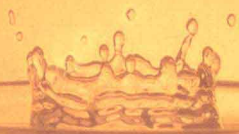


Quantitative
Analysis of the Wealth

乔建新 著

财富的量化分析

——透视市场的真相

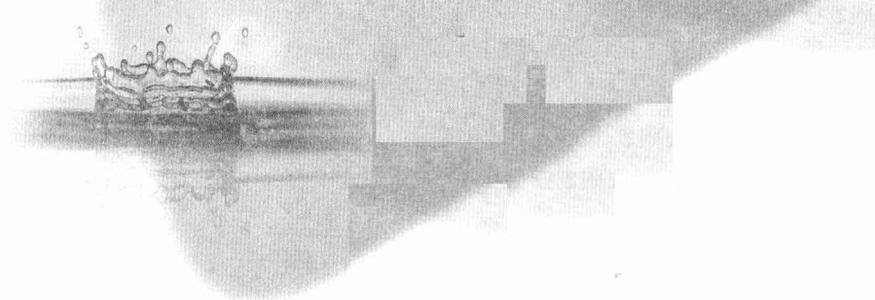


Quantitative
Analysis of the Wealth

财富的量化分析

——透视市场的真相

乔建新 著



图书在版编目 (CIP) 数据

财富的量化分析: 透视市场的真相/ 乔建新著. —北京: 企业管理出版社, 2011. 12
ISBN 978-7-80255-938-7

I. ①财… II. ①乔… III. ①经济分析: 量化分析 IV. ①F224.12

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 231929 号

书 名: 财富的量化分析——透视市场的真相

作 者: 乔建新

责任编辑: 丁 锋

书 号: ISBN 978-7-80255-938-7

出版发行: 企业管理出版社

地 址: 北京市海淀区紫竹院南路 17 号 邮编: 100048

网 址: <http://www.emph.cn>

电 话: 总编室 (010) 68420309 发行部 (010) 68701638
编辑部 (010) 68701074

电子信箱: emph003@sina.cn

印 刷: 三河市南阳印刷有限公司

经 销: 新华书店

规 格: 170 毫米×240 毫米 16 开本 15.25 印张 190 千字

版 次: 2012 年 1 月第 1 版 2012 年 1 月第 1 次印刷

定 价: 36.00 元

版权所有 翻印必究·印装有误 负责调换

前 言

本书虽然就当前的几个经济热点问题进行了一些探讨，但是，其初衷并不是在做专题的市场研究报告。从严格的意义上说，一方面，对于完成这几个经济热点问题的市场研究而言，本文所做的调查以及所掌握的数据仍然显得不够充分；另一方面，实际上本文最终目的也并不在于就事论事，而是希望通过对于这些经济问题的讨论，强调治学态度、治学理念和研究方法的重要性。换句话说就是，在笔者看来，做市场研究，“方法决定结论，细节决定成败”。

目前，在我国的经济生活中，一个非常流行的现象是，我国的一些专家总习惯于在一维逻辑的框架内，按定性的思维方式进行程式化的推理，对于复杂的经济问题，既不掌握分析模型，也不做深入细致的定量分析和市场研究，有的甚至仅凭经验、感觉、书本知识、历史业绩和学术地位发表观点。例如，对于股市、楼市和宏观经济的运行，我们的一些经济学家经常会使用泡沫、过热、通货膨胀等字眼，来提醒市场可能要出问题。然而，实际上泡沫或通货膨胀都不是一个绝对和定性的概念，而完全是一个相对的、需要量化的概念，并且任何测算泡沫和通货膨胀的指标也必须有条件。简单地说，测算与控制泡沫和通货膨胀需要做全面的定量分析，不能仅以孤立的单项指标做判断。

具体到我国的资本市场，国内普遍地认为“政策市”至今仍是主导，

而市场自身的调节机制并没有得到充分的发挥。换言之，政府的直接管理机构，即证监会的政策成为了决定资本市场运行的主要因素。表面上看，市场存在的各种问题，如市场缺乏长期的投资理念，投机气氛浓厚，以及中、小投资者的权益难以得到充分的维护，是投资者自身的问题。但是，其实这些问题与新股发行制度不合理、分红制度不完善、市场大起大落、运行不稳定密切相关，前者是结果，后者是原因。此外，还有市场制度不健全，违规交易不断，以及与国际资本市场比较，证券化率水平低等问题，如果“政策市”的说法是可以成立的，那么其根源当然也在于政府的主管机构。

