



## 宏观点评

### 证券分析师

芦哲

资格编号: S0120521070001

邮箱: luzhe@tebon.com.cn

潘京

资格编号: S0120521080004

邮箱: panjing@tebon.com.cn

### 联系人

戴琨

资格编号: S0120123070006

邮箱: daikun@tebon.com.cn

### 相关研究

# 市场情绪回暖，顺周期修复 ——情绪、轮动与估值周观察（7月第4期）

## 投资要点:

- **权益大势与风险偏好:** 上周大盘整体处于相对强势区间;滚动3年视角下,上周全A ERP 回落到均值+1std 以下,权益市场整体风险偏好有所抬升。
- **市场情绪:** 上周各项指标均显示市场情绪整体回暖;期权市场对各指数/指数ETF 的沽空压力亦在减弱,市场态度较为乐观。
- **行业轮动:**
  - **绝对收益轮动:** 7月, TMT 整体热度继续消退, **金融地产**表现转为强势, **部分消费以及上中游行业**亦表现较好;从风格上看,6月以来强势板块开始转向**周期及金融**,与行业表现相互印证。
  - **超额收益轮动:** (1)截至上周五,各行业的相对旋转图(RRG)显示:①大消费中, **家用电器、纺织服饰、汽车行业**处于领先区域;②周期资源品中, **石油石化**处于领先区域;③制造业及交运中, **轻工制造、基础化工、交通运输**处于改善区域;④金融地产链中, **非银金融、银行、建筑装饰**处于领先区域;⑤TMT及国防军工中, **通信、传媒、计算机**处于弱化区域。(2)截至上周五,风格RRG显示**金融、稳定**风格处于领先区域, **周期、消费**风格处于改善区域, **成长**风格处于滞后区域。
- **估值结构:**
  - **宽基估值:** 上周主要宽基指数PE(TTM)估值普遍抬升;估值-盈利拆解看,年初以来估值贡献了大部分宽基指数涨幅。
  - **风格估值:** 上周各风格PE(TTM)估值均边际抬升,其中, **消费、高市净率**风格相对前一周估值抬升较大;上周**价值**相对**成长**更强势, **大盘**相对**小盘**更强势。
  - **行业估值:** 上周**美容护理、食品饮料、钢铁**的PE(TTM)扩张靠前, **传媒、电子、通信**的PE(TTM)收缩靠前; **食品饮料、美容护理、非银金融**的PB(LF)扩张靠前, **传媒、电子、通信**的PB(LF)收缩靠前。
  - **估值极化:** 上周,表征行业间估值差异度的估值极化系数显示,一级行业估值极化程度边际加强,二级行业估值极化程度边际减弱。
  - **估值-盈利匹配:** PB-ROE视角下, **煤炭、银行、石油石化、建筑装饰、建筑材料、纺织服饰**等行业或相对被低估;PE-G视角下, **房地产、钢铁、交通运输、纺织服饰**等行业或相对被低估。
- **风险提示:** (1)测算误差;(2)数据统计误差;(3)政策或内外经济环境变动超预期。

## 内容目录

1. 权益大势与风险偏好.....	5
2. 市场情绪.....	6
3. 行业轮动.....	7
3.1. 行业交易结构.....	7
3.1. 绝对收益轮动.....	8
3.2. 超额收益轮动.....	10
4. 估值与性价比.....	13
4.1. 宽基估值.....	13
4.2. 风格估值.....	14
4.1. 行业估值.....	15
4.1. 估值极化.....	16
4.2. 估值-盈利匹配.....	17
5. 风险提示.....	19

## 图表目录

图 1: 万得全 A 及其 BOLL 带 (2022 年以来)	5
图 2: 全 A ERP	5
图 3: 全 A 股债收益比	5
图 4: 万得全 A 换手率及成交额走势	6
图 5: 相对强弱指数 (RSI) 与万得全 A 走势	6
图 6: 腾落指数 (ADL) 与万得全 A 走势	6
图 7: 涨跌比率 (ADR) 与万得全 A 走势	6
图 8: 期权 PCR 周变动	7
图 9: 周度成交量 PCR 箱线图	7
图 10: 周度持仓量 PCR 箱线图	7
图 11: 行业交易热度、交易拥挤度与收益波动率	8
图 12: 行业交易冷热分布	8
图 13: 22 年初以来行业轮动 (月度涨跌幅)	9
图 14: 22 年初以来行业轮动 (月度涨跌幅排序)	9
图 15: 22 年初以来风格轮动 (月度涨跌幅及排序)	10
图 16: RRG 示意图	10
图 17: 大消费行业 RRG	11
图 18: 周期资源品相关行业 RRG	11
图 19: 制造业及交运相关行业 RRG	11
图 20: 金融地产相关行业 RRG	11
图 21: TMT 及军工 RRG	11
图 22: 环保、综合 RRG	11
图 23: 风格 RRG	13
图 24: 主要宽基指数 PE (TTM) 估值箱线图	13
图 25: 主要宽基指数 PE (TTM) 估值箱线图 (续)	13
图 26: 年初至今主要宽基指数涨跌幅估值-盈利拆解	14
图 27: 风格 PE (TTM) 估值箱线图	14
图 28: 规模风格 PE (TTM) 估值箱线图	14
图 29: 市盈率风格 PE (TTM) 估值箱线图	14
图 30: 规模-成长/价值风格 PE (TTM) 估值箱线图	14
图 31: 价值/成长切换追踪	15

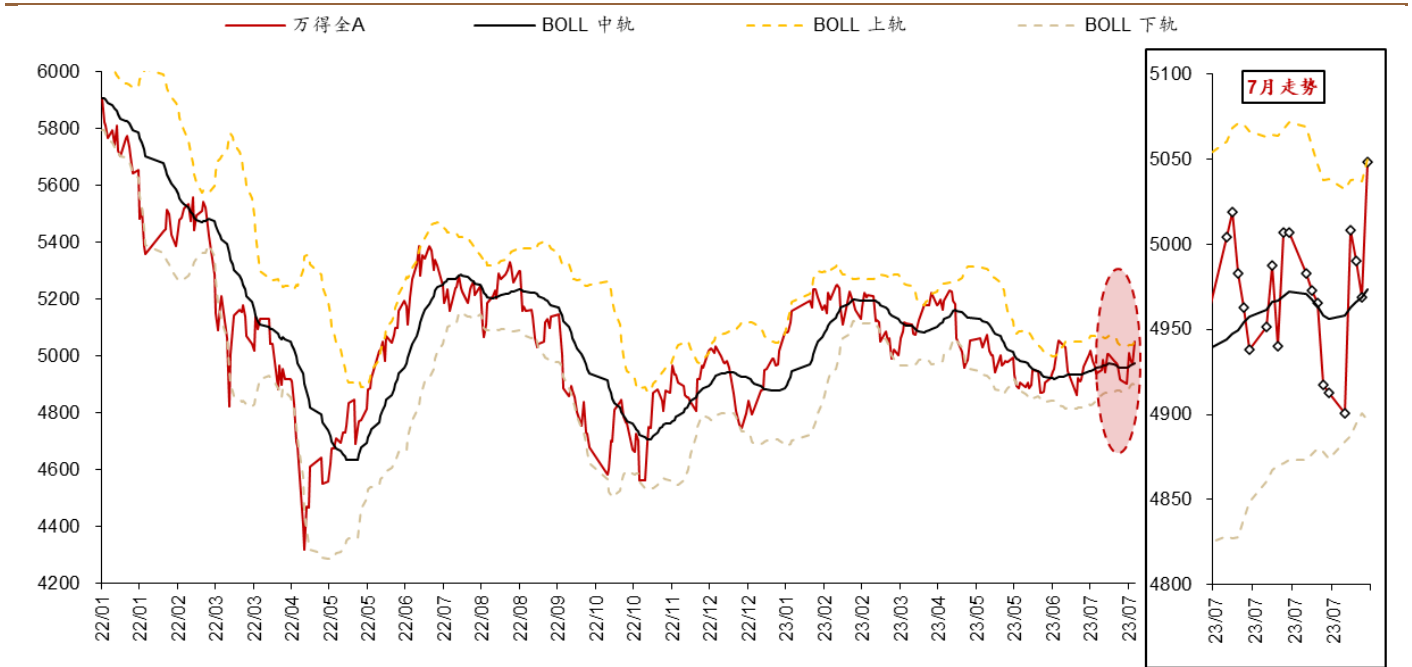
图 32: 大/小盘切换追踪 .....	15
图 33: 行业 PE (TTM) 箱线图 .....	15
图 34: 行业 PB (LF) 箱线图 .....	16
图 35: 行业 PE (TTM) 估值水位 .....	16
图 36: 行业 PB (LF) 估值水位 .....	16
图 37: 一级行业 PE (TTM) 估值极化系数 .....	17
图 38: 二级行业 PE ( ) 估值极化系数 .....	17
图 39: 一级行业 PB (LF) 估值极化系数 .....	17
图 40: 二级行业 PB (LF) 估值极化系数 .....	17
图 41: PB-ROE 视角下各行业的估值-盈利匹配程度 .....	18
图 42: PE-G 视角下各行业的估值-盈利匹配程度 .....	18

## 1. 权益大势与风险偏好

上周(07/24-07/28, 下同), 大盘在周一小幅下挫后, 周二大幅拉升, 并在周三、周四两日回调至 20 日均线附近后再度上攻, 截至上周五接近触及 BOLL 带上轨。上周, 万得全 A 走势为“↓↑↓↓↑”, 周五收至 5048.44 点, 周内涨跌幅 2.76%, 扭转前一周跌势; 以 (20DMA,  $\pm 2\text{std}$ ) 设置 BOLL 带, 截至上周五收盘, 万得全 A 接近触及 BOLL 带上轨, 但未形成穿越, 整体处于相对强势区间。

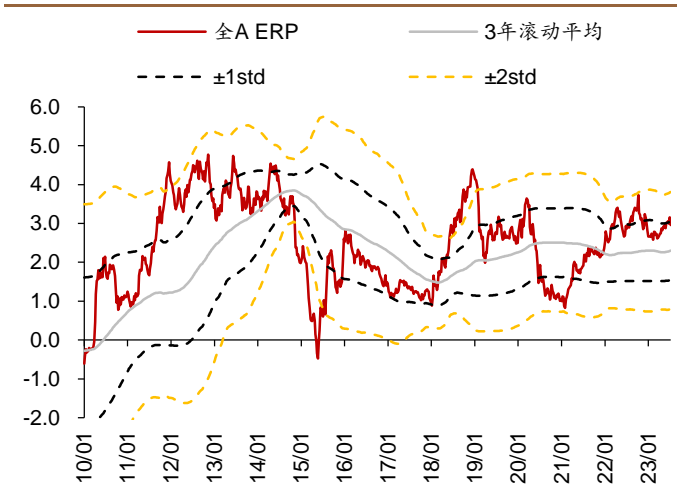
风险偏好层面, 在滚动 3 年视角下, 上周全 A ERP 回落到均值+1std 以下, 权益市场整体风险偏好有所抬升。上周, 以万得全 APE (TTM) 倒数-10 年国债到期收益率衡量的 ERP (Equity Risk Premium) 录得 2.96%, 较上周的 3.15% 有所回落; 滚动 3 年视角下, 目前全 A ERP 低于 3YMA+1std 上沿。

图 1: 万得全 A 及其 BOLL 带 (2022 年以来)



