仅供内部参考，请勿外传

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

策略周评 20261018

微观资金结构如何了？

2026 年 10 月 18 日

证券分析师 陈刚
执业证书：S0600523040001
cheng@dwzq.com.cn
证券分析师 蒋珺逸
执业证书：S0600525040004
jiangjy@dwzq.com.cn

相关研究

《风格的天平正在转向红利——景顺长城中证国新港股通央企红利 ETF 投资价值分析》

2026-10-15

《利率走高，美股继续扛住各类冲击——美股周观点》

2026-10-14

7 月以来科技方向持续调整，近期关于各类资金行为，尤其是机构资金买卖动向的讨论明显升温。资金层面的关注，本质上是在追问：关键资金的压力释放是否仍在进行时，指数层面的调整又何时有望接近尾声。我们认为，微观资金的动向固然值得重视，但需厘清主次：市场调整的“第一性原因”在于宏观与中观，微观资金影响的更多是下跌的体感和节奏。**由此，本文聚焦两个问题：第一，市场何时有望止跌？（宏观中观视角）；第二，在宏观明朗前，短期是否仍有回踩风险？（微观资金视角）。**

■ 市场何时有望止跌？ 10 月末是重要观察期

市场真正企稳仍需要等待宏观层面的改善。一方面，中东局势与美国中选关联紧密，其演变将通过油价、通胀预期影响海外流动性定价。另一方面，10 月末至 11 月初重要宏观与产业事件密集，包括美联储 FOMC 会议、APEC 会议所提供的潜在中美对话窗口，以及美股 CSP 的财报与资本开支指引等。

因此，从时间维度来看，10 月末是值得关注的重要观察窗口，更明确的右侧信号可能需要等待 11 月之后逐步出现。在上述因素尚未形成共振前，微观资金可能较难系统性回归，市场的持续修复仍需看到更多宏观与产业层面的确认。

■ 短期从微观视角出发，是否仍有回踩风险？

先拆分各类资金主体来看：

1）主动权益：Q3 科技仓位已降 2-3 成，“保收益”下潜在卖盘有限

下半年，主动权益兑现压力呈现出“总量缓和、结构分化”的特征。今年上半年，随着市场走强，主动权益基金负债端的赎回压力持续加码，偏股混合型基金累计净赎回 2664 亿份；7-8 月市场转入调整后，压力有所缓解，净赎回份额收窄至 623 亿份。资产端方面，基于 Wind 估算，4-6 月主动权益基金已开始下调权益仓位，偏股混合型基金仓位由 81.6%降至 77.9%；下半年以来整体仓位维持在 77%-78%附近，并未进一步明显下调，更多是结构上的调整。**根据我们的测算，2026Q3 电子、通信持仓占比分别降至 27.8%、9.15%，均较 2026Q2 高点回落 2-3 成。与两大行业流通市值占比的同期变化相比，其持仓消化均已相对充分：电子持仓占比降幅为 24.4%，超出其流通市值占比降幅（21.6%）；通信持仓占比降幅为 25.1%，超出其流通市值占比降幅（15.9%）近 10 个百分点，主动去化的程度更为显著。**

此外，近期一个值得注意的变化是，万得偏股混合型基金指数 YTD 收益率在国庆后转负，截至 10 月 16 日为-5.7%，对应超过六成的基金年内收益已转负。这意味着，年内收益在零附近的基金可能存在“守住正收益”的动机。据此，我们测算了年内涨跌幅在±2%区间内的普通股票+偏股混合型基金规模，合计不足 4000 亿元，在偏股基金整体仓位已处于历史低位（10 月 16 日为 76.96%，处于 2019 年以来 8.7%的历史分位）、且科技超配已大幅回落的背景下，**即便按最悲观的假设，这部分基金整体再减仓 5%，对应规模也不足 200 亿元，短期暂未看到出现系统性卖压的风险。**

2）杠杆资金：去化可能持续，观察反映“去化进程”的两个层次

下半年以来，杠杆资金大幅净流出。截至 10 月 15 日，融资资金累计净流出 5229 亿元，融资余额从接近 3 万亿回落至 2.47 万亿元；分行业看，除美容护理获小幅净流入外，其余行业均不同程度净流出，其中电子、通信净流出最多，分别为 1897 亿元、631 亿元。

