

2026 年 04 月 17 日

行业主题 ETF 对市场特征的影响： 接受波动，应对波动

相关研究

证券分析师

韦春泽 A0230524060005
weicz@swsresearch.com
傅静涛 A0230516110001
fujt@swsresearch.com
王胜 A0230511060001
wangsheng@swsresearch.com

研究支持

张知来 A0230125070002
zhangzl@swsresearch.com

联系人

韦春泽 A0230524060005
weicz@swsresearch.com

- 2026 年 A 股市场指数整体的波动有限，但热门结构短期高波动的出现频率明显增加。核心原因来自资金供需引发的市场特征变化：中小投资者通过行业主题 ETF 积极参与权益市场并成为边际定价资金。
- 行业主题 ETF 引发高波动行情的基本规律：
 - 1. 市场特征核心变化：基本面权重降低，赚钱效应权重提升。中小投资者的投资框架本就以赚钱效应主导，而便利的投资工具（行业 ETF）、便利的传播平台（互联网自媒体）进一步放大其边际定价权。
 - 2. 行情顺序：动量行情与行业主题 ETF 资金快速涌入正循环——行情初步走弱，投资者尝试加仓但效果不佳——行情再走弱，投资者小幅减仓——浮盈回到行情起点，投资者减仓力度加大，行情回调加快。
 - 3. 行情特点：1) 短期行情高波动。2) 波动越大，基本面定价被挤出的程度越大。3) 行业主题 ETF 集中流出的冲击，会向其他行业、其他资金传导。4) 行情企稳时，资产价格可能高于行情起点，但浮盈收益率通常低于行情起点。
- 中小投资者为何倾向于选择行业主题 ETF，核心是居民对主动权益公募的信任度。2015 年发行的主动权益基金解套时间短、最大回撤小，负面影响相对温和，因此 2020-2021 年居民倾向于买基金。而 2007 年、2020-2021 年发行的基金最大回撤深、解套时间长，居民体验感不佳，因此 2014-2015 年、2025 年至今居民更愿意自己参与交易。ETF 只是一种可以直接参与场内交易的投资工具，不是问题的核心。
- 居民更倾向直接参与交易对市场的影响：1) 26Q1 行业主题 ETF 净流出较多的结构，短期还需要时间出清。一旦浮亏较深触发卖出止损，小幅净流出将持续较长时间，我们预计是月度或季度级别；2) 机构投资者的定价能力，可能会强于 2014-2015 年、但弱于 2020-2021 年。相比 2014-2015 年，监管对于蹭热点、炒概念的限制力度已经加强，机构投资者不适应市场风格的时间段可能相对减少；但相比 2020-2021 年，居民对主动权益基金的信任相低，主动产品仍会受被动产品分流影响；3) 局部高波动、基本面定价被挤出的现象，可能会再次出现。A 股市场交易性资金力量仍较强 + 中小投资者直接参与交易意愿增加，会强化赚钱效应的定价权重。行稳致远政策大概率会持续发力，指数整体波动幅度可控，但行稳致远结构与资金集中流出结构可能有差异，仍要关注结构高波动的可能。
- 面对市场特征潜在变化，机构投资者更要坚持基本面投资：1) 过度抢跑基本面的宏大叙事、过度兴奋的短期情绪，都不是行情内生动力的稳定来源。短期行情速度快、强动量、过度交易，也会增加后续大幅波动的风险。2) 回归基本面 + 估值 + 流动性 + 市场特征的框架。例如，“油价涨，石油股票也会涨”的判断，隐含假设是“基本面定价总是有效的”。实际上，石油股票和油价只是具有“相关性”，因为两者基本面接近，但由于交易市场不同，两者的流动性不完全一致。3) 优化资金和性价比跟踪体系。我们建议将宽基 ETF 和行业 ETF 分开研究跟踪、在流动性为主要矛盾的行情中选取“量价结合”的性价比指标。
- 风险提示：海外经济衰退超预期，国内经济复苏不及预期



