

从闯关到收敛

当国家资本主义联手国家金融主义，必然将催生货币的全面过剩。遗憾的是，当下改革并未为新经济提供空间，产业也未为新消费提供空间，更没有给过剩货币提供一个积极的“平仓”渠道。

金融大整肃

互联网金融出事了，前有e租宝，后有中晋系、快鹿、泛亚、大大集团、武汉盛世财富等线下理财平台等被连珠炮式引爆。伴随前所未有的跑路、诈骗潮，史上最严专项整治风暴出动了：首先是卡住增量，全国一刀切，各省市暂停登记注册在名称、经营范围中含有金融相关字样的企业；其次，管住存量，“谁家孩子谁抱走”，自查自纠，一旦监管审查不过关，吊销营业执照。本次风暴由央行、证监会、银监会、保监会及公安部等14部委联合行动，重点领域为股权众筹与P2P，目的是打击“非法集资”。自2014年起连续三年写入政府工作报告，在“促进互联网金融健康发展”的呵护下，互联网金融进入疯狂野蛮增长期。据《网贷行业2015年度报告》显示，2015年底网贷运营平台达2595家，相比2014年底增加了1020家，同比增长65%；2015年网贷成交量达到9823.04亿元，相比2014年网贷成交量（2528亿元）增长288.57%。增幅之巨，足以让其他行业侧目。尽管其间问题不断，却终能化险为夷，离不开有关方面“半推半就”的默许。而如今，互联网金融领域一片肃杀，2016年一季度近百家P2P平台主动关停。

一日三秋。2015年的“最炫中国风”还是“金融闯关”，鼓励金融创新；2016年金融政策则风云突变，转向了“金融整肃”“脱虚向实”，强调金融安全。金融市场的监管者“一行三会”正以规模空前的联动模式，对金融体系展开一场“全覆盖”的风险排查与整顿，涵盖传统商业银行、证券以及互联网金融等诸多领域。

一、在股市方面，注册制早已销声匿迹，非但在“两会”政府报告中只字未提，刘士余更明确表态“注册制是不可以单兵突进的”，需要一系列配套的规章制度，而“配套的改革需要相当的过程、相当长的时间”。不仅如此，战略新兴板同样被搁置起来，“十三五”规划纲要中删除了“设立战略性新兴产业板”内容，惟留下“支持战略性新兴产业发展”等条目。至于新三板则被强化监管，2016年以来国泰君安在此业务上就分别被上海证监局以及北京股转系统处罚，如今新三板《分层管理办法》落地，新三板挂牌公司被分为创新层与基础层，其实质就是选优与淘汰。

二、“规范发展”互联网金融。P2P网贷平台不仅被正式定名为网络借贷信息中介机构，还被划下12条不得触碰的“红线”，主要包括不得自融、不得设立资金池、

不得提供担保、不得期限错配、不得混业经营、不得从事销售银行理财、券商资管等产品、不得造假欺诈等；还要到地方公安局全面登记备案，明确“谁引进，谁负责”，落实源头防控。除此之外，互联网支付机构开展跨行支付业务必须通过人民银行跨行清算系统或者具有合法资质的清算机构进行；不能银行化与银联化，暂不受理新机构设立申请。

三、在传统银行业领域，不仅祭出“82号文”，规范银行业信贷资产收益权转让业务，直捅银行业务最隐秘的软肋——理财资金购买信贷资产收益权，金融资产由表内转表外；“126号文”要求银行加强票据业务监管，审查贸易背景真实性。

四、加强信托公司风险监管。银监会下发“58号文”，非标资金池信托排查清理力度，严禁新设新资金池；明确杠杆配资红线为2：1；对复杂产品要按“穿透”原则检测底层资产流动性状况。

五、中国证券基金协会要求证券类私募机构“必须全员都有基金从业资格”，出现明星、大佬齐聚考场的“史上最热闹基金从业资格考试”奇观，一些公司甚至规定入职一年后还没通过考试，就扣掉20%的工资。此外，监管排雷风暴还刮到了广告业，国家工商局等17个部委联合下发整治方案，严查新兴媒体金融类广告，“保本保息”“低风险，高收益”一概不能用，2016年央视标王——翼龙贷不得不终止与央视的广告合作。由上述金融大整肃可见，2016年金融政策进入全面收敛阶段，相比2015年的金融政策可谓是方向性的调整。

倘若世事皆有因果，2016年的金融大整肃其实是对2015年金融闯关结出的苦果的调整与修正。回顾2015年的金融闯关，依然让人不寒而栗。

2015年率先在股市上进行闯关，其目的是希望一轮高昂的牛市对下沉的GDP进行对冲。从通过融资融券，甚至场外融资加杠杆，到同一人可开设20个账户，再到推出股指期货，让万千股民第一次见识到杠杆的威力。然而，事与愿违，2015年下半年“股灾”爆发，中产阶级瞬间天崩地陷，国家也成了“接盘侠”，损失2万亿真金白银，证明了人造牛市不是吹出来的。

“8·11”汇改的基调是让人民币汇率走市场化的道路——第二日开盘价完全跟踪上一日收盘价，一日波动幅度调整为2%，把汇率波动交给市场，结果导致汇率预期失稳，引发异常波动。实践证明汇率市场化改革是方向，但人民币汇率依然没到自由浮动之时；也验证了蒙代尔的不可能三角，即利率放开，汇率资本项下也放开，不可能保持独立的货币政策；同时也证伪了经典市场经济。

三、互联网金融被作为新生产力呵护有加，被连续三年写入政府工作报告，“促进互联网金融健康”发展，从而进入野蛮疯长期。而缺乏监管与规则的互联网金融却

走向了另一个极端，披着互联网金融外衣盛极一时的网贷平台异化成为网络传销，并陷入跑路潮，昨日熙熙攘攘的CBD办公室一夜之间就搬空，充满着“眼看他起高楼，眼看他楼塌了”的荒诞感，截止2015年12月，3000多家P2P中竟有1302家P2P平台死亡，668家跑路，涉及金额巨大，其中一家跑路公司金额高达46亿元，投资者的血泪实证了让市场起决定性作用，必须同时配置更好地发挥政府作用。

