

2025 年 08 月 30 日

寻找当下相对便宜的指数和风格

策略研究团队

——投资策略周报

韦冀星（分析师）

weijixing@kysec.cn

证书编号：S0790524030002

● 坚定本轮“慢牛”的信心：证券化率指标

从盈利周期、资金面、产业逻辑视角来看本轮牛市行情有长期支撑要素在：①盈利和经济周期即将触底：PPI 或将迎来反转、盈利底或在 2-3 个季度之内到达；②资金面支撑：中央汇金构建了市场底气、中长期耐心资本已建立；③自下而上产业逻辑主导突破：科技品种出现相对盈利优势、产业层面的积极信号频繁。但短期上涨斜率过高容易带来市场波动的放大，因此在交易层面不应急躁，应该坚守自我、慢牛心态，结构更重要，“慢慢来，更快”。对于本轮慢牛的空间，我们在 8.22《证券化率看牛市估值》中提出可将证券化率指标（股市总市值与 GDP 之比）作为识别估值高点的有效参考工具。其突破 1 倍的位置应作为估值的重要关注点。展望后市，指数中枢有望进一步上移，两市总市值增长态势有望延续。

● 从相对估值看当前主要指数和风格比价

相对估值（相对 PE 和相对 PB）是更为有效的指数之间比价的指标，它能够更好的分辨在已经出现一定程度的上涨牛市当中，哪些指数和风格相对“滞涨”，而哪些指数和风格相对“领涨”。

（1）**宽基指数：创业板指、中证 800、沪深 300 相对便宜且有望补涨。**创业板指是典型的成长风格，在“增量市”背景下的本轮“慢牛”行情当中更容易受益于风险偏好的上行，后续预计创业板的估值掣肘得到释放，其估值有望获得较强的向上弹性。另一方面，当下 ETF 成为居民资金入市的主要方式后，市场主要 ETF 的权重股估值接下来有望获得明显的上行驱动，叠加当下距离 A 股内生性盈利底并不遥远，沪深 300 和中证 800 后续有望相对万得全 A 有进一步的估值修复。

（2）**风格指数：价值和消费风格相对估值相对较低。**相对估值显著较高的风格：成长风格。有两个有趣的现象：①成长类型风格相对估值均较高，但超预期的是周期风格相对 PB 也较高；②除成长风格指数外，其余风格指数的相对 PE 分位数均在 50% 以下。

● 投资思路——双轮驱动，坚守自我

行业配置“4+1”建议：

（1）科技成长+自主可控+军工：AI 硬件、半导体、机器人、游戏、AI 应用、军工（导弹、无人机、卫星、深海科技），此外关注与指数共振度较高的金融科技与券商板块。（2）受益于“PPI 边际改善预期+部分低位补涨”的顺周期品种扩散：钢铁、化工、有色金属、建材有望受益，保险、白酒、地产或存估值修复机会。（3）具备反内卷弹性、更“广谱”方向：本轮反内卷的范围已超越传统周期品，光伏、锂电、工程机械、医疗、港股恒生互联网等部分制造与成长方向同样具备中期潜力。（4）出海结构性机会：中欧贸易关系缓和（对欧洲出口占比高品种：汽车、风电等）及小品类出海（如零食等）；（5）底仓配置：稳定型红利、黄金、优化的高股息。

● **风险提示：**宏观政策超预期；全球流动性及地缘政治风险；历史不代表未来。

相关研究报告

《开源金股，9 月推荐—投资策略专题》-2025.8.29

《华为产业链，或为下一个“高低切”——投资策略专题》-2025.8.28

《机构关注度提升：电力设备、基础化工、食品饮料、钢铁—机构调研周跟踪》-2025.8.25

目 录

1、 坚定本轮“慢牛”的信心：证券化率指标.....	3
2、 从相对估值看当前主要指数和风格比价.....	5
2.1、 宽基指数：创业板指、中证 800、沪深 300 相对便宜且有望补涨.....	5
2.2、 风格指数：价值和消费风格相对估值相对较低.....	6
3、 投资思路——双轮驱动，坚守自我.....	8
4、 风险提示.....	9

图表目录

图 1： 证券化率指标影响逻辑.....	4
图 2： 当前 A 股证券化率仍不及前两轮“指数牛”.....	4
图 3： 略超预期的是，微盘股、沪深 300 是相对 PB 分位数较低的品种.....	6
图 4： 与投资者直觉不相符的是，创业板指和中证 800 的相对 PE 分位数甚至低于上证 50 的相对 PE 分位数.....	6
图 5： 成长类型风格相对估值均较高，但超预期的是周期风格相对 PB 也较高.....	7
图 6： 除成长风格指数外，其余风格指数的相对 PE 分位数均在 50% 以下.....	7
图 7： “双轮驱动”投资图谱.....	8

1、坚定本轮“慢牛”的信心：证券化率指标

本周 A 股市场延续上涨态势，但于周二、周三出现了短暂的调整，部分投资者出现了一定的担忧。但我们建议投资者要坚定本轮“慢牛”的信心：我们在 7 月 12 日发布的报告《剖析市场突破的核心动力》中提到，从交易行为、资金流向到制度支持，多重信号共同构筑了本轮市场上行的内在基础；同时我们也强调，从盈利周期、资金面、产业逻辑视角来看本轮牛市行情也有长期支撑要素在——①盈利和经济周期即将触底：PPI 或将迎来反转、盈利底或在 2-3 个季度之内到达；②资金面支撑：中央汇金构建了市场底气、中长期耐心资本已建立；③自下而上产业逻辑主导突破：科技品种出现相对盈利优势、产业层面的积极信号频繁。但短期上涨斜率过高容易带来市场波动的放大，因此在交易层面不应急躁，应该坚守自我、慢牛心态，结构更重要，“慢慢来，更快”。

同时，投资者对于本轮牛市行情的空间非常关注，我们在 8.22《证券化率看牛市估值》当中提出，对比过去显著指数牛，当前估值空间充足——

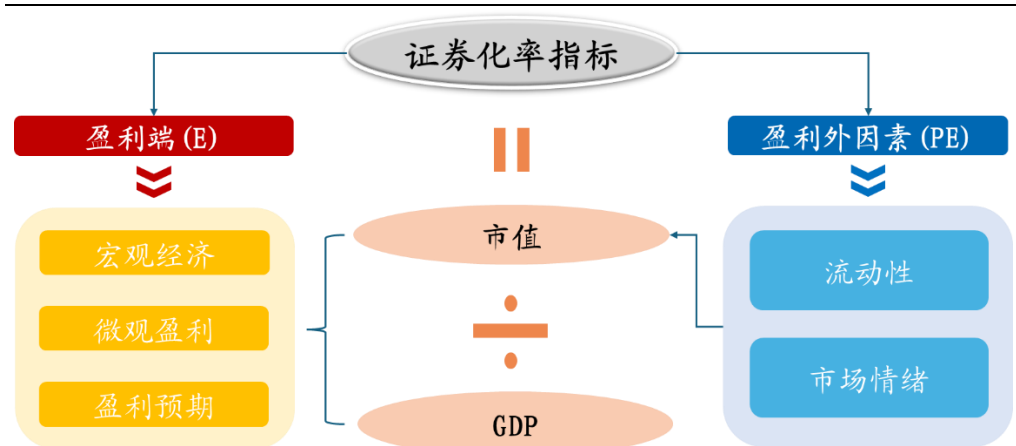
从历史经验来看，PPI 与 M1 等指标在以盈利修复为核心驱动的“分子端牛市”中，往往能较好地充当顶部区间的锚点。这类行情通常呈现节奏平缓的“慢牛”特征，指数上行的斜率与累积涨幅均明显弱于大级别行情的快速拉升。例如，2010–2011 年间，PPI 当月同比一度出现显著“双顶”，但同期万得全 A 指数和总市值仅维持高位震荡，整体涨幅温和；2017 年 2 月，PPI 同比达到 7.8% 的阶段高点，对应 Wind 全 A 月度涨幅仅 3.16%，同样体现了盈利改善背景下的缓慢上涨特征。

相较之下，在“大级别”的指数牛市中，传统分子端指标的效果有限。2007 年的行情中，指数快速拉升显著超前于基本面修复，PPI 滞后于指数反弹，而 M1 则展现出一定领先性。2014–2015 年更为特殊，即便未见到 PPI 同比大幅上行，指数依旧出现陡峭反弹，显示传统指标未能提供有效指引。2021 年的行情属于盈利修复与估值共振，PPI 与 Wind 全 A 几乎同步见顶，指标在顶部区间识别上相对有效，但整体上行斜率仍远低于 2007 年及 2014–2015 年的大幅拉升。

证券化率本质上是衡量金融市场发展深度与经济结构转型的重要参数，同时在判断指数牛高点上具有较强的实用性。其逻辑在于：若牛市由盈利改善驱动，盈利的提升会同时反映在生产总值中，导致市值与 GDP 同步上升，从而证券化率变化有限；而若牛市由流动性与估值扩张驱动，其影响主要体现在股市层面，而对生产端作用有限，因而证券化率会出现显著上升。正是这种差异，使得证券化率指标能够有效刻画并识别指数牛。

国内市场过去 20 年间证券化率长期维持在 1 以下，仅在 2005–2008 年和 2014–2016 年的指数牛市阶段突破 1。目前该指标为 0.87，显示整体估值或仍存在一定的上行空间。

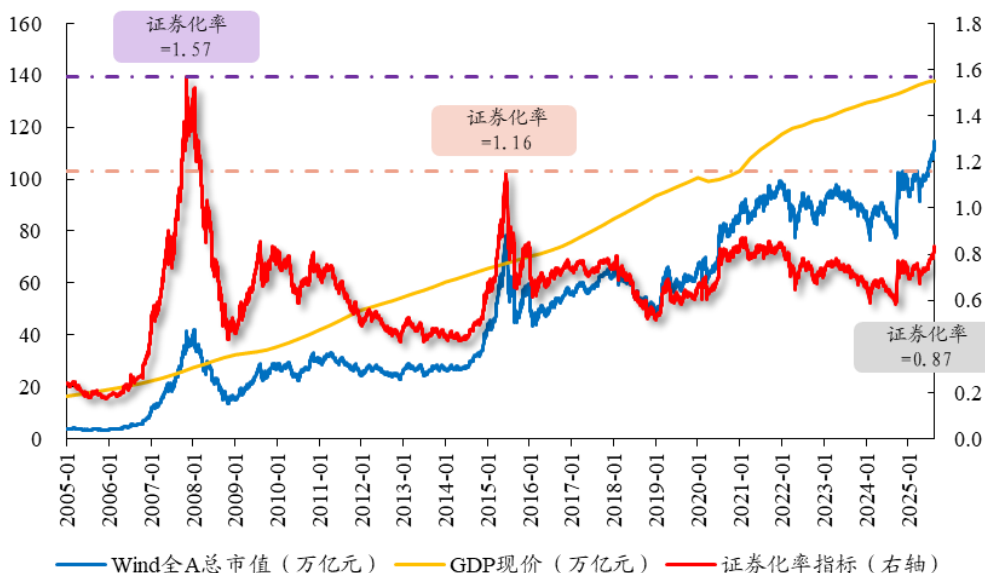
图1：证券化率指标影响逻辑



资料来源：开源证券研究所（注：证券化率指标是一种自上而下的衡量方式，长期趋势可从估值角度提供参考；仍需结合基本面及其他指标。）

我们认为，证券化率突破1倍的位置应作为估值的重要关注点。自9月24日以来，本轮行情整体节奏相对平缓，政策强化对“慢牛”格局的引导效果逐步显现。展望后市，随着三季度起PPI有望触底回升，分子端盈利边际修复的动力逐步增强；同时，流动性与政策预期继续支撑估值扩张，市场有望迎来盈利与估值的“双击”。在这一背景下，指数中枢有望进一步上移，两市总市值增长态势有望延续。

图2：当前A股证券化率仍不及前两轮“指数牛”



数据来源：Wind、开源证券研究所，数据截至2025.8.29收盘

2、从相对估值看当前主要指数和风格比价

相对估值（相对 PE 和相对 PB）是更为有效的指数之间比价的指标。在“指数牛”阶段，由于上涨趋势确定性较高，仅仅看指数和风格自身的历史分位数并不能够很好的进行指数之间的比价，此时我们引入“相对估值”的概念，能够更好的分辨在已经出现一定程度的上涨牛市当中，哪些指数和风格相对“滞涨”，而哪些指数和风格相对“领涨”。

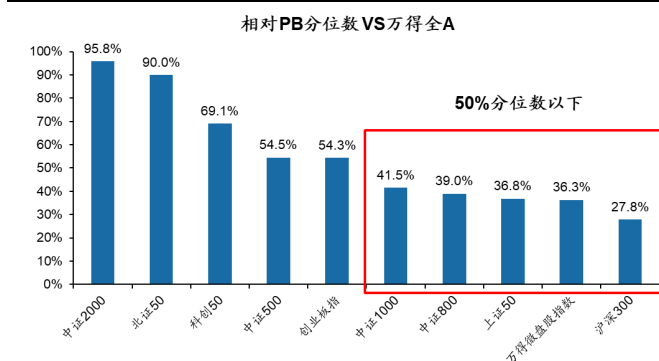
2.1、宽基指数：创业板指、中证 800、沪深 300 相对便宜且有望补涨

我们统计 10 个典型宽基指数相对万得全 A 的自 2010 年以来的相对估值，包括上证 50、沪深 300、中证 500、中证 800、中证 1000、中证 2000、科创 50、北证 50、创业板指、万得微盘股指数。考虑到本轮牛市行情的特征是“分母端强于分子端”，即估值的拔升相较盈利更为领先，且牛市是有风格的，当下估值分位数低≠后续一定补涨。我们预计后续部分相对估值分位数较低、风格上更受益于“增量市”下的牛市、且未来盈利改善趋势较好的品种可能会实现“补涨”。

（1）当前相对便宜且有望补涨的品种：创业板指、中证 800、沪深 300。创业板指是典型的成长风格，在“增量市”背景下的本轮“慢牛”行情当中更容易受益于风险偏好的上行，其当下相对较低的相对 PE 分位数（15.9%）和并不算高的 PB 分位数（54.3%）的主要原因是其成分股当中新能源的权重占比较大；但随着后续新能源供给端的担忧在内生性周期改善和叠加“反内卷”政策推动下得到缓和，创业板的估值掣肘得到释放，其估值有望获得较强的向上弹性。而对于沪深 300 和中证 800 来说，当下市场风险偏好活跃，叠加 ETF 成为居民资金入市的主要方式后，市场主要 ETF 的权重股估值接下来有望获得较为明显的上行，再叠加当下距离 A 股内生性盈利底或并不遥远，沪深 300 和中证 800 后续有望相对万得全 A 进行进一步的估值修复。

（2）另一方面，从相对分位数上来看，科创 50、北证 50 和中证 2000 似乎均处于相对较贵的区间，但由于科创 50 数据始于 2019 年 12 月、北证 50 数据始于 2022 年 4 月、中证 2000 数据始于 2023 年 8 月，数据长度不足，参考价值相对有限，因此尚不能说科创 50、北证 50 和中证 2000 相对较贵。另外，仔细看具体的细节：从相对 PE 来看，北证 50 仍处于 37.4% 的较低分位数；而从相对 PB 的视角看，科创 50 尚在不到 70% 的分位数上，且由于北证 50 和科创 50 属于牛市当中估值弹性较大的科技品种，且具备“专精特新”特征，因此这两个维度的相对估值视角来看，北证 50 和科创 50 尚不能说风格演绎已经到了极致。

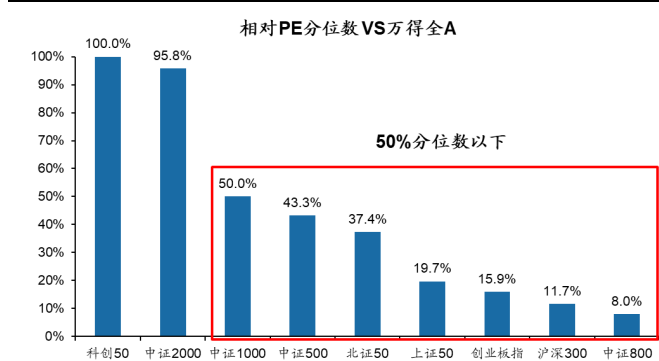
图3：略超预期的是，微盘股、沪深 300 是相对 PB 分位数较低的品种



数据来源：Wind、开源证券研究所，数据自 2010 年 1 月至 2025 年 8 月

注：科创 50 数据始于 2019 年 12 月，北证 50 数据始于 2022 年 4 月，中证 2000 数据始于 2023 年 8 月，数据长度不足，参考价值相对有限

图4：与投资者直觉不相符的是，创业板指和中证 800 的相对 PE 分位数甚至低于上证 50 的相对 PE 分位数



数据来源：Wind、开源证券研究所，数据自 2010 年 1 月至 2025 年 8 月

注：科创 50 数据始于 2019 年 12 月，北证 50 数据始于 2022 年 4 月，中证 2000 数据始于 2023 年 8 月，数据长度不足，参考价值相对有限

2.2、风格指数：价值和消费风格相对估值相对较低

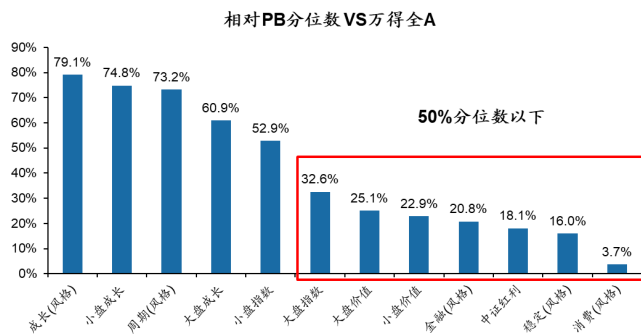
对于风格指数，我们统计 12 个典型风格指数相对万得全 A 的自 2010 年以来的相对估值，包括大盘指数、小盘指数、大盘成长、大盘价值、小盘成长、小盘价值、金融风格、周期风格、消费风格、成长风格、稳定风格、中证红利。

(1) 在 12 个典型指数当中，无论是相对 PB 还是相对 PE 均处于 50%分位数以下的风格指数有 7 个：消费风格、稳定风格、中证红利、金融风格、小盘价值、大盘价值、大盘指数。

(2) 相对估值显著较高的风格：成长风格。成长风格的相对 PB 分位数为 79.1%，相对 PE 分位数为 88.2%，相对较贵，但距离成长风格的牛市高点尚有一定距离。

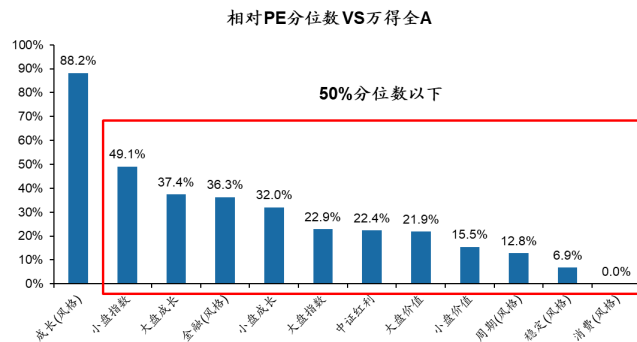
(3) 相对 PB 高于 50%分位数，但相对 PE 低于 50%分位数的风格指数有 4 个：小盘指数（相对 PB 分位数 52.9%，相对 PE 分位数 49.1%）、大盘成长（相对 PB 分位数 60.9%，相对 PE 分位数 37.4%）、周期风格（相对 PB 分位数 73.2%，相对 PE 分位数 12.8%）、小盘成长（相对 PB 分位数 74.8%，相对 PE 分位数 32.0%）。有两个有趣的现象：①成长类型风格相对估值均较高，但超预期的是周期风格相对 PB 也较高；②除成长风格指数外，其余风格指数的相对 PE 分位数均在 50%以下。

图5：成长类型风格相对估值均较高，但超预期的是周期风格相对 PB 也较高



数据来源：Wind、开源证券研究所，数据自 2010 年 1 月至 2025 年 8 月

图6：除成长风格指数外，其余风格指数的相对 PE 分位数均在 50% 以下



数据来源：Wind、开源证券研究所，数据自 2010 年 1 月至 2025 年 8 月

3、投资思路——双轮驱动，坚守自我

当下配置的核心思路：

当前市场内生动能仍然充足，“双轮驱动”的格局日益清晰。在指数上行过程中，阶段性突破与震荡在所难免，但投资应保持定力，具体可参考“双轮驱动”框架展开布局：其一为全球科技共舞下的成长品类提供强劲的弹性，其二为“反内卷”牵头下周期与顺周期交易 PPI 修复的扩散行情。

具体看需要配置科技+军工+反内卷&PPI 扩散方向+稳定型红利。

行业配置“4+1”建议：

(1) 科技成长+自主可控+军工：AI 硬件、半导体、机器人、游戏、AI 应用、军工（导弹、无人机、卫星、深海科技），此外关注与指数共振度较高的金融科技与券商板块。

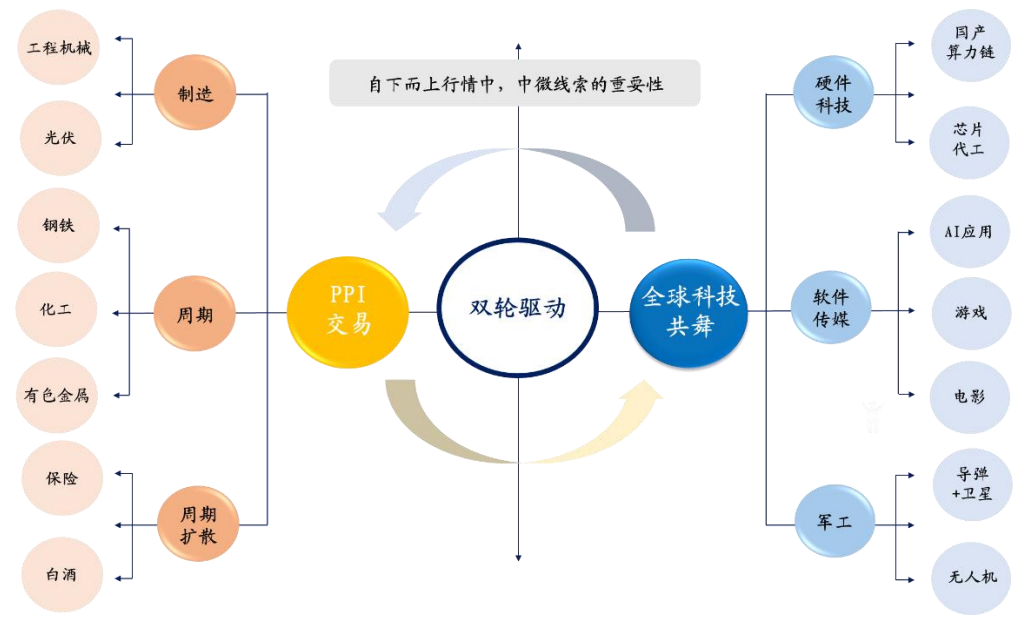
(2) 受益于“PPI 边际改善预期+部分低位补涨”的顺周期品种扩散：有色金属、化工、钢铁、建材有望受益，保险、白酒、地产或存估值修复机会。

(3) 具备反内卷弹性、更“广谱”方向：本轮反内卷的范围已超越传统周期品，光伏、锂电、工程机械、医疗、港股恒生互联网等部分制造与成长方向同样具备中期潜力。

(4) 出海结构性机会：中欧贸易关系缓和（对欧洲出口占比高品种：汽车、风电等）及小品类出海（如零食等）；

(5) 底仓配置：稳定型红利、黄金、优化的高股息。

图7：“双轮驱动”投资图谱



资料来源：开源证券研究所

4、风险提示

宏观政策超预期变动放大市场波动。

全球流动性及地缘政治恶化风险。

测算的定价模型基于历史数据，不能代表未来。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn