

策略专题

证券研究报告

牛市观测：Q2 回调时加仓算力的基金，现在减仓了吗？

2025 年 09 月 22 日

核心结论：目前市场对主线海外算力链有分歧，我们提出一种观测角度：本次海外算力从 4-6 月萌芽，加速在 7-8 月，正好介于 3/31 和 6/30 两次基金季报披露重仓股的信息节点，所以，我们试图研究“Q2 回调时果断加仓海外算力”的主动权益基金样本，研究这批“强算力投资能力”的主动股基产品是否最近减仓了海外算力。**数据验证看**，6、7、8 月重仓海外算力的主动股基理论与实际回报拟合度较好，两者呈现较强的正相关性；**9 月虽大部分重仓海外算力龙头的基金或并未在减仓，但少部分已发生调仓行为。**

正文摘要：

自 8 月 25 日后，重仓海外算力主动股基池的日度回报波动率上升。一方面，重仓海外算力主动股基日度回报与海外算力指数涨跌幅相关性均值自 6 月以来呈上升趋势，9 月基金池内产品走势与海外算力指数一致性甚至进一步上升。另一方面，我们发现海外算力指数成份股的日涨跌幅标准差在 9 月与基金池内产品回报的波动率同步上升，至少可以解释一部分分歧的原因。

以沪深 300 代替除海外算力链龙头的其余持仓，根据海外算力链龙头各自持仓比例、沪深 300 持仓比例对各基金理论收益率进行估算，可以一定程度消除由于持仓海外算力链环节的差异而导致的回报分歧。

6、7、8 月重仓海外算力的主动股基理论与实际回报拟合度较好，两者呈现较强的正相关性。而 9 月，基金池内出现约 1/3 产品与估算的理论回报偏离度较大，实际回报远大于理论回报，且穿透后发现这部分基金 2025/6/30 持有海外算力龙头比例大于 60%，且集中在某几个基金产品，基本可以判断发生较明显的调仓行为。

接着观察海外算力指数取得明显涨幅或跌幅，而大盘表现与之相反的一个或几个交易日。整体还是反映，大部分重仓海外算力龙头的基金产品或并未在 9 月减仓，少部分发生调仓行为。

资金面角度，重仓海外算力链的主动权益型基金目前调仓程度并不会对海外算力链龙头产生较大影响。在不发生调仓的情况下，截止 2025/9/18，25Q2 重仓海外算力龙头比例大于 40%、且较 25Q1 增配超过 20% 的 21 只主动股基合计对海外算力龙头持仓金额约 79.31 亿元，25Q2 重仓海外算力龙头比例 20-40%、且较 25Q1 增配超过 20% 的 50 只主动股基合计持仓金额 114.48 亿元，两者合计占海外算力指数成份股流通市值不足 1%。

风险提示：1) 过去历史经验仅供参考；2) 风格分类仅供参考；3) 政策出台和落地具备不确定性；4) 本报告所涉指数样本基金筛选由主客观相结合，其中分析师主观判断部分所依据的样本基金历史财务数据需要根据其年度财务报告进行调整、或依据半年报数据进行调整是否调整的判断，因此相对于实际情况可能具有一定滞后性；5) 指数样本基金仅供投资者参考，指数走势最终结果以实际市场表现为准。

作者

吴开达 分析师
SAC 执业证书编号：S1110524030001
wukaida@tfzq.com

孙希民 分析师
SAC 执业证书编号：S1110524110002
sunximin@tfzq.com

王澄睿 联系人
wangchengrui@tfzq.com

相关报告

- 1 《投资策略：牛市杠杆资金的偏好-微观流动性跟踪(2025.9.1-2025.9.14)》
2025-09-21
- 2 《投资策略：A 股策略周思考-牛市整固蓄力期的经验》 2025-09-21
- 3 《投资策略：商务部等 9 部门：优先支持社区商业等发行 REITs-周观 REITs》
2025-09-20

