

卖出端是噪声，买入端才是信号 · 全文合订

目录 · CONTENTS

- 01 776 亿美元抛售潮，拆开有三层水分
- 02 自动挡：10b5-1 是一件法律护具，不是投资判断
- 03 买入的钱逼近七年最低，买入的人却创了纪录
- 04 谁在卖：713 份原始申报重画的抛售地图
- 05 卖单的另一边：高管卖776亿，公司买1.02万亿
- 06 2021年那次灵了。问题是，几次里的一次？
- 07 同一件事，两套制度：美国管你知道什么，A股管你卖多少

776 亿美元抛售潮，拆开有三层水分

涨出来的价格、几个月前设好的计划、根本不算抛售的代扣与转让

7 月 17 日，彭博社发了条数据新闻。标题里的措辞是 near record pace——接近纪录的速度。

数字来自资金流数据商 EPFR 的分析师团队：2026 年上半年，美国上市公司的内部人在二级市场卖出了 776 亿美元自家股票，同期买入 69 亿。同比增长 20%，二十多年来第二快，只有 2021 年比这更猛。

七十二小时里，这个数字在中文世界完成了三次变形。

财联社的标题是《美企高管售股创20多年次高》，钜亨网写《美股高点震荡 企业内部人士套现规模创20年来次高》，都算克制。到了一家加密媒体那儿，它变成了《美国企业高层偷跑？今年抛售股票776亿镁达到20年第二高》。

从"接近纪录的速度"到"偷跑", 事实一个字没变, 温度升了两档。

先把话说清楚: 776 亿是真的。EPFR 的统计、彭博社的报道、二十多年第二快的排名, 都站得住。买入端只有 69 亿, 也是真的, 而且比卖出端更值得琢磨。

但这个数字被撑大了。

撑大它的有三样东西: 涨出来的价格、几个月前就设好的计划、以及一批根本不算抛售的代扣与转让。三样都合法、都正常、都在申报表里写得明明白白。它们只是没被翻译过来。

一层层拆。

第一层: 同一篇报道里, 装着 4.2 倍和 18.1 倍

先说个大部分人不知道的事: 美国证监会从不发布内部人交易的市场总额。

它只提供逐笔的申报数据集——谁、哪天、什么代码、多少股、什么价。至于"全市场高管这半年一共卖了多少钱", 那是各家数据商自己清洗出来的结果。EPFR 一个口径, Washington Service 一个口径, Verity 又一个。

所以任何一句"数据显示美国高管卖了 X 亿", 你都得先问: 谁家的 X?

这不是抬杠。看一个真实的例子。

路透社 3 月 10 日发过一篇报道, 讲 2026 年 2 月的内部人交易, 数据来自 Washington Service。原文给出的核心数字是 4.2 倍——卖家与买家之比, 20 个月最高。

但同一篇报道里还列了几组分项: 全市场卖出 2260 笔、买入 543 笔; 标普500 成分股里卖出 833 笔、买入 74 笔; 标普500 的卖出金额超过 49 亿美元、买入金额超过 2.71 亿美元。

你拿这几组数字自己算一遍。

2260 除以 543, 是 4.2 倍。这就是标题上那个数, 按笔数、全市场。

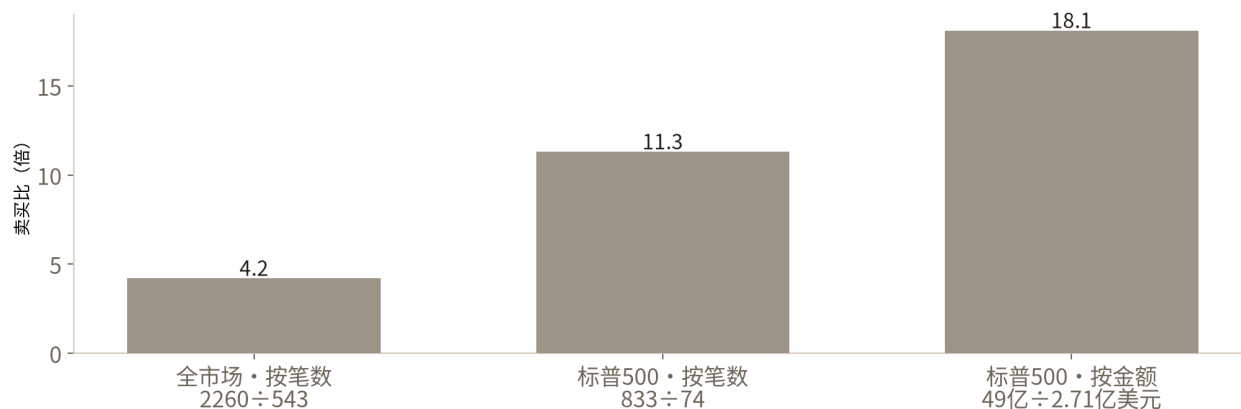
833 除以 74, 是 11.3 倍。同一个月, 改成只看标普500, 还是按笔数。

49 亿除以 2.71 亿, 是 18.1 倍。还是同一个月、同一批人, 只是把"笔"换成了"钱"。

4.2、11.3、18.1。同一个月, 同一篇报道, 同一家数据商, 三个数字, 最大的是最小的四倍多。

同一个月同一篇报道：卖买比是 4.2 倍还是 18.1 倍，取决于口径

2026年2月内部人交易 · 三种统计口径并置对比（笔数口径 vs 金额口径 · 全市场 vs 标普500）



数据来源：路透社（数据方 The Washington Service）

Opm.AI 出品

同一个月的卖买比，取决于你数的是笔数还是金额、是全市场还是标普500

哪个是对的？三个都对。它们回答的是三个不同的问题：有多少人在卖，标普500 里有多少人在卖，标普500 里卖出去多少钱。

（其中 11.3 与 18.1 为按同篇报道披露的分项数字测算得出，报道直接给出的是 4.2。）

这一层水分不在数据里，在转述里。一个数字被从报道里抠出来、扔进标题、再转述三轮之后，身上的口径标签就掉了。剩下一个赤裸的倍数，谁看谁心里一紧。

路透那篇里还有句话值得抄下来。B.Riley 财富管理的首席市场策略师阿特·霍根说：「内部人和投资圈其他人没什么两样——不确定性一大，他们也会情绪化地反应。」

第二层：股数一模一样，收入翻了一倍

AMD 的 CEO 苏姿丰有一份 2025 年 9 月 9 日设立的卖出计划。执行起来像台机器：每次 125,000 股。

看她 2026 年的申报。

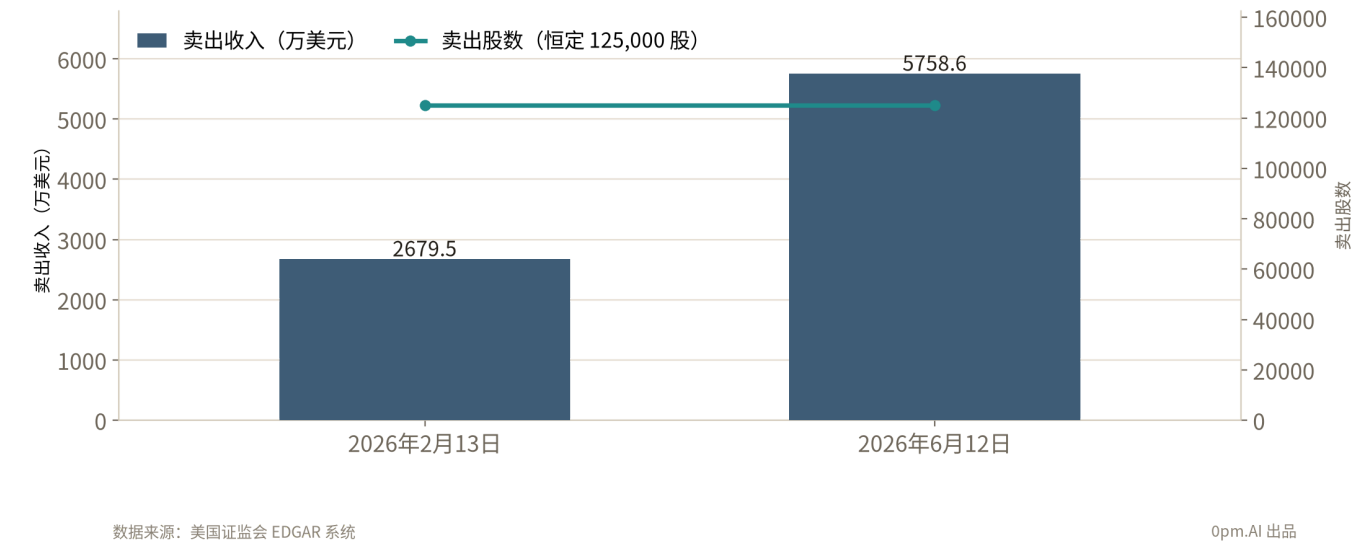
2 月 13 日那份，125,000 股，收入 2679.5 万美元，折合每股约 214 美元。

6 月 12 日那份，还是 125,000 股，收入 5758.6 万美元，每股约 461 美元。

四个月，股数一股没多，收入多了 3079 万美元，是 2 月那笔的 2.1 倍。

股数一股没变，收入翻了一倍：抛售金额是价格的函数

AMD首席执行官苏姿丰 2026年两笔计划内卖出 · 每次均为125,000股



同样的 125,000 股，2 月和 6 月是两个价钱

她多卖了什么吗？没有。是 AMD 的股价涨了。

（本文个案金额均按逐笔股数与申报加权均价自算，与媒体汇总口径可能有出入。）

现在回到那个 +20%。

2026 年上半年内部人卖出金额同比增长 20%，同期标普500 年内上涨约 10%。这两个数之间有没有关系？

有，而且是最朴素的那种：抛售总额等于股数乘价格。价格涨了，哪怕所有人卖的股数一模一样，总额也会涨。

我没有数据把 776 亿里的价格贡献和股数贡献分开——公开渠道也没人做过这个拆分。所以这里只讲机制，不给比例：这 20% 里有多少是"更多人卖了更多股"，有多少只是"同样的股卖了更高的价"，目前无从判断。

但你至少知道了，它不全是前者。

一个本身就是价格函数的指标，在牛市里天然会往上走。拿它当牛市的预警器，逻辑上是绕着的。

第三层：一个字母，能把 70.9 亿变成零

内部人每做一笔交易，要在两个工作日内提交一份 Form 4（内部人交易申报表）。表格里有一列，叫交易代码，一个字母。

S，公开市场自愿卖出。这才是"抛售"。

F，缴税代扣。股票归属那天公司直接扣掉一部分抵个人所得税，高管到手的是税后净股数。

M，期权行权。G，赠与或转让，包括各种信托之间的挪动。P，公开市场买入。

五个字母在表格里长得一样重，含义天差地别。而绝大多数聚合网站和快讯，是按申报人汇总总额，不分代码。

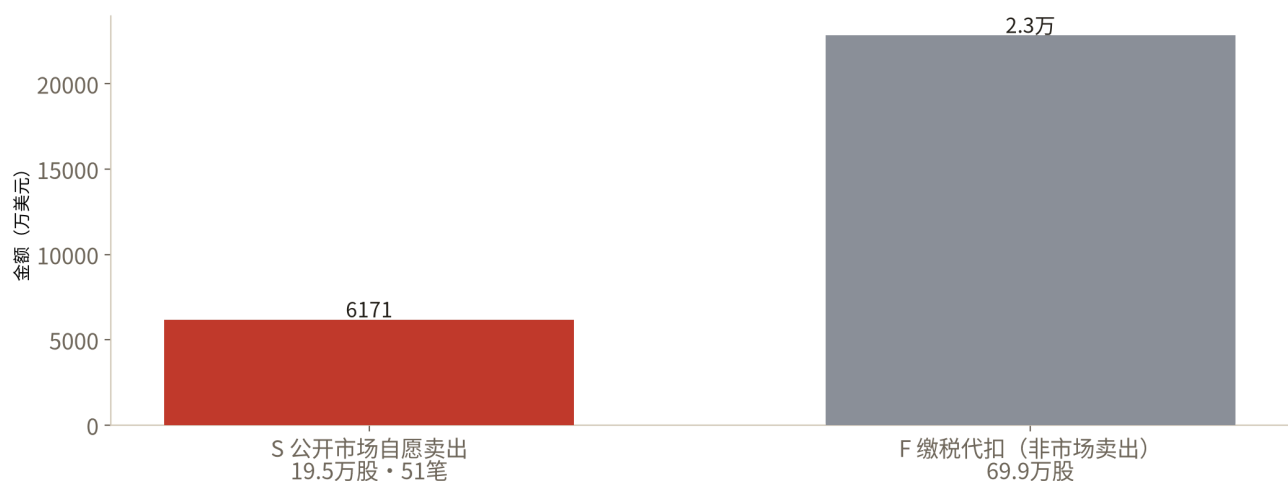
三个例子。

皮查伊。 2026 年 1 月 7 日到 3 月 18 日，Alphabet 的 CEO 桑达尔·皮查伊在公开市场卖出 19.5 万股，51 笔，收入 6171 万美元。同期他名下的 F——缴税代扣——是 69.9 万股、2.2834 亿美元。

