

市场走到哪里了？

——七大指标的历史对比

2025 年 8 月 15 日

民银国际研究团队

温 彬 民生银行首席经济学家
兼民银国际首席经济学家

应习文 民银国际/证券研究部主管
兼海外宏观策略研究员

联系人：应习文

电 话：+852 3728 8180

Email: xiwenying@cmbcint.com

【内容摘要】

自去年 9·24 一系列重磅政策出台以来，关于中国资本市场是否进入牛市的讨论就持续不断，若相比历史牛市，当前市场走到哪里了？

为解答上述问题，我们选取了七项指标，将目前 A 股与港股自去年以来的走势，与新世纪以来的历次牛市走势进行对比。A 股以沪深 300 指数为参考，共经历三次牛市，时间段分别是 2005 年 11 月-2007 年 10 月，2014 年 5 月至 2015 年 6 月，2019 年 1 月-2021 年 2 月。港股以恒生指数为参考，共经历四次牛市，分别是 2003 年 4 月-2007 年 11 月，2009 年 3 月-2010 年 11 月，2011 年 9 月-2015 年 5 月，2016 年 2 月-2018 年 3 月。七项指标的选取：相对涨幅、市盈率、市净率、股息率、风险溢价、总市值/GDP 与总市值/M2。

通过 7 项指标的走势对比，我们发现与沪深 300 走势最为接近的是 2019-2021 年的牛市，对比其终点，A 股各项指标均有提升空间：相对涨幅 50%，市盈率 30%，市净率 35%，股息率 60%，风险溢价 80%，总市值/GDP 上升 10 个百分点，总市值/M2 上升 7 个百分点。

与恒生指数最接近的则是 2016-2018 年牛市，对比其终点，港股指标的提升空间：相对涨幅 6%，市盈率 13%，市净率 15%，股息率 10%，风险溢价 17%，总市值/GDP 上升 10 个百分点，总市值/M2 上升 30 个百分点。

风险提示：上升空间不代表目标涨幅，若相关前提假设改变则结果也不成立。**对应风险可能包括：**全球与中国经济出现增速下滑甚至衰退；核心企业盈利不及预期；美国通胀水平超预期导致降息继续延后；特朗普关税政策力度超预期并对全球经贸造成严重影响；包括局部战争在内的重大地缘政治冲击事件等。

目 录

1. 回顾：新世纪以来 A 股与港股的历次牛市	1
2. 七项指标的历史对比	3
2.1 相对涨幅：A 股空间较大，港股进程过半	3
2.2 市盈率：A 股港股均有估值上升空间	3
2.3 市净率：起点为历史最低，估值空间大于市盈率	4
2.4 股息率：分红力度提升导致估值提升空间更大	5
2.5 风险溢价：低无风险利率给予更大估值提升空间	6
2.6 总市值/GDP：仍有 10 个百分点左右提升空间	7
2.7 总市值/M2：A 股与港股均有提升空间	8
3. 有关方法的讨论	9
4. 风险提示	9

