

# 技术驱动与宏观经济政策下的 纳斯达克指数波动研究

◎朱民 巩冰 杨斯尧

**摘要：**在全球化和技术革新的背景下，纳斯达克指数作为全球“新经济”的风向标，其波动性对全球金融市场具有重要影响。本文分析了新冠疫情以来纳斯达克指数的波动，探讨了 AI 技术进步如何引发投资热潮并推动指数上涨，同时评估了资产泡沫风险和金融危机的潜在威胁。研究发现，纳斯达克指数的上涨与市场集中度提升、对美联储货币政策的敏感性以及大型科技公司股价上涨密切相关。泡沫持续的三大支撑条件为 AI 技术的持续创新、宽松的货币政策和美国经济的软着陆，但这些条件存在不确定性和风险，建议我国加强监管、实时调整货币政策、强化国际合作，以应对金融市场复杂性和波动性，防范系统性金融风险，保障金融安全。

**关键词：**纳斯达克指数；人工智能；资产泡沫；金融危机；金融监管

**中图分类号：**F83      **文献标识码：**A  
**DOI:**10.16474/j.cnki.1673-8489.2025.02.006

在全球经贸往来日益频繁，金融一体化不断推进背景下，国际股票市场间的关联愈发紧密，美国股市因其较强的全球影响力也一直备受关注（贺志芳、董天琪，2023）。随着全球进入由科技驱动增长的新发展模式，汇集全球顶尖数字科技和人工智能等科技领域大型上市公司的美国纳斯达克综合指数（下文简称纳斯达克指数），也成了反映全球“新经济”动态的重要指标，对全球经济和金融的影响日益加深。2020 年新冠疫情暴发以来，纳斯达克指数波动较此前大幅加剧，已经历一轮大幅上涨与回调的周期（见图 1）。2022 年年末以来，以 ChatGPT 为代表的人工智能（Artificial Intelligence, AI）科技取得了跨越式进展，引发全球“AI 热潮”，投资者对相关领域科技股投资热情持续高涨，推动它们的股价及纳斯达克指数大幅上涨。截至 2024 年 8 月中旬，纳斯达克指数已达近 19500 点，较 2023 年年末上涨 15.8%，较 2022 年年末更是上涨

**作者简介：**朱民，中国国际经济交流中心资深专家；巩冰，中国社会科学院大学国际政治经济学院讲师；杨斯尧（通讯作者），清华大学五道口金融学院博士后。

图1 纳斯达克综合指数



高达 78.2%。

AI 投资热潮是驱动纳斯达克指数自 2022 年年底以来大幅上涨的主要因素之一，而指数如此大规模的暴涨也引发了国际社会广泛担忧：新技术的出现和炒作是否更容易形成资产泡沫，并潜在酝酿新一轮金融危机（Demmler & Fernandez, 2024）？自 2007 年美国次贷危机爆发引发全球金融危机以来，各国政府已越来越意识到对国际资本市场进行密切关注并加强金融监管，防范因市场泡沫破裂引起的金融危机对本国经济安全的冲击和不利影响的重要性。2024 年 7 月，党的第二十届中央委员会第三次全体会议公报指出：“国家安全是中国式现代化行稳致远的重要基础。必须全面贯彻总体国家安全观，完善维护国家安全体制机制，实现高质量发展和高水平安全良性互动，切实保障国家长治久安。”金融安全作为国家安全最重要的组成部分之一，在当今全球金融一体化程度不断加深、金融风险外溢速度不断加快的背景下，加强对以纳斯达克为代表的国际主要资本市场泡沫与风险的监测和预警，是关系我国金融安全与社会经济稳定健康发展的重要议题。同时，深化对国际主流资本市场泡沫形成与破裂机制的研究，也对我国深化金融体制改革，监控防范系统性金融风险，促进资本市场健康、稳定、高效发展具有不可忽视的重

要意义。

## 一、纳斯达克指数的泡沫与风险

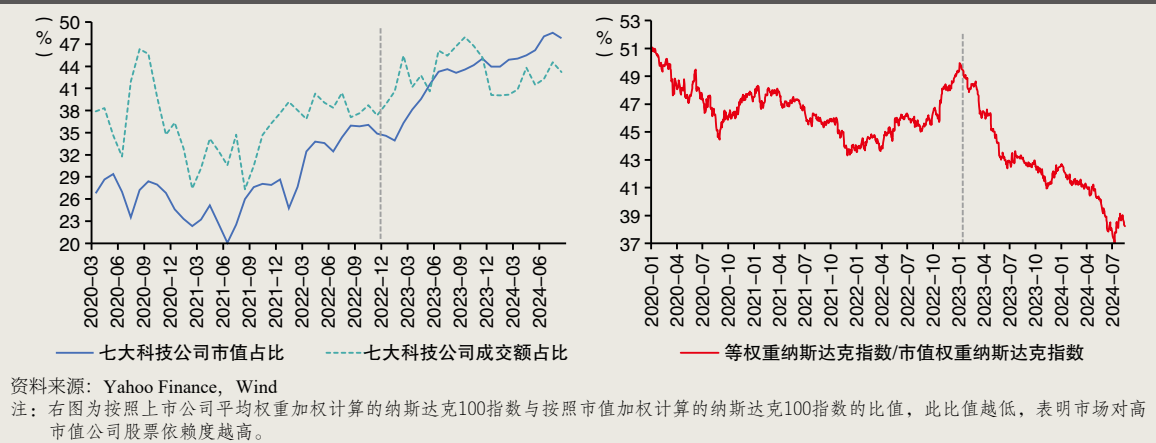
### （一）指数的走势特征

2023 年年初以来，纳斯达克指数的走势较此前呈现明显的差异化特征，主要体现在两大方面：一是市场集中度大幅提升，即纳斯达克指数对数字科技和人工智能等尖端领域投资最多和受益最大的 7 家大型科技公司<sup>①</sup>（又称 Magnificent Seven）股价的依赖度越来越高；二是指数对美联储货币政策及其预期高度敏感，并易受经济预期变化与海外股市波动影响。

一方面，美国政府和美联储为应对新冠疫情冲击快速实施了一系列激进的财政货币刺激措施，将利率降至历史低位并推出大规模资产购买计划，向资本市场注入大规模流动性的同时营造了有利的宏观环境。低资金成本、疫情期间对远程办公等数字科技服务的强劲需求、AI 技术取得跨越式突破等因素叠加，推动上述相关领域头部七大公司股价大幅上涨，并伴随着 AI 相关盈利能力提升及市场对 AI 行业的乐观预期，股价不断取得突破。截至 2024 年 8 月中旬，七大科技公司股价较 2020 年 2 月末和 2022 年年末分别平均上涨约 417% 和

