有的生活必需品，包括蒜，包括苹果，大量的被投机炒作，这里面恐怕有一个管理思想，就是应该使得资产品的市场要进一步的开放和发展，使得投资者有更多的资产品去选择投资，就避免他们在生活必需品方面来进行投机。现在这个投机包括住宅，由于它是生活必需品所

以说大家要投机它。

近年中国房地产集合信托产品发行统计分析，在“十二五”是 30%。影响中国资产投资和资产管理的政策导向，比方说土地的集约政策，土地集约和节约利用，发展现代服务业，扩大内需，这个本身要求土地的资产价值，我刚才说了我们其实有好多资产价格被低估了，随着土地集约的政策会使得整个土地资产价值会进一步的市场化。第二个是循环经济政策，中国经济高速发展，沉淀了大量的存量资产，如果限制新的占用土地，就应该鼓励存量的优化应用。还有一个就是金融的开放政策。机构投资者和个人投资者由实业投资转向金融投资，对资产配置合理性、投资的高效性不断理性，需要专业机构提供在股票、债券和房地产等领域的投资服务。

资产市场的发展要克服的恐怕就是克服现在的实际政策执行当中的保护额投资，抑制投机的效果。作为投资，比方说商业地产，商业地产是一个相对比较纯粹的投资品要跟住宅的产品相比，但是商业地产目前是被低估了，它的价格被低估了，而且商业地产的投资政策抑制的作用。房地产资产管理公司必须专业化发展，运用独特的核心业务能力，在资产投资领域为投资者创造投资收益。非传统的资产管理行业在国际上的历史上基本上在八十年代的开始，如果比传统的资产行业，我们和华尔街的差距可能有二百年，但是在非传统的资产管理行业我们差距大概在三十年，可能我们互联网的差距现在可能十年左右，但是在这块，因为所有的在华尔街最活力的这些资产管理公司，它们大部分是在八十年代成立，九十年代上市的，所以在这块我们有一个差距不是很大的距离可以赶上，这个行业的经验如果我们依托了中国现有的信托法律体系，刚才吴博士也提议去立法建议，但是对于商人来说，我们要更多的依靠现有的信托法律的服务体系。我们有机会在不远的将来把汉镒资产发展成为独立的，本土化的，非传统资产管理行业的领跑者。谢谢大家。

【主持人】(刘壮成): 郭总讲完了, 问题就出来了, 就是现在中国的信托资金这么蓬勃发展, 但是我们第一位主讲人, 就是吴博士也讲说现在信托公司风险很大, 因为没有登记这个环节造成了很大风险, 下面我们在论坛当中我们把这个问题实际操作是怎么解决的做一个论述。另外在金融危局下的土地金融制度的突破, 今天还很重要的一点, 就是我们现在房价的价格体系在法律上对土地的政策上的要求现在还有一个纠结的矛盾。就是我们土地的权利是国家的, 国家的土地在增值, 对买房人到底是什么关系? 到底我们现在政策上需要怎么给你明确? 我们一会儿请各位嘉宾在主席台上一起就这个话题做讨论。现在休息五分钟。谢谢大家。

【主持人】(刘壮成): 刚才上半段各位嘉宾发表了非常精彩的演讲, 我们王司长晚上有一个重要活动参加, 就请假没参加我们这个论坛, 我们这个论坛应该说有一个主要题目还是请他论一论的, 但是没关系, 我们叶教授在, 权威意见由叶教授发表, 风险问题由我们陈老师来讲解。我们首先是不是请郭总跟吴博士来论一论现在信托?

