仅供内部参考，请勿外传

2026 年 07 月 25 日

K 型行情或不会线性延续，扩散仍待 ΔG 接力

--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

相关研究报告

《公募基金风格漂移持续改善中—投资策略专题》-2026.7.23

《机构关注度环比回升：轻工制造、公用事业、建材—投资策略点评》-2026.7.20

《拥挤出清后，积极布局超调机会—投资策略周报》-2026.7.19

● **二季报确认持仓“K 型化”：持仓向少数行业集中，多数行业历史低配**

2026 年二季度，主动权益基金持仓进一步向少数高景气行业集中。电子、通信的配置比例已处于历史极高水平，超过一半的一级行业持仓比例低于自身历史 10%分位数。这样的集中不仅来自科技基金本身，更多类型基金也在向成长方向漂移：截至 2026Q2，非成长基金风格漂移的数量占比由一季度的 87.6%升至 89.9%，规模占比仍达到 83.5%。二季度基金季报所呈现的并非简单的科技超配，而是少数行业极致集中与多数行业广泛低配并存。

公募基金业绩比较基准改革已经产生初步影响，但基准调整与实际持仓变化并不同步。存量持仓短期内集中调整的可能性不高；增量层面，非成长基金继续大幅跨风格增配科技的空间正在收窄。其影响未必表现为科技资产遭遇集中减持，更可能体现为边际资金不再继续单向集中，历史低配的行业资金承接能力增强。

● **持仓与交易双重集中，K 型行情难以继续沿原有斜率运行**

基金季报反映中期持仓结构，成交集中度反映短期筹码结构，两个维度给出了相似的信号。截至 7 月 24 日，A 股成交额排名前 5%的个股成交占比为 49.8%，已经连续两个半月高于 45%的历史警戒线。与此前几轮拥挤相比，本轮不仅峰值高，持续时间也更长。基金持仓集中、成交集中和资产价格上涨相互强化，使少数热门行业同时处于高景气、高估值、高持仓和高成交状态。

拥挤从来不是独立的见顶指标，它的意义在于触发市场重新定价。当前尚未出现系统性转熊所需要的条件，盈利端并未全面恶化，国内流动性环境仍然偏呵护。因此，**我们仍然将本轮调整定义为高拥挤后的再定价，而非牛市趋势的结束。**但电子、通信已经吸收了大量主动配置资金，后续行情将更多依赖盈利继续兑现，前期 K 型行情很难继续沿原有斜率强化。

● **当前是筹码扩散，长期风格切换仍需基本面确认**

近期部分低位行业有所修复，市场对风格切换的讨论明显增加。**我们判断：当前出现了筹码层面的扩散，但尚未形成基本面层面的全面扩散。**国内经济依然呈现生产强、需求偏弱的特征，科技制造业的盈利改善相对明确，科创创业相对沪深 300 的业绩增速优势仍在扩大，科技作为中期主线的盈利基础尚未被破坏。

在生产强、需求弱的格局发生明显改变以前，风格再平衡更可能表现为阶段性修复，而不是科技向传统价值的彻底切换。判断行情能否真正扩散，需要从盈利增速 G 进一步转向盈利增速的边际变化 ΔG：高 G 决定行业是否具备景气基础，ΔG 决定盈利趋势仍在加速还是已经进入高位回落。只有 G 与 ΔG 同时占优，盈利和估值才更容易形成共振。现阶段科技主线尚未证伪，但极端集中的筹码结构正在被迫松动；短期可以参与低位修复，中期仍需等待新的 ΔG 线索确认。

● **投资建议：短期参与再平衡，中期仍看“二次点火”**

短期看，科技高拥挤交易仍处于消化阶段，市场将继续寻找前期涨幅有限、机构持仓较低且具备业绩支撑的方向。再平衡行情重点关注两类机会：

（1）风格回归带来的配置修复，关注银行、公用事业、电力等稳定和金融方向；

（2）已经出现盈利改善线索的低位行业，关注以有色、煤炭为代表的资源品，以及基础化工、农林牧渔、医药、非银金融和部分消费行业。但这类行情能否由反弹演变为趋势，仍需后续财报和高频数据确认