<sup>①</sup> 微软、苹果、谷歌、脸书、英伟达、亚马逊、特斯拉七家公司。

图2 纳斯达克股票市场集中度指标



215%，远高于同期纳斯达克指数 105% 和 68% 的涨幅，AI 发展受益最大的英伟达公司股价更是分别上涨了 1725% 和 741%。股价快速上涨进一步驱动投资者购入上述公司股票，推动七大科技公司股票无论市值还是成交额占整个市场的比重持续上升，市场的“集中度”和对上述公司的依赖度大幅提升（见图 2）。截至 2024 年 8 月，七大科技公司合计市值与成交额占纳斯达克指数比重分别达约 48% 和 43%，较 2022 年年末增加 13.2% 和 4.3%。

另一方面，纳斯达克指数对美联储货币政策及其预期变化高度敏感，导致其自 2023 年以来呈现出“间断波动、整体强劲”的走势。具体来看，2023 年 3—6 月，美国 CPI 与 PCE 同比由 5% 和 4.4% 大幅降至 3% 和 3.2%，通胀放缓伴随美联储暂停加息、利率见顶等消息逐步释放，经济“软着陆”预期提升，投资者风险偏好回暖，美国 10 年期国债收益率大幅下行，市场再度聚焦 AI 领域，2023 年 7 月末纳斯达克指数较 3 月末的涨幅高达 17.4%。2023 年 11—12 月，美国 PCE 与核心 PCE 同比显著下降，美联储暗示加息结束，促进市场形成美联储将在 2024 年开启降息的乐观预期。同时，随着宏观货币环境改善与借贷成本降低预期增强，投资者对 AI 发展预期进一步乐观，风险偏好上升，推动纳斯达克指数大幅反弹，在 2023 年最后两个月大涨近 17%。2024 年 1—3 月和 5—6 月，美国通胀演变基本符合预期，美联储主席鲍威尔在 3 月讲话中进一步安抚市场情绪，叠加英伟达等大型 AI 领域公司季度营收超预期，市场对 AI 领域投资热

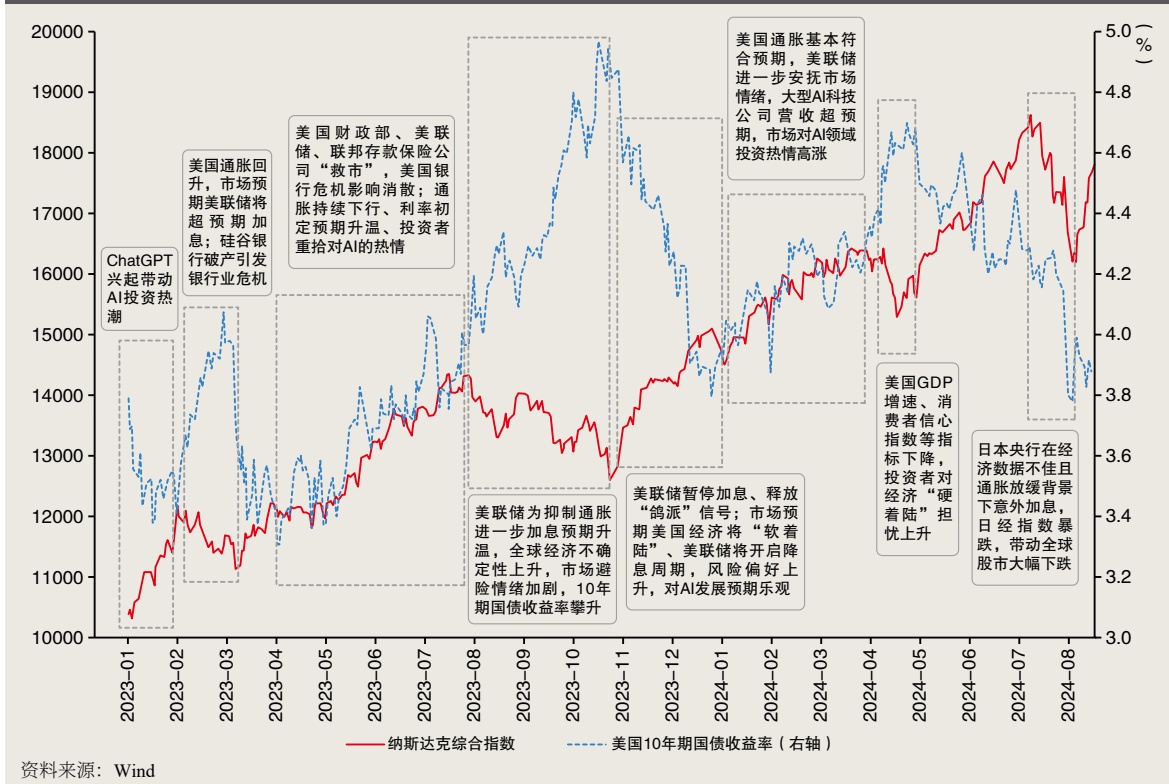
情持续高涨，带动纳斯达克指数在上述两个时间区间分别上涨超 9% 和 13%。

值得注意的是，美联储的货币政策收紧预期使纳斯达克指数自 2023 年年初的上涨行情出现了两次明显波动调整：一次是 2023 年 2—3 月，美国通胀超预期、劳动力市场需求持续强劲、美联储连续加息并持续缩表等因素，使市场进一步上调美联储加息预期。同时，2023 年 3 月银行业破产危机导致市场避险情绪下降，资金涌向国债等安全资产。上述因素叠加影响下，纳斯达克指数在 2023 年 3 月内跌幅达 4.5%，并一度跌至年内低点（3 月 13 日，11189 点）。另一次是 2023 年 8—10 月，因美联储 9 月会议纪要暗示可能进一步加息，并不会在年内降息，导致市场预期高利率持续更长时间，推动美国 10 年期国债收益率快速上升，纳斯达克指数出现波动下跌，10 月末较 7 月末下跌超 10%。此外，美国经济“硬着陆”风险上升，以及海外股市暴跌的溢出效应，也分别在 2024 年 4 月和 8 月造成了纳斯达克指数的大幅扰动（见图 3）。

## （二）指数的泡沫与风险

资产价格迅速攀升是资产泡沫的一个显著特征。尽管现有理论研究已从投资者的理性和非理性行为、资本市场与宏观经济结构性问题等多个角度解释了资产泡沫的形成机制，例如，投资者基于理性预期购入被高估资产（Diba & Grossman, 1988），过度自信或羊群行为（吴卫星等，2006；Merkle, 2017；Zhang et al., 2024），以及市场流动性过剩

