

【华创策略】TMT持仓六成，多少是买出来的？多少是涨出来的？

2026年7月29日

证券分析师：姚佩
联系人：朱冬墨

执业编号：S0360522120004
邮箱：zhudongmo@hcyjs.com

邮箱：yaopei@hcyjs.com

本报告由华创证券有限责任公司编制

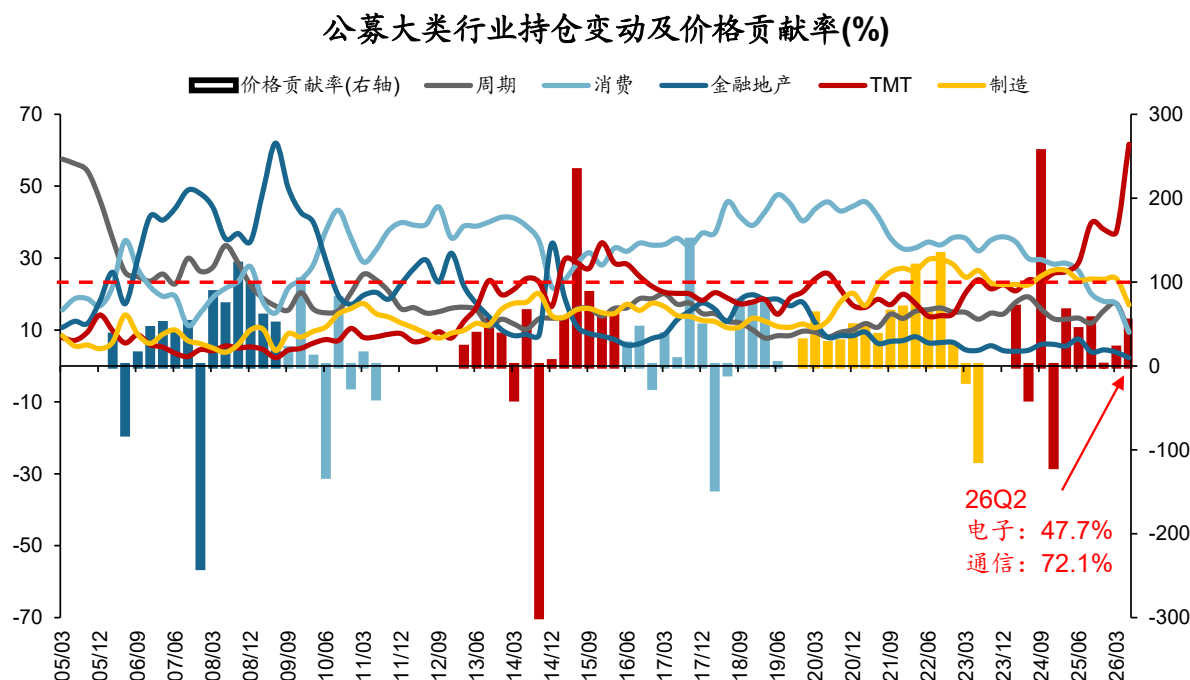
卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成对所涉及证券的个人投资建议。
请仔细阅读PPT后部分的分析师声明及免责声明。

核心结论

- **TMT抱团集中度或进一步走向峰值。** 26Q2主动权益型基金重仓股中TMT板块持股市值占比大幅提升至26Q2的61.7%，公募抱团集中度创历史新高。将市值增长拆分为被动贡献（价格上涨）与主动贡献（加仓）两部分，26Q2TMT板块约53.1%由价格上涨贡献。参照历史经验，抱团达到峰值时价格贡献率通常超过100%，当前仍处中后段，未来集中度或将进一步走向峰值。
- **历次公募抱团的形成与瓦解往往会伴随着价格贡献率呈“V字形”变化经历五个阶段：**价格主导→加仓主导→加仓与价格共振→峰值阶段→抱团瓦解，当前TMT价格贡献率为53.1%，基本处于加仓与股价共振的第三阶段，随着行情演绎未来或将进入价格贡献率突破100%的极端情况。
- **电子/通信均处于加仓与价格共振的阶段。** ①**价格主导**(25Q1-Q3)：25年初DeepSeek横空出世引发全球AI重估，国产算力自主可控叙事强化，叠加海外大规模算力基建开启与国内互联网企业资本开支大幅上行，AI硬件板块业绩确定性大幅提升，光模块/PCB/半导体/存储等涨幅居前推动价格贡献率持续上行，持仓占比被动上升，主动加仓力度有限。②**加仓主导**(25Q4-26Q1)：AI产业趋势已形成较强一致性预期，板块业绩兑现度明显提升，叠加股价阶段性回调公募主动增配力度明显加大，价格贡献率较前期出现回落。③**加仓与价格共振**(26Q2)：算力需求持续超预期叠加资本开支上调，景气度维持高位，主动买入与价格上涨形成共振，价格贡献率回升但仍在100%以下，尚未呈现明显的抱团瓦解信号。

