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

被动化的边界：ETF 规模扩张与中小盘波动特征

2026 年 09 月 20 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. 过去一年（2025 年 9 月至 2026 年 9 月），**A 股宽基 ETF 对指数自由流通市值的穿透率呈“大盘高、中小盘低”的梯度**：沪深 300 均值约 2.6%、中证 500 约 1.3%、中证 1000 约 0.8%，中证 2000 与中证 800 不足 0.1%，梯度随市值下沉逐级递减。

2. 穿透率在样本期内并非单调上行。沪深 300、中证 500、中证 1000 自 2026 年 1 月起明显回落，沪深 300 由约 4.5%降至约 1.0%；中证 2000 在 2026 年二、三季度逆势扩张，由约 0.04%升至约 0.13%，是少数被快速“ETF 化”的小盘指数。

3. 把样本期按各指数穿透率高低分成两组对照，高穿透率阶段的日内振幅、隔夜跳空与日收益绝对值超 2%的交易日占比均更低，被动持有较高的阶段短期波动更收敛，该方向在沪深 300、中证 500、中证 1000 三只指数上一致。

4. 与《中小盘流动性观察：换手率上行与成交结构的分化》衔接看，中小盘“换手升温、承接变薄”与被动资金占比的变动方向并不吻合：大盘承接改善恰发生在 ETF 穿透率回落阶段，被动化或难以单独解释中小盘的承接变薄，更可能来自其他流动性供给的变化。

5. 对中小盘配置，短期看流动性分层、中期看业绩验证、长期把被动化边界视作风险预算约束；需关注 ETF 集中赎回、小盘成交过热、成分股业绩不达预期等风险（详见文末风险提示）。

风险提示：ETF 集中赎回风险：若宽基 ETF 延续 2026 年的份额回撤，相关指数短期可能面临被动抛压与流动性折价；小盘成交过热风险：中证 2000 等产品逆势扩容伴随小微盘成交升温，若情绪逆转，价格冲击可能放大；成分股业绩不达预期风险：中小盘行情更多由基本面驱动，盈利验证失败会直接拖累超额收益；被动持有集中风险：单一宽基 ETF 持仓过度集中，在逆向行情中或放大同向波动；跨市场数据缺口风险：国证 2000、创业板指等缺少沪市 ETF 样本，结论存在覆盖盲区；政策与监管变动风险：ETF 发行、减持与做市规则调整会影响被动资金供给；估值回落风险：小盘指数波动率高，若市场整体回撤，中小盘回撤幅度或更明显；外部冲击风险：全球流动性与地缘事件可能通过改变风险偏好间接影响 A 股被动资金流向。

相关研究

《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》

2026-09-16

《中小盘流动性观察：换手率上行与成交结构的分化》

2026-09-14

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. 一年里被动资金站在哪里：谁被 ETF 持有得更多 4
2. 穿透率不是只涨不跌：2026 年被动资金的结构性回撤与少数指数的逆势扩张 7
3. 把样本期按穿透率高低拆开：高持有阶段的日内波动更收敛 9
4. 被动化能否解释承接变薄：与换手率分化的对照 11
5. 对中小盘配置的几点看法 13
5.1. 后续值得跟踪的几个指标 13
6. 风险提示 14



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: 各宽基指数沪市 ETF 覆盖与期末规模（2026 年 9 月 7 日）.....5
表 2: 五只可核算指数穿透率横截面（2025 年 9 月 1 日—2026 年 9 月 7 日）.....6
表 3: 四只指数穿透率与同期波动的月度对照（节选）.....7
表 4: 高、低穿透率两组的波动对照（沪深 300、中证 500、中证 1000）.....9
表 5: 期末穿透率与波动指标横截面对照.....10
表 6: 穿透率稳健性检验（基准口径 vs 剔除新 ETF vs 替代口径）.....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

1. 一年里被动资金站在哪里：谁被 ETF 持有得更多

把“被动化的边界”拆开，其实是两层意思。第一层是水平边界：跟踪某指数的 ETF 到底持有了它多少自由流通市值，这个比例高到什么位置；第二层是动态边界：这个比例能不能一直向上，还是在某个位置就会停、甚至会回撤。2024 年至 2025 年，借道 ETF 入市的长期资金把沪深 300 等产品的规模推到历史高位，市场一度默认“被动化只进不退”。本文用 2025 年 9 月开启的 246 天样本来检验这一假设，把视角收到“穿透率”这一把尺子上，看清被动资金在宽基里究竟站得有多稳。结论先说在前面：被动化不是一条只向上的线，它的边界比直观感受更近。下面五节依次看穿透率的水平与差异、一年里的变化节奏、波动结构的对照，以及与《中小盘流动性观察：换手率上行与成交结构的分化》承接问题的衔接，最后落到中小盘配置的看法与跟踪指标。

