

跨市场阿尔法动力学：中美股市涨跌驱动因子的结构性差异与切换机制研究（2010–2025）

摘要

本报告由宏观策略、量化研究、市场微观结构、行业分析及行为金融专家团队共同撰写，旨在系统性解构 2010 年至 2025 年间中国 A 股市场与美国股市（以 S&P 500 和 Nasdaq 100 为代表）在价格形成机制、波动驱动因素及主导因子切换逻辑上的深层异同。

研究发现，中美股市虽然同为全球资产配置的核心标的，但其运作如同两个平行宇宙，遵循截然不同的物理定律。美国股市已演化为一个高度机构化、以“久期+盈利”为核心的折现机器，其价格波动主要由无风险利率（分母端）和科技巨头盈利复利（分子端）驱动，并在微观上受到期权 Gamma 对冲的深刻影响。相比之下，中国 A 股市场呈现出鲜明的“政策+流动性”**双轮驱动特征，其回报来源更多依赖于信用扩张周期、监管政策的脉冲式指引以及散户资金的高频情绪波动，具有显著的均值回归特性和政策贝塔（Policy Beta）。

本报告通过构建“驱动因子地图”与“分期限因子清单”，详细阐述了在不同宏观象限下，两大市场如何从基本面驱动向流动性驱动或情绪驱动切换，并结合 2015 年杠杆牛市、2018 年贸易摩擦及 2020 年疫情冲击等典型案例，提供了实证检验与可执行的监控方案。

1. 市场生态的结构性分野：定价权的底色

要理解价格的波动，首先必须理解价格生成的土壤。中美股市的差异并非仅仅体现在市盈率或指数编制上，而是根植于投资者结构、监管哲学与市场微观制度的底层基因之中。

1.1 投资者结构：巨头博弈与散户洪流

市场的边际定价者决定了因子的有效性。美国市场是“巨头的战场”，而 A 股市场在很大程度上仍保留着“散户的江湖”特征，尽管机构化进程正在加速。

美国模式：被动化与机构主导的“长期期”

美国股市的投资者结构在过去十五年中经历了深刻的被动化变革。截至 2025 年，被动投资工具（ETF 和指数基金）持有的美股资产比例已超过 50%¹。这种结构性的转变对定价机制产生了深远影响：资金不再单纯依据个股的内在价值进行配置，而是更多依据其在指数中的权重。这种“自动驾驶”式的资金流向极大地增强了动量效应（Momentum）——大市值的赢家自动获得更多资金配置，导致市场集中度空前提高，“七巨头”（Magnificent Seven）对指数的贡献度一度超过

100%²。此外，养老金（401k）和保险资金的长期属性赋予了美股极强的韧性，这些资金对短期波动的容忍度较高，使得美股在非系统性风险时期表现出低波动上涨的特征。机构投资者对资本成本的高度敏感，也使得美股对美联储利率政策的反应呈现出精确的数学相关性——利率即引力³。

中国A股模式：高换手与散户主导的“短久期”

尽管公募基金、保险资金以及通过陆股通（Stock Connect）进入的外资（北向资金）占比逐年提升，但A股市场的交易行为仍深受个人投资者影响。据统计，个人投资者虽然持股市值占比约为30%左右，但贡献了全市场约60%-70%的交易量⁴。这种“持股少、交易多”的特征导致A股具有极高的换手率和显著的短期博弈色彩。散户投资者普遍存在过度自信、羊群效应和处置效应（过早止盈、死扛亏损），这为反转因子（Reversal）和情绪因子提供了丰厚的阿尔法土壤⁵。同时，中国市场存在一类特殊的“超级机构”——国家队（如中央汇金、证金公司）。其入市目标并非单纯的利润最大化，而是维护市场流动性与稳定。这种“政策看跌期权”（Policy Put）的存在，使得A股在极端下跌时往往会出现脱离基本面的V型反转，形成了独特的“政策底”预期⁶。

1.2 监管哲学：披露主义与父爱主义

美国：披露为本与做空机制的“免疫系统”

美国证券交易委员会（SEC）的核心监管逻辑是“基于披露”（Disclosure-based）。只要信息披露充分，市场可以对即便是亏损的企业（如早期的Tesla或SaaS公司）给出高估值。这种机制下，价格对财报信息的反应极其迅速且剧烈，Earnings Call是个股波动的主要来源⁸。同时，完善的做空机制（Short Selling）允许做空机构（如Hindenburg, Muddy Waters）通过发布做空报告来通过市场力量出清泡沫。虽然做空限制在极端时刻（如2008年或2021年GME事件）会被临时讨论，但总体上做空力量被视为市场的“免疫系统”，有助于价格发现⁹。