中期看，科技仍是当前 G、ΔG 与产业叙事结合度最高的方向，主线并未结束，但投资难度已经明显提升。**下一阶段的收益来源将更多来自科技内部的重新筛选，而不是科技板块整体估值继续抬升。配置上重点寻找“二次点火+叙事张力”的交集：**

（1）国产算力、半导体、PCB 等 AI 硬件链中真正有订单和利润兑现的环节；

（2）电力设备、电力、能源金属、液冷等科技外溢形成的新景气方向；

（3）商业航天、军工、机器人等具备产业趋势和叙事扩张能力的新方向。

● **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。

仅供内部参考，请勿外传

目　录

1、 二季报确认持仓“K 型化”：持仓向少数行业集中，多数行业历史低配 3
2、 持仓与交易双重集中，K 型行情难以继续沿原有斜率运行 5
3、 当前是筹码扩散，长期风格切换仍需基本面确认 6
4、 投资建议：短期参与再平衡，中期仍看“二次点火” 7
5、 风险提示 8

图表目录

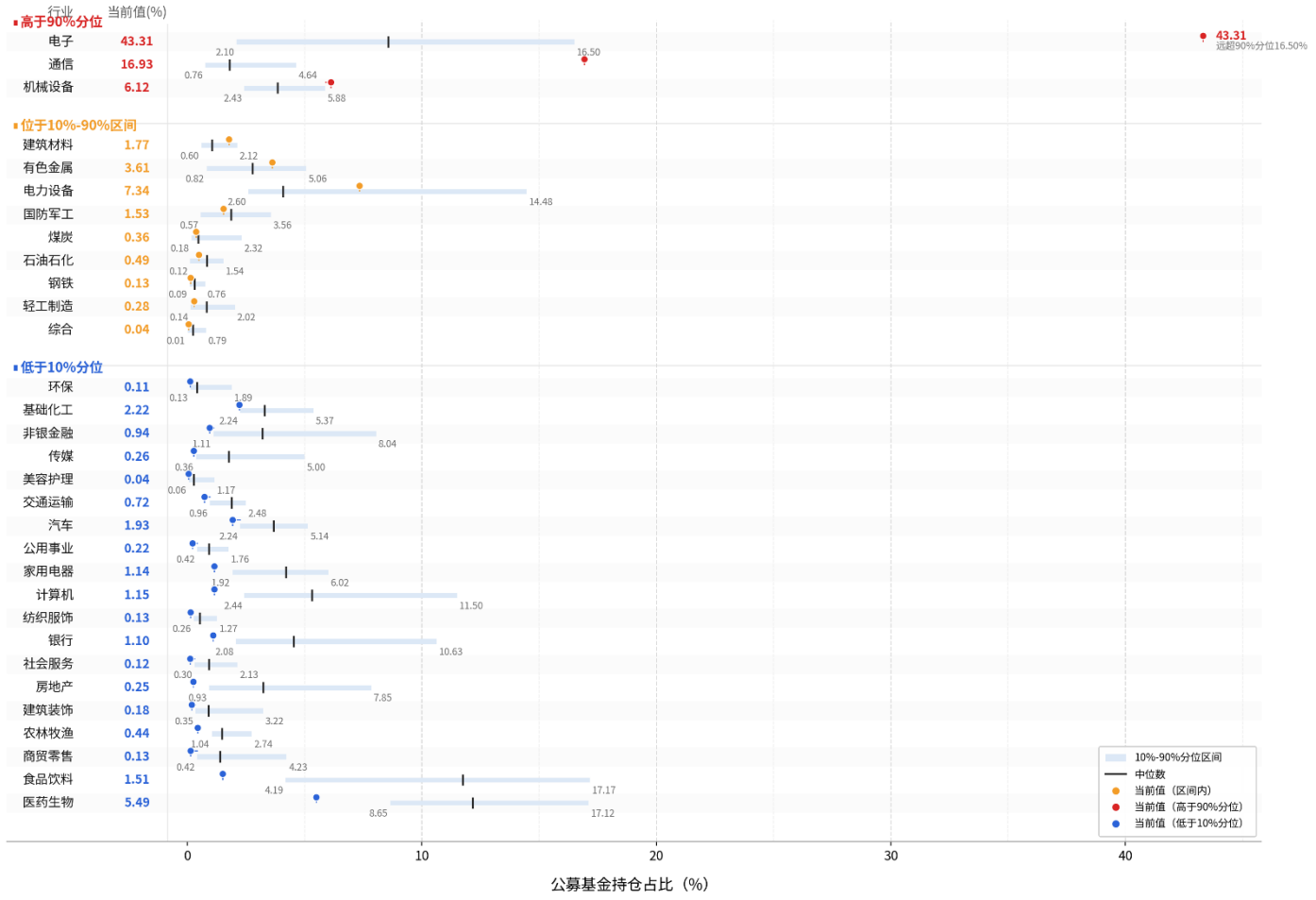
图 1： 基金二季报来看，电子、通信的配置比例已处于历史极高水平，超一半的行业持仓比例低于历史 10%分位数 3
图 2： 2026Q2 除成长以外的基金漂移比例达到 89.9% 4
图 3： 消费类基金漂移比例小幅上升、周期配置比例较高 4
图 4： 成长类基金整体漂移比例下降 4
图 5： 周期类基金整体漂移比例下降、成长配置占比较高 4
图 6： 稳定类基金漂移水平较高、成长配置比例上升 4
图 7： 首批 12 家公司 2026Q2 漂移数量占比下降、漂移规模变化有限 5
图 8： 首批 12 家公司 2026Q1 漂移基金在 2026Q2 的持续漂移情况 5
图 9： A 股成交额集中度仍处高位 6
图 10： 科创创业板仍然具备较高的相对业绩优势 7
图 11： 工业企业利润增速偏强，社零增速偏弱 7