【郭钧】: 为中国的信托法是在所有的经济类或者叫金融类法律体系里面是最完善的法律, 原因是什么呢? 因为这个是抄来的, 抄来的就是在金融市场里面经历了三百年或者更长时间一个体系形成的, 我们国家的《公司法》, 比方现在很多《公司法》, 《公司法》就带着我们过去《工业企业法》, 《全民所有制法》, 带着很多过去的背景, 而《信托法》是非常清晰和完善的法律。第二个, 2000年后银监会对信托进行了管理, 信托过去就是在社会上集资, 然后去搞投资, 其实就是变相的比银行要活, 但是变相的比银行给储户的利息要高这样一个行为拿过来以后, 当然有很多的投资都是为了所谓的政府的配套项目, 不是规范的信托公司。这次银监会在最近的十年里边对信托公司的治理, 比方现在所有的信托公司把“投资”

两个字都去掉了，都叫信托公司。信托公司就是一个专有名词，你就是做这行的就是信托公司。信托公司需要开展主动业务。就是过去我们一听信托就是老想着谁把这个钱拿着用，老想借款人，而忽略了投资人的利益，在信托里面就是所谓的委托人。委托人的权益由于在商业银行里面委托人没有什么权益，反正你存款以后就不用管了，按期收利息就完了，国家保证你有存款利息。但是信托不同，信托虽然是有受托人，有这样的一个信托公司，但是委托人权利是很明确的，也就是投资人有一个主动选择的权利，如果你拿着这个钱干别的，拿别地用了，你应该让委托人的大会来决定。第二个，信托目前我觉得是很有效的一个产品还有一个原因，就是信托产品要到期结束，它不像一个公司性的成本，公司一成立就不结束了，股东进去，入了这个股想退是没有的，不能退，除非是转让或者上市，中国这么多公司，上市公司很少，所以大部分入股公司之后你的资本就，当然也有所谓股东大会，但是实际上你受的管理层的主导比较严重。但是在信托不是，它是固定的期限一定要还本付息的，这个信托计划完了，结束之后所有钱全拿走。如果想接着玩儿我们再成立一个。它不存在说这些钱不挪用这样的情况。刚才吴博士担心的，说这个钱是不是分了，是不是真正把分红分给投资人？因为信托法规定本来就是你的。但是现在中国信托市场有一万亿的信托资产，里面大部分可能超过一半都是非市场化的，因为真正的信托市场化也需要有个过程，一半以上都是非市场化的，陈教授说，比如我们有些银行证券化这些方面的安排。这里面房地产信托有一千五百亿，这个大概占这个份额的 15%，这里面大部分又是开发贷款型的，所以说信托计划，信托的产品更主动的投资这样的是比较少的。信托公司应该是向这些委托人拿了他们资金之后找项目主动投资，让信托投资计划人获得更高的收益。目前我们这个信托公司它不具备这样的能力，或者说这个行业，就是资产管理行业太小了，需要大量的人为它服务。比方信托公司是有牌照可以成立信托计划，但是在某一个专业领域，像你投房地产，你不是贷款，你应该主动投资或者你投矿、石油等这些东西，都需要专业的管理人来参与，像这块我相信如

果再加一个管理人进来，除了委托人，分红人，还有这样的管理公司来协助这个信托计划来完成投资，这个风险变成两个层次，一个决策的是委托人，受托人本身他没别的事，他就是风险控制。过去是他自己用这个钱，现在他不用了，再放给管理人用，自然就多了一个控制的环节。这个管理人本身很爱护我们的信用，受托人又是非常爱护信用，因为中国现在只有 63 张信托牌照，暂时看不出来还要新发牌照，受托人也就是信托公司非常爱惜信用，那么管理人，就说我们，因为我们要帮他干活，我们想拿这个钱，想拿走拿不了，因为他控制着，想挪也挪不了，我们的利益是在持续的把这些钱管好，帮他挣钱，我们马上又有生意做。这样的—个资产管理的产业链就有效的控制了风险。所以现在你看中国的信托计划里面没有不成功的。在最近的情况都是运作非常好。

