下载日志已记录，仅供内部参考

策略周报

历史性的抱团，对科技行情有何影响？

核心观点

核心结论：①26Q2 主动偏股公募重仓电子+通信超 60%，极致数据背后有三大主因：重仓股口径偏差、科技基金相对规模提升、公募主动调仓。②7 月以来 AI 景气叙事未扭转、估算抱团或未松动，但前期 AI 和非 AI 板块的极致分化为当下市场行情扩散创造条件。③当前牛市格局不变，外部扰动渐歇后市场望重新企稳，结构上重视成长内部扩散和低位板块的均衡。

26Q2 公募季报显示历史性的极致抱团，但主动调仓并非单一原因。我们认为，26Q2 公募的极致持仓结构背后主要有三大因素影响：①季报披露的重仓股口径会高估基金对热门板块的持仓。电子和通信个股更加容易进入基金的前十大重仓，这使得重仓股口径存在一定程度的失真；而基金中报披露的则是全部持仓，届时才能真实反应基金持仓结构的完整全貌。②科技成长基金在 2026Q2 规模扩张更快，使得整体基金样本往科技偏移。回顾 26Q2，科技成长类基金的规模相较非科技类的基金增长更快，一方面源于前者更高的净值增长率，另一方面也源于两者负债端的分化。③主动公募确实在 26Q2 出现了明显的主动调仓。我们对 26Q2 的电子超配比例变化进行了归因分析，26Q2 主动偏股基金对电子板块的超配比例环比上升了 11 个百分点，其中非科技类基金的调仓行为带来的贡献约 4.1 个百分点、科技类基金的调仓则贡献约 2.9 个百分点。

短期 AI 板块调整或主要源于交易结构恶化，而非景气预期扭转。7 月以来全球科技股共振调整，A 股科技板块也出现明显调整，这背后存在着产业预期变化和资金行为的共振。近期 AI 板块的调整主因或更多是两融等活跃资金退潮、进而引起的交易结构恶化，而非景气投资的配置类资金系统性离场。事实上，当前海外云厂商资本开支增速仍维持高增长，7 月 23 日谷歌再次上调 2026 年资本支出预期至 1950 亿至 2050 亿美元区间，表明 AI 景气叙事尚未扭转。

AI 和非 AI 的极致分化，也为现阶段的行情扩散创造了条件。虽然 AI 产业的景气叙事尚未终结，但目前市场预期也正逐渐走向分歧。在当前 AI 和非 AI 板块的拥挤度差异较为极致的背景下，我们认为后续应当重视行业间轮动、扩散的机会。从持仓水位和估值水位看，未来非 AI 板块的筹码结构进一步恶化的的空间或已不大，这也为现阶段的行情扩散创造了条件。

牛市格局不变，当前是布局再平衡的窗口期。7 月以来 A 股震荡回调，主因近期外部扰动较多，属于牛市中后期的正常调整，当前牛市格局仍将延续，未来多重因素共振下 A 股牛市仍将向纵深演绎。结构上，重视成长板块内部扩散，以及低位的医药、地产，红利资源类板块等。首先，科技行情或尚未结束，不过在科技内部有望向低位方向扩散。其次，重视具有基本面优势的医药、券商，以及政策发力推动基本面回暖的地产、白酒等低位板块。最后，关注供需改善下、业绩确定性较高的周期资源类，尤其是红利属性相关板块的配置机会。

风险提示：地缘局势恶化超预期、国内经济修复出现波动。

策略研究·策略周报

证券分析师：吴信坤
021-61761046
wuxinkun@guosen.com.cn
S0980525120001

证券分析师：余培仪
021-61761040
yupeiyi@guosen.com.cn
S0980526010001

证券分析师：陆嘉瑞
021-60375458
lujiarui1@guosen.com.cn
S0980526070002

基础数据

中小板/月涨跌幅(%)	8556.82/-11.41
创业板/月涨跌幅(%)	3480.87/-18.12
AH 股价差指数	122.98
A 股总/流通市值（万亿元）	92.78/84.69

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《策略周报-美国拟重启对伊朗的大规模军事行动——每周海内外重要政策跟踪》 ——2026-07-24
《策略周报-宽基 ETF 放量回流，杠杆资金退潮——7 月第 2 周立体投资策略周报》 ——2026-07-20
《策略周报-牛未完，新风景》 ——2026-07-18
《策略周报-短线外资止盈，长线外资延续流入——7 月第 2 周全球外资周观察》 ——2026-07-18
《策略周报-首份国家级扩消费五年规划出台——每周海内外重要政策跟踪》 ——2026-07-17