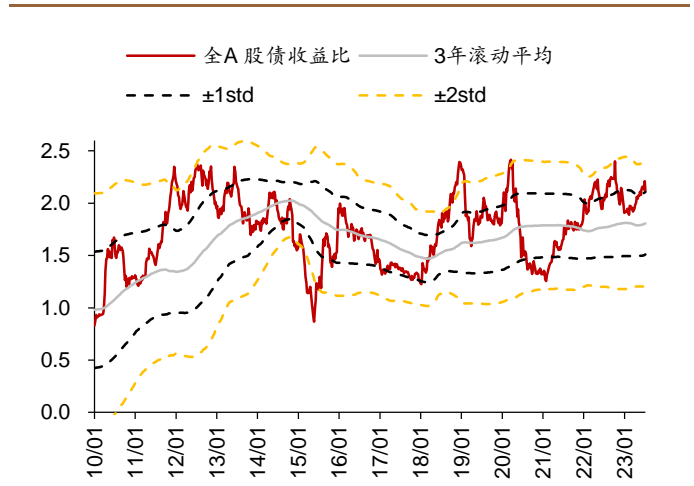
资料来源: Wind, 德邦研究所; BOLL 通道参数 = (20DMA,  $\pm 2\text{std}$ )。

图 2: 全 A ERP



资料来源: Wind, 德邦研究所; 股指为万得全 A。

图 3: 全 A 股债收益比

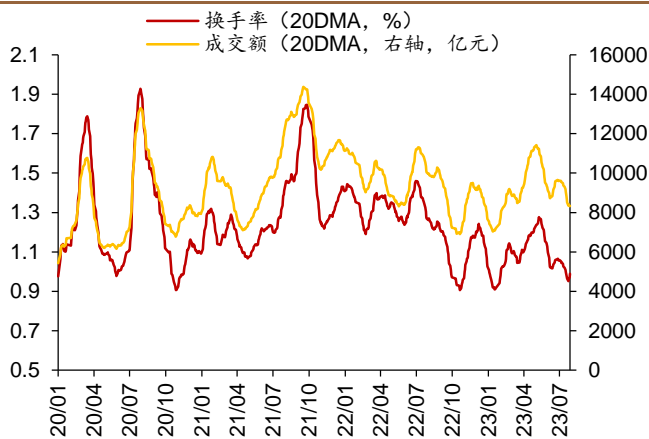


资料来源: Wind, 德邦研究所; 万得全 APE 倒数与 10 年期国债收益率相比。

## 2. 市场情绪

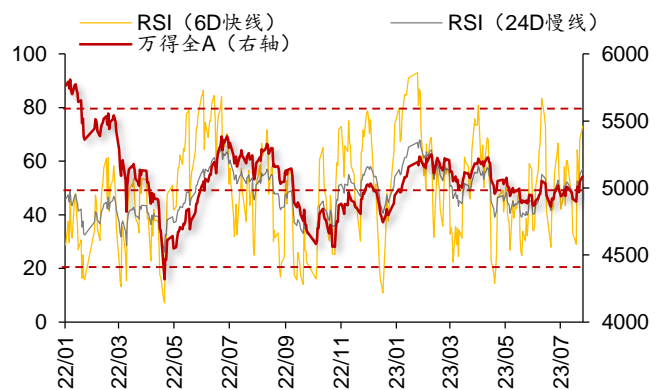
上周，各项指标均显示市场情绪整体回暖。万得全 A 日均换手率较上周回升 0.22%，同时，日均成交额较上周增加 693.72 亿；相对强弱指数 RSI (Relative Strength Index) 显示，周内 6 日移动平均线向上穿越 24 日移动平均线，截至上周五，快慢线均高于 50 中枢，且并未达到亢奋位置，短期买盘力量较强；腾落指数 ADL (Advance Decline Line) 自 7 月 5 日低点延续震荡上行态势，同时涨跌比率 ADR (Advance Decline Ratio) 自周一开始回升，截至上周五，14 日 ADR 录得 0.96，改善态势明显。

图 4: 万得全 A 换手率及成交额走势



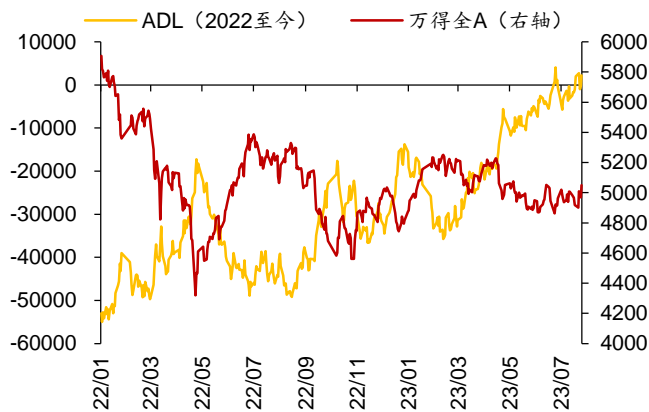
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 5: 相对强弱指数 (RSI) 与万得全 A 走势



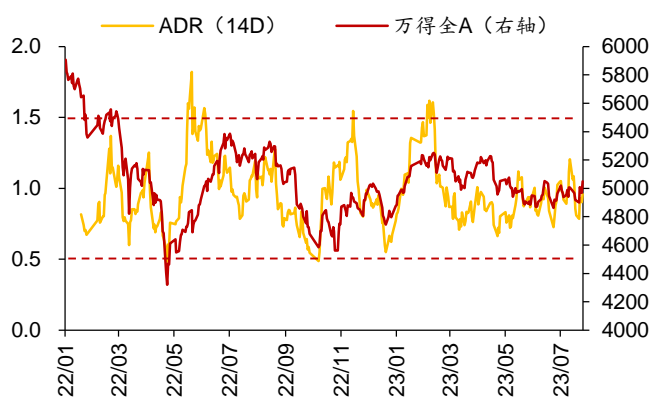
资料来源: Wind, 德邦研究所;  $RSI(N) = \frac{N \text{ 日内收盘价上涨数之和的移动平均值}}{N \text{ 日内收盘价上涨数之和的移动平均值} + N \text{ 日内收盘价下跌数之和的移动平均值}}$

图 6: 腾落指数 (ADL) 与万得全 A 走势



资料来源: Wind, 德邦研究所;  $ADL = \sum (\text{每日上涨股票总数} - \text{每日下跌股票总数})$ , 此处自 2022 年初开始计算。

图 7: 涨跌比率 (ADR) 与万得全 A 走势

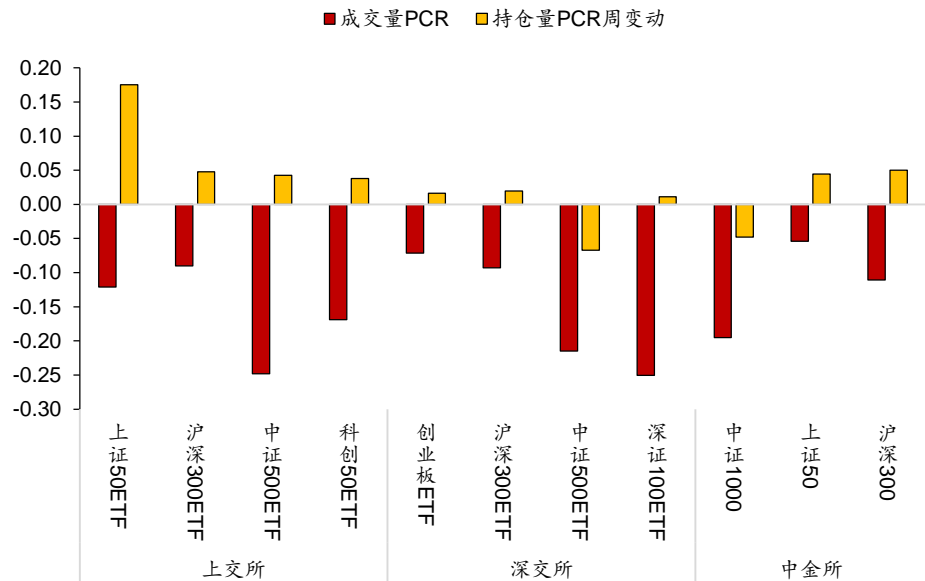


资料来源: Wind, 德邦研究所;  $ADR = \frac{\text{区间上涨股票总数}}{\text{区间下跌股票总数}}$

此外，作为反映期权市场情绪的重要指标，期权成交量 PCR 和持仓量 PCR 数据反映出上周对各指数/指数 ETF 的沽空压力亦有所减弱，市场态度较为乐观。期权市场的交易结果包含对标的前瞻性信息和投资者预期，而期权 PCR (Put Call Ratio, 沽购比) 则反映了多空力量的强弱对比，因此我们也可以通过其从侧面反映市场情绪的强弱，一般来说，期权的成交量由买方主导，因此成交量 PCR 主要反映买方情绪；而持仓量由卖方主导，因此持仓量 PCR 主要反映卖方情绪。上周，所有品种成交量 PCR 较上周均出现下行，且目前大多位于历史分位数 25% 以下。同时，除深交所中证 500ETF 期权和中金所中证 1000 期权两个品种外，其余

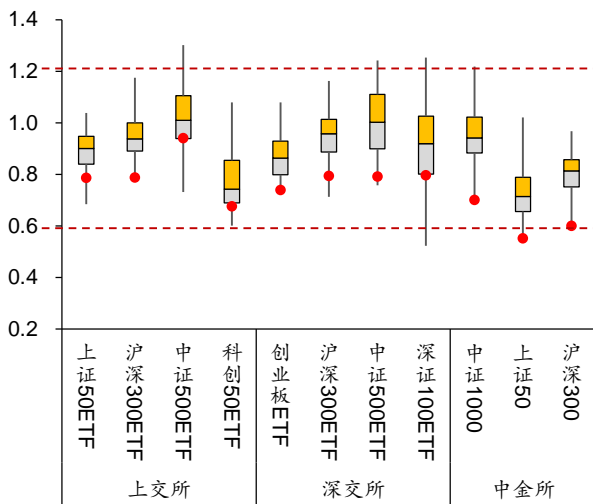
品种的持仓量 PCR 较前一周均出现上行，成交量 PCR 和持仓量 PCR 的结果共同反映出，上周各指数/指数 ETF 受到的沽空压力有所减弱，市场整体较为乐观。

图 8：期权 PCR 周变动



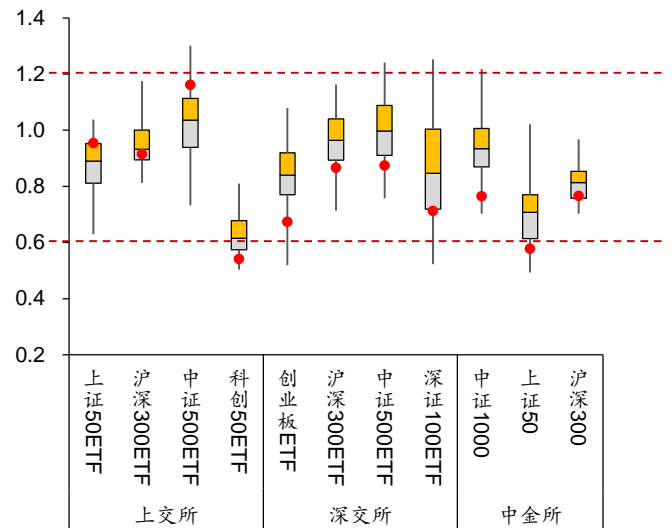
资料来源：Wind，德邦研究所

图 9：周度成交量 PCR 箱线图



资料来源：Wind，德邦研究所；红点为最新值，箱线图上端点、上箱沿、中线、下箱沿、下端点分别代表最大值、75%分位数、中位数、25%分位数、最小值，以下箱线图含义均同此表。

图 10：周度持仓量 PCR 箱线图



资料来源：Wind，德邦研究所

### 3. 行业轮动

#### 3.1. 行业交易结构

分行业看，上周房地产、商贸零售、非银金融、社会服务、汽车等行业的交易热度处于历史高位；汽车、社会服务、非银金融、计算机、通信等行业的交易拥挤度处于历史高位；传媒、通信、房地产、食品饮料、非银金融等行业的波动率处于历史高位。从周度变动来看，上周交易热度及交易拥挤度明显攀升的行业主要为房地产、建筑装饰、非银金融、钢铁、建筑材料等行业；上周波动率明显放大的行业主要为石油石化、食品饮料、商贸零售、非银金融等行业。

