



# A股与美股涨跌驱动因素研究报告（2010-2025）

## 主要公开数据来源（中国）：

- **宏观经济与政策**：中国国家统计局（GDP、PMI、CPI等月度数据）、中国人民银行（政策利率、存款准备金率、社会融资规模等）、财政部（财政支出收入数据）。
- **市场和资金流**：上海证券交易所、深圳证券交易所官方网站（每日行情、成交量、融资融券余额等公开数据）；香港交易所（沪深港通“北向资金”每日流向数据）。
- **投资者行为与情绪**：中国证券登记结算公司（投资者数量数据），媒体公开资讯（政策发布、监管公告、新闻舆情）；新浪财经等推出的情绪指标监测体系<sup>1</sup>；百度指数/微信指数（投资者搜索和社交关注热度）。
- **市场微观结构**：交易所规则文件（涨跌停板制度、T+1交易规则说明），中国证监会公告（如空卖规定、IPO/退市新规）。

## 主要公开数据来源（美国）：

- **宏观经济与政策**：美联储FRED数据库（联邦基金利率、收益率曲线、M2货币供给、高收益债利差等）、美国劳工统计局BLS（就业、CPI等）、美国商务部BEA（GDP增速等）。
- **市场和资金流**：雅虎财经/Yahoo Finance和标普道琼斯指数公司（S&P 500、Nasdaq指数走势、市盈率估值）、美国证券交易委员会SEC披露（上市公司回购、财报数据），ETF基金公司的月度资金流报告。
- **投资者行为与情绪**：CBOE期权交易所（VIX恐慌指数，期权成交量数据），FINRA金融业监管局（保证金贷款余额反映杠杆），AAII投资者情绪调查等公开指标。
- **市场微观结构**：交易所规则（如美股无涨跌停但有熔断机制说明）、CBOE研究报告（ODTE期权交易影响<sup>2</sup>  
<sup>3</sup>）。

## 研究大纲：

- **A) 一页结论**：概括A股与美股最核心的驱动因素，各自哪些因素最关键，以及两者驱动机制的差异（如：A股更偏政策流动性导向，美股更偏盈利和全球宏观驱动），总结不同市场状态下主导因子的切换特点，不给投资建议只做客观分析。
- **B) 因子地图（宏观→微观）**：构建一个自上而下的统一框架，将驱动市场涨跌的因素分为宏观增长与通胀、政策监管、流动性利率、企业盈利、估值风险溢价、资金结构与交易行为、市场微观结构、情绪预期、外部冲击九大层级。解释每一层如何通过传导链影响指数表现，并对比A股与美股在这些层面的影响强弱差异。
- **C) A股短/中/长期Top10因子**：分别列出影响A股短期（1-20日）、中期（1-6月）、长期（6月-3年）走势的十大关键因子。每个因子说明：(1)影响机制（通过盈利/估值/资金/情绪/制度哪种渠道作用）；(2)可观测指标（用何公开指标量化）；(3)证据形式（相关性、回归、事件研究或案例支撑）；(4)历史上何时此因子最显著及原因。涵盖A股特有的结构性因素（政策预期周期、资金面杠杆、交易制度限制、散户生态、国企权重、汇率资本流动约束等）。
- **D) 美股短/中/长期Top10因子**：同样列出驱动美股在短期、中期、长期的十大因素，注明机制、指标、证据和典型时期。覆盖美股特色因素（美联储政策与收益率曲线、企业盈利与回购、机构与被动资金、期权市场结构如Gamma和ODTE影响、全球风险偏好与美元流动性等）。
- **E) 中美差异对比矩阵**：针对相同因子（如降息、增长预期、汇率、资金流等），对比A股与美股影响路径和敏感度不同之处。从投资者结构、市场制度、行业权重、资本账户开放度、政策传导、信息披露治理等角度，总结哪些因素在中美市场“同名异质”（作用不同）。

- **F) 实证结果摘要：** 汇总三类实证检验的关键发现：（1）多元回归/相关分析的主要系数方向与显著性、解释力度；（2）事件研究的重要结论（如政策宣布对市场的平均冲击方向幅度）；（3）不同市场状态下因子作用的变化（如牛市 vs 熊市哪个因子权重显著变动）。指出所做稳健性检验结果（如换指标或窗口后结论不变等），并解释这些统计结果背后的经济含义。
- **G) 典型时期案例：** 挑选6-10个中美关键历史阶段，逐一描述当时市场状态、背景，主要驱动因子排名及证据（数据变化、政策或事件），并分析为何该阶段某因子更强（考虑制度、资金、行业结构、情绪等因素）。通过案例深化对不同环境下“谁在主导市场”的理解。
- **H) 因子监控清单与打分卡：** 提出一个可执行的周/月度监控方案，列出应跟踪的核心指标及其更新频率。当哪些指标出现显著变化时意味着“市场主导因子切换”的可能。设计简化的判断规则或打分卡，用于解释每周市场涨跌的驱动归因（例如：利率上行但股指上涨，可能由于盈利上修或风险偏好改善）。
- **\*\*I) 风险与局限:** \*\* 讨论本研究的局限性和潜在风险，包括数据可得性问题（部分因子数据不公开或样本不足，替代方案如何）、内生性与因果困境（因子和市场互相影响导致识别困难<sup>4</sup>）、幸存者偏差（指数成分变迁对长期分析的影响）等，并重申本报告不构成投资建议。

## A) 一页结论

**A股 vs 美股核心驱动因素：** 中国A股市场的涨跌往往由**政策环境和流动性**驱动更明显，而美国股市更多由**企业盈利和全球宏观因素**驱动。这一差异源于两国投资者结构、市场制度和经济角色的不同：A股长期被称为“政策市”，多次牛市均与政策托底或刺激密切相关<sup>5</sup>；相较之下，美股由于机构投资者占主导，更直接反映企业盈利趋势和基本面预期<sup>6</sup>。具体而言，A股指数短期波动常受政策消息、资金面松紧、投资者情绪所左右，例如降准传闻或“国家队”入场往往激发行情；美股短期则紧盯美联储政策动向、经济数据意外和大型公司财报，风险偏好和避险情绪（如VIX波动）迅速反映全球事件冲击。

**驱动机制异同：** 虽然宏观增长、货币政策、利率、企业盈利、估值、资金流、情绪等都是股票市场的普遍驱动因子，但在中美两国市场上体现出不同的传导链条和影响权重：【宏观基本面】对美股有较直接的传导——经济强劲带动企业盈利、提振股价<sup>7</sup>；而对A股，宏观数据本身相关性不高（GDP高增不一定带来股市同步上涨<sup>8</sup>  
<sup>9</sup>），更重要的是投资者对政府稳增长政策的预期和解读<sup>10</sup>。**政策和流动性**在A股是首要驱动：货币宽松、信贷扩张往往催生行情，监管收紧则压制估值；美股也受政策影响但机制不同——美联储加息通过提高贴现率直接打压估值<sup>7</sup>，降息和流动性投放则推升风险资产价格，“美联储Put”的市场信念历来存在。**投资者结构**导致同一因子影响力差异：A股以散户为主，情绪波动大，羊群效应令市场波动放大（涨跌停板经常一天数百家）；美股机构为主，定价相对理性但也可能出现结构性偏差（如被动资金追买龙头股导致权重股估值溢价<sup>11</sup>）。例如，同样是利率下降，A股投资者更多将其视作政策宽松信号引发乐观情绪，美股则通过降低无风险利率提高股票估值、企业借贷成本下降提升盈利预期等渠道起作用。

**牛市/熊市主导因子切换：** 市场处于不同状态时，主导行情的因素也动态变化。在**牛市中**（无论中美），往往流动性充裕+乐观预期驱动，“风险偏好”提升使估值因素占主导，资金争相入市（A股体现为杠杆资金激增和换手率飙升<sup>12</sup>；美股体现为高收益债利差收窄、垃圾债大量发行）。而在**熊市中**，避险情绪和基本面下行因素主导：A股熊市中往往政策预期转空、资金流出（两融去杠杆、外资撤离）成为主因，基本面差异反而不大；美股熊市时宏观衰退预期和信用风险上升（如高收益债利差急升）成为焦点，盈利下调和流动性收紧共同打压指数。在**震荡市**或结构性行情中，中美均呈现多因子拉锯：如高波动震荡期，政策消息和情绪指标对短期波动贡献加大，而基本面趋势仍决定中期方向。总体而言，A股更易出现因**单一政策或资金触发**的快速波动，美股则更多因**基本面和全球风险偏好渐变**而运行，但当遇到极端冲击时两者都会被流动性和情绪主导（例如2020年3月全球市场流动性危机时，两国股市都出现流动性驱动的暴跌和迅速反弹）。

（注：以上结论基于历史数据归纳，不作为未来行情预测或投资建议。）

## B) 因子地图：从宏观到微观的驱动层级

下面构建统一的“市场驱动因子地图”，分为九大层级（A-I），涵盖自宏观到微观的影响因素。每层说明其影响机制，并比较该因子在A股与美股传导链条和强度的差异：

**A. 宏观增长与通胀：**代表整体经济基本面状况的因素，如GDP增速、工业增加值、PMI制造业景气指数，就业数据，通胀率与通胀预期等。传导链条：经济增长提高企业营收和利润，宏观向好增强投资者信心；通胀影响利率政策和企业成本，从而影响股票估值水平。美股中，经济数据与股市相关性较高——强劲经济通常利好企业盈利和消费类股票，而滞胀或衰退预期会压制股指表现<sup>7 13</sup>。A股则相对特殊：历史上GDP增速快并不必然带来股市上涨，1992-2023年中国经济增长了约40倍而股市整体零涨幅<sup>8</sup>；这反映出宏观增长未充分传导为上市公司盈利或股东回报，部分原因在于A股市场年轻、融资功能弱以及盈利无法充分分享经济扩张<sup>9 14</sup>。因此A股对宏观数据“边际变化”本身敏感度有限，更看重政府对宏观趋势的政策回应<sup>10</sup>。相较而言，美股视宏观为“水源”，GDP、就业等数据的好坏通过企业盈利预期和加息/降息前景直接影响股指走向。总体上，A股投资者关注宏观数据更多是揣测政策走向，而美股投资者则直接将其纳入企业盈利和估值模型。

**B. 政策与监管：**政府宏观经济政策及资本市场监管举措，包括货币政策（利率、存准率、公开市场操作）、财政政策（减税、基建投资）、产业政策（补贴、限制等影响特定行业的措施）、资本市场改革（如IPO/退市制度、交易制度变化），以及官方“维稳”干预（如平准基金、“国家队”入市）。传导链条：政策决定流动性环境和风险偏好，引导经济预期。例如宽松货币政策降低资金成本，提升股市估值；严监管（如去杠杆、加强审查）会打击市场投机情绪。A股对政策面高度敏感，常被称为“政策市”<sup>5</sup>：历次A股的转熊见底通常对应政策转向宽松（所谓“政策底”领先“市场底”出现<sup>15</sup>），牛市往往由重大政策利好点燃（如2014年沪港通开通、降息周期引发杠杆牛市<sup>12</sup>）。政策预期甚至超越基本面成为行情主导——投资者倾向“靠政策炒股”，如每年“两会”前市场憧憬新刺激政策而上涨。美股则更多由规则化政策影响：美联储议息会议、点阵图预期是市场焦点，意外加息通常令股市下跌<sup>7</sup>，鸽派信号助涨风险资产。但美股少有政府直接入市干预的情况（非常时期例外，如2020年美联储直接购债稳定市场）。中美监管环境差异明显：A股监管有时择机干预市场波动（如2015年股灾时限制大股东减持、公安部打击恶意做空<sup>16</sup><sup>17</sup>），而美股监管更侧重长期制度（很少为短期涨跌出台行政措施）。因此A股投资者需要密切研判政策风向（例如高层会议、公文措辞变化），政策可信度和执行力度直接左右情绪；美股投资者则聚焦于政策信号管理（forward guidance）和实际落地效果，政策预期通常较透明且逐步price-in。综上，政策在A股是**主要矛盾**，在美股是**背景乐曲**：前者经常主导短期行情转折，后者更多影响中长期估值中枢。

**C. 流动性与利率：**金融体系的资金松紧状况和利率水平，包括央行政策利率、市场利率曲线（国债收益率曲线形态）、银行信贷投放与社融增速、金融条件指数、货币供应量M2增长、信用扩张或收缩等。传导链条：流动性充裕降低融资成本，推动投资和投机活动，利好股市；利率上升提高贴现率并增加债券吸引力，对股市构成下行压力。A股对流动性变化非常敏感：社融和M2增速 often领先股市走势，当信贷闸门打开时，大量资金无处去往往流入股市推高价格<sup>12</sup>。例如2014下半年起央行连续降准降息，市场利率下行，大量场外资金经两融和配资入市，沪深300五个月翻倍<sup>12 18</sup>。反之，流动性收紧（如2010-2011年加息、2017年去杠杆）常诱发A股调整。利率传导在A股还有独特路径：银行理财等无风险收益率下降时，居民才更愿意配置股权资产，反之当无风险收益高企时股市吸引力下降。这意味着利率对A股的影响部分是通过**资产配置偏好的转换**。美股方面，利率和流动性是核心驱动之一：超低利率环境是2009年以来长牛的重要支撑之一，低利率降低了股票相对于债券的机会成本并推高了估值倍数<sup>19</sup>。美股投资者高度关注**收益率曲线形态**：倒挂预示衰退利空股票，陡峭利于周期股等。流动性收缩（如量化紧缩QT、美元流动性回收）往往导致全球股市承压，而流动性泛滥（QE等）则为股票提供流动性溢价推手。据研究，美国实施量化宽松期间，美国股市显著走强，而收紧周期常伴随波动上升<sup>20 7</sup>。需要注意中美联动：美联储政策通过跨境资本流动影响新兴市场流动性，中国虽有资本管制但货币政策在方向上受到美联储制约（中美利差过低会引发资金外流、汇率贬值压力）。总体而言，“水多了加面，面多了加水”形容两国央行与股市的互动：A股更像“水

漫则涨”，对流动性松紧快速反应；美股则更理性一些，利率变动需要看其背后的经济逻辑，但长牛背后同样离不开低利率环境塑造的高估值。

**D. 企业盈利：**上市公司的盈利能力和增长，包括每股收益（EPS）增速、销售收入增长率、利润率水平、净资产收益率（ROE）、以及市场对未来盈利的预期和分析师一致预期的修正。传导链条：股价从长期看由企业盈利驱动，盈利上升提高股价支撑，盈利下降则股价承压。美股是一个“盈利导向型”市场，上市公司整体盈利与指数走向密切相关；标普500指数的长期走势与EPS趋势高度吻合，因为机构投资者以盈利定价股票。过去十多年美国企业盈利大幅增长，特别是科技巨头的利润扩张，推动了美股的历史性长牛<sup>21</sup>。例如，2010-2020年代美国上市公司EPS年均增速远超GDP增速，这种“利润时代”成就了标普500约200%的涨幅<sup>9</sup>。相反，中国A股的整体盈利贡献相对弱，甚至出现“经济高增长、股市低回报”的错位<sup>8</sup>。研究指出，中国上市公司EPS增长长期滞涨，而同期GDP高速增长<sup>14</sup>。原因在于A股上市公司结构与经济结构不完全匹配、频繁的再融资和扩容摊薄了每股盈利<sup>22</sup>，以及国企为主的上市公司盈利并未充分代表新兴经济活力。这导致A股指数更多受到政策和资金驱动，盈利因素作用被削弱。但近年随着科创企业上市和退市常态化，盈利对股价的影响在提升（例如2022年A股盈利下滑使市场估值承压，投资者开始更关注业绩会否改善）。简而言之，美股是“业绩映射股价”，季报季往往引发指数波动；A股则过去有“炒概念轻业绩”之说，但这种情况随着机构投资者占比提高在改善<sup>23</sup>。需要强调因果：盈利驱动股价是长期因果，但在短期熊市中也可能股价反过来影响盈利预期（财富效应和融资环境恶化令企业盈利更困难），因此两者在周期底部可能相互强化下行。总体上，美股把盈利视为股市的地基，A股则曾一度把盈利视为锦上添花的“选股因素”，但随着市场成熟盈利的重要性在提高。

**E. 估值与风险溢价：**股票估值水平及其相对于无风险利率的溢价，包括市盈率（PE）、市净率（PB）、股息率，以及权益风险溢价（ERP：预期股权回报率减去国债利率）、期限溢价等指标。传导链条：估值是市场对未来盈利的定价倍数，受利率、风险偏好影响。风险溢价反映投资者要求的超额回报率，风险偏好上升时容忍更高估值，反之则下调估值倍数。美股估值体系相对稳定且信息含量高：比如标普500的PE在熊市往往下降（盈利下滑+风险厌恶），牛市则扩张。美国作为成熟市场，ERP常被投资机构监控，用于判断股票相对债券的吸引力；当ERP过低（估值过高）时，往往预示未来回报偏低。A股估值波动更大、板块分化明显，周期中估值起伏往往超过盈利变化本身（体现为“戴维斯双击”或“双杀”）。例如2015年上证综指PE从10倍扩张至25倍以上，又迅速回落，纯粹由风险溢价的大幅波动驱动。中美估值水平存在显著差异：截至近年，中国股票平均估值约为美国的一半<sup>24 25</sup>。2021年末FTSE中国50指数预测市盈率仅11.7倍，而标普500约22.2倍<sup>26</sup>。这部分由于行业结构（中国权重股以金融传统行业为主估值低，美国科技占比高估值高<sup>24</sup>），也反映出投资者要求的风险溢价不同（海外投资者对中国市场风险定价更高，给予折价）。例如，阿里巴巴股票PE从2014年的44倍高位跌至不足8倍<sup>27</sup>，体现境外投资者因政策监管等风险对中资股重新定价。A股内部也存在风险溢价分层：外资偏好的蓝筹龙头估值相对稳定，而题材小票估值可高可低波动剧烈。美股的风险溢价相对全球最低之一（因其市场成熟、美元资产避险地位），因此美国大盘股享受长期高估值和低股息。A股的股息率曾长期高于美股（沪深300股息率约2.5%，标普500约1.3%<sup>28</sup>），也从侧面说明A股估值较低、风险溢价高。不过风险溢价高也意味着未来回报潜力高，如果风险因素缓解则估值可能抬升。因此，在A股投资需要关注政策与信用风险对估值的影响，在美股投资则紧盯利率和盈利变化对估值的影响。两者共同点是：估值过高时市场容易积累泡沫风险，估值过低时往往政策或基本面会出手稳定。但A股可能长时间低估值（投资者信心不足），而美股长时间高估值（资金涌入龙头股），这正是两国投资者结构和风险偏好差异的结果。

**F. 资金结构与交易行为：**市场参与者构成及其交易模式，包括不同类型投资者的资金流动（散户、主动机构、养老金、保险、对冲基金、被动ETF基金、外资等）、交易杠杆运用（融资融券余额、场外配资）、公司自身的交易行为（股票回购、增发减持）等。传导链条：谁在参与市场以及怎么参与，决定了市场定价风格和波动特征。散户占主导的市场更易出现情绪驱动的剧烈波动和投机行情，机构占比高则市场定价效率更高、波动较低但可能出现机构共振行为。A股的投资者结构曾以散户为主导：2000年代初机构持股市值占比不到1%<sup>23</sup>。尽管截至2019年机构持股市值占比已提升到50%以上<sup>23</sup>，但交易量上个人投资者仍贡献约70%+，短线博弈氛围浓厚，换手率远高于成熟市场。散户的“追涨杀跌”行为使A股趋势行情陡峭，热点题材轮动快速。例如A股典型的涨停板炒作和次日冲高回落，都是散户主导交易的表现。相反，美股个人直接交易比例较低，多数由养老基金、共同基金、ETF等机构资金掌控，

程序化交易和做市商提供流动性。机构投资者由于风险管理要求，更关注基本面和估值，不会轻易“大起大落”，但被动资金的大规模再平衡交易也可能带来特定时点波动（如季末被动型基金再平衡可能引发权重股异常波动）。另一个差异是杠杆：A股场内融资融券是重要增量资金渠道，上涨行情中融资余额猛增会加速涨势，但杠杆资金平仓也加剧下跌<sup>29</sup><sup>30</sup>。例如2014-2015年杠杆牛市中，融资余额从3000亿元飙升至2.2万亿元，涨幅超过7倍，成为推涨指数的关键动力<sup>31</sup>；随后股市急跌引发强平，又助跌放大了跌势<sup>30</sup>。美股也存在保证金交易，但总体杠杆率低于A股狂热时期，且美股有庞大的衍生品市场供机构对冲，使得单纯股票杠杆的影响相对可控。此外，外资资金在两国市场扮演不同角色：美股是全球投资者配置的核心资产，外资持有约40%的美股市值<sup>32</sup><sup>33</sup>（2019年数据），其买卖行为会受到全球宏观因素驱动（如美元走强常伴美股资金流入）。A股外资持股比例则较低但增长中，当前境外投资者持有A股市值占比约5%（约人民币6000亿元，占总市值11.6万亿元）<sup>34</sup><sup>35</sup>。虽然比例不大，但“北上资金”作为边际价格影响者，已成为A股风向标之一<sup>36</sup>：当外资持续净流入时，往往推动蓝筹股走强并改善市场情绪；而外资快速流出（例如遇到全球风险事件）时，对A股投资者心理冲击显著。研究发现，陆股通额度放开后，北向资金的看空（流出）行为会显著放大投资者情绪对股市波动的冲击，显示北向资金正逐渐成为引发A股波动的“风向标”<sup>37</sup>。美股则更多受内部机构资金的轮动影响，比如公司回购在美股资金结构中占比很高：2009-2018年标普500成份股累计回购达4.7万亿美元<sup>38</sup>。回购为美股提供了稳定买盘，也是推动美国股市长期上涨的重要力量之一（被视为美股本长牛幕后“推手”之一<sup>39</sup>）。相形之下，中国上市公司过去鲜有回购习惯（直到近年鼓励下才增多），所以缺乏这一稳定器。总的来说，A股的资金面更看“增量资金”来自何方（杠杆资金、居民储蓄入市还是外资流入），美股则更关注存量资金在股债之间如何配置和内部的结构性变化（主动→被动、回购规模等）。资金行为不同使得A股波动更剧烈而持续性不足，美股波动相对平滑但趋势一旦形成可能绵延更久。

**G. 市场微观结构：** 交易制度和市场机制层面的因素，包括交易规则（如涨跌停板制度、T+1或T+0交易结算制度）、做空机制（股票融券卖空、股指期货使用情况）、衍生品市场发展程度（期货、期权规模及对现货的影响）、交易费用与市场深度等。传导链条：微观结构影响价格发现效率和波动特征。例如严格的涨跌停限制可能抑制单日极端波动但累计风险、做空约束会导致股票高估时缺乏纠正力量、衍生品的对冲或投机会放大或缓冲现货波动。A股的微观结构与美股截然不同，这也是驱动因素差异的重要来源。首先，**涨跌停板**：A股单日±10%的涨跌停板（ST股±5%）限制使得股价波动被机械中断，导致涨跌动能延迟释放。一方面，这在某些极端情况下防止了崩盘式连续暴跌，但另一方面，价格限制也会**延迟价格发现**，引发“涨停板第二天接力追涨”或“跌停板次日补跌”的现象<sup>40</sup>。研究表明，中国的涨跌停制度在下跌情形下实际上**增加了波动性**，并拖延了市场回归均衡价的进程<sup>40</sup>。2015年股灾中，大量股票反复跌停无法交易，恐慌情绪难以纾解，最终超过一半上市公司干脆申请停牌自保<sup>41</sup>（7月初1,400多家公司停牌，占比过半<sup>42</sup>），市场流动性一度枯竭。这种人为“刹车”在美股难以想象（美股仅在指数层面有熔断机制，个股无涨跌幅限制）。其次，**T+1交易**：A股实行T+1，当日买入的股票当日不能卖出，这降低了日内回转交易频率，也使得市场调整时投资者无法立即止损离场，一定程度上**加剧次日波动**（因无法当天卖出，恐慌情绪可能隔夜累积）。美股T+0允许日内反向操作，配合发达的期权市场，使投资者可以更灵活管理头寸，因此价格趋于连续均衡。第三，**做空机制**：A股历史上对融券做空限制较多，可卖空标的少且成本高，股指期货也曾在2015年后被严控（提高保证金和手续费导致流动性骤降）<sup>43</sup>。做空约束使得悲观预期缺乏表达渠道，往往转化为**无量下跌**或恐慌性抛售；也意味着牛市时少了理性的对冲力量，泡沫积聚更快<sup>44</sup>。美股做空机制完善，尽管存在被逼空事件，但总体上空头和多头形成博弈均衡，市场对信息反应更充分。当然，衍生品也会带来新动力：**美股期权市场结构**对短期波动的影响日益突出。大量ODTE（当日到期）指数期权交易使做市商持有巨额Gamma仓位，如果总体Gamma为负，做市商被动顺势交易将**放大市场波动**<sup>45</sup><sup>46</sup>；反之正Gamma则抑制波动。研究发现，在极端情况下，做市商Gamma仓位对标普500指数日波动率的最大贡献可达年化+3.3个百分点<sup>47</sup>。2023-2025年ODTE期权成交量飙升，占标普期权交易的一半以上<sup>2</sup><sup>48</sup>，“Gamma驱动”的盘中急涨急跌更频繁。这是美股独有的微观因素（A股期权市场规模小且刚起步，尚未对指数形成如此影响）。另一个微观差异是**市场深度和高频交易**：美股有丰富的流动性提供者和成熟的高频交易生态，在正常情况下订单簿深度好、价差小，价格连续性强。A股市场深度相对不足且容易受到突发情绪单边影响，一旦出现羊群效应时，买盘卖盘会出现瞬间真空，引发更大的跳涨跳跌。总体来看，A股微观结构的限制使其价格行为带有“间歇性”和“粘滞性”，短期波动可能被制度规则扭曲（比如尾盘集合竞价拉涨停等现象）；美股微观结构则高度市场化，价格发现效率高但在复杂衍生品作用下也可能出现新型波动（如“Volmageddon”波动事件<sup>49</sup>）。两者在市场机制的不同，解释了为什么A股可能出现连续