内容目录

1. Q2 回调时加仓算力的基金，现在减仓了吗？	3
1.1. 找到“强算力研究能力”的基金样本	3
1.2. 这些“强算力投资能力”的产品减仓了吗？	4
2. 风险提示	7

图表目录

图 1：海外算力指数走势（定基 2025/5/30 为 1）	3
图 2：重仓海外算力主动股基净值（定基 2025/5/30 为 1）	3
图 3：指数净值与重仓海外算力主动股基日度回报波动率	4
图 4：重仓海外算力主动股基日度回报与海外算力指数涨跌幅相关性均值	4
图 5：重仓海外算力主动股基（25Q2 持仓比例大于 40%，且较 25Q1 增配超过 20%）的理论与实际回报	4
图 6：加仓海外算力主动股基（25Q2 持仓比例 20-40%，且较 25Q1 增配超过 20%）的理论与实际回报	5
图 7：海外算力指数回撤超过 -1%而大盘取得正收益的交易日观察	6
图 8：海外算力指数涨幅大于 1%而大盘取得负收益的交易日观察	6
图 9：组别 1 基金规模（截止 2025/9/18）	7
图 10：组别 2 基金规模（截止 2025/9/18）	7
图 11：截止 20250630，部分海外算力龙头全部公募主动股基持股比例（%）	7

1. Q2 回调时加仓算力的基金，现在减仓了吗？

1.1. 找到“强算力研究能力”的基金样本

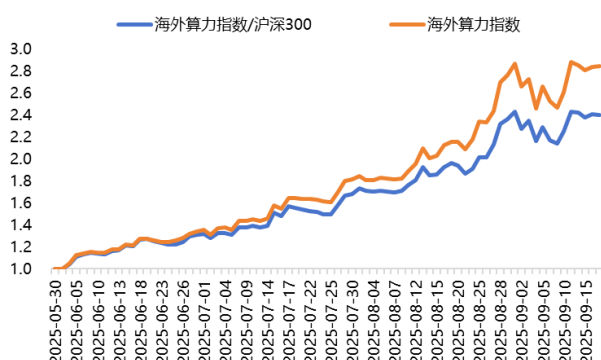
目前市场对主线海外算力链有分歧，部分投资者认为估值不贵，部分认为短期涨幅较大，部分对业绩上修太快有所顾虑，担心业绩兑现度会不好；大部分投资者不具备提前准确判断海外算力进展的能力，所以短期持有难度较大。

我们提出一种观测角度：本次海外算力从 4-6 月萌芽，加速在 7-8 月，正好介于 3/31 和 6/30 两次基金季报披露重仓股的信息节点，所以，我们试图研究“Q2 回调时果断加仓海外算力”的主动权益基金样本，研究这批“强算力投资能力”的主动股基产品是否最近减仓了海外算力。

对此，我们编制海外算力链指数，由 18 只市值 200 亿以上的海外算力链龙头构成其成份股。该指数自 5 月底至 9 月 1 日录得涨幅 187%，进入 9 月后指数波动加大，自 9 月 1 日高点最大回撤约 14.3% 后恢复至前高，截止 2025/9/17，海外算力指数 9 月整体涨幅 3%。

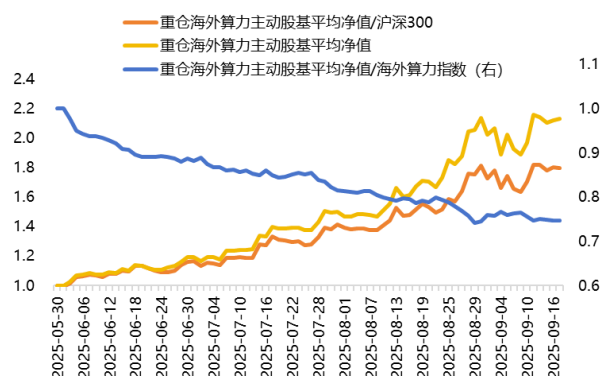
方法上，我们筛选 25Q2 对海外算力链龙头持仓比例大于 40%，且较 25Q1 增配超过 20% 的 21 只主动权益型基金作为重仓海外算力主动股基池。从平均净值来看，重仓海外算力主动股基走势与海外算力指数拟合度较高，由于仍配有一定非海外算力标的，其相对海外算力指数的相对走势与海外算力指数/沪深 300 基本对称。