四、影子银行的混业等同于混乱，那些游离于监管体系之外、与传统的接受中央银行监管的商业银行系统相对应的金融系统，包括民间借贷、第三方理财、信托、P2P、无备案私募股权基金、融资性担保、代客资产管理、基金保险等子公司融资业务、资产证券化等，再加上商业银行用复杂的会计方法把表内转表外，与金融精算师设计的金融衍生品相似，成为系统流动性和信贷增长主要推手。穆迪的数据显示，中国影子银行系统规模2015年猛增30%，达到53万亿元人民币（8.1万亿美元），合中国经济规模的4/5。正是由于上述领域有闯关变成了“闯祸”，必然要引发2016年金融政策的回摆，迅即进入全面收敛阶段。

虽然金融大爆炸是宏观的、本质的、长期的，金融闯关只是金融大爆炸的具体表现形式，金融收敛则是中观的、短期的、局部的，但仅仅把本次金融收敛当作政策翻烧饼，或者只是单纯的修正，就过于轻视了金融大整肃的历史意义与作用了。其实质是对此前自由市场原教旨主义和行政计划原教旨主义两种指导思想纷争的一种回应，对引发出来的各种金融问题的反思。当下的中国金融变革正处在一个超复杂的时空背景中，呈现金融非市场化、金融大爆炸、金融劫持、互联网浪潮并存的格局，既无法照搬价格闯关的路径，也无法复制西方金融路线的老路，只能靠金融版本的自我升级。虽然当下拿不出一揽子政策、方案，甚至顶层设计“妙手回春”“力挽狂澜”，但至少是确定底线，在正确的方向上试错前进，在各种矛盾中和调控过程中推进改革。具体而言，本轮金融大整肃将沿着四个层次推进，首先是市场治乱，比如对e租宝这样的平台进行清理。其次是“一行三会”自我协调，遵循“统筹、协调、监管”原则。目前“一行三会”还属于分业监管，对金融信息的收集呈碎片化，对层出不穷的新金融形态，监管手段有限。再则，混业与分业的均衡与规范。混业与分业是面临的改革难题，金融的必然趋势是走向混业，而混业又必然带来各种混乱，1999年美国废除格拉斯-斯蒂格尔法，加速金融混业发展，最终在次贷上引爆全球金融危机即是明证。最后，脱虚入实涉及金融的再定义。金融曾被作为市场经济的核心，一切活动都围绕这个核心进行，并被这个核心虹吸。因为，金融业的内在逻辑注定其“钱生钱”要高于实体经济，即金融成本之上（基本理财、保本保息之上；至少存款利息之上）。当实体经济利润比不上金融业，在金融过剩背景下，会出现虹吸现象，由实体经济转向虚拟金融，其终极后果是“失衡与崩盘”，所以从某种意义而言，金融不是社会经济的全部。

“一行三会”架得住吗？

种种乱象背后，金融市场的异变已超出“一行三会”“招架”范围，金融监管体制改革已提上日程，央行的独立性问题以及“一行三会”的“归宿”再次成为社会的焦点。

其实，对央行独立问题的争议由来已久。按照西方市场经济国家的经典，央行独立于政府部门才能确保货币政策的有效性。而中国央行隶属国务院，在金融危机后，更是成为政府部门刺激经济中的“急先锋”，大量释放流动性，埋下经济发展的“隐患”，以致社会对经济刺激、货币放水心怀忌惮，一些专家学者更是指出应让央行独立来化解其中的矛盾。可是，央行独立终究是西方的经典，并随着时代变化已发生变异。最早提出央行独立是在第一次世界大战后，由于大多数交战国狂印钞票导致通货膨胀，因而提出保持央行和政府的相对独立性。以此为先河，哈佛学者通过分析17个工业国家长达40年的国民经济统计资料得出，央行独立与通货膨胀有着明显的负相关性。在2008年金融危机之前，央行独立可谓是西方经久不衰的万世之作，例如美国联邦储备体系就有近一个世纪的历史。

但危机后，发达国家的央行角色也发生了转变，央行“去独立性”和与财政的合作越发明显。例如，美联储用宽松政策强势推高资产价格；欧洲央行在2011年底两次降息来“去通胀”，也就意味着德国央行“反通胀至上”的货币政策哲学的终结。中国不是经典的市场经济，缺乏实施央行独立性的基础，中国今天面临的疑难杂症，也不是央行独立就可迎刃而解的。一方面，金融“低效”，自己玩自己的，还不能够支撑和服务实体经济。当下市场资金面充裕，可实体经济依然“缺血”严重。近年来，央行定向降准并没有改变中小微企业“融资难、融资贵”的矛盾现象。另一方面，金融监管部门缺少制衡，监管效率低下。“一行三会”是互不隶属的部级机构，监管着力点、方向不同必然带来监管上的分歧和冲突。显然，当下亟待解决的是金融监管的效率与制衡问题。

除此之外，比央行独立性问题更为严峻的是金融纷纷跨界架空“一行三会”。一边是异彩纷呈的金融衍生品。中国金融衍生品在上世纪90年的小荷初露后，便快速发展，但仍属于初级阶段，市场深度不够，对冲风险的工具却在一定程度上成了制造风险的元凶。就其自身而言，金融衍生品的保证金交易、缺乏透明度交易以及杠杆效应所带来的风险不仅难以预估，而且可能成倍、成百倍放大，例如巴林银行的倒闭。另就市场而言，监管手段不深入、产品设计不合理等亦是风险的来源。另一边是“泛滥”的金融跨界问题。近年来，随着金融革新尝试不断，混业经营已成为常态，如金融机构跨行业、产品跨领域、业务跨市场、地方金融跨区域、金融市场跨国界等。可是，中国既缺少统一的相关监管法律，又缺乏相关交易和风险管理的指导，难以有效应付金融滋生出的风险跨系统跨部门的蔓延。这样，不仅监管职能一再被分拆，监管交叉处的空白点和分歧也越来越多，使整个金融体系“漏洞百出”，被置于大量“出血点”的风险中。