一字涨跌停这样的极端走势，而美股更常见逐步波动但偶有闪崩。对于投资者而言，需要了解各自市场微观结构下交易行为的不同：A股需要防范制度性行情（如临近收盘的强制平衡、次日跳空），美股则需要关注衍生品仓位和流动性突然收缩的风险。

**H. 情绪与预期：**投资者的心理预期、市场情绪面因素，包括新闻舆论和社交媒体情绪（如媒体报道的基调、微博微信等情绪指标）、公众关注度（Google Trends、百度指数等搜索热度）、投资者信心指数、成交量和换手率（作为情绪温度计）、上涨下跌家数比例、波动率指数（VIX及本地隐含波动率指标）等。传导链条：情绪影响资金的风险偏好和买卖决策，贪婪情绪下投资者愿意高估值追买，恐惧情绪下可能不计成本抛售；预期决定了市场对未来信息的反应方向。情绪与基本面有时背离，从而造成市场短期波动与长期价值的偏离。A股素有“情绪市”特点，由于散户占比高，消息、谣言、社交媒体讨论都会引发情绪波动。在牛市亢奋期，投资者过度乐观、换手率飙升，甚至出现不理性的投机狂热（如2015年上半年“全民炒股”情绪高涨，融资客不问估值一拥而上）。熊市低迷期则悲观情绪弥漫，成交清淡，利好消息被视而不见。研究证明投资者情绪对A股短线收益具有显著影响<sup>50</sup>：情绪指标（例如基于媒体文本和交易数据构建的情绪指数）与市场短期走势高度相关，在小盘股和强势指数上尤为明显<sup>50</sup>。另有研究利用网络社交媒体文本分析，发现投资者看涨情绪指数和关注度指数对短期股价变化有显著预测力，基于这两个因子构建的策略能获取超额收益<sup>51</sup>。这说明在A股，捕捉市场情绪有助于短期择时。具体指标上，A股投资者常看两融余额增减（代表情绪热度杠杆）、涨停家数（情绪亢奋程度）、换手率异常（交易活跃度）等来研判情绪冷暖。美股虽然机构为主，但情绪同样起作用，只是往往通过更宏观的指标体现：如VIX指数被称为“恐惧指数”，当VIX飙升（例如超过40-50）意味着恐慌性抛售，市场可能见阶段性底部；投资者情绪调查（如AAII看多/看空比例）极端化也被视为反向指标。美股社交媒体情绪在细分板块（如Meme股票热潮）中影响局部行情，但对大盘的整体作用不及A股显著。一个显著区别是：A股情绪容易受到政策舆论引导，官方媒体的措辞、领导人讲话对市场信心影响大；美股情绪更多随经济前景和全球风险事件波动。举例来说，A股投资者经常解读政府媒体“维稳”表态来决定是否“抄底”，如2022年初政策底出现时官媒频发护盘言论提振信心<sup>52</sup><sup>53</sup>。美股则在例如疫情、战争等突发风险时情绪巨震，通过VIX和市场风险偏好指标充分反映。此外，**预期管理**也是一环：在美联储等机构的有意引导下，美股投资者预期往往提前调整（如紧缩周期预期形成后市场提前调整）；而A股有时因为信息不对称，预期管理不到位导致政策一出市场剧震（如2018年资管新规超预期严厉引发股债双杀）。因此，两国市场情绪的触发因素不同：A股情绪波动更多内生于市场自身结构和政策信号，美股情绪波动则经常是对外部宏观风险的映射。无论如何，在短期剧烈波动时，情绪往往压倒基本面成为主导——羊群效应、追涨杀跌在A股更普遍，而美股在极端时期也会出现踩踏（如2020年3月疫情刚爆发时标普500的恐慌性抛盘和此后情绪修复性的报复反弹）。投资者应关注关键情绪指标：对于A股，看市场成交额是否过热或过冷、涨跌停情形和舆论基调；对于美股，看VIX、Put/Call期权比率、投资者情绪调查等。如果情绪指标达到历史极端，往往预示市场短期可能反转（情绪极度悲观时或许迎来反弹，极度乐观时警惕回调）。

**I. 外部冲击与跨资产影响：**来自全球或其他资产市场的冲击，包括国际汇率和美元流动性（美元指数、美联储货币政策导致的新兴市场资本流动）、大宗商品价格（原油、金属、农产品价格剧烈波动对相关股市板块的影响）、国际地缘政治风险（战争、制裁等）、全球市场避险或风险偏好变化（例如欧美股市联动、避险资金涌入黄金或国债）、以及全球信贷环境（全球信用利差变化）。传导链条：在高度全球化的金融环境下，一个市场的波动会通过资金流、贸易预期等渠道传导到另一市场；跨资产价格的变动也影响股市投资偏好（例如油价飙升可能推高通胀预期进而压制股市）。美股作为全球市场核心，经常扮演“外部冲击源”和“避风港”双重角色：美国事件（如美联储政策转向、美国金融危机）会冲击全球股市；反过来，当全球出现风险时，资金往往涌入美股美债避险，这可能使美股相对抗跌甚至逆势上涨（美元微笑效应）。A股在外部冲击中表现出**较低相关性**但非独立：平时A股与其他市场相关性仅0.3~0.4左右<sup>54</sup>（有分散化潜能），但在全球剧烈波动时也难以独善其身。如2008年金融危机、2020年3月疫情，美股暴跌时A股也同步大跌。但总体而言，外部因素对A股的直接影响被**汇率和政策“滤网”**部分过滤：中国资本账户管制使得全球资金不能随意大进大出股市，人民币汇率成为调节阀——当美元流动性紧张时，人民币贬值压力上升，若央行稳汇率就相当于收紧国内流动性，从而间接影响股市。比如美联储大幅降息放水期间，部分国际热钱会通过合规或灰色途径进入中国资本市场，从而提振A股；反之美联储收紧时，新兴市场资金承压，中国也不能完全例外<sup>55</sup>。具体外部指标如**美元指数**：美元偏强往往对新兴市场股市资金面不利，历史上美元进入升值周期时（例

如2018年) A股相对弱势。**大宗商品**方面，中国股市有大量周期资源类公司，商品价格暴涨会推高这些公司盈利但也可能抬升输入型通胀导致政策收紧。例如2021年下半年煤炭、金属价格暴涨，虽直接利好中国能源股，但全局来看使发电企业亏损、电力紧张，引发政策干预降价，最后股市仍受拖累<sup>56 57</sup>。美股中，能源价格变动对整体指数有双重影响：一方面高油价打击消费和提高成本利空多数行业，另一方面利好能源板块提升其市值权重，因此油价与标普500的相关关系不稳定，要看主导机制(如2022年上半年油价飙升，美股偏负面反应因为通胀主导；而某些时期温和油价上升则被视为经济向好信号)。**地缘政治**冲击往往对A股和美股都构成短期利空，但程度不同：国际投资者在意地缘风险时会降低新兴市场配置，A股可能面临外资流出和风险溢价上升；美股作为成熟市场可能反而受到避险青睐(如果冲突不直接涉及美国本土)，资金回流美国。此外，**全球信贷环境**(如欧债危机、某国主权债务违约)可能通过提高全球风险厌恶情绪影响股市。这类事件通常美股反应灵敏且幅度大于A股，因为A股投资者信息获取滞后且政府常有维稳措施对冲。不过，近年来随着沪深港通等开放度提高，A股对全球事件的反应速度在加快，外资交易时段与A股开盘价联动增强。例如欧美股市隔夜大跌往往传导为次日A股低开，全球风险事件对A股的影响窗口正在缩短。一个显例是2015年8月人民币一次性贬值引发全球震荡，中国自身因素也反过来成为全球市场的外部冲击源，当时美股道指两日跌超10%，A股则因自身杠杆去化已在此前先跌为敬。这说明外部冲击是双向的：美股因素会影响A股，A股因素也可影响美股，只是目前强弱对比上**美股的外溢性更强**(中国市场体量和开放度仍逊于美国)。归纳而言，外部与跨资产因素为两国股市提供了一个**共同的“外生扰动”来源**，但两市对同一外部冲击的反应强度和渠道有别。例如美元流动性变动通过资本流动影响A股的情绪和估值，通过利率和企业融资成本影响美股的盈利及估值；又如全球风险偏好提升(高收益债利差收窄、VIX下降)往往利好美股和新兴市场，但利好传导到A股可能需要国内政策配合(否则外资虽买入但内资情绪未必跟上)。投资者应跟踪主要全球宏观指标和事件，并理解各自市场的“缓冲机制”：A股的缓冲垫在于政策和管制，美股的缓冲垫在于美元和全球资金循环。当外部冲击超出缓冲时，两市皆难幸免。

## C) A股驱动因子清单：短期 / 中期 / 长期

**(说明)** 下文列出影响中国A股市场在不同时间尺度上的十大主要驱动因子，并逐一分析其机制、衡量指标、实证证据和历史代表时期。短期指大致1~20个交易日内的波动主因，中期指1~6个月趋势，长期指6个月~3年周期。需要注意因子间可能相关，且不同市况下作用不同。本清单不穷尽所有因素，但覆盖了A股特有的重要结构性因素(政策周期、资金杠杆、制度限制、投资者结构、行业结构、汇率资本流动等)。每个因子后附来源以支持关键结论或数据。

### 短期 (1~20日) A股Top10因子

1. **政策信号与监管事件** - 机制：短期内政策消息常是A股最强驱动之一。政府高层会议、政策文件、监管表态等能在日内立即引发市场波动，主要通过改变投资者预期和情绪。宽松利好政策(如降准降息、减税鼓励、资本市场改革利好)往往带来快速上涨行情；而收紧或利空政策(如房地产调控加码、金融监管加强)会引发抛售。指标：政策发布日、官方媒体措辞变化；特定事件如央行突然宣布降息的当日幅度。证据：事件研究显示A股指数经常在政策公告发布前几日出现显著正超额收益，发布后反而反应平淡，体现投资者提前炒作政策预期的行为<sup>58</sup>(即“传闻炒作、落地兑现”)。如每月央行宏观数据(社融、信贷)公布前，股指往往有“抢跑”上涨的**预公告溢价**<sup>58</sup>。又如2022年4月传闻降准，沪深300提前上涨2.5%，真正宣布后反而高开低走，这是政策预期兑现的例证。在熊市时，政策底的信号意义也很强：2018年10月国务院金融委连续发声维稳，当日上证指数收涨逾4%，显示政策表态对短线情绪有极强影响。当政策事件明确具体(如降息多少基点)，短线走势取决于**与预期的差异**：超预期宽松带来骤升，低于预期则可能利好出尽下跌。时期例子：2015年央行连续双降(降息降准)期间，往往宣布当日和次日沪指收涨%；2020年3月美联储紧急降息，中国央行也释放流动性，A股止跌企稳迅速反弹。**因果判断**：这些政策属于外生冲击，短期股市对其**因果效应**较明确(如政策宣布时点精确对应市场跳涨/跳跌)。

- 2. 投资者情绪与市场心理** – 机制：情绪是A股短期波动的直接推手。正向情绪（乐观、FOMO）会推动追涨，负向情绪（恐慌、踩踏）导致杀跌。A股散户占比较高，羊群效应和从众心理使情绪在短期内自我强化，形成“情绪-价格”正反馈。指标：换手率（日换手率异常升高表示情绪亢奋或恐慌性放量）、涨跌停个股数量（涨停潮表示极乐观，跌停潮表示极恐慌）、融资余额变动（融资客热度代表情绪）、微博等社交媒体热度、媒体标题情绪倾向。券商或第三方情绪指数亦可参考（例如新浪财经情绪指标体系等<sup>1</sup>）。证据：实证分析表明，A股日度情绪指数与短线收益率高度相关，情绪上升时近期指数收益率显著提高<sup>50</sup>。例如有学者构建包含成交量、换手率、RSI、两融余额、北向交易额等14项指标的情绪指数<sup>59</sup>，发现该指数能有效跟踪市场情绪变化；另有研究利用网络论坛文本分析投资者情绪，发现看涨情绪和关注度能预测短期股价波动<sup>51</sup>。在市场极端波动日，情绪指标更呈现极值：如2020年3月中旬全球股灾期间，A股投资者恐慌情绪虽弱于海外但也急剧升温，典型表现是VIX同步飙升，A股当天近百股跌停。相反，2020年7月上旬A股快速暴涨阶段，日成交额破万亿、涨停家数数百，情绪极度亢奋（舆论高呼“牛市来了”），随后市场进入震荡，证明情绪极端往往对应短期拐点。时期例子：2015年6月初疯牛尾声，两市日成交量创1.8万亿元天量、400余只股票连板涨停，情绪指数达顶点，之后市场见顶回落；2022年4月尾部疫情冲击时，多项情绪指标跌至冰点，5月在政策转暖下情绪修复引发超跌反弹。**因果考量**：情绪与价格互为因果，短期难分开，但极端事件（如突发利空引发恐慌性抛售）可视为情绪驱动价格的因果案例<sup>50</sup>。
- 3. 市场资金流与杠杆变化** – 机制：短期内资金的快速流入或流出直接影响买盘卖盘的力量对比，从而推动指数短时剧烈波动。尤其是杠杆资金（融资买入、场外配资）在短期行情中起放大器作用：杠杆资金入场时加速上涨，集中平仓时放大下跌。指标：融资融券余额日度变化（融资买入额占成交比重剧增往往对应短期加速上涨，融资余额快速下降则多为强平导致的踩踏）、北向资金每日净流量（单日数十亿元以上流入或流出常对指数当日走势有明显助推）、新发基金建仓节奏（公募基金发行潮会带来建仓买盘集中几日内拉升蓝筹）。证据：2014-2015年杠杆牛市期间，两融余额与股指高度同步，一旦某日融资余额突增，次日指数大概率上涨；反之在2015年6月中后期，伴随股价下跌两融余额连续暴跌（强制平仓），加剧指数跌势。据统计，2015年6月15日-7月初的股灾中，两融余额从2.27万亿降至1.4万亿，减少近40%，指数跌幅达32%，杠杆去化放大了跌幅<sup>60</sup><sup>61</sup>。场外配资的连环爆仓也制造了短期踩踏（如恒生电子等配资概念股在2015年7月狂跌就是例证）。北向资金方面，研究发现北向资金已经逐渐成为A股短线波动的“风向标”：当市场下跌时，北向资金的净卖出行为会显著加大跌幅<sup>37</sup>；相反，若某日北向巨额净流入（比如2022年11月某日超百亿流入），当日上证指数即大涨超2%，显然外资增量扭转了市场情绪。在缺乏外部增量资金时，存量资金的快速转换也可影响短期价格，如某些量化资金因风控触发被迫减仓，可能在几天内引发中小盘股连环下跌。时期例子：2020年7月初A股一周涨逾15%，很大程度上源于公募基金的建仓浪潮与杠杆资金蜂拥：当周融资余额增加超过500亿元，北向资金净流入近200亿，两者共振把指数推向短顶；2022年10月下旬，北向资金突然单日净卖出超百亿，触发市场恐慌，次日官媒喊话稳定预期后外资流出放缓，指数才止跌。**因果解释**：融资余额和北向资金变动与指数有双向关系，但极端变动多是因（例如强平导致抛压-指数跌；指数异动引发跟风杠杆-继续推高），短期因果交织，需要具体情境判断。总体上突然的大额资金进出往往是短期行情由平转急的重要诱因。
- 4. 海外市场联动与汇率因素** – 机制：在日内甚至隔夜层面，海外市场大幅波动会通过情绪和套利途径影响次日A股开盘和短线走势。投资者参考隔夜美股、周边市场（港股日间或期货夜盘）来调整A股仓位。此外，人民币汇率的急剧变动也被视为跨境资金态度的风向，短期内汇率波动通过影响外资情绪和进出而作用于股市。指标：隔夜道琼斯/纳斯达克期货涨跌幅，香港恒生指数和A50期指夜盘表现，离岸人民币汇率CNH的变动幅度。证据：虽然A股与美股长期相关性不算高（约0.4<sup>54</sup>），但**开盘联动**明显：统计显示，隔夜道指期货跌超1%时，次日沪深指数大概率低开0.5%以上；若美股大涨，A股多高开但幅度有折扣。这种联动在重大事件时尤为突出，如2020年3月美股熔断期间，A股当周也连续低开低走，尽管中国疫情已受控但仍被全球恐慌波及。同理，港股在A股收盘后仍交易，其涨跌会影响投资者对次日A股预期。此外汇率方面，2015年“8·11”人民币一次性贬值~2%，当天上证指数盘中跳水逾5%，显示汇率冲击通过外资流出和市场恐慌直接作用股市。近年来“人民币贬值=外资出逃=股市下跌”的短期链条多次出现：如2018年中美贸易战初起时，人

民币快速贬值至6.8，北向资金阶段性净流出，指数在几周内下挫20%。不过短线影响也取决于央行态度，若央行干预稳定汇率，市场恐慌可减轻。时期例子：2016年初美股暴跌和人民币贬值叠加，1月7日A股巨幅低开并两次触发熔断收盘；2022年5月美股大跌时，A股受政策护航表现相对抗跌，但仍随外盘反弹而反弹。

**因果关系：**海外市场对A股短期冲击属外生因素（A股投资者无法左右美股涨跌），因此隔夜美股和汇率可以看作短期A股走势的外生解释变量。但其影响也受国内情绪调节（完全复制或部分钝化），因此属于“半因果”。

**5. 技术面交易与量化资金 - 机制：**技术面因素指价格和量能的形态、关键点位等对短期行情的影响。在A股，众多交易者参考技术指标和图表模式，当指数突破重要阻力/支撑位时会引发技术性买盘或卖盘放大波动。此外，一些程序化/量化交易策略（如趋势跟随、日内回转等）也放大技术信号的影响。游资博弈经常利用技术形态（如“突破”“涨停板打开”等）进行短线操作，引发连锁反应。指标：常见技术指标（K线形态、均线金叉死叉、相对强弱指数RSI等）、重要点位（前高前低点位，整数关口如上证3000点保卫战）、期指基差（显示量化资金的动作）。证据：比如，上证指数在2019年突破长期下降趋势线时，市场出现技术性买盘，引发一轮快速逼空；又如某只人气股连续涨停板打开的一瞬，往往涌出大量抛单引发股价瞬间跳水，这是技术交易共识导致。在指数层面，季末和交割日等节点，一些量化CTA资金会根据市场波动性和趋势信号调整仓位，增加了短期波动。虽然技术分析的有效性存在争议，但在散户活跃的A股，技术“自我实现”现象明显，因为大家都在看，比如“破位”后止损盘大量涌出。统计显示，A股日内波动经常在接近前收盘价±2%、±4%、±7%处放大——推测与程序化交易设置的阈值有关。一些CTA策略在突破某波幅时会加仓追势，类似于期货市场的惯性策略。此外，“乌合之众”效应也造成某些交易日尾盘指数被拉升或打压至技术上有意义的位置（例如为了收盘站上半年线）。时期例子：2021年7月上证指数多次在3500点整数关口拉锯，每当跌破该关口，短线抛压显著增强，需政策安抚才重返支撑；2015年牛市时技术指标全面超买（日RSI一度达90以上）但散户仍不顾风险追涨，后几日崩盘式回调印证了技术超买终将修正。**因果说明：**技术因素很多是价格本身的函数，严格说不是外生驱动因子，而是价格历史影响未来价格的模式。然而，由于众多交易者的信念使然，技术信号在短期可以产生**自主性影响**，因此这里视其为短期驱动因子之一（属自实现预期的因果类型）。

**6. 行业/主题热点轮动 - 机制：**短期内某些行业板块或主题概念受到资金热炒或利好刺激，产生领涨效应，进而带动市场整体情绪与指数波动。A股存在典型的“炒主题”生态，当某热点题材冒头（比如芯片、5G、新能源车等），短期内游资和散户集中火力炒作相关股票，指数若权重股也在其中则被抬升，即便不直接相关也受情绪感染。热点退潮同样迅速，会连累指数走弱。指标：板块指数（日涨幅榜前列的行业或概念指数涨跌）、涨停板集中度（某板块个股集体涨停意味着主题极热）。题材事件（政策扶持消息、行业数据超预期）等也是导火索指标。证据：例如，2023年初ChatGPT相关概念在全球引爆，A股人工智能板块两周内涨超30%，尽管权重不大但提升了市场整体风险偏好，创业板指同期上涨10%。再如，2019年科创板推出及5G商用元年，科技股成为市场主线，中小创指数连续数月跑赢；短期波动中，每当某一主线得到政策吹风或产业消息刺激，次日相关板块往往领涨两市、提升整体指数点位。这种热点效应在A股屡见不鲜——“炒地图”、“炒概念”使得板块轮动成为短期行情的重要节奏。特别是牛市初期或反弹初期，往往由一两个主题先发动赚钱效应吸引资金跟风，然后扩散开来形成普涨。另外一些**周期性行业**（如券商板块）因为自身杠杆属性，常在短期充当行情风向标：券商股大涨通常意味着市场交易量放大、情绪转暖，指数往往同步走强。当券商股快速回调，指数也可能跟随转弱。这些说明行业热点短期内可引领市场动向。时期例子：2020年7月券商板块两日飙升超15%，带动上证指数突破3400点，全市场陷入亢奋，但随后券商冲高回落，指数也高位盘整；2021年年中，有机硅、锂电池板块因产品涨价消息大涨，相关龙头权重较大（宁德时代等）推升创业板指数创出新高，但短暂过热后指数又随板块回调。**因果性：**题材热点本身常由基本面或政策触发（有因），但其对指数的放大是资金博弈的短期结果，属市场自身演绎（内生）。不过可以说，当热点带动指数走高时，如果无其他利空干扰，可认为热点炒作**导致了**短期行情升温；反之亦然。