图 1：海外算力指数走势（定基 2025/5/30 为 1）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：重仓海外算力主动股基净值（定基 2025/5/30 为 1）

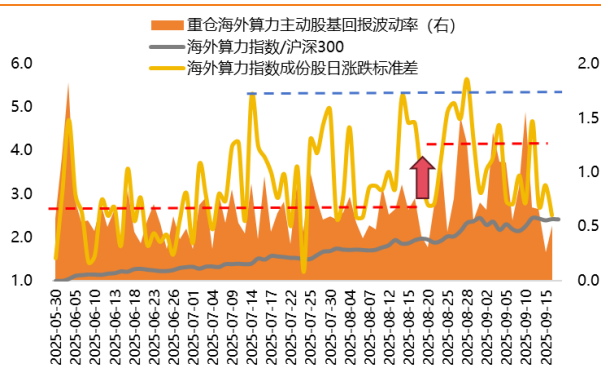


资料来源：Wind，天风证券研究所

自 8 月 25 日后，重仓海外算力主动股基池的日度回报波动率上升。对此我们判断有两种可能：一是这些主动股基内部分歧加剧，发生调仓行为导致基金池内产品走势一致性降低；二是不同环节的海外算力链龙头之间本身的一致性降低，分歧从海外算力指数成份传导至基金净值。

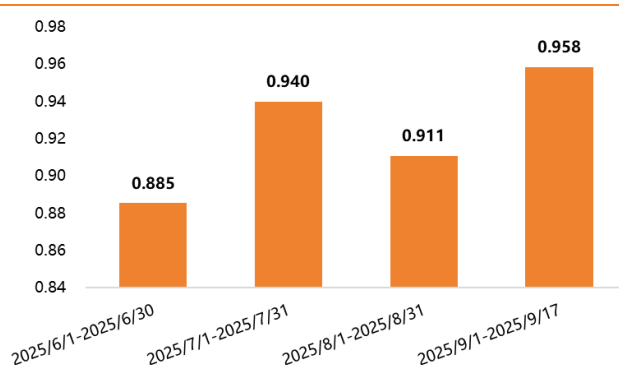
可以观察到，一方面，重仓海外算力主动股基日度回报与海外算力指数涨跌幅相关性均值自 6 月以来呈上升趋势，9 月基金池内产品走势与海外算力指数一致性甚至进一步的上升。另一方面，我们发现海外算力指数成份股的日涨跌幅标准差在 9 月与基金池内产品回报的波动率同步上升，至少可以解释一部分分歧的原因。

图 3： 指数净值与重仓海外算力主动股基日度回报波动率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4： 重仓海外算力主动股基日度回报与海外算力指数涨跌幅相关性均值