仅供内部参考，请勿外传

1、 二季报确认持仓“K 型化”：持仓向少数行业集中，多数行业历史低配

本周（7.20-7.24）A 股市场继续宽幅震荡，投资者最为关注的事件，来自于公募基金二季报的披露：**2026 年二季度，主动权益基金持仓进一步向少数高景气行业集中。**电子、通信的配置比例已处于历史极高水平，与此同时，超过一半的一级行业持仓比例低于自身历史 10%分位数。二季度基金季报所呈现的并非简单的科技超配，而是少数行业极致集中与多数行业广泛低配并存。

图1：基金二季报来看，电子、通信的配置比例已处于历史极高水平，超一半的行业持仓比例低于历史 10%分位数



数据来源：Wind、开源证券研究所，数据截至 2026.6.30

这样的集中不仅来源于科技基金本身的配置，更来源于其他类型基金的漂移。截至 2026Q2，除成长以外的基金的风格漂移的数量占比由一季度的 87.6%升至 89.9%，规模占比由 84.9%小幅下降至 83.5%，仍处于高位。稳定类基金的成长配置比例升至 48.2%，周期类基金的成长配置比例升至 64.3%。除成长基金逐步回归自身定位外，其余多数基金的持仓均在向成长方向集中。

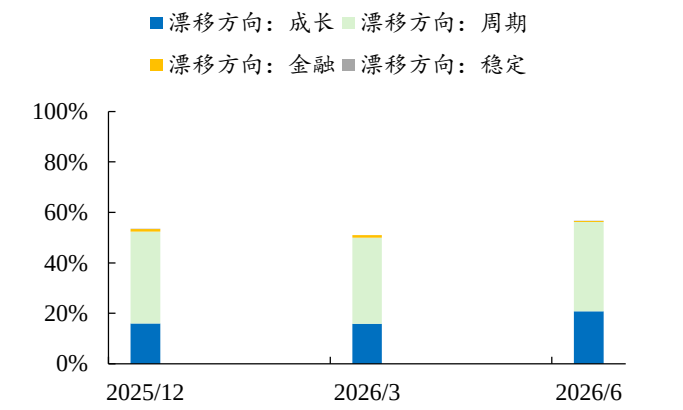
仅供内部参考，请勿外传

图2：2026Q2 除成长以外的基金漂移比例达到 89.9%

报告期	风格	各风格基金总数	风格漂移个数	漂移比例（数量口径）	基金总规模（亿元）	可测核心持仓市值（亿元）	漂移规模（可测口径;亿元）	漂移规模比例（可测规模口径）	初始风格比例	漂移方向：	消费	成长	周期	稳定	金融
2026/6/30	全部（非成长）	745	670	89.9%	4166.5	2578.5	2153.7	83.5%			18.0%	42.9%	28.7%	2.4%	8.0%
2026/3/31		723	633	87.6%	4271.2	2596.7	2205.5	84.9%			23.9%	30.5%	32.8%	3.2%	9.6%
2025/12/31		701	636	90.7%	4819.4	4383.1	3601.5	82.2%			24.6%	29.8%	32.1%	3.6%	10.0%
2026/6/30	消费	283	237	83.7%	1144.7	786.1	512.6	65.2%	51.0%			23.5%	41.0%	0.1%	0.6%
