



Research and
Development Center

牛市高度的 N 种估算方法

2025 年 7 月 30 日

证券研究报告

策略研究

策略专题报告

樊继拓 策略首席分析师
执业编号: S1500521060001
邮箱: fanjituo@cindasc.com

李畅 策略分析师
执业编号: S1500523070001
邮箱: lichang@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区宣武门西大街甲 127 号金隅大厦 B 座
邮编: 100031

牛市高度的 N 种估算方法

2025 年 7 月 30 日

核心观点:

- **PE、PB 距离历史高点距离: 全 A 非金融 PB 涨到 21 年高点还有 39% 空间, 全 A PE (TTM) 涨到 21 年高点还有 21% 空间。**小盘股的 PB 离 21 年高点还较远, PE 受到盈利下滑的影响可能失真。
- **PB-ROE 散点图波动区间上限: 从 PB-ROE 散点波动范围来看, 涨到 16 年-21 年高点还有 41% 空间, 涨到 15 年中还有 100% 左右的空间。**
- **股市市值/经济总量类指标对比历次牛市高点的上限可能的上涨空间: A 股市值/经济总量各指标, 涨到 21 年高点对应涨幅空间 7-59%, 15 年高点对应涨幅空间 21%-95%。**逻辑层面最重要的指标是流通市值/居民存款, 如果回到 21 年对应涨幅空间 43%, 回到 15 年高点对应涨幅空间 73%。较长时间内中国和日本股市市值/GDP 比较接近, 但 2021 年以来, 日本股市市值/GDP 持续高于中国。截至 2025 年 Q2 的中、日、美股市市值/GDP 对比, 达到日本水平对应股市涨幅空间约 134%, 如果达到美国的更高水平对应股市涨幅空间达到 272% 左右。
- **银行、公用事业等股息率跌到历史下限对应的涨幅空间。**上一次银行股估值修复从 2014 年-2018 年初, 期间也出现过保险的举牌。银行股息率最低跌到了 2.94%, 对应银行股还可以上涨的空间 35%。从长江电力的股息率走势能够看到, 3% 有可能是高股息资产的一个门槛, 如果以 3% 为下限, 银行后续对应的涨幅空间 32%。

公用事业行业长期基本面比银行更稳定, 12 年以来最低股息率 1.11% 左右 (15 年中), 21 年以来最低股息率 1.5%, 如果股息率回到这两个低点, 对应的股价涨幅空间分别为 104% 和 51%。

A 股整体股息率 1.9%, 也高于国债收益率, 如果下降到 10 年前国债收益率 1.6% 的水平, 对应涨幅空间 19%, 如果回到 21 年股息率 1.33%, 对应涨幅空间 43%。
- **涨到美股估值对应的涨幅空间: 2000-2010 年, A 股估值系统性高于美股估值, 美股估值是 A 股熊市估值的下限。2011 年至今, A 股估值系统性低于美股估值, 美股估值是 A 股牛市估值的上限。**截至 2025 年 7 月 25 日, A 股上证综指 PE 为 15.6 倍, 美股标普 500PE 为 28.5 倍, 如果 A 股估值涨到美股估值, 对应上证综指涨幅空间 83%。
- **风险因素: 宏观经济超预期下行, 政策变化力度不及预期, 历史信息无法完全代表未来。**

目录

一、PE、PB 距离历史高点对应的涨幅空间	4
二、PB-ROE 散点图波动区间上限看涨幅空间	6
三、股市市值/经济总量类指标看涨幅空间	8
四、银行、公用事业等股息率跌到历史下限对应的涨幅空间	10
五、A 股估值涨到美股估值，对应上证综指涨幅空间 83%	12
风险因素	13

图目录

图 1：全 A 非金融 PB 距离历史高点仍存显著修复空间（单位：倍）	4
图 2：上证指数 PB 震荡中缓步下行，牛市顶部估值中枢逐轮下移（单位：倍）	4
图 3：全 A PE 估值中枢震荡收敛，当前距离历史高点仍具上行空间（单位：倍）	5
图 4：上证指数 PE 估值低位震荡（单位：倍）	5
图 5：小盘股 PB 估值距 2021 年高点尚远，整体尚未大幅脱离低位区间（单位：倍）	5
图 6：小盘股 PE 回升显著，盈利下滑背景下或有透支预期的风险（单位：倍）	5
图 7：全 A PB-ROE 逼近 2009 年以来高位回归线，估值水平接近历史极值（单位：倍）	6
图 8：2025 年全 A 估值超越 2016 年以降均值回归线，溢价水平逐步升温（单位：倍）	6
图 9：全 A PB 领先于 ROE 筑底，估值底或已显现，盈利底有待验证（单位：倍，%）	7
图 10：中美日股市总市值/GDP 对比，A 股估值仍处全球偏低水平（单位：倍）	8
图 11：中美日可比口径市值/GDP 对比，中国 A 股对标潜力更显著（单位：倍）	8
图 12：A 股市值相对 GDP 比值震荡抬升，估值水平有望随经济改善逐步修复（单位：倍）	9
图 13：A 股总市值与流通市值相对居民存款占比均处低位，估值修复空间仍大（单位：倍）	9
图 14：A 股市值相对 M2 占比维持低位，市场估值仍受制于流动性释放滞后（单位：倍）	9
图 15：银行与公用事业股息率同步回落，估值性价比显现（单位：%）	10
图 16：长江电力股息率逼近五年低位，估值压力或已充分释放（单位：%）	10
图 17：银行与煤炭板块股息率长期维持高位，消费、公用等行业阶段性回升（单位：%）	10
图 18：多行业股息率显著高于 10 年期国债收益率，高股息板块具备估值重估空间（单位：%）	11
图 19：A 股股息率与股东回报率持续高于国债收益率，估值中枢有望重估（单位：%）	11
图 20：A 股与美股估值水平对比，美股估值区间已成为 A 股估值的顶部锚点（单位：倍）	12
图 21：A 股与美股市净率差距持续拉大，估值体系趋向分化（单位：倍）	12
图 22：A 股 ROE 显著低于美股，估值提升受制于盈利能力差距（单位：%）	12