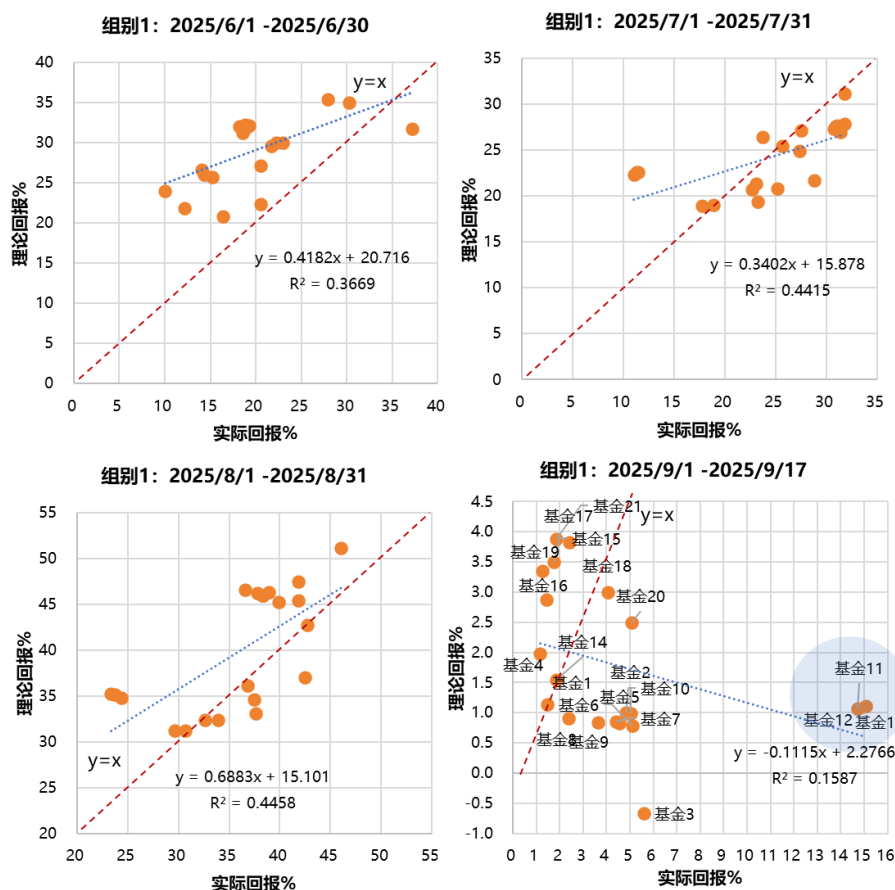
资料来源：Wind，天风证券研究所

1.2. 这些“强算力投资能力”的产品减仓了吗？

为了进一步判断重仓海外算力主动股基的交易行为，我们对其理论回报与实际回报进行拟合。以沪深 300 代替除海外算力链龙头的其余持仓，根据海外算力链龙头各自持仓比例、沪深 300 持仓比例对各基金理论收益率进行估算，可以一定程度消除由于持仓海外算力链环节的差异而导致的回报分歧。

数据验证看，6、7、8 月重仓海外算力的主动股基理论与实际回报拟合度较好，两者呈现较强的正相关性。而 9 月，基金池内出现约 1/3 产品与估算的理论回报偏离度较大（图 5 蓝色阴影部分，以及右侧几个远离 $Y=X$ 的样本点），实际回报远大于理论回报，且穿透后发现这部分基金 2025/6/30 持有海外算力龙头比例大于 60%，且集中在某几个基金产品，基本可以判断发生较明显的调仓行为。

