

策略周思考

何缘新高，指数贵吗？

核心观点

指数突破，人心思涨氛围下，估值贵不贵不是最重要的考量因素，股基债基夏普率剪刀差”与“居民存款搬家”视角，新高之后不轻易言顶。近一周市场4个交易日收涨，仅周四收跌，大盘站上3700点后一度快速回撤，但站稳在15分钟线MA89上方。近10年来，股指的顶部基本与“股基债基夏普率剪刀差”高点同频出现，尽管当前主动股基回本在途，但股基债基夏普率剪刀差仍在0附近，较前期高点仍有空间。从存款结构看，7月居民存款减少1.11万亿，同比多减7800亿，非银金融机构存款新增2.14万亿，同比多增1.39万亿，成交量与两融余额实现“两个两万亿”，居民存款搬家，资金入市势头仍相对明显。

单一估值指标冲顶比较容易，没有分歧才需警惕，只有在估值见顶且没有分歧的情况持续运行，指数涨势才熄火。1) 无论是对于大盘、全A还是50、300为代表的老核心资产，2007年、2015年整体冲顶、2021年结构性冲顶的特征都是综合估值分位数冲顶且估值分歧度降至0。当前全A滚动1000交易日的PB分位数不足80%，估值分歧度仍有向下空间；2) 对A股如果我们观测的不是PE而是PB，那么部分策略容量较大的指数基本在过去三年70%分位数以下、过去5年中枢水平以下，综合PB的长期水平看，依旧能够得到指数当前并不算太贵的结论。

人心思涨与每调买机：指数不太贵但不排除波动放大的可能性，从多头排列行业数量占比考虑指数层面的“逢低买入”。1) 持有半个月到一个月维度，全A回撤5%+多头排列行业占比在80%时，短期赚钱效应未被破坏，多数行业筹码结构好；2) 持有3-6个月维度，考虑全A当前价格距离60个交易日高点回撤超过10%的情况，多头排列行业数量占比在10%-30%效果更好，“有主线、能聚焦、静待扩散”。

行业赛道“buy the dip”的胜负手：景气周期内参考高点回撤幅度15%和预期PEG 1.5。景气投资方法论中，赛道收益确定性以基本面高度进行定价，弹性则基于边际变化去定价，因此“buy the dip”对应的机会更多出现在景气上升大周期内嵌套的回撤小周期里，“sell the rip”则在产业基本面定型后由分母端驱动股价超涨而出现。基于产业周期“buy the dip”策略的介入点大约在前期高点回撤15-20%后，急涨急跌时可考虑在前低处介入。以半导体为例，19-21年半导体指数涨4.5倍，2021Q2主升浪前存在三个buy the dip的买点，分别在2020年3月末、2020年9月中和2021年3月下旬，距离前期高点分别回撤33%、25%和15%。对于10倍股或10倍赛道的上涨前半段，如果一阶段(3年)盈利增速在30%+，那么短期对二阶段盈利增速和永续增速结局不敏感，预期PEG在1.5左右是不错的介入时点。

追还是切？顺势而为。1) 追的维度，高弹性资产在赚钱效应尚可时继续持有：券商、港药、算力链；2) 切的维度：消费内部PEG小于1.2的细分板块(医药商业、白电等)，反内卷下的垄断壁垒型高门槛资产(稀土、电力、水务)，红利与现金奶牛以及港股都是相对稳健的底仓选择。

风险提示：部分上市企业中报业绩低于预期；文中所列指数及个股仅作为历史复盘，不构成投资推荐依据

策略研究·策略专题

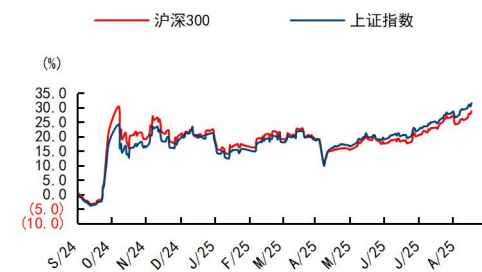
证券分析师：陈凯畅 021-60375429
chenkaichang@guosen.com.cn
S0980523090002

证券分析师：王开 021-60933132
wangkai8@guosen.com.cn
S0980521030001

基础数据

中小板/月涨跌幅(%)	7117.65/6.58
创业板/月涨跌幅(%)	2534.22/13.39
AH股价差指数	122.59
A股总/流通市值(万亿元)	89.81/82.21

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《底仓再审视(一)-红利与现金流：买在无人问津处》——2025-08-14
- 《投资管理职能委外业务对比-如何兼顾经济性与高水平》——2025-08-12
- 《ESG热点周聚焦(8月第2期)-循环经济立法新节点》——2025-08-11
- 《策略周思考-交易中报季，追还是切？》——2025-08-11
- 《ESG热点周聚焦(8月第1期)-可持续信息鉴证接轨国际准则》——2025-08-06