衡量被动化深浅，最直观的尺子是“穿透率”，即跟踪某指数的 ETF 合计规模占该指数自由流通市值的比例。本文用沪市 907 只 ETF 的逐日份额，乘以对应收盘价还原出每只 ETF 的每日规模，再按基金简称映射到宽基指数，加总后得到各指数的 ETF 规模，最后除以万得（Wind）提供的指数自由流通市值得到穿透率。这里先把口径讲清楚：ETF 份额数据只覆盖 2025 年 9 月 1 日至 2026 年 9 月 7 日这 246 个交易日，因此穿透率这一段只能落在这 246 天里；而指数波动指标用的是 2023 年 1 月 3 日至 2026 年 9 月 8 日的 893 个交易日，两段样本期不能混用，后文凡涉及跨期对照都会单独标注。

之所以要反复强调两段样本期，是因为穿透率看的是“一年内”的资金动作，而波动看的是“近三年”的行情特征，两者时间尺度不同，直接拿三年的波动去解释一年的穿透率变动会错位。本文始终把穿透率相关的对照限制在 246 天内，把波动水平的横向比较放在 893 天里，避免把长期波动属性误读成短期被动资金的效果。

从沪市 907 只 ETF 里筛出宽基产品，能映射到本文目标的共 113 只，分布在沪深 300、中证 500、中证 800、中证 1000、中证 2000、上证 50、科创 50、科创 100 八只指数上。需要提前说明两个覆盖缺口：一是国证 2000、创业板指没有沪市 ETF 跟踪（这两只指数的产品主要在深交所上市），所以它们的穿透率无法用本数据核算，后文只在波动结构部分出现；二是中证 800、中证 2000、上证 50、科创 50、科创 100 五只指数的日线 OHLC 不在本次提供的指数日线文件里，且本环境未能调取补充行情，因此波动结构只覆盖沪深 300、中证 500、中证 1000、国证 2000、创业板指五只指数。这两个缺口不影响主干结论，但会在每一张相关表格下注明。

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：各宽基指数沪市 ETF 覆盖与期末规模（2026 年 9 月 7 日）

指数	沪市 ETF 只数	期末 ETF 规模（亿元）	自由流通市值（亿元）	期末穿透率
沪深 300	23	2332.4	236668.2	0.99%
中证 500	21	627.9	90051.3	0.70%
中证 1000	5	269.5	77984.8	0.35%
中证 2000	5	77.2	61718.0	0.13%
中证 800	4	60.3	326719.4	0.018%
上证 50	13	299.0	不适用	—
科创 50	32	1788.0	不适用	—
科创 100	10	145.7	不适用	—
国证 2000	0	0.0	不适用	不适用
创业板指	0	0.0	不适用	不适用

数据来源：上海证券交易所每日 ETF 份额披露、新浪财经 ETF 日线行情、万得（Wind）指数自由流通市值，东吴证券研究所测算整理；穿透率样本期为 2025 年 9 月 1 日至 2026 年 9 月 7 日的 246 个交易日，波动指标样本期为 2023 年 1 月 3 日至 2026 年 9 月 8 日的 893 个交易日；ETF 规模 = 逐只“当日份额 × 当日收盘价”之和，穿透率 = ETF 规模 ÷ 指数自由流通市值 × 100%；上证 50、科创 50、科创 100 的自由流通市值不在本次提供的 Wind 文件内，故穿透率列示为“—”，其 ETF 规模仍计入。

把绝对数读一遍更有体感。沪深 300 期末穿透率约 0.99%，意思是跟踪它的 ETF 合计只持有了其自由流通市值的约 1%。即便是最被动资金偏好的指数，ETF 也仍是少数股东，多数筹码仍在主动管理与个人投资者手里。中证 500 约 0.70%、中证 1000 约 0.35%，到中证 2000 只剩 0.13%。这组数字和“ETF 主导市场”的流行印象有距离：在自由流通市值层面，被动资金远未到“说了算”的程度，它更像是叠加在主动定价之上的一层缓冲，而不是底盘本身。理解了这一层，后面讨论“被动化能否影响承接、能否解释波动”才有分量：一个占比不足 1%到 3%的变量，本就不该被赋予太重的解释权重。这也解释了为什么“ETF 化”对大盘的影响更可见、对中小盘更隐蔽：基数不同，同样的资金动作在两端留下的痕迹相差一个量级。

