# 股市波澜：经济增长的涟漪效应
## ——来自股市与经济互动的实证揭示

方净植　焦　捷

**摘　要**　关于股市与经济的关系，业界一直存有“股市是经济的晴雨表”之说。但这种说法将二者关系简单化了，也表象化了。近年来，我国股市一直在底部徘徊乃至波动剧烈，表现出与实际经济状况不相匹配的情形。深入分析股市稳定上涨与经济持续发展的相关性，无论是对于股市有序增长，还是经济健康发展，都具有一定的现实意义。

**关键词**　股市　上涨　经济

## 一、引言

从历史来看，股市与经济一直表现出一种“斩不断，理还乱”的关系。美国股市作为世界资本市场较为健全、机制和功能发挥较为完善的代表，自然也就成为深入分析股市稳定上涨与经济持续发展相关性的较好研究对象。这对于我们维持股市稳定上涨，保持经济持续发展，具有重要的现实意义。

二战后，美国正式确立了全球第一经济体的地位，同时股票市场也彻底摆脱了经济大萧条的阴影，开始持续上涨。在之后几十年间，尽管出现了 1987 年、2000 年以及 2008 年等数次较大幅度下跌，但每次下跌持续时间都较短（2 年左右）[①]，从长期看并未改变美国股市总体呈持续上涨的大趋势。美国股市运行与经济走势总体呈正相关，即在股票市场稳定上涨阶段，经济运行总体稳中向好；在股市下跌或持续震荡阶段，经济运行压力普遍较大（表 1）。

## 二、经济持续发展是股市稳定上涨的内在动力

### （一）实体经济繁荣发展是股市上涨的根本基础

#### 1. 相对长周期产业和经济主流发展特征对股市的推动

股市表现与宏观经济环境息息相关，产业经济的增长不仅直接影响企业盈利能力，还通过影响市场预期、增强投资者信心及提升资本流动性等间接因素，推动股市表现向好。历史经验表明，产业经济的变革往往能对股市产生直接推动作用，美国股市经历的稳定上涨阶段，与美国经济分别呈现的“战后工业化时代的传统产业繁荣”“传统结构升级后的新经济增长”“制造业回流的稳步复苏”大周期是大体相吻

方净植，清华大学经济管理学院；焦捷（通信作者），清华大学五道口金融学院院长、教授、博士生导师，清华大学总会计师。本文为作者个人的学术思考，不代表所在单位的观点和意见；同时，作者感谢匿名评审专家对本文所提出的宝贵意见和建议，文责自负。

① 如无特别说明，本文数据均来源于FRED（Federal Reserve Economic Data）数据库。

表 1　美国股市运行与经济走势概览

| 时间 | 股市周期：涨跌幅 | 经济周期：GDP 实际年均增速 |
|---|---|---|
| 1945 年至 20 世纪 60 年代末 | 25 年：上涨约 5 倍 | 战后繁荣：4.2% |
| 20 世纪 70 年代初至 1983 年前后 | 13 年：震荡微涨 | 经济滞胀：2.9% |
| 1987 年股灾 | 0.5 年：下跌约 30% | 股市下跌期短对经济影响小：3.5% |
| 20 世纪 80 年代末至 2000 年 | 12 年：上涨约 7~10 倍 | 新经济时代：3.4% |
| 2000—2002 年股市泡沫 | 2.5 年：下跌约 27% | 经济下行压力较大：1.4% |
| 2003—2007 年 | 4 年：上涨约 1.6 倍 | 经济上升期：2.9% |
| 2008 年金融危机 | 1 年：下跌约 33% | 金融危机：–1.6% |
| 2009—2017 年 | 9 年：上涨约 4~6 倍 | 稳步复苏：2.2% |
| 2018—2023 年 | 6 年：道琼斯工业指数、纳斯达克指数区间涨幅分别为 51.92%、116.38% | 持续稳定增长，年均复合增速为 2.22% |

