仅供内部参考，请勿外传

策略专题

科技筹码出清，走到哪一步了？

核心观点

核心结论：①科技抛压扰动市场行情走势，较高点杠杆资金、偏股公募、短线外资、险资筹码出清约 1-2 成，私募、长线外资、固收+筹码出清约 3-4 成。②科技行情常有两波机会，筹码从第一波高点到谷底出清 2-3 成，多数情况下出清越少，第二波行情中筹码回升越高。③当前科技板块筹码出清和情绪释放进程已经过半，后续行情走向关注产业、筹码、海外流动性三大因素变化。

市场抛压依然存在，制约了科技行情的全面修复。近期 A 股科技板块持续回调，中小市值科技股相对抗跌，大市值科技股跌幅更大。截至 10/16，8 月以来 CPO 指数累计上涨 8.6%，而龙头中际旭创、新易盛分别下跌 25.6%、22.5%；海外算力标的机构持股比例与 8 月以来表现显著负相关。节后科技板块冲高回落次数明显增多，10/13、10/14、10/16 均有发生，机构抛售压力仍存、筹码和板块情绪尚未出清完全。

从第一波高点到谷底的过程中，历史上资金筹码平均出清至前高的 7-8 成。我们以 M 顶左侧高点持仓占比为基准，杠杆资金、主动偏股公募、稳定型外资、灵活型外资、私募、固收+、险资在低点的平均持仓占比分别为前高的 86%、85%、84%、77%、77%、73%、72%，杠杆资金、公募、外资出清程度较低，私募、险资、固收+出清程度较高。从谷底到第二波高点，资金出清程度越小，筹码回升幅度越高，灵活型外资、稳定型外资在二顶的平均持仓分别为一顶的 143%、131%。

筹码视角，多数资金出清程度已接近或超过历史均值水平。长线外资、私募、固收+出清较高，Q3 长线稳定型外资持有电子+通信占比 23%、较 Q2 高点出清约 3 成，8 月私募科技持仓较前期高点出清约 3 成，固收+科技仓位较 Q2 高点出清 4 成；主动偏股公募、险资出清中等，重仓科技且疑似调仓的公募规模占比或达 30%、较 Q2 高点出清约 1-2 成，险资持有电子+通信占比约 16.4%、较高点出清约 2-3 成；短线外资、杠杆资金出清较低，Q3 灵活型外资持有电子+通信占比 26%、较 Q2 出清约 2 成，融资余额中电子+通信约 5900 亿元、占比 25.1%，较 6 月底高点出清约 1 成。

情绪指标视角，交易热度已回落至接近历史最低值，估值指标仍略高于均值。截至 10/16，电子、通信换手率分别为 2.5%、1.2%，较 6 月底高点的平均跌幅接近 60%；电子、通信 PE 分别为 50 倍、41 倍，PB 为 5.2 倍、4.8 倍，PE 已降至前高的 50%、PB 降至 57%，距离历史均值已较近。综合来看，本轮科技筹码出清进程或已步入后半段，若后续产业基本面迎来新催化、海外流动性环境边际企稳，科技第二波行情将逐渐展开。

风险提示：历史数据不代表未来；部分资金数据为估算值，与真实情况或有出入。

策略研究·策略专题

证券分析师：吴信坤
021-61761046
wuxinkun@guosen.com.cn
S0980525120001

证券分析师：余培仪
021-61761040
yupeiyi@guosen.com.cn
S0980526010001

证券分析师：陆嘉瑞
021-60375458
lujiarui1@guosen.com.cn
S0980526070002

基础数据

中小板/月涨跌幅(%)	7348.57/-11.42
创业板/月涨跌幅(%)	2772.38/-16.28
AH 股价差指数	128.56
A 股总/流通市值（万亿元）	90.25/82.42