而融资余额的回落，未必等同于杠杆去化已经相对充分。

一方面，融资者的心态及其后续行为，或更值得观察。对此，我们借助融资担保物中的现金规模进行跟踪。当融资余额回落、担保物现金规模反而上升时，可能意味着部分投资者虽降低了融资仓位，但资金并未真正退出

请务必阅读正文之后的免责声明部分

融资交易体系——无论是出于追加现金以维持担保比例，还是卖出部分股票后现金仍留存于信用账户，都反映出其交易心态尚停留在“观望等待”而非“彻底离场”。反之，若融资余额与担保物现金规模同步回落，则更能说明融资者在主动降杠杆，资金参与意愿与风险偏好同步降温。**从这一指标看，7 月的调整中市场呈现“融资余额回落、担保物现金反升”的特征，反映出本轮去杠杆仍带有一定的“半乐观”色彩：仓位调整已经发生，但交易心态尚未完全转向。同样，10 月以来市场亦初步呈现相似特征，后续仍需观察融资余额与担保物现金规模能否走向同步回落。**

另一方面，从结构看，科技内部的去化程度并不均衡。截至 10 月 15 日，电子、建材的融资余额占流通市值的比例仍处高位：电子仅较年中下降 10.9%，而其流通市值占比同期回落 29.1%，杠杆去化明显滞后于市值收缩；建材融资余额占比较年中反而上升 33.1%，而其流通市值占比同期下降 25.9%。相比之下，通信的杠杆去化相对充分。**整体来看，杠杆去化在结构上仍不均衡，部分品种或仍存在进一步消化的空间。**

3）险资、固收+：市场讨论度较高，但科技相关敞口有限

近期，保险资金与固收+产品的交易行为受到较多关注，但从目前能够观察到的 H1 持仓结构来看，两类资金在科技相关资产上的持股绝对规模整体相对有限，固收+截至 2026H1 约为 1905 亿元，保险约为 3214 亿元，远远低于主动权益、私募、外资、融资等资金，科技敞口有限。

4）私募：7 月后减仓，或成为宏观改善后的先行者

基于私募排排网的周度仓位数据，私募 8 月起转为减仓，截至 10 月 9 日仓位降至 81.3%，较 7 月底回落 3.2pct。值得注意的是，期间私募重仓指数反而上涨约 3%，仓位下行而指数上行，说明本轮减仓以主动兑现为主，而非被动止损。发行端同样印证了私募资金的收敛：8 月以来私募备案规模与通过数量均大幅下降。**私募历史上仓位调整相对灵活，往往“先知先觉”进行操作，若后续宏观变量出现改善，仓位存在回补的空间，其动向值得关注。**

5）散户：存量惜售、增量观望

近期，散户资金基本处于“存量惜售、增量观望”的状态。一方面，从基金负债端观察：下跌行情中，持仓浮亏的投资者往往倾向于持有观望而非止损离场，由此形成的赎回与卖盘相对有限，这也对应了 7-8 月基金净赎回份额的回落。**另一方面**，增量入市的力量同样不强：随着赚钱效应退散，6 月以来沪市新开户数逐月减少，9 月降至 191 万户，创 2025 年 7 月以来新低；从小单净流入看，7 月下旬以来散户买盘强度亦较此前明显回落。**综合来看，当前散户既未因下跌形成明显的资金流出压力，也暂时缺乏增量入市的意愿与动力。**

6）外资：Q3 转为净流出，卖科技成长，买“老登”

基于我们的测算，2026Q3 北向资金整体净流出 867 亿元，且调仓结构分化显著：整体呈现“买金融、卖成长”的特征。净流入方面，银行、非银居前，分别净流入 435 亿元、172 亿元，医药净流入 132 亿元；净流出方面，电力设备减持最多，约 609 亿元，电子、通信分别净流出 475 亿元、265 亿元。**从持仓占比变化看，2026Q3 电子、通信、建材仓位分别下降 23%、32%、40%，均超出行业流通市值占比降幅，持仓消化均较为充分。**

往后看，海外流动性环境或维持偏紧，外资整体持仓规模仍存在收缩的可能，或对各板块形成一定资金压力；不过，当前外资流向的可观测度已明显下降，其对 A 股资金面的直观冲击较以往减弱。

7）ETF：核心宽基 ETF 放量净流入，托底意图相对清晰

从本周四、周五尾盘表现看，有增量资金集中放量进场，托底特征较为明显。本周股票型 ETF 合计净流入 885 亿元，其中易方达沪深 300ETF、华泰柏瑞沪深 300ETF、华夏科创 50ETF、华夏上证 50ETF 周中均曾出现明显放量，分别累计净流入 194 亿元、164 亿元、75 亿元、46 亿元。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