合的。

**一是** 20 世纪 50—60 年代：美国“传统经济繁荣”由四个五年左右的产业周期组成。每个产业周期中，支柱产业的不断演变和快速更迭，支撑了经济和股市的稳定长牛。**二是** 20 世纪 80 年代末至 2000 年：美国“新经济增长”包括三个产业周期。支柱产业先后演变为软件、半导体设备、生物医药、计算机及互联网、信息技术、医疗、金融、零售贸易，其中信息技术对美国 GDP 的贡献居功至伟。**三是** 2008—2017 年，美国经济复苏的重要支撑力量来自技术创新和产业链条重塑。由于主导产业规模增长迅速、盈利能力突出，美国在主要股指的成分股动态调整中，倾向于将主流产业相关上市公司的股票选入并赋予较高权重，一定程度上保障了美国股市的稳定上涨。**四是** 2018—2023 年，美国经济经历了多重挑战与机遇。美国股市的上涨在很大程度上得益于科技、制造业和消费服务业等产业的快速发展。科技行业通过不断地创新和市场扩展，引领了股市的上涨；制造业在政府政策的支持下，尤其是在新能源和先进制造领域，显示出强劲的复苏势头；服务业、消费品和医疗健康行业则通过满足不断增长的消费者需求，为股市的稳定上涨提供有力支持。

2018—2023 年，科技行业的驱动、制造业的复苏、消费服务业的增长等因素，对美国股市表现产生了较大影响，美股的重点产业展现出强劲的分化格局。

**①科技行业的驱动作用。**2018—2023 年，美国科技行业持续发展在全球经济中起到重要作用，成为推动美国股市上涨的核心力量，不仅创造了大量的新兴市场，还大幅提升了科技企业的盈利能力。在这一时期，苹果、亚马逊、谷歌和超威半导体等科技巨头的股价纷纷创下历史新高，带动了整个科技板块的显著上涨。科技行业的崛起有其深刻的经济背景。一方面，

全球数字化转型的加速使企业对信息技术的需求大幅增加，科技公司因此获得了广阔的市场空间；另一方面，人工智能和大数据的应用不断扩大，不仅在消费市场上引发深刻变革，也在制造业、金融、医疗等领域带来效率提升和成本降低。这些因素共同作用，促使科技行业在2018—2023年成为美国股市的主要推动力。科技行业的整体增长带动了纳斯达克指数的强劲表现，成为股市上涨的重要引擎。

**②制造业一定程度的复苏。**除了科技行业，制造业一定程度的复苏也是推动2018—2023年美国股市上涨的重要因素。尤其是在新能源、自动化和先进制造技术领域，美国制造业表现出强劲的增长势头。随着政府出台一系列支持制造业的政策，制造业在这一时期逐步走出低迷，重新焕发活力。新能源行业尤其值得关注，以特斯拉为代表的新能源企业在这一时期迅速崛起，不仅成功进入大众市场，还带动整个行业的转型。制造业一定程度的复苏还通过提高就业率和生产力，对整体经济产生正面效应，也增强了股市信心，反映了制造业一定程度的复苏对美国股市的积极影响。

**③消费服务业的增长。**服务业和消费品行业在2018—2023年同样表现出色，成为推动美国股市上涨的另一重要力量。这些行业的增长不仅反映了美国经济较为稳定，也展示了服务业和消费品行业在经济转型中的关键作用。在经历2020年新冠疫情的严重冲击后，餐饮和旅游业在随后的几年内逐渐恢复。美国政府的刺激政策和疫苗的广泛接种，使这些受疫情影响最严重的行业开始复苏。大型连锁餐饮企业通过调整经营策略，重新吸引消费者，股价在疫情后持续回升；旅游行业在旅游需求反弹后，也迎来业绩恢复；健康服务行业在此期间同样扩展迅速；大型医疗保健企业通过并购和研发投入不断扩展市场份额，带动整个行业增长。这些企业不仅通过提高服务的可及性和质量获得更多客户，还通过股市上的表现证明了服务行业在经济中的重要地位。

2. GDP增长和相应政策对股市的牵引

**① GDP增长态势对股市的牵引。**经济增长往往伴随着企业盈利的增加，这直接推动了股价的上涨。就美国GDP对股市走势的总体影响而言，2018—2023年，美国GDP增长对美股的影响是多方面的，并且在不同时间段表现出不同的特征。总的来说，2018—2023年，美国GDP的增长对美股上涨产生了显著影响。在经济增长强劲的时期（如2018年），美股上涨表现较好；而在经济增长放缓或面临外部冲击时（如2019年、2020年），市场波动加剧。

