策略

反弹中断资金转向，配置回归现金流确定性

----策略周报（20261109~20261113）

2026 年 11 月 16 日

策略研究/定期报告

相关报告：

----策略周报（20261102~20261106）-反弹确认但集中度恶化，配置延续资金确认方向 2026.11.9

----策略周报（20261026~20261030）-调整加速，配置向景气度与资金双确认方向收敛 2026.11.2

----策略周报（20261019~20261023）-修复窗口开启，配置向资金确认方向集中 2026.10.26

----策略周报（20261012~20261016）-调整尚未确认结束，配置向价格与资金双确认方向收敛 2026.10.19

----策略周报（20260928~20261009）-下行斜率收敛，配置由防御向现金流与资金确认方向扩展 2026.10.12

山证策略团队

分析师：

赵晨希

执业登记编码：S0760521090001

邮箱：zhaochenxi@sxzq.com

投资要点：

- 本周 A 股市场反弹中断，东方财富全 A 下跌 0.82%，较上一周的 2.32%涨幅回落 3.14 个百分点，十个宽基指数九跌一涨。市场周内前三日续涨、后两日连跌。指数层面科创 50 上涨 2.11%为唯一收涨指数，上证 50 相对抗跌，中证 1000、中证 500 跌幅居前。风格层面价值与大盘相对占优，大盘指数领先。行业方面，31 个申万一级行业 8 涨 23 跌，银行、通信、电子领涨，电力设备、有色金属、美容护理领跌。估值方面，东方财富全 A 历史分位降至 58.41%，中证 500 分位回落 3.93 个百分点降幅居首，科创 50 与上证 50 为仅有的分位上行指数。
- 市场量能明显收缩，日均成交额 1.66 万亿元，较上周回落 11.27%，周一为 1.49 万亿元的周内低点，周四升至 1.95 万亿元的周内高点。电子行业成交额 2.12 万亿元居首，机械设备、通信、电力设备交易热度居前。资金流向方面，超大单和大单资金全周净流出 625.79 亿元、较上周扩大 240.45 亿元，前三日累计净流入 505.01 亿元，后两日转为净流出 1,130.80 亿元；净流入行业维持六个，电子、通信、银行流入居前，电力设备、有色金属、医药生物净流出居前。个股赚钱效应前高后低，周二上涨家数占比 76.58%、涨停 95 家，周五上涨占比降至 13.71%，跌停 39 家。前 5%个股成交额占比周内高点升至 53.33%，周五收于 44.17%。
- 10 月 PPI 同比升至 5.7%，超出预期，CPI 同比回落至 0.7%，低于预期，价格信号分化；出口当月同比 35.2%、进口 34.7%维持强劲，M1 同比回升至 4.4%而社融口径新增人民币贷款-5,846 亿元，信用扩张与价格修复背离；央行公开市场转为净投放 5,380 亿元；美国 10 月 CPI 环比 0.4%超出预期。上周反弹延续的判断被证伪，资金先流入后大幅流出构成本周核心矛盾。下周倾向于调整延续、重心下移，仓位由中性下调至中性偏防御：银行由观察上调至持有，煤炭上调至候补，电子与通信上调至持有但以回调分批执行，电力设备、有色金属下调至谨慎参与，食品饮料下调至观察，传媒下调至候补。重点跟踪超大单和大单资金流出能否收敛、1.8 万亿元成交额阈值、拥挤度走向、资金扩散度修复、信贷投放与海外通胀路径。

风险提示：宏观与政策不确定性；外部冲击与地缘风险；流动性与资金面波动；经济数据与盈利预期下修风险；市场结构与交易性风险；行业与主题轮动过快风险；估值与性价比反转风险；事件驱动与监管政策风险等。

目录

1、 市场表现：反弹中断指数回落，银行煤炭领涨，电力设备领跌.....4
1.1 价格：主要指数九跌一涨，科创 50 逆势收涨.....4
1.2 估值：估值分位普遍回落，中证 500 降幅居首.....7
2、 市场情绪：量能明显收缩，赚钱效应前高后低.....9
2.1 量能：成交额日均降至 1.66 万亿元.....9
2.2 换手率：传媒换手升至 8.22%，非银金融垫底.....10
2.3 资金流向：资金净流出大幅收窄，净流入行业回升至六个.....12
2.4 拥挤度：集中度高位波动，放量下跌日升至 53%.....14
3、 策略观点：反弹中断资金转向，配置回归现金流确定性.....15
4、 风险提示.....17

图表目录

图 1： A 股主要指数本周涨跌幅（%）.....4
图 2： A 股风格指数本周区间涨跌幅（%）.....5
图 3： A 股各行业板块本周涨跌幅（流通市值加权平均，%）.....6
图 4： A 股主要指数周内滚动市盈率百分位（2021 年 1 月 1 日以来）.....8
图 5： A 股周内成交量（亿股）.....9
图 6： A 股周内成交额（亿元）.....9
图 7： A 股各行业板块本周累计成交量（亿股）.....10
图 8： A 股各行业板块本周累计成交额（亿元）.....10
图 9： A 股各行业本周日均换手率（%）.....12
图 10： A 股净流入/净流出家数及净流入家数占比.....13
图 11： A 股上涨/下跌/平盘/停牌个股占比.....13
图 12： A 股各行业本周净流入金额和资金流入比率.....14