图3 2023年1月—2024年8月纳斯达克综合指数走势及主要事件



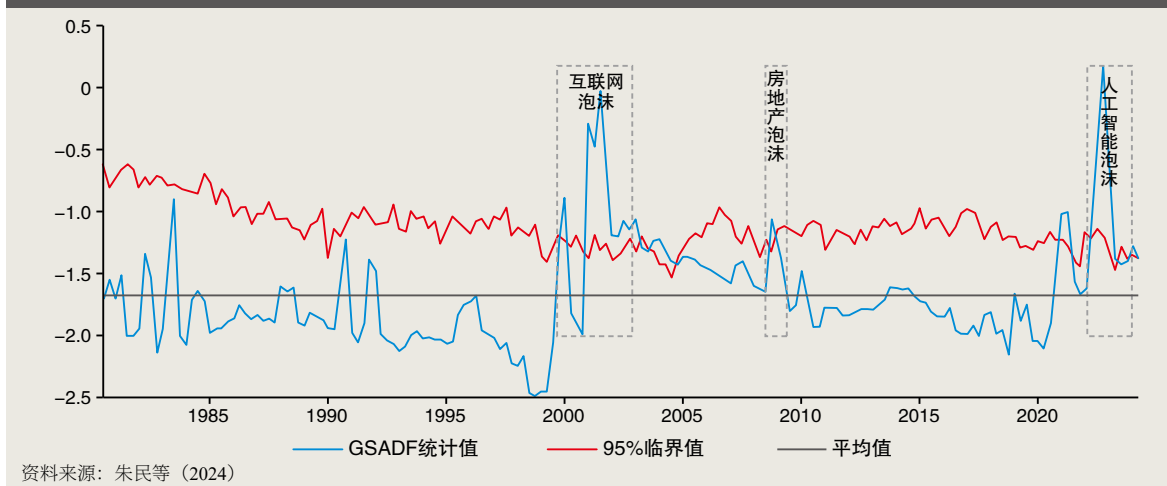
或宏观信贷政策过于宽松等（Gorton & Metrick, 2012；Gu et al., 2013；孟宪春等，2019），但现实中如何界定和度量资产泡沫一直是学界、市场、政策制定者面临的共同难题。现有针对纳斯达克指数泡沫的识别与检验多基于指数的短期高频波动（Demmler & Fernandez, 2024），但此类方法仅局限于短暂性泡沫，且受市场日度或更高频数据中的投机性“噪音”影响大，难以为政策制定者提供有效的支持与参考。

朱民等（2024）使用去趋势化“降噪”的纳斯达克指数季度数据，利用具有更高灵活性与准确性的广义上确界 ADF 检验法（GSADF），对纳斯达克指数 1974 年至 2024 年第二季度整个历史区间内的泡沫进行了全面检验，在提高泡沫识别准确度的同时，能够纵向对比指数历史上的主要泡沫，探究其特征、驱动要素及共同点，有助于更深刻理解当下市场格局。其研究识别出纳斯达克指数历史上的三大主要泡沫，即 2000 年前后的互联网泡沫，2007 年左右的房地产泡沫，以及自 2020 年来的较大资产泡沫。其中，第三个资产泡沫目前仍在持续中（简

称人工智能泡沫），其平均 GSADF 统计值虽低于互联网泡沫，但高于房地产泡沫，泡沫程度不容忽视（见图 4）。

上述三大泡沫纵向对比显示，本轮人工智能泡沫与房地产泡沫和互联网泡沫均具有特征上的显著共性。其一，迅速宽松的货币政策是人工智能泡沫和房地产泡沫形成的主要诱因。本轮泡沫的形成阶段（2020—2022 年），美联储和美国政府为应对疫情冲击实施了快速降息、大规模量化宽松和财政赤字货币化相结合的政策，显著降低融资成本、为市场注入大量流动性并稳定了市场情绪。上述措施叠加疫情期间对数字科技服务需求大幅上升，以及对人工智能发展的乐观预期，推动 AI 领域公司股价大幅上升，形成泡沫的初期繁荣。而房地产泡沫的形成阶段也源于 21 世纪初美联储大幅降低利率以刺激经济，叠加次级房地产贷款及金融衍生品的大量发行与扩张，推动纳斯达克上市金融科技公司股价大涨，带动指数繁荣。其二，科技创新与炒作推动泡沫扩张，叠加市场乐观情绪，推动市场走向繁荣。2022 年 11 月，OpenAI

图4 GSADF对纳斯达克指数泡沫的检验结果 (1974—2024)



发布 ChatGPT 引发新一轮人工智能创新与投资热潮，微软、谷歌、脸书等科技巨头纷纷推出创新 AI 产品和服务，市场对 AI 创新乐观预期不断提升，大量资金流向一、二级市场的各类型 AI 企业，推动相关公司的估值和股价上升。例如，2023 年，全球新兴“独角兽”公司中便有超 60% 产生于 AI 行业（Accel，2023）。因大量 AI 行业公司于纳斯达克交易所上市，这也推动了纳斯达克指数快速上涨与繁荣。反观互联网泡沫，随着 20 世纪 90 年代互联网快速发展与在线业务的创新与扩张，投资者对互联网增长前景持高度乐观态度，大量购入新上市互联网公司股票，推动纳斯达克指数的强劲上涨。因此，可以看出，2020 年以来纳斯达克市场的资产泡沫是大规模扩张性货币政策、科技创新与炒作、市场乐观投资情绪三大因素共同作用导致的结果。

综上所述，对纳斯达克指数建立以来历史季度数据的统计检验已识别出指数在 2020 年以来形成的较大资产泡沫，且泡沫仍在持续。本轮人工智能泡沫兼具此前房地产泡沫与互联网泡沫的主要特征，但成因较这两大历史泡沫更为复杂。同时，指数自 2023 年以来的走势呈现明显的对如七大科技公司的大型 AI 领域公司依赖度过高，对美联储货币政策及政策预期的敏感度上升的特征，市场整体的风险偏好与乐观情绪也不断上升（朱民等，2024）。这也使高位运行的纳斯达克指数的脆弱性与泡沫破裂的风险显著上升。

## 二、纳斯达克指数泡沫的支撑条件

朱民等（2024）构造了一个由宏观经济动态随机一般均衡模型（DSGE）与股票市场资产定价模型（Asset Pricing，AP）相结合的由政府、企业、家庭、金融中介组成的多部门 DSGE-AP 模型，并利用 1974—2024 年第二季度的纳斯达克指数历史数据，对生产力、货币政策、股票市场情绪等变量的变化对纳斯达克市场的影响进行了评估。研究显示，上述三大变量变化均会对纳斯达克指数产生显著影响：第一，生产力上升能够增加企业和金融机构的预期利润和股息，降低股票贴现率，能够在短期推动股票价格与回报率上升，且对纳斯达克市场的影响显著大于对纽约证券交易所上市股票的影响。第二，降息或量化宽松等货币政策引发的信贷市场流动性增加在短期内可能推动股票的价格与回报率上升。第三，纳斯达克市场的波动存在“连通性”，即经济基本面与纽交所股票的波动等会传导至纳斯达克指数。