**②经济政策对股市的助推。一是产业政策。**2017—2023年，美国政府制定了多项关键产业政策。这些政策旨在应对全球竞争、供应链脆弱性以及气候变化等挑战。一方面，这些关键产业政策对美国的产业经济发展起到良好的促进作用，进而推动股市的稳定发展；另一方面，美国股市的增长在很大程度上也得益于科技、制造业和消费服务业等产业的快速发展。**二是财政政策。**2018—2023年，美股大约经历了三次熊市，波动较为频繁，在此期间内，美国财政政策对美股的走势起到一定影响。**三是货币政策。**历史上多数时期美国国债收益率与股市总体呈反向关系。在长期国债收率处于较低水平或下降时期，股票市场价格上涨，总体表现较好，反之则

反。原因在于，国债收益率上行吸引资金流入债券市场获得更高的无风险收益，一定程度导致股票市场流动性下降，股价承压下行。

**③上市公司质量和集群效应。**针对上市公司质量对美股的影响，我们主要选择盈利能力指标作为分析研究的落脚点。将盈利能力进一步具体量化为营业总收入和扣非后归属母公司股东的净利润两个指标。2018—2023 年，美股营业总收入和扣非后归属母公司股东的净利润两项指标均呈现出波动上升的趋势。上市公司质量与机构投资者也相互影响。上市公司发展质量好，其融资就更加方便，投资者获得利益便不会抛售股票。投资股市能获得实实在在正收益，也有助于避免股票市场异常波动期间投资者的“羊群效应”，进而支持上市公司在经济危机中稳健经营，提升质量。在 1987 年、2000—2002 年、2008 年三次股市大幅下跌时期，美国机构投资者持有股份和市值比例保持稳定，未出现大面积抛售。市场化的发行机制为美国股市不断引入“新鲜血液”，而严格的退市机制明确了上市公司不得欺诈、操纵股票的底线，更不能以“新股爆炒、圈钱、卖壳”等手段损害中小投资者合法权益，助力股市回归价值投资。优胜劣汰机制使股市保持了活力，宽进严出的退市标准保证了股市现存上市公司的盈利能力，极大提高了财务造假成本，倒逼上市公司运行更加规范，有效减少了“圈钱”等违法违规行为。上市公司质量的提升，有利于上市公司做大做强，聚焦主业并购重组，进而发挥企业集群效应。[①] 美国培育集群效应的主要做法为，优化资源配置和增强企业间协作，提高参与企业的市场表现和竞争力，从而推动股市整体积极向好。美国股市的增长与其企业的集群效应密切相关。

### （二）经济持续发展造就完备有效的资本市场体系

**一是**美股市场结构相对合理、风险分散、多重覆盖，各层级间具有良好高效的连接和转板机制，而体系庞大、链条较长的衍生品市场体系对于股市风险缓释作用亦不可低估。美股大幅下跌期间，股指期货持仓量持续放大，起到分担抛压对冲风险的积极作用。例如，1987 年股灾期间，标普 500 期货近月活跃合约的持仓量由年初 22.5 万张增至 10 月底 27.9 万张，增幅 24%；成交量同比减少 12.2%，市场流动性总体稳定；在 2000—2002 年股市泡沫期间，美国标普 500 期货和纳斯达克 100 期货近月活跃合约持仓量分别增加 19.9% 和 174.4%；在美国次贷危机期间（2007 年 6 月至 2018 年 12 月），标普 500 期货近月活跃合约持仓量增加 29.9%，成交量总体平稳。

**二是**随着以 401（k）条款为代表的确定给付制养老计划成为美国私营企业雇员最主要的退休福利制度，美国以养老金和共同基金为代表的机构投资者也先后崛起，这些资金通常具有长期投资基金的特征，它们的稳定买入为股市的稳定上涨提供了支撑。从美国股市数次大的稳定上涨

① 企业集群效应，也被称为产业集聚效应，旨在界定在某一特殊范畴（多以领军型行业为核心）密集型产业关系的企业群以及相关辅助组织在行业或地理上的聚集，并塑造出强力、持久的竞争力。