中国：行政指导与窗口指导的“看得见的手”

A股市场虽然正在向全面注册制转型，但仍保留了浓厚的行政指导色彩。IPO节奏、再融资规模甚至特定时期的减持行为，都可能受到监管层的逆周期调节。这种“父爱主义”监管在防范系统性风险的同时，也扭曲了部分价格信号。例如，对借壳上市的管制或放松会直接导致“壳资源”价值的暴涨暴跌¹¹。更重要的是，做空机制在A股受到严格限制（融券券源稀缺、成本高昂），这导致负面信息往往无法通过交易迅速反映在价格中，股价容易在利好预期下长期高估，直到泡沫因流动性耗尽而崩塌。这种非对称的交易机制是A股“牛短熊长”或“急涨急跌”的重要微观成因¹²。

2. 市场微观结构：流动性的物理传输机制

作为市场微观结构专家，我们必须深入交易制度的毛细血管，因为正是这些看似枯燥的规则决定了资金流动的物理形态。

2.1 交易制度的摩擦力：T+1 vs T+0

中国A股的T+1与涨跌停板

A股实行T+1交易制度（当日买入次日才能卖出）和严格的涨跌停板制度（主板±10%，科创/创

业板±20%）。

- **日内流动性阻断：** T+1 制度切断了日内的回转交易，这意味着日内的错误定价无法被高频交易者迅速纠正，导致日内价格趋势往往具有惯性，或者在收盘前出现抢筹/砸盘的极端行为。这也解释了为何 A 股的“隔夜跳空”现象显著多于美股，因为信息无法在日内完全消化¹⁴。
- **磁吸效应（Magnet Effect）：** 涨跌停板制度在接近触发阈值时会产生“磁吸效应”。当股价上涨至+8%时，买盘会加速涌入以博取次日的溢价（打板策略），反而加速了涨停的到来；反之亦然。这种机制使得波动率在尾部被截断，但也导致流动性在极端位置瞬间枯竭¹⁶。

美国股市的 T+0 与熔断机制

美股实行 T+0 回转交易（对日内交易者有账户余额限制）且无个股涨跌幅限制（仅有市场熔断和个股 LULD 暂停机制）。

- **连续流动性：** 只要有对手盘，价格可以无限波动。这允许做市商和高频交易商（HFT）在毫秒级别提供流动性，使得美股的买卖价差（Spread）极窄。
- **期权 Gamma 的引力：** 随着 ODTE（末日及当日到期期权）交易量的爆发（占 SPX 期权量 40%以上），期权做市商的对冲行为成为了市场的“隐形指挥棒”。当市场处于正 Gamma 状态（波动率低）时，做市商“高抛低吸”对冲，抑制了波动；当市场跌破关键点位进入负 Gamma 区域时，做市商被迫“追涨杀跌”，不仅放大了波动，还可能引发闪崩。这是 A 股市场目前所不具备的微观特征¹⁸。

2.2 杠杆工具的非对称性

中国的融资融券（Two-融）

A 股的杠杆主要是场内的融资业务（Margin Trading）。“融资余额”是观测 A 股散户情绪的最直接指标。2015 年的股灾本质上是一场“去杠杆”危机，场外配资和场内融资的连锁爆仓导致了螺旋式下跌。A 股的波动率与融资买入额呈现极强的正相关性²¹。

美国的衍生品杠杆

美股的杠杆更多隐藏在衍生品市场（期权、期货、互换）。机构投资者通过 Total Return Swaps (TRS) 或期权组合加杠杆。这种杠杆更加隐蔽，且往往与波动率指数（VIX）挂钩。当 VIX 飙升时，风险平价（Risk Parity）基金和波动率控制策略基金会自动降低仓位，引发机械式的抛售²³。

3. 宏观策略驱动：顶层设计的传导路径

宏观策略首席指出，中美两国经济周期的错位以及央行反应函数的差异，是导致两国股市在 2010-2025 年间多次出现走势背离（Decoupling）的根本原因。

3.1 货货币政策传导：美联储的“水”与人民银行的“渠”

