仅供内部参考，请务必阅读

策略

下行斜率收敛，配置由防御向现金流与资金确认方向扩展

----策略周报（20260928~20261009）

2026 年 10 月 12 日

策略研究/定期报告

相关报告：

----策略周报（20260921~20260924）-资金供给宽松、权益需求收缩，配置转向现金流与资源防御 2026.9.28

----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

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 股市场指数重心显著下移、结构剧烈分化，东方财富全 A 下跌 2.73%，主要指数全线调整。市场周内呈现快速下挫与阶段性修复交替的特征，9 月 28 日普跌，9 月 29 日至 9 月 30 日连续小幅回升，10 月 8 日再度下挫，10 月 9 日修复。风格层面价值大幅占优，全指价值上涨 1.54%、全指成长下跌 4.27%，风格价差 5.81 个百分点，申万大盘指数下跌 3.97%相对抗跌。行业方面，石油石化、房地产、公用事业领涨，电子、通信、机械设备领跌；全市场 14 个行业收涨、17 个行业收跌。估值方面，东方财富全 A 历史分位回落至 65%，科创 50 分位降至 74%，创业板指降至 28%。
- 市场量能节前逐日缩量、节后连续放量。9 月 29 日降至 1.42 万亿元的周内低点，10 月 9 日回升至 1.92 万亿元的高点，日均成交额 1.64 万亿元，较上周有所回落。电子行业成交额 20,955 亿元居首，电力设备、医药生物、机械设备、通信交易热度居前。资金流向方面，超大单和大单资金全周净流出 1,640.10 亿元，较上周有所扩大，但 9 月 29 日转为净流入 66.13 亿元、10 月 9 日流出收窄至 169.39 亿元。个股赚钱效应呈 V 型修复，净流入行业由上周的四个增至十一个，电力设备、农林牧渔、医药生物、美容护理、食品饮料居前，电子、通信、机械设备净流出居前。前 5%个股成交额占比节前降至 32.75%，节后回升至 43.87%。
- 9 月制造业 PMI 回升至 50.1%，非制造业商务活动指数升至 50.2%，但公开市场全周净回笼 10,228 亿元，跨节投放未能延续；超大单和大单资金加速流出而净流入行业数量同步扩散，构成本周核心矛盾。上周节前缩量整理与科技主线继续消化的判断兑现，而下行斜率与防御范围的估计不足。下周倾向于跌势放缓、结构再均衡，仓位维持中性偏积极：煤炭、公用事业标准配置，石油石化对冲持有，银行由底仓转为偏观察；医药生物升至候补，电力设备由谨慎参与调整为观察，食品饮料纳入候补，有色金属维持观察；美容护理、农林牧渔、商贸零售、房地产小仓位候补；谨慎参与电子、通信、机械设备、计算机、建筑材料、国防军工。后续重点跟踪资金流出收敛的连续性、2 万亿元成交额阈值、拥挤度变化方向、资金扩散的持续性、国内景气数据验证与海外政策路径。
- **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

仅供内部参考，请勿外传

目录

1、 市场表现：主要指数全线调整，成长深度回调，价值风格大幅占优.....4
1.1 价格：指数普遍重挫，石油石化房地产领涨，电子通信领跌.....4
1.2 估值：估值中枢继续下移，创业板分位降至 28%.....7
2、 市场情绪：量能先缩后放，赚钱效应 V 型修复.....8
2.1 量能：节前逐日缩量节后连续放量，周五回升至 1.92 万亿元.....8
2.2 换手率：通信交易热度居首，银行板块换手垫底.....10
2.3 资金流向：资金净流出扩大，十一个行业净流入.....11
2.4 拥挤度：节前集中度回落至 33%，节后回升至 44%.....13
3、 策略观点：下行斜率收敛，配置由防御向现金流与资金确认方向扩展.....14
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）.....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）..... 8

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

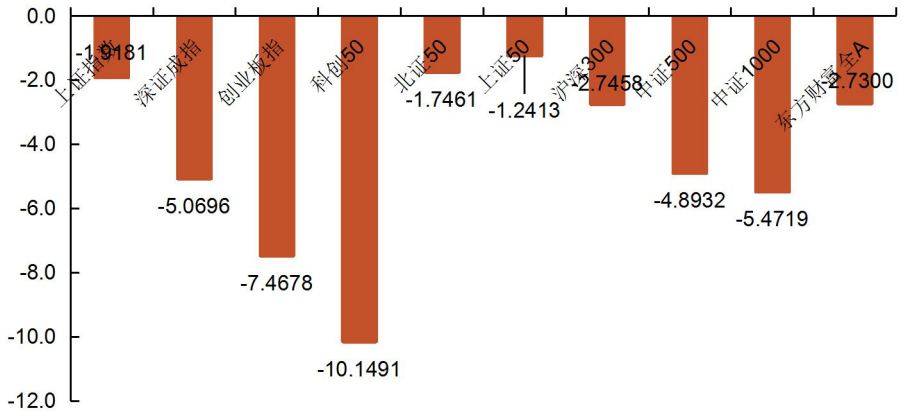
仅供内部参考，请勿外传

1、市场表现：主要指数全线调整，成长深度回调，价值风格大幅占优

1.1 价格：指数普遍重挫，石油石化房地产领涨，电子通信领跌

本周（9 月 28 日~9 月 30 日、10 月 8 日~10 月 9 日）A 股主要指数全线调整，东方财富全 A 下跌 2.73%。成长风格指数跌幅显著居前，科创 50 下跌 10.15%、创业板指下跌 7.47%、中证 1000 下跌 5.47%、深证成指下跌 5.07%、中证 500 下跌 4.89%、沪深 300 下跌 2.75%，上证指数下跌 1.92%、北证 50 下跌 1.75%、上证 50 下跌 1.24%跌幅相对较小，全周无一宽基指数收涨。从单日走势来看，市场呈现快速下挫与阶段性修复交替的特征：9 月 28 日全市场普跌，东方财富全 A 下跌 2.20%、创业板指下跌 4.53%、科创 50 下跌 4.06%；9 月 29 日至 9 月 30 日连续小幅回升，东方财富全 A 分别上涨 0.29%和 0.16%；节后 10 月 8 日再度下挫，东方财富全 A 下跌 1.12%、创业板指下跌 3.15%、科创 50 下跌 4.82%；10 月 9 日市场回升，北证 50 上涨 2.49%、创业板指上涨 0.22%、沪深 300 上涨 0.16%。五个交易日中仅三个交易日收涨，指数重心较上一周明显下移。

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	2026-09-28	2026-09-29	2026-09-30	2026-10-08	2026-10-09	最大涨幅	最大跌幅
000001.SH	上证指数	-1.6653	0.1786	0.3066	-0.7884	0.0495	0.3066	-1.6653
399001.SZ	深证成指	-3.4408	0.3359	-0.1110	-2.0696	0.1661	0.3359	-3.4408
399006.SZ	创业板指	-4.5341	0.0872	-0.2319	-3.1455	0.2199	0.2199	-4.5341

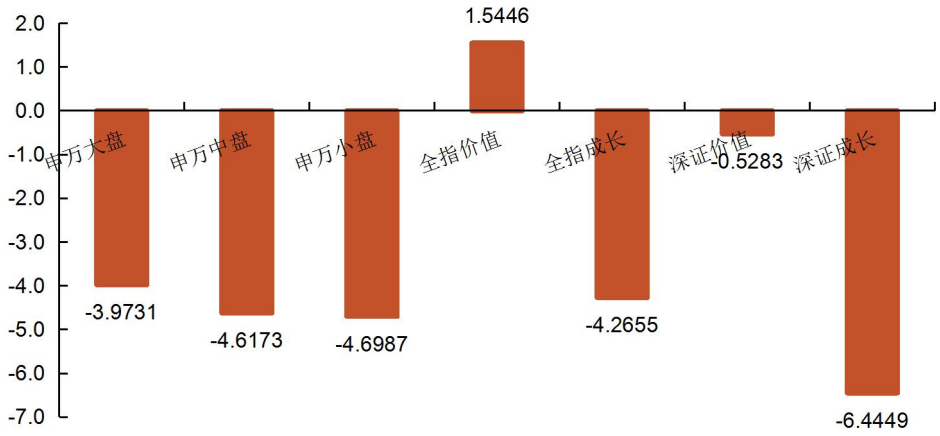
仅供内部参考，请勿外传

000688.SH	科创 50	-4.0627	0.8585	-2.5063	-4.8158	0.0647	0.8585	-4.8158
899050.BJ	北证 50	-2.7635	0.5648	0.7020	-2.6465	2.4908	2.4908	-2.7635
000016.SH	上证 50	-1.2594	0.1131	0.4685	-0.6432	0.0831	0.4685	-1.2594
000300.SH	沪深 300	-2.2164	0.1026	0.2855	-1.0864	0.1619	0.2855	-2.2164
000905.SH	中证 500	-2.9088	0.5043	-0.0600	-2.5114	0.0355	0.5043	-2.9088
000852.SH	中证 1000	-3.6455	0.4274	-0.3622	-2.1954	0.2427	0.4274	-3.6455
800000.EI	东方财富全 A	-2.2012	0.2862	0.1587	-1.1160	0.1358	0.2862	-2.2012

资料来源：Choice，山西证券研究所

价值风格大幅占优，大盘股相对抗跌。从规模风格来看，申万大盘指数全周下跌 3.97%，跌幅最小；申万中盘指数下跌 4.62%，申万小盘指数下跌 4.70%，小盘股跌幅居首，与上一周小盘相对抗跌的形态相反。从价值成长风格来看，全指价值全周上涨 1.54%，全指成长下跌 4.27%，价值风格相对占优 5.81 个百分点，为年内较大幅度的单周分化；深证价值下跌 0.53%，深证成长下跌 6.44%。从单日走势来看，9 月 28 日两类风格同步下跌，全指价值-0.32%、全指成长-2.54%；9 月 30 日与 10 月 8 日全指价值逆势上涨 1.14%和 0.71%，同期全指成长分别下跌 0.00%和 2.33%；10 月 9 日两类风格同步小幅回升。防御属性在调整阶段持续兑现，成长板块的单边下行推动风格价差走阔。

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	2026-09-28	2026-09-29	2026-09-30	2026-10-08	2026-10-09
申万大盘	-2.5651	0.0477	0.0501	-1.4740	-0.0684

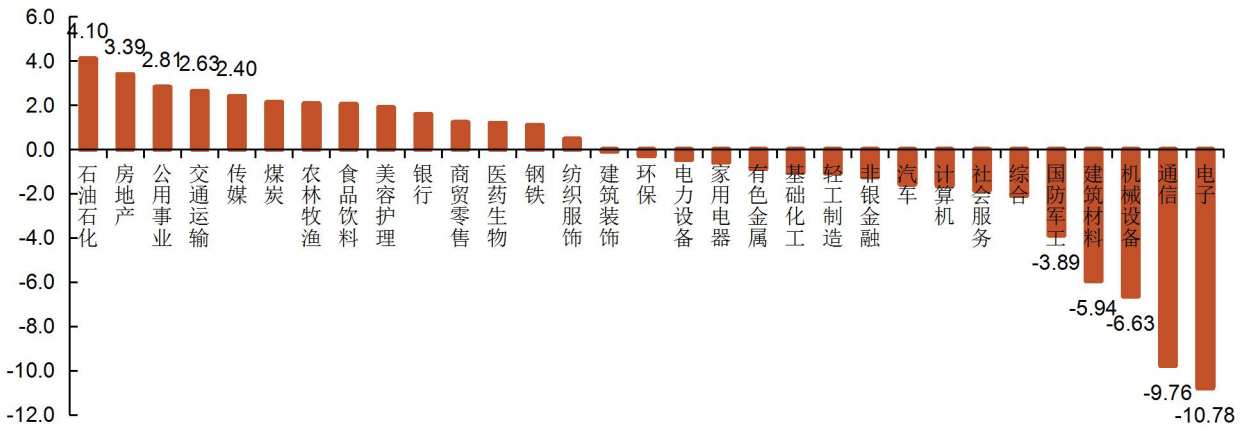
仅供内部参考，请勿外传

申万中盘	-3.1529	0.6839	-0.1797	-2.1640	0.1627
申万小盘	-3.2344	0.3510	-0.1156	-1.9699	0.2302
全指价值	-0.3211	-0.0705	1.1405	0.7133	0.0802
全指成长	-2.5355	0.3910	-0.0048	-2.3335	0.1849
深证价值	-1.1250	-0.0137	0.6214	-0.4517	0.4496
深证成长	-4.0014	0.0991	-0.2001	-2.5183	0.0736

资料来源：Choice，山西证券研究所

资源与内需领涨，科技深度回调。本周 14 个行业收涨、17 个行业收跌，石油石化以 4.10%的涨幅居首，房地产（3.39%）、公用事业（2.81%）、交通运输（2.63%）、传媒（2.40%）、煤炭（2.12%）涨幅居前；电子领跌 10.78%，通信（-9.76%）、机械设备（-6.63%）、建筑材料（-5.94%）、国防军工（-3.89%）跌幅居前，前期拥挤的科技主线继续消化。从单日走势来看，9 月 28 日普跌日仅石油石化（1.66%）、公用事业（0.46%）逆势收涨，通信（-6.50%）、电子（-4.76%）、建筑材料（-4.69%）跌幅居前；9 月 29 日房地产上涨 4.16%领涨，计算机、有色金属同步修复；9 月 30 日医药生物上涨 2.74%、美容护理上涨 2.17%、食品饮料上涨 1.80%；10 月 8 日石油石化上涨 3.12%、公用事业上涨 1.89%；10 月 9 日市场普涨，传媒上涨 5.43%、商贸零售上涨 2.36%、农林牧渔上涨 2.14%、计算机上涨 2.47%。

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	2026-09-28	2026-09-29	2026-09-30	2026-10-08	2026-10-09
石油石化	1.6603	-1.3343	0.8983	3.1157	-0.2623

仅供内部参考，请勿外传

房地产	-0.7765	4.1587	1.1372	-0.6820	-0.4574
公用事业	0.4614	-0.4028	0.7694	1.8895	0.0695
交通运输	-0.1021	-0.2872	0.9128	1.5382	0.6471
传媒	-2.4773	2.0711	-0.3490	-2.1994	5.4275
煤炭	0.2727	-1.5912	0.8736	0.8727	1.7192
农林牧渔	-0.2873	0.0272	1.3409	-0.9361	2.1356
食品饮料	-0.1095	-0.3460	1.8014	0.0455	0.6626
美容护理	-1.3026	0.0191	2.1677	-0.7057	1.8069
银行	0.0099	0.3924	1.2786	0.8538	-0.9432
商贸零售	-1.3631	0.1944	0.7889	-0.6723	2.3622
医药生物	-0.1997	0.0335	2.7374	-2.2876	0.9671
钢铁	-1.3988	0.8312	1.4740	0.2203	-0.0171
纺织服饰	-1.7946	0.1278	-0.1553	0.2940	1.9104
建筑装饰	-1.8889	0.8440	0.7004	-0.0471	0.1250
环保	-2.1313	0.8414	0.0620	0.2632	0.5710
电力设备	-2.2903	0.5332	0.6793	-0.2936	0.7405
家用电器	-0.9314	-0.1580	-0.3916	0.1087	0.6417
有色金属	-3.7443	1.3122	0.7762	-1.0719	2.1509
基础化工	-2.6710	-0.3040	0.4844	0.3255	0.9117
轻工制造	-1.8955	0.5657	0.3704	-0.7900	0.6522
非银金融	-1.7007	0.0524	0.4938	-1.4313	1.3897
汽车	-1.0486	0.3224	0.7779	-2.1190	0.5616
计算机	-2.3514	0.8809	-0.8014	-1.8498	2.4664
社会服务	-2.3660	0.0976	-0.1752	-0.5712	1.1882
综合	-2.9225	0.7531	0.4600	-0.4346	0.0043
国防军工	-2.2591	0.0054	0.0932	-0.2669	-1.5372
建筑材料	-4.6901	0.9945	-0.3660	-1.1977	-1.2708
机械设备	-3.3901	0.1526	-0.7689	-2.2531	-0.8344
通信	-6.4985	0.4691	-0.4188	-3.2368	-0.5471
电子	-4.7635	1.0653	-2.1605	-3.9695	-1.3751

资料来源：Choice，山西证券研究所

1.2 估值：估值中枢继续下移，创业板分位降至 28%

总体来看，东方财富全 A 滚动市盈率降至 16.53 倍，历史分位由 71%降至 65%。主要指数估值中枢随市下移，科创 50 滚动市盈率降至 74.04 倍、历史分位由 89%回落至 74%，中证 500（82%）、中证 1000（71%）、深证成指（53%）分位同步回落；创业板指进一步降至 28%的低分位；上证 50 分位维持 51%、沪深 300 微降至 60%、上证指数为 72%，大盘蓝筹的估值分位相对平稳。本轮调整以成长板块的估值压缩为主要形态，高分位板块的估值约束明显消化。

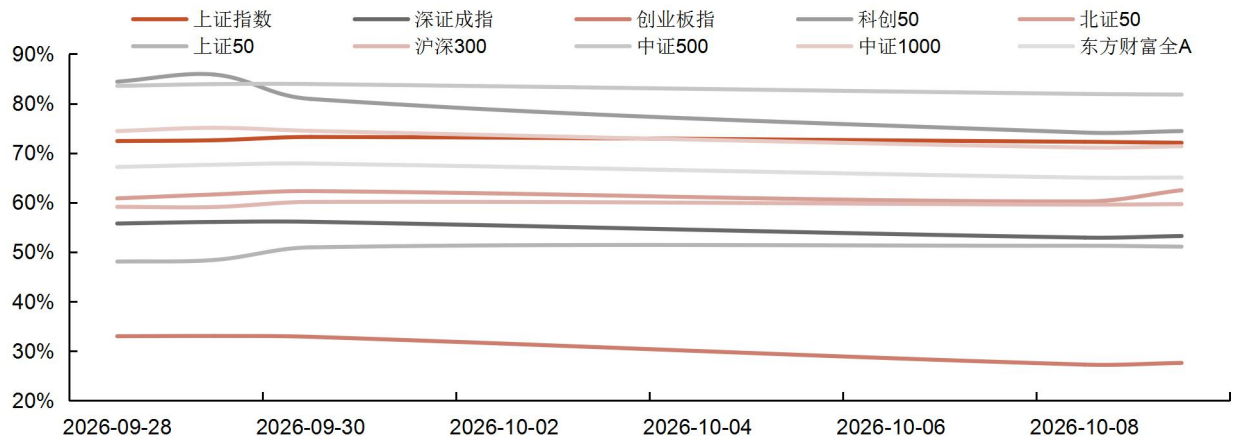
仅供内部参考，请勿外传

表 4：A 股主要指数周内滚动市盈率（剔除负值）

代码	简称	2026-09-28	2026-09-29	2026-09-30	2026-10-08	2026-10-09
000001.SH	上证指数	13.49	13.51	13.55	13.49	13.48
399001.SZ	深证成指	22.97	23.02	23.02	22.61	22.64
399006.SZ	创业板指	31.63	31.63	31.57	30.63	30.71
000688.SH	科创 50	79.06	79.79	77.44	73.94	74.04
899050.BJ	北证 50	38.05	38.45	38.78	37.74	38.85
000016.SH	上证 50	10.58	10.58	10.64	10.65	10.65
000300.SH	沪深 300	12.45	12.45	12.49	12.46	12.46
000905.SH	中证 500	25.81	25.96	25.97	25.40	25.37
000852.SH	中证 1000	29.21	29.29	29.22	28.66	28.68
800000.EI	东方财富全 A	16.66	16.71	16.72	16.53	16.53

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：量能先缩后放，赚钱效应 V 型修复

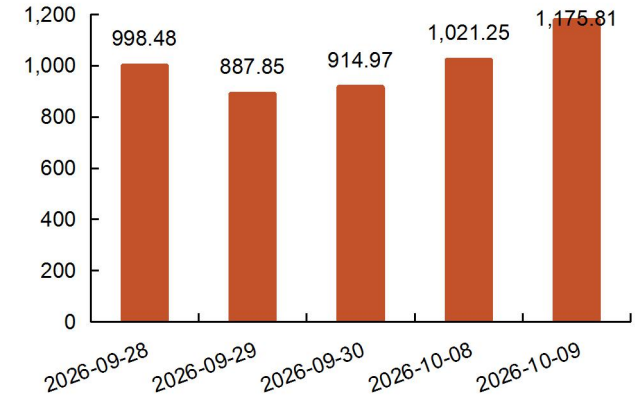
2.1 量能：节前逐日缩量节后连续放量，周五回升至 1.92 万亿元

节前逐日缩量、节后连续放量，周五回升至 1.92 万亿元。9 月 28 日成交额为 17,167.12 亿元，9 月 29 日降至 14,215.96 亿元的周内低点，9 月 30 日为 14,500.77 亿元，节前三个交易日日均 15,294.62 亿元；节后 10 月 8 日回升至 16,942.91 亿元，10 月 9 日进一步放大至 19,166.92 亿元的周内高点，成交量升至 1,175.81 亿股。全周日均成交额 16,398.74 亿元，较上周的 19,135.07

仅供内部参考，请勿外传

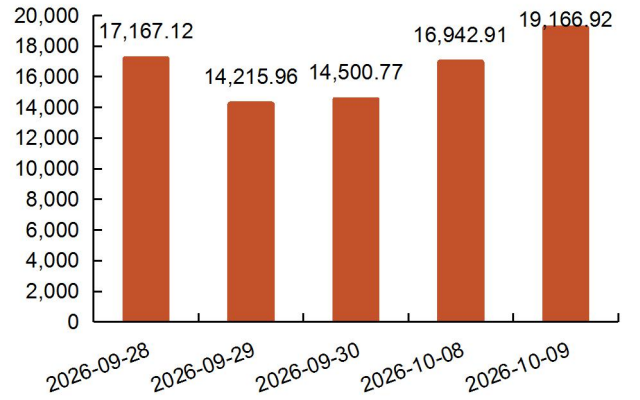
亿元明显回落。周内量能形态与上一周相反，呈现先缩量后放大的回升路径，节前离场的资金在节后部分回流。

图 5：A 股周内成交量（亿股）



资料来源：Choice，山西证券研究所

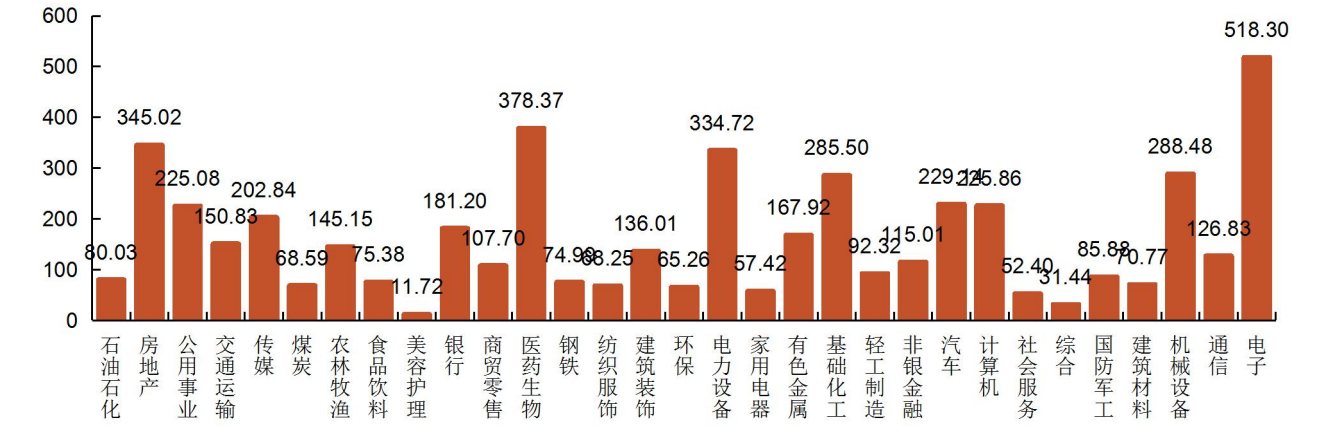
图 6：A 股周内成交额（亿元）



资料来源：Choice，山西证券研究所

成交仍集中于电子板块，电力设备、医药生物居前。电子行业以 518.30 亿股的成交量及 20,955.25 亿元的成交额居于各行业之首；电力设备、医药生物、机械设备、通信周累计成交额分别达 6,965.29 亿元、6,274.48 亿元、6,095.07 亿元和 6,037.73 亿元，基础化工、计算机、有色金属分别成交 4,235.20 亿元、3,766.04 亿元、3,499.05 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 176.47 亿元、242.15 亿元、290.97 亿元，资金在板块间的分布仍不均衡。

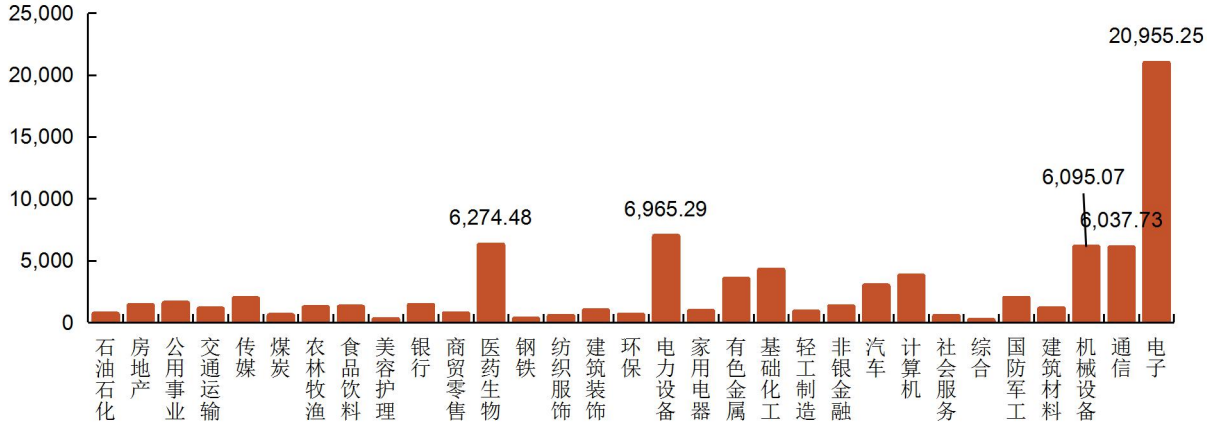
图 7：A 股各行业板块本周累计成交量（亿股）



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：通信交易热度居首，银行板块换手垫底

中小盘风格指数波动率节后抬升。创业板指波动率最高，周内维持在 1.70%至 2.68%之间，周均值达 2.04%，中证 1000 次之（周均值 1.89%，周内 1.58%至 2.41%），北证 50 波动率为 1.63%；上证 50 波动率最低，维持在 0.22%至 0.29%的低位区间（周均值 0.25%）。从时间维度观察，波动率节前逐日回落，9 月 29 日创业板指降至 1.70%的周内低位；节后随成交额放大重新抬升，10 月 9 日创业板指升至 2.68%的周内高点、东方财富全 A 升至 1.60%。节前下跌由缩量驱动，节后波动则伴随放量，市场分歧在成交放大中重新加剧。

表 5：A 股主要指数周内单日换手率（%）

代码	简称	2026-09-28	2026-09-29	2026-09-30	2026-10-08	2026-10-09
000001.SH	上证指数	0.9203	0.8122	0.8444	0.9788	1.0912
399001.SZ	深证成指	1.3751	1.1838	1.2769	1.4470	1.6877
399006.SZ	创业板指	1.8807	1.6953	1.7898	2.1546	2.6751
000688.SH	科创 50	1.1226	1.1393	1.1090	1.3319	1.4460
899050.BJ	北证 50	1.5802	1.4478	1.3724	1.6755	2.0859
000016.SH	上证 50	0.2492	0.2244	0.2234	0.2792	0.2931
000300.SH	沪深 300	0.5118	0.4416	0.4858	0.5706	0.5933
000905.SH	中证 500	1.1998	1.0627	1.0504	1.3164	1.4905
000852.SH	中证 1000	1.8904	1.5825	1.6603	1.9015	2.4128
800000.EI	东方财富全 A	1.3611	1.2087	1.2456	1.3903	1.5991

资料来源：Choice，山西证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

通信交易热度居首，银行板块换手垫底。本周通信以 4.43%的日均换手率位居榜首，电子（4.11%）、传媒（3.71%）、电力设备（3.67%）、医药生物（3.26%）紧随其后；银行以 0.71%的日均换手率垫底，非银金融（0.88%）、交通运输（1.32%）、钢铁（1.37%）同样处于低位，金融与资源类板块的流动性仍显著低于科技主线。通信与电子在换手率居前的同时价格大幅下挫，高换手与深度回调并存，反映存量筹码的快速易手而非增量资金推动。

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：资金净流出扩大，十一个行业净流入

超大单和大单净流出扩大，流出节奏先急后缓。超大单资金全周净流出 939.38 亿元，其中 9 月 28 日单日净流出 615.23 亿元为周内峰值；大单资金全周净流出 700.72 亿元；两者合计净流出 1,640.10 亿元，较上周的 1,271.38 亿元进一步扩大。从节奏上看，流出压力集中在假期两端，9 月 28 日净流出 918.00 亿元、10 月 8 日净流出 482.76 亿元；而 9 月 29 日转为净流入 66.13 亿元，为全周唯一净流入交易日，10 月 9 日净流出收窄至 169.39 亿元。中单全周净流入 203.71 亿元；小单资金全周净流入 1,418.35 亿元，承接超大单和大单筹码的特征延续。净流出规模扩大但逐日收敛，节后两个交易日的流出强度已低于节前首日。

表 6：A 股周内资金净流入（亿元）

日期	超大单	大单	中单	小单
2026-09-28	-615.23	-302.76	245.08	660.44
2026-09-29	74.61	-8.47	-118.82	52.05

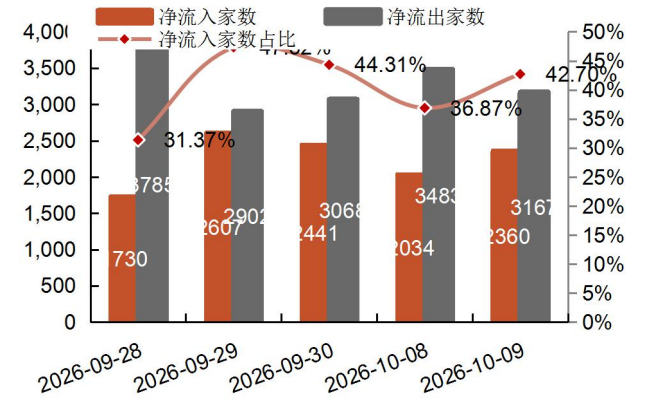
仅供内部参考，请勿外传

2026-09-30	-60.16	-75.93	-13.92	148.15
2026-10-08	-251.31	-231.45	131.37	342.04
2026-10-09	-87.28	-82.10	-39.99	215.67

资料来源：Choice，山西证券研究所

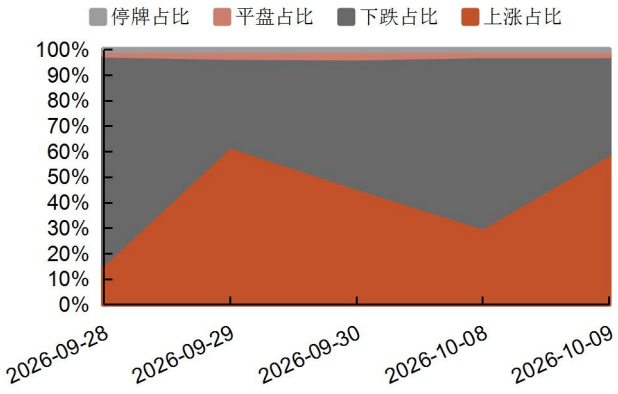
个股层面的赚钱效应呈 V 型修复。情绪指标与成交量能相互印证，9 月 28 日市场普跌，上涨家数占比降至 16.12%的周内低位、下跌占比 81.77%、跌停 60 家为周内峰值，净流入家数占比 31.37%；9 月 29 日快速修复，上涨占比升至 62.30%、跌停降至 12 家，净流入家数占比 47.32%为周内高点；9 月 30 日上涨占比 46.07%；10 月 8 日再度走弱，上涨占比降至 30.47%、下跌占比 67.26%；10 月 9 日修复至 59.16%，涨停家数升至 72 家的周内高点、跌停降至 11 家。周均净流入家数占比 40.51%，与上一周的 40.72%基本持平，赚钱效应在指数重心下移的同时完成两轮修复，情绪并未随指数破位而形成恐慌。

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



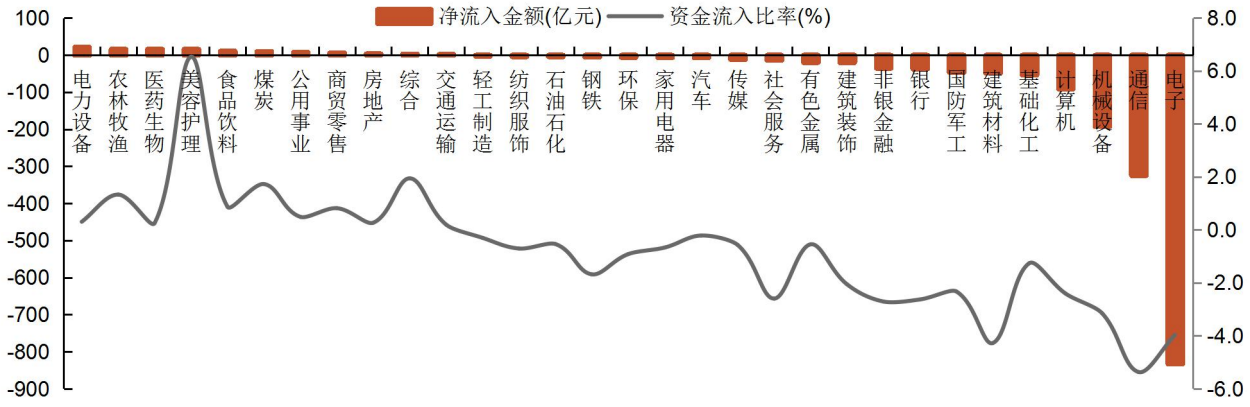
资料来源：Choice，山西证券研究所

净流入行业增至十一个，电子通信流出规模居前。本周电力设备、农林牧渔、医药生物、美容护理、食品饮料、煤炭、公用事业、商贸零售、房地产、综合、交通运输十一个行业实现资金净流入，分别为 21.21 亿元、16.06 亿元、16.04 亿元、15.82 亿元、10.87 亿元、9.88 亿元、7.64 亿元、5.82 亿元、3.68 亿元、3.43 亿元、2.15 亿元，较上一周的四个显著扩散；从净流入金额占成交额比率来看，美容护理（6.53%）、综合（1.94%）、煤炭（1.73%）、农林牧渔（1.33%）、食品饮料（0.87%）居前。特大单净买入金额居前的行业为电力设备（24.95 亿元）、公用事业（15.07 亿元）、医药生物（13.49 亿元）、食品饮料（10.97 亿元）、农林牧渔（10.94 亿元）；大单净买入居前的为美容护理（14.79 亿元）、汽车（8.97 亿元）、有色金属（7.54 亿元）。净流出

仅供内部参考，请勿外传

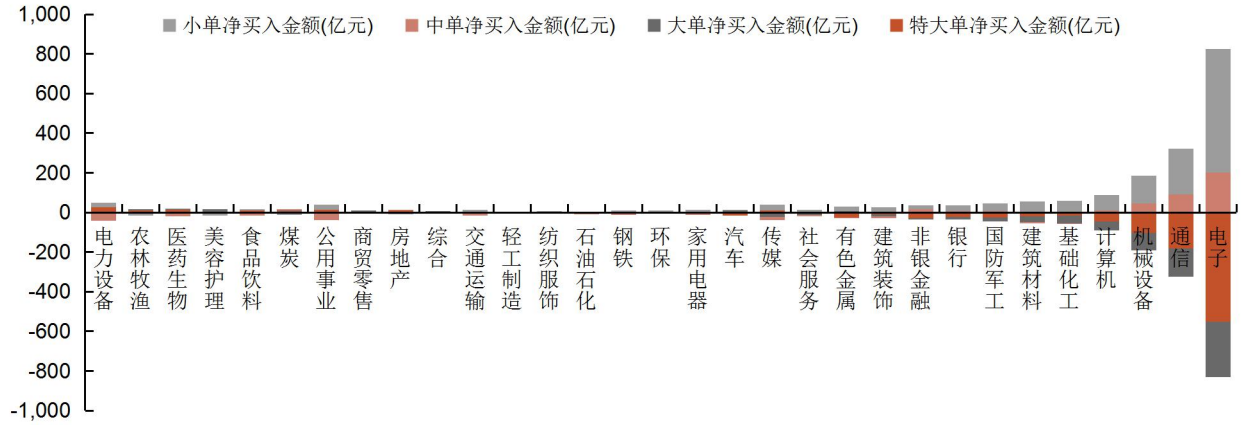
方面，电子（831.79 亿元）、通信（324.12 亿元）、机械设备（191.95 亿元）、计算机（90.73 亿元）、基础化工（53.48 亿元）居前，资金撤离仍集中于前期拥挤的科技主线。

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

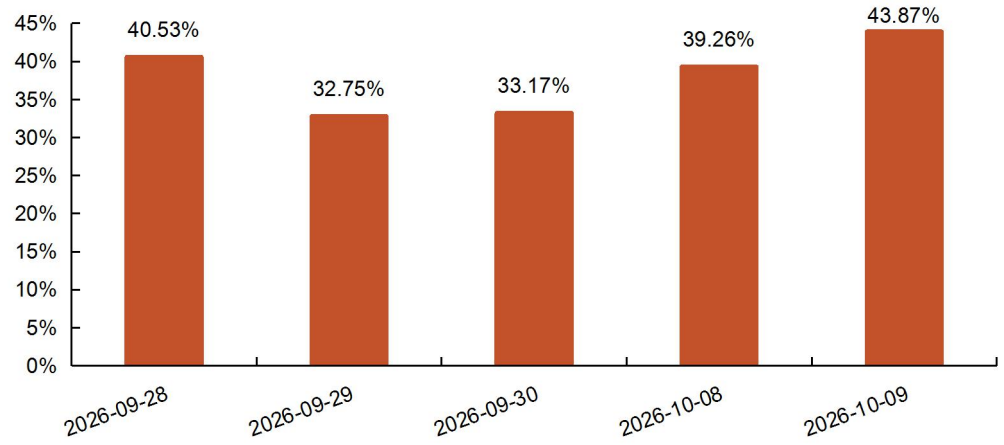
2.4 拥挤度：节前集中度回落至 33%，节后回升至 44%

前 5%个股的成交额占比节前回落、节后回升。9 月 28 日为 40.53%，9 月 29 日降至 32.75%的周内低位，9 月 30 日为 33.17%；节后两个交易日分别为 39.26%（10 月 8 日）和 43.87%（10 月 9 日），与同期成交额自 1.42 万亿元放大至 1.92 万亿元的方向一致。节前集中度的回落伴随

仅供内部参考，请勿外传

成交收缩，属于总量收缩下的被动分散；节后的回升则发生在放量过程中，且承接方向由单一科技板块转向多点分布。判断资金是否真正扩散需结合净流入行业数量与大单资金流向一并观察，集中度的单一读数不足以作为结构改善的证据。

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：下行斜率收敛，配置由防御向现金流与资金确认方向扩展

上周观点基本得到验证：（1）跟踪信号：下修条件在 9 月 28 日触发，单日超大单和大单净流出 918.00 亿元、超过上周设定的 658.54 亿元阈值，同日成交额 17,167.12 亿元处于阶段低位；上修条件未触发，全周净流出扩大至 1,640.10 亿元，仅 9 月 29 日净流入 66.13 亿元，成交额周内最高 19,166.92 亿元、未重回 2 万亿元上方；拥挤度节前降至 32.75%，节后随成交额放大回升至 43.87%，“集中度低位即为结构改善”的推断未成立；流动性判断出现方向偏差，本周公开市场全周净回笼 10,228 亿元（10 月 8 日、10 月 9 日分别净回笼 4,785 亿元和 6,040 亿元），“跨节投放延续”被证伪。（2）配置准确项：“标准配置、不追高”有效，煤炭上涨 2.12%并获净流入 9.88 亿元、量价资金三项同向；银行上涨 1.58%，在指数下跌 2.73%的背景下提供防御；谨慎参与科技的判断贡献最大，电子（-10.78%）、通信（-9.76%）、机械设备（-6.63%）继续领跌，三者资金净流出合计逾 1,300 亿元；候补方向兑现，美容护理上涨 1.89%、资金流入比率 6.53%居首。（3）两处偏差：对下行幅度估计不足，“节前缩量整理、重心下移趋缓”低估了节后成长板块的下跌斜率，10 月 8 日创业板指单日下跌 3.15%、科创 50 下跌 4.82%，全周科创 50 累计下跌 10.15%；防御线索范围划定偏窄，石油石化（+4.10%）、公用事业（+2.81%）、

仅供内部参考，请勿外传

医药生物（+1.18%）被降权，但三者均逆势收涨，公用事业、医药生物分别获净流入 7.64 亿元和 16.04 亿元，防御属性并未局限于煤炭与银行。（4）未兑现项：电力设备虽下跌 0.46%，但净流入 21.21 亿元居全市场首位、特大单净买入 24.95 亿元，以“是否仍处净流出”作为等待条件的判别方式失效。

本周市场指数重心显著下移、结构剧烈分化，东方财富全 A 下跌 2.73%，31 个申万一级行业 14 涨 17 跌，石油石化（+4.10%）、房地产（+3.39%）、公用事业（+2.81%）领涨，电子（-10.78%）、通信（-9.76%）、机械设备（-6.63%）领跌。行情呈现三个特征：（1）调整集中于成长一端，价值与成长分化达年内高位：全指价值上涨 1.54%、全指成长下跌 4.27%，风格价差扩大至 5.81 个百分点；科创 50 下跌 10.15%、创业板指下跌 7.47%，而上证 50 仅下跌 1.24%。（2）总量流出与结构扩散并存：超大单和大单合计净流出 1,640.10 亿元、规模较上周扩大，但净流入行业由四个增至十一个，电力设备（21.21 亿元）、农林牧渔（16.06 亿元）、医药生物（16.04 亿元）、美容护理（15.82 亿元）、食品饮料（10.87 亿元）构成新的承接方向，小单净流入 1,418.35 亿元，资金撤离与再配置同步发生。（3）节前节后运行逻辑切换：节前三个交易日成交额由 1.72 万亿元逐日收缩至 1.42 万亿元，9 月 29 日上涨家数占比回升至 62.30%；节后成交额放大至 1.92 万亿元，10 月 9 日上涨占比 59.16%、涨停 72 家，量能与情绪同步修复，同期央行则由净投放转为大额净回笼。宏观层面，9 月制造业 PMI 回升至 50.1%（前值 49.8）、非制造业商务活动指数升至 50.2%（前值 49.0）、综合 PMI 产出指数升至 50.7%（前值 49.5），景气指标重回扩张区间；8 月规模以上工业企业利润总额累计同比增长 15.7%，增速较 1—7 月的 17.6%回落。外部方面，美联储副主席杰斐逊表示通胀高企、增长稳健、政策路径待定，9 月议息会议纪要于 10 月 8 日公布；美国 8 月核心 PCE 物价指数同比上涨 3.0%持平前值，但 9 月谘商会消费者信心指数降至 81.9（前值 89.4）、8 月职位空缺降至 7,079 千人（前值 7,335 千人），通胀黏性与需求边际走弱并存。

下周行情倾向于跌势放缓、结构再均衡：指数下行斜率收敛，上行动能取决于增量资金确认，超跌的科技主线存在技术性修复窗口，价值与成长的极端分化难以维持。依据有三：（1）资金流出强度已边际减弱：超大单和大单净流出虽达 1,640.10 亿元，但 9 月 29 日出现全周唯一净流入 66.13 亿元，10 月 9 日收窄至 169.39 亿元，显著低于 9 月 28 日的 918.00 亿元；净流入行业由四个扩散至十一个，赚钱效应完成两轮修复、10 月 9 日涨停家数升至 72 家，共同指向抛压的主要释放阶段已经过去。（2）量能重回放大路径：成交额自 9 月 29 日的 1.42 万亿元低点连续回升至 10 月 9 日的 1.92 万亿元，接近 2 万亿元修复阈值，节后资金回流若延续，将

仅供内部参考，请勿外传

为指数企稳提供条件。（3）基本面对估值形成托底：9 月制造业 PMI 与非制造业商务活动指数双双回到扩张区间，东方财富全 A 滚动市盈率降至 16.53 倍、历史分位降至 65%，创业板指分位降至 28%，估值约束的消化压缩了指数继续大幅下挫的空间。需要注意的是，分化的收敛更可能以低估值修复而非成长反弹实现，因为电子、通信、计算机的资金净流出仍在百亿元级别，且价格下跌伴随高换手，存量筹码消化尚未完成。若实际运行偏离这一判断：上修条件为净流出继续收窄并转为净流入、成交额重回 2 万亿元上方、净流入行业数量进一步增加，届时可适度提升仓位并参与超跌主线的修复；下修条件为单日净流出再度扩大至 482.76 亿元以上、成交额跌破 1.4 万亿元，或拥挤度在放量中突破 43.87%的周内高位并集中于单一方向，届时收缩仓位并向现金流确定性方向集中。

配置上，仓位维持中性偏积极，结构上延续双线确定性框架，并将资金确认维度的判别标准由是否仍处净流出调整为净流入的规模与持续性：（1）现金流确定性线索维持主要仓位：煤炭（+2.12%、净流入 9.88 亿元、资金流入比率 1.73%、特大单净买入 6.11 亿元、大单净买入 3.77 亿元）量价资金三项同向，标准配置；公用事业（+2.81%、净流入 7.64 亿元、特大单净买入 15.07 亿元）由观察回升至标准配置；石油石化（+4.10%领涨全市场，但净流出 3.66 亿元）价格领先而资金未确认，维持对冲性持有、不追高；银行（+1.58%、换手率 0.71%居末位，但净流出 36.78 亿元）由底仓调整为偏观察。（2）盈利确定性线索由观察转向分批参与：医药生物（+1.18%、净流入 16.04 亿元、特大单净买入 13.49 亿元）价格与资金重回同向，由观察升至候补；电力设备（-0.46%，但净流入 21.21 亿元居首、特大单净买入 24.95 亿元）资金领先价格，由谨慎参与调整为观察；食品饮料（+2.04%、净流入 10.87 亿元、特大单净买入 10.97 亿元）三项同向，纳入候补；有色金属（-0.87%、净流出 19.21 亿元）跌幅自 4.02%收窄至 0.87%，维持观察。（3）候补方向以小仓位参与：美容护理（+1.89%、净流入 15.82 亿元、资金流入比率 6.53%居首、大单净买入 14.79 亿元）连续两周获资金确认，但成交额 242.15 亿元、容量有限；农林牧渔（+2.06%、净流入 16.06 亿元、特大单净买入 10.94 亿元）与商贸零售（+1.21%、净流入 5.82 亿元）由谨慎参与升至候补；房地产（+3.39%、净流入 3.68 亿元、特大单净买入 9.24 亿元）价格弹性居前而资金规模有限，小仓位参与。（4）谨慎参与，等待流出收敛：继续谨慎参与电子（-10.78%、净流出 831.79 亿元）、通信（-9.76%、净流出 324.12 亿元）、机械设备（-6.63%、净流出 191.95 亿元）、计算机（-1.64%、净流出 90.73 亿元）、建筑材料（-5.94%、净流出 47.60 亿元）、国防军工（-3.89%、净流出 45.68 亿元）。

后续重点跟踪六类信号，用以判断跌势放缓与结构再均衡的延续或切换：（1）超大单和大

仅供内部参考，请勿外传

单资金流向，全周净流出 1,640.10 亿元，能否延续 10 月 9 日 169.39 亿元的收窄并转为连续净流入；（2）成交额修复阈值，重回 2 万亿元上方确认资金回流，持续低于 1.4 万亿元触发收缩预案；（3）拥挤度自 43.87%周内高位的变化方向，放量中温和回落为健康扩散，继续冲高并集中于单一方向则加剧波动；（4）资金扩散的持续性，本周净流入行业增至十一个，电力设备、医药生物、公用事业的净流入能否延续至第二周；（5）国内基本面验证，9 月制造业 PMI 回升至 50.1%后，10 月中旬公布的工业增加值、固定资产投资与社会消费品零售总额能否确认景气扩张的连续性；（6）海外政策与通胀路径，美联储对“通胀高企、增长稳健”的表述变化、核心 PCE 与就业数据的组合，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。

（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