周期形成过程看，均伴随着共同基金的快速扩大和基金入市。目前，美国养老金、共同基金、对冲基金等机构投资者持有股份占比自 20 世纪 60 年代开始加速扩大，20 世纪 90 年代中期超过 50%，本轮上涨以来超过 80%；专业机构投资者持有市值比例在 20 世纪 60 年代为 10% 左右，1995 年达 48%，本轮牛市以来维持在 60% 以上。截至 2023 年，美国权益资产的持有者中，机构投资者占比在六成左右（表 2），美国个人投资者持有美股市值占比保持在 35% 左右（不含通过养老金和共同基金间接持有的部分）。长期财富积累增加了对机构投资者的需求，机构资金加速进入股市往往受到税收优惠、金融创新等引导政策的推动。金融产品创新为长线资金保值增值提供更多便利，长期稳健收益进一步吸引增量资金持续入市。金融体制改革的深入和市场交易机制的完善进一步提高了资源配置效率。

**三是**美国资本市场上的不同类型投资者一起为美股带来了充分的市场流动性。研究发现，美国中小投资者持有美股整体 34% 的市值，但仅提供约 6% 的市场流动性；以经纪商、做市商为代表的中介机构持有不足 7% 的美股市值，却为美股提供了约 70% 的流动性；而机构投资者持有美股 60% 左右的市值，为市场提供了约 23% 的流动性。共同基金作为美股机构投资者的主要类型，21 世纪以来，经历互联网泡沫破裂后的深度调整，美股中共同基金逐渐由增量市场步入存量格局，进取型持仓的风险收益比大大降低，机构投资者的投资心态发生改变，共同基金整体配置风格趋于保守。共同基金在全市场的成交占比下滑叠加平均换手率不断降低，使得其对流动性的贡献大幅度减小。假定 2020 年以来共同基金对流动性的贡献稳定在 2019 年的水平，则根据测算结果，其大约占市场成交额的 8% 左右。

从投资者维度看，美国股市专业机构投资者的投资和交易更集中于代表美国市场的大市值上市公司，更为活跃的交易也有助于该类公司的股价快速反映股市可利用信息，提升美国股市的有效性。机构投资者对资本市场有效性的作用途径很多，主要通过持有和交易两个途径影响市场效率。**一是**机构投资者的持仓，首先可以提高对上市公司的关注度和研究，其次可以影响上市公司内部治理，改善上市公司的信息披露质量，最后是机构投资者的研究更偏向于基本面。**二是**机构投资者的交易行为较少投机，更加理智，有利于发挥稳定股市的效用。

与之相比，个人投资者在收集信息的完整度、分析市场形势的专业性、资金实力及交易工具运用等方面存在劣势，更容易受到“消息”“舆论”等市场“噪声”的干扰。由于美股的整体换手率水平较低，机构博弈及价值发现较为充分，上市公司相关信息可以通过业绩路演和交流及时传递到股市中，投资者的价值投资属性更强，一定程度上促进了信息的有效传递及分析。机构投资者更为成熟的投资理念和风险管理能力带来了美国股票市场相对可控的投机行为和较为合理的估值水平，即投资者特性决定了市场特性，这对美国股市稳定上涨起到了至关重要的作用。

### （三）稳定上涨的股票市场是其国家整体战略的需要

美国的国家整体战略决定了其对全球经济参与度高、影响力大，这种战略客观

表 2　美股市场投资者结构

| | 2000 年 | 2010 年 | 2020 年 | 2023 年 |
|---|---|---|---|---|
| 本地金融机构 + 外资合计持股占比（%） | 50.6 | 58.8 | 55.5 | 54.5 |
| 本地金融机构(含养老金、共同基金、险资等)持股占比(%) | 42.4 | 45.5 | 39.2 | 37.4 |
| 公募基金（含共同基金、封闭式基金、ETF)持股占比（%） | 22.0 | 27.8 | 27.0 | 26.3 |
| 外资持股占比(%) | 8.1 | 13.3 | 16.3 | 17.1 |

上就需要大力发展直接融资、创业投资和风险投资，需要培育功能强大的投行和金融市场体系。20 世纪 70—80 年代以后这种结构的特点和成效快速显现，直接融资存量比重由 70% 升至 85% 以上。2015 年美国高端产业产值占 GDP 的 17.2%、出口的 60%、专利数量的 81%，长期股权投资发达，资本市场对实体新经济、新产业和经济活力的支持效果显著，从客观上来说，这些都是美国经济和产业发展的需要。