代扣的金额是真实卖出的 3.7 倍。

缴税代扣是真实卖出的 3.7 倍：一个字母的差别

Alphabet首席执行官皮查伊 2026年1月7日至3月18日申报 • 按Form 4交易代码分离



数据来源：美国证监会 EDGAR 系统

Opm.AI 出品

皮查伊 2026 年：2.28 亿美元的代扣，6171 万美元的真实卖出

如果把两者相加，你会得到"皮查伊 2026 年套现 2.9 亿美元"这样一个说法。它错了将近三分之二。

黄仁勋。 2026 年他 G 项下有 1.183 亿股，数字大得吓人。

拆开看：3 月 20 日申报的那 1.179 亿股，是在保留年金信托（GRAT）、家族信托和几家 TARG 系列有限责任公司之间的转移，遗产规划的常规动作，实益所有权仍在家族体系内部。真正流向 501(c)(3) 基金会和捐赠人建议基金的，是 6 月 18 日那 40 万股。

把 1.183 亿股写成"抛售"是错的。写成"捐赠"，同样是错的。

顺带一提，截至 2026 年 6 月 23 日的最后一份申报，黄仁勋 2026 年的公开市场卖出记录是：零。

而 2024 和 2025 两年，他每年卖出的股数精确等于 6,000,000 股，一股不多一股不少，额度打满。在"抛售潮"最热的这半年，那个被点名最多的人，一股都没在公开市场卖过。

马斯克。 2026 年 6 月 16 日，他行权 3.04 亿股特斯拉期权，行权价 23.34 美元。同一天，公司扣留 1753 万股，名义金额 70.9 亿美元，用来抵行权成本。

这 70.9 亿是 F，不是 S。没有一股进入市场。把它记成"马斯克抛售 71 亿美元"，等于把一笔零市场卖出的账面处置，写成了年度最大抛售案。

那他两年半到底卖了多少？

一笔。2026 年 4 月 2 日，11,390 股，119.96 万美元。

同一个人，2025 年 9 月 12 日在公开市场分 25 笔买入 256.87 万股，花掉 9.9996 亿美元，单日十亿美元级的增持。

在"高管抛售"这个题目底下，马斯克是净买家。

那该看什么

三层拆完，776 亿还剩什么？

它仍然是二十多年来第二快的卖出速度，这个排名没被拆掉一分。

更要紧的是买入端那 69 亿——逼近上一年 67 亿的七年底点。这个数字不受价格膨胀影响，也不受代码混淆影响，因为买入只有一种代码、一种解释。EPFR 团队对它的描述克制到冷：即便股市一路走高，内部人仍然不愿增加个人的股票敞口。

真正被拆掉的，只是"776 亿等于 776 亿美元看空票"这种读法。

内部人交易数据商 Verity 的方法论文档里有一句话，比任何倍数都说得清楚：

「同一个人的 5 万美元卖出，可能比 1000 万美元的那笔更有意义。」

为什么？因为那 1000 万可能是九个月前签好的一份计划在自动执行，可能是限制性股票归属时的例行代扣，也可能是家族信托之间的一次腾挪。而 5 万那笔——如果它是主动的、非计划的、发生在一个不寻常的时点——那才是一个人在用自己的钱，说一件他知道而你不知道的事。

金额大不等于信息多。

这是这套数据里最反直觉、也最容易被标题吃掉的一条。

那份"九个月前签好的计划"到底怎么运转？为什么高管签完字要干等三个月才能卖出第一股？为什么中文圈普遍把它译成"预设减持计划"，可能从一开始就译错了方向？

下一篇拆它。

风险提示：本文为公开数据与申报文件的解读，不构成任何投资建议，不设目标价，不对具体证券作涨跌判断。内部人交易数据存在口径差异，历史数据不代表未来表现。市场有风险，决策请独立判断。

主要来源：彭博社 2026-07-17 报道（数据方 EPFR Global Market Intelligence）；路透社 2026-03-10 报道（数据方 Washington Service）；美国证监会 EDGAR 系统 Form 4 原始申报（苏姿丰、皮查伊、黄仁勋、马斯克逐笔解析）；Verity《7 Truths of Insider Selling》方法论文档；财联社、钜亨网、动区动趋相关标题为中文语境样本。

Opm.AI 出品

■ 自动挡：10b5-1 是一件法律护具，不是投资判断

一份 8-K 的原话、一条 90 天新规，和一个仍然敞着的漏洞

2026 年 1 月 6 日，美国车队管理软件公司 Samsara 往证监会递了一份 8-K，签字人是首席法务官亚当·埃尔图希。文件里有一句话，中文财媒几乎没人翻译过。

它说，这些交易计划「旨在满足 1934 年《证券交易法》第 10b5-1(c) 条在计划采纳时有效版本下的**积极抗辩**（affirmative defense）条件」。

抗辩。

不是"看好"，不是"看空"，不是"减持安排"。是抗辩——法庭上被告用的那个词。它防的是一件具体的事：将来某天有人指控你内幕交易，你手里得有一条法定的辩护理由。

中文圈把 10b5-1 统一译成"预设减持计划"，一个法律词就这样被翻译成了投资词。翻译温差之下，读者以为自己读到的是一份判决书，实际上读到的是一份免责声明。

高管卖股票时真正在做的事，是给自己套上一层法律护具——这件事和他看不看好公司，可以完全无关。

同一份 8-K 里还写着别的。两位联合创始人桑吉特·比斯瓦斯和约翰·比克特，各自拟卖出至多约 500 万股，股份由关联家族信托持有，卖出从 2026 年 1 月 6 日分散执行到 12 月 24 日，公司给的理由是「以减少此类卖出在任一交易日对市场的冲击」。

然后是最有意思的那一行：截至 2026 年 1 月 1 日，两人合计持股约 34.02%；如果这份计划全部执行完毕，他们仍将合计持有约 32.29%。

公司自己把"减持的尽头"算给你看了。卖光了，还剩三分之一。

你签的字，是给三个月后的自己签的

这套机制怎么运转，得从 2022 年 12 月说起。那个月美国证监会发布了 Release 33-11138，给 10b5-1 计划打了几个补丁，其中最硬的一个叫冷静期。

董事和高级管理人员的冷静期是这么算的：取（一）计划采纳或修改后 90 天，与（二）该计划采纳所在财季的 10-Q 或 10-K 提交后两个工作日，两者中较晚的那个；无论如何不超过 120 天。

翻成人话——你签下计划的那一刻，必须是干净的；签完之后至少三个月，你什么都不能做。

威瑞信执行董事长詹姆斯·比兹奥斯把这条规则活成了一张日历。他 2026 年 3 月 3 日签下交易计划，拟在计划期内卖出至多 10 万股。第一个可以卖的日子是 2026 年 6 月 2 日。计划到期日 2027 年 5 月 27 日。

三个月，签字与第一笔成交之间什么都没发生。

签完字要等三个月：强制冷静期把计划与执行隔开

三份真实10b5-1计划的采纳日与首个可执行日（2022年SEC新规下·董事与高管冷静期90天）



数据来源：威瑞信/美国证监会 EDGAR、雅虎财经、美国证监会 EDGAR 系统

0pm.AI 出品

签字之后要等三个月：三份真实计划的时间结构

这条规则还有一处不对称，值得单独说一句：证监会明确表示目前不为发行人设定冷静期。也就是说，**个人高管卖自己的股票受 90 天约束，公司拿股东的钱回购自己的股票，不受任何冷静期约束**。同一套内幕交易监管，两条腿不一样长。

“额度打满、机械执行”长什么样

泰瑞达的 CEO 格雷戈里·史密斯 2026 年 2 月 12 日采纳了一份计划。7 月 15 日，4000 股成交，加权均价 356.31 美元，当日收盘 342.12 美元，总额约 140 万美元。此前公司股价一年内涨了约 250%（报道口径）。

采纳到执行，隔了五个月。

一位财经记者评这笔交易的原话是：「说到底，这笔卖出看着更像一位 CEO 在一个疯狂的年份之后，抹掉了一个零头。」这是记者的观点，不是当事人的陈述，但它点中了一个常被忽略的量级问题。

黄仁勋那边更像一台机器。2024 年和 2025 年，他连续两年在公开市场卖出**精确等于 6,000,000 股**——一股不多，一股不少，计划额度打满。金额从 7.13 亿美元升到 10.49 亿美元，涨了 47%，而股数一股没变。

多出来的那 47%，全部来自股价，不来自任何决定。

他 2025 年那份计划 3 月 20 日采纳，卖出窗口 6 月 20 日启动——又是三个月。到 2026 年 6 月 23 日为止，他在公开市场的卖出是零。

顺带说一句你可能已经见过很多次却没在意的句式。美国公司解释高管减持时，最常用的表述是“作为其个人实现资产分散化与流动性的长期策略的一部分”。不同行业、不同公司、不同年份，这句话几乎一字不差。

模板本身就是信息：它告诉你，这段文字的功能是合规，不是沟通。

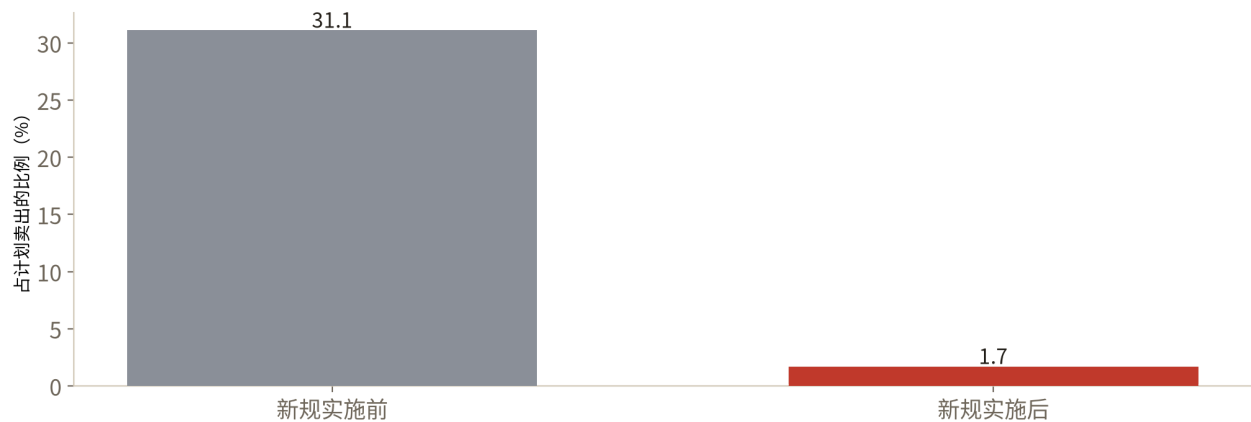
新规确实咬住了东西

那么这些补丁到底有没有用？

哥伦比亚商学院与纽约市立大学巴鲁克学院的三位学者（Sehwa Kim、Seil Kim、Shivaram Rajgopal, 2025）比对了修订前后的数据，给出了本篇最硬的一个数字：10b5-1 计划卖出中，在计划采纳后 90 天内就完成的比例，**从 31.1% 掉到了 1.7%**。

从 31.1% 掉到 1.7%：强制冷静期让「抢跑式」成交几乎消失

10b5-1计划卖出中「计划采纳后90天内即完成」的占比 · 2022年12月新规实施前后对比



数据来源：Kim, Kim & Rajgopal (哥伦比亚商学院/巴鲁克学院)

Opm.AI 出品

强制冷静期之后，“计划采纳后 90 天内成交”几乎消失

同一份研究里另外两个数字同样说明问题：内部人卖出中使用 10b5-1 计划的比例几乎没动（52.5% 对 50.3%），而“曾在 90 天内执行过交易”的那批人，计划使用率下降了 8.6 个百分点。

用的人没少，抢跑的人少了。

更关键的是收益侧。该研究发现，修订前，10b5-1 计划下的卖出之后跟随显著为负的异常收益——直白说，卖在了相对高点；修订后，这个规律转为平坦或略微为正。

这里必须钉一根时间桩。学界关于“计划化交易照样能择时”的经典证据，比如亚伦·亚戈林泽尔的早期研究，以及斯坦福团队 2021 年那篇拆解 20,595 份计划、55,287 笔卖出、总额 1053 亿美元的论文，**描述的都是 2022 年修订之前的世界。**

斯坦福那篇的核心发现是：冷静期不足 30 天、30 到 60 天的首次卖出，随后 120 个交易日的行业调整收益分别为 -2.5% 和 -1.5%；而超过 60 天之后，这种“躲开损失”的效果就消失了。