申万宏源研究微信服务号

图表目录

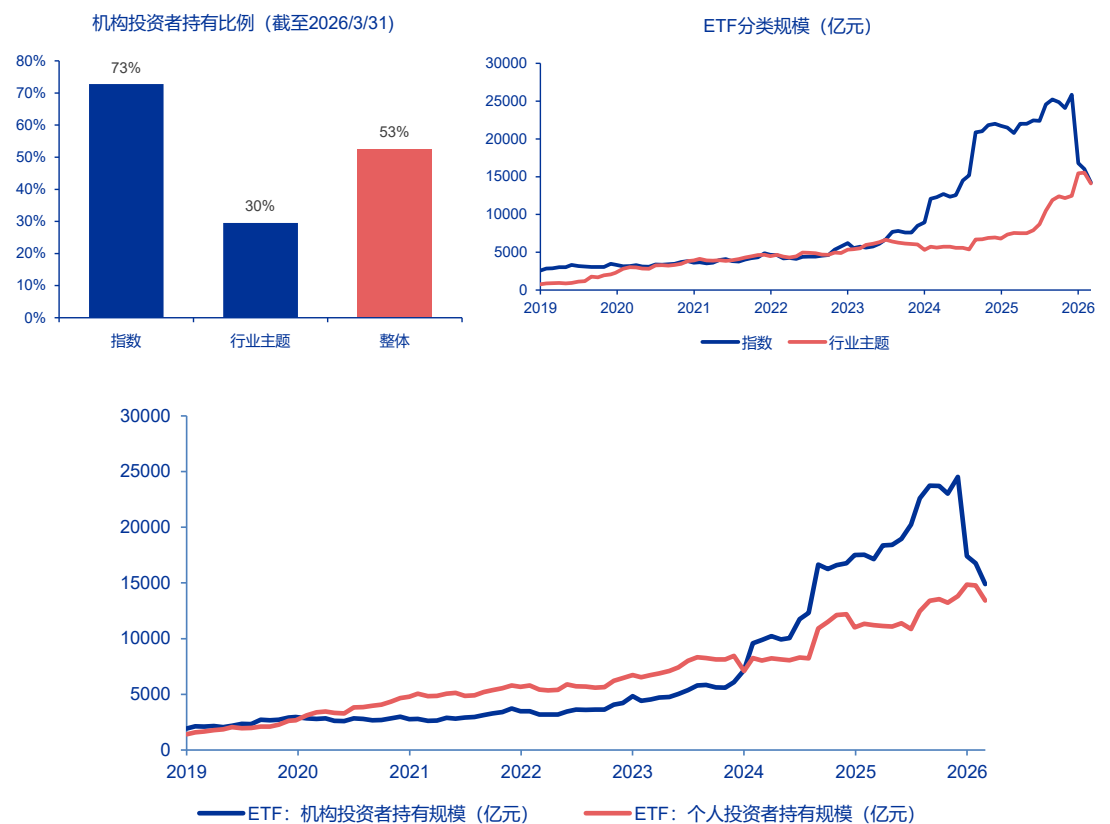
图 1：当前中小投资者持有 ETF 占比已经和机构投资者持平，宽基 ETF 以机构投资者为主，行业主题 ETF 以个人投资者为主	3
图 2：行业主题 ETF 持有的 A 股流通市值占比仅为 1.4%.....	4
图 3：2026 年行业主题 ETF 成交额占全 A 比重的周度均值为 3%	4
图 4：2026 年初，中小投资者通过行业主题 ETF 触发 AI 应用高波动行情	5
图 5：26 年 3 月中旬，有色 ETF 的集中流出，向化工 ETF、绝对收益资金传导 ...	6
图 6：行业 ETF 引发的行情变化波动越大，赚钱效应定价对基本面定价的挤出程度也会越大.....	7
图 7：2024 年至今居民更倾向于直接参与，个人投资者持有市值占比回升.....	8
图 8：2020-2021 年发行的基金解套时间长、最大回撤深，且 2020-2021 年发行的基金在行情低点净值水下的资金规模大，居民体验感不佳	9

如果要用一个词形容 2026 年以来的 A 股市场,部分投资者可能会选择“高波动”。2026 年 A 股市场指数整体的波动有限,但热门结构短期高波动的出现频率明显增加。为何会出现这一现象? A 股整体估值处于高位、结构挖掘趋于充分、美伊冲突扰动都是客观背景。但核心原因来自资金供需引发的市场特征变化:中小投资者通过行业主题 ETF 积极参与权益市场并成为边际定价资金,赚钱效应对市场的影响权重提升。