自 2023 年年末以来，大量投资者及华尔街主流金融机构对纳斯达克指数在 2024 年的表现仍持有乐观预期，其投资行为也推动纳斯达克指数在 2024 年 8 月中旬较 2023 年年末上涨约 17%。总体来看，对纳斯达克指数的乐观预期主要基于以下因素：一是美国经济将保持温和增长，公司盈利将保持可观增速，对 AI 技术的需求将推动科技公司营收进一步增长；二是 AI 技术将取得突破，其应用将渗透

进更多领域,带动生产力与经济增长潜力的提升;三是通胀将逐渐降至美联储政策目标,推动美联储开启降息等宽松货币政策进程,降低公司现金流压力;四是七大科技公司股价上涨将产生“溢出效应”,带动科技公司股价整体上涨(朱民等,2024)。结合模型发现对上述因素进一步抽象归纳,显示支撑纳斯达克指数继续上升(即泡沫维持)的三大条件为:持续的AI技术创新及其带动的生产力提升;宽松货币政策推动新一轮信贷扩张;美国经济成功“软着陆”为股市维持良好宏观经济环境。

### (一) AI 技术创新持续,带动生产力上升

该支撑条件的逻辑链条为:对AI发展的乐观预期将驱动企业扩大对AI及相关软硬件科技领域的投资,推动AI技术创新持续并在多领域取得突破,带动生产力显著提升,支持股票价格上升。具体来看,部分大型投资机构认为目前AI领域投资主要由苹果、微软、亚马逊等大型科技公司驱动,它们持有大量可投资现金,并将AI视为宝贵的投资机会及关乎其生存的业务领域,将在乐观预期与恐惧双重力量驱动下,加大AI投资,并带动其他大型企业与机构在该领域投资(Jenson& Moriarty, 2024)。持续的投资将驱动AI模型优化及技术创新,使其应用拓展至多类潜在场景及不同业务领域,而在此过程中不断涌现的新产品、服务、商业模式也将引发企业和个人对AI应用的需求大幅增加,推动AI市场规模持续扩大并带动更多AI投资,形成“投资-市场扩张”的正向反馈效应。随着AI技术不断优化及其应用领域不断扩大,将带动生产力显著上升,例如,麦肯锡公司研究预测,平均场景下,到2030年,仅生成式AI技术便可能将美国的劳动生产率提升0.5%~0.9%,若其与其他自动化技术结合,有望推动美国生产率增长达3%~4%(Ellingrud et al., 2023)。生产力的提升也将推动公司业绩与股票价格上升。

### (二) 美联储按预期重启宽松货币政策,推动信贷扩张

基于对美国通货膨胀走势、经济形势及美联储货币政策态度等多方面判断,主流金融机构预测美

联储将在2024年重启宽松货币政策。2024年9月,美联储正式开启降息通道。

从通胀走势看,美国CPI、核心CPI、PCE、核心PCE等主要价格指数同比自2022年9月起持续下降,其2024年6月和7月最新数据均达到或接近2021年4月以来的低位。同时,高盛等金融机构认为,诸如疫情的负面供给冲击、劳动力市场持续过热、工资增速快速上升等驱动通胀上行的关键因素在减弱,汽车与住房市场的“再平衡”也将带动价格持续下降(Hatzius, 2023)。而诸如供应链压力指数、房价与租金等反映美国通胀压力的指数下降也进一步强化了市场对通胀朝美联储政策目标方向下降的预期(Cadiwell, 2024)。

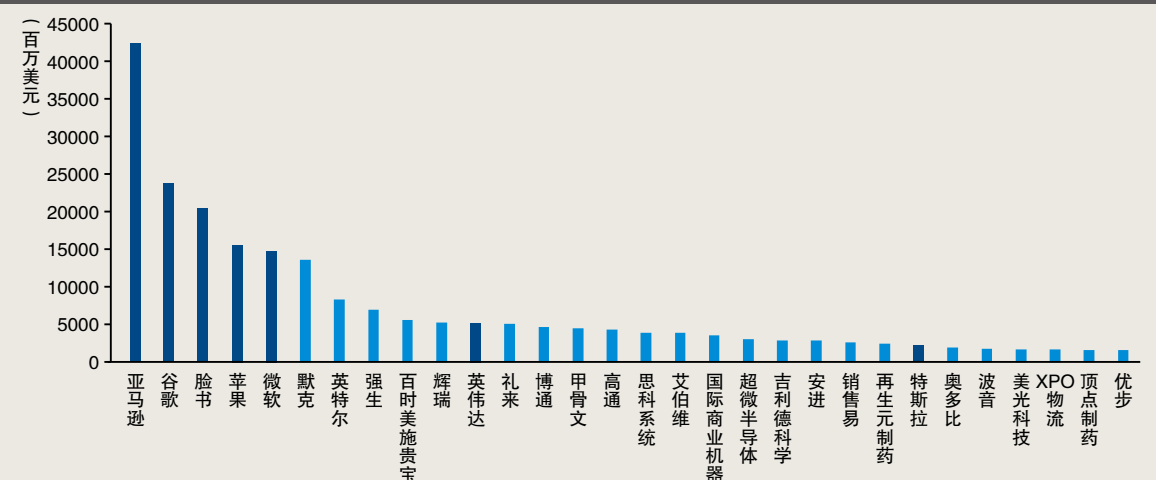
从增长形势看,部分主流机构认为,随着劳动力市场过热状态缓解及工资增速放缓,紧缩性货币政策对美国经济的负面影响已开始显现,信用卡逾期率上升、家庭实际可支配收入下降、贷款条件收紧等因素叠加,将成为拖累美国经济增长的主要风险(Fox, 2023)。对这些潜在风险导致经济衰退的担忧,也将推动美联储重启宽松货币政策。

从货币政策信号看,美联储自2023年9月以来便停止了加息进程,同时,美联储主席鲍威尔在2024年7月的最新发布会中指出通胀正朝2%的政策目标发展(Powell, 2024),被市场解读为释放“鸽派”信号。美联储9月启动降息,重启宽松货币政策。

从债务成本看,美国短、中期国债收益率自2022年10月以来始终处于高位,2024年8月中旬的3个月、1年、10年期国债收益率仍分别达5.33%、4.49%和3.89%,远高于疫情前平均水平。由于美国政府债务规模仍处于历史高位,且几乎全部债务在2023—2026年到期并需进行再融资(Bergstresser, 2022),高利率将使美国政府偿债成本和压力显著上升,也将成为美联储货币政策决策时面临的额外压力,可能成为促使其采取降息措施的重要杠杆力量(朱民等,2024)。

随着美联储降息并重启宽松货币政策,投资者们预期市场流动性将进一步宽松,并刺激资金流向更高回报的资产,将刺激股市并增加高增长科技股的吸引力,从而推动纳斯达克指数进一步走强。