8）产业资本：回购提速，信号转强

产业资本行为释放积极信号，科技股回购明显提速。近期，一批科技行业龙头集中披露回购公告：新易盛拟回购 8-10 亿元 A 股股份，用于股权激励或员工持股计划；中际旭创则将已回购股份用途变更为注销。回购与增持在短期内的密集出现，反映出产业资本对当前估值的认可：一方面，回购为市场提供了真实、可观测的增量买盘；另一方面，龙头公司在调整后的集中行动，也有助于稳定市场预期、改善投资者情绪。

综合各类资金近期的买卖行为及其背后的操作倾向，我们认为，当前市场正处于底部区域的确认阶段，短期可能出现回踩，但也属于底部构筑过程中的正常整固，不改中长期向好格局。主动权益基金或存在一定的收益保护诉求，不过潜在卖压相对有限。更值得关注的是杠杆资金：其出清仍不充分，资金心态停留在“后撤待命”而非彻底离场，部分科技品种去化亦相对滞后，后续存在进一步去杠杆的可能。结合市场表现来看，近期修复过程中量能与结构成色一般，说明人气恢复与拥挤消化仍需筹码充分换手，周五下午的兑现即为例证。但也应看到，托底资金的持续流入、产业资本回购提速以及海外市场维稳信号的显现，共同构成了下行过程中的缓冲力量。若正向催化得以延续，回踩空间将进一步受限。

■ 总结与展望

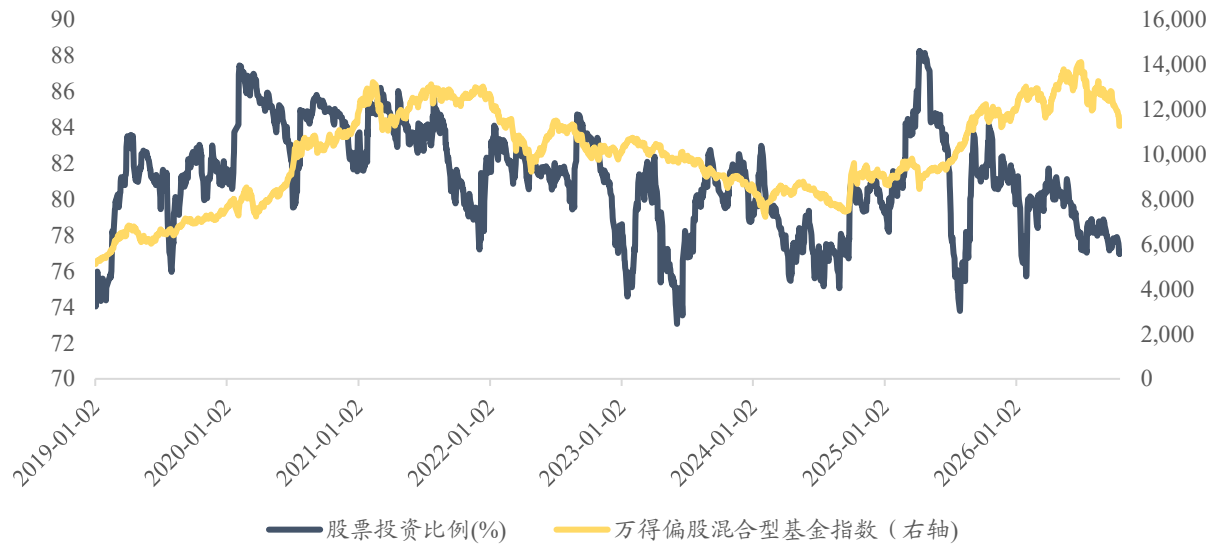
总结而言，本轮市场调整的主因是宏观中观层面因素，微观资金只影响下跌节奏与体感，并非根源；10 月末是宏观层面重要观察窗口，明确企稳的右侧信号大概率在 11 月前后浮现，届时资金有望重新形成合力。从各类资金来看，主动权益基金科技仓位的消化已相对充分，且整体仓位处于历史低位，系统性卖盘压力不大，仅有小幅保收益诉求；险资、固收+对科技敞口较小；散户浮亏惜售也不会集中止损；私募 8 月以来持续减仓、发行端同步收敛，若宏观改善，其仓位存在回补空间；外资 Q3 净流出科技、增持金融医药，海外流动性紧缩背景下或缺少新买盘支撑。短期可能出现回踩，但也属于底部构筑过程中的正常整固，主要风险点在于杠杆资金，融资盘虽减仓但部分未离场，电子等板块杠杆去化滞后于市值缩水，应继续关注杠杆资金的去化节奏。积极因素正在积累，不改中长期向好格局：ETF 托底资金流入、产业资本回购增多，叠加海外维稳信号。如果后续正向催化持续落地，市场即使回踩，空间也将被压缩。