2007年12月，在谈到“资本市场教育首先要做监管者领导者教育”时，中国政法大学法与经济研究中心教授刘纪鹏先生指出：现在所谓的教育者的教育，也就是对监管者的教育，这才是当前最紧迫的事情，紧迫性要远远超过对投资者的教育。目前一些政策的反复都是由于种种不规范的监管部门的行为和言行造成的，而市场的很多不稳定正是由于一些朝令夕改的政策所致。中国股市到今天还是政策市。

如果说我国资本市场的特点可以简单地用“政策市”来加以描述的话，那么，对于我国房地产市场的特点，或许用“政策与市场的博弈”来描述更为恰当。我国房地产市场的运行有其内在的规律，在多种因素的共同推动下，房价不断上涨是长期的必然趋势。具体说来，房价的上涨既有历史因素、短期因素，也有长期因素。历史因素是政府在城市住宅建设上的欠债，短期因素与投机行为有关，长期因素则主要是随人均GDP快速增长所带来的消费升级，以及城镇人口大量增加所导致供求关系严重失衡的结果。其中，改善型的消费升级占据全部住房需求的76%。因此，虽然解决保障性住房存在困难，但是增加保障性住房的供给，也只能缓解或者适度地减少商品房房价的上涨，并不能从根本上对其产生抑制作用。因为这

里面对的是两个市场和两个消费群体，所以商品房的缺口与保障性住房的缺口同样不能忽略，而限制不符合国情的消费升级应当是解决问题的关键。

从国家出台的一系列相关政策的基本思路看，增加供给，限制非理性的投机性购房、开发商的暴利，以及房地产市场上的利益输送，是其主要的目标。而在此背后，又与一部分专家和经济学家对于消费升级和城镇保障性住房的巨大刚性需求、城市化所带来的新增人口的住房需求、土地资源的紧缺、城市基础设施建设与周边环境建设的不足（尤其是大中城市中）、商业地产对住宅地产的价格拉动作用等问题的认识不充分有关。

我国的房地产市场很复杂，问题也很多。政府不断地出台各种政策，希望抑制房价的快速上涨，但是效果并不显著。为什么呢？原因是，政府的决策咨询机构不了解市场，部分能影响政策的专家和经济学家观点不符合实际，我国存在学术危机！改革开放以来，我国的国民经济快速发展了30多年，这其中，有我们的专家和主流经济学家的贡献。然而问题是，成绩属于过去，面对新的问题、新的挑战，需要的是新的思维、新的知识结构，甚至是新的权威。

上述在我国经济学术上存在的各种问题，看似孤立，其实这其中既包含有现实体制方面的因素，又有来自历史和文化两方面更深层次的原因。

其一，由于我国政府所属研究机构是长期计划经济的产物，从不参与市场竞争，一方面研究经费来自于政府，另一方面研究成果又服务于政府，所以，与国外的研究机构比较，其研究领域单一，研究机制、业务模式和服务流程落后。

其二，改革开放前，中国有近30年一直执行的是计划经济，因此，受此影响，我们的一些专家和经济学家过于传统，头脑中计划经济的思维模式根深蒂固，对于市场经济的理论则习惯于照本宣科和生搬硬套；而另一

些研究人员的经营理念和市场竞争意识差，工作效率不高，更缺乏跨学科的综合研究能力。

其三，学术风气不好、研究水平低下也只是现象，其背后必然与我国的教育水平、人才培养机制，以及用人机制等体制上的问题有直接关联。

其四，中国的文化传统是基于几千年农业文明的，在这种文化传统的熏陶下，中国人的思维方式表现出来的特性是定性、归纳、辩证，而缺乏做细化分析、定量分析和演绎推理的习惯。换句话说，与西方人理性主义的思维方式比较，中国人的思维方式是属于经验主义的，缺乏一种物理学的观念，即不善于从分析事物的产生、结构、机理、发展的动力、阻力、内因、外因、相关因素、影响因素、整体变化和局部变化等多视角、多维度和多层面出发，全面、系统和动态地分析问题，