国际货币基金组织（IMF）对经合组织发达国家过去 50 年间大小 80 余次金融危机的研究表明，经济发展凝聚的社会合力能推动美国股市实现下跌后较快恢复上涨的态势。这反映出以直接融资为主导的美国金融体系能够增强经济弹性，促进经济持续发展。美国家庭金融资产和共同基金的资产配置分别有约 33% 和 56% 来自股市，也说明资本市场已成为美国社会投资的重要领域。因此，美国政府、金融部门、实体产业、机构投资者、广大民众都自然具有主动维护股市稳定上涨的意识、动力和决心。

美国股市大幅下跌后能在较短时间内恢复。究其原因，一方面是政府根据国家发展战略的需要，会出台一些具有针对性的法律制度。2002 年《萨班斯 - 奥克斯里法案》成功解决企业财务造假产生的股市信任危机；2008 年《紧急经济稳定法》为政府金融救助计划提供了坚实的法律基础。政府还进行逆周期调节，提升市场信心。当市场调节滞后或短期失灵时，政府会择机推出货币、财政、金融等调节措施，形成政策合力。政府与市场建立常态透明沟通机制等。而近年来随着经济复苏，美国又根据经济发展战略的需要，开始调整 2008 年以来推行的金融政策，2014 年开始逐步退出量化宽松，2015 年底开启加息和缩表，2017 年起放宽金融监管等。这充分反映了美国对金融业与国家发展战略互相调整配合关系的重视。另一方面是政府根据国家发展战略的需要，充分利用市场化手段筹措资金开展自救。鼓励上市公司回购股票、机构联手提供援助贷款等，并持续大力推进实体产业改革创新。实体经济是美国股市长期稳定向好的根本基础。20 世纪 50 年代和 80—90 年代，美国先后引领了第三、第四次工业革命，培育了一大批世界级新领军企业，为股市在危机后及时恢复上涨提供了重要支撑（表 3）。

## 三、稳定上涨的股市是经济持续发展的外在推手

### （一）股市稳定上涨所引发的“财富效应”有力地推动了社会消费

经济持续发展不仅是指“量”的增长，也意味着“质”的提升，要以新质生产力为经济的发展注入持续动力。促进经济持续发展的关键要素之间的关系较为复杂。

表 3　美国政府维护股票市场稳定上涨的主要救市措施

| 措施类型 | 1987 年股灾 | 2000 年股市泡沫 | 2008 年金融危机 |
|---|---|---|---|
| 法规制度 | — | 2002 年《萨班斯 - 奥克斯利法案》，对美上市企业实施严厉监管，解决财务造假产生的信任危机 | 1.《2008 紧急经济稳定法》：高达 8 500 亿美元的美国政府金融救助计划；<br>2.2009 年 G20 峰会：推出 1.1 万亿美元全球经济刺激计划，将对冲基金纳入金融监管范围；<br>3.2010 年《多德 - 弗兰克华尔街改革与消费者保护法》：加强资本市场监管体系改革 |
| 政府调节 | 美联储大量购入政府债券，增加 120 亿美元银行储备，市场恐慌快速平息 | 1. 货币政策：美联储连续大幅降息，联邦基金利率由 3.5% 降至 1%, 维持 1 年；<br>2. 财政政策：2001 年《经济增长与税收减免协调法案》和 2003 年税收调整，促进储蓄和再投资 | 1. 货币政策：美联储连续降息，联邦基金利率调降至 0%~0.25% ；美联储通过外汇互换额度和定期拍卖工具向全球金融体系注入 6 300 亿美元；<br>2. 财政政策：财政部和美联储联合救助巨额亏损“两房”；政府注资 850 亿美元提供紧急贷款；财政部推出货币市场共同基金救助计划，提振市场信心；<br>3. 股市政策：美国证监会临时性禁止对包括 15 家大型金融机构在内的 799 只金融股票卖空 |
| 市场自救 | — | — | 市场机构援助贷款：摩根大通、高盛等金融机构联手为贝尔斯登旗下对冲基金提供 32 亿美元贷款 |
| 实体产业改革创新 | — | 房地产：《美国之梦首付法案》推出零首付计划，提高住房拥有率 | 1. 汽车制造：2008 年美国政府提供总计 174 亿美元紧急贷款，救援陷入困境的美国汽车业；<br>2. 基建和能源：2009 年 7 870 亿美元减税投资计划 |

