下载日志已记录，仅供内部参考

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

中小盘行业深度报告

中小盘配置观察：资金流向的可用与不可用

2026 年 09 月 11 日

增持（维持）

证券分析师 汤军
执业证书：S0600517050001
021-60199793
tangj@dwzq.com.cn

投资要点

1. 一年样本中，中小盘宽基 ETF 整体收缩，结构上继续下沉。2025 年 9 月 1 日至 2026 年 9 月 7 日的 245 个有效交易日里，15 只沪市中证 1000 与中证 2000 系列 ETF 合计净流出 922.61 亿元，净申购天数占比 43.7%（107/245），样本池合计份额由 391.8 亿份降至 144.7 亿份。结构分化明显：中证 1000 系列（5 只）份额下降 75.8%，中证 2000 系列（5 只）增长 129.4%，增强与风格类产品（5 只）增长 110.1%。总量收缩与内部下沉同时发生。

2. 2026 年 1 月出现样本中规模最大的一次反向赎回。当月 20 个交易日中，1 月 14 日至 29 日连续 12 个交易日净赎回 859.01 亿元，其余 8 个交易日合计净流入 53.86 亿元，全月净流出 805.15 亿元；单日最大净赎回 198.77 亿元出现在 1 月 21 日，而当日中证 1000 上涨 0.79%。全月中证 1000 上涨 8.49%、国证 2000 上涨 8.92%，样本池份额却由上月末的 397.2 亿份降至 163.3 亿份。

3. 资金与价格在同期上呈负相关，且随市值下沉而加深。与中证 1000 日收益的相关系数为-0.169（p=0.008），国证 2000 为-0.179（p=0.005），中证 500 为-0.126（p=0.049），沪深 300 为-0.055 且不显著。月度频率上，当月资金流与当月收益的相关系数升至-0.740（p=0.0038）。

4. 这一关系并非线性，且主要集中在高波动环境。跌幅超过 1.5%的两个档位均为净申购：跌 1.5%至 3%的 26 个交易日，净申购率均值+2.26%、净申购天数占比 61.5%;跌超 3%的 9 个交易日,净申购率均值升至+7.64%、占比升至 77.8%，跌幅越深、申购力度越大。涨跌幅在±1.5%以内的温和区间则普遍为净赎回。按过去 20 日波动率分组，高波动组相关系数-0.260（p=0.024），低波动组为-0.015 且不显著。

5. 资金流更接近跟随者。当日资金流与昨日收益的相关系数为-0.363，强于与当日收益的-0.169，与次日收益仅+0.096。剔除 20 日趋势、剔除 2026 年 1 月极端月份后，这一先后排序保持不变。

6. 预测力在统计上不成立。日度资金流对未来 1 日收益的回归系数 t 值为 1.42，R^2仅 0.008；对未来 5 日收益 t 值为 0.16；去趋势后 t 值降至 1.19，p 值为 0.24。月度资金流与次月收益的相关系数为+0.061（p=0.85）。

7. 事件层面的信息含量偏中长期，短期并不占优。连续 3 日以上净流入（13 次）之后，10 日、20 日胜率均为 69.2%，高于无条件的 54.5%与 57.3%；但 5 日胜率 53.8%，与无条件的 54.6%基本持平。其中发生在下跌过程中的 9 次，后 5 日均值-2.01%、胜率 33.3%，低于同期无条件水平，7 月的三段逆势申购在随后 5 日分别下跌 8.20%、8.41%、3.13%。

8. 资金流的价值更多在于确认与观察，短期择时依据不足。在中小盘配置上，业绩验证仍是主要线索；资金流可用于识别持有人结构变化与情绪位置。若后续净申购天数占比回升至 50%以上、单日申赎规模趋于收敛，或提示交易盘影响减弱、配置盘重新主导。

9. 风险提示：样本仅覆盖沪市 15 只中小盘宽基 ETF，深市品种与场外份额未纳入；数据窗口含一轮极端调整，结论可能受样本期市场环境影响；份额为交易所注册口径，与基金公司披露的申赎金额存在差异；相关与回归仅反映统计关联，不构成因果判断；事件样本数量有限，胜率等统计量稳定性不高；未识别持有人身份，资金性质推断存在不确定性。

相关研究

《中小盘 ETF 资金流向观察：从 7 月的承接到 8 月的再平衡》

2026-09-10

《中报季行业配置观察：从预期博弈向业绩验证切换》

2026-07-26

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

1. 资金在跟着价格走，而不是走在价格前面 4
1.1. 15 只沪市中小盘 ETF 组成的样本池 4
1.2. 一年下来净流出 922.61 亿元 5
1.3. 2026 年 1 月：上涨中的最大规模赎回 6
2. 资金与价格同期反向，且随市值下沉加深 8
2.1. 日度相关：随市值下沉而加深 8
2.2. 八档分组：触发申购的是波动幅度，不是方向 9
2.3. 高波动期才成立的负相关 9
2.4. 去趋势与剔除 1 月后的再检验 10
3. 先后顺序：回溯远强于前瞻 10
3.1. 回溯强于前瞻 10
3.2. 八个回归的显著性测试 11
3.3. 月度口径：对次月没有解释力 12
4. 事件层面的证据：中长期有效，短期不占优 12
4.1. 连续净流入之后：中长期胜率占优 12
4.2. 下跌中的连续净流入：短期并不占优 13
4.2.1. 三个失败案例与一个对照 14
5. 资金流信号的可用与不可用 14
5.1. 可用的部分 14
5.2. 容易被误读的部分 15
6. 从资金信号看中小盘的后续演变 16
6.1. 主要判断依据 16
6.2. 短、中、长期的几点看法 16
6.3. 后续值得跟踪的几个指标 16
7. 风险提示 17

