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

宽基下沉与主题上浮：ETF 资金的结构分化与中小盘配置观察

2026 年 09 月 16 日

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

增持（维持）

投资要点

1. 总量与节奏：样本期（2025 年 9 月 1 日至 2026 年 9 月 7 日，246 个共同交易日）内，1367 只宽基与主题 ETF 合计净流出约 1306 亿元；节奏上 2026 年 1 月为净流出低点（−7619 亿元）、2026 年 7 月为净流入高点（+8629 亿元），年内呈“主题持续吸金、宽基集中赎回、年中修复”的走势。

2. 风格分化：宽基内部流出压力集中在大盘层，沪深 300 期间净流出−11451 亿元，为宽基最主要的退出方向；中证 500（−1306 亿元）、中证 1000（−1494 亿元）仍处净流出，中证 2000（+39 亿元）与科创创业（+446 亿元）实现净流入。资金并未在宽基内部平均退出，但“沿市值链单调下沉”并不严格成立——中证 1000 的净流出规模略高于中证 500，更准确的表述是大盘宽基深度净赎回、中小盘末端（中证 2000）小幅转正、科创创业板块为正。

3. 行业集中：主题维度期间净流入 12460 亿元，CR3 约 60%、CR5 约 71%；增量集中于半导体（+4938 亿元，占 40%）、通信（+1275 亿元）、黄金（+1272 亿元）少数赛道，且集中度由 2025 年 9 月的 41.3%升至 2026 年 8 月的 92.2%；半导体与通信领跑、资源与公用事业跟进，呈现“科技与避险强、制造与金融偏弱”的行业格局。

4. 资金密度分化：以“净流入÷规模”衡量承接力度，主题期间约+52%，宽基约−78%；通信（+394%）、半导体（+242%）、电力（+132%）、计算机（+80%）等科技与公用事业链条居前，军工（−76%）、金融（−24%）、新能源车（−6%）则为负；承接力度在主题维度、尤其科技赛道更集中。

5. 配置判断：对中小盘配置，短期关注半导体/科创链条承接力度的持续性，中期观察市值下沉能否延伸至中证 1000 的赚钱效应，长期仍回归行业景气与业绩验证。

风险提示：市场大幅波动导致 ETF 份额与净值同向回撤的风险；部分主题赛道（如半导体、通信）资金集中度高，存在拥挤交易与回撤放大的风险；海外利率、汇率及地缘事件影响跨境（港股、美股）ETF 资金流向的风险；沪市 ETF 份额采用交易所总份额、深市采用流通份额，两者统计口径存在差异，可能对跨市场合计净流入的精确值产生影响的风险；样本期内新成立 ETF 占比偏高（346 只），其高比例净流入可能放大主题维度承接力度的风险；测算以“份额变动×当日收盘价”估算净流入、价格缺失以前值填充，与真实资金流存在偏差的风险；行业景气与上市公司业绩不及预期导致主题 ETF 资金承接力度难以延续的风险；政策环境变化影响 ETF 发行与资金配置节奏的风险。

相关研究

《中小盘流动性观察：换手率上行与成交结构的分化》

2026-09-14

《中小盘配置观察：资金流向的可用与不可用》

2026-09-11



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. 一年样本的总体事实：资金整体净流出，但“主题进、宽基出” 4
2. 宽基内部的风格分化：大盘层资金净流出、中小盘末端小幅转正 6
3. 主题资金的行业集中：半导体与通信领跑，资源与公用事业跟进 9
4. 资金密度视角：承接力度在科技链条最集中 12
5. 对中小盘行业配置的几点判断 14
5.1. 短期看法 14
5.2. 中期看法 14
5.3. 长期看法 15
5.4. 后续值得跟踪的几个指标 15
6. 风险提示 15

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: 月度净流入总规模（按类别，单位：亿元）.....5
表 2: 月度净流入与承接力度明细（单位：亿元 /%）.....6
表 3: 宽基市值链净流入与承接力度（期间合计，单位：亿元）.....8
表 4: 主题维度净流入前十二赛道（期间合计，单位：亿元）.....10
表 5: 主题维度净流入集中度（CR3/CR5，单位：%）.....11
表 6: 资金承接力度对比（期间合计，单位：亿元）.....13
表 7: 口径敏感性（剔除新成立 ETF，单位：亿元/%）.....14

