



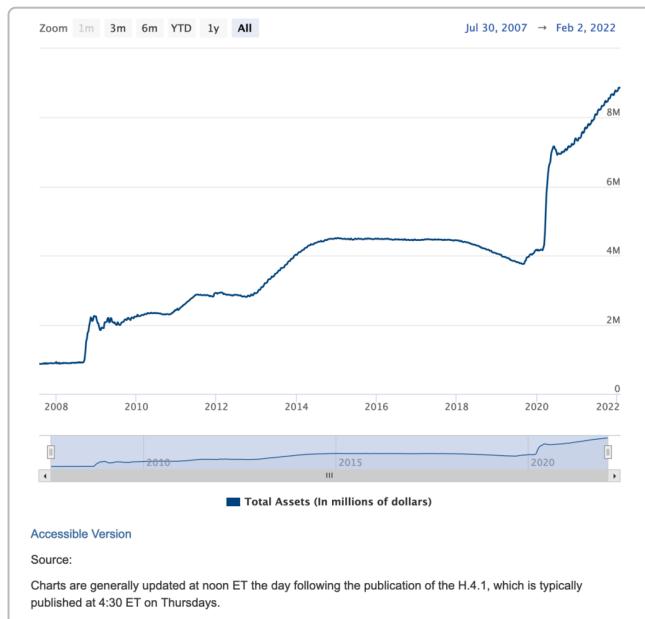
美股上涨的权力逻辑：从内部政治博弈到全球资本吸纳

执行摘要 (Executive Summary)

美国股市自2000年互联网泡沫以来经历了多轮牛市和震荡，但其长牛背后的驱动力远超企业盈利层面。美元霸权的循环支撑、美国内部政治的妥协均衡，以及全球资本在动荡中“比烂”后的回流，共同塑造了美股长期走强的深层逻辑。美联储在高债务压力下货币宽松，造就货币幻觉，资金泛滥却主要推高资产价格而非日常物价^{1 2}。华盛顿的政治极化意外带来了资本红利：两党分治的跛脚政府使激进政策难产，维持了华尔街偏好的现状³。同时，美股飙升加剧K型分化，财富不均倒逼政府继续放水纾困，形成“印钞-资产涨-贫富差距扩大-再印钞”的循环。国际层面，在地缘风险和不确定性下出现“TINA效应”（别无他选）：无论是美国经济一枝独秀，还是全球陷入乱局，全球资本最终别无选择地涌入美股避风港^{4 5}。本报告将从这三大机制出发，剖析美股长期上涨的权力逻辑，并提出相关风险警示。

底层逻辑：货币幻觉与资产通胀 (The Monetary Illusion)

美国政府背负巨额债务，财政赤字常年高企，对货币政策形成了实质上的“财政主导”。当债务规模庞大到一定程度（例如联邦债务水平已超GDP的120%⁶），美联储实际上被“逼迫”维持低利率和充裕流动性，以避免政府偿债负担失控^{7 8}。这种情况下，央行名义上独立，但实际上为了配合财政需要而放松银根，被称为“财政主导”局面⁷。结果便是货币超发和长期宽松成为新常态：自2008年金融危机以来，美联储资产负债表大幅扩张，在疫情后更是翻倍至近9万亿美元⁹。大量新发行的美元并未推高面包和牛奶的物价，却寻找出路流入了股票、债券等金融资产，造成资产价格通胀。正如投资管理机构Evercore指出，货币供应的激增通过降低折现率和提供过剩流动性，直接推升了金融资产的估值，而消费价格却长期低于美联储目标^{1 2}。



图：2008年以来美联储总资产规模飙升，特别是2020年后的量化宽松使资产负债表扩张至约9万亿美元⁹。这反映出美元流动性的泛滥为股市等金融资产提供了持续“蓄水池”。

美国股市由此扮演了美元超发的“蓄水池”角色：过剩资金情愿涌入股市推高估值，而没有大规模进入实体商品领域，从而在一定程度上保护了美元的购买力。换句话说，热钱去炒股票了，而没有去疯抢面包牛奶。因此过去十多年我们看到一种“货币幻觉”：货币供应年年创新高，但消费者物价涨幅相对温和，通胀压力更多体现在股价、房价等资产价格上¹⁰²。例如截至2020年第三季度，美国居民部门总净资产达到\$123.5万亿美元的历史新高，其中很大一部分增长来自股票、债券和房地产等资产价格上涨¹¹。这种资产通胀让持有资产的富裕阶层大获其利，而普通消费者尚未感受到等比例的物价上涨冲击。然而，这种局面毕竟是饮鸩止渴式的：若货币泛滥最终传导至消费领域，引发全面通胀，将显著削弱金融资产的实际价值并动摇此轮牛市的基础¹²。