另外，互联网金融更是对“一行三会”彻底“颠覆”，是“一行三会”八竿子打不着的新兴领域。众所周知，互联网金融“创新”于监管灰色地带，其市场监管的空白也成为互联网金融发展的驱动力，正如实体经济的高人工高负税是网购的推动力一样。根据金融市场的“木桶原理”，监管体系视为桶身上的铁箍，“铁圈”不牢，则有散架的危险。当然，事后介入的“中国式监管”无可避免，但核心问题在于，“一行三会”与互联网金融并不匹配。“一行三会”是在传统金融格局下诞生的，以机构监管为特征来降低金融风险，“三会”本是一体，均脱胎于“一行”，例如银监会剥离央行就是为防止同步震荡，即防止银根与监管同步缩放。但眼下“一行三会”监管格局与互联网金融多元化发展趋势相悖，就其风险而言，即存在信用风险、流动性风险，又存在信息泄露风险、技术风险。与此同时，“一行三会”该如何管理不是银行的“银行”？互联网金融突破时空的限制，并不断开疆辟土，以新的业态（如P2P理财、宝宝类理财产品、蚂蚁花呗、众筹融资等模式）对传统金融行业攻城略地。也就意味着，“三不管”地带内，正有一批看似银行又非“银行”的企业在挖着传统金融的墙角。可是，这龙蛇混杂的互联网金融市场并没有责任主体和完整的监控框架，如P2P归银监会管、众筹归证监会管、互联网保险归保监会管等。并且，《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》也只可认作为牲口套上缰绳，类似e租宝平台这样的系统性风险仍然存在。

此外，“一行三会”与作为其职能“补充”的金融办也矛盾重重。实际上，中国当前是实行中央集中垂直、地方辅助配合的监管模式，金融立法和政权过多集中在中央部门，一刀切而又过于笼统化的政策难以兼顾多样化的地方需求，不便于地方政府落实操作。其次，地方金融办并不具有行政审批权，起初就是议事协调部门。可现实中，金融办成了地方政府的“代言”，不仅对金融机构任职加以涉足，还对地方金融机构经营加以干涉，这也曾令“一行三会”在地方的监管陷入困境。这种“博弈”还存在放权和收权上，很多地方政府为了增加地方金融监管的灵活性和自主性，希望中央能将地方监管权下放；可中央出于风险等各层面的考虑，仍上收这部分权利，比如对县市级农商行、村镇银行等的监管权利。

鉴于此，“一行三会”的监管体制变革已迫在眉睫。于是，监管2.0版也层现迭出，归纳下来，大致有两种方案：方案一是合并“一行三会”，采取超级央行模式；方案二是建立金融监管委员会，落实协调机制。但是，上述两种方案均不能较全面化解当下金融格局的矛盾。就目前这种格局而言，中国金融监管体制改革要解决的远不是央行独立或“一行三会”简单地合与分的问题。

换言之，金融领域效率与制衡的兑现不是央行独立，而是关联与综合。一面是横向上的联合，一体化监管乃是大势所趋。未来可能确立一个超然于“一行三会”之上的金融工委，从更高层面协调“一行三会”，确立牵头机构，如英国模式、德国模式等。与此同时，下设平行于“一行三会”的互联网金融监管机构，消除监管盲区，凝聚共识。

另一面是纵向上的上下联动。显然，大而化之的监管体系已经不合时宜了。那么，地方金融监管机构不能再是唯命是从的政策实施者，而是举足轻重的参与者。比如，将属于“块”上的金融办隶属于中央，确立地方监管机构的主导地位，从而给地方金融体系装上“瞄准镜”，实现“还政于州”、因地制宜的需求。因此，“一龙管水”为主、“多龙治水”为辅的监管体制将会应运而生。当然，此次金融监管体制改革最终会以何种面目呈现还是个未知数，也未必能一蹴而就地化解所有矛盾，但只有中国金融体制有效地解决效率与制衡问题，才可能实质性地兑现金融更好地服务于实体的目的。

金融治乱循环

面对互联网金融乱象丛生，主流舆论倾向于“怪罪”监管不力与人性贪婪。如业内普遍认为监管部门割据，使得监管缝隙、漏洞凸显，监管和市场间缺乏良性互动，监管难以迅速捕捉市场短期变化，以致虚假金融创新和伪互联网金融泛滥成灾。2016年互联网金融全面“塌方”，更将全民贪婪的劣根性表现得淋漓尽致。所谓“天下之乱，源于人心之丧乱”，看似颇有道理，实则难有说服力。且不说人性贪婪自古如此，即便监管问题亦是老生常谈，不仅存在于互联网金融领域，传统金融也常常拿监管来说事。既然放之四海皆准，也就意味着并非问题的核心所在。貌似相对靠谱一点的说法，是将乱象开罪于货币超发，天量货币缺乏投资渠道，互联网金融恰好提供了分流渠道，结果洪水来得太猛烈，一下子把堤坝冲垮了。

可是，金融领域乱象自改革以来从未停歇，无论当年货币极度紧缺时代还是如今的货币泛滥年代。20世纪80年代开始，经济急速膨胀，资金需求极度饥渴，各银行间为拼抢客户的高息揽储大战几乎成为一道难以磨灭的印象留在人们的记忆中。此外，民间各种“会”以其诱人利润不知让多少人“尽折腰”，不惜以身试法，大案、要案、雷人案层出不穷。阶段不同，本质一样，即“非法集资”。当然，改革早期资金更多流向实体经济，有实实在在的载体，而今大部分沦为击鼓传花的“庞氏骗局”。可见，也不是钱多钱少的问题。归根结蒂，金融改革始终滞后于经济改革，积重难返，近年来遭遇互联网尤其是移动互联等技术创新倒逼，既为改革带来了新的突破口与动力（如第三方支付等对传统金融业的颠覆），但同时也加剧了改革的复杂与难度，可谓老伤未愈、新伤又起。此外，中国金融改革之所以踟躇不前离不开国际货币架构大背景、大格局，特别是危机爆发后，各国竞相以邻为壑搞量化宽松，客观上推延了金融改革进程。