看出来了吗——正是这句“60 天后消失”，直接催生了今天的 90 天。

所以拿 2009 年或 2021 年的结论，去解释 2026 年的这一轮抛售，等于拿一张过期的地图找路。你可能走对，但不是因为地图。

但别把祛魅做过头

以上都是冷水。接下来这盆是泼给冷水的。

欧洲经济政策研究中心第 21199 号讨论稿 (Divakaruni, Hvide & Tveiten, 2026) 用了一套独有数据：15.8 万笔高管卖出，逐笔关联到 10b5-1 计划的采纳日期。结论和哥大那边并不一致——改革确实显著压制了“漏洞交易”，但**内部人整体的异常收益并没有下降**，部分原因是策略性替代。论文原话的要点是：法律设计在约束内部人交易利润这件事上，能力有限。

具体怎么替代的？交易搬了家。计划采纳后 90 天内的交易占比大幅萎缩，而 90 到 120 天这个“冷静期刚过”的窗口，占比从约 11% 升到近 30%，该窗口的年度异常收益从约 2300 万美元升到近 8900 万美元。

两条结论摆在这里，方向是冲突的：一边说异常收益归零，一边说没降只是换了路径。

我们主用哥大那条——它走的同行评审路径更硬。但**存在不同发现这件事必须写出来**，而不是挑一个顺手的讲完就走。

同时，那个 2300 万到 8900 万的跳升，你不能按字面读。它是绝对金额，没有做市值或交易规模标准化；2016 到 2025 年间美股整体市值与高管持股规模显著膨胀，这个增幅**不能直接理解成“获利能力翻了近 4 倍”**。

还有一个更朴素的解释也一并放着：冷静期一结束就集中执行，本来就是理性的合规行为，不必然包含任何恶意。计划就是这么设计的，到点了才能动。

三种读法都成立。这正是这类信号的真实质地——它不是零信息，但它的信噪比低到不足以支撑一个干脆的结论。

最反直觉的一条：不卖也可以是内幕交易

最后说那个还敞着的口子。

终止一份 10b5-1 计划，本身不构成“交易”。它不受冷静期约束，只需要按 Item 408(a) 在季度报告里事后披露。

顺着这个逻辑往下想一步：如果一个人在坏消息公开之前，悄悄取消了原本要执行的卖出计划——他避开的是“低价卖出”；反过来取消一份买入计划，避开的是别的东西。动作是“不做”，收益是真的。

哥大那份研究把话说得很明白：计划终止之后仍然跟随正向异常收益，这是改革之后少数残留的干净信号；而季度披露的滞后，让这类操作难以被及时制止。

安全港不是免死金牌，这一点有人用四十二个月证明过。

2024 年 6 月 21 日，洛杉矶联邦陪审团认定 Ontrak 公司前 CEO 兼董事长特伦·派泽内幕交易罪成立——这是首例完全基于滥用 Rule 10b5-1 计划的刑事起诉与定罪。判决是 42 个月监禁，罚金与违法所得没收合计 1790 万美元。他不遵守自己计划的冷静期，在计划采纳后数日内就基于重大非公开信息交易，规避损失超过 1250 万美元，还向证监会递交了虚假的 Form 144。

这案子办的是欺诈。**披着计划的外衣，护具照样可以被击穿。**

回到最开始那个词。10b5-1 是一件法律护具，它证明的是“我签字那天不知情”，不是“我现在很悲观”。当你下次看到“某高管减持 X 亿美元”的标题时，值得先问三个问题：这是 S 还是 F？计划是什么时候采纳的？他卖的这部分，占他自己持股的多少？

而如果你只能盯一个指标，那不是金额。

是节奏有没有偏离既有计划——尤其是，有没有人悄悄把计划取消了。

风险提示：本文所有内容均为公开信息的整理与分析，不构成任何投资建议，不设目标价，不推荐任何证券。文中涉及的学术研究结论存在方法与样本差异，且部分论文的精确样本区间尚未取到一手原文，引用时已标注时间边界与口径。制度条款以美国证监会现行有效文本为准。市场有风险，决策需谨慎。

来源：Samsara Form 8-K (2026-01-06)；威瑞信 Form 10-Q (FY2026)；美国证监会 Release 33-11138 与 2022 年 12 月新闻稿；Kim, Kim & Rajgopal (2025)；Divakaruni, Hvide & Tveiten (2026), CEPR Discussion Paper No. 21199；Larcker 等（斯坦福，2021）；Jagolinzer (Management Science)；美国司法部 Peizer 案公开材料。完整来源清单见本专题来源台账。

Opm.AI 出品

■ 买入的钱逼近七年最低，买入的人却创了纪录

同一个半年里两个方向相反的纪录同时成立——金额讲少数人，人数讲多数人

三个数字，你先并排放着，别急着下结论。

2026 年上半年，美国上市公司内部人在公开市场卖出 776 亿美元。按金额算，这是二十多年来第二快的速度——比它更猛的只有 2021 年。

同一个半年，这批人买入 69 亿美元，逼近上一年 67 亿美元的水平，而那是过去七年的最低点。

也是这半年，标普 500 一路走高，6 月 2 日摸到 7609.78 点的年内高位，比 2025 年末的收盘位高出 11.16%（指数点位口径，不含股息）。

卖得凶，买得少，指数在涨。

过去几天你刷到的转述，几乎全停在第一个数字上。776 亿够大、够刺激、够传播，一个数就能撑起一条推送。

但真正奇怪的事不在那一栏。

它在买入栏。而且是两件互相矛盾的怪事。

不是逃跑，是不加仓

资金流数据机构 EPFR 的分析师团队对这半年数据的判断只有一句话：「即便股市一路走高，内部人仍然不愿增加个人的股票敞口。」

这句话的重心不在"不愿"，在"即便股市一路走高"。

恐慌性抛售长什么样？股价往下砸，一群人夺门而出，成交量堆在下跌那几天。

这半年不是这个形状。指数在涨，涨到年内新高，而内部人这个群体做的事是——该卖的照卖，该买的不买。同一份判断里还有一句更直接的：在当前估值水平上，高管们并不怎么想增加自己的敞口。

这是两种完全不同的东西。

前者是逃跑。后者是不加仓。

一个人卖股票的理由可以有一大堆：交税、分散资产、几个月前签好的预设计划、公司上市后基金要做分配。这些理由里没有一条必须跟"看空"沾边。而一个人不买股票，指向性要窄得多——

他手里有现金，眼前有价格，他选择了不动。

所以 776 亿和 69 亿这两个数，含义并不对称。前者是噪声混着信号，后者更接近纯信号。

只不过，这个"更接近纯信号"的读数，紧接着就被另一个数字捅了一刀。

| 同一时间，另一个方向的纪录

市场情绪数据商 SentimenTrader 的口径下：截至 2026 年 7 月的过去六个月，科技行业精选基金（XLK）成分股里，在公开市场买入自家股票的高管达到 28 位——**这是有记录以来最高**，比 2026 年初翻了一倍。

一边是金额逼近七年底点，一边是人数创下历史纪录。

你现在大概已经想把这两句话缝成一句了：高管一边在卖 776 亿，一边有创纪录的人在买。

别缝。

这两个数之间隔着三重口径：

范围不同——776 亿是全市场，28 位只在科技行业精选基金的成分股里；

单位不同——一个是美元金额，一个是人头；

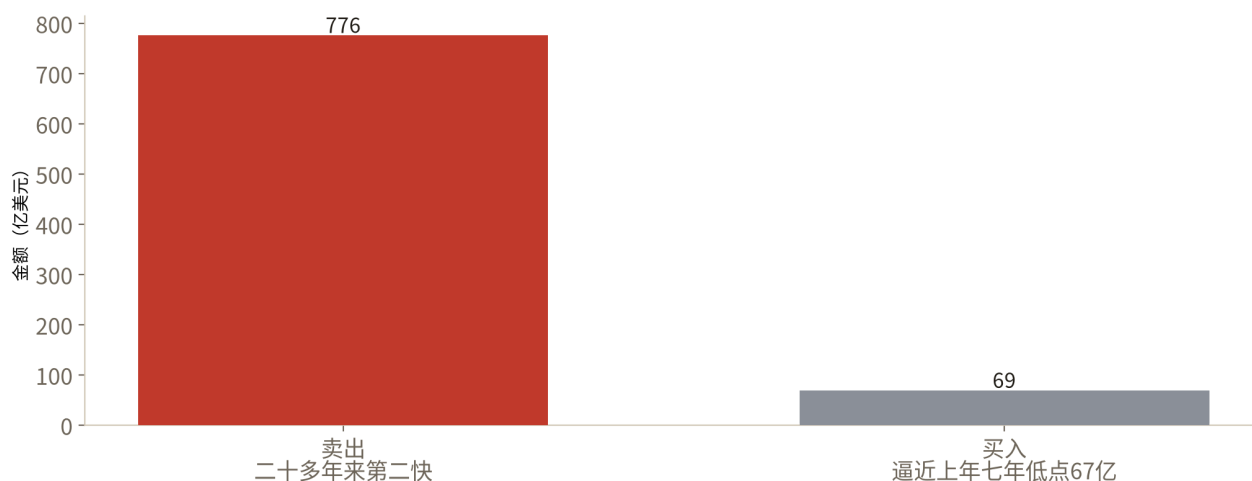
时间窗不同——776 亿对应 1 月到 6 月，28 位对应截至 7 月的滚动六个月。

任何把它们放进同一个减法、同一个比值、同一句"对冲"表述里的写法，都是在造一个不存在的结论。它们只能分开陈述，各自带着自己的口径。

再补一句诚实的：SentimenTrader 没有公开这 28 位是怎么筛出来的——买入金额有没有门槛、算不算预设计划内的成交，都没说。这个纪录是真的，但它的分辨率比它听上去要粗。

卖出 776 亿，买入 69 亿：同一口径下的买卖两端

2026年上半年美国上市公司内部人交易 · 全市场 · 金额口径（亿美元）



数据来源：彭博社（数据方 EPFR Global Market Intelligence）

Opm.AI 出品

买入金额（左轴·美元）与买入人数（右轴·人）方向相反，两条线口径不同、不可互算

金额讲少数人的故事，人数讲多数人的故事

矛盾其实不在市场里，在口径里。

金额这条线，极少数人就能拉动。2025 年全年，仅"亿万富豪级"这一小类内部人——创始人、CEO、董事——按金额就卖出了 160 亿美元以上。

（这个数对应 2025 全年、这一小类人群、按金额。它和 2026 上半年那 776 亿既不同年、也 不同人群，不能相除，不能算占比。）

它只说明一件事：金额榜的头部极度集中。

更关键的是，这份榜单上几乎所有头部卖家，走的都是 10b5-1 预设交易计划——卖出的意图在几个月前就签了字。

人数这条线不一样。一个人买 5000 美元和一个人买 5000 万美元，在人数口径里都是 1 票。

所以人数量的是参与广度，不是资金规模。

金额讲的是少数人的故事，人数讲的是多数人的故事。

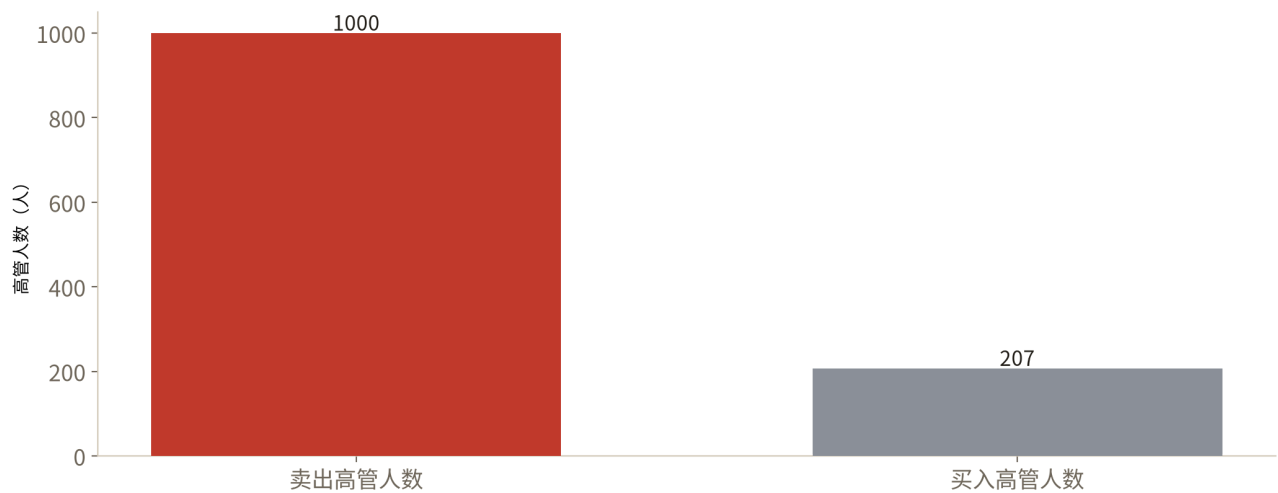
按金额测算，2026 上半年的卖买比是 11.2 倍（776 除以 69）。按人数呢？2026 年 1 月，一份覆盖约 6000 家公司的统计里，当月卖出的高管接近 1000 人、买入的 207 人，约 4.8 倍。到

