信义山证 汇通天下
山西证券 SHANXI SECURITIES
证券研究报告

策略

资金供给宽松、权益需求收缩，配置转向现金流与资源防御

----策略周报（20260921~20260924）

2026 年 9 月 28 日
策略研究/定期报告

相关报告：

----策略周报（20260914~20260918）-量价资金共振驱动修复，拥挤度高企约束节奏 2026.9.21

----策略周报（20260907~20260911）-底部震荡结构分化，配置聚焦量价资金共振主线 2026.9.14

----策略周报（20260831~20260904）-防御延续的弱势整理，配置重心转向现金流确定性 2026.9.7

----策略周报（20260824~20260828）-双线配置应对流动性驱动的高位轮动 2026.8.31

----策略周报（20260817~20260821）-价值防御为主，业绩龙头为辅 2026.8.24

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 股市场冲高回落、缩量调整，东方财富全 A 下跌 0.92%，北证 50 上涨 1.09%，为唯一收涨的宽基指数；深证成指下跌 2.37%、创业板指下跌 2.48%、科创 50 下跌 1.86%，上证指数下跌 0.60%、上证 50 下跌 0.63%。市场周内冲高回落，周一普遍收涨（东方财富全 A 上涨 1.00%），周二窄幅整理，周三转跌，周四跌幅扩大（上证指数下跌 1.22%、创业板指下跌 2.68%）。风格层面价值显著占优，全指价值下跌 0.22%、全指成长下跌 1.87%，申万小盘（-1.40%）相对抗跌。行业方面，煤炭（+2.54%）、石油石化（+2.50%）、美容护理（+2.34%）领涨；全市场 11 个行业收涨、20 个行业收跌。估值方面，东方财富全 A 滚动市盈率降至 17.01 倍，历史分位回落至 71%，科创 50 分位降至 89%。
- 市场量能前高后低，周一成交额 2.05 万亿元、周二升至 2.15 万亿元的周内高点，周四缩量至 1.67 万亿元的周内低点，日均成交额 1.91 万亿元。电子行业成交额 21,667 亿元居首，机械设备、通信交易热度居前。资金流向方面，主力资金全周净流出 1,271.38 亿元、较上周的 10.38 亿元显著扩大，超大单由上周净流入 408.61 亿元转为净流出 521.14 亿元，小单资金净流入 1,265.26 亿元。个股赚钱效应逐日走弱，周四上涨家数占比降至 20.11%、下跌占比 77.32%。仅汽车、煤炭、美容护理、家用电器四个行业获资金净流入，电子、通信、有色金属净流出居前。前 5%个股成交额占比前高后低，周二 51.33%后降至周四 36.85%的周内低位。
- 央行全周净投放 7,875 亿元，货币政策委员会定调加大逆周期调节、保持流动性充裕，9 月 LPR 维持 3.00%、3.50%不变；但超大单和大单资金加速流出，资金供给宽松与权益需求收缩并存，构成本周核心矛盾。上周策略部分获验证，下周倾向于节前缩量整理、重心下移趋缓，仓位维持中性：煤炭标准配置、银行维持底仓、石油石化对冲持有、公用事业降为观察；医药生物候补降为观察，有色、电子、通信、机械设备等待资金流出收敛；汽车与美容护理小仓位候补；规避电子、通信、电力设备、机械设备，谨慎参与农林牧渔、国防军工、商贸零售。重点跟踪主力资金流出收敛、2 万亿元成交额阈值、拥挤度回升方向、央行跨节投放与节后政策、长假期间海外市场与外需数据。
- **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

仅供内部参考，请勿外传

目录

1、 市场表现：冲高回落缩量调整，价值风格占优，估值分位回落.....4
1.1 价格：主要指数普遍调整，北证 50 独涨，煤炭石油石化领涨.....4
1.2 估值：估值中枢随市回落，科创 50 高分位有所消化.....7
2、 市场情绪：量能前高后低缩量调整，赚钱效应逐日走弱.....8
2.1 量能：量能前高后低，电子成交主导，机械设备通信活跃.....8
2.2 换手率：电子交易热度居首，银行板块换手垫底.....10
2.3 资金流向：超大单和大单净流出显著扩大，仅四个行业获资金净流入.....11
2.4 拥挤度：前 5%成交集中度前高后低，周四降至 37%低位.....13
3、 策略观点：资金供给宽松、权益需求收缩，配置转向现金流与资源防御.....14
4、 风险提示.....16

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）.....9
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（%）.....11
图 10： A 股净流入/净流出家数及净流入家数占比.....12
图 11： A 股上涨/下跌/平盘/停牌个股占比.....12
图 12： A 股各行业本周净流入金额和资金流入比率.....13

仅供内部参考，请勿外传

图 13： A 股各行业本周不同体量资金净买入金额（亿元）..... 13

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

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）..... 7

表 5： A 股主要指数周内单日换手率（%）..... 10

表 6： A 股周内资金净流入（亿元）.....11

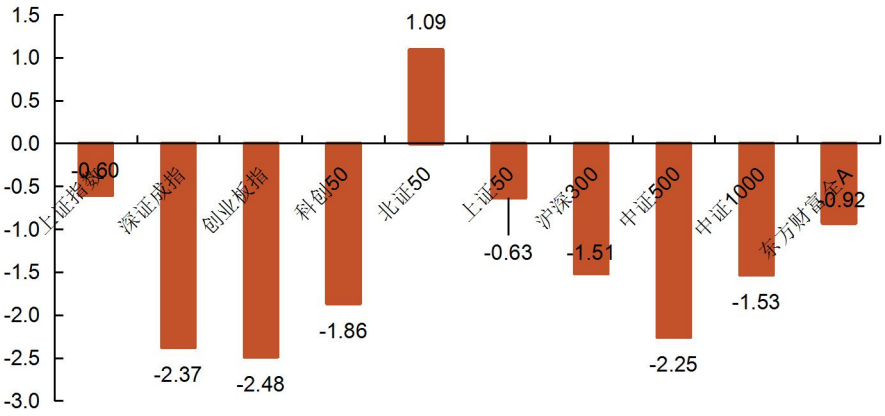
仅供内部参考，请勿外传

1、市场表现：冲高回落缩量调整，价值风格占优，估值分位回落

1.1 价格：主要指数普遍调整，北证 50 独涨，煤炭石油石化领涨

本周（9 月 21 日~9 月 24 日）A 股主要指数普遍调整，东方财富全 A 下跌 0.92%。北证 50 上涨 1.09%，为唯一收涨的宽基指数；深证成指下跌 2.37%、创业板指下跌 2.48%、中证 500 下跌 2.25%、中证 1000 下跌 1.53%、沪深 300 下跌 1.51%、科创 50 下跌 1.86%，上证指数下跌 0.60%、上证 50 下跌 0.63%。从单日走势来看，市场周内冲高回落，周一普遍收涨（东方财富全 A 上涨 1.00%、北证 50 上涨 1.32%），周二窄幅整理（上证指数上涨 0.06%、深证成指下跌 0.05%），周三转跌（东方财富全 A 下跌 0.45%、北证 50 逆势上涨 2.60%），周四跌幅扩大（上证指数下跌 1.22%、创业板指下跌 2.68%、科创 50 下跌 2.35%），全周呈现冲高回落、缩量下行特征。

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	2026-09-21	2026-09-22	2026-09-23	2026-09-24	最大涨幅	最大跌幅
000001.SH	上证指数	0.9723	0.0562	-0.3949	-1.2231	0.9723	-1.2231
399001.SZ	深证成指	0.6535	-0.0458	-0.6388	-2.3402	0.6535	-2.3402
399006.SZ	创业板指	0.7980	0.0100	-0.5977	-2.6826	0.7980	-2.6826
000688.SH	科创 50	0.2937	0.4559	-0.2515	-2.3471	0.4559	-2.3471
899050.BJ	北证 50	1.3248	-1.0749	2.6024	-1.7041	2.6024	-1.7041
000016.SH	上证 50	0.9032	0.4303	-0.5267	-1.4226	0.9032	-1.4226

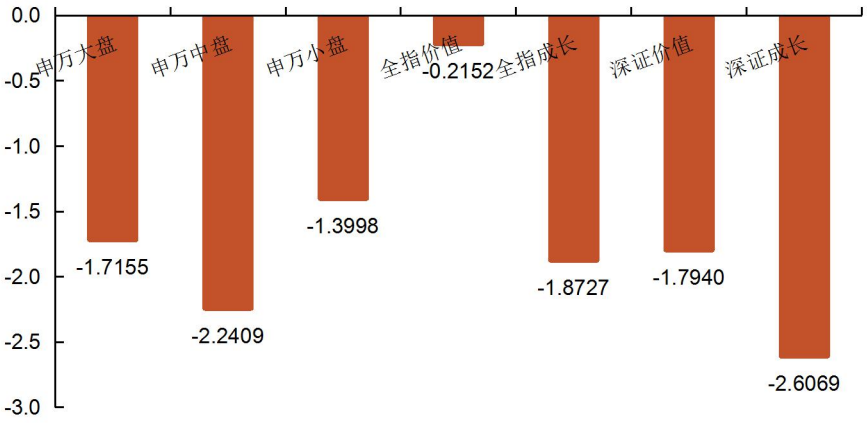
仅供内部参考，请勿外传

000300.SH	沪深 300	0.7138	0.1106	-0.6009	-1.7297	0.7138	-1.7297
000905.SH	中证 500	0.6522	-0.2743	-0.4742	-2.1529	0.6522	-2.1529
000852.SH	中证 1000	1.0243	-0.0940	-0.1737	-2.2647	1.0243	-2.2647
800000.EI	东方财富全 A	0.9955	0.0640	-0.4473	-1.5236	0.9955	-1.5236

资料来源：Choice，山西证券研究所

价值风格显著占优，小盘股相对抗跌。从规模风格来看，申万小盘指数全周下跌 1.40%，跌幅最小；申万大盘指数下跌 1.72%，申万中盘指数下跌 2.24%。从价值成长风格来看，全指价值全周下跌 0.22%，全指成长下跌 1.87%，价值风格相对占优 1.66 个百分点；深证价值下跌 1.79%，深证成长下跌 2.61%。从单日走势来看，周一两类风格同步上涨（全指价值 0.75%、全指成长 0.83%），周二至周四全指价值跌幅均明显小于全指成长，其中周四全指价值下跌 0.31%、全指成长下跌 2.51%，防御属性在调整阶段持续显现。

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，%）

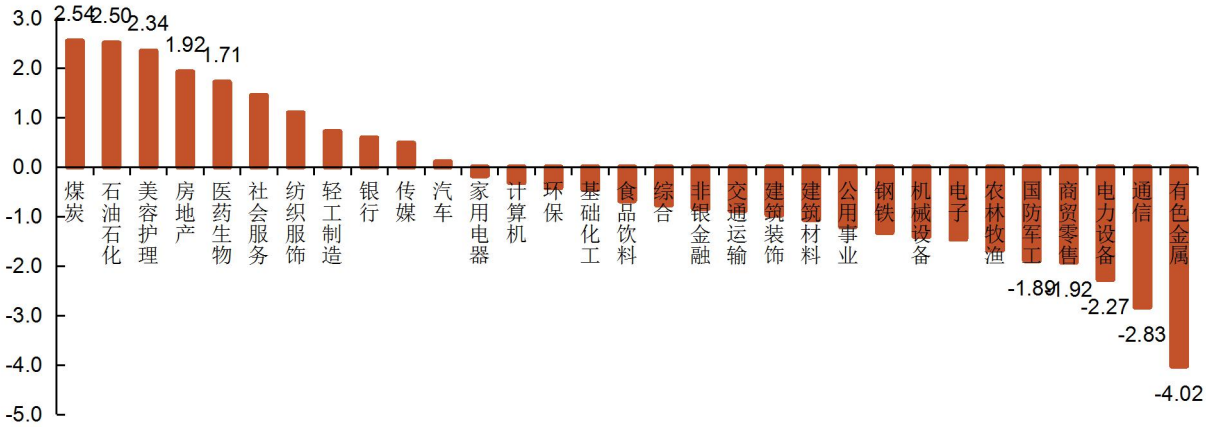
简称	2026-09-21	2026-09-22	2026-09-23	2026-09-24
申万大盘	0.6465	0.1276	-0.6253	-1.8576
申万中盘	0.6220	-0.0993	-0.4565	-2.3026
申万小盘	0.9558	-0.1371	-0.1172	-2.0845
全指价值	0.7465	-0.0124	-0.6307	-0.3136
全指成长	0.8251	0.3330	-0.5052	-2.5063
深证价值	0.3479	-0.0245	-0.6280	-1.4918
深证成长	0.7394	-0.1522	-0.5956	-2.5942

仅供内部参考，请勿外传

资料来源：Choice，山西证券研究所

煤炭石油石化领涨，科技与资源分化。本周 11 个行业收涨、20 个行业收跌，煤炭以 2.54%的涨幅居首，石油石化（2.50%）、美容护理（2.34%）、房地产（1.92%）、医药生物（1.71%）涨幅居前；有色金属领跌 4.02%，通信（-2.83%）、电力设备（-2.27%）、商贸零售（-1.92%）、国防军工（-1.89%）跌幅居前，上一周获资金确认的科技主线本周普遍回吐。从单日走势来看，周一普涨日房地产上涨 3.89%、医药生物上涨 3.62%、美容护理上涨 2.92%，家用电器下跌 1.22%；周二传媒上涨 2.11%、计算机上涨 1.53%，交通运输（-1.14%）、钢铁（-0.89%）领跌；周三普跌，传媒（-2.32%）、商贸零售（-2.03%）、煤炭（-1.44%）跌幅居前；周四跌幅扩大，有色金属下跌 3.49%、建筑材料下跌 2.88%、电子下跌 2.84%、通信下跌 2.36%，而石油石化（0.93%）、煤炭（0.90%）、纺织服饰（0.63%）、银行（0.45%）逆势收涨。

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	2026-09-21	2026-09-22	2026-09-23	2026-09-24
煤炭	1.9142	1.2020	-1.4402	0.8980
石油石化	1.6870	0.3651	-0.4554	0.9334
美容护理	2.9237	0.1201	-0.5844	-0.0427
房地产	3.8874	0.4219	-0.0070	-2.2674
医药生物	3.6242	0.3192	0.2604	-2.3681
社会服务	2.0375	-0.2449	0.3628	-0.8431
纺织服饰	1.6651	-0.4323	-0.7935	0.6347

仅供内部参考，请勿外传

轻工制造	1.4335	0.4423	-0.4743	-0.7980
银行	0.7313	-0.0531	-0.5329	0.4503
传媒	1.3777	2.1119	-2.3172	-0.8522
汽车	1.1991	0.0831	-0.3555	-0.8430
家用电器	-1.2233	1.2607	-0.1295	-0.0473
计算机	1.2174	1.5291	-1.2740	-1.6965
环保	0.9405	-0.0703	-0.3674	-0.9153
基础化工	1.5823	0.2512	0.0156	-1.9137
食品饮料	0.4519	0.2879	-0.1092	-1.2811
综合	-0.1146	1.3198	-0.8225	-1.0136
非银金融	1.0915	0.5660	-0.6747	-1.7883
交通运输	1.2268	-1.1354	-0.6737	-0.2405
建筑装饰	0.9276	-0.4626	-0.1701	-1.2143
建筑材料	2.6201	-0.2810	-0.2794	-2.8831
公用事业	-0.0125	-0.4362	-0.8486	0.0909
钢铁	0.8562	-0.8949	-0.5230	-0.7217
机械设备	0.2382	-0.2932	0.4120	-1.6870
电子	0.9415	0.2417	0.2113	-2.8414
农林牧渔	2.0904	-0.5408	-1.3363	-1.8699
国防军工	1.7200	-0.8242	-1.3291	-1.4359
商贸零售	1.8171	-0.3343	-2.0313	-1.2790
电力设备	-0.0823	0.2755	-0.5115	-1.9236
通信	1.0023	-0.6948	-0.7415	-2.3594
有色金属	0.0598	0.1849	-0.8046	-3.4880

资料来源：Choice，山西证券研究所

1.2 估值：估值中枢随市回落，科创 50 高分位有所消化

总体来看，东方财富全 A 滚动市盈率降至 17.01 倍，历史分位由 76%回落至 71%。主要指数估值中枢随市下移，科创 50 滚动市盈率降至 82.50 倍、历史分位回落至 89%，中证 500（86%）、中证 1000（81%）分位同步回落；上证 50 分位降至 51%、沪深 300（62%）基本平稳，创业板指降至 39%的中低分位，指数调整带动高分位板块的估值约束有所消化。

表 4：A 股主要指数周内滚动市盈率（剔除负值）

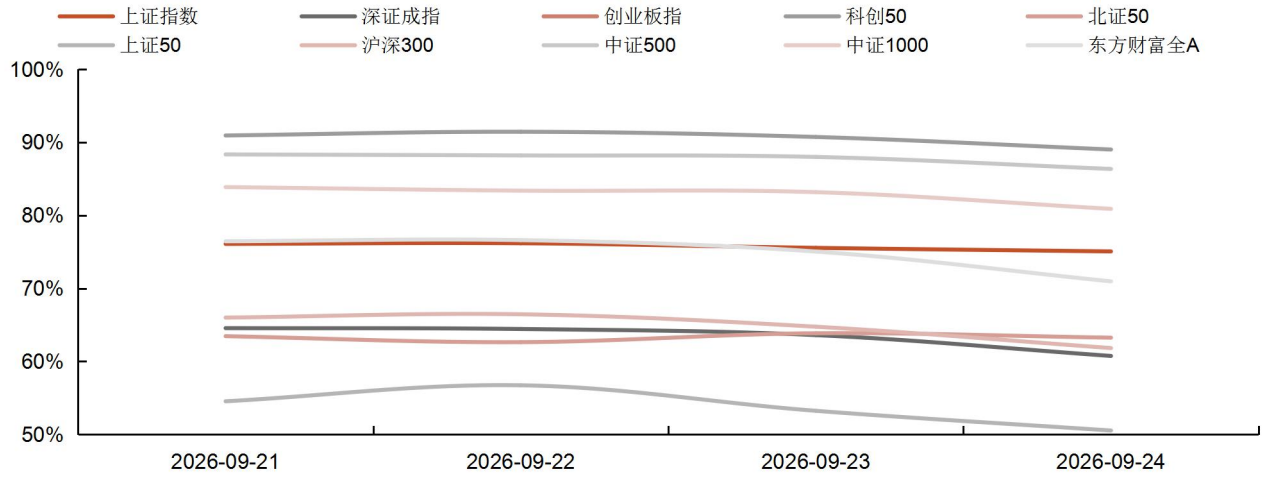
代码	简称	2026-09-21	2026-09-22	2026-09-23	2026-09-24
000001.SH	上证指数	13.86	13.87	13.80	13.67
399001.SZ	深证成指	24.42	24.41	24.27	23.71
399006.SZ	创业板指	34.14	34.15	33.95	33.04
000688.SH	科创 50	84.42	84.81	84.28	82.50

仅供内部参考，请勿外传

代码	简称	2026-09-21	2026-09-22	2026-09-23	2026-09-24
899050.BJ	北证 50	39.51	38.99	40.02	39.36
000016.SH	上证 50	10.72	10.76	10.69	10.64
000300.SH	沪深 300	12.78	12.80	12.72	12.60
000905.SH	中证 500	27.32	27.25	27.11	26.54
000852.SH	中证 1000	31.06	31.01	30.98	30.31
800000.EI	东方财富全 A	17.32	17.34	17.26	17.01

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

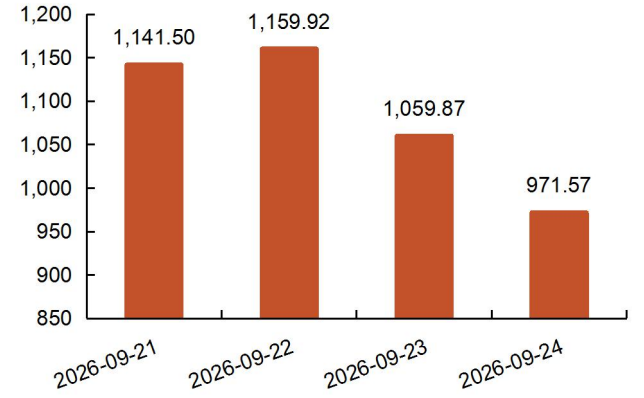
2、市场情绪：量能前高后低缩量调整，赚钱效应逐日走弱

2.1 量能：量能前高后低，电子成交主导，机械设备通信活跃

量能前高后低，周四缩量至 1.67 万亿元。市场交易活跃度周初处于高位，周一成交额为 20,481.34 亿元、周二升至 21,536.52 亿元的周内高点；周三回落至 17,831.28 亿元，周四进一步缩量至 16,691.12 亿元的周内低点，成交量降至 971.57 亿股。成交额整体在 1.67 万亿至 2.15 万亿区间内波动，日均成交额 19,135.07 亿元，较上周的 18,100.30 亿元有所回升。整体而言，全周量能前高后低、逐日递减，周四大跌伴随缩量，抛压以缩量方式释放，节前交投趋于清淡。

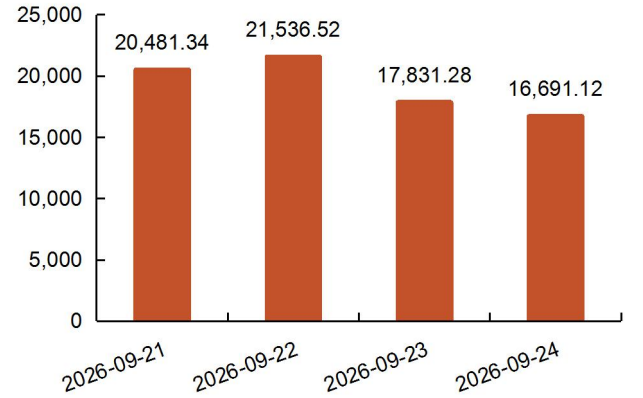
仅供内部参考，请勿外传

图 5：A 股周内成交量（亿股）



资料来源：Choice，山西证券研究所

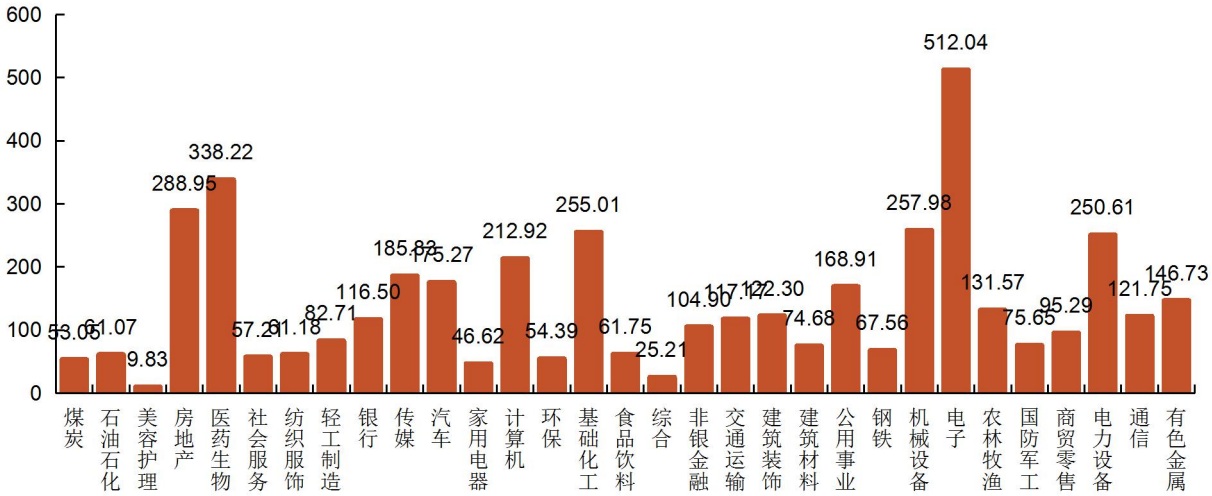
图 6：A 股周内成交额（亿元）



资料来源：Choice，山西证券研究所

成交持续集中于电子板块，机械设备、通信居前。电子行业以 512.04 亿股的成交量及 21,666.69 亿元的成交额居于各行业之首；机械设备、通信周累计成交额分别达 6,021.91 亿元和 5,843.03 亿元，医药生物、电力设备、基础化工分别成交 5,576.68 亿元、5,247.95 亿元、4,100.14 亿元，计算机、有色金属分别成交 3,737.77 亿元、3,151.67 亿元，与电子共同构成市场的核心成交密集区。相比之下，综合、美容护理及钢铁等行业成交低迷，周累计成交额仅 143.67 亿元、189.57 亿元、272.92 亿元，市场资金在板块间的分布极不均衡。

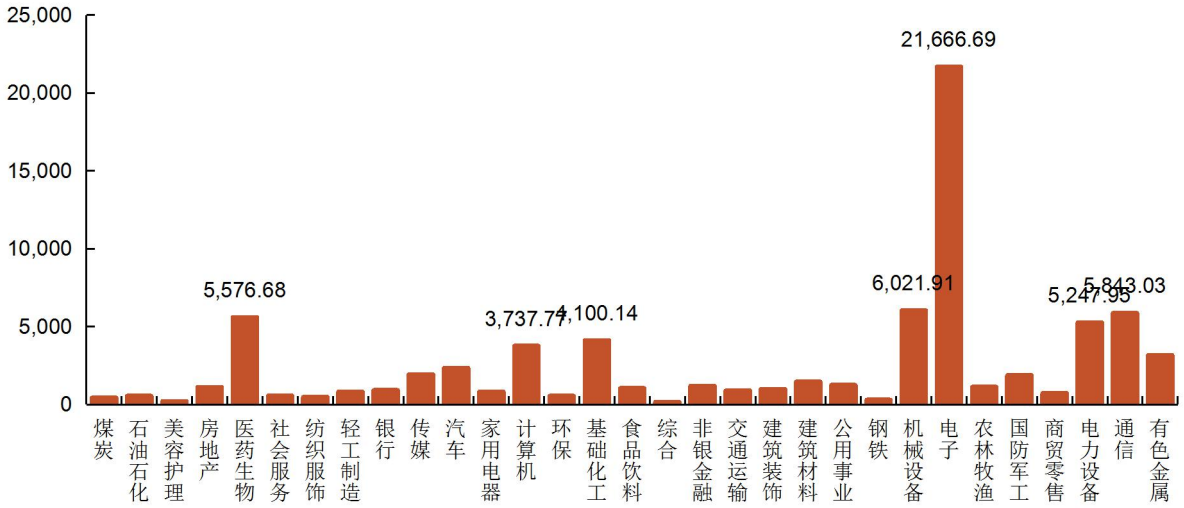
图 7：A 股各行业板块本周累计成交量（亿股）



资料来源：Choice，山西证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

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：电子交易热度居首，银行板块换手垫底

中小盘风格指数波动率先升后降。创业板指波动率最高，周内维持在 1.72%至 2.66%之间，周均值达 2.13%，中证 1000 次之（周均值 2.12%，周内 1.86%至 2.27%），北证 50 波动率为 1.69%；上证 50 波动率最低，维持在 0.20%至 0.24%的低位区间（周均值 0.22%）。从时间维度观察，波动率周二达周内高位（创业板指 2.66%），随后随成交额收缩逐日回落，周四降至周内低位（创业板指 1.72%）；周四指数跌幅最大而波动率反而收敛，表明下跌由缩量驱动，恐慌性抛售的特征并不明显。

表 5：A 股主要指数周内单日换手率（%）

代码	简称	2026-09-21	2026-09-22	2026-09-23	2026-09-24
000001.SH	上证指数	1.0238	1.0319	0.9498	0.8973
399001.SZ	深证成指	1.6689	1.7105	1.4550	1.3007
399006.SZ	创业板指	2.2854	2.6563	1.8484	1.7224
000688.SH	科创 50	1.1514	1.3410	0.9328	0.9308
899050.BJ	北证 50	1.6187	1.6570	1.7932	1.6944
000016.SH	上证 50	0.2335	0.2351	0.1959	0.2205
000300.SH	沪深 300	0.5583	0.5328	0.4703	0.4548
000905.SH	中证 500	1.3934	1.4175	1.1721	1.1376
000852.SH	中证 1000	2.2434	2.2678	2.0858	1.8642

仅供内部参考，请勿外传

800000.EI	东方财富全 A	1.5571	1.5815	1.4444	1.3244

资料来源：Choice，山西证券研究所

电子交易热度居首，银行板块换手垫底。本周电子以 4.92%的日均换手率位居榜首，传媒（4.35%）、通信（4.33%）、医药生物（4.05%）、农林牧渔（3.86%）紧随其后；银行以 0.58%的日均换手率垫底，非银金融（1.21%）、交通运输（1.46%）、钢铁（1.92%）同样处于低位，金融与资源类板块的流动性显著低于科技主线。

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：超大单和大单净流出显著扩大，仅四个行业获资金净流入

超大单转为净流出，超大单和大单净流出显著扩大。超大单资金周一净流入 105.90 亿元，随后三个交易日连续净流出（周二 95.32 亿元、周三 156.02 亿元、周四 375.69 亿元），全周合计净流出 521.14 亿元；大单资金全周净流出 750.24 亿元；超大单和大单资金全周净流出 1,271.38 亿元，较上周的 10.38 亿元显著扩大，且呈逐日递增态势（周一净流入 89.47 亿元，周二至周四分别净流出 313.92 亿元、388.40 亿元、658.54 亿元），周四单日净流出 658.54 亿元为周内峰值；中单全周净流出 10.67 亿元；小单资金全周净流入 1,265.26 亿元，其中周四净流入 487.35 亿元，小单资金承接超大单和大单筹码的特征强化。

表 6：A 股周内资金净流入（亿元）

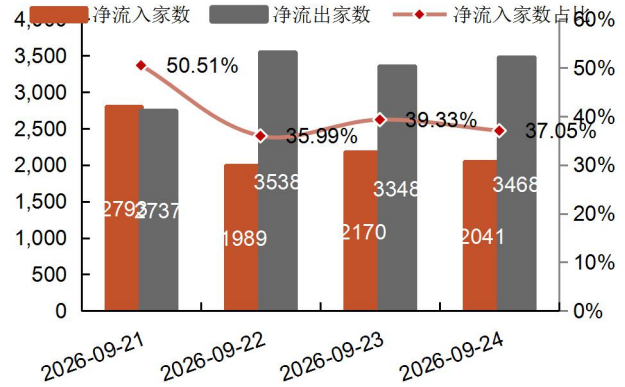
仅供内部参考，请勿外传

日期	超大单	大单	中单	小单
2026-09-21	105.90	-16.43	-138.03	54.46
2026-09-22	-95.32	-218.60	-51.32	356.62
2026-09-23	-156.02	-232.37	24.41	366.82
2026-09-24	-375.69	-282.85	154.28	487.35

资料来源：Choice，山西证券研究所

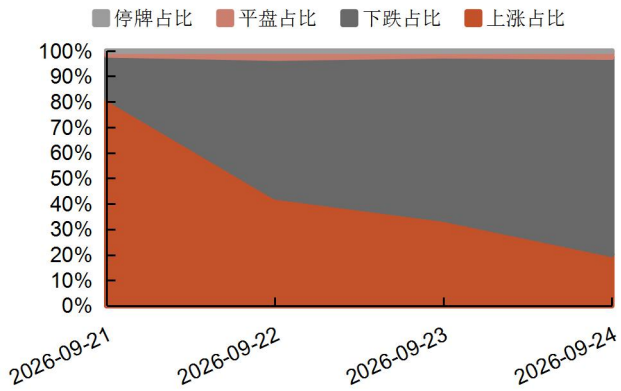
个股层面的赚钱效应逐日走弱。情绪指标与资金流向相互印证，周一市场普涨，上涨家数占比 81.51%、涨停 106 家、跌停 3 家，净流入家数占比 50.51%为周内高点；周二上涨占比降至 42.64%，净流入家数占比降至 35.99%；周三上涨占比 33.96%、跌停增至 15 家；周四上涨占比降至 20.11%的周内低位，下跌占比 77.32%，跌停 16 家为周内峰值，净流入家数占比 37.05%，周均净流入家数占比 40.72%。赚钱效应随指数与量能同步收缩，市场情绪在假期前趋于谨慎。

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

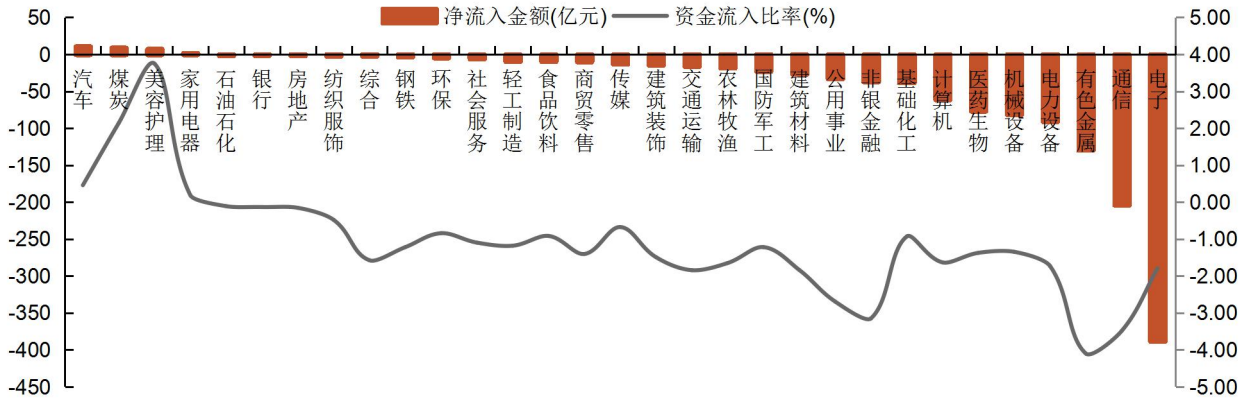


资料来源：Choice，山西证券研究所

仅四个行业获资金净流入，电子通信流出规模居前。本周汽车、煤炭、美容护理、家用电器四个行业实现资金净流入，分别为 10.57 亿元、8.76 亿元、7.10 亿元、1.48 亿元；从净流入金额占成交额比率来看，美容护理（3.75%）、煤炭（2.14%）、汽车（0.46%）、家用电器（0.19%）居前。特大单净买入金额居前的行业为汽车（10.61 亿元）、房地产（8.92 亿元）、医药生物（7.21 亿元）、家用电器（6.94 亿元）、煤炭（5.14 亿元）；大单净买入为正的仅美容护理（8.15 亿元）、银行（3.92 亿元）、煤炭（3.61 亿元）、环保（0.93 亿元）、石油石化（0.11 亿元）五个行业。净流出方面，电子（388.20 亿元）、通信（203.81 亿元）、有色金属（129.24 亿元）、电力设备（90.86 亿元）、机械设备（81.12 亿元）居前。

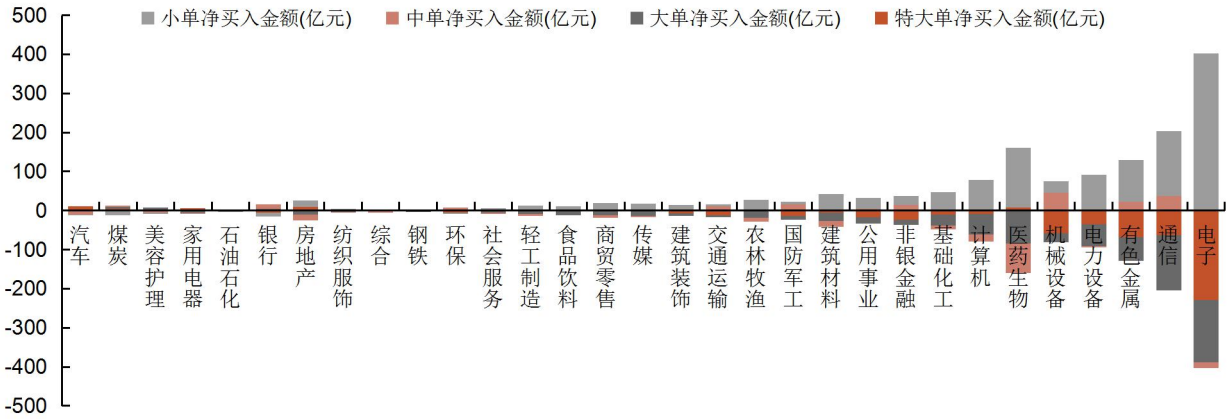
仅供内部参考，请勿外传

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）



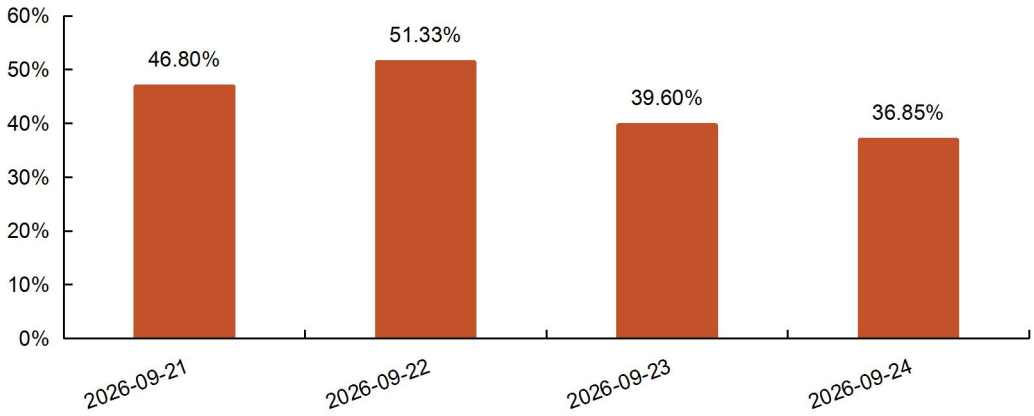
资料来源：Choice，山西证券研究所

2.4 拥挤度：前 5%成交集中度前高后低，周四降至 37%低位

前 5%个股的成交额占比周内前高后低。周一为 46.80%，周二升至 51.33%的周内高位，接近上周 52.00%的高点；周三回落至 39.60%，周四进一步降至 36.85%的周内低位。集中度回落与成交额同步收缩（周四成交额降至 1.67 万亿元的周内低点），表明资金抱团的松动并非增量资金扩散所致，而是总量收缩下的被动分散；节前若量能继续萎缩，集中度的低位读数需结合资金流向一并观察，不宜单独作为结构改善的证据。

仅供内部参考，请勿外传

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：资金供给宽松、权益需求收缩，配置转向现金流与资源防御

上周观点的验证结果分四层：（1）跟踪信号：拥挤度自 52.00%回落至 36.85%，拥挤度走向信号兑现；上修条件未触发，超大单和大单全周净流出 1,271.38 亿元、较上周的 10.38 亿元显著恶化；下修条件部分兑现，周四成交额降至 1.67 万亿元、跌破 1.8 万亿元；流动性宽松判断兑现，公开市场全周净投放 7,875 亿元，9 月 LPR 维持 1 年期 3.00%、5 年期以上 3.50%不变。（2）配置准确项：“标准配置、不追高”的节奏判断有效，电子（-1.46%）、机械设备（-1.40%）、通信（-2.83%）拥挤后回吐，行业资金净流出 388.20 亿元、81.12 亿元、203.81 亿元居全市场前列；盈利确定性线索维持观察的判断准确，有色金属下跌 4.02%领跌；谨慎参与方向兑现，农林牧渔下跌 1.68%、电力设备下跌 2.27%。（3）两处偏差：基准判断“结构上行延续”偏乐观，东方财富全 A 实际下跌 0.92%、仅北证 50 收涨，指数重心下移；煤炭（+2.54%）与石油石化（+2.50%）收缩至观察的处理被证伪，两者分列涨幅榜前两位，成因在于以资金流为单一筛选维度、低估市场转弱阶段低估值与高股息属性的定价权重，配置框架因此纳入防御属性维度。（4）未兑现项：公用事业下跌 1.21%跑输，建筑材料下跌 1.06%，医药生物上涨 1.71%但净流出 76.63 亿元，价格与资金背离。

本周市场冲高回落、缩量调整，东方财富全 A 下跌 0.92%，北证 50 上涨 1.09%为唯一收涨指数，31 个申万一级行业 11 涨 20 跌，煤炭（+2.54%）、石油石化（+2.50%）、美容护理（+2.34%）领涨，有色金属（-4.02%）、通信（-2.83%）、电力设备（-2.27%）领跌。行情呈现三个特征：

仅供内部参考，请勿外传

（1）资金供给宽松与权益需求收缩并存。央行公开市场全周净投放 7,875 亿元、9 月 24 日单日净投放 6,895 亿元，货币政策委员会同期定调加大逆周期调节、保持流动性充裕，9 月 LPR 维持不变；与此相背，超大单和大单资金全周净流出 1,271.38 亿元、较上周 10.38 亿元显著扩大且逐日递增，超大单由上周净流入 408.61 亿元转为净流出 521.14 亿元。资金撤离发生在流动性宽松背景下，指向长假临近下的主动仓位压缩与获利兑现，而非流动性供给约束。（2）调整以缩量方式展开，恐慌特征有限。量能前高后低，周一、周二成交额处于 2 万亿元上方，周四缩量至 1.67 万亿元；周四指数跌幅最大而波动率反而收敛，创业板指波动率由周二的 2.66%降至 1.72%，下跌缺乏放量抛售配合，系统性抛压尚未出现。（3）结构再平衡而非全面防御。全指价值下跌 0.22%、全指成长下跌 1.87%，价值风格占优 1.66 个百分点，申万小盘指数下跌 1.40%相对抗跌；仅汽车、煤炭、美容护理、家用电器四个行业资金净流入，煤炭是唯一量价资金同向且规模居前的方向，电子、通信、有色金属净流出居前，前期主线的资金撤离仍在进行。宏观层面，8 月全社会用电量同比增长 1.7%、略超 1.6%的预测值。外部方面，美国 8 月新建住房销售折年数 684 千套、高于 643 千套的前值，当周首次申请失业金人数 19.7 万人低于预期；但中秋假期期间公布的 9 月密歇根大学消费者信心指数终值降至 48.1（前值 51.7）、1 年期通胀预期终值升至 4.6%，外需韧性与通胀预期回升并存，外部环境边际转弱。

下周（9 月 28 日~9 月 30 日）行情倾向于“节前缩量整理、重心下移趋缓”：指数下行斜率放缓但上行动能不足，成交额进一步收缩，红利与资源类资产相对占优，前期拥挤的科技主线继续消化。依据有三：（1）资金撤离的驱动在风险偏好而非流动性供给。央行加大投放而超大单和大单加速流出的背离表明，节前仓位压缩难以由宽松的资金面直接对冲，长假跨越中秋与国庆、休市时间较长，观望倾向在节前三个交易日难以逆转。（2）约束项部分释放而承接力量同步减弱。拥挤度自 51.33%回落至 36.85%，东方财富全 A 估值分位由 74%降至 71%、科创 50 分位由 91%降至 89%，系统性下行空间收窄，但成交额降至 1.67 万亿元、上涨家数占比降至 20.11%，反弹缺乏承接基础。（3）结构再平衡尚未结束。仅四个行业实现资金净流入，电子、通信、有色金属净流出仍在百亿元级别，红利与资源的相对优势来自资金流出背景下的避风港属性，而非新增资金的趋势性配置。若实际运行偏离这一判断：上修条件为央行跨节投放延续、超大单和大单资金净流出收窄并转为净流入、成交额重回 2 万亿元上方，届时可小幅参与节后修复；下修条件为单日净流出扩大至 658.54 亿元以上、成交额跌破 1.6 万亿元，或拥挤度在缩量中重新冲高，届时收缩仓位并向现金流方向集中。

配置上，仓位维持中性，结构上延续“双线确定性”框架并纳入防御属性维度，以资金确

仅供内部参考，请勿外传

认程度与防御属性的匹配度为核心筛选标准：（1）现金流确定性线索升为主要仓位。煤炭（+2.54%领涨、净流入 8.76 亿元、大单净买入 3.61 亿元、特大单净买入 5.14 亿元）为全市场唯一量价资金同向且规模居前的方向，标准配置；银行（+0.59%、大单净买入 3.92 亿元、日均换手率 0.58%居末位、特大单净卖出 5.12 亿元）防御属性来自低换手与低估值而非增量资金，维持底仓；石油石化（+2.50%，但净流出 0.58 亿元）价格领先未获资金确认，降为对冲性持有、不追高；公用事业（-1.21%、净流出 32.97 亿元）由底仓降为观察。（2）盈利确定性线索维持观察。医药生物（+1.71%，但净流出 76.63 亿元、大单净卖出 83.84 亿元）价格与资金背离，由候补降为观察；有色金属（-4.02%领跌、净流出 129.24 亿元）、电子（-1.46%、净流出 388.20 亿元居首）、通信（-2.83%、净流出 203.81 亿元）、机械设备（-1.40%、净流出 81.12 亿元）等待资金流出收敛。（3）候补方向以小仓位参与。汽车（+0.10%、净流入 10.57 亿元居全市场首位、特大单净买入 10.61 亿元）量价资金同向但涨幅有限；美容护理（+2.34%、净流入 7.10 亿元、大单净买入 8.15 亿元，但成交额仅 189.57 亿元）资金确认但容量有限。（4）谨慎参与。规避电子、通信、电力设备（-2.27%、净流出 90.86 亿元）、机械设备；谨慎参与农林牧渔（-1.68%、净流出 18.20 亿元）、国防军工（-1.89%、净流出 22.59 亿元）、商贸零售（-1.92%、净流出 9.83 亿元）。

后续重点跟踪五类信号，用以判断节前缩量整理这一情形的延续或切换：（1）超大单和大单资金流向，全周净流出 1,271.38 亿元且逐日扩大，节前能否收窄是仓位企稳的前提；（2）成交额双阈值，重回 2 万亿元上方确认修复，持续低于 1.6 万亿元触发收缩预案；（3）拥挤度自 36.85%周内低位回升的方向与斜率，温和回升伴随资金净流入为结构扩散的健康信号，缩量下重新冲高则加剧波动；（4）央行跨节投放的延续性与节后增量政策，本周净投放 7,875 亿元且货币政策委员会定调加大逆周期调节；（5）长假期间海外市场与外需数据，美国 9 月密歇根大学消费者信心终值降至 48.1、1 年期通胀预期终值升至 4.6%，经汇率与外需链条影响资源与科技板块。

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。

仅供内部参考，请勿外传

（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。

仅供内部参考，请勿外传

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