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

历史性的抱团，对科技行情有何影响？ 4
风险提示 8



下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图1： 26Q2 基金重仓股中电子+通信持仓占比超 60% 5
图2： 电子超配比例明显走高背后的归因分析 5
图3： 09Q2 重仓股和全部持股口径分化较大 5
图4： 26Q2 净申购规模靠前的主动偏股公募业绩往往较好 5
图5： 管理年限较短的基金经理买入 AI 板块较多，管理年限长的基金经理则卖出非 AI 板块较多 5
图6： 当前主动公募或并未现从 AI 大幅调出的迹象 6
图7： 7 月以来杠杆资金流出电子约 1200 亿元 6
图8： 非 AI 板块持仓占比均已处历史低位 7
图9： 非 AI 板块估值水位不算高 7
图10： 当前 A 股估值距离牛市高点还有差距 7
图11： 当前 A 股情绪距离牛市高点还有差距 7
图12： 2020-2035 年全球数据中心电力消耗 8
图13： 2022 年以来全球矿产勘察投入持续收缩 8
图14： 今年上半年创新药 BD 交易金额继续提升 8
图15： 当前白酒股息率已回到 4.5% 8

下载日志已记录，仅供内部参考

基金二季报显示，主动偏股公募重仓股中半数以上仓位集中在电子和通信两个行业，这与今年 Q2 市场的极致分化行情相互印证。7 月以来全球科技股共振回调，市场对热门科技板块后续走向再起分歧。我们在本文中对二季度基金配置情况进行剖析，并对后续行情展开分析。

历史性的抱团，对科技行情有何影响？

26Q2 公募季报显示历史性的极致抱团，但主动调仓并非单一原因。26Q2 基金季报显示，主动偏股公募（普通股票+偏股混合+灵活配置型）的电子持股市值在全部重仓股持股市值中的占比高达 43.4%，创下 2005 年以来单一行业持仓占比新高，加上通信持仓后，主动偏股公募对科技硬件板块的持仓占比超 60%，配置结构的极致程度历史罕见。我们认为，26Q2 公募的极致持仓结构背后主要有三大因素影响：

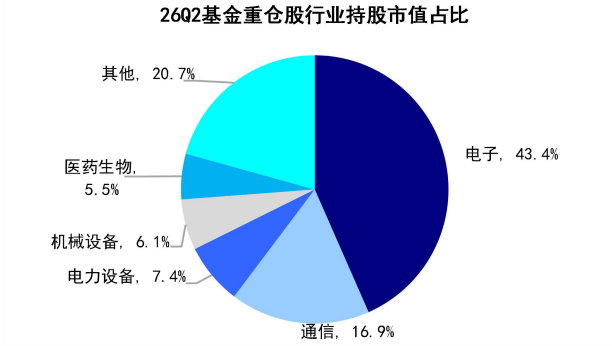
①季报披露的重仓股口径会高估基金对热门板块的持仓。首先统计口径方面，由于基金季报仅披露基金持仓的前十大重仓股，因此在今年 Q2 的极致行情分化之下，电子和通信个股更加容易进入基金的前十大重仓，这使得重仓股口径存在一定程度的失真；而基金中报披露的则是全部持仓，届时才能真实反应基金持仓结构的完整全貌。例如，2009Q2 在基金二季报重仓股口径下主动公募持有银行占比约 35%，金融地产合计占比高达 62%，但同年中报数据显示全部持股口径下金融地产持股市值占比降至为 44%，误差接近 20 个百分点。不过考虑到相较 2009Q2，本次重仓股在全部持股中的集中度更高、重仓股口径样本的代表性更强，预计本次的统计误差会小于 2009Q2。