图 5： 重仓海外算力主动股基（25Q2 持仓比例大于 40%，且较 25Q1 增配超过 20%）的理论与实际回报

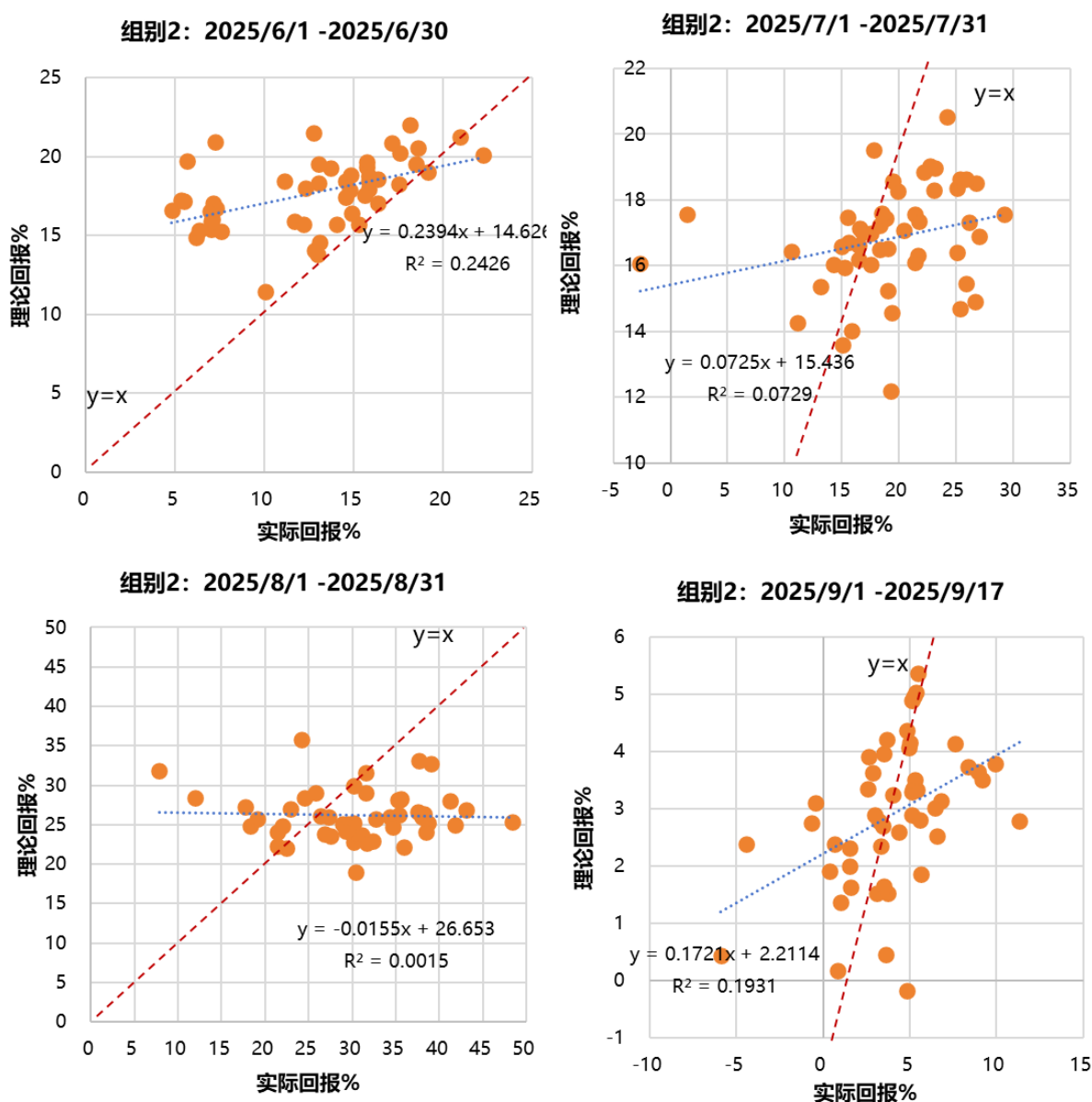


资料来源：Wind，天风证券研究所 注：组别 1 即上文 25Q2 持仓海外算力龙头比例大于 40%，且较 25Q1 增配超过 20%的主动股基，下

同

与之对应,我们观察对 25Q2 海外算力链龙头加仓大于 20%但整体重仓程度更小(25-40%)的一批主动股基,由于非海外算力的那部分持仓较为分散,用沪深 300 进行拟合的效果低于持仓大于 40%的那批基金。然而,进入 9 月,我们可以发现,该批主动股基的理论回报与实际回报的拟合度明显上升,或许是由于 9 月市场轮动加速,跑出大盘超额的难度加大。

