

李迅雷

经济数据背后的
财富密码

李迅雷◎著

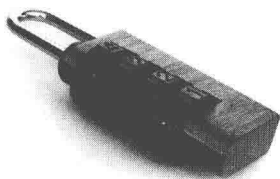
相信奇迹还是相信逻辑
中国经济存在误判
太在意眼下就没有未来

中国财经出版传媒集团
经济科学出版社
Economic Science Press

李迅雷

经济数据背后的
财富密码

李迅雷◎著



灿土金服联合推广

中国财经出版传媒集团
经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

经济数据背后的财富密码/李迅雷著. —北京:
经济科学出版社, 2017. 6
ISBN 978 - 7 - 5141 - 8168 - 5

I. ①经… II. ①李… III. ①中国经济 - 研究
IV. ①F12

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 126988 号

责任编辑: 王红英
责任校对: 杨海
责任印制: 邱天

经济数据背后的财富密码

李迅雷 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

总编部电话: 010 - 88191217 发行部电话: 010 - 88191522

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

天猫网店: 经济科学出版社旗舰店

网址: [http://jjkxcbs. tmall. com](http://jjkxcbs.tmall.com)

固安华明印业有限公司印装

710 × 1000 16 开 21.25 印张 280000 字

2017 年 6 月第 1 版 2017 年 6 月第 1 次印刷

印数: 00001—20000 册

ISBN 978 - 7 - 5141 - 8168 - 5 定价: 68.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换。电话: 010 - 88191510)

(版权所有 侵权必究 举报电话: 010 - 88191586)

电子邮箱: [dbts@ esp. com. cn](mailto:dbts@esp.com.cn)

序

2005年的时候，我已经在国泰君安证券研究所所长的岗位上做了第六个年头，算得上驾轻就熟，研究所也在《新财富》最佳分析师评选中连续三年拿下本土最佳研究团队第一名。公司又让我兼任销售交易总部的总经理，这意味着个人职业生涯要定位为企业管理者的角色了。

心里有所不甘——儿时的梦想是成为一名作家，写出能让千万人灵魂为之震颤的小说，但岁月早已无情地吞噬了我的文学梦。大学毕业后，就一直从事经济研究工作，虽有所建树，但随着年龄的增长，管理研究团队的担子就落到了我的肩上。于是，我逐渐从一个研究员的角色转变为管理者的角色。

不甘在管理岗位上自废武功，虽然不能成为作家，但至少要保持我的学者本色。想明白了这一点，我便约了《新财富》杂志的主编薛长青女士，提出在其杂志上开设一个专栏，逼着自己写文章。在她的鼓励下，我每月交出一篇专栏作业，包括颇受好评的《买自己买不起的东西》《百年前的盈利模式能否盈利百年》《A股高估值之谜》等文章。十余年过去了，仍有当年的读者来电或留言感谢我，说正是读了我那篇《买自己买不起的东西》，才鼓足了勇气借钱买了别墅，如今早已财务自由。

凯恩斯说，供给创造需求。自从在《新财富》上开设专栏，便有越来越多的媒体向我约稿，但人的精力毕竟有限，我仅同意了华尔街日报中文网的专栏邀请。华尔街日报中文网有一个“热门文章排行榜”，会显示当天最热门的前十篇文章，我的每篇文章几乎都能排入前十，这也成为我笔耕不辍的一大动力。如果文章无法在社会上获得一定反响，不能让读者产生某种共鸣，那意义也就不大了。就像如今信息大爆炸的时代里，不仅证券业90%的研究报告没人看，全社会每天产生的海量文章也有着同样的遭遇。

互联网技术的不断发展和广泛应用，促进了自媒体的壮大。2010年，我跟随这一时代潮流开通了博客，把自己公开发表的文章放在上面，之后又开通了微博。那时，微信尚未流行，微博则是中国受众最广的自媒体，用户量过亿。仅就微博显示的数据来看，我在新浪和腾讯两家的粉丝数量累加达到了一千万人。尽管我发微博的频率并不高，但在2015年之前，发一条微博有时会有几百万次的阅读量。之后，微信因其在社交便利性、互动性和私密性等方面的优势快速发展，现在更是集多重功能于一身，独霸天下。

