

### 沪指新高后，基于估值维度的空间预测

2025 年 10 月 31 日 星期五

兴证期货 · 研究咨询部

金融研究团队

林玲

从业资格编号: F3067533

投资咨询编号: Z0014903

周立朝

从业资格编号: F03088989

投资咨询编号: Z0018135

联系人

周立朝

zhoulc@xzfutures.com

#### 内容提要

自 4 月 7 日以来，A 股市场主要指数呈现震荡上涨行情，市场整体呈现系统性慢牛特征，成交活跃度持续提升，截止 10 月底，沪指突破 4000 点关口。继沪指创 2015 年 8 月以来的新高后，投资者更加关注指数在后市还有多少上涨空间可挖掘。根据市盈率，当前上证指数市盈率在 17 倍左右（沪指 4016），接近近十五年以来的上轨（17.79 倍），对应指数点位为 4172 附近；深成指市盈率在 31 附近（深成指 13691），上轨为 35.6 倍，对应指数点位 15441 附近。伴随着本轮指数震荡上涨走势，逐步向近十五年的市盈率上轨位置靠拢。从两市市值与 GDP 比值来看，当前距离上方泡沫区间尚有空间，但买入性价比不足。近半年以来，国内储蓄总额与两市市值的比值从 1.9 附近回落至 1.55，已完成较大跨度，存款搬家节奏有阶段性休整需求。两融余额的增量空间比较有限，进一步加杠杆的空间受限。后市重点关注指数估值上轨区域的阻力，以及是否形成泡沫行情的可能性。下一阶段，指数或有休整需求。

## 报告目录

|                            |    |
|----------------------------|----|
| 一、本轮指数多头行情回顾 .....         | 4  |
| （一）4.7 以来“慢牛”格局 .....      | 4  |
| （二）本轮行情“量增波降” .....        | 5  |
| 二、指数估值距离泡沫区尚有空间 .....      | 6  |
| （一）关注市盈率上方阻力位 .....        | 6  |
| （二）A/H 股溢价指数低位 .....       | 9  |
| （三）股市宏观参照物——两市市值/GDP ..... | 9  |
| 三、股市买方资金潜力 .....           | 10 |
| （一）储蓄总额/沪深市值 .....         | 10 |
| （二）两融余额/沪深两市成交额 .....      | 11 |
| 四、总结 .....                 | 12 |

## 图表目录

|                                             |   |
|---------------------------------------------|---|
| 图表 1. 上证指数、深证成指 .....                       | 4 |
| 图表 2. 上证 50、沪深 300 .....                    | 4 |
| 图表 3. 中证 500、中证 1000 .....                  | 4 |
| 图表 4. 创业板指、科创 50 .....                      | 4 |
| 图表 5. 指数区间涨跌幅 .....                         | 5 |
| 图表 6. 沪深两市成交额（亿元） .....                     | 5 |
| 图表 7. 上证指数历史波动率 .....                       | 6 |
| 图表 8. 上证指数市盈率（2010.10 至 2025.10） .....      | 7 |
| 图表 9. 深证成指市盈率（2010.10 至 2025.10） .....      | 7 |
| 图表 10. 上证 50 市盈率（2010.10 至 2025.10） .....   | 7 |
| 图表 11. 沪深 300 市盈率（2010.10 至 2025.10） .....  | 8 |
| 图表 12. 中证 500 市盈率（2010.10 至 2025.10） .....  | 8 |
| 图表 13. 中证 1000 市盈率（2014.10 至 2025.10） ..... | 8 |

---

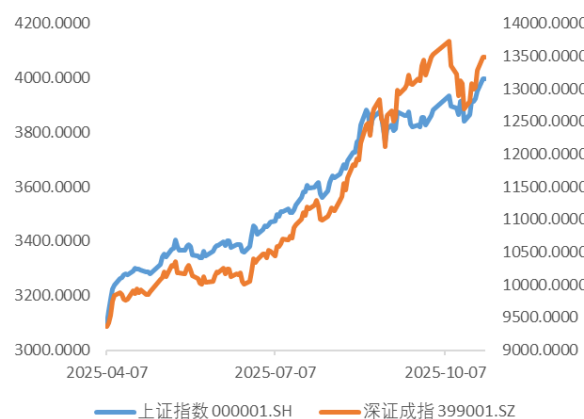
|                              |    |
|------------------------------|----|
| 图表 14. 上证指数与 A/H 股溢价指数 ..... | 9  |
| 图表 15. 两市市值/GDP.....         | 10 |
| 图表 16. 储蓄总额/沪深市值 .....       | 11 |
| 图表 17. 两融余额/沪深两市成交额 .....    | 11 |