下载日志已记录，仅供内部参考

1. 一年样本的总体事实：资金整体净流出，但“主题进、宽基出”

本文以沪深两市 ETF 的每日份额披露为基底，按基金简称的行业特征将样本划分为宽基与主题两类，合计 1367 只：其中宽基 370 只（覆盖沪深 300、中证 500、中证 1000、中证 2000 及科创板/创业板等市值链与板块），主题 997 只（覆盖半导体、通信、黄金、证券、医药、新能源车等 30 余个行业赛道）。债券货币、红利/央企/质量/ESG/现金流等策略因子类，以及区域、商品等非两类品种共 270 只，不在本文比较范围内。这样划分的用意，是把观察聚焦于“市值暴露”与“行业暴露”两条主线，避免策略因子产品干扰两类产品的净流向读数。从剔除项看，270 只中涵盖策略因子类、债券货币类、区域与商品类，它们虽同为 ETF 资金的一部分，但因不属于“市值链”或“行业赛道”任一主线，纳入会比较口径，故单列剔除；其规模变动不影响本文两类产品的结论。

在口径上需说明，本文样本已覆盖沪深两市 ETF，但两类市场的份额统计口径存在一处差异：沪市 ETF 份额采用交易所每日披露的“总份额”，深市 ETF 份额采用万得（Wind）提供的“流通份额”，二者在 ETF 这一品类上通常接近，但仍属不同统计源，可能对跨市场合计净流入的精确值产生有限影响；价格方面，沪市收盘价取自新浪财经 ETF 日线行情，深市收盘价取自万得（Wind）深市 ETF 每日行情。净流入统一以“逐只份额变动×当日收盘价”估算，方向一致。此外，样本期内新成立 ETF 占比偏高（346 只），其高比例净流入对主题维度承接力度的扰动已在后文口径敏感性部分单独处理，口径本身的偏向因此受到控制。这一口径安排意味着，本文关于“宽基下沉、主题上浮”的判断对全市场两类产品具有参考意义，若后续两市份额统计口径进一步统一，跨市场合计的精确值或有微调。

样本期内，1367 只宽基与主题 ETF 合计净流出约 1306 亿元。拆解看，宽基净流出 13766 亿元，主题净流入 12460 亿元——资金在两类产品之间并未均匀摆动，“主题进、宽基出”的分化较为明显。规模端同样印证这一方向：宽基月末规模由 2025 年 9 月的 25970 亿元降至 2026 年 9 月的 12659 亿元，缩减约 51%；主题月末规模由 20916 亿元升至 23662 亿元，小幅扩张约 13%。一缩一增之间，两类产品的体量对比也发生了逆转：样本期初宽基规模约为主题的 1.24 倍，样本期末主题规模已反超宽基约 1.87 倍。

月度节奏上，资金流向并非线性，两个极端月份格外突出。2026 年 1 月是样本期内净流出最集中的月份，单月合计净流出 7619 亿元，其中宽基单独流出 10513 亿元，集中在华泰 300、华夏 300、嘉实 300 等头部沪深 300 产品，单只产品月净赎回均超千亿元；2026 年 7 月则是净流入高点，单月合计流入 8629 亿元，宽基与主题同步回补（宽基+3864 亿元、主题+4764 亿元），为全年仅有的一次两类产品共振式回补。除这两个极端月份外，2025 年四季度主题类持续吸金（10 月主题净流入 1480 亿元、11 月 840 亿元），2026 年二至三季度宽基多数月份仍处净流出，直至 7 月出现阶段性修复。

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1：月度净流入总规模（按类别，单位：亿元）

月份	宽基净流入	主题净流入	合计净流入	备注
2025-09	40.42	1608.23	1648.65	
2025-10	−179.85	1480.23	1300.38	
2025-11	−36.90	839.58	802.68	
2025-12	1646.07	523.39	2169.46	
2026-01	−10513.41	2894.33	−7619.07	合计净流入最小月
2026-02	−936.88	839.81	−97.07	
2026-03	−460.19	469.00	8.81	
2026-04	−2256.79	−563.11	−2819.90	
2026-05	−2823.94	−546.02	−3369.96	
2026-06	−1463.64	110.32	−1353.32	
2026-07	3864.29	4764.38	8628.67	合计净流入最大月
2026-08	−770.91	14.52	−756.39	
2026-09	125.47	25.64	151.11	仅 5 个交易日

