下载日志已记录，仅供内部参考

2026 年 10 月 25 日

市场边际改善，把握区间反弹

——投资策略周报

策略研究团队

韦冀星（分析师）
weijixing@kysec.cn
证书编号：S0790524030002

简宇涵（分析师）
jianyuhan@kysec.cn
证书编号：S0790525050005

● **本周，在大额 ETF 申购下，全球主要权益市场跌幅收窄**

本周（10.19-10.23），权益方面，全球主要权益市场普遍下跌，但跌幅相较上周收窄。环比上周，A 股跌幅有所收窄，上证指数、深证成指、科创 50、创业板指分别录得涨跌幅为-0.69%、-1.09%、-0.97%、-3.18%。**资金面承压是近期市场下跌的核心原因之一，但国有资金通过大额申购 ETF 承接抛压、向市场注入流动性，“国家队底”初步确认。**数据端，本周多只核心 ETF 迎来大额申购。

● **“国家队底”初步确认，但当前仍在“反弹—高波震荡”的框架内**

从 A 股表现来看，筹码集中度较 7 月大幅改善，国有资金通过大额申购 ETF 承接抛压，缓解市场流动性压力。**但判断后续并非线性上涨，当前仍在“反弹—高波震荡”的框架之内。**截至 10 月 23 日，A 股前 5%个股成交额集中度降至 41.2%，较前期峰值 49.8%大幅回落。

● **流动性压力缓解：美债利率下行，两融担保比例接近底部**

目前，美债利率下行，全球宏观流动性风险有所释放。截至 10 月 23 日，10 年期美债收益率跌至 5.00%，相较前期高点下降 31BP，30 年期美债收益率跌至 5.33%，相较前期高点下降 34BP。但需要注意的是，**近期长端美债利率下行，背后的一部分原因来自于分子端，是对 AI 叙事和回报率下降担忧所触发。**

融资融券市场平均维持担保比例可作为辅助判断市场底部区域的参考指标之一。市场连续下跌时，担保物市值缩水，平均维持担保比例往往随之下降；当客户安全垫收窄、接近警戒线时，部分客户会被动或主动降杠杆，融资余额随之下降，两融去杠杆带来的流动性压力逐步释放。经验上，当全市场平均维持担保比例降至 240%附近或以下时，去杠杆压力可能进入较充分释放阶段，可作为判断市场底部区域的辅助信号。

当前两融资金的市场平均担保比例距离警戒线较近，或意味着市场下跌空间有限，真正“市场底”或已不远。截至 10 月 23 日收盘，全市场两融平均维持担保比例为 250%，距 240%的经验警戒线仅约 10 个百分点。

● **投资建议——积极把握区间反弹**

短期看，市场微观结构已经明显缓和，国有资金承接抛压，市场资金面压力缓解，“国家队底”初步确定，但当前仍在“反弹—高波震荡”的框架之内，后续并非线性上涨，积极把握区间反弹，重点关注“二次点火 + 叙事张力”方向。

配置上：（1）科技当前具备较好的反弹土壤，坚持“大切中小、重视上游、国产>海外”；（2）继续重点推荐小微盘，关注中证 2000 和万得微盘股；（3）行业再平衡继续重点推荐有色、化工、医药、农业、造船，同时提升地产及地产消费链的关注度；（4）银行、公用事业、电力等高股息方向继续具备组合配置价值。

中期看，牛市逻辑尚未破坏，但需要适度降低斜率预期，继续寻找“科技内部二次点火+内需政策抬升+低位行业基本面改善”的交集。

● **风险提示：**宏观政策超预期变动；地缘风险超预期升级；历史不代表未来。

相关研究报告

《AI 融资担忧集中计价，盈利和估值有望形成支撑—投资策略周报》-2026.10.18

《国庆两周机构关注度环比回升：农林牧渔、轻工制造—机构调研周跟踪》-2026.10.13

《盈利斜率放缓，政策接力渐近—投资策略周报》-2026.10.6

下载日志已记录，仅供内部参考

目　录

1、 本周，在大额 ETF 申购下，全球主要权益市场跌幅收窄 3
2、 “国家队底”初步确认，但当前仍在“反弹—高波震荡”的框架内 4
3、 流动性压力缓解：美债利率下行，两融担保比例接近底部 5
4、 投资建议：积极把握区间反弹 7
5、 风险提示 8