一、中小投资者流入后,行业主题 ETF 影响力正在快速扩大

市场对 ETF 的固有印象是“机构投资者主导”,但当前中小投资者持有 ETF 占比已经和机构投资者持平。ETF 市场是泾渭分明的,宽基 ETF 以机构投资者为主(持有占比约为 70%左右),行业主题 ETF 以个人投资者为主(持有占比也是约 70%)。25 年下半年以来,个人投资者持续增持行业主题 ETF,叠加逆周期调节后宽基 ETF 规模回落,目前中小投资者已经占据 ETF 市场半壁江山。

图 1: 当前中小投资者持有 ETF 占比已经和机构投资者持平, 宽基 ETF 以机构投资者为主, 行业主题 ETF 以个人投资者为主



资料来源: Wind, 申万宏源研究

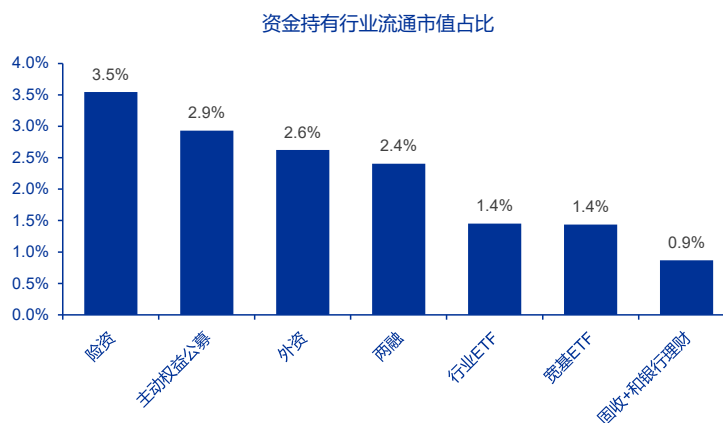
短期动量行情中, ETF 对热门行业的定价能力较强。从存量视角来看, 行业主题 ETF 持有的 A 股流通市值占比仅为 .% , 明显弱于险资、主动权益公募、外资等机构

投资者。但从流量视角来看，2026 年行业主题 ETF 成交额占全 A 比重的周度均值为 3%，显著高于存量占比。而行业数据有两点值得关注：

1) 观察 26Q1 产生高波动行情的结构中，行业主题 ETF 成交额占比最高点都接近或超过 4%（石油石化 8.3%、军工 5.0%、有色 5.0%、计算机 4.1%、传媒 3.9%），体现行业主题 ETF 对短期动量行情参与程度较高；

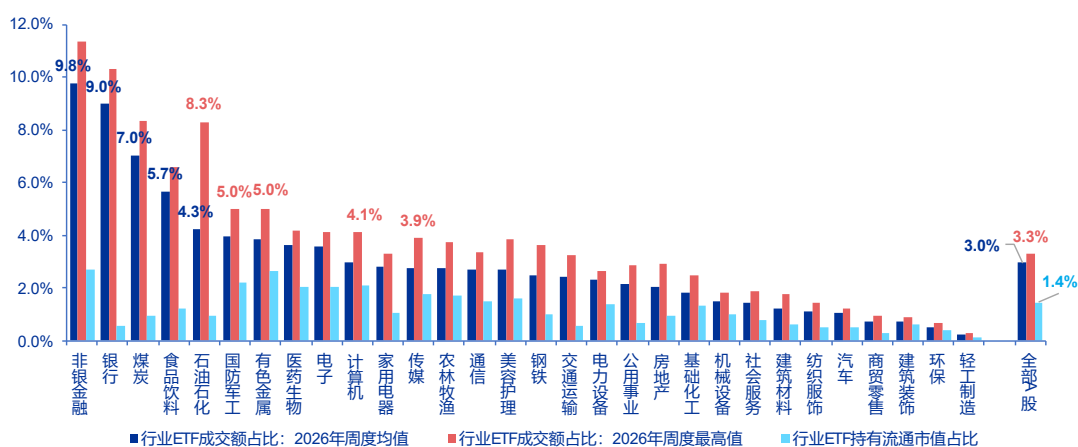
2) 观察行业主题 ETF 成交额占比均值较高的结构，大多是高股息行业（非银 9.8%，银行 9.0%，煤炭 7.0%，食品饮料 5.7%，石油石化 4.3%）。配置类机构偏向长期持有，交易频率相对低，且高股息中其他机构投资者参与较少。因此，高股息行业一旦产生短期动量行情，行业主题 ETF 反倒更容易获取边际定价权（例如美伊冲突前期的石油石化）。

