



股市测不准定理

□ 王东京

年轻时炒过股，那时候特别相信股评家，买进卖出一律听股评家指点。当然在股市上赚过钱，也赔过，可算总账却赚少赔多。20年前读费雪的《利息理论》，醍醐灌顶，突然意识到股评家其实是望天打卦。我想明白了一点，股评家要是真能看准股票涨跌，他们怎会做股评而不自己炒股呢？

明白了这个道理，于是金盆洗手，后来我未再涉足股市。曾有朋友问我为何不炒股？我说自己看不准股市。朋友愕然，说你研究经济学怎会看不准股市？我告诉他不仅我看不准，比我大名的经济学家也看不准。这可不是说笑。前面提到的费雪，绝对是研究货币理论的大师，可他在股市却赔得一塌糊涂，以致后半生穷困潦倒，生活还靠人接济。

格林斯潘这个名字大家一定熟悉。此公担任过美联储主席，也是著名金融学家。上世纪80年代，他曾与朋友开过一家公司，专为客户提供股市咨询并代理买卖股票，结果呢？照他的建议买股票不是套牢就是割肉。客户见势不妙，一个个落荒而逃。到最后公司连房租都交不上，赔进去几百万美元后，只好关门歇业。

另一个具戏剧性的例子，是康托罗维奇与库普曼斯，两人1975年联手获经济学诺奖，获奖论文是《资产分配的最优理论》。他们宣称：假若根据他们的理论投资，保准稳赚不赔。有人问：既然你们的理论如此了得，何不用诺奖奖金去验证一下自己的理论？两位经济学家答：“当然要验证。”不幸的是，仅几个回合，他们就把奖金赔得精光。

当然在股市赚到钱的经济学家也有，据说英国的凯恩斯就斩获颇丰。凯恩斯究竟靠什么看准股市我不知，但我知道像他那样在股市赚大钱的经济学者并不多。于是这就引出了本文要讨论的话题，股市涨落到底能否被测准？今天国内搞经济预测的学者多如星辰，有人

甚至以预测股市为职业，若我说股市测不准，人家肯定会反对。

说自己的一件往事。当年炒股时与朋友买“深天地”，15元买进，不到一月涨至30元。有天晚上接到朋友电话，问我是否可将“深天地”卖掉。我说股评家预测涨到50元，为何要卖？他说眼睛瞎了，心慌得厉害。我说你心慌去看医生好了，卖股票作甚？不料第二天果然跌停，我赶紧收听股评，股评家说是合理调整，过后还会涨。可第三天又跌停，股评家还说是调整，最后跌到14元，我赔钱沽出。

我不认为是股评家骗人，他们恐怕真是那样看。事实上，股评家说得明白，他们给你的建议仅供参考。潜台词是，照他们的建议炒股，赚钱赔钱他们概不负责。股评家为何不敢负责？因为他们很清楚自己其实看不准股市。也许读者会说，股评家看不准股市并不等于股市测不准，如果他们提前知道政府调控股市的政策信息股市就能被测准。

骤然听似乎有道理，但深想却不对。证监会的官员应该了解政策信息吧？可他们也同样测不准股市。中央人民广播电台曾有报道，2015年6月12日证监会前主席肖钢到中央党校作报告，他强调了三个观点：“改革牛理论成立”，“市场不差钱”，“股市与经济背离的观点不能成立”。可第二天股市就大跌，短短20天沪指下挫了1000点。由此可见，证监会主席也测不准股市。

股市为何测不准？让我们回到理论层面作分析。费雪在《利息理论》中指出，资产价格等于该资产预期收入的折现之和。显然，投资股票是买上市企业资产，则股票市价也应等于该股票预期收益的折现。这是说，人们用一笔资金买股票，其收益要与用此资金存入银行的利息相等，用公式表示：资产价格=资产预期收入/银行利率。

上面的公式中，由于利率相对稳定，股票价格实际就决定于该股票的预期收入。可是预期收入是未来收入而不

是现实收入，看不见摸不着，人们的判断往往会不同。如对同一只股票，预期收入可能有人看涨，也可能有人看跌，正因为人们的判断不同，所以才有了股票的买卖。问题就在这里，由于预期收入具有不确定性，对股票涨跌你只能预测（猜测），但却不能准确地测定。

请读者再想，股市假若真能被准确测准，你认为还会有股票交易么？我认为不会有。股票若测准上涨，人们就会买入，不会有人卖出；若股票测准下跌，大家就会卖出，不会有人买入。倘如此何来股票交易呢？是的，股票市场不同于商品市场。商品市场交换的是不同商品，而股票市场交易的是同质资产。同质资产之所以有交易，原因是人们对未来收益有不同的预期。