图表目录

图 1： 本周（10.19-10.23），全球主要权益市场普遍下跌，但跌幅相较上周收窄 3
图 2： 本周，多数行业跌幅收窄，计算机、机械设备和汽车等逆势录得正收益 3
图 3： 交易拥挤度较前期进一步回落 4
图 4： 美债收益率下行，10 年期美债利率跌回 5% 5
图 5： 2016 年至今，每当两融资金的平均担保比例低于 240%，两融资金大幅出清，市场底出现 6
图 6： 2026 年 7 月至今，融资融券余额大幅下降，同时担保比例大幅下降 6

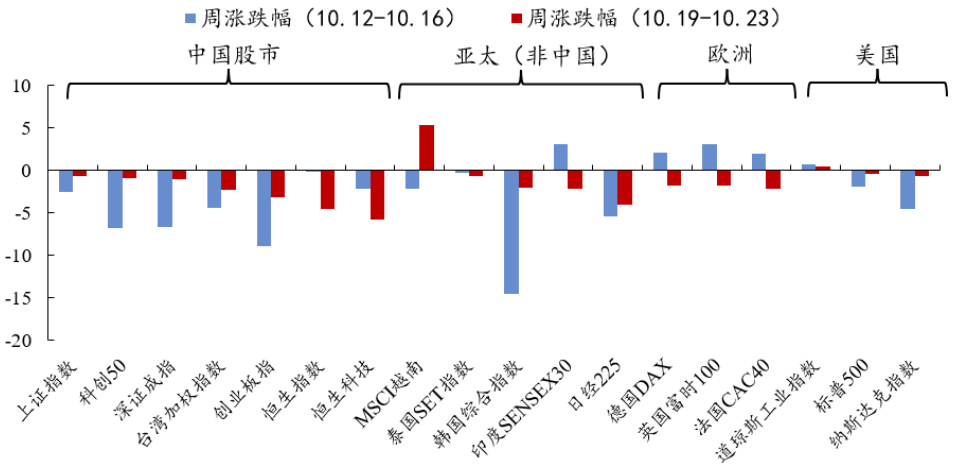
下载日志已记录，仅供内部参考

1、 本周，在大额 ETF 申购下，全球主要权益市场跌幅收窄

本周（10.19-10.23），权益方面，全球主要权益市场普遍下跌，但跌幅相较上周收窄，尤其 A 股、韩国、美股跌幅大幅收窄；得益于周五 A 股探底后强势回升，上证指数、深证成指、科创 50、创业板指分别录得周度涨跌幅为-0.69%、-1.09%、-0.97%、-3.18%。

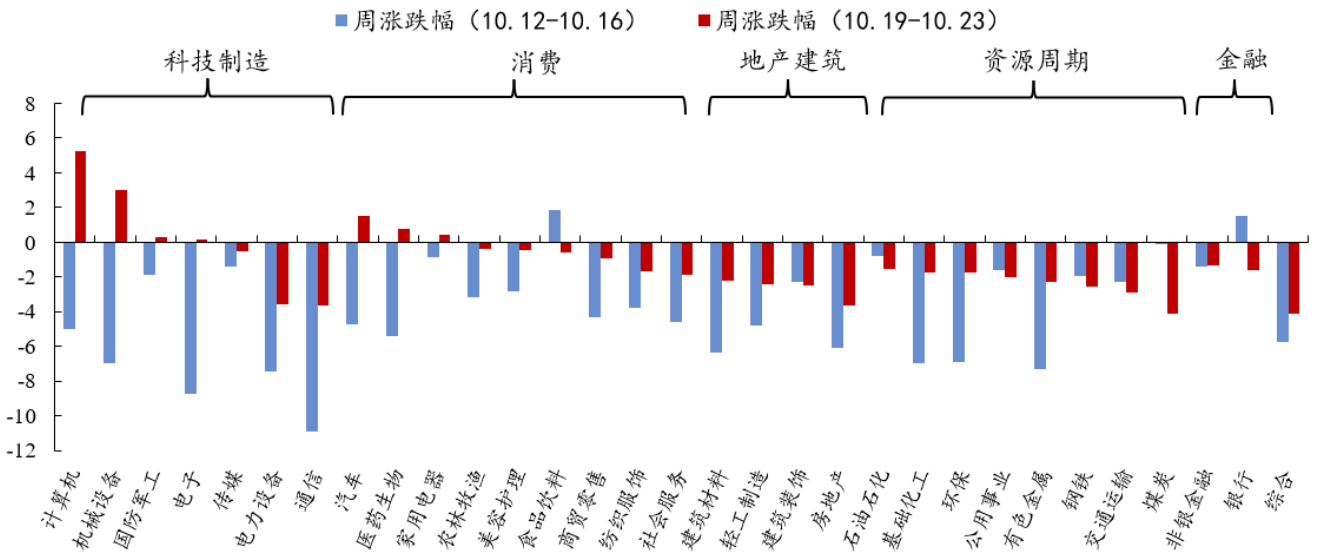
资金面承压是近期市场下跌的核心原因之一，但国有资金通过大额申购 ETF 承接抛压、向市场注入流动性，“国家队底”初步确认。数据端，沪深 300ETF 华泰柏瑞近一周申购净流入 278 亿元、周五申购净流入 105 亿元，科创 50ETF 华夏近一周申购净流入 170 亿元、周五申购净流入 39 亿元，创业板 ETF 易方达近一周申购净流入 210 亿元、周五申购净流入 66 亿元。