2 月，全市场卖出 2260 笔、买入 543 笔，按笔数是 4.2 倍。

11.2、4.8、4.2。同一个市场，同一个方向，三个数字差着两倍多——差别全在你数的是钱、是人，还是笔。

按人数看：每 5 个卖出的高管，对着 1 个买入的

2026年1月美国上市公司内部人交易 · 全市场 · 人数口径（覆盖约6000家公司）



数据来源：彭博社（数据方 The Washington Service）

Opm.AI 出品

卖买比按人数与按笔数各自呈现，与按金额口径不可跨栏相比

那么，卖的人比买的人多，到底算不算异常？

Verity（原 InsiderScore）按年度独立卖家人数与独立买家人数追踪的那条序列，覆盖 2004 到 2024 年。这 21 年里，**每一年卖家都多于买家**。一年例外都没有。

这也不难理解：高管手里的股票主要来自股权激励，本来就不需要买；而卖，是他们把纸面财富变成钱的唯一通道。

所以如果你的判断标准是"卖的人比买的人多就危险"，那么过去 21 年，每一年都危险。

买入栏里唯一的一张脸，和一个反面样本

统计的问题是没有脸。

2026 年 5 月 11 日，美国在线购房平台 Opendoor 的首席执行官卡斯拉·内贾蒂安在公开市场买入 10 万股自家股票，均价 4.878 美元，成交约 48.8 万美元。买完之后，他的直接持股是

83,578,299 股。从 2025 年 9 月起，他在公开市场累计买过两次，共 22.5 万股。

在一个全市场半年只买了 69 亿美元（按金额）的年份里，这是买入栏里为数不多的一张具体的脸。

散户是怎么反应的？股民社区 Stocktwits 上这只股票的情绪被标成"极度看多"，散户跟着涌了进去。而 2026 年 3 月，Reddit 的首席运营官披露拟卖出 10 万股，股价当天盘后就往下走。（社区情绪只作体感参考，不构成任何定量结论。）

同样数量级的股数，方向相反，读者的反应也完全相反。

这种不对称有它的道理：买入的解释通常只有一个——看好；卖出的解释可以有一堆。

但"买入的解释唯一"这句话，有一个必须说清的例外。

2026 年 7 月 1 日到 2 日，一家叫 Cuentas 的公司，首席执行官分多笔在公开市场买入合计 5200 股，价格区间 0.35 到 0.45 美元。按这个区间粗算，这笔买入总额在两千美元上下。公司随后发了一份新闻稿，把这件事宣传了出去。

一只股价不到 1 美元的微型股。一笔两千美元的买入。一份公司自己写的通稿。

这条记录哪里都没错——申报是真的，买入是真的，钱确实花出去了。但当买入方自己张罗着把这个动作变成新闻的时候，这个动作作为"信号"的价值就被稀释掉了。它不能当正面论据用，只能当一个识别样本：**看到"高管增持"四个字，先看金额、看股价、看是谁在告诉你这件事。**

而它同时暴露了人数口径的软肋——

在"买入人数"这个统计里，48.8 万美元和两千美元，算成同样的一票。

这个信号能说什么，不能说什么

买入端的萎缩到底说明什么？

它说明一件很具体、也很有限的事：按眼下的价格，作为一个群体，最了解自家公司的那批人没有掏钱加仓。EPFR 的措辞把边界划得很清楚——"在当前估值水平上"。

它不说明的事更多。

它不说明顶部到了，也不说明这些人知道什么你不知道的事。B. Riley 财富管理的首席市场策略师阿特·霍根有一句话该被裱起来：「内部人和投资圈其他人没什么两样——不确定性一大，他们

也会情绪化地反应。」

买入端本身还会跳。2025 年 4 月上半月，关税砸盘那阵，按人数算有 180 位内部人逆势买入，买入方与卖出方的人数之比一度到 0.4。

那是一个脉冲，不是一个趋势。两周之后它就消失了。

所以这半年的读数，拆开是三句话，不是一句：

卖出栏的 776 亿（按金额），是被极少数人和几个月前签好的计划撑起来的一个大数；

买入栏的 69 亿（按金额），才是一个关于加仓意愿的读数；

而买入人数在科技板块创纪录（按人数、单板块），说明这份"意愿"在不同板块、不同市值层之间是分裂的。

三个纪录，指向三件不同的事。

把它们叠成一句结论，你拿到的不是洞见，是噪声。

数据与口径：内部人卖出 776 亿美元、买入 69 亿美元及上年 67 亿美元低点，为 EPFR Global Market Intelligence 统计的 2026 年上半年全市场金额口径；卖买比 11.2 倍由该两项数据测算得出，非原文直接披露。科技行业精选基金（XLK）成分股 28 位买入高管为 SentimenTrader 口径、截至 2026 年 7 月的滚动六个月、按买入高管人数，该机构未披露选样标准。2026 年 1 月卖出近 1000 人 / 买入 207 人为按人数口径，2 月 2260 笔 / 543 笔为按笔数口径，均来自 The Washington Service 内部人交易数据库。2025 年"亿万富豪级"内部人卖出 160 亿美元以上为该小类人群 2025 全年金额口径。2004—2024 年卖家 / 买家人数序列为 Verity（原 InsiderScore）按年度独立人数口径。标普 500 点位取自 S&P Dow Jones Indices（经 FRED 发布）。个案交易数据以美国证券交易委员会 EDGAR 系统的 Form 4 申报为准。完整来源见本专题来源台账。

风险提示：本文所有内容为公开数据的整理与分析，不构成任何投资建议，不推荐任何具体股票，不对任何标的的未来走势作出预测。内部人交易数据是对已发生行为的记录，不具备预测市场走向的能力；文中所引各项统计口径互不相同，不可跨口径相互换算或合并解读。市场有风险，投资需谨慎。

谁在卖：713 份原始申报重画的抛售地图

代码分开之后，榜上很多人根本不在榜上；加速卖的是一批刚解禁的新面孔

先说一个能把整张榜单推翻的细节。

蒂姆·库克 2025 年 12 月 22 日在公开市场买入 5 万股，花了 294.85 万美元。2026 年 4 月 10 日又买了 2.5 万股，106.075 万美元。两笔都规规矩矩报进了他名下的申报记录。

买的不是苹果。是耐克——他是耐克的董事。

一张按申报人代码汇总的表格不会告诉你这件事。它只会算出一个结论：库克在增持。

这就是本文要做的事：把媒体那份“高管抛售排行榜”拆到底层，一笔一笔重算。

先把方法摆在明处

我们从美国证监会 EDGAR 系统拉下了这批申报人 2024 年 1 月 1 日以来名下的全部 Form 4 原始文件，一共 713 份，逐份解析，解析错误 0。

Form 4 上每一笔交易都挂着一个字母，而这几个字母的含义相差极远：

S：公开市场卖出。这才是通常意义上的“减持”。**P**：公开市场买入。**M**：期权行权。只是把期权换成股票，没卖。**F**：以股抵税。公司代扣一部分股份替你缴税或抵行权成本，你本人没在市场上挂过单。**G**：无对价转让。可能是慈善捐赠，也可能是家族信托之间的搬家，两者性质完全不同。**C**：证券转换，比如 B 类股转 A 类。

本文所有金额为「逐笔股数 × 该笔申报加权均价」自算，与媒体汇总口径可能有出入——这一点先说在前头。

把这几个字母分开，会发生什么？

三个被误读的名字

马斯克。

在“美国高管抛售潮”这个叙事里，他常年排在前列。2026 年 6 月 16 日，他一次性行权 3.0396 亿股特斯拉期权，行权价 23.34 美元；同一天，公司扣留 1753.19 万股抵行权成本，名义金额 70.94 亿美元。

这 70.94 亿在不少汇总口径里被直接记成了"卖出"。

它的代码是 F。全程没有一股进入公开市场。

那他这两年半到底卖了多少？11,390 股，1,199,572 美元。一笔，2026 年 4 月 2 日，就这一次。

而 2025 年 9 月 12 日那天，他分 25 笔在公开市场买入 2,568,732 股，约 10.0 亿美元。

一边 120 万，一边 10 亿。在这份样本里，他是净买家。

黄仁勋。

2026 年他名下有 1.18325 亿股的 G。G 常被简译成"捐赠"，于是这个数字有时被写成"捐了 1.18 亿股"，有时被写成"转移了 1.18 亿股资产"，还有时干脆被塞进"抛售"栏里。

拆开：2026 年 3 月 20 日申报的 1.179 亿股，是在保留年金信托（GRAT）、家族信托与 TARG 系列有限责任公司之间移动，实益所有权仍在家族体系内；真正流向 501(c)(3) 基金会和捐赠人建议基金的，是 2026 年 6 月 18 日的 40 万股——26.667 万股给基金会，13.333 万股给捐赠人建议基金。

一个 1.183 亿，一个 40 万。差了将近三百倍。

至于他的 S：2026 年截至 7 月 20 日，零。

皮查伊。

2026 年他的 F 是 2.28337 亿美元，S 是 6171.3 万美元。前者是后者的 3.7 倍。

把两个数加起来说"皮查伊 2026 年套现 2.9 亿美元"，等于把公司代缴的税算成了他的落袋。

顺带看一眼他的节奏：每次卖出约 3.2 万到 3.27 万股，2025 年拆成 116 笔，2026 年拆成 51 笔。机械得不太像一个人在做决定。

库克那边同样如此。2025 年他的 F 是 6226 万美元，S 是 5756 万美元——代扣的比卖出的还多。两者相加，他的减持规模凭空翻了一倍。

把代码分开之后：马斯克是净买家，黄仁勋 2026 年卖出为零

四位被高频点名的高管 · 仅计S代码公开市场自愿卖出与P代码买入 ·
2026年（马斯克为近两年半累计）



数据来源：美国证监会 EDGAR 系统

Opm.AI 出品

把交易代码分开之后，抛售榜重排了一次

真正的极值，在两个地方

榜首没有悬念。

贝索斯 2024 年公开市场卖出 7500 万股，136.28 亿美元，68 笔，从 2 月 7 日到 11 月 13 日。这是我们这份样本里的单年绝对纪录，是他自己 2025 年（56.54 亿美元）的 2.4 倍。

2025 年那 56.54 亿更值得看一眼执行方式：2500 万股，只用了 22 笔，6 月 27 日开始、7 月 24 日结束，28 天走完，日均超过 2 亿美元。

然后就停了。7 月 24 日之后到 2026 年 7 月 20 日，整整一年，一笔公开市场卖出都没有。

第二个极值不在创始人这一边。

甲骨文的萨弗拉·卡茨，2025 年上半年减持约 25 亿美元——第一季度逾 7.06 亿，第二季度约 18.3 亿，含行权后卖出近 870 万股。

这个数字什么概念？黄仁勋 2025 年**全年**公开市场卖出 10.49 亿美元，扎克伯格**全年**9.45 亿美元。卡茨只用半年，就把两位创始人的全年数字甩在了身后。

必须补的两句口径：这 25 亿来自媒体汇总口径，我们没能取到她的 Form 4 逐笔，因此没有把她并进上面那张自算表的排序；同时它是“行权后卖出”的组合，不是纯持股减持。

但方向足够清楚了。中文舆论对"创始人套现"极度敏感，对一位职业经理人卖得比创始人还多这件事，几乎没有讨论过。

2026 年，六个名字同时归零

现在把镜头拉到今年。

黄仁勋，0。贝索斯，0。扎克伯格，0。戴尔，0。纳德拉，0。埃里森，0。

六个人，2026 年 1 月 1 日至 7 月 20 日，公开市场卖出全部为零。

（库克那 1651 万美元得打折看：他的卖出绑定 4 月 1 日和 10 月 1 日两个归属批次，2026 年只走完 4 月那一次，10 月还没到，不能跟别人的"全年"直接并排。）

那 2026 年的榜首是谁？

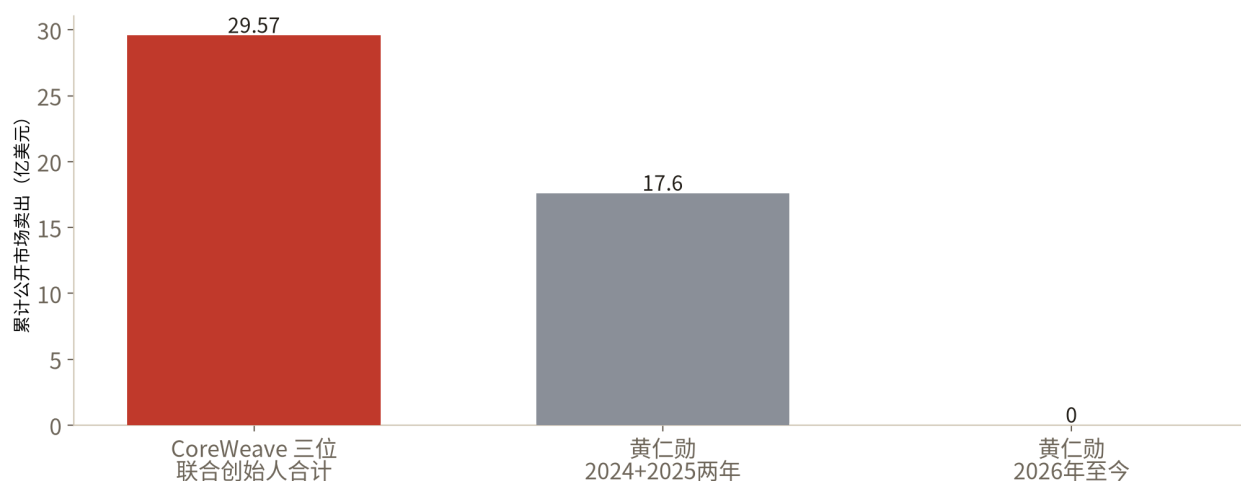
三个大部分中文读者叫不出名字的人。

迈克尔·因特拉托，CoreWeave 首席执行官，2026 年前七个月卖出 5.68 亿美元，349 笔。布莱恩·文图罗，首席战略官，8.91 亿美元，353 笔。布兰宁·麦克比，首席开发官，4.46 亿美元，988 笔。

三人 2024 年以来累计公开市场卖出 29.57 亿美元。黄仁勋 2024、2025 两年加起来是 17.6 亿美元——这三个人是他的 1.7 倍。而 CoreWeave 2025 年 3 月才上市。

老牌创始人集体停手，接棒的是一批刚解禁的新面孔

CoreWeave三位联合创始人公开市场卖出（S代码）· 2024至2026年7月累计· 亿美元



数据来源：美国证监会 EDGAR 系统

Opm.AI 出品

老牌创始人集体归零，接棒的是刚解禁的三个人

时间点比金额更值得盯。

麦克比的持续卖出从 2025 年 8 月 19 日开始，文图罗 8 月 20 日，因特拉托 8 月 27 日。（再往前只有两笔：因特拉托和文图罗各在 2024 年 11 月 14 日报过一次，那还在上市之前，此后是九个多月的空白。）

而 2025 年 8 月 19 日到 27 日那一周，正是 CoreWeave 首发锁定期的解禁窗口。

窗口打开，卖出开始，此后没停过。文图罗 2026 年前七个月的 8.91 亿美元，是他 2025 年全年 3.16 亿美元的 2.8 倍。

这是两组时间事实的并列，仅此而已。至于这算“集体看空”还是“锁定期到了”——Form 4 不回答这种问题，它只记录动作，不记录想法。

不过有一件事可以说清楚：老创始人手里的股票，已经躺了十年二十年，任何一天都能卖；这三个人的股票，2025 年 8 月那一周才第一次获得卖出资格。同一张榜单上的两组人，面对的根本不是同一个约束条件。**把他们的金额排在一起比大小，比的其实是两种完全不同的东西。**

还有一句必须补：因特拉托 2026 年 7 月 16 日、文图罗 7 月 2 日的申报里，“交易后持股”那一栏都是 0。这个 0 只对应某一种持有形式——比如某个有限责任公司或某个信托——不等于本人清仓。另有媒体口径称三人合计仍持约 18% 股份，这条我们没核到一手文件，不采信。

反例得给足，否则这篇就成了另一种偏见

只写到上一节，这篇文章会变成“高管都在跑”的另一个变体。所以下面这些必须写。

埃里森，2025 年 7 月 9 日到 15 日，五笔行权，1250 万股，行权成本 6.39125 亿美元。

同期公开市场卖出：0 股。

行权拿股，然后不卖。而那一年正是甲骨文因人工智能云订单股价大涨的一年。

他 2024 年那次常被写成“埃里森卖了 3.22 亿美元”。原始申报是这样的：行权 225 万股，成本 9105.75 万美元；卖出 225 万股，收入 3.2205 亿美元。净所得约 2.31 亿。中间差着 9000 多万的行权成本，媒体那栏里通常看不见。

戴尔更分裂。2024 年他卖出 56.31 亿美元、89 笔，同一年在公开市场买入 2.21 亿美元、7 笔；2025 年卖 22.57 亿、3 笔，买 4787 万、4 笔；2026 年 3 月 20 日只买了 651 万美元，全年一股没卖。

同一个人，同一年，既是最大卖家也在持续买入。

顺着笔数再看一层：戴尔 2025 年那 22.57 亿只用了 3 笔，单笔均值 7.5 亿美元，是大宗定价交易的形状；扎克伯格 2024 年规模接近的 24.5 亿美元，用了 2869 笔——一年约 250 个交易日，平均每天十几笔。同样两个字“减持”，执行方式差着一个物种。

而扎克伯格的卖出里还有一层：其中一部分由陈-扎克伯格倡议基金会与 CZI Holdings 执行，依据他本人设立的预设交易计划。申报脚注写得清清楚楚，那是慈善与持股实体的处置，不等于他个人落袋。

Palantir 的卡普则给了另一种反直觉：2024 年卖 19.54 亿美元，2025 年只剩 2.24 亿，一年降 89%——而 Palantir 股价在 2025 年比 2024 年高得多。他卖得最狠的那一年，恰恰是股价远低于后来的那一年。他的申报脚注注明，这些卖出属「RSU 归属后为满足代扣税款自动卖出，依预设 10b5-1 计划执行」。

最后一行数字

有一张申报不在这 713 份里，但它值得单独拎出来。

2026 年 6 月 1 日，亚德诺半导体董事长兼首席执行官文森特·罗奇，以 108.08 美元每股行权 1 万股非限定性股票期权；同一天，以 404.25 美元每股卖出 1 万股。

同一张 Form 4，同一个日期，两个价格。

行权支出 108.08 万美元，卖出收入 404.25 万美元，差额 296.17 万美元。这就是"无现金行权"的全貌——他没掏出本金，也没多留一股股票，落到手里的是行权价与市价之间的那一段。依据的是 2025 年 12 月 3 日采纳的预设交易计划。

一行数字，把整篇文章想说的都说完了。

当你在某张榜单上看到"某高管卖出 404 万美元"，它可能是真减持，可能是缴税代扣，可能是行权后的机械了结，也可能压根不是这家公司的股票。

字母不分开，榜单就是错的。

所以这份重算能回答什么

它不回答"该不该买"，也不回答"顶部到没到"。它只把"卖了多少"这一个含混的问题，还原成四个可核查的问题：哪种代码、哪一天、哪个发行人、什么价格。

如果你以后再刷到一张高管抛售排行榜，值得先问它三句话：这里面的 F 剔干净了吗？G 是慈善还是信托内部转移？同一个 CIK 下面，有没有混着两家公司？

三个问题，能筛掉这类榜单里的大半噪声。

下一篇我们把镜头转到卖单的另一边——这批高管个人在卖的同时，他们经营的公司在做什麼。

风险提示：本文所有内容均为公开申报文件的整理与分析，不构成任何投资建议，不设目标价，不推荐任何证券，不对任何标的作涨跌判断。文中金额除特别说明外均为"逐笔股数 × 该笔申报加权均价"自算口径，与媒体汇总口径可能存在出入；所有陈述仅为申报事实与时间的并列，不对任何当事人的动机作推断。市场有风险，决策需谨慎。

来源：美国证监会 EDGAR 系统 Form 4 原始申报文件（2024-01-01 至 2026-07-20，共 713 份，逐份解析）；卡茨一项为媒体汇总口径、未取得 Form 4 逐笔，文中已标注；罗奇一项来自该公司 Form 4 的结构化转载，不含在 713 份样本内。完整来源清单见本专题来源台账。

Opm.AI 出品

卖单的另一边：高管卖776亿，公司买1.02万亿

两股方向相反的钱同时在动，但签字的不是同一个人

三选备选

- 情绪：最懂公司的人在退出，公司自己在进场
- 数字：776亿 vs 1.02万亿：数字打架，是因为签字的不是同一个人
- 比喻：卖单的另一边：公司正在买回自己

把两张单子并排摊开。

一张写着 **776 亿美元**：2026 年上半年，美国上市公司内部人在二级市场卖出的总额，同比涨了两成，速度是二十多年来第二快。

另一张写着 **1.02 万亿美元**：截至 2025 年 9 月的十二个月里，标普 500 成分公司真金白银花出去的股票回购金额，历史上第一次破万亿。

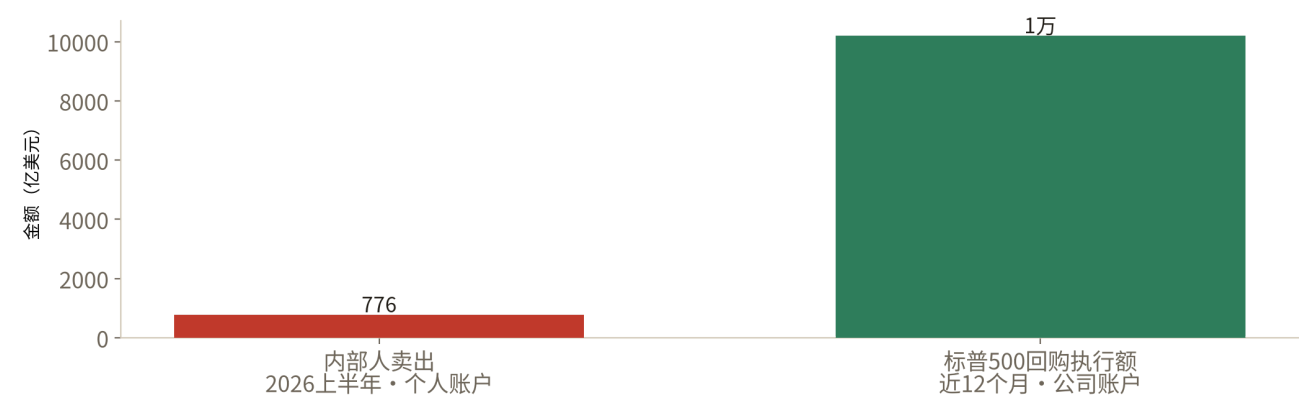
签第一张单子的是人。签第二张单子的，是这些人每天上班的地方。

过去这几天，转发第一张单子的人满屏都是。第二张单子没人提。

你有没有想过，那 776 亿股票卖出去之后，是谁接的？

高管个人卖出 776 亿的同时，公司层面回购 1.02 万亿

内部人卖出为2026年上半年·全市场金额口径；回购为标普500近12个月执行额（非授权额）·均为亿美元



数据来源：彭博社（数据方 EPFR Global Market Intelligence）、S&P Dow Jones Indices

先把时间窗对齐，那个"13 倍"才站得住

1.02 万亿除以 776 亿，等于 13.1。这个倍数看着很爽，但你把它写进结论之前，得先问一句：这两个数覆盖的是同一段时间吗？

不是。776 亿是**六个月**，1.02 万亿是**十二个月**。

拿半年的分子去比一年的分母，倍数会被拉成两倍大。想让它公平一点，只能自己做一次外推：假设下半年的抛售速度和上半年一样（这是我们自己按上半年速度粗略折年，不是任何机构披露的口径），2026 全年内部人卖出约 1550 亿美元，量级差就从 13 倍收到 6 到 7 倍之间。

还有一种更干净的比法，因为它不需要任何外推：**内部人整整半年卖掉的 776 亿，还不到标普 500 公司一个季度回购额（2025 年第三季度 2490 亿美元）的三分之一。**

13 倍也好，6 倍也好，三分之一也好，说的是同一件事——个人这一侧的钱，从量级上根本不在同一个数量级。

然后是更要命的一条：**这两个数不能相减。**

卖出的是自然人，用的是个人账户；回购的是上市公司主体，用的是公司资产负债表上的现金。它们不构成一进一出的对冲，算净额就是把两个不同的决策主体捏成了一个。这不是文字游戏——很多"高管跑了但公司在托底所以没事"的推论，恰恰死在这一步。

回购这条线本身也不是一路向上的。2023 年全年 7952 亿，2024 年 9425 亿，2025 年一季度 2935 亿创下季度纪录，二季度环比砸下去 20.1% 到 2346 亿，三季度才回到 2490 亿。这是执行口径，是钱已经花出去的数——不是董事会批了个额度的那种数。这两个口径的差别，后面还要用到。