配置上建议短期以均衡风格为主。优质红利 α 仍有配置价值以对冲波动，AI 影视、军工、AI4S 等筹码较轻的产业趋势品种或仍将活跃表现；此外随中美三季报窗口将至，在风险偏好筑底后，部分 EPS 能见度高且景气预期上修的科技硬件龙头品种或吸引部分中线资金配置，值得逢低关注。

■ **风险提示：**美联储加息幅度或路径指引超预期；科技创新不及预期；地缘政治风险；特朗普政府政策不确定性；国内经济复苏速度不及预期等。

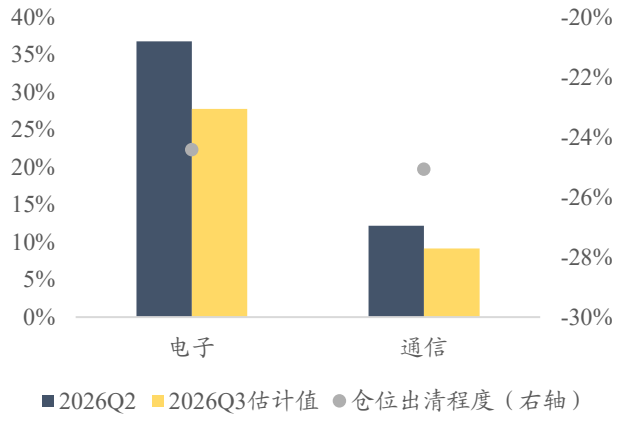
仅供内部参考，请勿外传

图1：偏股基金整体仓位 10 月 16 日为 76.96%，处于 2019 年以来 8.7%的历史分位（单位：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

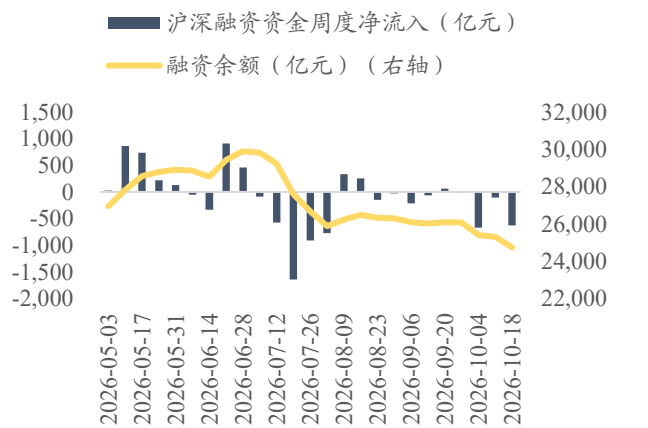
图2：2026Q2-Q3 主动权益基金全部持仓中电子、通信仓位变化（单位：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：仓位出清程度即 2026Q3 仓位/2026Q2 仓位-1