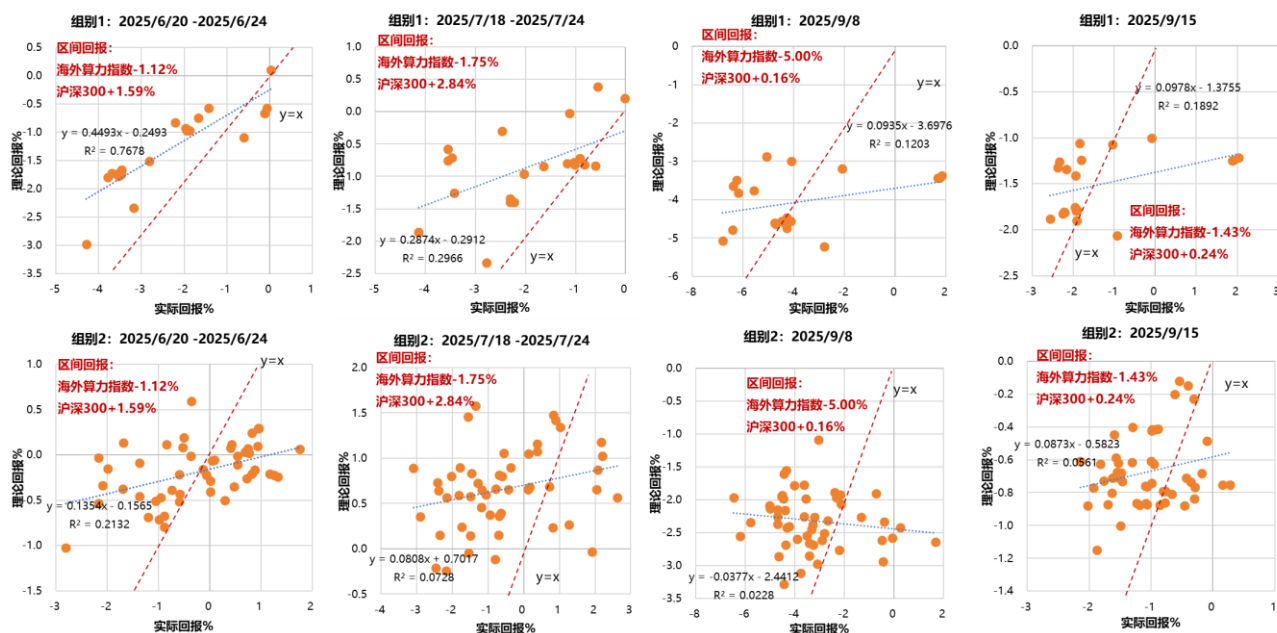
图 6: 加仓海外算力主动股基(25Q2 持仓比例 20-40%, 且较 25Q1 增配超过 20%) 的理论与实际回报