横向看，被动资金的位置高度集中在大盘。沪深 300 以 23 只沪市 ETF、约 2332 亿元期末规模，穿透率均值约 2.6%，是样本期内被 ETF 持有得最多的指数；中证 500 约 1.3%、中证 1000 约 0.8%，随市值下沉逐级递减；中证 2000 与中证 800 的穿透率均值分别只有 0.07%和 0.02%，几乎可以忽略。一个值得留意的细节是，中证 800 的穿透率反而低于中证 1000：中证 800 由沪深 300 与中证 500 拼接而成，但跟踪它的沪市 ETF 只有 4 只、规模仅 60 亿元出头，说明“宽”并不等于“被动资金偏好”，产品供给的集中度本身也是穿透率形状的一部分。

穿透率形状还受产品供给约束。中证 800、中证 2000 这类宽基虽有指数，但沪市跟踪产品少、规模小，被动资金没处去；反观沪深 300，产品矩阵成熟、费率低、流动性

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

好，资金天然往最省事的地方聚。所以“谁被 ETF 持有更多”一半是投资者选择、一半是产品供给的结果。理解这一点，对判断“哪些指数未来会被快速 ETF 化”有帮助：有产品先发优势、费率竞争激烈的指数，更容易在资金转向时迎来规模跃升。

把视线移到没有穿透率的三只指数上，同样能读出信息。上证 50 有 13 只沪市 ETF、期末规模约 299 亿元，科创 50 更有 32 只、规模约 1788 亿元，科创 100 有 10 只、约 146 亿元。科创板产品数量在八只指数里最多，说明发行端对硬科技宽基的兴趣不低，只是它们的自由流通市值不在本次 Wind 文件内，暂无法折算穿透率。反过来看，国证 2000、创业板指都没有沪市跟踪产品，意味着“中小盘被动化”这个故事在卖方数据上本就留有缺口：真正的小盘宽基被动持有，更多落在深交所的产品里，本文沪市样本天然覆盖不到。这也提醒我们，后文关于中小盘的判断，都应理解为“沪市可见部分”的结论，不能自动外推到全市场。

表2：五只可核算指数穿透率横截面（2025 年 9 月 1 日—2026 年 9 月 7 日）

指数	穿透率均值	区间最低	区间最高	期初	期末	变动（个百分点）	变动幅度
沪深 300	2.63%	0.76%	4.48%	4.47%	0.99%	-3.48	-77.95%
中证 500	1.29%	0.55%	2.05%	1.96%	0.70%	-1.26	-64.34%
中证 1000	0.78%	0.15%	1.54%	1.49%	0.35%	-1.15	-76.84%
中证 2000	0.07%	0.04%	0.16%	0.05%	0.13%	0.08	159.18%
中证 800	0.02%	0.02%	0.03%	0.03%	0.02%	-0.01	-28.43%

数据来源：上海证券交易所每日 ETF 份额披露、新浪财经 ETF 日线行情、万得（Wind）指数自由流通市值，东吴证券研究所测算整理；穿透率样本期为 2025 年 9 月 1 日至 2026 年 9 月 7 日的 246 个交易日，波动指标样本期为 2023 年 1 月 3 日至 2026 年 9 月 8 日的 893 个交易日；ETF 规模 = 逐只“当日份额 × 当日收盘价”之和，穿透率 = ETF 规模 ÷ 指数自由流通市值 × 100%；变动幅度 =（期末穿透率−期初穿透率）÷ 期初穿透率，穿透率与变动列均保留两位小数，两列之间存在四舍五入形成的微小差异。

小结：被动资金在宽基上的分布是明显的“头重脚轻”：绝大部分仓位压在沪深 300，越往小盘越少；中证 2000、中证 800 这类指数哪怕被跟踪，被动持有的分量也极薄，这构成了后文讨论“边界”的起点。沪深 300 一只指数就占了可核算指数 ETF 规模的六成以上，被动持仓的集中度本身也是一种需要记在心里的风险。

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

2. 穿透率不是只涨不跌：2026 年被动资金的结构性回撤与少数指数的逆势扩张

把穿透率按月份拆开，第一眼看到的是它不是一条向上的曲线。沪深 300 的穿透率在 2025 年 9 月至 12 月稳定在 4.3%—4.5%区间，进入 2026 年 1 月后出现一次明显下台阶，当月均值跌到 3.6%、月末仅 2.1%，随后逐月滑落，到 2026 年 9 月只剩约 1.0%。中证 500、中证 1000 走的是同一条路径：两只指数都在 2026 年 1 月同步下台阶（中证 1000 由 1.5%附近跌到 0.5%附近），此后继续低位运行，到 2026 年中触底后略有反复，期末分别落在 0.7%和 0.35%。

表3：四只指数穿透率与同期波动的月度对照（节选）

指数	月份	月均穿透率	月末穿透率	月日均振幅
沪深 300	2025-09	4.43%	4.40%	1.61%
沪深 300	2026-01	3.57%	2.15%	1.32%
沪深 300	2026-06	1.26%	0.85%	1.82%
沪深 300	2026-09	0.97%	0.99%	1.12%
中证 1000	2025-09	1.48%	1.47%	2.07%
中证 1000	2026-01	1.17%	0.51%	1.90%
中证 1000	2026-06	0.18%	0.23%	2.36%
中证 1000	2026-09	0.33%	0.35%	1.96%
中证 2000	2025-09	0.04%	0.04%	—
中证 2000	2026-02	0.08%	0.09%	—
中证 2000	2026-07	0.09%	0.12%	—
中证 2000	2026-09	0.12%	0.13%	—

数据来源：上海证券交易所每日 ETF 份额披露、新浪财经 ETF 日线行情、万得（Wind）指数自由流通市值，东吴证券研究所测算整理；穿透率样本期为 2025 年 9 月 1 日至 2026 年 9 月 7 日的 246 个交易日，波动指标样本期为 2023 年 1 月 3 日至 2026 年 9 月 8 日的 893 个交易日；ETF 规模 = 逐只“当日份额 × 当日收盘价”之和，穿透率 = ETF 规模 ÷ 指数自由流通市值 × 100%；中证 2000 的日线振幅因 OHLC 不在本次提供文件内未列示。

这张表里最反差的一幕在 2026 年：当中大盘宽基被 ETF 赎回、穿透率一路向下时，中证 2000 在 2026 年二、三季度逆势扩张，由年初的 0.04%附近爬升到 0.13%，其中 2026 年 7 月到 8 月从 0.09%跳到 0.13%，是样本期内少数被快速“ETF 化”的小盘指数。它的绝对水平仍然很低，但方向和沪深 300、中证 500、中证 1000 方向相反。一个可能的背景是，当大资金从沪深 300ETF 退出后，部分增量产品流向了更小市值的赛道，对应的是 2026 年小微盘成交热度的抬升；但这只是方向一致的旁证，不能据此断定因果。

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

中证 2000 被快速“ETF 化”，对中小盘行业研究有两层含义。一是产品供给端，2026 年新发的多只中证 2000ETF 把小盘宽基的可投工具补齐了，研究员和组合经理多了一个低成本、高透明的小盘 beta 入口；二是资金端，这部分增量更多是被动复制，买入的是一篮子小盘成分股，对单一公司的定价与基本面研究并无直接拉动。换句话说，中证 2000 的 ETF 化改善了“买得到小盘”的便利，却没有改变“小盘公司要不要买”的判断基础：行业比较仍要回到成分公司的盈利与景气，不能被产品扩容的表象带偏。

把节奏放回配置视角，2026 年这道分界线值得记牢。当中大盘宽基的被动持有在年初集中退出，同一时段小微盘的成交与 ETF 申报却升温，说明资金的“市值下沉”并非匀速，在大盘赎回后的一段窗口里明显加速。对中小盘研究者而言，这种节奏提示我们：小盘的被动增量往往是对大盘撤退的滞后反应，量级也小一个数量级：沪深 300 同期的净赎回约 7400 亿元，中证 2000 的 ETF 规模仅约 77 亿元。因此，不能把阶段性的小微盘热度直接读成“被动化全面下沉”，它更像是大资金调仓的影子，而非独立的配置趋势。

把月度节奏再往前推一步，2026 年的轮廓其实给出了一个可跟踪的“边界信号”：当沪深 300ETF 的份额净赎回持续、而中证 2000ETF 的份额净申购抬头，往往对应小盘成交热度与波动的同步抬升。对中小盘研究者，这提示我们把注意力放在热度的“成色”上，而非追逐热度本身。若小盘上涨主要由被动复制资金推动，它改善的是 beta 的可获得性，并不改变个股基本面；一旦这类资金转向，小盘回撤也可能更陡。所以把边界信号当作风险温度计，比当作收益信号更合适。节奏本身不预测方向，但它标出了哪类持仓更“拥挤”、哪类更脆弱。

把“变化”说得更直白：在样本期内，沪深 300、中证 500、中证 1000 三只中大盘指数的穿透率均较期初明显回落，幅度在六成到八成之间；中证 800 小幅下行约三成；只有中证 2000 逆势上行约 1.6 倍，但仍停留在 0.1%量级。换句话说，过去一年被动化并未全面铺开，更接近“大篮子缩水、小篮子补一点”的结构性摆动。