图 2：行业主题 ETF 持有的 A 股流通市值占比仅为 1.4%



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 3：2026 年行业主题 ETF 成交额占全 A 比重的周度均值为 3%



资料来源：Wind，申万宏源研究



二、中小投资者通过行业主题 ETF 触发高波动行情的规律

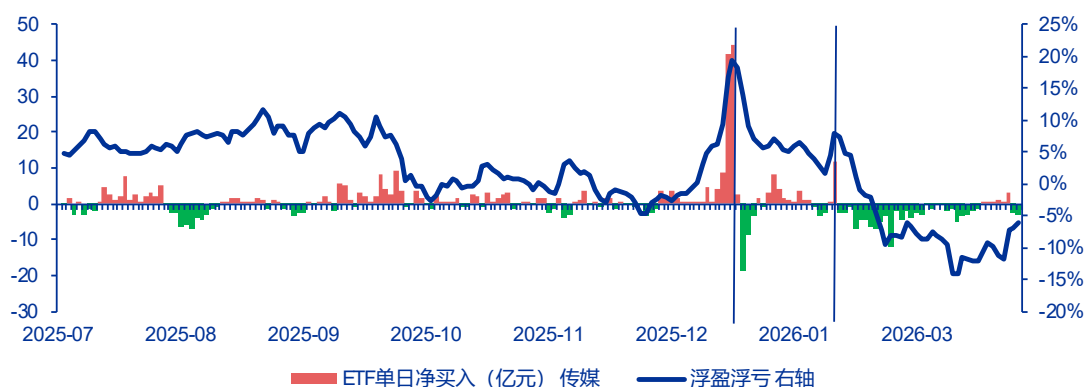
中小投资者通过行业主题 ETF 如何改变市场特征？以年初 AI 应用行情举例，行情分为三个阶段：

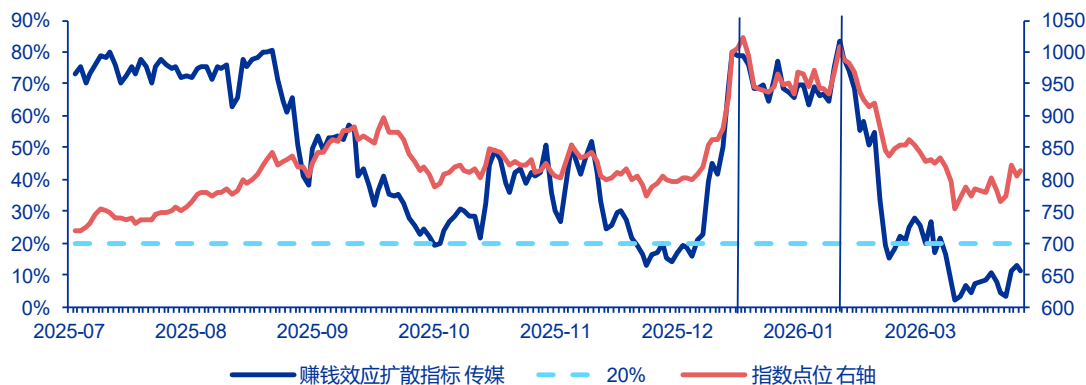
阶段 1：赚钱效应扩散，资金快速涌入。2026 年初市场风险偏好回升、资金增量博弈，有利于主题行情的环境形成，AI 应用催化恰好密集（互联网大厂春节 AI 入口争夺战预期、国产大模型和芯片加速 IPO），1 月初行情启动。赚钱效应快速扩散后，相关基金（软件 ETF、动漫 ETF、AI 应用赛道主动基金等）短期亮眼的收益率在互联网渠道成为热点，中小投资者接受了“AI 应用远期大有可为”的叙事逻辑，加速买入相关 ETF，进一步推高资产价格。

阶段 2：行情受到扰动后先走弱、后震荡，投资者先减仓、后加仓，但浮盈持续回落。AI 应用行情过度交易后内在稳定性趋弱，监管引导行稳致远，行情先快速回落、后高位震荡。然而，尽管资产价格回落幅度不大，但浮盈收益率已经回落大半。一是由于净流入聚集在行情高点，市场平均持仓成本偏高，二是由于行情回落后的低位震荡区域，投资者希望“抄底”降低成本，但震荡区间行情波动仍然较高，投资难度大。