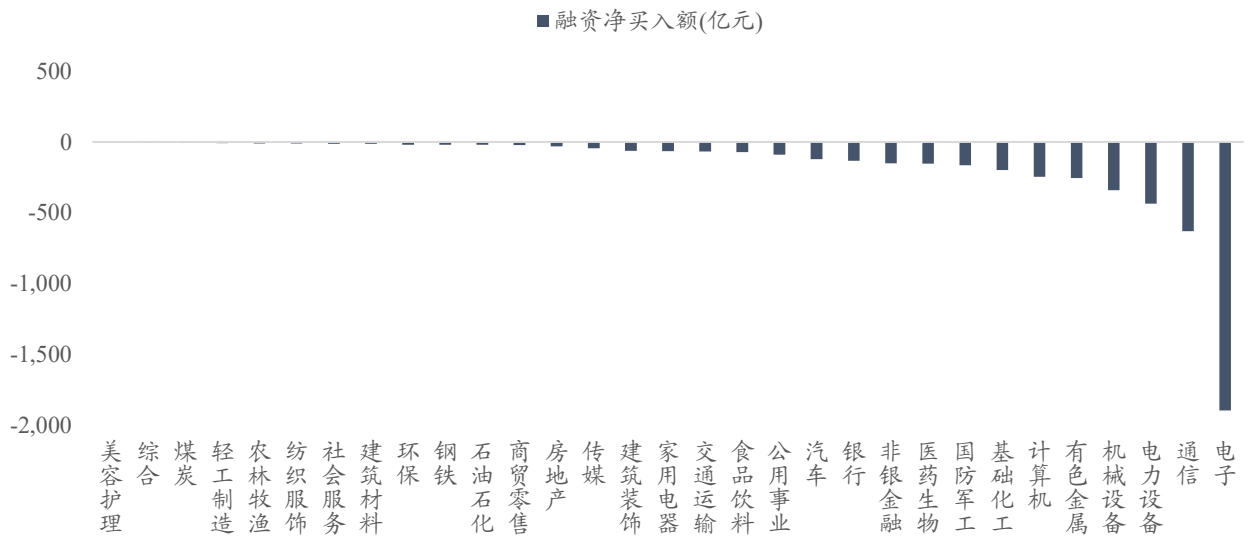
图3：下半年以来，杠杆资金大幅净流出（单位：亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

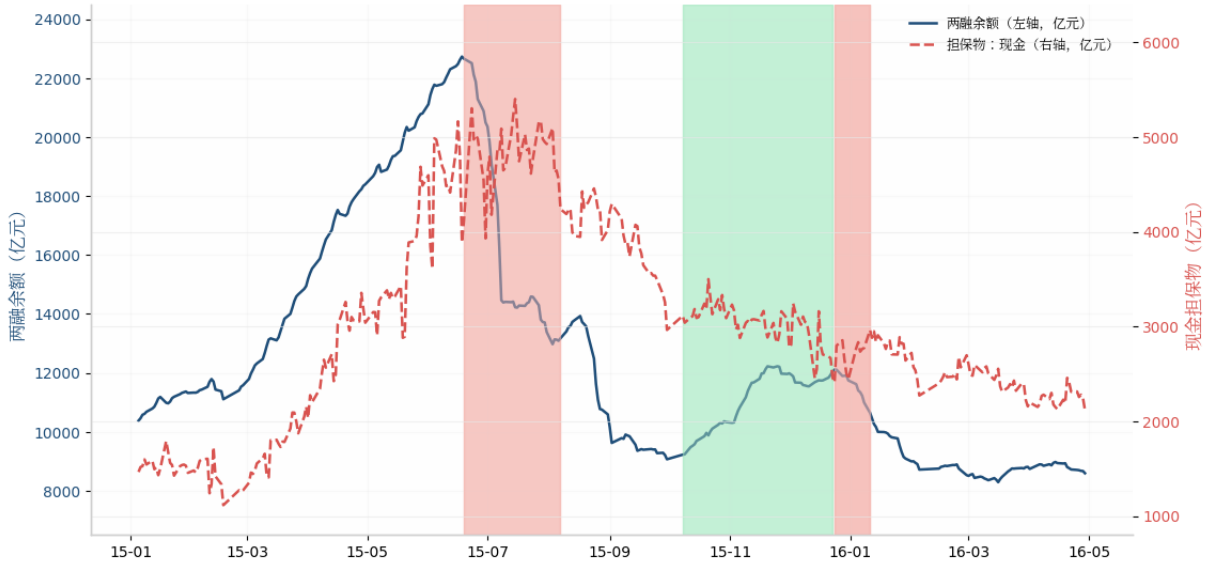
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图4：2026 年 7 月至 10 月 15 日，各行业融资资金累计净流入（单位：亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