我曾在本专栏介绍过奈特的《风险、不确定性与利润》，奈特说利润是“不确定性”的报酬，这一点在股市可以看得更清楚。的确，股民炒股或赚或赔，皆是“不确定性”使然。由于“不确定性”事先无法准确测定（量度），所以我们看到股市上既有人暴富，也有人倾家荡产。

这里还有个现象要解释。所谓股市测不准，并不是说现实中没有股评家测准某只股票涨跌的案例，这样的案例肯定有，要不然股评这个行业早就不复存在了。而对此我的看法是，不是股评家能测准股市，而是他们事先掌握了内部消息，或是他名气大，足可引导股民的预期。他说涨，众人一起追涨，股票就真会涨。

本文最后的结论是：投资购买股票是购买未来，由于未来具有不确定性，而不确定性又不可量度，所以股市也无法测准。请读者小心，今后若有人说他可测准股市，能包赚不赔，那么你不妨先让他签字画押，不然千万别信他。



当前，我国已经进入经济增长的中高速阶段，以深化经济体制改革为重点，促进稳增长、调结构、惠民生，进一步释放改革红利，是立足我国基本国情、增强综合国力的必然选择，是适应形势新变化、推动经济转型升级的迫切需要，也是最大限度地调动和激发全社会创新、创造、创业活力的现实反映。

改革红利是基于对制度、体制、机制进行变革和创新，这种变革和创新必然呈现出未来的不确定性，由这种不确定性所取得的特殊“利润”或者补偿——改革成果，即为改革红利。换句话说，通过改革的方式打破原有的体制机制，并获得超过在原来的资源配置方式下所取得的物质财富和有益成果，就是改革红利。

具体来讲，改革红利应当包括以下四个方面的含义：

改革红利是通过改革这种不确定性形式所创造出来的那部分增量价值。金融学上讲，收益与风险成正相关性。这里的“风险”实质就是指不确定性。事实上，不管是对经济领域、政治领域还是文化领域的改革，都面临着不确定性，改革有可能成功，也有可能失败，而改革红利正是对这种不确定性的回报。从这个角度看，当前中国的改革步入深水区，所面临的风险和不确定性不可同日而语，但要想获得更多的改革红利，无疑，改革的航程只能进，不能退。正如习近平总书记所强调的：“越是处于改革攻坚期，越需要汇集众智、增强合力；越是处于发展关键期，越需要凝聚人心、众志成城。”

改革红利的获得途径是通过体制机制改革。这一层内涵与我国目前学界对改革红利的理解是一致的。一般来讲，体制是指系统在某一时间点处的状态和结构，机制则是指系统演化的过程和动因，两者相互依存。改革红利正是指通过对体制和机制两方面的改革而获得的增量价值部分。对体制和机制的改革，既是对未来不确定性的一种探索，也是对“不耐人性”的一种考验。党的十八届三中全会对我国体制改革作出了全面的战

略部署，比如在经济领域，通过坚持和完善基本经济制度、加快完善现代市场体系、加快转变政府职能、深化财税体制改革、健全城乡发展一体化体制机制等改革措施来进一步释放改革红利，这是我国全面深化改革的重要内容。

改革红利是一种潜在的红利。“潜在”是“不确定性”的应有之义。改革红利是一种隐藏于体制机制背后的价值形态，只有通过积极的改革，通过对不确定性的探索，才能将这种潜在价值释放出来。要想将改革红利的这种潜在价值释放出来，就必须牢牢坚持改革开放正确方向，敢于啃硬骨头，敢于涉险滩，要勇于冲破思想观念的障碍，要勇于突破利益固化的藩篱，也要勇于破除既得利益者的阻挠。当前，我国的改革已进入深水区，也可以说是攻坚期，这必定要触动原有的利益格局，而现在触动利益往往比触及灵魂还难。因此，正因为改革红利是一种潜在红利，就必须勇于突破现有的体制机制障碍和既得利益阻挠，这样才能促进我国改革红利的进一步释放。

改革红利的分享主体是人民群众。对“不耐人性”的补偿，最终要回到改善人民生活水平上来。我国改革事业近40年的历程雄辩地说明，广大人民是改革的参与者和推动者，也是改革红利的创造者，理应公平地成为改革红利的分享者。上个世纪70年代农村改革取得的巨大成功，主要原因在于让老百姓切身地得到了改革的好处，充分调动了他们的积极性和创造性，使农村改革红利真正得到释放。如果说我国前30年的改革，主要是广大人民创造改革红利的话，那么，未来应当是广大人民共享改革红利的时代。故只有继续深化体制改革，只有让人民群众分享改革成果，改革才能得到人民群众的支持，才能进行下去，才能有效解决好各种社会矛盾。我们创造改革红利，也必须让人民群众分享，如此改革才能真正释放红利。