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

表 1: 样本池构成与份额变化.....4
表 2: 全样本日度资金流描述统计.....5
表 3: 月度资金流与指数表现.....6
表 4: 2026 年 1 月样本池资金流的逐日特征（部分）.....7
表 5: 日度资金流与指数收益的同期相关系数.....8
表 6: 月度资金流与指数收益的相关系数.....8
表 7: 按当日收益率分档的资金流表现.....9
表 8: 不同波动环境下的资金流与同期收益关系.....9
表 9: 同期负相关的稳健性检验.....10
表 10: 资金流与指数收益的超前—滞后相关系数.....11
表 11: 分市场状态的资金流表现.....11
表 12: 资金流对未来收益的预测回归.....12
表 13: 连续净流入事件后的收益分布.....13
表 14: 连续净赎回事件后的收益分布.....13
表 15: 下跌中连续净流入事件的后续表现.....13

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

1. 资金在跟着价格走，而不是走在价格前面

在我们此前报告《中小盘 ETF 资金流向观察：从 7 月的承接到 8 月的再平衡》中，我们把窗口放在 2026 年 7 月至 8 月，看到的是两个月的行为切片。切片能看清细节，也容易把阶段性特征误读为常态。本文把窗口拉长到一年，用同一批样本、同一套口径重做一次检验，回答一个更基础的问题：中小盘 ETF 的申赎数据，能不能用来判断后市。

答案在开篇给出：**同期关系稳定，领先关系微弱**。资金与价格高度同步，方向相反；把时间轴往前挪或者往后挪，相关强度都明显衰减。它是一个描述性指标，不是预测性指标。

1.1. 15 只沪市中小盘 ETF 组成的样本池

样本为上海证券交易所披露的中证 1000 与中证 2000 系列 ETF，共 15 只，涵盖普通指数、增强与风格三类产品。

之所以取沪市口径，有三个原因。第一，上交所按日披露全市场 ETF 的注册份额，是官方数据，不受净值估算方法影响，可比性强；第二，这 15 只产品在样本期首日（2025 年 9 月 1 日）均已上市且份额数据完整，全年 246 个交易日无缺失，避开了新基金建仓期带来的份额跳变；第三，深市同类产品数量较少，纳入后对结论影响有限，却会引入口径不一致的问题。

表1：样本池构成与份额变化

分组	只数	2025-09-01 份额（亿份）	2026-09-07 份额（亿份）	变动
中证 1000ETF	5	367.3	88.8	-75.8%
中证 1000 增强/风格	5	1.9	3.9	+110.1%
中证 2000ETF	5	22.7	52.1	+129.4%
合计	15	391.8	144.7	-63.1%

数据来源：东吴证券研究所，上海证券交易所每日 ETF 份额披露

合计份额下降 63.1%，但三个分组的方向并不一致。中证 1000 系列收缩 75.8%，中证 2000 系列与增强风格类分别增长 129.4%与 110.1%。总量收缩主要由中证 1000 系列的基数贡献（期初占比 93.7%），中小盘内部则延续了向更小市值下沉的趋势。2026 年 7-8 月的数据显示，中证 2000 在反弹期仍保持净流入，一年维度的份额变化与之同向，幅度更大。

本文反复用到三个口径，先在这里交代清楚。

净申购率：当日样本池合计份额相对前一交易日的变动百分比。这是一个相对量，剔除了份额基数变化的影响，用于相关与回归检验。

下载日志已记录，仅供内部参考

净流入金额：逐只产品的份额变动乘以该产品当日收盘价后加总，单位为亿元。这与我们此前报告《中小盘 ETF 资金流向观察：从 7 月的承接到 8 月的再平衡》所用的估算口径一致，用于描述规模。

指数收益：中证 1000（000852）与国证 2000（399303）的日收盘价涨跌幅。中证 2000 指数在公开行情源中的完整日线序列获取难度较大，国证 2000 在市值区间与成分特征上与之接近，作为小盘代表使用。

1.2. 一年下来净流出 922.61 亿元

245 个有效交易日的统计结果如下。

表2：全样本日度资金流描述统计

指标	数值
有效交易日	245
净申购天数	107（43.7%）
净赎回天数	137（55.9%）
净申购率均值	-0.288%
净申购率中位数	-0.222%
净申购率标准差	4.860%
合计净流入	-922.61 亿元
单日最大净申购	+68.90 亿元（2026-07-29）
单日最大净赎回	-198.77 亿元（2026-01-21）