图1：本周（10.19-10.23），全球主要权益市场普遍下跌，但跌幅相较上周收窄



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：本周，多数行业跌幅收窄，计算机、机械设备和汽车等逆势录得正收益



数据来源：Wind、开源证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

2、“国家队底”初步确认，但当前仍在“反弹—高波震荡”的框架内

一方面，筹码集中度较 7 月大幅改善。截至 10 月 23 日，A 股前 5%个股成交额集中度降至 41.2%，较前期峰值 49.8%大幅回落。高交易集中带来的筹码脆弱性正在改善，前期高度集中的成交资金逐步向更多层级个股扩散，各类策略的有效性也在恢复——如小微盘、净利润断层、高自由现金流、高股息策略等。

另一方面，国有资金通过大额申购 ETF 承接抛压，缓解市场流动性压力。随着拥挤度下降，市场下行时的筹码压力明显减轻、估值压力也有所缓和，反弹条件已经较 7-8 月改善；随着国有资金通过大额申购 ETF 承接抛压，市场的流动性约束逐步缓解。

我们认为，后续并非线性上涨，当前仍在“反弹—高波震荡”的框架之内。有力度、可持续的强反弹仍需要新的理由和催化，虽然 AI 产业趋势仍在，科技中期逻辑没有发生破坏，但能够推动科技重新进入强 Beta 行情的新叙事暂未出现。因此，我们认为：后续并非线性上涨，当前仍在“反弹—高波震荡”的框架之内。

图3：交易拥挤度较前期进一步回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

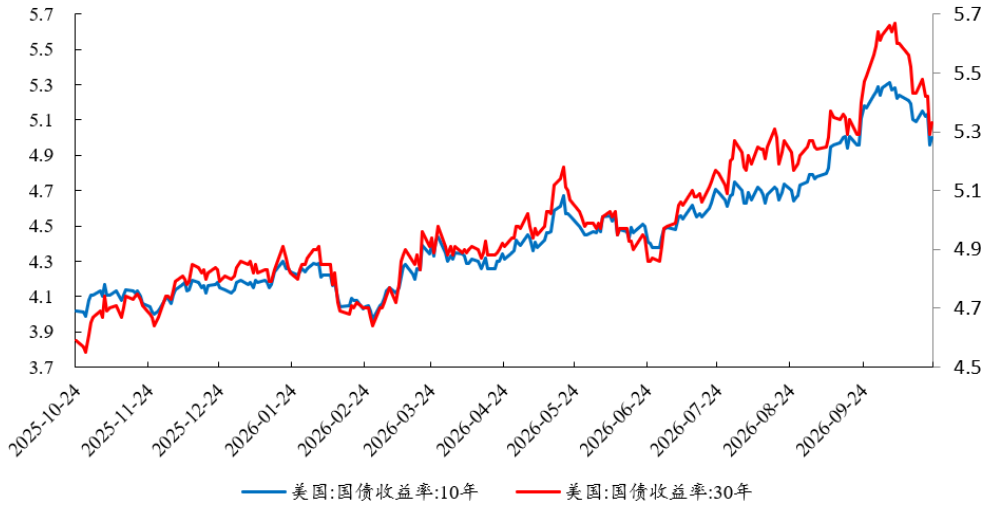
下载日志已记录，仅供内部参考

3、 流动性压力缓解：美债利率下行，两融担保比例接近底部

目前，美债利率下行，全球宏观流动性风险部分释放。截至 10 月 23 日，10 年期美债收益率跌至 5.00%，相较前期高点下降 31BP，30 年期美债收益率跌至 5.33%，相较前期高点下降 34BP。美债利率下行，全球宏观流动性收缩趋缓，对非美权益市场的压制边际减弱。