市场走到哪里了？

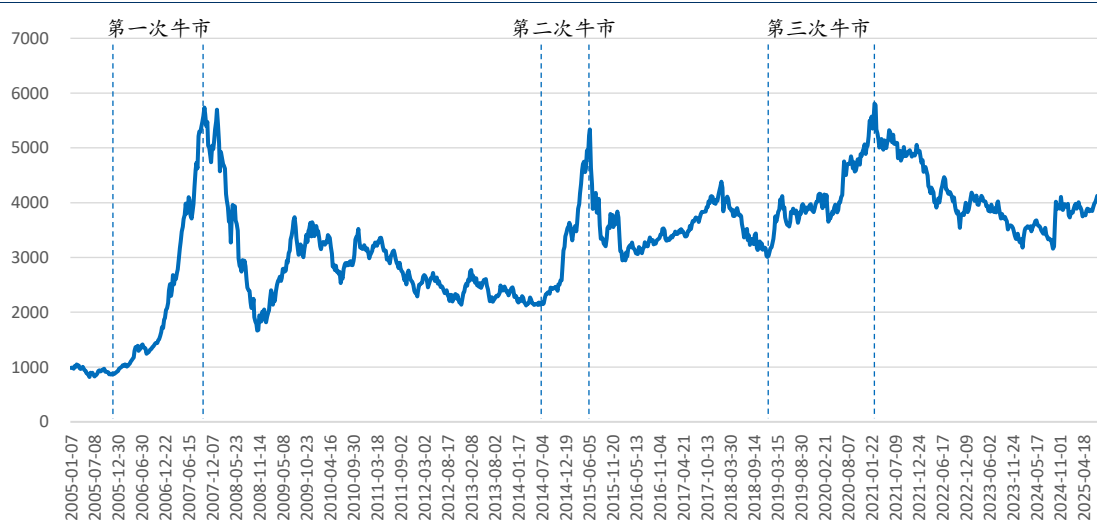
——七大指标的历史对比

自 2024 年最低点以来，A 股和港股整体上涨。截至 8 月 14 日，沪深 300 指数较 2024 年 9 月的最低点已累计上涨 32.7%，恒生指数较 2024 年 1 月的最低点累计上涨 72.5%。自去年 9·24 一系列重磅政策出台以来，关于中国资本市场是否进入牛市的讨论就持续不断，经过接近一年的历程后，当前市场走到哪里了？为此，我们选取了七大指标，与新世纪以来的 A 股和港股的历次牛市进行对比。

1. 回顾：新世纪以来 A 股与港股的历次牛市

考虑到 2000 年以前市场结构和政策制度与目前差异较大，我们仅选择新世纪以来 A 股与港股的历次牛市。其中 A 股以沪深 300 指数为参考，共经历三次牛市，时间段分别是 2005 年 11 月-2007 年 10 月，2014 年 5 月至 2015 年 6 月，2019 年 1 月-2021 年 2 月。港股以恒生指数为参考，共经历四次牛市，分别是 2003 年 4 月-2007 年 11 月，2009 年 3 月-2010 年 11 月，2011 年 9 月-2015 年 5 月，2016 年 2 月-2018 年 3 月。

图 1：沪深 300 指数的三次牛市



资料来源：WIND

图 2：恒生指数的四次牛市



资料来源：WIND

表 1：A 股与港股新世纪以来的历次牛市汇总

沪深 300	持续时间	最大涨幅	触发因素	终结因素
第一次 2005-2007	97 周	596%	股权分置改革启动；经济高速增长与企业盈利改善；信贷高速增长与流动性过剩；市场估值较低	IPO 扩容；通胀高企与货币政策紧缩；次贷危机传导；估值过高泡沫破裂
第二次 2014-2015	58 周	157%	“新国九条”与资本市场改革；沪港通开通；两融、理财与杠杆资金持续流入；市场估值极低	政策严查场外配资和伞形信托；IPO 和再融资提速；估值过高泡沫破裂
第三次 2019-2021	110 周	102%	市场估值较低；机构抱团核心资产；新经济产业驱动；疫情有效防控；全球超宽松政策释放流动性	估值回升机构抱团瓦解；注册制下 IPO 大幅提速；地产和互联网强势监管
本次 2024-	49 周	33%	市场估值较低；第三次“国九条”与 924 系列强势政策发布；Deepseek 等科技突破	
恒生指数	持续时间	最大涨幅	触发因素	终结因素
第一次 2003-2007	237 周	283%	全球流动性超级宽松，美联储持续降息；ODII 开闸；中国经济快速增长；非典后经济反弹；大量内地优质企业赴港上市	港股直通车政策叫停；ODII 限流；次贷危机传染；估值较高；中国货币政策持续紧缩
第二次 2009-2010	88 周	120%	全球救市恰逢市场超跌；中国推出“四万亿”政策刺激计划	中国宽松政策紧急转向；欧洲主权债务危机
第三次 2011-2015	191 周	77%	美国、欧洲、日本持续量化宽松；沪港通开启港股资金持续流入；港股核心资产盈利持续改善；市场估值较低	A 股崩盘的外溢效应；美联储 2015 年加息预期
第四次 2016-2018	110 周	83%	互联互通机制下内地资金持续流入；全球经济同步复苏；中国供给侧改革；市场估值较低	中美贸易战升级；美联储加快加息节奏；创新高后市场估值偏高；

本次 2024-	83 周	73%	第三次“国九条”、五项对港资本市场支持措施及 924 政策；Deepseek 等科技突破；全球买入中国情绪；市场估值较低
-------------	------	-----	--