【吴春岐】：我回应—下。刚才讲的我们整个信托行业做的比较好的，但是我认为还是初级的。刚才郭总讲的是信托项目，我做—个信托产品，然后通过银行进行私募还是什么形式，但是这个信托实际上从整个信托讲还是初级阶段，实际信托在西方信托产品是比较长的，信托在经济发展当中占的份额、数量，当然我们总量比较大的，这里数量还是远远不够的。实际上信托从法律关系上它首先有—个委托人，当然我们做都是拿资金，我拿—亿资金让你做—个项目，—年、—两年基本都有—个固定收益拿回来。但是我想不动产的信托，比如这栋楼，这栋楼的经营权和信托权给你，但是所有权在我这儿，我信托给你，委托给你，你是受托人，有些时候有这种继承，他为了避税，我再指定—个受益人，大部分情况是受益委托人受托人是人。我说的风险问题在哪些地方咱们现在做的比较好，是往上走，银监会等等相关部门有—些手段。像刚才说风险在哪个地方呢？假如我是委托人，我把我的资产委托给你了，这栋楼让你租出去了，租出去要—三十年或者更长时间，这个时候我破产，那么这个按照信托规则所有权还在我这儿，所以这个时候按照我们国家法律关系，法院可以拆分你的财产。但是像信托你又按照—二十年，—三十年租给别人，这个时候可能你有很大的风险，你的计划就实

现不了。但是按照信托的基本的规则这个风险完全可以按照法律来避免，怎么避免呢？我可以通过信托登记，就是我信托给你这个资产，特别是不动产，这个就叫信托权益，这个可以对抗所有权，虽然所有权还在我这儿，但是发生了破产、查封等情况，我只要有一个信托登记，法院是不能查封这个财产，不能拍卖，这个时候你的信托权有保证的，你就可以放心大胆的做经营。为什么说有风险呢？现在你们两个只有一个信托合同，这个信托法上还明确规定，信托合同登记才有效，而现在没有登记，那么这个合同是不生效的。因为现在没有发生查封这样的情况，所以你感觉不到压力。但是一旦发生的时候，你的压力是很大的。我们按照西方的程序来设计，表面上风险转移了，但是法律上是没有真正转移的，所以我认为风险在这个地方。当然现在都做的非常好，因为你们项目设计的很好，市场也很好，另外银监会对资金比例控制的很好，没有发现不代表没有风险。

【主持人】(刘壮成): 现在实际情况这种业务还是很多的，包括我们做的信托计划，很多的房产就是这么做的，但是信托公司怎么做的？它不是用信托登记做的，是信托公司直接过户到它名下，就是你信托给我，我不给你代价，你就把名字换成我信托公司名下，我信托公司持有这个公司我一切权利就保证了，而你只能凭信托协议说这个东西是你的。

【吴春岐】: 这个时候税收没有发生？

【主持人】(刘壮成): 过户吗，现在没有。

【嘉宾】: 插一句，刚才你说投资信托，信托基金法是英法法系过来的，不存在物权的概念，不分的，实际上我们大陆原来也不分的，07年物权法出来以后分的，现在就存在这

个问题，在不分的法系中做一个物权登记，再跟现有的法律怎么对接，这是个问题。

【吴春岐】：刚才讲了信托登记不是物权登记，我们国家一直有不动产，像房屋等等登记，这是物权登记。信托那个不能用物权，它是一个权益登记。

【嘉宾】：现在有一个，在信托公司有一个银监会会有一个备案，这个备案当然不能起到我们登记的制度问题了，当然不是一个对等，但是你说的，就是股权质押登记，这个实际上是一个物权的限制了吧？

【吴春岐】：那个是。

【嘉宾】：现在法律对接是对接不上的，你既然不承认它是物权，或者类物权的话是对不上的。除非从法律体系上来讲，除非你就做一个事，就是过去我们没有物权法的时候我们也没有登记，就是行政规定了。另外我们刚才说实践中怎么做，我们不要物权登记，不要那个登记，就是我们把那个资产做成股权性质作为一个工商登记，产权变了。这个东西现在就在受托人名义下的，那么我作为一个委托人，我债务破产了，你只能追我的债权。

【吴春岐】：原来只是用所有权转移这个办法做补充，实际上这个补充费很大劲，而且成本很高，你所有权转移就是缴税。我们讲信托转移，信托登记是不用缴税的，我觉得我们大家共同推动成本降低，这样更安全。

【郭钧】：吴博士的意思是希望更安全，去推动一个信托登记。不是说现在不可操作，

是可以操作的，吴博士是从法学家角度希望法律更完美。从业务角度上我们在现有法律体制下就要实现这个生意，这是我们更务实的想法，否则等吴教授在这边倡议，那边立法再弄几年，那就是另外一个问题了。