图 13： A 股各行业本周不同体量资金净买入金额（亿元）..... 14

图 14： A 股周内前 5%成交额占 20 日日均成交额比..... 15

表 1： A 股主要指数周内涨跌幅（%）..... 4

表 2： A 股风格指数周内单日涨跌幅（流通市值加权平均，%）..... 5

表 3： A 股各行业周内单日涨跌幅（流动市值加权平均，%）..... 6

表 4： A 股主要指数周内滚动市盈率（剔除负值）..... 8

表 5： A 股主要指数周内单日换手率（%）.....11

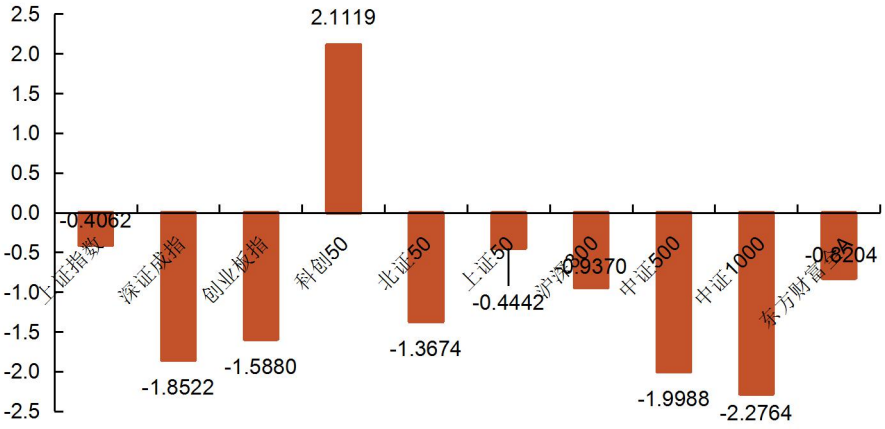
表 6： A 股周内资金净流入（亿元）..... 12

1、市场表现：反弹中断指数回落，银行煤炭领涨，电力设备领跌

1.1 价格：主要指数九跌一涨，科创 50 逆势收涨

本周（11 月 9 日~11 月 13 日）A 股主要指数多数收跌，东方财富全 A 下跌 0.82%，较上一周的 2.32%涨幅回落 3.14 个百分点，反弹中断。十个宽基指数九跌一涨：科创 50 上涨 2.11%为唯一收涨指数，上证 50 下跌 0.44%、上证指数下跌 0.41%跌幅较小，沪深 300 下跌 0.94%、北证 50 下跌 1.37%、创业板指下跌 1.59%，深证成指下跌 1.85%、中证 500 下跌 2.00%、中证 1000 下跌 2.28%跌幅居前。从单日走势来看，市场前三日续涨、后两日连跌：11 月 9 日东方财富全 A 上涨 0.21%，银行、煤炭支撑指数；11 月 10 日上涨 0.44%，传媒、机械设备领涨；11 月 11 日上涨 0.61%，通信、电子放量上行；11 月 12 日转为下跌 1.00%，上涨家数占比降至 15.68%；11 月 13 日继续下跌 1.07%，跌停家数升至 39 家为周内峰值。指数重心前高后低，周五收盘已回吐前三日全部涨幅并进一步下移。

图 1：A 股主要指数本周涨跌幅（%）



资料来源：Choice，山西证券研究所

表 1：A 股主要指数周内涨跌幅（%）

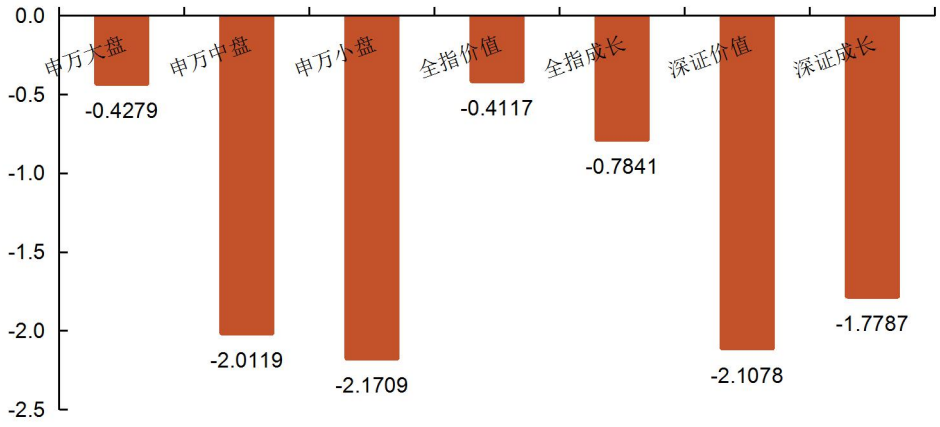
代码	简称	2026-11-09	2026-11-10	2026-11-11	2026-11-12	2026-11-13	最大涨幅	最大跌幅
000001.SH	上证指数	0.3183	0.0801	0.4618	-0.6742	-0.5875	0.4618	-0.6742
399001.SZ	深证成指	-0.2710	0.8617	1.3183	-1.6836	-2.0467	1.3183	-2.0467
399006.SZ	创业板指	-0.2706	1.4576	3.1138	-2.4353	-3.3213	3.1138	-3.3213
000688.SH	科创 50	0.3002	0.6416	2.7954	0.7269	-2.3037	2.7954	-2.3037
899050.BJ	北证 50	0.8189	0.7545	2.3037	-1.6498	-3.4955	2.3037	-3.4955

000016.SH	上证 50	0.0627	-0.5807	-0.2675	0.2361	0.1066	0.2361	-0.5807
000300.SH	沪深 300	0.0452	0.0740	0.4089	-0.7798	-0.6834	0.4089	-0.7798
000905.SH	中证 500	-0.1694	0.9066	1.0126	-1.6241	-2.0997	1.0126	-2.0997
000852.SH	中证 1000	-0.0861	1.2249	1.3709	-1.9748	-2.7621	1.3709	-2.7621
800000.EI	东方财富全 A	0.2111	0.4383	0.6139	-1.0025	-1.0707	0.6139	-1.0707

资料来源：Choice，山西证券研究所

价值风格小幅占优，大盘股相对抗跌。从价值成长风格来看，全指价值全周下跌 0.41%，全指成长下跌 0.78%，价值领先 0.37 个百分点，而上一周成长领先 3.43 个百分点，风格价差在两周内反转 3.80 个百分点；深证价值下跌 2.11%，深证成长下跌 1.78%，深市口径成长略占优。从规模风格来看，申万大盘指数下跌 0.43%，跌幅最小；申万中盘指数下跌 2.01%、申万小盘指数下跌 2.17%，大盘领先小盘 1.74 个百分点，而上一周小盘领先 4.21 个百分点，两周内反转 5.95 个百分点。从单日走势来看，11 月 10 日至 11 月 11 日成长占优，全指成长分别上涨 0.18%和 0.79%而全指价值分别下跌 0.64%和 0.70%；11 月 12 日至 11 月 13 日价值占优，11 月 13 日全指价值上涨 0.95%而全指成长下跌 1.26%。风格在周内前后半周切换，防御属性在后半周回归。

图 2：A 股风格指数本周区间涨跌幅（%）



资料来源：Choice，山西证券研究所

表 2：A 股风格指数周内单日涨跌幅（流通市值加权平均，%）

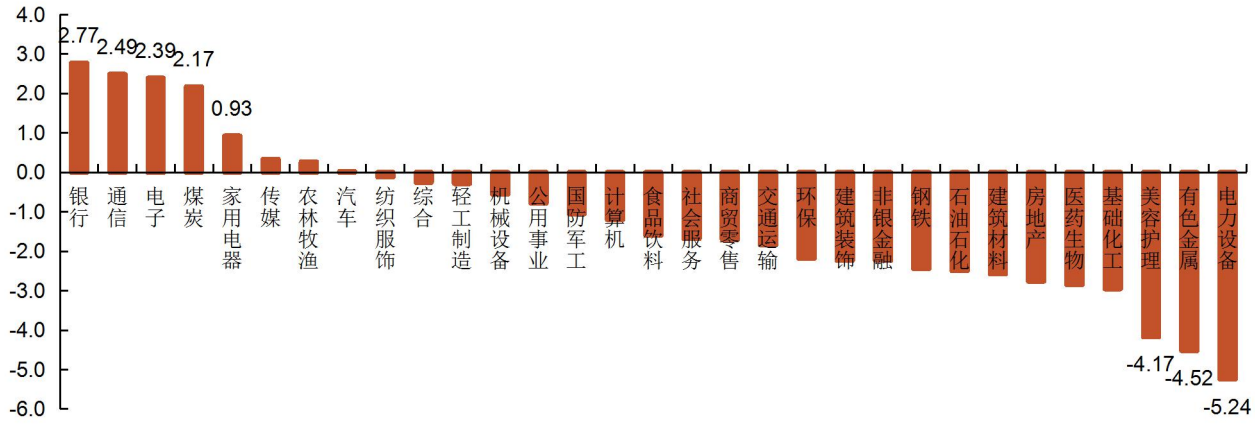
简称	2026-11-09	2026-11-10	2026-11-11	2026-11-12	2026-11-13
申万大盘	0.1861	0.0771	0.8198	-0.6190	-0.8835
申万中盘	-0.1249	0.9191	0.8520	-1.6231	-2.0138