图5 美国“财富500强”企业2024年上半年研发支出前30名



资料来源: Macrotrends, 作者整理

注: 样本包含109家已披露相关支出的“财富500强”企业。

### (三) 美国经济实现“软着陆”，股市所处良好宏观经济环境得以维持

2023年美国实际GDP增速达2.5%，失业率维持在3.6%的低位，经济韧性超出预期。尽管美国劳动力市场与消费支出在2024年第二季度转冷，增加了部分投资者对经济走势的担忧，但大型金融机构与政策制定者仍维持美国经济“软着陆”的预期，认为美国劳动力市场在通胀较快回落的背景下仅小幅收紧，居民消费在服务等非商品领域仍较快速增长，全球经济的复苏也将推动对美国出口需求上升，叠加美联储潜在的降息，将使经济保持较好增长势头（Goldman Sachs, 2023；Zenter, 2024；Schneider, 2024）。

## 三、支撑条件难以实现的风险

股票收益冲击带来的过度乐观投资情绪、技术进步冲击带来的不可持续的技术炒作、货币政策冲击带来的信贷扩张是驱动纳斯达克市场形成资产泡沫的核心要素（朱民等，2024），而前述三大支撑条件能否实现决定了这些要素能否维持。目前，这三大支撑条件均存在不能如期实现的风险，这也使

上述要素均处于显著性敏感阶段，一旦发生反转，结合纳斯达克市场存在的“超调”特征<sup>①</sup>，可能引发当前纳斯达克指数泡沫的崩溃。

### (一) AI 技术进步及其带动的生产力提升可能不及预期

首先，大型科技公司在AI领域的高强度和大规模投资可能难以持续。科技企业对AI的投资可通过两大类变量近似观察，一是企业的研发支出，可作为其AI研发投资的近似值，二是企业的资本支出及长期投资，可作为其在数据中心、研发设备等AI领域长期投资的近似值。对七大科技公司相关变量分析显示：第一，它们在2024上半年的AI研发投入无论在总量或是占同期收入比重上均处于高位。其中，对109家已披露研发支出的美国“财富500强”企业的横向对比显示，亚马逊、谷歌、脸书、苹果、微软5家企业的研发支出位于前五名（见图5），七大科技公司研发支出总量占全部109家企业总量的46.2%，其研发支出占当期收入比重平均达12.65%，也显著高于其他公司。第二，除英伟达和特斯拉外，其他5家科技公司2024上半年研发支出较2023年同期增速均小于10%，平均增速仅5.5%，显著低于

<sup>①</sup> 经济体系中的复杂动态和名义价格摩擦导致的股票市场正向或负向的过度调整。

图6 七大科技公司研发支出增速（2024上半年同比）

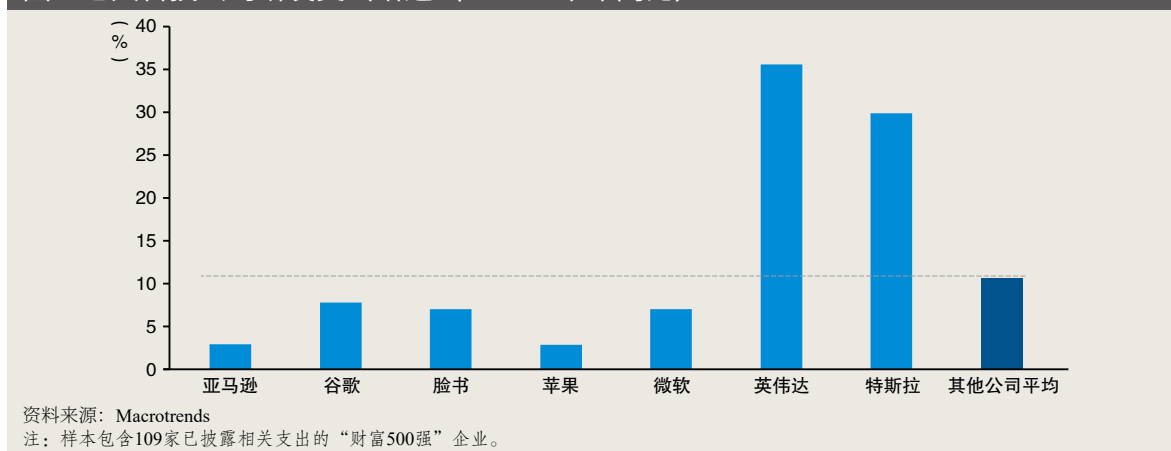
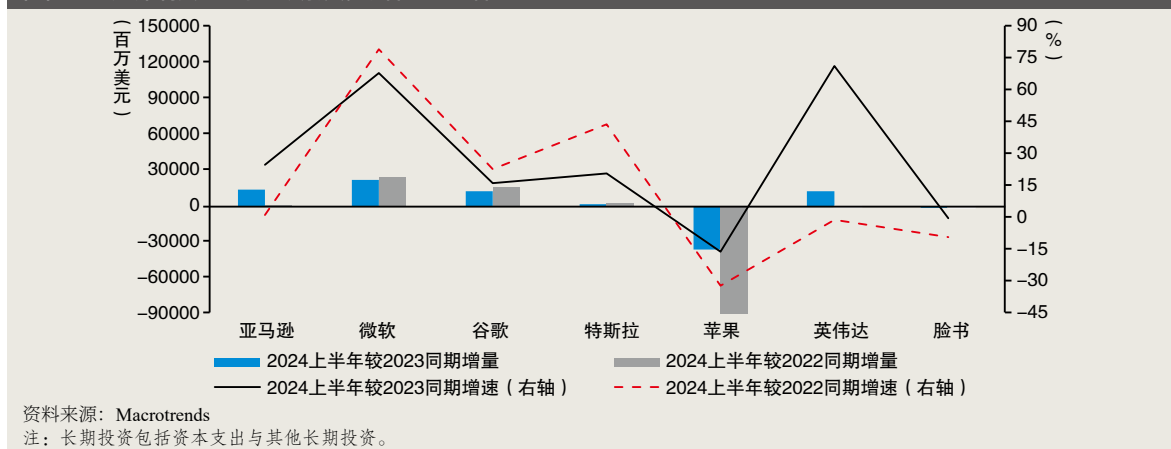


图7 七大科技公司长期投资增量与增速



其他“财富500强”公司10.58%的增速，显示它们难以继续大幅扩张AI研发投入（见图6）。第三，七大科技公司在AI领域长期投资存在显著差异，除微软与谷歌外，其他5家科技公司2024上半年的长期投资较2023年与2022年同期仅有小幅增长甚至下降（见图7），且7家公司2024上半年长期投资合计额较2022年同期大幅下降超9%，显著弱于“财富500强”中实体企业与金融企业同期的投资增速。上述分析可看出，七大科技公司虽进行了大规模的AI研发及长期投资，但其投资增速呈下降趋势，若其收入增速下降，可能进一步限制对AI的短期和长期投资，或将遏制其AI技术创新。