【嘉宾】：你的登记制度远远不如证券化来的效果更好，那个是更彻底的，而且不存在法律体系冲突的。

【吴春岐】：证券化要求更高。

【主持人】（刘壮成）：吴博士说的非常对，就是中国的信托因为才短短发展了这几年，很多还有很多不完善的地方，我在这儿想说的，就是在现有条件下信托公司的律师，信托公司的风险评审员还是非常重视它的法律安全性的。信托的风险在哪儿呢？就是信托对政府融资平台，受政府指令做的大量的业务，目前给融资平台的融资成为它很重要一项，它用政府的税收担保，有政府的土地的去担保，做了很多业务，这些东西可保障性我觉得倒是大问题，它的非市场业务。刚才吴博士讲，像信托的限制，现在限制非常狠，现在登记只有 50 家，但是它委托人的额度没有限制。

【郭钧】：准确是这样，就是超过三百万以上的委托人这个不计数，这个不受限制，但是如果说你要是让在三百万以下的受限制，五十个。如果信托计划每一个出资人都只是出五十万，这个如果你是超过了二百个了，你看你这个集了一千，你超过二百个，二零零一个就是违法的。

【主持人】(刘壮成):对。牵扯到今天的话题,土地对中国经济的敏感性是非常强的,而现在在国家,在主要通过各级政府去控制经济发展,从前一段时间香港的张五常说过一句话,说中国经济改革成就完全来自于现政府抓经济,做主要推动力的。我觉得他说的很偏颇,但是从另外一个视角反映了一个问题,就是地方政府以抓经济为主的时候,它可能对整个经济的带动作用是会起很显著作用的。下面请陈老师谈谈。

【陈忠阳】:从道理上讲,信托关系是一种很特别的金融关系,它分债权关系,股权关系,还有保险关系,还有信托关系。这四大关系带来不同的风险转移和参与双方它有不同的风险转移模式和特点,其实总的来说都符合高风险,高收益的定价机制。信托关系其实是非常有特点的一种关系,因为在其他三类关系里面基本上风险由一方转移到另外一方,不管你是企业发股票,企业把自己发展的风险实际上通过股价的涨跌转移给了股票的投资者,股价一下跌你作为股票持有者就要受损失;你如果是银行向企业发放贷款,这个风险企业也转移给银行了,转移的什么风险呢?就是企业破产的时候银行造成损失,不破产的话本息收回来。保险关系大家都很清楚,事出了出这个事,不出事保险公司干得这个钱。信托公司这个关系就是它替别人做这个事,收的类似佣金这样的概念,从风险的角度来讲并不承担这个风险,我只要尽我能力做这个事,做好了相关披露,做好的法规,我受托人,这个信托财产从法律上讲或者道义上讲赔的再厉害,我有信息披露,我尽职尽责了,这都是委托人的事,你跟我信托公司没关系。信托公司不直接去承担这个风险,道理上这么讲,但是实际运行过程中它通过什么机制联系?这样的话很可能有一个道德风险,就是说信托公司作为受托人可能不顾委托人的利益,中间有一个道德风险,我只想吧规模做大,中间多收取费用,有不道德风险在里面。但是现在管理,就是信托公司面临一个很重要的风险就是信誉风险,这个当然是所有金融机构都强调的信誉风险,这个对信托公司更加重要,在信托关系下最重要的就是信,

你没有诚信，没有声誉，信托公司就做不下去了。所以在这个时候当你管理的信托产品在一定情况下遭受损失的时候，按道理可以让它承担，但是在实际过程中一流的信托公司它为了做成自己的品牌，自己的声誉，赔了钱能补上就补上，只要不破产就行了，这个就存在着一个重视良好的声誉的信托公司是有这种行为的，这个应该说是一种一流信托公司值得提倡的行为。这不仅是信托公司，因为信托关系存在于非信托的，像基金管理也是一种信托公司。通过这种机制信托公司承担的风险要比理论上的大。