## 一、本轮指数多头行情回顾

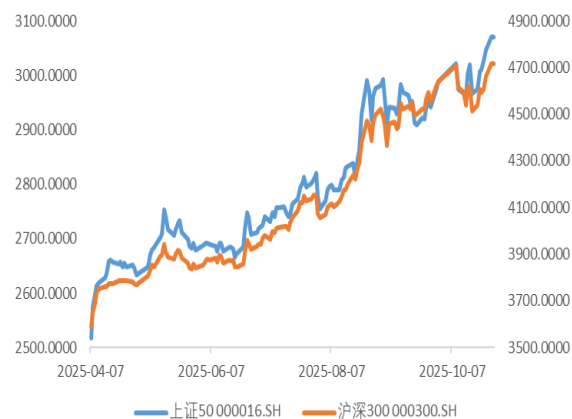
### （一）4.7 以来“慢牛”格局

4月7日以来，A股主要指数呈现显著上涨行情，市场整体呈现系统性慢牛特征，成交活跃度持续提升，科技与顺周期板块成为主要驱动。上证指数突破4000点关口，创2015年8月以来的新高。除此之外，在近半年时间内，各宽基指数均创下近三年以来的新高。根据数据统计，从4月7日至10月28日收盘，上证指数、深证成指、上证50、沪深300、中证500、中证1000、创业板指、科创50指数累计涨幅分别为28.79%、43.42%、21.19%、30.72%、38.85%、36.07%、78.71%、59.25%。