正是由于缺乏改革思路，一遇到问题、矛盾，往往用行政指令甚至窗口指导来进行调整，导致“一放就乱、一乱就抓、一抓就死”的治乱循环模式总在循环“播放”中。事实上，金融领域是中国经济结构中失衡最为严重的部分，如国企与民企（民间金融）严重失衡，国有金融机构占据主体的局面绝无仅有；直接融资与非直接融资失衡（市场经济进化到今天，还得依靠古老的直接融资，至少与中国的经济地位

难以匹配)；监管手段有限与新金融形态层出不穷失衡；分业与混业业态失衡；需求端(小微企业)与供给侧失衡……因此，其他领域或许尚能以保增长为由暂缓结构调整，金融领域的结构调整却刻不容缓，金融改革难以回避。

当下金改领域有两种主流观点：一是鼓吹金融闯关，言必称华尔街；一是摸着石头过河，稳为上，强调中国特殊性。前者其实早被把天捅破的华尔街所证伪，后者喜欢拿阿根廷、俄罗斯等奉行金融自由开放国家被轮番剪羊毛、割韭菜来自证高明，却失之于缺乏改革锐意进取的精神，并忽视了人民币国际化刻不容缓的历史走向。两种主流观点的对冲，本质上反映了金融改革路径之争，是市场经济原教旨与计划(行政)经济原教旨的路线之争。两者互不相让，彼此缠斗不休，改革进入相持阶段。鉴于中国金融领域开放度相对有限，既无法完全证伪以市场化格式化中国金融领域的有效性(尽管华尔街式的新自由主义金融已被证伪)，也难以全盘否定中国式金融管制对长远发展的有利性，改革相持阶段将延续相当长时间。两者间此消彼长，各种乱象还将不断涌现，与之相对应的监管无力感与滞后感将如影随形。

事实上，金改的真实路径，并非这两大原教旨东方压倒西风，更多表现为重塑金融格局框架下，两者之间的“勾兑”。所谓格局，是指金融架构整体性的调整与匹配，不仅包括行业自身的结构性调整，还涉及与国企改革、与技术创新融合等匹配性。当下金改往往局限于资本市场、两率市场、人民币国际化等改革，不仅把改革割裂开来，而且缺乏顶层设计层面的思考。至于勾兑，是指既不盲目推崇全面市场化，毕竟金融是经济的血液，牵一发而动全身，也绝非“左右摇摆”，而是两者间的磨合与配合，既体现在整体性改革推进上，也体现在局部性改革突破上。

不过，金融领域是比较特殊的领域，改革需要突破，同时也必须承认金融行业永远是像魔术师一样搞财富组合，爆米花式地获利。自诞生之日起，金融行业给我们带来了多少灾难，就带来了多少惊喜，其对生产力神一样的召唤，为时代进步注入了源源不断的能量。因此，当下的相持正在为即将到来的突破酝酿情绪、积蓄动力，同时改革不可能一蹴而就、一劳永逸，而是不断版本升级、与时俱进。

当下，中国从“金融闯关”向“金融收敛”的切换，一方面折射出市场经济原教旨与计划经济原教旨的缠斗；另一方面也反映了改革“进二退一”，在政治上寻找均衡点的历史惯性。如果说闯关是一种带有理想主义的激进行为，收敛则是在现实主义驱动下的主动调整，表面上是政策的放与收，实质上隐藏了诸多问题与矛盾。一是“一放就乱，一乱就收，一收就死”的治乱循环怪圈。回溯金融领域诸次整治都是沿此套路，今日关停互联网金融与当年关闭期货市场如出一辙，更不消说股市IPO的“开关”牢牢掌握在证监会手中。可以预见，当金融业脱离其他产业，自娱自乐、自我膨胀的倾向愈发明显，如果有关方面依然缺乏改革思路，一遇到问题、矛盾，就用行政指令，甚至窗口指导来进行调整的话，更将深陷怪圈，难以自拔。

二是混业经营与分业监管的矛盾，以及金融双轨制的现实。中国金融体系已经出现综合经营，混业发展趋势，而现有金融监管还是分业监管体制，“一行三会”各守自家的“一亩三分地”，监管乏力、掣肘时有发生，尤其是跨界监管难以协调，形成的“监管真空”便成了所谓金融创新的“肥田沃土”。比如近几年爆炸式增长的P2P，花了很长时间才明确由银监会监管；再如证监会无力监管“股灾”中场外杠杆资金来源，以致错估场外配资规模，累积那么高的杠杆被平仓，诸如此类。尽管金融监管体制改革呼声甚高，还传出“混业监管”“超级央行”“五套方案”等各种说法，但至今仍未有任何成型方案出台，表明内部争议与协调还在持续中。而金融双规制，即曾“一统天下”的国有银行与“夹缝求生”的互联网金融、民营小贷银行相爱相杀，考量着有关方面落实国民待遇、兑现“三公”原则的决心，以及兼容二者的制度与方式。

三是中国独特的货币难题。全世界对货币超发早已习以为常，即便负利率也在所不惜，但对中国而言，过剩流动性不仅仅是落入世界各国政府救市的窠臼，还是货币原罪与宿命，更有其制度设计上无奈——强行结售汇导致的基础货币投放，以及城市化过程中土地质押产生的信贷货币投放。前者建立在中国出口拉动经济模式的基础之上，在强制结售汇制度下，央行吸纳企业与个人持有的外汇，同时按即时汇率投放等值的人民币基础货币，这样就释放出大量流动性。后者则建立在土地公有化以及土地财政前提之下，一方面土地拍卖进行资产价格确认时，沉淀了大量的货币；另一方面，土地又可以作为优质抵押品抵押给银行，产生信贷货币投放。对此，背负超发“恶名”的央行只有打碎牙齿和血吞。