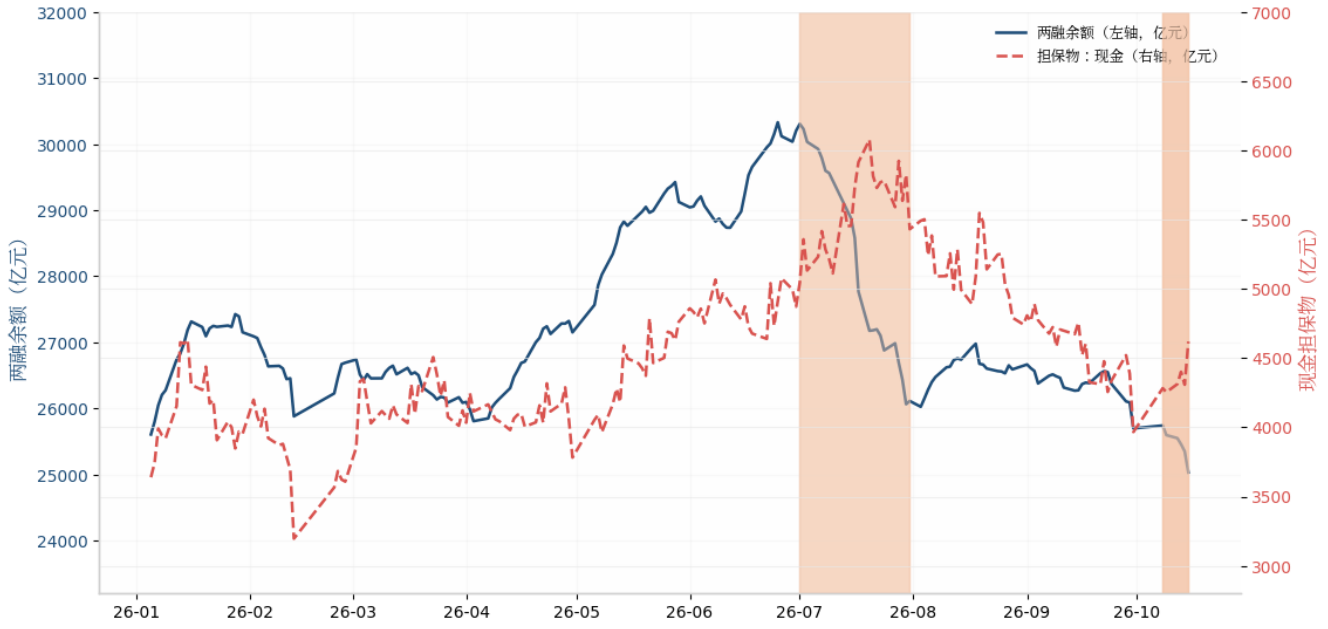
图5：2015-2016 年融资余额与担保品现金规模变化（单位：亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图6：2026 年以来，融资余额与担保品现金规模变化（单位：亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：2026H1 主要资金权益整体持仓及科技股持仓情况（单位：亿元；%）

	权益持仓体量（亿元）	科技占比	非科技占比	科技股持仓体量（亿元）
公募	75219	49.3%	50.7%	37079
其中：固收+	4415	43.2%	56.8%	1905
保险	66243	4.9%	95.1%	3214
私募	51343	30.8%	69.2%	15797
外资	31278	34.7%	65.3%	10855
融资	28848	37.1%	62.9%	10691
合计				79541

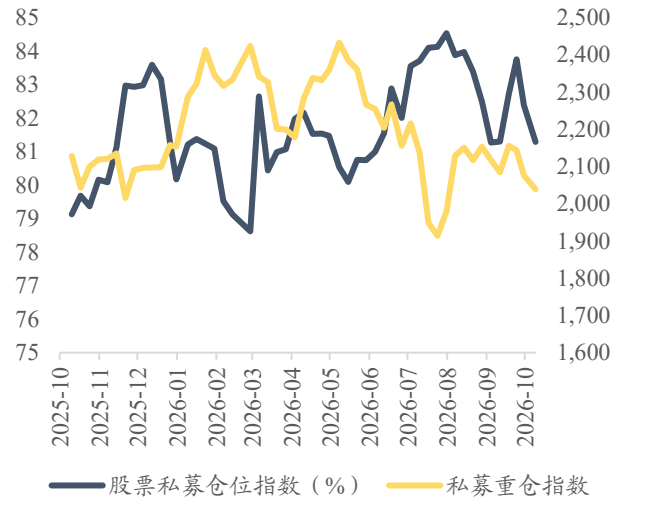
数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：数据截至 2026 年中，科技占比仅统计 TMT 行业。公募持仓占比基于中报全部持仓明细，险资、私募基于个股季报中披露的前十大流通股东名单，外资基于陆股通持股披露。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