图表 1. 上证指数、深证成指

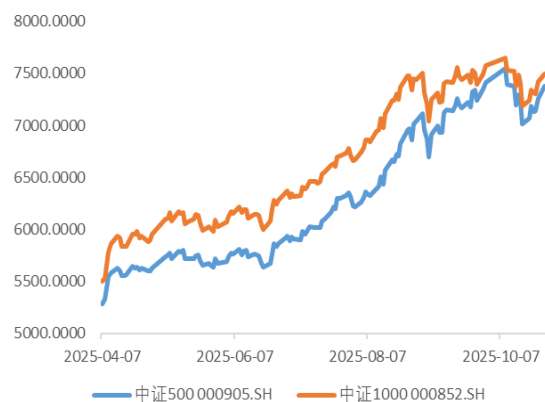


图表 2. 上证 50、沪深 300

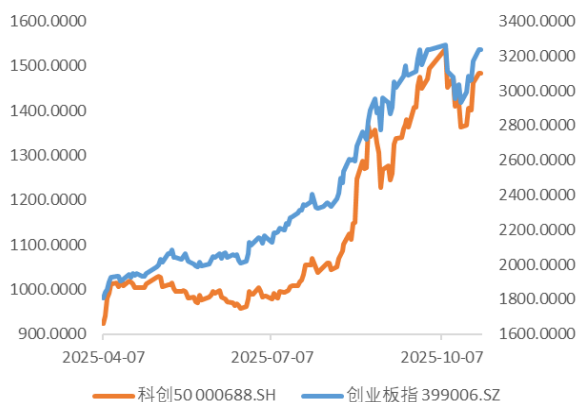


数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

图表 3. 中证 500、中证 1000



图表 4. 创业板指、科创 50



数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

图表 5. 指数区间涨跌幅

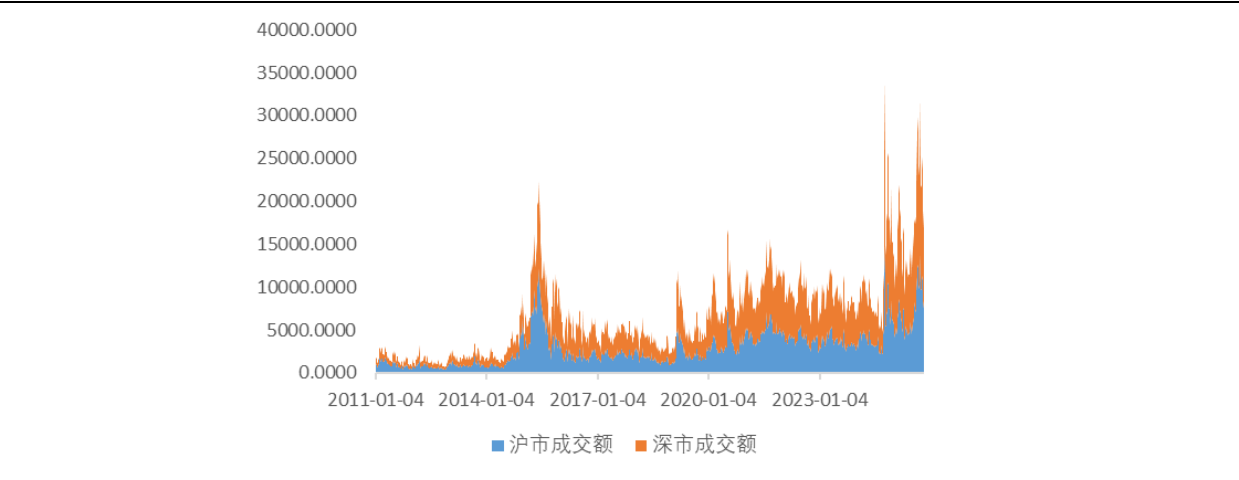
|         | 4.7 收盘至 10.28 收盘 | 9.1 收盘至 10.28 收盘 |
|---------|------------------|------------------|
| 上证指数    | 28.79%           | 2.91%            |
| 深证成指    | 43.42%           | 4.69%            |
| 上证 50   | 21.19%           | 2.32%            |
| 沪深 300  | 30.72%           | 3.72%            |
| 中证 500  | 38.85%           | 3.25%            |
| 中证 1000 | 36.07%           | -0.29%           |
| 创业板指    | 78.71%           | 9.24%            |
| 科创 50   | 59.25%           | 8.44%            |

数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

（二）本轮行情 “量增波降”

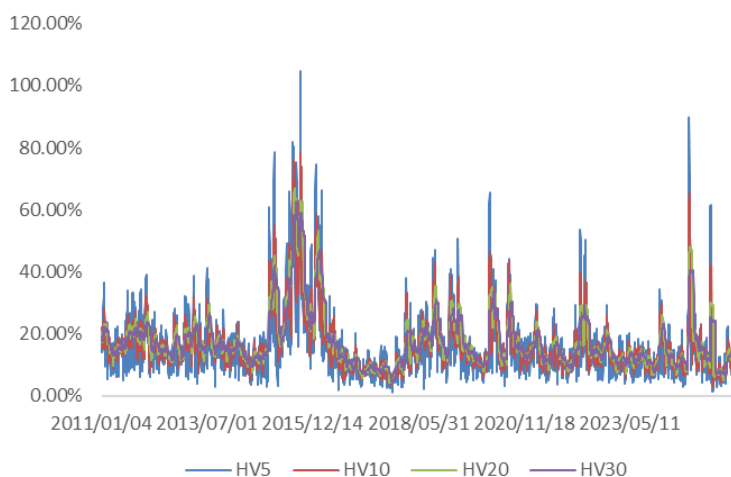
本轮“慢牛”行情中，股市成交量逐步放大，期间两市成交额长达近两个月时间高于两万亿，这种程度的量级达到了 2015 牛市以及去年 9.24 行情的级别。但前两次均表现出放量伴随着指数波动率脉冲的情况。对比前两波多头行情，本轮行情成交量逐步放大，但是整体指数波动率水平偏低，以上证指数为例，从 4 月 7 日之后，伴随着指数震荡上涨，波动率下降，在 5 月至 10 月底的窗口中，20 日周期历史波动率持续低于 20%，即使在 8 月至 10 月期间，两市成交均值高于两万亿，指数波动率仍然处于低位，该特征与 2015 年牛市以及 9.24 行情不一样。