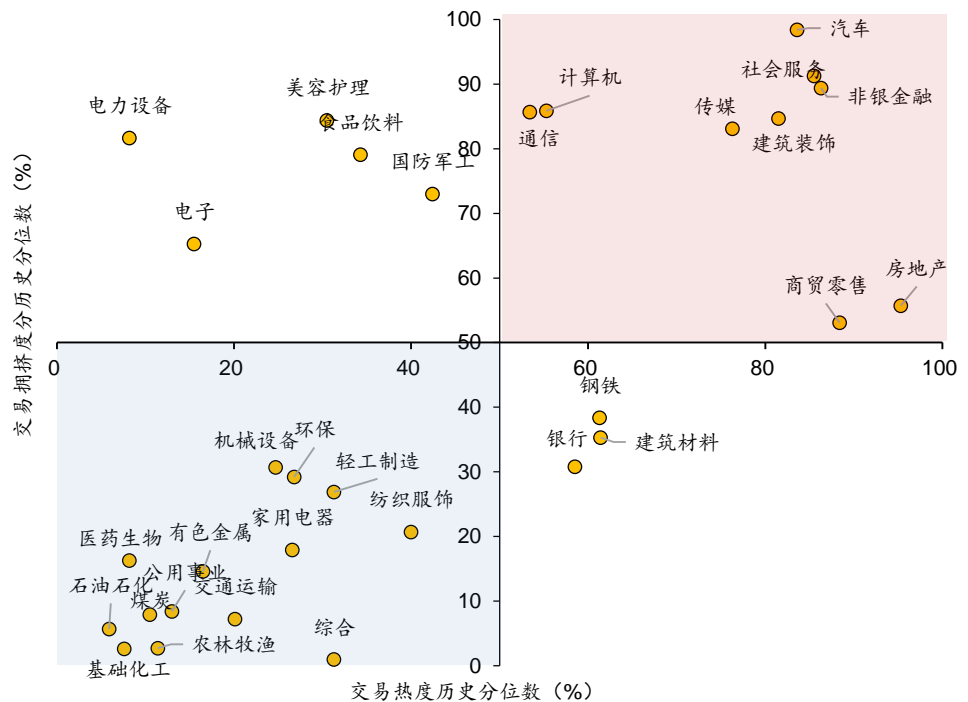


图 11：行业交易热度、交易拥挤度与收益波动率

风格	板块	行业	交易热度				交易拥挤度				周收益波动率				周度收益率			
			上周	前一周	前两周	最新一周分位数	上周	前一周	前两周	最新一周分位数	上周	前一周	前两周	最新一周分位数	上周	前一周	前两周	
周期	上游资源	煤炭	5.98%	5.52%	6.54%	10.50%	0.63%	0.63%	0.68%	7.90%	2.48%	2.53%	2.47%	17.30%	-1.36%	1.39%	3.17%	
		石油石化	5.17%	4.48%	5.25%	5.90%	0.73%	0.69%	0.73%	5.70%	2.31%	2.12%	2.24%	24.70%	2.75%	2.18%	1.67%	
		有色金属	9.27%	9.58%	12.16%	16.50%	3.52%	3.97%	4.53%	14.60%	2.58%	2.61%	3.12%	10.00%	2.34%	1.78%	0.85%	
	中游材料	钢铁	10.28%	4.23%	4.23%	61.30%	0.95%	0.40%	0.36%	38.40%	1.46%	1.64%	1.67%	29.60%	0.13%	1.64%	1.78%	
		基础化工	8.30%	8.74%	8.72%	7.60%	3.69%	4.26%	3.75%	2.60%	1.93%	1.90%	1.91%	6.70%	2.87%	-0.57%	2.59%	
		建筑材料	13.79%	8.14%	7.03%	61.40%	1.54%	0.94%	0.70%	35.30%	2.29%	2.36%	2.35%	41.10%	0.73%	-1.99%	0.83%	
	中游制造	机械设备	10.20%	13.46%	13.99%	24.70%	4.91%	7.14%	6.75%	30.70%	2.70%	2.88%	2.86%	38.60%	0.57%	-1.00%	2.78%	
		轻工制造	15.70%	13.05%	12.39%	31.30%	1.65%	1.46%	1.20%	26.90%	1.59%	1.88%	2.03%	13.60%	-1.03%	-0.23%	2.41%	
		国防军工	9.31%	8.62%	10.93%	42.40%	2.61%	2.66%	3.05%	73.00%	2.60%	2.63%	2.62%	16.00%	-0.08%	-2.42%	2.88%	
		汽车	18.30%	17.97%	24.00%	83.60%	7.00%	7.32%	8.83%	98.40%	1.89%	2.30%	2.29%	16.50%	-0.36%	2.69%	1.31%	
消费	可选消费	家用电器	6.38%	6.26%	7.57%	26.60%	1.43%	1.50%	1.61%	17.90%	2.38%	2.56%	2.50%	10.50%	-0.44%	-1.74%	1.31%	
		社会服务	16.27%	14.67%	16.03%	85.50%	1.15%	1.13%	1.10%	91.30%	1.98%	2.50%	2.49%	8.40%	0.54%	0.12%	-1.30%	
		美容护理	9.59%	7.00%	7.30%	30.50%	0.42%	0.32%	0.29%	84.40%	2.50%	2.77%	2.76%	30.80%	0.78%	-1.31%	1.52%	
	必选消费	食品饮料	6.72%	4.37%	4.37%	34.30%	4.69%	3.18%	2.80%	79.10%	3.14%	2.97%	3.26%	64.30%	3.02%	-0.12%	-3.14%	
		纺织服装	12.08%	10.20%	8.85%	40.00%	0.83%	0.76%	0.58%	20.70%	2.30%	2.41%	2.43%	16.40%	0.34%	-0.40%	4.83%	
		医药生物	6.17%	5.21%	5.53%	8.20%	5.22%	4.73%	4.48%	16.30%	1.76%	1.95%	1.99%	16.10%	0.90%	-2.06%	1.05%	
		农林牧渔	7.63%	8.29%	8.26%	11.40%	1.30%	1.57%	1.35%	2.70%	1.54%	1.52%	1.57%	6.20%	0.24%	0.93%	1.60%	
	商贸零售	18.26%	14.41%	12.29%	88.40%	2.35%	1.99%	1.48%	53.10%	2.53%	2.45%	2.38%	50.90%	2.25%	0.32%	-2.60%		
	金融	金融地产	银行	3.29%	1.91%	2.27%	58.50%	2.15%	1.31%	1.39%	30.80%	2.06%	2.08%	2.13%	47.20%	0.96%	-0.85%	-0.63%
			非银金融	12.07%	3.69%	4.30%	86.30%	7.82%	2.37%	2.49%	89.40%	2.46%	2.42%	2.34%	62.80%	1.70%	1.69%	-0.38%
房地产			24.31%	10.22%	8.13%	95.30%	4.68%	1.98%	1.35%	55.70%	2.51%	2.75%	2.73%	66.00%	-1.75%	0.29%	0.76%	
成长	新能源	电力设备	7.50%	8.82%	10.81%	8.20%	6.63%	8.54%	9.61%	81.70%	2.90%	2.92%	2.80%	41.00%	1.81%	-3.01%	3.15%	
		计算机	14.95%	16.08%	18.50%	55.30%	8.68%	10.15%	10.88%	85.90%	3.70%	3.87%	3.98%	58.40%	0.82%	-2.31%	-7.09%	
	TMT	传媒	23.66%	25.30%	26.09%	76.30%	5.01%	6.11%	5.86%	83.10%	5.92%	5.92%	5.79%	85.70%	2.82%	-5.21%	-4.79%	
		通信	16.01%	19.99%	23.16%	53.40%	4.09%	5.68%	6.18%	85.70%	3.53%	3.51%	3.51%	68.80%	2.05%	-2.42%	-0.82%	
		电子	9.50%	13.24%	12.38%	15.50%	8.01%	12.45%	10.80%	65.30%	3.12%	3.48%	3.47%	23.50%	3.36%	0.69%	0.79%	
稳定	基础设施及运营	交通运输	5.58%	4.91%	5.12%	20.10%	1.62%	1.53%	1.40%	7.20%	1.53%	1.54%	1.30%	15.00%	-0.46%	2.02%	-1.00%	
		公用事业	6.69%	6.74%	10.99%	13.00%	1.77%	1.98%	2.94%	8.40%	1.46%	1.60%	1.72%	6.60%	-0.31%	0.48%	2.40%	
		建筑装饰	17.47%	8.83%	9.64%	81.50%	3.80%	2.04%	1.99%	84.70%	2.86%	2.84%	3.20%	41.30%	0.52%	0.46%	1.03%	
其它	环保综合	环保	11.27%	11.35%	8.31%	26.80%	0.99%	1.08%	0.70%	29.20%	1.25%	1.61%	1.61%	0.40%	0.55%	-0.05%	2.85%	
		综合	7.61%	6.55%	7.24%	31.30%	0.14%	0.12%	0.12%	1.00%	1.20%	1.56%	1.58%	5.30%	-0.82%	0.17%	0.89%	

资料来源：Wind，德邦研究所；交易热度以板块成交额/板块自由流通市值衡量，拥挤度以板块成交额/总成交额衡量，波动率采用 12 周滚动。

图 12：行业交易冷热分布



资料来源：Wind，德邦研究所；横纵轴均为 2010 年以来历史分位数；浅红色区域交易热度与交易拥挤度均高于历史中枢，浅蓝色区域交易热度与交易拥挤度均低于历史中枢。

### 3.1. 绝对收益轮动

月度维度看，7 月，TMT 整体热度继续消退，金融地产表现转向强势，部分消费以及上中游行业亦表现较好。7 月（截至 07/28），申万一级行业分类下，非银金融、房地产、食品饮料、钢铁、建材行业涨幅居前，分别上涨 13.56%、12.03%、9.26%、8.26%、8.06%，传媒、通信、国防军工、计算机、电力设备跌幅居前，分别下跌-10.11%、-7.25%、-5.08%、-4.99%、-3.80%。



图 13: 22 年初以来行业轮动 (月度涨跌幅)