数据来源：东吴证券研究所，上海证券交易所每日 ETF 份额披露、ETF 二级市场收盘价。净申购与净赎回天数按样本池合计份额变动方向计；2025 年 11 月 24 日合计份额零变动，系不同产品申赎方向相反所致，当日按金额计为净流入 0.76 亿元，单列为份额零变动天数。

一年下来，这 15 只产品净流出 922.61 亿元，份额缩水 63.1%。需要说明的是，这一收缩与全市场 ETF 的扩张并不矛盾：2026 年 6 月至 8 月，沪市股票型 ETF 份额从 12109.9 亿份升至 14453.7 亿份，规模仍在增长。两条线索的差异恰恰是本文的起点——资金在宽基内部做结构调整，中小盘宽基这一段是净流出的。

月度层面的分布更能说明问题。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

表3：月度资金流与指数表现

月份	净流入（亿元）	净申购率均值	净申购天数/交易日	占比	中证 1000	国证 2000
2025-09	-10.46	-0.063%	8 / 21	38.1%	+1.19%	-0.29%
2025-10	-3.41	+0.012%	7 / 17	41.2%	-0.77%	-0.31%
2025-11	+3.67	+0.048%	11 / 20	55.0%	-2.18%	-1.49%
2025-12	+27.25	+0.076%	11 / 23	47.8%	+3.59%	+4.02%
2026-01	-805.15	-4.170%	7 / 20	35.0%	+8.49%	+8.92%
2026-02	-53.01	-0.470%	6 / 14	42.9%	+3.82%	+4.15%
2026-03	-59.40	-0.728%	7 / 21	33.3%	-12.19%	-12.61%
2026-04	-131.15	-1.551%	7 / 21	33.3%	+9.76%	+9.46%
2026-05	-45.15	-0.724%	8 / 18	44.4%	+0.57%	+0.05%
2026-06	+27.80	+0.541%	10 / 21	47.6%	+4.96%	+3.60%
2026-07	+301.29	+4.182%	16 / 23	69.6%	-21.06%	-20.79%
2026-08	-172.30	-1.307%	6 / 21	28.6%	+9.72%	+10.70%
2026-09	-2.61	-0.283%	3 / 5	60.0%	-1.66%	-1.03%
合计	-922.61	-0.288%	107 / 245	43.7%	—	—

数据来源：东吴证券研究所，上海证券交易所每日 ETF 份额披露、ETF 二级市场收盘价、指数日线。指数涨跌幅为当月日收益算术累加，与复权月涨跌幅存在小幅差异。各月净流入为四舍五入后列示，加总为-922.63 亿元，与合计值-922.61 亿元存在 0.02 亿元尾差。

13 个月里有 9 个月净流出，只有 2025 年 11 月、12 月、2026 年 6 月、7 月为净流入。净流入的月份中，两个出现在指数下跌期（2025 年 11 月、2026 年 7 月）；净流出的月份中，规模最大的三个（2026 年 1 月、4 月、8 月）全部出现在指数上涨期。

金额与份额口径交叉验证过一次：2026 年 7 月样本池净流入 301.29 亿元，剔除中证 2000 系列后为 265.43 亿元，与我们此前报告《中小盘 ETF 资金流向观察：从 7 月的承接到 8 月的再平衡》按沪市中证 1000ETF 口径测算的 263.37 亿元接近；8 月为-172.30 亿元，与我们此前报告测算的-176.98 亿元量级相当。两份口径可以对接。

1.3. 2026 年 1 月：上涨中的最大规模赎回

我们此前报告《中小盘 ETF 资金流向观察：从 7 月的承接到 8 月的再平衡》讨论过 2026 年 8 月指数上涨与资金流出并存的现象：指数上涨 9.72%，中小盘 ETF 净流出 96.51 亿元（本文口径为 172.30 亿元，差异来自样本构成与价格口径）。把视野拉长后发现，8 月并非孤例，2026 年 1 月是一个量级更大的版本。

下载日志已记录，仅供内部参考

表4：2026 年 1 月样本池资金流的逐日特征（部分）

日期	净流入（亿元）	中证 1000 当日	备注
1 月 14 日	-4.19	+0.66%	连续净赎回起始
1 月 15 日	-12.24	-0.20%	
1 月 16 日	-45.33	-0.10%	
1 月 19 日	-72.75	+0.40%	
1 月 20 日	-43.22	-1.00%	
1 月 21 日	-198.77	+0.79%	单日最大净赎回
1 月 22 日	-96.85	+0.75%	
1 月 23 日	-96.21	+1.94%	
1 月 26 日	-126.29	-1.24%	
1 月 27 日	-41.14	+0.20%	
1 月 28 日	-97.05	+0.21%	
1 月 29 日	-24.98	-0.80%	连续净赎回结束
1 月 14 日至 29 日合计	-859.01	+1.61%	连续 12 个交易日净赎回