美国：利率敏感型定价

美联储对美股的影响是直接且粗暴的。基于股利折现模型（DDM），美股定价高度依赖分母端的

无风险利率（10 年期美债收益率）。

- **机制：** $P = E / (r + ERP - g)$ 。在 2010-2021 年的低利率时代，极低的 r 迫使资金涌入股市寻求收益，压低了股权风险溢价（ERP），推高了估值。2022 年的暴跌则是由于 r 急剧上升导致的估值杀跌（Valuation Compression）。
- **资产负债表效应：** 美联储扩表（QE）直接向一级交易商注入流动性，通过资产组合再平衡效应推高风险资产价格。美联储资产负债表规模与 S&P 500 走势的相关性在 2020 年后达到了历史峰值²⁴。

中国：信用脉冲型定价

中国央行（PBOC）的政策传导更侧重于量的管控。利率（如 MLF、LPR）的调整对股市的直接影响往往弱于“社融增速”（M2 与社会融资规模）。

- **机制：** A 股对“剩余流动性”（M2 增速 - 名义 GDP 增速）最为敏感。当信用扩张加速，资金无法完全进入实体经济时，会溢出至资产市场，形成“水牛”。2014-2015 年和 2020 年初的行情均伴随着信用脉冲的显著上行²⁶。
- **传导时滞：** 中国的货币宽松通常首先作用于债券市场，随后传导至房地产（如果未被限制），最后才流向股市。因此，A 股往往滞后于信贷周期 3-6 个月。

3.2 经济增长与盈利周期：错位的引擎

美国：消费与全球化科技

美国经济 70% 由消费驱动，因此非农就业数据（NFP）和消费者信心指数是美股的核心宏观变量。然而，S&P 500 的盈利结构已全球化，特别是科技巨头（Tech Giants）的盈利更多源于全球企业的数字化资本开支（Capex），这使得美股盈利周期有时会脱离美国本土 GDP 周期。例如，AI 浪潮下的算力需求可以独立于美国宏观经济疲软而爆发²⁷。

中国：投资与出口的双轨制

中国 A 股的盈利周期历史上与 PPI（工业生产者出厂价格指数）高度相关，因为指数中包含了大量的工业、原材料和能源企业。房地产投资和基建投资曾是驱动 A 股盈利波动的核心引擎。

- **新旧动能转换：** 2021 年以来，随着“房住不炒”和“双碳”政策的实施，旧经济板块（地产、银行）对指数的拖累日益明显，而新经济板块（新能源、半导体）虽然增速快，但权重尚不足以完全对冲。这导致 A 股在经济转型期出现了“盈利底”难以确认的现象²⁹。

3.3 汇率与资本流动：北向资金的锚

自 2014 年互联互通机制建立以来，北向资金（Northbound Capital）已成为 A 股短期定价的重要力量。

- **汇率联动：** 人民币汇率与 A 股呈现显著正相关。人民币升值吸引外资流入，推升核心资产（如“茅指数”）估值；贬值则引发流出。北向资金对美债收益率和美元指数高度敏感，实质上将美联储的紧缩压力传导到了 A 股市场³¹。

4. 量化因子分析：阿尔法的基因图谱

量化研究主管对 2010 年至今的数据进行了因子归因分析，揭示了中美市场在 Smart Beta 层面的显著差异。

4.1 驱动因子地图 (Factor Map)

下表展示了在中美市场中长期有效的因子及其表现逻辑：

因子类型	美国市场 (S&P 500)	中国 A 股市场 (CSI 300 / 中证 500)	差异化逻辑解析
动量 (Momentum)	强效且持久 赢家通吃，被动资金持续买入大市值龙头，趋势延续性极强（12-1M Momentum）。 ²	脆弱，易反转 长期动量往往意味着拥挤。A 股最强的因子是短期反转 (Short-term Reversal)，利用散户追高后的回撤获利。 ⁵	机构追逐趋势（美） vs 散户追逐热点后快速离场（中）。
市值 (Size)	失效 / 负向 大市值 (Mega Cap) 长期跑赢小市值，因其具有垄断溢价和抗风险能力。	显著正向 (历史) 小市值因子 (SMB) 曾是 A 股最强 Alpha (2010-2016)，源于“壳价值”和并购重组预期。2017 年后虽减弱但仍存。 ¹¹	美国大企业强者恒强；中国小企业曾有“乌鸡变凤凰”的制度红利。
价值 (Value)	周期性 仅在通胀高企或衰退初期有效。长期被成长因子压制。 ³³	政策依赖型 价值因子的表现往往与“中特估”（中国特色估值体系）等政策叙事绑定。高股息策	美国价值股多为夕阳产业；中国价值股多为具有政策护城河的央国企。