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《策略专题-外资卖了多少科技？——2026Q3 股市外资季度动向跟踪》——2026-10-14
《策略专题-中美对比：中国科技为何跑输，何时补涨？》——2026-10-10
《策略周报-科技 M 顶第二波启动了吗？》——2026-09-26
《策略专题-本轮牛市中，谁是“聪明钱”？》——2026-09-23
《策略周报-筹码角度，科技还有机会吗？》——2026-09-05

仅供内部参考，请勿外传

内容目录

科技筹码出清，走到哪一步了？ 4
风险提示 9

仅供内部参考，请勿外传

图表目录

图1： 8月以来“大光”表现相对不佳 4
图2： 8月以来机构持仓规模较大的个股表现相对不佳 4
图3： 节后A股科技板块频频冲高回落 5
图4： 历史上各资金的筹码在M顶低点平均出清至一顶的7-8成 6
图5： 高景气行业M顶区域PE估值变化 6
图6： 高景气行业M顶区域换手率变化 6
图7： 近期险资在科技的仓位或已有所松动 7
图8： 近期固收+基金在科技的仓位或已有所松动 7
图9： 26Q3外资持有电子和通信的占比已明显回落 8
图10： 8月私募在AI硬件的仓位占比小幅抬升 8
图11： 目前公募基金对科技已有一定程度的出清 8
图12： 当前AI硬件的融资余额已出清至4月底水平 8
图13： 当前科技板块资金面和情绪面的出清情况和回升空间 8

仅供内部参考，请勿外传

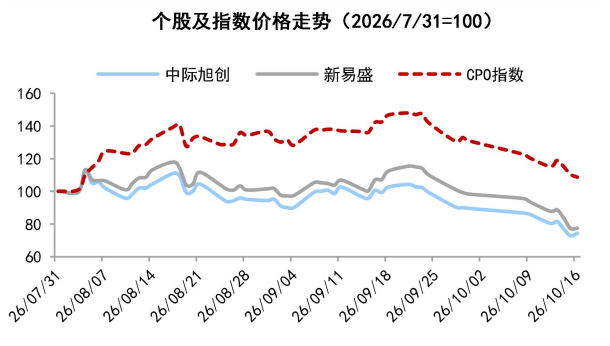
我们在此前多篇报告中就机构的科技持仓出清程度、科技的热度回落程度等话题有过较多讨论，并提示机构筹码是影响本轮科技行情的重要因素之一。近期科技板块日内行情经常出现冲高回落的现象，显示抛压依然不小，市场对科技筹码等问题的讨论再度升温，我们将在本文中以史为鉴，就上述话题进一步展开分析。

科技筹码出清，走到哪一步了？

市场抛压依然存在，制约了科技行情的全面修复。近期 A 股科技板块持续回调，但从科技内部来看，中小市值的科技股相对抗跌，下跌幅度明显小于大市值科技股。一方面，从概念指数看，以 CPO 指数为例，截至 10/16，8 月以来指数本身累计上涨 8.6%，而 CPO 龙头股中际旭创、新易盛分别下跌 25.6%、22.5%，均显著跑输指数本身。另一方面，二季度机构对科技的持仓均有明显提升，科技的大市值个股与机构的重仓股重合度较高，我们进一步考察 26Q2 海外算力标的机构持股比例与 8 月以来的市场表现，两者相关性显著为负。此外，若进一步从假期后的市场日内表现来看，9 月底以来宽基 ETF 净申购规模明显放量，对市场流动性形成托底作用，但节后科技板块冲高回落的次数明显增多，如 10/13、10/14、10/16 等。

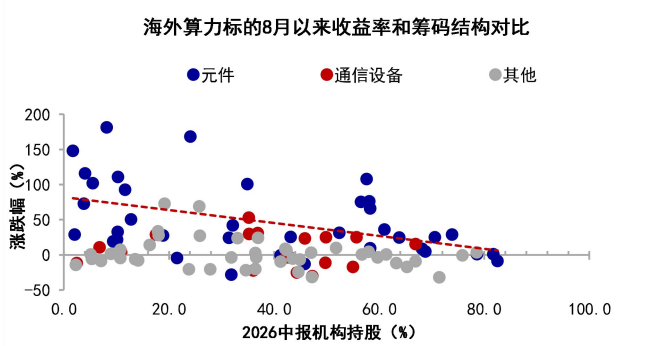
综合以上可见，近期机构持仓集中的科技股表现不佳，拖累了科技行情全面修复，叠加节后科技板块在午盘后频频冲高回落，我们认为背后或与机构抛售压力仍存、筹码和板块情绪尚未出清完全有关。

图1：8 月以来“大光”表现相对不佳



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

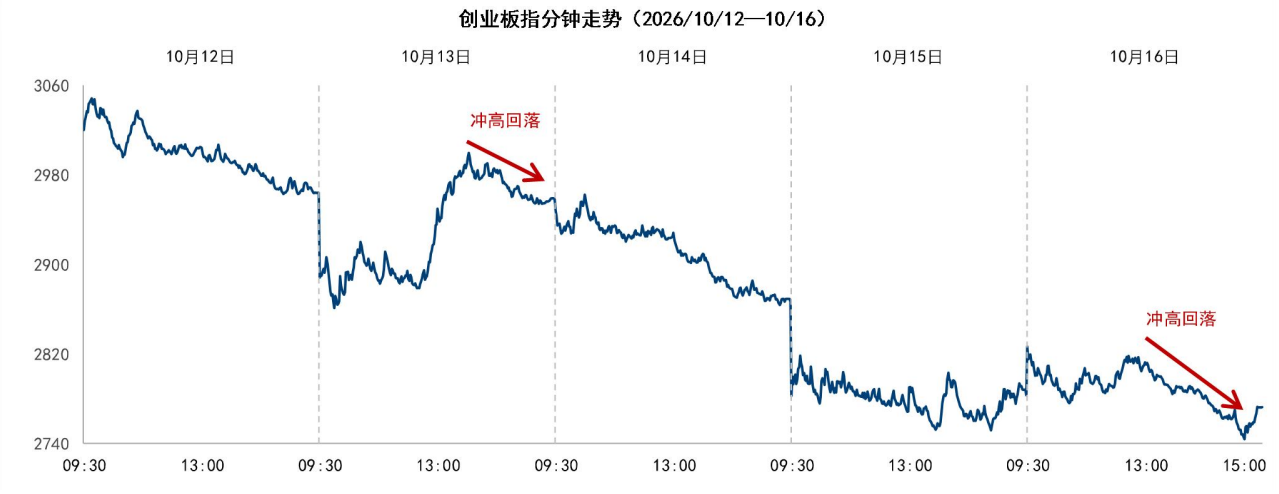
图2：8 月以来机构持仓规模较大的个股表现相对不佳



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传

图3：节后 A 股科技板块频频冲高回落



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

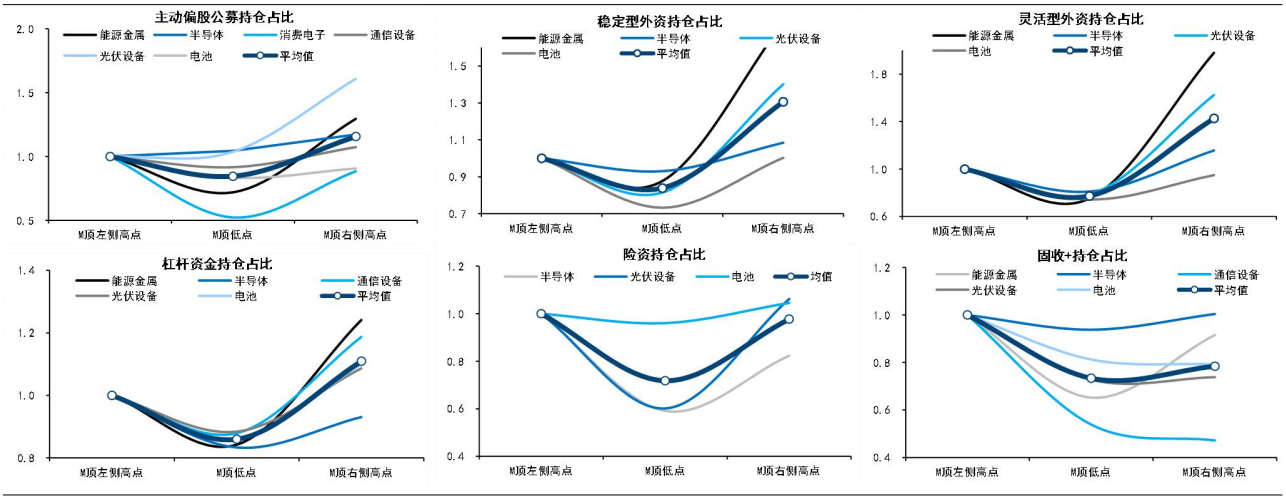
我们在《再议科技 M 顶：科技第二波何时来？-20260808》等多篇报告中分析过，历史上每一轮科技行情演绎都有两波机会，呈现出 M 型双顶的特征，从首个高点到谷底时，估值和拥挤度将会显著回落，其中 PE 跌幅均值约 52%、PB 为 50%、成交额占比和换手率降幅均值则近 40%。在下文，我们将再次借鉴历史高景气行业经验，通过分析不同样本的筹码出清情况，来看本轮机构对科技的持仓是否已经释放充分。

从第一波高点到谷底的过程中，历史上资金筹码平均出清至前高的 7-8 成。我们以 M 顶左侧高点持仓占比为基准，各类资金的筹码结构在低点时多数出清至高点的 7-8 成，具体来看，杠杆资金、公募、外资等平均出清程度较低，私募、险资、固收+等平均出清程度较高，按照出清程度升序排列，杠杆资金/主动偏股公募/稳定型外资/灵活型外资/私募/固收+/险资在低点的平均持仓占比分别为前高的86%/85%/84%/77%/77%/73%/72%水平。