图表 6. 沪深两市成交额（亿元）



数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

图表 7. 上证指数历史波动率



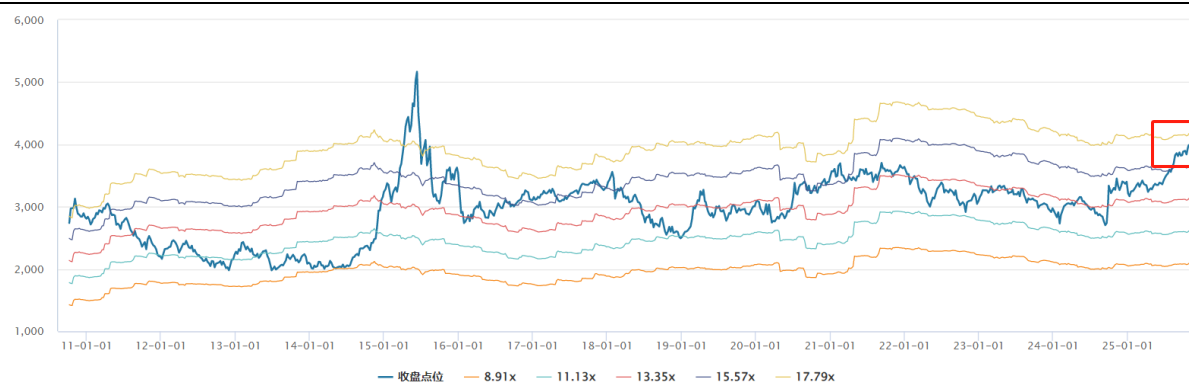
数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

## 二、指数估值距离泡沫区尚有空间

### （一）关注市盈率上方阻力位

继上证指数突破 4000 点以后，投资者更加关注指数后市还有多少上涨空间可挖掘。根据市盈率指标显示，上证指数市盈率在 17 倍左右（沪指 4016），接近 17.79 倍的上轨（近十五年 95% 分位），对应指数点位为 4172 附近；深成指市盈率在 31 附近（深成指 13691），上轨为 35.6 倍，对应指数点位 15441 附近。四大股指上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000 对应的上轨指数分别为 3323（当前点位 3063）、5259（当前点位 4747）、8732（当前点位 7480）、9286（当前点位 7569）。从指数市盈率来看，伴随着本轮指数震荡上涨走势，逐步向近十五年的市盈率上轨位置靠拢。上一次突破上轨为 2015 年牛市时期，同理，突破上轨反映指数进入泡沫区。通过纵向对比上证指数的上轨位置，2015 年上轨点位为 3980 附近，当前的上轨点位 4172，近两百点的差异反映了近十年市场盈利水平震荡上移的走势。后市重点关注指数估值上轨位置的阻力，以及是否形成泡沫行情的可能性。

图表 8. 上证指数市盈率（2010.10 至 2025.10）



数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

图表 9. 深证成指市盈率（2010.10 至 2025.10）



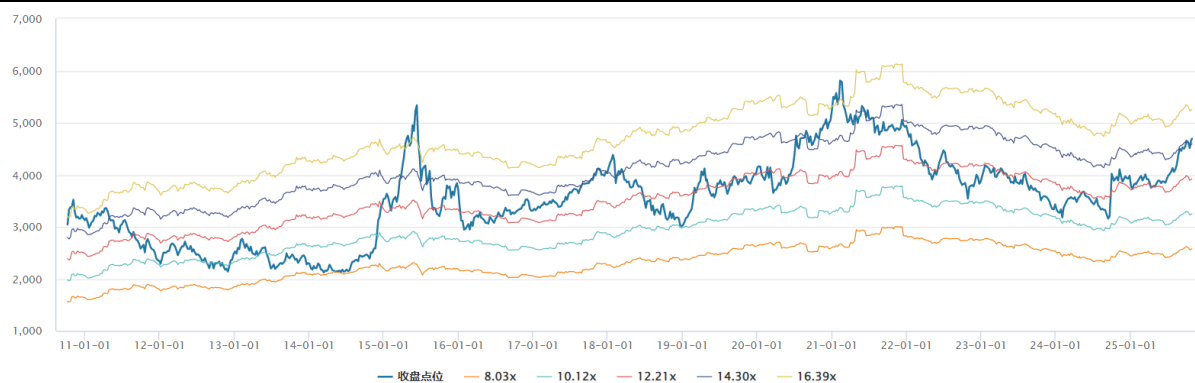
数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