稳定上涨的股市主要通过财富效应，影响促进经济持续发展的关键要素。

**一方面，股市稳定上涨通过财富效应提升居民收入，推升社会财富的增长。**过去 70 余年，资本市场对美国社会净财富增长的贡献比例始终处于较高水平。具体看，美国股市对家庭财富积累的贡献率一直呈上升趋势，由二战后的 60% 左右上升至 2008 年金融危机后的接近 70% ；美国股市对非金融独资和合伙企业财富积累的贡献率明显高于实体经济贡献率；美国股市对非金融公司财富累积的贡献率近年来有所降低。

总体来看，2008 年金融危机后的 10 年间，美国资本市场对社会（金融公司除外）财富累积的贡献比例为 67.2%。2018 年初，美国家庭净资产历史上首次突破 100 万亿美元。2023 年，约 62% 的美国成年人通过直接持股、共同基金、个人退休账户等将资金投资于股市。这一占比在高收入群体（年收入在 10 万美元或以上）中为约 87%，在中等收入群体（年收入在 4 万至 10 万美元之间）中为约 65%，在低收入群体（年收入低于 4 万美元）中为约 25%。美国家庭净资产在 2023 年末增长至约 156 万亿美元，较 2018 年初增长了 53.46%。相应地，自 2018 年至今，美国个人可支配收入增长了约 37.96%，且始终占个人总收入 85% 以上的高水平。可见，在美国，股市的稳定上涨对居民财富的影响是巨大而广泛的（图 1）。

**另一方面，财富增长又鼓励社会总需**

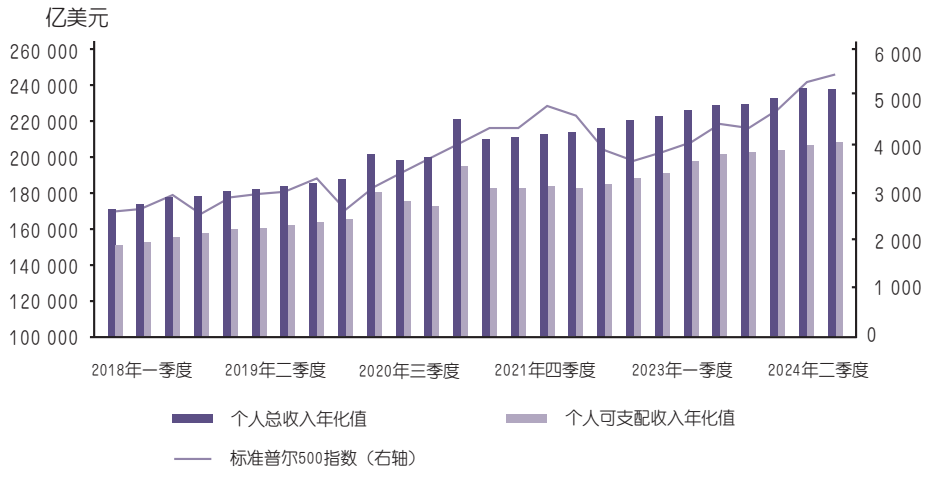


图 1　2018 年以来美国个人收入与美股走势对比

**求的扩张。**当股市上涨时，财富的增加会促使投资者更愿意进行消费，不仅如此，对未来的经济前景更加乐观的心理预期会影响消费者的消费决策，使他们更愿意花钱购买各种商品和服务。美国个人消费支出与股市走势正相关。社会总需求的扩大对企业而言也意味着新增订单，这又将鼓励企业进行再投资。2024 年 6 月，美国制造业单月新增订单相较 2018 年 1 月增长了 14.62%，2023 年全年新增订单较 2018 年增长了 15.92%。为了消化新增订单，企业需要通过再投资来增加供应能力。从美国 GDP 分项来看，2023 年第四季度私人部门投资总额较 2018 年初增长了 17.33%。同时，稳定增长的股市对企业而言意味着资金成本更低的融资途径。在股价稳定上升的周期，企业可以以更少的股份稀释为代价筹集资金，用于资本性支出，支持扩大生产、产业升级及科技创新。2023 年第四季度美国全行业资本性支出较 2018 年第一季度增长了 36.05%（图 2）。