1、26Q2TMT持仓市值增长53.1%由价格贡献

- TMT抱团集中度或进一步走向峰值。**26Q2主动权益型基金重仓股中TMT板块持股市值占比从26Q1的37.3%大幅提升至26Q2的61.7%，对应持股市值由0.6万亿上升至1.4万亿，公募抱团集中度创历史新高。考虑当前抱团现象是否会快速瓦解，将市值增长拆分为被动贡献（价格上涨）与主动贡献（加仓）两部分，26Q2TMT板块约53.1%由价格上涨贡献（其中电子约48%；通信约72%），对应主动加仓贡献约为46.9%。参照历史经验，抱团达到峰值时价格贡献率通常超过100%，当前仍处中后段，未来集中度或将进一步走向峰值。

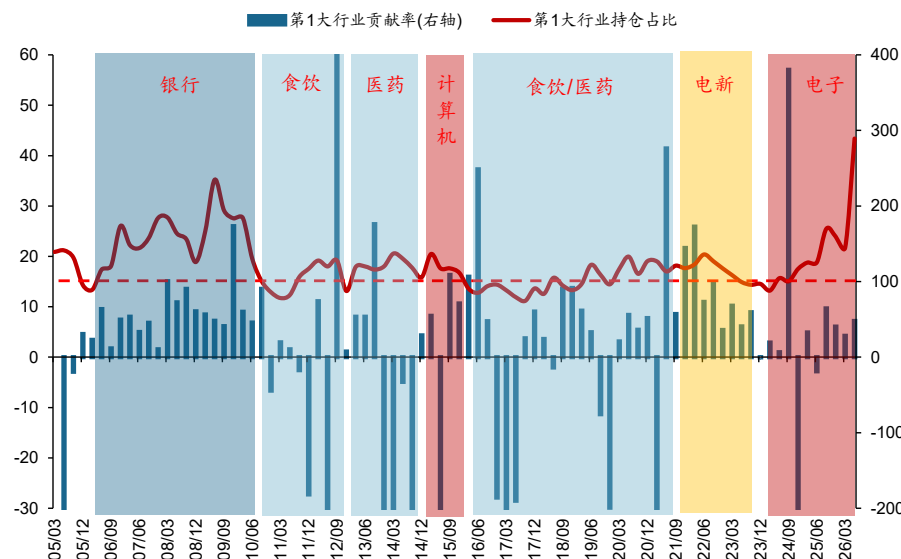


注：价格贡献计算公式：行业涨跌幅*上期持股市值/（当期持股市值-上期持股市值）；不同颜色柱状代表不同时期对应板块的价格贡献，如红色柱状对应TMT板块。

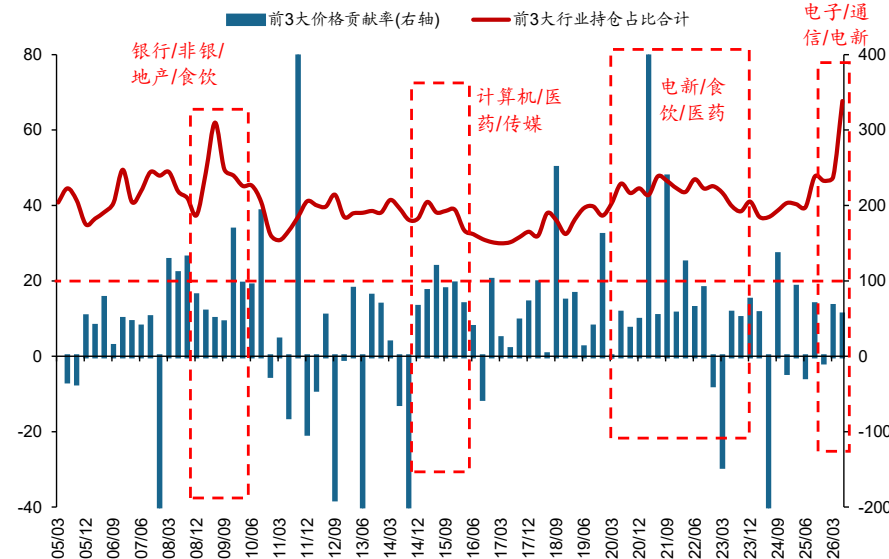
2、当前TMT正处于加仓与股价共振阶段