阶段 3：行情明显走弱，投资者集中流出。2 月中旬“HALO 交易”演绎，3 月初美伊冲突爆发，传媒行情开始走弱。起初资金仅小幅流出，但浮盈收益率 26 年 2 月 24 日回落至接近行情起点（25 年 12 月 31 日）位置，标志着本轮行情转向浮亏，此后 ETF 净流出幅度明显放大，行情加速走弱。3 月初传媒的短期性价比已经出清（赚钱效应扩散指标回落到 20%附近），但资金压力并未出清，行情继续回落。

图 4：2026 年初，中小投资者通过行业主题 ETF 触发 AI 应用高波动行情



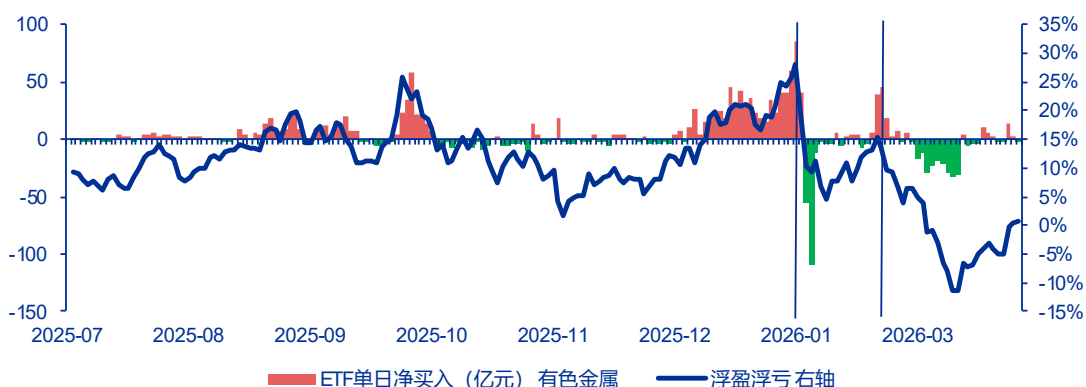


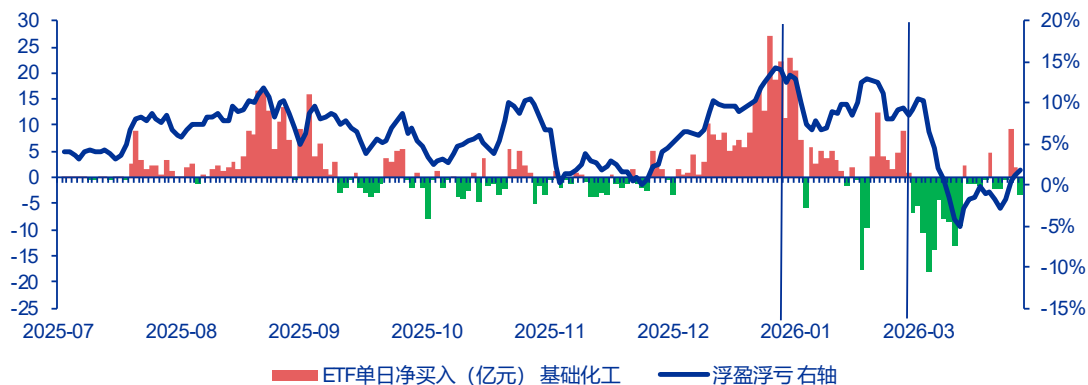
资料来源：Wind，申万宏源研究

观察其他典型案例，我们还发现两个现象：

行业主题 ETF 集中流出的冲击，会向其他行业、其他资金传导。26 年 3 月中旬，有色金属的浮盈收益率回到 25 年 12 月中旬行情起点，而化工并未回到起点，但化工 ETF 也出现了大幅净流出，且与有色 ETF 的净流出几乎同步。主要原因如下：1) 有色和化工都具备“周期 alpha 涨价”逻辑，我们推测同时持有两类行业 ETF 的投资者较多，而有色 ETF 净值走弱后，账户收益率整体回落，投资者倾向于同时卖出其他 ETF，降低权益仓位。2) 绝对收益资金是 2025 年下半年以来的另一个显著资金增量，“固收+”产品是其配置权益的重要通道。“固收+”基金持仓中，有色、化工也是重点结构，ETF 持续赎回的影响很容易传导。绝对收益资金浮盈快速收窄后，为避免本金亏损，也会被迫降低权益仓位。