但需要注意的是，近期长端美债利率下行，背后是对 AI 叙事和回报率下降担忧所触发的避险。近期，Meta 因未来支出承诺骤增、自由现金流压力而引发担忧，其信用风险上升；AI 算力公司 CoreWeave 遭遇股债齐跌，信用风险向整个 AI 产业链传导。这触发了资金从科技股向美债的避险大迁徙，资金并非完全因为宏观因素而涌入美债，而是出于对风险资产的恐慌性规避。

图4：美债收益率下行，10 年期美债利率跌回 5%



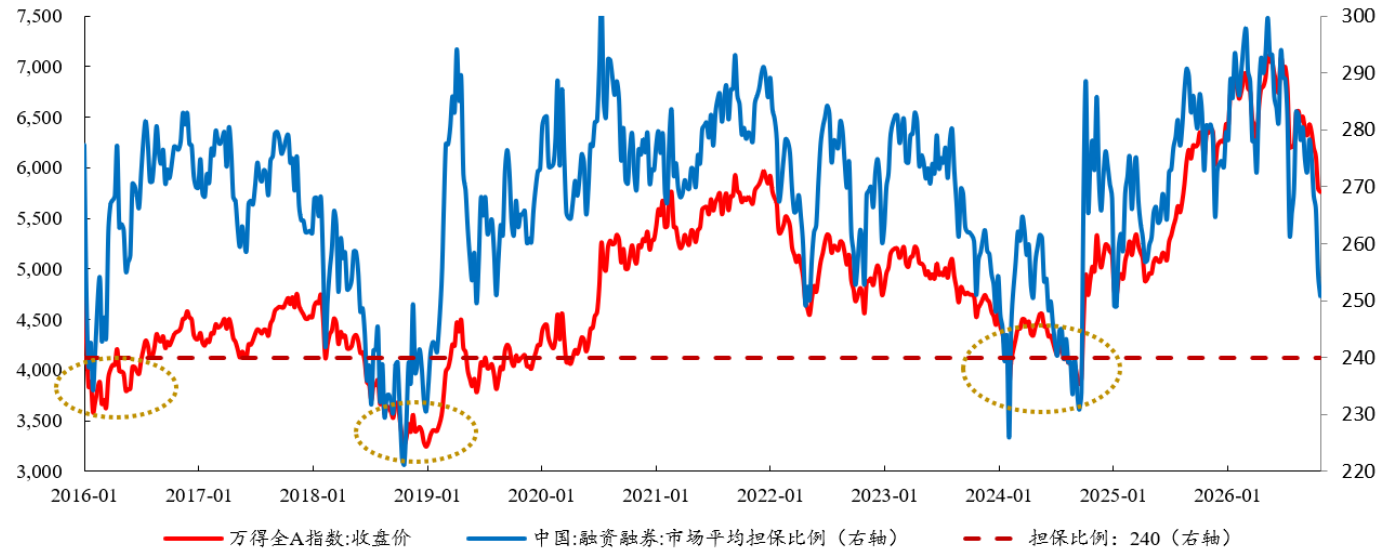
数据来源：Wind、开源证券研究所

融资融券市场平均维持担保比例可作为辅助判断市场底部区域的参考指标之一。该指标通常指全市场融资融券客户维持担保比例的平均水平，即客户担保物价值与两融负债之比。市场连续下跌时，担保物市值缩水，平均维持担保比例往往随之下降；当客户安全垫收窄、接近警戒线时，部分客户会被动或主动降杠杆，融资余额随之下降，两融去杠杆带来的流动性压力逐步释放。经验上，当全市场平均维持担保比例降至 240%附近或以下时，往往意味着两融客户整体安全垫已明显收窄、去杠杆压力可能进入较充分释放阶段，因而可作为判断市场底部区域的辅助信号。

当前两融资金的市场平均担保比例距离警戒线较近，或意味着市场下跌空间有限，真正“市场底”或已不远。截至 10 月 23 日收盘，全市场两融平均维持担保比例为 250%，距 240%的经验警戒线仅约 10 个百分点。该比例已接近警戒水平，两融资金整体安全垫有所收窄；从去杠杆视角，两融去杠杆压力已处于释放的中后阶段，市场进一步下跌空间有限，真正“市场底”或已不远。