资料来源: Wind, 天风证券研究所 注: 组别 2 即 25Q2 持仓海外算力龙头比例 20-40%, 且较 25Q1 增配超过 20%的主动股基, 下同

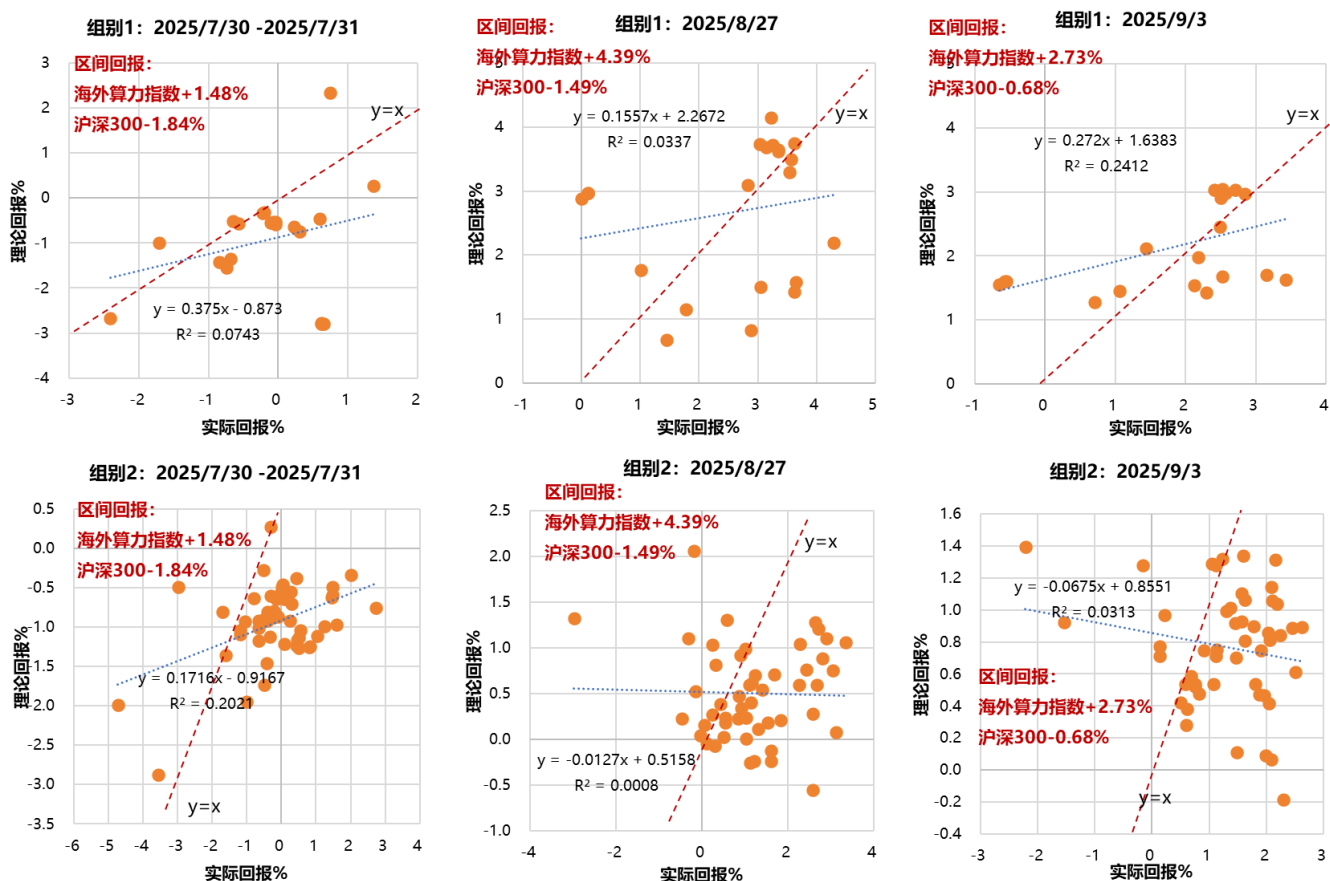
接着观察海外算力指数取得明显涨幅或跌幅, 而大盘表现与之相反的一个或几个交易日。海外算力指数回撤超过 -1%而大盘取得正收益的情况下, 2025/6/20-2025/6/24、2025/7/18-2025/7/24 两个区间重仓海外算力主动股基(组别 1)的理论收益大部分大于实际收益, 而 2025/9/8、2025/9/15 的两次回撤出现了一小部分实际回报明显偏离理论回报的样本。整体还是反映, 大部分重仓海外算力龙头的基金产品或并未在 9 月减仓, 只有少部分发生调仓行为。

图 7：海外算力指数回撤超过-1%而大盘取得正收益的交易日观察



资料来源：Wind，天风证券研究所 注：组别 1 即上文 25Q2 持仓海外算力龙头比例大于 40%，且较 25Q1 增配超过 20%的主动股基；组别 2 即 25Q2 持仓海外算力龙头比例 20-40%，且较 25Q1 增配超过 20%的主动股基，下同

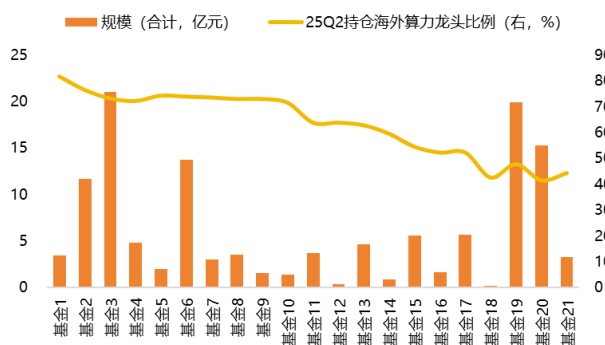
图 8：海外算力指数涨幅大于 1%而大盘取得负收益的交易日观察



资料来源：Wind，天风证券研究所 注：组别 1 即上文 25Q2 持仓海外算力龙头比例大于 40%，且较 25Q1 增配超过 20%的主动股基；组别 2 即 25Q2 持仓海外算力龙头比例 20-40%，且较 25Q1 增配超过 20%的主动股基，下同