内部矛盾：政治极化下的“意外红利” (Internal Friction as a Catalyst)

美国政治近年来日益极化，执政党往往难以同时控制国会两院和白宫。看似低效的“跛脚鸭”式政府，反而成为华尔街偏爱的局面：因为行政立法相互掣肘，大刀阔斧的政策和监管改革难以推出，现有对资本市场有利的政策环境得以维持³¹³。历史数据表明，在总统与国会分属不同党派的时期，标普500指数的平均年回报率甚至高于单一党派完全执政时期（在民主党总统+分裂国会时年均14%，高于同党控制时的10%）¹⁴。原因很简单：政治僵局意味着“政策确定性”——无需担心突如其来的加税或严厉监管，企业和投资者反而更安心。这种意外的政治红利，在奥巴马晚期、特朗普后期以及当前拜登执政却国会分裂的时期均有所体现。

与此同时，美股飙涨也在美国社会内部造成K型复苏的撕裂格局：资产持有者（主要是富人）财富随股市水涨船高，而没有资产的工薪阶层却未受惠，收入停滞甚至在经济震荡中倒退¹⁵。数据显示，在2020年3月疫情低谷到2021年底的18个月里，标普500指数狂飙了约95%，促使美国亿万富翁财富激增了1.8万亿美元；而截至2021年，最富有 的10%美国人拥有股票和共同基金市值的89%¹⁶。也就是说，股市繁荣的大部分果实被顶端人群攫取。疫情期间政府大规模派发现金支票、扩张失业救济以及美联储每月购买1200亿美元债券等非常手段，短期内缓解了底层民众的困境，却也进一步推升资产价格¹⁷。贫富差距因此扩大到了1913年镀金时代以来的最高水平¹⁸。这种两极分化反过来制造了更大的政治压力：为了平息民怨、刺激就业，政府往往不敢停止宽松政策和财政补贴。这就形成了一个闭环——社会矛盾倒逼政策继续宽松，宽松加码又令资产进一步增值，收益再次过度集中于富人。正如桥水基金创始人瑞·达利欧警告的那样，巨大的财富鸿沟正在催生更极端的民粹政策和政治对立¹⁹²⁰。在这个循环中，华尔街和资产持有者表面上风光无限，但制度暗流涌动，风险不断累积。

全球局势：TINA效应与美元微笑 (Global Instability & TINA)

当我们把视野放至全球，美股长期牛市还有赖于美国相对地位的凸显和他国的相对失衡。一个流行的投资理念是“TINA”（There Is No Alternative，别无他选）：在全球主要经济体中，美股被视为风险收益最佳的资产，不管出于何种原因，国际资本最终还是涌向美国股市⁴。这在最近几年表现得尤为明显：一方面，美国经济增速和企业盈利在发达经济体中一骑绝尘，2024年美GDP增长一度高达年化3%以上，而欧洲老牌经济体如德国却连续徘徊在衰退边缘，中国也深陷地产危机和通缩压力²¹。美国上市公司（尤其是科技巨头）财报强劲，华尔街预期标普500成分股2025年盈利增长可达15%左右²²。在这种美国独强的背景下，全球资金追逐增长，美股作为盈利驱动的首选自然水涨船高。另一方面，当全球局势动荡或出现衰退迹象时，资金同样涌入美国这个“安全港”。根据美元微笑理论⁵，当全球增长极弱、风险事件频发时，投资者出于避险会抢购美元资产；而当美国经济一枝独秀领先全球时，资金也会流向美国寻求更高回报。两种极端情况下美元（以及美股）都获得支撑，只有当全球普遍同步增长、且美国不再一枝独秀时，美元和美股才可能相对走弱⁵。这就解释了一个表面矛盾的现象：美国经济好时美股涨（基本面驱动），美国经济差乃至全球混乱时美股也涨（避险驱动），正是所谓“美元的微笑”。

更具体地说，每当欧洲、中东或新兴市场出现地缘政治冲击或金融不稳（如战争、主权风险、资本管制等），全球资本往往大规模回流美国。2022年以来俄乌战争阴云笼罩欧洲，新兴市场也面临美元利率攀升的压力，在这种背景下美国吸引了超乎比例的国际资本流入。数据显示，**2022-2023年美国吸引了全球41%的跨境资本流入**，几乎是疫情前美国所占份额的两倍²³。2023年，流入美国股市和债市的被动投资金额创下1.23万亿美元的新纪录²⁴。可以说全球储蓄资金正在加速集中到美国。其结果是美国股市在全球资产版图中的权重越来越高——截至2024年底，美国占全球股市总市值的比例已攀升至**历史最高的72%**²⁵。海外投资者也不断加码美股：据高盛统计，外国投资者持有的美国股票市值占美股总市值的比例达到**18%的史上最高水平**²⁶。这些现象背后，是海湾产油国、东亚贸易顺差国等将盈余资金通过各种渠道投入美股等美国资产市场的长期趋势^{27 28}。早在2005年美联储前主席贝南克就提出“全球储蓄过剩”论，指出包括东亚、中东在内的高储蓄经济体倾向于将剩余资本投向美国金融市场，推高美股和美债价格^{27 28}。这种“**出口资本**”的行为一方面反映了相对回报：相较本国狭小或风险更高的市场，美国深厚的资本市场提供了独一无二的流动性与安全感；另一方面也反映了美元作为全球储备货币和清算工具的霸权地位。有美元在手的投资者，自然将美股、美债视为默认的资产配置。综上，无论是从收益比较还是避险需求出发，全球资本在比较各国“谁更烂”之后，往往还是选择美国股市这个“最不差”的选项（TINA）来安放资金。

风险警示 (Risk Warnings)

尽管上述机制为美股提供了长牛动能，但投资者也必须警惕潜在的反转风险：

- **通胀失控风险**：当前的货币幻觉能成立的前提是消费通胀温和。如果未来由于供给冲击或政策失误导致消费者物价大幅攀升，美联储将别无选择只能急剧收紧货币。¹² 正如Evercore的报告所言，**一旦通胀显著走高，将成为传统股债组合的“最大风险”，更高的通胀将“给资产价格大幅降温”**¹²。利率飙升不仅会压低股市估值，还会提高政府举债成本，引发更严重的财政压力，甚至刺破当前由宽松支撑的资产泡沫。
- **债务与财政危机**：美国联邦债务规模与GDP之比已创战后新高。桥水基金达利欧警告称，如按当前趋势再扩张几年，美国可能在**三五年内迎来“债务引发的心脏病”式经济危机**²⁹。高债务不仅限制美联储政策空间（财政主导难以为继），还可能动摇全球投资者对美国财政可信度的信心，造成美元和美股的剧烈波动。
- **政策突变风险**：国内政治平衡一旦被打破，市场友好的环境可能急转直下。如果某一党派完全执政且推行激进的监管或分配政策（如对科技巨头的强力反垄断、对富人的财富税、金融交易税等），都可能削弱企业盈利和投资者信心，给美股估值带来重估压力。同样，若社会矛盾进一步激化导致政治极端化（甚至出现制度危机），其对市场的冲击将不亚于经济危机。
- **全球地位挑战**：美股作为全球资本避风港的地位并非高枕无忧。如果未来其他经济体出现足以替代美国的稳定投资标的（例如某些大型新兴经济体资本市场的崛起，或区域避险资产的出现），那么“TINA效应”将减弱。此外，去美元化趋势如果实质性削弱了美元在国际结算中的统治地位，可能降低全球投资者配置美股的惯性偏好。

结论 (Conclusion)

美股长期上涨背后隐藏着一套“权力逻辑”和宏观循环：美元霸权赋予美国无限流动性的输血能力，内部政治博弈塑造了对市场友好的政策死锁，全球资本的比较选择又使得美国成为资金最终的归宿。这一切共同造就了过去二十年来美股屡创新高的结构性趋势——从2000年互联网泡沫破灭后到次贷危机、再到疫情冲击，每次危机过后美股都更上层楼，很大程度上正是因为这套体制使然，而非简单的企业盈利增长。³⁰ 可以说，美股牛市是美国用制度优势和全球资本“吸铁石”效应换来的“权力红利”。然而，投资者也需保持清醒：市场终究不是永动机，支撑这一循环的宏观前提一旦发生变化（通胀失控、债务危机、地缘格局巨变等），昔日助推美股的因素可能会反噬成为压垮牛市的

力量。正如索罗斯的反身性理论所揭示的，当前的良性循环中已孕育着潜在的反向链条。对于政策制定者而言，如何在维持市场繁荣与解决结构性矛盾之间取得平衡，是一道艰难的长期课题；而对于投资者而言，在享受美股上涨红利的同时，也应未雨绸缪，意识到这场美元霸权下资本游戏的规则并非永恒不变。只有透视表面行情背后的权力逻辑，我们才能在未来的风云变幻中立于不败之地。

参考资料：

【1】 Western Asset博客，《Fiscal Dominance in the US—Will Politics Trump Policy?》，定义财政主导为政府赤字债务主导货币政策的情形 ⑦ ⑧。

【3】 Evercore Wealth Management报告，《Inflation, But Not As We Usually Know It》，指出货币超发主要导致资产价格通胀，消费者通胀长期低于目标 ① ②，美国家庭净资产因股市房市飙升创历史新高 ⑪；同时警示高通胀将削弱资产价格 ⑫。