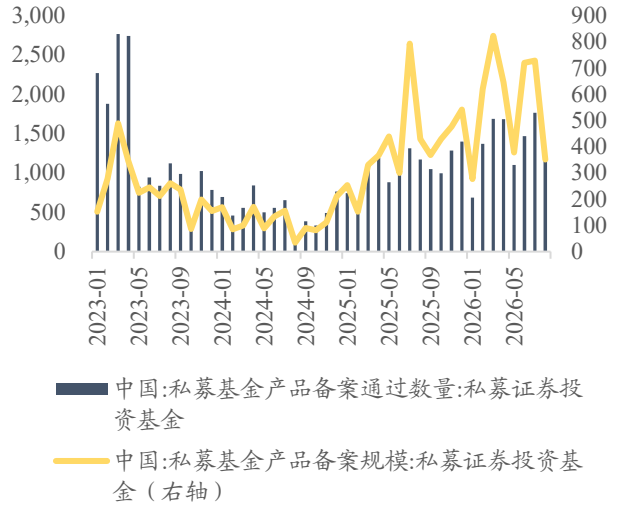
仅供内部参考，请勿外传

图8：私募排排网显示的股票仓位周度变化（单位：%）



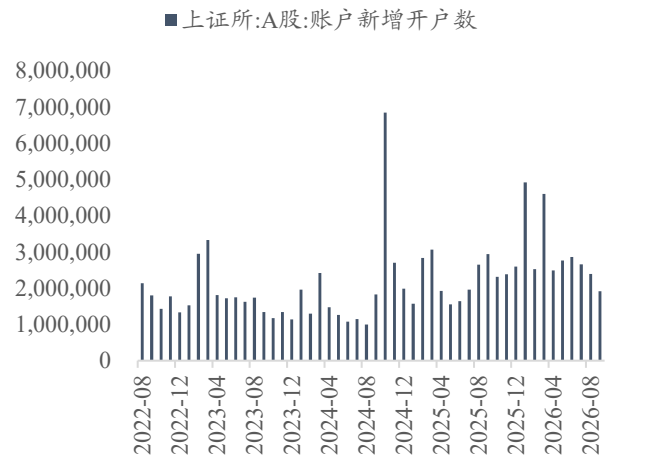
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：月度私募备案规模及通过数量（单位：只；亿元）



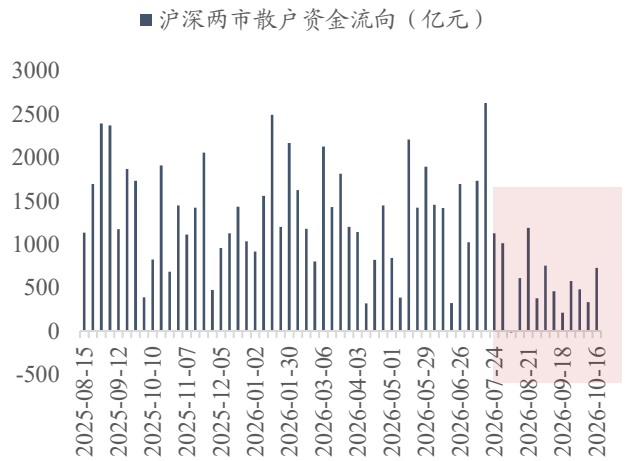
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10：沪市月度账户新增开户数（单位：户）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

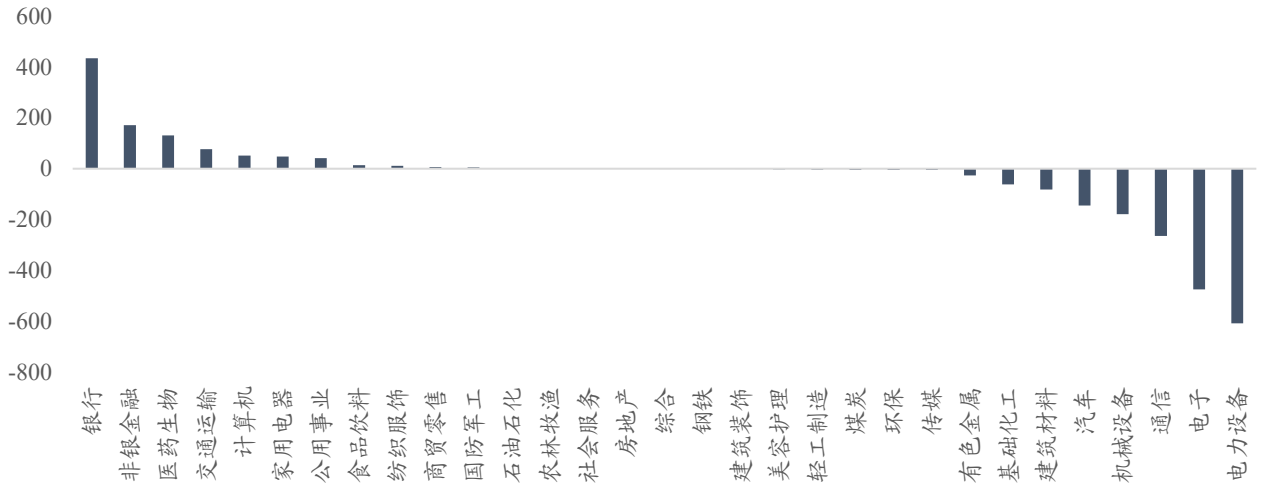
图11：以小单刻画的散户资金流（单位：亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