数据来源：东吴证券研究所，上海证券交易所每日 ETF 份额披露、ETF 二级市场收盘价、指数日线。1 月 14 日至 29 日合计净赎回 859.01 亿元；逐日数据为四舍五入后列示，加总为 859.02 亿元，与合计值存在 0.01 亿元尾差。窗口外其余 8 个交易日合计净流入 53.86 亿元。

这一次赎回有三个特征。

第一，规模远超其他月份。 单月净流出 805.15 亿元，是次高月份（2026 年 8 月，172.30 亿元）的 4.7 倍，占全年净流出总额的 87.3%。

第二，与指数方向明显相反。1 月 14 日至 29 日的 12 个交易日里，中证 1000 累计上涨 1.61%，其中 7 个交易日收涨，资金却连续 12 个交易日净赎回。最大单日净赎回 198.77 亿元出现在指数上涨 0.79%的 1 月 21 日；规模次之的 1 月 26 日净赎回 126.29 亿元，当日指数下跌 1.24%。

第三，份额在同类产品中同步收缩。 南方中证 1000ETF（512100）份额由 2025 年 12 月末的 256.51 亿份降至 1 月末的 107.11 亿份，1000 基金（560010）由 1 月 12 日的 114.31 亿份降至 1 月 30 日的 21.16 亿份，方向一致、节奏接近。同步性排除了单只产品的个体因素。

由于份额数据无法识别持有人身份，赎回主体不作推断。可以确认的是事实层面：在一轮上涨中，中小盘宽基 ETF 遭遇了样本期内最集中的一次资金撤离。

下载日志已记录，仅供内部参考

2. 资金与价格同期反向，且随市值下沉加深

2.1. 日度相关：随市值下沉而加深

把当日净申购率与当日指数收益配对，得到 245 组观测。

表5：日度资金流与指数收益的同期相关系数

指数	相关系数	p 值	样本数
国证 2000	-0.179	0.005	245
中证 1000	-0.169	0.008	245
中证 500	-0.126	0.049	245
沪深 300	-0.055	0.390	245

数据来源：东吴证券研究所，上海证券交易所每日 ETF 份额披露、指数日线

四项全部为负，且随市值下沉单调加深：沪深 300 不显著，中证 500 在 5%水平显著，中证 1000 与国证 2000 在 1%水平显著。小盘品种的申赎与当日涨跌的反向关系，比大盘品种更明显。这一梯度符合直觉——中小盘 ETF 的持有人结构中，个人与交易型资金的占比相对更高，对日内价格的反应也更敏感。

需要提醒的是，相关系数的绝对值都不高，最高的-0.179 对应约 3.2%的解释力。它是一个统计上可识别、但解释力有限的规律。

月度频率上的表现要强得多。

表6：月度资金流与指数收益的相关系数

配对方式	相关系数	p 值	样本数
当月资金流 vs 当月收益	-0.740	0.004	13
当月资金流 vs 上月收益	-0.183	0.569	12
当月资金流 vs 次月收益	+0.061	0.850	12

数据来源：东吴证券研究所，上海证券交易所每日 ETF 份额披露，月度口径

月度相关系数达到-0.740，解释力约 55%。但月度样本只有 13 个，统计上的自由度相当低，单个异常月份的影响会被放大。2026 年 1 月（上涨 8.49%、净流出 805.15 亿元）一个点就足以显著推高负相关。这一结果更适合作为方向性佐证，而非独立的定量结论。

下载日志已记录，仅供内部参考

2.2. 八档分组：触发申购的是波动幅度，不是方向

把 245 个交易日按中证 1000 当日涨跌幅分成八档，观察各档位的资金流均值。

表7：按当日收益率分档的资金流表现

当日涨跌幅	天数	净申购率均值	净申购率中位数	净申购天数占比
跌超 3%	9	+7.641%	+7.372%	77.8%
跌 1.5%-3%	26	+2.259%	+0.842%	61.5%
跌 0.5%-1.5%	48	-1.469%	-0.431%	29.2%
跌 0-0.5%	30	-0.724%	-0.484%	26.7%
涨 0-0.5%	32	-2.005%	-0.672%	28.1%
涨 0.5%-1.5%	63	-1.180%	-0.241%	41.3%
涨 1.5%-3%	33	+0.108%	+0.409%	69.7%
涨超 3%	4	+7.265%	+8.276%	100.0%

数据来源：东吴证券研究所，上海证券交易所每日 ETF 份额披露

形态不是一条直线。

跌幅超过 1.5%的两档，净申购率均值分别为+2.26%与+7.64%，净申购天数占比 61.5%与 77.8%，逆势申购特征明确。涨跌幅在-1.5%至+1.5%之间的四档合计 173 天，占全样本七成，全部为净赎回，净申购天数占比在 26.7%至 41.3%之间。大幅上涨的两档（涨超 1.5%，合计 37 天）也出现净申购，但样本量偏小，涨超 3%一档仅 4 个交易日，不足以支撑稳定结论。

一个务实的读法是：**触发申购的是波动幅度，而非方向本身**。单日波动超过 1.5%的日子（无论涨跌）合计 72 天，净申购率均值+2.22%，净申购天数占比 69.4%；波动在 1.5%以内的日子，资金整体呈净流出。这与样本期内资金总量收缩的背景相吻合——温和波动的日常交易日里，资金在持续、缓慢地流出；剧烈波动时，双向的申赎活动都被激活，且申购端放量更明显。