【5】 NISM博客，《Global Liquidity at Record Highs: What It Means for Markets...》，解释货币供应激增往往推高股票、房地产等资产价格 ⑩。

【7】 路透社，《Political gridlock may help U.S. stocks...》，引述投资策略师观点：政府分裂使激进政策难以出台，政策稳定性反而令投资者安心；历史数据显示分裂政府下美股表现优于一党独大 ③ ⑭。

【12】 Investopedia，《Long-Term Impacts of the COVID-19 K-Shaped Recovery》，统计疫情后财富不平等加剧：2021年最富10%美国人拥有89%的股票市值，股市反弹使亿万富翁财富激增 ⑯ ⑯；并指出美联储和政府的刺激措施进一步推高了资产价格 ⑰。

【16】 卫报 (The Guardian) 对雷·达利欧的采访报道，《Rising inequality is turning US into an autocratic state...》，达利欧警告财富鸿沟加剧正驱动美国走向内部冲突和非常规政策，预计当前财政路径可能在数年内引发债务危机 ⑲ ⑲。

【22】 路透社，《Strong economy, safe asset demand boosted US dominance in capital flows...》，白宫经济顾问委员会报告称2022-23年美国吸收了全球41%的资本流入，远超历史占比 ⑳；2023年流入美股美债的投资创下1.23万亿美元的新高 ㉑。

【26】 路透社，《US equity bears are no match for FOMO + TINA》，评论分析美国股市的FOMO和TINA效应：“除了美国别无他选”的心态助推美股持续走高 ④。文中指出外国投资者持有的美股市值占比创下18%的历史记录 ㉖，美国股市市值占全球比重达72%，体现了美国市场的主导地位 ㉕。

【30】 摩根士丹利《Thoughts on the Market》播客，《Why the U.S. Dollar Still Smiles》文字稿，对**美元微笑理论**进行解释：当全球增长极弱时美元（美国资产）受避险追捧，而当美国增长强于他国时美元同样走强 ⑤。

【32】 Ashmore投资管理研究，《The DM savings glut》，引用前美联储主席贝南克观点：东亚、中东等新兴市场的过剩储蓄流入美国金融资产，推高美股和房地产价格，强化了美国经常账户失衡 ㉗ ㉘。

① ② ⑪ ⑫ Inflation, But Not As We Usually Know It - Evercore Wealth Management
<https://evercorewealthandtrust.com/inflation-not-usually-know/>

3 13 14 Political gridlock may help U.S. stocks but inflation still in driver's seat | Reuters
<https://www.reuters.com/markets/us/political-gridlock-may-help-us-stocks-inflation-still-drivers-seat-2022-11-17/>

4 21 22 25 26 30 US equity bears are no match for FOMO + TINA | Reuters
<https://www.reuters.com/markets/us/us-equity-bears-are-no-match-fomo-tina-mcgeever-2024-10-18/>

5 Dollar Smile: Global Growth Scenarios | Thoughts on the Market
<https://www.morganstanley.com/insights/podcasts/thoughts-on-the-market/dollar-smile-global-growth-scenarios-andrew-watrous>

6 7 8 Fiscal Dominance in the US—Will Politics Trump Policy? | Western Asset
<https://www.westernasset.com/us/en/research/blog/fiscal-dominance-in-the-us-will-politics-trump-policy-2025-08-25.cfm>

9 How you're impacted by the government printing money to avoid a financial meltdown
<https://www.wxyz.com/news/heres-how-the-government-printing-money-to-avoid-a-financial-meltdown-impacts-your-wallet>

10 Global Liquidity at Record Highs: Impact on Markets, Inflation & Strategy | NISM
<https://www.nism.ac.in/global-liquidity-at-record-highs-what-it-means-for-markets-and-economic-strategy/>

15 16 17 18 Long-Term Impacts of the COVID-19 K-Shaped Recovery
<https://www.investopedia.com/long-term-impacts-of-the-covid-19-k-shaped-recovery-5200711>

19 20 29 Rising inequality is turning US into an autocratic state, billionaire warns | US economy | The Guardian
<https://www.theguardian.com/business/2025/sep/02/rising-inequality-is-turning-us-into-an-autocratic-state-billionaire-warns>

23 24 31 32 Strong economy, safe asset demand boosted US dominance in capital flows, White House says | Reuters
<https://www.reuters.com/markets/us/strong-economy-safe-asset-demand-boosted-us-dominance-capital-flows-white-house-2025-01-10/>

27 28 ashmoregroup.com
<https://www.ashmoregroup.com/en-gb/document/emergingview-01nov17>