		略在防御期表现优异。 ³⁴	
波动率 (Volatility)	低波异象 (Low Vol) 低波动股票长期跑赢高波动股票。	高波偏好 散户偏好高波动股票（博彩心理），导致高波股票往往被高估，做空高波股票（若融券允许）是极佳策略。 ³⁵	风险厌恶（美机构） vs 风险偏好（中散户）。
流动性 (Liquidity)	非核心因子 流动性普遍充裕。	核心因子 流动性差的股票往往有折价（Liquidity Premium）。A 股市场对换手率因子极其敏感。	市场深度不同导致流动性溢价差异。

4.2 结构性对比矩阵：阿尔法来源

- 美国阿尔法来源：极度稀缺。主要来自**另类数据**（信用卡数据、卫星图像）对基本面的超前预测，以及**微观结构套利**（HFT 抢单）。绝大多数主动管理基金跑不赢指数。
- 中国阿尔法来源：相对丰富。主要来自**行为金融偏差**。由于散户的非理性交易提供了大量的错误定价（Mispricing），量化基金可以通过简单的多因子模型（如量价因子、基本面因子结合）持续跑赢指数。北向资金的流入流出信号也是一个显著的阿尔法源³⁶。

5. 分期限因子清单：时间维度的解构

为了满足实战监控需求，我们将驱动因子按时间窗口进行拆解。

5.1 短期驱动（1 天 - 1 个月）

- 美国：
 - **ODTE 期权 Gamma 敞口**：决定日内支撑与阻力位。
 - **CTA 资金流**：趋势跟踪策略的机械式加减仓。
 - **VIX 期限结构**：恐慌情绪的即时度量。
- 中国：
 - **北向资金净买入**：盘中情绪的风向标（尽管日度数据披露已调整，但高频估算仍有效）

³⁸。

- 融资买入占比：散户杠杆情绪的温度计。
- 微博/股吧舆情热度：散户注意力的聚集点，驱动题材股爆发。

5.2 中期驱动（1个月 - 1年）

- 美国：
 - 盈利修正（Earnings Revision）：分析师上调/下调 EPS 预期的广度。
 - 股票回购（Buybacks）：企业回购窗口期的开启与关闭（通常在财报季前静默）。回购是美股最大的单一买家³⁹。
 - 实际利率（TIPS Yield）：决定估值中枢的扩张或收缩。
- 中国：
 - 信用脉冲（Credit Impulse）：社融增速与 M1-M2 剪刀差。
 - 公募基金发行量：增量资金的直接来源。
 - 重要会议定调：政治局会议、中央经济工作会议对产业政策的表述（如“新质生产力”）。

5.3 长期驱动（1年 - 5年+）

- 美国：
 - 技术创新周期：移动互联网（2010s）->人工智能（2023+）。
 - 人口结构：千禧一代进入投资高峰期 vs 婴儿潮一代退休提款⁴¹。
- 中国：
 - 经济转型战略：从地产基建驱动向高质量发展（科技、制造、消费）转型。
 - 居民资产配置转移：房地产作为储蓄工具的信仰破灭，资金长周期向权益市场搬家（虽然过程曲折）。

6. 典型案例研究：历史的镜像

通过复盘过去十五年的关键节点，我们可以清晰地看到上述机制是如何运作的。

6.1 2015 年中国股灾：杠杆的毁灭

- 背景：2014年下半年开始，在“改革牛”的官方叙事和宽松货币政策下，A股启动暴涨。
- 驱动因子切换：市场主导因子从**“基本面”迅速切换为“杠杆资金”**。场外配资（伞形信托）和场内融资使得杠杆率飙升。
- 触发机制：监管层清查场外配资是第一块多米诺骨牌。随后的下跌触发了融资盘的强平线，导致抛压涌出；而 T+1 和跌停板制度使得流动性瞬间丧失，千股跌停，买盘消失。
- 启示：A股的系统性风险往往源于流动性分层的崩塌，而非单纯的基本面恶化⁶。

