策略

价格与资金同步走弱，配置维持现金流确定性

----策略周报（20261116~20261120）

2026 年 11 月 23 日

策略研究/定期报告

相关报告：

----策略周报（20261109~20261113）-反弹中断资金转向，配置回归现金流确定性 2026.11.16

----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

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 股跌幅扩大，东方财富全 A 较上一周 0.82%的跌幅扩大 3.68 个百分点，十个宽基指数九跌一涨，上证 50 为唯一收涨指数。周内五个交易日全数收跌，周五下跌 1.92%为周内最大单日跌幅。北证 50、中证 1000、创业板指跌幅居前，上证 50 与沪深 300 相对抗跌。风格层面价值与大盘占优，行业 8 涨 23 跌，银行、石油石化、煤炭领涨，传媒、综合、国防军工领跌。估值方面，全 A 滚动市盈率由 15.54 倍降至 15.20 倍，历史分位由 56.33%降至 51.96%，中证 1000 分位回落 23.40 个百分点降幅居首，科创 50、上证 50 与沪深 300 分位逆势上行。
- 市场量能继续收缩，日均成交额较上周回落 14.74%，周四 13,145.79 亿元为周内低点。电子成交额 18,414.80 亿元居首，较上周回落 13.31%，机械设备、通信、电力设备居前。资金方面，超大单和大单全周净流出 1,830.14 亿元、较上周扩大 1,204.35 亿元，五个交易日无一净流入，周一净流出 646.80 亿元为周内峰值；中单净流入 34.35 亿元、小单净流入 1,757.16 亿元承接。行业净流入降至一个，仅美容护理净流入，电子净流出居首。个股赚钱效应单边走弱，上涨家数占比自 20.36%降至 5.61%，周五下跌占比 93.84%、跌停 68 家。前 5%个股成交额占比周均 37.64%、较上周回落 5.82 个百分点，周五收于 37.56%。
- 10 月规模以上工业增加值同比 4.8%、社会消费品零售总额同比 0.4%、限额以上零售同比-4.9%、固定资产投资累计同比-8.1%，均低于预期且较前值回落；央行公开市场由上周净投放 5,380 亿元转为净回笼 4,845 亿元，11 月 1 年期 LPR 维持 3.0%、5 年期维持 3.5%。海外 11 月纽约联储制造业指数降至 7.8、费城 PMI 降至 6.3。上周调整延续、重心下移的判断被验证，全 A 跌幅由 0.82%扩大至 4.50%，三项下修条件全部触发。下周倾向于调整延续、斜率放缓，价格与资金双确认尚未成立，仓位维持中性偏防御：银行由持有下调至观察，电子与通信由持有下调至谨慎参与，食品饮料上调至候选。重点跟踪超大单和大单流出能否收敛、1.6 万亿元成交额阈值、前 5%成交额占比走向与净流入行业个数修复。

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：指数跌幅扩大，银行石油石化领涨，传媒领跌.....4
1.1 价格：主要指数九跌一涨，上证 50 唯一收涨.....4
1.2 估值：中小盘分位大幅压缩，中证 1000 降幅居首.....7
2、 市场情绪：量能继续收缩，赚钱效应单边走弱.....9
2.1 量能：成交额日均降至 1.42 万亿元.....9
2.2 换手率：传媒换手回落至 6.26%，非银金融垫底.....11
2.3 资金流向：净流出扩大至 1,830 亿元，净流入行业降至一个.....12
2.4 拥挤度：集中度中枢下移，周均降至 37.64%.....14
3、 策略观点：价格与资金同步走弱，配置维持现金流确定性.....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，%）..... 7

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

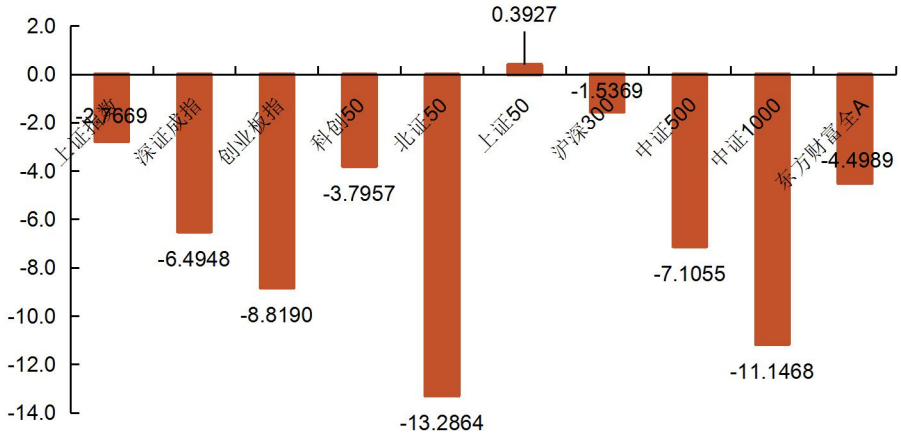
表 6： A 股周内资金净流入（亿元）..... 12

1、市场表现：指数跌幅扩大，银行石油石化领涨，传媒领跌

1.1 价格：主要指数九跌一涨，上证 50 唯一收涨

本周（11 月 16 日~11 月 20 日）A 股主要指数全面回落，东方财富全 A 下跌 4.50%，较上一周 0.82%的跌幅扩大 3.68 个百分点，调整由中断转为加速。十个宽基指数九跌一涨：上证 50 上涨 0.39%为唯一收涨指数，沪深 300 下跌 1.54%、上证指数下跌 2.77%、科创 50 下跌 3.80%跌幅较小，深证成指下跌 6.49%、中证 500 下跌 7.11%、创业板指下跌 8.82%、中证 1000 下跌 11.15%、北证 50 下跌 13.29%跌幅居前。从单日走势来看，市场五个交易日全数收跌、跌幅先收窄后扩大：11 月 16 日东方财富全 A 下跌 1.32%，银行、石油石化支撑权重；11 月 17 日下跌 0.52%，11 月 18 日微跌 0.07%，科创 50 与通信、电子短暂反弹；11 月 19 日跌幅扩大至 0.74%；11 月 20 日下跌 1.92%为周内最大单日跌幅，上涨家数占比降至 5.61%。指数重心逐日下移，周内未出现有效修复段，周五收盘接近全周低位。

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（%）

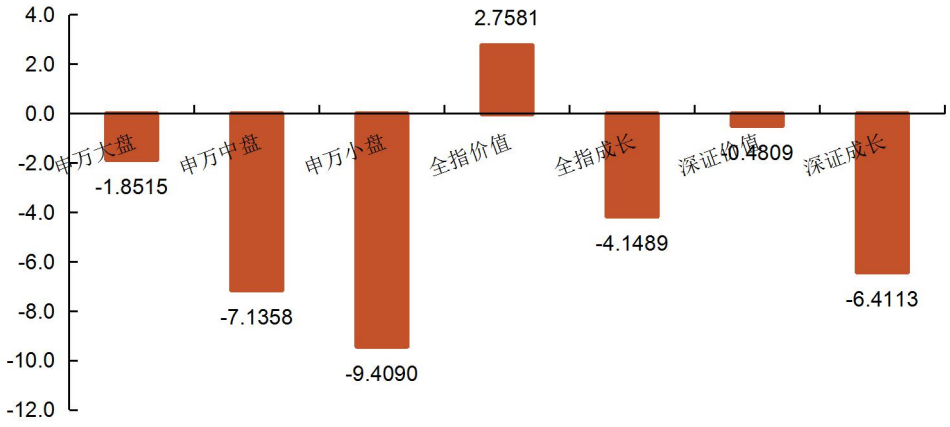
代码	简称	2026-11-16	2026-11-17	2026-11-18	2026-11-19	2026-11-20	最大涨幅	最大跌幅
000001.SH	上证指数	-0.8745	-0.4994	0.0907	-0.2847	-1.2250	0.0907	-1.2250
399001.SZ	深证成指	-2.5345	-0.4888	0.1963	-0.7149	-3.0881	0.1963	-3.0881
399006.SZ	创业板指	-4.3718	-1.1990	0.8471	-0.7908	-3.5413	0.8471	-4.3718
000688.SH	科创 50	-5.1559	0.6182	2.1950	1.8264	-3.1236	2.1950	-5.1559
899050.BJ	北证 50	-4.5374	0.5886	-1.1450	-3.9933	-4.8508	0.5886	-4.8508

000016.SH	上证 50	-0.3045	0.0646	-0.1380	0.3226	0.4493	0.4493	-0.3045
000300.SH	沪深 300	-0.9085	-0.0839	0.1837	0.0269	-0.7598	0.1837	-0.9085
000905.SH	中证 500	-2.6031	-0.2250	-0.0127	-0.4816	-3.9328	-0.0127	-3.9328
000852.SH	中证 1000	-3.0302	-1.1716	-0.6495	-1.8822	-4.8877	-0.6495	-4.8877
800000.EI	东方财富全 A	-1.3215	-0.5203	-0.0690	-0.7428	-1.9181	-0.0690	-1.9181

资料来源：Choice，山西证券研究所

价值风格显著占优，大盘股抗跌特征强化。从价值成长风格来看，全指价值全周上涨 2.76%，全指成长下跌 4.15%，价值领先 6.91 个百分点，而上一周价值领先 0.37 个百分点，价差扩大 6.54 个百分点；深证价值下跌 0.48%，深证成长下跌 6.41%，深市口径价值领先 5.93 个百分点。从规模风格来看，申万大盘指数下跌 1.85%，跌幅最小；申万中盘指数下跌 7.14%、申万小盘指数下跌 9.41%，大盘领先小盘 7.56 个百分点，而上一周大盘领先 1.74 个百分点，价差扩大 5.82 个百分点。从单日走势来看，11 月 16 日全指价值上涨 1.52%而全指成长下跌 2.11%，防御属性在周初即已确立；11 月 18 日全指成长微跌 0.10%、科创 50 上涨 2.20%，成长方向出现单日反复；11 月 20 日全指价值上涨 0.88%而全指成长下跌 1.87%，价差在周五再度扩大。风格在周内未发生方向切换，价值与大盘的占优由上周的短期反转转为连续两周的持续状态。

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，%）

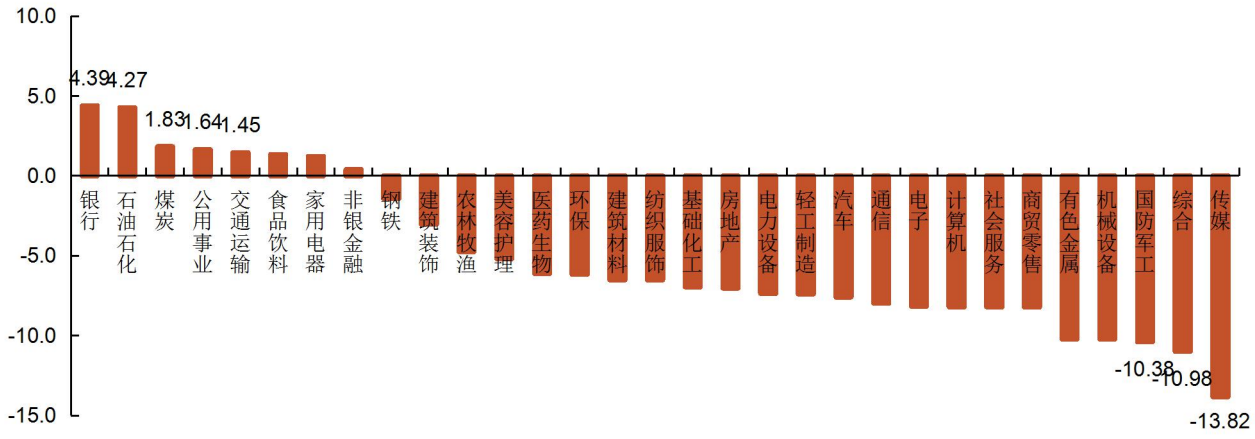
简称	2026-11-16	2026-11-17	2026-11-18	2026-11-19	2026-11-20
申万大盘	-1.2883	-0.1370	0.4119	0.0237	-0.8660
申万中盘	-2.8907	-0.2575	-0.0093	-0.4895	-3.6440