表目录

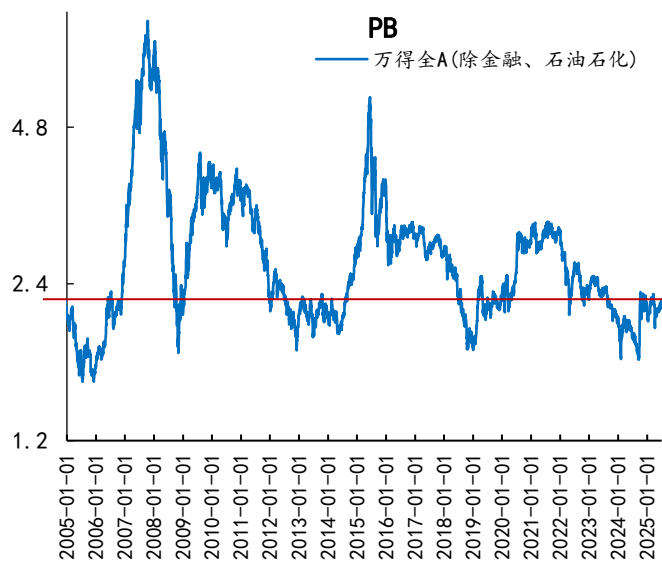
表 1：A 股市值与经济指标对比，当前估值距历史高点仍有较大上行空间	9
--	---

一、PE、PB 距离历史高点对应的涨幅空间

假设全 A 非金融 PB 涨到 21 年高点还有 39% 空间，到 2015 年中高点还有 140% 空间。

历史上全 A（特指“万得全 A”，后文同）非金融 PB 的波动范围更稳定，可以以此来对比牛市空间，当下 PB（截至 2025 年 6 月底）=2.23，2021 年高点 PB=3.10（对应现在点位涨幅空间 39%），2015 年高点 PB=5.35（截至对应现在点位涨幅空间 140%）。上证指数的 PB 由于受到银行板块的影响较大，历次牛市高点 PB 逐渐走低。

图 1：全 A 非金融 PB 距离历史高点仍存显著修复空间（单位：倍）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 2：上证指数 PB 震荡中缓步下行，牛市顶部估值中枢逐渐下移（单位：倍）



资料来源：万得，信达证券研发中心

假设全 A PE(TTM) 涨到 21 年高点还有 21% 空间，到 15 年中高点还有 60% 空间。

2015 年以来全 A PE 波动范围持续收敛（高点下降、低点抬升），背后主要原因可能是股市的持续扩容。考虑到 2023 年下半年-2024 年以来股市扩容速度大幅下降。这一次牛市有可能摆脱前期估值收敛的区间。

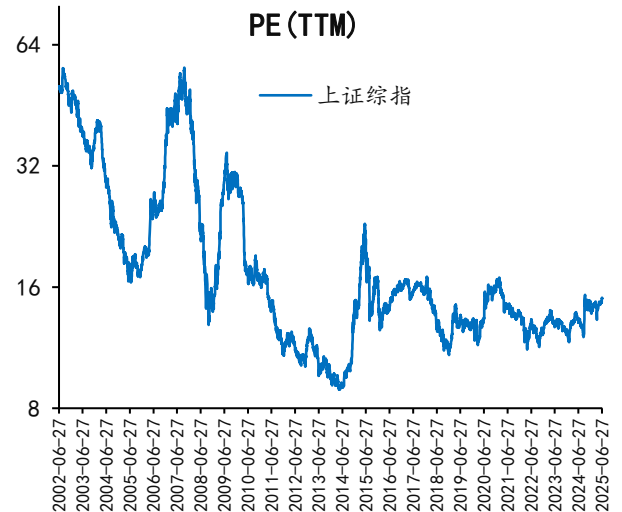
当下 PE（截至 2025 年 6 月底）=19.45，2021 年高点 PE=23.57（对应现在点位涨幅空间 21%），2015 年高点 PE=31.12（对应现在点位涨幅空间 60%）。

图 3：全 A PE 估值中枢震荡收敛，当前距离历史高点仍具上行空间（单位：倍）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 4：上证指数 PE 估值低位震荡（单位：倍）