数据来源：上海证券交易所每日 ETF 份额披露、万得（Wind）深市 ETF 流通份额与每日收盘价、新浪财经 ETF 日线行情（沪市价格），东吴证券研究所测算整理；样本期为 2025 年 9 月 1 日至 2026 年 9 月 7 日的 246 个共同交易日；净流入 = 逐只“份额变动 × 当日收盘价”之和；2026 年 9 月为部分月份（截至 9 月 7 日，仅 5 个交易日）。合计列为宽基与主题之和，各分项保留两位小数，与分项加总存在不超过 0.01 亿元的尾差。

把 13 个月逐一拆开看，宽基与主题的节奏并不同步，而是多次出现“此消彼长”。宽基流出最集中的是 2026 年 1 月（−10513 亿元）、5 月（−2824 亿元）、4 月（−2257 亿元）、6 月（−1464 亿元），这四个月宽基合计流出约 1.71 万亿元，绝对规模已超过宽基全期净流出总额（1.38 万亿元），说明宽基净流出高度集中于这两段窗口；其中 1 月单月沪深 300 产品集中赎回约 7309 亿元，是全年最极端的退出。主题吸金最强的月份则是 2026 年 7 月（+4764 亿元）、2026 年 1 月（+2894 亿元）、2025 年 10 月（+1480 亿元）。两类产品“此消彼长”在 1 月最突出：当月宽基巨量流出、主题却逆势净流入近 2900 亿元，资金从大盘宽基撤出、转入行业主题的特征最为明显；4—5 月则出现两类产品同为负（宽基−2257 亿、主题−563 亿；宽基−2824 亿、主题−546 亿），属少见的“双弱”窗口；7 月是两类产品同步转正（宽基+3864 亿、主题+4764 亿），为全年仅有的一次共振回补。整体看，主题在多数月份扮演资金承接角色，宽基则在年初与年中两轮集中赎回，季度层面的错位构成样本期主旋律。下表月度承接力度（当月净流入÷当月月末规模）进一步显示，宽基承接力度深负集中在 1 月（−59.4%）与 5 月（−23.1%）、7 月转正至 +29.4%，与主题承接力度的节奏形成对照。

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2：月度净流入与承接力度明细（单位：亿元 / %）

月份	宽基净流入	主题净流入	合计净流入	宽基承接力度	主题承接力度	合计承接力度
2025-09	40.42	1608.23	1648.65	0.16	7.69	3.52
2025-10	−179.85	1480.23	1300.38	−0.70	6.76	2.73
2025-11	−36.90	839.58	802.68	−0.15	3.79	1.71
2025-12	1646.07	523.39	2169.46	6.05	2.34	4.37
2026-01	−10513.41	2894.33	−7619.07	−59.42	10.76	−17.08
2026-02	−936.88	839.81	−97.07	−5.56	3.13	−0.22
2026-03	−460.19	469.00	8.81	−3.02	1.94	0.02
2026-04	−2256.79	−563.11	−2819.90	−15.60	−2.22	−7.09
2026-05	−2823.94	−546.02	−3369.96	−23.15	−2.24	−9.20
2026-06	−1463.64	110.32	−1353.32	−12.67	0.46	−3.80
2026-07	3864.29	4764.38	8628.67	29.44	20.13	23.46
2026-08	−770.91	14.52	−756.39	−6.04	0.06	−2.06
2026-09	125.47	25.64	151.11	0.99	0.11	0.42

数据来源：上海证券交易所每日 ETF 份额披露、万得（Wind）深市 ETF 流通份额与每日收盘价、新浪财经 ETF 日线行情（沪市价格），东吴证券研究所测算整理；样本期为 2025 年 9 月 1 日至 2026 年 9 月 7 日的 246 个共同交易日；净流入 = 当月“份额变动 × 当日收盘价”之和，承接力度 = 当月净流入 ÷ 当月月末规模；2026 年 9 月为部分月份（截至 9 月 7 日，仅 5 个交易日）。

小结：样本期 ETF 资金整体净流出，但结构是“主题吸金、宽基净赎回”，两类产品的体量对比由宽基占优逆转为主题占优；节奏上 1 月为流出极点、7 月为流入极点，主题在多数月份扮演了资金承接角色。