2026/3/31		272	218	80.1%	1245.0	814.0	550.7	67.7%	50.3%			24.3%	42.5%	0.1%	0.7%
2025/12/31		261	228	87.4%	1475.0	1385.2	874.4	63.1%	39.5%			23.4%	38.7%	0.2%	0.9%
2026/6/30	周期	83	67	80.7%	596.1	362.2	256.5	70.8%	48.4%		0.9%	64.3%		4.3%	1.3%
2026/3/31		75	52	69.3%	364.8	213.0	152.8	71.7%	47.7%		2.3%	61.1%		7.1%	1.3%
2025/12/31		68	46	67.6%	383.8	355.7	228.3	64.2%	38.8%		3.8%	51.0%		6.3%	3.0%
2026/6/30	稳定	362	361	99.7%	2419.1	1425.9	1381.9	96.9%	4.7%		13.1%	48.2%	21.9%		13.7%
2026/3/31		360	359	99.7%	2655.2	1565.9	1499.1	95.7%	7.6%		22.5%	29.6%	28.4%		15.2%
2025/12/31		356	356	100.0%	2937.1	2620.0	2490.0	95.0%	5.6%		21.1%	30.3%	28.3%		15.3%
2026/6/30	金融	17	5	29.4%	6.6	4.4	2.7	61.2%	54.5%		0.7%	30.9%	17.6%	12.0%	
2026/3/31		16	4	25.0%	6.2	3.8	2.8	74.8%	43.1%		1.9%	26.9%	27.7%	18.3%	
2025/12/31		16	6	37.5%	23.6	22.2	8.8	39.6%	64.2%		4.2%	22.5%	7.9%	5.1%	

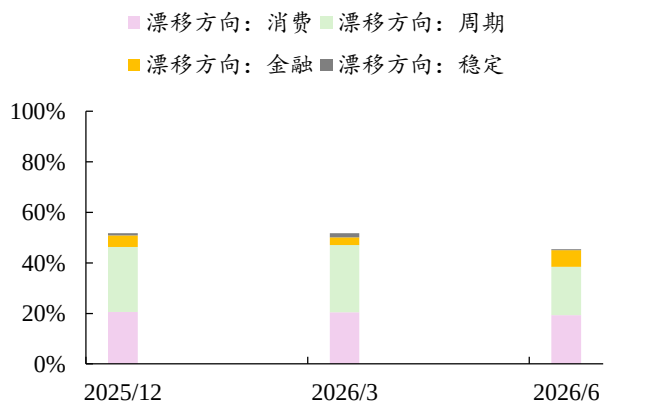
数据来源：Wind、开源证券研究所。注：受定期报告披露范围限制，2026Q1 和 2026Q2 相关指标均基于各基金当期可获取的核心持仓股票测算。

图3：消费类基金漂移比例小幅上升、周期配置比例较高



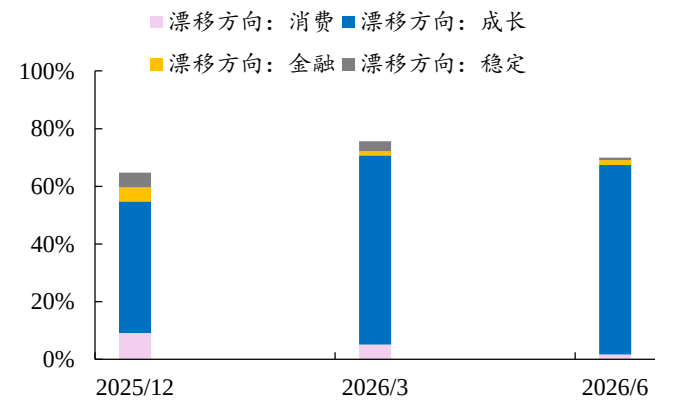
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：成长类基金整体漂移比例下降



