

1、推动 A 股上行的因素

居民风险偏好提升：M1-M2 增速差表征居民风险偏好，过去风险偏好的改善与居民贷款代表的地产周期，改善往往是同步变化的。去年 9 月以来，居民储蓄存款下降，和股市拐点一致。

本轮风险偏好改善的核心驱动来自于息债差体现的风险资产收益率优势，国债收益率、股息率以及房租回报率三者都收敛在 1.5%附近，不过近期股票相对于固收的收益率优势有所下降。所以居民愿意风险投资。

10 年，30 年利率上行，短期利率没有动，央行死死按在 1.4 左右，短端利率上不去，理财收益不可能上行的。

实际利率持续下降是推动 M1-M2 回升的另一关键因素，环比参照 18-24 年中位数预测年底核心 CPI 同比难以进一步回升。

实际利率，今年是下降很多，9 月我们看到物价改善力度放缓，接下来 cpi 可能上不去，1 左右，实际利率不能进一步下行。

对于存款搬家的推动也是困难。存款活化的趋势一般在实际利率下行过程比较顺畅。

总体来看，在过去 3 个季度看到推动 A 股持续上行的流动性因素，边际是弱化的，所以市场有点涨不动，接下来几个月，大概率 M1-M2 上不去了，如果盯着这个指标看股票的上涨，那么市场是涨不动的，震荡走法，很难上行。

市场继续涨，必须看到居民风偏提升，M1-M2 持续上行。

经济基本面改善：沪深 300 风险溢价（PE-无风险利率）已经回到 5%，一年前 7%。如果牛市，可以走到 3%~2%。

沪深 300 的风险溢价如果进一步回落至 5%以下，需要 PMI 回升至 50 以上即经济基本面明显改善。但工业企业利润占 GDP 比值在三季度已企稳回升，整个上市公司 3 季报和 GDP 比值出现企稳；企业利润改善可以早于总需求的改善。名义 GDP 增速即使没有回升，企业利润也可以出现改善。企业存款增加，经营现金流改善。即使我们现在对经济判断还没太强看好预期，从微观讲企业盈利拐点到了。

2、A 股为何涨势放缓？

流动性边际弱化：国内市场以流动性推动为主，当你看到强势资产调整的时候多半是流动性出现问题，现在说这个事情，至少已经走了一半了；10 月开始，我们讲 4 季度谨慎，但只是阶段性风偏变化带来的调整，大的方向没有变化。

估值，算术平均不便宜；利率角度讲，估值还可以；小盘的估值是贵的，大票总体涨的少。

存款搬家放缓：9月开始核心CPI同比开始走弱，实际利率阶段性见底，不利于存款活化叙事；9月开始社融见顶。居民储蓄向股市搬家动力不足；股票相对固收的收益率优势下降（国债收益率、股息率、房租回报率收敛于1.5%附近，近期优势减弱），增量资金有限，即便有中美谈判这样的利好，也难推动上涨。

资金与结构问题：Q3公募基金赎回创近年之最（累计赎回2200亿份），过去3年刚回本即遭赎回，市场资金青黄不接；板块结构分化，小盘股估值偏高，大盘股上涨乏力；公募对科技板块超配明显（Q3配置占比40%，创2011年来大类行业配置新高，流动市值占比仅22%），短期增量不足易拖累成长股，且受海外市场共振影响。公募基金的赎回创下近年历史之最，Q3累计赎回2200亿份。

过去3年维度来讲，刚刚回本，遭遇赎回。如果市场维持高位再往后看3年回报率往上走，就会看到基金的申购会增加。

市场资金青黄不接的状态。大盘价值相对大盘成长与小盘股已持续走强近1个月，A股自身结构的变化早于贸易冲突升温。

Q3公募基金对科技板块的配置达到40%（2019大家最看好茅台时候也就是35%占比），创2011年以来公募对大类行业配置的新高。

从市场筹码分布讲，大家对科技超配非常明显。科技本身流动市值占比22%，从市场有效的角度说明中国的经济转型已经成功。再用地产周期看经济已经不可能。

公募基金对科技行业的配置系数为1.8，略低于2019年消费的配置系数，仍有提升空间，还不算非常离谱，总得讲已经配置比例很重了。短期增量资金不足的话，对成长类股更容易形成拖累，当然和海外表现有关。全球共振。

海外流动性传导影响：港股跌的多，海外流动性比国内流动性边际更加严重，与中美关系关联度低，10月中美关系好转后，港股仍低迷；港股看美元就够了。

上半年美元跌10%，下半年美元弹到100，反应海外流动性，流动性紧美元就跌不下去，和长逻辑没有任何关系。

比如美元和黄金的关系，至少在过去6个月没有任何关系。

美元强弱不反应美国政府信用，反应的是流动性问题。

3、黄金牛市暂歇还是结束？

这次黄金涨和之前都不一样，美债，原油都没涨。这一轮黄金涨的时候美股涨。

非常罕见的同步。

三轮黄金牛市的共同点：均处在美国财政扩张周期美国财政扩张周期：过去三轮黄金牛市，

都赶上美国搞财政扩张,要是特朗普能继续维持大政府模式,明年美联储换了自己人当主席,激进的货币政策宽松,如果是这样路径,黄金上行没有结束,还有最后一轮。

流动性基础:美国搞财政扩张的时候,往往会搭配货币宽松和扩表,货币增速比正常时候快,流动性溢出带动了无息资产的大幅上涨。

黄金相对于全球 M2 的比值已创近四十年以来的新高,对流动性预期过度透支。美国如果走大政府模式,黄金涨;如果回到私人部门驱动的模式,更多依靠民间自由经济驱动,黄金就没有什么机会。

近期黄金走势放缓的原因:财政扩张放缓。9月美国财政盈余主要由关税提升带来,教育支出砍很大,对黄金不利,利息支出成本还是很高。短期确实看到美国财政收缩的,cpi回落,通胀压力缓解,需要稍微警惕的信号。央行买黄金的意愿也比以前低,说明金价短期确实有点高了。

10月黄金开始调整以来,铜,铝,原油开始涨,到黑色,整个节奏和上半年很像,黄金炒通胀预期,等到通胀预期回落的时候,联储更愿意加快降息的速度。最容易受益的反而是其他工业品,商品内部切换。

4、TACO 交易能否再次带动风险资产 V 型反转?

海外流动性:4月引发的美股暴跌能够迅速 V 型反转得益于流动性的大幅改善,准备金规模迅速回升,当前已经收窄 3 万亿阈值水平以下。

当前制约因素:4-5月流动性改善依赖财政存款投放,当前政府关门限制 TGA 账户投放,不利于流动性恢复。

政府关门这件事情重要,有可能因为现在纽约的市长当选之后对共和党形成新压力,在政府关门事件上和民主党达成妥协。美联储资产/GDP 比值降到 21%,创 2019 年末新低。(当年就是到 20 左右开始立刻扩表)看美元就够了,今年美元指数与美债相对于其它主权债的利差走势不一致显示其主要受流动性充裕程度影响。

美元到 200 日均线位置。美国保证金债务规模连续 3 个月处于 1 万亿以上,美股靠杠杆推动。

后续观察点:①政府重新开门;②联储愿意进一步宽松,重新扩表,美元可能跌破 96,引爆港股 A 股猛烈上行,短期看不到。扩表门槛比 19 年高,通胀放缓的信号是基础。对新兴市场股票利好更多与黄金;③日元 160,日本央行如果不干预,带来输入型通胀压力。加息干预,带来日经和美股调整。商品股票中期乐观,但是短期有风险释放,之后有了好的买入机会。