2.3. 高波动期才成立的负相关

按过去 20 个交易日的中证 1000 日收益标准差把样本分成三组，分别计算组内相关系数。

表8：不同波动环境下的资金流与同期收益关系

波动分组	20 日波动率区间	天数	净申购率均值	同期相关系数	p 值
低波动	0.88-1.30	76	-1.349%	-0.015	0.900
中波动	1.30-1.73	75	-0.195%	-0.112	0.338
高波动	1.73-2.93	75	+0.656%	-0.260	0.024

数据来源：东吴证券研究所，上海证券交易所每日 ETF 份额披露，分组按 20 日滚动波动率的三分位数划分。

下载日志已记录，仅供内部参考

分组结果给出了同期负相关的适用条件：负相关几乎全部来自高波动环境。低波动期相关系数为-0.015，p 值 0.90，统计上无法与零区分；高波动期升至-0.260，p 值 0.024。

两组的资金流方向也相反：低波动期净申购率均值-1.349%，高波动期+0.656%。结合上一节的分档结果，可以拼出一个相对完整的图景——**平稳期缓慢流出，剧烈波动期净申购，且跌幅越大申购越强**。这与《中小盘 ETF 资金流向观察：从 7 月的承接到 8 月的再平衡》报告 7 月的观察一致，只是 7 月处在波动率的上尾。

2.4. 去趋势与剔除 1 月后的再检验

样本期整体是净赎回的，这个背景可能会干扰相关系数。我们做了两项处理。

去趋势：把净申购率减去其自身 20 日移动均值，剔除中期趋势后重算。

剔除极端月份：删除 2026 年 1 月（净流出占全年 87.3%）后重算。

表9：同期负相关的稳健性检验

处理方式	样本数	同期相关系数（中证 1000）	p 值
基准（全样本）	245	-0.169	0.008
去 20 日趋势	226	-0.181	0.007
剔除 2026 年 1 月	144	-0.205	0.014

数据来源：东吴证券研究所，上海证券交易所每日 ETF 份额披露

两种处理后，负相关均未消失，剔除极端月份后反而略有增强。同期负相关不是由单一月份或中期趋势驱动的结果。

3. 先后顺序：回溯远强于前瞻

同期相关只说明两件事同时发生，不涉及先后。判断资金流有没有预测价值，要看它与未来收益的关系。

3.1. 回溯强于前瞻

把资金流与不同时点的收益配对，k 为领先期数：k>0 表示当日资金流与 k 个交易日后的收益配对，k<0 表示与此前的收益配对。

下载日志已记录，仅供内部参考

表10：资金流与指数收益的超前—滞后相关系数

领先期数 k	中证 1000	国证 2000	去趋势后（中证 1000）
-5	-0.067	-0.067	——
-4	-0.133	-0.127	——
-3	-0.110	-0.107	——
-2	+0.057	+0.045	——
-1（昨日收益）	-0.363	-0.350	-0.359
0（当日收益）	-0.169	-0.179	-0.181
+1（次日收益）	+0.096	+0.087	+0.079
+2	+0.065	+0.062	+0.060
+3	-0.099	-0.098	-0.115
+4	-0.070	-0.062	——
+5	+0.034	+0.034	——

数据来源：东吴证券研究所，上海证券交易所每日 ETF 份额披露

整条曲线的形状很清晰:峰值出现在 k=-1,即资金流与**昨日**收益的相关最强(-0.363); k=0 处衰减至-0.169；k>0 后转为微弱正相关且不单调（+0.096、+0.065、-0.099）。去趋势后这一形状基本不变，峰值仍在 k=-1（-0.359）。

三个数字放在一起：回溯-0.363，同步-0.169，前瞻+0.096。资金流对已经发生的价格变动反应最充分，对尚未发生的价格变动几乎无反应。

按市场状态分组后，资金流的方向差异也很直观。

表11：分市场状态的资金流表现

市场状态	天数	净申购率均值	净申购率中位数	净申购天数占比	净流入均值
上涨日	132	-0.802%	-0.013%	47.0%	-2.89 亿元
下跌日	113	+0.312%	-0.346%	39.8%	-1.05 亿元

数据来源：东吴证券研究所，上海证券交易所每日 ETF 份额披露

一个容易被忽略的细节：下跌日的净申购天数占比（39.8%）低于上涨日（47.0%）。均值与占比给出的信号不一致——下跌日的净申购率均值更高，但净申购的天数更少。这说明下跌日的申购由少数大额交易日贡献，多数下跌日其实仍在净赎回。《中小盘 ETF 资金流向观察：从 7 月的承接到 8 月的再平衡》报告 7 月的"连续 20 日净申购"是阶段性状态，放到一年里看并不常见。