不过，各类资金的出清情况差异也客观存在，例如在 10-11 年消费电子行情中，主动偏股公募在低点时对应仓位最多出清至高点的 5 成，而在 21 年的半导体行情中，在其仓位未出现明显下降的背景下，依然见到了 M 顶的低点；险资在 21 年半导体行情中，在低点时最多出清至高点的 6 成，而在 21-22 年电池行情中，在低点时仅出清至高点的 9 成等。

从谷底到第二波高点的过程中，资金出清程度越小，筹码回升幅度越高。通常情况下，各资金低点的出清程度与二轮高点的回升幅度往往呈负相关关系，按照二顶高度降序排列，灵活型外资/稳定型外资/主动偏股公募/杠杆资金/险资/私募/固收+在第二波行情高点的平均持仓占比分别为一顶的143%/131%/116%/111%/98%/87%/78%水平。具体来看，主动偏股公募在 21-22 年光伏设备中出清程度较小，二轮高点相较低点上升 57 个百分点，15 年固收+在通信设备低点时出清较为充分，二轮高点甚至较低点下降 7 个百分点等。但历史上也存在例外，即资金出清程度越彻底，回升幅度反而越大，最典型的代表是外资，长线外资在 21 年半导体行情中仅出清 1 成，后续回升幅度也只有 15 个百分点；短线外资在 21-22 年能源金属行情中出清较多，低点自二轮高点回升约 123 个百分点等。