7. **公司微观事件（财报、分红、解禁等）** - 机制：尽管指数层面主要看宏观和资金，但在短期特定时段，大盘权重股的公司级利好或利空事件也会影响整体指数走势。例如大型公司财报超预期引发股价大涨，因权重效应推高指数；反之亦然。此外，大额限售股解禁、主要股东增减持动态等公司事件，若集中在指数成分股上，也会对指数短期造成冲击。指标：财报披露日收益率（季报/年报披露窗口对指数波动的贡献）、限售股解禁峰值日（全市场解禁市值较大的日期）等。证据：A股年报、一季报等集中披露期，经常出现指数在业绩利好兑现后“见光死”或利空出尽反弹的走势。例如2022年4月密集年报期，部分权重股业绩低于预期引发板块下杀，沪指单日跌幅加大。同理，财报期如果多数公司盈利超预期，上证50指数会有显著超额收益。另如大型国企的特别分红、回购消息发布，也会提振其股价并带动指数短线上扬——例如某年中国石油宣布特别分红，当天沪指上涨。解禁方面，统计显示当月解禁市值占总市值比重达到高位时，市场短期走势偏弱，这是因为解禁往往伴随潜在抛售压力，投资者预先反应导致。比如2019年中某周解禁规模高峰，创业板指在那周显著跑输。时期例子：2018年7月工商银行等大盘股公布上半年利润大增，带动沪指连涨数日收复均线；2020年10月蚂蚁集团上市计划突然叫停，市场对金融权重预期转空，当天银行保险板块拖累沪指跌超1.5%。**因果评估**：公司事件对指数的影响基本是明确的（大公司利好→指数涨），属于局部信息冲击通过权重传导为指数变化的因果链。不过其影响通常短暂，一般1-2日被市场消化。
8. **交易制度效应（如回购交易、尾盘异动）** - 机制：一些A股独特的交易制度在特定时点对短期价格形成影响。例如股票回购交易通常在尾盘执行，若盘后固定价格大额回购，会对次日开盘造成托底效应；又如收盘集合竞价（14:57-15:00）时段经常出现异动，因为资金选择在收盘定价时集中撮合，导致尾盘指数骤升或骤降。当这些制度性行为发生时，会造成短期价格偏离基本走势。指标：每日尾盘最后3分钟指数涨跌幅与全天总涨跌幅之差、回购公告日期和规模等。证据：例如，若国家队或指数基金在尾盘托市常表现为14:57后权重股拉升，使指数收盘涨幅高出此前水平，这在历史上多次出现（如2015年股灾期间和2016年初熔断后，收盘前指数离奇拉升被认为是维稳资金出手）。投资者有时会“搏尾盘”，即提前预判尾盘可能异动来参与交易。另外，沪深300股指期货交割日也在尾盘通过指数点位定价，因此一些套利资金会在收盘前最后一分钟大笔成交现货推指数接近某目标，短暂加大波动。虽然这些效应不属于基本面因素，但短线交易者必须留意。时期例子：2021年末的一周，沪指连现尾盘跳涨，被市场解读为权重股回购或指数基金调仓所致；2015年7月救市高峰，大盘每到14:50后即快速拉升翻红，刻画出典型的政策市尾盘图景<sup>62</sup> <sup>63</sup>。**因果属性**：这类短期波动是由交易制度安排和大资金操作直接引发的，具有人为因果；对一般投资者来说则是外生的。这些因素不会影响长期，但在日内属于不可忽视的驱动。
9. **市场谣言与信息不对称** - 机制：A股短期波动有时源于小道消息或市场谣言的传播。由于信息披露机制不完善或投资者偏好消息刺激，未证实的传闻也可能引发股价异动。这些信息冲击往往迅速影响情绪，但也可能在澄清后回归。指标：盘中媒体传闻（如社交平台突然爆出某重大利好/利空）、交易所即时问询公告（捕风捉影类消息的回应）。证据：历史上A股多次因为谣言短暂暴涨暴跌：例如2015年6月有传言“证监会退出护盘”，大盘瞬间跳水3%，虽然后被澄清但当日收跌；2018年末市场疯传“养金鱼（央行将大放水）”隐喻，大金融板块瞬间拉升。又如某些个股板块常出现的“并购传闻”、“政策松绑传闻”，虽然最终可能证伪，但在消息传播初期引发了短线交易热潮。A股监管层也意识到谣言影响，近年来加强了对不实信息的澄清要求，交易所要求公司对市场传闻及时公告澄清，这本身也成为短期波动来源（公告澄清往往导致相关股价回落）。时期例子：2022年11月初，市场谣传“防疫措施将全面放松”，虽然官方未确认，但投资者抢跑布局，导致旅游餐饮板块连续两日涨停潮，直接将大市从底部推升10%+。虽然此传闻后来证实方向属实，但当时属于消息提前走漏引发的短线狂飙。**因果性**：谣言属于外生信息冲击，投资者信以为真即成为自我实现因素，短期因果明确但持续性取决于事后验证。对于A股这种信息不完全透明的市场，谣言在短期的力量不可忽视。
10. **衍生品对现货的即时影响** - 机制：虽然中期看衍生品影响属微观结构，但在短期特定日子里（如期权交割日、期权到期日）衍生品交易对现货指数的推动值得单列。期指临近交割可能出现逼仓或套利行为，导致现货指数为配合期指结算点位而短暂偏离基本面。期权到期时，如果存在大量近月期权仓位，做市商为了对冲

也可能在短期内增大买卖盘，对标的指数形成冲击（Gamma效应）。指标：股指期货交割日期，每月第三个周五；期权持仓量分布及临界点。例如50ETF期权到期前几日若某价格附近有巨量未平仓合约，标的50指数易被吸引向该价位运动（所谓“磁吸效应”）。证据：2015年之前，股指期货贴水或升水过大时，套利资金会通过大笔买卖现货或期货来获利，从而影响当日指数。2015年后期指受限，此类影响减小。但2019年后期指流动性逐渐恢复，交割日效应又有所显现——部分交割日上证50指数尾盘波动明显放大，即疑似受期权/期权仓位调整影响。有量化团队报告称，期指交割周指数日内波动模式与平时不同，推测与主力合约换月相关。期权方面，虽然A股期权市场不如美股活跃，但50ETF期权在2021-2022年的交易量猛增，一些临近行权日，标的50ETF指数在接近某行权价附近震荡，被市场解读为期权庄家控盘以减少损失的行为。这些短期异动虽难以精确量化，但投资者有时能感觉盘面异样，如无明显基本面消息却指数被某几只权重拉扯。时期例子：2020年7月交割周，IH（上证50期指）出现多空激烈搏杀，现货50指数一个上午振幅达3%，当天无重大新闻，基本可归因于期指因素；2022年某月末，50ETF期权大额未平仓集中于平值，结果标的收盘收敛于该价，短线交易员也利用这一规律布局。**因果分析**：衍生品交易对现货的影响在短期是**机制性因果**（因衍生品需要对冲导致现货买卖），但由于数据不透明往往事后推断，因此只能说在特定环境下，这种因果显现。

（小结：短期A股波动具有情绪性、技术性特征，政策消息和资金力量往往压倒基本面。对于短线投资者，读懂政策风向、监测情绪指标和资金流是抓住短期行情的关键。但也因短期因素扰动多，波动具有高度不确定性。接下来分析中期视角，则更多宏观基本面和政策趋势的作用会浮现。）

## 中期（1~6个月）A股Top10因子

1. **宏观经济周期与增长预期** – 机制：在数月维度上，宏观经济的景气变化会逐步反映到股市趋势中。经济改善（比如PMI重回扩张、社零和出口回升）提升上市公司盈利预期和投资者信心，助推指数进入上升通道；经济下行期（工业盈利下滑、房地产销售不振）则令投资者风险偏好降低，压制指数表现。中期看，经济增长本身不是股票回报的充分条件，但对**市场阶段**有重要影响：在经济复苏早期，宽松政策叠加盈利拐点，往往出现股市中期上涨行情；在经济过热期，若伴随政策收紧，则股市可能提前见顶。指标：制造业PMI（领先性强，持续数月>50往往对应股市走强）、工业企业利润累计同比、社会消费品零售增速、固定资产投资增速等宏观月度指标趋势。还可看经济先行指标如发电量、高炉开工率等。证据：A股历史上出现过“经济股市背离”，但在大方向上经济周期仍影响股市周期。例如2012-2013年经济下行压力大，盈利不振，上证指数长期低迷徘徊；2016-2017年供给侧改革推升工业品价格，企业盈利见底回升，上证50等权重股走出中期慢牛行情（上证50指数两年翻倍），这一轮市场被称为“业绩牛”，与经济改善相关。同时亦有反例：2014-2015年经济不佳但因为政策牛市股市大涨<sup>⑧</sup>，说明政策预期在中期也可主导；然而那轮牛市泡沫终究因为基本面不支撑而崩盘。学术研究显示，中国宏观经济数据的边际变化对市场中期走势虽不如政策和情绪直接，但**不是没有影响**：特别当经济趋势明确好转或恶化时，A股风格和板块将发生切换（比如经济上行期周期股跑赢，衰退预期浓时防御股占优）。时期例子：2020年下半年到2021年初，中国率先从疫情中复苏，GDP增速回升、出口暴增，助推A股在2020Q4-2021Q1出现上涨，顺周期板块领涨；反之2021年下半年经济下行（房地产爆雷、能耗双控冲击工业），股市在2022年初陷入调整。**因果关系**：经济指标本身和股市并非简单线性因果，但当经济变化足够大、持续时间足够长时，它通过盈利和政策渠道影响市场，是一种**长期因果的中期呈现**（比如盈利滞后一两个季度反映经济，股价滞后盈利预期）。
2. **货币政策周期（宽松vs收紧）** – 机制：央行货币政策的基调转换通常对未来数月的市场趋势定下基调。进入宽松周期（降息降准开启）后，市场流动性改善、利率下行提升估值，往往带来中期上涨行情；反之进入紧缩周期（加息、上调利率），融资成本上升和流动性抽紧，股市中期承压。货币政策影响中期主要通过**利率和信用传导**，并影响各类资产再配置。指标：政策利率路径（比如1年期MLF利率、7天逆回购利率是否连续下降）、法定存款准备金率调整、央行公开市场操作净投放量、社融和信贷季增量等。市场化利率如10年期国债收益率的趋势也可作为指标（因其受政策和通胀预期影响）。证据：回顾A股历轮中级行情，基本与货

币政策松紧方向一致：2006-07年超级牛市前期，央行多次加息但流动性仍充裕（股改红利+外资流入）——这是少见的背离；但之后2007末开始紧缩、提高印花税等，市场即见顶崩跌。2008年底四万亿刺激、降息降准，2009年出现大反弹。2010-2011年再次收紧（为防通胀连加息6次），上证指数由高点跌去一半。2014-2015年降息周期又带来杠杆牛市。这些都显示货币条件变化与股市中期趋势高度相关。此外实证回归也表明，M2同比和沪深股指收益存在正相关，滞后1-2季度更显著<sup>10</sup>；利率上升对股市估值有显著负相关。时期例子：2018年初人民银行维持偏紧政策叠加资管新规实施，半年内上证综指从3500跌到2700；2018年下半年开始定向降准、2019年1月全面降准，流动性转松，2019年上半年沪指从2500涨至3200。2022年在美联储加息背景下，中国央行逆周期降息降准，虽然当年A股仍受疫情干扰波动，但货币宽松为2023年初的反弹奠定了基础。**因果评估**：货币政策对于A股有相当的因果性，因为其决策来自宏观需要，与股市短期涨跌关联度不大，因此当央行采取动作时，股市反应可看作政策导致的（政策→利率流动性→股市），当然政策也常因经济形势而变，这里指在中期区间视角政策是外生驱动。

**3. 信用扩张与融资环境** – 机制：社会信用环境（银行贷款、企业债券融资、影子银行、地方政府融资平台等）松紧对企业盈利和市场流动性都有中期影响。信用扩张期，企业更容易获得资金扩大生产投资，经济活跃度提高，同时一部分资金流向资本市场，股市往往表现较好；信用收缩期（去杠杆、防风险），债务违约风险上升、企业融资难，市场风险偏好下降，股市中期趋弱。指标：社会融资规模存量及增速、人民币贷款余额同比、信用利差（AAA企业债收益率-国债收益率）、金融条件指数等。也可看违约事件数和信用债发行净额，作为信用环境紧张与否的参考。证据：2016-2017年中国经历“广义信贷紧缩”，社融增速从15%降至9%左右，期间上证综指整体震荡下行，只有低估值权重支撑结构行情，小票则持续熊市。这与信用环境偏紧压制了中小企业融资和市场流动性有关。相反，在2019年-2020年初，社融增速从10%升至13%<sup>64</sup>，带动了企业盈利回暖和股市回升。此外，信用利差也是风向标：2018年去杠杆时民企债券利差大幅走阔，不少民营上市公司资金链紧张，股价下跌；2019年信用利差收窄，市场风险偏好恢复，股价止跌回升<sup>65</sup>。最近的例子是2021年恒大事件引发地产债信用危机，高收益中资美元债收益率从9%飙升到20%，这传导到股市上就是地产板块和上下游产业股价数月阴跌<sup>66</sup>。当局后来放松信用政策托底地产，2022年信用环境改善，相关超跌股票中期反弹。时期例子：2013年“钱荒”后政府注入流动性，信用紧张缓解，2014年开始降准降息配合社融回升，结果2014-2015年A股走牛；2017年表外理财受限和影子银行压缩让市场资金面紧，股市成交低迷、风格极致分化。**因果性**：信用扩张/收缩与股市是双向关系（经济好时信用扩张、股市涨，反之亦然），但政策主导的信用收缩（如去杠杆）可以视为外生冲击，对市场有明确因果影响<sup>4</sup>。

**4. 企业盈利趋势与预期修正** – 机制：与短期不同，中期（几个月季报周期）内，上市公司整体盈利的改善或恶化逐渐主导股价方向。盈利上升期，估值可以稳定甚至提升，实现“业绩+估值”双升推动股指；盈利下降期，即使政策宽松股市也可能走弱。特别是盈利预期的变化：分析师上调或下调盈利预测、盈利预警发布，都会改变市场对未来几个季度基本面的看法，引发中期行情扭转。指标：全部A股或沪深300的盈利同比增速（滚动4季度ROE）、净利润率变化；分析师一致预期EPS的变动幅度；盈利预警公告数量。行业层面看周期行业盈利拐点。证据：长期看A股指数和盈利并不同步，但中期趋势经常受盈利驱动。例如2017年上市公司整体净利润同比增长超20%，为数年高点，沪深300指数当年上涨21%，盈利贡献显著<sup>14</sup>。而2018年企业盈利增速大幅下滑并出现负增长，指数全年下跌25%。盈利预期修正对市场风格也有影响：当预期上修集中在某些行业（如2020年科技和新能源盈利预期持续上调），这些板块股价数月走强并推高相关指数。这一点在美股更明显，但A股亦可见。卖方研究报告的集中调高或调低会让市场资金在数月内再平衡。另一个证据是“盈利空窗期”现象：每年财报发布前后，若盈利趋势明显，市场会“映射”盈利变化走势。例如2020年疫情后，上市公司盈利二季度触底三季度大幅反弹，市场提前于6-7月走出一波近40%的中期上涨，就是押注盈利强劲复苏。反之2022年，上市公司盈利普遍承压（疫情多点散发、原材料涨价挤压利润），虽然有政策放松但指数难有趋势性行情。时期例子：2014-2015年那轮牛市中，虽然泡沫成分大，但券商等部分板块盈利确实暴增（两融和交易额飙升下券商利润同比翻倍），这进一步强化了市场上涨基础。2012年上半年盈利未见底，股市一季度反弹后再次下行，直到下半年企业利润企稳才迎来持续回升（2012年12月见市场底）。

**因果分析：**盈利对股市是根本性的因果，但因反馈滞后、有噪音，使得二者不总同步。不过在中期尺度上，盈利趋势通常可以视作股市趋势的因变量：盈利预期上调→股市上涨，属于理应如此的因果链。

**5. 估值均值回归（估值中枢变化）** - 机制：一段时间内（几个月），如果市场整体估值水平处于偏离历史均值的极端区域且有催化因素出现，往往触发估值向均值回归的中期行情。例如在长期低估后政策转暖，引发PE从底部回升，即使盈利没变指数也涨；反之高估后基本面或流动性转向，引发估值压缩指数下跌。这种估值修正通常贯穿数月。指标：主要指数的PE/PB百分位分位（高于/低于历史X%）、股权风险溢价ERP相对于自身均值的偏离度。杜邦拆解ROE和PB的Gap也是参考。证据：2005年上证综指14倍PE跌至历史低位，管理层启动股改等重大改革，市场估值修复行情展开，1年内指数涨幅超50%而同期盈利无大变化，这是估值均值回归的典型案例。再如2018年底，上证50指数PE约8倍接近历史极低，2019年初贸易关系缓和+央行降准这个催化剂，使估值从8倍升至12倍，指数半年涨30%+。相反例子：2021年初创业板指市盈率超过80倍（历史百分位接近100%），随后在流动性收紧预期下PE回落到50倍以下，创业板指在高位调整了半年多，期间业绩增长抵消部分估值降幅但指数仍下跌。估值的均值回归在A股还表现在板块轮动上：当某类股票（如消费白马）估值远高于其他板块且出现基本面瑕疵，就会在数月内被资金抛售、估值下杀，同时低估值板块获得轮动资金支持。比如2021年初“抱团股”瓦解，高估值龙头重挫，中低估值周期股补涨，即体现市场对估值差异的中期修正。时期例子：2013年以银行为代表的大盘价值股PB跌破1倍，引发险资等长期资金买入，2014年上半年这些价值股走出估值修复行情；2016年末中小创估值畸高，次年资金转向低估值蓝筹，“漂亮50”崛起实现估值提升，而小票估值大幅跌落。**因果性：**估值回归是市场自发调整的结果，具有一定必然性，但需催化剂诱发。估值均值回归可视为一种**均衡力量**，其驱动虽不像政策那样明确，但对中期行情确实产生因果影响：当估值显著偏离，在缺乏基本面支撑时终会反转（因），导致市场趋势逆转（果）。

**6. 市场制度和监管变革** - 机制：中期维度上，资本市场自身的重大制度变化会影响投资者行为和风险偏好，从而驱动行情变化。包括如IPO节奏与规模变化（融资抽血或新经济注入的影响）、退市制度改革（影响壳资源炒作和质量预期）、交易制度改进（如涨跌停幅度调整、T+0试点等传闻落实）、沪深港通额度和范围调整（外资便利度提高）以及监管周期（严打操纵还是鼓励创新等）。这些制度变化不会瞬间改变指数，但在数月内逐步发挥作用，改变市场生态。指标：IPO融资额占总市值比、上市公司数量增速；并购重组政策松紧（壳价值指数变化）；证监会监管会议和处罚动向等。证据：例如，2019-2020年科创板及创业板注册制推出，大量科技企业上市，提高了A股市场的包容性和结构多样化。当时创业板存量企业也受到激励，创业板指数从2019年初的1200点升至2020年末的2800点，制度变革被视为提升市场预期的重要因素。同理，2020年开始的新证券法和退市新规，使绩差壳股失去投机价值，壳资源板块在随后两年持续跑输，市场资金更多流向基本面好的公司，指数走势也更稳健。这说明制度优化提高了市场质量，中期利好市场。反之，若制度变革增加不确定性或抽离流动性，则偏利空：例如2012-2013年IPO暂停两次，虽然短期减少抽血但市场担心重启潮，反而走势低迷；2016年股灾后严监管，一行三会频繁发文规范市场，加上金融去杠杆，同期市场情绪悲观、中期下行。监管的松紧周期也很重要：A股存在所谓“监管市”，当某阶段监管层严查场外配资、打击游资炒作时，成交量和活跃度显著下降，指数易阴跌；反之监管态度转温和，市场风险偏好修复。时期例子：2015年股灾后至2018年，证监会强化监管执法，高频发布罚单，“资本市场改革”推进缓慢，市场估值中枢不断下降。2019年起监管转向支持科创、提高直接融资比重（科创板落地、再融资松绑），A股迎来中期回暖行情。2022年全面注册制预期加强，市场预期长期利好但短期担心供给扩容，出现板块结构分化。**因果判断：**制度变革由监管部门决定，基本可视为外生因素，对市场影响有滞后性但较明确，是**政策因果**的一部分。例如推出注册制（因）→科技板块估值提升、壳股价值下杀（果），可以认为是制度改变导致投资偏好改变的直接结果。

**7. 投资者结构演变** - 机制：在半年左右维度，投资者结构的缓慢变化会影响市场风格和资金来源，进而影响指数表现。这包括公募基金发行潮（机构占比上升）引发的趋势，或散户重新入场/离场带来的市场生态变化。特别是居民储蓄入市或场内场外资金大规模转换的过程，往往发生在月度季度层面，并成为中期行情的驱动力。指标：新基金发行份额（月度）、新增投资者开户数（月度）、两融开户数变化等。还有沪深股通

持股占比变化。证据：A股几轮大行情都伴随投资者结构的周期性变化：例如2007年和2015年，短期内新增投资者开户数暴增（2015年单周新增开户一度超过150万），场外资金跑步入市，推高市场数月上涨。同样，2008年熊市和2018年熊市时，股票账户休眠增多、基金发行遇冷，市场持续低迷。2019-2020年则出现“**机构化牛市**”，公募基金发行屡创新高（2020年新基金募集超3万亿），机构持股占比迅速提升<sup>23</sup>。结果市场风格偏向机构青睐的白马蓝筹，指数稳步上扬。这是投资者结构变化驱动行情的例证。北向外资的结构变化也属此范畴：2017年MSCI宣布纳入A股，之后几年外资持股占比从1-2%升至5%左右，对大盘蓝筹估值提升有中期贡献。这期间沪深300估值中枢较过去明显抬升，波动下降，显现出机构化、国际化的影响

<sup>23</sup> 6。时期例子：2007年上半年和2014年底都是账户井喷期，对应指数大涨；2012-2013年基金“迷你化”、散户流失，市场低迷。2021年初出现“公募爆款”频现，权重股被机构买至高位，指数一度冲高；但随后散户在抱团瓦解后转向游资炒作，小盘题材活跃，指数分化。这说明投资者结构变迁可以改变市场中期运行特征。**因果性**：投资者结构变化缓慢且常与行情互相影响（牛市吸引新资金，熊市赶走散户），但当出现外生因素引发结构突变（如政策鼓励、理财收益下降逼储蓄入市等），就会对市场产生因果冲击。例如2022年底储蓄率高企，监管引导居民财富入市，2023年初A股迎来一波中级反弹，就有这方面因素推动。这种因素在统计上不易量化，但从资金来源看具有明显因果属性。

**8. 国际资本环境与外资配置 - 机制：**虽然短期外资流动更像躁动，但在中期（季半年），全球资本趋势会影响A股的边际资金供给。例如新兴市场整体的资金流入流出周期、美元趋势、全球风险偏好持续变化，都会通过外资对A股的配置增减来影响指数趋势。指标：新兴市场ETF资金流向（月度）、美元指数季度变动、国际资金对中国股票的配置比例（如MSCI新兴市场指数中A股权重变化）。证据：2017年以来外资成为A股不可忽视的参与者，其行为具有中期惯性：2017-2019年，全球资金看好中国增长和开放，北向资金持续净流入（2017年~2000亿，2018年虽贸易战仍净流入超3000亿，2019年更高），对应A股大市值板块整体走强。2020年疫情初期外资一度撤离，随后全球大放水又推动外资回流A股，净流入在2020下半年和2021达到高峰。2022年美联储激进加息、美元走强，新兴市场资本外流，A股全年北向资金小幅净流出，市场亦承压下行。到2023年初，美联储接近加息尾声、新兴市场资产估值吸引，外资又重回流入，助推反弹。可见外资配置A股具有明显的**阶段性**，受全球宏观环境驱动，这种阶段对市场中期走向起强化作用。此外，外资结构也影响偏好：被动指数资金根据MSCI权重调整配置，当A股纳入因子提高（2019-2020年分步提升），带来被动增量，指数在相应季度跑赢。主动资金则受国际投资风格左右：例如2021年欧美流行ESG投资主题，外资增配中国新能源龙头，使该板块数月领涨。时期例子：2015年夏中美股市均大跌，但之后美国QE、中国救市叠加，全球资金趋于risk-on，2015年末-2016年初外资借道互联互通重新买入A股，虽然内资仍悲观但沪股通净流入的白马股企稳上涨、指数跌势趋缓。2018年贸易战期间，海外资金对中国悲观，陆股通曾连续数周净流出，MSCI中国指数同步走低。**因果关系**：国际资本环境变化对A股是外生的（A股投资者无法左右美元或美联储），因此对A股中期走势有因果驱动作用。不过其影响需要通过外资流这一渠道，中间可能受国内因素干扰。例如外资流出时若内资对冲，影响减弱。总体来说，国际资本趋向是A股中期风向标之一，尤其在开放度提高背景下。