6.2 2018 年中美贸易摩擦：贝塔的共振与分化

- **共振下跌：**2018 年全年，上证综指下跌 25%，S&P 500 下跌 6%。
- **驱动差异：**A 股的下跌是对“供应链脱钩”和“去杠杆政策”的双重定价；美股的下跌主要集中在四季度，是对美联储加息过快（缩表）的恐慌。
- **因子表现：**A 股中，外资偏好的大盘蓝筹（上证 50）相对抗跌，开启了随后的“核心资产”牛市；美股中，防御性板块跑赢，直到鲍威尔在 2019 年初转向（Pivot）⁴⁴。

6.3 2020 年疫情熔断与复苏：流动性的胜利

- **美股：**3 月因流动性危机（美元荒）暴跌，但在美联储无限量 QE 和财政部“直升机撒钱”后，迅速 V 型反转。驱动因子完全由“流动性”主导，随后切换为受益于居家办公的“科技成长”⁴⁷。
- **A 股：**表现出惊人的韧性，甚至先于美股见底。原因在于中国供应链的率先恢复和出口的爆发。此时的主导因子是“供应链优势”（出口链条股票大涨）。

7. 实证检验方法

为了验证上述结论的科学性，我们建议采用以下计量经济学方法进行实证检验：

1. **格兰杰因果检验 (Granger Causality Test):**
 - 检验 EPU（经济政策不确定性指数）与股市波动的关系。文献表明，美国的 EPU 变化往往领先于中美两国的股市波动，具有溢出效应⁴⁹。
2. **多因子回归模型 (Multivariate Regression):**
 - 构建方程： $R_{i,t} = \alpha + \beta_{MKT}R_{MKT} + \beta_{SMB}R_{SMB} + \beta_{HML}R_{HML} + \beta_{LIQ}R_{LIQ} + \epsilon$ 。
 - 预期结果：在中国市场， β_{LIQ} （流动性因子）和 β_{SMB} （市值因子）的显著性应高于美国市场；而在美国市场， β_{MKT} 解释度极高 ($R-squared > 0.9$)，表明个股更随大流。
3. **事件研究法 (Event Study):**
 - 选取“五年规划发布日”和“FOMC 会议日”作为事件窗口，计算累积超额收益 (CAR)。这将量化“政策指引”与“货币政策”对两国市场的不同冲击力度²⁹。

8. 可执行的监控方案：仪表盘 (The Watchtower)

基于上述研究，我们为机构投资者设计了以下实时监控仪表盘，用于捕捉市场状态切换的信号：

8.1 核心监控指标体系

维度	美国市场监控指标 (代码/来源)	中国 A 股监控指标 (代码/来源)	警戒阈值与操作建议
流动性	<p>美联储隔夜逆回购规模 (ON RRP)</p> <p>10 年期美债实际收益率 (US10Y TIPS) 25</p>	<p>DR007 / Shibor 3M</p> <p>央行公开市场操作净投放</p>	<p>美： 实际利率突破 2.5% → 减持科技成长股。</p> <p>中： DR007 显著高于回购利率 → 资金面收紧，减仓。</p>
情绪	<p>ODTE 期权交易量占比</p> <p>CBOE VIX 指数¹⁸</p>	<p>北向资金日净流向</p> <p>融资买入额占成交额比重³⁸</p>	<p>美： ODTE 占比过高提示波动率可能被压制，需防范 Gamma Squeeze。</p> <p>中： 北向连续 3 日净流出 > 100 亿 → 预警信号。</p>
估值锚	S&P 500 股权风险溢价 (ERP) ⁵³	股债收益差 (CSI 300 股息率 - 10 年国债收益率)	<p>中： 股债收益差接近历史-2SD → 极具性价比，战略做多。</p>
政策	美联储点阵图 (Dot Plot)	<p>《新闻联播》关键词频</p> <p>行业监管文件 (求是 / 人民日报)</p>	<p>中： 出现“整顿”、“防止资本无序扩张” → 规避相关行业；出现“新质生产力” → 布局相关 ETF。</p>

8.2 策略执行逻辑

- 当相关性 > 0.8 时（通常为全球危机模式）： 忽略阿尔法，降低总仓位，持有美元现金或黄

金。

- **当相关性 < 0.2 时（政策分化期）：**采用**“中美对冲策略”**。例如，做多中国的高股息/红利板块（受益于降息预期）同时做多美国的 AI 科技板块（受益于长期增长），利用两者的低相关性优化组合夏普比率。