图 5：26 年 3 月中旬，有色 ETF 的集中流出，向化工 ETF、绝对收益资金传导

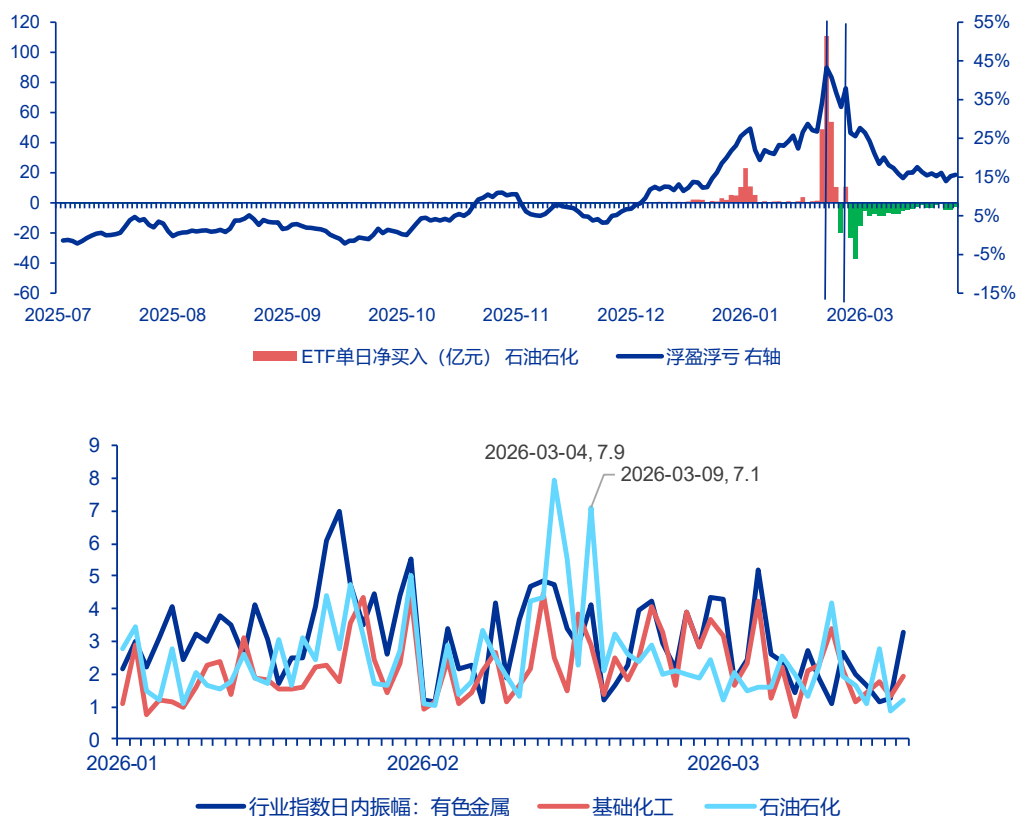




资料来源：Wind，申万宏源研究

行业 ETF 引发的行情变化波动越大，赚钱效应定价对基本面定价的挤出程度也会越大。虽然行情中后期变化剧烈，但行情初始都由基本面趋势改善预期驱动。对比有色、化工、石油石化三段周期涨价行情，截止当前（2026/4/16）有色金属、基础化工指数收盘价仍明显高于行情启动前，但石油石化指数小幅低于行情启动前（也与油价走势不符），体现石油石化的基本面定价被挤出较多。这可能与石油石化行情时间窗口更短、波动剧烈程度更大（4 个交易日内出现 2 次日内高振幅）相关。

图 6：行业 ETF 引发的行情变化波动越大，赚钱效应定价对基本面定价的挤出程度也会越大



资料来源：Wind，申万宏源研究

通过以上案例，我们总结出行业主题 ETF 引发高波动行情的基本规律：

1.市场特征核心变化：基本面权重降低，赚钱效应权重提升。2025 年市场第一阶段上涨行情以来，中小投资者参与权益市场的意愿回升，并成为边际交易资金。中小投资者的投资框架本就以赚钱效应主导，而便利的投资工具（行业 ETF）、便利的传播平台（互联网自媒体）进一步放大其边际定价权。