图表 10. 上证 50 市盈率（2010.10 至 2025.10）



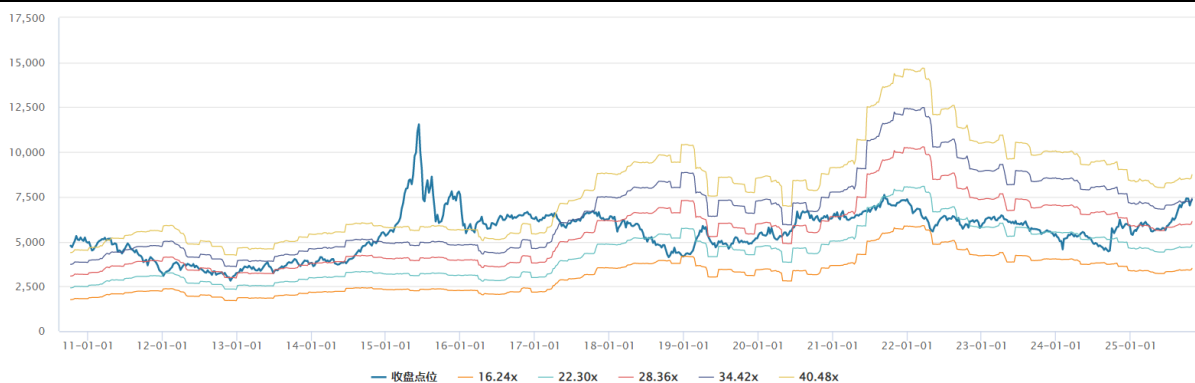
数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

图表 11. 沪深 300 市盈率 (2010.10 至 2025.10)



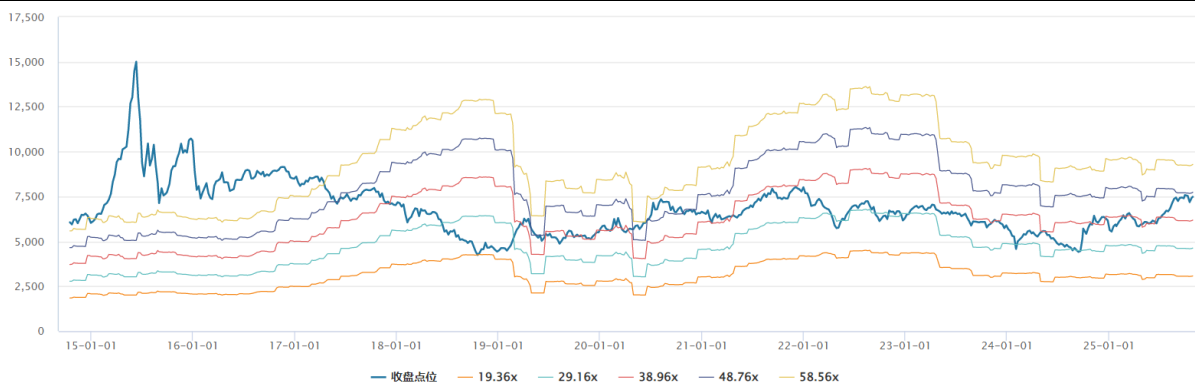
数据来源: Wind, 兴证期货研究咨询部

图表 12. 中证 500 市盈率 (2010.10 至 2025.10)



数据来源: Wind, 兴证期货研究咨询部

图表 13. 中证 1000 市盈率 (2014.10 至 2025.10)