结语

中美股市的涨跌逻辑差异，本质上是**“美元本位下的资本效率模型”与“人民币本位下的政策动员模型”**的差异。美国的驱动力在于企业如何高效地利用资本创造现金流并回馈股东，而中国的驱动力在于资本如何响应国家战略进行配置并获取政策红利。对于投资者而言，理解这种差异不再是选修课，而是从单纯的“择时”进化到“择市”与“择机制”的必修课。未来的超额收益，将属于那些能够在中美周期的错位中，精准捕捉主导因子切换的宏观对冲者。

引用的著作

1. Assessing the Impact of Passive Investing over Time: Higher Volatility, Reduced Liquidity, and Increased Concentration - Apollo Academy, 访问时间为一月 3, 2026, https://www.apolloacademy.com/wp-content/uploads/2024/11/Passive-Investing-Paper-vF-112224_STAMPED.pdf
2. Index Dashboard: S&P 500® Factor Indices, 访问时间为一月 3, 2026, <https://www.spglobal.com/spdji/en/documents/performance-reports/dashboard-sp-500-factor.pdf>
3. Drivers of short- versus long-term global returns - Vanguard for Advisors, 访问时间为一月 3, 2026, <https://advisors.vanguard.com/insights/article/drivers-of-short-versus-long-term-global-returns>
4. China's capital market calls for long-term investors - Shanghai Advanced Institute of Finance (SAIF), 访问时间为一月 3, 2026, <https://en.saif.sjtu.edu.cn/faculty-perspectives/details/26.html>
5. Daily Momentum and New Investors in Emerging Stock Markets* Zhenyu Gao, Wenxi Jiang, Wei A. Xiong, Wei Xiong December 20, 2024, 访问时间为一月 3, 2026, <https://www.aeaweb.org/conference/2025/program/paper/dDyQH6K4>
6. China's Intervention During the 2015 Stock Market Crash - Investopedia, 访问时间为一月 3, 2026, <https://www.investopedia.com/articles/investing/022716/4-consequences-government-intervention-chinas-markets.asp>
7. interim report - 2025 - CICC, 访问时间为一月 3, 2026, <https://en.cicc.com/upload/file/2025/09/11/e2e3ffc5-c0a1-417f-9c9ef4b22e85377f.pdf>
8. Compare the Disclosures of U.S.-listed Chinese Companies with U.S.-based Companies - Semantic Scholar, 访问时间为一月 3, 2026, <https://pdfs.semanticscholar.org/1d2f/741e5976ee010db1ccd9ec1b0e449568f7f7.pdf>
9. Are Short-selling Restrictions Effective? - Office of Financial Research (OFR), 访

问时间为一月 3, 2026, <https://www.financialresearch.gov/working-papers/files/OFRwp-23-08-are-short-selling-restrictions-effective.pdf>

10. Short Selling's Positive Impact on Markets and the Consequences of Short-Sale Restrictions - Committee on Capital Markets Regulation, 访问时间为一月 3, 2026, <https://capmktsreg.org/wp-content/uploads/2022/11/CCMR-Statement-on-Short-Selling-1.pdf>
11. The Development of China's Stock Market and Stakes for the Global Economy - NYU Stern, 访问时间为一月 3, 2026, <https://people.stern.nyu.edu/jcarpen0/pdfs/Carpenter%20Whitelaw%20-%20The%20Development%20of%20China%27s%20Stock%20Market%20and%20Stakes%20for%20the%20Global%20Economy.pdf>
12. How margin trading and short selling work in China - Invesco, 访问时间为一月 3, 2026, <https://www.invesco.com/apac/en/institutional/insights/china/how-margin-trading-and-short-selling-work-in-china.html>
13. Are Short-Selling Restrictions Effective? | Management Science - PubsOnLine, 访问时间为一月 3, 2026, <https://pubsonline.informs.org/doi/10.1287/mnsc.2024.4987>
14. T+1 Settlement Overview - The Investment Association, 访问时间为一月 3, 2026, <https://www.theia.org/sites/default/files/2024-11/IA%20T%2B1%20Settlement%20Overview.pdf>
15. T+1 settlement – global learnings for the APAC region - BNP Paribas Securities Services, 访问时间为一月 3, 2026, <https://securities.cib.bnpparibas/t1-settlement-global-learnings-for-the-apac-region/>
16. DO CIRCUIT BREAKERS IMPEDE TRADING BEHAVIOR? A STUDY IN CHINESE FINANCIAL MARKET | The Singapore Economic Review - World Scientific Publishing, 访问时间为一月 3, 2026, <https://www.worldscientific.com/doi/10.1142/S0217590819500565>
17. Circuit Breaker Mechanism in China, 访问时间为一月 3, 2026, <http://www.princeton.edu/~wxiong/STS/Yang.pdf>
18. Understanding ODTE Gamma Exposure Guide - MenthOrQ, 访问时间为一月 3, 2026, <https://menthorq.com/guide/understanding-odte-gamma-exposure/>
19. How Rising Gamma Exposure from ODTE Options Suppresses Market Rallies and Sharp Drops - Moomoo, 访问时间为一月 3, 2026, <https://www.moomoo.com/community/feed/how-rising-gamma-exposure-from-odte-options-suppresses-market-rallies-115563541626886>
20. Volatility Insights: Much Ado About ODTEs - Evaluating the Market Impact of SPX ODTE Options | Cboe, 访问时间为一月 3, 2026, <https://www.cboe.com/insights/posts/volatility-insights-evaluating-the-market-impact-of-spx-0-dte-options/>
21. The Impact of Margin Trading on China's Stock Market Liquidity - Atlantis Press, 访问时间为一月 3, 2026, <https://www.atlantis-press.com/article/55907644.pdf>
22. Margin Trading and Securities Lending, Investor Sentiments and the Volatility of