风格	板块	行业	月度绝对涨跌幅 (%)																		
			23/07	23/06	23/05	23/04	23/03	23/02	23/01	22/12	22/11	22/10	22/09	22/08	22/07	22/06	22/05	22/04	22/03	22/02	22/01
周期	上游资源	煤炭	-2	2	-8	-2	-5	3	5	-10	6	-12	-1	8	-6	0	11	-4	8	19	-4
		石油石化	4	-1	-7	6	0	2	9	-6	9	-7	-5	3	-2	-2	11	-5	-11	8	-5
		有色金属	4	0	-7	-1	-5	-2	18	-7	5	0	-8	-9	-2	15	7	-12	-10	15	-11
	中游材料	钢铁	8	-1	-4	-3	-8	3	9	-5	9	-1	-9	-6	-3	4	4	-9	-9	8	-7
		基础化工	3	2	-5	-8	-7	1	9	-5	7	-2	-8	-4	-2	10	11	-13	-8	9	-11
		建筑材料	8	2	-9	-5	-8	2	9	-4	16	-6	-9	-6	-11	8	4	-7	-5	1	-8
		机械设备	-3	7	-1	-3	-4	3	11	-6	3	9	-8	-10	5	11	11	-14	-12	3	-12
	中游制造	轻工制造	4	3	-4	-5	-8	6	6	0	11	-3	-8	1	-5	7	8	-13	-8	1	-10
		国防军工	-5	3	0	-1	-4	1	7	-5	-4	11	-5	-5	3	6	13	-13	-13	7	-18
		汽车	4	9	-1	-6	-6	-3	14	-7	5	2	-10	-14	7	13	21	-10	-12	1	-12
消费	可选消费	家用电器	0	13	-9	2	-3	1	9	0	11	-10	-6	-2	-2	10	2	-3	-12	-4	-5
		社会服务	1	-2	-3	-5	-1	2	1	6	8	6	-3	-4	-5	8	3	-9	-6	3	-7
		美容护理	4	-2	-6	-5	-4	1	2	8	5	-2	-7	-6	1	9	4	-3	-3	4	-14
	必选消费	食品饮料	9	0	-7	-6	-3	2	6	7	13	-17	-1	-2	-9	13	1	2	-10	2	-11
		纺织服装	2	3	-2	-1	-5	4	6	0	9	-2	-7	-2	-1	2	8	-10	-7	4	-7
		医药生物	1	-4	-3	0	-3	-1	7	-3	5	9	-7	-3	-7	11	1	-13	-1	4	-15
		农林牧渔	3	2	-10	-4	-2	-1	5	0	3	-3	-11	1	2	6	4	-13	0	4	-5
	商贸零售	商贸零售	8	-3	-12	-6	-2	-3	0	1	11	-2	-3	-3	-5	9	3	-4	-7	1	-7
		银行	5	-2	-3	4	-3	-2	3	2	11	-8	-1	0	-10	3	-4	-5	-1	2	2
		非银金融	14	-3	-5	6	-5	-3	11	-1	12	-2	-9	2	-8	8	0	-9	-6	-2	-7
金融	金融地产	房地产	12	1	-7	-3	-8	-1	3	-9	26	-14	-2	2	-7	5	-6	-11	12	0	-1
		电力设备	-4	4	-3	-4	-5	-7	13	-5	-1	3	-10	-11	3	18	14	-16	-10	3	-11
	TMT	计算机	-5	-2	2	-7	10	7	16	-4	1	18	-8	-7	0	8	2	-17	-12	3	-9
		传媒	-10	-4	-2	13	18	6	7	1	13	0	-12	-1	-3	3	7	-17	-2	0	-14
		通信	-7	10	2	3	5	11	11	-6	3	6	-8	-1	4	6	6	-12	-10	7	-8
电子		-2	1	3	-8	5	-1	11	-5	2	6	-12	-5	-1	8	9	-14	-15	1	-13	
稳定	基础设施及运营	交通运输	5	-2	-8	1	-2	0	2	-1	5	-1	0	-3	1	7	-5	-4	3	-3	
		公用事业	-3	0	3	2	-2	1	3	-4	6	-2	-7	-1	1	3	9	-6	-9	8	-13
		建筑装饰	4	-2	-9	10	1	3	7	-6	10	1	-7	-2	-4	1	1	-2	-4	5	-3
其它	环保综合	环保	2	0	0	-3	-4	1	7	-5	4	4	-9	-7	4	4	11	-15	-10	8	-10
		综合	2	-1	-4	-4	-1	-1	1	2	6	5	-5	3	2	4	5	-13	2	10	-7

资料来源: Wind, 德邦研究所; 7月截至 07/28。

图 14: 22 年初以来行业轮动 (月度涨跌幅排序)

涨幅排序	23/07	23/06	23/05	23/04	23/03	23/02	23/01	22/12	22/11	22/10	22/09	22/08	22/07	22/06	22/05	22/04	22/03	22/02	22/01
1	非银金融	家用电器	公用事业	传媒	传媒	通信	有色金属	美容护理	房地产	计算机	煤炭	煤炭	汽车	电力设备	汽车	食品饮料	房地产	煤炭	银行
2	房地产	通信	电子	建筑装饰	计算机	计算机	计算机	食品饮料	建筑材料	国防军工	食品饮料	石油石化	机械设备	有色金属	建筑装饰	煤炭	有色金属	房地产	
3	食品饮料	汽车	通信	非银金融	通信	轻工制造	汽车	社会服务	传媒	机械设备	银行	综合	通信	食品饮料	国防军工	家用电器	综合	综合	交通运输
4	钢铁	机械设备	计算机	石油石化	电子	传媒	电力设备	综合	食品饮料	医药生物	交通运输	非银金融	环保	汽车	煤炭	农林牧渔	基础化工	基础化工	建筑装饰
5	建筑材料	电力设备	国防军工	银行	建筑装饰	纺织服装	电子	银行	非银金融	社会服务	房地产	房地产	电力设备	机械设备	机械设备	煤炭	银行	环保	煤炭
6	商贸零售	国防军工	环保	通信	石油石化	机械设备	非银金融	商贸零售	银行	通信	商贸零售	农林牧渔	国防军工	医药生物	石油石化	商贸零售	医药生物	石油石化	家用电器
7	交通运输	轻工制造	汽车	公用事业	社会服务	钢铁	通信	传媒	商贸零售	电子	商贸零售	公用事业	家用电器	基础化工	交通运输	公用事业	传媒	公用事业	建筑装饰
8	银行	纺织服装	机械设备	家用电器	综合	煤炭	机械设备	纺织服装	家用电器	综合	综合	银行	综合	基础化工	环保	石油石化	美容护理	钢铁	石油石化
9	轻工制造	农林牧渔	传媒	交通运输	商贸零售	建筑装饰	基础化工	家用电器	轻工制造	环保	国防军工	交通运输	公用事业	美容护理	公用事业	银行	建筑装饰	国防军工	商贸零售
10	美容护理	基础化工	纺织服装	社会服务	非银金融	钢铁	通信	公用事业	轻工制造	电力设备	公用事业	美容护理	商贸零售	商贸零售	电子	公用事业	通信	通信	综合
11	石油石化	煤炭	银行	纺织服装	农林牧渔	建筑材料	家用电器	轻工制造	钢铁	汽车	家用电器	通信	计算机	电子	纺织服装	建筑材料	建筑材料	建筑装饰	纺织服装
12	有色金属	建筑材料	社会服务	国防军工	公用事业	食品饮料	建筑材料	交通运输	石油石化	有色金属	医药生物	传媒	纺织服装	非银金融	轻工制造	社会服务	非银金融	农林牧渔	非银金融
13	建筑装饰	电子	医药生物	有色金属	家用电器	石油石化	石油石化	非银金融	非银金融	建筑装饰	电子	建筑装饰	纺织服装	交通运输	钢铁	社会服务	非银金融	医药生物	社会服务
14	汽车	房地产	电力设备	煤炭	食品饮料	基础化工	国防军工	医药生物	社会服务	传媒	公用事业	食品饮料	家用电器	社会服务	有色金属	非银金融	商贸零售	美容护理	钢铁
15	基础化工	环保	轻工制造	环保	银行	公用事业	环保	建筑材料	基础化工	交通运输	纺织服装	家用电器	石油石化	计算机	传媒	汽车	纺织服装	纺织服装	建筑材料
16	农林牧渔	有色金属	综合	房地产	医药生物	公用事业	建筑装饰	计算机	综合	钢铁	建筑装饰	纺织服装	有色金属	轻工制造	通信	纺织服装	机械设备	机械设备	通信
17	纺织服装	食品饮料	钢铁	钢铁	机械设备	美容护理	传媒	公用事业	公用事业	纺织服装	轻工制造	医药生物	基础化工	国防军工	综合	房地产	基础化工	计算机	计算机
18	综合	公用事业	非银金融	机械设备	环保	国防军工	医药生物	环保	煤炭	非银金融	有色金属	商贸零售	传媒	农林牧渔	美容护理	通信	钢铁	交通运输	轻工制造
19	环保	综合	基础化工	电力设备	国防军工	环保	轻工制造	钢铁	交通运输	公用事业	基础化工	社会服务	通信	通信	有色金属	公用事业	电力设备	环保	环保
20	社会服务	钢铁	美容护理	农林牧渔	美容护理	交通运输	纺织服装	基础化工	美容护理	基础化工	计算机	基础化工	交通运输	房地产	建筑材料	医药生物	通信	社会服务	食品饮料
21	医药生物	石油石化	石油石化	综合	煤炭	综合	食品饮料	电力设备	有色金属	美容护理	基础化工	电子	建筑装饰	环保	钢铁	基础化工	电力设备	银行	基础化工
22	家用电器	美容护理	食品饮料	美容护理	电力设备	农林牧渔	煤炭	国防军工	汽车	商贸零售	通信	国防军工	轻工制造	钢铁	社会服务	农林牧渔	环保	食品饮料	有色金属
23	电子	银行	房地产	轻工制造	有色金属	电子	农林牧渔	电子	医药生物	轻工制造	环保	建筑材料	商贸零售	综合	商贸零售	国防军工	食品饮料	汽车	电力设备
24	煤炭	交通运输	有色金属	建筑材料	非银金融	医药生物	房地产	机械设备	环保	农林牧渔	钢铁	钢铁	社会服务	银行	计算机	综合	有色金属	商贸零售	汽车
25	机械设备	社会服务	交通运输	社会服务	纺织服装	房地产	银行	通信	农林牧渔	建筑材料	非银金融	美容护理	煤炭	公用事业	家用电器	轻工制造	石油石化	电子	机械设备
26	公用事业	计算机	煤炭	汽车	汽车	银行	公用事业	石油石化	通信	石油石化	建筑材料	计算机	医药生物	传媒	食品饮料	机械设备	机械设备	轻工制造	公用事业
27	电力设备	建筑装饰	建筑装饰	食品饮料	基础化工	汽车	交通运输	建筑装饰	机械设备	银行	电力设备	环保	房地产	纺织服装	建筑装饰	电子	家用电器	建筑材料	电子
28	计算机	非银金融	家用电器	商贸零售	钢铁	非银金融	美容护理	汽车	电子	家用电器	汽车	有色金属	非银金融	非银金融	非银金融	银行	房地产	美容护理	汽车
29	国防军工	商贸零售	建筑材料	计算机	轻工制造	商贸零售	综合	有色金属	计算机	煤炭	农林牧渔	机械	食品饮料	交通运输	非银金融	电力设备	计算机	传媒	传媒
30	通信	传媒	农林牧渔	电子	房地产	有色金属	社会服务	房地产	电力设备	房地产	传媒	电力设备	银行	煤炭	银行	传媒	国防军工	非银金融	医药生物
31	传媒	医药生物	商贸零售	基础化工	建筑材料	电力设备	商贸零售	煤炭	国防军工	食品饮料	电子	汽车	建筑材料	石油石化	房地产	计算机	电子	家用电器	国防军工

资料来源: Wind, 德邦研究所; 7月截至 07/28; 灰色代表周期资源品, 橙色代表制造业及交运, 黄色代表大消费, 粉色代表金融地产链, 蓝色代表 TMT 及军工。

从风格上看, 6 月以来强势板块开始转向周期及金融, 与行业表现相互印证。6 月, 中信风格分类下, 周期、成长、消费三大风格分别上涨 4.04%、1.32%、0.86%, 而稳定和金融风格分别下跌 1.16%、0.41%。7 月 (截至 07/28), 金融、周期、消费、稳定四大风格分别上涨 11.21%、3.63%、3.92%、1.96%, 而成长风格则下跌 3.55%。

图 15: 22 年初以来风格轮动 (月度涨跌幅及排序)