习近平总书记指出：“改革是由问题倒逼而产生，又在不断解决

经济时评

改革红利的经济学解释

问题中得以深化。”当前，我国改革正处于关键期、深水区、攻坚期，未来的改革之路依然任重道远，改革所面临的风险和不确定性只会增加，不会减少。放眼世界，国际金融危机影响仍未消散，世界经济增长乏力，全球治理困局凸显，未来一段时期，我国的经济发展前景将面临更为复杂而严峻的挑战，我们必须牢牢抓住全面深化改革的战略机遇期，坚持依靠改革爬坡过坎，坚持依靠更多的改革红利，以此来促进中国经济行稳致远和人民福祉水平不断提高。

振兴实体经济的应对举措

□ 王 军

型、提供就业岗位、改善人民生活、实现经济社会持续稳定健康发展具有重要意义。今后一段时期，振兴我国实体经济需采取以下八大举措。

切实保护产权，培育企业家精神

切实保护产权，特别是保护企业家财产权，保护企业家，使他们发挥出聪明才干，带领企业更好发展，对扩大民间资本投资、提升实体经济发展后劲意义重大。为此，应在全社会培育和形成爱护企业家、尊重企业家的良好社会氛围，从法律上充分肯定企业家的贡献，保护产权，重视法制，建立健全正面褒扬、超额激励成功企业家的长效机制，助力实体经济再创辉煌、再攀高峰。特别是，要积极引导企业家提升创新发展能力，聚焦于技术研发，加快产品和服务的升级换代，提供新供给、改善供给质量和结构。

提高实体经济资本回报率

实体经济是国民经济的重要基础，然而，近些年我国却出现了部分资金“脱实向虚”的问题，严重干扰了实体企业的健康发展、扭曲了资源配置、加剧了产业空心化风险、扰乱了金融市场秩序乃至拖累经济发展。

资本为什么会脱实向虚？根本原因在于实体经济的投资回报率太低。随着我国进入新常态阶段，利率市场化和金融自由化改革不断深化，实际融资成本逐渐上升或维持高位的同时，实体经济资本回报率逐步下行。资料显示，2015年工业企业主营业务收入平均利润率已经降至5.59%，低于实体经济融资成本。

与实体经济步入疲态形成鲜明对比的是，金融业的平均净利润达到30%，房地产业利润也很丰厚。利润率差异如此之悬殊，其结果必然是：一方面，企业不愿意投资和经营实业，更愿意投资和经营金融与房地产业；另一方面，金融业甚至房地产业也愿意把大量的资金配置到收益率更高的信托、证券、保险等虚拟部门，而对实体经济意愿不强，由此就陷入“实体经济不实（实体经济的产业部门生产率低下），虚拟经济太虚（金融脱离实体经济，泡沫化成分高）”的恶性循环。

因此，无论是从根本上化解我国

金融风险角度考虑，还是着眼于大力振兴实体经济、避免产业“空心化”趋势，都必须加快供给侧结构性改革和金融体制改革，在中长期内努力提升实体经济资本回报率，使其重新攀升到资金成本以上，以持续稳健的经济增长来从本质上降低金融风险，化解各个领域的潜在金融风险。具体而言，应尽快出台振兴实体经济的长期战略规划，努力提高劳动生产率和投资回报率，促进投资增加；继续简政放权，提升政府效率，消除行政垄断，打破各种玻璃门、弹簧门，鼓励“大众创业、万众创新”，为民间资本释放更多的事业基金领域的投资机会，激发民营经济的活力；进一步减轻企业税负负担，逐步降低企业承担的各种制度性交易成本，等等。

降低实体经济发展成本

降低实体经济成本既是短期供给侧结构性改革的重要任务，也是支持实体经济发展、提高资本回报率的关键所在，更是推动企业转型升级、实现我国经济提质增效、提升国家核心竞争力和建设强大社会主义国家的必然要求。作为国家层面的长期战略性举措，降成本不应局限于简单意义上的减少成本，而应更加注重从根本上建立科学合理的成本形成机制，促进企业在合理成本负担下实现可持续发展。企业成本问题的深层次原因是改革不到位、创新不足，因此降成本的实质就是改革与创新。为此，从成本构成的角度看，应通过改革与创新的办法，降低企业显性成本和隐性成本，包括进一步加大清费减税力度，积极采取有效措施降低宏观税负；完善金融服务体系，推动金融“脱虚入实”，从根本上降低企业融资成本；降低企业人工成本、土地成本以及由高房价带来的土地租赁成本、用能成本、物流成本，以及降低制度性交易成本。