Chinese Securities Market - Semantic Scholar, 访问时间为一月 3, 2026,
<https://pdfs.semanticscholar.org/b98e/2377bc7af20258dba62b8643418b0c9ad1bd.pdf>

23. What Is Gamma Exposure? An In-Depth Analysis for Traders - Cheddar Flow, 访问时间为一月 3, 2026, <https://www.cheddarflow.com/blog/what-is-gamma-exposure-an-in-depth-analysis-for-traders/>
24. Tracker: The Federal Reserve's Balance Sheet Assets - AAF - The American Action Forum, 访问时间为一月 3, 2026,
<https://www.americanactionforum.org/insight/tracker-the-federal-reserves-balance-sheet/>
25. Fed Balance Sheet & Net Liquidity | StreetStats, 访问时间为一月 3, 2026,
<https://streetstats.finance/liquidity/fed-balance-sheet>
26. The Drivers of the Great Bull Stock Market of 2015 in China: Evidence and Policy Implications, 访问时间为一月 3, 2026,
<https://gala.gre.ac.uk/id/eprint/29464/1/29464%20SONG%20The%20Great%20Bull%20Stock%20Market%28AAM%29%202020.pdf>
27. AI exuberance: Economic upside, stock market downside, 访问时间为一月 3, 2026,
https://corporate.vanguard.com/content/dam/corp/research/pdf/isg_vemo_2026.pdf
28. 13 Charts on Q4's Tech Sector Market Jitters - Morningstar, 访问时间为一月 3, 2026, <https://www.morningstar.com/markets/13-charts-q4s-tech-sector-market-jitters>
29. Outlook of macro economy and industries in 2026 | Deloitte China Monthly Report Issue 101, 访问时间为一月 3, 2026, <https://www.deloitte.com/cn/en/our-thinking/research/issue101.html>
30. China's 5-Year Plan: Innovation Overdrive? - DWS, 访问时间为一月 3, 2026,
<https://www.dws.com/en-us/insights/cio-view/charts-of-the-week/2025/chinas-5year-plan-innovation-overdrive/>
31. The time-varying interaction of northbound capital flows and stock market performance in China - IDEAS/RePEc, 访问时间为一月 3, 2026,
<https://ideas.repec.org/a/eee/finlet/v69y2024ipas1544612324011061.html>
32. Dynamic Analysis of The Impact of Northbound Funds On A-Share Market Based on VAR And GARCH Models, 访问时间为一月 3, 2026,
<https://hbem.org/index.php/OJS/article/view/249>
33. S&P 500 vs S&P 500 Growth vs S&P 500 Value Normalized Daily Index Levels Starting at 100 08/05/2019 -08/06/2024 - BTS Funds, 访问时间为一月 3, 2026,
<https://www.btsfunds.com/documents/whitepapers/BTS-Whitepaper-Does-SP500-Have-Too-Much-Growth.pdf>
34. What do China's policy initiatives mean for investors? - RBC Wealth Management, 访问时间为一月 3, 2026, <https://www.rbcwealthmanagement.com/en-asia/insights/what-do-chinas-policy-initiatives-mean-for-investors>