②科技成长基金在 2026Q2 规模扩张更快，使得整体基金样本往科技偏移。除了重仓股口径带来的统计偏差外，科技成长类基金的规模快速增长也是基金持仓更偏科技的原因之一。理论上，即便基金本身没有进行任何的主动调仓，但超配科技的基金相对规模扩张，也会使得整体基金对科技的配置比例被动提升。回顾 26Q2，科技成长类基金的规模相较非科技类的基金增长更快，一方面源于前者更高的净值增长率，另一方面也源于两者负债端的分化。数据显示 26Q2 存量主动偏股公募整体面临约 1450 亿元的净赎回，但 Q2 净值涨幅超 100%的产品（主要是科技类基金）净申购规模约 960 亿元；此外，26Q2 新发主动偏股公募规模约 720 亿元，其中多数产品持仓同样集中在科技板块。可见投资者赎回非科技类基金的同时，大幅申购因重仓 AI 硬件而表现优异的科技基金，推动样本里科技基金的占比提升。

③主动公募确实在 26Q2 出现了明显的主动调仓。最后，基金的主动调整结构也是本次极致抱团背后不容忽视的因素。我们对 26Q2 的电子超配比例变化进行了归因分析，26Q2 主动偏股基金对电子板块的超配比例环比上升了 11 个百分点，我们统计其中科技类基金的规模扩张带来的贡献约 4.6 个百分点，而非科技类基金的调仓行为带来的贡献约 4.1 个百分点、科技类基金的调仓则贡献约 2.9 个百分点。此外，我们基于管理年限对不同基金经理调仓行为做对比，发现 26Q2 增配电子这单一板块最多的是管理年限在 5-10 年的基金经理样本，增配光通信、玻璃纤维等 AI 产业链其他环节最多的则是管理年限小于 5 年的基金经理样本，而减配消费、电力设备等非 AI 板块最多的则是管理经验大于 10 年的基金经理样本。

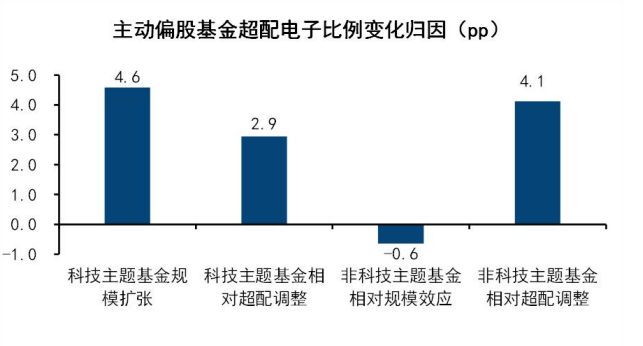
下载日志已记录，仅供内部参考

图1：26Q2 基金重仓股中电子+通信持仓占比超 60%



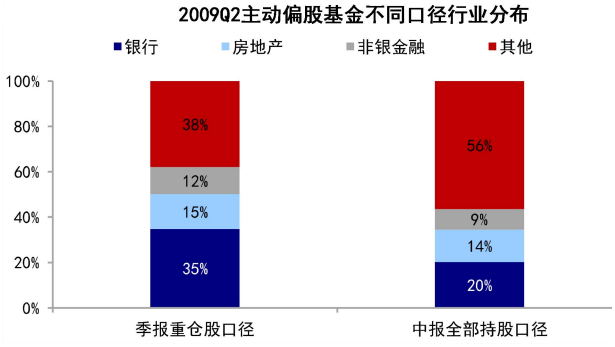
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图2：电子超配比例明显走高背后的归因分析



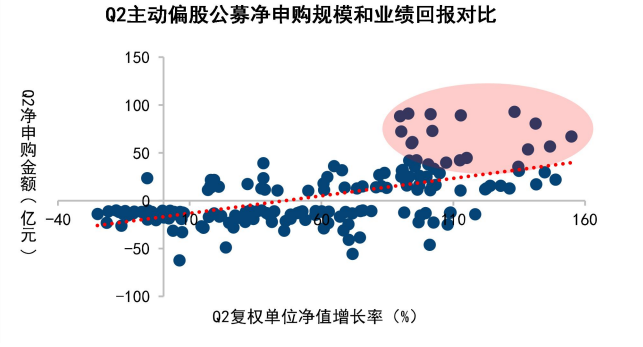
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图3：09Q2 重仓股和全部持股口径分化较大