2. 宽基内部的风格分化：大盘层资金净流出、中小盘末端小幅转正

把宽基按市值链拆开，可以读出一条相对清晰的风格信号：资金在宽基内部并未平均退出，流出压力集中在大盘层。沪深 300 期间净流出−11451 亿元，是宽基最主要的退出方向；中证 500（−1306 亿元）、中证 1000（−1494 亿元）仍处净流出，中证 2000（+39 亿元）、科创创业（+446 亿元）实现净流入。用“下沉”概括这一特征，指向的是相对方向：流出压力沿市值链由大盘向小盘递减、小盘末端勉强转正。但需要明确，这一梯度在全市场口径下并不严格单调——中证 1000 的净流出规模（−1494 亿元）略高于中证 500（−1306 亿元），因此“沿市值链单调下沉”并不成立，更准确的表述是大盘宽基深度净赎回、中小盘末端（中证 2000）小幅转正、科创创业板块为正。

用“净流入÷规模”的承接力度口径看，这一分化更鲜明。沪深 300 期间承接力度约

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

-104%，中证 500 约-105%，中证 1000 约-180%，而中证 2000 约+55%、科创创业约+10%。大盘层承接力度显著为负，小盘层与科创创业板块为正。需要说明，中证 1000 承接力度低于中证 500，主因其平均规模更小、同期净流出绝对值虽低于沪深 300 但相对规模仍偏负；但就“小盘层转正、大盘层深负”的方向而言，市值链向下偏移的特征明确。科创创业板块承接力度为正，与其成分中半导体、科创芯片等硬科技权重较高、期间受资金青睐相一致。

月度层面，下沉梯度并非每月都成立，但大方向稳定。在 2026 年 1 月的集中赎回中，沪深 300 单月净流出约 7309 亿元，是中证 2000 全期净流入的百余倍，大盘层承担了绝大部分退出压力；而在 2026 年 7 月的修复中，沪深 300 单月回流约 1235 亿元，为宽基回补的主力之一，说明大盘层的资金摆动本身也更大。这种“大盘层波动更大、小盘层基底更稳”的节奏差异，进一步强化了下沉的观测，但需结合月度次序的稳定性来理解。

下沉梯度在月度颗粒度上并不稳定。以沪深 300≤中证 500≤中证 1000≤中证 2000 的严格单调下沉（净流入沿市值下降而抬升）为口径，13 个月中仅 4 个月成立：2026 年 2 月至 2026 年 5 月；其余 9 个月出现反例。反例大致两类：其一是沪深 300 自身转为净流入，使“大盘最深负”的前提不再成立，典型是 2025 年 12 月（沪深 300 +850 亿元）与 2026 年 7 月（沪深 300 +1235 亿元），这两月恰是宽基整体回补的月份；其二是中证 1000 与中证 500、中证 2000 与中证 1000 的相对次序反复，如 2026 年 1 月中证 1000 净流出 -1308 亿元深于中证 500 的-594 亿元，2026 年 6 月中证 1000 +27 亿元而中证 2000 -6 亿元，2026 年 8 月中证 1000 -301 亿元又深于中证 500 -80 亿元。也就是说，下沉是“期间合计”层面稳健的方向，但在月度颗粒度上，中盘层（中证 1000）与大盘层的资金次序并不稳定，不能简单理解为每月都是单调下沉。

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：宽基市值链净流入与承接力度（期间合计，单位：亿元）

市值层级	期间净流入	平均规模	承接力度(%)
沪深 300	−11451.40	10985.12	−104.24
中证 500	−1306.20	1245.46	−104.88
中证 1000	−1493.75	827.93	−180.42
中证 2000	38.87	70.22	55.36
科创创业	446.19	4577.73	9.75
宽基合计	−13766.27	17706.46	−77.75

数据来源：上海证券交易所每日 ETF 份额披露、万得（Wind）深市 ETF 流通份额与每日收盘价、新浪财经 ETF 日线行情（沪市价格），东吴证券研究所测算整理；样本期为 2025 年 9 月 1 日至 2026 年 9 月 7 日的 246 个共同交易日；净流入 = 逐只“份额变动 × 当日收盘价”之和，规模 = 份额 × 收盘价；承接力度 = 期间净流入 ÷ 期间平均月末规模。分项加总等于宽基合计