其次，大型科技公司的投资未必能带动其他科技公司大幅增加AI投资。美国33家“财富500强”科技公司长期投资数据显示，七大科技公司的投资在2022年、2023年、2024年上半年占比分别高达

71.9%、71.5%和72.5%，而其他科技公司在2024年上半年的合计长期投资较2022年同期大幅下跌近12%（见图8），显示它们在AI领域长期投资并未大幅扩张。这也使它们难以弥补七大科技公司投资放缓后产生的AI投资缺口，可能降低整体经济中AI创新的速度。

最后，尽管AI技术创新及应用场景的扩大有助于加快多领域的自动化进程、促进生产力提升，但其对中长期宏观层面总生产力的提升仍存诸多不确定性。一方面，AI技术可能对就业造成冲击，并可能加剧跨阶层收入分配不平等，导致社会冲突风险增加，不利于整体生产力的提升。例如，国际货币基金组织（IMF）最新研究显示，发达和新兴市场经济体分别约有30%和26%的工作岗位被AI替代，可能对劳动力市场和工资造成显著负面影响（Cazzaniga et al., 2024）。另一方面，目前大规模

图8 七大科技公司与其它科技企业长期投资对比

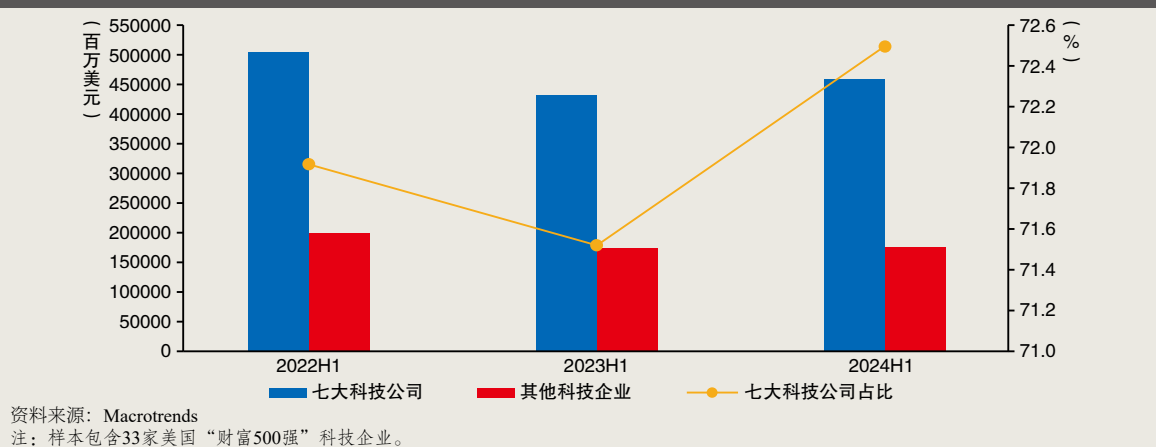
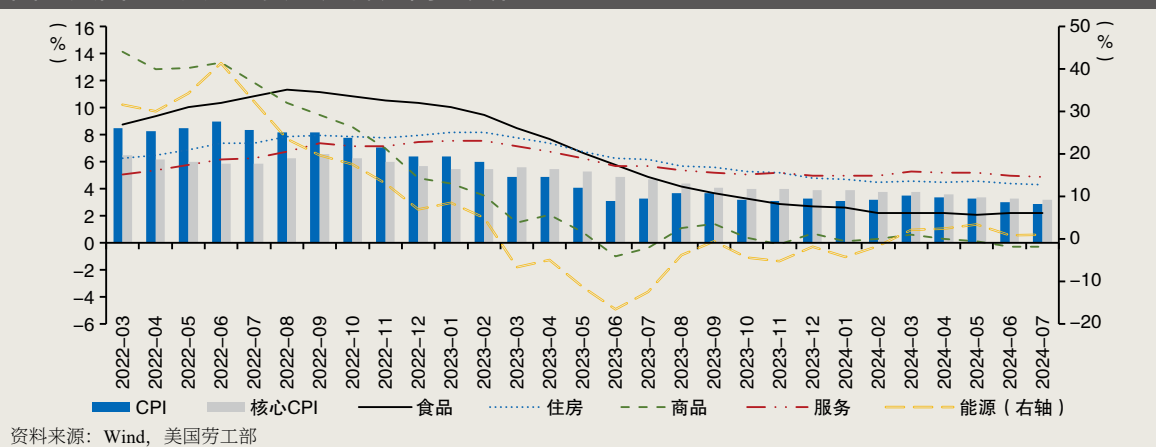


图9 美国CPI及其主要组成部分同比变化



AI 投资与技术创新仍由大型科技公司主导，将不断增加其在 AI 上的垄断竞争优势，提升新兴企业进入该领域的成本与门槛，不利于 AI 技术的突破与扩散，可能限制其对生产力的促进作用（Filippucci et al., 2024）。

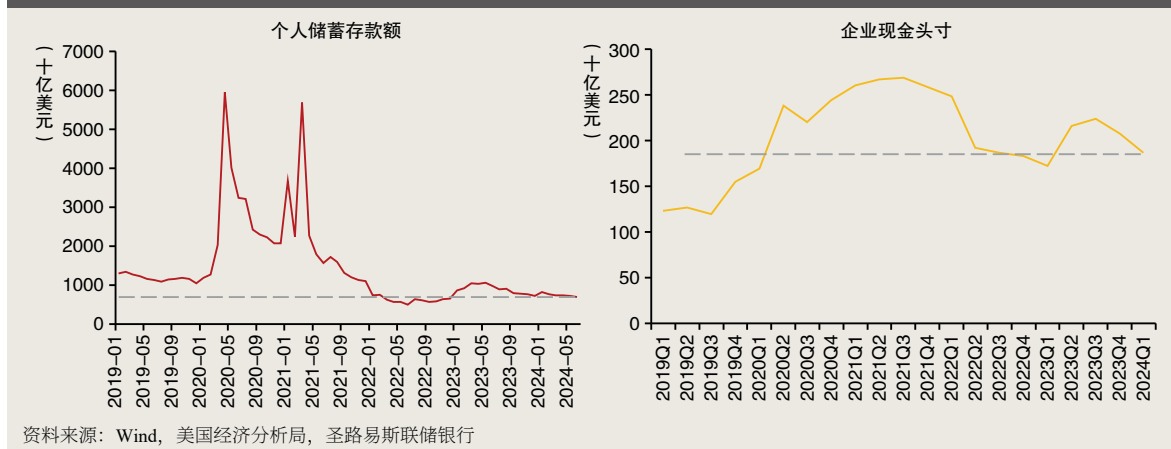
综上所述，AI 技术进步的速度及其对生产力的促进作用未必能如市场预期的乐观。目前大量 AI 相关投资与研发仍主要集中于七大科技企业，其投资增速降低、创新减少、垄断优势上升等可能导致 AI 技术进步速度难以跟上纳斯达克指数泡沫扩张速度，导致科技股估值调整，增加泡沫破裂风险。