内容目录

何缘新高？指数现在贵了吗？	4
“Buy the dip” 的适用范围与特征	8
风险提示	12

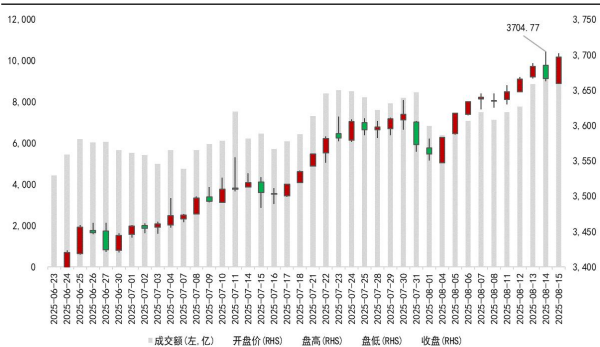
图表目录

图1: 本周上证指数上攻 3700 点	4
图2: 静态 PE 层面看, 大盘估值突破近 10 年 75%分位数	4
图3: 个股赚钱效应快速提升	4
图4: 小级别分钟线层面站稳 MA89 上方	4
图5: 股基债基夏普率剪刀差	5
图6: 主动股基夏普率快速回升	5
图7: 沪深 300 ETF 净流入创 4 月底以来周最高水平	5
图8: 7 月居民存款同比多减 7800 亿元	5
图9: 两融余额与成交额达到“两个两万亿”	5
图10: 从估值分位数与估值分歧度的综合视角看, 不轻易言顶	6
图11: 如果将估值分位数的考核指标换成 PB, 当前近处于 5 年中枢水平	7
图12: 20 个交易日内最大回撤超过 5%的交易信号	8
图13: 60 个交易日内回撤超过 10%的交易信号与赔率	8
图14: 60 个交易日内回撤超过 10%, 满足行业多头排列数量占比在 10%-30%时“Buy the dip”效果更好8	8
图15: 基于全 A 短期回撤和行业多头排列占比的买入信号触发对应具体案例	8
图16: 行业层面景气周期内“buy the dip”和“sell the rip”机会示意	9
图17: 产业周期向上过程中, 赛道可以独立于核心资产走出更持续的主升浪	9
图18: 北方华创上轮主升期间预测利润与股价表现	10
图19: 紫光国微上轮主升期间预测利润与股价表现	10
图20: 医药代表性标的预测 PEG 与股价表现(一)	10
图21: 医药代表性标的预测 PEG 与股价表现(二)	10
图22: 二级行业 ROE 与 ROE 波动	11
图23: 二级行业前向 PEG	11

何缘新高？指数现在贵了吗？

指数突破、人心思涨氛围下，估值贵不贵并非最重要的考量因素。近一周市场 4 个交易日收涨，仅周四收跌，大盘站上 3700 点后一度快速回撤，但站稳在 15 分钟线 MA89 上方。估值层面大盘当前 15x+ 的静态估值持续站在近 10 年的 75% 分位数上方，伴随大盘创新高静态 PE 同样来到近 4 年的最高水平。赚钱效应层面，近一周同样实现较大突破，周三、周五市场涨停个股数量均突破 100+，周五首板个股达到 87 只，一进二成功率在周三达到 37.5%，亦是 4 月 8 日以来的次高点，上涨个股家数两度达到 4000+。

图1：本周上证指数上攻 3700 点



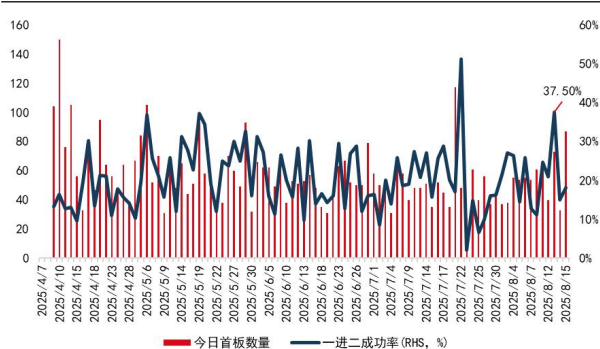
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：静态 PE 层面看，大盘估值突破近 10 年 75% 分位数



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：个股赚钱效应快速提升



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：小级别分钟线层面站稳 MA89 上方



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

“股基债基夏普率剪刀差”与“居民存款搬家”视角，新高之后仍有向上空间。我们用股基债基夏普率剪刀差简单刻画居民部门一键选择权益和固收资产的比价逻辑，近 10 年来，股指的顶部基本与“股基债基夏普率剪刀差”高点同频出现，尽管当前主动股基回本在途，但股基债基夏普率剪刀差仍在 0 附近，较前期高点仍有空间。主动股基滚动一年夏普率自“924”以来快速好转，历史上该指标向上突破 0 值后往往伴随权益资产的加速上涨或强势震荡。从存款结构看，7 月居民存款减少 1.11 万亿，同比多减 7800 亿，非银金融机构存款新增 2.14 万亿，同比多增 1.39 万亿，成交量与两融余额实现“两个两万亿”，居民存款搬家，资金入市势头仍相对明显。