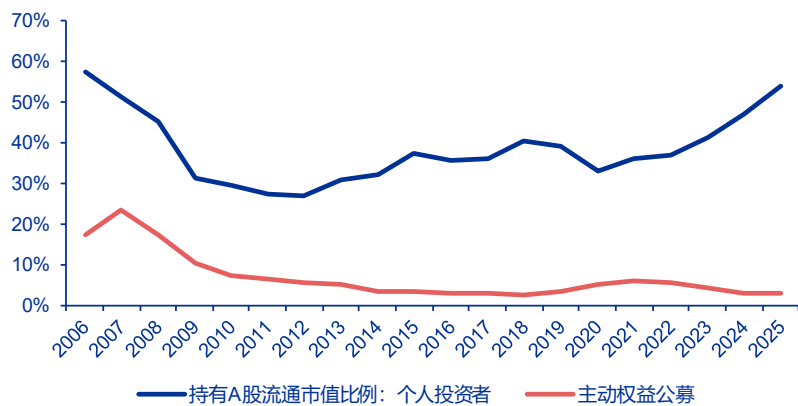
2.行情顺序：短期动量行情与行业主题 ETF 资金快速涌入正循环——行情初步走弱，投资者尝试加仓但效果不佳——行情再走弱，投资者小幅减仓——浮盈回到行情起点，投资者减仓力度加大，驱动行情回调加快。

3.行情特点：1) 短期行情高波动。2) 波动越大，基本面定价被挤出的程度越大。3) 行业主题 ETF 集中流出的冲击，会向其他行业、其他资金传导。4) 行情企稳时，资产价格可能高于行情起点，但浮盈收益率通常低于行情起点。

三、中小投资者为何倾向于选择行业主题 ETF

居民投资权益市场的产品渠道可以分为两类：一是“自己直接参与”，买卖或申赎便利，居民能够直接参与场内交易，包括直接购买股票、ETF、融资融券等。二是“通过委托机构投资者间接参与”，买卖或申赎有一定限制，无法直接参与场内交易，包括购买含权公募基金、私募基金、保险产品、理财产品等，其中主动权益公募是主流（门槛相对低、含权量高）。2006-2007 年、2020-2021 年居民更倾向于间接参与，主动权益公募持有市值占比回升；而 2014-2015 年、2024 年至今居民更倾向于直接参与，个人投资者持有市值占比回升。

图 7：2024 年至今居民更倾向于直接参与，个人投资者持有市值占比回升

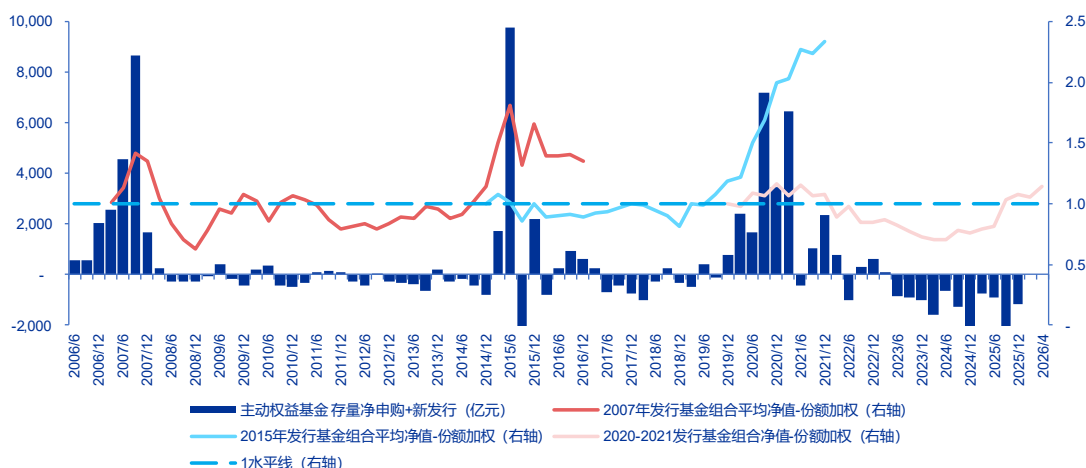


资料来源：Wind，申万宏源研究

居民对主动权益公募的信任度，是参与方式分化的原因。2007 年发行/2020-2021 年发行的主动权益基金，从净值持续进入水下、到净值站上，需要的季度数分别为

26 个季度/17 个季度，而 2015 年发行的基金仅需要 15 个季度。2007 年发行/2020-2021 年发行的主动权益基金，季度净值最低点分别为 0.63/0.70，而 2015 年发行的基金为 0.82。2015 年发行的主动权益基金解套时间短、最大回撤相对小，负面影响相对温和，因此 2020-2021 年上涨行情时居民倾向于买基金。而 2007 年、2020-2021 年发行的基金解套时间长、最大回撤深，且 2020-2021 年发行的基金在行情低点净值水下的资金规模大，居民体验感不佳，因此 2014-2015 年、2025 年至今居民更愿意自己参与交易。上一轮行情后调整周期的印象，决定了居民对主动权益公募的信任程度，也就决定了本轮行情居民选择直接还是间接参与。ETF 只是恰好在市场上行前发展到位（对各类行业主题的覆盖程度较高），又恰好契合居民投资偏好，但归根结底只是一种工具。

