

信义山证汇通天下

证券研究报告

策略

防御延续的弱势整理，配置重心转向现金流确定性

---策略周报（20260831~20260904）

2026 年 9 月 7 日

策略研究/定期报告

相关报告：

---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

---策略周报（20260810~20260814）-科
技震荡，价值修复，风格趋于均衡
2026.8.17

---策略周报（20260803~20260807）-震
荡反弹，守正出奇 2026.8.10

---策略周报（20260727~20260731）-分
化延续，等待新共识 2026.8.3

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，主要指数普遍回调，北证 50 上涨 2.24%、上证 50 微涨 0.02%，东方财富全 A 下跌 1.20%；科创 50 领跌 5.10%，创业板指、深证成指分别下跌 4.03%、3.13%。市场周内先扬后抑，周一普遍收涨（科创 50 上涨 1.34%），周二起风格逆转，周三普遍重挫（创业板指下跌 2.39%，北证 50 逆势上涨 2.50%），周四窄幅企稳，周五再度走弱（科创 50 下跌 2.10%）。价值风格显著占优，全指价值上涨 1.73%，全指成长下跌 1.95%，大盘股相对抗跌。行业方面，传媒、银行、农林牧渔涨幅居前；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 滚动市盈率降至 17.16 倍，历史分位回落至 74%，科创 50、中证 500 分位数分别降至 84%、87%。
- 本周市场量能前高后低，周一成交额达 2.15 万亿元周内高点，周四缩量至 1.78 万亿元低点，周五回升至 2.05 万亿元。电子行业成交额居首，机械设备、通信、电力设备交易热度居前。资金流向方面，超大单和大单资金净流出 1,453.17 亿元、较上周显著扩大，超大单转为净流出 615.30 亿元，小单资金净流入 1,458.91 亿元。个股赚钱效应前高后低，周三下跌家数占比高达 70.24%，周五净流入家数占比仍处 41.56% 的低位。传媒、国防军工、农林牧渔等板块获资金青睐，特大单净买入金额居前。前 5% 个股成交额占比先降后升，周四降至 36% 周内低位，周五回升至 41%。
- 央行连续五个交易日净回笼累计 14,115 亿元，确认“流动性事件退场”，构成本周行情的核心定价因素，防御属性贯穿全周，上周策略观点的多数判断据此获验证：规避组合（电子、通信、电力设备）全数兑现，银行显著跑赢，“高位轮动”判断失效。下周判断倾向于防御延续的弱势整理，仓位维持中性区间，配置重心转向现金流确定性：以银行、公用事业为底仓，煤炭、石油石化降权持有；盈利确定性线索随流动性条件消失降为观察，非银金融标配；传媒、国防军工为本周唯一量价资金共振方向，作弹性候补；谨慎参与电子、通信、电力设备、农林牧渔。后续重点跟踪央行净投放重启、2 万亿元成交额阈值与放量日超大单和大单资金方向。
- **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



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1

目录

1、 市场表现：冲高回落缩量调整，价值风格占优，估值中枢继续回落.....	4
1.1 价格：主要指数普遍回调，价值风格显著占优，传媒银行农林牧渔领涨.....	4
1.2 估值：估值中枢继续回落，高分位进一步消化.....	7
2、 市场情绪：量能前高后低缩量调整，价值防御特征凸显.....	9
2.1 量能：量能前高后低，电子成交主导，通信电力设备活跃.....	9
2.2 换手率：农业与传媒交易活跃，价值板块流动性偏低.....	10
2.3 资金流向：超大单和大单净流出显著扩大，传媒军工农林获资金青睐.....	12
2.4 拥挤度：前 5%成交集中度先降后升，周五回升.....	14
3、 策略观点：防御延续的弱势整理，配置重心转向现金流确定性.....	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（%）	11
图 10： A 股周内净流入/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.....	13

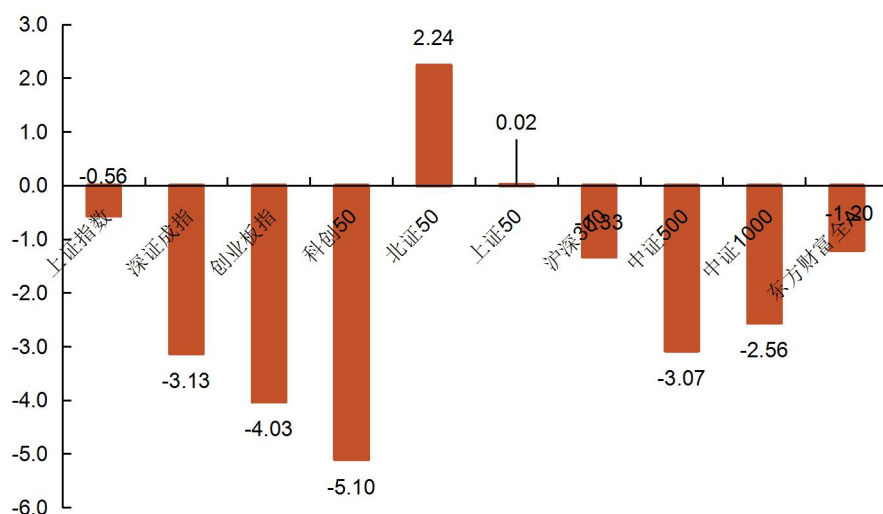
图 13: A 股各行业本周不同体量资金净买入金额 (亿元)	14
图 14: A 股周内前 5%成交额占 20 日日均成交额比.....	14
表 1: A 股主要指数周内涨跌幅 (%)	4
表 2: A 股风格指数周内单日涨跌幅 (流通市值加权平均, %)	5
表 3: A 股各行业周内单日涨跌幅 (流动市值加权平均, %)	7
表 4: A 股主要指数周内滚动市盈率 (剔除负值)	8
表 5: A 股主要指数周内单日换手率 (%)	11
表 6: A 股周内资金净流入 (亿元)	12