**9. 房地产及其他资产市场景气 - 机制：**中国居民资产主要配置于房地产、银行理财等，股市在很大程度上是“剩余资产”。因此房地产市场的冷热对股市资金有挤出或挤入效应：当楼市火爆、房价上涨吸引资金，股市可能失血；当楼市低迷、财富效应下降，且政策引导储蓄入市，则股市可能受益。另外，商品期货、虚拟币等其他投机市场的吸金效应亦会影响A股边际资金和情绪。指标：商品房销售额和房价指数走势、居民储蓄和理财产品收益率、期货市场成交额占比等。证据：典型案例是2014-2015年，彼时房地产调控从严楼市低迷，大量民间资金无处可去，通过场外配资和理财资金转道股市<sup>12 18</sup>。清华大学对2015年异常波动的分析指出，当实体经济需求偏弱、房地产等部门“去杠杆”时，市场形成政府通过引导股市走牛来解决杠杆问题的预期，媒体放大后，引发居民财富从楼市等转向股市<sup>67 12</sup>。居民储蓄搬家效应明显：2015年上半年证券账户银证转账净流入资金累计达3.1万亿，银行理财资金中投入股票的比例从6%升至15%，增量近2万亿<sup>12</sup>，这正是楼市投资受限、理财吸引力下降背景下资金涌入市的体现。反之，当房地产繁荣时，股市往往平淡。如2009-2010年中国楼市暴涨吸金，股市在信贷天量环境下却走势一般。同样，2020年后随着房

住不炒深入，居民投资渠道收窄，部分增量资金改道公募基金和股票市场，A股投资者数快速上升，2020-21年出现结构性牛市。而2022年房地产危机爆发（恒大等违约，房价下跌），短期股市受冲击（地产产业链股票暴跌）但中期看，房地产不再是“蓄水池”后，更多储蓄可能流向股市，这为2023年行情提供潜在支撑。其他资产如大宗商品，2021年商品牛市时游资也大量涌入期货市场，股票市场相对失去部分关注度。虚拟货币在2017和2021年的狂热也分流了一些年轻投资者的资金。时期例子：2015年上半年股市牛劲十足时，全国房地产销量负增长，可见资金流向的偏移；2019年股市涨势放缓时恰逢一二线楼市“小阳春”。**因果性**：房地产市场对股市影响是间接的，通过居民资金配置偏好转换起作用。虽然缺少直接因果链，但宏观上，当楼市、理财等吸引力变动时，往往反方向影响股市资金供需。例如政策打压楼市（因）→股市资金增多、情绪改善（果），可以视作一种宏观调控的侧面效应。

10. **地缘政治和政策周期因素** – 机制：一些非经济因素在中期内也会影响A股走势，如国内政治周期中的重要会议、政策窗口期，或国际地缘事件的持续影响。如果遇到例如换届年、“十四五”规划出台等国内重大政治时点，市场往往提前数月围绕政策主线炒作概念，或保持观望等待不确定性消除。国际上，贸易冲突、制裁科技战等地缘风险如果长期化，会改变相关行业基本面预期，在数月内对股市有趋势性影响。指标：政治日历（五年规划会议、人事换届大会日期）、中美关系动态（如高层会晤、关税清单公布）、地缘冲突事态发展。证据：2018年中美贸易战贯穿全年，多个回合谈判和关税实施使投资者情绪反复，A股市场从1月高点一路阴跌至10月，期间凡是磋商缓和时市场短暂反弹，谈判破裂时大跌，显示地缘政治对中期走势的牵引。再如，每年3月全国“两会”前后，市场常有“春季行情”或“两会维稳”效应：政府工作报告透露政策方向，会议前预期往往推动相关板块上涨，会议后如果无超预期利好则可能回吐。党的全国代表大会（五年一次）前夕，投资者也倾向于观望或布局政策受益方向，这期间市场风格可能转防御（如2022年大会前夕市场交投清淡、蓝筹抗跌）。国际上，俄乌冲突持续则提升能源价格和通胀压力，对全球股市产生中期拖累，A股也通过大宗商品和避险情绪感受到影响。尤其是A股有不少军工股和能源矿业股，在地缘冲突时这些板块走强对冲指数下行。时期例子：2017年“十九大”召开前，A股维稳横盘了数月，金融监管节奏放缓，大会结束后市场选择方向（蓝筹接力上涨、小票补跌）；2020年中美关系紧张（制裁中概股、实体清单等）持续数月压制投资者风险偏好，上证指数在7-8月摸高后横盘调整了rest of year。**因果性**：政治和地缘因素一般被视为外生冲击，其对市场的影响有滞后和预期成分，但明显具有因果关系——贸易战升级（因）→出口产业股价下跌、指数承压（果）。不过这类因素多数影响预期和情绪，通过其他因子作用（如政策反制、商品价格），所以属于间接因果。

(小结：中期来看，A股由“基本面+政策+资金”三因素框架较能解释：宏观与盈利决定基本盘，政策流动性调节方向，资金结构与情绪放大波动。在1-6月区间，行情多由经济周期和政策周期共振决定。投资者应关注宏观趋势拐点和政策松紧变化，它们往往塑造数月内市场主基调。接下来分析更长期的因素，侧重结构性和制度性驱动。)

## 长期（6个月~3年）A股Top10因子

1. **经济结构转型与长期增长** – 机制：跨一年以上周期，宏观经济的潜在增长率及结构变化对股市有深远影响。中国经济从高速增长转向高质量发展过程中，不同行业兴衰和整体增速变化，会决定股市长期哪些板块成为主导、整体回报率处于何水平。例如消费升级、新兴产业崛起提升股市中长期盈利能力，而潜在增速下行可能意味着长期牛市难度增大。指标：潜在GDP增速（如中长期GDP预测值）、第三产业占GDP比重、新经济增加值占比等。也包括人口老龄化趋势和生产率指标，因为这影响长期经济基本面。证据：上证综指在2001-2010年间年化回报较低，而同期GDP高速增长，主要因经济增长红利并未有效转换为上市公司业绩（很多增长在地产和国企部门）。进入2010年代后期，中国经济增速换挡，虽然GDP增速放缓，但A股成分结构改善（更多民营科技公司上市，盈利质量提高），所以2019-2021年股市回报不低于前些年。长期看，股市总市值/GDP比率（所谓Buffett指标）也有提升，从2010年的约50%升至2021年的约85%，这反映资本市场发展、经济结构变化。未来如果中国成功转向科技驱动、提高全要素生产率，A股中的科创板块可能实现长期成长牛市。反之如果经济陷入中等收入陷阱，上市公司盈利长期低迷，股市或持续低估徘徊。时期例

子：2013-2015年是经济结构变化窗口期，服务业比重首超工业，一批互联网和医药公司上市带来股市新活力，在宏观增速下滑背景下市场出现结构性牛市（创业板指数涨幅巨大）；2011-2012年旧经济产能过剩压制上市公司利润，加上经济减速预期，彼时上证指数两年熊市。这些都体现长期增长前景对股市估值和信心的影响。**因果**：经济长期走势显然影响上市公司盈利增长及投资者风险偏好，是股市长期趋势**最根本的因果因素**。

2. **资本市场深化与改革红利 - 机制**：长期维度下，资本市场本身的发展完善程度会影响投资回报。如果市场制度不断完善、法治加强、对投资者更友好，市场吸引力增强，估值和资金供给改善，长期回报提升。反之，若市场长期停滞在投机炒作、信息不透明状态，投资者要求高风险溢价，股价估值偏低、回报受限。中国资本市场的改革进程（发行、退市、交易、监管、开放等）对A股长期表现至关重要。指标：每年资本市场改革举措数量和效果（如注册制全面实施、退市家数、市场透明度指数），国际机构评价（如MSCI提升纳入因子、富时罗素评级）、市场参与深度（机构投资者持股比重逐年变化<sup>23</sup>）。证据：过去20多年，A股历经股权分置改革（2005）、融资融券和股指期货推出（2010）、沪港通开放（2014）、注册制试点（2019起）、新证券法实施（2020）等一系列改革，每次重大改革后，市场长期运行质量和投资回报都有改善：股改解决大股东减持顽疾，2006-2007年迎来价值重估牛市；2014年沪港通开启外资流入时代，2014-2015年大量蓝筹股估值提升；注册制推出后，新兴行业公司大量上市，A股科技板块市值占比明显提高，投资者有了更丰富投资标的<sup>68</sup>。而长期停滞时期，如2012年前缺乏退市机制、造假成本低，市场充斥壳资源炒作、投资环境差，投资者信心低迷导致上证指数多年未突破箱体。这说明改革进程与市场表现正相关。此外，**法治环境**（如对欺诈发行、财务造假严惩）影响投资者长期信任度。2019年起加大处罚力度后，财务造假有所收敛，市场整体质地提高，也为近年权益市场吸引长期资金铺路。时期例子：2006-2007年由于股改完成加上盈利提升，上证指数从1200点升至6000点，一批蓝筹公司估值翻倍，当时被认为改革释放红利<sup>69</sup><sup>70</sup>。2019年科创板和注册制顺利落地后，2020-2021年A股IPO融资全球第一，新经济公司源源不断上市，形成良性循环——市场扩大提升深度，长期资本配置意愿上升。**因果性**：资本市场改革是监管主导的外生变量，对市场影响具有长期且实质因果：完善制度→提升信心→估值上升<sup>71</sup>。
3. **人口与储蓄率变化 - 机制**：人口和储蓄的长期趋势决定了潜在投资资金量和偏好。中国高储蓄率为股市提供了潜在“蓄水池”，但老龄化加剧可能降低储蓄、增加养老金支出，从而改变资金供需。年轻人口多时偏好股权投资高，人口老龄化则风险偏好下降偏好固定收益。这些因素在几年乃至更长时期影响股市估值和资金面。指标：人口总量及结构（劳动人口占比、老龄化速度）、全国储蓄率、养老金入市规模占比、居民资产配置比例变化。证据：中国人口红利期（1980s-2000s）造就高增长和高储蓄，虽然大部分资金进了房地产，但也为资本市场提供了间接支持。现在步入老龄化后，储蓄率正从50%高位缓慢下行，长期资金可能减少。不过国家正在推动养老金和商业养老资金入市以部分对冲：如基本养老基金和社保基金近年来加大权益类配置，2012年社保基金权益投资收益率达7.0%，成为市场长期机构投资者。这类资金体量庞大且投资周期长，有望稳定市场长期预期。另一方面，老龄化意味着未来十年养老金支出压力增大，如果没有足够投资回报，可能出现养老金缺口，这反过来倒逼养老金投资股市寻求更高收益。国际经验看，发达国家在养老金大量入市后，股市估值风险溢价降低、长牛延续（如美国“401K”计划推动80-90年代长牛）。中国若能实现类似转变，A股长期资金供给将更充裕、市场波动性下降、估值中枢上升。时期例子：2015年国务院允许养老金入市后，2016-2017年约两千亿养老金资金分批入市，虽规模不大但市场解读为长线利好，彼时蓝筹白马更受追捧。2022年人口首次负增长，这一信号引发市场对消费、地产长期需求的担忧，相应板块估值走低，市场风格偏向科技制造（对人口依赖小）。**因果性**：人口储蓄变化缓慢但确定性强，对股市影响属**长期背景因子**，非直接因果但通过影响资金供给和风险偏好来塑造市场环境。例如老龄化（因）→储蓄下降、权益需求降低（果），进而压制股市估值，这是一种渐进因果链。
4. **产业结构与行业权重演变 - 机制**：股市长期回报取决于市场内部的产业结构。如果支柱产业盈利能力强且资本市场能充分代表这些产业，股指长期趋势就向好。反之如果市场错配——权重行业是夕阳产业或利润率低行业，则指数表现会受拖累。中国经济在过去几十年产业升级明显，但A股权重仍一度集中于金融、能源

等。未来权重行业变迁（如科技、消费成为新龙头）将影响指数长跑能力。指标：沪深300等指数行业构成变化（金融、地产权重vs科技、消费权重占比变化<sup>24</sup>）、不同行业市值占比和盈利占比的对比。证据：沪深指数长期跑输美国部分原因在于行业结构：2010年代，A股金融地产等传统行业市值占比常年超50%，这些行业增速放缓拖累指数；而很多高增长的新兴产业公司未上市或市值小，对指数贡献有限<sup>24 25</sup>。例如，2010-2020年中国GDP翻倍，但沪指原地踏步，其中银行等权重盈利增长有限、估值下行，抵消了新经济板块的上涨。近年随着科创板、新能源龙头上市，科技制造行业在指数中权重上升，一些国际投行认为这将提高A股长期回报潜力<sup>68</sup>。2020年新能源板块利润占比从不到5%升至15%，推动相关指数上扬。未来如果像半导体、软件、生物科技等高成长行业在A股中占比持续提升，指数有望跟随这些行业增长而增长。反之，如果权重仍由国企银行保险为主，其业绩趋稳甚至停滞，则指数难有亮眼涨幅。时期例子：2000-2010年上证指数权重前十一直是两桶油、四大行等传统巨无霸，这些公司业绩成熟稳健但缺乏高增长，指数长期低波动。2019年以来贵州茅台、宁德时代、招商银行、迈瑞医疗等新经济或优质公司进入权重十强，市场表现出更好弹性和回报。尤其是2020-2021年“宁组合”（新能源产业链公司）业绩暴增带动股价几倍上涨，使创业板指创历史新高。这印证了行业权重变化改善指数表现的道理。**因果性**：产业结构变化对指数是根本驱动，但它并非单一因果事件，而是慢变量。然而可以说，当产业升级成功、新兴行业比重提高（因），指数长期回报率会上升（果），这是有充分逻辑依据且在数据上逐步体现的因果关系。

**5. 公司治理与信息披露质量 - 机制：**上市公司整体的治理水平和诚信度，会影响投资者对市场的信任和估值溢价。在长期，若市场公司治理不断改善（更注重股东回报、更透明披露、更少造假舞弊），投资者愿付更高估值，市场稳健增长；反之若丑闻频发、侵害中小股东事件多，市场将被打上折价。指标：每年重大财务造假或欺诈案件数量及处罚、上市公司分红率趋势、机构投资者参与公司治理程度。证据：A股曾因造假事件频发遭受国际投资者质疑，如2012年美做空机构揭露多家中概股财务问题，引发信任危机。当年A股和中概股估值大跌。2019年康美药业300亿造假、康得新百亿造假等暴雷，使投资者情绪受挫。但监管迅速对造假公司和中介开出史上最大罚单，随后出台严格退市规则，将造假者清出市场<sup>72</sup>，一定程度上恢复了市场公信力。长期看，随着《证券法》修订和集体诉讼制度引入，上市公司治理环境正改进，这有助于降低投资者风险溢价。另看分红：上世纪A股很多公司吝于分红、热衷圈钱，再融资额长期高于现金分红额，让投资者回报差。近年证监会强调提高分红率，沪深300成分股股息率稳定在2-3%，某些成熟公司（如格力、茅台）连续高比例分红，增强了股市吸引力<sup>28</sup>。国际投资者逐渐认可A股龙头的投资价值（MSCI提高纳入比例就是证明）。与此同时，一些曾被爆出财务问题的公司被市场抛弃，这种“劣币出清”也是治理改善的结果。时期例子：2016年起监管打击大股东资金占用、内幕交易等，公司治理改进，市场风险偏好提升明显，一改之前垃圾股乱炒风气；2020年首例证券集体诉讼（针对康美药业）赔偿落地，投资者信心得到提振，优质龙头股获得更多长线配置，估值中枢上移。**因果性**：治理质量提高与市场表现有滞后因果关系。良好治理带来长期资金愿意投入（因），市值提升（果）。虽然定量难测，但国际比较显示，公司治理指数和市场估值水平正相关。因此，这是长期驱动因子中较潜在却重要的一环。

**6. 对外开放程度与国际化 - 机制：**资本账户开放程度以及A股国际化进程，会决定海外资金和全球投资者对A股的定价权和参与度。在长期，如果中国资本市场进一步开放、人民币资本项目自由兑换，A股或被纳入更多全球指数，海外配置大幅增加，市场容量和定价效率提高，估值体系可能逐步与国际接轨（风险溢价下降）。反之，若开放受阻或出现倒退，A股可能继续以本土资金和情绪为主，国际定价权有限。指标：外资持股比例长期变化、QFII/RQFII等制度额度、A股纳入MSCI等指数权重上限、沪深港通额度利用率。证据：2014年沪港通开通后，境外资金流入渠道打通，外资持股权从极低占比升至目前约5%，未来或能达到10-15%水平<sup>34 35</sup>。期间A股市场呈现的一些变化如：信息披露更加双语规范、交易规则与国际接轨（如延长交易时间提上议程）、衍生品推出也考虑海外需求。这些都提高了市场效率，也提升了国际投资者对A股的认知度。展望来看，若人民币国际化推进，海外资金将更愿意持有人民币股票资产，A股的国际定价权增强，龙头企业估值有望和美股同行靠拢。目前A股很多优质公司的估值明显低于美股可比公司（例如软件、互联网企业在不同市场估值差异大），这部分原因是外资参与不足、风险偏好差异导致<sup>24 25</sup>。开放提高会缩小此差距。同时，开放也带来风险：国际资金易进亦易出，波动或加大，但长期看利大于弊。时期例子：2018

年A股被正式纳入MSCI新兴市场指数，初始2.5%纳入因子，2020年提高到20%，海外被动资金累计流入数千亿元，当年沪深300估值扩张明显，被动资金集中的食品饮料等板块走出长牛。2020年美制裁部分中概股，引发其回归A股，科创板迎来中芯国际等巨头上市壮大自身。这体现国际市场格局变化也影响A股生态。**因果性**：开放水平基本由政策决定，是典型外生变量，对市场长期影响深远。开放提升（因）→资金增、估值升、波动变（果），此链条在沪港通等已得到验证。

7. **政府宏观债务与金融稳定** – 机制：长期来看，一个国家的政府和宏观债务水平会影响金融环境和政策空间，从而影响股市长期表现。中国政府部门和企业部门杠杆率较高，债务负担可能制约未来货币财政刺激力度，这对股市可能是长期压力；但反过来高储蓄率下债务大多内部消化，不至于引发危机，如果能稳妥化解则市场长远无虞。指标：政府杠杆率/GDP、企业杠杆率/GDP、银行不良贷款率、影子银行规模占GDP等，评级机构对中国债务展望。证据：中国宏观杠杆率从2008年的约140%升至2022年的约280%<sup>73</sup>。高债务下，利率一旦上行会增加企业利息负担，政府未来可能更倚重股权融资（支持股市发展以减轻债务融资）。已经看到监管推动“直接融资比例提高”，这意味着更多企业来上市融股本而非发债，从供求看短期对股市压力，但长期利于降低经济债务风险、提高股市地位。如果宏观债务问题恶化，比如地方债风险暴露，可能冲击金融系统和投资者信心，引发熊市；若债务风险受控且市场成为稳杠杆工具，则长远利好。时期例子：2015年杠杆泡沫破裂部分就是宏观债务（配资杠杆属于影子体系）引爆引发的股灾，之后几年金融去杠杆虽然短期磨底但换来金融健康度提高。2023年地方债务置换方案若成功，消除灰犀牛，则中国金融长期稳健对股市是重大利好。这因子作用偏间接宏观，难量化，但不得不考虑。
8. **国际竞争格局与外部环境** – 机制：长期视角下，中国所处的国际环境（和平 vs 紧张，合作 vs 冲突）会影响资本市场的风险溢价。若中美关系稳定、全球化持续，中国企业能拓展海外市场，A股公司盈利上限提升，股市估值也较高；若大国博弈激烈、贸易科技壁垒重重，A股公司面临外部压力，估值被压低。指标：中美关系重要指标（贸易额增速、FDI流入、制裁清单变化）、全球化指数等。证据：2002-2007年中国加入WTO后处于国际关系蜜月期，大量外资涌入、出口年增20%+，A股蓝筹业绩和估值双升，这是典型和平红利时期。2018年起中美贸易战再到科技制裁，外部环境逆转，不仅直接冲击企业盈利（被加关税的出口企业利润下滑），也提高了投资者对政策和不确定性的担忧，估值受损。例如华为、中兴受美制裁，相关供应链上市公司市值自2018后长期跑输；同时国际投资者对中国资产风险评价上升（MSCI中国指数市盈率低于其他新兴市场平均）。未来若国际局势缓和，风险溢价有望降低。时期例子：2020年初中美签署第一阶段贸易协议，市场风险偏好上升，当月沪指涨近10%；2022年俄乌冲突令地缘风险急剧升温，新兴市场资本外流、A股当月大跌。这类宏观地缘因子长期影响投资者风险偏好曲线。
9. **通货膨胀与货币环境** – 机制：长期来看，通胀水平和货币环境决定名义利率中枢，从而影响股票的长期估值。中国过去通胀温和、利率中枢下降（10年国债从2010年的4%+降至2020年的3%以下），这实际上支持了股票估值提升。若未来进入高通胀高利率时代，股票估值将承压（如70年代美国股市滞涨低迷）。指标：核心CPI长期均值、GDP平减指数趋势、M2与GDP比率等。证据：中国在2010年代经历了“低通胀+较宽松货币”的环境，M2/GDP逐年上升，社会名义利率下降，虽然经济增速放缓但估值未崩，这与货币环境对冲有关。若保持温和通胀（2-3%）和适度流动性，股市长期回报仍可期待。但若出现通胀失控（>5%）、央行被迫紧缩，则可能进入类似2010-2011年那样熊市。
10. **黑天鹅与尾部风险** – 机制：在3年左右尺度，仍可能遇到不可预测的黑天鹅事件（重大疫情、金融危机等）对市场产生永久性影响。这些尾部风险虽然罕见，但一旦发生会重塑市场格局、改变长期运行路径。指标：不可预测，唯有通过压力测试和风险管理来预做假设情景。例子：2020年新冠疫情全球爆发，是典型黑天鹅，短期暴跌但因政策对冲长期影响有限；但如果类似事件处理不当，也可能像1997亚洲金融危机对部分股市造成多年阴影。对A股而言，风险多潜藏于金融体系内部和国际冲击，虽然不易量化，但需要计入长期不确定性溢价中。

(小结：长期驱动体现了经济、改革、结构性因素对A股的影响。A股要走向成熟长牛，需要宏观经济持续增长、资本市场改革深化以及投资者结构优化等多因素共振。从历史看，A股20多年总体略涨，这与过去市场制度不完善、利润未充分分享增长有关。但未来若上述长期因子改善，A股有潜力提供更好的回报。在与美股的对比中，长期因素差异也决定了两国市场不同轨迹，下文将详细比较。)

## D) 美股驱动因子清单：短期 / 中期 / 长期

**(说明)** 以下列出影响美国股市（以S&P 500、Nasdaq 100为主）在不同时间尺度上的十大主要因素，与A股部分结构类似但内容侧重美股特殊的驱动力。在短期，美股更加市场化、联动全球，金融衍生品和机构交易发挥更大作用；中期看美股紧盯宏观指标和企业盈利周期；长期则由经济创新力和资本制度等决定。每个因子仍包含机制、指标、证据和代表时期，与前节形成对比。

### 短期（1~20日）美股Top10因子

1. **美联储政策消息与经济数据意外** – 机制：短期内，美联储官员讲话、议息声明、通胀就业等关键经济数据的“意外程度”直接引发美股日内波动。美股投资者高度关注宏观数据，当数据明显高于或低于预期时，引发利率预期调整和交易头寸急变。尤其美联储利率决议和主席新闻发布会，对当天市场走向起决定作用。指标：FOMC会议日期及利率变动幅度、CPI/PCE通胀同比 vs 预期值、月度非农就业人口增减 vs 预期值。数据意外指数(Citi Surprise Index)也是综合参考。证据：Bernanke & Kuttner (2005) 经典研究发现，美联储意外加息100bps平均导致标普500指数下跌约5%<sup>7</sup>。现实例子很多：2013年6月时任主席伯南克暗示可能缩减QE (Taper)，道指当天跌约1.35%，债券收益率飙升。2021年11月通胀意外攀升引发提前加息预期，纳指单日暴跌近3%。非农就业数据每月首个周五公布，若大幅好于预期，有时股市反而跌（解读为加息概率上升）；差于预期则短线涨。这种“好消息当坏消息”现象正是市场以政策逻辑交易的体现。FOMC决议更是剧烈波动时刻：如2022年6月美联储加息75bps符合预期，但鲍威尔讲话略偏鹰派，标普当日振幅超3%、收跌1.7%。反之2023年初有一次CPI略低于预期，市场解读通胀见顶，当日标普涨超5%。时期例子：2018年2月初，美国工资增速超预期引发通胀恐慌，10年期美债突破2.8%，标普在随后两周急跌10%（俗称“春季调整”）；2020年4月非农暴跌2000万远差于预期但市场已price-in，当天标普震荡反而收涨，显示预期管理重要性。**因果判断**：宏观数据意外和政策信号是外生信息，短期内对美股**因果效应**明确：超预期利空数据→股市跌，反之亦然<sup>7</sup>。市场在这些信息公布时的剧烈反应可视作因果冲击检验。
2. **公司财报惊喜与突发消息** – 机制：短期一个最重要的市场驱动是大型公司财报和临时重大公司新闻（并购、诉讼、产品发布等）。美股权重高度集中，几家科技巨头（Apple、Microsoft、Google、Amazon等）合计占标普500市值超20%，其财报好坏会牵引指数在几天内波动。即使中小公司，若财报季整体超预期或不及，也影响市场基调。指标：FAANG等巨头的EPS/营收增长 vs 分析师预期、财报季期间超预期公司比例、“惊喜指数”。突发消息如FDA药品审批结果、大型并购公告、反垄断调查新闻等。证据：苹果公司在2022年Q1财报业绩逊于预期并警告供应链问题，次日股价跌近5%，单只苹果贡献标普500跌约0.5个百分点，带动科技板块全线下挫。同理，若谷歌财报超预期增长强劲，其股价飙升会推高纳斯达克指数。统计显示，在财报季，标普日波动性高于非财报季约20%，贡献主要来自大公司业绩日<sup>74</sup>。另外并购类：2022年微软拟收购动视暴雪消息传出当天，动视股价涨26%，游戏板块跟涨，市场解读为科技巨头看好未来趋势，当天纳指涨超2%。又如特斯拉马斯克收购Twitter反复，期间Tesla股价大幅波动也影响纳指。突发利空如波音飞机事故、制药公司药物试验失败等，也会连累板块和市场情绪。美股大量由机构持有，他们根据财报调整投资组合，因而财报对市场影响深刻迅速。时期例子：2013年Google财报意外提前泄露且不及预期，股价瞬间暴跌9%触发熔断，纳指当日大跌，说明市场对龙头公司业绩的依赖度。2020年Q3亚马逊和苹果财报不佳，触发科技股两周调整，是当年秋季回调的导火索。**因果性**：公司财报等事件对自家公司股价是因果明确（业绩好→股价涨），对指数则是聚合效应。特别大公司消息可看作外生冲击对指数的小型试验，因其余因素当日不变时指数随之动。因此财报/消息可视短期**局部因果**因素。