以提高劳动生产率为核心加快产业优化升级

结构调整和产业升级的关键是提升产业劳动生产率，只有提升产业劳动生产率，才能加快产业升级并带动经济高质量增长。为此，一方面，在稳定并适当提升现代服务业比重的同时，高度重视提升其劳动生产率，以更好地满足消费升级和服务业全球化

竞争要求，为我国产业升级提供动力和空间。另一方面，制造业的技术创新和劳动生产率提升是我国实体经济发展最重要的环节。技术创新需要更多体制激励、市场激励，而不是政府直接干预。政府发挥作用的领域在于完善制度和加强监管，因此，在技术创新上政府应加强激励性制度设计，建立更为严格的管制标准，推动企业技术设备升级，淘汰落后产能，再通过减税、上市等市场方式激励“中国制造”转向“中国创造”。

推进工业化与信息化深度融合

信息化和工业化的深度融合是今后经济社会发展的大趋势，也是未来各国打造产业竞争新优势、抢占未来制高点的根本途径。随着改革开放的深化，我国制造业的规模不断扩大，但较低的工业化与信息化融合的水平，严重制约了我国制造业整体实力和国际竞争力的提高。

在国际产业格局面临重大调整和信息技术高速发展大背景下，围绕抢占制造业发展制高点的竞争愈演愈烈、国内产业结构升级和供给结构优化需求迫切、工业领域信息安全形势日益严峻，这既为未来两化融合发展提供了新空间，也对两化融合发展提出新要求。未来振兴实体经济，特别是振兴制造业，要以提高制造业创新能力、基础能力和竞争能力为目的，以两化融合为主线，以推进智能制造为主攻方向，瞄准技术前沿，把握产业变革方向，围绕重点领域，优化政策组合，促进制造业朝高端、智能、绿色、服务方向发展，重塑制造业竞争新优势，实现制造业由大变强的历史性跨越。

增加服务业有效供给

我国服务业还存在结构不合理、创新能力不足、服务质量不高和企业竞争力不强等问题，转型升级和提质增效面临巨大困难和制约因素。未来，服务业能否实现高质量发展关乎我国实体经济发展的质量，关乎我国经济持续增长和社会稳定。因此，要高度重视服务业在实体经济发展中的作用，以问题为导向，以供给侧结构性改革为着力点，着力解决服务业发展面临的关键问题，推动服务业转型升级和创新发展。



提高服务业劳动生产率，增加服务业有效供给为目的，应从以下几个方面着重发力：深化服务领域改革，着力打破制约服务业发展的体制机制障碍，打破服务业领域行业垄断和行政壁垒，适度放松部分服务业领域行业管制，营造法治化经商环境，优化服务业发展的制度环境；顺应产业融合、分工深化细化和消费升级变化的要求，从突破关键环节，提升价值链、供应链入手，通过与工业互动、体制创新和服务创新，加快发展生产性服务业和生活性服务业，实现服务业创新发展；扩大对外开放与合作，提升服务业开放水平；进一步完善服务业发展的财税、金融和土地等政策体系，优化服务业政策供给，增强服务业发展动力，促进服务业快速发展；协调服务业与第二产业的共生关系，积极发展服务型制造和生产性服务业。

充分发挥人才在振兴实体经济中的引领作用

建设制造业和服务业强国，与欧美发达国家抢占未来实体经济发展的制高点，关键与核心是培养一支素质优良、结构合理的专业化人才队伍。当前，我国实体经济发展所需的人才队伍建设中，还存在一些亟待改进的薄弱环节，例如，制造业和服务业人才的结构性过剩与短缺并存，人才培养与企业实际需求脱节，企业在人才发展中的主体作用尚未充分发挥，实体经济一线员工特别是技术技能型人才的社会地位和待遇整体偏低、上升通道不畅，等等。

为此，要以未来实体经济发展的需求和问题为导向，对人才发展的体制机制进行顶层设计，不断提高人才

创造良好的实体经济振兴环境

政策支持是振兴实体经济的重要保证。未来应根据实体经济发展不同阶段的具体特点和需求，有针对性地制定和完善相应的优惠政策，加强产业政策与财税、金融、投资、贸易、土地、环保政策的协调性、实用性，特别是增强财政与货币政策工具促进实体经济发展的靶向性功能作用。

政府要适当减少对实体经济的各类资源征收，这主要表现为对相关税收、强制性的“五险一金”及其他各类行政性收费的减少或免除，以增强实体经济发展中的内源融资能力。与此同时，在坚持对实体经济施行“轻徭薄赋”的积极财政政策的同时，在金融政策方面，要进一步引导金融机构增加对实体经济的资源注入，以解决实体经济发展的外源融资问题。