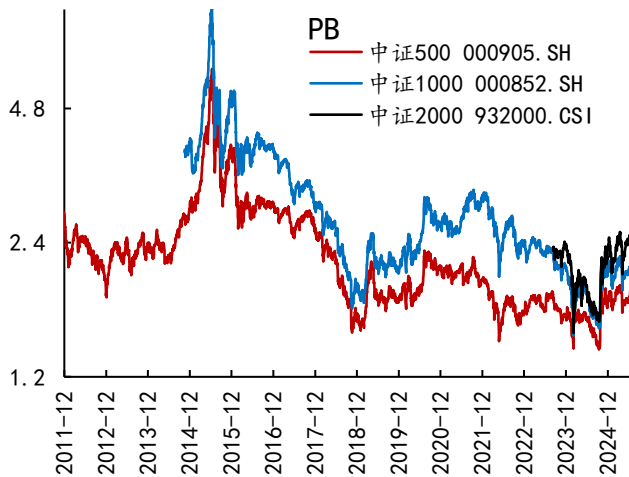


资料来源：万得，信达证券研发中心

小盘股的 PB 离 21 年高点还较远，PE 受到盈利下滑的影响可能失真。

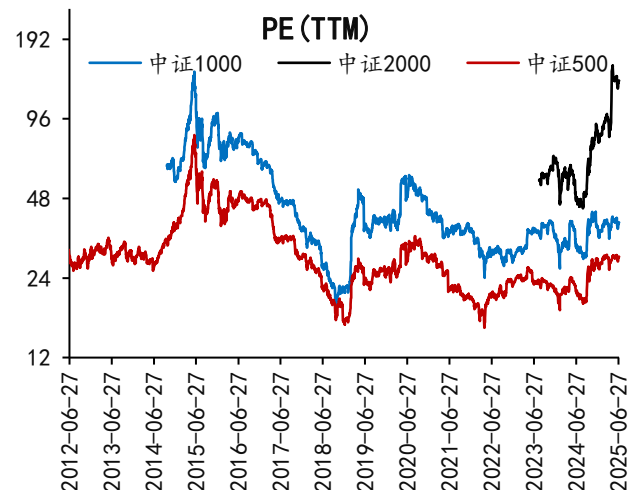
以中证 1000 和中证 2000 为代表的小盘指数过去 1 年一直较强，较多投资者担心存在估值泡沫。不过从 PB 来看，估值位置尚未达到 2021 年高点。从 PE 来看，中证 2000 年初以来 PE 快速上升，其中较大一部分原因是盈利下滑，而不是股价上涨。

图 5：小盘股 PB 估值距 2021 年高点尚远，整体尚未大幅脱离低位区间（单位：倍）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 6：小盘股 PE 回升显著，盈利下滑背景下或有透支预期的风险（单位：倍）



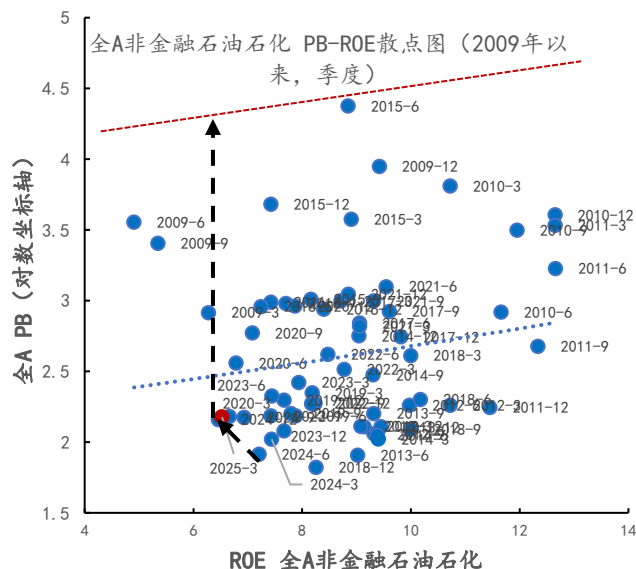
资料来源：万得，信达证券研发中心

二、PB-ROE 散点图波动区间上限看涨幅空间

假设 PB-ROE 散点涨到 15 年中对应涨幅空间接近 100%，如果涨到 16 年-21 年高点对应涨幅空间 41%。

从全 A 的 PB-ROE 散点图能看到 2023 年底的散点偏离 PB-ROE 平均趋势（图 7、图 8 中蓝色虚线）已经接近历史较高水平。经历过持续的估值修复，目前估值已经接近 16 年以来历史平均估值。假设 PB-ROE 散点涨到 15 年中还有 100% 左右的空间，如果涨到 16 年-21 年高点还有 41% 的空间。