2026 年 1 月这次下台阶值得单独看。三只中大盘指数的穿透率几乎在同一周从高位落到中段，形态不像渐进的份额流失，更像一次性的大额赎回或调仓。结合 2025 年下半年长期资金借道沪深 300ETF 入市的时点，2026 年初的回落或反映这部分仓位开始退出。无论动机如何，它说明被动化对大盘的持有是“可进可退”的，边界在资金行为转向时会很快显现。对中小盘而言，真正的增量信号来自中证 2000：它在 2026 年二、三季度的上行与大盘的赎回几乎同步，或反映退出大盘的资金有一部分外溢到了更小市值的赛道，但这种外溢的规模（约 77 亿元）相对沪深 300 同期的净赎回（约 7400 亿元）仍然很小，尚不足以改变整体格局。

小结：被动化的边界在 2026 年显现得很清楚：即便是穿透率最高的沪深 300，其 ETF 持有比重也能在一年内回撤近八成；所谓“ETF 化”从来不是单向进程，赎回与扩张可以同时发生在不同市值层。

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. 把样本期按穿透率高低拆开：高持有阶段的日内波动更收敛

前面看的是水平，这一节看穿透率高低和波动结构是否有关。做法是对每只可核算指数，把 246 个交易日按该指数当日穿透率的中位数分成“高穿透率”和“低穿透率”两组，再比较两组的日内振幅、隔夜跳空，以及日收益绝对值超过 2%的交易日占比。这里刻意不谈“相关”这个词，只摆两组均值的差异。

表4：高、低穿透率两组的波动对照（沪深 300、中证 500、中证 1000）

指数	高组天数	低组天数	高组日内振幅	低组日内振幅	高组隔夜跳空	低组隔夜跳空	高组日收益绝对值>2%占比	低组日收益绝对值>2%占比
沪深 300	123	123	1.30%	1.52%	0.39%	0.53%	6.56%	10.66%
中证 500	123	123	1.69%	2.31%	0.53%	0.67%	13.12%	27.05%
中证 1000	123	123	1.83%	2.21%	0.57%	0.70%	13.93%	23.77%

数据来源：上海证券交易所每日 ETF 份额披露、新浪财经 ETF 日线行情、万得（Wind）指数自由流通市值，东吴证券研究所测算整理；穿透率样本期为 2025 年 9 月 1 日至 2026 年 9 月 7 日的 246 个交易日，波动指标样本期为 2023 年 1 月 3 日至 2026 年 9 月 8 日的 893 个交易日；ETF 规模 = 逐只“当日份额 × 当日收盘价”之和，穿透率 = ETF 规模 ÷ 指数自由流通市值 × 100%；高/低组按各指数穿透率中位数切分，波动指标取自同日期指数日线。

三只指数给出同一个方向：穿透率高的那段日子，日内振幅更低、隔夜跳空更小、大波动交易日占比也更低。沪深 300 的高组日内振幅比低组低约 0.2 个百分点、尾部日占比低约 4 个百分点；中证 500 的落差最大，高组尾部日占比 13%对低组 27%，几乎差了一倍；中证 1000 也呈同样格局。结合样本期的时间顺序，穿透率高对应的是 2025 年下半年，穿透率低对应的是 2026 年赎回后的阶段，这个结果也可以读成：被动持有较厚的时期，指数的短期价格摆动更收敛。

为什么高穿透率阶段波动更收敛？一个直观的解释是，ETF 作为透明度高、申赎方便的载体，平常提供的是持续的双边报价与套利力量，会压缩指数的日内跳空和极端收益；当穿透率因赎回下降，这部分被动买盘变薄，指数的短期摆动就容易放大。但这只是机理上的合理推测，样本里高、低穿透率恰好对应 2025 年下半年与 2026 年赎回后两个阶段，期间宏观与市场环境也在变化，不能把波动差异全算到被动资金头上。

这里要补一句重要的限定。本样本里“高穿透率”对应的是 2025 年下半年、“低穿透率”对应的是 2026 年赎回后的阶段，两组不只是穿透率水平不同，所处的市场状态也明显不同：2026 年的宏观环境与风险偏好整体更颠簸，本身就更容易出现大波动交易日。

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

所以高、低组之间的波动差，既可能来自被动持有变薄，也可能来自市场环境的切换，单凭这组对照分不清二者各占多少。把它当作“方向一致的证据”是稳妥的，若据此声称“被动化导致波动”则明显过头。这一点放到第 4 节与承接问题一并看，会更有分量。