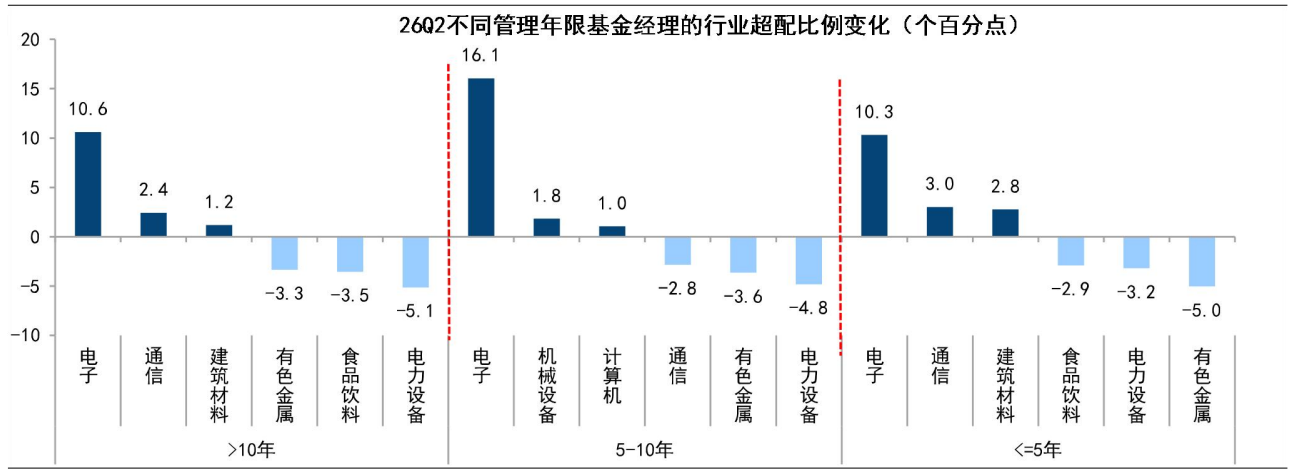
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图4：26Q2 净申购规模靠前的主动偏股公募业绩往往较好



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理，注：剔除净申购金额绝对值小于 10 亿元的基金样本

图5：管理年限较短的基金经理买入 AI 板块较多，管理年限长的基金经理则卖出非 AI 板块较多



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

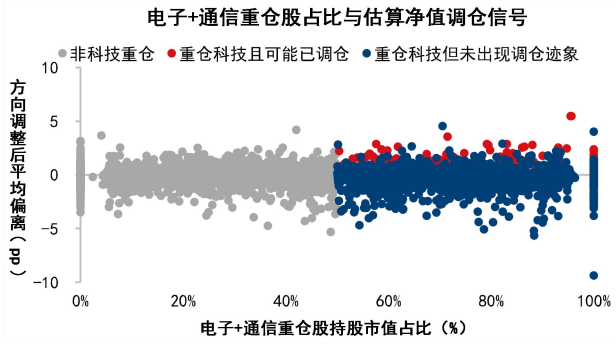
下载日志已记录，仅供内部参考

前文我们对本次公募 AI 持仓极致的原因展开了分析，尽管机构的主动调仓只占据一部分的影响因素，但无法否认当前机构的持仓集中度依然是历史极致水平。面对如此极致分化的机构配置结构、叠加近期热门板块的持续调整，后续行情配置应该以何种思路应对？

短期 AI 板块调整或主要源于交易结构恶化，而非景气预期扭转。7 月以来全球科技股共振调整，A 股科技板块也出现明显调整，这背后存在着产业预期变化和资金行为的共振。在如此波动中，以公募为代表的景气投资者是否有明显离场？为此我们测算了 7/10 以来科创指数大涨大跌日期间，基金净值实际涨跌幅和基于重仓股估算的涨跌幅偏离度，并对比科创指数涨跌幅做回归和相关性分析，以此来判断前期重仓电子的主动偏股公募是否有出现换仓行为。截至 7/23，估算当前可能从电子中大幅换仓的主动偏股公募规模占比或不足 10%，可见近期 AI 板块的调整主因或更多是两融等活跃资金退潮、进而引起的交易结构恶化，而非景气投资的配置类资金系统性离场。事实上，当前海外云厂商资本开支增速仍维持高增长，7 月 23 日谷歌再次上调 2026 年资本支出预期至 1950 亿至 2050 亿美元区间，表明 AI 景气叙事尚未扭转。

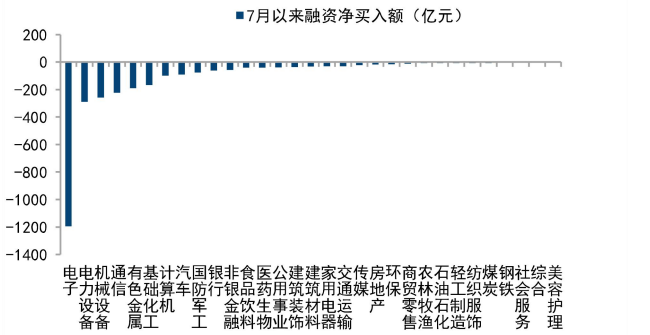
AI 和非 AI 的极致分化，也为现阶段的行情扩散创造了条件。虽然 AI 产业的景气叙事尚未终结，但目前市场预期也正逐渐走向分歧。在当前 AI 和非 AI 板块的拥挤度差异较为极致的背景下，我们认为后续应当重视行业间轮动、扩散的机会。从持仓水位和估值水位看，一方面，当前电子、通信持仓占比处 13 年以来 100%的分位，与此同时超 20 个一级行业的持仓占比处历史 20%以下的低位水平，其中食品饮料、医药生物、房地产等 13 个一级行业处于历史最低值，此外 26Q2 机构对港股也已从超配 2.3 个百分点转为低配 1.4 个百分点；另一方面，截至 7/23，当前电子、通信 05 年以来 PE 和 PB 分位数的均值均超 90%，同时约 25 个一级行业估值水位低于 50%，其中食品饮料、非银等仍处 20%以下的低位水平，恒生科技指数的估值历史分位也降至不到 30%。在此背景下，未来非 AI 板块的筹码结构进一步恶化的的空间或已不大，这也为现阶段的行情扩散创造了条件。

图6：当前主动公募或并未现从 AI 大幅调出的迹象



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

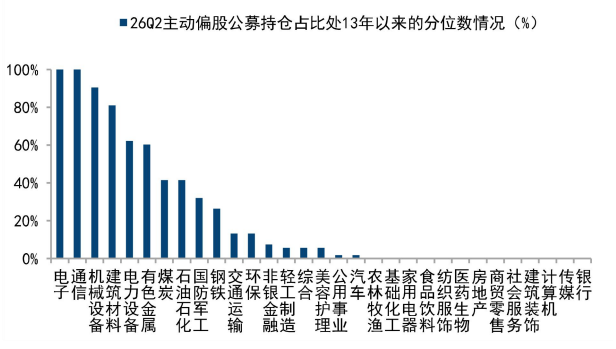
图7：7 月以来杠杆资金流出电子约 1200 亿元



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

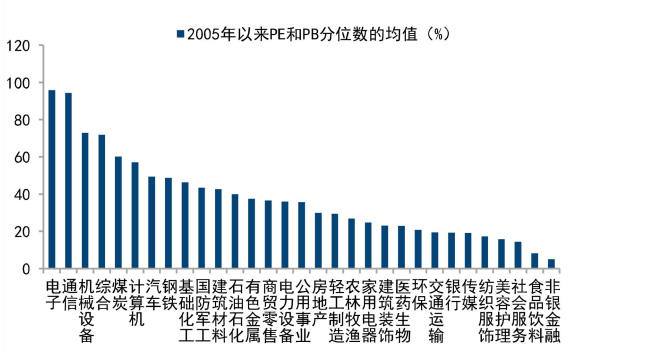
下载日志已记录，仅供内部参考

图8：非 AI 板块持仓占比均已处历史低位



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图9：非 AI 板块估值水位不算高



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

牛市格局不变，当前是布局再平衡的窗口期。7 月以来 A 股震荡回调，主因近期外部扰动较多，属于牛市中后期的正常调整。历史上 A 股牛转熊往往出现在整体股市情绪过热、流动性环境持续收紧、宏观环境明显走弱的时候，当前上述信号均未出现，叠加与 07、10、15、21 年等历史牛市高点相比，目前牛市时空和市场情绪均未达到极致，当前牛市格局仍将延续。往未来看，首先，前文提到当前 AI 趋势尚未终结，海外云厂商资本开支仍延续高增；第二，伴随牛市步入第三阶段，居民资金入市仍有一定空间；第三，7 月政治局会议有望加码稳增长，宽松政策发力推动基本面扩散式修复；第四，下半年美国通胀下行，或推动美联储加息预期回摆，多重因素共振下 A 股牛市仍将向纵深演绎。