这一分化，与此前报告《中小盘流动性观察：换手率上行与成交结构的分化》中观察到的“中证 2000 成交活跃度率先修复”形成呼应——成交结构与资金流向在两个维度上指向了同一方向：小盘层面的关注度在抬升。但需注意，下沉是“相对”的：中证 500、中证 1000 仍录得净流出，并非所有小盘层都实现资金正流入，更准确的表述是，流出压力沿市值链由大盘向小盘递减，中证 2000 与科创创业板块是宽基内部仅有的资金正流入层级。若后续中证 1000 也转为净流入，下沉才从“末端转正”扩展为更完整的市值链行情。

小结：宽基内部资金沿市值链向下偏移，沪深 300 是流出主力，中证 2000 与科创创业板块实现净流入；用承接力度衡量，小盘层为正、大盘层深度为负，下沉特征明确但属相对趋势，且大盘层资金摆动本身更大、月度次序并不稳定。

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

3. 主题资金的行业集中：半导体与通信领跑，资源与公用事业跟进

主题维度期间净流入 12460 亿元，明显强于宽基，但这笔增量高度集中于少数行业赛道，呈现清晰的行业选择偏好。按期间净流入排序，半导体以 4938 亿元居首，占主题净流入的 40%；通信 1275 亿元、黄金 1272 亿元分列二、三位；其后为机器人 739 亿元、证券 662 亿元、恒生科技 650 亿元、有色 551 亿元、电力 507 亿元、计算机 448 亿元、港股医药 344 亿元。前十赛道合计占主题净流入约 91%，集中度较高。

集中度方面，主题 CR3（前三大赛道净流入占比）约 60%，CR5 约 71%。集中度的月度走势更值得留意：CR3 由 2025 年 9 月的 41.3%波动上行，至 2026 年 8 月达到 92.2%，年末（9 月仅 5 个交易日）回落至 75.7%；CR5 同步由 62.0%升至 96.5%。也就是说，在样本期内，增量向头部赛道的聚集是趋势性走高的，而非均匀分布。半导体单一赛道长期占据增量首位，是集中度抬升的核心驱动；2026 年 2 月、5—8 月通信多次进入前三大，黄金在避险需求下也频繁跻身前三。

赛道之间的分化也反映在绝对流向上。半导体、通信、黄金、机器人、证券、计算机、恒生科技、有色、电力为资金正流入；而军工（−227 亿元）、银行（−80 亿元）、新能源车（−48 亿元）、金融（−40 亿元）、基建（−38 亿元）、钢铁（−15 亿元）、环保（−48 亿元）等则为净流出。增量向科技（半导体/通信/计算机/AI）、资源（黄金/有色/油气）、公用事业（电力）与港股科技（恒生科技/港股互联网）集中，传统制造（军工/新能源车/基建/钢铁）与金融中介部分赛道则被资金减持。这种“科技与避险强、制造与金融偏弱”的格局，与 2025 年下半年以来产业叙事的重心、以及中报业绩验证期科技链条的景气线索一致，但也意味着一旦科技赛道交易趋于拥挤，承接力度的回撤也会更陡。

主题内部的“此消彼长”还体现在净流出赛道上，并非所有主题都上涨。期间净流出最集中的是军工（−227 亿元），其赎回高度集中在 2025 年 12 月（−163 亿元）与 2026 年 1 月（−43 亿元），与当时风险偏好修复、资金从避险类切换有关；新能源车净流出−48 亿元，且除个别月份外多数时间为负，2026 年 5 月（−52 亿元）、6 月（−89 亿元）流出最深；银行净流出−80 亿元，2025 年 12 月单月−68 亿元为最大缺口。除此之外，金融（−40 亿元）、基建（−38 亿元）、钢铁（−15 亿元）、环保（−48 亿元）、煤炭（−9 亿元）、港股红利等也均为净流出。把这些负向赛道与半导体、通信、黄金的正向增量并置，主题维度呈现的是“科技与避险强、制造与金融弱”的内部分化，而非普涨；资金的行业选择高度集中，少数赛道吸金的同时，另一批赛道在被持续减持，这一结构提示主题维度的增量并非均匀铺开。

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4：主题维度净流入前十二赛道（期间合计，单位：亿元）

细分主题	期间净流入	占主题净流入比(%)
半导体	4938.06	39.63
通信	1274.75	10.23
黄金	1272.01	10.21
机器人	738.64	5.93
证券	662.43	5.32
恒生科技	650.05	5.22
有色	551.28	4.42
电力	507.21	4.07
计算机	447.62	3.59
港股医药	344.20	2.76
港股互联网	331.44	2.66
医药	270.85	2.17
主题合计	12460.32	100.00