图5: 股基债基夏普率剪刀差



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

注: Sharpe (年化) = (年化后的平均收益率-无风险收益率) / 年化后的波动率, 无风险利率采用一年期定存利率, 计算周期为周。债基选用二级债基指数、股基选用主动股基指数

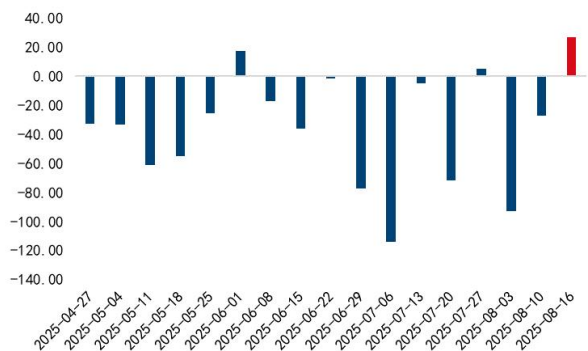
图6: 主动股基夏普率快速回升



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

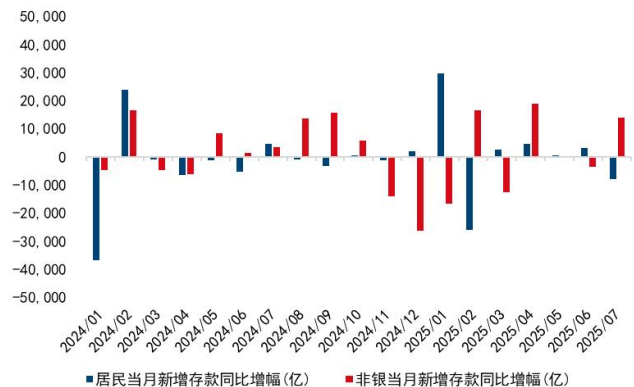
注: Sharpe (年化) = (年化后的平均收益率-无风险收益率) / 年化后的波动率, 无风险利率采用一年期定存利率, 计算周期为周。债基选用二级债基指数、股基选用主动股基指数

图7: 沪深 300 ETF 净流入创 4 月底以来周最高水平



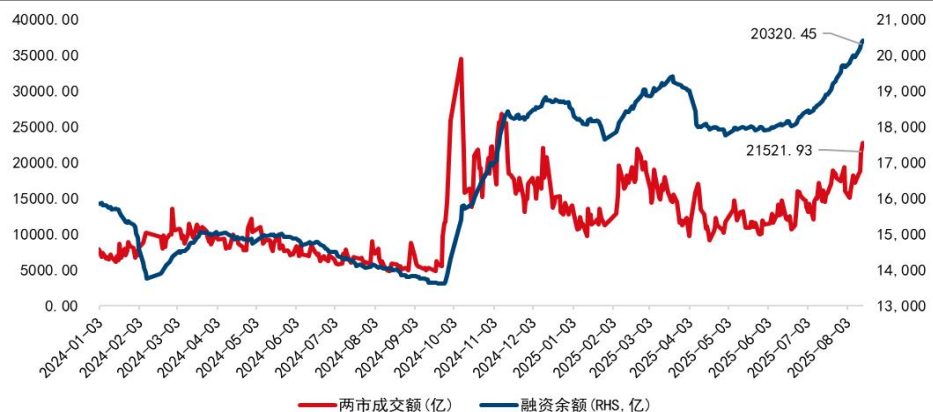
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 7 月居民存款同比多减 7800 亿元