长期以来，我国的主流经济学家一直以防止通货膨胀为目标，关注的调控政策当然是政府的财政政策和货币政策，而忽略的是制度性的因素对于通货膨胀的影响。因为，从协同论的角度看，这其实就是一个“输入”与“输出”的自调节问题：如果作为“输入”，政府过度地依赖于财政政策和货币政策，那么其结果必然是作为“输出”，市场就一直会频繁地在“过热”和“过冷”之间震荡。然而，如果作为“输出”，市场主要是由消费带动的，那么作为“输入”，政府宏观调控和防止通胀的压力自然就会减小。因为前者属于政府行为，后者属于市场行为。

2011年3月22日，诺贝尔经济学奖获得者斯蒂格利茨（Joseph E Stiglitz）在接受《中国经济周刊》的采访时说：“希望中国可以避免犯美国犯过的代价沉重的错误……与其说我担心通胀，不如说我更担心政府对通胀反应过度，做出很多愚蠢的决策。现实情况常常是政府出台应对通胀的政策，反而导致劳动力、食品、石油价格都不断上涨，通胀也因此加剧。”

由此可见，改善利益分配机制，让民众能从 GDP 的增长中分享到更多的好处，降低全民的储蓄率，促进居民的消费升级，引导信用消费，以及做大做强资本市场，鼓励民间资本和居民直接投资国民经济建设，应当成为改革的方向。在此，也许很有必要重温一下 1992 年邓小平南巡时说过的这句话：“胆子再大一些，步子再快一些。”

资本市场与房地产市场固然是发展我国经济的重要方面，不过，发展经济的最终目标还在于提高我国的综合国力，使我们的民族能够强盛，不受外来的欺辱。关于这方面，比较有权威的文件是中国社会科学院发布的有关全球形势的年度报告——《国际形势黄皮书》。该报告已经连续出版了有 10 年之久。有观点认为，社会科学院 2010 年的这个报告视角广阔、人文色彩强烈，具有独树一帜的风格与取向。然而，报告的主题，究竟是以阐述“综合国力”为主，还是以“社会的进步与发展”为主，其结果完全不同。对于前者来说，采用科学的分析方法，客观、准确地评价出我国的国际安全环境和国家实力才是问题的关键。

具体说来，首先，“综合国力”的课题完全是一项带有度量概念的“软课题”研究项目。因此，科学地建立系统模型，注重应用技术手段，做深入的定量分析，使研究结论具有方向性和前瞻性是必然的选择。其次，从现代科学方法论的角度看，作为一项大的科研项目，“综合国力”论本身就必然带有博弈性、整体性、层次性、相关性和持续性，其中，博弈性至关重要。在西方冷战思维和价值观输出的强权意识的主导下，只有当西方大国和非西方大国之间在战略博弈上达到平衡，世界才可能和平，中国的发展环境才可能安全。否则，抛开现实的国际环境谈发展，只能是一厢情愿。

由于综合国力是一个相当庞大的，并且具有高模糊度的系统，所以，在研究方法上，不可能期望通过简单的数据列表和算术求合，来获得具有

科学性的结论，而必须运用系统科学和模糊推理的方法求解答案。另外，要完成这样的任务，研究人员所具有的知识结构，以及研究团队整体的配合也必不可少。也就是说，除去需要具有良好的数学与军事知识以外，研究人员还必须同时在经济学、社会学、外交、文化以及战略管理方面成为专家。

多年来，由于在拉动我国经济的三驾马车——政府投资、消费和对外贸易中，对外贸易一直占据最主要的部分。截止到2011年4月，我国外汇储备余额首破3万亿美元，其中2/3是美元。此外，我国还持有约1.15万亿美元的美国国债。如此，既然在我国的国家财富中，以美元计价的资产占据了相当大的成分，那么，由美元主导的国际金融形势必然会对我国的经济产生重大影响。