四是市场化与网络化的金融突破。一边是金融有自我创新、自我循环和自我膨胀的动力，复杂的资产证券化和金融衍生品，特别是以再证券化为代表的金融产品与工具很容易掩盖自身的风险，很容易成为击鼓传花的游戏，因为玩金融的本质就是经过魔方式的金融组合（如偷换概念、置换前提）形成爆米花式的财富效应；另一边是互联网+时代，在互联网上搞金融更方便，不仅有第三方支付（网上支付和移动支付）提供便利，股权众筹支持创新与创业，还有HOMS系统支撑场外配资，更有地下钱庄、民间借贷等披上互联网的外衣，为诈骗活动提供平台，比如部分P2P网贷平台搞资金池，开设线下理财公司，以传销手段发展代理人，利用高收益骗局诱导吸收公众存款等等。对于这些金融突破，更需要有规则和制度进行事前监督。

五是金融到底是谁的核心？1991年，邓小平在上海视察时指出：“金融很重要，是现代经济的核心，金融搞好了，一着棋活，全盘皆活。”金融常常被称为市场经济的“血液”，但金融往往也自我交易，过度杠杆化，忽略实体经济，脱离人民大众。因此，金融可以是市场经济的核心，但不是社会经济全部。正是由于上述五大问题的存在，金融改革被逼上梁山，不改不行。

然而，比问题倒逼更深刻的是缘分与宿命。首先是企业终会走向资本经营。在企业

发展的七个阶段（生产经营、科技创新、生产服务业、资本经营、平台和集成、战略、咨询），企业完成资本积累以后进入资本经营阶段，这是企业发展的内在逻辑。其次，货币成为买卖对象。市场经济与工业经济的发展必然将导致货币过剩，因为市场经济是以交换为方式的经济，交换的媒介是货币，为了获得更多的利润，必然要生产更多的商品，进而匹配更多的货币，最后货币自身成为买卖对象，概念作为一般等价物，金融成为社会的黑洞，这也是人类发展的一种内在宿命。再者，国家资本主义异化成国家金融主义。为了应对金融危机，全世界都坐着直升机撒钱，美国搞了三次量化宽松，欧洲、日本搞起了负利率，截至2016年5月底，全球负利率国债发行量已达到10.4万亿美元。最后，金融原罪决定“赎罪”在所难免。过剩—平仓是遵循能量守恒一般规律的表现，当商品与货币被源源不断地制造出来，一定要通过战争、危机等形式把过剩的货币蒸发掉，但二战之后，并没有这样的机会清算、蒸发过剩的货币，因此导致了今天金融的泛滥。如果说原罪不可恕，那么当下的金融整肃、政策调整、金融改革也可以视作接受“惩罚”。对此，有关方面需金融问题上想通想透，方能真正做出改革举措。

至于金融改革，其原则不是没有，而是如何执行到位。李克强讲“在更大范围、更深层次，以更有力举措推进简政放权、放管结合、优化服务改革”；十八届三中全会更是提出“市场在资源配置中起决定性作用和更好发挥政府作用”，这些都是金融改革的战术与战略。从“金融闯关”到“金融收敛”，虽然方向上已“峰回路转”，但过程本身“山重水复”，再加之中国还是非市场经济国家，政策还有作为空间，因此金融改革或将呈现出在调控中改革推进的特点，不可能拿出一揽子政策、方法和顶层设计，更多的是随机漫步方式，在确定底线的情况下试错、探索。

杠杆的问题在支点？

万科郁亮曾拿着一本《门口的野蛮人》说：想要控制万科，“野蛮人”只需200亿。事实上200亿元都不需要，因为这世界上有种东西叫做杠杆。此次宝万之争就被追究资金何来，市场爆出30倍杠杆，虽然最终监管层介入调查认定杠杆比率为1:4，风险可控，但若非半途杀出华润、恒大等“程咬金”让万科股价暴涨，宝能9个资管计划哪有浮盈32亿元（截止2016年8月17日）的可能，早就爆仓出局了。杠杆无疑让人爱恨交加。2015年从股市到楼市的加杠杆，让多少人做着发财美梦，却终究被市场疯癫无情撕裂。单是两个月股指腰斩就让无数高手死于杠杆，21万个50万元—500万元的投资者财富付之一炬，引发高层关注与纠偏，以致2016年金融创新从鼓励到收敛全面逆转。2016年7月26日中央政治局会议更罕见提及“抑制资产泡沫”，再次将矛头指向股市、楼市，实则为防范金融“脱实向虚”——金融去杠杆一触即发。针对股市，从证监会“资管八条”到银监会下发理财新规，意在控制23万亿元银行理财产品流向，以免金融空转。针对楼市，不仅南京等热点城市开始收紧房贷杠杆，官方更首次定性首付贷违法违规，“一行三会”封堵银行资金加杠杆进入房市，可见“去杠杆”已全面展开。可问题是，去杠杆就要刺破泡沫，股市已

是前车之鉴。那么杠杆的问题究竟在哪里？

说起杠杆，核心是负债，通俗讲就是“以小博大”的倍率，比如负债之于GDP，房贷之于房价，保证金之于期货等。当下全球炒作中国债务危机，就在于中国整体杠杆率飙升。据国家审计署报告，2015年末中国经济整体债务规模176.5万亿元，全社会杠杆率260.8%，较2008年增长127.8%。尤其金融危机后实体杠杆猛增82.8%，已达2.4倍。其中，这轮楼市的去库存居然以加杠杆方式进行。2016年上半年新增个人房贷2.3万亿元，占比GDP6.4%，远超日本3%的历史高点，接近美国8%的历史峰值，显示居民购房边际杠杆接近极限，这也难怪权威人士直呼不能再用过度杠杆保证GDP增长。于是，简单的显性杠杆比如两融之于股市等，尚逃不出行政之手，但中国人不仅将杠杆表外化、衍生化，更嵌套式发展，以致异变成复杂的隐性杠杆。尤其是当下理财产品衍生诸多表外资产，已成资本市场新杠杆。显然，对金融创新的放纵，打开了杠杆异变的潘多拉魔盒。