申万小盘	-0.0653	1.2228	0.9625	-1.9045	-2.3518
全指价值	0.1880	-0.6360	-0.6952	-0.2122	0.9522
全指成长	0.2015	0.1806	0.7857	-0.6766	-1.2646
深证价值	-0.2067	-0.2758	-0.9187	-0.9754	0.2562
深证成长	-0.4451	1.0947	2.4556	-2.0310	-2.7723

资料来源：Choice，山西证券研究所

金融与部分科技收涨，先进制造领跌。本周 8 个行业收涨、23 个行业收跌，收涨数量较上一周的 27 个大幅回落。银行以 2.77%的涨幅居首，通信（2.49%）、电子（2.39%）、煤炭（2.17%）、家用电器（0.93%）紧随其后，传媒（0.33%）、农林牧渔（0.27%）、汽车（0.02%）小幅收涨；电力设备领跌 5.24%，有色金属（-4.52%）、美容护理（-4.17%）、基础化工（-2.95%）、医药生物（-2.85%）、房地产（-2.76%）、建筑材料（-2.57%）、石油石化（-2.49%）跌幅居前。从单日走势来看，11 月 9 日煤炭上涨 2.64%、银行上涨 1.31%领涨，电力设备下跌 1.45%；11 月 10 日传媒上涨 3.55%、机械设备上涨 2.04%，石油石化下跌 4.25%为全周最大单日跌幅；11 月 11 日通信上涨 6.64%、电子上涨 3.77%、建筑材料上涨 2.17%；11 月 12 日仅银行（0.68%）、食品饮料（0.39%）等少数行业收涨，有色金属下跌 2.94%；11 月 13 日银行上涨 1.61%、煤炭上涨 1.37%领涨，通信与电子均下跌 3.75%、建筑材料下跌 3.38%。周内收益由上周的先进制造切换回金融与传统能源，行业轮动的反转特征连续第三周出现。

图 3：A 股各行业板块本周涨跌幅（流通市值加权平均，%）



资料来源：Choice，山西证券研究所

表 3：A 股各行业周内单日涨跌幅（流动市值加权平均，%）

行业名称	2026-11-09	2026-11-10	2026-11-11	2026-11-12	2026-11-13
银行	1.3128	-0.1022	-0.7519	0.6817	1.6115
通信	0.8302	1.9059	6.6360	-2.3157	-3.7462
电子	1.2187	1.9696	3.7696	-0.5896	-3.7504
煤炭	2.6366	-1.5055	0.3736	-0.6611	1.3718
家用电器	0.4503	0.4677	-0.3534	-0.9119	1.2630
传媒	-0.5347	3.5468	0.7568	-3.1902	-0.0685
农林牧渔	-0.0502	0.1476	-0.7640	0.1685	0.7868
汽车	0.7506	1.5801	0.8869	-2.3143	-0.9086
纺织服饰	0.0953	0.9999	0.2178	-0.8145	-0.6122
综合	0.7111	1.7632	1.4031	-2.4245	-1.6261
轻工制造	-0.4892	1.5535	0.8599	-1.1766	-1.0522
机械设备	0.6463	2.0415	2.0599	-2.5037	-2.5523
公用事业	0.0881	-0.5840	-0.4405	-0.1243	0.2599
国防军工	0.8598	-0.0891	-0.1725	-0.0761	-1.5533
计算机	-0.3923	1.7006	0.3048	-2.2726	-0.4950
食品饮料	-0.6885	-0.1673	-2.2986	0.3941	1.2244
社会服务	-0.3743	1.1184	0.0743	-1.3734	-1.0490
商贸零售	0.1642	0.5575	-0.3127	-0.5346	-1.5578
交通运输	-0.0790	-0.4461	-0.5384	-0.7560	0.0360
环保	-0.3808	0.5176	0.4775	-1.5952	-1.2032
建筑装饰	-0.2756	0.1728	-0.1879	-0.5005	-1.3854
非银金融	-0.4336	-0.3541	-0.7166	-0.9779	0.2490
钢铁	-0.6248	0.0364	-0.2919	-0.9520	-0.6128
石油石化	-0.5575	-4.2522	0.4956	0.0304	1.9742
建筑材料	-0.3709	0.7227	2.1743	-1.4415	-3.3816
房地产	-1.2393	1.1209	0.3171	-0.9212	-2.0707
医药生物	-0.5103	0.1352	-0.5020	-0.3156	-1.6185
基础化工	-0.2310	0.4887	0.7968	-2.0620	-1.8885
美容护理	-0.9447	-0.0123	-0.5260	-1.5513	-1.1764
有色金属	0.5905	0.2885	0.1929	-2.9356	-2.6050
电力设备	-1.4476	0.6859	-0.2540	-2.0358	-2.2419

资料来源：Choice，山西证券研究所

1.2 估值：估值分位普遍回落，中证 500 降幅居首

总体来看，东方财富全 A 滚动市盈率由周初的 15.87 倍降至 15.71 倍，历史分位由 59.84%降至 58.41%。主要指数估值分位普遍回落：中证 500 由 72.19%降至 68.26%，回落 3.93 个百分点居首；深证成指由 17.08%降至 13.51%、中证 1000 由 51.24%降至 48.06%、沪深 300 由 65.28%