订单增加促使企业扩大生产规模，并加大各类岗位的招聘力度，提前招揽储备人才，从而增加对劳动力的需求。截至 2024 年 6 月末，美国非农就业人数约为 15 855 万人，较 2018 年初增长了 7.37%，较 2020 年 4 月的最低点增长了 21.74%(图 3)。除 2020—2021 年全球公共卫生事件期间失业率大幅上升以外，美国失业率始终维持在 5% 以下。从工资水平来看，随着订单量的增加，企业能够支付更高的工资来吸引劳动者，从而导致工资水平得以提升。美国 2024 年 6 月制造业平均小时工资为 34 美元 / 时，较 2018 年初增长约 26.87%(图 4)。稳定上涨的股市叠加工资水平的提升，对个人可支配收入将起到正向的作用，进一步促进消费、带动需求，促使企业扩大生产并进一步活跃劳动力市场，形成正反馈机制，从而实现持续发展的经济环境。

### （二）股市稳定上涨积极带动储蓄向投资转化，进而有效地推动了科技创新和产业升级

在股市稳定上涨时期，20 世纪 80 年代末至 2000 年，美国居民储蓄率由 8% 左

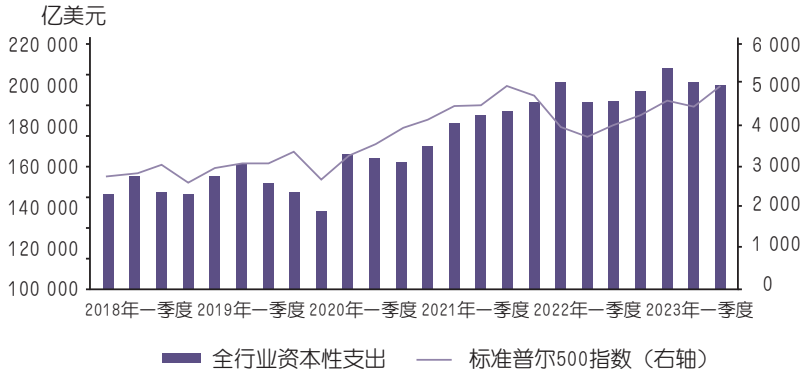


图 2　2018 年以来美国全行业资本性支出与美股走势对比

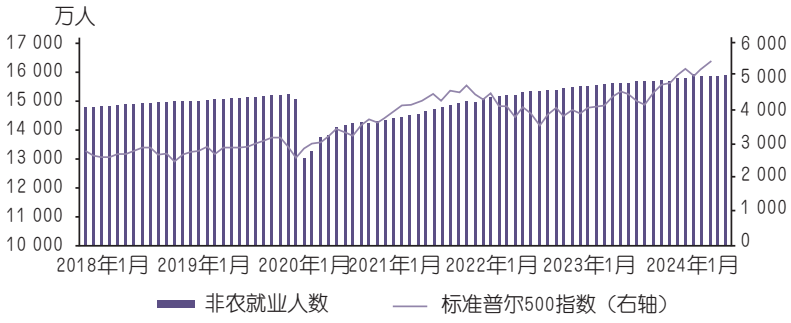


图 3　2018 年以来美国非农就业人数与美股走势对比

右降至约 4%，股票证券等投资占家庭投资比重由 10% 升至 25%；2009 年至今，美国居民储蓄率由最高接近 8% 降至 3% 左右，同期居民银行贷款增加 39.9%，股票证券等投资占家庭投资比重由 12% 回升至约 23%。在股市下跌时期，如 2000—2002 年和 2008 年，美国居民投资股票市场资金减少，储蓄率短暂上升。目前美国家庭直接投资股市的比例从 4 年前的 15.2% 上升到 21%，而股市稳定上涨产生的高收益又会促进投资繁荣，推动科技创新和产业转型升级。

从长期来看，美股通过财富效应扩大经济规模、降低融资成本等带来的企业资本性支出提升，将是长期经济增长的来源，将进一步助力经济持续发展的潜力。从 2000 年后的数据来看，虽然历经金融危机等波折，美国股市整体而言呈现增长的态势。同一时期，美国人均 GDP 从约 36 330 美元增至约 81 695 美元，增长 124.87%，体现了经济产出效率的大幅提升。

美国作为股权融资最为密集的地区之一，根据美联储公布的金融资产负债表，非金融企业 2022 年末债券融资、贷款融资、股权融资在总资产（根据总负债及公司股权市值加总测算）中占比分别为 10.4%、