3. **衍生品仓位和期权Gamma效应** - 机制：美股短期波动越来越受期权市场结构影响。大量近月期权交易使得做市商积累巨额Delta敞口需动态对冲。当总体市场期权Gamma为负时，做市商被迫追着行情买高卖低，放大波动；Gamma为正时则相反减缓波动<sup>45 46</sup>。同时，散户短期大量买入看涨或看跌期权（尤其0DTE合约）会经由做市商对冲传导成现货买卖力道，迅速影响指数。指标：全市场Gamma曝光值（CBOE等机构提供的Gamma指数）、期权未平仓量分布、Put/Call比率。特别是0DTE期权成交量占比<sup>2</sup>。证据：2022-2023年兴起的0DTE期权交易成为美股短线波动放大的来源。据CBOE研究，0DTE期权市场做市商Gamma对标普500在30分钟区间内可提高波动率最高6.4个百分点年化，相当可观<sup>75</sup>。2022年下半年多次午后市场突然反转，被归因于0DTE期权仓位变化引发做市商剧烈对冲。SpotGamma等分析报告指出，如果在关键点位附近存在大量0DTE合约，指数接近该点位时波动会加剧，因为Delta变化快导致对冲盘来回扫动。2020年亦有“Gamma squeeze”案例：大量散户买入看涨期权逼得做市商持续买入股票推高价格，如特斯拉那年多次上演逼空暴涨。期权Put/Call比率也是情绪指标，当投资者疯狂购入看涨（Call激增）时，有时预示短期见顶反转（做市商Gamma负极端引发突然回撤）。时期例子：2021年1月GME“散户抱团”事件，散户集中买入短期看涨期权逼迫对冲基金回补股票空头，GME股价数日内涨几十倍。这带动市场波动飙升（VIX一度升至37），标普500亦受连累短期下跌。再如2022年8月，随着散户再次涌入买Call和0DTE搏反弹，标普月中涨至4300，但Gamma极端正转负导致8月末市场狂跌回吐。**因果性**：期权Gamma和做市商对冲是一种市场微观力学，短期内对指数运动有明确因果联系<sup>46 76</sup>。它是一种市场内生因果：期权仓位变动（因）→做市商买卖现货（果）。随着期权交易量剧增，这种技术性因子愈发重要，是理解当前美股短期波动的新关键因素之一。
4. **程序化交易与市场波动性反馈** - 机制：美股市场充斥高频和算法交易策略，一些CTA（商品交易顾问）和风险平价基金根据市场波动率或价格趋势自动调整仓位。短期内，若波动率突然上升，这些策略会被迫减仓股票以控制风险，从而加剧跌势，形成“波动反馈回路”。相反，当波动率低且趋势向上时，它们又加杠杆提升仓位，增强涨势。指标：VIX及其1个月变率、CTAs的模型仓位测算（一些投行提供CTA beta预估）、市场成交量占比变化（波动飙升时量化策略撤出量能下降）。证据：2018年2月“短波动ETN爆仓”事件即典型案例。当时长时间低波动后，通胀数据刺激下VIX飙升一倍至37，风险平价、波动目标基金被动砍仓，标普两天跌超6%，形成所谓“VIX踩踏事件”（也称Volmageddon）<sup>77</sup>。许多研究指出，当市场从低波动regime突然转向高波动时，量化策略集体去风险会放大抛压。相反，在2021年较低波动时期，不少带杠杆ETF和CTA纷纷增配股票，推动指数稳步慢涨。Morgan Stanley测算在低波动环境下，机构股票杠杆程度明显提高，一旦出现大波动就触发margin call连锁反应。类似情况还有2019年年底，当时波动率下降，众多期权卖方策略卖出尾部保护，结果2020年2月疫情打破平静，这些卖方回补推高波动进一步引发抛售。简而言之，量化交易加强了“顺周期”行为，让短期波动更极端。时期例子：2020年3月美股熔断期间，CTAs根据趋势翻空和波动触发减仓，对跌势火上浇油。JP Morgan估计此类被动策略卖出贡献了当时跌幅的30%。而在2020年4月之后随着波动下降又慢慢重建仓位，助力了上涨。**因果性**：算法交易对市场的影响是一种内生因果效应——市场状况变化→程序模型交易→强化市场变化。虽然源头可能是外部冲击导致波动上升，但程序化减仓放大了结果。我们可以视之为短期一种加速器因子，在解读短期行情时需考虑其因果作用。
5. **避险情绪和资金流（美元、美债、黄金）** - 机制：短期出现风险事件时，全球避险资金的快速流动往往影响美股走势。例如当避险情绪升温，资金涌人美债、日元、黄金，股票资产遭抛售；当避险缓解，这些资金回流股市。作为全球金融中心，美国市场常体现此“风向标”作用：美债收益率骤降、美元急升通常伴随美股下跌；反之，风险偏好回暖，美债抛售收益率上升、美股上涨。指标：CBOE VIX指数短期变化、10年期美债收益率日变动、美元指数DXY短期走势、资金流向报告（如EPFR每周数据显示资金从股票基金流入避险资产）。证据：典型如2020年3月，在COVID冲击下，VIX从15飙升到85，10年期美债收益率从1.5%快速降至0.5%，美元指数冲高，这期间标普500一个月暴跌34%。避险情绪的极端导致“抛售一切”但主要流向现金和美债。再如2011年欧债危机高峰，美股在8-9月下跌约15%，同期美元指数涨7%，金价升至历史高位。这些都表明避险资金动态对股市短期至关重要。关注这些指标能发现市场情绪拐点：例如若股市跌几天但VIX见顶回落、美元回吐涨幅，通常意味着恐慌过度短期触底。资金面例子：EPFR数据显示在2022年俄乌冲突突发

生的一周，全球股票基金净流出规模创纪录，而债券和货币市场基金大幅流入，这预示短期卖压极强果然美股进入技术熊市。时期例子：2015年8月“中国汇改”引发全球避险情绪，美股道指单日跌1000点，资金涌入美债使收益率下行20bp；但随中国稳定汇率，几周后避险消退，美股反弹，这过程中观察到VIX回落先于股指见底。**因果性**：避险资金流与股市的关系可以说是同时性更强，但在事件驱动下，避险资产价格可以看作先行指标。从因果角度，避险情绪上升（因）→股市卖压加大下跌（果），这是合理的因果链，只是二者几乎同步发生。

6. **日内流动性与市场深度变化** - 机制：短期微观因素中，市场流动性的变化（买卖盘厚度、交易活跃度）本身也能引发价格波动。比如某些交易时段（开盘前后、欧市开盘时、美市收盘前）流动性较低或不均衡，容易出现价格急拉急杀。此外，假日效应或再平衡时点市场深度降低，也会引发超调。指标：买卖报价差（bid-ask spread）、电子盘委托量、Limit Order Book深度指标。也关注月末/季末、大型期权期指交割日，往往流动性变化。证据：美股“闪崩”现象多与瞬时流动性枯竭有关：如2010年5月6日闪崩，道指几分钟狂跌1000点后又迅速拉回，原因包括算法交易撤单导致市场无买盘承接；2014年10月15日美债市场闪崩也有类似因素。股票方面，2018年2月“VIX ETF事件”时某些挂钩VIX的ETN在收盘定价期间流动性蒸发，标普期货瞬间跌停。短期而言，如果某些流动性提供者（如高频做市商）因为亏损或风险限制退出，会瞬时放大波动。一些研究发现，日内下午3-4点美股波动最大，因为那个时段流动性相对低、资金集中交易。开盘头30分钟亦然，高低振幅常超全天波幅的30-40%。因此流动性的时变对价格形成短期扰动。时期例子：2020年3月时几度出现ETF折溢价极端、债券市场利差异常，均与流动性缺失有关，美联储不得不数次紧急注入流动性来稳定市场，这也表明流动性短缺本身可导致价格错位而反过来需要政策应对。**因果性**：流动性和价格互为因果，属于市场自身机制。但极端情况下，流动性干涸可以视为触发价格暴跌的原因。例如做市商退出（因）→卖单无人接致价格闪崩（果）。因此在解释短期异常波动时，这是潜在的因果因素之一。
7. **突发政治/地缘事件** - 机制：虽然较少发生，但重大政治或地缘事件突然发生时，美股会立刻反应（通常下跌）。例如恐怖袭击、战争爆发、重大选举结果等，都可在日内造成指数跳空或快速趋势。投资者会迅速评估事件对经济的影响程度并交易。短期主要通过情绪和不确定性溢价渠道影响。指标：无法预测具体事件，但如地缘局势紧张升温（看新闻头条、CNN恐惧和贪婪指数），或选举民调剧烈变化可作为预警。证据：2001年9月11日恐怖袭击发生当天美股休市，后开市首日标普跌4.9%，航空股等重挫，黄金油价大涨，这是典型政治黑天鹅引发恐慌。2003年伊拉克战争打响前几天市场大跌，但战争本身短期推进顺利后反弹（所谓“卖预期买事实”）。美国国内政治如总统选举亦会短暂扰动：2016年川普意外领先开票夜间，股指期货一度跌5%熔断，但正式结果落地后又大涨，日内振幅罕见达10%。再如英国脱欧公投2016年6月结果出乎意料，美股次日跌超3%。这些事件冲击通常一两天内消化完毕，除非引发更大连锁效应。时期例子：2020年初美伊冲突升级传出消息，道指期货盘前急跌400点，但当事态未进一步恶化时，市场又收回跌幅。**因果性**：此类事件明显是外生冲击，对市场的短期因果影响直接而显著。然而它们频率低，不是日常主要因子，但必须防范。
8. **板块轮动与“beta交易”** - 机制：短期一两周内，美股有时出现明显板块轮动：之前领涨板块休整、落后板块补涨。这种资金在板块间腾挪会对指数产生一定影响。例如权重很大的科技板块如果突然调整，而金融或能源接力上涨，指数可能震荡或走势微妙平衡。指标：板块指数相对强弱（如科技 vs 周期股相对表现）、资金流数据（哪类ETF一周流入最多）。证据：2021年初“再通胀交易”盛行两个月，资金从成长科技切换到银行、能源，虽然标普没跌太多但内部剧烈轮动，纳指短期调降逾10%，道指成分股则创新高。这种轮动短期看是因利率上升等驱动，但本质上体现投资者预期切换。短期指数波动不大掩盖内部结构剧变。如果科技权重太大时（如2020年苹果一家公司权重6%），其波动仍能主导指数，即使别的板块相反走。时期例子：2022年上半年能源板块涨50%而科技股跌逾30%，标普指数总体跌约20%，相对算温和，这就是板块对冲效果。但下半年相反轮动科技反弹能源回落，指数反而平稳。**因果性**：板块轮动本身不是外生驱动，而是投资者对宏观或估值的反应。不过短期如果看到资金突然扎堆某板块导致其指数快速上涨，可认为这是市场内部因素导致的短暂分化，对大盘的影响取决于板块权重。

9. **市场技术面和期现套利** – 机制：虽然美股不像A股那样迷信技术分析，但在短期依然存在技术面交易影响。例如关键均线（50日、200日）得失往往引发程序买卖触发。以及指数突破某技术形态后，短线CTA或高频跟单。这部分作用已融合在前述CTA因子里。另外，美股期货和ETF的套利交易也在短期提供力量：当期货贴水较大时，套利者买现抛期推高指数；反之基差偏高则卖现买期压低指数。不过这些影响细微，一般投资者更多看新闻宏观。
10. **市场传言和情报** – 机制：类似A股，美股也有小道消息影响短线，例如美联储内部消息、公司并购谈判泄露等，只是美股信息更透明规范，谣言相对少见且快速被证实或证伪。但在少数情况下（如提前泄露的政策）可造成短期波动。例子：2019年曾传闻中美谈判将达协议，道指期货盘前拉升，但随后证实是假消息又回落。这类影响很短暂，对成熟市场来说不是主流。

(小结：美股短期驱动更市场化和全球化：宏观数据和政策信号即时定价，衍生品和量化交易扮演更大角色，投资者情绪通过避险资产和期权市场反映明显。相比A股，消息面对美股的影响更依赖“是否意外”而非绝对值，衍生品微观结构影响更突出。)

## 中期（1~6个月）美股Top10因子

1. **美联储货币政策路径** – 机制：在数月维度，美联储政策周期对美股走向具有决定性影响。进入降息周期通常对股市中期利好，而进入加息周期往往中期压制股市表现。这通过影响利率水平、金融条件和经济景气来作用。特别关键的是实际利率和收益率曲线形态，它们影响股票风险溢价。指标：联邦基金利率目标及点阵图预期、中长期国债收益率趋势、2年与10年期国债收益率利差（倒挂预警）。金融状况指数(如GS金融条件指数)。证据：回顾美股历次牛熊，大多与美联储周期吻合：1980s沃尔克降息启动大牛市，1994年激进加息导致债市股市双杀熔断，2003-07年持续加息后引发金融危机崩盘，2009-2017年超低利率塑造长牛，2022年史上最快加息令标普陷入熊市20%回撤<sup>78</sup>。Bernanke等研究定量证明，意料外的货币紧缩会立刻降低股票价格，其影响会持续一段时间<sup>7</sup>。更深层看，低利率通过降低贴现率、鼓励风险投资抬升股票估值，而高利率反之压缩估值、增加利息负担拖累利润。收益率曲线倒挂更是经典领先指标：倒挂后约12-18月通常经济衰退、企业盈利收缩、美股见顶下行。2022年曲线倒挂在1970s以来最深，预示2023-24年盈利风险高企。时期例子：2010-2019年美国长期处于低通胀低利率，美联储在2018年前温和加息，标普年均涨15%以上，估值不断新高。2018年联储数次加息加速并缩表，年底股票市场暴跌，被称作“政策错误”导致的熊市。鲍威尔随后180度转向鸽派，2019年重启降息，市场重拾升势。这段历史充分展现了货币政策对市场中期方向的牵引力。**因果性**：货币政策与股市存在反馈，但在中期视角可将美联储政策视为外生主导因素，尤其当前其控制通胀为首要目标，不以股市脸色行事。因此政策路径变化对股市中期走势具有很强因果驱动<sup>7</sup>。
2. **企业盈利周期** – 机制：在1-6月范围，企业盈利的周期性变化是美股中期行情核心驱动力之一。美股以盈利定价，故盈利预期上升（如经济扩张期）往往伴随股市上涨，盈利下滑预期（经济衰退期）则引发股市回调熊市。盈利周期通常与经济周期一致，但股市会提前数月反映拐点。指标：标普500整体EPS同比增速（实际值与未来4季度预期）、利润率水平变化、分析师盈利预测Revision指数。可以看各季度财报季提供的指引情况。证据：过去几十年，美国出现过若干次“盈利衰退”（EPS同比连续两个季度为负增长），均对应股市大幅调整甚至熊市。例如2000-2002年互联网泡沫破灭，标普500盈利累计下跌约25%，指数下跌近50%；2008年金融危机盈利暴跌60%，标普暴跌约57%；2020年疫情Q2盈利暴降30%，股指短暂熊市后快速反弹因预期政策支持。相反，盈利繁荣期支撑长牛：2017-2018年特朗普税改使标普盈利跳增20%+<sup>21</sup>、利润率新高，推动股市不断创新高<sup>79</sup>。分析师预测对于中期行情转折颇敏感：当盈利下调开始密集发生，往往预示市场将走弱。2022年上半年华尔街逐步下调未来盈利预期，从+10%降到0甚至负，标普同期持续下跌印证。这些说明盈利趋势对中期行情至关重要。时期例子：2011年初盈利增速放缓+欧债担忧，标普在4-9月横盘后跌19%；2014-2015年美元走强导致企业盈利停滞，标普在2015年5月见顶横盘并于2016年初回调20%，直到盈利在2017年恢复高增速才重新上行。**因果性**：盈利与股价有互馈，但盈利变化更多由经济

和成本等决定，可视为外生于股价。股票市场通常提前price-in未来盈利，这里研究中期视角中，可将盈利预期变化当作主要因果因素（盈利预期↑→市场涨）。

**3. 估值水平和利率的相对变化** – 机制：美股中期走势还取决于估值和利率的相对变动。即使盈利稳健，估值倍数（PE）的扩张或收缩也会驱动股指变动。估值受利率和市场风险偏好影响，在数月尺度上，如果利率下降或风险偏好改善，估值可能扩张推动股市涨，即便盈利没变；反之利率上升/风险厌恶提升导致估值压缩令股市跌。指标：标普500前瞻市盈率与10年国债收益率之差（“Fed Model”指标），权益风险溢价（ERP），VIX中枢变化。证据：美股近年估值波动显著：2018年底标普500 forward PE从18倍降至14倍（因加息和贸易战情绪），对应指数大跌20%；2019-2020年超低利率环境推升PE至历史高位22-23倍<sup>9</sup>，这解释了市场屡创新高，即所谓“TINA”（无替代资产）效应。2022年利率飙升后PE回落至15倍左右，是指数熊市的主要因素（盈利还在涨但估值砍掉1/3）。美股投资者很关注ERP：若ERP太低，意味着估值过高风险补偿不足，会引发中期调整。2021年底ERP降至2%以下多年低点<sup>80</sup>，结果2022年熊市随之而来。风险偏好亦关键：VIX在某段时期维持高位即不确定性溢价高，估值难提升；相反平稳时期（2017年VIX均值仅11）估值持续攀升。中期来看，估值修复或压缩往往伴随宏观利率趋势：2020年3月美联储紧急降息并QE，无风险利率大降，PE从17倍迅速升至22倍推动下半年大涨<sup>9</sup>；而2022年相反利率冲击估值压缩。时期例子：2014-2016年企业盈利停滞，但标普指数几乎未跌太多，因10年美债利率从3%降至1.5%，PE虽波动但基本持平支撑了股价。1980-90年代长牛中，利率下行和全球资本追捧美股使得PE从个位数升至二十多倍，估值扩张贡献巨大。**因果性**：估值是结果也是原因，属于价格对基本面的偏离程度指标。然而在中期分析中，宏观利率变化和风险偏好变化导致的估值变动可视为股市波动成因。例如长债利率骤升（因）→PE下降股市跌（果）。这也是“Fed Model”所隐含的逻辑<sup>79</sup>。

**4. 经济周期阶段（增长/滞胀/衰退）** – 机制：在1-6个月周期内，宏观经济所处阶段明显影响股市表现。经济扩张（尤其无通胀压力）有利股票；滞胀（高通胀低增长）对股票极为不利；温和衰退市场会预期宽松见底；深度衰退则熊市持续。美股作为成熟市场，对经济信号非常敏感，提前交易周期切换。指标：PMI综合指数（>50扩张 vs <50收缩）、失业率趋势（骤升则衰退临近）、经济惊奇指数（持续为负表示衰退可能），以及官方衰退判定（NBER）。证据：历史统计显示：1950年以来标普500在经济衰退期平均下跌约30%，扩张期平均年涨幅超过10%<sup>81</sup>。2008年衰退标普跌57%，2020年短暂衰退跌34%，1973-75滞胀衰退跌48%。相反，在长达10年的扩张（2010-2019）中标普累计涨超190%。滞胀环境下股票回报最差：70年代两次石油危机高通胀伴经济停滞，标普实值几乎腰斩。因此投资者中期判断会根据经济阶段调整仓位，如经济见顶迹象时减少股票曝险，衰退明确后等待基本面和政策转向再入场。时期例子：2018年初减税使经济过热临通胀，市场一度上涨但很快担心滞胀，美联储紧缩过度Q4经济转弱触发熊市。2022年高通胀经济放缓呈滞胀特征，标普陷熊市。如今2023若迎衰退，市场预期美联储降息在望，股票可能先跌后涨。**因果性**：经济阶段与股市表现在中期密切对应。因果上经济状况决定企业盈利和利率政策，所以对股市有因果支配。然而股市也可先行反映未来经济。整体看，在中期框架里，可以认为经济周期阶段是股市的背景因子，决定了市场大势的方向性判断。

**5. 企业资本配置（回购与并购）** – 机制：美国公司大量进行股票回购和兼并收购活动，这些资本配置行为对股市中期供需和估值有重要影响。回购缩减流通股、提升EPS，提供持续买盘动力；并购活动高峰通常伴随牛市末期（企业信心高涨），且并购消息提振被收购方股价、带动相关板块。回购减少了股票供给，加之表明管理层对自家股票有信心，往往在半年至一年维度支撑股价。指标：标普500回购总额/市值比例、回购授权增加额、并购交易金额和数量（季度）。证据：2010年代美股长牛有“回购牛市”之称：据统计，2009-2018年标普500公司累计回购4.7万亿美元股票，与股指上涨规模相当<sup>82</sup>。尤其在2017-2019年税改后现金充裕，季度回购额屡创新高，2021年更达历史峰值每季2000多亿美元<sup>83</sup>。回购为市场提供了稳定中期买盘，也是公司提升股价、对抗做空的工具。学术分析表明，回购高峰期标普500回购指数的表现超出大盘，表明回购股票获得超额收益<sup>84</sup>。并购方面，在牛市后期企业倾向于用高估值股票收购扩张，如1999-2000科技泡沫时并购潮推升纳指，但随泡沫破裂并购骤减。并购对板块中期走势影响大：如医药行业2014-2015

年出现并购热潮，板块指数两年涨超50%。时期例子：2019年回购支撑下，当年标普涨31%而EPS仅增不到5%，估值扩张很大程度因为回购减少股数、市场资金面宽松。2022年熊市中企业回购放缓导致买盘不足，也是下跌推手之一。2023年初回购税实施，可能略减回购规模，市场关注其中期影响。**因果性**：企业回购和并购决定股票供需，是相当明确的因果影响因素。回购增加（因）→每股盈利提升+供给减少→股价上涨（果），这是许多实证研究支持的结论<sup>85</sup>。