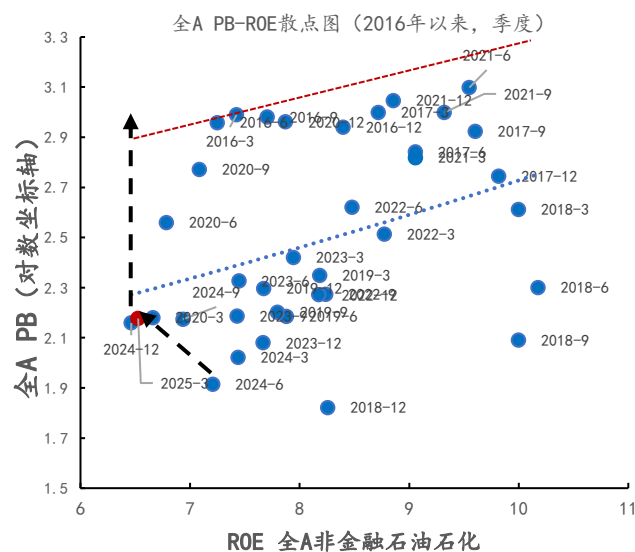
图 7：全 A PB-ROE 逼近 2009 年以来回归线，估值水平接近历史极值（单位：倍）



资料来源：万得，信达证券研发中心

注：ROE 统计日期截至 2025 年 3 月 31 日，PB 统计日期截至 2025 年 7 月 25 日

图 8：2025 年全 A 估值接近 2016 年以来均值回归线，溢价水平逐步升温（单位：倍）

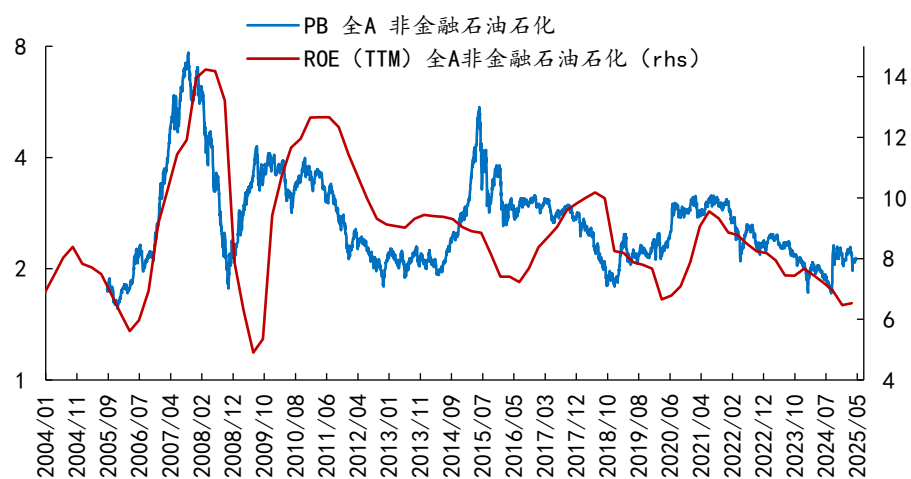


资料来源：万得，信达证券研发中心

注：ROE 统计日期截至 2025 年 3 月 31 日，PB 统计日期截至 2025 年 7 月 25 日

历次熊市 PB 低点大部分情况领先 ROE 低点。历史上历次底部，PB 大部分情况是领先 ROE (TTM) 的，这种领先性意味着只要未来半年内 ROE 有触底的可能，当下股市进入牛市的可能性就存在。所以我们认为未来的重点不是跟踪当下的盈利变化，而是从政策和经济周期预判至少半年后的盈利变化。

图 9：全 A PB 领先于 ROE 筑底，估值底或已显现，盈利底有待验证（单位：倍，%）



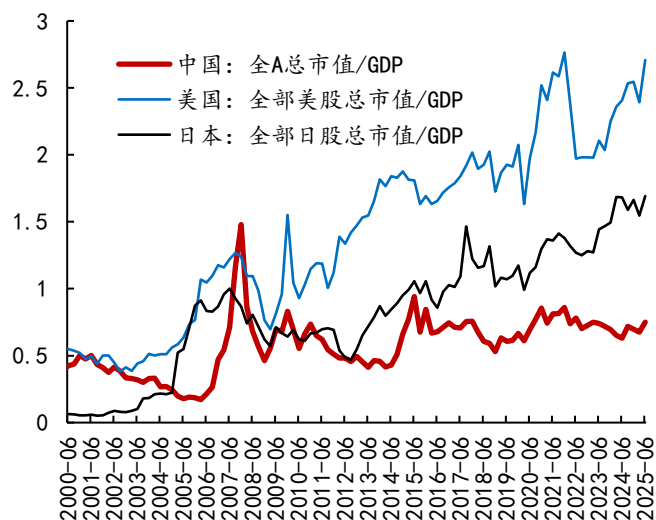
资料来源：万得，信达证券研发中心

三、股市市值/经济总量类指标看涨幅空间

我们对比中、日、美股市市值/GDP，A 股股市仍处于全球偏低水平。我们把上交所、深交所和港交所汇总来看中、日、美股市市值/GDP，能够看到之前较长时间内中国和日本股市市值/GDP 比较接近，但 2021 年以来，日本股市市值/GDP 持续高于中国，美国股市市值/GDP 更高。

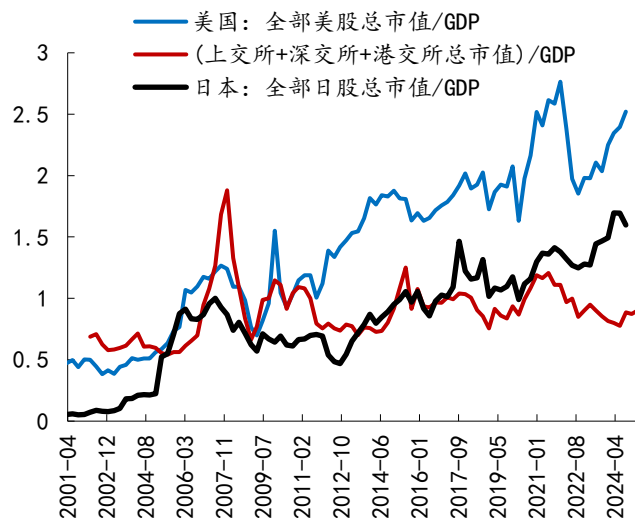
如果 A 股和港股进入牛市，正常情形下有较大的概率接近日本股市市值状态。截至 2025 年 Q2，中国股市市值/GDP=0.71，日本股市市值/GDP=1.66，美股市值/GDP=2.64，如果达到日本水平对应的全 A 指数涨幅空间约为 134%，如果达到美国水平对应的全 A 指数涨幅空间可能达到 272%左右。

图 10：中美日股市总市值/GDP 对比，A 股估值仍处全球偏低水平（单位：倍）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 11：中美日可比口径市值/GDP 对比，中国 A 股对标潜力更显著（单位：倍）



资料来源：万得，信达证券研发中心

如果看 A 股市值/经济总量指标，A 股市值相对 GDP 比值震荡抬升，估值水平有望随经济改善逐步修复。A 股总市值与流通市值相对居民存款占比均处低位，也可以说明估值修复空间仍大。A 股市值相对 M2 占比维持低位，市场估值仍受制于流动性释放较滞后。各指标假设涨到 2021 年高点对应涨幅空间 7-59%，假设涨到 2015 年高点对应涨幅空间 21%-95%。

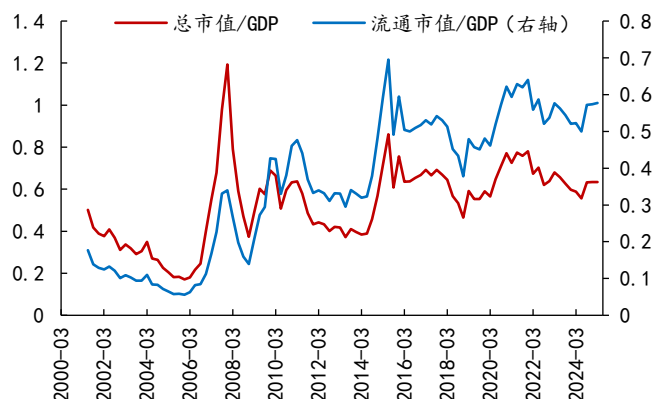
表 1：A 股市值与经济指标对比，当前估值距历史高点仍有较大上行空间

指标	当下	21 年 (对应涨幅空间)	15 年高点 (对应涨幅空间)
总市值/GDP	0.71	0.86 (21%)	0.94 (32%)
流通市值/GDP	0.58	0.62 (7%)	0.70 (21%)
总市值/存款	0.56	0.89 (59%)	1.09 (95%)
流通市值/存款	0.51	0.73 (43%)	0.88 (73%)
总市值/M2	0.28	0.38 (36%)	0.44 (57%)
流通市值/M2	0.25	0.32 (28%)	0.35 (40%)

资料来源：万得，信达证券研发中心

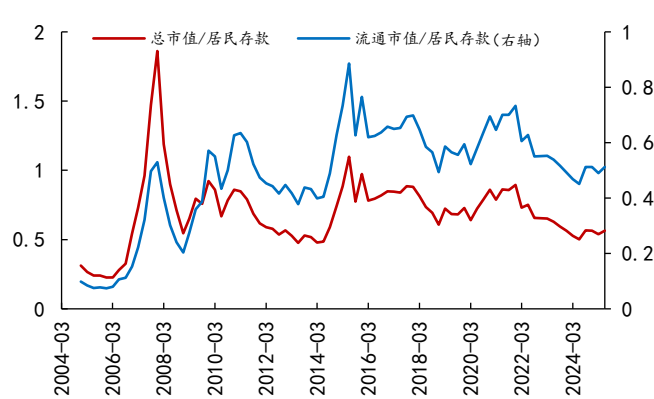
注：数据截至 2025 年 6 月 30 日

图 12：A 股市值相对 GDP 比值震荡抬升，估值水平有望随经济改善逐步修复（单位：倍）



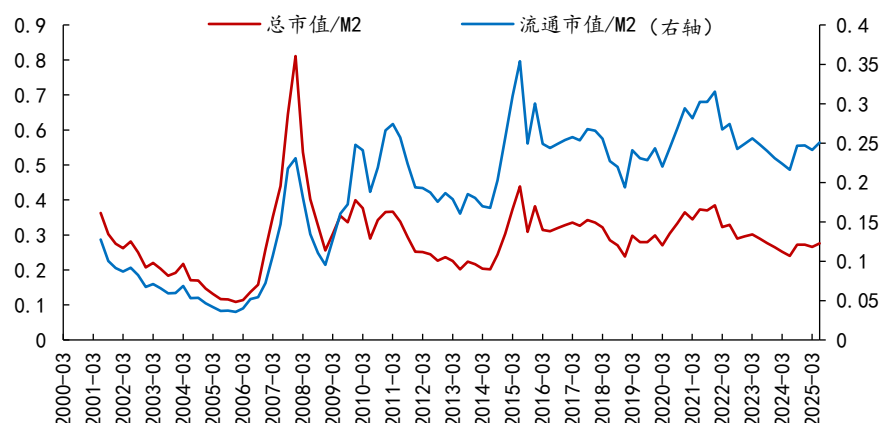
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 13：A 股总市值与流通市值相对居民存款占比均处低位，估值修复空间仍大（单位：倍）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 14：A 股市值相对 M2 占比维持低位，市场估值仍受制于流动性释放滞后（单位：倍）

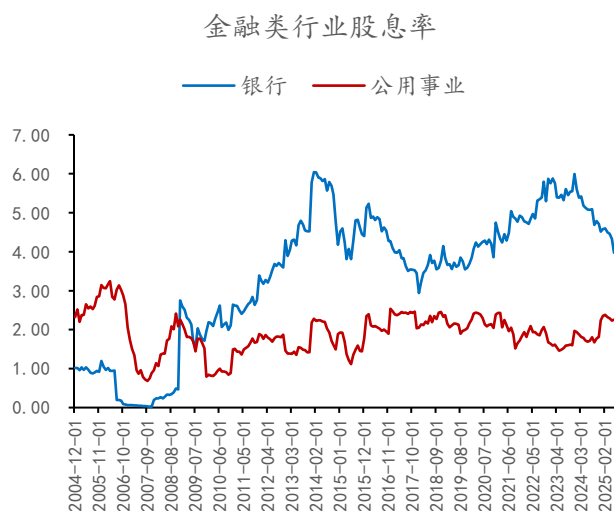


资料来源：万得，信达证券研发中心

四、银行、公用事业等股息率跌到历史下限对应的涨幅空间

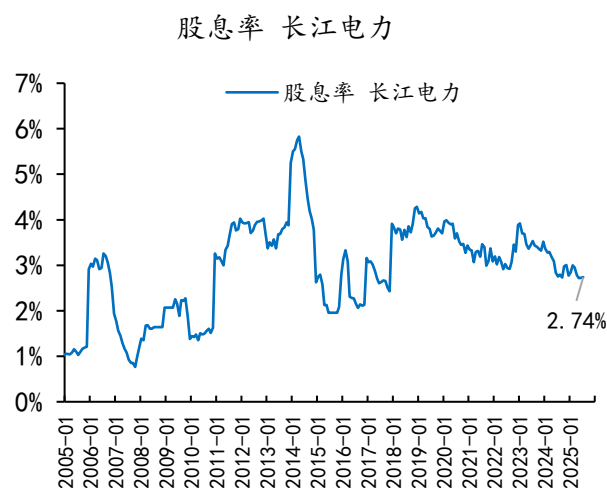
银行股息率跌到上一次价值股低点（2018 年初），对应涨幅空间 35%。上一次银行股估值修复从 2014 年-2018 年初，期间也出现过险资踊跃举牌的情况。银行股息率最低跌到了 2.94%，对应银行股还存在上涨的空间为 35%。公用事业行业长期基本面比银行更稳定，12 年以来最低股息率 1.11% 左右（15 年中），21 年以来最低股息率 1.5%，如果股息率会到这两个低点，对应的股价涨幅空间分别为 104% 和 51%。

图 15：银行与公用事业股息率同步回落，估值性价比显现（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

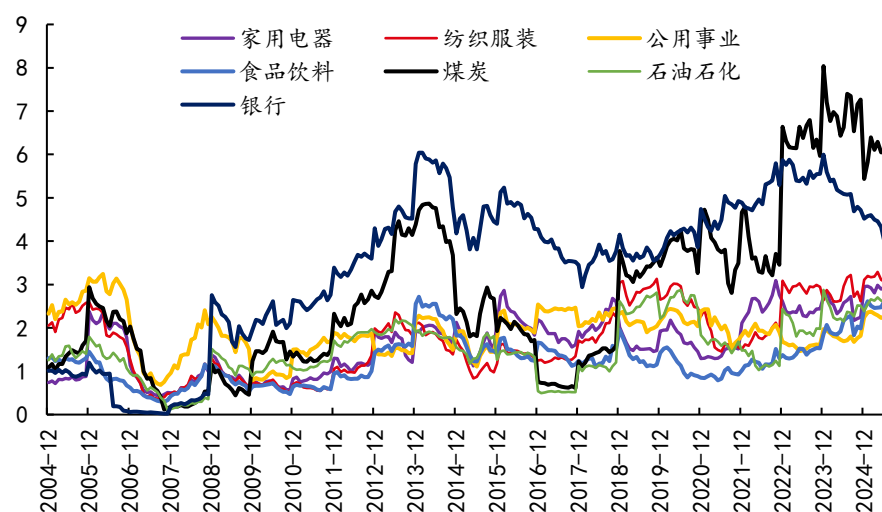
图 16：长江电力股息率逼近五年低位，估值压力或已充分释放（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