涉及到世界经济和国际金融，更主要是面对由美国“次级贷”所引起的世界金融危机这一突如其来的变化，以及在近30年内，美国所一直采取的扩张性的经济政策，包括货币政策、财政政策和贸易政策等，国内外的专家和学者们纷纷以各种形式发表观点，其中，在已出版的书籍中，仅中文版的就有几十种。不过，遗憾的是，几乎所有的经济学家，只是单纯地运用传统的宏观经济学或国际金融理论，分析由于短期利率和汇率的变化给国际贸易带来的风险及其对于各国经济所造成的冲击。或者，至多像某些经济学家所做的，用政治经济学的观点，定性地审视这一现象背后的缘由。然而，如果从严格的意义上说，学者们的论证缺少的是由准确的数据所支持的、严谨的定量分析和完整的论证。

应当看到，美国是一个数学、科技、经济和金融高度发达的国家，美国政府发国债、印钞票、制定利率和汇率、平衡就业和通货膨胀，当然会有准确的数据和完整的理论模型。但是，在此次金融危机之后，目前国际上还没有哪一个经济学家，能全面地深入到技术的层面，从美国政府制定

财政和货币政策的基础，以及控制全球信贷流动的策略入手，揭示所发生的一切。

比较一下中美两国的金融经济，可以发现，发生在美国的金融危机是制度性的，起因源于其政府的实质是为垄断资本服务的；而中国政府面临的决策困难是技术性的，原因在于我国经济学家的学术水平有限。虽然这个问题看似简单，但是实际上并不容易被理解。

首先，如果将中国与美国的经济学家做一下对比，便可看到，美国的经济学家大都掌握良好的经济数学知识，所以他们具有理论创新的能力。而在我国，经济数学一般只掌握在少数数学工作者的手中，甚至是一些非常有分量的经济学家的数学基础其实并不强，因此，我国的经济学家也很难在经济理论或经济研究方法上有所成就。

数理经济学，包括经济数学、经济统计学、计量经济学等学科，创建于19世纪70年代，属于量化的经济学，是经济理论、数学方法和统计方法三者的结合，具有很强的实证性、可操作性，以及预测功能，是当代发展最快的经济学分支，并且绝大多数诺贝尔经济学奖的获奖者对于经济理论的贡献几乎都集中在这个领域。因此，如果我国的经济学家希望赶超世界经济理论的水平，就必须在这个领域内有所创新，有所发展。

另外，在美国，早期的市场研究方法就已经具有学术研究的性质，并且，在市场研究的领域内，数学模型、统计学方法和计算机技术等也早已得到广泛的应用。而在我国，面对当前的股市、楼市、综合国力和美元等经济热点问题，绝大多数专家和学者论述问题的方法分为两类：一类是注重经验，只习惯于定性的逻辑分析与推理；另一类是注重传统经济理论，知识结构狭窄。并且，一般说来，这两类专家和学者对于市场研究的了解都不深刻。因此，其结果便是，在学术观点上人云亦云，在研究方法上普遍趋同，在数据分析上粗制滥造，成为一种极为普遍的现象。

物理学家钱学森也曾经说过：整个自然科学都可以看成是广义的物理学，因为无论是天文学、化学，还是生物学，从对象上看，都只不过是对客观世界、处于不同层次结构的物质的研究。由于客观物质世界的本质特征、运动形态，以及物质在相互作用与联系中所反映出的功能，都与物质所处的空间层次与结构紧密相关，所以，对自然科学的传统分类大多应以物质所处的层次、结构为依据。

综上所述，可以预料，如果通过认真地学习西方人在分析和量化方面的优势，并充分地结合自己在概括与归纳上的优势，中国人当然有希望能在西方人所创建的理论基础之上有所发明，有所创造，并将其成果应用于推进经济发展的实践。不过，能胜任这项事业的人，既不可能是单纯的数学家或经济学家，也不可能是单纯的市场分析专家，而只能是具有多重学问的“数理经济学家”加“市场分析专家”。