危机前，包括中国的四大银行都做了大量的理财业务，就是尤其给大型企业集团做欧洲货币市场上利率调期业务，都是通过理财业务做的，号称是替大客户，央企的大企业做的业务，号称是给它们降低融资成本，但是实际上买了某种期权，就是卖了某种期权，得到一些期权，后来市场变化了，亏损的很厉害。在这种情况下这四大银行基本都选择了，把损失承担下来，或者给它转发新的贷款，帮客户熬过去。所以这个实际上是信托公司面临的很大的风险。

您刚才说的压力测试这个银行业都比较流行了，作为风险管理的方法，它是衡量一种压力情况下，极端情况下的一种损失状况，与之相对应的在正常市场条件下衡量方法，这个最典型的就是 V2 方法，这个在过去十多年里强调的比较多，突然这场金融危机的来的以后大家觉得压力测试很重要，一个就是技术问题，一个就是实质性的问题。技术上的问题，就是上午我在中科院开会，也是讨论新巴塞尔协议，就是巴塞尔三刚刚出台，它要求银行进行压力测试，国际上普遍认为这个问题压力测试在技术上还有很多问题的，在日常管理上能起一定作用，但是在技术上仍然还有很多问题。国际上对压力测试技术上还有一些怀疑的，到中国最近几年才开始搞压力测试，因为压力测试要在一个极端压力情景的设计，它的合理性就很难界定，压力之后定价更没有标准，所以这个在技术上上房地产价格跌了 20%、30%，银行产品到底到什么情况，这个说不清楚。

第二个问题，其实就是刚才刘总提到的，就是说压力测试特点是压一个和一组变量，压力测试还有一个对应的概念，叫情景分析。因为压力测试之压一个或者一组相关变量，所以它就很难反映这个事物发展的内在的所谓一种更多，更广泛的相关性很难反映进来，这也是压力测试的一个技术问题。就是说房地产价格下去只有其对国民经济影响非常广泛的，我们说牵扯到几十个行业，五十个行业大到钢铁行业，小到装修，其实装修也不小，就是这种中间的联系对银行相关的贷款的损失会多大，这个就是说压力测试还不行，还要利用情景分析了。所以这个确实说它的有效性还是有那个。现在处于监管合规上我们在理论上可以谈一谈。

【主持人】(刘壮成):这就是说现在我们恐怕有些人认识的太表面了，认为房价跌 20% 以后，开发贷款是不是有损失，其实我认为它的系统性的风险更是主要的。下面请叶教授来谈谈土地制度对这么敏感的，中国经济的房地产问题，现在会有什么样的调整，能把我的经济保持稳定的发展？

【叶剑平】:这个问题非常的大，很复杂。如果我们反过来说，这三十年的改革开放，这种城镇化完全依靠土地，一个是资本，还有其他的导向，就以它为粗放式的，外延式的增长模式，能不能持续，如果不能持续就要找另外一条路了。我认为一个城市盲从的扩大不宜居，比如北京带来交通病等等。但是经济要发展，人要城市化，要住哪儿去这就是两难，到底把城市继续放大，还是把农村放大，实际上这也是一个路径。不管怎么样，另外还有我们土地资源是有限的，不能增加，是稀缺的，如果都拿来盖房子了，像深圳似的，都种房子了，不是种地了，我们到底吃什么？所以发展还有保护的问题，趁势扩张和宜居的问题等等，其实都跟土地有关系。当然经济发展离不开土地，粮食生产也离不开土地。所以在这个过程中实

实际上要走什么路的问题？这个路从小的来说，就从财产，我们像郭总早一段时间，比如说2000年以后或者2000年前后，包括我们在座的这些拥有了房产，就像刚才陈老师说的，一万多的时候他认为很高了就抛了，像我们整天忙的没想抛的时候，原来几千块钱现在就变成四五万，资产就是随着社会发展它就增长了。从个人来说就已有资产的这些人来说是好事，但是对于没有的就不见得是好事。所以这又是另外一个问题，就是土地也好，包括不动产也好这个配置是不是要重新配置，或者作为社会是不是帮助他们先进入一个基本的居住的条件，如果这个也是作为我们执政目标的话，土地的配置又有另外的一个想法。