股息能持续稳定在 3% 以上的行业主要是银行和煤炭。从长江电力的股息率能够看到，近五年股息率持续下降到低位，但股息率降到 3% 以下之后即有反弹机会或者低位震荡。我们认为 3% 有可能是高股息资产的一个门槛，如果以 3% 为下限，银行后续对应的涨幅空间 32%。此外，家电、食品饮料、纺织服装等行业股息率最近几年也在回升。

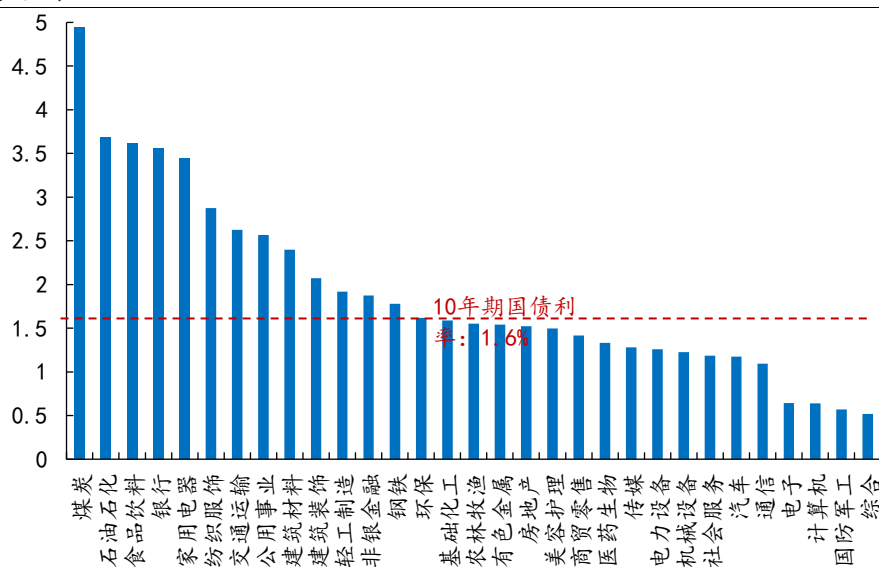
图 17：银行与煤炭板块股息率长期维持高位，消费、公用等行业阶段性回升（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

假设银行股息率下降到接近国债收益率水平，对应股价涨幅空间 123%。极端情况下，假设大部分股息率高于 10 年期国债的资产不存在，以银行股息率为标准，从 3.56% 的股息率下降到 1.6% 的股息率，对应股价涨幅空间 123%。

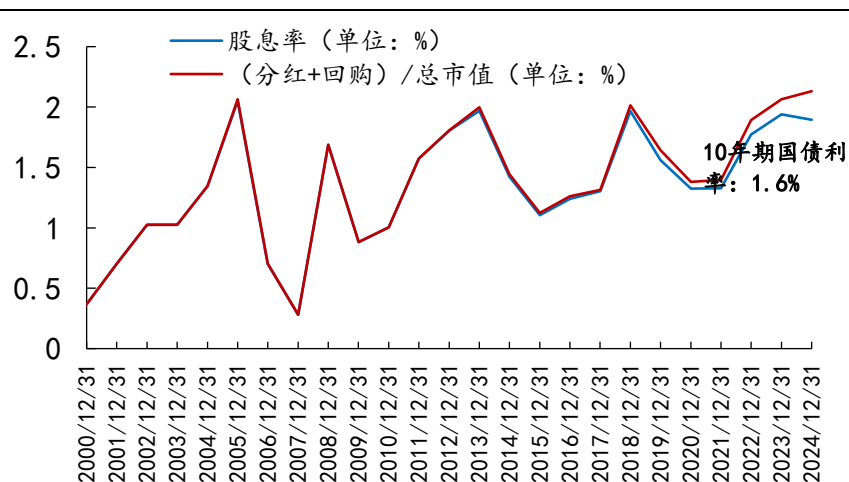
图 18：多行业股息率显著高于 10 年期国债收益率，高股息板块具备估值重估空间（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

A 股整体股息率 1.9%，如果回到 10 年前国债收益率 1.6%，对应涨幅空间 19%。A 股整体股息率 1.9%，也高于国债收益率，如果回到 10 年前国债收益率 1.6%，对应涨幅空间 19%，如果回到 21 年股息率 1.33%，对应涨幅空间 43%。