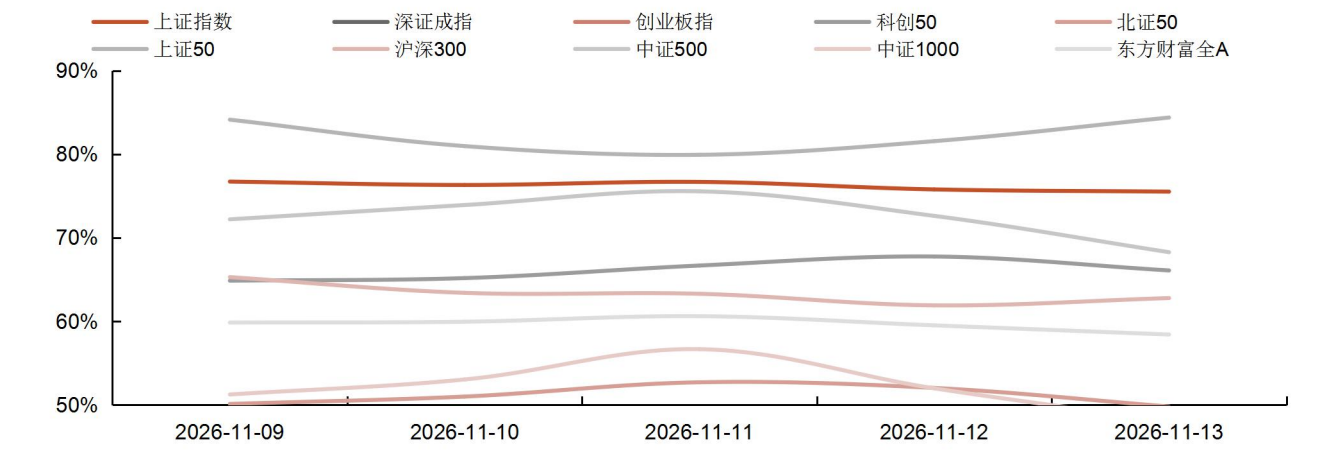
降至 62.77%，三者回落均超过 2.5 个百分点；创业板指由 5.72%降至 4.29%，继续处于极低位置；上证指数由 76.71%降至 75.51%、北证 50 由 50.10%降至 49.79%。科创 50 由 64.86%升至 66.08%、上证 50 由 84.12%升至 84.38%，为仅有的两个分位上行的指数。本周估值压缩集中于中盘与成长，大盘蓝筹的分位保持平稳，上证 50 分位仍为各指数最高。

表 4：A 股主要指数周内滚动市盈率（剔除负值）

代码	简称	2026-11-09	2026-11-10	2026-11-11	2026-11-12	2026-11-13
000001.SH	上证指数	13.90	13.86	13.90	13.83	13.80
399001.SZ	深证成指	19.70	19.82	20.02	19.72	19.34
399006.SZ	创业板指	24.12	24.41	25.06	24.52	23.71
000688.SH	科创 50	61.01	61.11	62.69	63.87	61.74
899050.BJ	北证 50	32.59	32.95	34.10	33.57	32.26
000016.SH	上证 50	11.66	11.53	11.50	11.55	11.66
000300.SH	沪深 300	12.72	12.65	12.65	12.60	12.62
000905.SH	中证 500	22.81	22.97	23.19	22.84	22.37
000852.SH	中证 1000	25.67	25.95	26.30	25.81	25.12
800000.EI	东方财富全 A	15.87	15.89	15.98	15.85	15.71

资料来源：Choice，山西证券研究所

图 4：A 股主要指数周内滚动市盈率百分位（2021 年 1 月 1 日以来）



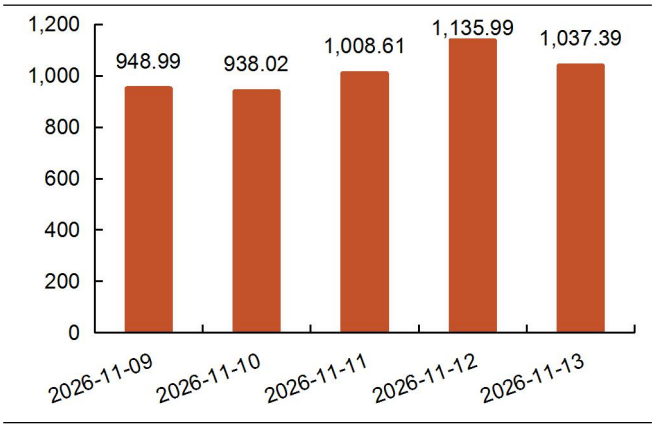
资料来源：Choice，山西证券研究所

2、市场情绪：量能明显收缩，赚钱效应前高后低

2.1 量能：成交额日均降至 1.66 万亿元

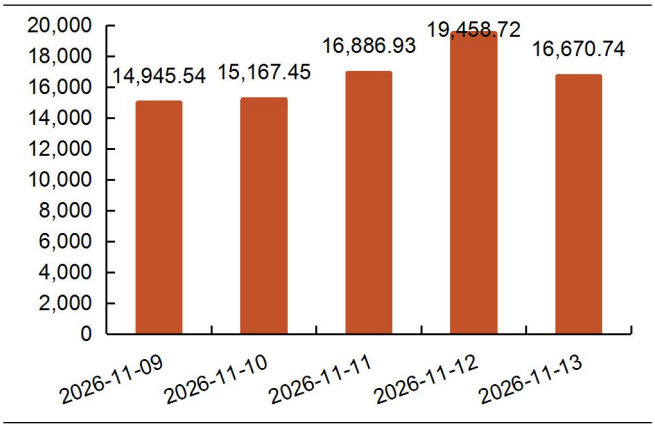
成交额明显收缩，日均降至 1.66 万亿元。11 月 9 日成交额为 14,945.54 亿元，11 月 10 日为 15,167.45 亿元，11 月 11 日回升至 16,886.93 亿元，11 月 12 日放大至 19,458.72 亿元的周内高点，11 月 13 日回落至 16,670.74 亿元，全周日均成交额 16,625.87 亿元，较上周的 18,737.73 亿元回落 2,111.86 亿元、降幅 11.27%；日均成交量 1,013.80 亿股，较上周回落 170.17 亿股。周内成交额前低后高再回落，11 月 12 日的单日放大伴随指数下跌与超大单和大单资金大幅流出，放量下跌的量价组合指向筹码在下跌中加速换手，与上周放量上涨的形态明显不同。