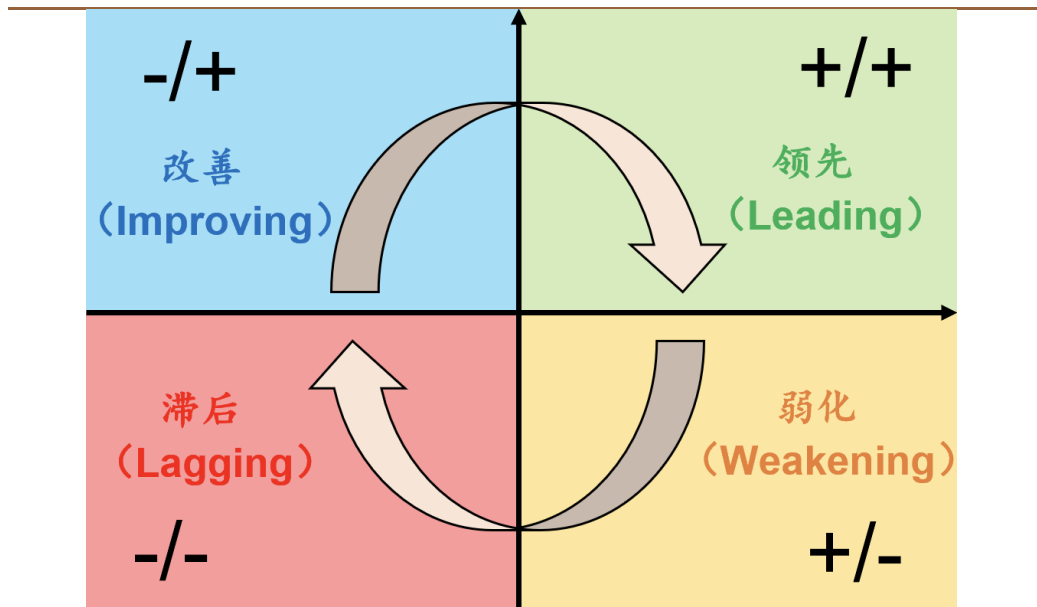
涨幅排序	23/07	23/06	23/05	23/04	23/03	23/02	23/01	22/12	22/11	22/10	22/09	22/08	22/07	22/06	22/05	22/04	22/03	22/02	22/01
1	金融	周期	成长	稳定	成长	稳定	成长	消费	金融	成长	金融	金融	周期	成长	周期	稳定	金融	周期	金融
2	消费	成长	稳定	金融	稳定	消费	周期	金融	消费	周期	消费	稳定	成长	消费	成长	消费	稳定	稳定	稳定
3	周期	消费	金融	消费	消费	周期	金融	稳定	稳定	稳定	稳定	消费	稳定	周期	稳定	金融	消费	成长	周期
4	稳定	金融	周期	周期	金融	成长	消费	成长	周期	消费	周期	周期	消费	金融	消费	周期	周期	消费	消费
5	成长	稳定	消费	成长	周期	金融	稳定	周期	成长	金融	成长	成长	金融	稳定	金融	成长	成长	金融	成长
风格	23/07	23/06	23/05	23/04	23/03	23/02	23/01	22/12	22/11	22/10	22/09	22/08	22/07	22/06	22/05	22/04	22/03	22/02	22/01
金融	11	0	-4	4	-4	-2	6	-1	13	-6	-4	1	-6	6	-3	-8	-1	1	-2
周期	4	4	-4	-3	-6	1	10	-6	6	0	-7	-6	1	8	11	-10	-8	6	-9
消费	4	1	-5	-2	-2	1	6	2	9	-5	-5	-2	-6	11	2	-6	-6	2	-11
成长	-4	1	-1	-3	1	-1	11	-5	1	6	-9	-7	0	12	9	-14	-11	4	-14
稳定	2	-1	-3	6	-1	4	4	-4	8	-1	-5	0	-1	2	4	-3	-5	5	-3

资料来源: Wind, 德邦研究所; 下方为各月风格涨幅 (%)。

### 3.2. 超额收益轮动

行业区间收益率的排序只能在一定程度上反映各阶段内行业涨跌的绝对强度, 但却无法反映各行业相对某基准的相对强度, 而超额收益才是投资者所追求的基本目标。因此, 本小节我们引入一种可视化的、反映行业相对强度轮动特征的图表——相对旋转图 RRG (Relative Rotation Graphs), 以更好地高频观察行业超额收益走势。

图 16: RRG 示意图

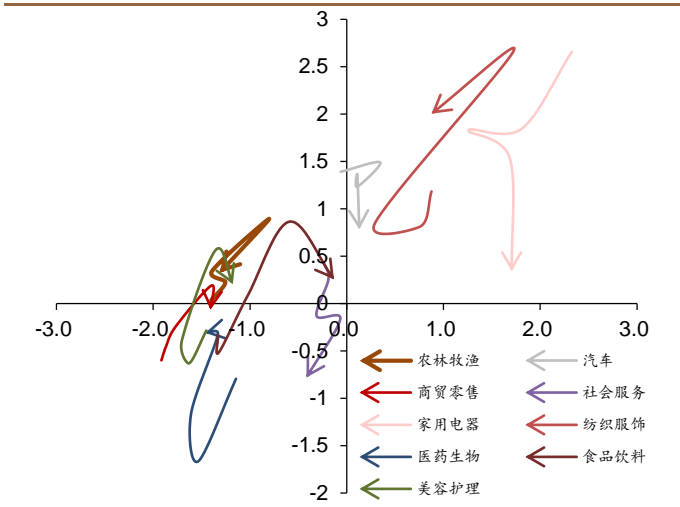


资料来源: RRG Research, 德邦研究所

RRG 是一种可视化相对强度分析工具, 我们可以借助其同时分析不同个股或指数相对于同一比较基准的相对强弱趋势。简单而言, RRG 的横轴为相对强度 (Relative Strength), 纵轴为相对强度的动量 (Momentum), 基于此, 我们可以

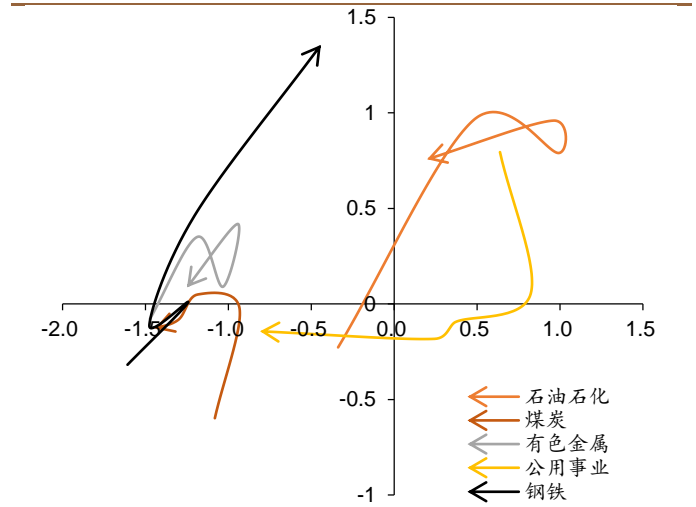
用 RRG 的四个象限定义相对趋势的四个阶段。具体操作中，由于各指数的绝对范围不同，还需对相对强度进行标准化，我们采取 z-score 进行标准化，数据范围为滚动一年。同时，在周度频率下，使用各指数相对强度的 6 周动量作为纵轴。

图 17：大消费行业 RRG



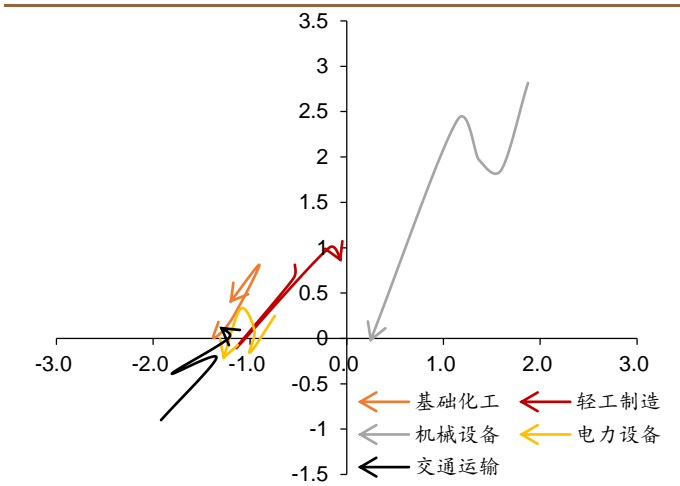
资料来源：Wind，德邦研究所；比较基准为上证指数，近五周连线，下同。

图 18：周期资源品相关行业 RRG



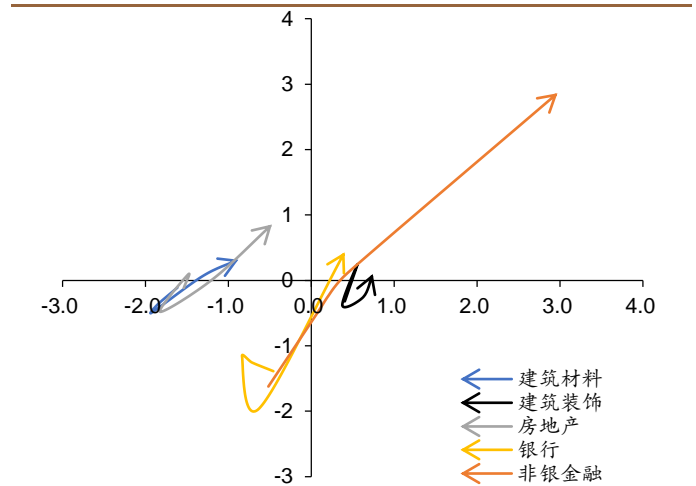
资料来源：Wind，德邦研究所

图 19：制造业及交运相关行业 RRG



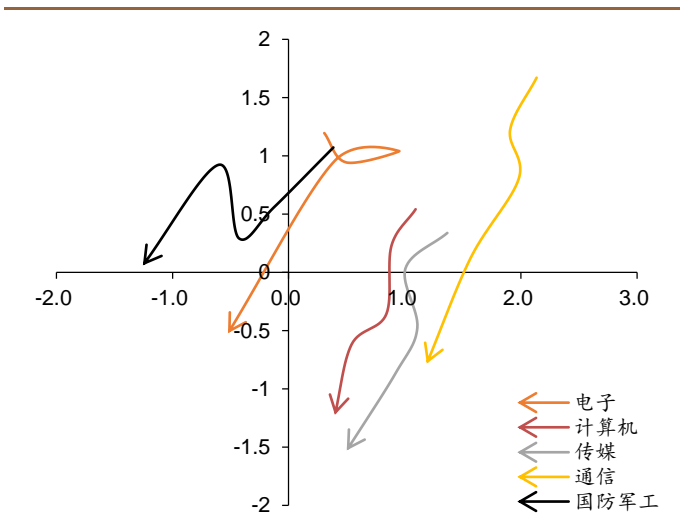
资料来源：Wind，德邦研究所

图 20：金融地产相关行业 RRG



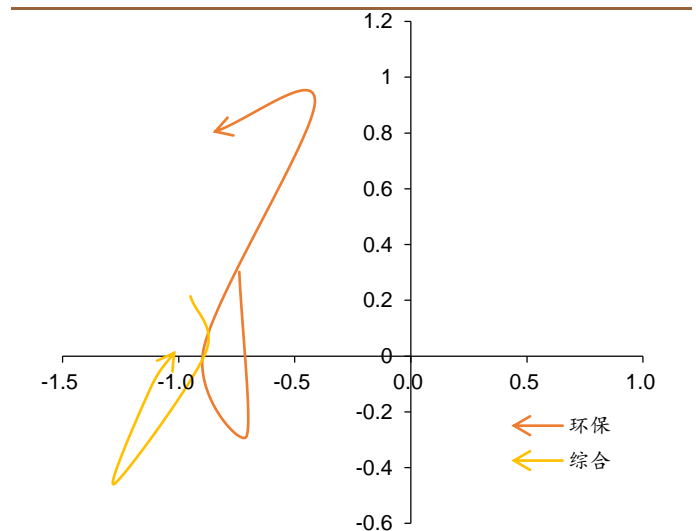
资料来源：Wind，德邦研究所

图 21：TMT 及军工 RRG



资料来源：Wind，德邦研究所

图 22：环保、综合 RRG



资料来源：Wind，德邦研究所

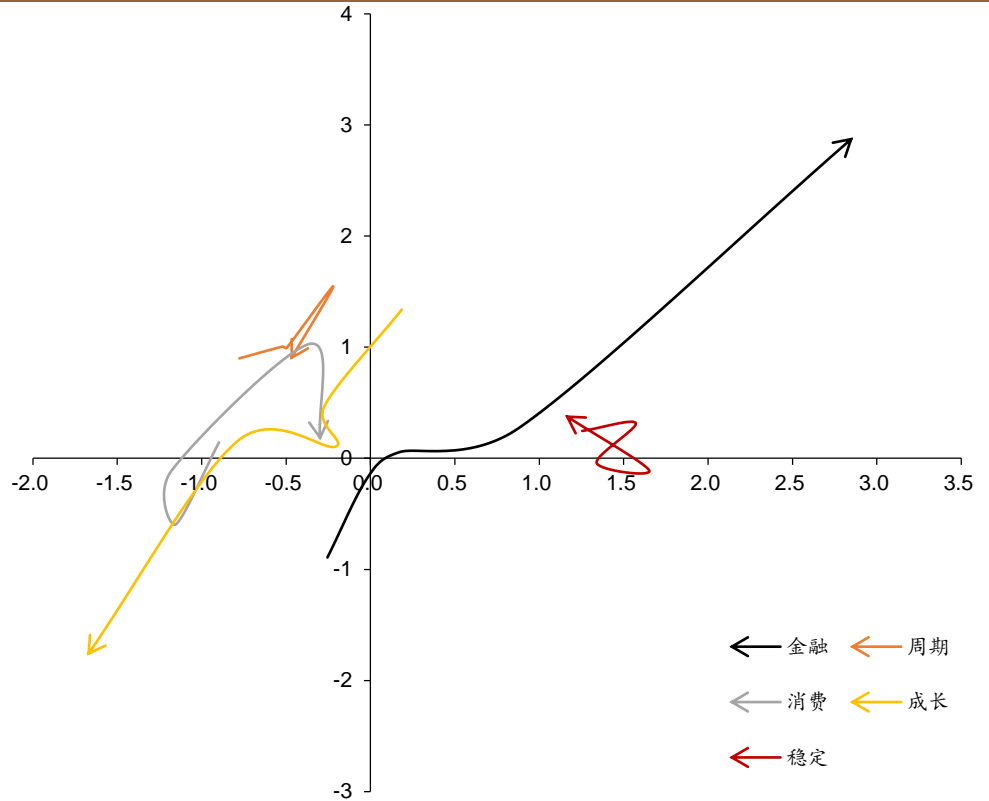
根据 RRG 的定义，①处于第一象限的行业具备超额收益和高动量，属于领先（Leading）行业；②处于第二象限的行业不具备超额收益，但有较高的动量，属于改善（Improving）行业；③处于第三象限的行业不具备超额收益，动量亦不足，属于滞后（Lagging）行业；④处于第四象限的行业具备超额收益，但动量不足，属于弱化（Weakening）行业。理想状态下，在一轮完整的周期中，行业大致呈现从第一象限经第四、第三象限顺时针转向第二象限的模式，但由于市场中存在的诸多非理性因素，以及根据所选取的时间区间和频率不同，实际 RRG 并不一定完美呈现上述特征，短期的交易性力量可能使其轨迹发生扭曲，但这种明确的相对强度-动量关系仍然可以使我们直观地认识到部分超额收益轮动的动态特征。这里，我们主要在周度维度下观察各行业的超额收益轮动。

从行业层面看，截至上周五，各行业的 RRG 显示：

- ① 大消费中，家用电器、纺织服饰、汽车行业处于领先区域；食品饮料、农林牧渔、美容护理处于改善区域；医药生物、商贸零售处于滞后区域。其中，上周食品饮料、美容护理、商贸零售的超额收益动量有所掉头，商贸零售落入滞后区域，家用电器、纺织服饰、汽车行业的动量虽也在下行，但仍处于领先区域。
- ② 周期资源品中，石油石化处于领先区域；钢铁、有色金属处于改善区域；公用事业、煤炭处于滞后区域。其中，近几周公用事业行业的动量较弱，将其拉入滞后区域，钢铁行业的动量较强，超额收益有所改善。
- ③ 制造业及交运中，轻工制造、基础化工、交通运输处于改善区域；电力设备处于滞后区域；机械设备处于弱化区域。其中，机械设备的弱动量将行业拉入弱化区域，电力设备近几周徘徊在改善与滞后区域之间，交通运输行业进入改善区域。
- ④ 金融地产链中，非银金融、银行、建筑装饰处于领先区域；房地产、建筑材料处于改善区域。其中，非银金融和银行动量拉升明显，近几周从滞后迅速走强领先，整个金融地产链均朝向领先方向运行。
- ⑤ TMT 及国防军工中，通信、传媒、计算机处于弱化区域；国防军工处于改善区域；电子处于滞后区域。这些行业近几周动量、超额收益均显著下行，整体朝向滞后区域运行。
- ⑥ 此外，环保、综合行业均处于改善区域。

从风格层面看，截至上周五，风格 RRG 显示金融、稳定风格处于领先区域，周期、消费风格处于改善区域，成长风格处于滞后区域。其中，金融风格近五周呈现改善态势，近两周超额收益与动量均快速拉升，上上周即从滞后区域来到领先区域；周期、消费风格动量下行，带动超额收益有所回落；成长风格近几周的超额收益及动量均明显走弱。

图 23：风格 RRG



资料来源：Wind，德邦研究所；采用中信风格指数，比较基准为上证指数，近五周连线。

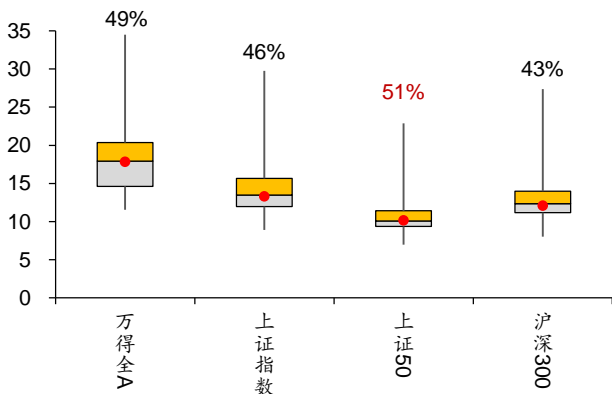
## 4. 估值结构

### 4.1. 宽基估值

上周，主要宽基指数 PE (TTM) 估值普遍抬升。从 2010 年以来的历史分位数上看，截至上周五，万得 A、上证指数、上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000、科创 50、创业板指分别处于 49%、46%、51%、43%、18%、32%、10%、4%的历史分位，除上证 50 外，宽基指数估值均低于历史中枢。

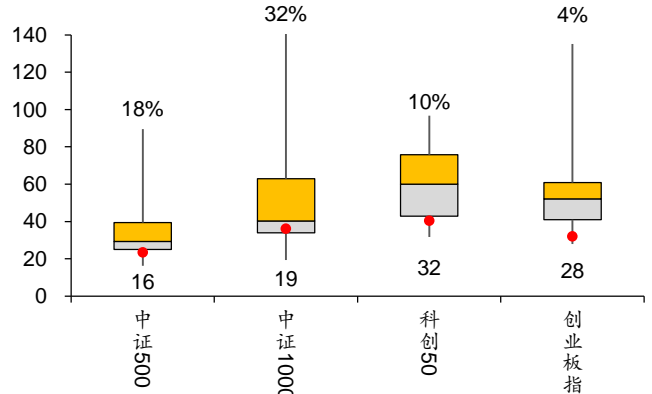
估值-盈利拆解看，年初以来估值贡献了大部分宽基指数的涨幅，尤其是上证指数和沪深 300，但估值的收缩对科创 50、创业板指的拖累较强。

图 24：主要宽基指数 PE (TTM) 估值箱线图



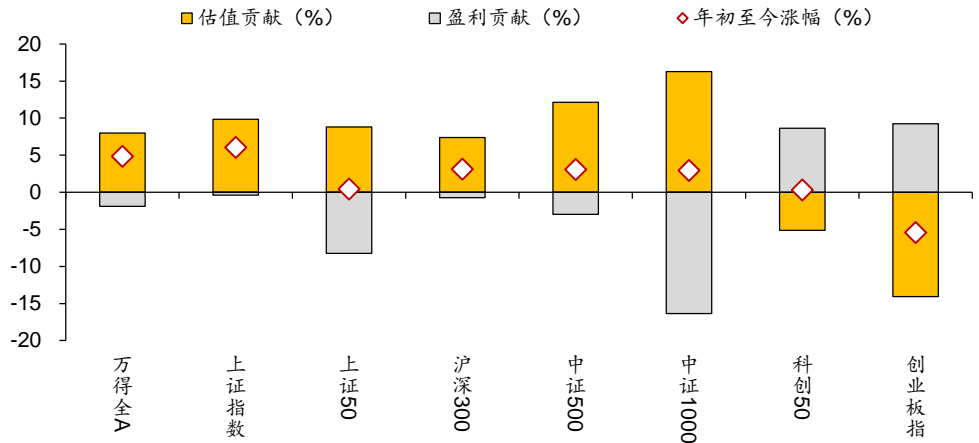
资料来源：Wind，德邦研究所；2010 年以来历史分位数，下同。

图 25：主要宽基指数 PE (TTM) 估值箱线图 (续)



资料来源：Wind，德邦研究所

图 26：年初至今主要宽基指数涨跌幅估值-盈利拆解

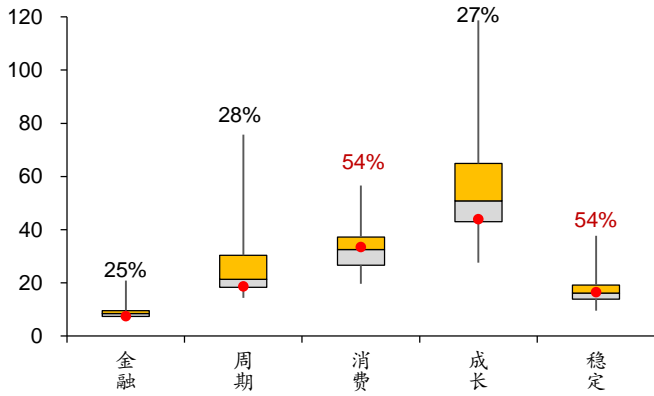


资料来源：Wind，德邦研究所；估值为 PE (TTM)，盈利为 EPS (TTM)。

#### 4.2. 风格估值

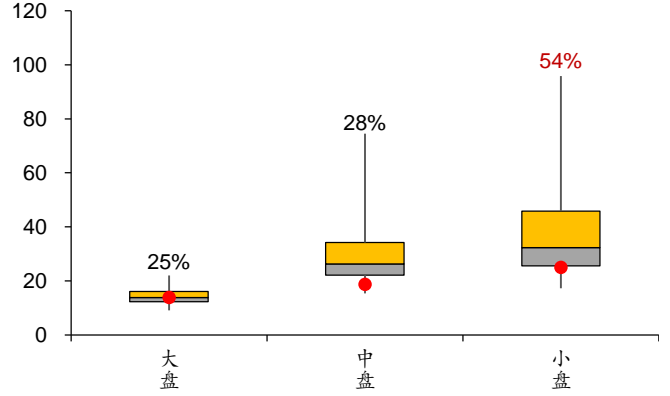
上周，各风格 PE (TTM) 估值均边际抬升，其中，消费、高市净率风格相对前一周估值抬升较大。从 2010 年以来的历史分位数上看，截至上周五，中信风格分类下，消费、稳定风格估值相对较高；申万风格分类下，小盘、高市盈率风格估值相对较高；国证风格分类下，大盘成长风格估值相对较高。消费、稳定、小盘、高市盈率的风格估值高于历史中枢。