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

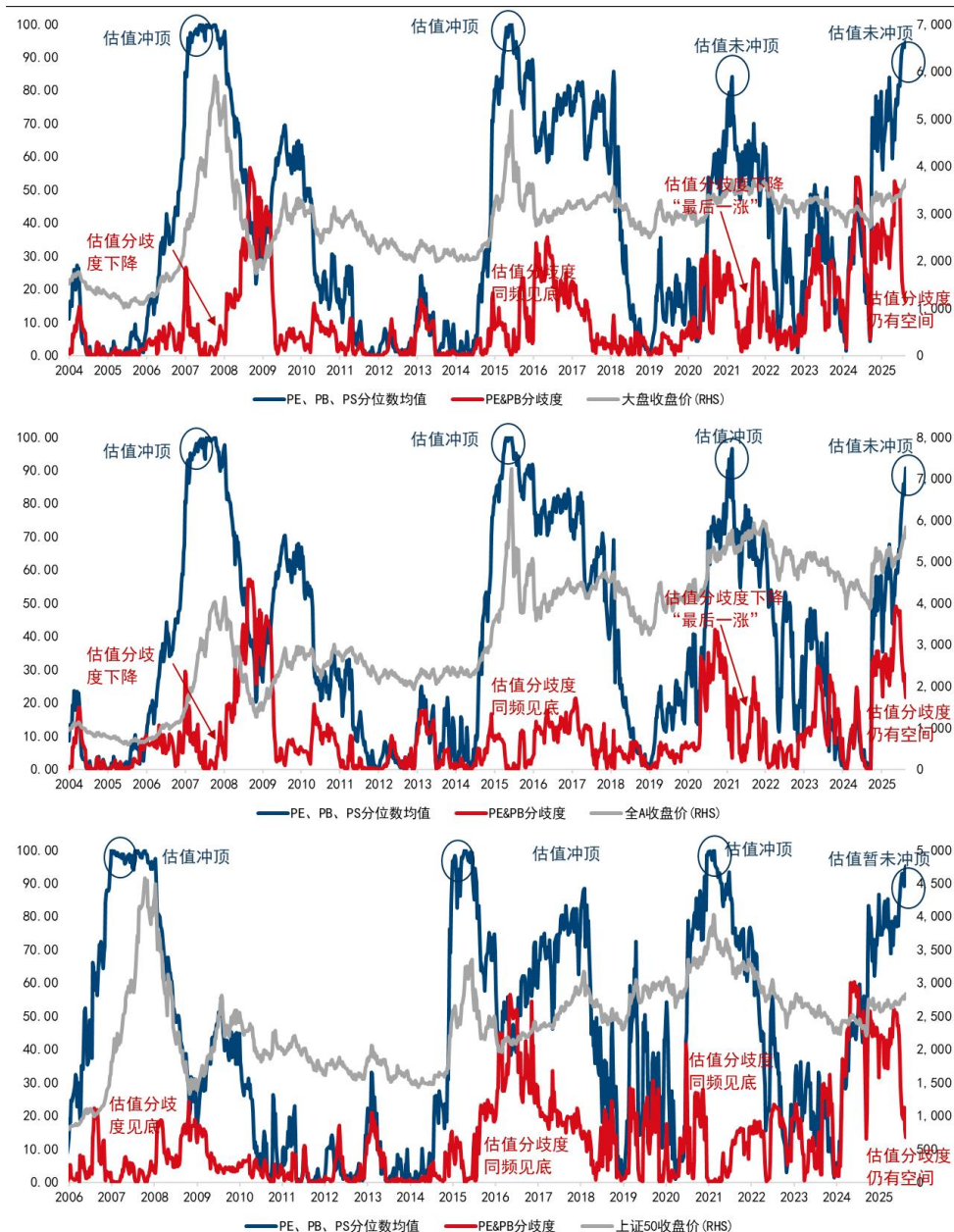
图9: 两融余额与成交额达到“两个两万亿”



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

当 PE 与 PB 分位数劈叉，单一估值指标无法确切表征权益资产是否偏贵。我们对比 07 年 10 月、15 年 6 月、21 年 2-3 月、21 年末以及当前的估值和估值分歧情况，不难发现，当前距离“估值无分歧冲顶”仍有一定距离。对于估值综合分位数指标，我们的构造方式是 PE、PB、PS 滚动 1000 个交易日的分位数均值，之所以滚动 3-4 年，是因为经济结构、风偏、政策路径都有变化，且 3-4 年大约是过往 A 股的盈利和库存周期（当然近些年相对更短）。估值分歧度我们使用 PE、PB 分位数之差绝对值构建。我们对大盘、全 A、核心宽基这一指标的领先滞后关系进行简单探讨：

图10：从估值分位数与估值分歧度的综合视角看，不轻易言顶



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

单一估值指标冲顶比较容易，没有分歧才需警惕，只有在估值见顶且没有分歧的情况持续运行，指数涨势才熄火。1）对于大盘来说，2007年5月下旬估值冲顶，

PB 先冲顶，但 PE 仍有 10%左右分位数空间，指数于 07 年三季度冲顶；2015 年 6 月估值分位数冲顶与估值分歧度降至 0 发生在同一时点（6 月 5 日至 6 月 12 日），叠加前期《证券公司融资融券管理办法》对杠杆资金的限制，要求券商平台清理场外配资业务，市场开启下跌；2）对于大市值核心资产（上证 50、沪深 300）来说，2021 年估值分歧度首次降到 0 出现在 1 月初，略微领先于 2 月初的指数顶，尽管估值分歧度自 7 月市场加速上涨后已从 40%+降至 15%左右，但仍有下降空间；3）对于全 A 而言，首次估值分位数冲顶且分歧度见底出现在 07 年 Q2 末，后续指数仍有季线级涨幅，15 年估值冲顶且分歧度降至 0 后，指数仍继续上涨 2-3 周，21 年伴随企业盈利复苏，估值分位数冲顶、分歧度见底后，PE 分位数快速回落至 70%附近，指数在 10%左右的良性调整后再次上攻，于 9 月、12 月筑双顶。当前全 A 滚动 1000 交易日的 PB 分位数不足 80%，估值分歧度仍有向下空间。

