

2026 年 07 月 25 日

证券研究报告|策略研究|策略点评

“黄金坑”底部区间或逐渐清晰

报告摘要

核心观点：

- ◆ 对比过去 5 次牛市主线，自 2022 年底 ChatGPT 上市至今，本轮 AI 科技牛市持续时间明显超过历史几轮主线，高度上或仍有向上的空间。
- ◆ 但这或是因为本轮 AI 模型与应用层面的迭代速度远超以往——从 ChatGPT 到 Sora，再到 OpenClaw/Agentic AI 等产业技术不断快速突破。这意味着本轮科技革命中，从“概念炒作”行情阶段到“上游铲子”行情阶段，过去需要数年才能走完的路径，这一次被压缩到四年内。在此过程中，DeepSeek 等国产模型的快速追赶，证明了中国处于科技革命的领先地位，强化了 A 股的 AI 叙事。而资本市场来说，近期另一个标志性信号是 Anthropic 在 2026 年二季度有望首次实现季度盈利，AI 行情距离“商业化落地”行情阶段或并不遥远。因此，虽然目前 AI 上游硬件已过于拥挤，但往后看，未来若 AI 产业有新的、可进一步推动商业化的应用落地，AI 板块有望开启新一轮主线行情。
- ◆ 近期稳市资金积极发声并增持托底，主要宽基指数 ETF 申赎净流入规模明显回升，“黄金坑”底部区间已逐渐清晰。但对比两轮主要宽基 ETF 放量日的资金净流入结构变化，资金主要布局资产或正逐渐从以沪深 300ETF 为主转向沪深 300 及科创 50ETF 均衡配置。
- ◆ 截至 2026 年 7 月 21 日，2026 年基金二季报已全部披露完毕。二季度份额的大幅下滑，或折射出在地缘冲突不确定性压制下，基民在 A 股二季度调整中出现阶段性赎回压力。类似的，二季度，主动偏股型基金发行呈现“数量增、规模降”的格局，基民申购意愿尚未全面修复，增量资金入场节奏仍偏审慎。

作者

董忠云	分析师
SAC 执业证书：S0640515120001	
联系电话：010-59562478	
邮箱：dongzy@avicsec.com	
刘庆东	分析师
SAC 执业证书：S0640520030001	
联系电话：010-59219572	
邮箱：liuqd@avicsec.com	
庞晨	分析师
SAC 执业证书：S0640526040001	
联系电话：	
邮箱：pangc@avicsec.com	
王警仪	分析师
SAC 执业证书：S0640525100001	
联系电话：	
邮箱：wangjybj@avicsec.com	
杨子萌	分析师
SAC 执业证书：S0640526060001	
联系电话：	
邮箱：yangzm@avicsec.com	

相关研究报告

中航策略周报：《静待波动率回落，或在构建“黄金坑”》

中航策略周报：《抱团行情松动有哪些特征》

中航策略周报：《盈利增速差或进一步走阔，市场分化或延续》

中航策略周报：《K 型分化或延续》

中航策略周报：《中东局势缓和下全球通胀或回落，科技最大外部风险或解除》

中航策略周报：《短期风格摇摆与中期 K 型分化》

股市有风险 入市需谨慎

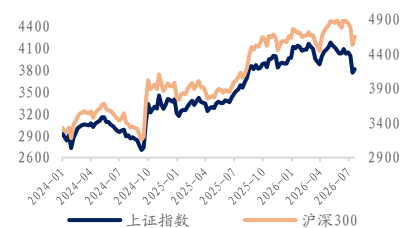
中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦
中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59219558 传真：010-59562637

- ◆ 二季度主动偏股型基金的总股票仓位小幅企稳回升，而 A 股仓位大幅跃升，创 2024 年二季度以来新高。
- ◆ 2026 年二季度，主动偏股型基金持仓和调仓均呈现极致的 K 型分化、抱团科技的现象。二季度末，电子（43.3%）和通信（16.9%）两大科技硬件行业仓位合计超 60%。仓位变化方面，仅电子、通信、机械设备、建筑材料四个行业加仓，其余 27 个行业全部减仓。其中，电子行业仓位一个季度大幅提升超 20%。超低配角度看，主动偏股型基金持仓中，仅电子、通信、建筑材料、医药生物四个行业处于超配，其余行业 27 个行业全部为低配。其中，电子行业超配比例约 20%。

市场走势：



投资建议：

- ◆ 往后看，海外方面，美伊扰动推动全球油价上涨，韩国监管去杠杆政策或进一步推动韩国股市负反馈，短期内外围扰动或延续。但另一方面，当前国内基本面并无重大变化，稳市资金有望平抑当前海外引发的非理性波动。短期看，多空角力下，A 股波动或较大，央企红利或较为占优。中期看，中国新旧动能转型稳步推进中，A 股或正在构筑“黄金坑”。

本周市场回顾：

根据同花顺数据，本周市场表现分化，上证指数（1.33%）、深证成指（0.49%）、沪深 300（2.65%）、科创 50（4.19%）、创业板指（1.52%）、中证 500（0.25%），表现较强；中证 1000（-2.40%），表现较弱。行业风格上，稳定风格表现较强，上涨 1.79%；消费风格表现较弱，下跌 0.97%。分行业来看，申万一级行业中有色金属、石油石化、煤炭表现较强，分别上涨 4.89%、4.84%、3.27%；综合、建筑材料、传媒表现较弱，分别下跌 8.09%、7.12%、5.37%。市场情绪方面，本周市场活跃度有所下降，日均成交金额为 25029.73 亿元，较上周减少 1434.66 亿元。估值方面，A 股整体市盈率为 21.96 倍，较上周上涨 0.80%。