1、市场表现：冲高回落缩量调整，价值风格占优，估值中枢继续回落

1.1 价格：主要指数普遍回调，价值风格显著占优，传媒银行农林牧渔领涨

本周（8月31日~9月4日）A股主要指数普遍回调，东方财富全A下跌1.20%。区间涨跌幅分化明显，北证50以2.24%的涨幅逆势领涨，上证50微涨0.02%，为仅有的两个收涨指数；中证500（-3.07%）、深证成指（-3.13%）跌幅居前，中证1000下跌2.56%、上证指数下跌0.56%、沪深300下跌1.33%；科创50以5.10%的跌幅领跌，创业板指下跌4.03%。从单日走势来看，市场周内先扬后抑，周一普遍收涨，科创50上涨1.34%、上证指数上涨0.86%，周二起风格逆转，成长与中小盘连续下挫，周三普遍重挫，创业板指下跌2.39%、科创50下跌1.82%，北证50逆势大涨2.50%，周四窄幅企稳，周五再度走弱，科创50下跌2.10%、中证500下跌1.32%，整体呈现冲高回落、震荡下行特征。

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（%）

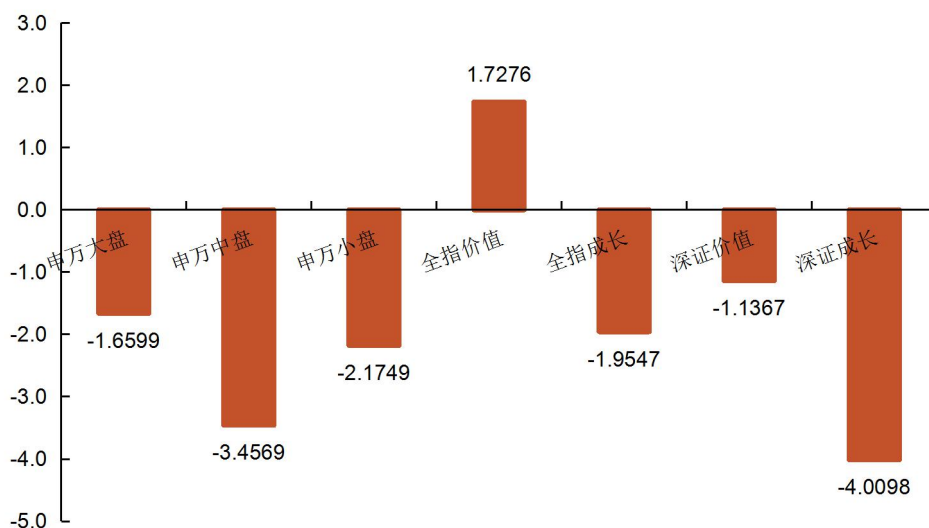
代码	简称	2026-08-31	2026-09-01	2026-09-02	2026-09-03	2026-09-04	最大涨幅	最大跌幅
000001.SH	上证指数	0.8633	-0.1608	-0.9674	0.0178	-0.3037	0.8633	-0.9674
399001.SZ	深证成指	0.4439	-1.0176	-1.8802	0.0997	-0.7938	0.4439	-1.8802
399006.SZ	创业板指	0.4170	-1.3160	-2.3925	0.0090	-0.7848	0.4170	-2.3925

000688.SH	科创 50	1.3379	-2.1879	-1.8172	-0.3976	-2.0981	1.3379	-2.1879
899050.BJ	北证 50	0.1406	1.3424	2.4983	-1.6102	-0.1018	2.4983	-1.6102
000016.SH	上证 50	0.4636	0.1683	-0.9306	0.1734	0.1477	0.4636	-0.9306
000300.SH	沪深 300	0.3452	-0.2951	-1.3767	0.1016	-0.0995	0.3452	-1.3767
000905.SH	中证 500	0.7175	-1.1768	-1.6451	0.3380	-1.3239	0.7175	-1.6451
000852.SH	中证 1000	0.8487	-1.0174	-1.3991	0.2155	-1.2106	0.8487	-1.3991
800000.EI	东方财富全 A	0.7384	-0.3247	-1.1653	0.0300	-0.4741	0.7384	-1.1653

资料来源：Choice，山西证券研究所

价值风格显著占优，大盘相对抗跌。从规模风格来看，大盘股相对抗跌，申万大盘指数全周下跌 1.66%，跌幅最小；申万小盘指数下跌 2.17%，申万中盘指数下跌 3.46%，中小盘股调整幅度更大。从价值成长风格来看，价值板块防御属性凸显，全指价值全周上涨 1.73%，为本周少数收涨的风格指数；深证价值仅下跌 1.14%，而全指成长全周下跌 1.95%，深证成长大跌 4.01%。从单日走势来看，周一全线收涨后，全指价值在四个调整交易日中三度逆势收涨，周二 1.05%、周四 0.41%、周五 0.52%，全指成长自周二起持续走弱，仅周四微涨 0.38%，表明市场调整阶段资金明显向价值风格集中。

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，%）

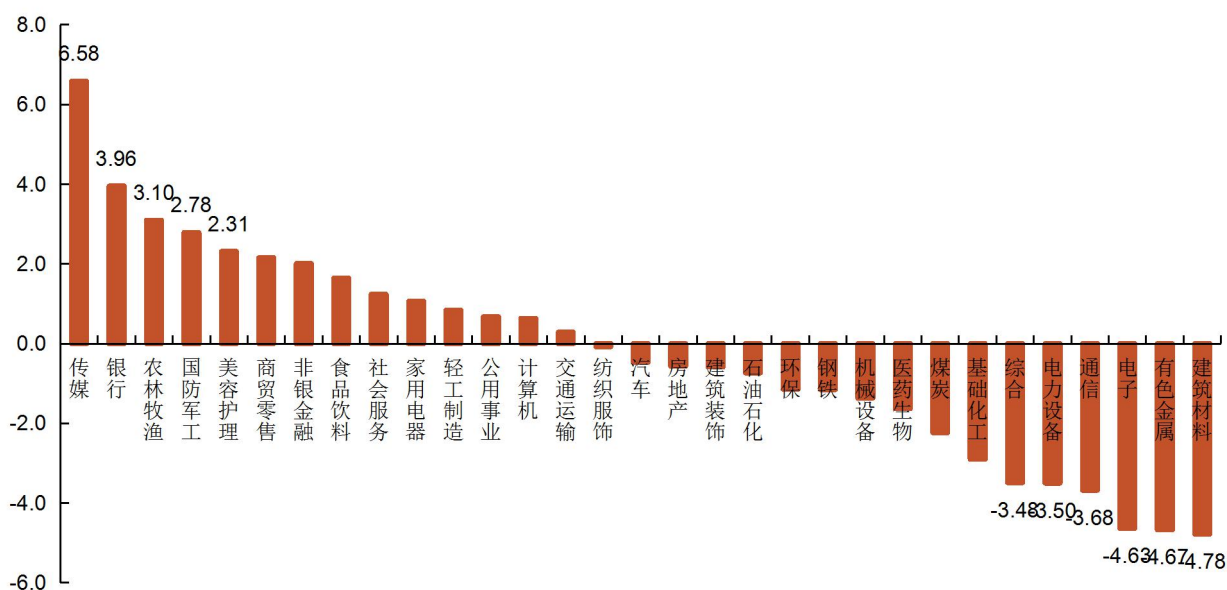
简称	2026-08-31	2026-09-01	2026-09-02	2026-09-03	2026-09-04
----	------------	------------	------------	------------	------------