3.2. 八个回归的显著性测试

相关系数之外，再用回归直接检验预测力。被解释变量为未来 1 日或 5 日的中证 1000 收益，解释变量为当日净申购率。

下载日志已记录，仅供内部参考

表12：资金流对未来收益的预测回归

样本	被解释变量	净申购率系数	t 值	R^2	样本数
全样本	未来 1 日收益	0.0311	1.42	0.008	240
全样本（控制当日收益）	未来 1 日收益	0.0281	1.27	0.011	240
全样本	未来 5 日收益	0.0077	0.16	0.000	240
全样本	国证 2000 未来 1 日	0.0287	1.29	0.007	240
去趋势	未来 1 日收益	0.0273	1.19	0.006	226
去趋势	未来 5 日收益	-0.0207	-0.40	0.001	226
剔除 2026 年 1 月	未来 1 日收益	0.0366	1.34	0.013	144
下跌加速期子样本	未来 1 日收益	0.0850	1.20	0.053	28

数据来源：东吴证券研究所，上海证券交易所每日 ETF 份额披露。下跌加速期定义为过去 3 日累计跌幅超过 3%的交易日。

八个回归里没有一个达到 5%显著性水平。最高的 t 值是全样本未来 1 日收益的 1.42，对应 R^2 仅 0.008，即资金流只能解释次日收益波动的 0.8%。系数符号为正，方向上"当天申购多、次日收益略高"，但幅度小到无法通过显著性检验。

下跌加速期子样本（28 个交易日）的系数 0.0850 是最大的，t 值 1.20，仍不显著，R^2 为 0.053。样本量只有 28 个，即便显著也难以作为结论使用。

3.3. 月度口径：对次月没有解释力

月度数据给出的答案更干脆：当月资金流与当月收益相关系数-0.740（p=0.004），与次月收益相关系数+0.061（p=0.85）。月度资金流对下个月的指数表现没有任何解释力。

日度与月度两个频率指向同一个结论：资金流与价格高度同步，没有表现出可识别的领先关系。

4. 事件层面的证据：中长期有效，短期不占优

相关与回归看的都是平均水平。资金流的作用如果集中在某几个特定时点上，平均值会把这类集中效应抹平。我们换成事件的视角，直接看连续申购之后发生了什么。

4.1. 连续净流入之后：中长期胜率占优

定义：样本池连续 3 个交易日及以上净申购为一次事件，以事件结束日为基准，统计其后 1、5、10、20 个交易日的中证 1000 累计收益。全年共识别 14 次，其中 13 次有完整的后续数据。作为对照，同时给出全样本的无条件基准。

下载日志已记录，仅供内部参考

表13：连续净流入事件后的收益分布

持有期	事件数	事件后均值	中位数	胜率	无条件均值	无条件胜率
1 日	13	+0.45%	+0.57%	61.5%	+0.03%	54.1%
5 日	13	+0.09%	+0.31%	53.8%	+0.16%	54.6%
10 日	13	+1.26%	+3.27%	69.2%	+0.30%	54.5%
20 日	13	+3.30%	+5.83%	69.2%	+0.54%	57.3%

数据来源：东吴证券研究所，上海证券交易所每日 ETF 份额披露。无条件基准为全样本滚动窗口收益的分布。

结果呈现明显期限结构：10 日与 20 日的胜率 69.2%，比无条件的 54.5%、57.3%高出约 15 个百分点，均值也明显更高；5 日胜率 53.8%，与无条件的 54.6%基本持平；1 日略高但幅度有限。

作为对照，连续净赎回事件（16 次）后的表现并不对称。

表14：连续净赎回事件后的收益分布

持有期	事件数	事件后均值	胜率	无条件胜率
1 日	16	+0.06%	56.2%	54.1%
5 日	15	+0.02%	33.3%	54.6%
10 日	15	+0.77%	60.0%	54.5%
20 日	13	+0.50%	69.2%	57.3%

数据来源：东吴证券研究所，上海证券交易所每日 ETF 份额披露。

净赎回事件后 5 日胜率 33.3%，是全部结果中偏离无条件水平最大的一项，方向上与"赎回后短期偏弱"一致。但 10 日、20 日又回到 60%以上，未形成持续劣势。

4.2. 下跌中的连续净流入：短期并不占优

《中小盘 ETF 资金流向观察：从 7 月的承接到 8 月的再平衡》报告留下一个待检验的命题：下跌加速期的连续净流入，是否包含领先信息。这里直接检验。

定义：事件期内中证 1000 累计下跌，且样本池连续 2 个交易日及以上净申购。全年识别 9 次。

表15：下跌中连续净流入事件的后续表现

持有期	事件数	事件后均值	中位数	胜率	无条件均值	无条件胜率
1 日	9	+0.37%	+0.57%	55.6%	+0.03%	54.1%
5 日	9	-2.01%	-1.38%	33.3%	+0.16%	54.6%
10 日	9	-2.49%	+0.52%	55.6%	+0.30%	54.5%
20 日	9	+1.91%	+3.74%	66.7%	+0.54%	57.3%

数据来源：东吴证券研究所，上海证券交易所每日 ETF 份额披露。

结果与原命题相反。下跌中的连续净流入之后，5 日均值-2.01%、胜率 33.3%，两项都差于无条件基准；10 日均值仍为负；只有 20 日维度才转为正超额（+1.91%对+0.54%，胜率 66.7%对 57.3%）。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

换句话说，**在下跌过程中逆势申购，短期内的平均结果并不理想**。这一发现构成对《中小盘 ETF 资金流向观察：从 7 月的承接到 8 月的再平衡》报告叙事的一处边界补充：7 月的逆势承接在事后看是有效的（后 20 日+9.40%），但把它当作一条可重复使用的规则，一年样本并不支持。

4.2.1. 三个失败案例与一个对照

具体到事件本身，9 次的分布很不均匀。

表 16：下跌中连续净流入事件明细

事件区间	天数	期间指数涨跌	期间净流入	后 5 日	后 10 日	后 20 日
2025-11-18 至 11-21	4	-6.16%	+34.44 亿元	+3.72%	+3.86%	+3.74%
2025-12-16 至 12-17	2	-0.25%	+5.72 亿元	+2.96%	+4.15%	+12.32%
2026-03-20 至 03-24	3	-3.81%	+31.20 亿元	+0.31%	+4.77%	+11.21%
2026-05-21 至 05-22	2	-1.25%	+22.60 亿元	-3.25%	-4.05%	+2.25%
2026-05-29 至 06-02	3	-2.93%	+58.06 亿元	-0.69%	+3.27%	+6.00%
2026-06-26 至 06-29	2	-2.58%	+48.50 亿元	-1.38%	-9.60%	-16.57%
2026-07-06 至 07-09	4	-3.71%	+92.39 亿元	-8.20%	-13.76%	-8.92%
2026-07-13 至 07-14	2	-3.24%	+86.61 亿元	-8.41%	-11.54%	-2.22%
2026-07-16 至 07-21	4	-7.06%	+144.06 亿元	-3.13%	+0.52%	+9.40%

数据来源：东吴证券研究所，上海证券交易所每日 ETF 份额披露、指数日线。

9 次事件里，后 5 日为负的有 6 次，其中 3 次集中在 2026 年 7 月。7 月这三段的共同点是：净流入规模大（86.61 亿至 144.06 亿元）、事件期内跌幅深（-3.24%至-7.06%），而后续 5 日继续下跌 3.13%至 8.41%。资金在下跌的中段进入，指数还有最后一程。

对照案例是 2026 年 3 月 20 日至 24 日：期间下跌 3.81%，净流入 31.20 亿元，后 20 日上涨 11.21%。它与 7 月的差异在于位置——3 月这次出现在下跌的尾声，指数在此后转向。

5. 资金流信号的可用与不可用

将前面的证据汇总，可以划出一条相对清楚的边界。

5.1. 可用的部分

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

第一，持有人结构的变化。净申购天数占比是一个稳定的结构性指标。全年为 43.7%，2026 年 7 月为 69.6%，8 月为 28.6%。占比的升降比净流入金额的升降更能反映持有人行为模式——连续多日的单向申购通常需要配置决策支撑，单日的大额双向申赎则更倾向于交易行为。这一指标在《中小盘 ETF 资金流向观察：从 7 月的承接到 8 月的再平衡》报告已经使用，一年样本继续支持它。

第二，情绪位置的参照。 单日申赎规模的极值往往对应短期情绪的极值。全年单日最大净赎回 198.77 亿元出现在 1 月 21 日，单日最大净申购 68.90 亿元出现在 7 月 29 日，这两天的指数分别上涨 0.79%和 0.98%，都不是下跌日。极值出现在上涨日，本身说明申赎决策与当日涨跌并不同步，更多是对前期累积涨幅的反应。

第三，中长期维度的有限提示。 连续净流入之后 10 日、20 日的胜率为 69.2%，高于无条件的 54.5%与 57.3%。这一差异在 13 次事件的基础上算不上统计强健，但方向一致：持续的净申购往往对应此后一到两个月的相对平稳或上行。它的含义是"资金在一段时间内持续进入的品种，后续大幅下跌的概率相对低"，而非"资金流入预示上涨"。

5.2. 容易被误读的部分

第一，把它当作短期择时信号。 数据不支持。未来 1 日回归 t 值 1.42，未来 5 日 t 值 0.16，月度与次月相关系数+0.061。日频资金流对未来一到五天的指数收益，解释力接近零。

第二，把下跌中的大额申购当作底部信号。 数据同样不支持。9 次下跌中的连续净流入，后 5 日均值-2.01%、胜率 33.3%，差于无条件基准。2026 年 7 月的三段逆势申购，后续 5 日继续下跌 3.13%至 8.41%。逆势申购反映的是有人愿意在这个位置接，不代表价格已经到位。

第三，把单日数据的方向当作资金态度。 单日申赎受做市商、套利盘、机构调仓等技术因素影响很大。1 月 21 日单日净赎回 198.77 亿元，其后中证 1000 在当月剩余交易日仍累计上涨。单日数据的信息含量低于连续多日的行为模式。

第四，忽略样本期背景。一年样本中资金整体净流出 922.61 亿元，份额收缩 63.1%。在这个背景下，"净流入"是一个相对稀有的状态，只有 4 个月出现。把稀有的正向月份的表现外推，风险较高。

对中小盘配置而言，资金流的定位应当是**辅助与验证**。它的主要作用是回答"当前这个位置，有没有资金在持续进入""持有人的行为是一致还是分散"，这些问题对判断筹码结构有帮助。至于"下个月哪个行业会涨"，资金流数据给不出答案——那需要回到业绩验证与产业线索上去。

下载日志已记录，仅供内部参考

6. 从资金信号看中小盘的后续演变

6.1. 主要判断依据

依据有三条。

其一，资金与价格的同期负相关在一年样本中稳定成立，且随市值下沉而加深，去趋势与剔除极端月份后不变。中小盘 ETF 的申赎行为带有明显的均值回归特征，这与大盘品种的表现形成对照。

其二，这一关系不包含领先信息。回溯强于同步、同步强于前瞻的顺序在多种处理方式下保持一致，预测回归均未通过显著性检验。

其三，样本期内中小盘宽基 ETF 整体处于资金收缩状态，份额下降 63.1%。资金在宽基内部的结构调整中，中小盘这一段是净流出的。

6.2. 短、中、长期的几点看法

短期（1-3 个月），资金流数据提供不了方向判断。若期间出现连续净申购，可以参考其 10 日、20 日的胜率优势，但需要注意 5 日维度的胜率并不占优。短期更值得关注的是净申购天数占比能否回到 50%以上——这一指标在 2026 年 7 月为 69.6%，8 月降至 28.6%，9 月前 5 个交易日为 60.0%，尚未形成稳定回升。

中期（3-6 个月），资金收缩的趋势是否会延续是关键。样本池份额从 391.8 亿份降至 144.7 亿份，其中 2026 年 1 月单月贡献了绝大部分。若赎回集中在少数月份而非均匀分布，说明这是特定事件驱动的资金行为，而非持续性的撤离；若后续月份继续出现百亿级净流出，则需要考虑中小盘宽基的配置需求是否出现了转向。

长期（6 个月以上），被动化对中小盘定价的影响仍将延续。ETF 份额变动与指数收益的反向关系，本身是被动资金提供流动性的一种表现。这类资金的持续存在有助于平抑单日波动，也不改变中小盘配置的主线——业绩验证。

6.3. 后续值得跟踪的几个指标

净申购天数占比。月度口径，50%可作为多空力量相对均衡的参照线。2026 年 7 月 69.6%、8 月 28.6%、9 月前 5 日 60.0%。

单日申赎规模的极值。单日净流入或净流出超过 100 亿元的交易日频次。频次上升通常对应持有人结构的活跃化，也意味着短期价格波动可能加大。

连续净流入事件的后续表现。每出现一次连续 3 日以上净申购，记录其后 10 日与 20 日的收益，用于持续检验 69.2%这一胜率是否稳定。

样本池合计份额的月度变化。用于判断资金收缩是趋势性的还是事件性的。2026 年 1 月-805.15 亿元、4 月-131.15 亿元、8 月-172.30 亿元，三次规模较大，前两次的驱动因素并不相同。

下载日志已记录，仅供内部参考

波动率环境。20 日波动率高于 1.73 时，资金与价格的负相关显著增强；低于 1.30 时，这一关系基本消失。波动环境可作为识别信号有效性的前置条件。

7. 风险提示

1. **样本覆盖有限。**样本为沪市 15 只中证 1000 与中证 2000 系列 ETF，深市同类产品、场外份额及联接基金未纳入，与全市场中小盘 ETF 的实际资金流存在口径差异。

2. **数据窗口包含极端行情。**样本期为 2025 年 9 月至 2026 年 9 月，期间出现 2026 年 7 月的单月大幅调整（中证 1000 跌 21.06%），极端月份的观测值对相关系数与回归结果的影响大于常规月份。

3. **份额口径与金额口径存在差异。**交易所披露的注册份额为官方数据，净流入金额由份额变动乘以收盘价估算，与基金公司披露的申赎金额存在差异，换算过程中未考虑申赎费用与管理费计提。

4. **统计关联不等于因果。**相关系数与回归结果只反映变量间的同步变化，不能据此认定资金流导致了价格变动，或价格变动导致了资金流。

5. **事件样本数量有限。**连续净流入事件 13 次、下跌中连续净流入事件 9 次，样本量偏小，胜率等统计量的稳定性不高，单次事件的影响较大。

6. **未识别持有人身份。**交易所份额数据不包含持有人信息，对资金性质（配置、交易、套利）的判断基于行为特征推断，存在不确定性。

7. **指数收益为价格口径。**中证 1000 与国证 2000 的日收益未考虑成分股分红与交易成本，与全收益口径存在小幅差异。

8. **历史关系可能发生变化。** 若 ETF 产品线结构、做市机制、申赎结算规则或投资者结构发生调整，本报告观察到的一年期关系可能不再适用。

下载日志已记录，仅供内部参考

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

免责声明

东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用，且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后，应立即退回并销毁，不得依据本报告内容做出任何投资决策。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn