2026 年 11 月 22 日

证券研究报告•市场投资策略

策略周报（11.16-11.20）

海外恐慌升温，A 股承压调整

摘要

- **A 股主要指数及行业表现：**本周（11 月 16 日至 20 日）A 股主要指数多数下跌，上证 50 上涨 0.39%。上证综指、沪深 300、科创 50 分别下跌 2.77%、1.54%、3.80%，深证综指、创业板指、中证 500、中证 1000、中证 2000 分别下跌 8.48%、8.82%、7.11%、11.15%、13.68%。风格指数中，金融、稳定分别上涨 1.49%、0.96%，周期、消费、成长分别下跌 6.87%、3.64%、10.30%。行业层面，银行、家电分别上涨 3.21%、1.13%，传媒、国防军工、机械、通信分别下跌 14.97%、13.86%、11.44%、11.15%。
- **A 股主要指数及行业估值：**截至 11 月 20 日，全部 A 股 PE(TTM)较上周下降 0.84 至 19.12 倍，处于近 10 年 57.0%分位；PB(LF)下降 0.07 至 1.57 倍，处于近 10 年 18.9%分位。食品饮料(+0.24)、银行(+0.21)、家用电器(+0.14)PE(TTM)周环比上升，综合(-7.19)、传媒(-5.90)、国防军工(-5.83)、计算机(-5.27)降幅居前。PB-ROE 关系显示，有色金属、非银金融、银行、石油石化、食品饮料、家用电器等行业位于趋势线上方；房地产、综合、农林牧渔、商贸零售、计算机、建筑材料等行业位于趋势线下方。
- **A 股情绪指标：**截至 11 月 20 日，市场宽度持续收缩。周五上涨家数占比为 5.6%，5 日均值由上周五的 41.8%降至 17.0%；站上 20 日均线的个股占比由 27.3%降至 7.9%。全 A 股权风险溢价较上周上升 0.26pp 至 3.55%，高于 3.5 年滚动历史均值（3.11%），处于 5 年 82.0%分位。截至 11 月 19 日，两融余额为 22,223 亿元，较上周减少约 642 亿元；占 A 股流通市值 2.85%，较上周下降 0.02pp。
- **全球大类资产表现：**本周纳斯达克指数、标普 500、道琼斯工业平均分别下跌 10.02%、8.61%、8.02%，恒生指数下跌 5.19%。中国、美国、德国 10 年期国债收益率分别下行 3.20bp、23.00bp、5.00bp 至 1.58%、4.92%、3.32%；英国、日本分别下行 3.31bp、2.90bp 至 5.27%、2.87%（分别截至 11 月 18 日、19 日）。LME 铝上涨 1.08%，LME 铜、伦敦金现、布伦特原油、大豆期货分别下跌 10.14%、8.91%、5.07%、0.99%。
- **投资策略：**海外利空密集冲击风险偏好，VIX 升至 35 以上。历史回测提示极端恐慌后存在短期反弹机会，但不足以确认趋势反转。中期修复仍需等待联储释放政策缓和信号。AI 叙事、盈利上修与宽松支撑均受挑战，若反弹未重回前高且预期未改善，美股或延续震荡下行。A 股估值与情绪虽已压缩，海外压力未消，短期或维持震荡偏弱。
- **风险提示：**宏观环境超预期变化、风险事件超预期演绎、统计偏差等风险。

西南证券研究院

分析师：程睿智

执业证号：S1250524050004

邮箱：chengzuoz@swsc.com.cn

分析师：刘彦宏

执业证号：S1250523030002

邮箱：liuyanhong@swsc.com.cn

相关研究

1. 风急潮不改——2026 年四季度 A 股策略 (2026-11-10)
2. 日元拐点的预警——2026 年三季度策略 (2026-08-24)
3. 阶段性冲击下的美股底部形成机制——2023 年以来美股五次回撤复盘与底部信号 (2026-06-17)
4. 全球三大非均衡正反馈发散系统下的范式重塑——李嘉图不等价、购买力不平价与利率不平价 (2026-04-24)
5. 2026 年策略展望：大类资产定价的 K 型背离——黄金坐标系的切换与财政风险溢价的扩散路径 (2025-12-04)

目 录

1 A 股主要指数及行业表现.....1
2 A 股主要指数及行业估值.....2
3 A 股情绪指标.....4
4 全球大类资产表现.....5
5 投资策略.....6
6 风险提示.....7

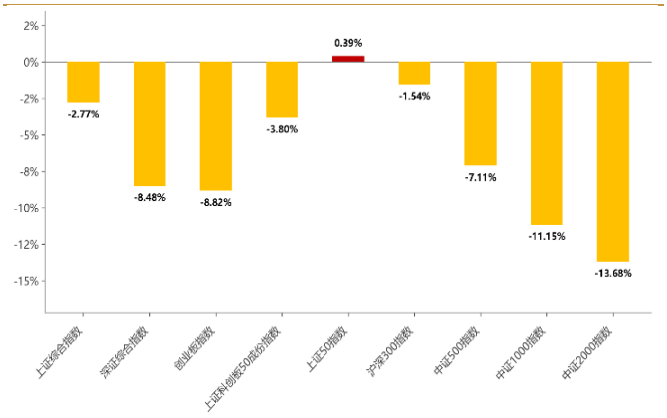
图 目 录

图 1：本周 A 股主要指数涨跌幅（2026.11.16-11.20）.....1
图 2：本周 A 股主要指数风格涨跌幅（2026.11.16-11.20）.....1
图 3：本周中信行业涨跌幅（2026.11.16-11.20）.....1
图 4：近 10 年全部 A 股 PE(TTM)估值情况.....2
图 5：近 10 年全部 A 股 PB(LF)估值情况.....2
图 6：A 股主要指数 PE(TTM)估值对比情况（2026.11.16-11.20）.....2
图 7：A 股主要指数 PB(LF)估值对比情况（2026.11.16-11.20）.....2
图 8：A 股各行业 PE(TTM)估值对比情况（2026.11.16-11.20）.....3
图 9：A 股申万一级行业 PB-ROE 估值情况（2026.11.20）.....3
图 10：全部 A 股中上涨家数占比.....4
图 11：全部 A 股中收盘价高于 20 日均线的公司数量占比.....4
图 12：近 5 年全 A 股权风险溢价变化情况.....4
图 13：两融余额及占 A 股流通市值比重情况.....5
图 14：本周港股及海外主要指数涨跌幅 （2026.11.16-11.20）.....5
图 15：本周港股及海外主要指数 PE(TTM)估值对比情况 （2026.11.16-11.20）.....5
图 16：全球 10 年期国债收益率走势.....6
图 17：本周全球大宗商品价格涨跌幅（2026.11.16-11.20）.....6

1 A股主要指数及行业表现

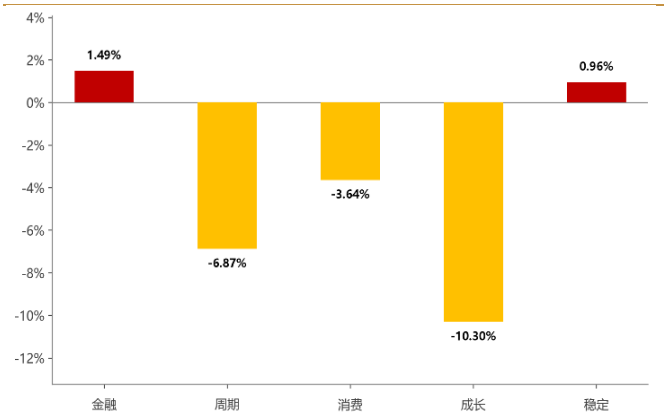
本周（11月16日至20日）A股主要指数多数下跌，上证50上涨0.39%。上证综指、沪深300、科创50分别下跌2.77%、1.54%、3.80%，深证综指、创业板指、中证500、中证1000、中证2000分别下跌8.48%、8.82%、7.11%、11.15%、13.68%。风格指数中，金融、稳定分别上涨1.49%、0.96%，周期、消费、成长分别下跌6.87%、3.64%、10.30%。

图1：本周A股主要指数涨跌幅（2026.11.16-11.20）



数据来源：wind、西南证券整理

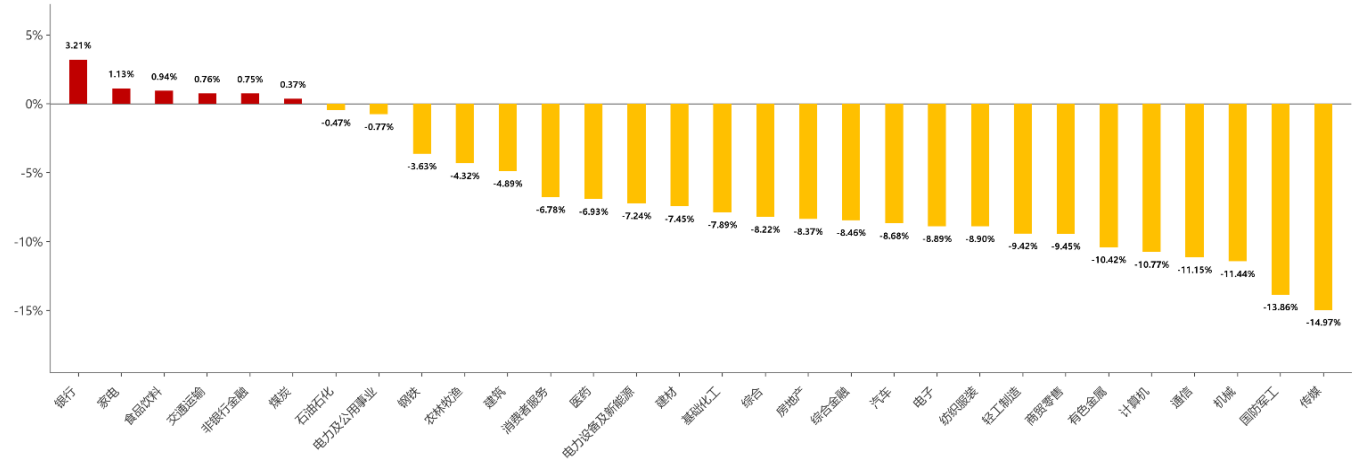
图2：本周A股主要指数风格涨跌幅（2026.11.16-11.20）



数据来源：wind、西南证券整理

行业层面，30个中信一级行业中6个上涨、24个下跌。银行、家电、食品饮料、交通运输分别上涨3.21%、1.13%、0.94%、0.76%；传媒、国防军工、机械、通信分别下跌14.97%、13.86%、11.44%、11.15%，跌幅居前。金融与部分消费行业相对抗跌，成长板块调整较多。

图3：本周中信行业涨跌幅（2026.11.16-11.20）



数据来源：wind、西南证券整理

2 A股主要指数及行业估值

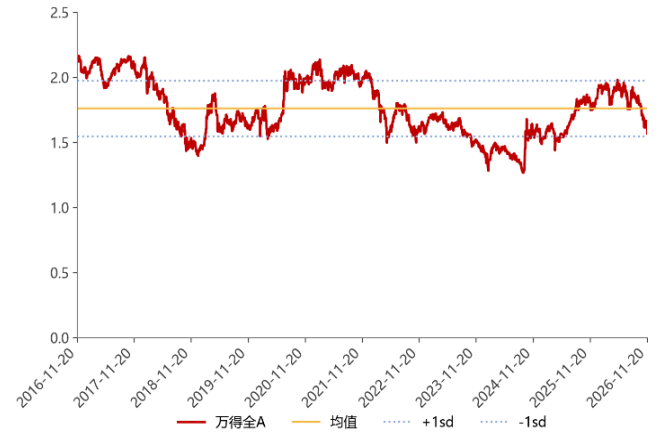
截至 11 月 20 日，全部 A 股 PE(TTM)较上周下降 0.84 至 19.12 倍，1 年/3 年/10 年分位数分别为 0.0%/49.7%/57.0%；PB(LF)下降 0.07 至 1.57 倍，1 年/3 年/10 年分位数分别为 0.0%/40.4%/18.9%。市场调整带动全部 A 股估值回落。

图 4：近 10 年全部 A 股 PE(TTM)估值情况



数据来源：wind、西南证券整理

图 5：近 10 年全部 A 股 PB(LF)估值情况

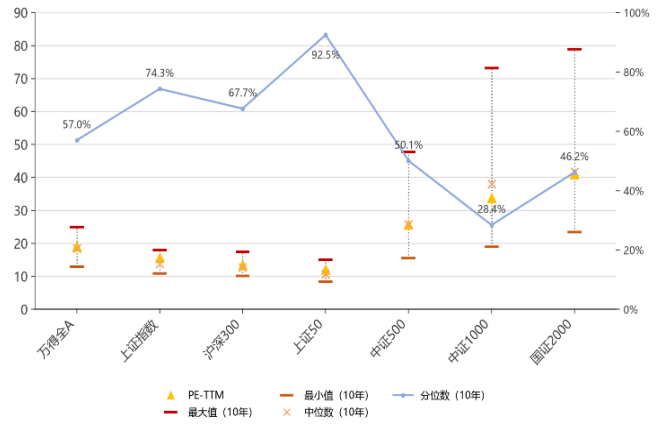


数据来源：wind、西南证券整理

主要指数中，中证 500 本周下跌 7.11%，PE(TTM)较上周下降 1.72 至 25.70 倍，1 年/3 年/10 年分位数分别为 0.0%/31.6%/50.1%；PB(LF)下降 0.13 至 1.88 倍，1 年/3 年/10 年分位数分别为 0.0%/51.1%/48.0%。

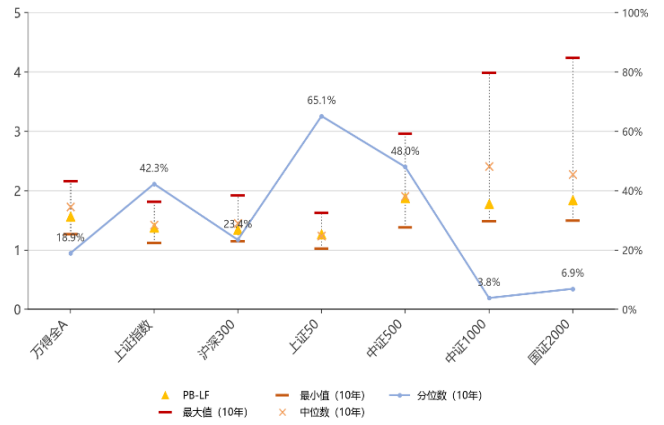
上证指数本周下跌 2.77%，PE(TTM)较上周下降 0.25 至 15.65 倍，1 年/3 年/10 年分位数分别为 9.0%/59.9%/74.3%；PB(LF)下降 0.02 至 1.38 倍，1 年/3 年/10 年分位数分别为 0.3%/54.6%/42.3%。

图 6: A股主要指数 PE(TTM)估值对比情况（2026.11.16-11.20）



数据来源：wind、西南证券整理

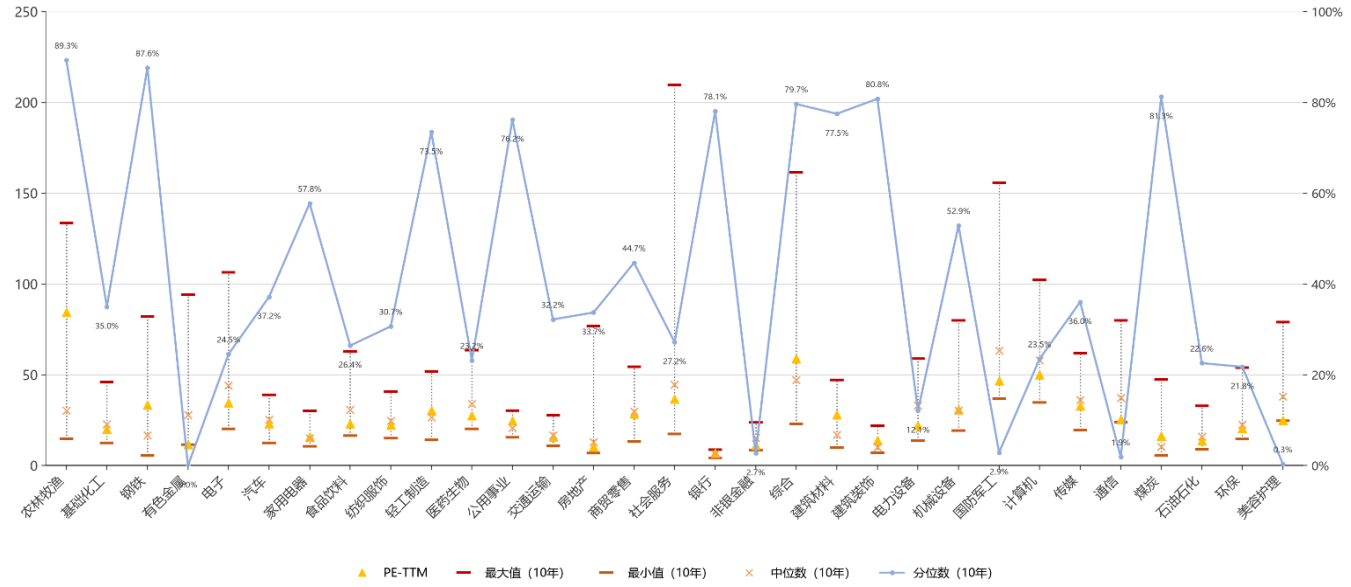
图 7：A股主要指数 PB(LF)估值对比情况（2026.11.16-11.20）



数据来源：wind、西南证券整理

看申万一级行业估值周环比变化（变化单位为倍），食品饮料(+0.24)、银行(+0.21)、家用电器(+0.14)、公用事业(+0.06)、非银金融(+0.06)PE(TTM)升幅居前，分别升至 23.00、6.95、15.84、24.80、11.22 倍；综合(-7.19)、传媒(-5.90)、国防军工(-5.83)、计算机(-5.27)、机械设备(-4.11)降幅居前，分别降至 58.99、32.81、46.66、50.03、30.82 倍。

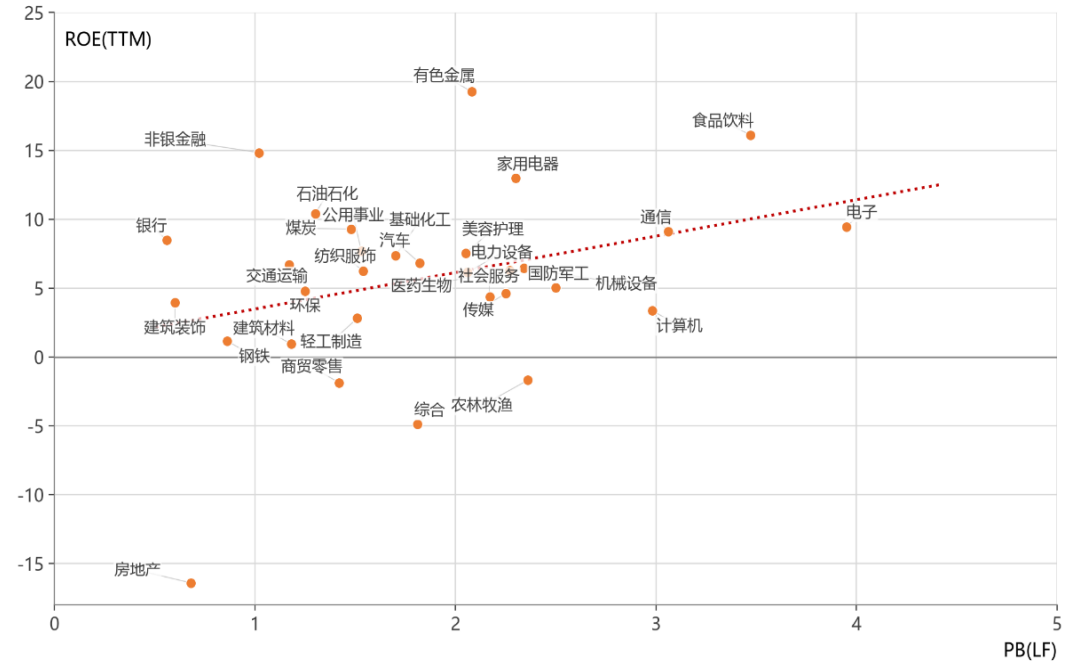
图 8：A 股各行业 PE(TTM)估值对比情况（2026.11.16-11.20）



数据来源：Wind、西南证券整理

从申万一级行业 PB-ROE 情况来看，有色金属、非银金融、银行、石油石化、食品饮料、家用电器等行业位于趋势线上方，ROE 相对 PB 偏高，从该截面关系看相对低估；房地产、综合、农林牧渔、商贸零售、计算机、建筑材料等行业位于趋势线下方，ROE 相对 PB 偏低，估值更依赖未来盈利预期兑现。

图 9：A 股申万一级行业 PB-ROE 估值情况（2026.11.20）

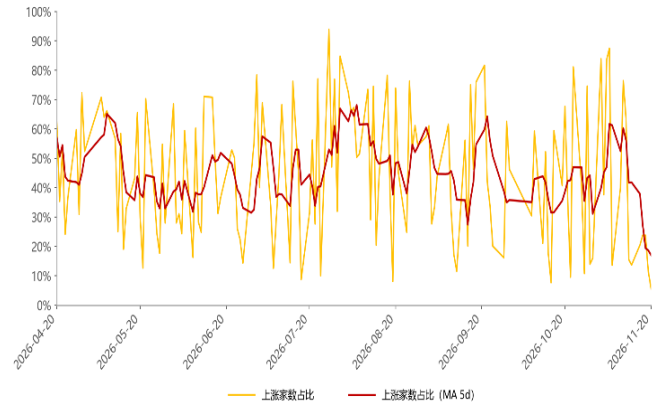


数据来源：Wind、西南证券整理

3 A股情绪指标

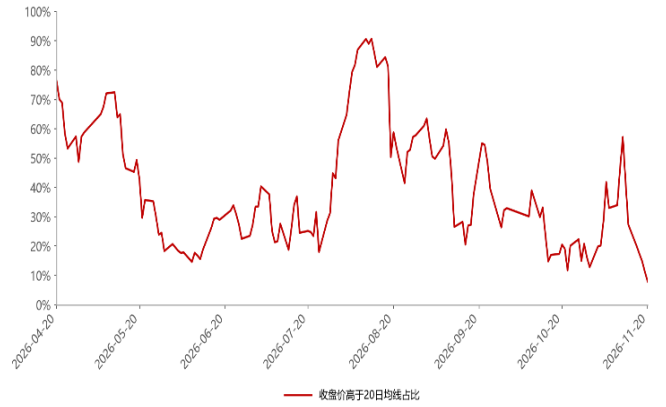
截至周五（11 月 20 日），市场宽度持续收缩。上涨家数占比由周一的 20.4%降至周五的 5.6%，5 日均值由上周五的 41.8%降至 17.0%；站上 20 日均线的个股占比由上周五的 27.3%降至 7.9%，市场广度与赚钱效应明显走弱。

图 10：全部 A 股中上涨家数占比



数据来源：wind、西南证券整理

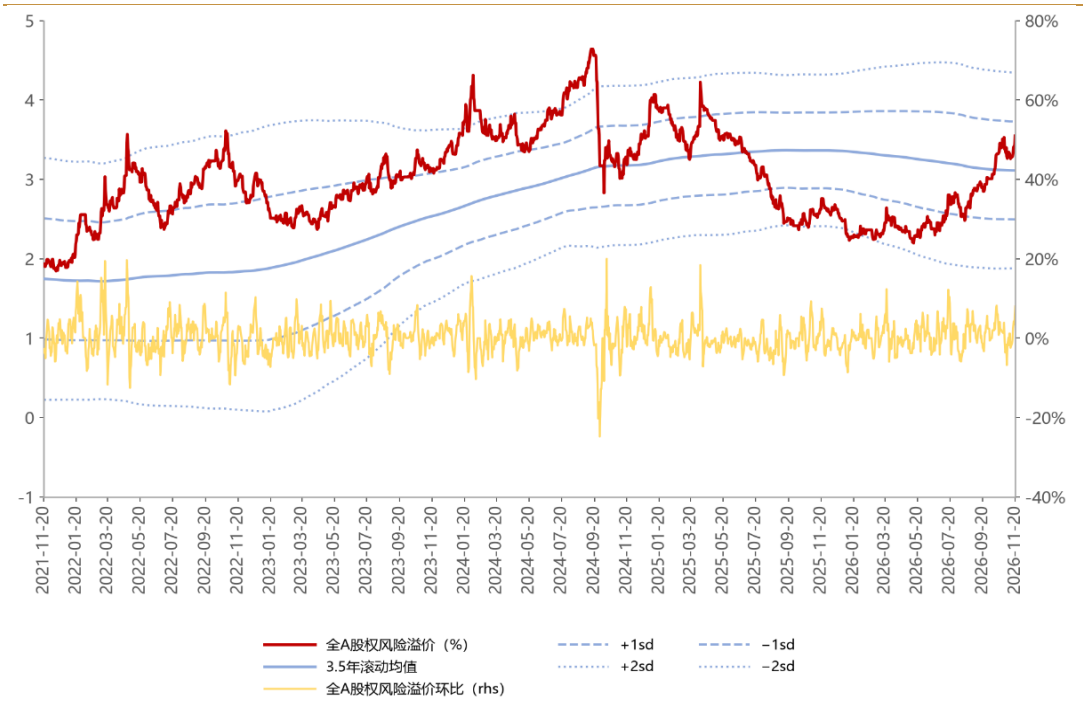
图 11：全部 A 股中收盘价高于 20 日均线的公司数量占比



数据来源：wind、西南证券整理

截至 11 月 20 日，全 A 股权风险溢价较上周最后一个交易日上升 0.26pp 至 3.55%，高于 3.5 年滚动历史均值（3.11%），低于+1 倍标准差（3.73%），处于 5 年 82.0%分位。权益相对债券的风险补偿有所提高。

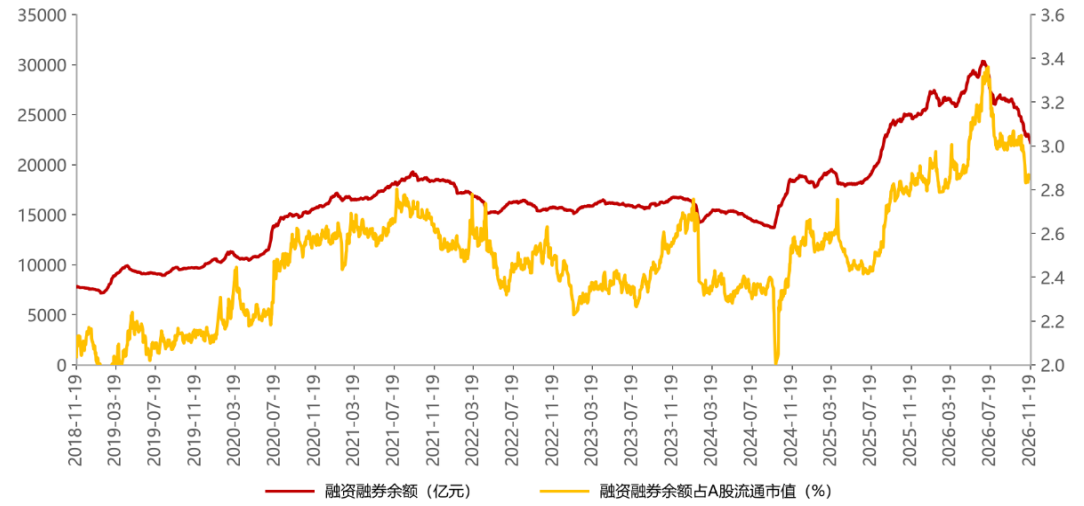
图 12：近 5 年全 A 股权风险溢价变化情况



数据来源：Wind、西南证券整理

截至 11 月 19 日，两融余额为 22,223 亿元，较上周减少约 642 亿元；占 A 股流通市值 2.85%，较上周下降 0.02pp。

图 13：两融余额及占 A 股流通市值比重情况

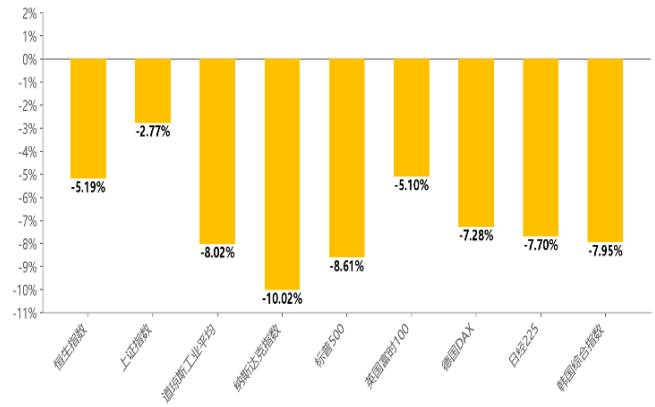


数据来源：Wind、西南证券整理

4 全球大类资产表现

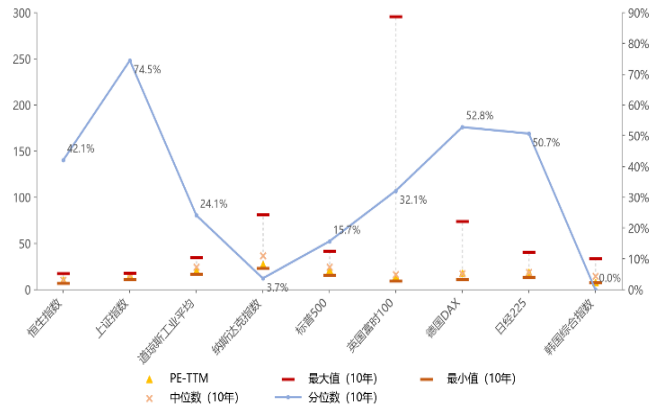
股指方面，本周海外主要股指普跌。纳斯达克指数、标普 500、道琼斯工业平均分别下跌 10.02%、8.61%、8.02%，恒生指数、上证指数分别下跌 5.19%、2.77%。PE(TTM)方面，道琼斯工业平均、标普 500、日经 225 分别较上周下降 2.68 至 20.73 倍、2.29 至 21.33 倍、1.61 至 18.93 倍；恒生指数下降 0.65 至 10.18 倍。

图 14：本周港股及海外主要指数涨跌幅（2026.11.16-11.20）



数据来源：wind、西南证券整理

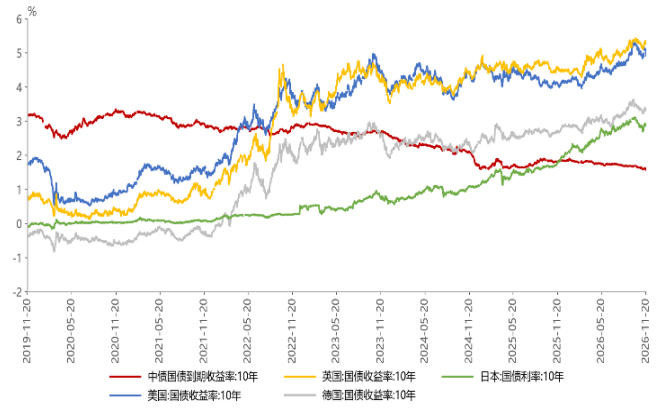
图 15：本周港股及海外主要指数 PE(TTM)估值对比情况（2026.11.16-11.20）



数据来源：wind、西南证券整理

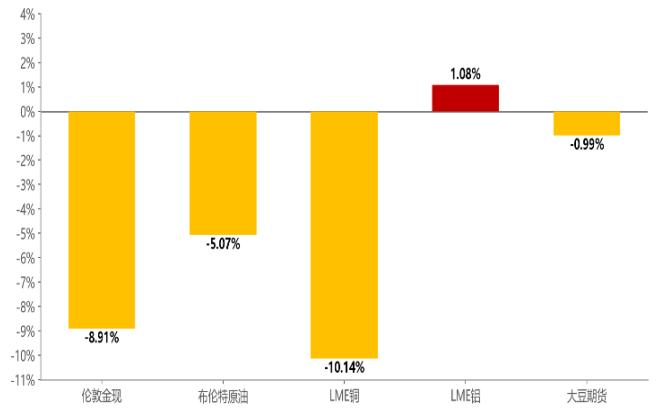
债市方面，截至 11 月 20 日，中国、美国、德国 10 年期国债收益率分别较上周下行 3.20bp 至 1.58%、23.00bp 至 4.92%、5.00bp 至 3.32%；英国（截至 11 月 18 日）、日本（截至 11 月 19 日）分别下行 3.31bp、2.90bp 至 5.27%、2.87%。大宗商品方面，LME 铝上涨 1.08%，LME 铜、伦敦金现、布伦特原油、大豆期货分别下跌 10.14%、8.91%、5.07%、0.99%。

图 16：全球 10 年期国债收益率走势



数据来源：wind、西南证券整理

图 17：本周全球大宗商品价格涨跌幅（2026.11.16-11.20）



数据来源：wind、西南证券整理

5 投资策略

上周利空事件频出，沃勒提示 12 月可能需要加息 50bp，特朗普表示将收紧海外算力许可，英伟达遭 SEC 调查的消息进一步冲击 AI 产业预期。周五美股大跌，标普 500 跌破年线，VIX 升至 35 以上；铜、金同步重挫，美元、美债展现避险属性，反映市场风险偏好快速收缩。

短期看，极端恐慌后权益资产存在反弹机会。我们回测了 2007 年以来 VIX 升至 35 以上的 16 次案例，除 2008 年金融危机、2010 年欧债危机、2022 年加息周期等特殊情形，标普 500 未来三个月正收益概率为 81%，未来一、三个月平均收益率分别为 2.3%、6.6%。从期限结构看，上周五 VIX3M/VIX 降至 0.86；历史上 15 次跌破 0.87 的案例中，除 2008 年、2010 年、2018 年和 2020 年等特殊阶段，标普 500 随后三个月正收益概率为 60%，平均收益率为 1.8%。两项指标均提示反弹窗口，但不足以确认趋势反转。

中期看，恐慌过后或仍需 Fed put，即联储释放政策缓和信号，才能改善市场对下行风险的定价。历史上，2010 年 8 月 27 日伯南克表示仍有额外刺激工具，2015 年 8 月 26 日杜德利称加息理由减弱，2018 年 11 月 28 日鲍威尔表示利率接近中性区间，2020 年 3 月 15 日联储降至零利率并宣布大规模购债，均是重要节点。不过，政策信号出现后海外市场仍可能继续调整，2018 年底即是例证。

过去三年美股多次在冲击后 V 形修复，背后有 AI 叙事、盈利上修及宽松政策支撑，而这些逻辑近期均受到挑战。若后续反弹无法重回前高，且盈利与政策预期未改善，美股可能延续震荡下行，直至 Fed put 重新回归。对 A 股而言，前期估值与情绪已大幅压缩，但海外压力仍在，短期或延续震荡偏弱走势。

6 风险提示

（1）宏观环境超预期变化的风险

1）经济基本面超预期变化：若国内经济复苏的斜率、节奏或结构明显偏离预期，将直接影响企业盈利预期与市场风险偏好，进而改变行业配置与估值中枢。

2）政策环境超预期转向：货币、财政、产业政策的力度、节奏或方向若超预期调整，可能对市场资金面、风险溢价及估值水平产生冲击。

3）海外宏观与流动性环境超预期变化：美联储货币政策路径、全球通胀走势、地缘政治局势、主要经济体衰退风险等若出现超预期演化，将通过汇率、资本流动、外需与风险偏好等渠道对国内市场形成传导。

（2）风险事件超预期演绎的风险

1）黑天鹅事件冲击：突发的地缘冲突、极端自然灾害、重大信用违约等难以提前预测的事件，可能引发市场短期剧烈波动与情绪踩踏。

2）尾部风险被低估：模型与历史规律难以充分刻画极端情形，若出现超预期的尾部风险，可能导致基于历史统计与中性假设得出的结论出现较大偏差。

（3）统计偏差的风险

1）样本与数据口径的局限性：报告所引用的统计数据、财务指标及行业分类（如申万行业分类、指数成分等）均存在特定的编制口径、统计时点与修订机制。若样本覆盖不全、数据存在滞后或后续被追溯调整，可能导致历史规律与当前结论之间的偏差。

2）幸存者偏差与选择性偏误：部分分析所使用的样本可能剔除或遗漏了已退市、被并购、暂停交易的标的，从而高估或低估整体表现。

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱
上海	崔露文	上海公募销售主管	15642960315	clw@swsc.com.cn
	张方毅	私募销售主管	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn
	张大炜	销售岗	13163027178	zhangdaw@swsc.com.cn
	张怀文	销售岗	18800275611	zhanghuaiwen@swsc.com.cn
	苏湖	销售岗	18913127448	suhu1997@swsc.com.cn
北京	李杨	北京公募销售主管	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	姚航	北京保险销售主管	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
	李逸凡	销售岗	13906354066	liyf@swsc.com.cn
广深	高欣	广深销售主管	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzr@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn
	周玥	销售岗	18580531950	zhy1997@swsc.com.cn
	彭志伟	销售岗	15521604635	pzhw@swsc.com.cn