申万大盘	0.4937	-0.5192	-1.3599	0.0276	-0.3037
申万中盘	0.6908	-1.5018	-1.7739	0.5061	-1.3984
申万小盘	0.6648	-0.8419	-1.3388	0.4256	-1.0869
全指价值	0.6197	1.0462	-0.8654	0.4098	0.5158
全指成长	0.3592	-0.8411	-1.2192	0.3775	-0.6360
深证价值	-0.1354	0.0041	-1.5770	0.2893	0.2892
深证成长	-0.1424	-1.2084	-2.0225	0.0059	-0.6944

资料来源：Choice，山西证券研究所

传媒与银行领涨，周期成长全线调整。本周 14 个行业收涨、17 个行业收跌，传媒以 6.58% 的涨幅居首，银行（3.96%）、农林牧渔（3.10%）、国防军工（2.78%）、美容护理（2.31%）涨幅居前；而建筑材料领跌 4.78%，有色金属（-4.67%）、电子（-4.63%）、通信（-3.68%）、电力设备（-3.50%）跌幅居前，前一周领涨的周期成长板块本周普遍回吐。从单日走势来看，周一普涨日传媒大涨 3.83%，煤炭（2.46%）、银行（2.36%）、计算机（2.23%）跟涨；周二风格逆转，商贸零售（3.02%）、农林牧渔（2.62%）领涨，电子大跌 2.96%、煤炭下跌 2.13%；周三普遍重挫，有色金属（-2.07%）、农林牧渔（-2.03%）、传媒（-1.96%）、煤炭（-1.92%）领跌；周四窄幅企稳，非银金融（1.40%）、有色金属（1.29%）反弹；周五农林牧渔（3.97%）、传媒（3.10%）再度领涨，建筑材料（-2.60%）、电子（-2.44%）继续走弱。

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	2026-08-31	2026-09-01	2026-09-02	2026-09-03	2026-09-04
传媒	3.8337	1.7094	-1.9571	-0.2420	3.1037
银行	2.3634	1.7940	0.2549	-1.2067	0.7414
农林牧渔	-0.4990	2.6229	-2.0269	-0.6608	3.9707
国防军工	1.1838	0.1700	0.4147	-0.1605	1.2089
美容护理	-0.6041	1.6657	0.3898	-0.5057	1.3238
商贸零售	-1.2503	3.0190	-1.2188	0.3731	1.1711
非银金融	0.4042	1.5603	-1.8270	1.4012	0.4699
食品饮料	-0.5275	0.8948	-0.7487	-0.1585	2.2305
社会服务	0.4630	1.0799	-0.2950	-0.8437	0.8292
家用电器	1.1313	0.0283	-0.6859	0.6287	-0.0291
轻工制造	0.9911	0.5528	-0.8240	0.0116	0.1429
公用事业	-0.2854	0.9941	0.1800	-0.1112	-0.0877
计算机	2.2318	0.6366	-1.4569	-0.4358	-0.1650
交通运输	-0.4364	0.8033	-1.2406	1.0696	0.1688
纺织服饰	-0.0279	0.9277	-0.3803	-0.6294	0.0597
汽车	0.0322	0.6239	-0.8461	0.3074	-0.4872
房地产	-1.5560	0.0575	-0.7728	0.6179	1.1950
建筑装饰	-0.3185	0.4896	-0.9959	0.0461	0.2105
石油石化	1.1706	0.0167	-1.8132	0.2532	-0.3095
环保	0.2077	0.1357	-0.6234	-0.1237	-0.6508
钢铁	-0.8410	1.5063	-1.4307	-0.2431	0.3346
机械设备	2.1056	-1.2123	-1.1286	0.7068	-1.7267
医药生物	-1.2589	0.5096	-0.9168	0.3177	-0.2684
煤炭	2.4627	-2.1335	-1.9193	-0.3548	-0.2098
基础化工	-0.0586	0.3675	-1.6226	-0.0984	-0.7664
综合	1.4464	-1.8583	-1.6988	1.2072	-2.2643
电力设备	-0.5886	-1.2779	-1.7228	0.5421	-0.4288
通信	0.8876	-0.8327	-1.7013	-0.7791	-1.2444
电子	2.1266	-2.9603	-1.3896	-0.0188	-2.4375
有色金属	-1.2845	-1.0668	-2.0688	1.2937	-1.6074
建筑材料	0.7378	-1.8141	-0.1193	-0.8840	-2.5969

资料来源：Choice，山西证券研究所

1.2 估值：估值中枢继续回落，高分位进一步消化

总体来看，东方财富全 A 滚动市盈率降至 17.16 倍，历史分位进一步回落至 74%。主要指数估值中枢周内继续下移，科创 50 滚动市盈率降至 78.69 倍、历史分位回落至 84%，中证 500

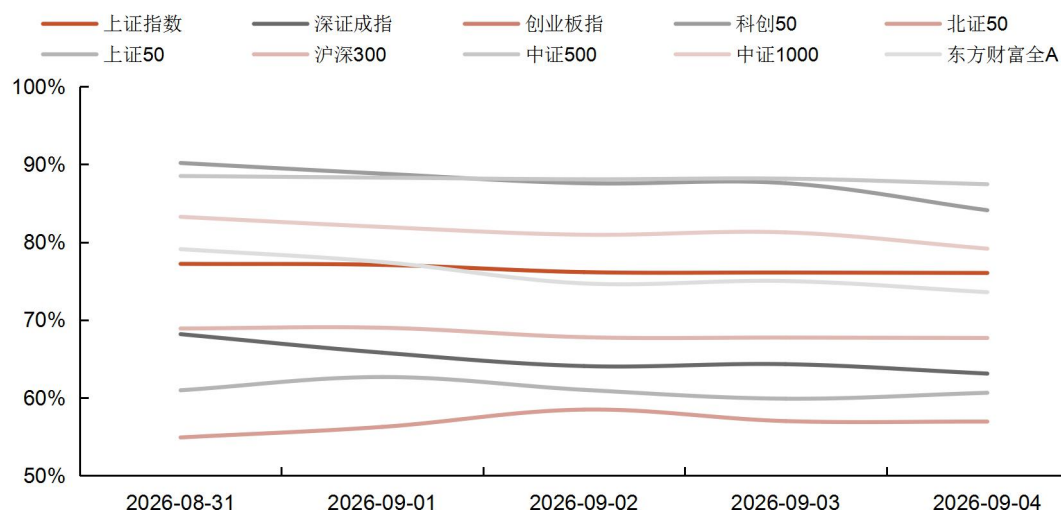
(87%)、中证 1000 (79%) 历史分位同步回落，高分位进一步消化；上证 50 (61%)、沪深 300 (68%) 估值分位基本平稳，创业板指降至 40% 的中低分位，指数调整带动估值水平整体回落。

表 4：A 股主要指数周内滚动市盈率（剔除负值）

代码	简称	2026-08-31	2026-09-01	2026-09-02	2026-09-03	2026-09-04
000001.SH	上证指数	14.01	14.01	13.89	13.88	13.85
399001.SZ	深证成指	25.05	24.79	24.35	24.38	24.17
399006.SZ	创业板指	34.97	34.42	33.64	33.64	33.31
000688.SH	科创 50	83.68	82.04	80.57	80.58	78.69
899050.BJ	北证 50	34.73	35.23	36.20	35.63	35.57
000016.SH	上证 50	10.89	10.96	10.89	10.86	10.88
000300.SH	沪深 300	13.06	13.07	12.94	12.92	12.92
000905.SH	中证 500	27.65	27.33	26.91	27.00	26.65
000852.SH	中证 1000	31.00	30.64	30.21	30.28	29.90
800000.EI	东方财富全 A	17.51	17.44	17.24	17.25	17.16

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）



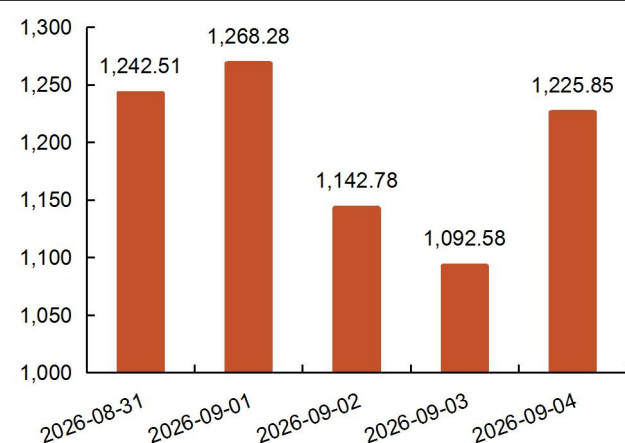
资料来源：Choice，山西证券研究所

2、市场情绪：量能前高后低缩量调整，价值防御特征凸显

2.1 量能：量能前高后低，电子成交主导，通信电力设备活跃

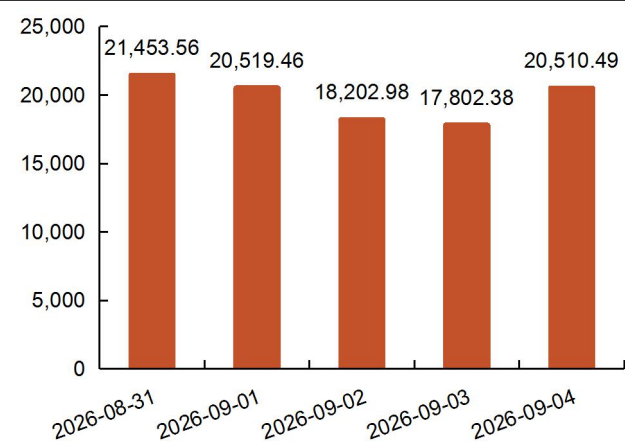
量能前高后低，缩量调整后周五放量。市场交易活跃度周初处于高位，周一成交量为1,242.51亿股、成交额达21,453.56亿元的周内高点；随后逐日回落，周四缩量至周内低点，成交量为1,092.58亿股、成交额降至17,802.38亿元；周五量能回升，成交量升至1,225.85亿股、成交额回到20,510.49亿元。成交额整体在1.78万亿至2.15万亿区间内波动，日均成交额19,697.77亿元。整体而言，全周量能呈现前高后低、周中持续缩量的特征，周五放量并未带动指数收涨，调整阶段的承接力度有待观察。

图 5：A 股周内成交量（亿股）



资料来源：Choice，山西证券研究所

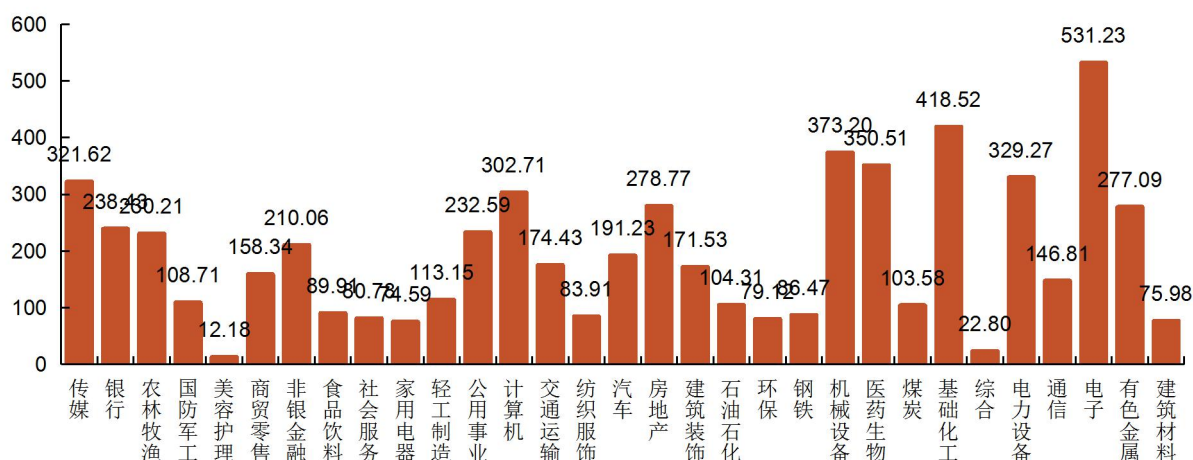
图 6：A 股周内成交额（亿元）



资料来源：Choice，山西证券研究所

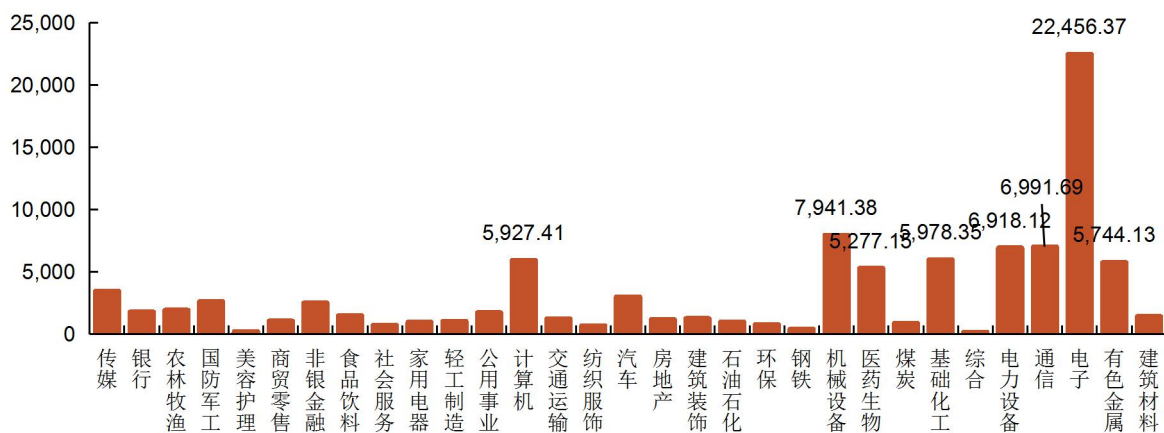
成交持续集中于电子板块，机械设备、通信、电力设备交易热度居前。电子行业以531.23亿股的成交量及22,456.4亿元的成交额居于各行业之首，成交规模在全市场中占据主导地位。除电子外，机械设备、通信和电力设备周累计成交额分别达7,941.38亿元、6,991.69亿元和6,918.12亿元，基础化工、计算机、有色金属分别成交5,978.35亿元、5,927.41亿元、5,744.13亿元，与电子共同构成市场的核心成交密集区。相比之下，综合、美容护理及钢铁等行业成交持续低迷，周累计成交额分别仅为156.87亿元、200.25亿元、397.48亿元，市场资金在板块间的分布极不均衡。

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

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：农业与传媒交易活跃，价值板块流动性偏低

成长及中小盘风格指数维持高波动。创业板指波动率最高，周内维持在 2.12%至 2.92%之间，周均值达 2.61%，中证 1000 次之（周均值 2.41%），而上证 50 波动率最低，维持在 0.27%至 0.36%的低位区间（周均值 0.30%）。从时间维度观察，市场波动率在周初调整阶段明显放大，周一、周二创业板指波动率分别达 2.92%、2.81%的周内高位；周三、周四随指数企稳回落至低点（创业板指 2.30%、2.12%）；周五指数再度走弱，波动率回升至 2.89%。调整日的波

动放大与企稳日的波动收敛并存，显示市场情绪偏谨慎。

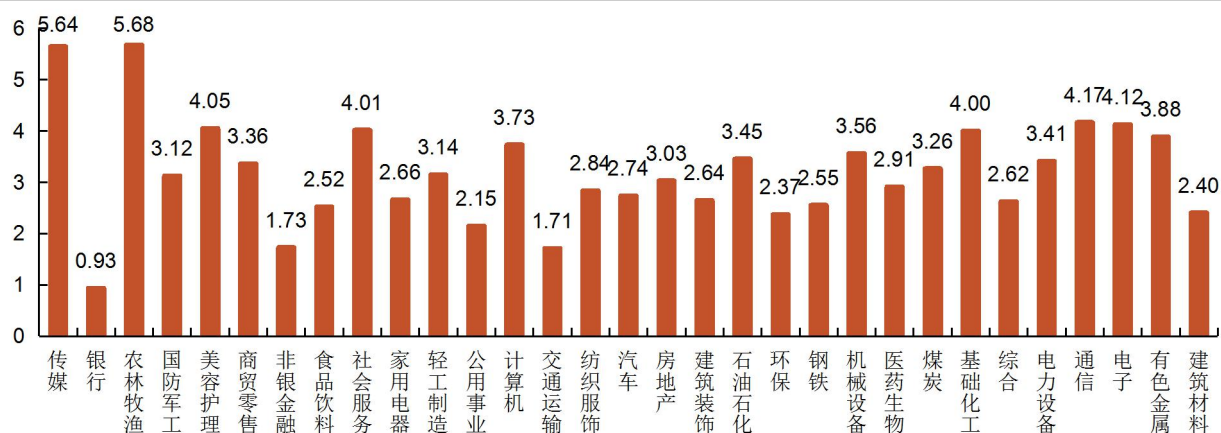
表 5：A 股主要指数周内单日换手率（%）

代码	简称	2026-08-31	2026-09-01	2026-09-02	2026-09-03	2026-09-04
000001.SH	上证指数	1.1791	1.1753	1.0540	1.0184	1.1026
399001.SZ	深证成指	1.9371	1.9180	1.6168	1.5073	1.8956
399006.SZ	创业板指	2.9225	2.8105	2.3021	2.1161	2.8939
000688.SH	科创 50	1.3810	1.0729	1.0085	0.8608	1.0737
899050.BJ	北证 50	1.3766	921	2.9465	2.1272	2.0027
000016.SH	上证 50	0.3560	0.3065	0.2806	0.2672	0.2693
000300.SH	沪深 300	0.7086	0.6412	0.5580	0.5438	0.5879
000905.SH	中证 500	1.6884	1.7135	1.4859	1.3689	1.6483
000852.SH	中证 1000	2.5615	2.5836	2.1825	2.1587	2.5763
800000.EI	东方财富全 A	1.6963	1.7277	1.5489	1.4864	1.6700

资料来源：Choice，山西证券研究所

农业与传媒板块交易持续活跃，科技板块热度仍高。本周农林牧渔以 5.68% 的日均换手率位居榜首，传媒（5.64%）、通信（4.17%）、电子（4.12%）及美容护理（4.05%）紧随其后，显示出资金在这些板块内的高频博弈特征。相比之下，传统价值型及部分金融行业交易清淡，流动性较低，银行板块以 0.93% 的日均换手率垫底，交通运输（1.71%）、非银金融（1.73%）及公用事业（2.15%）同样处于低位。

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，传媒军工农林获资金青睐

超大单转为净流出，超大单和大单净流出显著扩大。超大单资金仅周一净流入 50.66 亿元，周二起连续四日净流出，全周合计净流出 615.30 亿元；超大单资金全周净流出 1,453.17 亿元，较上周显著扩大，其中周三单日净流出 540.07 亿元为周内峰值；大单全周净流出 837.87 亿元；中单转为小幅净流入 1.71 亿元；与此同时，小单资金延续净流入态势且规模明显放大，全周净流入 1,458.91 亿元，其中周五净流入 455.64 亿元。

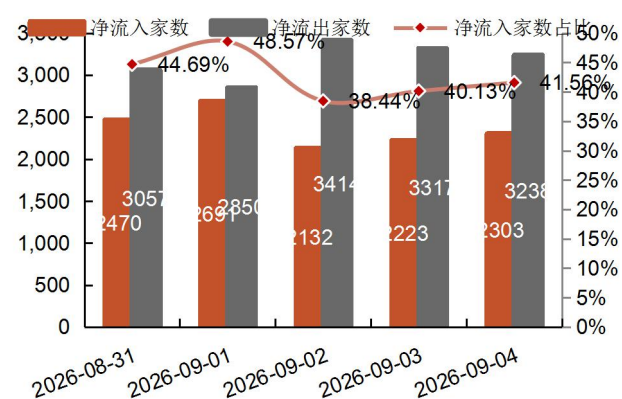
表 6：A 股周内资金净流入（亿元）

日期	超大单	大单	中单	小单
2026-08-31	50.66	-104.71	-83.47	138.07
2026-09-01	-144.97	-159.53	55.31	259.86
2026-09-02	-277.71	-262.36	126.38	433.49
2026-09-03	-16.40	-104.37	-70.62	171.84
2026-09-04	-226.89	-206.89	-25.88	455.64

资料来源：Choice，山西证券研究所

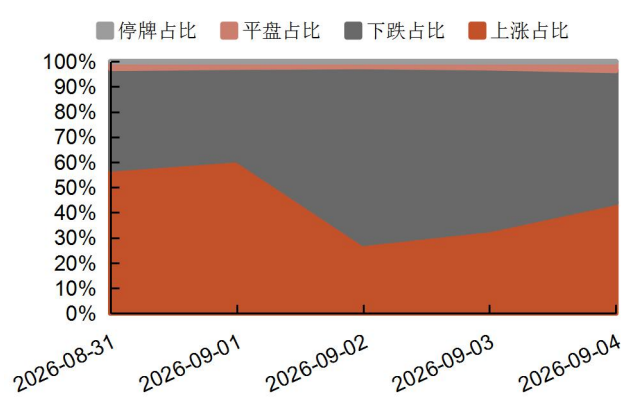
个股层面的赚钱效应前高后低。情绪指标与资金流向相互印证，周一市场普涨，上涨家数占比 57.30%、涨停 89 家，净流入家数占比 44.69%；周二情绪延续，上涨家数占比达 60.99% 的周内高位，净流入家数占比升至 48.57% 的周内高点；周三市场普遍重挫，下跌家数占比骤升至 70.24%，净流入家数占比降至 38.44%；周四跌停家数增至 17 家的周内峰值，上涨占比仅 33.23%；周五情绪边际修复，上涨家数占比回升至 43.99%，但净流入家数占比仍处 41.56% 的低位，赚钱效应尚未实质性恢复。

图 10: A 股周内净流入/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

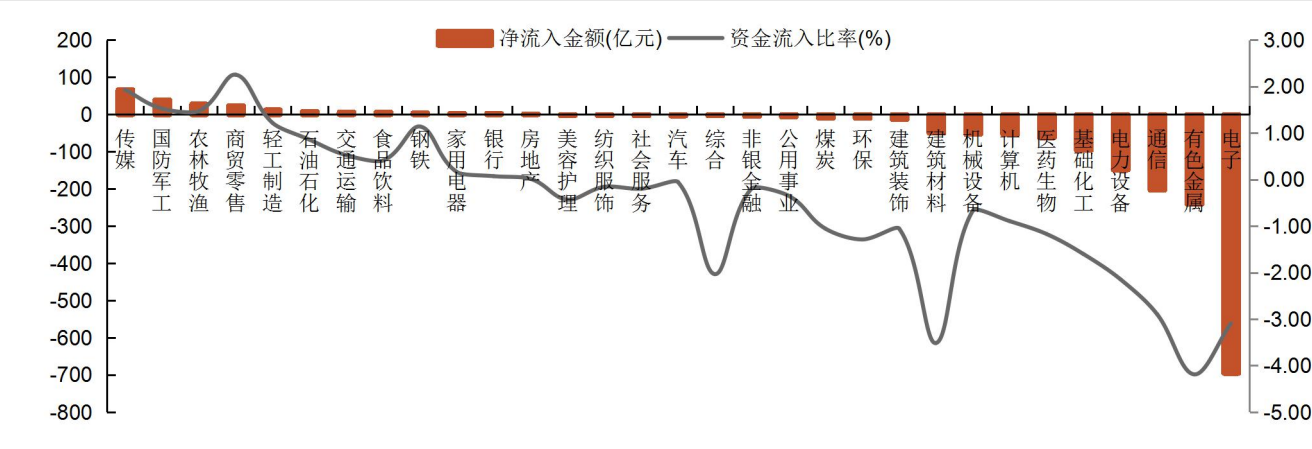
图 11: A 股上涨/下跌/平盘/停牌个股占比



资料来源: Choice, 山西证券研究所

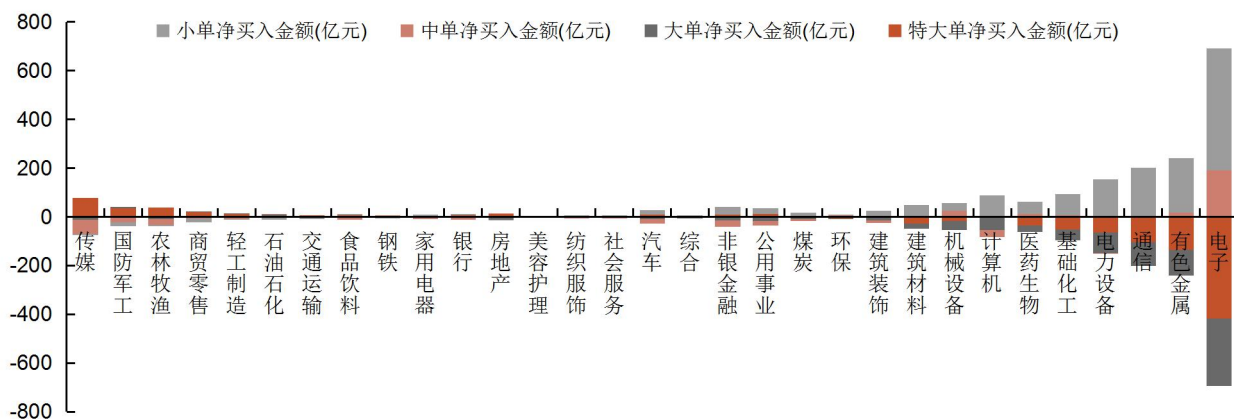
传媒、国防军工与农业板块获资金青睐。本周传媒、国防军工、农林牧渔、商贸零售、轻工制造资金净流入金额居前，分别达 66.52 亿元、39.65 亿元、28.14 亿元、23.57 亿元、12.34 亿元；从净流入金额占成交额比率来看，商贸零售、传媒、国防军工、农林牧渔、钢铁资金流入比率居前，分别达 2.25%、1.93%、1.52%、1.47%、1.14%。其中传媒、农林牧渔、国防军工、商贸零售、公用事业特大单净买入金额居前，分别达 77.68 亿元、38.59 亿元、35.53 亿元、19.54 亿元、12.45 亿元，特大单主要驱动传媒、农林牧渔、国防军工的资金净流入；大单则仅有石油石化、国防军工、商贸零售、轻工制造、钢铁、食品饮料六个行业实现净流入。

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）

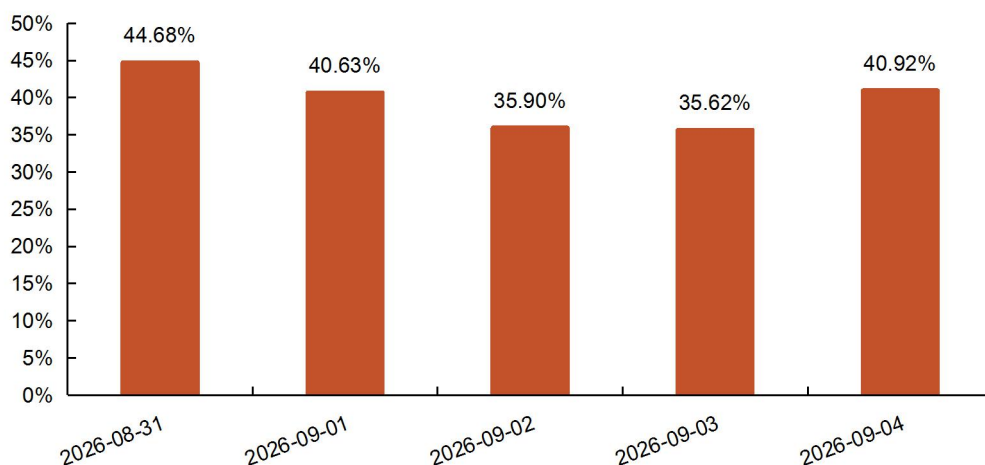


资料来源：Choice，山西证券研究所

2.4 拥挤度：前 5%成交集中度先降后升，周五回升

前 5%个股的成交额占比周内呈先降后升的 V 型形态。周一为 44.68%的周内高位，周二、周三逐步回落至 40.63%、35.90%，周四进一步降至 35.62%的周内低位，缩量调整阶段资金抱团明显松动；周五回升至 40.92%，表明缩量企稳阶段资金分散化、热点轮动加快，而周五量能回升后资金再度向头部集中，热点板块的放量上攻与集中度回升相互印证。

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：防御延续的弱势整理，配置重心转向现金流确定性

上周策略观点的多数判断获本周验证，其中流动性判断最为准确：信号层面，央行跨月后连续五个交易日净回笼，累计 14,115 亿元，触及“持续净回笼两日以上视为流动性事件退场的确认信号”的预设阈值，市场随后回调印证该信号的前瞻性；8 月 PMI 实际值 49.8 站上 49.5，按规则应上调盈利线索权重，但盈利线索却整体领跌，表明在流动性退坡阶段基本面改善无法对冲资金撤离；美国 8 月非农新增 16.2 万人、失业率 4.1% 低于预期，未构成外需冲击；成交额周四一度跌破 1.8 万亿元、触及下修预案阈值。配置层面，规避组合全数验证：电子（-4.63%）、通信（-3.68%）、电力设备（-3.50%）居跌幅榜前列，现金流确定性线索中银行上涨 3.96% 显著跑赢东方财富全 A，盈利确定性线索整体受挫：有色金属下跌 4.67%、基础化工回吐 2.90%，仅非银金融守住 2.01% 的正收益。偏差同样明显：基准判断“高位轮动”失效，实际运行更接近下修情形的流动性成分，指数普遍回调而非区间震荡；回避的农林牧渔再度上涨 3.10%，连续第二周证伪。

本周市场冲高回落、缩量调整，东方财富全 A 下跌 1.20%，科创 50 领跌 5.10%、创业板指下跌 4.03%，北证 50（+2.24%）与上证 50（+0.02%）逆势收涨，31 个申万一级行业 14 涨 17 跌，传媒（+6.58%）、银行（+3.96%）、农林牧渔（+3.10%）领涨，建筑材料（-4.78%）、有色金属（-4.67%）、电子（-4.63%）领跌。从整体视角审视，本周行情是对上周流动性事件退场的滞后定价，呈现三个特征：（1）流动性支撑瓦解获数据确认：央行 8 月 31 日至 9 月 4 日连续五个交易日净回笼（2,210 亿、4,690 亿、5,985 亿、1,030 亿、200 亿元），周累计 14,115 亿元，上周“技术性对冲”的判断兑现，回笼规模逐日衰减至零附近表明前期投放基本到期完毕；量能前高后低，周一成交 2.15 万亿元见顶后逐日回落，周四缩量至 1.78 万亿元，周五回升至 2.05 万亿元但未带动指数收涨，日均成交 1.97 万亿元与上周基本持平，调整以缩量而非恐慌放量的方式展开。（2）防御分化而非普跌：全指价值上涨 1.73%、全指成长下跌 1.95%，价差 3.68 个百分点，且不同于上周价值超额集中于单日避险，本周价值在四个调整交易日中三度逆势收涨，防御属性贯穿全周；调整集中于高估值成长端，东方财富全 A 市盈率分位由 82.07% 降至 74%、科创 50 分位由 85.42% 降至 84%，拥挤度（前 5% 个股成交额占比）由周一 44.68% 降至周四 35.62% 后回升至 40.92%，估值与拥挤度的脆弱性部分释放。（3）价格与资金背离延续：超大单和大单资金全周净流出 1,453.17 亿元，较上周的 405.23 亿元明显扩大，超大单由上周净流入 167.99 亿元转为净流出 615.30 亿元，小单净流入 1,458.91 亿元，承接筹码

特征明显；周五放量日超大单和大单仍净流出 226.89 亿元，上涨质量未改善。宏观层面，8 月 PMI 回升至 49.8（前值 49.2），但仍处荣枯线下且低于市场预期，非制造业 PMI 持平于 49，基本面环比改善但力度有限；外部方面，美国 8 月非农新增 16.2 万人、失业率 4.1% 低于预期，就业韧性缓解衰退担忧，但 ADP 新增就业仅 3.8 万人显示内部分化，外需环境总体平稳。

下周行情判断倾向于“防御延续的弱势整理”：指数低位震荡、下行斜率放缓，现金流与红利资产延续占优，成长端超跌后或有技术性修复但不改防御主线。倾向于该判断的依据有三：

（1）流动性支撑短期缺位：连续净回笼 14,115 亿元已确认流动性事件退场，且回笼规模已衰减至接近零（9 月 4 日仅 200 亿元），前期投放基本到期完毕，下周央行操作将由“对冲回笼”转为“增量投放决定方向”，重启净投放的时点与规模不确定，指数难以获得流动性级别的上行动能；（2）资金背离未修复：超大单和大单资金持续净流出且放量日未转正，存量资金高换手博弈，上涨质量未改善前难有趋势性修复；（3）出清已部分完成但未结束：全 A 估值分位由 82.07% 降至 74%、拥挤度回落至 40.92%，系统性下行空间收窄，8 月 PMI 环比改善亦提供基本面托底，但电子、通信、电力设备成交额仍居市场前列，成长端的出清进程未确认完成。若实际运行偏离该判断，上修条件为央行重启净投放（单日净投放转正并延续两日以上）、放量日超大单和大单资金转为净流入且成交额站稳 2 万亿元上方，届时可转为参与修复；下修条件为成交额持续低于 1.8 万亿元且超大单和大单资金单日净流出进一步扩大，届时防御仓位需进一步收缩至红利与现金方向。

配置上，仓位维持中性区间，不因超跌而急于回补；结构上延续“双线确定性”框架，但两条线索的权重此消彼长：（1）现金流确定性线索升为主要仓位：银行（本周+3.96% 获验证，低换手下的防御配置属性凸显用事）（本周+0.68%、特大单净买入 12.45 亿元居前）为底仓；煤炭（-2.23%）与石油石化（-0.73%）降权持有，高股息资产内部亦受流动性牵制，其回撤保护属性需待流动性企稳后才能恢复。（2）盈利确定性线索降为观察：有色金属（-4.67%）与基础化工（-2.90%）上周的资金确认优势随流动性退坡而消失，仅保留非银金融的标配仓位（本周+2.01% 为盈利线索中唯一正收益，兼具大金融防御属性）。（3）新增资金确认的轮动方向作为弹性候补：传媒（+6.58% 领涨、行业净流入 66.52 亿元居首、特大单净买入 77.68 亿元）与国防军工（+2.78%、净流入 39.65 亿元、特大单+35.53 亿元）是本周唯一量价资金三向共振的方向，但其驱动偏事件与情绪，持续性待检验；候补方向另含食品饮料（+1.65%）与医药生物。（4）谨慎参与电子、通信、电力设备（上周判断全数兑现，成交热度仍居市场前列，出清未确认结束前维持回避）；农林牧渔（中报净利同比-143.73%，连续两周资金驱动的超跌反

弹后风险或积聚)。

后续重点跟踪五类信号：(1) 央行公开市场操作，下周初能否重启净投放，单日净投放转正并延续两日以上视为流动性重新转松的确认信号，届时可上调仓位；(2) 成交额双阈值，站稳 2 万亿元上方确认修复，持续低于 1.8 万亿元则进一步收缩防御；(3) 价格与资金的同向性，放量日超大单和大单资金能否由净流出转为净流入，该信号的重要性高于指数点位本身；(4) 8 月进出口与 CPI、PPI 数据，出口韧性决定基本面托底的成色，物价走向影响盈利修复预期；(5) 美国 8 月 CPI 与美联储 9 月议息会议前的官员表态，经汇率与外需链条影响有色、化工等行业。

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，本报告的任一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

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>

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

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