我是到了2015年末才建立微信公众号的，由于我的名字与“迅

雷”下载软件名称相同，尽管我的名字“出生”时间远早于它，但它的工商“注册”时间比我早，所以，我只好用自己姓名的全拼注册“lixunlei”。

自媒体的影响力能够如此快速地超过“公媒体”，靠着互联网技术下来自民间或市场的原动力。开设自己的微信公众号后，我就逼迫自己不断撰文。随着原创作品不断推出，粉丝数量也迅速增长，尽管仍然远少于微博，但质量却提高了很多，其中不少人是我的朋友和同事，这又成为激励我写作的更大动力。从2005年我在公开媒体上开设专栏，到十年之后开始在自媒体上写作，虽然形式发生了变化，但实质是一样的，即都是在表达自己对现实世界新的认知。

思考是一种享受，所谓的“身未动，心已远”。而写作呢，完全没有思考那么自在，但它可以把你从漫无边际的思考中拉回至一条“轨道”上运行，把思想的果实转化为文字加以记录。十年前，我思考的“点”很多，但属于散点，如《从电闪雷鸣看投资逻辑》《用情商来投资》《跟着温州人赚钱》等。随着“点”的增加，我对经济金融领域的思考逐步形成了自己的理论框架，慢慢地“由点到线”，如我根据人口流、货币流、商品流和信息流来研究中国经济增长过程中的非体制性因素，用“广义流动性”来解释和判断经济拐点。

同样，我们还可以从人口年龄结构和人口流向来分析经济的发展阶段，分析产业结构、房地产周期和城镇化进程的快慢与消费升级。不过，研究要再从“线”到“面”，难度就更大了。我始终认为，国人做研究时存在一定的逻辑陋习，即辩证思维比较发达，抽象思维比较薄弱。所以，我主张对事物的分析不能仅限于一分为二，而应采取多维度分析的方法。于是，今年初我写了一篇《从六个维度看中国经济》。

所谓的“六维度分析法”，是一种短中长期因素交织在一起的分

析方法，第一个和第二个维度分别为国际因素和国内因素，或称为外部变量和内部变量，指重大事件的发生或政策的变化，故这两个维度也可以视为短期因素；第三个维度是人口，包括人口年龄结构与人口流动性变化，这应该是影响经济增长的中长期因素；第四个维度是投资，这些年来，中国经济增长主要靠投资拉动，固定资产投资占 GDP 的比重越来越高；第五个维度是货币，高投资—货币膨胀—资产泡沫—抵押贷款—高杠杆，这种循环往复的模式导致中国经济结构的扭曲；第六个维度是居民收入结构，这与中国特有的高投资和货币过量现象密切相关。

当然，任何研究都离不开统计数据，统计数据质量的好坏又会影响到研究结论。我的本科专业是统计学，这使得我对统计数据的质量更为关注，当我在研究过程中发现数据与现实存在明显差异时，我便研究差异究竟有多大，如当我在 2010 年感觉中国的城镇化率被低估时，便试着通过农村化率来推算真实的城镇化率；当我发现居民的现实购买力超过我的想象时，我便开始研究居民可支配收入被低估的程度。最终，我在 2012 年完成了一篇颇具影响力的报告《中国经济结构存在误判》，结论是城镇化率被低估、农业人口数量被高估、固定资产投资规模被高估、居民可支配收入与消费被低估。

如果把经济学区分为理论经济学和实证经济学，前者主要回答经济应该怎样治理，后者则回答经济将会怎样变化。我从事经济研究近三十年，研究重心还是放在后者。比如，中国经济将如何发展，究竟是新一轮经济周期崛起，还是会出现金融危机，这是人们都非常关心的问题。很多学者会就中国经济存在的问题提出政策建议，我则倾向于去评估在经济增长不同阶段政策作用的差异，以及考察不同项目的政策执行情况的差异。

研究的乐趣在于获得新的发现，发表研究报告的意义在于自己的研究结论与众不同。本书中，我对于中国的城镇化率、居民可支配收入、农业劳动人口数量等都提出了与官方统计数据不同的依据，并探讨人口规模大小与基尼系数的相关性、股票流动性大小对估值的影响等。经济学的研究应该与自然科学一样，崇尚理性，始终要相信逻辑、相信大数据，而不是去相信奇迹。

研究的独立性和客观性是我始终坚守的底线。在商业机构里长期从事研究工作，有时难免会被认为有“代表某方利益”的嫌疑。但在本书中大家不难发现，没有任何一篇文章是“歌颂式”的，或者出于商业利益目的，或者去迎合什么。即便作为商业机构的分析师，同样需要严格遵守咨询业务的相关法律法规，更何况我自身所追求的目标又是独立和客观，因此，本书对中国经济和资本市场中存在的问题有不少揭示，如对于经济社会中存在的短期化行为、贫富差距、投资低效率、货币超宽松等很早就表示了担忧；对于资本市场在制度设计中的不合理现象、中小投资者保护缺失等也提出了改进建议。