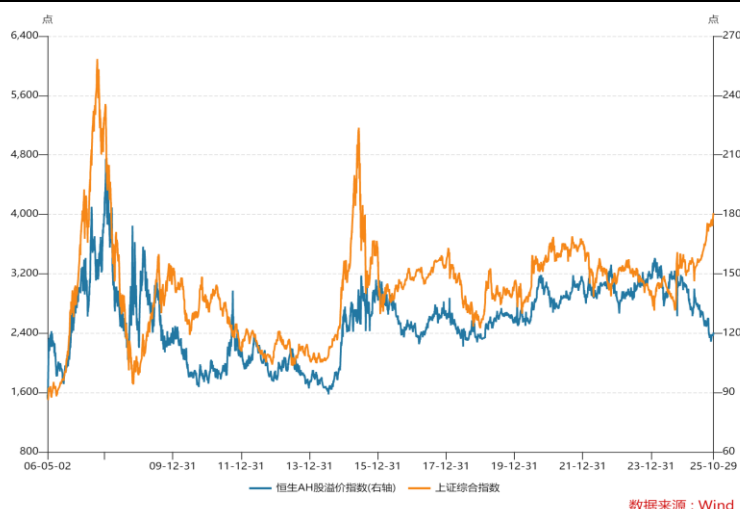


数据来源: Wind, 兴证期货研究咨询部

## （二）A/H 股溢价指数低位

A/H 股溢价指数是衡量同一公司发行的 A 股（在中国大陆证券交易所上市，以人民币计价）与 H 股（在香港联合交易所上市，以港币计价）之间价格差异的指数，由恒生指数公司编制并发布。恒生沪深港通 A/H 股溢价指数已跌至 2020 年以来的最低点，反映 A 股相对于 H 股的溢价水平显著收窄。该指数长期中枢在 140 附近，历史波动区间多在 100 - 150 之间。截止到 10 月底，A/H 股溢价指数在 119 附近，接近 2018 年以来的低位，高于 2012 至 2014 期间。纵向对比近十几年以来的溢价指数，A 股市场相比港股市场，仍具有一定比较优势空间。

图表 14. 上证指数与 A/H 股溢价指数



数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

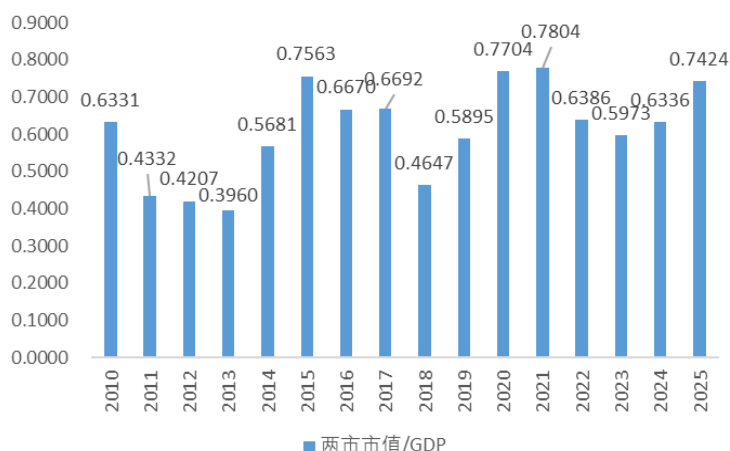
## （三）股市宏观参照物——两市市值/GDP

A 股两市市值除以 GDP 通常被称为“股市总市值与 GDP 比率”，是衡量一个国家或地区资本市场规模相对于其经济总量的指标，常被投资者和经济学家用作评估市场整体估值水平的宏观参考。该比率由投资大师沃伦·巴菲特提出，他认为这一指标是“衡量估值水平的最佳单一指标”。当该比率处于 70% - 90% 区间时，通常被视为估值合理；若超过 100%，可能暗示市场存在一定程度的高估；若低于 50%，则可能反映市场被低估。（下图采用年度数据做对比，年末两市市值除以年度 GDP，其中，2025 年 GDP 数据按市场预测的 5% 增幅计算。）

截止到 2025 年第三季度末，该比值为 74.24%，如果按今年 10 月底两市市值计算，该比值为 75.51%，尚未达到宏观层面的估值泡沫区域。在 2015 年 5 月底，该比值位于 90% 附近。在 2015 年以来，该比值最低出现在 2018 年年末，仅为 46.47%，对应当时的沪指在 2500 点以下。

此后，在 2021 年年末，该比值为 78.04%，为 2015 年以来的次高位。根据该宏观估值参照，目前指数逐渐向高点靠拢，可能还有上升空间，但估值性价比下降，注意追高风险。

图表 15. 两市市值/GDP



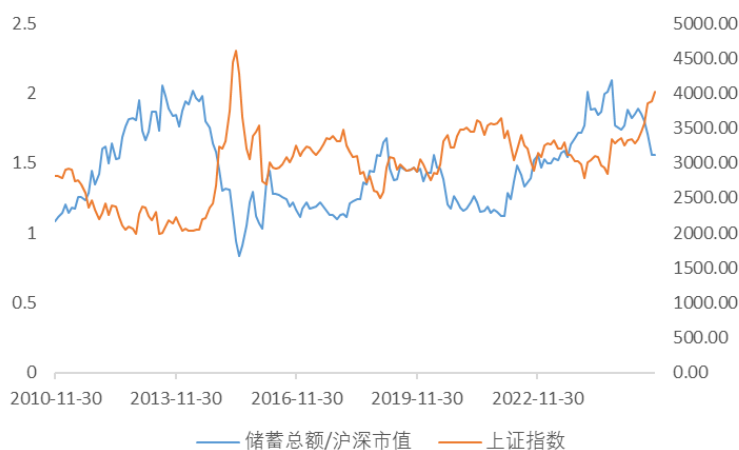
数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

### 三、股市买方资金潜力

#### （一）储蓄总额/沪深市值

国内储蓄总额/沪深两市市值，又可称为存款搬家指标。该比值下降至 1.2 以下时，将进入泡沫区域，2015 年股指高位时，该比值下降至 0.83 附近，股市资金买入潜力枯竭；在 2021 年，该比值一度到达 1.1 附近，同样处于股市资金潜力不足阶段。反之，在 2024 年 9 月 24 日之前，该比值一度达到 2.1，显示股市估值低，且有充足的后备买入资金。当前目前为 1.55 左右，处于中位数附近。从大级别周期来看，仍有一定的买盘潜力。近半年以来，该数值从 1.9 附近回落至 1.55，已完成较大跨度，存款搬家节奏有阶段性休整需求。

图表 16. 储蓄总额/沪深市值

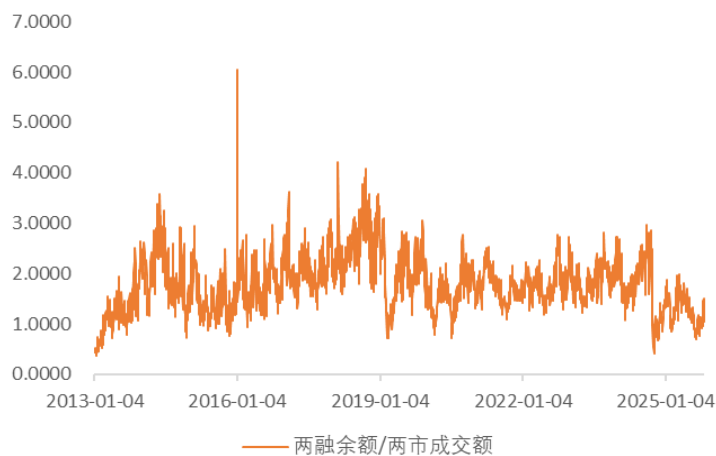


数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

## （二）两融余额/沪深两市成交额

两融余额/沪深两市成交额是衡量融资融券交易活跃度相对于市场整体交易规模的比率，常用于评估市场杠杆水平与投资者情绪。比率越高，说明市场中使用杠杆资金参与交易的比例越大，可能预示投资者情绪偏乐观或风险偏好上升；比率过低则可能反映市场观望情绪浓厚或杠杆空间受限。当前该比值为 1.11，处于 9 月份以来的偏高位置，但低于今年上半年，以及去年 9.24 行情之前的比值。综合当前的两市成交与两融余额来看，短期或将因上方估值压制，两融余额的增量空间比较有限，进一步加杠杆的空间受限。

图表 17. 两融余额/沪深两市成交额



数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

## 四、总结

自 4 月 7 日以来，A 股市场主要指数呈现显著上涨行情，市场整体呈现系统性慢牛特征，成交活跃度持续提升，截止 10 月底，沪指突破 4000 点关口，继沪指创 2015 年 8 月以来的新高后，投资者更加关注指数后市还有多少上涨空间可挖掘。根据市盈率，当前上证指数市盈率在 17 倍左右（沪指 4016），接近 17.79 倍的上轨，对应指数点位为 4172 附近；深成指市盈率在 31 附近（深成指 13691），上轨为 35.6 倍，对应指数点位 15441 附近。伴随着本轮指数震荡上涨走势，逐步向近十五年的市盈率上轨位置靠拢。从两市市值与 GDP 比值来看，当前距离上方泡沫区间尚有空间，但买入性价比不足。近半年以来，国内储蓄总额与两市市值的比值从 1.9 附近回落至 1.55，已完成较大跨度，存款搬家节奏有阶段性休整需求。两融余额的增量空间比较有限，进一步加杠杆的空间受限。后市重点关注指数估值上轨位置的阻力，以及是否形成泡沫行情的可能性。下一阶段，指数或有休整需求。

### 分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

### 免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。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。

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损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究咨询部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究咨询部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。