谁在接盘：两股说得清的钱，和一股说不清的

如果内部人在净卖出，那这些股票被谁买走了？

第一股是公司回购，就是上面那 1.02 万亿。

第二股是被动资金。2026 年 5 月，美国长期指数基金单月净流入 964.7 亿美元（4 月是 1233.1 亿）；同一个月，长期主动型基金净流入 110.8 亿，而它 4 月还是净流出 212.3 亿。指数型共同基金与 ETF 的合计资产在 5 月达到 21.82 万亿美元，当月增加整整 1.00 万亿。

这股钱有个特点：它不看 Form 4，不读财报，不关心谁在卖。有钱进来就按权重买，权重多少买多少。

你每个月定投扣掉的那笔钱，就在这条线里。

第三股，很多人张口就来的"散户"。

这里我们给不出数。

不是懒得查，是查完之后不敢拼。市面上散户资金流至少有三套统计——按周度净买入的、按滚动四周净流入的、按成交量占比的——定义不同、频率不同，硬拼成一条曲线，拼出来的是假的。所以这一栏空着。

顺手泼一盆冷水在自己脸上：连"资金持续流入"这句话，都比它听起来脆弱。看一眼今年 6 月到 7 月的美国股票型基金周度序列（估算值，单位亿美元）：
+166.55、+559.69、-131.61、-102.09、+428.50。

五周里两周是负的。任何人截其中一周告诉你"资金正在疯狂涌入"或者"聪明钱在撤"，都能找到那一周。你要看的是月度和多周合计，不是某一根柱子。

| 买方最亢奋的那个月

7 月中旬发布的一份全球基金经理问卷，画出了买方的表情。

现金水位 3.6%，6 月还是 4.1%。这个数落到这么低，会触发发布方自己设定的反向卖出信号——历史上它提示的是回调风险。整体情绪是 2026 年 2 月以来最乐观的，24% 的受访经理超配美股。

最拥挤的交易是做多全球半导体，82% 的受访者持有，连续第三个月排在首位。

有意思的是另一组数字：做多七巨头的占比从 12% 掉到了 7%。**买方并没有在抢同一批股票，拥挤度正从大平台往芯片那一头迁移。**

△ 这是问卷，是基金经理自己填的仓位表述，跟 13F 里的实际持仓是两回事，不能混着用。它测的是嘴上说什么，不是账上有什么。

但即便只当嘴上说什么看，它也够刺眼了：在最懂自家公司的那群人不愿意加仓的同一个季度，专业买方把现金压到了极低水位，并且把最重的注押在了半导体上。

而费城半导体指数在 7 月 17 日收在 11673.89 点——年内仍涨着 64.81%，同时已经从 6 月 22 日的高点回撤了 20.23%。

最拥挤的交易，已经从高点跌掉两成。这两件事同时是真的。你更愿意信哪一个？两个都得信，这才是这轮行情真正难受的地方。

EPFR 分析师团队对上半年数据的判断只有一句：「即便股市一路走高，内部人依然不愿增加个人的股票敞口。」注意他说的是"不愿增加敞口"，不是"正在逃跑"——这两句话的距离，比大多数转发它的人以为的要远得多。

2018 年，同样的两张单子

这个结构不是 2026 年的新发明。

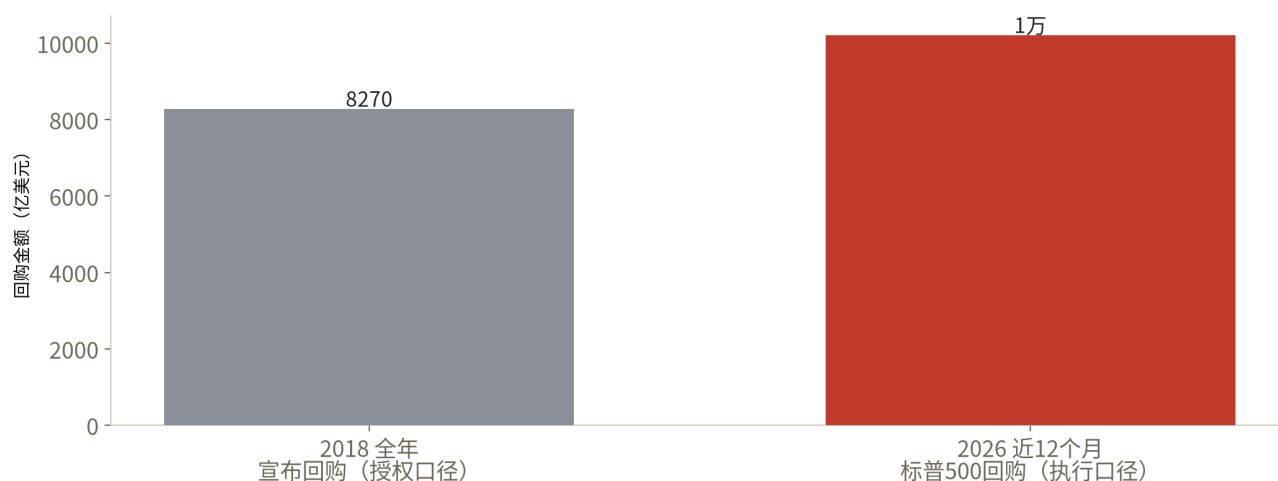
2018 年 8 月，美国内部人卖出 103 亿美元，是那之前十年里同月最高；9 月还没过完，已经卖了 57 亿，同样是十年同月最高。同一年，美国公司**宣布**的回购规模达到 8270 亿美元，超过了 2007 年创下的纪录。

△ 8270 亿是**宣布/授权口径**——董事会批准的额度，不等于当年花出去的钱。它和本文开头那个 1.02 万亿的**执行口径**不是一回事，两个数字不能放进同一条趋势线。

口径归口径，结构是清清楚楚的：高管抛售创阶段新高，与公司回购创纪录，在同一年、同一批公司身上同时发生。

八年前出现过一模一样的结构：高管在卖，公司在买

2018 与 2026 两轮「抛售创高 + 回购创纪录」并置 · 回购口径已各自标明（美元）



数据来源：TrimTabs Investment Research（经哥伦比亚广播公司新闻报道）、S&P Dow Jones Indices

Opm.AI 出品

2018年：抛售峰与创纪录回购授权同时出现

当时最锋利的一句解读来自 TrimTabs 的流动性研究主任 David Santschi：「内部人用自己的钱做一件事，用股东的钱做另一件事。」他补的下半句更狠——高管是用回购把股价抬起来好让自己套现，而不是因为觉得股票便宜。时任美国证监会委员 Robert Jackson 说得更直白，批评这是以投资者为代价兑现自己的薪酬。

这个指控必须原样摆出来，因为它是本文观点最强的反方。

那它成立吗？

要证明它，你需要的证据链是：回购决策的时点，与高管个人卖出的时点，存在系统性的先后关系。这个链条我们这轮没有采到能支撑定量结论的一手数据——不是它不存在，是我们手上没有。所以本文不下这个结论，也请你别把它当结论转发。

至于 2018 年之后市场怎么走了——这是另一篇的题目，不在这里给答案。这里只提醒一件事：能查到的统计里，2017 年和 2019 年同样出现过内部人抛售激增，之后市场继续上涨；只有 2018 年 1 月那一次之后出现了回调。（这条来自二手转述，我们标它中等置信。）

同一个结构，后面跟着的答案不止一个。 这本身就说明，这个结构不是一台预测机。

两个账户，两套逻辑

所以回到最开始那两张单子。它们到底矛盾不矛盾？

不矛盾。

公司回购花的是公司的钱，决策依据是资本回报——手上这笔现金，是投进产线、投进数据中心、去收购，还是买回自己的股票，哪个的预期回报更高。这是一道资本配置题。

高管卖出花的是个人的额度，决策依据是个人财务——一个人的绝大部分身家压在一只股票上，什么时候分散一点、税怎么安排、房子什么时候买、信托怎么设。这是一道家庭资产配置题。

换成你自己想想：你会因为看好自己公司的前景，就把年终奖全买成自家股票，一股不留地押上去吗？

同一栋楼里，这两道题从来不是同一个脑子在做，也不该用同一个答案去检验。

把它们读成“同一群人自相矛盾”，是把两个决策主体合并成了一个。合并之后，你会得到一个听起来很有洞察力、但实际上不指向任何东西的结论。

最后再补一刀，这刀砍在“公司回购会一直托着”这个念头上：有券商预测 2026 年标普 500 的资本开支将增长 33%，而回购只增长 3%（预测值，经媒体转述，我们标中等置信）。如果这个方向是对的，那么本文里那股最大的买盘，正在被 AI 基建的开支挤压。

回购不是承诺，它是一笔可以随时改主意的开支。2025 年二季度环比砸掉 20.1%，就发生在几个月前。

数据能告诉你的，到此为止：**两股方向相反的钱同时在动，量级完全不对称，而且它们各自服从各自的逻辑。**

至于这意味着市场接下来会怎么样——数据没说，本文也不猜。

风险提示：本文所有数据均为已发生的历史统计，不构成对任何市场、指数或个股未来走势的预测。内部人交易数据、基金资金流、回购金额均存在口径差异与统计滞后，不同来源之间不可直接比较。本文不设目标价、不构成投资建议，读者据此操作，风险自担。

数据来源：内部人买卖总额来自 EPFR 全球市场情报，经彭博 2026 年 7 月 17 日报道；标普 500 回购执行额来自标普道琼斯指数公司官方季报；基金资金流来自美国投资公司协会（ICI）统计；基金经理仓位来自美国银行（BofA）2026 年 7 月全球基金经理调查；股指点位来自圣路易

美联储 FRED 数据库；2018 年数据来自 TrimTabs 投资研究，经媒体报道。完整来源见本专题来源台账。

Opm.AI 出品

2021年那次灵了。问题是，几次里的一次？

2008年前夜，最该知道的人自己也没跑——但他们仍然赚得盆满钵满

2008年3月16日，摩根大通宣布收购贝尔斯登。那个周末，贝尔斯登董事长詹姆斯·凯恩手里还攥着560万股本公司股票。

十四个月前，也就是2007年1月12日，这些股票按当时的股价值9.63亿美元。他最终以每股10.84美元出手，拿回6100万美元。

他没跑。

这一条，和你这几天在中文财经圈里读到的所有转发，方向正好相反。上周三，一组数据在三天内铺满了各类财经账号：2026年上半年，美国上市公司内部人在二级市场卖出776亿美元，是二十多年来第二快的速度。配套的解读高度一致——最懂公司的人在跑，剩下的人在接盘。

这个框架有一个隐含前提：内部人抛售能预示顶部。

那么把历史摊开：它灵过几次？

那次确实灵了

先说对这个框架最有利的一次。

2021年，美国上市公司的CEO与内部人卖出股票约690亿美元，创下当时的纪录。这个数字比2020年高出30%，比前十年的均值高出79%。

一个必须先说清楚的细节：690亿美元是**截至2021年11月29日**的统计，那一年还没走完，它不是全年数字。凡是把它写成"2021年全年690亿"的转述，都多给了一个月。

接下来发生了什么，你已经知道了。2022年，标普500指数全年下跌19.4%，是2008年以来最差的一年、1957年以来第四差的一年；纳斯达克综合指数下跌33%（这个跌幅另有32.5%的口径，本文统一用33%）。标普500在2022年6月13日正式进入熊市。

抛售创纪录，第二年就是一场像样的熊市。时间顺序对得上。

这一次，如果你在2021年12月看到那条新闻并据此收缩仓位，你会在事后觉得自己看懂了什么。

抛售高峰之后发生了什么：灵过一次，也失效过几次

可核验的历史案例对照 · 非命中率统计（公开文献中不存在该指标的权威命中率统计）



数据来源：Bebchuk, Cohen & Spamann（哈佛法学院工作论文657号/Yale Journal on Regulation）、Chief Investment Officer、美国消费者新闻与商业频道

Opm.AI 出品

抛售高峰之后发生了什么：历史案例对照（案例对照，非命中率统计）

然后是不灵的那两次

2017年，内部人抛售同样出现激增。之后市场继续上涨。

2019年，同样的激增，同样的继续上涨。

在这几年里，抛售激增之后真正出现回调的，只有2018年1月那一次——而那一次，基准指数是先创下当时的历史高位，然后才回落的。

三次激增，两次没兑现。

这就是幸存者偏差的制造现场。2021年那一次被反复引用，是因为它后面跟着一场熊市；2017年和2019年那两次，没有人写复盘文章，因为“后来什么也没发生”不构成一篇稿子。你在网上能搜到的所有历史类比，都经过了这道筛子。