对 A 股如果我们观测的不是 PE 而是 PB，那么部分策略容量较大的指数基本在过去三年 70%分位数以下，在过去 5 年中枢水平以下，由于分子端近年来相对承压，仅以 PE 考察往往会出现“价格回不到高点，但估值更贵了”的情况，综合 PB 的长期水平看，依旧能够得到指数当前并不算太贵的结论。

图11：如果将估值分位数的考核指标换成 PB，当前近处于 5 年中枢水平

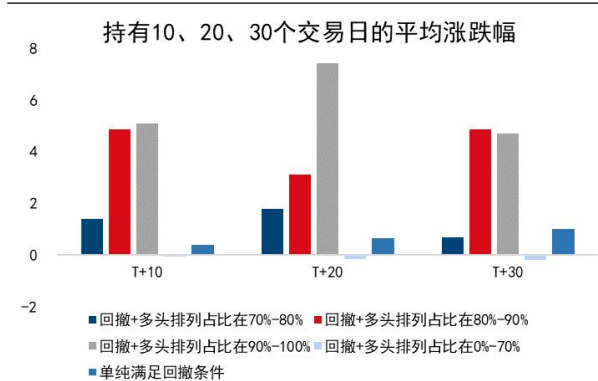
	当前值			三年分位数			五年分位数			2010年以来分位数		
	PE	PB	PS	PE	PB	PS	PE	PB	PS	PE	PB	PS
上证指数	15.88	1.45	1.39	100.00	100.00	100.00	94.97	69.55	100.00	80.62	43.24	77.70
沪深300	13.46	1.42	1.45	99.18	95.74	99.31	76.16	59.98	81.85	71.71	36.33	77.85
中证100	15.32	1.66	1.29	95.47	69.09	98.08	96.70	75.17	69.88	96.26	74.00	69.87
中证500	31.57	2.13	1.38	100.00	100.00	100.00	96.70	94.64	99.83	66.12	45.19	59.57
中证1000	43.79	2.43	1.69	100.00	94.51	100.00	93.48	59.49	80.69	64.67	44.59	54.65
国证2000	57.79	2.60	1.93	100.00	100.00	100.00	100.00	94.64	100.00	75.85	61.55	67.44
大盘成长	17.40	2.89	1.81	33.24	60.85	66.07	19.97	36.55	39.69	49.83	64.25	43.53
大盘价值	8.80	0.95	1.13	95.47	96.43	96.22	88.04	85.40	97.73	59.82	29.57	76.76
中盘成长	23.31	2.88	1.97	95.19	72.66	27.88	68.89	43.98	19.64	51.44	42.34	45.37
中盘价值	13.36	1.28	0.79	99.86	45.19	39.29	92.74	42.74	63.45	46.14	31.18	49.46
小盘成长	29.04	2.90	1.73	92.31	100.00	100.00	88.86	100.00	100.00	55.71	55.44	63.75
小盘价值	16.45	1.22	0.66	88.87	100.00	100.00	91.83	83.00	86.22	45.35	30.82	28.46
创业板指	36.21	4.60	3.85	79.67	75.48	77.47	47.85	45.34	46.53	23.50	42.84	19.84

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

“Buy the dip”的适用范围与特征

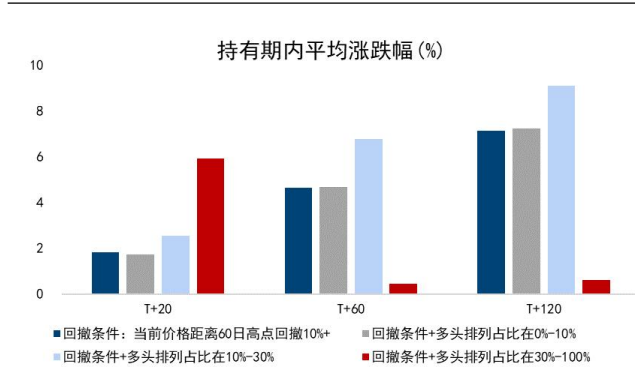
指数不太贵但不排除波动放大的可能性，从多头排列行业数量占比考虑指数层面的“逢低买入”。我们从两个角度探讨指数层面的“每调买机”：1) 持有半个月到一个半月的维度，当万得全A近20个交易日的最大回撤超过5%时，结合31个一级行业的多头排列行业数量占比进行择时，定义“MA5>MA10>MA20>MA30”为多头排列，当行业多头排列数量占比在80%以上时，往后持有10个、20个、30个交易日的平均涨幅整体在4%以上，且胜率接近90%；2) 若考虑全A当前价格距离60个交易日高点回撤超过10%的情况，并往后持有1-6个月(20\60\120个交易日)，定义“MA5>MA10>MA20>MA60”为多头排列，则多头排列行业数量占比的最优条件在不同持有期需求下有所不同，其中持有一个月时，多头排列行业数量占比在30%以上时效果往往更佳；持有3个月、6个月时，多头排列行业数量占比在10%-30%效果更好。多头排列数量占比在10%-30%时，往往意味着存在强势行业对指数形成拉动，赚钱效应也能聚焦。