还有就是第三个，像这样的做法，比如说帮助年轻人置业，这如果作为未来发展的至少一个维度话，怎么帮助？是政府来帮，还是市场来帮？如果市场来帮的话，就是基金，信托，你的金融资本就可以进去，因为这样可以建造更多的以出租型为主的物业，供人家不能够一次性置业的人来居住。这一个很大的产品了。所以我想社会的变革和社会的价值取向实际上就决定了土地的利用方式和它的相应的金融产品。

未来发展毫无疑问，所以我刚才讲，我们整天忙忙碌碌是为什么，社会也是，好像这样改革也好，GDP涨了也好，这跟我们的社会，包括我们的后代，还有我们的在座的带来的是好的还是不好的，当然有好的，也有不好的。当然要理顺一下，怎么走更好。所以我想资源的配置问题，资本的配置问题实际就来了。所以我认为下一步不管是什么，资源也是有效配置，资本肯定也是高效配置，随着这样两个高效配置就是制度上的配合。如果制度不配合，那仅仅是一个目标，你没办法完成。所以这一走可能整个制度还要变革。

【主持人】(刘壮成)：我觉得房地产有一个问题，就是现在房价不断的在涨，可是现在经济模式好像每个人都要买房，可从没想到这个房子，应该人从生到死挣多少花多少，如果人活在世上的模型都是贡献一套房，死的时候贡献一套房，这个就有问题了，历史上没有人

给我们留下房子，现在这代人集中有房子，但是同时他也是为社会贡献房子，从这个角度讲我觉得一代人有一代人的问题，他可能在下一代人可能就不存在非要自己去买房，像现在两代人都在给你贡献房子，你这自己一代人不需要买房都有房了。所以房地产发展持续性也不是那么紧迫，说一定要买。

【郭钧】：刚才说房地产影响五十个行业这件事，我觉得应该给个澄清，我们今年 10 年整个市场销售量是五万亿，如果按照北京的比例，五万亿的销售额跟其他产业有关的，如果在北京这样的城市大概就 10%，可能在其他的城市这个比例稍微大一点，总体不会超过 30%。这就跟其他的产业发生关系了，就是所谓的建设，什么装修。那些行业主要是跟你的开发面积有关系，它跟你房屋售价没太大关系，因为每盖一平米房子就需要钢筋水泥，也就是说这五万亿里面大部分钱，百分之六七十钱都用来做资产转移，资产配置，就是很多要给拆迁户，这个价格产生之后这个钱要比土地成本高了，土地成本又给谁了？给了拆迁的人。包括市政配套费用高了，这个市政配套费用给谁了？政府拿去修路去了。实际上是资产的转移和配置。这个和产业的关系我相信是非常有限的。这样的话现在确实到了资产的时代，全社会都需要资产管理。

我是在商言商，为什么抢过话筒，因为资产管理从智慧上讲是大智慧，从行业上讲是非常有潜力的行业。全社会已经走到一个资产时代了，资产管理的理论都需要创新和发展。比方资产管理，精确配置就是资产管理的基本要求，就是你把资产配置到它应该用的地方，然后资产配置高效化利用。这个都叫资产管理哲学或者叫资产管理技术。所以说汉镒选择这么一个行业，选择资产管理行业作为我们公司现在主要的业务，我相信这个行业有非常大的市场，同时这个行业的发展对整个社会的于是具有重要的意义。

信托是我们从事资产管理非常好的切入的工具和机会，我们相信在这个行业如果更多的

人参与进来，这个行业的法律体系更加完善的话，一定会对刚才叶教授提的怎么样为人民谋利益就会更好。因为我们公司口号就是财产性收入和资产配置的服务商。我们希望为投资者创造更多资产性服务，对整个社会资产的配置也做出我们的服务。

谢谢叶教授，谢谢陈教授，谢谢吴教授，参加我们汉谟的讲坛，这个讲坛是我们第二次举办，第一次是在南开大学，以后我们还会到其他的学校去举办这样的讲坛，这个讲坛主要是推广或者叫推销，推销资产管理这个思想，推广这个行业，也推介我们这个企业。所以我代表主办单位对今天演讲嘉宾表示感谢，对大家的出席表示感谢。谢谢。