再把五个有波动数据的指数横着摆，看“谁被动持有多、谁波动大”：

表5：期末穿透率与波动指标横截面对照

指数	期末穿透率	日均日内振幅	日均隔夜跳空	20 日波动率年化	日收益绝对值>2%天数占比
沪深 300	0.99%	1.28%	0.33%	15.5%	5.7%
中证 500	0.70%	1.66%	0.36%	20.5%	11.1%
中证 1000	0.35%	1.83%	0.36%	22.6%	14.6%
国证 2000	不适用	1.87%	0.36%	23.8%	16.7%
创业板指	不适用	2.14%	0.55%	26.9%	19.8%

数据来源：上海证券交易所每日 ETF 份额披露、新浪财经 ETF 日线行情、万得（Wind）指数自由流通市值与万得（Wind）指数日线行情，东吴证券研究所测算整理；穿透率样本期为 2025 年 9 月 1 日至 2026 年 9 月 7 日的 246 个交易日，波动指标样本期为 2023 年 1 月 3 日至 2026 年 9 月 8 日的 893 个交易日；ETF 规模 = 逐只“当日份额 × 当日收盘价”之和；指数日内振幅、隔夜跳空与 20 日波动率所用 OHLC 来自万得（Wind）指数日线行情；国证 2000、创业板指无沪市 ETF，穿透率列示为不适用。

这张表里，沪深 300、中证 500、中证 1000 三只可同时看穿透率和波动的指数，呈现“穿透率越低、波动越高”的单调排列；再加上国证 2000、创业板指两只没有穿透率数据但波动明显更高的小盘指数，整体形状是市值越小、波动越大。需要提醒的是，横截面上的这种排列，究竟有多少是被动持有带来的、有多少只是小盘股本身的波动属性，单凭这张表分不出来。它提示方向与幅度一致，但不能当作被动化导致波动的证明。

把这张横截面表与《中小盘流动性观察：换手率上行与成交结构的分化》的承接结论对照，会看到一个耐人寻味的对应：穿透率最高的沪深 300，恰是前文里承接改善最明显的指数；穿透率接近零的国证 2000、创业板指，承接则偏薄甚至减弱。方向上，“被动持有多”与“承接厚”确实站在一起。但这只是同一时点的横截面共现，推不出因果：沪深 300 承接好，可能更多因为它本身就是流动性最好的大盘宽基，被动持有只是叠加项。把它当作“被动支撑承接”的旁证可以，当作机制结论则过头。

为确认前述“大盘高、中小盘低”的排序不是单一口径的产物，本文做两组稳健性检验。第一组剔除样本期内新成立的 9 只宽基 ETF（包括 588550、589950、563750 等）后重算穿透率，五只可核算指数的均值变动均小于 0.01 个百分点，排序纹丝不动；第二组改用“ETF 规模÷指数成交额”作为替代口径，其横截面排序与“ETF 规模÷自由流通市

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

值”排序一致：沪深 300 仍居首，中证 2000 与中证 800 仍垫底。两套口径互相印证，说明穿透率的梯度是稳健的，并非某只大 ETF 或某个统计选择制造的假象。

表6：穿透率稳健性检验（基准口径 vs 剔除新 ETF vs 替代口径）

指数	基准穿透率均值	剔除新 ETF 后均值	两者差（个百分点）	替代口径均值（规模÷成交额）	替代口径期末（规模÷成交额）
沪深 300	2.63%	2.62%	0.007	1.055	0.435
中证 500	1.29%	1.28%	0.004	0.273	0.183
中证 800	0.02%	0.02%	0.000	0.007	0.007
中证 1000	0.78%	0.78%	0.000	0.132	0.065
中证 2000	0.07%	0.07%	0.000	0.009	0.020

数据来源：上海证券交易所每日 ETF 份额披露、新浪财经 ETF 日线行情、万得（Wind）指数自由流通市值与万得（Wind）指数成交额，东吴证券研究所测算整理；穿透率样本期为 2025 年 9 月 1 日至 2026 年 9 月 7 日的 246 个交易日，波动指标样本期为 2023 年 1 月 3 日至 2026 年 9 月 8 日的 893 个交易日；ETF 规模 = 逐只“当日份额 × 当日收盘价”之和，穿透率 = ETF 规模 ÷ 指数自由流通市值 × 100%；剔除新 ETF 指剔除样本期内新成立的产品，替代口径为 ETF 规模与指数成交额之比。

小结：无论是组内对照还是横截面对照，被动持有较高的阶段和指数，短期波动都更收敛；这个方向稳定，且排序经两套口径交叉验证，但原因需要更干净的识别设计才能下结论。

接上《中小盘流动性观察：换手率上行与成交结构的分化》未尽的疑问：被动化或难以解释中小盘的承接变薄

在《中小盘流动性观察：换手率上行与成交结构的分化》里，我们观察到 2026 年各层次换手率普遍上行，但单位成交的承接能力（价格冲击）改善主要落在大盘，中小盘改善有限、创业板指反而减弱。本文想回答的，正是这种“成交升温但承接变薄”的结构，是否与被动资金占比上升有关。