- 从历史上看, 历次公募抱团的形成与瓦解往往会伴随着价格贡献率呈“V字形”变化经历五个阶段: ①**价格主导**: 股价上行带动持仓占比上升, 公募反应滞后主动加仓较少, 价格贡献率较高; ②**加仓主导**: 前期股价上行带动主动加仓增长, 但股价未形成一致性趋势价格贡献率下降; ③**加仓与价格共振**: 股价持续上行的同时基金主动买入增加, 主动贡献与被动贡献旗鼓相当, 价格贡献率较第二阶段明显上行但尚未突破100%; ④**峰值阶段**: 公募以外资金入场推动估值进一步抬升, 持仓占比上升基本为价格上行所致, 价格贡献率快速上行并超过100%的同时持仓占比达到峰值, 抱团逐渐进入末期; ⑤**抱团瓦解**: 价格贡献率从100%以上回落, 公募分歧扩大一致性预期松动减仓增加, 抱团逐渐瓦解。从历史看公募持仓第一大与前三大行业抱团均基本符合以上规律变化, 如08年前后的金融地产、15年的TMT、21年前后的核心资产。从本轮来看, 当前TMT价格贡献率为53.1%, 基本处于加仓与股价共振的第三阶段, 随着行情演绎未来或将进入价格贡献率突破100%的极端情况。

公募持仓占比第1大行业合计持仓变动及价格贡献率(%)



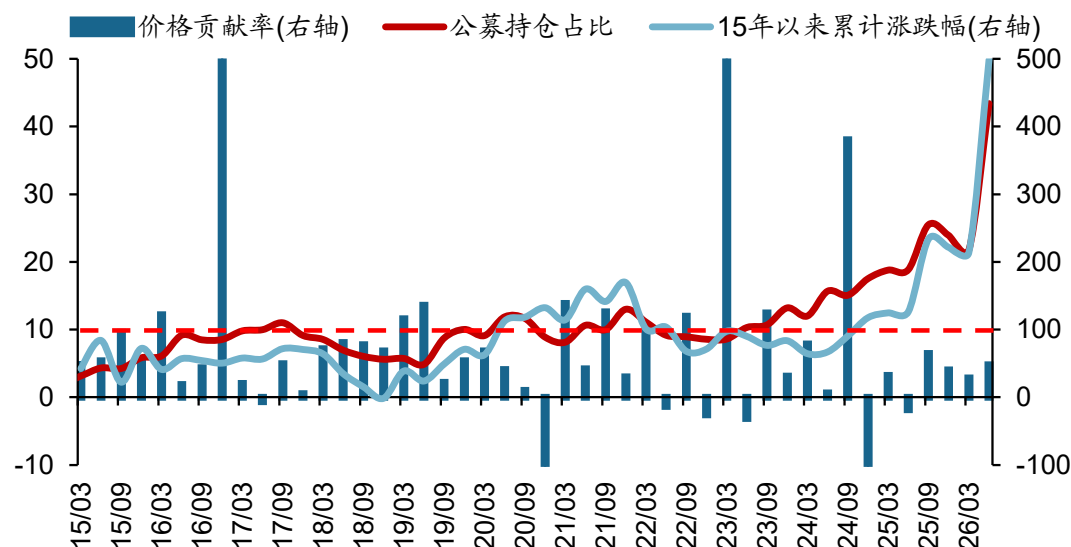
公募持仓占比前3大行业合计持仓变动及价格贡献率(%)



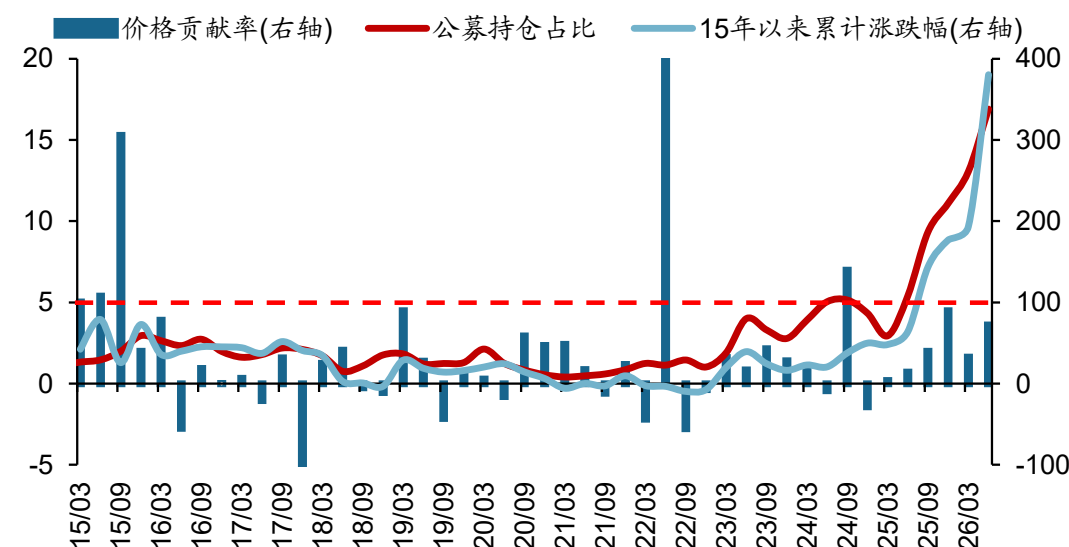
3、代表行业（电子/通信）尚未呈现明显的抱团瓦解信号

- 电子/通信均处于加仓与价格共振的阶段。①**价格主导**(25Q1-Q3)：25年初DeepSeek横空出世引发全球AI重估，国产算力自主可控叙事强化，叠加海外大规模算力基建开启与国内互联网企业资本开支大幅上行，AI硬件板块业绩确定性大幅提升，光模块/PCB/半导体/存储等涨幅居前推动价格贡献率持续上行，持仓占比被动上升，主动加仓力度有限。②**加仓主导**(25Q4-26Q1)：AI产业趋势已形成较强一致性预期，板块业绩兑现度明显提升，叠加股价阶段性回调公募主动增配力度明显加大，价格贡献率较前期出现回落。③**加仓与价格共振**(26Q2)：算力需求持续超预期叠加资本开支上调，景气度维持高位，主动买入与价格上涨形成共振，价格贡献率回升但仍在100%以下，尚未呈现明显的抱团瓦解信号。

电子持仓变动及价格贡献率(%)



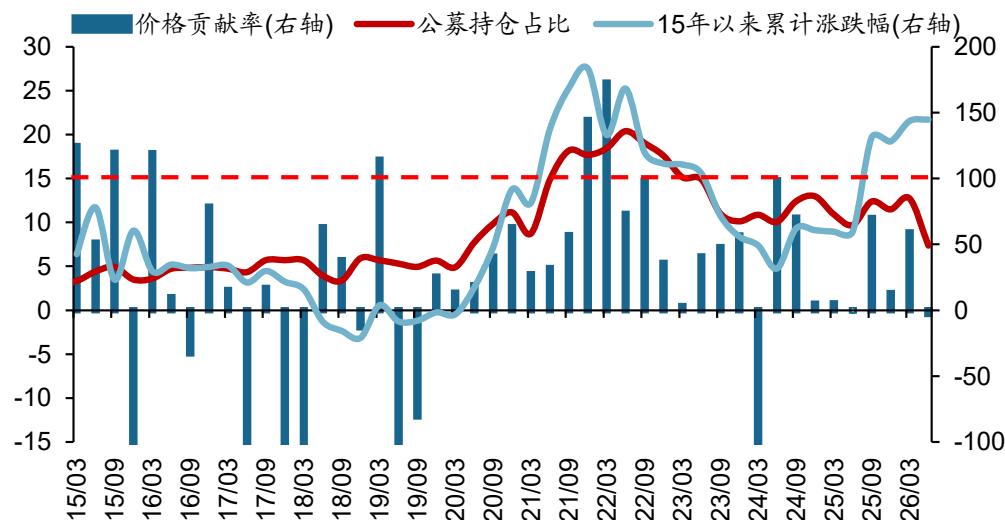
通信持仓变动及价格贡献率(%)



4.1、历史抱团行情复盘：电力设备（20-22年）

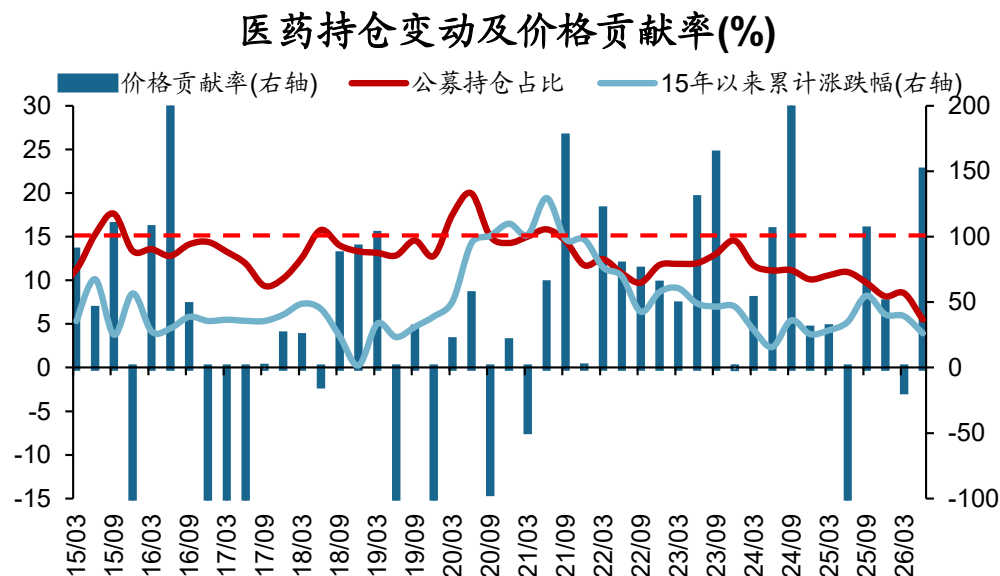
- ①**价格主导**(20年下半年): 双碳政策提出特斯拉产业链景气外溢带动国内动力电池需求预期升温，股价率先反应政策红利与产业景气，持仓占比从低位缓步抬升价格贡献率维持高位，公募整体反应滞后主动加仓力度有限。
- ②**加仓主导**(21年上半年): 宁德时代等龙头一季报业绩超预期叠加短期回调窗口激发公募主动增配，持仓占比加速上行价格贡献率明显回落。
- ③**加仓与价格共振**(21年下半年): 新能源车渗透率加速突破/光伏装机量创新高/上游锂矿价格暴涨等强化新能源景气逻辑，股价上行与主动买入形成共振，价格贡献率回升但整体仍在100%以下，持仓占比快速攀升。
- ④**峰值阶段**(22年上半年): 外资及散户资金涌入推升估值，价格贡献率持续突破100%持仓占比见顶，上游碳酸锂价格飙升推升中游成本压力，龙头业绩增速边际放缓，主动加仓贡献边际递减，抱团进入末期。
- ⑤**抱团瓦解**(22年下半年): 美联储激进加息引发外资撤离叠加国内补贴退坡预期，持仓占比与价格贡献率高位快速回落，公募分歧加剧集中减仓行为，电新抱团逐步瓦解，股价进入调整周期。

电新持仓变动及价格贡献率(%)



4.2、历史抱团行情复盘：医药生物（18-22年）

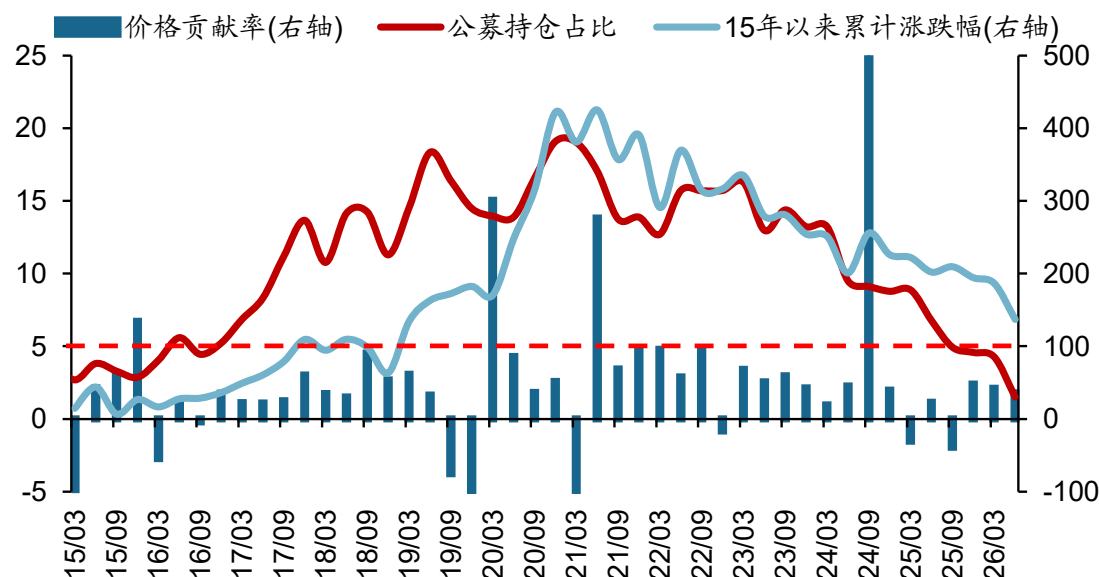
- ①**价格主导**(18年下半年): 带量采购试点落地后创新药、CXO等受集采影响较小的细分赛道股价开始反弹，但公募对集采冲击范围尚存分歧，主动加仓意愿受限，价格贡献率维持高位。
- ②**加仓主导期**(19年-20年初): 集采政策落地范围逐步明朗/创新药审批提速/医保谈判扩容等政策红利持续释放，CXO龙头业绩高速增长验证景气周期，一致性预期增强主动增配增加，价格贡献率明显下降至低位，持仓占比上行。
- ③**加仓与价格共振**(20年中-21年初): 疫情爆发推动需求全面扩张，检测/疫苗/CXO等细分赛道量价齐升业绩超预期验证持续，股价与主动加仓形成共振，价格贡献率回升但未突破100%。
- ④**峰值阶段**(21年下半年): 国内防疫体系优势叠加疫苗出口逻辑催化外资与散户涌入，估值进一步抬升价格贡献率突破100%，主动加仓贡献边际弱化持仓占比开始下滑。
- ⑤**抱团瓦解**(22年): 集采范围持续扩大覆盖高值耗材与器械，叠加新冠红利消退、CXO海外订单增速放缓，价格贡献率与持仓占比持续下滑，公募分歧扩大集中减仓，抱团逐步瓦解。



4.3、历史抱团行情复盘：食品饮料（19-23年）

- ①**价格主导**(20年上半年): 疫情冲击下食饮板块业绩韧性与防御属性凸显，资金避险涌入推动股价率先修复，公募主动加仓有限，价格贡献率上升。
- ②**加仓主导**(20年下半年): 疫后消费复苏预期升温，公募主动增配提速，价格贡献率回落。
- ③**加仓与价格共振**(21年上半年): 白酒旺季动销超预期景气逻辑强化，股价与加仓共振推动持仓占比快速上行，价格贡献率回升但未破100%。
- ④**峰值阶段**(21年下半年-22年中): 外资与散户资金大举涌入推动估值持续抬升，公募持仓占比出现明显下滑，价格贡献率突破100%后长期处于临界值附近，抱团逐渐进入末期。
- ⑤**抱团瓦解**(23年): 疫后消费复苏力度低于预期，高端白酒渠道库存积压，叠加宏观经济下行压制居民消费能力，核心资产估值泡沫破裂，持仓占比与股价进入长期下行通道。

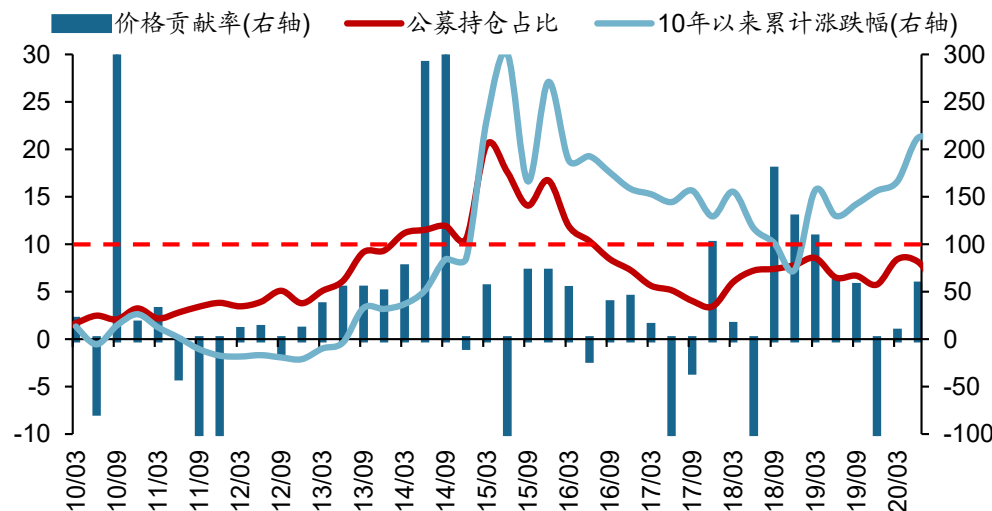
食饮持仓变动及价格贡献率(%)



4.4、历史抱团行情复盘：计算机（13-15年）

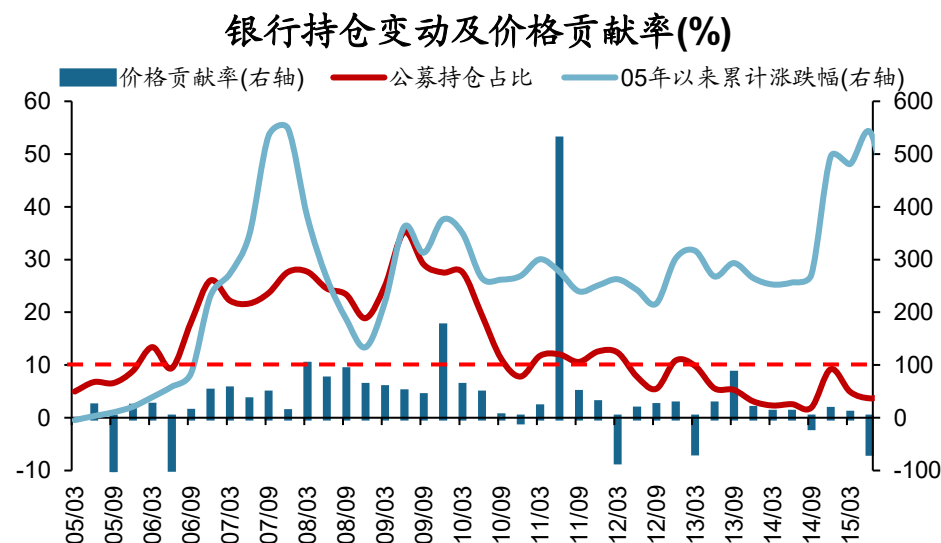
- ①**价格主导**(13年上半年): 移动互联网浪潮兴起, 智能手机渗透率快速提升带动移动应用、云计算、SaaS等赛道景气预期爆发, 计算机板块股价率先启动, 价格贡献率快速上升至高位, 公募主动加仓力度有限持仓占比低位缓步抬升。
- ②**加仓主导**(13年下半年): 部分计算机龙头中报业绩超预期验证景气逻辑, 一致性预期形成叠加股价阶段性回调激发公募主动增配, 持仓占比加速提升, 价格贡献率小幅回落。
- ③**加仓与价格共振**(14年初): “互联网+”顶层政策框架逐步清晰, 国家大数据战略与政务信息化投入加速, 产业逻辑得到政策背书强化, 股价上行与主动买入形成共振, 价格贡献率回升至较高水平但整体仍未突破100%。
- ④**峰值阶段**(14年下半年-15年中): 杠杆资金与散户大规模涌入推动计算机板块估值脱离基本面支撑上升至历史极值, 价格贡献率突破100%, 公募主动加仓贡献边际递减, 抱团进入末期。
- ⑤**抱团瓦解**(15年下半年): 监管强制去杠杆引发股灾, 流动性危机驱动集中踩踏式减仓, 价格贡献率与持仓占比从高位持续回落, 估值泡沫快速破裂抱团逐步瓦解。

计算机持仓变动及价格贡献率(%)



4.5、历史抱团行情复盘：银行（06-10年）

- ①**价格主导**(06年末-07年中)：股权分置改革落地叠加宏观经济高景气与人民币升值预期，银行股价快速上行价格贡献率维持高位，公募整体反应滞后主动加仓尚不积极。
- ②**加仓主导**(07年下半年)：前期股价大幅上涨激发公募主动增配银行，持仓占比加速攀升，价格贡献率明显回落。
- ③**阶段性调整**(08年)：货币政策收紧叠加全球金融危机冲击，银行股价大幅下滑带动持仓占比下滑，但价格贡献率持续处于100%附近意味着持仓占比下滑主要由价格下滑导致，主动卖出较少，抱团尚未瓦解。
- ④**加仓与价格共振**(09年上半年)：“四万亿”带来的信贷规模快速扩张大幅改善银行盈利预期，银行股价持续上行与公募主动买入形成正反馈，价格贡献率持续处于50%附近；
- ⑤**峰值阶段**(09年底)：经济复苏预期全面升温，散户资金大规模涌入推升银行板块估值至历史峰值，价格贡献率突破100%，主动加仓贡献边际趋零，抱团进入末期。
- ⑥**抱团瓦解**(10年)：货币政策转向收紧，信贷扩张趋缓，银行盈利增速显著下滑，价格贡献率与持仓占比从高位持续回落，抱团逐步瓦解。



风险提示

- 1、宏观经济不及预期，可能导致相机抉择的货币政策与市场预期产生偏离；
- 2、相关测算或与实际情况有所偏差；
- 3、历史经验不代表未来：因市场环境等因素变化，历史数据得出的经验可能在未来失效。

策略组团队介绍

组长、首席分析师：姚佩

中国人民大学金融硕士，曾任东吴证券策略首席分析师、海通证券策略高级分析师，连续四年新财富策略第一团队核心。在传统策略大势研判、行业比较、主题研究以外，对大类资产、政策取向、市场风格、产业周期、个股特征均有增量研究与发现。

策略分析师：丁炎晨

上海交通大学硕士，华中科技大学学士，2023年4月加入华创策略团队，曾任东吴证券策略研究员。目前专注于政策跟踪、个股特征等方面的增量研究。

助理研究员：蔡雨阳

圣路易斯华盛顿大学金融硕士。2023年加入华创研究所。

助理研究员：朱冬墨

上海财经大学经济学学士、硕士，2024年加入华创研究所。

助理研究员：周名未

香港理工大学金融硕士，中央财经大学金融工程学士。2025年加入华创证券研究所。

免责声明

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。