资料来源：WIND，民银国际根据公开信息梳理

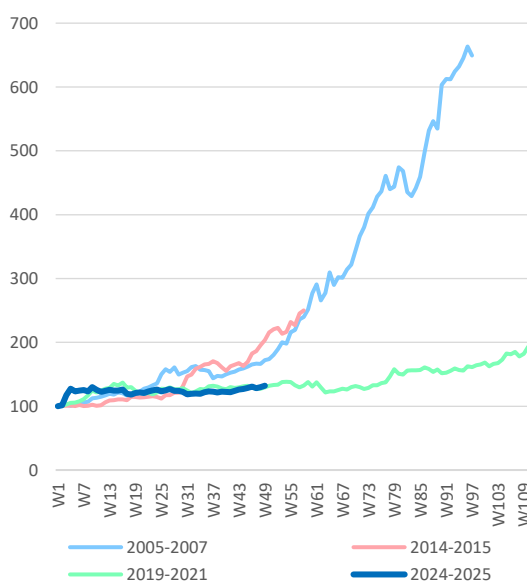
2. 七项指标的历史对比

2.1 相对涨幅：A 股空间较大，港股进程过半

相对涨幅指标：以牛市起点时的股指为 100 计算。

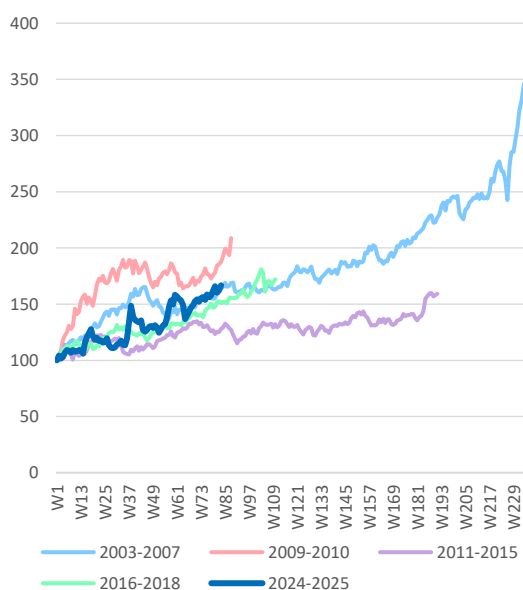
结果显示，A 股自去年 9 月以来上涨 33%，较历史三次牛市相比差距较大。与走势最接近且涨幅最低的 2019-2021 年牛市相比，仍有约 50% 的上涨空间。港股自去年 1 月以来上涨 73%，与走势最接近的 2016-2018 年牛市相比，剩余约 6% 的上涨空间。

图 3：沪深 300 历史牛市涨幅对比（起点=100）



资料来源：WIND

图 4：恒生指数历史牛市涨幅对比（起点=100）



资料来源：WIND

2.2 市盈率：A 股港股均有估值上升空间

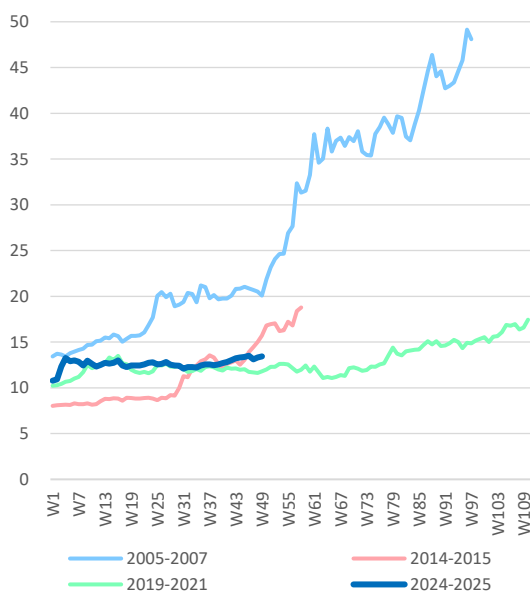
市盈率（P/E）：市值/净利润，以全部成分股 TTM 净利润按加总法计算。

结果显示，A 股本轮市盈率由 10.7 倍升至 13.4 倍，而 2005-2007 年为 13.4 倍升至 48.1 倍，2014-2015 年为 8.0 倍升至 18.8 倍，2019-2021 年为 10.2 倍升至

17.5 倍。若参考走势最接近的 2019-2021 年，估值较当前仍有 30%左右的提升空间。

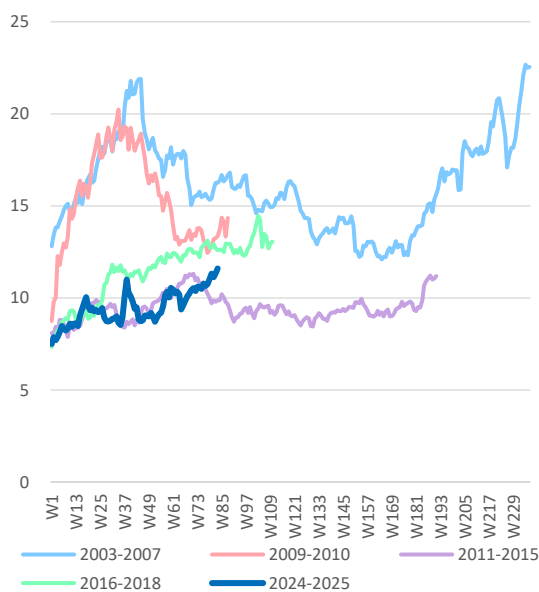
港股本轮市盈率由 7.5 倍升至 11.6 倍，而 2003-2007 年为 12.8 倍升至 22.6 倍，2009-2010 年为 8.8 倍升至 14.3 倍，2011-2015 年为 8.1 倍升至 11.2 倍，2016-2018 年为 7.3 倍升至 13.1 倍。若参考走势最接近的 2016-2018 年，估值较当前仍有 13%左右的提升空间。

图 5：沪深 300 历史牛市市盈率对比



资料来源：WIND

图 6：恒生指数历史牛市市盈率对比



资料来源：WIND

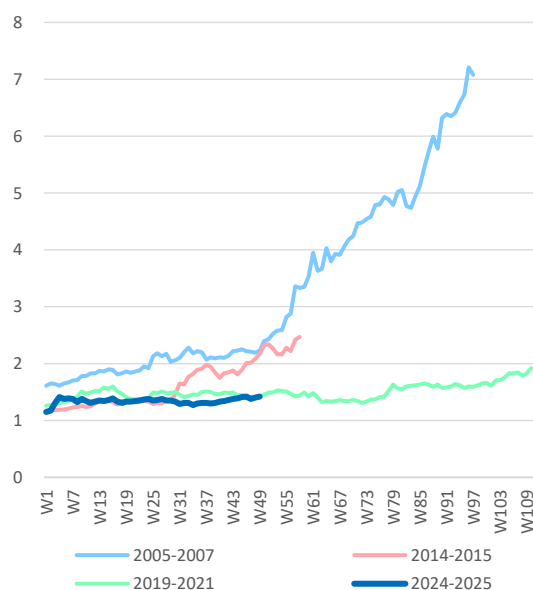
2.3 市净率：起点为历史最低，估值空间大于市盈率

市盈率（P/B）：市值/净资产，以全部成分股最近财报净资产按加总法计算。

结果显示，A 股本轮市净率由 1.15 倍升至 1.42 倍，而 2005-2007 年为 1.61 倍升至 7.08 倍，2014-2015 年为 1.17 倍升至 2.47 倍，2019-2021 年为 1.26 倍升至 1.92 倍。若参考走势最接近的 2019-2021 年，估值较当前仍有 35%左右的提升空间。

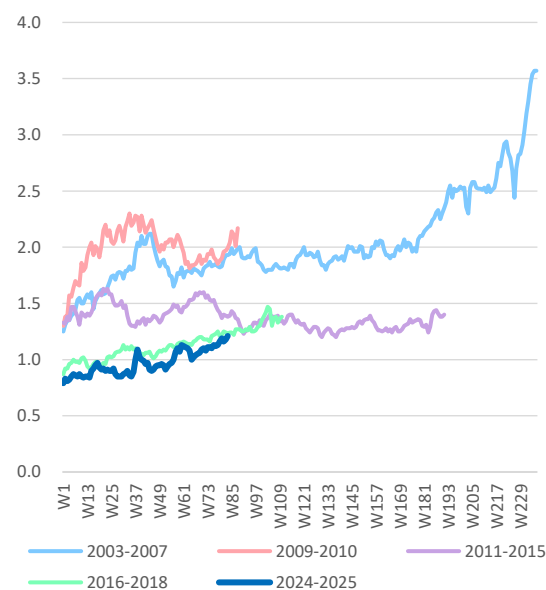
港股本轮市净率由 0.79 倍升至 1.21 倍，而 2003-2007 年为 1.25 倍升至 3.57 倍，2009-2010 年为 1.30 倍升至 2.17 倍，2011-2015 年为 1.33 倍升至 1.40 倍，2016-2018 年为 0.87 倍升至 1.38 倍。本轮牛市起点市净率为历届牛市最低，若参考走势最接近的 2016-2018 年，估值较当前仍有 15%左右的空间。

