2026 年 10 月 31 日

再平衡进入第二阶段，反弹仍需右侧确认

——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

● **再平衡进入第二阶段：从高拥挤到资金负反馈**

本周科技成长再度大幅调整，科创 50 全周下跌 13.73%。我们自 7 月以来持续强调极致拥挤后的再平衡，前 5%个股成交额集中度已从 49.8%的高点回落至 41%附近，但科技调整仍在加深。我们认为，再平衡已经从高拥挤交易松动逐步进入资金负反馈阶段，机构风险预算收缩、局部信用风险扰动与海外 AI 盈利兑现压力相互强化。拥挤度回落缓解了筹码压力，但资金负反馈和盈利预期调整尚未结束。

● **国家队底初步确定，但资金承接尚不足以推动趋势反转**

9 月 28 日至 10 月 30 日，股票型 ETF 连续 20 个交易日净流入，累计超过 4000 亿元，显示市场调整过程中存在较强的逆向承接力量。我们上周提出“国家队底初步确定”，本周科技加速调整则进一步说明，下行风险得到一定约束，并不意味着市场已经形成绝对的价格底部。**短期资金负反馈的持续性超出此前预期，需要降低对反弹斜率和启动速度的预期。我们仍维持“反弹—高波震荡”的基本框架，短期反抽随时可能出现，但难以直接外推为趋势反转。**

● **为什么还要等右侧？筹码已经改善，盈利和资金仍需确认**

此前我们提出科技重新启动的两个条件：新增强叙事，以及拥挤度回落至 42%附近。如今后者已经基本满足，但持续性强反弹尚未出现。海外 AI 长期叙事未破，但资本开支回报、现金流覆盖能力及非美产业链利润兑现面临更严格的检验；国内 10 月制造业 PMI 回落至 49.3%，整体盈利预期仍缺乏全面上修的基础。当前位置已经具备一定反弹条件，但强反弹仍需要新增产业催化、盈利预期改善及资金重新形成正反馈，继续坚持右侧纪律。

● **投资建议：配置继续再平衡，加强内需关注，科技等待二次点火**

当前市场处于“后拥挤时代”，旧叙事未破、新叙事未立，配置继续重视四个方向：

（1）红利：7 月以来持续强调其再平衡价值，资金负反馈尚未结束，四季度仍具备配置价值；

（2）小微盘：交易结构优势尚未完全消失，但需关注风险偏好和流动性变化；

（3）内需消费：此前提出的内需政策窗口逐步临近，盈利斜率放缓提升政策发力必要性，叠加消费板块低估值、低预期，重视潜在预期差；

（4）科技：长期产业叙事未破，但短期缺乏新增积极强逻辑，继续关注 G 与 ΔG 共振方向，等待新的产业催化和资金右侧确认。

● **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

《开源金股，11 月推荐—投资策略专题》-2026.10.30

《市场边际改善，把握区间反弹—投资策略周报》-2026.10.25

《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

目　录

1、 再平衡进入第二阶段：从高拥挤到资金负反馈 3
2、 国家队底初步确定，但资金承接尚不足以推动趋势反转 4
3、 为什么还要等右侧？筹码已经改善，盈利和资金仍需确认 5
4、 投资建议：配置继续再平衡，加强内需关注，科技等待二次点火 6
5、 风险提示 7

图表目录

图 1： 当前交易拥挤度相较前期有较为明显的回落 3
图 2： 9 月末以来，股票型 ETF 持续净流入 4
图 3： 国内盈利预期仍缺乏全面上修的基础 6

本周市场再度大幅调整，尤其科技成长方向跌幅明显加深。10 月 30 日，上证指数下跌1.44%，创业板指下跌4.13%，科创 50 下跌5.48%；全周科创 50 累计下跌 13.73%。我们自 7 月以来持续强调极致拥挤后的再平衡，前 5%个股成交额集中度已从 49.8%的高点回落至 41%附近，但市场并未因此迎来持续反弹，反而出现了新的加速调整。

我们认为，当前再平衡已经进入第二阶段：高拥挤交易的松动逐步演变为资金负反馈，叠加海外 AI 盈利兑现的不确定性与国内盈利预期的边际变化，市场短期仍然缺乏重新向上的合力。另一方面，近期宽基 ETF 持续获得大规模资金流入，市场下行风险已有一定承接。我们维持“反弹—高波震荡”的基本判断，短期快速调整后反抽随时可能出现，但更具持续性的上涨仍需等待盈利、资金与产业催化的右侧确认。**配置上，继续重视红利与小微盘的结构性价值，内需消费的重要性需要提升，科技方向等待二次点火。**

1、 再平衡进入第二阶段：从高拥挤到资金负反馈

本轮科技调整的一大特征，是拥挤度持续下降与股价加速下跌同时发生。7 月以来，我们反复强调科技交易极致拥挤所蕴含的再平衡风险，前 5%个股成交额集中度一度达到 49.8%，明显超过历史上 45%左右的高拥挤区域。经过近几个月的调整，这一指标已经回落至 41%附近，筹码集中度明显改善，但科技成长并未因此企稳，近期调整幅度反而进一步扩大。

图1：当前交易拥挤度相较前期有较为明显的回落



数据来源：Wind、开源证券研究所，数据截至 10.29 收盘

这一现象意味着，再平衡的主要矛盾正在发生变化。第一阶段，市场面对的是高涨幅、高持仓、高交易集中度下的拥挤交易松动，部分资金主动止盈，估值溢价收缩。随着科技股调整持续、净值回撤扩大，**第二阶段逐步转向资金行为的相互强化：**部分投资者降低风险暴露，机构风险预算趋于收缩，部分高波动资产面临进一步减仓压力，价格下跌又可能强化后续卖盘。尤其在此前机构配置较为集中、流动性较好的科技龙头中，这种负反馈的影响可能更为明显。另一方面，华发相关信用事件又增加了市场对信用风险和流动性的担忧。局部赎回与风险偏好下降可能相互

强化，进一步压制市场承接力量。

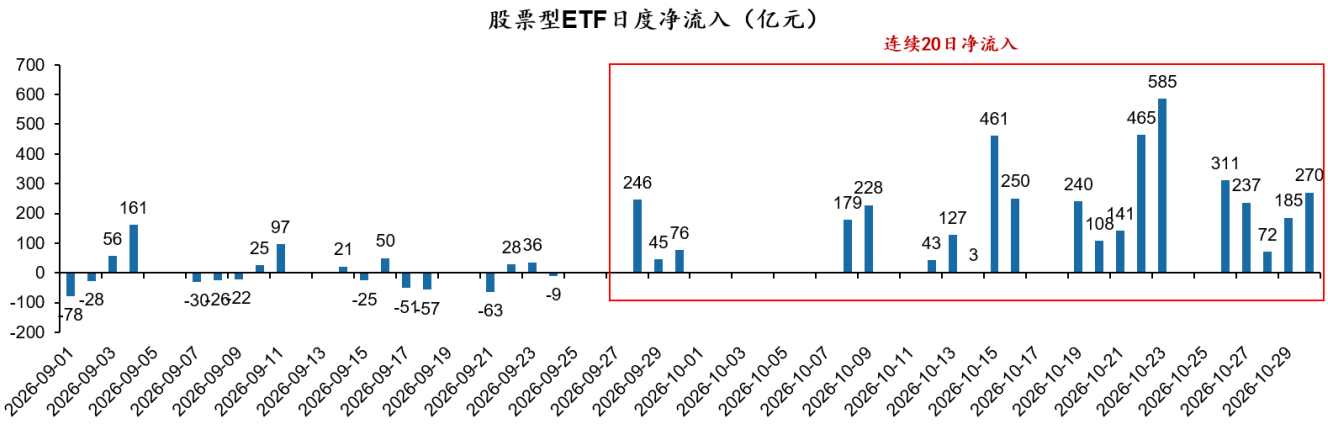
与此同时，基本面预期的变化加剧了资金层面的调整。前期 AI 产业链的估值扩张建立在持续高增长、资本开支不断上修及产业叙事强化的基础上，但进入三季报披露窗口后，市场开始更加关注资本开支的投入产出效率，以及盈利增长能否持续兑现。10 月 30 日美股纳斯达克指数下跌 2.86%，费城半导体指数下跌 7.2%，而同期美债收益率下行，**反映出市场压力已经更多指向科技资产自身的盈利预期与风险偏好。**

因此，拥挤度回落解决的是此前交易结构过度集中的问题，却无法自动逆转资金负反馈，更无法直接修复盈利预期。我们倾向于认为，当前科技成长的调整已经进入后拥挤阶段，未来市场的核心变量将逐步从筹码出清程度，转向资金风险偏好的稳定及基本面预期的重新改善。

2、 国家队底初步确定，但资金承接尚不足以推动趋势反转

与科技股持续调整形成对比的是，近期宽基 ETF 资金流入规模明显扩大。Wind 数据显示，9 月 28 日至 10 月 30 日，股票型 ETF 连续 20 个交易日获得资金净流入，累计超过 4000 亿元。仅 10 月 30 日，股票 ETF 便净流入约 270 亿元。部分核心宽基 ETF 在尾盘频繁放量，显示市场调整过程中存在较强的逆向承接力量。

图2：9 月末以来，股票型 ETF 持续净流入



数据来源：Wind、开源证券研究所

我们上周提出“国家队底初步确定”，核心依据正是宽基 ETF 持续放量及政策性承接力量增强。从资金行为看，市场下跌过程中仍有大规模资金逆向入场，这有助于降低流动性失序和系统性风险进一步扩散的概率。不过，本周科技成长的加速下跌也说明，承接资金尚未形成能够持续推动市场上涨的增量合力。需要注意，ETF 净申购能够反映资金承接增强，但不能将全部流入资金直接等同于国家队买入。

我们认为，有必要区分市场的下行风险约束与趋势反转条件。政策性资金承接能够缓解部分抛压，但难以完全抵消机构主动降低风险暴露、产业预期下修以及部分杠杆资金调整带来的压力。前者影响市场发生系统性风险的概率，后者则决定短期股价的运行方向。

因此，国家队底初步确定，并不意味着市场已经形成绝对的价格底部。本周走势表明，短期资金负反馈的持续性比此前预期更强，需要相应降低对反弹斜率和启动速度的预期。不过，随着市场累计跌幅扩大、拥挤度明显下降，同时宽基 ETF 持续获得资金承接，进一步下跌与向上反弹之间的风险收益比也在发生变化。

我们仍倾向于维持“反弹—高波震荡”的基本框架。当前位置的反弹条件有所改善，但在资金负反馈尚未结束、盈利预期尚未企稳之前，反弹大概率仍具有较高波动性，难以简单外推为新一轮趋势上涨。

3、 为什么还要等右侧？筹码已经改善，盈利和资金仍需确认

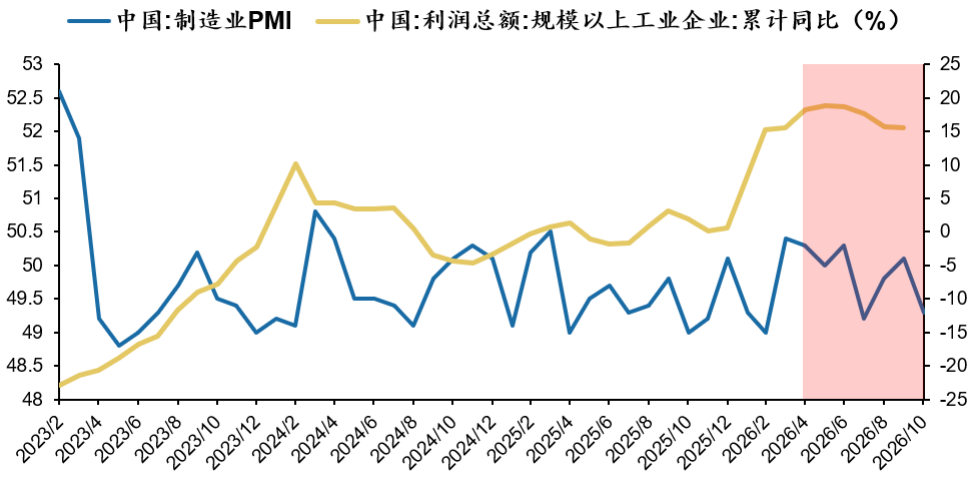
我们此前提出，科技方向重新启动需要关注两个条件：一是出现能够突破原有预期的新增产业叙事或政策催化，二是前 5%个股成交额集中度回落至 42%附近。如今第二个条件已经基本满足，但市场并未出现持续性强反弹，说明拥挤度下降更多是为市场修复创造了必要条件，后续仍需观察盈利预期和资金行为能否形成新的正反馈。

第一，海外 AI 的长期产业叙事仍然成立，但盈利兑现正在面临更严格的检验。过去市场对 AI 资产定价的核心，是资本开支持续扩张及其所对应的长期需求增长。随着投入规模不断增加，市场开始进一步考察云厂商经营现金流对资本开支的覆盖能力、债务融资需求，以及最终商业化收入能否支撑投资回报。近期美股科技股在美债利率下降的背景下仍持续调整，表明分子端预期变化的影响正在超过分母端改善带来的支撑。

这一变化对非美 AI 产业链的影响可能更为复杂。即便全球 AI 需求继续增长，产业链不同环节能够获取的利润也未必同步增加。部分非美企业同时面临海外政策约束、产能布局调整及产业利润再分配等问题，较强的收入和订单增长未必能够完全转化为估值扩张。对 A 股科技而言，未来尤其需要关注产业增长的一阶导之外，盈利增速和订单预期的二阶导能否重新向上。