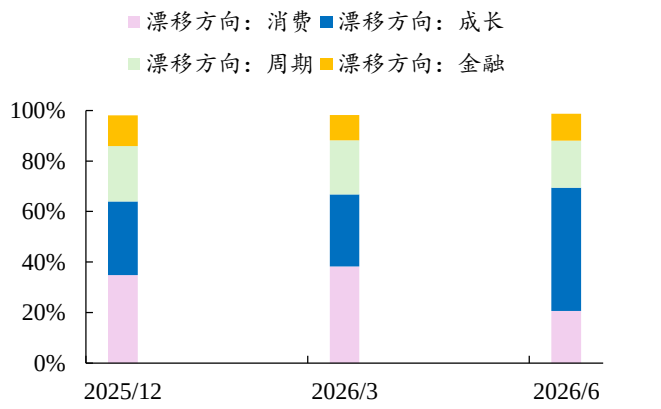
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：周期类基金整体漂移比例下降、成长配置占比较高



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：稳定类基金漂移水平较高、成长配置比例上升



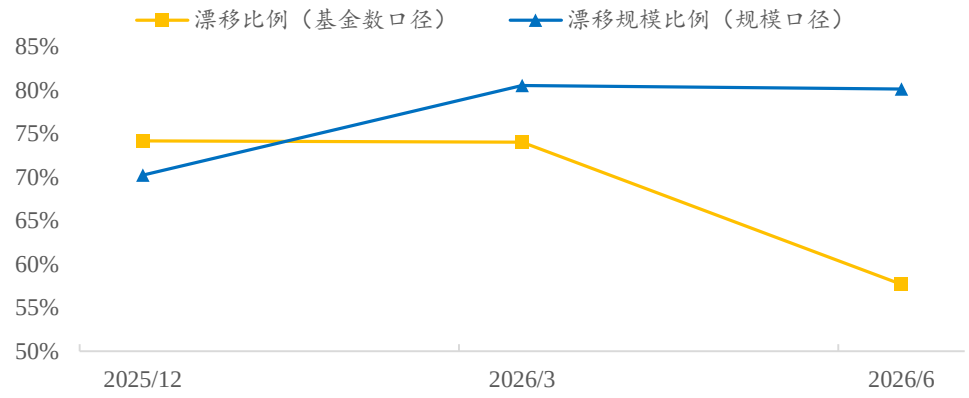
数据来源：Wind、开源证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

公募基金业绩比较基准改革已经产生初步影响，但基准调整与实际持仓变化并不同步。首批调整基准的 12 家基金公司中，漂移基金数量占比由一季度的 74%下降至二季度的 58%，但漂移规模占比仍在 80%左右。一季度已经发生漂移的 296 只基金中，二季度仍有 217 只维持漂移，持续漂移比例达到 73.3%。

因此，对风格整改的影响需要区分存量与增量。存量持仓短期内集中调整的可能性不高，实际变化仍取决于基金合同、产品定位和后续投资安排；增量层面，非成长基金继续大幅跨风格增配科技的空间正在收窄。其影响未必表现为科技资产遭遇集中减持，更可能体现为边际资金不再继续单向集中，历史低配行业的资金承接能力有所增强。

图7：首批 12 家公司 2026Q2 漂移数量占比下降、漂移规模变化有限



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：首批 12 家公司 2026Q1 漂移基金在 2026Q2 的持续漂移情况

分组	2026Q1漂移基金数量	2026Q2仍漂移数量	持续漂移率	2026Q2仍漂移基金规模（可测口径，亿元）
已调整基准	40	33	82.5%	165.3
未调整基准	256	184	71.9%	1438.3
合计	296	217	73.3%	1603.6

：Wind、开源证券研究所。注：持续漂移率指 2026Q1 已漂移基金中，2026Q2 仍漂移的基金数量占比。

2、 持仓与交易双重集中，K 型行情难以继续沿原有斜率运行

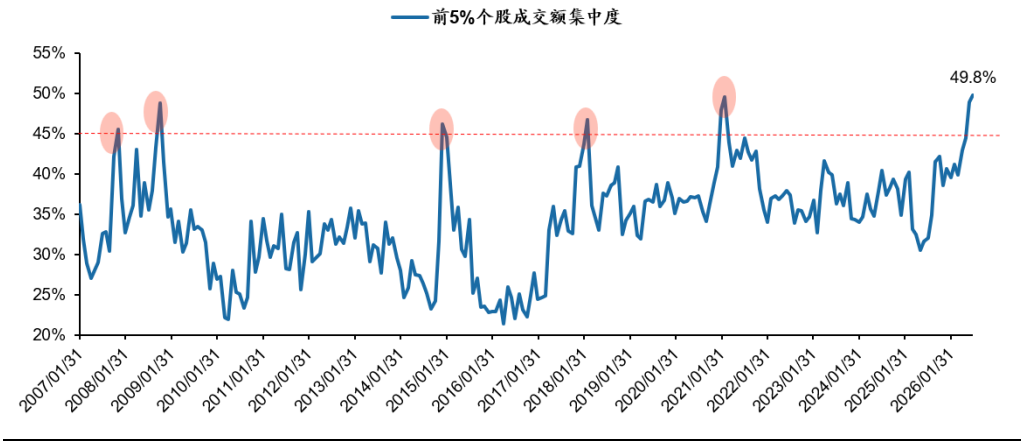
基金季报反映中期持仓结构，成交集中度反映短期筹码结构，两个维度给出了相似的信号。

截至 7 月 24 日，A 股成交额排名前 5%的个股成交占比为 49.8%，已经连续两个半月高于 45%的历史警戒线。**与此前几轮拥挤相比，本轮不仅峰值高，持续时间也更长。**基金持仓集中、成交集中和资产价格上涨相互强化，使少数热门行业同时

仅供内部参考，请勿外传

处于高景气、高估值、高持仓和高成交状态。

图9：A 股成交额集中度仍处高位



数据来源：Wind、开源证券研究所

我们在过去的报告当中持续强调：**拥挤从来不是独立的见顶指标，它的意义在于触发市场重新定价。**当筹码和预期趋于一致，市场会提高对盈利兑现的要求，也会放大对利率、产业叙事和业绩信息的反应。即使盈利继续增长，只要未能超过已经较高的预期，股价也可能进入估值和筹码消化阶段。

当前尚未出现系统性转熊所需要的条件。盈利端并未全面恶化，国内流动性环境仍然偏积极，外部利率和 AI 资本开支争议主要影响成长资产的估值与风险偏好，尚未构成对 A 股基本面的全面压制。因此，我们仍然将本轮调整定义为高拥挤后的再定价，而非牛市趋势的结束。

但同样需要看到，前期 K 型行情很难继续沿原有斜率强化。电子、通信已经吸收了大量主动配置资金，后续行情将更多依赖盈利继续兑现，而非持仓比例和估值水平同步抬升。非成长基金风格约束加强，也会削弱资金继续单向流入科技的动力。短期市场更可能在科技内部精筛与低配行业回补之间反复，而非迅速回到此前少数行业持续领涨的状态。

3、 当前是筹码扩散，长期风格切换仍需基本面确认

近期部分低位行业有所修复，市场对风格切换的讨论明显增加。我们的判断是：**当前出现了筹码层面的扩散，但尚未形成基本面层面的全面扩散。**

决定中期风格的核心仍是景气。当前国内经济依然呈现生产强、需求偏弱的特征，科技制造业的盈利改善相对明确，而消费和传统内需行业尚未形成连续、广泛的上行趋势。科创板、创业板相对沪深 300 的业绩增速优势仍在扩大，科技作为中期主线的盈利基础尚未被破坏。

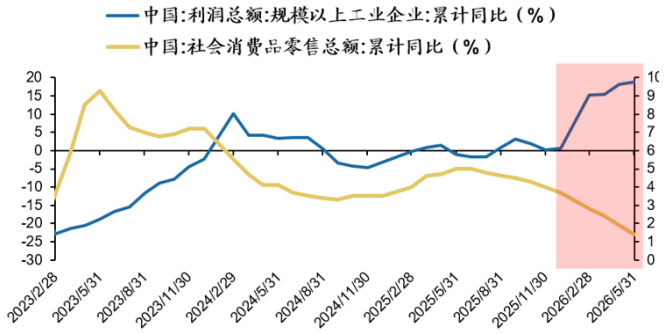
仅供内部参考，请勿外传

图10：科创创业板仍然具备较高的相对业绩优势



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：工业企业利润增速偏强，社零增速偏弱



数据来源：Wind、开源证券研究所

这也是本轮再平衡与长期风格切换的主要区别。近期科技调整，既有“高估值+高景气+高拥挤”的“三高”状态下自身脆弱性上升，也有基金风格约束、资金再配置等因素推动。低位行业能够获得资金回补，并不代表其已经具备持续占优的盈利条件。**在生产强、需求弱的格局发生明显改变以前，风格再平衡更可能表现为阶段性修复，而不是科技向传统价值的彻底切换。**

判断行情能否真正扩散，需要从盈利增速 G 进一步转向盈利增速的边际变化 ΔG。高 G 决定行业是否具备景气基础，ΔG 决定盈利趋势仍在加速还是已经进入高位回落。2022 年新能源与煤炭的分化已经说明，较高的盈利增速并不足以支撑持续超额收益；只有 G 与 ΔG 同时占优，盈利和估值才更容易形成共振。

未来大致存在三种路径：

（1）K 型延续：若科技 ΔG 继续领先，K 型行情仍将延续，但科技内部会进一步分化，资金向真正具备盈利兑现能力的细分行业收缩；

（2）牛市修整：若科技 ΔG 回落，而其他行业没有出现 ΔG 的接力，全市场盈利改善动能下降，牛市可能进入休整；

（3）行情切换：若科技盈利增速有所回落，但同时消费、周期或金融行业的 ΔG 出现持续的改善，行情才会从筹码扩散走向盈利扩散，风格切换也将具备更坚实的基础。

现阶段更接近第一种与第三种路径之间的过渡状态：科技主线尚未证伪，但极端集中的筹码结构正在被迫松动。短期可以参与低位修复，中期仍需等待新的 ΔG 线索确认。

4、 投资建议：短期参与再平衡，中期仍看“二次点火”

短期看，科技高拥挤交易仍处于消化阶段，市场将继续寻找前期涨幅有限、机构持仓较低、且具备一定业绩支撑的方向。再平衡行情可重点关注两类机会：

（1）风格回归带来的配置修复。银行、公用事业、电力等稳定和金融方向，机

仅供内部参考，请勿外传

构配置较低、盈利相对稳定，在非成长基金逐步回归产品定位的过程中，具备资金承接基础。

（2）已经出现盈利改善线索的低位行业。以有色和煤炭为代表的资源品仍受益于供给约束和需求扩张；基础化工、农林牧渔、医药、非银金融及部分消费行业，也存在业绩改善或悲观预期修复机会。但这类行情能否由反弹演变为趋势，仍需后续财报和高频数据确认ΔG。

中期看，科技仍是当前G、ΔG与产业叙事结合度最高的方向，主线并未结束，但投资难度已经明显提升。下一阶段的收益来源将或更多来自科技内部的重新筛选，而不是科技板块整体估值继续抬升。配置上重点寻找“二次点火+叙事张力”的交集：

（1）科技内部具备盈利验证和估值合理的方向：国产算力、半导体、PCB等AI硬件链中真正有订单和利润兑现的环节；

（2）科技外溢形成的新景气方向及AI产业链中的低位业绩品种：电力设备、电力、能源金属和液冷等；

（3）具备产业趋势和叙事扩张能力的新方向：关注商业航天、军工和机器人等。

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。

仅供内部参考，请勿外传

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。

仅供内部参考，请勿外传

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