图 7：沪深 300 历史牛市市净率对比



资料来源：WIND

图 8：恒生指数历史牛市市净率对比

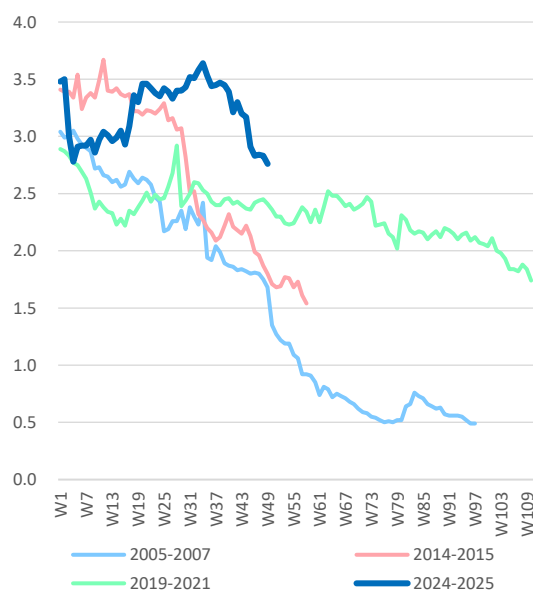


资料来源：WIND

2.4 股息率：分红力度提升导致估值提升空间更大

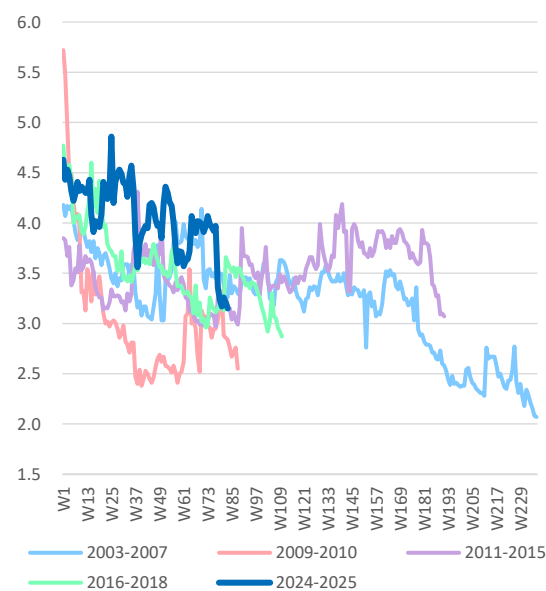
股息率：分红/市值，以全部成分股年度分红除以市值加总法计算，股息率越低表明估值越高。

图 9：沪深 300 历史牛市股息率对比



资料来源：WIND

图 10：恒生指数历史牛市股息率对比



资料来源：WIND

结果显示，A 股本轮股息率由 3.48% 降至 2.76%，而 2005-2007 年为 3.04% 降至 0.49%，2014-2015 年为 3.41% 降至 1.54%，2019-2021 年为 2.89% 降至 1.74%。

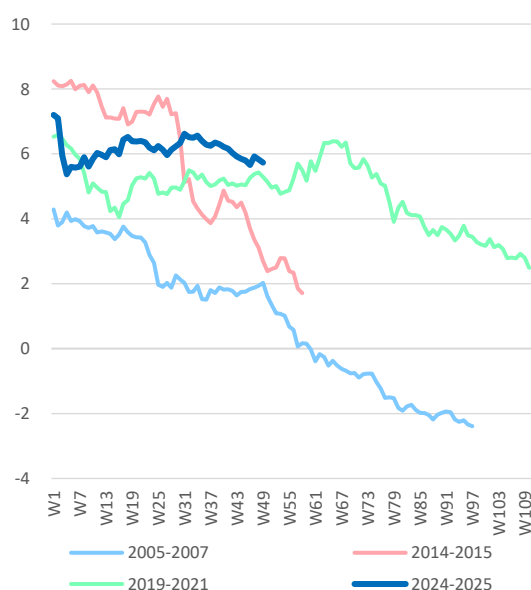
若参考走势最接近的 2019-2021 年，股息率有 1 个百分点的下行空间，对应估值较当前仍有 60%左右的上升空间。股息率估值空间较市盈率和市净率更大，反映目前上市公司在相同盈利情况下分红力度更大。

港股本轮股息率由 4.63%降至 3.15%，而 2003-2007 年为 4.18%降至 2.07%，2009-2010 年为 5.72%降至 2.55%，2011-2015 年为 3.85%降至 3.07%，2016-2018 年为 4.77%降至 2.87%。若参考走势最接近的 2016-2018 年，股息率有 0.3 个百分点的下行空间，对应估值较当前有 10%左右的上升空间。

2.5 风险溢价：低无风险利率给予更大估值提升空间

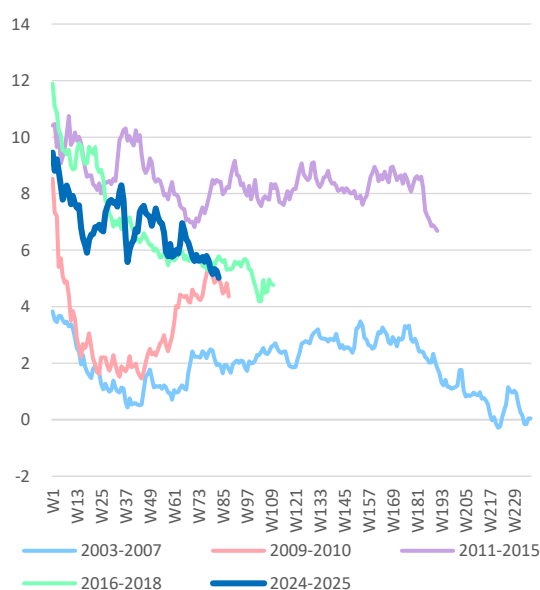
风险溢价：计算法方为 P/E 的倒数减去无风险收益率。其中 A 股无风险收益率采用中国 10 年期国债收益率；港股无风险收益率采用美国与中国 10 年期国债收益率加权平均，后者权重为南向通交易量占港股主板总成交量的比重，采用季度平均进行平滑处理。

图 11：沪深 300 历史牛市风险溢价对比（百分点）



资料来源：WIND

图 12：恒生指数历史牛市风险溢价对比（百分点）



资料来源：WIND

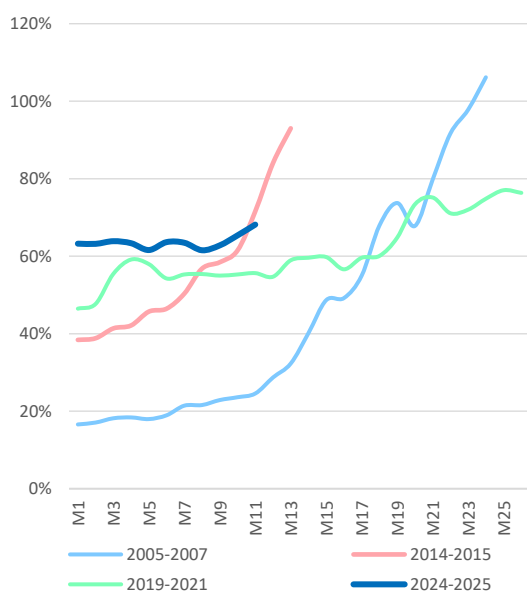
结果显示，A 股本轮风险溢价由 7.20%降至 5.73%，而 2005-2007 年为 4.29%降至 -2.39%，2014-2015 年为 8.24%降至 1.71%，2019-2021 年为 6.53%降至 2.49%。若参考走势最接近的 2019-2021 年，风险溢价有 3 个百分点的下降空间，若无风险利率不变，估值有 80%上升空间。A 股风险溢价估值上升空间较大，主因近年来无风险利率明显低于历史牛市期间。

港股本轮风险溢价由 9.45% 降至 5.02%，而 2003-2007 年为 3.83% 降至 0.05%，2009-2010 年为 8.53% 降至 4.36%，2011-2015 年为 10.41% 降至 6.68%，2016-2018 年为 11.89% 降至 4.76%。若参考走势最接近的 2016-2018 年，风险溢价有 0.3 个百分点的下行空间，若无风险利率不变，估值提升空间约为 5%，但若假设未来一年无风险收益率下行 1 个百分点（美联储与中国降息），估值提升空间约为 17%。

2.6 总市值/GDP：仍有 10 个百分点左右提升空间

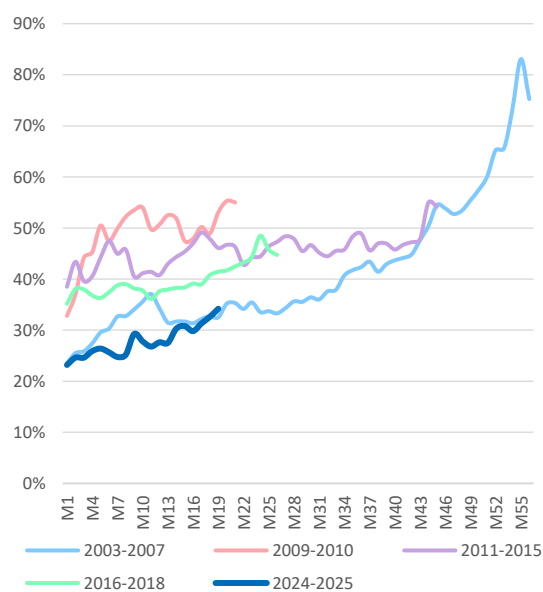
总市值/GDP：计算方法为总市值除以 GDP，数据频度为月。A 股采用沪深股市月度总市值除以中国 GDP（过去 4 个季度滚动），港股采用港股主板总市值除以中国+香港 GDP（过去 4 个季度滚动，经人民币对港元汇率换算）。

图 13：沪深 300 历史牛市总市值/GDP 对比



资料来源：WIND

图 14：恒生指数历史牛市总市值/GDP 对比



资料来源：WIND

结果显示，本轮 A 股总市值/GDP 由 63.2% 升至 68.2%，而 2005-2007 年为 16.6% 升至 106.2%，2014-2015 年为 38.4% 升至 93.0%，2019-2021 年为 46.5% 升至 76.4%。若参考走势最接近的 2019-2021 年，总市值/GDP 约有 10 个百分点的上升空间。

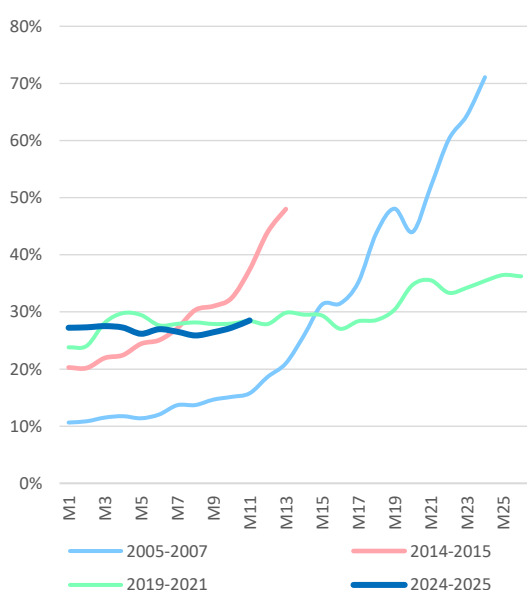
港股本轮总市值/GDP 由 23.2% 升至 34.2%，而 2003-2007 年为 23.5% 升至 75.2%，2009-2010 年为 32.8% 升至 55.0%，2011-2015 年为 38.5% 升至 54.2%，2016-2018

年为 35.2% 升至 44.7%。若参考走势最接近的 2016-2018 年，总市值/GDP 约有 10 个百分点的上升空间。

2.7 总市值/M2：A 股与港股均有提升空间

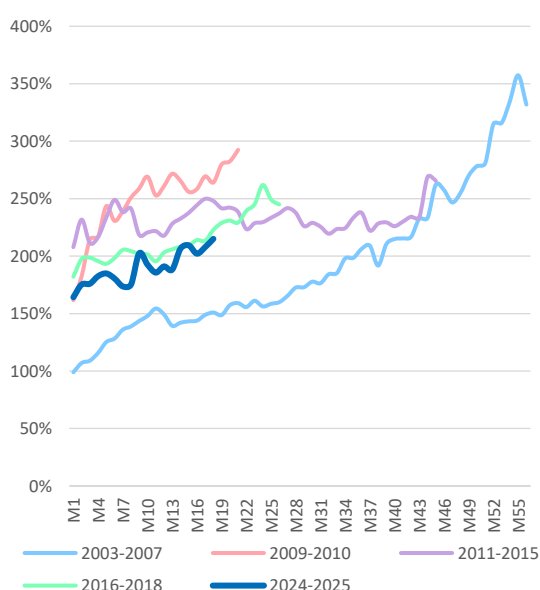
总市值/M2：计算方法为总市值除以广义货币总量，数据频度为月。A 股采用沪深股市月度总市值除以中国 M2 总量（月末时点数），港股采用港股主板总市值除以中国 M2 总量（月末时点数）。

图 15：沪深 300 历史牛市总市值/M2 对比



资料来源：WIND

图 16：恒生指数历史牛市总市值/M2 对比



资料来源：WIND

结果显示，本轮 A 股总市值/M2 由 27.2% 升至 28.5%，而 2005-2007 年为 10.6% 升至 71.1%，2014-2015 年为 20.3% 升至 43.8%，2019-2021 年为 23.8% 升至 35.8%。若参考走势最接近的 2019-2021 年，总市值/M2 约有 7 个百分点的上升空间。

港股本轮总市值/M2 由 164.2% 升至 215.1%，而 2003-2007 年为 99.0% 升至 331.9%，2009-2010 年为 161.6% 升至 292.5%，2011-2015 年为 207.8% 升至 265.7%，2016-2018 年为 182.1% 升至 245.0%。若参考走势最接近的 2016-2018 年，总市值/M2 约有 30 个百分点的上升空间。

3. 有关方法的讨论

我们选取了七项指标，将目前 A 股与港股自去年以来的走势，与新世纪以来的历次牛市走势进行对比。其中相对涨幅最直观，而市盈率、市净率和股息率为主流的估值指标，风险溢价则由估值水平和无风险利率同时影响，总市值/GDP 与总市值/M2 则反映了市场规模的整体水平变化。

关于与走势最接近的历史牛市的对比。通过 7 项指标的走势对比，我们发现与沪深 300 走势最为接近的是 2019-2021 年的牛市，而与恒生指数最接近的则是 2016-2018 年牛市。同时，这两个牛市也是距今最近的牛市，市场结构与制度政策差异性最小，因此在上升空间的参考中更多采用以上两次牛市，但其余的历史牛市走势也一并作为参考。

4. 风险提示

本研究所测算的上升空间并不代表未来确定性的股市上涨，仅为在特定假设下的可能性，并非股指上涨目标。基本假设是当前市场能继续保持牛市格局，并参照历史时间接近且走势相仿的牛市区间进行对比。**若当前宏观环境出现巨大变化导致牛市的基础不可持续，则以上假设和结果也随之不成立。**

对应风险可能包括：全球与中国经济出现增速下滑甚至衰退；核心企业盈利不及预期；美国通胀水平超预期导致降息继续延后；特朗普关税政策力度超预期并对全球经贸造成严重影响；包括局部战争在内的重大地缘政治冲击事件等。

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些司法管辖区不能出售或分发。

此报告由民生商银国际控股有限公司（“民银国际”）的附属公司民银证券有限公司（“民银证券”）编写和发布。民银证券持有香港证券及期货监察委员会第1，4类牌照。此报告所载资料的来源皆被民银证券认为可靠。此报告所载的见解、分析、预测、推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。民银国际和任何附属公司（包括民银证券，统称“民银集团”）或任何个人不能担保其准确性或完整性。

此报告所载的资料、意见及推测反映民银证券于最初发表此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，包括但不限于市场波动、流动性限制及汇率波动等。若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。

此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。

民银证券及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下（1）持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，（2）进行与此报告内容相异的仓盘买卖，（3）与此报告所提到的任何公司存在顾问、投资银行或其他金融服务业务关系，（4）又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。（5）民银集团的投资银行或资产管理团队可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。（6）此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他民银集团成员专业人员的意见不同或相反。（7）民银集团的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员，及（8）可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。投资者应注意其可能存在影响本报告客观性的潜在利益冲突，并独立判断相关信息。

投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此

报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询独立的专业意见。民银集团不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其（但不限于）此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士（根据 1933 年美国证券法 S 规则的解释），民银证券也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

报告受到版权和资料全面保护。除非获得民银证券的授权，任何人不得以任何目的的复制、派发或出版此报告。民银证券保留一切权利。