图 5：A 股周内成交量（亿股）



资料来源：Choice，山西证券研究所

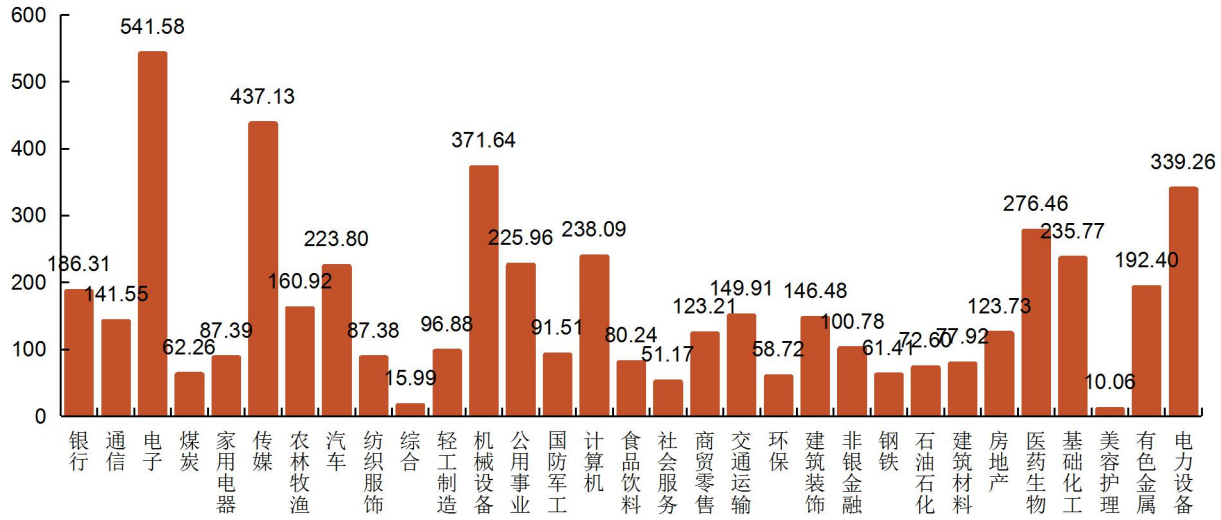
图 6：A 股周内成交额（亿元）



资料来源：Choice，山西证券研究所

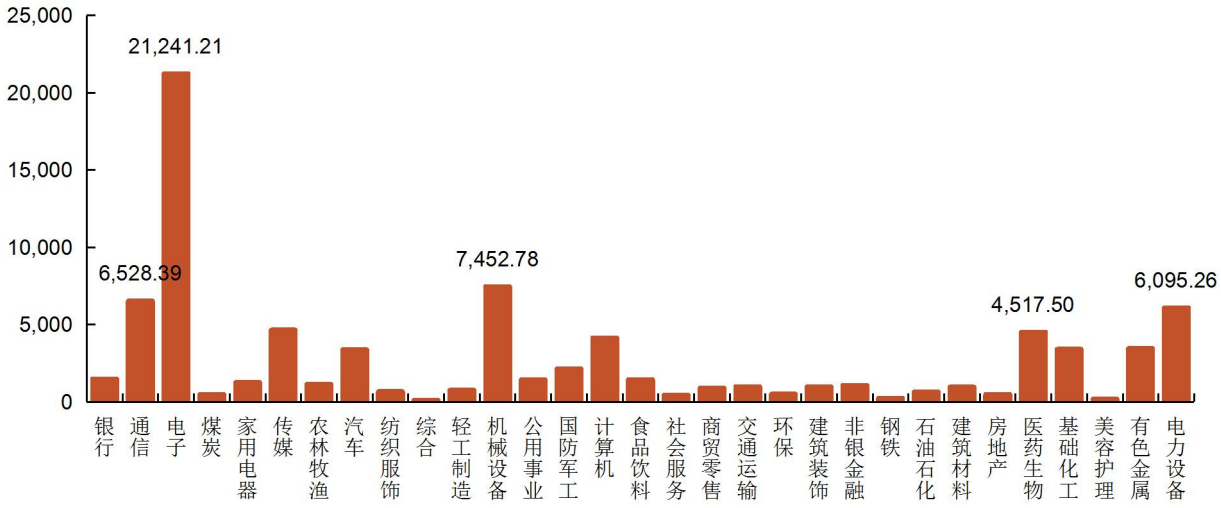
成交集中于电子板块，机械设备、通信居前。电子行业以 541.58 亿股的成交量及 21,241.21 亿元的成交额居于各行业之首，成交额较上周的 22,551.40 亿元回落 5.81%，成交量较上周的 622.15 亿股回落 12.94%；机械设备、通信、电力设备、传媒周累计成交额分别达 7,452.78 亿元、6,528.39 亿元、6,095.26 亿元和 4,651.85 亿元。成交量的行业排序与成交额基本一致，电子、传媒、机械设备、医药生物、计算机居前，分别为 541.58 亿股、437.13 亿股、371.64 亿股、276.46 亿股和 238.09 亿股。电子在价格收涨 2.39%的情况下成交收缩，通信以 141.55 亿股的成交量对应 6,528.39 亿元的成交额，高价股的交易集中度偏高。

图 7：A 股各行业板块本周累计成交量（亿股）



资料来源：Choice，山西证券研究所

图 8：A 股各行业板块本周累计成交额（亿元）



资料来源：Choice，山西证券研究所

2.2 换手率：传媒换手升至 8.22%，非银金融垫底

中小盘风格指数波动率高位回落。创业板指波动率最高，周均值为 2.66%，较上周的 3.20%有所回落，周内维持在 2.35%至 3.24%之间；中证 1000 次之（周均值 2.05%，周内 1.92%至 2.30%），

深证成指为 1.50%、北证 50 为 1.35%、科创 50 为 1.34%、东方财富全 A 为 1.38%；上证 50 波动率最低，周均值仅 0.25%，沪深 300 为 0.49%、上证指数为 0.91%。周内十个指数的波动率高点均出现在 11 月 12 日，创业板指当日升至 3.24%为全周最高。波动率的峰值出现在放量下跌日而非上涨日，与前一周反弹中波动率抬升的形态不同，指向抛压集中释放的过程。