数据来源：上海证券交易所每日 ETF 份额披露、万得（Wind）深市 ETF 流通份额与每日收盘价、新浪财经 ETF 日线行情（沪市价格），东吴证券研究所测算整理；样本期为 2025 年 9 月 1 日至 2026 年 9 月 7 日的 246 个共同交易日；净流入 = 逐只“份额变动 × 当日收盘价”之和；占比 = 各赛道净流入 ÷ 主题合计净流入。

下载日志已记录，仅供内部参考

表5：主题维度净流入集中度（CR3/CR5，单位：%）

月份	主题 CR3	主题 CR5
2025-09	41.26	61.97
2025-10	47.94	63.67
2025-11	47.42	62.58
2025-12	68.11	79.16
2026-01	44.66	60.41
2026-02	68.82	82.47
2026-03	68.36	82.90
2026-04	62.59	84.02
2026-05	81.59	92.59
2026-06	84.24	90.66
2026-07	85.06	90.66
2026-08	92.19	96.54
2026-09	75.74	91.39

数据来源：上海证券交易所每日 ETF 份额披露、万得（Wind）深市 ETF 流通份额与每日收盘价、新浪财经 ETF 日线行情（沪市价格），东吴证券研究所测算整理；样本期为 2025 年 9 月 1 日至 2026 年 9 月 7 日的 246 个共同交易日；CR3/CR5 为当月各细分主题净流入为正部分的占比排名前 3/前 5 之和；2026 年 9 月为部分月份。

集中度的抬升并非匀速，在特定月份明显加速。CR3 在 2025 年 9 月至 2026 年 1 月主要落在 41.3%—68.1%区间（其中 2025 年 12 月因港股与机器人主题靠前短暂升至 68.1%，2026 年 1 月回落至 44.7%），增量在初期仍相对分散；真正的抬升出现在 2026 年 2 月，CR3 由 44.7%升至 68.8%（+24.2 个百分点），同期 CR5 由 60.4%升至 82.5%，对应通信、恒生科技、港股互联网跻身前三大。2026 年 3 月 CR3 回落至 68.4%，接近起点，显示 2 月的集中带有阶段性；此后自 2026 年 4 月起进入连续爬升通道：4 月 62.6%、5 月 81.6%、6 月 84.2%、7 月 85.1%、8 月 92.2%，逐月递进，至 8 月达到样本期峰值，CR5 同步由 84.0%升至 96.5%。换言之，资金向头部赛道的聚集在 2026 年 2 月首次跳变、2026 年 4—8 月持续强化，加速集中在上半年末至年中这一段；2026 年 9 月因仅 5 个交易日，CR3 回落至 75.7%，属统计窗口缩短所致，不代表集中度逆转。

从月度前三大赛道看，资金偏好的轮动也有迹可循。2025 年四季度至 2026 年初，黄金、恒生科技、港股互联网等避险与港股资产频繁跻身前三，反映当时风险偏好偏弱；2026 年 2 月起通信、半导体、计算机等硬科技赛道逐步主导前三，至年中半导体稳居首位。也就是说，主题维度的“集中”并非固定押注单一赛道，前期偏防御（黄金/港股），后期偏进攻（半导体/通信）的切换，半导体在后半段成为最稳定的增量来源。这一切换与宽基在 2026 年 1 月集中赎回、7 月修复的节奏大致对应，说明资金在防御与进攻之间的调整，同时作用于两个维度。

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

小结：主题维度增量集中于半导体、通信、黄金少数赛道，CR3 约 60%、CR5 约 71%，且集中度在样本期内趋势性走高；赛道间“科技与避险强、制造与金融弱”的分化清晰，头部赛道拥挤度上升是后续需留意的点。

4. 资金密度视角：承接力度在科技链条最集中

净流入绝对值受规模干扰，用“净流入÷规模”衡量资金进入的“密度”（即承接力度）更能刻画资金偏好的强弱。类别层面，主题期间承接力度约+52%，宽基约−78%——主题不仅净流入为正，相对其约 2.39 万亿元的平均规模，资金进入的密度也明显高于宽基。宽基−78%的承接力度，对应其约 1.77 万亿元平均规模上的持续赎回。