第二，国内盈利预期仍缺乏全面上修的基础。10 月制造业 PMI 回落至 49.3%，生产和新订单指数分别降至 49.8%和 49.4%，反映出整体经济景气仍面临一定压力。三季报显示，A 股上市公司整体盈利保持同比增长，但累计盈利增速较中报阶段有所放缓。同时，高技术制造业 PMI 仍达到 51.3%，部分新兴产业维持较高景气，说明市场后续仍有结构性机会，但需要更加重视盈利增长的持续性以及景气度的边际变化。

图3：国内盈利预期仍缺乏全面上修的基础



数据来源：Wind、开源证券研究所，数据截至 10.29 收盘

第三，交易结构改善仍需等待资金重新形成正反馈。拥挤度下降、估值回落和情绪低迷，可以使市场具备反抽条件，但真正推动趋势上涨的，是资金风险偏好改善、机构重新增配以及新的盈利预期上修。接下来，我们尤其关注科技板块调整幅度是否收敛、交易集中度能否在低位企稳、强势反弹后能否维持相对强度，以及是否出现足以改变盈利预期的新增产业催化。

这也是我们继续强调右侧纪律的主要原因：**市场当前位置已经不宜简单线性外推下跌，但在强反弹的驱动因素尚不充分时，也不宜仅凭跌幅和估值位置判断新一轮行情已经开始。**

4、 投资建议：配置继续再平衡，加强内需关注，科技等待二次点火

展望后市，我们认为市场仍处于【后拥挤时代】的再平衡阶段。极致拥挤压力已经明显缓解，但资金风险偏好尚未全面修复；盈利增长仍有结构性亮点，但整体盈利斜率面临压力；AI 长期叙事尚未结束，能够重新带动市场上修预期的新催化仍需等待。在这一环境下，我们继续强调控制组合波动，重视相对收益与绝对收益的平衡。

（1）继续重视红利资产的配置价值。7 月以来，我们在提示科技拥挤风险的同时，持续强调红利方向的再平衡价值。近期银行等高股息资产相对坚挺，反映出在市场风险偏好下降、盈利预期波动加大的环境中，稳定现金流和股东回报仍具有较强吸引力。考虑到当前资金负反馈尚未完全结束、市场缺乏持续性的新增主线，我们认为红利在四季度仍具有配置价值，但需进一步区分股息可持续性、盈利稳定性及估值水平。

（2）保持对小微盘结构性机会的关注。此前我们看好小微盘的重要依据，是其相对于高拥挤科技资产的交易结构优势，以及再平衡过程中资金配置范围的扩散。当前这一逻辑并未完全消失，但随着市场整体风险偏好下降，小微盘自身也会面临流动性和交易波动的影响。后续应更加重视交易结构、市场宽度及流动性变化，在风险偏好企稳后寻找更好的参与时机。

（3）内需政策渐近，重视消费板块的潜在预期差。我们此前提出，随着经济内生修复动力仍然偏弱、盈利增长斜率面临放缓压力，后续内需政策进一步发力的必要性正在上升，政策窗口有望逐步临近。10 月制造业 PMI 再度回落，也反映出当前内需修复仍面临一定压力。与此同时，相较于前期高度集中的科技交易，部分消费板块经历了较长时间的估值调整，市场对其盈利修复的预期相对谨慎，具备一定的预期差空间。尤其在科技短期缺乏新增强逻辑、资金仍处于再平衡阶段的背景下，内需消费有望成为下一阶段值得重视的配置方向。我们建议重点关注潜在政策催化较强、估值与盈利预期处于相对低位，以及需求改善后盈利弹性较大的消费细分领域。

（4）科技长期叙事未破，但短期仍需等待二次点火。我们对科技产业长期发展的判断没有发生根本变化，国产算力、自主可控、AI 应用及产业链外溢仍然可能孕育新的投资机会。但经历本轮调整后，市场面临的主要问题已经从交易拥挤转向盈利兑现与资金负反馈，而短期尚未出现足以重新推动产业预期大幅上修的新增强逻辑。虽然拥挤度已经回落至相对合理的水平，但筹码压力缓解并不意味着资金立即回流。现阶段我们仍建议保持耐心，优先关注盈利增长具有较强确定性、ΔG 有望进一步上行的方向，等待新的技术突破、产业催化及资金右侧确认后再提高配置力度。

5、 风险提示

宏观政策超预期变动；

地缘政治超预期升级风险；

历史数据不代表未来表现。

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）》已于2017年7月1日起正式实施。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。

分析师承诺

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、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。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告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。

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：深圳市福田区金田路2030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