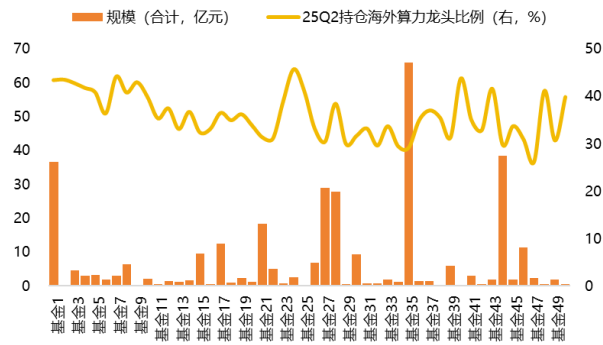
资金面角度，重仓海外算力链的主动权益型基金目前调仓程度并不会对海外算力链龙头产生较大影响。在不发生调仓的情况下，截止 2025/9/18，25Q2 重仓海外算力龙头比例大于 40%、且较 25Q1 增配超过 20%的 21 只主动股基合计对海外算力龙头持仓金额约 79.31 亿元，25Q2 重仓海外算力龙头比例 20-40%、且较 25Q1 增配超过 20%的 50 只主动股基合计持仓金额 114.48 亿元，两者合计占海外算力指数成份股流通市值不足 1%。

图 9: 组别 1 基金规模 (截止 2025/9/18)



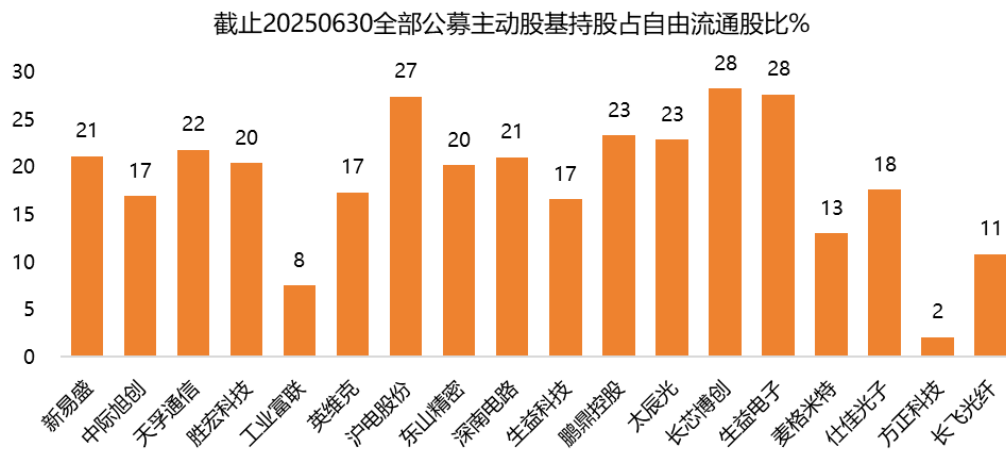
资料来源：Wind，天风证券研究所 注：本图持仓海外算力龙头比例为 25Q2 披露的全部持仓计算所得，为了与 25Q1 数据可比，组别 1、组别 2 筛选方法中采取的比例为重仓持股口径

图 10: 组别 2 基金规模 (截止 2025/9/18)



资料来源：Wind，天风证券研究所 注：本图持仓海外算力龙头比例为 25Q2 披露的全部持仓计算所得，为了与 25Q1 数据可比，组别 1、组别 2 筛选方法中采取的比例为重仓持股口径

图 11: 截止 20250630, 部分海外算力龙头全部公募主动股基持股比例 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所 注：个股列举仅作参考示意，不构成任何投资建议

2. 风险提示

1) 过去历史经验仅供参考; 2) 风格分类仅供参考; 3) 政策出台和落地具备不确定性; 4) 本报告所涉指数样本基金筛选由主客观相结合, 其中分析师主观判断部分所依据的样本基金历史财务数据需要根据其年度财务报告进行调整、或依据半年报数据进行是否调整的判断, 因此相对于实际情况可能具有一定滞后性; 5) 指数样本基金仅供投资者参考, 指数走势最终结果以实际市场表现为准。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心B座11层	海南省海口市美兰区国兴大道3号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心6号楼4层	深圳市福田区益田路5033号平安金融中心71楼
邮编：100088	A栋23层2301房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com