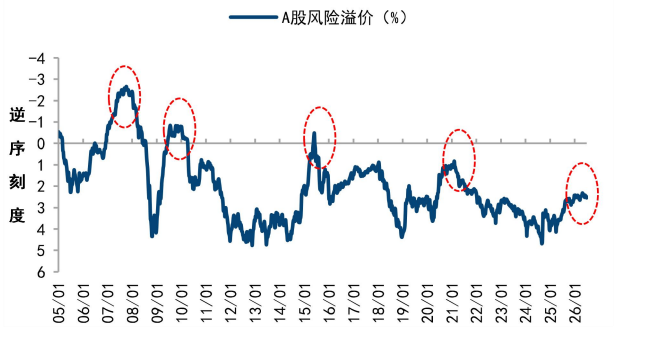
结构上，重视成长板块内部扩散，以及低位的医药、地产，红利资源类板块等。26Q2 基金季报显示 AI 和非 AI 的筹码结构已达极致水平，或为现阶段的行情扩散创造了条件。首先，科技行情或尚未结束，不过在科技内部有望向低位方向扩散，可关注具备基本面预期、产业层面存在积极催化的 AI 应用环节、港股科技等。其次，重视具有基本面优势的医药、券商，以及政策发力推动基本面回暖的地产、白酒等低位板块。最后，关注供需改善下、业绩确定性较高的周期资源类，尤其是红利属性相关板块的配置机会。

图10：当前 A 股估值距离牛市高点还有差距



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

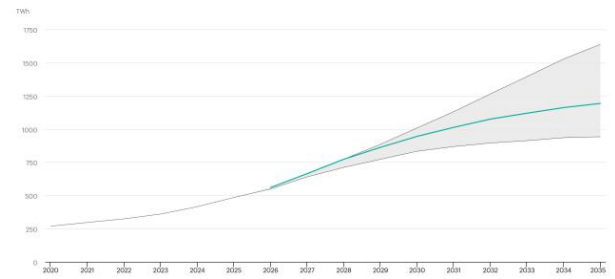
图11：当前 A 股情绪距离牛市高点还有差距



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

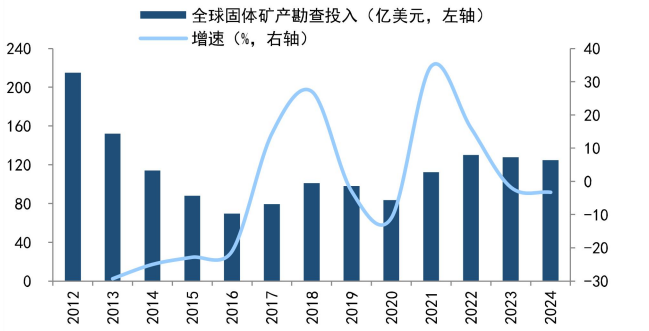
下载日志已记录，仅供内部参考

图12：2020-2035 年全球数据中心电力消耗



资料来源：IEA，国信证券经济研究所整理

图13： 2022 年以来全球矿产勘察投入持续收缩



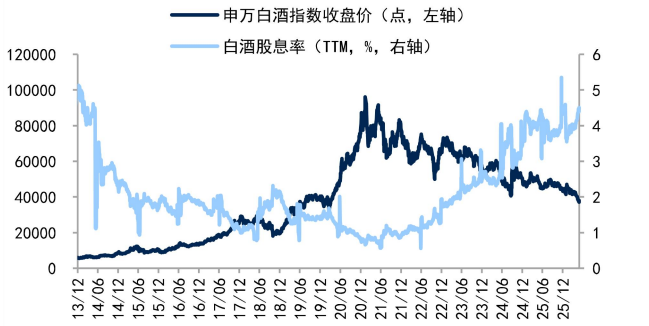
资料来源：标普全球，国信证券经济研究所整理

图14：今年上半年创新药 BD 交易金额继续提升



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图15：当前白酒股息率已回到 4.5%



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

风险提示

地缘局势恶化超预期、国内经济修复出现波动。

下载日志已记录，仅供内部参考

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数(HSI.HI)作为基准；美国市场以标普 500 指数(SPX.GI)或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

下载日志已记录，仅供内部参考

国信证券经济研究所

深圳
深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032