其实，政策千方百计化解债务，本无可厚非，可杠杆的问题在于支点。2008年为救经济抛出“4万亿”，对于GDP增长无疑是剂强心针，但该死的企业没死才有了今天僵尸企业横行。况且，当年货币流通速度下降15%，意味大量资金反而流向低效部门沉淀，以致4万亿效果大打折扣。更让人心寒的是，危机以来中国M2暴增91.7万亿元，政策本意图支持实体发展，未料金融来钱更快，以致货币全掉进金融领域自说自唱，政策无疑陷入找错支点的尴尬境地。股市同样“踏错”节奏，在2015年运作机制不到位的情况下加杠杆，结果两融、场外配资等无不成资本大进大出“拉差价”的“帮凶”。虽然爆仓也是罪有应得，但让政策以去杠杆刺破无疑加剧股市坠落。即便有汇金等国家队入场也是打着自己的小算盘，以致中小股民最终只能“用脚投票”。显然，若支点不对，杠杆再怎么使劲都是白费功夫。而当前市场一心去杠杆，未料却以加杠杆方式进行。

虽然相比华尔街玩衍生品惹出这场全球危机，中国玩金融还只是雕虫小技，但不可否认，中国正迎来第四次金融大爆炸。而金融本质上就是“拆东墙、补西墙，墙墙不倒”，内置了高杠杆的性质。因此，正如当年美国衍生品泡沫吹上去的，还得去杠杆现出原形，只不过碰到非典型的中国，一边是金融在爆发，杠杆整体在加，但另一边从P2P跑路到理财爆仓，杠杆局部在减。实体同样也是加减参半，一边钢铁煤炭以去杠杆去产能，另一边房地产却以加杠杆去库存。显然，中国的杠杆处于左平右衡的“精神分裂”中。但不管中国的杠杆有多高，只要中国不是完全市场经济，就不可能发生经典市场意义上的债务危机。因为有关方面不会坐视不理，不管是当初广东三角债的化解还是银行不良资产的剥离，中国的行政之手都将让杠杆遁形，拖延危机并逐步消化在过程中。

尤其当下将实体去产能的风险累积到银行体系，殊不知钱没出路，杠杆再怎么折腾，钱依然在金融领域原地打转。因此，与其纠结杠杆长短，不如好好想想怎样重建

支点。比如房地产的问题就不是简单的杠杆问题。因为相比三四线过剩，一二线城市并不是去库存，而是稳库存甚至加库存。根源在于房地产供给侧不顾三四线消费力盲目造楼，因此，去库存的着力点在供给侧改革。虽然加杠杆是刺激需求最快的方式，但以泡沫“掩耳盗铃”岂能解决问题？反而制造出房价飙升的新问题。而说到底，房价上涨的背后是土地供给制度问题，并非去杠杆所能降房价。因此，与其以限购等行政方式一竿子打死，反倒不如以房地产税等市场化手段来调节。毕竟，金融要为实体经济服务，杠杆的支点找准才能撬动实体。放任货币自我炒作被蒸发，还不如通过产业引导基金、股权交易平台等进入实体，或者砸向基础科研、新经济领域，尚能为科创“加砖添瓦”。只要1%的技术突破或项目成功，不但能覆盖99%的失败，还将“一本万利”。因此，企业去杠杆也好，地方化解债务也罢，都可以聚焦科创与新经济，或化债务为股权，或以产业引导基金，或以PPP模式等“化腐朽为神奇”。以此观之，也就无所谓杠杆了，关键是给个支点，杠杆才能真正有“撬动”的用武之地！

走第三条道路

后危机时代，全球金融问题待解。从宏观层面来看，发达国家货币政策分歧加大，美国于2015年底启动加息进程，2016年6月份仍存加息可能，而部分国家银行则开始推出负利率，分别是欧元区、日本、瑞士、丹麦、瑞典。所谓“风雨同舟，患难与共”在国家利益面前不过是一句无足轻重的空话，率先加息的安然无恙，坐等美元资产价格上涨，加速新兴国家资本外逃；大水漫灌的自身难保，还期许着以邻为壑，看谁把沟挖得更深。即便没有公开宣称负利率的国家，实际上也已进入真实的负利率时代，2016年1月份，中国居民消费价格指数（CPI）超过国有大行上浮后的一年期存款利率，紧接着2月份又超过股份制银行，对此，业内人士算了一笔账，10万元人民币存银行一年净亏537元。不仅如此，中国汇改事与愿违，进退维谷，原本想让汇率形成机制更市场化，同时一次性释放人民币贬值压力，但引发的市场震荡和多空大战出乎有关方面预料，只好再次回到加大在汇率市场干预力度的老路上。

从微观层面来看，金融领域进入多事之秋。一是全面整肃互联网金融，对互联网金融表态的关键词从包容、创新切换到整治、监管，诸如暂停工商注册、整顿互联网金融广告、建立“一户一档”、叫停跨界定增……种种重磅信号显示，经历野蛮生长的互联网金融行业遭遇最严监管风暴。二是传统商业银行告别高增长的“黄金时代”，利润空间急剧萎缩。据统计，五大国有商业银行净利润增速仅为0.69%，多数股份制商业银行也落入低增长行列，净利润增速不到5%。这表明，在利润市场化改革叠加利率下行周期背景下，传统商业银行靠吃息差的“谋生”方式已经难以持续。三是类金融的新空间却层出不穷，挑战金融监管底线。比如银行使用复杂的会计方法，把高风险贷款伪装成理财产品，把贷款从资产负债表转移至投资，据穆迪投资者服务公司估计，中国影子银行系统的规模近年来扩大了几倍，已达45万亿

元人民币，几乎是中国经济总量的三分之二。四是直接受此影响的是世界主要国家楼市的飙涨，与股市的上蹿下跳，不仅让“国家队”受损，更让政策出洋相。由此来看，金融领域内已是各国联动，国外与国内联通，在全球化时代谁也不能独善其身。