## （二）美联储货币政策对信贷扩张推动作用不及预期的风险

货币政策方面，2024 年 9 月 19 日，美联储宣布

自 2020 年以来首次降息，将联邦基金利率目标区间从 5.25%~5.5% 调低至 4.75%~5%，降幅为 50 个基点。11 月，美联储继续降息 25 个基点至 4.50%~4.75% 区间。尽管美国主要通胀指标自 2024 年第二季度以来保持下降趋势，但其 2024 年 7 月的核心 CPI 同比仍显著高于 2%，达 3.2%。同时，2024 年以来美国各主要领域通胀也呈差异化演变特征，商品通胀降速较快，食品、住房、服务通胀的下降出现停滞，能源通胀则显著反弹（见图 9）。这些特征叠加俄乌冲突持续、中东地缘冲突频率上升等导致的全球能源供应扰动风险上升等因素，可能加大美国通胀降至 2% 政策目标的难度。此外，高通胀与供给冲击会对经济形成“伤疤效应”（Fomaro & Wolf, 2023），导致通胀黏性上升，这也会使美联储对本轮加息周期末期的货币政策选择更加谨慎，可能优先选择预期管理的政策工具，并不急于在年内大幅

图10 美国居民储蓄与企业现金头寸



降息。

此外，如前所述，宽松货币政策引发的信贷市场流动性增加是推动股票价格与回报率上升的主要因素。然而，大量美国企业在美联储开启本轮加息周期前以低利率借入的债务，将于2024—2028年间集中到期，其中2024年与2025年两年到期的债务累计规模就达1.86万亿美元（Goldman Sachs, 2024）。尽管美联储已开启降息，其降息幅度恐难以对冲企业债务再融资时增加的利率成本。届时，企业要么选择使用自有资金偿债，要么以更高的利率进行再融资，而两种方式均可能影响降息对市场流动性的促进效应。

上述背景下，美联储未来的降息幅度，及其降息对市场流动性增加的推动作用均可能不及市场预期，纳斯达克指数泡沫破裂的风险也可能上升。

### （三）美国经济“软着陆”仍存挑战

疫情期间美国激进的财政政策导致美国居民与企业部门持有现金大幅增加，叠加疫情后居民部门消费反弹、企业部门在拜登政府国内产业政策的激励下投资增加，使美国经济形成了“需求反弹—供给恢复—就业增加”的正向循环（朱民等，2024）。然而，进入2024年，无论居民部门储蓄或是企业部门现金均出现大幅回落，已低于或接近疫情前水平（见图10），导致上述正向循环难以维持强劲势头，需求与就业增长均放缓。

同时，美国家庭与企业持有的现金存在显著的不均衡问题，低收入家庭与国内企业持有

的现金远低于高收入家庭与大型跨国企业（Gu, 2017）。这导致相关家庭消费与企业投资更依赖于信贷，而美联储急剧加息导致的借贷成本快速上升对它们造成了严重冲击，使其贷款违约率上升。圣路易斯联储数据显示，自美联储2022年第一季度加息以来，美国信用卡还款逾期率显著上升，至2024年第二季度已达3.25%，较疫情前增加约0.6%；国际信用评级机构穆迪和标普数据也显示，2023年年底美国企业债务违约率达5.6%，违约企业数量增长80%，为自2016年以来除疫情期间外的最高水平。此外，由于大量违约企业贷款来自区域性银行，违约率的上升也将对这些银行造成负面冲击，可能导致信贷条件收紧，进一步影响这些企业在高息环境下的融资活动（Olya, 2024）。这些居民与企业面临的融资约束问题也将进一步驱动总需求增长放缓。

此外，美国财政赤字持续恶化，2024年已达GDP的5.6%，预期2025年将进一步升至6.1%（CBO, 2024）。同时，由于美国财政部在2023年为避免长端利率上升过快，大量发行短期国债融资，在2024年也面临较大的再融资压力。面临赤字增加及对债务期限管理的需求，其2024年后可能增加长期国债的发行量，这可能推升10年期美债收益率，并传导至个人及企业贷款利率，使其偿债负担难以减轻（朱民等，2024）。

上述多重因素共同作用，可能打破美国疫情后“需求反弹—供给恢复—就业增加”的正向循环，并进入“需求放缓—就业收紧—偿债压力上升”的

负向循环,美国经济“软着陆”难度增加。由于经济基本面与股票市场间存在显著的连通性,且纳斯达克市场对经济冲击更加敏感,波动性更大(朱民等,2024),美国经济“硬着陆”风险增加可能使纳斯达克指数泡沫破裂风险进一步上升。

#### 四、结论与建议

随着全球金融市场的复杂性与联动性不断增强,如何有效应对市场波动、防范资产泡沫,将成为各国政府和金融监管机构面临的长期挑战,也是关系到防范系统性金融风险、保障我国金融安全的重要议题。对截至2024年第二季度的整个纳斯达克指数历史的统计检验显示,该指数自2020年以来确实出现了显著的资产泡沫,泡沫的平均强度高于2007年的房地产泡沫。本轮纳斯达克市场泡沫由持续的技术炒作、意外的信贷扩张、异常的市场情绪三大因素混合驱动。泡沫能否持续取决于三大重要支撑条件的实现:持续的AI技术创新及其带动的生产力提升、宽松货币政策推动新一轮信贷扩张、美国经济成功“软着陆”为股市维持良好宏观经济环境,唯有当AI技术创新速度能够与市场期望的热量保持同步、市场流动性仍然宽松、美国经济能够顺利“软着陆”,才能有效避免本轮资产泡沫的破裂。但上述支撑条件存在难以实现的风险:AI创新与技术进步可能跟不上泡沫扩张的速度,其对生产力的促进作用也可能不及预期;美联储的宽松货币政策可能不及预期,其对信贷扩张的推动力也可能较弱;美国经济“软着陆”仍面临诸多挑战。本轮纳斯达克指数泡沫何时崩溃也将取决于上述风险如何演变。根据本文研究结论,我们提出以下政策建议。

一是加强对以纳斯达克为代表的美国股市波动与风险的实时追踪与监控,加快制定针对美股大幅动荡或崩盘的应对策略。纳斯达克指数自2024年7月以来波动显著加剧,一度较最高点下跌超13%,此后逐渐反弹。特朗普上台采取的“逆全球化”政策以及全球多地区地缘政治冲突持续,美股大幅波动风险上升,可能对我国资本市场、跨境资本流动、人民币汇率均造成冲击,需要尽早制定防范和化解