被记住的，永远是猜对的那次。

2008年：最该知道的人自己没跑

现在回到凯恩。

哈佛法学院的三位学者——卢西恩·贝布丘克、阿尔玛·科恩、霍尔格·施帕曼——在2009年12月完成了一篇工作论文（编号657，后来发表于2010年的《耶鲁监管评论》），底稿是SEC申报的Form 4与两家公司的年度委托书。他们把贝尔斯登与雷曼兄弟前五大高管2000到2008年的每一笔股权交易翻了一遍。

结论里最反直觉的一条，是关于崩盘那一刻两个人手里还剩什么。

凯恩的560万股，上面已经说了，账面损失超过9亿美元。

雷曼董事长兼CEO理查德·富尔德的数字更整齐：截至2008年1月31日，他直接与间接持有1080万股雷曼股票。2008年9月15日雷曼破产之后，这些股票归零。对照2007年2月2日的峰值股价85.80美元，账面损失9.31亿美元。

论文对这件事的表述是：这两个人在崩盘时仍持有如此之多的本公司股份，说明他们在2007年或2008年初**并未预见到**崩盘就在眼前。



两位站在信息最中心的人，把自己的钱一起留在了牌桌上

不是"来不及跑"，是"没觉得需要跑"。

另有一项针对银行业内部人交易的研究给出了独立的旁证：高风险敞口的银行，其内部人自2006年中起卖出的概率比低敞口银行高出约20%——也就是说，2006年确实有人在动；但到了2007年和2008年的危机高峰期，CEO们并没有减持，手里仍握着大量股权。这项研究只覆盖银行业子样本，不是全市场统计，但它指向的方向和上面那篇一致。

在整个二十一世纪最大的一次金融崩塌前夜，信息优势最大的那批人，用自己的钱投了反对票——投给了"不会崩"。

但同一篇论文还有另一半

如果这篇稿子写到这里就收尾，那它就是断章取义。

同一篇论文的主旨其实不是替高管说话，恰恰相反。它要论证的是：即便有那9亿美元的账面损失，这两家公司的高管在2000到2008整个周期里，**净收益依然明确为正**。

具体到数字：2000到2008年间，贝尔斯登与雷曼的前五大高管团队通过现金奖金加股权出售，分别拿到约14亿美元和10亿美元的现金流；其中仅股权套现一项，分别约11亿美元和8.5亿美元。富尔德一人在2000到2007年间，从卖股票这一项就获得约4.7亿美元。

所以两个结论同时成立，而且必须一起读：

他们没有预见崩盘。他们也已经赚够了。

这两句话不矛盾。它们说的是同一件事——高管的持股和卖出，服从的是一个长达八年的个人财富管理节奏，不是一个对未来十二个月的市场判断。你把它当成后者来读，读到的东西大概率不在里面。

学界从来没有站在一边

那学术研究怎么说？

支持一端的证据是有的。密歇根大学的内贾特·塞伊汉在上世纪的几篇论文里发现，总量层面的内部人公开市场净买卖，能够解释未来一年总量股票回报变异的**至多约60%**。

这个"60%"是被误引最狠的数字之一。它是回归的解释力，不是胜率——不是"六成时候能猜对"，而是"在统计模型里最多能解释这么大比例的波动"。而且样本区间止于1989年，距今超过三十五年。那个年代没有10b5-1预设计划（2000年才有），没有萨班斯法案把申报期从次月10日

压到两个工作日（2002年），更没有2022年那轮强制冷静期修订。制度换了三轮，把当年的结论直接搬到2026年，中间的折扣得自己打。

另一端的证据同样存在，而且不弱：有研究指出，总量内部人交易的预测含量“幅度轻微”，投资者无法据此在随后八周内有利可图地预测市场回报；也有证据显示，内部人并不能可靠地区分公司自身因素与整体经济因素的影响。

还有一个更釜底抽薪的解释叫反向投资假说：内部人倾向于在市场上涨期卖出——因为涨的时候流动性好、冲击成本低。按这个解释，卖出激增很大程度上是**价格驱动的被动反应**，而不是对未来的预判。

如果这个解释成立，那么“股价涨到高位→内部人卖得多”的因果方向，和大众读法完全是反的：不是他们卖了所以要跌，是因为涨了所以他们卖。

券商B·莱利财富的首席市场策略师阿特·霍根今年3月说过一句更不留情面的话：「内部人和投资圈其他人没什么两样——不确定性一大，他们也会情绪化地反应。」

“之后跌了”和“预测了跌”是两回事

这是本文唯一想请你带走的那条纪律。

2022年那场下跌的主因，公开讨论里的共识是通胀与激进加息，加上债券市场的同步崩跌与供应链冲击。这几件事和2021年高管卖了多少股票，没有已被验证的因果链条。

抛售在前，下跌在后。仅此而已。

把时间顺序当成因果关系，是所有市场叙事里最常见、也最便宜的一种偷换。它便宜在：任何一个高位读数，只要后面跟着一段下跌，就自动获得“预警”的身份；而它后面如果跟着上涨，这条记录就悄悄从人类的记忆里消失了。

2017年和2019年，就是这样消失的。

我们想给你一张命中率表——它不存在

写这篇稿子的时候，我们真正想做的是一张表：内部人卖买比作为顶部信号，历史上提前多久发出、命中几次、误报几次。

这张表做不出来。

多轮检索之后的判断是：**公开文献里没有任何机构发布过这类明确的命中率或误报率统计**。学术界研究的是相关性、回归系数与显著性，不是"信号胜率"；数据商发布的是月度读数与历史序列，不做"顶部预警"的回溯打分。

所以本文不给命中率。上面那张图是案例对照，不是命中率统计——这两者的差别，正是这篇稿子存在的理由。

能说"查不到"，本身就是一条分界线。它一边是几个可核验的年份与几组可追溯到申报文件的数字，另一边是"历史上高管抛售之后市场必跌"这种张口就来、且从来不附带样本的说法。

那这份记录能用来干什么？

它能告诉你市场处在什么样的估值环境里——当卖出方的金额创下二十年第二快，至少说明持有成本已经高到让一批人愿意兑现。它也能提示你去看别的东西：同期买入端的意愿，比卖出端的金额有意义得多，因为买入的解释通常只有一种，卖出的解释可以有七八种。

它不能用来做的事，只有一件：当成一个择时开关。

2021年那次，它对了。2017年和2019年，它错了。2008年，最该知道的人自己也没跑。

一个在四段历史里表现完全不一致的读数，你没法把它当仪表盘用。你只能把它当成一份记录——记录已经发生的事，不承诺将要发生的事。

风险提示：本文所有数据均来自公开申报文件、具名机构统计与同行评审学术文献，仅作历史事实梳理与方法论讨论之用。历史表现不代表未来，本文不构成任何投资建议，不设目标价，不对任何具体标的或指数作涨跌预测。文中涉及的学术结论均有其特定样本区间与制度背景，不可直接外推至当前市场。市场有风险，决策请独立判断。

主要来源：贝布丘克、科恩、施帕曼《失败的报酬：贝尔斯登与雷曼的高管薪酬，2000—2008》（哈佛法学院John M. Olin中心工作论文第657号，2009年12月；后载《耶鲁监管评论》2010年夏季号）；哈佛法学院公司治理论坛关于危机前后银行内部人交易的研究综述；塞伊汉发表于《商业学刊》与《经济学季刊》的总量内部人交易系列论文；《金融与数量分析学刊》《银行与金融学刊》相关文献；CNBC 2021年12月1日与2022年12月29日报道；Chief Investment Officer关于2017/2019年抛售激增的报道；Reuters 2026年3月10日报道；Bloomberg 引用 EPFR Global Market Intelligence 2026年7月17日数据。完整逐条溯源见本专题来源台账。

同一件事，两套制度：美国管你知道什么，A股管你卖多少

中美减持规则的分岔点，和唯一重合的那一条

2024 年 11 月 25 日到 12 月 5 日，一个叫谢显的人卖出丰华股份 638,600 股。

四个月后的 12 月 5 日，中国证监会重庆监管局下发决定书，要求他把这些股票**买回来**——购回违规减持的股份，并向上市公司上缴价差；自收到决定书之日起一个月内实施购回，执行完毕后三日内提交整改完成的书面报告。

在美国的证券法体系里，找不到与之对应的做法。

前面六篇，我们一直在拆美国那 776 亿美元的内部人卖出：拆口径、拆 Form 4 的交易代码、拆 10b5-1 的自动挡、拆这个信号在历史上灵过几次。收尾这一篇换个池子——你自己的那个。

因为同一个动作，在两个市场里走的是两条完全不同的合法通道。

美国管的是你知道什么。A股管的是你卖多少。

一道装在事前的闸门

先说一处几乎所有对比文章都会跳过的事实：两边的事后申报速度，其实一样快。

美国的 Form 4 是交易发生后两个工作日内申报。A股这边，董监高所持本公司股份发生变动的，自该事实发生之日起两个交易日内向上市公司报告并公告。

两个工作日，两个交易日。基本重合。

真正的差别不在这里，而在 A股 于事后申报之外，还多压了一道**事前**闸门。

大股东和董监高计划减持，要在首次卖出的十五个交易日前，先向交易所报告并公告减持计划。计划里得写清数量、来源、时间区间、方式、价格区间、减持原因，还要附一份“本人不存在不得减持情形”的说明。每次披露的时间区间不得超过三个月。卖完了，两个交易日内公告；到期没卖完，也要在区间届满后两个交易日内公告。

（现行文本是沪深两所 2025 年 3 月修订、当月 28 日施行的自律监管指引，上交所第 15 号、深交所第 18 号，废止了 2024 年版本；两所条款逐条一致。一个小细节：2025 年修订版的指

引名称里已经没有"监事"两个字，证监会 2024 年 9 号规则的文本里还留着——引用时各按各的原名，别统一改写。)

美国那边有没有等待期？有，但性质完全不同。

10b5-1 计划设了冷静期：董事和高管在采用或修改计划之后，要等满九十天，或者等到该财季业绩在定期报告中披露后的第二个工作日，两者取较晚的那个，最长不超过一百二十天。其他人三十天。发行人自己没有冷静期。

区别在哪？

美国的冷静期是**你自愿套上的**。10b5-1 从来不是强制的，它是一份安全港：你提前把卖出安排交给机器执行，将来被指控内幕交易时，可以拿它做积极抗辩，证明你下单那一刻脑子里没有还没公开的东西。你不用它也行，只是身上少一层护具。

A股的十五个交易日预披露不是安全港，是义务。而且它要解决的问题也不一样——它不处理"你知不知情"，它处理"市场知不知情"。

还有一道闸门，中文读者最熟，但很多人把它归错了文件。

年报、半年报公告前十五日内，季报、业绩预告、业绩快报公告前五日内，董监高不得买卖本公司股票。这条不在减持管理办法里，它在《上市公司董事、监事和高级管理人员所持本公司股份及其变动管理规则》第十三条——证监会公告〔2024〕9 号。同一条还有第三项：「自可能对公司证券及其衍生品种交易价格产生较大影响的重大事件发生之日起或者在决策过程中，至依法披露之日止」。

注意它禁的是"买卖"，双向，不只是卖出。

美国有没有窗口期？没有法定的统一窗口期。那条线是各公司在自己的内部交易政策里划的，监管只要求公司把政策披露出来。

这一条其实反过来解释了 10b5-1 为什么在美国被用得那么普遍：在一个没有法定统一窗口期的体系里，内部人只能自己给自己盖一间合规的安全屋。

一条挂在股价和分红上的资格线

A股有一条规则，美国完全没有对应物。

上市公司最近二十个交易日中，只要有任何一天的收盘价（向后复权）低于最近一个会计年度、或者最近一期财务报告期末的每股归母净资产，控股股东和实际控制人就不得通过集中竞价、大宗交易减持。

破发同理。规则原文写得很直白：「最近20个交易日中，任一日股票收盘价（向后复权）低于首次公开发行时的股票发行价格的，上市公司首次公开发行时的控股股东、实际控制人及其一致行动人不得通过本所集中竞价交易、大宗交易方式减持股份」。

分红那条更细：最近三个已披露经审计的年度里，如果没有实施现金分红，或者累计现金分红金额低于同期年均归母净利润的 30%，同样不得减持。净利润为负的会计年度剔除不计。

三处技术细节值得单独拎出来。

第一，用的是"向后复权"价，避免除权除息造成机械触发。

第二，是"最近二十个交易日中任一日"。这句话得反过来读才对——必须连续二十个交易日一天都不破，才能卖。中间只要有一天跌下去，闸门就落。

第三，破净设了双基准：最近一个会计年度、最近一期财务报告期末，两个每股归母净资产都不能破。

限制的对象是控股股东、实际控制人及其一致行动人，不是全部大股东，也不含普通董监高；限制的渠道是集中竞价加大宗交易，协议转让不在此列。

美国那边呢？公司破发、破净、常年不分红，都不影响内部人依法卖出自己的股票。那套体系对内部人卖出不设与股价、净资产、分红挂钩的实体资格门槛——不基于重大非公开信息，按期申报，就可以卖。