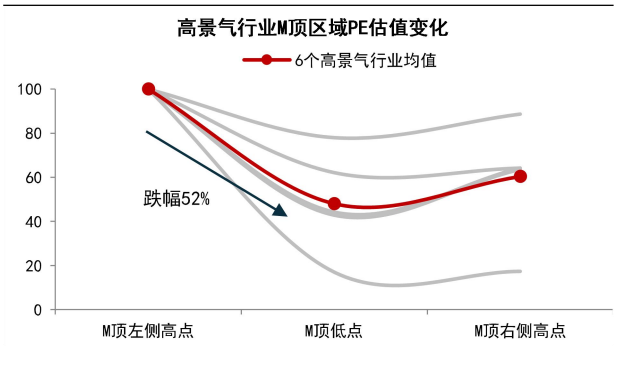
仅供内部参考，请勿外传

图4：历史上各资金的筹码在 M 顶低点平均出清至一顶的 7-8 成



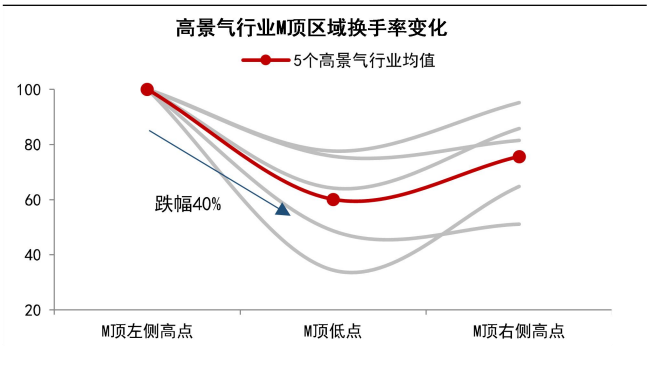
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理，注：1、因私募数据为华润信托 CREFI 指数下的成分基金行业配置情况，因口径不同，故不在此处列出；2、其中少量行情样本的资金持仓数据存在异常波动，此处选择剔除。

图5：高景气行业 M 顶区域 PE 估值变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图6：高景气行业 M 顶区域换手率变化



资料来源:Wind，国信证券经济研究所整理

回到当下，随着数据披露度愈加完整，我们从机构筹码和情绪指标两个维度对最新的科技板块出清情况展开分析。

筹码视角，多数资金出清程度已接近或超过历史均值水平。不同资金出清程度存在差异，我们按照出清程度分为三类。具体来看：

（1）出清程度较高：长线外资、私募、固收+。①长线稳定型外资 Q3 持有电子+通信的占比为 23%，较 Q2 高点出清了约 3 成；②根据华润信托 CREFI 指数成分基金相关板块配置比例看，8 月私募科技持仓占比较前期高点出清约了 3 成；③我们估算重仓科技的固收+基金中，可能调仓的基金规模占比已接近 60%，估算科技仓位已较 Q2 高点出清了 4 成，上述资金的出清程度均已显著高于历史均值水平。

（2）出清程度中等：主动偏股公募、险资。①当前重仓科技且疑似调仓的主动偏股公募基金规模占比或达 30%，相同口径下较 Q2 高点出清约 1-2 成；②对于险资，我们用行业指数涨幅与主动偏股类保险资管产品的净值涨幅进行带约束的稳健回归，将电子+通信的系数之和当作估算仓位情况，截至 10/15，我们估算险资持有

仅供内部参考，请勿外传

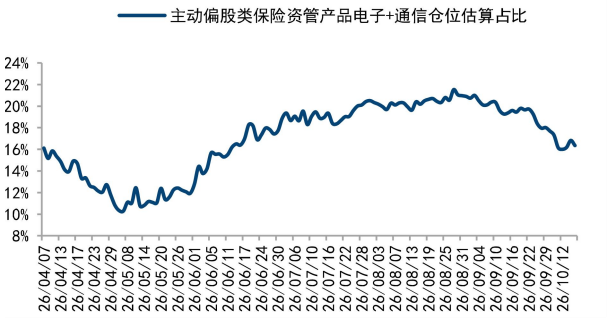
电子+通信的占比约 16.4%，较高点出清约 2-3 成，上述资金的出清程度则与历史均值水平较为接近。

（3）出清程度较低：短线外资、杠杆资金。①当前短线灵活型外资 Q3 持有电子+通信的占比为 26%，较 Q2 出清约 2 成；②当前融资余额中电子+通信约 5900 亿元，占整体的比重为 25.1%，较 6 月底高点出清约 1 成，上述资金的出清程度尚处于历史最小值附近。

情绪指标视角，交易热度已回落至接近历史最低值，估值指标仍略高于均值。截至 10/16，交易热度看，电子、通信换手率分别为 2.5%、1.2%，两者较各自 6 月底高点的平均跌幅已接近 60%，降幅接近历史最大水平；估值指标看，电子、通信 PE 分别为 50 倍、41 倍，PB 为 5.2 倍、4.8 倍，两者 PE 已降至前高的 50%、PB 降至 57%，距离历史的均值水平已较为接近。

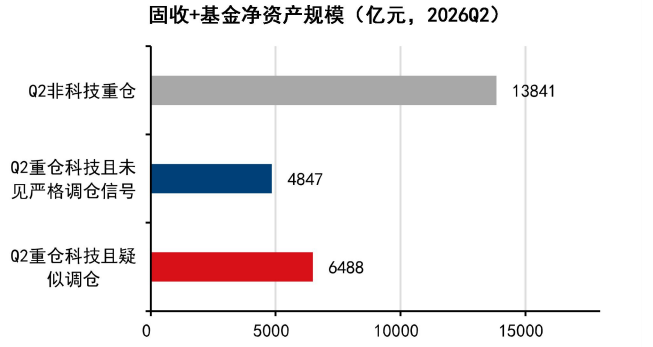
结合前文的分析，本轮科技筹码出清进程或已步入后半段，长线外资、私募、固收+等筹码已出清较为充分，主动偏股公募、险资、短线外资、杠杆资金等或仍有出清空间，此外交易拥挤度亦有显著缓解。随着资金筹码和情绪指标逐渐出清，历史经验显示相关板块已具备较可观回升空间，若后续产业基本面迎来新催化、海外流动性环境边际企稳等利好因素显现，A 股后市收官行情可期，科技第二波行情将逐渐展开。

图7：近期险资在科技的仓位或已有所松动



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图8：近期固收+基金在科技的仓位或已有所松动

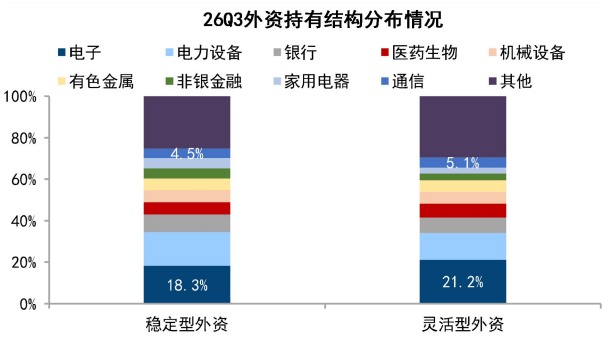


资料来源：wind，国信证券经济研究所整理



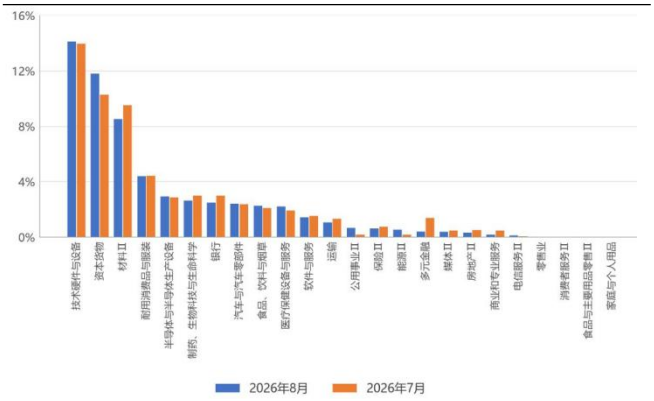
仅供内部参考，请勿外传

图9：26Q3 外资持有电子和通信的占比已明显回落



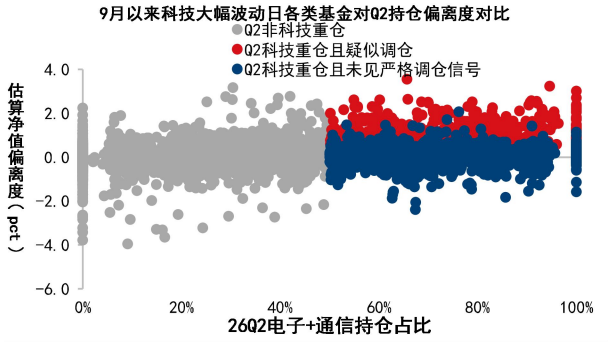
资料来源：wind，HKEX，国信证券经济研究所整理

图10：8 月私募在 AI 硬件的仓位占比小幅抬升



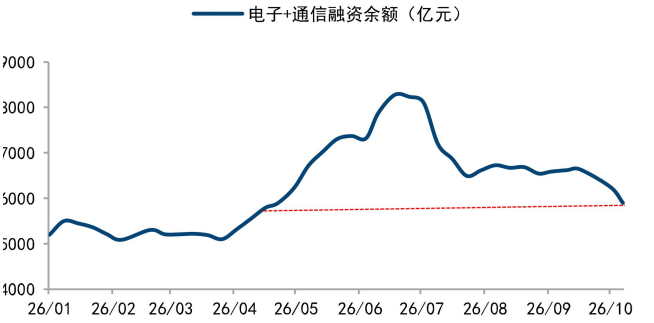
资料来源：华润信托，国信证券经济研究所整理

图11：目前公募基金对科技已有一定程度的出清



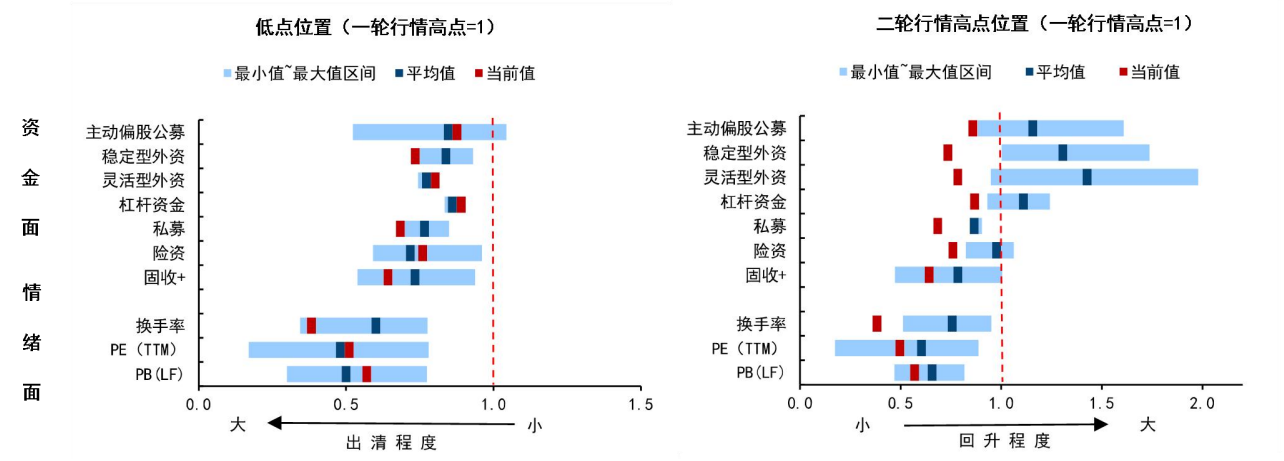
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图12：当前 AI 硬件的融资余额已出清至 4 月底水平



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图13：当前科技板块资金面和情绪面的出清情况和回升空间



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传

风险提示

历史数据不代表未来；部分资金数据为估算值，与真实情况或有出入。

仅供内部参考，请勿外传

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数(HSI.HI)作为基准；美国市场以标普 500 指数(SPX.GI)或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

仅供内部参考，请勿外传

国信证券经济研究所

深圳
深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032