图 19：A 股股息率与股东回报率持续高于国债收益率，估值中枢有望重估（单位：%）



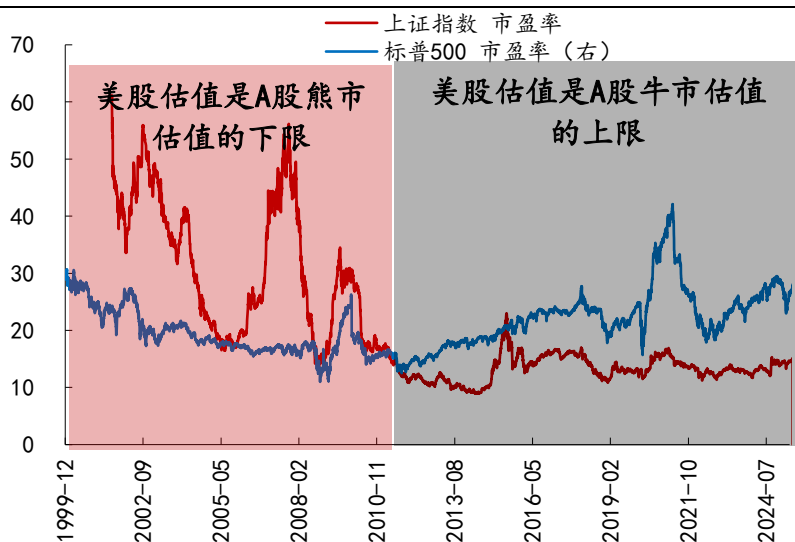
资料来源：万得，信达证券研发中心

五、A 股估值涨到美股估值，对应上证综指涨幅空间 83%

假设 A 股估值涨到美股估值，对应上证综指涨幅空间 83%。2000-2010 年，A 股估值系统性高于美股估值，美股估值是 A 股熊市估值值的下限。2011 年至今，A 股估值系统性低于美股估值，美股估值是 A 股牛市估值值的上限。

截至 2025 年 7 月 25 日，A 股上证综指 PE 为 15.6 倍，美股标普 500PE 为 28.5 倍，如果 A 股估值涨到美股估值，对应上证综指涨幅空间 83%。

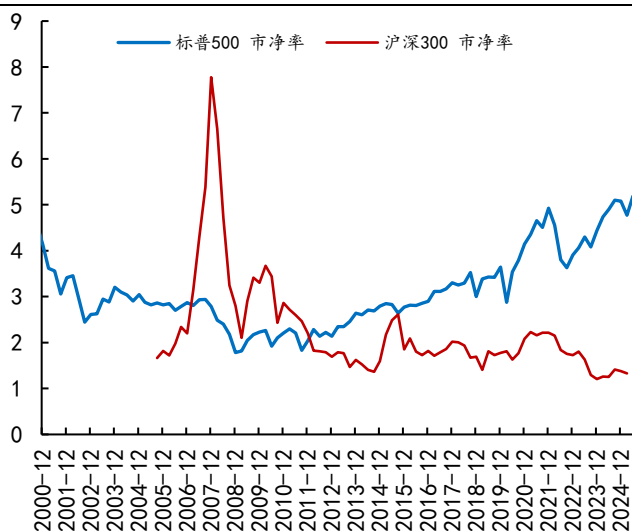
图 20：A 股与美股估值水平对比，美股估值区间已成为 A 股估值的顶部锚点（单位：倍）



资料来源：万得，信达证券研发中心

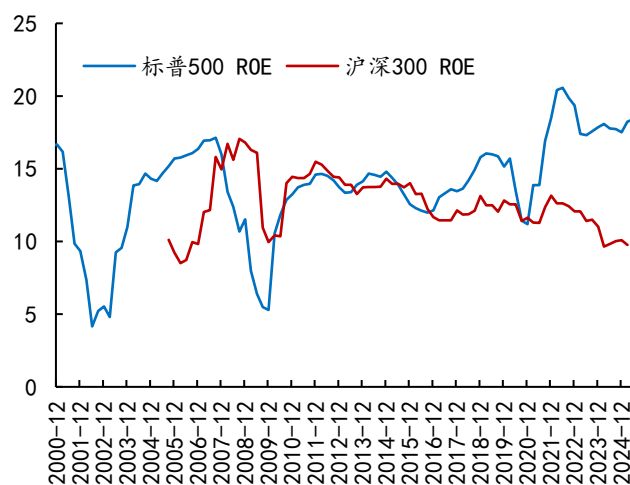
考虑到 A 股 ROE 比美股弱，我们预计 A 股估值可能只会在阶段性牛市泡沫化的时候可以达到美股估值。A 股和美股市净率的差异比市盈率的差异更大，背后主要是因为美股最近几年 ROE 持续走高。美国最近几年 ROE 在历史高位，背后可能有较多上市公司回购的影响。

图 21：A 股与美股市净率差距持续拉大，估值体系趋向分化（单位：倍）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 22：A 股 ROE 显著低于美股，估值提升受制于盈利能力差距（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

风险因素

宏观经济超预期下行，政策变化力度不及预期，历史信息无法完全代表未来。

研究团队简介

樊继拓，信达证券策略首席分析师，10 年宏观策略研究经验，先后就职于期货公司和券商研究所，2017 年水晶球策略团队公募组第一核心成员，2018 第一财经年度最佳新人奖。

李畅，华东师范大学世界经济硕士，4 年宏观策略研究经验，2021 年 6 月加入信达证券研发中心，从事策略研究工作。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。