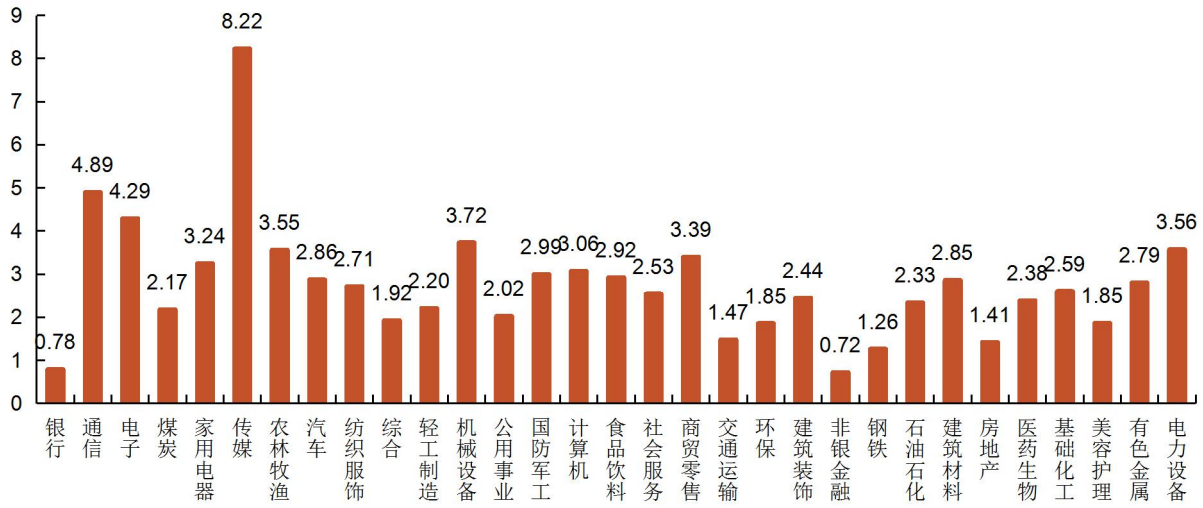
表 5：A 股主要指数周内单日换手率（%）

代码	简称	2026-11-09	2026-11-10	2026-11-11	2026-11-12	2026-11-13
000001.SH	上证指数	0.8727	0.8254	0.8853	1.0162	0.9643
399001.SZ	深证成指	1.3869	1.3570	1.4631	1.7423	1.5265
399006.SZ	创业板指	2.4006	2.3495	2.5534	3.2398	2.7644
000688.SH	科创 50	1.2469	1.1371	1.1869	1.6848	1.4425
899050.BJ	北证 50	1.4676	1.3886	1.2865	1.4185	1.1687
000016.SH	上证 50	0.2468	0.2208	0.2256	0.2519	0.2832
000300.SH	沪深 300	0.4714	0.4476	0.4798	0.5223	0.5338
000905.SH	中证 500	1.1183	1.0600	1.0832	1.3312	1.2033
000852.SH	中证 1000	1.9212	1.9557	2.0355	2.3029	2.0295
800000.EI	东方财富全 A	1.2898	1.2746	1.3715	1.5450	1.4111

资料来源：Choice，山西证券研究所

传媒交易热度居首，非银金融换手垫底。本周传媒以 8.22%的日均换手率位居榜首，较上周的 7.64%进一步抬升，通信（4.89%）、电子（4.29%）、机械设备（3.72%）、家用电器（3.24%）紧随其后；非银金融以 0.72%的日均换手率垫底，银行（0.78%）、钢铁（1.26%）、房地产（1.41%）、交通运输（1.47%）居后。换手率的分层与本周的涨跌方向部分对应：银行以 0.78%的最低换手取得 2.77%的领涨涨幅，煤炭在 2.17%的换手下上涨 2.17%，低换手伴随价格上涨，指向相关方向抛压较轻；电力设备在 3.56%的换手水平下下跌 5.24%，高换手伴随价格大跌，指向筹码在下跌中加速出清；传媒以 8.22%的换手仅实现 0.33%的收涨，交易热度与价格表现的背离程度为各行业之最。

图 9：A 股各行业本周日均换手率（%）



资料来源：Choice，山西证券研究所

2.3 资金流向：资金净流出大幅收窄，净流入行业回升至六个

超大单和大单净流出重新扩大，周内先流入后大幅流出。超大单资金全周净流出 117.54 亿元，由上周的净流入 182.58 亿元转负；大单资金全周净流出 508.26 亿元；两者合计净流出 625.79 亿元，较上周的 385.34 亿元扩大 240.45 亿元。中单净流出 172.55 亿元，小单净流入 768.18 亿元，中小额资金继续承接。从节奏来看，11 月 9 日至 11 月 11 日超大单和大单资金连续三日净流入，累计 505.01 亿元，其中 11 月 11 日单日净流入 202.85 亿元为周内峰值；11 月 12 日与 11 月 13 日转为连续大幅净流出，分别流出 525.11 亿元和 605.69 亿元，后者超过上周设定的 574.10 亿元下修阈值，两日合计流出 1,130.80 亿元。资金在周内完成一轮完整的流入与撤离，转折点与指数的转跌时点一致。

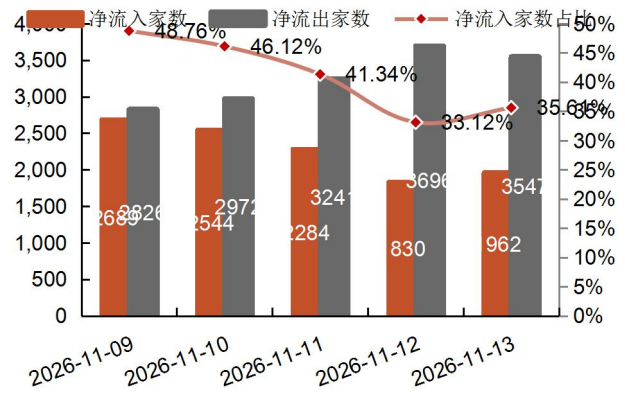
表 6：A 股周内资金净流入（亿元）

日期	超大单	大单	中单	小单
2026-11-09	130.87	-2.05	-73.82	-59.42
2026-11-10	122.55	50.79	-122.43	-52.52
2026-11-11	203.90	-1.05	-179.35	-21.86
2026-11-12	-254.13	-270.98	94.94	420.55
2026-11-13	-320.73	-284.97	108.11	481.42

资料来源：Choice，山西证券研究所

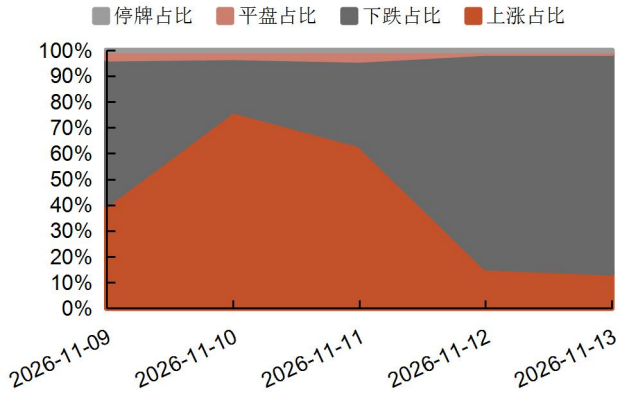
个股层面的赚钱效应前高后低。11 月 9 日市场分化，上涨家数占比 40.19%、下跌占比 56.43%、涨停 58 家，净流入家数 2,689 家、占比 48.76%；11 月 10 日普涨，上涨占比升至 76.58%、涨停 95 家为周内峰值、跌停为零，净流入家数 2,544 家、占比 46.12%；11 月 11 日延续上行，上涨占比 63.41%、涨停 85 家；11 月 12 日急转直下，上涨占比降至 15.68%、下跌占比 83.06%，净流入家数降至 1,830 家、占比 33.12%；11 月 13 日继续走弱，上涨占比 13.71%、下跌占比 85.10%，跌停家数升至 39 家为周内峰值，净流入家数 1,962 家、占比 35.61%。全周呈现两日情绪高点与两日深度走弱的交替，末段的恶化程度超过前段的修复，跌停家数的抬升与超大单和大单资金的连续流出相互印证。

图 10：A 股净流入/净流出家数及净流入家数占比



资料来源：Choice，山西证券研究所

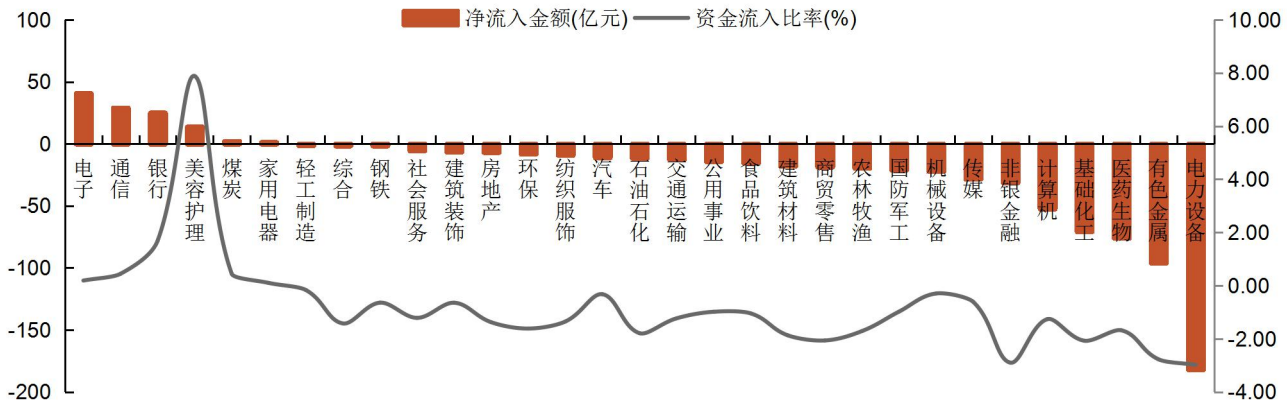
图 11：A 股上涨/下跌/平盘/停牌个股占比



资料来源：Choice，山西证券研究所

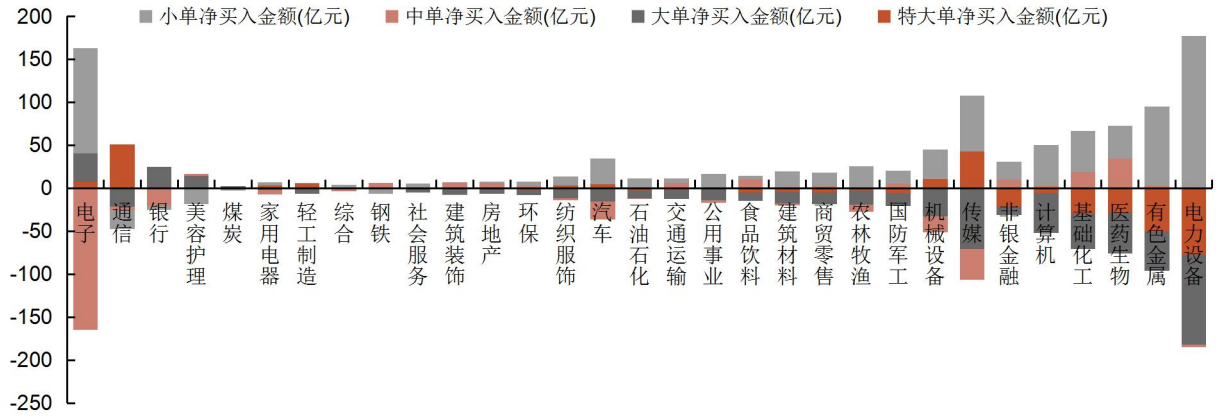
净流入行业维持六个，电力设备流出规模居首。本周电子（40.66 亿元）、通信（29.06 亿元）、银行（25.04 亿元）、美容护理（13.73 亿元）、煤炭（2.17 亿元）、家用电器（1.26 亿元）实现资金净流入，行业数量与上周持平；美容护理资金流入比率 7.88%居全行业首位，连续第六周获得资金净流入，流入主要来自大单的 14.28 亿元；通信的特大单净买入 50.72 亿元为各行业之最，电子的特大单与大单分别净买入 7.42 亿元和 33.24 亿元，大体量资金在科技方向内部集中于通信与电子。资金净流出集中于先进制造与周期：电力设备净流出 181.66 亿元居首，特大单与大单分别净卖出 77.72 亿元和 103.94 亿元，有色金属（-95.89 亿元，特大单净卖出 50.30 亿元）、医药生物（-75.93 亿元）、基础化工（-70.53 亿元）、计算机（-52.27 亿元）、非银金融（-31.03 亿元）紧随其后。传媒净流出 28.30 亿元，但特大单净买入 42.51 亿元而大单净卖出 70.81 亿元，大体量资金内部方向背离。上周的净流入方向电力设备、传媒、有色金属分别转为净流出 181.66 亿元、28.30 亿元和 95.89 亿元，资金随价格同步反转。

图 12：A 股各行业本周净流入金额和资金流入比率



资料来源：Choice，山西证券研究所

图 13：A 股各行业本周不同体量资金净买入金额（亿元）



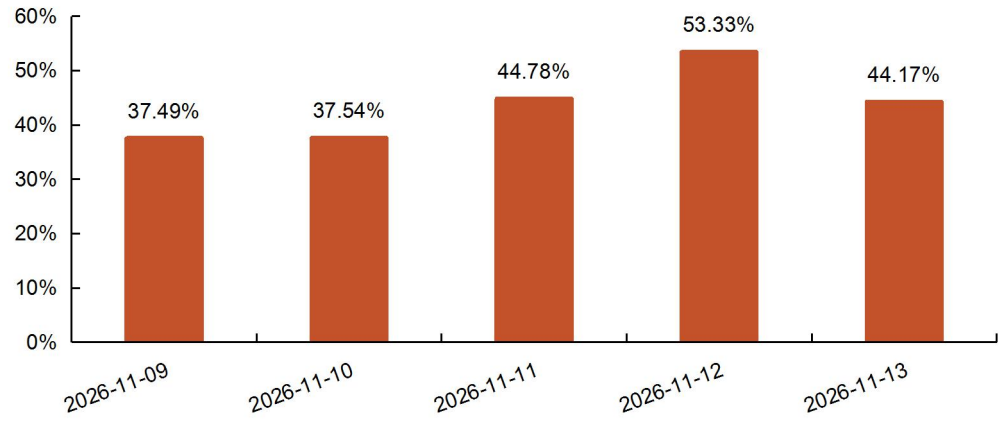
资料来源：Choice，山西证券研究所

2.4 拥挤度：集中度高位波动，放量下跌日升至 53%

前 5%个股的成交额占比周内先升后落，高位波动。11 月 9 日为 37.49%，对应的前 5%个股成交额 6,290.14 亿元；11 月 10 日为 37.54%；11 月 11 日升至 44.78%，成交额 7,512.57 亿元；11 月 12 日升至 53.33%的周内高点，成交额 8,947.73 亿元；11 月 13 日回落至 44.17%，成交额 7,411.08 亿元，周均值 43.46%。周均值较上周的 45.54%回落 2.08 个百分点，降幅有限；周内高点 53.33%距上周 53.51%的阶段高点仅差 0.18 个百分点，周末读数 44.17%高于上周末值的

41.36%；20 日日均成交额由上周的 17,519.95 亿元降至 16,777.64 亿元。集中度的抬升与当日成交额高度同步：11 月 12 日放量下跌中占比升至周内高点，显示当日抛压集中于少数高成交额个股；11 月 13 日成交收缩后集中度回落，回落方式与上周相同，由成交萎缩驱动而非资金扩散。