而原因就在于，以国家力量主导经济运行、参与全球竞争的国家资本主义正逐渐演变成国家金融主义。前者表现为国家和政府的功能被组织成企业或公司，国有企业在经济中占主导地位，拥有较大规模的国家主权财富投资基金，政府在市场经济运行（特别是危机时期）中发挥较大功能；后者则由政府经营经济，进化为政府在全球金融市场上纵横捭阖，比如超发货币、主导汇率机制、进行资本管制等。国家金融主义具有两重性，一方面是平抑显性危机，这一点显而易见，自从危机爆发以来，各国实行量化宽松政策，新兴国家突然爆发出巨大购买力向全球倾洒，催生了2009年下半年那一轮资源国家以及全球经济整体的反弹复苏期。另一方面则是产生隐性危机，随着用“药”时间的持续，早期的快感逐步消失，而今全球央行正面临着越来越多的苦恼：一边是宽松政策似乎不再那么有效，而过剩流动性形成的堰塞湖又悬在头顶上，随时可能倾泻而出；另一边是由于金融具有自我膨胀性，以及“钱生钱”的内在逻辑，以致政府发放的“前货币”一旦进入市场后，就变成难以掌控的后货币，再加上金融自我循环不断加快运转速度，不断地短期化，金融运行更加独立，导致金融资本越来越强势，产业资本越来越稀缺，进而实现“金融空转”、“脱实入虚”。

当国家资本主义联手国家金融主义，必然将催生货币的全面过剩。遗憾的是，当下改革并未为新经济提供空间，产业也未为新消费提供空间，更没有给过剩货币提供一个积极的“平仓”渠道。原因或改革忙于自我消化前期成果——夯实底部，当下在“进二退一”；产业忙于自我洗牌，自我救赎，无暇顾及，甚至是走偏了。于是，超级过剩的货币幽灵就在三维坐标中游荡：1.纵坐标——资产。先是2014年—2015年上半年推升股市泡沫，接着是2015年下半年以来推升一线和核心二线城市房市泡沫，然后是2016年初的大宗商品期货以及某些农产品。2.横坐标——实体经济，如大量资金沉淀在僵尸企业中。3.斜坐标——以直接融资为主的金融结构，如P2P等各种融资平台、宝宝类理财产品，在货币市场、协议存款等领域空转。除此之外，国家金融主义不仅仅制造了比市场制造还过甚的货币过剩，还让金融市场措手不及，比如之前美国把加息当作筹码，屡次放话，真真假假，将世界各国资本玩弄于股掌之间；再如中国“股灾”以及本轮楼市的上涨，都与金融收紧或放松不无关系。

然而，货币过剩只是表象，更深刻的“里子”是：一、由于过剩货币对各类要素重新定价导致社会化权重下降，市场化权重加大。其逻辑就在于资源是稀缺的，货币是过剩的，过剩货币以及持有过剩货币的人在追寻安全岛的过程中，必然将附着于优质资源，而稀缺在一定程度上就意味着优质，那么，在此过程中，市场化的价值

确认就愈发凸显。二、同样的逻辑在国与国之间展开，能够容纳市场化升级的国家与地区被追捧，比如英国、美国，以及尚未完全工业化的澳大利亚和新西兰，前者本身就是经过充分市场化的国家，后者作为资源型、农业型国家，需要工业经济和市场经济的填补，以及与大量资本结合，因此英美的彰显身份的房产备受追捧，澳、新肥沃而广阔的土地备受企业家青睐。三、国际社会的严重失衡将导致国际冲突日益严重。在过剩货币的冲击下，社会财富重新分配，通胀洗劫了穷人，“股灾”剿杀了中产阶级，低油价滋生了难民，贸易重构了国家关系……于是，国内为公平而争，国际上战火不断。

既然如此，在后危机时代，寻找一条金融回路是当下之亟需。显然，计划经济的这条路是走不通的，管控也是管不住的，现实已经被证明，这也是一种历史的退步。市场经济的这条路也有金融死路，金融“闯关”已被证伪，货币汇率大规模波动是现代工业社会完成之后的游戏，金融创新也不分青红皂白拿过来就用，金融泡沫之路可能是一条引向悬崖的绝路。既然两条路都不通，有可能的结果是倒逼走上第三条道路，在无奈中左右摇摆，磨合、勾兑出的一条金融道路，既不是价值取向之路，也不是从教科书推演，大师事先论证出来的道路。

投资理财向何处去

中国财富暴走全球，投资理财热浪潮涌。一边是老外惊呼中国人太有钱了：春节900亿元境外消费刷出新纪录、全球免税店被中国人买空了、全球约46%的奢侈品被中国人掳走了……如今又来一轮全球抢房潮，在美购房超3000亿美元、在英房产投资3年增长5倍，就连日本也振臂高呼“感谢中国，日本地价8年来首次上涨”。中国人有钱成了国外的抢手货，缅甸少女甚至直言“最大的梦想是嫁中国男”。另一边则是国内力图“肥水不流外人田”，投资理财创新不断。先是移动理财火爆异常，阿里的余额宝，苏宁的零钱宝，网易的现金宝，理财“宝宝”数不胜数；接着银行的理财品牌也花样翻新，建行出了“乐当家”、农行生了“金钥匙”、工行有了“理财金账户”等等；与此同时，P2P借贷平台、民间财富管理机构也纷纷引入线上基金、保险、证券乃至私募等哄抢客源，甚至不惜重金请来诸多明星大咖、专家媒体等为之站台“背书”、摇旗呐喊。眨眼间，中国的投资理财市场就昭显出“没有最好，只有更好”的诱人前景。

事实上，中国的投资理财市场之所以一路狂飙、迅速进入“高烧”状态，与中国特色的经济、社会乃至时代大势脱不了干系。其一，金融资本格局生变，由傲娇“小公举”变身亲民“子弟兵”。互联网的强势来袭褪去了金融高大上的外衣，迫使其从高高的殿堂迈向了普罗大众，从金融业的自娱自乐走向为企业、为民众的投资理财服务，甚至连资金量少，对投资理财无知懵懂的资深“傻白甜”也备受恩宠。你有你300万的“贵族”投资渠道，我有我1元的“草根”理财担当，大家各自奋斗在专属的投资理财道路上，“随时随地、说投就投”。其二，宏观经济的“新常态”