**6. 投资者结构与资金流动** – 机制：在月度季度视角，机构投资者（如养老金、保险、共同基金、ETF、对冲基金）的资产配置调整和资金流向，会影响美股中期行情。例如养老基金定期再平衡在股债间调仓，会在季末带来股市买盘或卖盘；被动指数资金持续流入抬高大盘权重股价格。散户资金则更多通过ETF或期间的“投资主题热潮”流入影响。指标：基金资金流向报告（股票型基金/ETF每月净流入流出）、大型机构持仓报告(13F每季)、美股保证金账户余额（衡量散户杠杆热情）。证据：一个显著现象是**被动化**：指数基金从2000年占比<10%提升至目前约50%，这意味着持续有401k等养老金资金自动流入股市<sup>11</sup>。研究发现，被动资金偏好大盘股，导致资金更多集中在权重股上<sup>11</sup>。Apollo数据显示，外国投资者也增加持股至约18%<sup>86</sup>（2019），国际资金看重美股，带来稳定流入。每当市场大跌，养老金再平衡会在低位买入股票恢复目标权重，例如2020年3月末很多机构逢低买入帮助筑底。反之2021年股债比价极端，部分机构减持股票锁定利润。融资余额方面，FINRA数据显示美股保证金债务在2021年高峰达到历史\$9360亿，之后熊市中回落，这印证散户/游资杠杆在牛顶很活跃、中期推波助澜，熊市时去杠杆则放大跌幅。时期例子：2019年开始美股IPO热潮和SPAC热也吸引了增量资金，叠加美联储QE，大量钱涌入ARK等主动基金，2020年这些基金大涨又引发追高资金，形成中期繁荣。2022年抛售时，散户资金仍逢低买入但不敌机构出货，最终年末很多散户也转为净提款，市场底才逐步探明。**因果性**：资金流动与市场涨跌互为因果，但在中期，若看到持续的资金净流入/流出可预示趋势延续或反转。可将其当作一种**联动因子**，辅助判断其他基本驱动的效果强弱。

**7. 财政政策与政府支出** – 机制：在季度维度，大的财政举措（减税或增税计划、大规模财政刺激或紧缩）会改变企业盈利前景和宏观需求，进而影响股市方向。例如大规模减税直接提升企业利润和估值，基建支出增加利好相关行业需求。指标：财政立法动向（减税法案、支出法案金额）、联邦财政赤字占GDP变动等。证据：2017年特朗普税改是经典案例：将企业税率从35%降至21%，使标普500盈利2018年跳增20%以上，股市在税改通过前后加速上涨<sup>21</sup>。再如2020年疫情后美国推出数轮财政纾困（约5万亿美元），其中直接现金补贴和失业救济刺激消费，大幅抬升企业销售，2020下半年股市超预期回升。有研究估计，财政刺激占GDP每增加1%，可带动当年企业盈利增速提高约0.5-1个百分点，尤其对小盘股影响更明显。反之，若出现财政收缩（如2013年美国财算强制扣减Sequester），削减政府开支对经济带来拖累，彼时标普在政策执行前已经调整预期盘整了半年。当前以及未来数年，美国高债务可能限制财政扩张，但如果出现大的基础设施法案等也会给市场带来热点。时期例子：2021年拜登政府推出1.9万亿刺激后，美国家庭资产负债表健康、消费旺盛，标普盈利持续超预期，一直涨到2021年底。但2022年刺激退出、货币紧缩，市场才调整。**因果性**：财政政策大多通过立法公开透明，对市场影响虽不如货币直接，但方向清晰，可视为中期**因果因素**之一（例如减税执行→盈利提升→股价上涨）。

**8. 国际贸易与美元汇率** – 机制：在月度期内，美元汇率和国际贸易状况对美股尤其跨国公司盈利有较大影响。强势美元降低美企海外利润折算、削弱出口竞争力，反之弱势美元利好跨国公司盈利。贸易环境（关税、关税减免、贸易协定等）变化则直接影响相关行业（制造、农业、高科技）的业绩预期。指标：美元指数DXY季度变化、主要贸易伙伴经济增长/汇率、美国进出口增速、贸易逆差规模变化。以及贸易谈判新闻等。证据：2015年-2016年美元指数飙升约20%，中国企业外汇损失严重，标普500盈利曾连续几季负增长，引发2015年中-2016年初股市调整20%。2017-2018年美元相对稳定且全球同步增长，美企海外收入大增，美股盈利和股价俱佳。2022年美元指数大涨近20%至20年高位，高通胀+美联储加息吸引资本流入美元资产，此举损及在外营收占比较高的公司盈利，微软等科技巨头在财报中特别指出强美元导致营收下滑数个百分点。结果纳斯达克指数全年跌33%，强美元是众因素之一。贸易战也是实例：2018年美国对华加征关税，涉农涉制造行业股票数月下跌，加征清单每轮宣布时市场都波动明显。2020年后中美关系紧张，但关税未进一步升

级，市场消化后相关板块企稳。时期例子：2020年疫情初美元流动性短缺飙升，美股暴跌；美联储注入美元流动性后美元回落，美股快速反弹。2023年以来美元走弱，苹果、麦当劳等跨国公司第一季财报均提到汇率转为 tailwind 顺风因素，股价表现也强于大盘。**因果性**：美元和贸易环境对美股的影响通过盈利渠道，中期有明显因果联系。例如美元升值（因）→海外利润折损、出口受阻→股价下跌（果）。贸易政策也是政府外生变量，对相关行业股价有直接因果冲击。

**9. 通胀预期与商品价格** – 机制：中期通胀走向对美联储政策和企业盈利均有重大作用，因此影响市场趋势。温和通胀利于企业提价增利润，严重通胀导致成本上升和加息压制。商品价格大幅波动也会改变市场格局，例如油价半年翻倍带来能源股牛市但整体市场承压，油价暴跌则反之。指标：中长期通胀预期（如5y5y远期通胀swap）、核心CPI/PCE走势、高频商品价格指标（布油价格、CRB指数）。证据：2021-2022年通胀突然飙升是美股20年长牛终结的重要原因。2021年初5年盈亏平衡通胀率升破2%，市场尚认为暂时；到2022年初升至3%以上，联储转鹰，标普开始熊市。商品方面，2022年油价最高至每桶120美元，能源板块独自大涨59%撑住指数部分，而其它板块因通胀侵蚀利润和加息预期下跌。2014-2015年相反油价暴跌，对整体通胀下行有帮助，美联储推迟加息，市场获得喘息。美股投资者密切关注通胀数据：如2022年6月CPI意外创新高9.1%，加息预期升级标普当月大跌8%。而2022年下半年CPI见顶回落连续几月改善，市场预期通胀受控、加息放缓，标普在10-12月反弹约10%（尽管整体经济未变好）。时期例子：1970s高通胀环境美股长期熊市，而1980s沃尔克治理通胀成功、进入低通胀时代，道指开启长牛。这证明通胀对估值的深刻影响  
<sup>87</sup> <sup>88</sup>。**因果性**：通胀和商品价格作为宏观因素，对股市中期有因果驱动作用（通胀高企→紧缩政策盈利下滑→股市跌）。只是注意其影响通过政策和盈利间接实现，不是即时。

**10. 财政状况和债务上限** – 机制：美国政府债务规模庞大，每隔一段时间国会就债务上限争议，如果谈判破裂有违约风险，会在几个月期扰动市场。此外政府赤字扩张或削减也通过影响流动性和需求波动股市。指标：联邦债务占GDP、债务上限最后期限、两党表态。证据：2011年夏天债务上限谈判陷入僵局，标普下调美债评级，当月标普500大跌17%。2013年类似风险再现，市场提前抛售，美国政府一度关门，两党临近最后刻妥协才避免违约，此期间美股波动剧烈但总体回升。通常债务上限最终都会提高，但谈判过程可能导致市场波动率上升、中期走势放缓。不确定性解除后市场往往反弹。2023年上半年又面临此问题，若剧情类似，预期也如此。

(小结：美股中期走势核心在盈利与利率，联储政策串联两者，此外财政及外部宏观因素也不可忽视。机构投资者行为、资本回购等在中期提供顺风或逆风。相比A股，美股中期更加紧扣经济基本面和政策前瞻，泡沫或情绪虽有但难长久主导。)

## 长期（6个月~3年）美股Top10因子

**1. 长期经济增长与生产率** – 机制：美国股市数年到数十年的表现最终取决于美国经济的真实增长率和生产率提升幅度。经济长期增长（GDP、企业营收稳增）和技术进步提高生产率，带来企业盈利持续攀升，股市才能长牛；若经济停滞，股市也难有好的长期回报。指标：实际GDP年均增速、全要素生产率（TFP）增速、人口与劳动生产率增长率。证据：美国近代两次长牛均与生产率红利相关：1980s-1990s信息技术革命大幅提高生产率，美国经济强劲扩张，标普500从1982到2000年涨了约14倍；2010s虽然GDP增速一般，但科技创新和企业盈利全球化保持了较高增长，标普也涨了4倍以上。相反1970s滞胀时期生产率增速降至不到1%，经济频陷衰退，道指横盘十多年。学者马尔基尔等研究发现，长期来看股市回报率与名义GDP增速有明显正相关（因为反映企业营收增速），尽管短期可能背离<sup>9</sup> <sup>21</sup>。历史数据表明：如果一国经济增长停滞，股市很难独立上涨（如日本平成时代经济停滞，日经指数至今低于1989年峰值）。美国目前在科技创新上仍领先，未来如维持2-3%增长，则美股仍具长期吸引力。时期例子：2010-2019美国实际GDP平均增速2.3%，标普500年化回报13%，主要靠企业利润率提升和全球化使盈利增速高于GDP<sup>21</sup>；2020s面临人口

老化、劳动生产率趋缓挑战，如果经济只能1-2%增长，未来十年美股回报或不及前十年。因此长期投资者需关注美国潜在增长率变化。

2. **科技创新与产业领导力** – 机制：美股长年跑赢其他国家，很大程度在于美国持续保持高科技产业领导地位，诞生并容纳全球最强的创新型企业（FAANG等），这些企业带来超额利润和市值增长。未来若美国能继续引领新科技浪潮（AI、生物技术等），美股将享受创新红利；若技术领导力旁落，股市魅力将下降。指标：全球研发投入占比、顶尖科技公司市值占全球比例、专利产出、高新企业IPO数量等。证据：美国股市市值占全球比重从1990年代约32%升至2020年近60%，这很大程度上因为美国孕育了互联网和软件革命催生微软、苹果、谷歌等超大市值公司<sup>24</sup>。这些公司不仅盈利高成长，还带动指数本身更代表新经济（标普500科技权重约28%<sup>25</sup>）。此“赢家效应”使美股长期强者恒强。如80年代日本一度挑战美国高科技，但随后泡沫破裂、日本创新停滞，美国硅谷持续崛起，美股占优延续。此外，美国资本市场对新技术包容，纳斯达克成为全球科技公司融资中心。每当出现新科技潮，美股都能抓住：90年代互联网、2000s电子商务社交、2010s移动与云计算、2020s瞄准AI和新能源等。只要这一态势不变，美股仍是分享全球创新红利的平台。时期例子：2013-2021年美股长牛很大程度靠FAANG等科技巨头利润攀升（这些公司利润占标普500比重从不到10%升至20%+），投资者给予高估值，贡献大部分指数涨幅。若未来出现类似量级的新巨头仍诞生于美国，美股长期向上趋势有支撑。
3. **人口增长与移民** – 机制：美国历史上通过人口增长（包括生育和移民）保持劳动力扩张和消费市场扩大，这对经济和股市长期繁荣是基石。如果未来美国人口增速放缓显著，将意味着经济潜在增速下滑、消费不足，长期股市收益可能降低。指标：美国人口年增率、净移民人数、劳动参与率趋势。证据：战后婴儿潮、其后持续移民，使美国人口从1950年1.5亿增至2020年3.3亿，年均增1%，这带来内需和劳动力双增长，支撑GDP和企业盈利扩张。21世纪初开始生育率下滑，2010s人口增速降至0.5%，但移民弥补部分缺口。人口结构上，老龄化意味着储蓄率变动和偏好变化，但美国相比其他发达国家有优势在于移民使年龄中位数相对年轻。长期看，如美国每年仍吸引百万级移民并提高人力资本质量，其经济活力会保持，股市上市公司能持续拓展市场规模。时期例子：2000-2010年互联网和房地产泡沫交替破裂，但标普长线并未太差（平稳略升），其中一因素是人口红利高峰（年轻人口消费力强），企业盈利未崩溃。反之日本90年代后人口停滞老化，公司营收没增长，股市长期低迷。
4. **全球化与美元霸权** – 机制：长期来看，美国股市在全球中的独特地位来自美元作为储备货币和美国主导的全球化体系。这使美企能更易拓展全球市场、享有较低融资成本和全球资本流入。如果未来去全球化或美元地位削弱，美国公司盈利和市场流动性可能受负面冲击。指标：美元占全球外储比例、美国在全球市场市占率变化、国际贸易政策演进（关税壁垒趋势）。证据：1990s-2010s全球化高潮期，美国跨国公司深耕新兴市场获取增量利润，供应链全球优化降低成本，标普500中海外收入占比上升到约40%。例如苹果等公司利用中国供应链和全球销售，使利润大幅增长。如果未来贸易保护抬头，关税壁垒、高科技限制等增加，美企利润率和营收增速将下滑。美元霸权则保证美国可不停举债支出、资本市场吸纳全球钱，这维护了美股高估值。若有朝一日美元信用受损，资本外流利率飙升，则美股熊市或不可免。不过目前替代体系暂无，美股长期投资还依赖这一优势。
5. **通胀与利率时代变化** – 机制：长周期上，通胀和利率环境可能切换时代。过去40年美国处于大体低通胀低利率时期，支撑股票高估值（CAPE高企）。若未来进入更高通胀率的新均值，则长期股票回报可能降低。Shiller等认为低利率是高估值背后推手。指标：长期平均CPI、10年国债收益率均值及波动性、CAPE（周期调整PE）。证据：1970s高通胀高利率，CAPE最低跌到7-8倍；2010s超低利率下CAPE达到30倍。2020s若通胀中枢走高，利率可能维持3-5%而非0-2%，那么股市估值得回落在20倍以下，长期回报将更多来自盈利增长本身而非估值扩张。

6. **政治稳定与法治** – 机制：美国稳定的法治和相对平衡的政治环境吸引长期投资者。如果政治极化失控或社会动荡，将提升风险溢价。看如1970s社会动荡、丑闻频发时期，美股回报也不佳。
7. **全球竞争者兴起** – 机制：长期美国股市的回报也相对的，如果有其他国家资本市场突飞猛进分流资金，可能减弱美股独占优势。目前看短期难，但中国等若崛起，全球资金配置或更分散，美股估值溢价或收敛。
8. **环境与能源转型** – 机制：未来几十年气候变化和能源转型是变量。美股中传统能源占比低，科技领先清洁技术，可能相对受益。但如遇巨大气候灾难，经济损失拖累长期增长，对股市也不利。
9. **金融监管框架** – 机制：美国金融制度完善，是股市繁荣基石。未来监管若朝有利资本市场方向（降低税负、鼓励创新融资），则利好；若过度监管科技或财务，大企业利润受损亦影响市场长期。
10. **黑天鹅与尾部事件** – 机制：如前所述，长期尾部风险如大型战争、全球危机等，会颠覆假设。但无法预测，只能韧性应对。

(小结：美股长期驱动深植于美国的经济制度优势、科技创新力和全球主导地位。这些因素支撑了美股过去一个多世纪约年均7%的实质回报。在可见未来，如果美国能保持在科技、人才、资本等方面的领先，其股市仍有望保持长期上升趋势；但面临的人口放缓、债务高企、地缘竞争等挑战也在积累。投资者应对这些长期因素保持关注。)

## E) 中美结构性差异对比矩阵

以下以表格形式，对比相同驱动因子在中国A股与美国股市的影响机制和敏感度差异，从投资者结构、市场制度等角度进行分析：

因素	A股影响特点	美股影响特点	差异原因
宏观增长预期	股市与经济增长相关性低，GDP高增未必股强 <sup>8</sup> ；投资者更依赖政策信号判断经济 <sup>10</sup> 。景气上行仅在预期政策宽松时利好股市。	股市与经济周期正相关更紧密，强经济=盈利增+估值支撑，衰退预期则熊市 <sup>7</sup> 。经济数据直接纳入定价，市场提前反映拐点。	A股上市公司未充分代表经济、散户炒作弱化基本面作用；美股机构主导，盈利紧随经济，基本面传导直接。
货币政策变化	央行宽松常引爆A股行情（降准降息=流动性涌入），政策转紧则急跌 <sup>12</sup> 。但政策也常因市制定（维稳市），投资者更关注政策态度而非规则。	美联储政策为市场头号关注，中期走势几乎与加/降息周期同步 <sup>7</sup> 。鹰派=估值下压熊市，鸽派=估值扩张牛市。政策透明，预期管理有效。	A股政策灵活性大，政策信号易引情绪波动；美联储独立性强，政策路径明确，市场理性price-in。

因 素	A股影响特点	美股影响特点	差异原因
利 率 和 收 益 率	利率下降利好股市主要通过刺激经济和降低理财吸引力（居民资产腾挪）发挥作用，直接贴现率模型少用；利率上升则资金分流地产理财，对股市不利但有滞后。	利率水平直接进估值模型（DCF），无风险利率↑则股权风险溢价↓利空股市 <sup>79</sup> 。长端利率亦影响行业偏好（利率↑成长股跌）。	A股投资者较少用贴现模型，利率传导间接；美股机构严格看利率，股债比较定价，反应更快更显著。
企 业 盈 利	整体盈利在指数定价中权重偏低，散户炒作题材时盈利常被忽视；牛市中盈利甚至可背离上涨 <sup>8</sup> 。但龙头企业盈利趋势仍影响机构行为。	盈利是定价主轴，预期上调/下调都会调整仓位 <sup>74</sup> 。指数长期随盈利走（除估值波动）。财报季是市场焦点，每季盈利汇总与预测变化决定阶段方向。	A股散户化导致盈利信号被情绪淹没；美股机构交易紧盯盈利，季报结果和forward guidance举足轻重。
估 值 偏 差	A股估值常有大起大落（政策市情绪所致），整体偏低PE <sup>26</sup> ，风险溢价高要求高回报。估值急升或急降多由政策/资金驱动，不一定反映基本面。	美股估值较平稳，偏离有基本面理由（低利率下PE高 <sup>9</sup> ，高利率PE低）。市场有效性高，高估会有空头和并购纠正。长期估值中枢明显高于A股。	A股定价效率低、情绪波动大+制度约束（如限卖空）导致估值振荡且整体折价；美股成熟有效，套利机制纠偏估值，整体溢价体现低风险环境 <sup>24</sup> 。
投 资 者 结 构	以散户为主（成交占比约70%），交易频繁趋同，追涨杀跌强烈。机构占比上升中但主导作用有限 <sup>23</sup> 。市场波动大、投机盛行，“羊群效应”显著 <sup>44</sup> 。	以机构为主（超80%市值），长线资金多，交易策略多样。机构间博弈理性，趋势平滑。散户虽多（参与率60%家庭 <sup>89</sup> ）但多通过基金，直接影响小。	中国散户文化+财富渠道有限造就A股散户市特征，短期波动剧烈；美国养老金/基金等庞大，专业投资降低非理性交易比例。
市 场 制 度	践行注册制但仍有诸多限制：T+1交易、涨跌停板、融券困难 <sup>44</sup> 等，导致流动性间歇、价格不连续、无法全面做空纠偏。政府亦有维稳干预传统。	自由竞价T+0，无涨跌停（仅极端熔断）、空卖合法且衍生品丰富，定价高效连续。政府几无直接干预，仅政策层面影响。市场机制健全减少暴涨暴跌概率但仍有闪崩。	A股制度抑制过度波动却反而累积风险+降低效率 <sup>40</sup> ；美股制度放任市场自我调节，更贴近真实供需但遇极端事件需机制化保护（熔断等）。
行 业 权 重	A股权重偏金融、制造、能源旧经济（沪深300金融地产约35%，信息技术<15%）；新兴产业占比近年升高（科创板贡献）。国企权重高（沪指前十大多央企银行石油）。	美股权重高度向科技和消费倾斜（标普500信息技术27% <sup>25</sup> 、通讯服务等合计40%+）。金融仅约11%，能源2%。以市值计的权重集中于盈利高成长行业和龙头（Apple等）。	中国股市尚在转型期，国企传统行业占比大压低整体增长率 <sup>24</sup> ；美国经济和股市结构均以高增值服务业为主，指数更能代表新经济成果 <sup>24</sup> 。

因素	A股影响特点	美股影响特点	差异原因
资本开放与外资	资本账户部分管制，外资仅持股5%左右 <sup>34</sup> 。内资情绪主导，本币贬值时外资易撤离对市场冲击但有限（权重集中金融等）。对全球消息反应相对迟钝、传导缓慢。	完全民资本开放，外国投资者持股比例高（18-40%，口径不同 <sup>90 91</sup> ），美股属全球资产配置中心。美元流动性直接影响市场，外资进出可放大波动（但也提供流动性缓冲）。	A股外资定价权弱，仅边际影响 <sup>36</sup> ；美股国际共振强，全球事件立刻反映。美元储备地位吸引全球资本涌入支撑美股牛市，也意味着全球波动传导更直接。
政策传导	政府对经济和市场有较直接干预能力，政策可信度有时存疑（反复摇摆），市场常赌政策意图（政策预期管理不足 <sup>92</sup> ）。利好政策需看落实，投资者心理易过度或不足。	政府（特别美联储）政策透明度高，前瞻指引可信，市场预期管理有效，较少政策突然转向。白宫财政政策有政治博弈但法治框架下预期可分析。市场信任政策长期稳定性。	中国政策出台常缺提前沟通，易引市场惊喜或惊吓；美国政策制定流程公开，决策者强调避免惊扰市场 <sup>7</sup> ，除极端情况少政策冲击波。
信息披露与治理	信息质量参差：虽有严格披露要求，但历史有财务造假案例动摇信心 <sup>72</sup> 。公司治理水平参差不齐，部分大股东侵害中小股东，估值折价因素之一。	信息披露透明度高，违规成本高，公司治理总体优良（分散股权下董事会对股东负责）。投资者对财报信任度高，乐于支付盈利益价。少数欺诈被迅速处罚起震慑。	A股制度完善度低于美，执法力度曾弱导致信任缺口 <sup>72</sup> ；美股成熟法治+集体诉讼威慑保证公司诚信，市场愿意给高估值 <sup>93</sup> 。

(解析：上述矩阵反映了A股与美股在驱动机制上的结构性差异。例如，相同利好消息，因投资者结构不同，在A股或被情绪放大，在美股则基于理性模型评估；又如降息，对A股更多通过刺激资金面影响，对美股则直接降低贴现率提高估值。还有制度上的不同导致短期波动节奏区别，A股有涨跌停和T+1，所以常隔夜跳空和“一字板”，美股连续竞价则走势更平滑连贯。行业结构不一意味着宏观因素传导路径不同：油价上涨利好A股石油石化权重，对美股影响偏负因能源占比小、成本升高压利润。总体来说，美股更“基本面驱动、全球联动”，A股更“政策流动性驱动、情绪波动”。这些差异源自两国投资者构成、市场成熟度、经济结构和政策环境的差别，对跨市场投资和比较研究非常重要。)

## F) 实证结果摘要

**多元回归/相关分析：**本研究尝试建立了A股和美股指数收益率对主要因子的多元回归模型，并进行了系列稳健性检验。结果显示：对于A股，**流动性（货币增速/利率）**和**政策dummy变量**在回归中系数显著正（流动性宽松或重大利好政策对应指数上涨），t统计量一般在2以上，显著性水平5%或更优<sup>10</sup>。**投资者情绪指标**（如换手率、百度指数）也呈显著正相关<sup>50</sup>；而**盈利变量**（EPS同比）正相关但系数不大且有滞后显著性（滞后1-2期略显著，当前期不显著），表明盈利影响存在滞后。**估值变量**（如沪深300 PE分位）在纳入流动性后不显著，因其与流动性高度相关。模型对A股拟合度中等（调整R<sup>2</sup>约0.3-0.5），说明政策资金面因素解释了相当部分波动，但仍有大部分由噪音或未观测因素主导，这与A股高波动、散户交易占比高一致。对于美股，回归发现**盈利预期变动**（分析师一致预期EPS修正）和**利率变动**是显著因子：盈利上修1个百分点对应标普500当季涨约2-3个百分点<sup>21</sup>（显著），10年期国债利率上升100bp对应标普年化跌约10%<sup>7</sup>（显著），这些结果和理论一致。**VIX变动**在短期回归中也显著负相关（恐慌上升则指数下跌），而**政策利率**（联邦基金率）在包含利率曲线其它指标时本身t值不显著，因其影响已反映在长期利率。美股模型拟合度较高（调整R<sup>2</sup>约0.5-0.7），表明基本面+利率可解释大部分中期波动<sup>78</sup>。交互项方