当然，尽管中国经济和资本市场存在诸多问题，但包括美国、欧盟和日本在内的全球绝大部分国家存在的问题可能比中国更多、更难解决。中国的潜在经济增速尽管在下行，但与发达国家相比，依然要高出一大截。中国在很多领域已经成为全球老大，中国经济真正成为全球龙头也指日可待。经济增速下行带来的是经济结构转型和消费升级的机会，这无论对于实业还是资本投资，都带来很多机会。

本书中有多篇文章，从人口流向变化与房地产投资、投资拉动模式与奢侈品消费关系、实业投资与金融投资之间的此消彼长等来揭示投资线索。不少人认为，我国资本市场不能体现经济的大好形势，所以股市是扭曲的，这恐怕是对宏观经济或资本市场的认识不够深入引起的。我

认为，宏观经济与资本市场之间没有隔阂。本人从20世纪90年代初就开始研究国内资本市场，尤其对当年的国债期货市场有过非常深入的研究。通过二十多年来对资本市场的观察，我发现经济政策、经济走势与股市、债市之间的关系确实非常密切。GDP只是流量指标，不能把GDP增速与股价指数进行简单关联，还需要考虑固定资产投资结构、信贷结构、财政货币政策等对股市的影响，这也是本人一直倡导的多维度分析方法。

不过，多维度分析方法并不是增加几个影响因子那么简单，需要建立模型，进行相关分析。这也涉及到今后宏观研究与策略研究方法如何改善的问题了。如今，人工智能的广泛应用，同样将挑战传统的研究模式，这正如人工智能在被称为变化最为复杂的围棋赛中获胜一样。

在未来十年，我相信人工智能将应用于很大一部分研究领域，尤其是宏观研究工作。其实，即便是借助现有的计量技术，也可以把很多目前看来似是而非的问题剖析得一清二楚——这也是本人当前组织实验的全新研究方法，即宏观经济、FICC、股票策略和金融工程四大研究领域“四位一体”的研究模式。

未来的宏观研究或策略研究，不需要有多年的经验积累，不需要太多的灵感或顿悟，只需要输入数据，人工智能就可以利用巨量的历史数据，帮助你对未来做预测，或者提供行业配置策略。

我今天所做的一切，就是为了将来把自己淘汰。正如我一篇文章的标题——观念就是被用来打破的。只有不断地否定，社会才会不断地进步。历史太漫长，生命太短暂，一百年后再回看今天，就会发现当今的我们在很多方面都很无知。

这本书所记录的，是过去十多年来我对经济现象背后原因的发现和

粗浅认知。感谢这十余年来给我的研究报告提供数据支持和思想素材的朋友们和同事们，如王晓东、姜超、王虎、李明亮、于博等，恕不全部列出。最后，感谢经济科学出版社和灿土金服为本书顺利出版所付出的辛劳。

李迅雷

2017年6月9日



序 / I

第一章

中国经济的真实数据究竟怎样 / 1

周期崛起还是趋势下行：六个维度透析 2017 年

中国经济 / 4

宏观把脉：中国经济结构存在误判 / 35

中国经济：相信奇迹还是相信逻辑 / 72

未来五年全社会债务率测算：究竟是去杠杆、

稳杠杆还是加杠杆 / 77

第二章

避免高投入的馅饼变为陷阱 / 85

稳增长之惑：中国经济实际增速低于潜在增速吗 / 87

高投入依赖症：昨日推力会否变成明日陷阱 / 92

应对产能过剩：以体制之矛陷体制之盾 / 100

投入产出之辩：中国经济步入“负债式增长”时代 / 104

第三章	红利之果还剩几何 / 111 劳动人口减少：民间投资下行的核心原因 / 113 城镇化——中国经济再增长的动力还是阻力 / 121 从国道到高铁：重塑中国的经济地理 / 126 民企去产能、国企稳增长、中产加杠杆： 经济能否突围 / 129
第四章	致富之梦：经济成果惠及全民 / 139 “穷二代”现象：中国经济转型绕不过的坎 / 141 中国经济高速增长：被忽视的非体制性因素 / 146 日美去杠杆的前车之鉴：脱虚向实，普惠百姓 / 169
第五章	投资之道：道可道，非常道 / 183 买自己买不起的东西 / 187 太在意眼下就没有未来 / 194 摆脱思维定式，探寻事物本原 / 199 投资是多重哲学观之间的套利 / 206
第六章	股市的逻辑：摆脱认知局限 / 217 A股高估值的深层原因与未来结局 / 219 股票高估值现象仍将延续 / 230 A股不是被经济牵着的那条狗 / 236 股市将迎来价值投资时代吗 / 241 2017年影响股市的经济、政治与人性 / 247