图12: 20个交易日内最大回撤超过5%的交易信号



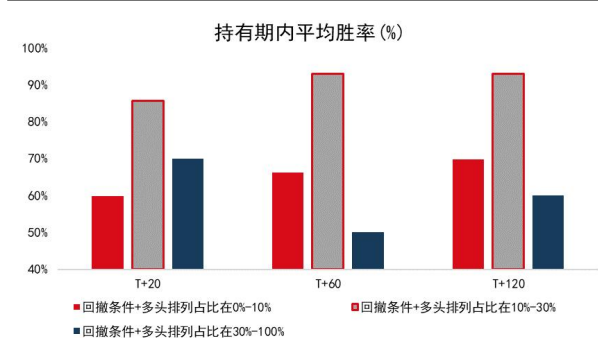
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图13: 60个交易日内回撤超过10%的交易信号与赔率



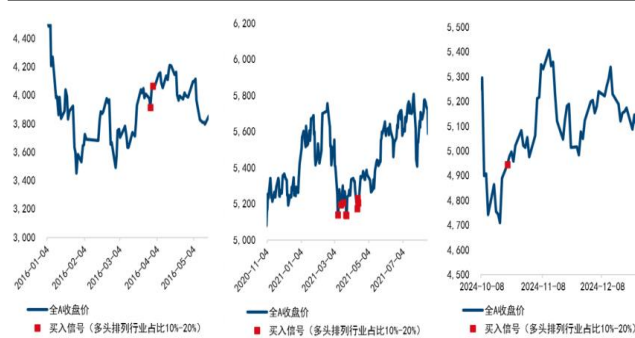
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图14: 60个交易日内回撤超过10%，满足行业多头排列数量占比在10%-30%时“Buy the dip”效果更好



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

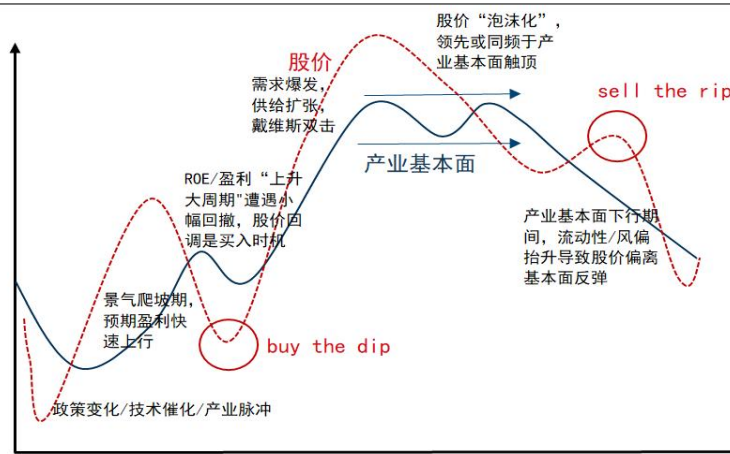
图15: 基于全A短期回撤和行业多头排列占比的买入信号触发对应具体案例



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

行业层面，景气向上的周期内“buy the dip”，景气向下的周期内“sell the rip”。在上一轮“慢牛”对应的2021年，景气投资大放异彩，赛道收益确定性以基本面高度进行定价，弹性则基于边际变化去定价。因此buy the dip对应的机会更多出现在景气上升大周期内嵌套的回撤小周期里，在ROE主升趋势中的小幅回撤、供给关系回调等场景出现；而在产业基本面定型后，分母端驱动的股票价格上涨带来的是“sell the rip”机会，最终股价与基本面大致弥合。

图16: 行业层面景气周期内“buy the dip”和“sell the rip”机会示意



资料来源：Wind，国信证券经济研究所绘制

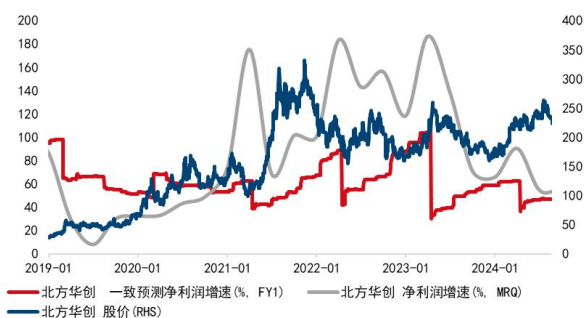
基于产业周期“buy the dip”策略的介入点大约在前期高点回撤15~20%后，急涨急跌时可考虑在前低处介入。2019~2021年期间，半导体指数上涨超过4.5倍，远高于同期沪深300的60%。具体来看，板块估值、指数走势基本同频于以半导体销售额表征的产业周期，在2021Q2主升浪前存在三个buy the dip的买点，分别在2020年3月末、2020年9月中和2021年3月下旬，距离前期高点分别回撤33%、25%和15%。对于存在景气周期驱动的产业赛道而言（如半导体、创新药等），短期逢低买入时点在吞噬上一段全部区间收益后，中期逢低买入时点在吞噬上一完整区间的30%收益后。

图17: 产业周期向上过程中，赛道可以独立于核心资产走出更持续的主升浪



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

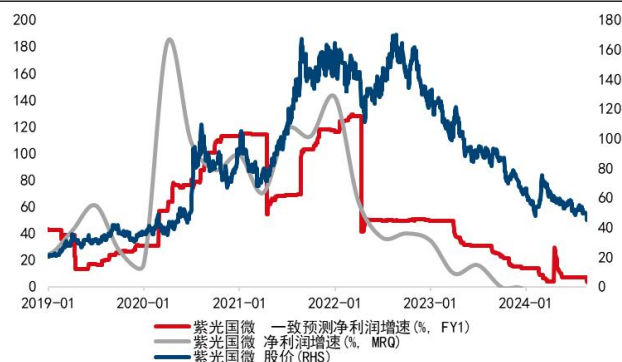
图18: 北方华创上轮主升期间预测利润与股价表现



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

注: 个股仅为数据整理, 不涉及主观意见及推荐

图19: 紫光国微上轮主升期间预测利润与股价表现

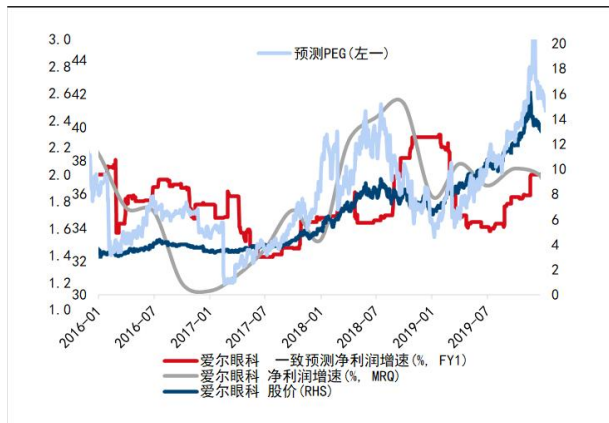


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

注: 个股仅为数据整理, 不涉及主观意见及推荐

成长股预期 PEG 阈值一定程度上也可以作为“buy the dip”的信号，三年盈利增速在 30%以上，前向 PEG=1.5 是不错的介入时点。通常情况下，PEG 策略更适用于三阶段贴现模型下增速能见度高的赛道或企业，过往高利率时代“PEG”=1 是经验法则，伴随利率下行，合理 PEG 水平将提升。另一方面，成长股属于远端现金流品种，由于 G 的波动较大，导致对贴现率变动更敏感，在风偏改善的大周期内，享有更高的 PEG。以部分“10 年 10 倍”医药股冲顶前的盈利预测增速、PEG 阈值和大周期内“buy the rip”的时点进行观察，不难发现，当一阶段(3 年)盈利增速在 30%以上时，对二阶段盈利增速和永续增速终局并不敏感，预期 PEG 在 1.5 以下基本是不错的买入时点。

图20: 医药代表性标的预测 PEG 与股价表现 (一)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

注: 个股仅为数据整理, 不涉及主观意见及推荐

图21: 医药代表性标的预测 PEG 与股价表现 (二)

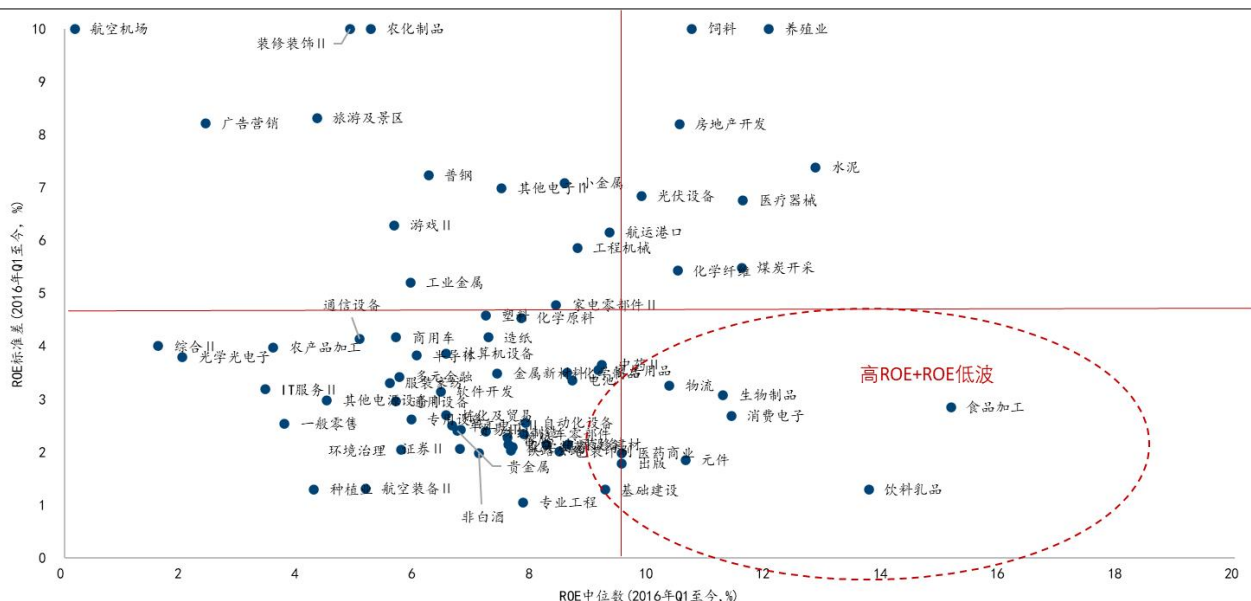


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

注: 个股仅为数据整理, 不涉及主观意见及推荐

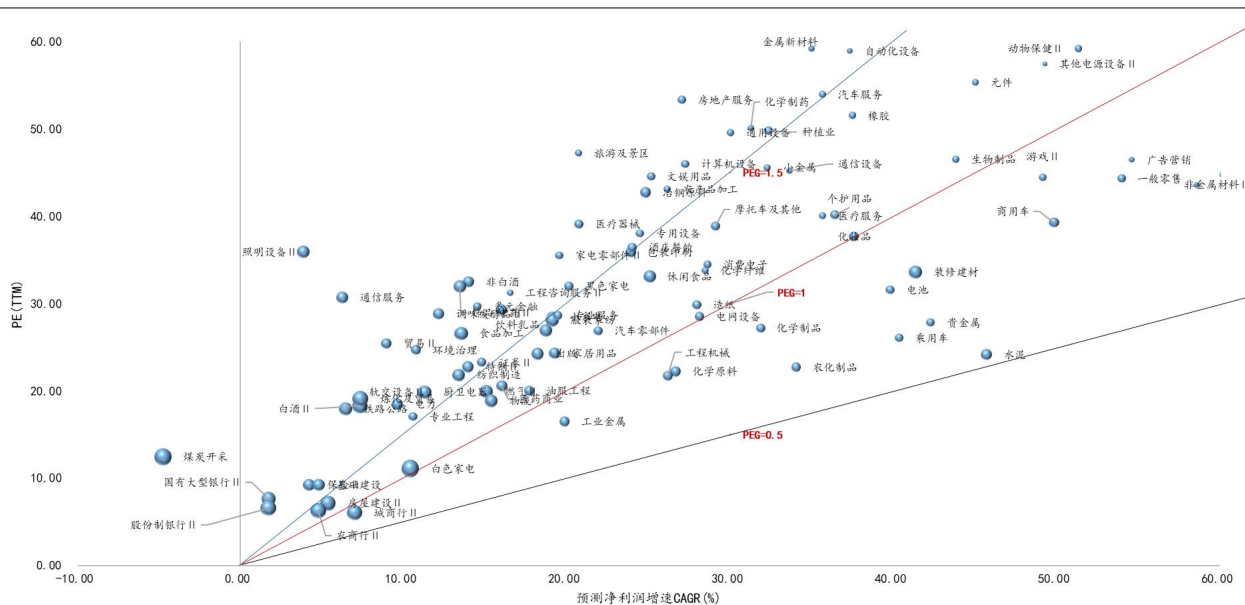
当前还有哪些行业可以看 PEG？1) 持续盈利，波动更小：2016 年以来在个股成分数量大于 10 个的二级行业中，符合高 ROE、低波动的行业包括白酒、食品加工、饮料乳品、生物制品、物流、消费电子、元件、医药商业等，如果考虑个股数量不多，但龙头效应明显的行业，则白电、小家电也属于此类； 2) PEG 视角关注两类机遇：一是 $G>30$ ，且 PEG 小于 1.5 的，元件、通信设备等仍未过热；其他领域包括医疗服务、生物制品等；PEG 在 1 以下的行业，后续轮动切换中或补涨。

图22：二级行业 ROE 与 ROE 波动



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图23：二级行业前向 PEG



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：G 取 wind 一致预测净利润增速；PE 取指数整体法口径 PE (TTM)，数据截至 8.16

风险提示

部分上市企业中报业绩低于预期

文中所列指数及个股仅作为历史复盘，不构成投资推荐依据

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032