图 27：风格 PE (TTM) 估值箱线图



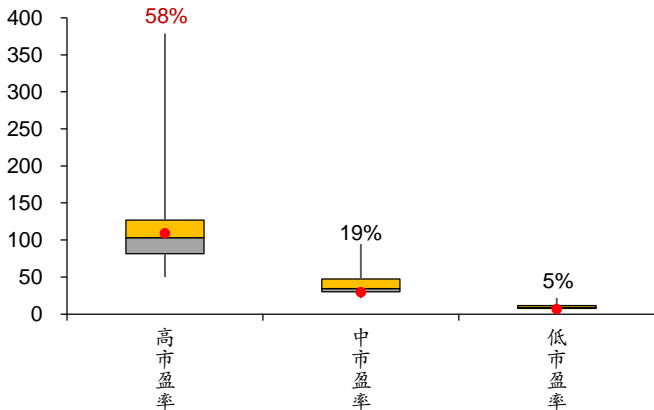
资料来源：Wind，德邦研究所；采用中信风格指数。

图 28：规模风格 PE (TTM) 估值箱线图



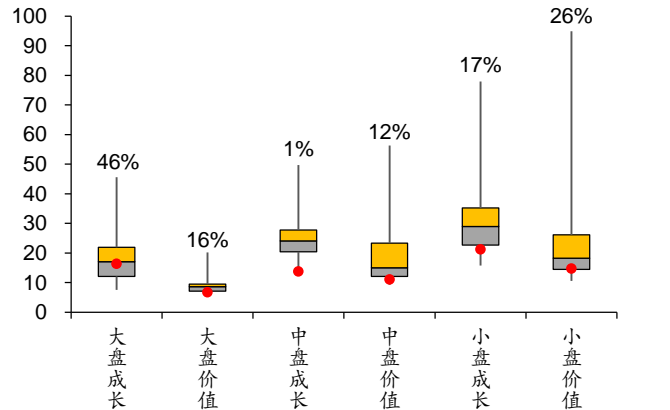
资料来源：Wind，德邦研究所；采用申万风格指数。

图 29：市盈率风格 PE (TTM) 估值箱线图



资料来源：Wind，德邦研究所；采用申万风格指数。

图 30：规模-成长/价值风格 PE (TTM) 估值箱线图

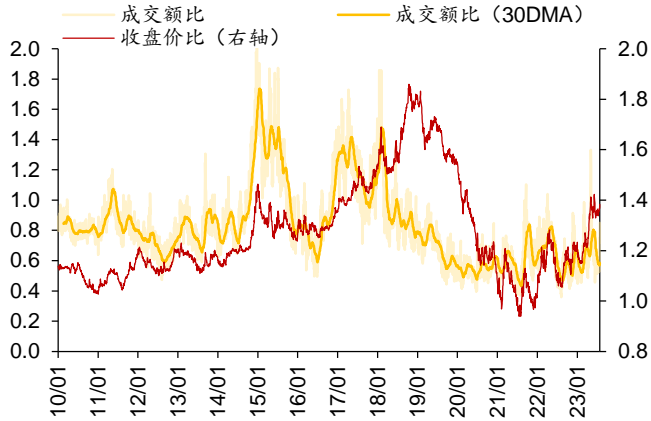


资料来源：Wind，德邦研究所；采用国证风格指数。



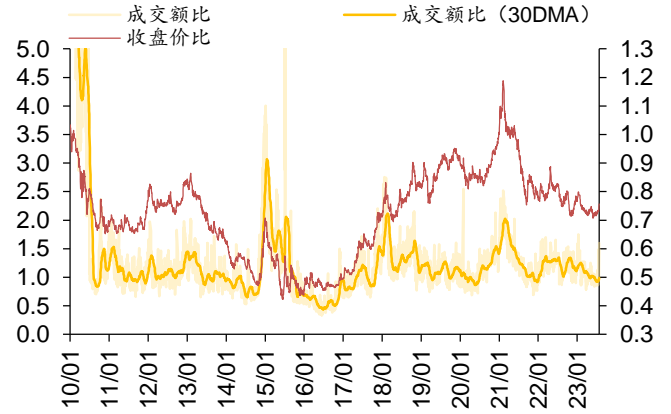
上周，价值相对成长更强势，大盘相对小盘更强势。上周，以国证价值指数/国证成长指数的成交额比和收盘价比衡量价值/成长的强弱，价值/成长延续前一周上升态势，价值股占优；以申万大盘指数/申万小盘指数的成交额比和收盘价比衡量大盘/小盘的强弱，大盘/小盘延续前一周上升态势，大盘股占优。

图 31：价值/成长切换追踪



资料来源：Wind，德邦研究所；国证价值指数/国证成长指数。

图 32：大/小盘切换追踪

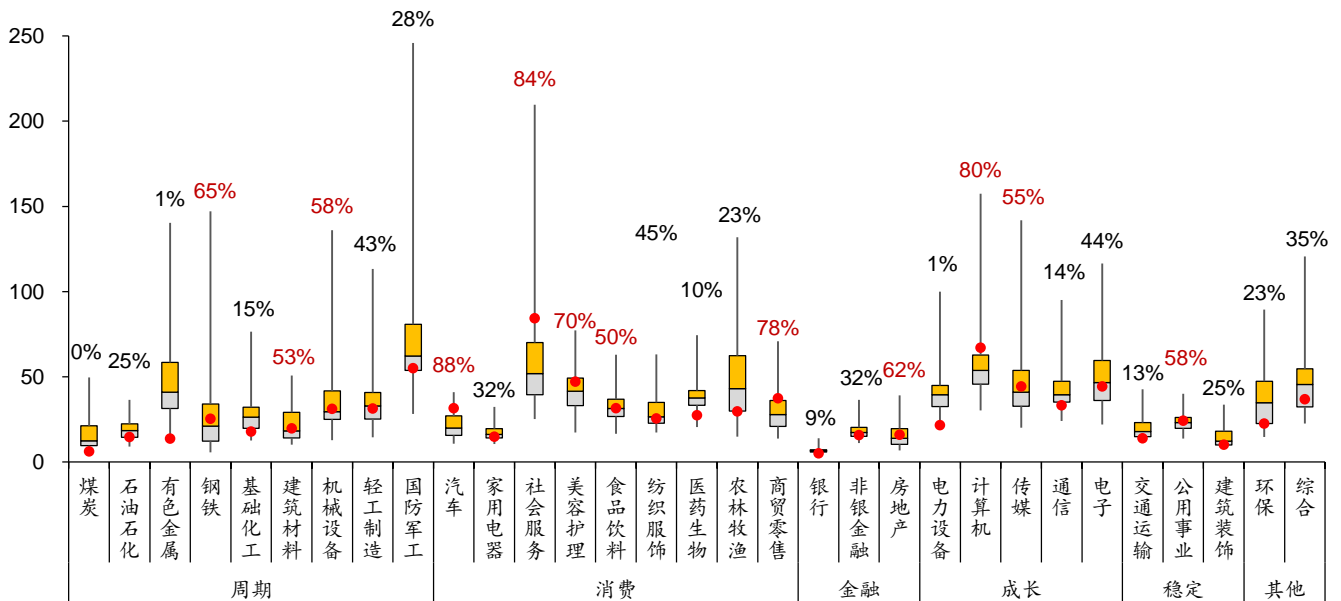


资料来源：Wind，德邦研究所；申万大盘指数/申万小盘指数。

### 4.1. 行业估值

上周，美容护理、食品饮料、钢铁的 PE (TTM) 扩张靠前，传媒、电子、通信的 PE (TTM) 收缩靠前；食品饮料、美容护理、非银金融的 PB (LF) 扩张靠前，传媒、电子、通信的 PB (LF) 收缩靠前。截至上周五，从 2010 年以来的历史分位数上看，钢铁、建筑材料、机械设备、汽车、社会服务、美容护理、食品饮料、商贸零售、房地产、计算机、传媒、公用事业的 PE (TTM) 高于历史中枢；国防军工、汽车、美容护理、食品饮料的 PB (LF) 高于历史中枢。

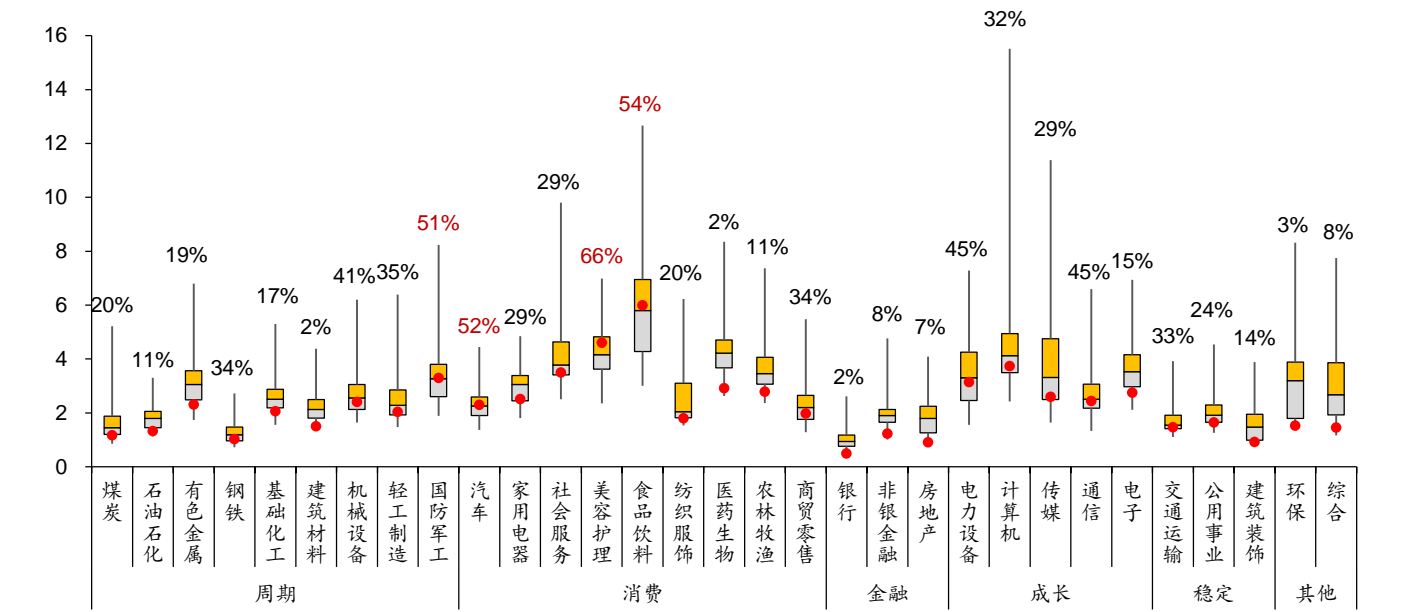
图 33：行业 PE (TTM) 箱线图



资料来源：Wind，德邦研究所；箱线图上方百分比为截至上周五的最新 PB (TTM) 分位数 (2010 以来)。

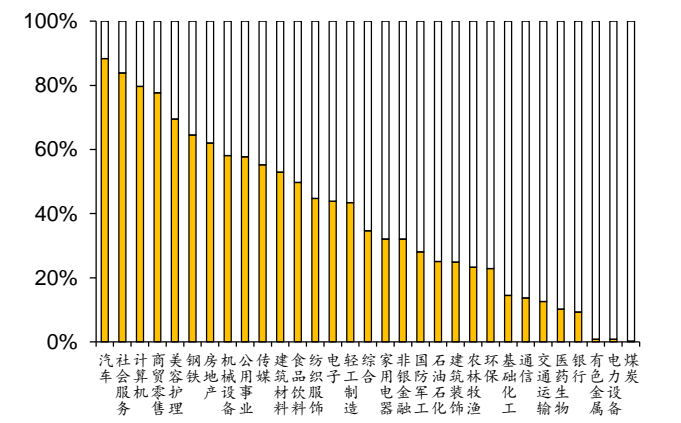


图 34：行业 PB (LF) 箱线图



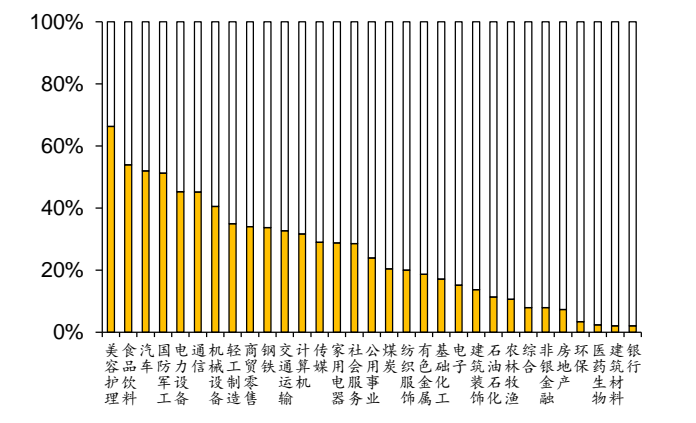
资料来源：Wind，德邦研究所；箱线图上方百分比为截至上周五的最新 PB (LF) 分位数（2010 年以来）。