主题内部的承接力度分化更值得关注。按期间净流入÷平均规模排序，通信承接力度约+394%、半导体约+242%、电力约+132%、计算机约+80%，居前；黄金因平均规模近 2900 亿元，绝对净流入居第三，但承接力度约+44%，属“量大、密度中等”。承接力度为负的赛道包括军工（−76%）、金融（−24%）、新能源车（−6%），这些赛道期间被资金净减持，承接力度为负（口径同表 6）。可见“主题强”是总体判断，内部仍是科技与公用事业链条居前，传统制造与金融赛道反而被减持。

逐只产品的承接力度排行中，居前多为 2025 年 9 月后新成立、规模基数较小的半导体与科创类 ETF（如科创半导、科半导体、芯片设备等），其净流入相对期初规模的倍数较高。这属于新发产品建仓带来的高比例读数，会放大主题维度的承接力度观感。为此我们做了口径敏感性测试：剔除 346 只样本期内新上市（首日份额为 0 或上市晚于起点逾 20 个交易日）的 ETF 后，主题净流入由 12460 亿元降至 11974 亿元，宽基净流出由−13766 亿元微降至−14250 亿元，主题 CR3 由 60%变为 61%、CR5 由 71%变为 72%，核心结论不变。说明“主题强、宽基弱”的格局并非由新发产品单独驱动，存量产品与增量产品共同指向同一结果。

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6：资金承接力度对比（期间合计，单位：亿元）

维度	期间净流入	平均规模	承接力度(%)
宽基（合计）	-13766.27	17706.46	-77.75
主题（合计）	12460.32	23876.22	52.19
主题-通信	1274.75	323.71	393.79
主题-半导体	4938.06	2038.97	242.18
主题-电力	507.21	384.98	131.75
主题-计算机	447.62	556.18	80.48
主题-黄金	1272.01	2871.68	44.30
主题-军工	-227.26	300.61	-75.60
主题-金融	-39.87	163.29	-24.42
主题-新能源车	-48.46	805.82	-6.01

数据来源：上海证券交易所每日 ETF 份额披露、万得（Wind）深市 ETF 流通份额与每日收盘价、新浪财经 ETF 日线行情（沪市价格），东吴证券研究所测算整理；样本期为 2025 年 9 月 1 日至 2026 年 9 月 7 日的 246 个共同交易日；承接力度 = 期间净流入 ÷ 期间平均月末规模；主题分项仅列承接力度居前与居后的代表性赛道，全部分项由东吴证券研究所测算整理得到。

若看单只产品，承接力度极值主要由小规模新发产品贡献：科创半导（588170）期间承接力度约+577%、科半导体（588710）约+867%、芯片设备（561980）约+650%、半导材料（562590）约+626%。这些产品规模基数小、成立时间短，净流入相对期初规模的倍数高，是主题承接力度“看起来较高”的重要组成；也正因如此，前文的口径敏感性测试在剔除新发产品后才更具参考意义。对存量老产品而言，通信 ETF（159507）承接力度约+478%，说明高承接力度并非仅由新发产品制造，科技老产品同样获得了密度可观的申购。

绝对净流入会掩盖“承接力度”信息，规模与承接力度之间常有背离。一端是“规模大、密度低”：沪深 300 期间平均规模约 10985 亿元、却录得-104.24%的承接力度，中证 500 平均规模约 1245 亿元、承接力度-104.88%，这两个千亿级底盘的绝对流出额虽不及主题增量，但相对自身规模已是深度净赎回，规模大并不等于吸金强。另一端是“规模小、密度高”：科半导体（588710）平均规模约 39.6 亿元、承接力度+867.2%，芯片设备（561980）约 41.0 亿元、+650.3%，半导材料（562590）约 40.6 亿元、+626.1%，几十亿的规模却获得数倍的净流入承接力度。值得一提的是，部分规模较大的科技老产品（如通信 ETF）承接力度同样居前，说明规模与承接力度并非严格反向，科技老产品同样可能兼具“规模与密度”。对配置而言，只看绝对净流入会低估小产品的资金密度、高估大盘宽基的承接力，承接力度口径恰能纠正这一偏差。

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7：口径敏感性（剔除新成立 ETF，单位：亿元/%）

指标	基准（全样本）	稳健（剔除 346 只新成立）	变动
合计净流入	−1305.95	−2276.24	−970.29
宽基净流入	−13766.27	−14250.25	−483.98
主题净流入	12460.32	11974.01	−486.31
主题 CR3(%)	60.07	60.62	+0.55
主题 CR5(%)	71.31	71.52	+0.21
沪深 300 净流入	−11451.40	−11440.82	+10.58
中证 2000 净流入	38.87	38.87	0.00

数据来源：上海证券交易所每日 ETF 份额披露、万得（Wind）深市 ETF 流通份额与每日收盘价、新浪财经 ETF 日线行情（沪市价格），东吴证券研究所测算整理；新成立 ETF 定义为首日份额为 0 或上市晚于样本起点逾 20 个交易日；稳健口径下样本由 1367 只降至 1021 只。

小结：承接力度口径下，主题（约+52%）显著强于宽基（约−78%），科技与公用事业链条（通信、半导体、电力、计算机）承接力度居前，军工、金融、新能源车为负；剔除新发产品后结论稳健，说明两类产品强弱格局由存量与增量共同决定。

5. 对中小盘行业配置的几点判断

把上述两类信号放回中小盘配置的语境：宽基末端（中证 2000、科创创业）的资金正流入，主题上浮指向科技赛道（半导体、通信、算力）的资金高密度集中。两者叠加，反映出资金在“市值暴露”与“行业暴露”之间重新配比，而非简单的“大小盘切换”——投资者倾向于用行业主题表达观点，而非用宽基大盘做底仓。这对中小盘研究的含义是，后续应更重赛道景气与个股业绩，而非仅看市值风格的 Beta。

5.1. 短期看法

半导体/通信/算力链条的承接力度居全样本前列，且与 AI 算力、国产替代的产业叙事相互强化。短期内这一承接力度若能维持，中小盘中的硬科技细分（半导体设备、光模块、PCB、算力硬件）仍有资金面支撑。但若后续产业订单或业绩兑现不及预期，高集中度赛道面临回撤放大的压力，这一点在军工、新能源车等曾由净流入转负的赛道上已有先例，提示短期不宜仅以资金强度作为依据。

5.2. 中期看法

市值下沉能否从中证 2000 延伸至中证 1000 的赚钱效应，是中小盘配置的关键。当前中证 1000 仍净流出，下沉更多停留在最末端（中证 2000）与科创创业板块；若中证 1000 也转为净流入，下沉才更具持续性，中小盘的配置窗口也会相应打开。这一观察可与成交结构类指标交叉验证：当中证 1000 的成交活跃度与资金净流入同步修复时，下

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

沉从“末端现象”升级为“链条现象”的概率更高。

5.3. 长期看法

资金承接力度终须回归业绩验证。主题 ETF 的高承接力度若不能被上市公司盈利增长承接，容易演变为估值与筹码的往复；中小盘研究的落脚点，仍是细分赛道的景气拐点与个股业绩弹性。长期看，能持续兑现收入与利润增长的中小盘细分龙头，才可能在资金两轮换后仍被保留在组合中，单纯靠资金推动的赛道难以穿越周期。

5.4. 后续值得跟踪的几个指标

- 中证 2000、中证 1000 ETF 的月度净流入能否由“末端转正”扩展到中盘层；

- 半导体、通信赛道 ETF 的净流入承接力度是否维持，以及 CR3/CR5 是否继续走高；

- 宽基头部产品（沪深 300 为代表）的赎回节奏是否在市场修复后收敛；

- 新发主题 ETF 的建仓规模，及其对存量产品承接力度的扰动；

- 跨境（港股互联网、恒生科技、纳指）ETF 受海外利率与汇率影响的资金摆动；

- 黄金等避险赛道在各市场波动阶段的净流入对冲作用。

6. 风险提示

市场大幅波动导致 ETF 份额与净值同向回撤的风险；部分主题赛道（如半导体、通信）资金集中度高，存在拥挤交易与回撤放大的风险；海外利率、汇率及地缘事件影响跨境（港股、美股）ETF 资金流向的风险；沪市 ETF 份额采用交易所总份额、深市采用流通份额，两者统计口径存在差异，可能对跨市场合计净流入的精确值产生影响的风险；样本期内新成立 ETF 占比偏高（346 只），其高比例净流入可能放大主题维度承接力度的风险；测算以“份额变动×当日收盘价”估算净流入、价格缺失以前值填充，与真实资金流存在偏差的风险；行业景气与上市公司业绩不及预期导致主题 ETF 资金承接力度难以延续的风险；政策环境变化影响 ETF 发行与资金配置节奏的风险。

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