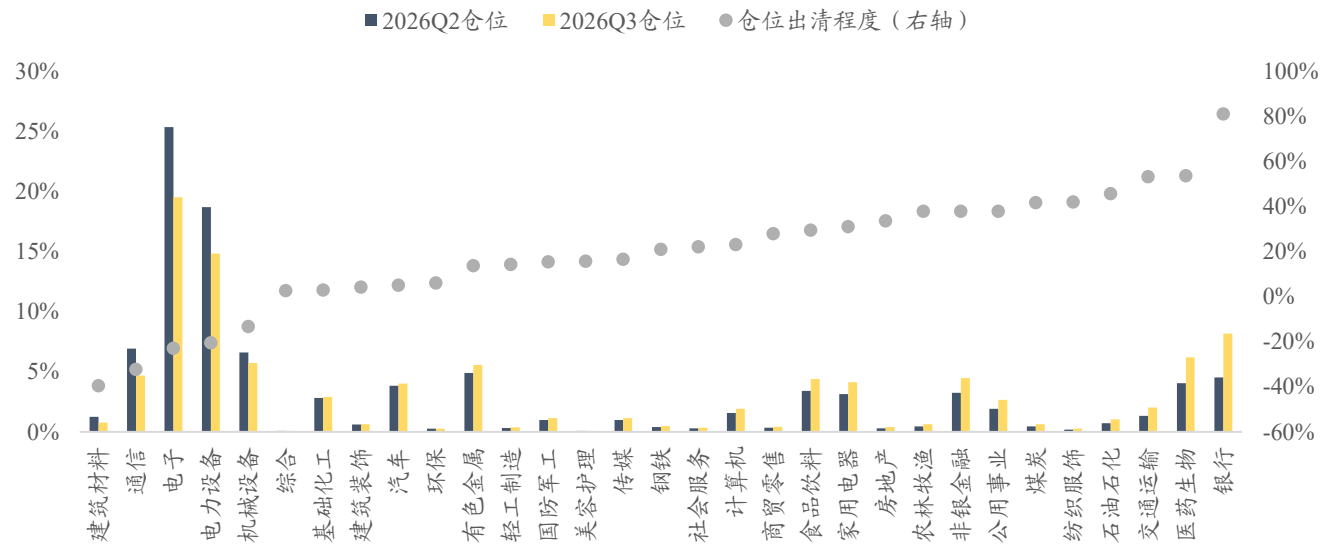
图12：北向资金2026Q3申万一级行业加减仓规模（单位：亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：基于季度末陆股通持股数量及季度成交均价测算

图13：2026Q2-Q3北向资金全部持仓中各申万一级行业仓位变化（单位：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：仓位出清程度即2026Q3仓位/2026Q2仓位-1

图14：股票型 ETF 周度净流入（单位：亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图15：10/12-10/16 净流入前十大 ETF（单位：亿元）

基金代码	基金名称	本周净流入	上周净流入	环比变动
510310.SH	易方达沪深300ETF	194.3	2.6	191.8
510300.SH	华泰柏瑞沪深300ETF	163.5	13.0	150.5
588000.SH	华夏上证科创板50成份ETF	74.7	29.5	45.2
159915.SZ	易方达创业板ETF	68.4	43.5	24.9
510050.SH	华夏上证50ETF	45.9	5.6	40.3
510210.SH	上证综指ETF	15.1	16.8	-1.6
510500.SH	南方中证500ETF	13.9	-10.5	24.4
159952.SZ	广发创业板ETF	12.2	11.4	0.8
159949.SZ	华安创业板50ETF	8.7	9.4	-0.7
512100.SH	南方中证1000ETF	8.4	-3.1	11.5

数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

仅供内部参考，请勿外传

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