目 录

第一章 股市与宏观经济	1
一、解读证监会的报告	1
二、政策市与圈钱之说——读懂政策心理	7
三、泡沫与通胀并不只是概念	17
四、技术分析与预测的方法	28
五、不懂股市的经济学家	40
第二章 楼市中的市场博弈	43
一、质疑《经济蓝皮书》	43
二、推高房价的多种因素	53
三、测算泡沫的前提和条件	76
四、人口、资源与环境	88
五、少数派的观点	92
六、政策与市场	95
第三章 有关综合国力论	101
一、一篇前后矛盾的报告——中国发展了，排名却靠后了	101
二、战略博弈	107
三、为何要使用模糊推理	110
四、没有永远的权威	113

第四章 四种力量支撑下的国家战略	117
一、美元霸权和美国的“三座大山”	117
二、美元的本质	121
三、权力与利益的“三角形”——政府·美联储·华尔街	126
四、美联储的资产负债表	132
五、计算美元泡沫	136
六、专家们的盲点	145
七、G2时代与汇率之战	155
第五章 创新的含义	167
一、方法比结论更重要	167
二、量化流动性与价值评估	172
三、理论框架与发展模式	184
四、危机的根源	196
五、解读诺贝尔经济学奖	202
六、高级“智库”的对比	205
第六章 发展的逻辑	213
一、多元思维的模型	213
二、技术方法的共性含义	215
三、结构、动态、系统	219
四、机制、趋势、环境	221
五、行为与表达	223
六、有关定量分析	225
主要参考书目	229

第一章 股市与宏观经济

一、解读证监会的报告

2008年2月，中国金融出版社出版了由证监会主编的《中国资本市场发展报告》白皮书。与近年来由社会科学文献出版社出版的《经济蓝皮书》中提及股市的相关部分比较，该《报告》相对更全面。《报告》分为4个章节，约有14万字。参与《报告》写作的专家组成员有四十几位。同其他的官方出版物类似，由于作者的身份以及面向的主要读者群体是特定的，所以，除了全面以外，《报告》的特点自然是既简洁，又具有权威性。

不过，“山外有山”，如果希望将所要讨论的问题说得更深入、更透彻，也许有必要将我国官方的报告与国际上独立专业研究机构的报告做个比较。具体来说，因为受历史文化和其他多种因素的影响，这两种报告除了在语言表达和思维方式上有所不同之外，两者在关注点、写作手法、服务对象和市场操作上也还存在许多方面的不同：比如，在关注点方面，作为管理者，我国官方的报告通常总是以诸如管理原则、管理目标、产业的发展历程、方向、成就和问题等作为其考虑的主要内容；在写作手法上，官方报告多采用记叙和陈述性语言，注重的是现象、事实、数据、趋势和

结论；在服务对象方面，官方报告的读者主要是其上级或同级的相关政府机构，当然也可以包括社会各界人士；在市场操作上，因为是政府开支，所以官方的研究机构不需要考虑市场竞争，报告出版也不需要担心成本和市场的销售。

而后者，作为国际独立的专业研究机构，其关注点自然是以市场为中心，写作手法多采用描述性和论证性语言。因此，除了全面和准确以外，其报告的内容还必须深入、细致、真实，阐述观点必须注重分析、推理，有论、有据，给出的结论和建议既要有科学性，又要有应用价值和可操作性。在服务对象方面，国际独立研究机构报告的购买对象一般有两类，一类是由企业或政府部门独家订制的，另一类是面向社会公开销售的。另外，在市场操作上，由于没有政府开支，获取数据与信息的渠道也不如官办的研究机构方便，所以面对激烈的市场竞争，这样的机构必须有能力拿出高水平的研究成果，否则读者就不会购买，公司也无法生存。

通过比较可以看出，相对于我国官方的报告而言，国际上独立研究机构的报告会更难写。换句话说：因为官方的报告只是一份“总结”，所以它可能仅需要全面，不需要深入和完整；而专业研究机构的报告是一项“软课题”的研究项目，因此它必须既要全面，又要深入和完整。此外，国际金融危机之后，面对当前国内外复杂的经济运行态势，还能引出的一个值得注意的问题是，如果有一个现象，整个社会一直争论不休，那说明的是，人们缺乏使用建立在严格逻辑推理之上的“报告”的语言。