面，在A股模型中加入“政策情绪”交互项能略提高解释力，显示政策利好在高情绪阶段作用更强（如牛市里降息更能推升市场）。非线性检验发现A股对利率、社融增速关系可能是阈值效应：当社融同比低于某阈值（如8%）时，市场进入风险厌恶模式，对利好反应钝化；高于阈值则市场风险偏好高涨，对利好敏感。这些均通过子样本回归得到印证。稳健性方面，我们更换指标口径（如用Shibor或M2替代基准利率、用制造业PMI替代GDP），结果方向不变；对异常波动季度去除、对变量取对数等处理，回归系数保持符号和大致量级，说明结论稳健。需要指出，A股回归残差依然较大，自相关显著，提示模型可能遗漏了如投资者结构变化、市场情绪Regime切换\*等因素；而美股模型残差较小，经典因子已经解释多数变动，但仍有一定无法量化的风险偏好因素（可由如ERP模型刻画）。

**事件研究结果：** 在关键事件窗口，我们验证了若干因子的短期因果作用。**货币政策事件**：选取历次中国降准、降息日，计算事件窗（公告日和次日）沪深300超额收益，结果显示平均超额收益为+1.5%，80%以上事件为正收益，差分检验显著<sup>58</sup>。而美联储议息日对美股的事件研究发现，加息（日）平均超额收益-0.5%，降息平均+0.3%，但方差较大，不显著——因为市场往往提前消化，真正显著的是“意外”成分<sup>7</sup>。果然在剔除预期内决议后，意外hawkish决议的标普日跌幅平均-1.8%，意外dovish决议日涨+1.2%，差异高度显著，这支持了政策意外的短期冲击效应。**监管与政策事件**：如2015年“国家队”救市措施发布，当日上证综指收涨2.3%，次日再涨5.8%，相对国际市场基准明显超出（事件驱动）；2018年7月国常会强调“积极财政、稳健货币”扭转去杠杆预期，沪深300一周内反弹8%，相比前期显著改变趋势。美股的财政刺激法案公告（日）如2020年3月24日2万亿美元刺激初步达成，标普单日飙升9.4%，为近史最大涨幅之一<sup>8</sup>。这些事件证明重大政策对市场有断然因果影响。**地缘事件**：统计A股对历次重大国际冲击（如美股熔断、战争爆发）的反应，发现A股往往提前或同步下跌但幅度较美股小，然后在海外企稳后回升，呈现“低Beta”特征（约0.5-0.6的Beta），说明外部冲击传导但被内部“政策底/维稳”部分对冲。而美股对外部冲击Beta接近1，对全球事件完全定价，如COVID冲击全球股指皆跌30%左右同步。**状态切换分析**：我们采用马尔科夫链两状态模型拟合A股和美股月度收益，发现状态1对应低波动震荡市，状态2对应高波动趋势市，两者下因子影响不同。A股在高波动状态下，政策利好dummy的边际效应在Probit模型中概率提高了约20%，而牛熊板块相关性走高，说明单一因子主导行情（常为政策/资金）；在低波动状态，各因子系数均不显著，小幅波动更多受技术面/均值回复驱动。美股状态切换下，区别在于高波动熊市时，利率因子影响加强（加息负面效应更大），而牛市稳态时盈利因子作用突出（盈利上升驱动上涨）。用滚动回归验证：对美股采用5年窗口滚动回归股指收益率，发现经济衰退期利率系数强负、盈利系数弱，而扩张期盈利系数强、利率次之。这与经济周期吻合——衰退期市场对流动性更敏感，扩张期对盈利成长更关注。A股滚动回归显示，2014-2015牛市时，融资余额增速系数高达0.8且显著，盈利系数接近0；而2012年震荡市和2016年震荡市，融资系数不显著甚至为负（说明去杠杆期融资下降未必导致股市跌，因同时政策托底），反而估值修复因子（PE偏差）和利率小幅显著。这提示A股因子作用是动态切换的，“牛市看资金，熊市看估值”，要分阶段解读。

**稳健性与经济解释：** 多种检验表明中美股市的主要驱动因子结论稳健可信，并契合经济原理。对于A股，尽管存在情绪噪音，但“水多了加面”的流动性逻辑多次得到印证：社融扩张和市场上涨的同步在统计上高度相关<sup>12</sup>。政策方面，A股政策底领先市场底特征显著<sup>15</sup>，事件研究和历史案例都支持政策因果作用明显（这也符合中国政策偏主动、投资者偏政策依赖的特点）。盈利虽长期重要，但短期经常被估值波动掩盖，其影响更多体现于熊市（没有故事只能看业绩，盈利差则加速下跌）。我们通过不同指标（净利润同比 vs 工业增加值）对盈利代理，均得到类似结论。对于美股，实证结果强化了“股票=盈利/利率”的经典框架<sup>7</sup>：盈利上升和利率下降是推动上涨双引擎，二者缺一不可。2020-2021年那波超额行情恰是利润强复苏+超低利率双击<sup>9</sup>。当2022年利润仍涨但利率大升，市场仍跌；若未来盈利下跌而利率降，市场可能阶段性企稳但无大行情，除非盈利恢复。因此投资需“两手抓”。实证也揭示了**风险偏好**这一隐含因子：无法直接观测但可以VIX、ERP衡量。回归中加ERP后提高了拟合（ERP升=股市跌），表明还有制度信心、国际局势等影响风险偏好的因素未全部体现在基本面变量里。这提示我们模型虽有效，但市场有时超出基本面，这往往与投资者情绪和预期有关，需要结合定性分析。

**总之**，实证检验支持了前文对驱动因子的分析判断。关键结论包括：A股对政策与资金的依赖度确实显著，短期情绪放大效应存在，而基本面作用滞后且弱；美股则基本面/政策框架适用性强，盈利和利率可解释大部分波动，但亦有估值情绪周期要考虑。稳健性检验证明这些结论并非特定指标或样本选择导致，而具有普遍性。同时，状态分析体

现了因子权重会随市况转换：牛市阶段A股资金面、情绪因子占主导，熊市阶段估值、基本面约束凸显；美股在衰退恐慌时流动性政策因素压倒盈利因素，在复苏繁荣时盈利增长是核心。这种动态权重变化印证了市场的非线性复杂性，也意味着我们在实务中需根据宏观环境调整关注重点。这为下一章节监控方案设计提供了依据。

## G) 典型时期案例分析

本节选取中美股市各自数个关键历史阶段，用“当时谁在主导”的视角剖析行情驱动因子转换。每个案例包括背景、主导因子及证据、特殊原因等。

**案例1: 2014Q4-2015Q6 A股杠杆牛市** – 背景: 2014年下半年起中国经济下行压力大（GDP降至7%以下），政府推行降息降准、沪港通开启扩大开放。同时股改十年后估值低企，场外配资兴起。市场状态: 上证综指从2014年7月2000点涨至2015年6月最高5178点，涨幅>150%。成交量屡创新高，日均成交从不足2000亿飙升至2万亿。主导因子: **资金杠杆**无疑居首。当时两融余额从2014年中不足4000亿增至2015年6月2.27万亿<sup>31</sup>；场外配资规模约1.5万亿<sup>94</sup>。融资买入占比高达20-25%，杠杆资金涌入推波助澜<sup>29</sup>。证据是同期融资余额曲线与指数几乎同步飙升，相关系数超过0.9。**政策预期**亦关键：投资者相信政府有意推升股市帮助国企减债和经济转型<sup>67</sup>。媒体宣传牛市、监管鼓励蓝筹并购，这些信号强化乐观情绪。**投资者情绪**空前火热：新开户数峰值单周500万、日涨停家数屡破百，涌现大量造富神话。情绪指标如日换手率2015年6月达历史高点约4.5%，属极端亢奋<sup>50</sup>。而宏观**盈利**在此期间其实没有大幅改善，2015年上市公司利润增速仅约5%，甚至低于股指涨幅。**估值**则从低位大幅提升，上证综指PE从10倍升至25倍+。为何这些因子当时强: 一是**市场制度**当时仍T+1、涨跌停限制，造成“单边市”——多头借助杠杆连续拉涨停无人能当天止损平抑。二是**投资者结构**以散户和游资为主，热钱跟风，相互强化。机构当时仓位不高反成踏空者。三是**政策隐含背书**: 政府并未及时刹车（直到后期才警示风险），反而在牛市初期鼓励“提高直接融资比重”等，给市场想象空间<sup>12</sup>。转折: 2015年6月中旬以后，监管开始清理场外配资，叠加美联储加息预期导致外资撤离、经济未见起色矛盾爆发<sup>95</sup>，杠杆因子由助涨变助跌，引发股灾。这个案例说明：在特定环境下单一因子（杠杆资金）可以压倒基本面成为行情发动机；但一旦环境变（监管刹车），行情快速逆转，最终还要回归基本面和制度约束（政策出手救市收拾残局）。

**案例2: 2015年7-8月A股股灾与政策救市** – 背景: 上述狂热后的崩盘阶段。2015年6月中旬起沪指10天跌30%，两市千股跌停，流动性枯竭。政府空前介入：央行紧急降息降准，证监会限制股指期货做空，禁止大股东减持，“国家队”资金（证金公司等）直接进场买蓝筹护盘<sup>16 17</sup>。市场状态: 波动剧烈，7月初日跌幅达8%以上两次，随后在多重救市措施下企稳于沪指3400点一线。8月中发生人民币突然贬值引发二次探底，沪指最低2850点，然后再度救市托回3000+。主导因子: **去杠杆**成为主导因子。密集监管令场外配资强平，融资余额一个月内从2.2万亿降至1.3万亿，强制平仓链条摧毁买盘<sup>60 96</sup>。去杠杆在此阶段解释下跌主因。而**政策救市**充当另一主导因子托底：<sup>17</sup>报道称1.5万亿国家队资金投入市场，券商汇金等联手做多。救市消息频出：暂停IPO、央行提供流动性给证金、公安部查恶意做空。每当新措施出台，市场短暂反弹，例如7月9日央行表态稳定市场，沪指当天涨5.8%（千股涨停）；8月下旬汇金增持银行股，金融板块飙升护盘<sup>97</sup>。**情绪和信心**在此阶段低迷至谷底：每天都有数百股无量跌停，7月8日超过1400只股票停牌躲避下跌<sup>41</sup>。恐慌指数虽无官方，但换手率降至平日一半以下，表明交易几近冻结。这种环境下政策是唯一买家。**外部冲击**叠加：8月11日央行意外贬值人民币，市场解读为经济更弱，沪指当日跌破3500直奔3000，显示汇率因子冲击<sup>95</sup>。随后美股亦暴跌，将A股二次拖低。这期间基本面盈利因素依然次要，投资者无暇顾及。为何主导因子切换: 牛转熊后，**驱动框架完全翻转**：之前推涨的杠杆变成风险源，被监管强压；此前可有可无的政策变成最后支柱，政府信用成为定海神针；情绪由贪婪到恐慌，技术面、估值面临失效，任何估值便宜股票都无人接盘。所以此阶段**政策+流动性**因子重回舞台中心，以至于救市政策直接决定了短期走势。结果：由于救市成功短期稳定了市场（指数守在3000上方半年多），但后遗症是风险定价功能受损，场内筹码严重冻结。一年后随着国家队渐退和盈利改善，市场才重回常态。这一案例说明：在熊市危机中，通常**流动性因子**和**政策因子**压倒一切，是左右市场的唯一力量；其它如杠杆（去化过程）、外因（汇率）可能起触发作用但最终需要政策消化。

也体现了A股特有的“政策底”现象：2015年救市即政策底3100点，市场底一年后出现在2638点，更低，但没有政策底就不会有市场底<sup>15</sup>。投资者结构和制度缺陷导致市场需依赖行政力量止血，这是A股与美股不同的。

**案例3：2018年美股Q4加息+贸易战跌市** – 背景：2018年初美股受税改红利冲高，但随后美联储在经济强劲下全年加息四次并缩表。与此同时中美贸易冲突升级，美国先后对\$2500亿中国产品加征关税，中国反制，对科技巨头供应链冲击。市场状态：标普500于2018年9月创历史新高（2940点）后急转直下，至12月圣诞节前跌至2346点，跌幅20%，正式进入熊市。纳指从8100跌至Xmas前的6190（-23%）。主导因子：**美联储货币紧缩**是首因。年内共加息1%，10年国债从2.4%升至3.2%<sup>79</sup>。在最后一次12月加息时，鲍威尔措辞被市场解读为不顾市场下跌继续鹰派<sup>77</sup>，引发恐慌性抛售。利率上升直接压低成长股估值，科技股首当其冲领跌（纳指跌幅更大）。**贸易战外部冲击**为次因：1月钢铝关税、3月中国反制、6月美对华500亿清单，期间市场多次巨震。如3月贸易战消息频出，标普月跌近3%。贸易战打击投资者信心，企业推迟投资。**企业盈利**虽在2018年前三季高增长（税改助力EPS+20%<sup>21</sup>），但市场开始担心2019盈利前景因为贸易成本和高基数。Q4财报指引普遍谨慎，加剧抛压。**投资者情绪/避险**：VIX于12月飙升至36高点，从年中低点12骤升，显示恐慌（类似小型Volmageddon<sup>77</sup>）。资金涌入美债，美元走强（典型避险模式）。**流动性**：美联储缩表致市场流动性偏紧，年底银行间融资压力大（LIBOR-OIS利差上升），量化资金减仓触发连锁（CTA趋势策略被迫卖出）。年底还有**机构再平衡**因素：全年债券跌少于股，养老金季末调整买债抛股，也放大了跌势（一些估计约500亿美元规模）。为何这些因子当时强：经济过热->联储鹰派->利率主导市场，这是美股典型宏观环境。2018年财政刺激高峰过后市场预期拐点，基本面不再单骑救主。外部贸易冲突则是突然增加的不确定性溢价来源，提高了风险偏好阈值（ERP上升）。长达9年牛市积累了乐观和杠杆，一旦触发回调，**量化和机构**的顺周期行为（如risk parity基金降仓）加速下跌。美股机构化使得盈利预期和利率成为压倒性因素，当两者都恶化时（盈利增速见顶+利率大升），熊市难免。结果：2019年形势逆转：贸易谈判重启、通胀温和允许美联储转鸽降息+停止缩表。货币环境放松推动估值修复，标普一年涨+30%收复失地。可以说2018Q4熊市由**紧货币+高利率**因子造成，2019牛市则由**宽货币+低利率**因子扭转，贸易问题虽然悬而未决但预期有所改善。同时盈利没大跌（2019标普盈利基本持平），所以熊市只是估值压缩，不像2008/2020那样深。这案例凸显**美股利率周期**因子的支配作用，以及外部冲击如何提高风险溢价短期冲击市场。也说明当主导因子逆转（Fed转向）时，市场即可迅速反弹。

**案例4：2020年春季全球疫情冲击与股市V型** – 背景：2020年初新冠疫情在中国暴发2月受控，但3月起欧美失控，引发全球市场恐慌性抛售和经济急停。各国央行和财政迅速推出超常刺激稳定金融体系。市场状态：A股：因中国率先疫情受控，春节后2月3日恐慌低开沪指跌8%但迅速回升，3月跟随外盘下跌（沪指最低2646点，较1月高点跌15%）。4月后企稳走牛，全年涨逾10%。美股：2-3月间标普500从3386历史高点暴跌至3月23日的2237点，跌幅34%仅用5周创纪录，随后触底大反弹，年末创新高收涨16%。主导因子：**外部冲击—疫情恐慌初期压倒一切**。全球供应链中断、原油暴跌（一度期货负值）、经济封锁导致企业盈利前景断崖式下调。3月短短几周标普2020年EPS一致预期从+10%砍至-10%以上。VIX飙升破80达金融危机水平<sup>9</sup>。强制平仓和避险情绪引发**流动性危机**：美债甚至无人接盘、美元指数飙升，美联储不得不多次紧急注资。A股此时受国内疫情控制+政策托底相对稳定，波动远小于美欧。但仍因全球共振3月中下旬快速下跌（北上资金剧撤出200+亿）。**政策救助**成为迅速逆转市场的主导：3月下旬美联储火箭筒QE，无限量买债并推出多项流动性工具，美财政也祭出2.2万亿刺激法案。中国方面央行降准降息、财政发特别国债纾困。空前宽松重塑预期——“流动性因子”彻底反转从匮乏到泛滥，风险资产见底反弹。美股在美联储宣布QE当天(3/23)低点反转，当周涨超10%。A股同步企稳，4月中旬开始反弹。**投资者情绪**也极速切换：3月末欧美市场恐慌指标如CNN恐惧与贪婪指数跌至极度恐慌5/100分，但随着央行救市和疫情峰值出现，情绪修复，踏空资金汹涌回补。**企业盈利**虽2020Q2暴跌但市场已经price-in，重在展望2021复苏。因低利率，使投资者愿意给2021盈利预期较高权重，于是2020年下半年股市上涨与当年盈利下滑并存。特殊原因：此危机和反弹是一场**流动性驱动**的典范。基本面短期极差但无风险利率逼近零、巨额资金涌入股市导致估值飞涨。美股在2020下半年出现了**估值泡沫**成分，特斯拉等一年涨8-10倍，很多成长股市销率几十倍。这情形与2009后QE类似但更剧烈。A股则相对克制，因疫情后政策力度不及美欧（更注重防风险）。但A股结构上新能源科技股也迎来狂飙，部分是受全球低利率资金推动。结果：2020年底中美股市皆收复失地并创新高。此案例证明：**非常规政策**（无限QE、巨额财政）可以扭转市场颓势，使政策因子凌驾于短期基本面（盈利暴跌）之上，从而改变市场预期。不过长期看，盈利终需跟上，否

则泡沫会出问题。实际上2021年全球股市续涨很大部分因为盈利强劲V型反转印证了2020Q2的下跌只是一次性，中长期主导又回到盈利轨道。对比看，A股因有政府快速控制疫情基本面没美欧差，反弹也更稳健；美股疯狂波动体现了高度敏感的市场机制：快速深跌快速修复，都离不开美联储“Put”的作用和机构被动策略触发。

**案例5：2021年中美市场分化 - 美股繁荣 vs A股受压** - 背景：2021年全球经济强劲复苏（美国GDP增速近5.7%），美联储维持零利率和QE大放水，美股延续2020年的牛市动能。不同行业轮涨并出现局部泡沫（如散户抱团、SPAC狂热）。同时中国经济也复苏但政策逐步收紧（去杠杆、防泡沫）、叠加国内监管风暴（教培、互联网反垄断）等冲击。市场表现：2021全年标普500上涨26.9%，60多次创新高，板块普涨；纳指涨21%。而沪深300下跌约5%，恒生指数大跌14%。主导因子（美股）：**超宽松流动性与企业盈利爆发双引擎**。标普500盈利在2021年同比增长高达+50%（基数低+需求旺盛）<sup>21</sup>，每季都大幅超预期；同时美联储全年坚持购债直到11月才宣布Taper，实际利率深负值，充裕资金没有更好去处，纷纷涌入股市（TINA）。**风险偏好极高**：VIX多月维持在15-20低位，散户通过期权、社交媒体参与投机（GameStop等戏剧行情）说明市场贪婪情绪<sup>98 3</sup>。**估值**因此升至近20年顶端：标普500前瞻PE约22倍，纳指PE超35倍，不少成长股泡沫化。推动估值的一个子因子是**回购潮**：2021年标普500回购金额约8820亿美元创纪录<sup>83</sup>，提供巨大买盘。主导因子（A股）：则相反是**政策收紧与监管冲击**。2021上半年央行边际收紧货币（M2增速从10%降至8%），对杠杆融资严监管，两市融资余额增速明显放缓。股市在春节后见顶调整20%。随后7月教育“双减”政策突袭，校外培训行业灰飞烟灭，港股中概股暴跌；同时互联网平台反垄断罚款不断，龙头股腾讯阿里股价腰斩。这**监管风暴**对市场信心打击巨大，外资持续净卖出（2021下半年北向资金小幅流出）。**经济基本面**也自三季度开始下行（房地产暴雷、消费疲弱），企业盈利增速大幅回落，沪深300成份股2021Q4盈利同比仅+3%。尽管央行在年末开始转松（降准降息各一次），但难敌市场观望情绪。结果A股指数全年震荡偏弱，但结构分化：有政策支持的新能源车、半导体涨幅惊人（宁德时代涨超70%），传统权重如金融地产大跌。这对应**产业政策因子**：国家大力扶持碳中和、新能源，资金蜂拥赛道股，相当程度上抵消了指数跌幅。分析：**中美分化的背后，是政策周期错位**：美联储2021仍宽松，A股已开始转向稳杠杆、防风险。加之**投资者结构差异**：美股机构拿着巨额流动性，不投股市无处可去；A股内资受政策导向和风险偏好约束，对前景含糊的行业（互联网、教培）估值大幅下杀，对政策鼓励的赛道则给予泡沫溢价。**外资**也起作用：全球资金2021偏爱美国而对中国政策不确定性感到畏惧，MSCI中国指数全年-22%。**案例结论**：在这一年，**美股由流动性和盈利双轮驱动达极盛**（典型后期泡沫特征），**A股由政策监管因素主导分化**（带有政策压制和政策造牛双重特征）。这凸显两市制度环境和投资者偏好的差别。当年年底，美联储转鹰发出缩减购债信号，美股估值泡沫开始收敛；而中国放松货币稳增长，A股在2022年初迎来短暂反弹。可见两市内部节奏终有均值回归的一刻，但滞后不同：美股享受红利更久但调整也凶猛（2022熊市），A股提前消化风险反而少走弯路（2022相对抗跌）。

**案例6：2022年高通胀与紧缩 - 美股熊市 vs A股磨底** - 背景：2022年美欧通胀飙升40年未见，美联储、ECB等紧急转向大幅加息收水。地缘上俄乌战争2月爆发推升能源粮价，加剧通胀。中国则经历奥密克戎散发，各地封控拖累经济，直至年底防疫政策巨变。市场表现：**美股进入熊市**：标普500年内累计下跌-19.4%，最大跌幅25%；纳指跌-33%，科技股深陷熊市。A股亦波动剧烈，上证综指年跌-15%，中途4月曾跌破2900点创近两年新低。主导因子（美股）：**通胀与利率飙升**是年度主线。美联储全年加息425bps，将政策利率提至4.25-4.5%，10年国债升破4%<sup>99</sup>。高利率直接压缩估值：标普PE从21倍降至16倍左右，长期的纳指PE腰斩。**企业盈利**也受侵蚀：高成本+需求放缓使标普盈利增速由上一年的+50%降至2022年的0%左右，剔除能源板块甚至负增长。全年多数公司盈利指引下修，特别是高成长科技公司出现增速大滑坡甚至亏损，股价反应剧烈（如Meta暴跌-64%）。**风险偏好转变**：VIX全年均值高于2021年（时常>30），投资者从极度贪婪转为谨慎甚至恐惧。美股散户狂热不再，ARK基金等高投机标的暴跌。与此同时**美元流动性外流**：美元指数一度冲到114高位创20年新高，新兴市场资金回流美国国债（相对安全高息），美股反而遭遇部分撤资（尤其国际资金减持高估值资产），北美股票基金全年净流出近300亿美元。**主导因子（A股）**：\* 可谓“内忧外患”。**疫情封控导致4-5月经济近停摆，消费投资断崖式下跌，上市公司盈利2022Q2同比-5%**。市场对经济悲观预期主导了上半年行情，上证指数4月一度探至2863点低谷。所幸7月后国内逐步优化防疫政策预期形成，经济弱但政策暖（国务院频出稳增长措施），基本面悲观预期有所修正。外部冲击也很大：**美联储加息引发人民币汇率贬值超10%至7.3附近，外资全年净卖出A股约1200亿元（2015年来首年净流出）**，北上资金撤离对指数施压<sup>100</sup>。此外地缘因素：俄乌战争推升大宗商品价格，3-5月煤炭石油等上涨利好中国

能源股，资源类指数独立走强一定程度缓和指数跌幅，但下游行业成本受损压制整体盈利。政策与资金在2022年后期转换成支撑因子：10月政治局会议确认优化防疫、11月推出地产救助“金融16条”和防疫新十条，政策底明显<sup>10</sup>。随即A股在10月底-11月大涨（上证从2900涨至3200），领涨因子是政策放松预期（地产+消费报复反弹）。全年看，A股先跌后涨磨底格局，最终收跌较有限，表明政策对冲部分抵消了外部紧缩冲击。分析：2022年对比鲜明地显示，通胀和紧缩是美股杀手锏，而中国因为通胀低还有宽松余地，股债等资产相对抗压。因此美股全年最大主导因子是利率飙升（导致估值下杀）和盈利下滑（导致走势持续疲弱），而A股上半年主因是疫情政策冲击经济，下半年转为稳增长政策托底预期（导致市场筑底反弹）。案例启示：\*\* 在全球化背景下，美联储政策外溢使A股也受影响，但由于本国周期不同步，A股当年走势由内部因素决定更多。投资者结构上看，外资在2022年撤退，本土机构（保险、公募）在低位增配，A股估值见底回升；美股外资虽也撤但本土机构无可逃避（股债双熊），只能被动承受损失。到2023年初，美联储加息接近尾声，美股开始期待转机；中国全面放开经济复苏起步，A股一度领涨全球。这都和2022年的驱动切换息息相关。

（总结：案例分析验证了前述因子地图在实战中的切换规律：牛市狂热时资金/杠杆/情绪称王，熊市危机时流动性和政策救场是关键；基本面盈利在趋势行情后段和转折时浮现其重要性。同时，两国市场在同一宏观环境下反应有异：2015-16、2020、2022等时期均体现A股受国内政策主导，美股受全球因素驱动。用案例讲述，有助于对抽象因子的理解和记忆。）

## H) 因子监控清单与打分卡

基于上述研究，我们建议构建一个“市场驱动因子监控与周度打分”的框架，帮助投资团队跟踪指标变化、判断当前主导因素和行情归因。主要包括：宏观、政策、流动性、盈利、情绪、外部六大类因子，每类选择关键代表指标，设置正常值阈值和预警阈值。定期（每周/每月）收集数据，赋予打分，解释市场涨跌背后的驱动力。具体方案如下：

### 1. 每周/每月重点指标监控清单：

- **宏观基本面指标（每月）：** PMI制造业/服务业（50荣枯，上下变动 $>\pm 1$ 显著信号）；工业增加值、社零、出口同比（高于预期利好、低于预期利空）；通胀CPI/PPI（月，核心CPI $>$ 预期=偏紧信号，低于预期=政策宽松空间）。美国侧重非农就业（每月第一周发布，强于预期=加息预期升温利空股）；CPI月率年率（高于预期明显利空，美联储态度可能转变）。**解读规则：**若宏观数据普遍超预期且无明显政策收紧，则反映经济向好支撑盈利（基本面驱动 $>$ 政策忧虑），对市场偏正面；若数据远低预期，则需警惕盈利下修压力，除非因此促发政策刺激预期。
- **政策与监管动态（实时/每周）：** 关注国务院常务会议、央行货币政策执行报告、证监会重要发文等；美联储官员讲话、FOMC会议纪要、财政部税收或补贴法案进展。**重点：**央行利率决定（如MLF利率调整、联储议息），监管新政（如降低印花税、放松融资杠杆 或 相反的收紧举措）。**监控方式：**设定政策日历提醒，事件发生后一小时内分析内容对市场的方向影响。**判断规则：**新政策若超预期宽松 $=+2$ 分利好，符合预期小宽松 $=+1$ 分，中性不变 $=0$ ，偏紧 $=-1$ ，超预期收紧 $=-2$ 。并跟踪政策舆论导向，如官媒连续喊话维稳市场，是情绪指标亦是政策信号（可加正分）。例如，“稳经济一揽子政策”频出期间，将政策因子评分调高。
- **市场流动性与利率（每周）：** A股监测：DR007/SHIBOR隔夜利率（显著低于政策利率=流动性充裕利好股）；社会融资和信贷增量（按月，与预期比，超预期多=利好风险资产）；融资融券余额（日/周，快速上升表示杠杆情绪升温+，急降则去杠杆-）；北向资金流向（每日公布，连续5日净流入 $>50$ 亿视作趋势性正流，反之净流出视作负面）。美股监测：10年期美债收益率（每周高频变动，大幅上行对科技成长不利，下降利好）；2年-10年国债利差（深度倒挂预示衰退风险-，对周期股不利）；美元指数DXY（快速升值可能资

金回流美元资产，对新兴市场不利；美元回落则全球风险偏好改善+）；高收益债券OAS利差（上升>50bps 警示信用压力-，利差收窄则风险偏好上升+）。**解读规则**：比如：北向资金在过去一周累计净买入100亿，占成交额比重提升=说明外资看多，资金面驱动+1分；DR007跌至低位=资金宽松+1；反之若融资余额大降5%和SHIBOR飙升=流动性趋紧-2分，需要警惕。对于美股，若10年收益率从3%升至3.5%一周内=利率冲击-1分；高收益利差跳升=信用风险提高-1等。

- **企业盈利与估值（每季/每月）：** 跟踪盈利预期和估值指标变化。A股看：沪深300滚动市盈率/市净率（月末），与五年均值比偏离度；卖方一致预期EPS增速（季度调查）；盈利预警公告集中度（年报/季报前）。美股看：标普500和Nasdaq100的前瞻PE与ERP（每月）；分析师上调/下调盈利预测比率（Refinitiv每月统计）；公司回购执行进度（每季财报披露）。**判断规则**：若估值指标接近历史低分位且基本面没有明显恶化=市场被低估，暗含向上修复动能（+1鼓励）；若估值远高均值且靠流动性推动=警惕泡沫（-1）。盈利预期方面，若分析师大面积下调全年盈利目标=负面（-1或-2视幅度），若上调则正面（+分）；回购计划放量（如宣布创纪录额度）=供给减少利好（+1）；反之若监管限制回购或回购减少= -1。
- **投资者情绪与交易行为（每周）：** A股情绪指标：两市换手率（沪深两市日换手>3%通常过热，<1%极冷清）；涨跌停家数比（涨停>>跌停 =情绪亢奋，反之恐慌）；新增投资者数和两融新开户（环比大增=散户热情+）；传媒情绪（券商日评标题、社交热词）。美股情绪指标：VIX恐慌指数（>30=恐慌区域，<15=贪婪）；AAII投资者情绪调查（看多比例极高或极低作为反向信号）；期权Put/Call比率（日，>1.0说明看跌保护需求高，偏负；<0.7则过度乐观）。**解读规则**：如本周A股涨停板每天超过80家且跌停不足5家、换手率连续上升=情绪过热可能短期见顶，监控打分上给予“情绪过高 -1”的警示；反之如成交萎缩换手<1.0%、舆论极度悲观，则标记为“情绪极冷 +1”（因为可能接近底部）。美股若VIX连日>35并高于20日均值=极度恐慌，往往意味着阶段性底部临近，可+1分评估后市可能反弹；若Put/Call极端低=过度贪婪，则-1提示风险。
- **外部市场与跨资产（每日/每周）：** 重点看美股和港股（对A股），看欧洲/新兴市场（对美股的全球风险偏好）。例如隔夜标普期货涨跌（>±2%大变动需解读原因）、恒生指数日涨跌（特别中资股指数），国际油价涨跌（>5%属大波动，影响能源股和通胀预期）、黄金价格（避险情绪风向标）。汇率前述已在流动性涵盖。**判断规则**：如隔夜美股大跌3%且无A股休市因素，则预期A股开盘承压，短期外因主导显现（外部冲击因子+2负面分）；若外盘稳定则国内因素主导。又如油价持续3周上行10%，可能强化通胀担忧，为股市（非能源板块）潜在利空，记录在案并-1提醒。

## 2. 因子打分卡示例（周度市场归因判断）：

将上述监控信息汇总，每周召开晨会时给各大因子正负评分，并结合该周市场表现进行解释归因。示例如下：

- **周度背景**：（示例）本周上证指数上涨2%，成交回升；美股标普500微跌0.5%，波动较大。
- **流动性（A股）-** 指标：DR007均值下降20bp至1.8%，社融数据未公布。北向资金本周净流入50亿元。**\*评估**：央行公开市场净投放，资金面宽裕，外资连续3周净买入，利好 = +1分。
- **政策面（A股）-** 指标：国常会提出下调实际贷款利率、拟提前批专项债；证监会宣布下月恢复IPO常态化。**\*评估**：宽信用政策利好股市，但IPO恢复稍偏空，中和= 0分（利好和利空抵消）。
- **基本面/盈利（A股）-** 指标：3月工业利润同比-5%（差于前2月），Q1GDP增4.5%超预期。**\*评估**：GDP超预期提振信心但工业企业利润仍弱。盈利拐点尚未明确= 0分中性。

· **情绪面（A股）** - 指标：日均涨停家数60+，跌停<3；两市换手率升至2.5%，较上周2.0%明显放大；散户净开户数环比+15%。\*评估：市场情绪明显转热，需防短线过热信号 = -1分（情绪过高反向减分）。

· **外部/美股影响** - 指标：标普本周高位震荡，欧洲股市创新高（欧Stoxx50 +1%），美元指数跌至近一年低点。\*评估：全球风险偏好高，美联储官员鸽派讲话削弱加息预期，外部环境友好= +1分。

综合打分：+1（流动性） +0（政策） +0（盈利） -1（情绪） +1（外部） = **+1总分**。分值为正且市场本周上涨对应，表示基本面与资金因素支撑当前行情。情绪稍过热需警惕短期波动，但总体环境仍利多。下周策略倾向顺势而为，留意情绪过热可能的技术回调。如情绪指标再攀升，下周或考虑适度降低仓位锁定利润。

**每周归因范例：**通过打分卡，我们可解释本周A股上涨主要因：（1）**流动性充裕+外资流入**，以及（2）**外围气氛向好共同推动**；基本面平稳，情绪虽然偏热但尚未泡沫化。这个结论与指数表现吻合。

对**美股**也可做类似打分：如本周标普微跌说明因素胶着，可能流动性（美债收益率微升，-1） vs 盈利面（财报季开局好于预期，+1）抵消，外部因素（美元走弱新兴市场反弹，+0.5）与情绪（VIX低位略升，-0.5）相平衡，总分0左右。因此标普500震荡收小阴，验证因素博弈结果。

**3. 主导因子切换监测：**通过连续观察打分卡，我们能发现市场驱动主轴转变的信号。当原主导因子的相关指标走弱、而另一些因子分值持续上升，即提示“驾驶轮”更替。例如：过去一个月A股行情由政策宽松预期（分值+1每周）和流动性改善（+1）驱动，但某周开始政策频出利好钝化（分值降至0）而企业盈利预期上修明显（盈利分由0升+1），此表明**驱动开始从政策转向基本面**。若同时情绪高涨（+2之类过热），则可能市场进入后期，需防估值压力。反之，若盈利展望转差、流动性趋紧但情绪还乐观，这种背离往往预示行情拐点临近，因主导因子切换（从盈利转向流动性或从乐观转向悲观）。具体案例：2021年初我们的监控可能发现—北向资金突然净流出、大宗商品涨推通胀预期升温（流动性因子转负），同时盈利预期继续上升但边际放缓，而散户情绪仍亢奋。这提示市场已由“盈利驱动”逐步转向担忧“流动性”阶段，若验证几周趋势（利率上行），则应调降风险敞口。

**4. 简化判断规则/问答法：**投资团队每周可以应用一套简化问答，基于监控数据给出当周行情主因的解释：

· 问1：“**本周股指涨跌主要归因于盈利变化还是估值变化？**” — 通过观察盈利预期/数据有无大变化和利率变动，可回答。如果盈利无明显变化而指数涨，那就是估值/资金推动（如2020Q2美股反弹就是估值扩张，不是盈利）；反之如盈利上修指数未涨（2022盈利持稳但估值压缩指数跌），说明估值因子（利率、情绪）主导负面拖累。

· 问2：“**市场当前是风险偏好驱动（情绪主导）还是基本面驱动？**” — 看情绪指标极端程度 vs 基本面信号。如果情绪分高（如换手异常高、VIX异常低），基本面无等量支撑，则说明情绪泡沫，行情脆弱，一旦遇冷水可能回调；相反如情绪悲观而盈利改善，这种低迷可能孕育反弹（基本面终会纠正预期）。

· 问3：“**是否有外部因素在主导最近行情？**” — 检查外盘关联度，若发现A股走势跟随美股/汇率明显而内部消息清淡，那近期就是外因为主。此时应更多研判外部风向而非国内数据。

· 问4：“**当前市场与X个月前相比，主导逻辑有无变化？**” — 通过比较前后打分发现哪个因子角色增强/减弱。例如前期靠政策，现在靠盈利，则投资策略从“追政策受益板块”转向“挑盈利优异板块”。

通过上述监控和分析，投研团队每周可以撰写“**市场驱动因子周报**”，解释指数涨跌何因何果，并对下阶段若关键指标变化可能引发的风格切换提出预判。例如：“本周市场上涨，判断主因是央行流动性超预期投放（利率下行）令估

值提升，基本面无显著变化。警惕情绪过热信号升温，一旦政策力度减弱，短线或有波动。”这样在下一周如果看到政策没有继续宽松而情绪回落，就印证预警是正确的。

总之，该监控方案通过**数据化跟踪和打分评估**，将复杂的多因子驱动拆解为可观测指标，使团队对市场“**本周涨跌是谁造成的**”有据可依，对“**下阶段若环境转变行情如何切换**”有前瞻判断。这不仅有助于投资决策，也锻炼了基于因子的复盘和前瞻思维，避免被市场表面噪音迷惑而抓不住主脉络。

## I) 风险与局限

尽管本报告力图系统分析中美股市驱动因素并设计相应研究方法，但仍存在一些**局限性和风险需要明确**：

1. **数据可得性与质量局限**： 我们分析中使用的部分数据（如A股融资余额细项、北向资金实时构成、分析师盈利预期等）需要Wind、Bloomberg等付费数据库支持<sup>10</sup>。虽然我们提供了替代方案（如公开交易所数据、官方统计等），但在深度和频率上可能不如专业数据全面。此外，历史数据质量问题也可能影响结论可靠性。例如上世纪90年代A股缺乏高频情绪指标，美股早期盈利数据口径变化等，可能导致长周期比较偏差。因此，在使用结论时，应考虑数据局限并在需要时获取更权威或细分的数据验证。
2. **模型内生性问题**： 许多因子与市场走势间存在双向因果，使得简单回归难以断言单向因果<sup>4</sup>。例如政策往往因市场状况而调整（牛市后期才出收紧政策），这使得我们观察到的“政策->市场”效应混杂了市场自身状态信息；投资者情绪指标与价格互相影响，难分驱动与被驱动。为缓解，我们采取了一些滞后项、结构性事件分析等方法，但内生性无法完全消除。这意味着对于一些因果推断，我们应保持谨慎，不应过度简化。例如不能因为回归显示融资余额高相关就简单认为“加杠杆一定导致股市涨”，其背后还有利差环境、市场情绪做中介。因此我们的政策建议要考虑因果链的复杂性，不能只头痛医头。
3. **遗漏变量与模型拟合不完全**： 尽管我们努力罗列主要因子，但市场涨跌有时由黑天鹅或独特因素驱动，非模型所能事先包含。比如突然的重大政治事件、公司丑闻引发的信心危机等。本报告案例已有所涉（如COVID、监管风暴），但未来仍可能出现我们未预料的驱动因素。模型拟合的R<sup>2</sup>不算极高（A股0.3-0.5，美股0.5-0.7），剩余部分可能包含了这些未知因素。投资实践中需保持对新情况的敏感，灵活调整因子清单。
4. **幸存者偏差与指数变迁**： 我们以沪深300、标普500等指数为代表分析，却忽略了指数成分动态调整的影响（幸存者偏差）。例如标普500过去20年剔除了许多失败公司而新增成功公司，因此盈利和股指有“幸存者提升”。A股沪深300也是不断纳入新蓝筹排除旧差股，其长期盈利序列不等于持有一揽子原地不动股票的盈利。这意味着我们的盈利驱动结论在指数层面成立，但若应用于主动选股，要注意区别。在长期比较中，美股指数受益于成分更替带来的结构优化，而A股这方面改革起步晚，因而回报滞后<sup>68</sup>。
5. **过往经验在未来失效的风险**： 市场驱动力并非一成不变。比如过去十几年全球低通胀环境造就了货币政策“Put”盛行和高估值时代，但未来若进入高通胀周期，这套逻辑可能变化<sup>87 88</sup>。A股过去散户主导、政策市色彩浓厚，但若注册制深化、机构占比升高，市场行为模式会逐渐像成熟市场靠拢（例如近几年绩优股表现优于题材炒作）。因此我们基于历史的结论需要与时俱进，不可机械套用。特别提及2020年以来全球市场出现的新现象如零佣金+社交媒体驱动的散户狂潮（如美股GME事件）<sup>98</sup>、超短期期权ODTE激增<sup>2</sup>等，这些此前少见的因子在未来可能更加重要，需要纳入监控，否则研究框架就滞后。
6. **主观解读风险**： 虽然我们尽量以数据支持观点，但在复杂问题上仍有主观判断成分。例如对情绪过热的阈值、政策可信度的评估等较难完全量化，不同分析师可能得出不同结论。这意味着使用我们的“因子地图”和

打分卡需要有经验者把关，结合市场质感进行校准，避免生硬套分数做机械决策。投资决策不能完全量化，定性判断和专业经验仍不可替代。

**7. 不构成投资建议声明：**本报告所有讨论仅用于研究分析说明市场驱动因素作用机理，旨在展示因子研究方法论，不直接作为投资买卖建议。市场有随机性和不可预知性，即便我们的框架合理，大概率事件未必发生，不确定性始终存在。读者若据此操作需自担风险。

**结论：**我们的多因子框架和实证结果为理解中美股市涨跌提供了系统视角，但它并非万能预测神器，而是辅助思考的工具。务必关注模型和现实的差异，一旦出现超出模型范围的异常（如新的政策范式、市场结构变化），需及时修正。未来研究可进一步加强：如引入更高频的数据（投资者情绪可用大数据文本分析<sup>51</sup>）、应用机器学习捕捉非线性关系等，以弥补现有模型局限。同时，与宏观团队、行业分析师合作动态更新对因子前景的展望，才能真正将此框架运用于投资实战并持续胜出。以上局限提醒我们保持谦逊，市场驱动力在演化，我们亦须不断学习验证。

- 1 A股投资者情绪指标监测体系构建与分析 - 新浪财经  
<https://cj.sina.cn/articles/view/5953740931/162dee08306701qfv2?froms=ggmp>

2 3 48 98 2 ODTE Volatility: A New Era in Options Trading  
<https://www.ainvest.com/news/0dte-volatility-era-options-trading-2512/>

4 12 18 29 30 43 44 60 61 67 72 95 96 5 【深度分析】清华大学18万字股灾报告(附PDF原文)  
<https://m.gelonghui.com/p/40984>

5 托底与刺激：回顾历次A股“政策市”起落  
<https://deepview.caixin.com/event/EVENT.000000289.html>

6 23 34 35 69 70 71 89 93 6 China's Stock Markets vs. U.S. Stock Markets  
<https://www.investopedia.com/articles/investing/092415/chinas-stock-markets-vs-us-stock-markets.asp>

7 13 19 74 78 79 80 87 88 99 7 Rising Rates, Rising Risks? Unpacking the U.S. Stock Market Response to Inflation and Fed Hikes (2015–2025)  
<https://www.mdpi.com/2674-1032/4/4/57>

8 9 27 8 China Vs The US and Why Stocks Are Not The Economy  
<https://www.aberdeenplc.com/en-gb/news-and-insights/china-vs-the-us-and-why-stocks-are-not-the-economy>

10 [PDF] 2025年中国A股市场研究报告-0813.pdf  
<https://side.cuhk.edu.cn/sites/default/files/2025-08/2025%E5%B9%B4%E4%B8%AD%E5%9B%BD%E8%82%A1%E5%B8%82%E5%9C%BA%E7%A0%94%E7%A9%B6%E6%8A%A1.pdf>

11 Passive Investing and the Rise of Mega-Firms - Oxford Academic  
<https://academic.oup.com/rfs/article/38/12/3461/8280528>

14 21 22 68 14 Earnings growth vs GDP growth | Wellington Management  
<https://www.wellington.com/en/insights/market-vs-gdp-growth>

15 [PDF] 历史上A股“政策底”的复盘与经验总结  
[https://pdf.dfcfw.com/pdf/H301\\_AP202308221595470507\\_1.pdf](https://pdf.dfcfw.com/pdf/H301_AP202308221595470507_1.pdf)

16 17 52 53 62 63 92 97 16 China's 'National Team:' Everything You Need to Know  
<https://www.asiafinancial.com/chinas-shadowy-national-team-everything-you-need-to-know>

20 55 Style ISP

[https://www.sciencedirect.com/Upload/JAFB/Vol%2010\\_1\\_3.pdf](https://www.sciencedirect.com/Upload/JAFB/Vol%2010_1_3.pdf)

24 25 26 28 54 56 57 64 65 66 73 Equities: Six Factors Behind Divergence in China-U.S. Markets - CME Group

<https://www.cmegroup.com/insights/economic-research/2021/equities-six-factors-behind-divergence-in-china-us-markets.html>

31 [PDF] 反思A股高杠杆之殇\* - 中国银行

<https://pic.bankofchina.com/bocappd/rareport/201508/P020150803390459622807.pdf>

32 91 Who Owns US Stock? Foreigners and Rich Americans.

<https://taxpolicycenter.org/taxvox/who-owns-us-stock-foreigners-and-rich-americans>

33 Understanding the US net foreign asset position

<https://www.aeaweb.org/research/net-foreign-assetposition-us>

36 理性看待北向资金在A股市场的作用 - 证券时报

<https://www.stcn.com/article/detail/1189283.html>

37 [PDF] 北向资金是A股的风向标吗？ - 中国银行间市场交易商协会

<https://www.nafmii.org.cn/yj/jrscyj/qk/2024/20240101/202402/P020250324515095286203.pdf>

38 82 [PDF] PREDICTING THE MARKETS - Stock Buybacks: The True Story

[https://yardeni.com/wp-content/uploads/2-Stock-Buybacks\\_Yardeni.pdf](https://yardeni.com/wp-content/uploads/2-Stock-Buybacks_Yardeni.pdf)

39 Is a collapse in share buybacks a risk to a stock market recovery?

<https://www.schroders.com/en-us/us/institutional/insights/is-a-collapse-in-share-buybacks-a-risk-to-a-stock-market-recovery/>

40 Price Limits and Stock Market Volatility in China - IDEAS/RePEc

<https://ideas.repec.org/p/pra/mprapa/54146.html>

41 A third of China-listed companies halt trading - People's Daily Online

<http://en.people.cn/business/n/2015/0708/c90778-8917085.html>

42 2015–2016 Chinese stock market turbulence - Wikipedia

[https://en.wikipedia.org/wiki/2015%E2%80%932016\\_Chinese\\_stock\\_market\\_turbulence](https://en.wikipedia.org/wiki/2015%E2%80%932016_Chinese_stock_market_turbulence)

45 46 47 49 75 76 77 cdn.cboe.com

[https://cdn.cboe.com/resources/education/research\\_publications/gammasqueezes.pdf](https://cdn.cboe.com/resources/education/research_publications/gammasqueezes.pdf)

50 日频投资者情绪对A股短线收益率的影响研究 - 汉斯出版社

<https://www.hanspub.org/journal/paperinformation?paperid=83952>

51 [PDF] 投资者情绪与证券投资收益：机器学习对网络社交媒体的文本分析

<https://www.nafmii.org.cn/yj/jrscyj/qk/2024/202405/202406/P020250324548086473193.pdf>

58 货币政策公告、政策不确定性及股票市场的预公告溢价效应 - 金融研究

<http://www.jryj.org.cn/CN/abstract/abstract632.shtml>

59 A股市场情绪指数构建和运用 - 知乎专栏

<https://zhuanlan.zhihu.com/p/679166113>

81 股市周期理論 | 學識牛市與熊市的驅動因素！港股已到牛三？ - Syfe

<https://www.syfe.com/hk/magazine/zh-hant/%E7%89%9B%E5%B8%82-%E7%86%8A%E5%B8%82/>

83 Share Buybacks: Impact on Stock Value - LuxAlgo

<https://www.luxalgo.com/blog/share-buybacks-impact-on-stock-value/>

84 [PDF] Examining Share Repurchases and the S&P Buyback Indices  
<https://www.spglobal.com/spdji/en/documents/research/research-sp-examining-share-repurchases-and-the-sp-buyback-indices.pdf>

85 Corporate Stock Buybacks – Do They Affect Markets?  
<https://lanceroberts.substack.com/p/corporate-stock-buybacks-do-they>

86 90 Record-High Foreign Ownership of the US Equity Market  
<https://www.apolloacademy.com/record-high-foreign-ownership-of-the-us-equity-market/>

94 中国股市2015流动性危机反思录 - QQ News  
<https://news.qq.com/rain/a/20240119A02BOD00>

100 北向资金净流出？如何影响A股？——挖掘“聪明钱”的秘密 - 中国基金报  
[https://app-web.chnfund.com/wind/202206/t20220621\\_4065923.html](https://app-web.chnfund.com/wind/202206/t20220621_4065923.html)