申万小盘	-2.6738	-0.8029	-0.4745	-1.5069	-4.2771
全指价值	1.5150	0.2389	0.0981	0.0085	0.8757
全指成长	-2.1136	-0.1182	-0.0972	0.0053	-1.8732
深证价值	0.5231	0.3966	-0.1463	-0.1587	-1.0883
深证成长	-3.4165	-0.5727	0.6915	-0.1880	-3.0295

资料来源：Choice，山西证券研究所

金融与资源方向收涨，科技与先进制造全面领跌。本周 8 个行业收涨、23 个行业收跌，收涨数量与上周持平，但结构由上周的金融与部分科技切换为低估值现金流方向。银行以 4.39%的涨幅居首，石油石化（4.27%）、煤炭（1.83%）、公用事业（1.64%）、交通运输（1.45%）、食品饮料（1.34%）、家用电器（1.22%）、非银金融（0.40%）依次收涨；传媒领跌 13.82%，综合（-10.98%）、国防军工（-10.38%）、机械设备（-10.22%）、有色金属（-10.21%）、商贸零售（-8.22%）、社会服务（-8.20%）、计算机（-8.20%）、电子（-8.16%）、通信（-7.97%）跌幅居前。从单日走势来看，11 月 16 日银行上涨 2.19%、煤炭上涨 1.90%领涨，通信下跌 5.04%、电子下跌 6.05%；11 月 17 日传媒下跌 4.68%为周内单日最大跌幅；11 月 18 日通信上涨 1.80%、电子上涨 1.99%出现单日反弹；11 月 19 日至 11 月 20 日跌幅再度扩散，11 月 20 日综合下跌 5.87%、传媒下跌 3.14%、电子下跌 4.30%。上周领涨的通信、电子本周转为跌幅居前，上周领跌的电力设备本周继续下跌 7.35%，行业轮动由全面反转为防御方向延续、高弹性方向扩散下跌。

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	2026-11-16	2026-11-17	2026-11-18	2026-11-19	2026-11-20
银行	2.1949	0.2800	-0.0672	0.0210	1.9012
石油石化	0.7296	-0.2567	0.8830	-0.0992	2.8848
煤炭	1.8992	-0.8668	0.2184	-0.4842	0.9914
公用事业	0.8410	-0.0696	0.6219	-0.4382	0.4983
交通运输	1.5226	-0.0768	0.7044	-0.3523	-0.3859
食品饮料	1.2705	0.3244	-0.9780	0.7046	-0.0904
家用电器	0.9040	0.9040	0.0642	0.7264	-1.7682
非银金融	0.7133	0.0337	-0.1536	-0.0494	-0.1746
钢铁	-0.0273	-0.2053	0.7700	-0.8569	-1.2666
建筑装饰	-0.2229	-0.3829	-0.1455	-0.9637	-1.6296
农林牧渔	-0.3405	-1.1319	-0.8868	-2.1178	-0.5266
美容护理	0.5929	-0.1724	-1.7439	-0.4729	-3.5676
医药生物	-0.8534	-0.7021	-1.2004	-0.8353	-2.9970
环保	-0.9615	-0.6085	-0.1643	-1.5580	-3.6069
建筑材料	-2.6306	-0.6343	0.3287	-0.6254	-3.2070
纺织服饰	-0.6041	-0.5768	-1.3453	-1.4645	-3.4033
基础化工	-1.1670	-0.1415	-1.0542	-1.2754	-3.7283
房地产	-1.2263	-0.8218	-0.1634	-1.4497	-3.5573
电力设备	-1.0835	-1.1026	-0.2735	-1.6533	-3.7315
轻工制造	-1.0149	-0.5066	-1.1727	-1.4189	-4.0735
汽车	-1.5761	-1.5248	-0.8278	-1.4602	-3.0761
通信	-5.0361	-1.7316	1.8030	-0.5611	-3.1813
电子	-6.0536	-0.0734	1.9940	-0.1439	-4.3001
计算机	-2.0817	-0.7014	0.5536	-2.4678	-4.0607
社会服务	-0.4786	-0.9411	-0.6231	-2.3630	-4.3390
商贸零售	-0.4175	-1.0297	-1.9042	-1.9220	-3.5410
有色金属	-3.2216	-0.0224	-2.7053	-1.4332	-3.2122
机械设备	-3.1652	-1.8649	-0.3256	-1.4784	-4.4030
国防军工	-3.7273	-0.2946	-1.6860	-1.1520	-4.2531
综合	-4.6021	-1.2698	2.8274	-2.0104	-5.8687
传媒	-1.5952	-4.6789	-2.2026	-3.3139	-3.1414

资料来源：Choice，山西证券研究所

1.2 估值：中小盘分位大幅压缩，中证 1000 降幅居首

总体来看，东方财富全 A 滚动市盈率由周初的 15.54 倍降至 15.20 倍，历史分位由 56.33%降至 51.96%，较上周末的 58.41%回落 6.45 个百分点。主要指数估值分位普遍回落，中小盘压

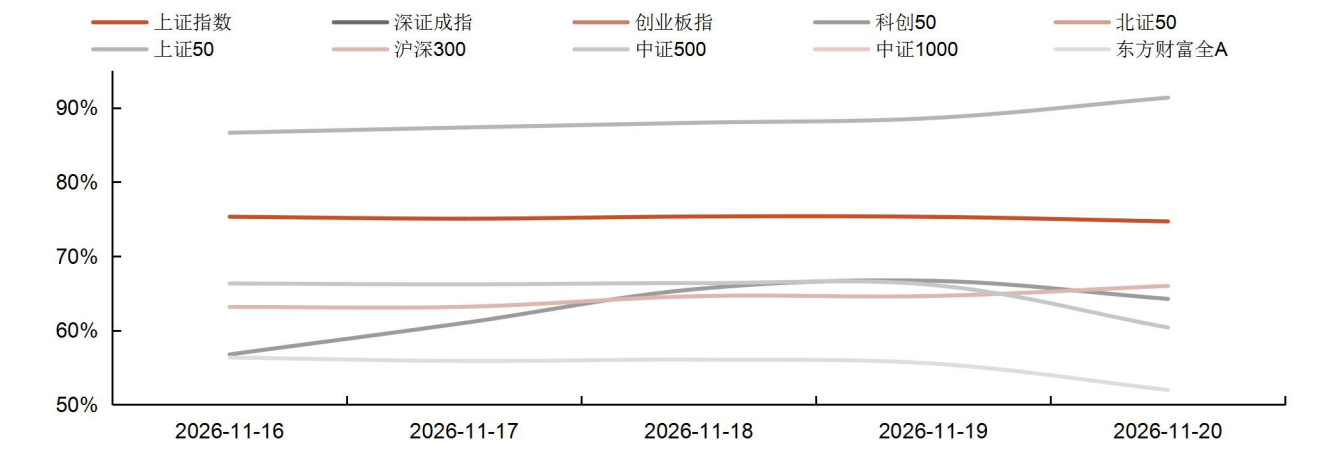
缩幅度显著大于大盘：中证 1000 由 41.21%降至 17.81%，回落 23.40 个百分点居首；中证 500 由 66.32%降至 60.38%、深证成指由 11.25%降至 6.31%，分别回落 5.94 和 4.94 个百分点；创业板指由 2.39%降至 0.07%，接近历史极低位置；上证指数由 75.32%降至 74.68%、北证 50 由 48.40%降至 47.48%。科创 50 由 56.75%升至 64.24%、上证 50 由 86.64%升至 91.37%、沪深 300 由 63.15%升至 65.99%，分别上行 7.48、4.74 和 2.84 个百分点，为三个分位上行的指数。本周估值压缩与价格分化同向，大盘蓝筹分位在价格抗跌中逆势抬升，上证 50 分位仍为各指数最高，中小盘与成长方向的分位则随价格大幅调整而整体下移。

表 4：A 股主要指数周内滚动市盈率（剔除负值）

代码	简称	2026-11-16	2026-11-17	2026-11-18	2026-11-19	2026-11-20
000001.SH	上证指数	13.75	13.72	13.76	13.76	13.68
399001.SZ	深证成指	18.92	18.85	18.87	18.76	18.23
399006.SZ	创业板指	22.71	22.46	22.61	22.40	21.60
000688.SH	科创 50	58.61	59.80	61.52	62.60	60.85
899050.BJ	北证 50	30.71	30.94	30.61	29.41	27.98
000016.SH	上证 50	11.74	11.77	11.78	11.82	12.00
000300.SH	沪深 300	12.64	12.64	12.69	12.69	12.74
000905.SH	中证 500	21.87	21.86	21.88	21.83	21.04
000852.SH	中证 1000	24.42	24.18	24.02	23.63	22.54
800000.EI	东方财富全 A	15.54	15.48	15.50	15.43	15.20

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）



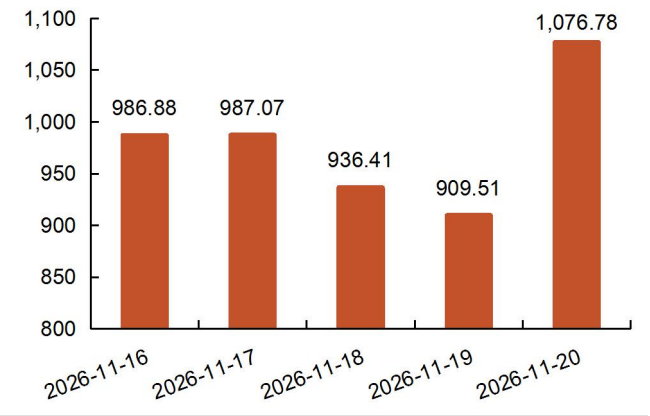
资料来源：Choice，山西证券研究所

2、市场情绪：量能继续收缩，赚钱效应单边走弱

2.1 量能：成交额日均降至 1.42 万亿元

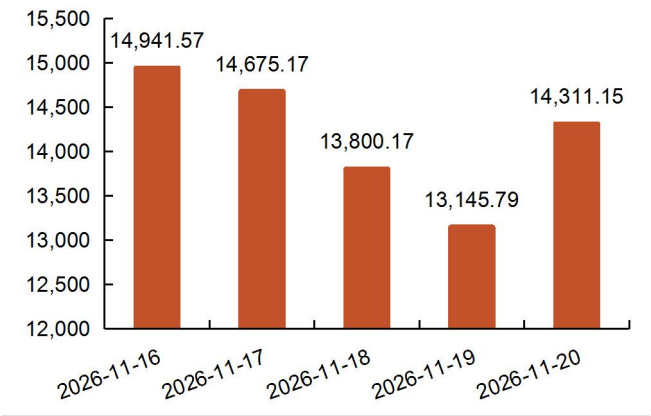
成交额继续收缩，日均降至 1.42 万亿元。11 月 16 日成交额为 14,941.57 亿元，11 月 17 日为 14,675.17 亿元，11 月 18 日降至 13,800.17 亿元，11 月 19 日降至 13,145.79 亿元的周内低点，11 月 20 日回升至 14,311.15 亿元，全周日均成交额 14,174.77 亿元，较上周的 16,625.87 亿元回落 2,451.10 亿元、降幅 14.74%；日均成交量 979.33 亿股，较上周回落 34.47 亿股、降幅 3.40%。周内成交额前高后低、周五小幅回升，回落过程与指数逐日下移同步：11 月 19 日成交额跌破 1.4 万亿元的同时上涨家数占比降至 11.63%，11 月 20 日成交额回升至 1.43 万亿元而指数下跌 1.92%，量价组合指向抛压在缩量中持续释放、周五成交回升并未带来承接，上周放量下跌伴随筹码加速换手的形态本周转为缩量下行。

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）

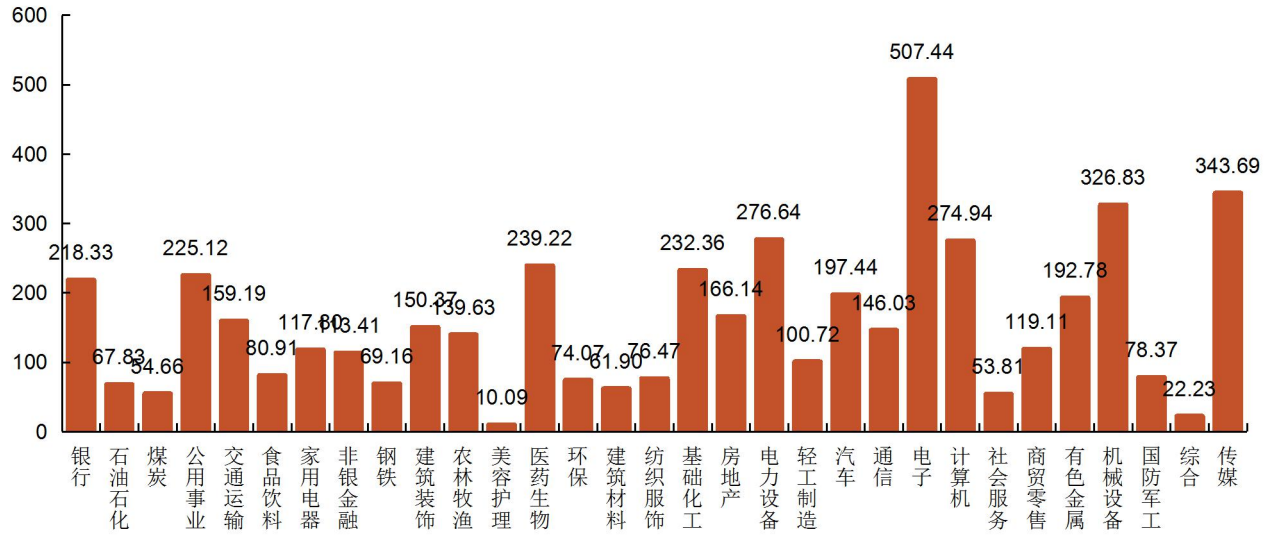


资料来源：Choice，山西证券研究所

成交集中于电子板块，机械设备、通信居前。电子行业以 507.44 亿股的成交量及 18,414.80 亿元的成交额居于各行业之首，成交额较上周的 21,241.21 亿元回落 13.31%，成交量较上周的 541.58 亿股回落 6.30%；机械设备、通信、电力设备、计算机、医药生物周累计成交额分别达 5,565.27 亿元、4,921.48 亿元、4,642.79 亿元、4,198.21 亿元和 3,630.98 亿元，通信成交额较上周回落 24.61%。成交量排序与成交额基本一致，电子、传媒、机械设备、电力设备、计算机居前，分别为 507.44 亿股、343.69 亿股、326.83 亿股、276.64 亿股和 274.94 亿股。电子在价格下跌 8.16%的同时成交收缩，通信以 146.03 亿股的成交量对应 4,921.48 亿元的成交额，高价

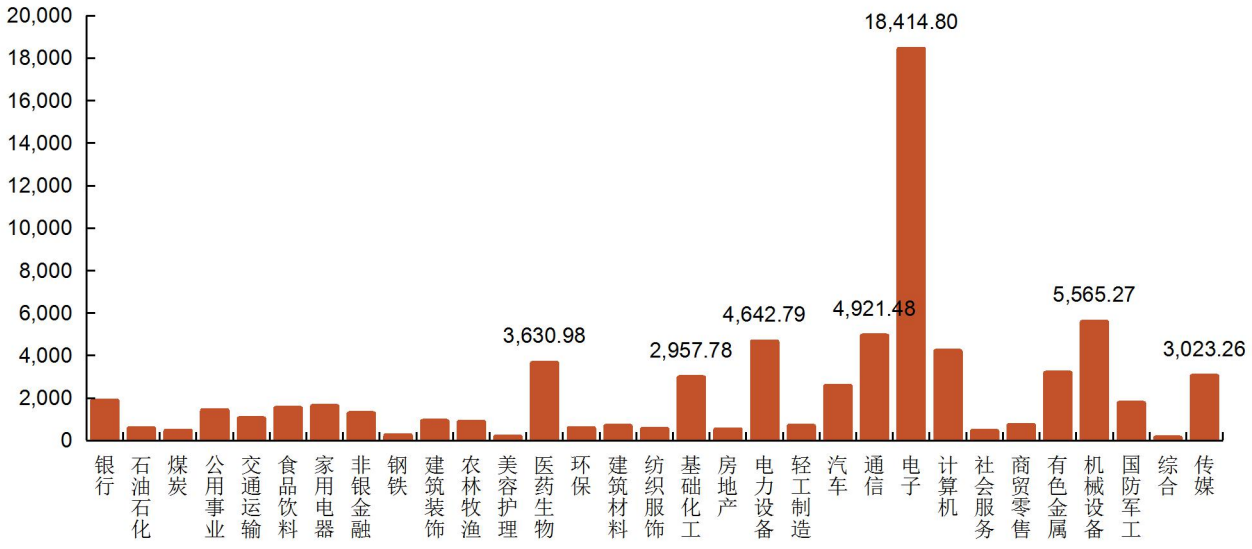
股的交易集中度偏高；传媒换手率 6.26%居首而价格领跌 13.82%，交易热度与价格表现由上周的背离转为同向下行。

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：传媒换手回落至 6.26%，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 2.19%，较上周的 2.66%回落 0.47 个百分点，周内维持在 1.86%至 2.39%之间；中证 1000 次之（周均值 1.82%，周内 1.67%至 1.97%）、科创 50 为 1.52%、深证成指为 1.37%、东方财富全 A 为 1.33%；上证 50 波动率最低，周均值 0.30%，沪深 300 为 0.54%、上证指数为 0.91%。周内多数指数波动率高点出现在 11 月 20 日，东方财富全 A 当日升至 1.47%为全周最高，创业板指的高点则出现在 11 月 17 日的 2.39%。波动率在指数持续下跌的过程中先降后升，周内低点对应 11 月 19 日的缩量整理，周五随跌幅扩大而回升，指向抛压在周内末段集中释放，与前一周反弹中波动率抬升的形态不同。

表 5：A 股主要指数周内单日换手率（%）

代码	简称	2026-11-16	2026-11-17	2026-11-18	2026-11-19	2026-11-20
000001.SH	上证指数	0.9434	0.9065	0.8644	0.8376	1.0199
399001.SZ	深证成指	1.4350	1.4482	1.2807	1.1923	1.4941
399006.SZ	创业板指	2.3871	2.3896	2.1320	1.8613	2.1863
000688.SH	科创 50	1.3559	1.4960	1.3815	1.8276	1.5255
899050.BJ	北证 50	1.1697	1.1587	1.1608	1.2282	1.2291
000016.SH	上证 50	0.2971	0.2713	0.2734	0.2667	0.3862
000300.SH	沪深 300	0.5520	0.5336	0.4980	0.4862	0.6273
000905.SH	中证 500	1.1601	1.1253	1.0504	1.0211	1.2128
000852.SH	中证 1000	1.8379	1.8571	1.7703	1.6650	1.9657
800000.EI	东方财富全 A	1.3429	1.3431	1.2733	1.2368	1.4654

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 6.26%的日均换手率位居榜首，较上周的 8.22%回落 1.96 个百分点，通信（4.67%）、电子（4.11%）、家用电器（4.10%）、计算机（3.17%）、食品饮料（3.10%）紧随其后；非银金融以 0.75%的日均换手率垫底，银行（0.88%）、钢铁（1.00%）、交通运输（1.54%）居后。换手率的分层与本周的涨跌方向形成两组对应：银行以 0.88%的低换手取得 4.39%的领涨涨幅，石油石化在 2.06%的换手下上涨 4.27%，低换手伴随价格上涨，指向相关方向抛压较轻；传媒以 6.26%的最高换手下跌 13.82%，通信以 4.67%的换手下跌 7.97%，高换手伴随价格大跌，指向筹码在下跌中加速出清。上周传媒高换手与价格微涨的背离在一周内消解，交易热度与价格表现转为同向。

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：净流出扩大至 1,830 亿元，净流入行业降至一个

超大单和大单净流出显著扩大，五个交易日无一日净流入。超大单资金全周净流出 731.83 亿元，较上周的 117.54 亿元扩大 614.29 亿元；大单资金全周净流出 1,098.31 亿元，较上周的 508.26 亿元扩大 590.05 亿元；两者合计净流出 1,830.14 亿元，较上周的 625.79 亿元扩大 1,204.35 亿元。中单净流入 34.35 亿元，由上周的净流出 172.55 亿元转正；小单净流入 1,757.16 亿元，较上周的 768.18 亿元进一步扩大。从节奏来看，11 月 16 日超大单和大单净流出 646.80 亿元为周内峰值，其中超大单流出 366.70 亿元；11 月 17 日与 11 月 18 日流出规模收窄至 263.04 亿元和 85.30 亿元，18 日超大单转为单日净流入 19.24 亿元；11 月 19 日与 11 月 20 日流出再度扩大至 313.16 亿元和 521.83 亿元。资金流出由上周的后两日集中转为全周持续，且单日峰值 646.80 亿元超过上周设定的 605.69 亿元下修阈值，资金与价格在周内保持同向下行。

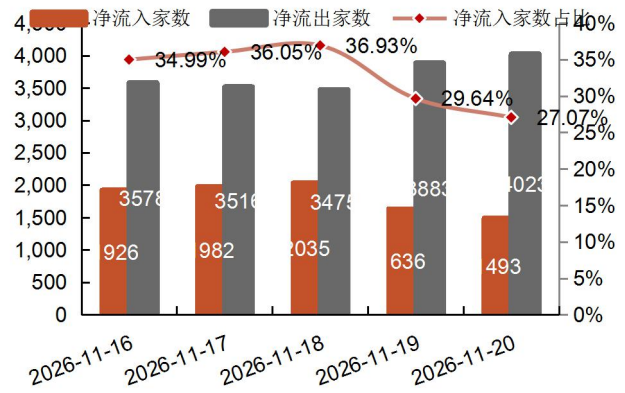
表 6：A 股周内资金净流入（亿元）

日期	超大单	大单	中单	小单
2026-11-16	-366.70	-280.10	139.11	496.25
2026-11-17	-96.29	-166.75	-35.08	298.45
2026-11-18	19.24	-104.55	-59.21	137.35
2026-11-19	-115.17	-197.99	-39.07	340.47
2026-11-20	-172.91	-348.92	28.60	484.64

资料来源：Choice，山西证券研究所

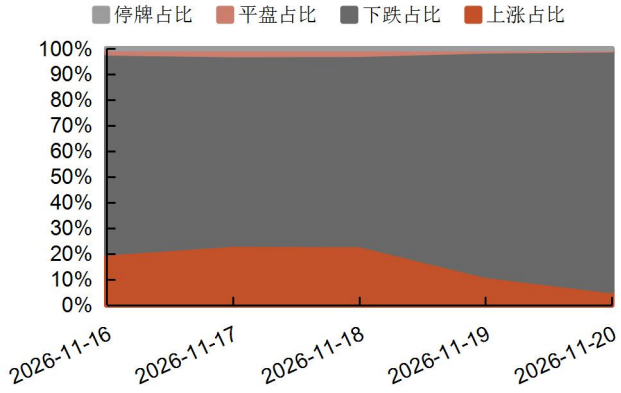
个股层面的赚钱效应单边走弱。11 月 16 日上涨家数占比 20.36%、下跌占比 77.86%、涨停 33 家、跌停 68 家，净流入家数占比 34.99%；11 月 17 日上涨占比升至 23.76%的周内高点、涨停 38 家，跌停 84 家为周内峰值，净流入家数占比 36.05%；11 月 18 日上涨占比 23.62%、涨停 43 家为周内峰值、跌停降至 48 家，净流入家数占比 36.93%为周内高点；11 月 19 日上涨占比降至 11.63%、下跌占比 87.38%、跌停 83 家，净流入家数占比降至 29.64%；11 月 20 日上涨占比进一步降至 5.61%、下跌占比 93.84%，跌停 68 家，净流入家数占比 27.07%为周内低点。全周上涨家数占比最高仅 23.76%，未出现上周的普涨修复段，周内前三日的情绪企稳在 11 月 19 日后被中断，净流入家数占比周均 32.94%。11 月 17 日跌停 84 家、11 月 19 日 83 家，与超大单和大单资金的持续流出相互印证。

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

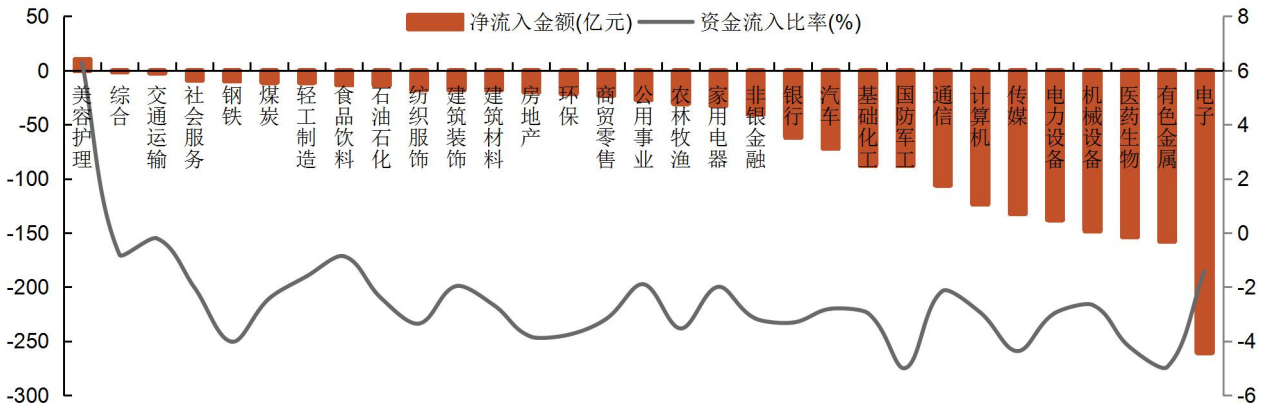


资料来源：Choice，山西证券研究所

净流入行业降至一个，电子流出规模居首。本周仅美容护理实现资金净流入 10.23 亿元，资金流入比率 6.29%居全行业首位，连续第七周获得资金净流入，流入主要来自大单的 8.46 亿元，特大单净买入 1.77 亿元；其余 30 个行业全部净流出，净流入数量由上周的六个降至一个。资金净流出集中于科技与先进制造：电子净流出 260.22 亿元居首，特大单与大单分别净卖出 111.82 亿元和 148.40 亿元，有色金属（-157.35 亿元，特大单净卖出 78.65 亿元）、医药生物（-153.12 亿元）、机械设备（-147.91 亿元）、电力设备（-137.57 亿元）、传媒（-131.98 亿元）、计算机（-123.06 亿元）、通信（-105.56 亿元）紧随其后。上周净流入的电子、通信、银行、煤炭、家用电器本周分别转为净流出 260.22 亿元、105.56 亿元、61.52 亿元、10.74 亿元和 32.02

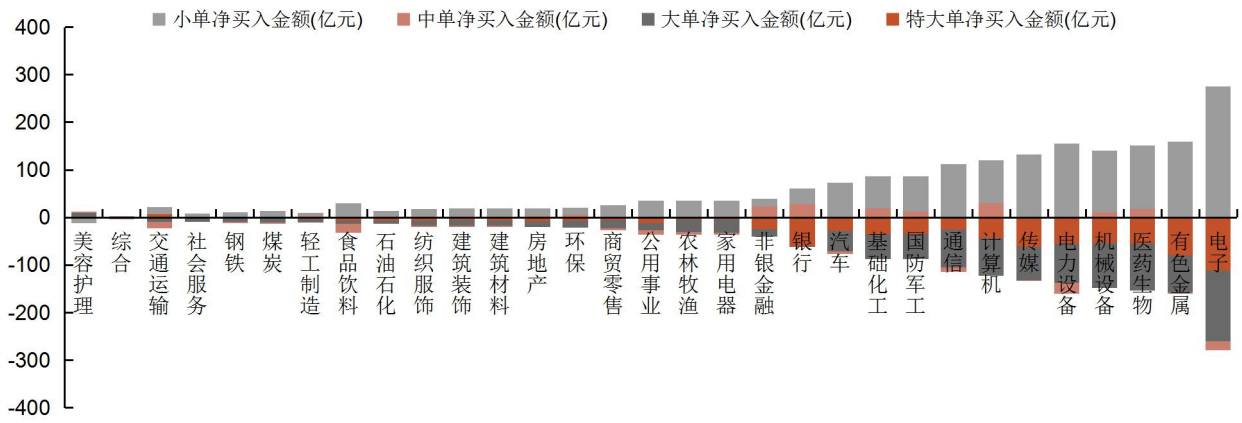
亿元。银行以 4.39%的领涨涨幅对应净流出 61.52 亿元，其中特大单净卖出 59.93 亿元而大单仅净卖出 1.59 亿元，价格与资金在权重方向内部出现背离，大体量资金在价格上行中减仓。

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）



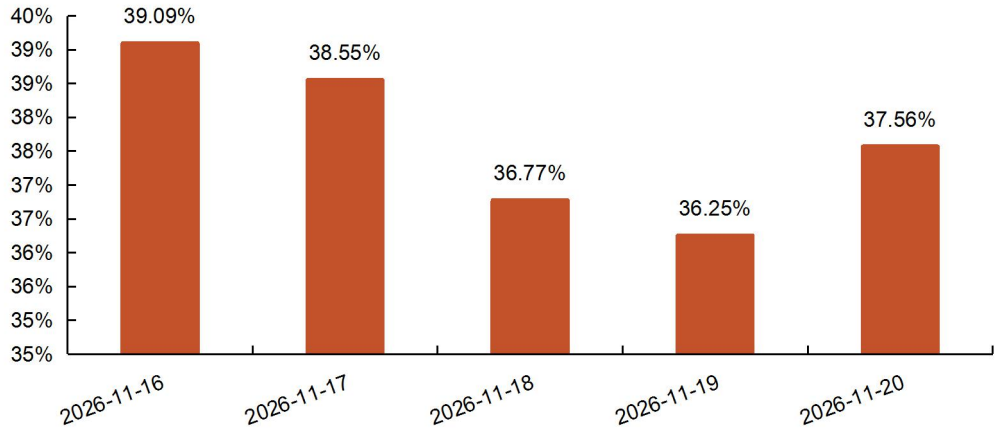
资料来源：Choice，山西证券研究所

2.4 拥挤度：集中度中枢下移，周均降至 37.64%

前 5%个股的成交额占比中枢下移，周内在低位窄幅波动。11 月 16 日为 39.09%，对应的前 5%个股成交额 6,404.21 亿元；11 月 17 日为 38.55%；11 月 18 日降至 36.77%；11 月 19 日降至 36.25%的周内低点，成交额 5,938.50 亿元；11 月 20 日回升至 37.56%，成交额 6,153.88

亿元，周均值 37.64%。周均值较上周的 43.46%回落 5.82 个百分点，周末读数 37.56%低于上周末值的 44.17%；20 日日均成交额由上周的 16,777.64 亿元降至 16,382.81 亿元，95%分位成交额降至周内 8.81 亿元至 10.59 亿元区间。集中度的回落与成交总额收缩同步：占比自 39.09%降至 36.25%的过程中，全市场单日成交额由 14,941.57 亿元降至 13,145.79 亿元，前 5%个股成交额由 6,404.21 亿元降至 5,938.50 亿元，降幅 7.27%小于全市场成交额的 12.02%，占比下降主要来自成交总额收缩而非资金向中小市值方向扩散。交易集中度对指数波动的放大作用较上周减弱，但资金扩散度同步由六个净流入行业降至一个，集中度的回落不构成资金面改善的证据。

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：价格与资金同步走弱，配置维持现金流确定性

回顾上周观点：（1）主判断被验证，倾向调整延续、重心下移，本周全 A 下跌 4.50%，跌幅扩大 3.68 个百分点，十个宽基九跌一涨。（2）上修条件全未兑现：超大单和大单未转净流入、净流入行业由六个降至一个、日均成交额由 1.66 万亿元降至 1.42 万亿元。（3）三项下修条件全部触发：11 月 16 日净流出 646.80 亿元超过 605.69 亿元阈值，11 月 19 日成交额 13,145.79 亿元跌破 1.4 万亿元，银行与煤炭净流入中断。（4）配置有效项：银行（+4.39%）、煤炭（+1.83%）上调正确，电力设备、有色金属、传媒下调后继续下跌。（5）偏差项：石油石化（+4.27%）、公用事业（+1.64%）、食品饮料（+1.34%）维持观察而价格上涨，电子与通信上调至持有后分别下跌 8.16%和 7.97%。

本周价格与资金同步走弱，全 A 下跌 4.50%，31 个申万一级行业 8 涨 23 跌，银行（+4.39%）、石油石化（+4.27%）、煤炭（+1.83%）领涨，传媒（-13.82%）、综合（-10.98%）、国防军工（-10.38%）领跌。（1）五个交易日全数收跌且周五跌幅扩大，超大单和大单全周净流出 1,830.14 亿元、较上周扩大 1,204.35 亿元，五日无一日净流入。（2）行业结构由全面反转转为防御方向延续，银行连续两周领涨，上周领涨的通信、电子本周跌幅居前。（3）量能收缩至日均 14,174.77 亿元、回落 14.74%，前 5%个股成交额占比周均 37.64%、回落 5.82 个百分点。宏观层面，10 月规模以上工业增加值同比 4.8%、社会消费品零售总额同比 0.4%、限额以上零售同比-4.9%、固定资产投资累计同比-8.1%，均低于预期；央行公开市场由上周净投放 5,380 亿元转为净回笼 4,845 亿元，11 月 1 年期与 5 年期 LPR 分别维持 3.0%和 3.5%。海外 11 月纽约联储制造业指数 7.8、费城 PMI 6.3 较前值大幅回落。

下周倾向于调整延续、斜率放缓，指数以低位震荡为主，继续单边下行的空间受估值约束；缩量、分位下移与集中度回落尚不构成底部确认，判别标准维持价格与资金双确认，单一指标改善不足以支持仓位提升。依据：（1）价格与资金仍同向下行，超大单和大单五日无一日净流入，周五净流出 521.83 亿元；（2）10 月主要经济数据均低于预期，需求端对价格修复的配合中断；（3）估值与交易结构提供部分缓冲，全 A 分位 51.96%、前 5%个股成交额占比周均 37.64%、回落 5.82 个百分点，上证 50 与全指价值取得相对收益。三处约束：净流入行业仅一个；上涨家数占比周五 5.61%、跌停 68 家，赚钱效应未见修复；银行领涨伴随特大单净卖出 59.93 亿元，权重方向价格与资金背离，双确认条件不成立。偏离情形：上修为超大单和大单连续两日净流入、净流入行业回升至五个以上、日均成交额回升至 1.6 万亿元且上涨家数占比恢复至 50%以上；下修为单日净流出超过 646.80 亿元、日均成交额跌破 1.3 万亿元，或上证 50 与银行方向转为补跌。

配置上，仓位维持中性偏防御，判别标准维持价格与资金双确认：（1）现金流确定性：银行（+4.39%居首、净流出 61.52 亿元、特大单净卖出 59.93 亿元）价格与资金背离，由持有下调至观察；石油石化（+4.27%）价格强而资金未确认，维持观察；煤炭（+1.83%）、公用事业（+1.64%）、交通运输（+1.45%）资金未转正，维持候补与候选。（2）盈利确定性：美容护理（-5.19%、净流入 10.23 亿元、连续第七周净流入）价格回落而资金持续流入，维持候补；食品饮料（+1.34%）由观察上调至候选；医药生物（-6.11%）维持观察。（3）科技：电子（-8.16%、净流出 260.22 亿元居首）、通信（-7.97%）、计算机（-8.20%）由持有下调至谨慎参与，等待资金流出收敛，回调分批执行的限定不再适用。（4）高弹性与先进制造：传媒（-13.82%领跌）

由候补下调至谨慎参与，有色金属（-10.21%）、机械设备（-10.22%）、电力设备（-7.35%）、国防军工（-10.38%）维持谨慎参与，其中传媒高换手与价格大跌并行，交易集中度风险最高。

重点跟踪六类信号：（1）超大单和大单资金流向，全周净流出 1,830.14 亿元，观察能否连续两日净流入；（2）成交额，日均 14,174.77 亿元，回升至 1.6 万亿元确认修复，跌破 1.3 万亿元触发收缩；（3）前 5%个股成交额占比，周均 37.64%，回升至 43%以上且伴随成交放大则加剧波动；（4）资金扩散度，净流入行业降至一个，能否回升至五个以上；（5）价格与资金双确认，银行特大单净卖出 59.93 亿元能否转正，价值与成长 6.91 个百分点的价差是否收敛；（6）宏观与海外路径，关注 11 月信贷投放、财政支出节奏与美国制造业景气回落对外部需求的传导。

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