图 8：2020-2021 年发行的基金解套时间长、最大回撤深，且 2020-2021 年发行的基金在行情低点净值水下的资金规模大，居民体验感不佳



资料来源：Wind，申万宏源研究

四、我们的思考：局部高波动可能还会出现，机构投资者更要坚持基本面投资

居民更倾向直接参与交易对市场的影响：

1) 26Q1 行业主题 ETF 净流出较多的结构，短期还需要时间出清。参考中小投资者对主动权益基金的投资行为，一旦浮亏较深触发卖出止损，小幅净流出将持续较长时间，直到净值明显回到水上后才会转为净流入（历史上，上一轮行情高点发行的主动权益基金，净值小于 1 会持续小幅赎回，净值回到 1 附近赎回加深，净值站上 1.1 后逆转为净流入，超过 1.2 后净流入加速）。行业主题 ETF 由于交易便利，出清速度快于主动权益基金，但大概率也是月度或季度级别。

2) 机构投资者的定价能力，可能会强于 2014-2015 年、但弱于 2020-2021 年。A 股市场增量博弈在 2014Q3 形成，但主动权益公募净流入 2015Q1 才放量。一是因为居民更偏好直接参与交易，二是因为公募基金不擅长参与主题行情，导致年发行基金解套偏慢。相比 2014-2015 年，监管对于蹭热点、炒概念的限制力度已经

加强，机构投资者不适应市场风格的时间段，可能相对减少；但相比 2020-2021 年，居民对主动权益基金的信任相对低，主动产品仍会受被动产品分流影响。

3) 局部高波动、基本面定价被挤出现象，可能会再次出现。A 股市场还处于机构投资者占比系统性抬升、短期投资向长期投资转型的初期，交易性资金的力量仍然较强。本轮上涨行情，中小投资者直接参与交易的意愿增加，会进一步强化赚钱效应的定价权重。行稳致远政策大概率会持续发力，指数整体波动幅度可控，但行稳致远结构与资金集中流出结构可能有差异，仍要关注结构高波动的可能。

面对市场特征潜在变化，机构投资者更要坚持基本面投资：

1) 过度抢跑基本面的宏大叙事、过度兴奋的短期情绪，都不是行情内生动力的稳定来源。短期行情速度快、强动量、过度交易，也大概率会消耗做多力量，降低资产价格的稳定性，增加后续大幅波动的风险。

2) 回归基本面 + 估值 + 流动性 + 市场特征的框架。例如，“油价涨，石油股票也会涨”的判断，隐含假设是“基本面定价总是有效的”“股票资金面不会有非线性变化”。实际上，石油股票和油价只是具有“相关性”，因为两者基本面接近，但由于交易市场不同，两者的流动性不完全一致。将商品价格直接迁移到股票价格判断，也是某种形式的线性外推。投资者还是需要回归资产本身，逐个讨论价格的主要驱动因素。

3) 优化资金和性价比跟踪体系。大部分市场资金跟踪不会刻意区分宽基 ETF 和行业 ETF，即使区分，对两类 ETF 的交易特征也讨论较少。但本文已经说明两类 ETF 截然不同，需要分开跟踪。另外，在流动性为主要矛盾的行情中，仅体现“价”的性价比指标通常失效（例如 60 日均线以上强势股占比），但“量价结合”的性价比指标（例如平均浮盈收益率）效果较好，性价比指标的选取也要因行情而异。

风险提示：海外经济衰退超预期，国内经济复苏不及预期

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhyse.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhyse.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhyse.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhyse.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhyse.com

证券的投资评级

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数 (A 股)、恒生中国企业指数 (H 股)、纳斯达克指数 (美股)

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司 (隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”) 在中华人民共和国内地 (香港、澳门、台湾除外) 发布，仅供本公司的客户 (包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户) 使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及 (若有必要) 咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。