带来投资理财思维的“新常态”。一边是中国过去多年来平均保持着17%的M2货币增量，急速膨胀的货币资本需要“泄洪口”；另一边则是后危机时代下，汇率、产能、物价、债务、老龄化等问题纵横交错，急需“风险担保”；再者除了存款利息的百花齐放外，财富管理公司、资产管理公司、科技银行等专业机构也间接革新了人们单一的“储蓄理财”观念，转而偏爱找投行、找券商、找银行，甚至找“宝宝”。其三，中国“特色的国民性”难以抵挡财富资本的魅惑。国人内置的“非理性”“投机暴富”乃至“赶时髦”的执拗心性，加之跟风扎堆的“烧脑”、对资本利益的追逐、对闲散资源最大化利用的迫切，再佐以“炒”字为先的肆意怂恿，从KOL、考察、评级征信，到各种巅峰、高峰论坛的曝光增信，再到后来的央视、协会增信，投资理财市场的蓬勃之势可想而知，余额宝的“走俏”、P2P的“发烧”皆因如此。投资理财的鼎鼎大名已然响遍街头巷尾。

尽管投资理财炙手可热，但国家资本主义与国家金融主义联手捏造的金融“盛市”，却又在自由市场与行政计划的纠斗不休中由闯关变成了“闯祸”，以致投资理财市场也惊现一片哀鸣。一方面，爆炸期金融产品全面打扮成“牛”样、高返佣，但天量资本扫荡后，如今仅剩一地鸡毛。互联网金融过度自由化的结果却是“土豪死于信托、中产死于非标理财、草根死于P2P”，曾经热闹的资本狂欢，如今哀鸿遍野。而另一方面，由于身处经济后危机时代，曾经的投资理财“老三宝（股市、楼市、黄金）”也变成了“伤财利器”。社会热钱需求太多，而泡沫化、高杠杆、审批制又在监管层的眼皮子底下煽风点火。放眼望去，被股市拖垮的股民、被黄金深套的大妈、被P2P骗惨了的百姓等等都成了“接盘侠”，财富如流水般晃来晃去，令人心惊胆战。至此，原本看似“黄金满地”的投资理财渠道骤然收紧，“高额回报”瞬间成了“投资黑洞”，需求与供给严重倒挂，致使国内投资理财市场再度“身陷囹圄”。

然而，在这个最好也是最坏的大理财时代，风险与机遇本就共存，新的投资理财机遇口其实早已在金融市场的“乱世”嘈杂中显山露水。一是投资理财国内动不了动国外。境外投资制度的放宽、“一带一路”战略的制定、人民币的逐渐国际化等均为人境外投资打开了政策和机遇的“方便之门”。更何况除了众多“海外投资移民优惠政策”的魔力吸引外，还有其它国家“身先士卒”：美国是欧洲最大的海外投资国；日本海外经济的规模相当于国内的1.58倍；全球投资市场四处可见阿拉伯富豪们的身影等等。就此来看，作为世界第二大经济体的中国，实现全球资产配置已是大势所趋。二是“三新（新经济、新产业、新消费）”的崛起对投资理财形成新的拉力。因为与“三新”崛起相伴而生的必然是新的投资机遇和新的财富管理理念。共享经济能依靠闲置资源“敛财”；文化娱乐产业能凭借电影、体育“吸金”；智能消费、绿色消费、时尚消费能让市场刮起一阵高品质消费风，其实皆以暗示了另一片投资理财新天地的到来。三是政策与市场充分勾兑后，将挖掘新的投资理财通道。中国一向是问题倒逼型的，前有14部委联手整顿互联网金融，后有《互联网金融风险专项整治工作实施方案》出台，加之市场的自我修整，重拳出击、内外

兼修后，原本发疯的理财在被“调试”、“归整”的同时，也将触发金融科技、科技银行等新的投资理财渠道口再度开启并不断深化扩容。

而未来，当新的投资理财机遇口最终定型、投资理财市场重新调整“复位”后，中国的金融市场也将呈现出国际化、多元化、定制化乃至精细化、生活化的投资理财新趋势，具体表现为：

全球资源配置将“常态化”，且国内三大人群的投资理财渠道将愈加分化。一是随着国内高净值人群暴增，私人银行、私董会和家族办公室等全资管的“私人定制化”财富管理机构将被大批量配套引入。同时为了分散内地投资风险，海外私募股权投资、机会移民、跨境理财等将成为投资海外的“抢手货”；二是针对高速膨胀的“待富群体”中产阶级，理财产品将向非保本、净值类产品转化，更看重增值类产品；三是对普通大众而言，在保有“妥妥的”收益与本金的前提下，也将分拆保险、基金、国债等N条腿走路，逐渐由“理财金字塔”的保障层攀爬至保值层。

投资理财的方向生变。彼时“人”“事”更迭，“高知”人类、“新型”世界等将全方位革新金融市场，投资理财将不再是单纯为了保值增值，更有可能升华为一种兴趣和技能。一方面，投资将调头转向“三高”（高科技、高端制造、高品质服务）、“三大”（大文化、大环保、大健康）等利润空间更大的“朝阳产业”；而另一方面随着“理财中枢”的不断上移，未来理财也将更趋于智能化、社交化和一站式的综合性理财。

国民将更注重场景化理财，让消费的归消费、生活的归生活、理财的归理财。伴随着生活与金融的深入嫁接，各式投资理财方式将进入人们的各类生活场景中，大到求学、养老，小到装修、旅行，“场景化理财”趋势以及对实现财富自由的追逐，会使金融与生活乃至实体经济的边界逐渐消融，届时投资理财将重新回归其“本源”，真正实现财富管理的人性化、情境化。