图 35：行业 PE (TTM) 估值水位



资料来源：Wind，德邦研究所；2010 年以来分位数。

图 36：行业 PB (LF) 估值水位



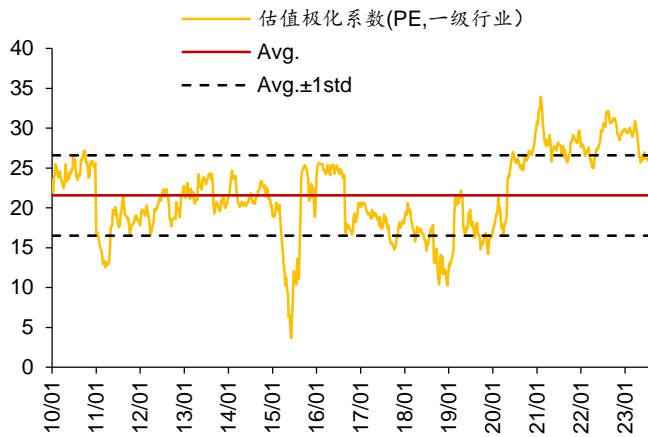
资料来源：Wind，德邦研究所；2010 年以来分位数。

#### 4.1. 估值极化

上周，表征行业间估值差异度的估值极化系数显示，一级行业估值极化程度边际加强，二级行业估值极化程度边际减弱。具体而言，我们以各行业估值自 2010 年以来历史分位数的截面标准差计算行业间估值差异度，据此得到的估值极化系数可以反映行业的估值力量的集中/扩散程度。

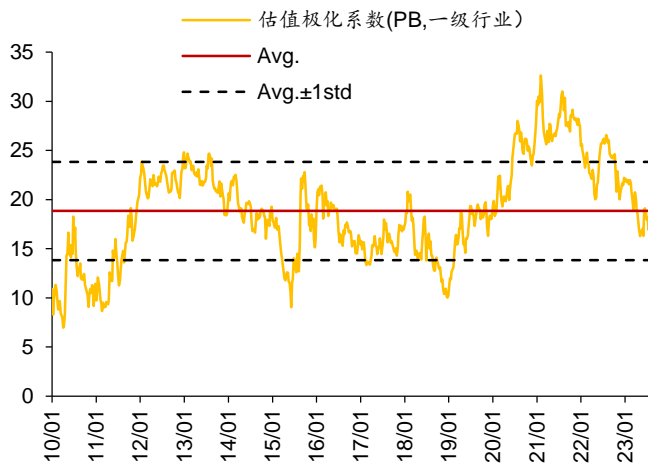
相比前一周，PE (TTM) 和 PB (LF) 估值标准下，上周一级行业估值极化程度均边际加强，二级行业估值极化程度均边际减弱。其中，一级行业 PE 估值极化系数接近触及历史均值+1std，二级行业 PE 估值极化系数仍高于历史均值+1std；而一级、二级行业的 PB 估值极化系数均低于历史均值。

图 37：一级行业 PE (TTM) 估值极化系数



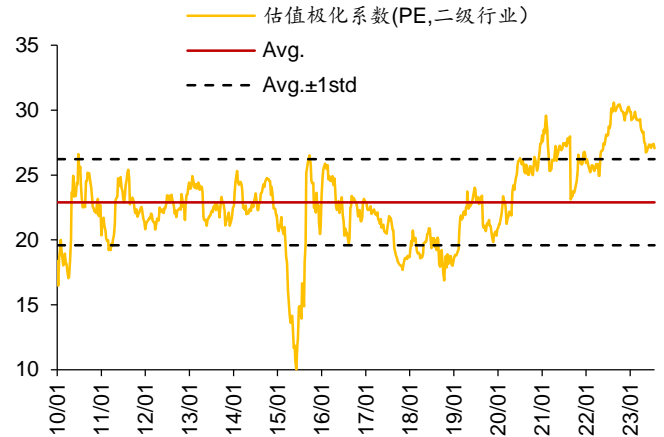
资料来源：Wind，德邦研究所；估值极化系数=各行业估值自 2010 年以来历史分位数的截面标准差；Avg、std 均自 2010 年至今，申万行业分类，下同。

图 39：一级行业 PB (LF) 估值极化系数



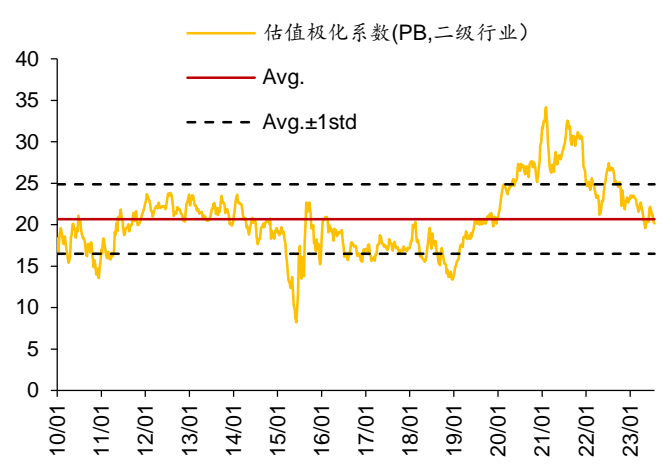
资料来源：Wind，德邦研究所

图 38：二级行业 PE ( ) 估值极化系数



资料来源：Wind，德邦研究所

图 40：二级行业 PB (LF) 估值极化系数

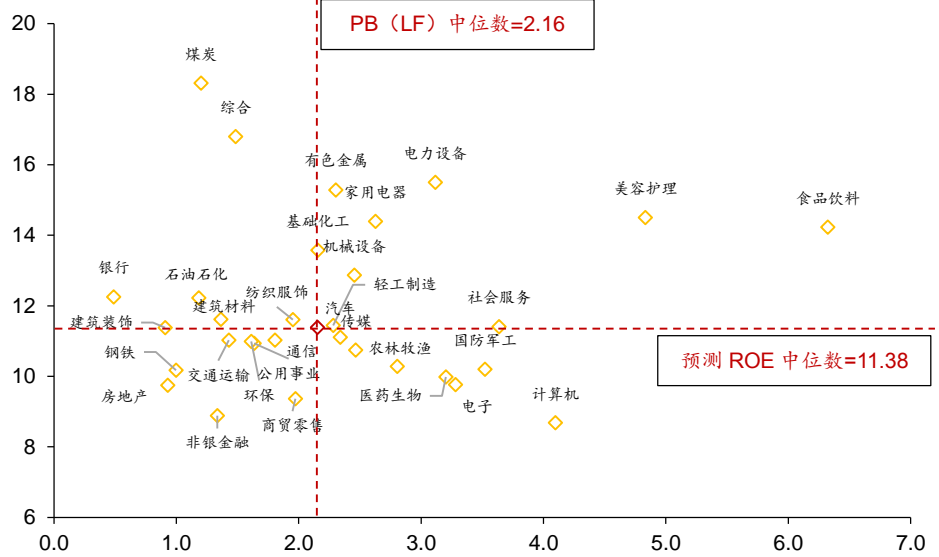


资料来源：Wind，德邦研究所

## 4.2. 估值-盈利匹配

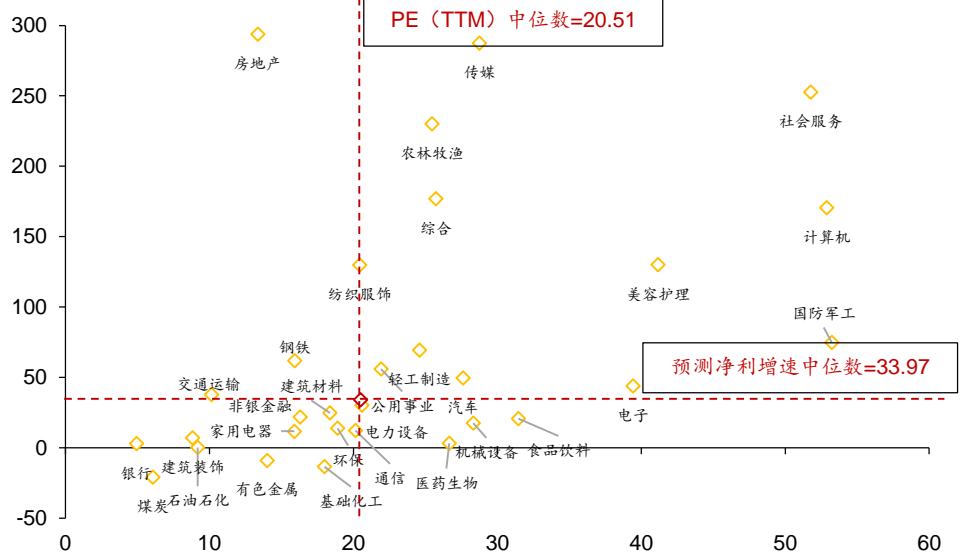
**PB-ROE** 视角下，煤炭、银行、石油石化、建筑装饰、建筑材料、纺织服饰等行业或相对被低估；**PE-G** 视角下，房地产、钢铁、交通运输、纺织服饰等行业或相对被低估。截至上周五，PB-ROE 视角下，各一级板块预测 ROE 中位数为 11.38%、PB (LF) 中位数为 2.16，PB 估值小于中位数且预测 ROE 大于中位数的板块可能相对被低估，这些行业包括煤炭、银行、石油石化、建筑装饰、建筑材料、纺织服饰等；PE-G 视角下，各一级板块预测净利润增速的中位数为 33.97%、PE (TTM) 中位数为 20.51，PE 估值小于中位数且预测净利润增速大于中位数的板块可能相对被低估，这些行业房地产、钢铁、交通运输、纺织服饰等。

图 41: PB-ROE 视角下各行业的估值-盈利匹配程度



资料来源: Wind, 德邦研究所; 分析师预测 ROE 数据截至 07/28。

图 42: PE-G 视角下各行业的估值-盈利匹配程度



资料来源: Wind, 德邦研究所; 分析师预测净利润数据截至 07/28。

## 5. 风险提示

- (1) 测算误差；
- (2) 数据统计误差；
- (3) 政策或内外经济环境变动超预期。

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

芦哲，德邦证券首席宏观经济学家。毕业于中国人民大学和清华大学，曾任职于世界银行集团（华盛顿总部）、泰康资产和华泰证券。在 *Journal of International Money and Finance*、《世界经济》、《金融研究》、《中国金融》等学术期刊发表论文二十余篇，引用量过千，下载量过万。第五届邓子基财经（学者）研究奖得主，作为核心成员获得 2019 和 2020 新财富固定收益研究第一名，2020 II China 宏观第一名。社会兼职：中国首席经济学家论坛研究员，中国财富管理 50 人论坛（CWM50）特邀青年研究员，人民大学重阳金融研究院客座研究员，中央财经等多所大学校外研究生导师。

潘京，德邦证券宏观分析师。武汉大学金融学，诺欧商学院投资专业硕士，4 年宏观策略研究经验。2021 年加入德邦证券研究所。擅长从宏观视角出发研究产业（5G、半导体、新基建、新零售等）代际变迁，探讨宏观议题对市场影响的传导机制进行大势研判和资产配置，结合行业景气度和盈利估值等中微观数据预判行业轮动和市场风格。

戴琨，德邦证券宏观助理研究员。上海财经大学经济学学士、金融硕士。研究方向为权益市场大势研判、行业配置及主题策略等相关宏观策略和大类资产配置研究，致力于建立自上而下的投资框架，追求数据驱动下的体系完备与逻辑自洽。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。