第七章

中国房价如何看 / 253

六个维度看未来房价 / 255

中国房价还能涨多久 / 271

政策收紧：为何受伤的总是股市而非楼市 / 278

人性在楼市上的疯狂无法计算 / 284

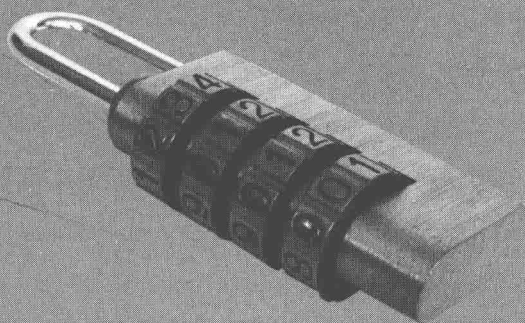
附录

输在起跑线上的赢家 / 293

国泰君安：寡头垄断市场的赢家 / 314

海通证券：卖方研究的未来 / 318

中泰证券及齐鲁资管：迅雷无须掩耳 / 321



THE WEALTH CODE

第一章

中国经济的真实数据究竟怎样

谁也不能否认，在过去的三十余年，中国经济取得了史无前例的发展。

但是，不少人对官方公布的统计数据持有质疑。李迅雷认为，数据不够准确有多方面原因，并不一定是有意而为之，比如大家怀疑中国的GDP高估了，但实际反而是有所低估。此外，有些数据确实存在明显的偏差，不少是由于统计质量造成的。如果作为分析基础的统计数据不准确，则会导致对中国经济的误判。

如今，中国经济已经进入转型发展阶段：GDP增速持续减缓，过剩产能日益扩大，金融系统性风险不断积累……这些问题，表面上看是需求不足的结果，而深层次看则是经济结构扭曲所致。

中国能否实现经济结构转型，我们的认知是否存在误判？李迅雷通过分析不同指标间的逻辑关系，发现了不少大家普遍认同的数据与真实情况存在明显的偏差，从而揭示出一个更加真实的经济全景图。

未来的经济将会怎样？经济学家不能像政治家那样满怀信心地称颂未来，李迅雷预测未来中国经济的增速还会继续下行，全社会杠杆率水平将提升至300%，这与中国去杠杆的目标背道而驰，孰对孰错，未来见分晓。李迅雷始终坚持“相信逻辑，不要相信奇迹”的理念，认为

为了实现经济高速增长所采取的短期行为和拖延改革的思想，最终都要付出沉重的代价。

周期崛起还是趋势下行： 六个维度透析 2017 年中国经济

影响经济的因素众多，若只从一两个因素去分析和预测经济走势，往往会有失偏颇，笔者从外部环境、人口、投资、货币、收入和政策这六个维度对中国经济进行分析，虽然也未必全面，但力求更客观。在这六个维度中，人口、投资、货币和收入这四个维度存在很强的因果关系，它们作为影响经济的中长期因素，对当期经济走势不会产生显著影响；而外部环境和政策这两个维度分别是外生变量和内生变量，作为短期因素对当期经济走势影响较大。

中国经济的长期趋势，更多取决于中长期因素，这是中国经济增速将继续下台阶的原因所在。就 2017 年而言，国内稳增长政策的力度会继续加大，估计 GDP 增速在 6.5% 左右；固定资产投资增速将比 2016 年有所回落，主要是因为房地产投资和基建投资增速均会回落；但在中游产品价格上行的趋势下，下游产品价格也将有所回升，从而使得制造业投资和其他投资增速略有回升；在 PPP 落地比例上升、外汇管制趋严和海外投资受限的背景下，民间投资增速有望回升。通胀率应该有所上升，但 CPI 估计不会超过 2.5%。

2017 年，我国政策导向的总原则是“稳中求进”，在底线思维下，货币政策不会收得过紧。2017 年最要严控的是房价上涨，但不用担心房价会下行，不过市场会趋淡。由于巨量可投资资金要寻找出路，在外汇流出受阻、海外投资受限的情况下，权益类资产将成为为数不多的可