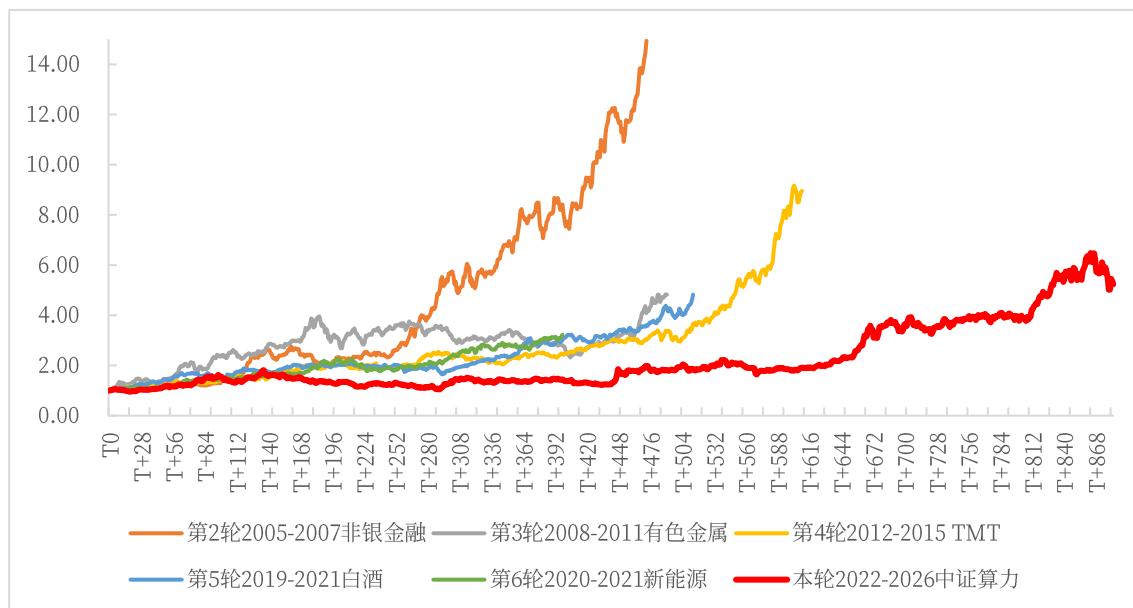
正文：

本周 A 股震荡调整，周五成交额进一步回落至两万亿下方，创三个多月以来新低。市场情绪持续降温下，对本轮 AI 科技牛市是否见顶讨论也越来越多。

对比过去 5 次牛市主线，自 2022 年底 ChatGPT 上市至今，本轮 AI 科技牛市持续时间明显超过历史几轮主线，高度上或仍有向上的空间。第 1 轮 2005-2007 年，非银金融主线高点达启动时点的 13.94 倍。第 2 轮 2008-2011 年，有色金属主线高点达启动时点的 3.84 倍。第 3 轮 2012-2015 年，TMT 主线高点达启动时点的 8.17 倍。第 4 轮 2019-2021 年，白酒主线高点达启动时点的 3.82 倍。第 5 轮 2020-2021 年，新能源主线高点达启动时点的 2.22 倍。本轮 AI 科技牛市，若以 2022 年 11 月 28 日阶段性低点来算，算力板块目前高点达启动时点的 5.48 倍。

但这或是因为本轮 AI 模型与应用层面的迭代速度快——从 ChatGPT 到 Sora，再到 OpenClaw/Agentic AI 等产业技术不断快速突破。这意味着本轮科技革命中，从“概念炒作”行情阶段到“上游铲子”行情阶段，过去需要数年才能走完的路径，这一次被压缩到四年内。在此过程中，DeepSeek 等国产模型的快速追赶，证明了中国处于科技革命的领先地位，强化了 A 股的 AI 叙事。而资本市场来说，近期另一个标志性信号是 Anthropic 在 2026 年二季度有望首次实现季度盈利，AI 行情距离“商业化落地”行情阶段或并不遥远。因此，虽然目前 AI 上游硬件已过于拥挤（见后文），但往后看，未来若 AI 产业有新的、可进一步推动商业化的应用落地，AI 板块有望开启新一轮主线行情。

表1 历次牛市主线持续时间及高度



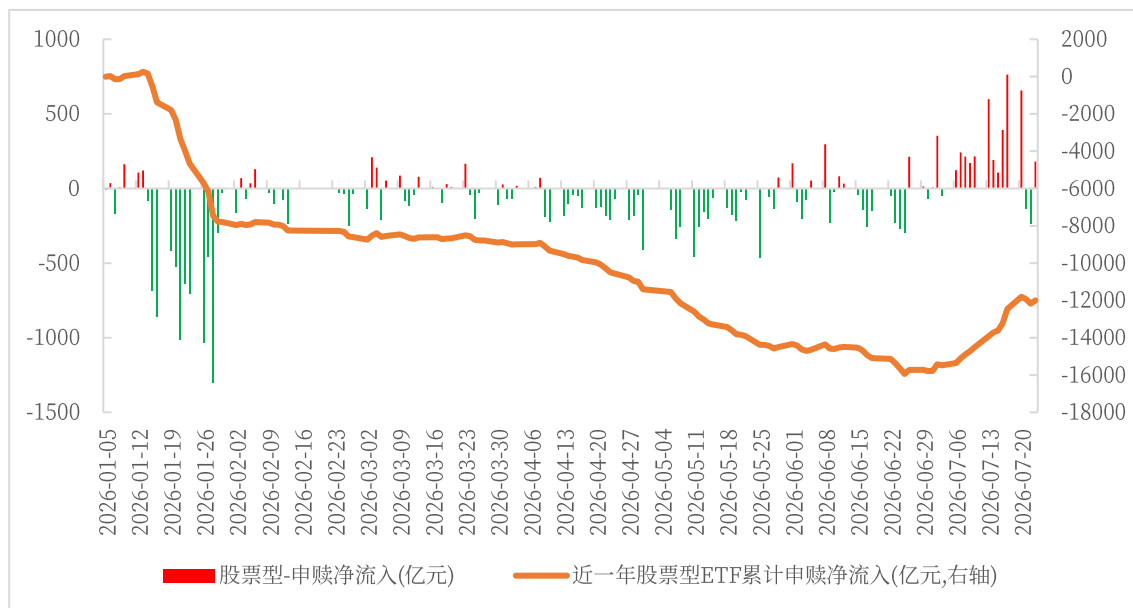
资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：截至7月23日）

近期稳市资金积极发声并增持托底，主要宽基指数 ETF 申赎净流入规模明显回升，“黄金坑”底部区间已逐渐清晰。7月20日，中国国新、中国诚通坚定看好中国资本市场发展前景，并均宣布百亿级别大额增持。对比2025年中美关税摩擦时期，4月8日至10日3天，稳市资金同样积极发声并增持托底，伴随主要宽基指数 ETF 资金净流入回升较为显著，市场脱离底部企稳回升。

但对比两轮主要宽基 ETF 放量日的资金净流入结构变化，资金主要布局资产或正逐渐从以沪深300ETF为主转向沪深300及科创50ETF均衡配置。关税摩擦期间，沪深300ETF占主要宽基ETF净流入的比例最大，达55.09%，其次是17.88%的中证1000ETF，第三是11.96%的中证500ETF。本轮以7月20日和21日两日明显放量净流入交易日来看，资金布局以科创50ETF为首，占主要宽基ETF净流入的33.14%，沪深300ETF占比达29.25%，第三是14.11%的创业板指ETF。

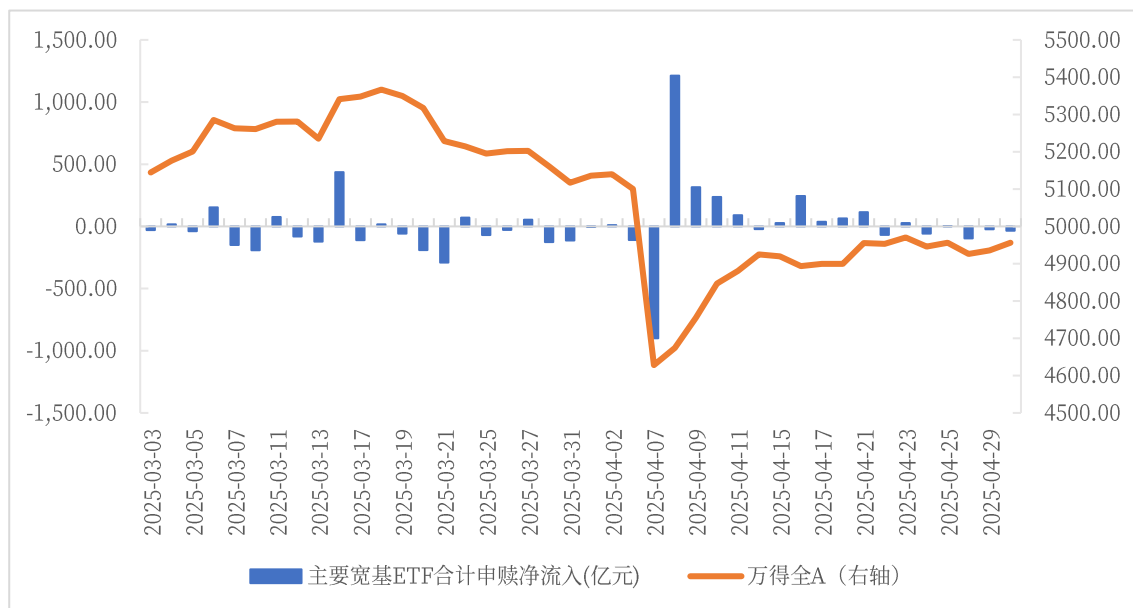
观察申赎净流入规模，呈现科技主线、K型分化的资金布局。今年以来申赎净流入靠前的股票型ETF挂钩的指数有：半导体材料设备、科创半导体材料设备、通信设备、证券公司、红利低波、电网设备主题、卫星通信。近一个月以来申赎净流入靠前的股票型ETF挂钩的有：科创50、科创半导体材料设备、中证1000、半导体材料设备、中证A500、创业板指。

表2 股票型 ETF 申赎净流入 (单位: 亿元)



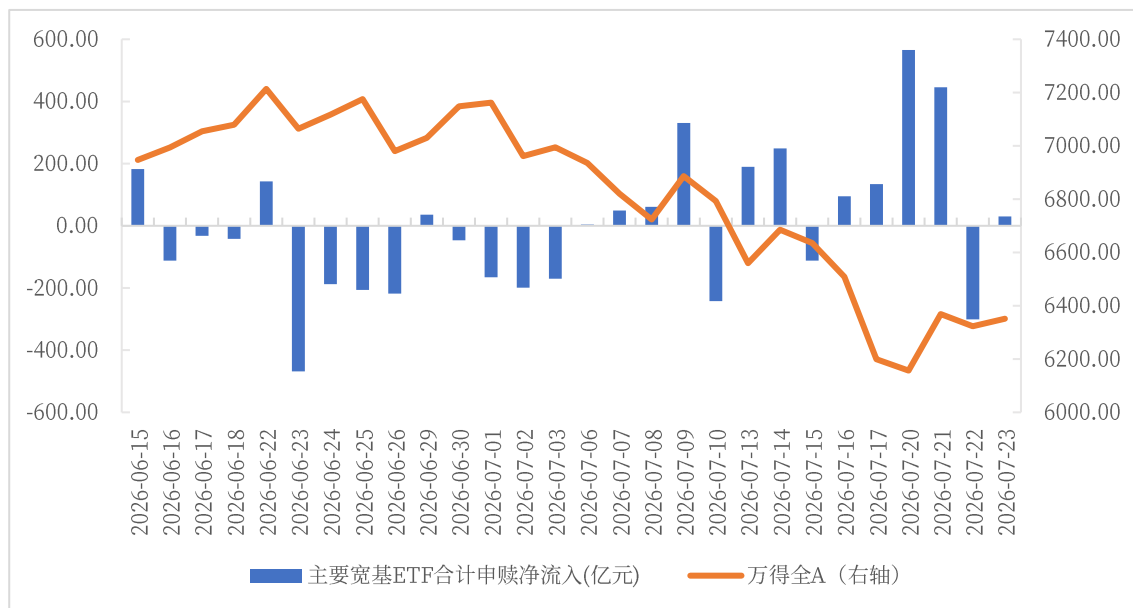
资料来源: Wind, 中航证券研究所整理 (注: 截至 7 月 23 日)

表3 2025 年关税摩擦时期, 主要宽基指数 ETF 申赎净流入 (单位: 亿元)



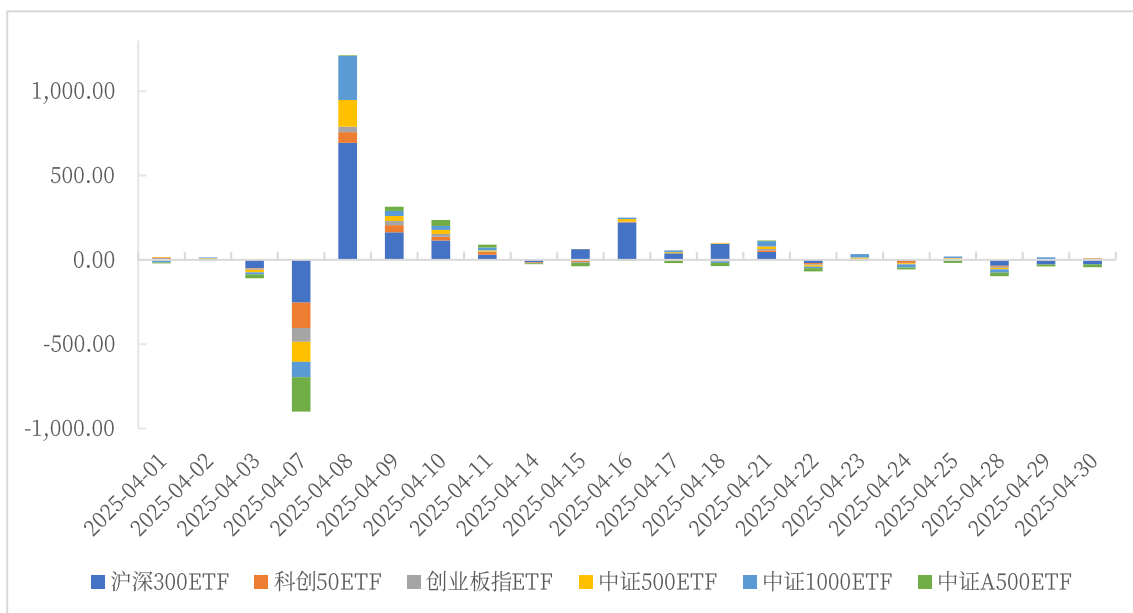
资料来源: Wind, 中航证券研究所整理 (注: 主要宽基指数 ETF 统计主要宽基指数挂钩 ETF: 科创 50ETF、创业板指 ETF、沪深 300ETF、中证 1000ETF、中证 500ETF、中证 A500ETF)

表4 本轮主要宽基指数 ETF 申赎净流入（单位：亿元）



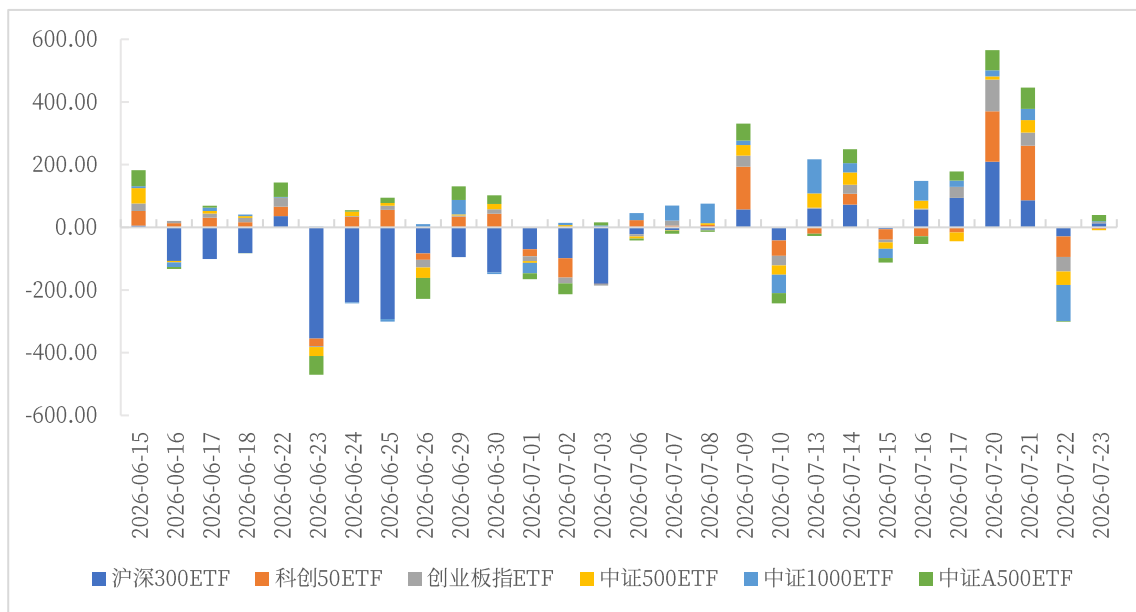
资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：2026 年 5 月 26 日至 7 月 23 日，宽基指数 ETF 统计主要宽基指数挂钩 ETF：科创 50ETF、创业板指 ETF、沪深 300ETF、中证 1000ETF、中证 500ETF、中证 A500ETF）

表5 2025 年关税摩擦时期，宽基指数 ETF 申赎净流入结构分布（单位：亿元）



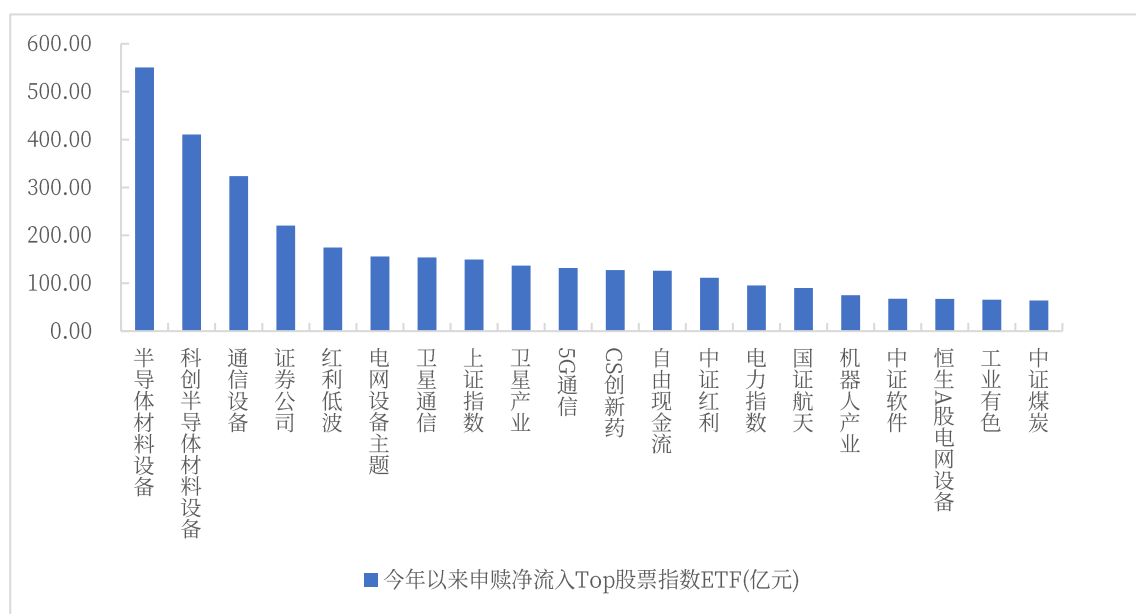
资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：主要宽基 ETF 统计主要宽基指数挂钩 ETF：科创 50ETF、创业板指 ETF、沪深 300ETF、中证 1000ETF、中证 500ETF、中证 A500ETF）

表6 2026 年本轮，主要宽基指数 ETF 申赎净流入结构分布（单位：亿元）



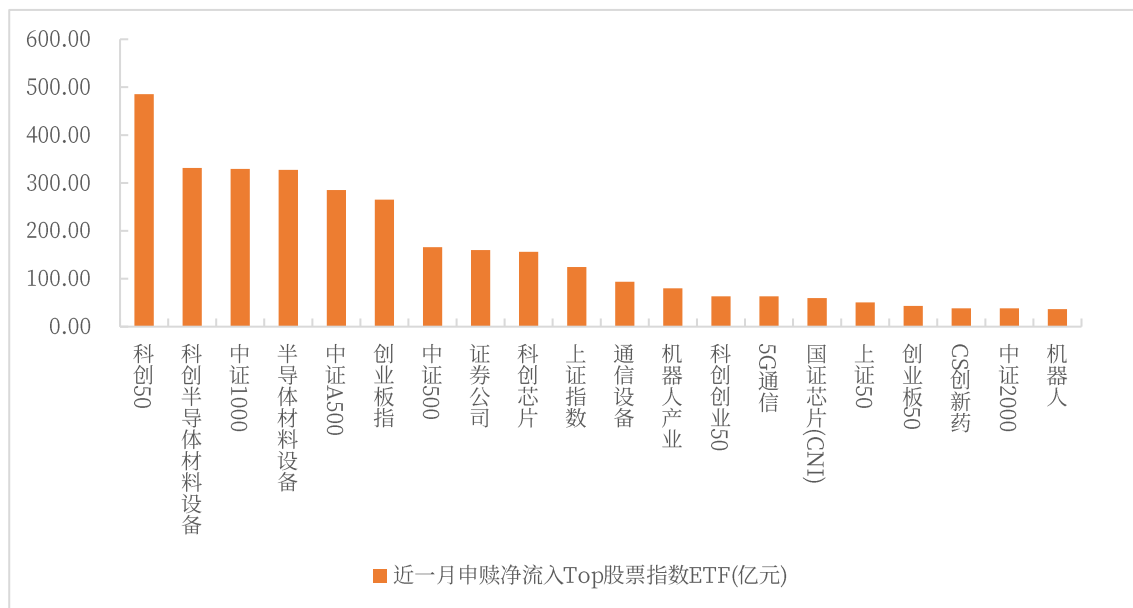
资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：主要宽基指数 ETF 统计主要宽基指数挂钩 ETF：科创 50ETF、创业板指 ETF、沪深 300ETF、中证 1000ETF、中证 500ETF、中证 A500ETF）

表7 今年以来申赎净流入 Top 股票指数 ETF（单位：亿元）



资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：截至 7 月 23 日）

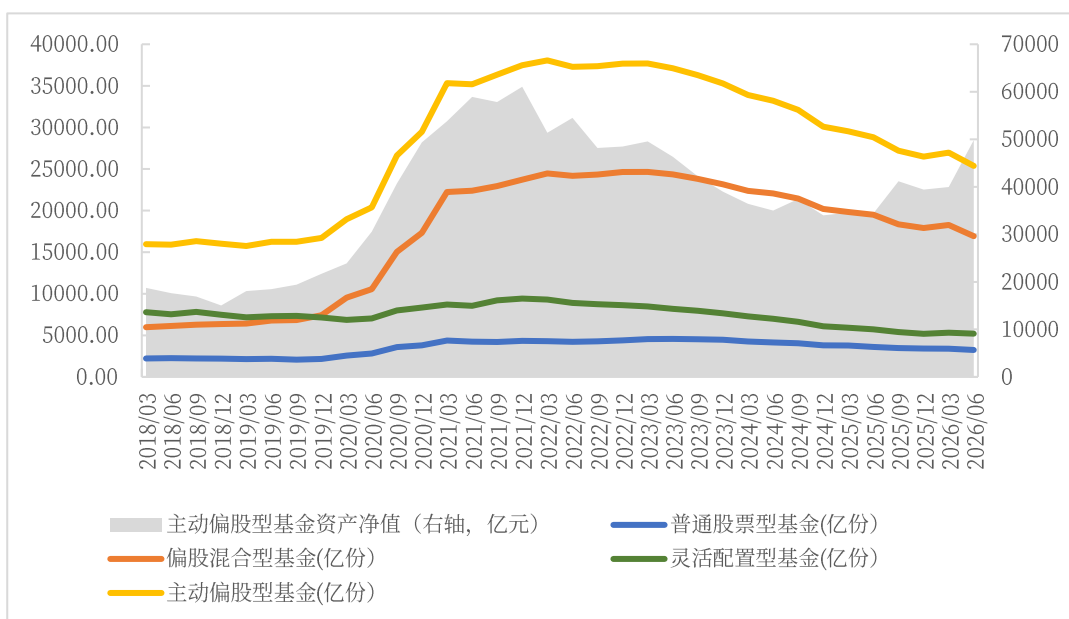
表8 近一月申赎净流入 Top 股票指数 ETF (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 中航证券研究所整理 (注: 2026 年 6 月 25 日至 7 月 23 日)

截至2026年7月21日, 2026年基金半年报已全部披露完毕。根据主动偏股型基金(包括普通股票型、偏股混合型、灵活配置型)2026年半年报, 2026年二季度主动偏股型基金资产净值较2026年一季度上升24.77%。但存量份额上, 二季度主动偏股型基金总份额出现明显回落, 较一季度环比减少5.98%, 绝对水平创2022年一季度以来新低。三大类基金份额全面收缩, 普通股票型、偏股混合型、灵活配置型基金份额环比分别下降4.52%、7.33%、2.26%。二季度份额的大幅下滑, 或折射出在地缘冲突不确定性压制下, 基民在A股二季度调整中出现阶段性赎回压力。

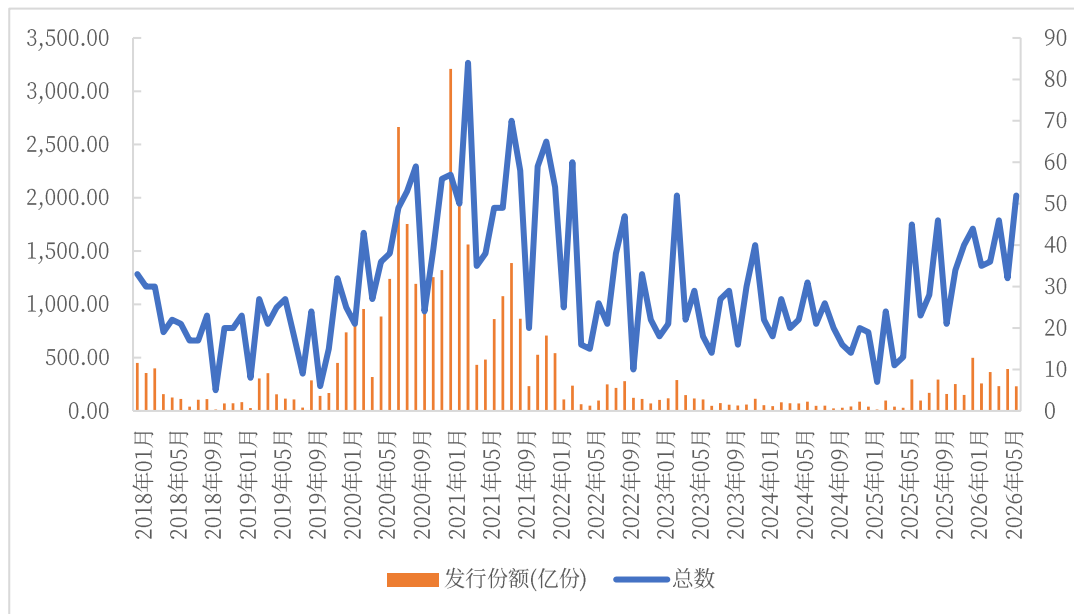
表9 2026Q2 主动偏股型基金规模



资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：主动偏股型基金包括普通股票型、偏股混合型、灵活配置型）

类似的，二季度，主动偏股型基金发行呈现"数量增、规模降"的格局，基民申购意愿尚未全面修复，增量资金入场节奏仍偏审慎。当季新发基金共计 130 支，较一季度增长 13%；但合计发行份额 857.29 亿份，环比回落 23.5%。

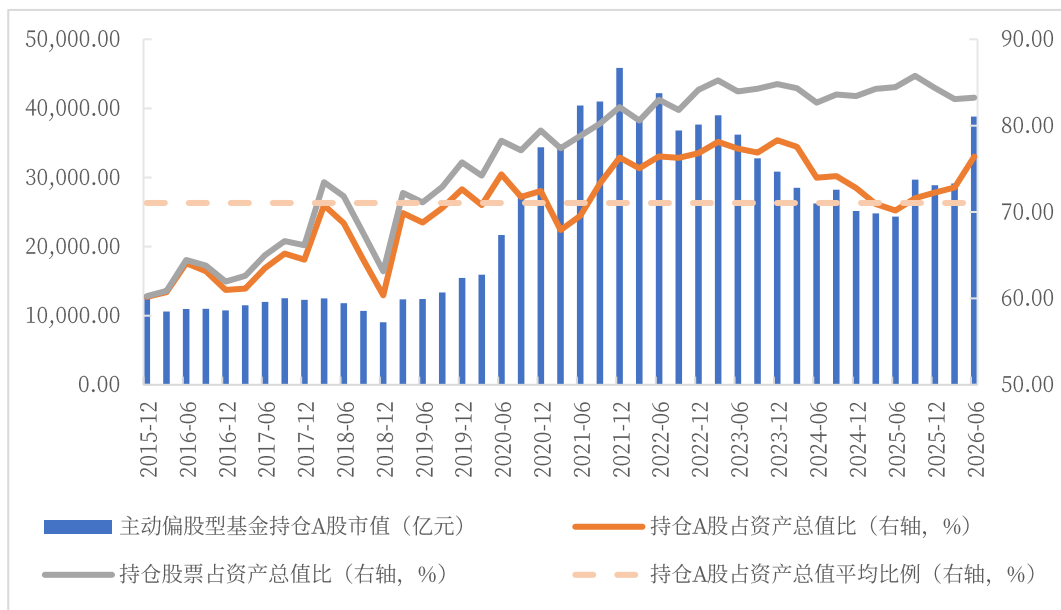
表10 2026Q2 主动偏股型基金发行情况



资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：主动偏股型基金包括普通股票型、偏股混合型、灵活配置型）

二季度主动偏股型基金的总股票仓位小幅企稳回升，而 A 股仓位大幅跃升，创 2024 年二季度以来新高。主动偏股型基金股票市值在资产总值中的占比为 83.24%，较一季度的 83.07% 小幅回升 0.17 个百分点，仍低于 2025 年全年四个季度的水平。A 股市值在资产总值中的占比由一季度的 72.84% 升至 76.43%，环比提高 3.59pcts，持仓 A 股显著高于近十年历史平均仓位水平的 71.05%。

表11 2026Q2 主动偏股型基金股票仓位、A 股仓位情况



资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：持仓 A 股占资产总值平均比例为 2016 年至今平均值）

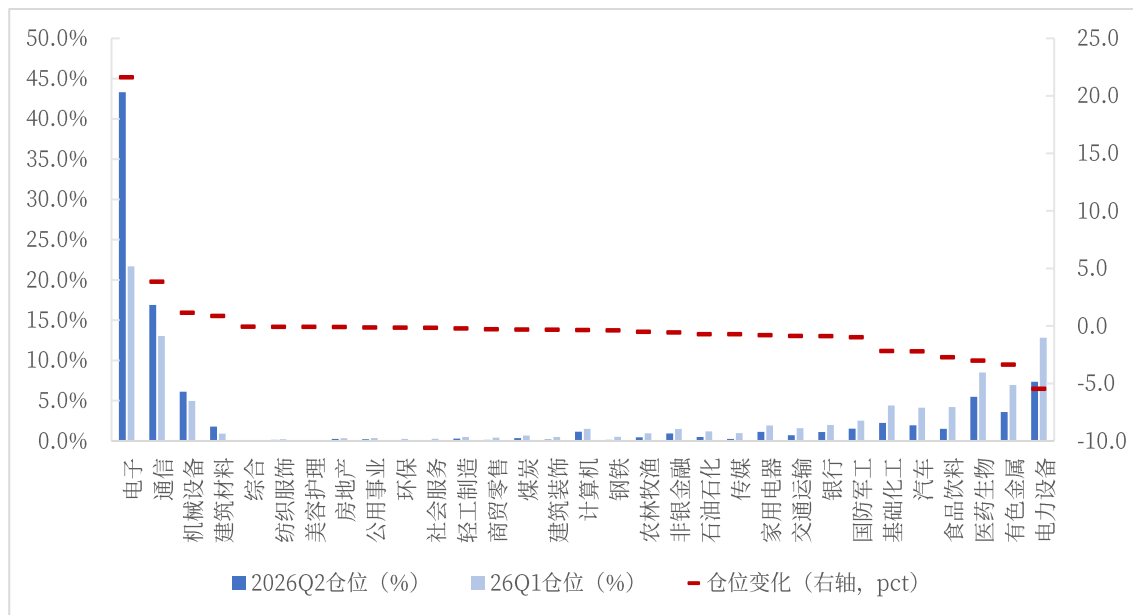
2026 年二季度，主动偏股型基金持仓和调仓均呈现极致的 K 型分化、抱团科技的现象。二季度末，电子（43.3%）和通信（16.9%）两大科技硬件行业仓位合计超 60%。根据 2026 年基金二季报，A 股主动偏股型基金 2026 年二季度仓位配置占比最高的行业仍为电子，且绝对配置比例进一步扩大至 43.3%，较一季度的 21.7%大幅提升 21.6pcts，几乎占据近半数 A 股仓位，叠加同样获高仓位的通信（16.9%），两大 TMT 行业合计仓位已高达 60.2%，持仓集中度攀升至历史极致水平。

仓位变化方面，仅电子、通信、机械设备、建筑材料四个行业加仓，其余 27 个行业全部减仓。其中，电子行业仓位一个季度大幅提升超 20%。从仓位变化来看，2026 年二季度主动偏股型基金 A 股加仓的申万一级行业仅 4 个：电子、通信、机械设备、建筑材料，较一季度分别增加 21.6pcts、3.9pcts、1.1pcts、0.9pcts；其余 27 个行业全面遭到减仓，其中减仓前 5 的行业为电力设备、有色金属、医药生物、食品饮料、汽车，较一季度分别减少 5.5pcts、3.4pcts、3.0pcts、2.7pcts、2.2pcts。从持仓比例历史分位数看，电子和通信仓位均处于历史最高水平，基金在 AI 产业链上的配置已进入极度拥挤状态。

超低配角度看，主动偏股型基金持仓中，仅电子、通信、建筑材料、医药生物四个行业处于超配，其余行业 27 个行业全部为低配。其中，电子行业超配比例约 20%。二季度电子重回超配比例第一行业，超配比例高达 19.7%，通信超配比例也达到 10%，建筑材料、医药生物也获得基金小幅超配；但多数行业仍位于低配状态，低配的前三大行业与上季度相同，仍为非银金融、银行、计算机，低配比例分别为 3.7%、3.5%、3.2%。从超低配边际变化来看，二季度边际改善幅度前三大行业为电子、通信、建筑材料，超/低配改善幅度分

别为 11.7pcts、1.7pcts、0.7pcts。边际回落幅度前三大行业为电力设备、有色金属、金属化工，超配比例下滑幅度分别为 4.6pcts、2.5pcts、1.7pcts。

表12重仓股 2026Q2、2026Q1 主动偏股型基金行业仓位变化



资料来源：Wind，中航证券研究所整理



表1 重仓 2026Q2、2026Q1 主动偏股型基金行业超低配情况

行业	主动偏股基金超低配比例		超配比例变动↓(pct)	主动偏股基金配置比例		配置比例变动 (pct)	26Q2配置比例历史分位数
	2026Q1	2026Q2	2026Q2-2026Q1	2026Q1	2026Q2	2026Q2-2026Q1	
电子	8.0%	19.7%	11.7	21.7%	43.3%	21.6	100.0%
通信	8.3%	10.0%	1.7	13.0%	16.9%	3.9	100.0%
建筑材料	0.0%	0.7%	0.7	0.9%	1.8%	0.9	80.5%
机械设备	-0.9%	-0.4%	0.5	5.0%	6.1%	1.1	92.7%
计算机	-3.7%	-3.2%	0.4	1.5%	1.2%	-0.4	0.0%
公用事业	-2.3%	-2.0%	0.3	0.3%	0.2%	-0.1	2.4%
银行	-3.8%	-3.5%	0.2	2.0%	1.1%	-0.9	0.0%
房地产	-0.7%	-0.6%	0.1	0.3%	0.2%	-0.1	0.0%
非银金融	-3.7%	-3.7%	0.1	1.5%	0.9%	-0.6	9.8%
纺织服装	-0.4%	-0.3%	0.0	0.2%	0.1%	-0.1	0.0%
建筑装饰	-1.2%	-1.2%	0.0	0.5%	0.2%	-0.3	0.0%
轻工制造	-0.4%	-0.4%	0.0	0.5%	0.3%	-0.2	0.0%
美容护理	-0.1%	-0.1%	0.0	0.1%	0.0%	-0.1	2.4%
社会服务	-0.3%	-0.3%	0.0	0.3%	0.1%	-0.2	0.0%
环保	-0.6%	-0.6%	0.0	0.3%	0.1%	-0.2	12.2%
综合	-0.1%	-0.1%	0.0	0.1%	0.0%	-0.1	19.5%
商贸零售	-0.5%	-0.5%	0.0	0.4%	0.1%	-0.3	0.0%
煤炭	-0.4%	-0.5%	-0.1	0.7%	0.4%	-0.3	31.7%
农林牧渔	-0.4%	-0.4%	-0.1	1.0%	0.4%	-0.5	0.0%
钢铁	-0.3%	-0.4%	-0.2	0.5%	0.1%	-0.4	19.5%
传媒	-1.0%	-1.2%	-0.2	1.0%	0.3%	-0.7	0.0%
石油石化	-0.1%	-0.4%	-0.3	1.2%	0.5%	-0.7	36.6%
交通运输	-0.7%	-1.0%	-0.3	1.6%	0.7%	-0.9	0.0%
家用电器	-0.1%	-0.7%	-0.5	1.9%	1.1%	-0.8	0.0%
国防军工	-0.5%	-1.1%	-0.6	2.5%	1.5%	-1.0	22.0%
汽车	-0.1%	-1.3%	-1.2	4.1%	1.9%	-2.2	2.4%
食品饮料	0.5%	-1.2%	-1.7	4.2%	1.5%	-2.7	0.0%
医药生物	1.9%	0.2%	-1.7	8.5%	5.5%	-3.0	0.0%
基础化工	-0.4%	-2.2%	-1.7	4.4%	2.2%	-2.2	0.0%
有色金属	1.0%	-1.5%	-2.5	6.9%	3.6%	-3.4	51.2%
电力设备	3.0%	-1.6%	-4.6	12.8%	7.4%	-5.5	46.3%

资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：配置比例历史分位数统计区间为 2016 年以来。）

投资建议：

往后看，海外方面，美伊扰动推动全球油价上涨，韩国监管去杠杆政策或进一步推动韩国股市负反馈，短期内外围扰动或延续。但另一方面，当前国内基本面并无重大变化，稳市资金有望平抑当前海外引发的非理性波动。短期看，多空角力下，A 股波动或较大，央企红利或较为占优。中期看，中国新旧动能转型稳步推进中，A 股或正在构筑“黄金坑”。

风险提示：

- 1.国内政策推行不及预期；
- 2.地缘政治事件超预期；



3.海外流动性宽松不及预期。

公司的投资评级如下：

买入：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。
增持：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。
持有：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。
卖出：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下：

增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。
中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。
减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总：

中航证券策略团队：站在总量研究的高度，以大类资产配置作为基础进行 A 股策略研究。研究方向涉及量化、固收、商品、外汇等。输出观点立足买方思维，对实际投资更具指导意义。

销售团队：

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003
李裕洪, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012
李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001
李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

分析师承诺：

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，再次申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者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。

免责声明：

本报告由中航证券有限公司（已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格）制作。本报告并非针对意图发送或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。本报告仅供中航证券客户使用，未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人或其他渠道。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任并有权追究转载方的法律责任，包括但不限于立即停止未经授权的转载行为，通过公开声明或其他方式消除因侵权行为造成的不良影响、要求承担赔偿责任等。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：010-59219558

传 真：010-59562637