外部冲击风险的储备政策。

二是积极利用资本市场支持科技创新的同时,加强对股市技术炒作的监管和市场引导。科技炒作是催生股市泡沫的重要因素,泡沫破裂也可能引发大量科技公司破产倒闭,影响科技与经济的良性发展。鉴于此,我国需继续加强资本市场激励约束制度体系建设,强化投资者引导与保护,防止大规模投资炒作。

三是灵活调整并开发创新型货币政策,防范盲目信贷扩张引发股市泡沫的风险。一方面利用降息、降准等传统工具积极进行逆周期货币政策调节,对国内资本市场形成支撑;另一方面积极开发和利用创新型、定向型货币政策工具支持重点行业发展,防范“大水漫灌”式政策推动信贷盲目扩张引发股市泡沫风险。

四是推动多层次资本市场体系建设,完善债券与股票市场机制,有序推动资本市场对外开放,吸引国际资本。支持风险投资、私募股权投资等行业,健全并实施二级市场退市制度,完善一、二级股权交易市场,以及股票与债券市场间更好协同联动机制建设,增强资本市场风险定价与资源配置功能,促进资本市场对外开放,吸引更多国际资本入市。

五是强化国际金融合作,共同应对全球金融市场波动。保持与国际货币基金组织及美联储和美国财政部等主要央行与金融监管部门的沟通,加强多边对全球金融市场风险研究信息的共享,推动建立对资本市场泡沫破裂外溢风险等重要金融风险的全局治理机制。

#### 参考文献:

- [1] 贺志芳、董天琪.中美股市投资者风险偏好的联动性研究——基于风险-收益关系视角[J].系统工程理论与实践,2023(9):2556-2569
- [2] 孟宪春、张屹山、李天宇.中国经济“脱实向虚”背景下最优货币政策规则研究[J].世界经济,2019(5):27-48
- [3] 吴卫星、汪勇祥、梁衡义.过度自信、有限参与和资产价格泡沫[J].经济研究,2006(4):115-127
- [4] 朱民、杨斯尧、巩冰.纳斯达克指数波动与风险分析:AI技术革新与宏观经济的关联性影响[J].国际金融研究,2024

(6) : 30-39

[5] 朱民、杨斯尧、巩冰. 技术炒作、信贷扩张与科技资产泡沫: 美国纳斯达克股市资产泡沫和风险的检测与分析 [J]. 国际金融研究, 2024 (9) : 3-24

[6] Accel. Euroscope 2023 Generation AI[EB/OL]. 2023-10-17

[7] Bergstresser, D. Rising Costs of Financing U.S. Government Debt[R]. Econofact, 2022-12-5

[8] Cazzaniga, M., Jaumotte, F., Li, L., Melina, G., Panton, A.J., Pizzinelli, C., Rockall, E.J., & Tavares, M.M. Gen-AI: Artificial Intelligence and the Future of Work[R]. IMF Staff Discussion Notes, SDN/2024/001

[9] Caldwell, P. Why We Expect Inflation to Fall in 2024[R]. Morningstar, 2024-07-1

[10] CBO's Panel of Economic Advisers. The Budget and Economic Outlook: 2024-2034[R]. Congressional Budget Office, 2024

[11] Demmler, M., & Fernandez, A. O. Explosive Behavior in Historic NASDAQ Market Prices[J]. The North American Journal of Economics and Finance, 2024, 71, 102095

[12] Diba, B. T., & Grossman, H. I. The Theory of Rational Bubbles in Stock Prices[J]. The Economic Journal, 1988, 98(392), 746-754

[13] Ellingrud, K., Sanghvi, S., Dandona, G.S., Madgavkar, A., Chui, M., White, O., & Hasebe, P. Which Jobs Will Be in Demand? Which Ones Are Shrinking? And Which Ones Could Be Hardest to Fill? [R]. McKinsey Global Institute, 2023-07-26

[14] Filippucci, F. et al. The Impact of Artificial Intelligence on Productivity, Distribution and Growth: Key Mechanisms, Initial Evidence and Policy Challenges[R]. OECD Artificial Intelligence Papers, 2024

[15] Fornaro, L. & Wolf, M. The Scars of Supply Shocks: Implications for Monetary Policy [J]. Journal of Monetary Economics, 2023, 140 : S18-S36

[16] Fox, M. The Federal Reserve Will Cut Interest Rates 6 Times in 2024 as the Economy Shows Clear Sign of Cooling Down[N]. Business Insider, 2023

[17] Goldman Sachs. The Corporate Debt Maturity Wall: Implications for Capex and Employment[R]. Goldman Sachs, 2023-08-06

[18] Gong, B., Yang, S., & Zhu, M. The Detection and Inspection of Bubbles in the NASDAQ[R], Working Paper, Leading Edge Academic Publications, 2024

[19] Gorton, G., & Metrick, A. Getting Up to Speed on the Financial Crisis: A One-Weekend-Reader's Guide[J]. Journal of

Economic Literature, 2012, 50(1), 128-150

[20] Gu, C., Mattesini, F., Monnet, C., & Wright, R. Endogenous Credit Cycles[J]. Journal of Political Economy, 2013, 121(5), 940-965

[21] Gu, T. U.S. Multinationals and Cash Holdings[J]. Journal of Financial Economics, 2017, 125 : 344-368

[22] Hatzius, J., Phillips, A., Mericle, D., et al. 10 Questions for 2024[R]. Goldman Sachs, 2023

[23] ING. We're Still Playing the Central Bank Waiting Game[R]. ING, 2024-07-11

[24] Jenson, G., & Moriarty, J. Are We on the Brink of an AI Investment Arms Race? [R]. Bridgewater Associates, 2024-05-20

[25] Merkle, C. Financial Overconfidence Over Time: Foresight, Hindsight, and Insight of Investors[J]. Journal of Banking & Finance, 2017, 84, 68-87

[26] Olya, G. Kevin O' Leary Says a Crypto Real Estate Collapse Will Lead to "Chaos" [N]. Yahoo Finance, 2024

[27] Powell, J. Transcript of Chair Powell's Press Conference July 31, 2024[R]. Federal Reserve, 2024-07-31

[28] Schneider, H. Fed's Cook: US Data Consistent with a Soft Landing[N]. Reuters, 2024-07-11.

[29] Zender, E. Still Tracking for a Soft Landing in September[R]. Morgan Stanley, 2024-07-17

[30] Zhang, Y., Zhou, L., Liu, Z., & Wu, B. Herding Behaviour towards High Order Systematic Risks and the Contagion Effect—Evidence from BRICS Stock Markets[J]. The North American Journal of Economics and Finance, 2024, 74, 102219

(责任编辑: 辛本胜)