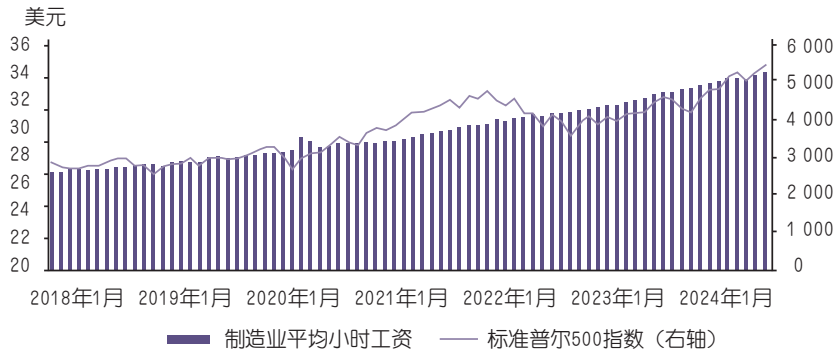


图 4　2018 年以来美国制造业平均小时工资与美股走势对比

7%、65.4%。在股市作为直接融资主要渠道的机制下，资本流动不再单一倾向于大型企业，而是更多地青睐那些具备强大发展潜力与股本扩张能力的科技创新型企业。同时，资金配置的逻辑也发生了转变，不再局限于企业的现有资产与利润规模，而是更加注重企业的行业特性、成长潜力、盈利模式及管理能力等多维度因素，这些因素均与企业所处的产业特性有着直接或间接的紧密联系。

科技创新型企业因其前期收益具有不确定性，往往难以满足银行贷款的严苛条件。相比之下，股权融资更为适合这类企业，尤其是风险投资与股票上市等方式。这些股权融资手段不仅具备风险共担、利益共享的特性，而且其“高风险、高收益”的投资偏好与科技企业的属性高度契合。此外，股权融资不会增加企业的偿债负担，使科技企业能够将更多资金集中用于研发与生产活动。股权融资展现出的产业和风险偏好，使其成为推动产业升级的关键平台。N

学术编辑：卢超群

参考文献
[1] 黄益平.新发展格局下的金融开放与稳定[J].金融市场研究,2022(1):1-9.
[2] 莱纳·克拉克曼,亨利·汉斯曼,等.公司法剖析：比较与功能的视角[M].罗培新,译.北京:法律出版社,2012.
[3] 李心合.金融经济危机与公司财务学发展[J].当代财经,2014(2):106-114.
[4] 罗珊.金融风险管理理论回顾与展望[J].华东经济管理,2010,24(12):139-142.
[5] 马骏,周月秋,殷红.金融机构环境风险分析与案例研究[M].北京:中国金融出版社,2018.
[6] 马沛瑶,张鹏.美国股市的下调风险和溢出效应[J].金融市场研究,2021(7):114-119.
[7] 宋湘燕,刘璟.美股十年记[J].中国金融,2018(4):16-18.
[8] 苏木亚.美国股市对沪深股市的波动溢出渠道研究[J].金融理论与实践,2015(9):10-13.
[9] 田岚,刘澄.美国证券注册制度抑价机制实证及其启示[J].求索,2016(5):28-30.
[10] 赵英杰,杨卓.美国证券发行承销商法律责任研究——以承销商职责界定和判断其是否尽职为视角[J].证券法苑,2016(1):16-17.

## Stock Market Ripples: the Interaction Between Stocks and the Economy

FANG Jingzhi[1] JIAO Jie[2,3]

(1. School of Economics and Management, Tsinghua University; 2. Dean, Professor and Doctoral Supervisor, Wudaokou School of Finance, Tsinghua University; 3. Chief Accountant, Tsinghua University)

**Abstract** Industry has long held the belief that the stock market is a barometer of the economy.However,this is an oversimplification of the relationship between the two. In recent years,China's stock market has been in the doldrums, sometimes fluctuating violently,but often hovering near lows,despite still positive economic growth.While the market is often not aligned with the actual economic situation,an in-depth analysis of the correlation between a stable gains on the stock market and economic development can have practical significance.

**Keywords** Stock Market, Economy, Rising Share Prices

**JEL Classification** B41 O16 E44