回到证监会的这份《报告》上来。进一步地说，如果以完成一项国家的“软课题”研究，或者以市场的可操作性为标准，例如，读者对象是准备投资于我国 A 股市场的外国资本 QFII，那么与政府所出的报告比较，专

业研究机构所能提供的报告应当如何来完成呢？很显然，这里首先需要做的是确定目标的主体，构建研究对象的结构层次、理清研究事项之间的各种逻辑关系，然后再经过深入细致的调查研究，分析与判断，最后给出结论，提出意见和建议。也就是说，如果同时考虑到学术性和可操作性两方面的需要，专业研究机构的报告还需要有更多方面的思考。当然这些内容哪些要纳入报告，哪些不纳入报告，是根据客户的要求而定的。这些方面的思考可能包括：

（1）政府直接和间接的管理部门都有哪些，其相互间的层次与关系如何确定，各自的职能是什么，已经出台了的和可能还将要出台的政策有哪些，政府主管部门制定了怎样的行业发展战略，政府管理对于市场的运行与发展起了什么作用，取得了哪些成就，存在哪些问题等等。而不是只讲证监会，不涉及其他政府部门；讲成绩多，讲问题少；只有问题，没有责任；只有措施和方向，没有进程和标准。

（2）上市公司的总体状况如何，包括上市公司的总体规模、扩展进程、行业结构、企业结构、股本结构、经济运行指标和财务指标等，以及企业上市和退市的总体情况如何。而不是只罗列现象，只有部分数据，没有完整的数据。

（3）交易机构的总体构成与规模、服务与运行状况如何，包括市场的交易品种、交易机制，券商的盈利模式、服务质量、交易成本管理、设备保障条件等，以及交易机构进入和退出的总体情况如何。而不是泛泛地一带而过。

（4）投资者的总体发展状况如何，包括投资者的规模、组成结构、持股结构、行为特征等，以及投资者进入和退出的总体情况如何。而不是只关注到了部分，没有关注到全部。

（5）市场运行与发展的总体状况如何，包括市场的规模、结构、功

能、效率、特点、运行机制、直接的动力与阻力、投资价值、风险和趋势预测等。而不是只有数字罗列和历史回顾，没有对于市场运行的总体现状和发展前景的深入分析。

(6) 市场的外部环境与影响因素如何，包括国家宏观经济的运行、政府的宏观调控、相关的产业政策，以及其他相关的市场，如股指期货、商品期货、金融衍生品和国际主要资本市场等。而不是只有单一的市场和政策，没有环境和其他影响因素。

(7) 其他对市场有影响的相关机构的总体情况如何，包括专业性的研究机构、媒体和从业人员等。而不是将这些相关的机构全部忽略掉。

(8) 在结论中，需要对于不同的服务对象和服务需求，给出不同市场策略和决策建议。而不是只注重官方读者，不注重企业和社会读者。

(9) 最重要的是如何才能完全地满足客户的要求，使公司能够赚到钱。

通过上述分析可以看出，写高水平市场调研报告的难度是很大的，需要考虑的问题也是多方面的。这其中明显的现象是，许多报告要么只有文字，没有图形；要么只有两维的直角坐标图形或者表格，而没有能描述事物之间复杂逻辑关系的系统模型。八卦学说出自《周易》，《周易·系辞》中说：“书不尽言，言不尽意，设卦以尽情伪，系词焉以尽其言，变而通之以尽利，鼓之舞之以尽神。”显然，八卦采用形式化方法的目的是为了更好地表达。由此可见，对于表达方法重要性的认识，古代的中国人已经做到了，然而当代的中国人却未必都能做到。具体来说，如果在报告中能使用一些框图来表明市场各相关事项之间的逻辑关系，或者是市场运行的传导机制，那么市场研究的工作就完全可以变得更为直观、清晰、简单和明了（如图 1-1、图 1-2 所示）。