4. 被动化能否解释承接变薄：与换手率分化的对照

把两篇的发现叠在一起，会出现一个不太好用“被动化推手论”解释的画面。第一，从横截面看，沪深 300 被动持有最厚、承接也最好，中小盘被动持有极薄、承接也偏薄，两者方向一致，似乎支持“被动资金托底承接”；但第二，从时间顺序看，沪深 300 的穿

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

透率在 2026 年大幅回落，而它的承接改善恰恰发生在这一年，也就是说大盘承接变好时，ETF 持有比重反而在下降。两段证据互相牵制，更稳妥的解读是：被动化与承接能力的变化方向并不稳定地绑定，2026 年大盘承接的改善或来自其他流动性供给（例如做市、机构调仓或衍生品对冲），未必是 ETF 规模本身。

顺着这个逻辑，中小盘“承接变薄”也就难以用“被动资金占比上升”来解释，因为中小盘的被动占比本来就极低且在样本期内也未明显抬升（中证 1000 甚至回落），谈不上“上升”拉动“变薄”。更可能的情况是，中小盘承接能力的边际变化由自身成交结构、成分股流动性和短线资金行为主导，被动化只是背景里一个分量很小的变量。这里用“或反映”“可能”而不是定论，是因为本文的穿透率样本只有 246 天、且缺少国证 2000 与创业板指的 ETF 数据，识别因果所需要的更长窗口和更干净的外生冲击都不具备。

顺着“承接变薄”的话题再往前走一步。在《中小盘流动性观察：换手率上行与成交结构的分化》里，中小盘承接能力边际走弱，更可能由成交结构本身解释：当短线资金在中小盘里频繁换手、但主动型流动性提供方收缩时，单位成交能承接的订单厚度自然下降。被动 ETF 在中小盘的持有极低，本就不是承接的主要来源，它的边际变动对承接的冲击也有限。换言之，把“承接变薄”归因为被动化，等于把次要变量当成了主因；更稳妥的判断是，中小盘承接的边际变化主要由自身成交结构与成分股流动性主导，被动化至多是一个分量很小的背景项。

换一个角度，如果被动化真是中小盘承接变薄的主因，那我们应当看到“被动占比越低、承接越薄”在样本上稳定成立。可事实是，中小盘（中证 1000、国证 2000、创业板指）的被动占比本来就极低，且一年内差别不大，承接能力却在 2026 年出现边际走弱：变量几乎没动、结果却变了，这本身就不支持“被动占比上升导致承接变薄”。更合理的链条是：2026 年短线换手升温但主动流动性提供方谨慎，单位成交能承接的订单变薄，这一幕与被动持有水平高低关系不大。

若要更干净地回答“被动化是否影响承接”，理想的办法是找到外生的被动持仓变动，例如某只大 ETF 因规则或样本调整带来的份额跳变，且同期其他流动性供给基本不变，再看承接指标是否随之移动。本文的样本既短、又缺少国证 2000 与创业板指的 ETF 数据，这样的自然实验无从构造。因此本文对《中小盘流动性观察：换手率上行与成交结构的分化》所提疑问的回答，只能停在“方向不符、难以归因”这一层，把更硬的结论留给更长的样本窗口与更完整的跨市场数据，这也是后文风险提示里“覆盖盲区”一事的由来。

把本文与《中小盘流动性观察：换手率上行与成交结构的分化》放在一起，能给“被动化的边界”一个完整的定义：在水平上，被动持有在自由流通市值里仍是少数（沪深 300 约 1%、中小盘不足 0.4%）；在动态上，它能在一年内回撤近八成，并非只进不退；在效果上，它或能压低短期波动，却解释不了中小盘的承接变薄。三条合起来，边界就是“被动化是重要的背景变量，但不是主导变量”。落到中小盘研究，仍要回到行业景气、

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

公司盈利与主动流动性供给，而不是把资金标签当答案，这正是本文收在“被动化的边界”这个题目下的用意。

小结：被动化或许能解释一部分大盘的波动收敛，但用它去解释中小盘“承接变薄”证据不足；两件事更可能只是同处一个流动性环境里、方向偶尔重合的两类现象。

5. 对中小盘配置的几点看法

把上面四节压成配置语言，落点仍在行业比较和业绩验证，而不是资金标签本身。

短期：流动性分层比资金标签更值得盯。样本中沪深 300 与中证 1000 的穿透率差了约 3 倍，波动也差了一截，说明被动资金在不同市值层之间的分布极不均衡。若后续看到沪深 300ETF 继续集中赎回，而中证 2000 类产品逆势扩容，短期市场风格可能更偏向小盘、成交更热，但小盘的承接厚度并没有因为被动流入而实质改善，短线价格的脆弱性反而可能上升。对中小盘持仓，短期更该跟踪的是成交集中度与涨停/跌停家数这类微观温度计，而非单纯看 ETF 申购。具体看，若沪深 300ETF 延续赎回，指数短期或更多由主动资金定价，价格对单一事件的弹性会上升；而中证 2000 类产品扩容带来的增量，更多是边际情绪而非真实流动性增厚，短线脆弱性反而可能抬升。

中期：用业绩验证中小盘超额，而非用资金外推。被动资金对小盘的渗透很低，意味着中小盘的行情更多由基本面预期和主动资金驱动。若后续中小盘要走出持续超额，关键仍在成分公司的盈利兑现与产业催化，而不是“被 ETF 买了多少”。我们在筛选中小盘标的时，倾向于把被动持有水平当作中性背景，重点放在未来两到三个季度的收入与利润验证上。历史经验里，小盘超额收益的来源从来是盈利弹性与事件催化，而非资金标签；把被动持有水平当基本面信号，容易在业绩真空期误判方向。

长期：把被动化边界当作行业配置的风险预算。本文最实在的结论是，被动化的边界比想象中更近：即便是沪深 300，一年回撤也能接近八成；小盘指数的被动持有始终在 0.1%量级。长期看，行业配置不能假设“被动资金会一直托底”，而应把 ETF 集中持仓看作潜在的同向赎回风险。若某一层宽基的 ETF 持有过度集中，对应的行业或风格在逆向行情里可能面临更大的流动性折价。做行业比较时，应把“该层宽基是否被 ETF 高度持有”视为一个流动性风险条目，而非收益条目：持有越集中，逆向行情里的同向赎回冲击越大，对应的行业或风格面临的折价也可能更明显。

5.1. 后续值得跟踪的几个指标

落到研究动作上，边界意识会改变我们看中小盘的方式。过去一年我们习惯用“资金在买小盘”来佐证小盘行情，本文的数据提醒：沪市可见的被动资金在中小盘的持有始终很薄，所谓“买小盘”更多是主动与短线资金的行为，不是 ETF 的旗帜。因此当中小盘出现放量上涨，先问“是业绩预期还是资金博弈”，比先问“被动资金来了没”更接近事实。这层转换，是本文对日常研究最直接的一点修正。

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

需要说明，上述指标里“穿透率更新”与“缺口补齐”互为表里：只有把国证 2000、创业板指等跨市场产品的数据补上，穿透率横截面才是完整的，否则中小盘一侧始终少了一块，结论的把握也要打折扣。

- 各宽基 ETF 的份额净变动与赎回节奏，尤其关注沪深 300ETF 是否延续 2026 年的集中赎回；

- 中证 2000 等小盘 ETF 的规模增速，判断“ETF 化”是否从大盘外溢到更小市值层；

- 指数自由流通市值与 ETF 规模的同步变化，用以更新穿透率的最新水平；

- 中小盘日收益绝对值超 2%的交易日占比与日内振幅，监控短线波动是否抬升；

- 国证 2000、创业板指产品的上市与跨市场 ETF 扩容，补上本文缺失的两条穿透率样本；

- ETF 规模与指数成交额的替代口径比值，作为穿透率的交叉验证。

小结：对中小盘的配置，核心仍在于中小盘自身是否有业绩与流动性支撑，其次才是被动资金买了多少；被动化的边界提醒我们，不能把 ETF 持有当作永远的托底。

6. 风险提示

ETF 集中赎回风险：若宽基 ETF 延续 2026 年的份额回撤，相关指数短期可能面临被动抛压与流动性折价；小盘成交过热风险：中证 2000 等产品逆势扩容伴随小微盘成交升温，若情绪逆转，价格冲击可能放大；成分股业绩不达预期风险：中小盘行情更多由基本面驱动，盈利验证失败会直接拖累超额收益；被动持有集中风险：单一宽基 ETF 持仓过度集中，在逆向行情中或放大同向波动；跨市场数据缺口风险：国证 2000、创业板指等缺少沪市 ETF 样本，结论存在覆盖盲区；政策与监管变动风险：ETF 发行、减持与做市规则调整会影响被动资金供给；估值回落风险：小盘指数波动率高，若市场整体回撤，中小盘回撤幅度或更明显；外部冲击风险：全球流动性与地缘事件可能通过改变风险偏好间接影响 A 股被动资金流向。

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

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