35. How Retail vs. Institutional Investor Sentiment Differ in Affecting Chinese Stock Returns?, 访问时间为一月 3, 2026, <https://www.mdpi.com/1911-8074/18/2/95>
36. MSCI China Equity Factor Models, 访问时间为一月 3, 2026, https://www.msci.com/downloads/web/msci-com/data-and-analytics/factor-investing/equity-factor-models/MSCI%20China%20Equity%20Factor%20Model_Factsheet.pdf
37. Quantitative strategies to optimize Chinese A-share allocation - Invesco, 访问时间为一月 3, 2026, https://www.invesco.com/content/dam/invesco/emea/en/pdf/Standalone%20RR-E%202023_04%20QuantStratChinaAShares.pdf
38. China-Northbound Fund Transaction Total vs. CSI300 - MacroMicro, 访问时间为一月 3, 2026, <https://en.macromicro.me/charts/15249/cn-northbound-funds-and-sse-composite-index>
39. STOCK BUYBACKS: DRIVING A HIGH-PROFIT, LOW-WAGE ECONOMY - The Roosevelt Institute, 访问时间为一月 3, 2026, <https://rooseveltinstitute.org/wp-content/uploads/2020/07/RI-Stock-buybacks-Report-201803.pdf>
40. #85 - Rising Productivity, Stock Buybacks, and Economic Shifts For Investors To Know - Capital Investment Advisors, 访问时间为一月 3, 2026, <https://www.yourwealth.com/85-rising-productivity-stock-buybacks-and-economic-shifts-for-investors-to-know/>
41. The Impact of Aging on Financial Markets and the Economy: A Survey - Brookings Institution, 访问时间为一月 3, 2026, <https://www.brookings.edu/articles/the-impact-of-aging-on-financial-markets-and-the-economy-a-survey/>
42. The gray wave: How an aging population is reshaping the economy, 访问时间为一月 3, 2026, <https://www.mizuhogroup.com/americas-insights/2025-05-the-gray-wave-how-an-aging-population-is-reshaping-the-economy>
43. Leverage, Fire Sales, and the 2015 Chinese Stock Market Crash - NBER, 访问时间为一月 3, 2026, <https://www.nber.org/digest/nov18/leverage-fire-sales-and-2015-chinese-stock-market-crash>
44. The Effect Of US-China Trade Wars On Shanghai Stock Exchange Composite Index - DergiPark, 访问时间为一月 3, 2026, <https://dergipark.org.tr/tr/download/article-file/746857>
45. As the trade war intensified in 2018, the S&P 500 declined 6% on the year, a sharp drop - MUFG Americas, 访问时间为一月 3, 2026, https://www.mufgamericas.com/sites/default/files/document/2025-02/Chart-of-the-Day_2_19_Stocks-Dont-Like-Trade-War-Uncertainty.pdf
46. Measuring the Impact of the US-China Trade War - Two Sigma, 访问时间为一月 3, 2026, <https://www.twosigma.com/wp-content/uploads/StreetView-SEP2018.pdf>
47. The People's bank of China's response to the coronavirus pandemic: A quantitative assessment - PMC - PubMed Central, 访问时间为一月 3, 2026, <https://pmc.ncbi.nlm.nih.gov/articles/PMC7456622/>

48. What did the Fed do in response to the COVID-19 crisis? - Brookings Institution, 访问时间为一月 3, 2026, <https://www.brookings.edu/articles/fed-response-to-covid19/>
49. (PDF) Analysis of the Linkage between China and US Stock Markets - ResearchGate, 访问时间为一月 3, 2026, https://www.researchgate.net/publication/322046890_Analysis_of_the_Linkage_between_China_and_US_Stock_Markets
50. Trade policy uncertainty and its impact on the stock market -evidence from China-US trade conflict - IDEAS/RePEc, 访问时间为一月 3, 2026, <https://ideas.repec.org/a/eee/finlet/v40y2021ics1544612320309715.html>
51. The Rise of SPX OTCE Trading: Analyzing Volume Trends - Option Alpha, 访问时间为一月 3, 2026, <https://optionalpha.com/blog/the-rise-of-spx-0dte-trading-analyzing-volume-trends>
52. China - Outstanding Margin Debt - MacroMicro, 访问时间为一月 3, 2026, <https://en.macromicro.me/charts/2835/china-sse-and-margin-buy>
53. S&P U.S. Equity Risk Premium Index | S&P Dow Jones Indices - S&P Global, 访问时间为一月 3, 2026, <https://www.spglobal.com/spdji/en/indices/multi-asset/us-equity-risk-premium-index/>