还有一处分岔同样干脆。A股明文禁止大股东和董监高融券卖出本公司股份，也禁止他们开展以本公司股票为标的物的衍生品交易。美国不普遍禁止对冲，它要求公司披露自己的对冲政策，剩下的交给市场判断。

一边直接禁行为，一边要求披露信息。

两个 1%，只有数值是一样的

这是最容易出错的一处，几乎每次中美减持对比都会踩。

A股这边，大股东通过集中竞价减持，任意连续 90 日内不得超过公司股份总数的 1%；大宗交易是 2%，且受让方在受让后六个月内不得减持所受让的股份；董监高每年减持不得超过本人所持本公司股份总数的 25%（持股不超过 1000 股的可以一次全部转让）。这是普遍适用的法定额度，谁都得算。

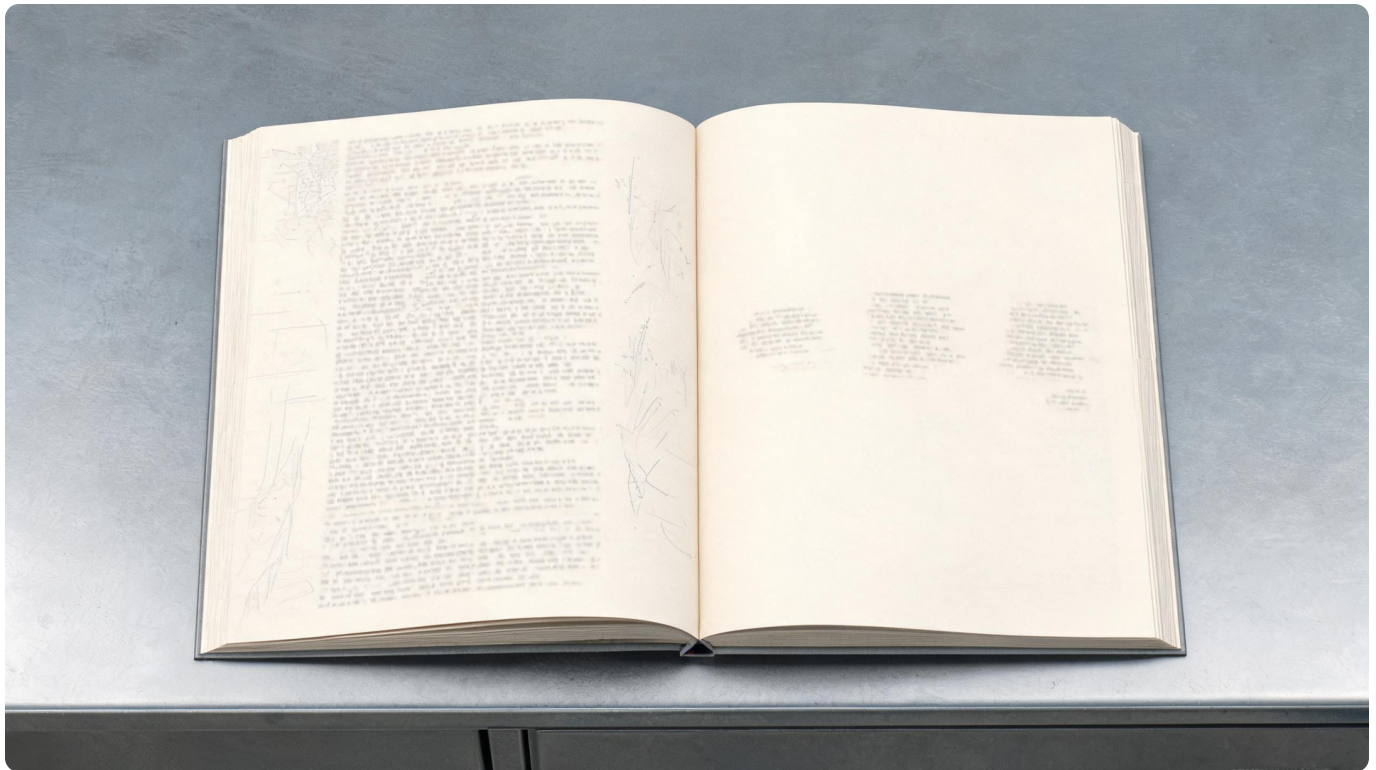
美国那边也有一个 1%：Rule 144 规定，关联方转售受限证券，每三个月不得超过已发行股份的 1%，或者前四周平均周成交量——两者取较大者。

数值撞车了，逻辑完全不是一回事。

A股的 1% 是**额度**：你能卖多少，天花板在这。

美国的 1% 是**豁免条件**：你想走这条不用注册的路子转售，得满足它；而且它甚至不是一个硬顶——前四周平均周成交量更大的时候，按成交量走。

更要紧的是，美国对内部人卖出**没有**法定的减持比例上限。看到"中美都有 1%"就得出"其实差不多"，是把额度和豁免条件混成了一件事。



同一类文件，一本靠细则治理，一本靠边界治理

唯一相同的那一条，藏在六个月里

全是差异，容易让人误以为两套制度毫无交集。有一条几乎完全重合。

《中华人民共和国证券法》第四十四条：持有 5% 以上股份的股东、董事、监事、高级管理人员，将其持有的该公司股票在买入后六个月内卖出，或者在卖出后六个月内又买入，「由此所得收益归该公司所有，公司董事会应当收回其所得收益」。配偶、父母、子女持有的，以及利用他人账户持有的，都合并计算在内。

美国《1934 年证券交易法》Section 16(b) 的短线交易归入权：董事、高管、持股 10% 以上的股东，六个月内反向配对的收益归公司所有。

同为六个月，同为收益归公司，同样覆盖董事高管加大额持股人。唯一的差别是大额持股人的门槛——美国 10%，A股 5%。

两套制度在这一点上共享同一个很古老的直觉：内部人短期里来回倒腾自家股票赚的钱，得吐出来。分歧发生在该直觉之外的所有地方。

4894 亿：钱换了一条通道走

回到数字。

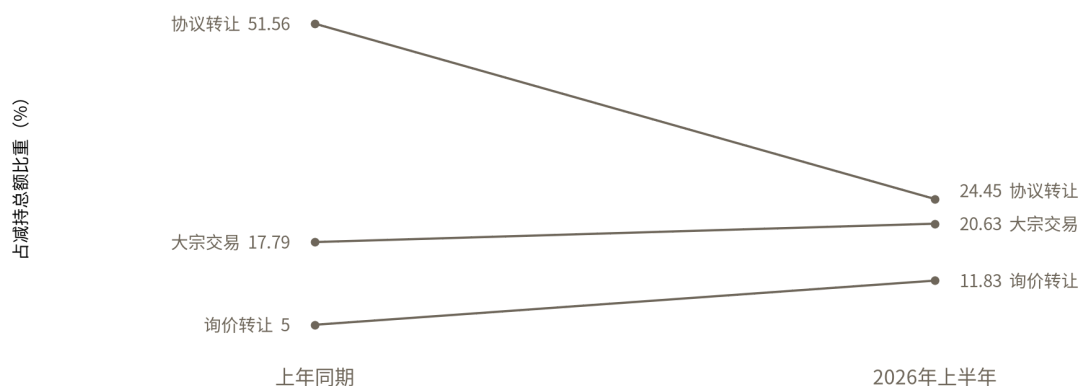
2026 年上半年，A股重要股东累计减持 4894.47 亿元人民币（截至 6 月 30 日）。

先把口径钉死：这是**减持总额**，没有扣掉增持，不是净减持额。它和前面六篇里那个 776 亿美元不能放在一起比——两个市场的总市值、股本结构、统计机构口径全都不同，横着比就是混口径。所以下面只讲结构，不讲体量。

结构上的变化是"一降两升"。

钱换了一条通道走：协议转让占比腰斩， 询价转让翻了两倍

A股重要股东减持渠道结构 · 占当期减持总额比重（%） · 上年同期 → 2026年上半年



数据来源：上海证券报（郭成林、高志刚）

Opm.AI 出品

占比基数为当期减持总额，与美国部分的美元数据不作横比

协议转让占比 24.45%，上年同期 51.56%，掉了 27.11 个百分点。

大宗交易占比 20.63%，上年同期 17.79%，规模同比增长 51.35%，上半年 1168 笔、成交 1009.6 亿元。

询价转让占比 11.83%，上年同期 5%，规模同比增长 209%；科创板与创业板合计 70 单，涉及 63 家公司，成交总额 579.22 亿元。

协议转让为什么掉得这么厉害？

规则里至少能找到一条线索：现行指引规定，协议转让单个受让方的受让比例不得低于公司股份总数的 5%，转让价格下限比照大宗交易执行，受让方在受让后六个月内不得减持所受让的股份。这道“单个受让方不低于 5%”的地板，堵的是化整为零绕道二级市场。

这道地板是不是占比骤降的全部原因，材料里没有直接答案。但它确实改变了走这条通道的成本，而钱换了通道走——从协议转让流向大宗交易和询价转让。

买回来，把差价交给公司

回到开头那份决定书。

谢显卖出丰华股份 638,600 股，问题不在数量，在资格：他当时处在被中国证监会行政处罚后六个月内，属于不得减持的情形，违反的是《上市公司股东减持股份管理暂行办法》第七条第一款——就是那份被中文财媒经常写错文号的部门规章，它是**证监会令第 224 号**。重庆监管局据该办法第二十九条第一款作出处理：责令购回，上缴价差。

这个工具在美国没有对应措施。

美国对违规内部人交易的主要手段是民事罚款、吐出非法所得、禁任高管令、刑事追诉——都是往回追责。责令购回是往回**复原**：把股票按现在的价格买回来，中间的差价交给上市公司。

它用得有多吗？

按媒体统计口径，2025 年内有 14 起违规减持被采取行政监管措施（统计截至 11 月 26 日），其中 2 起被责令购回违规减持股份并向上市公司上缴价差，其余 12 起出具警示函。

这 14 起的类型分布，比总数更值得看一眼：8 起是减持至 5% 整数倍阈值时未停止交易，4 起是较原计划超额减持，1 起是未按承诺提前披露减持计划，1 起是较已披露计划提前减持。

闸门装得越靠前，能踩到的线也就越多。

一份记录，不是一个预测

七篇写到这里可以收了。

第一篇拆的是 776 亿这个数字的三层水分；第二篇拆的是 10b5-1 其实是一件法律护具；第三篇给出全篇最异常的读数——买入的钱逼近七年最低，买入的人数却创下有记录以来最高；第四篇用 724 份原始申报重画了卖出榜；第五篇把个人的卖单和公司的回购并排放；第六篇诚实地承认，公开文献里根本不存在“内部人卖买比”作为顶部信号的命中率统计。

这一篇讲的是：连“减持”这个动作本身，在两个市场里都不是同一件事。

美国的规则围着“你知道什么”转，A股的规则围着“你卖多少、什么时候卖、够不够资格卖”转。两套制度处理的是同一个古老问题——内部人比你先知道——只是把闸门装在了不同的位置。一个装在信息端，一个装在行为端。

那么下次你在行情软件里刷到一条减持公告，它究竟告诉你了什么？

它告诉你的是：某个人，在某个时点，卖了某个数量的股票，而且这个动作合规。

至于他为什么卖——要买房、要交税、要做遗产规划、是几个月前设好的计划到期由机器自动执行，还是真的对公司有别的看法——公告里没有，Form 4 里也没有。任何一个市场的申报文件里都没有。

这就是七篇下来最朴素的那句话：减持数据是一份**记录**，不是一个**预测**。

如果一定要从这些申报里读点什么出来，前面几篇已经给过答案：看买入端的意愿，比看卖出端的金额有意义得多。

因为卖出的理由可以有很多个，买入的理由通常要窄得多。

风险提示：本文所引规则条款以监管机构与证券交易所公开发布的现行有效文本为准，规则存在修订可能，具体适用以最新发布为准；文中 A 股减持规模数据为媒体统计口径的减持总额，非净减持额，不与其他市场数据作规模比较。本文仅作制度对照与事实陈述，不评价监管安排、不预测政策走向，不构成任何投资建议，不提供择时或买卖判断。市场有风险，投资需谨慎。

0pm.AI 出品

◆ 0pm.AI 出品

776 亿抛售拆开有三层水分，真正没人讨论的是买入端只有 69 亿

- 真图驱动
- 一手权威源
- 多源交叉核验

数据与口径

数据来源
美国证监会 EDGAR 一手申报 (Form 4/8-K/10-Q) · EPFR · The Washington Service · 同行评审学术文献 · 具名财经媒体

访问官网



扫码直达 0pm.ai
官网入口
0pm.AI

风险提示：本内容基于公开信息整理，仅供研究参考，不构成任何投资建议、不预测涨跌、不承诺收益；力求准确但不保证完整无误，据此操作风险自担。市场有风险，决策需谨慎。