图 14：A 股周内前 5%成交额占 20 日日均成交额比



资料来源：Choice，山西证券研究所

3、策略观点：反弹中断资金转向，配置回归现金流确定性

回顾上周观点：（1）主判断被证伪：倾向反弹延续、斜率收敛，实际全 A 下跌 0.82%，反弹中断，十个宽基仅科创 50 收涨。（2）上修均未兑现：净流入行业维持六个、超大单由净流入 182.58 亿元转为净流出 117.54 亿元、日均成交额回落至 16,625.87 亿元。（3）下修触发一项：13 日单日净流出 605.69 亿元超过 574.10 亿元阈值；拥挤度高点 53.33%，未突破 53.51%高位。（4）配置有效项：石油石化（-2.49%）、食品饮料（-1.59%）、计算机（-1.20%）、机械设备（-0.56%）方向正确。（5）五处偏差：电力设备（-5.24%领跌、净流出 181.66 亿元居首）与有色金属（-4.52%）上调被证伪；银行、煤炭下调分别错过+2.77%领涨与资金净流入；传媒价格仅微涨 0.33%而净流出 28.30 亿元。

本周反弹中断、重心回落，全 A 下跌 0.82%，31 个申万一级行业 8 涨 23 跌，银行（+2.77%）、通信（+2.49%）、电子（+2.39%）领涨，电力设备（-5.24%）、有色金属（-4.52%）、美容护理（-4.17%）领跌。（1）路径为前续涨后急跌，前三日超大单和大单累计净流入 505.01 亿元，后两日净流出 1,130.80 亿元，全周净流出 625.79 亿元。（2）行业结构连续第三周全面反转，

上周领涨的电力设备、有色金属本周领跌且资金流出居前，上周下调的银行、煤炭本周领涨并获净流入。（3）量能收缩，日均成交额 16,625.87 亿元、回落 11.27%；拥挤度周均 43.46%、维持高位。宏观层面，10 月 PPI 同比升至 5.7%超预期、CPI 同比回落至 0.7%低于预期；出口当月同比+35.2%、进口+34.7%；M1 回升至 4.4%而社融口径新增人民币贷款-5,846 亿元；央行转为净投放 5,380 亿元。外部方面，美国 10 月 CPI 环比 0.4%超预期、成屋销售 375 万套低于预期。

下周倾向于调整延续、重心下移，斜率取决于超大单和大单流出能否收敛；判别标准维持价格与资金同向，行业轮动的反转已连续三周，单一方向持续性不足。依据：（1）资金端连续两日大幅流出，12 日与 13 日分别净流出 525.11 亿元和 605.69 亿元，触发下修阈值；（2）信用端走弱，10 月社融口径新增人民币贷款-5,846 亿元，信用对价格的配合中断；（3）对冲因素：央行净投放 5,380 亿元，PPI 同比 5.7%超预期，估值分位回落。三处约束：净流入行业连续两周维持六个；日均成交额回落至 1.66 万亿元；拥挤度周均 43.46%、高点 53.33%逼近上周高位。偏离情形：上修为超大单和大单转为净流入、净流入行业回升至八个、成交额重回 1.8 万亿元；下修为单日净流出超过 605.69 亿元、成交额跌破 1.4 万亿元，或银行与煤炭的净流入中断。

配置上，仓位由中性下调至中性偏防御，判别标准维持价格与资金同向：（1）现金流确定性：银行（+2.77%居首、净流入 25.04 亿元、特大单与大单同向）双确认，由观察上调至持有；煤炭（+2.17%、净流入 2.17 亿元）资金转正而规模有限，上调至候补；石油石化（-2.49%、净流出 11.36 亿元）维持观察；食品饮料（-1.59%、净流出 15.06 亿元）连续两周走弱，由持有下调至观察；公用事业（-0.78%）维持观察。（2）盈利确定性：美容护理（-4.17%、净流入 13.73 亿元、比率 7.88%居首）连续六周资金净流入而价格回落，维持候补；医药生物（-2.85%、净流出 75.93 亿元）维持观察。（3）价格与资金同向的科技：电子（+2.39%、净流入 40.66 亿元居首）与通信（+2.49%、净流入 29.06 亿元、特大单净买入 50.72 亿元）上调至持有，13 日两者均下跌 3.75%，以回调分批执行；家用电器（+0.93%、净流入 1.26 亿元）列为候选。（4）电力设备（-5.24%、净流出 181.66 亿元居首）、有色金属（-4.52%、净流出 95.89 亿元）由持有下调至谨慎参与；传媒（+0.33%、净流出 28.30 亿元）下调至候补；机械设备、计算机维持谨慎参与。

重点跟踪六类信号：（1）超大单和大单资金流向，全周净流出 625.79 亿元、后两日加速，观察能否收敛；（2）成交额，日均 16,625.87 亿元，回升至 1.8 万亿元确认修复，跌破 1.4 万亿元触发收缩；（3）拥挤度，周均 43.46%、周末 44.17%，突破上周 53.51%高位则加剧波动；（4）

资金扩散度，净流入行业连续两周六个，能否回升至八个；（5）信用与价格组合，新增人民币贷款-5,846 亿元后关注 11 月 LPR 与信贷投放，及 PPI 同比 5.7%的传导；（6）海外路径，美国 10 月 CPI 环比 0.4%超预期、成屋销售低于预期，影响宽松预期与外需定价。

4、风险提示

（1）宏观与政策不确定性：国内稳增长政策节奏、落地效果及监管导向存在不确定性；海外货币政策路径、通胀粘性与衰退风险仍可能扰动全球风险资产定价。

（2）外部冲击与地缘风险：中美关系、地缘政治冲突、能源与大宗供应链扰动等可能引发市场情绪与风险溢价的快速变化。

（3）流动性与资金面波动：汇率与跨境资金流动、利率中枢变化、信用扩张节奏及金融市场流动性分层，可能导致估值与换手率的阶段性剧烈摆动。

（4）经济数据与盈利预期下修风险：若实体需求恢复低于预期，企业资本开支与居民消费偏弱，上市公司盈利与一致预期可能面临下修，压制权益风险偏好。

（5）市场结构与交易性风险：短期资金博弈、量化与杠杆资金、两融与衍生品头寸变化、限售解禁/减持压力等，可能放大指数与行业的波动与回撤。

（6）行业与主题轮动过快风险：在存量/结构性行情下，热点持续性不确定，追涨杀跌易造成较大回撤；主题与成长板块对贴现率与情绪更敏感。

（7）估值与性价比反转风险：部分板块若已透支远期景气，一旦催化不及预期或利率预期上行，可能出现估值快速压缩的风险。

（8）事件驱动与监管政策风险：再融资、退市、分红/回购、并购重组规则变化，以及行业监管政策可能对相关板块形成阶段性冲击。

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海
上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

深圳
广东省深圳市南山区科苑南路 2700 号华润金融大厦 23 楼

太原
太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
http://www.i618.com.cn

北京
北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层