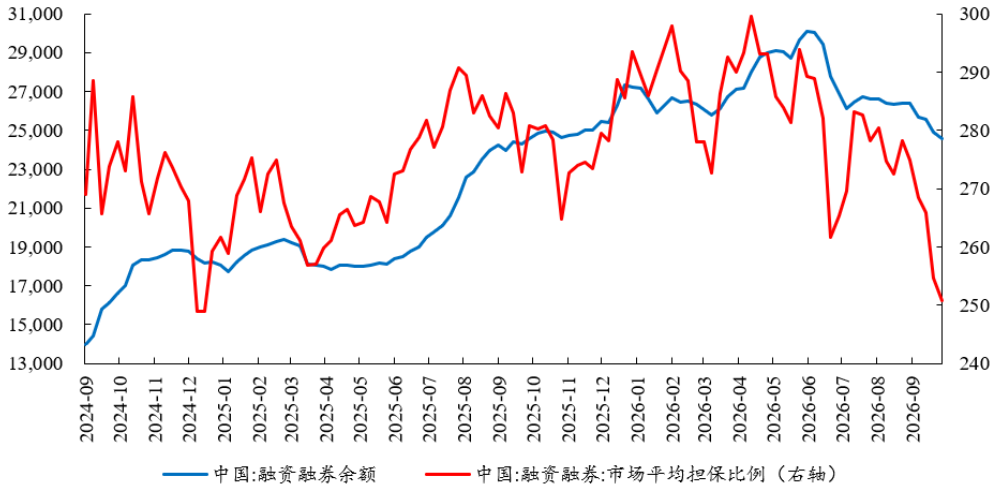
下载日志已记录，仅供内部参考

图5：2016 年至今，每当两融资金的平均担保比例低于 240%，两融资金大幅出清，市场底出现



数据来源：Wind、开源证券研究所 注：右轴单位为%

图6：2026 年 7 月至今，融资融券余额大幅下降，同时担保比例大幅下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

4、 投资建议：积极把握区间反弹

短期看，市场微观结构已经明显缓和，国有资金承接抛压、注入流动性，市场资金面压力缓解，“国家队底”初步确定，但当前仍在“反弹—高波震荡”的框架之内，后续并非线性上涨，积极把握区间反弹，重点关注“二次点火 + 叙事张力”方向。

短期，重点关注四类机会：

（1）科技当前具备较好的反弹土壤。继续坚持“大切中小、重视上游、国产>海外”。美债利率下行，科技反弹的外部环境较之前改善；但新的强叙事尚未形成，因此仍更看好中小市值、产业链上游以及国产替代方向，而非重新集中于少数大市值科技资产。

（2）继续重点推荐小微盘。拥挤交易逐步松动后，小微盘仍是资金扩散的重要受益方向，同时能够兼顾未来科技主线重新强化后的产业景气机会，继续重点关注中证 2000 和万得微盘股。

（3）行业再平衡继续重点推荐有色、化工、医药、农业、造船。有色、化工继续受益于 PPI 改善及供需格局变化；医药、农业兼具低位、内需和基本面改善弹性；造船继续受益于较强的产业景气和订单周期。与此同时，随着稳内需政策权重提升，地产及地产消费链的重要性也较此前上升，地产内部更建议关注行业出清后集中度提升逻辑明确的龙头。

（4）高股息仍具备组合配置价值。银行、公用事业、电力等稳定类资产在高波动环境下仍具有较好的风险收益比，“优化的高股息”依然适合作为组合底仓，但现阶段弹性相对有限。

中期看，牛市逻辑尚未破坏，但需要适度降低斜率预期。盈利仍处于较高增速区间，但现实二阶导已经开始放缓，后续行情能否进一步打开空间，越来越依赖内需改善以及新的产业叙事出现。因此，下一阶段收益来源或更多从单一 Beta 转向行业内部和风格之间的再平衡。配置上，继续寻找“科技内部二次点火+内需政策抬升+低位行业基本面改善“的交集。

下载日志已记录，仅供内部参考

5、 风险提示

宏观政策超预期变动；地缘风险超预期升级；历史不代表未来。

下载日志已记录，仅供内部参考

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本研究报告的署名人员具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了署名人员的研究观点，所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。本报告署名人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（Outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（Underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（Overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（Underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数（北交所基准指数为北证 50 指数）、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

下载日志已记录，仅供内部参考

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区福华路6030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn