

策略专题：基于 PB-ROE 体系对资本市场波动的研究

主要观点：

本报告构建了基于 PB-ROE（市净率-净资产收益率）的投研分析框架，旨在通过揭示估值锚点与回报本源的辩证关系，探寻资本市场的运行规律。

报告引入“遛狗理论”与“类债定价模型”，阐释了市场价格围绕内在价值波动的物理边界，指出投资的本质在于捕捉低 PB 与高 ROE（或改善预期）错配所带来的高安全边际时机。其计算公式如下：

$$\text{投资回报率 (ROI)} = \frac{\text{净资产收益率 (ROE)}}{\text{市净率 (PB)}} = \frac{\text{净利润/净资产}}{\text{市值/净资产}} = \frac{\text{净利润}}{\text{市值}}$$

基于该框架，本报告对上证指数的历史走势与估值体系进行了深度复盘，揭示了指数围绕三千点长期拉锯的背后，是估值逻辑从“高溢价”向“价值底座”的重构。同时进一步指出，当前上市公司在宏观经济增速换挡的背景下，依然实现了资本回报率的提升，这正是中国经济从“高速增长”迈向“高质量发展”的生动注脚。

在国际比较视野下，报告分析了全球主要股指的 PB 估值阶梯，中国低于美国，但高于德国、日本、韩国。上证指数的估值底部（约 1.22 倍 PB），既体现了中国经济“超大规模性”与“体系完备性”带来的安全溢价，也客观反映了与美国在科技硬实力及金融体系成熟度上的追赶空间。

基于前一年度 ROE 水平测算，**上证指数估值顶部区域（市场高点）对应的 ROI 为 6.1%；估值底部区域（市场低点）对应的 ROI 为 8.4%，扣除通胀因素在历史底部区域的实际 ROI 约为 6.9%，与“西格尔常量”惊人一致，验证了权益资产长期回报的稳定性。**

截至 2026 年 4 月 3 日，上证指数 3880 点对应的 PB 为 1.46 倍，ROI 约为 6%，处于低回报率区间。但**综合考虑“估值切换效应”、盈利周期景气转折、逆周期调节机制以及“中国稳定性溢价”四大积极因素，市场大幅下行风险有限，更多将以区间震荡、以时间换空间的形态运行。**

报告推演了不同情景下的指数波动区间，指出上证指数在 3700-3800 点区间有望形成较强的底部支撑，为投资者提供了高安全边际的参考。

风险提示：企业盈利复苏证伪、资本市场长效稳定机制保持定力。

报告日期：2026-7-13

执业信息

崔威 策略分析师
执业编号：S1750523090001
电话：18603058668
邮件：cuiwei@jypscnet.com

免责声明

报告观点基于逻辑分析、数据规律推演，并不能预知不同市场主体在复杂约束下的多样选择结果。

相关报告

20260707—策略专题：锚定新流动性范式——基于中美 M2（CN-USA）模型的黄金中期配置策略

20250815—策略专题：从全球 GDP 与央行购金角度看黄金

20250725—策略专题：金价运行进入下半场

20250512—策略专题：估值夯实三千点，主动调控稳预期——5 月 7 日国新办会议解读暨解密三千点系列之二

20250422—策略专题：关税博弈下的资产配置策略

20240925—策略专题：国新办发布会解读——流动性王炸与政策协同

20240912—策略专题：上证指数底部区域的极值特征

20240712—策略专题：从量化角度给黄金定价

一、PB-ROE 投研分析框架：估值锚点与回报本源

本报告的投研体系建立在 PB-ROE（市净率-净资产收益率）框架之上。该框架的核心逻辑在于：市场对资产的定价（PB）并非线性反映其盈利能力（ROE），而是伴随着经济周期与情绪预期进行周期性波动。投资的本质，即在低 PB 与高 ROE（或 ROE 改善预期）的错配中寻找高安全边际与高预期回报率的资产及时机。无论 ROE 如何随周期起伏，PB 的定价始终受制于价值规律的物理边界。

1.1 估值的物理边界与“遛狗理论”

市场的魅力源于其非有效性。在经济周期的驱动下，市场情绪宛如钟摆，在极度悲观与过度乐观之间往复摆动，致使 PB 估值周而复始地偏离均值。

德国投资大师安德烈·科斯托兰尼提出的“遛狗理论”形象地阐释了这一市场规律：主人（经济基本面）代表上市公司的内在价值，由 ROE 等核心财务指标决定，行进方向明确且步伐稳健；小狗（市场价格）则代表受情绪、流动性及消息面驱动的 PB 估值，其奔跑速度远超主人，时而大幅超前，时而大幅滞后。尽管小狗（价格）在短期内可能远离主人（价值）狂奔，但这种偏离始终存在边界，且终将回归至主人身边。投资的智慧在于利用这种“过度反应”：在小狗大幅落后于主人（低 PB、高 ROE）时买入，在大幅超前时卖出。

从价值规律审视，估值存在不可逾越的“物理区间”：

下限支撑：只要企业作为盈利实体存续，其 PB 便存在基于重置成本或清算价值的坚实下限，不可能无限归零。

上限约束：无论成长预期多么宏大，PB 终究受制于资本回报率的边际递减规律，不可能脱离基本面无限膨胀。

1.2 PB、ROE 与 ROI 的辩证关系：类债定价视角

投资的本质在于配置能够持续创造现金流的生息资产。对于股票而言，投资者买入的不仅仅是账面净资产，更是资产背后所蕴含的盈利能力（ROE）。这一核心逻辑可以通过以下公式进行量化表达：

$$\text{投资回报率 (ROI)} = \frac{\text{净资产收益率 (ROE)}}{\text{市净率 (PB)}} = \frac{\text{净利润/净资产}}{\text{市值/净资产}} = \frac{\text{净利润}}{\text{市值}}$$

该公式揭示了静态视角下的投资真理：预期回报率（ROI）与盈利能力（ROE）成正比，而与估值水平（PB）成反比。

为了更直观地理解这一辩证关系，我们可以引入“类债定价模型”进行类比：

假设某项资产的收益率为 10%（即 ROE=10%）：

平价买入（PB=1）：投资者能够获得 10% 的回报率（ROI），实现收益与估值的匹配。

溢价买入（PB=2）：尽管资产的盈利能力并未发生改变，但投资者的实际回报率（ROI）却被压缩至 5%，估值溢价直接摊薄了潜在收益。

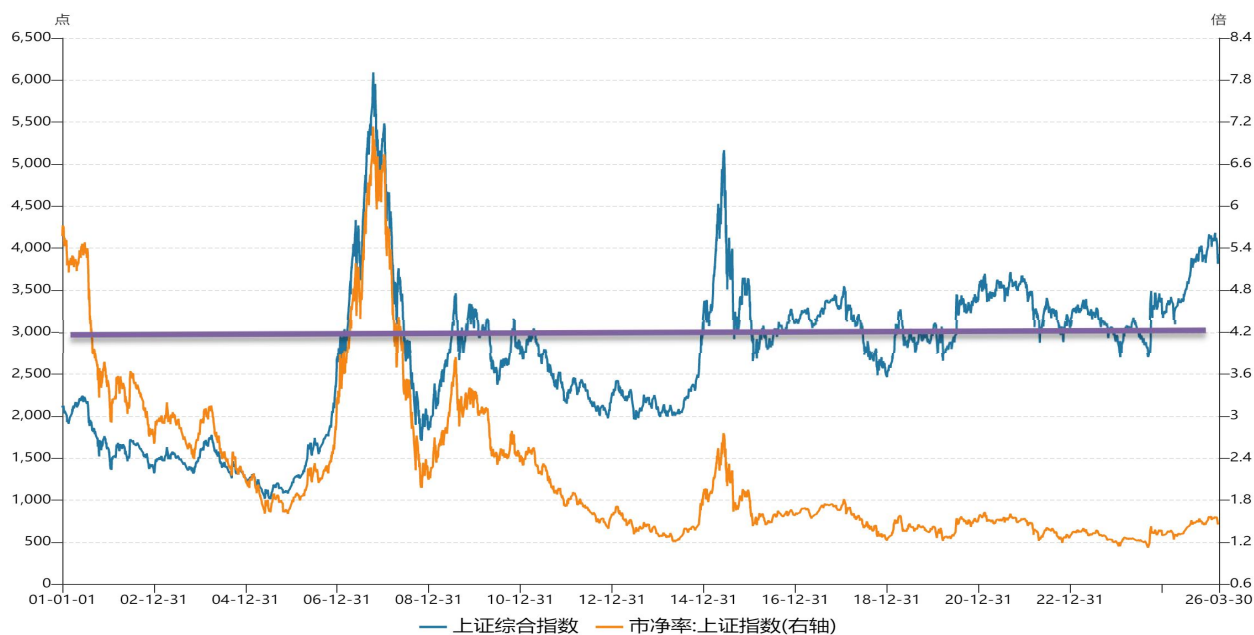
尽管股票因其成长性特征包含了溢价，其定价模型远比债券复杂；但在构建安全边际时，我们应首先将其视为一种“类债券”的基准资产。未来的成长性应被视为一种“或有期权”，作为对风险的补偿，而非当前定价的核心依据。

因此，高 ROE 的企业理应享受一定的估值溢价，但这种溢价并非没有上限。在 ROE 既定的前提下，过高的 PB 将严重侵蚀安全边际。最佳的投资时机往往出现在“高 ROE 遭遇低 PB”的错配时刻——即优秀企业因市场情绪的错杀，意外地提供了具备类债券特征的高回报属性。此外，低 PB 叠加 ROE 反转预期，也是极具吸引力的投资窗口。

二、PB 估值，从“高溢价”到夯实“价值底座”

自 2007 年 2 月首次站上 3000 点，直至 2025 年 4 月，上证指数仿佛被施了魔法，十八年间反复围绕这一整数关口震荡。这种围绕 3000 点的常态化拉锯现象，常令市场参与者感到困惑。然而，当我们结合 PB-ROE 视角与宏观经济背景，上证指数长期徘徊在 3000 点的内在逻辑便清晰可见。

图表 1 上证指数及市净率：以 2007 年 10 月为分界线，沪指 PB 由升转降。



资料来源：WIND、金圆统一证券研究所

2.1 基本面之锚：GDP 增速与企业盈利能力“换挡”运行

回顾 2001 年至 2024 年的宏观与微观数据，上证指数净资产收益率（ROE）与 GDP 年度增速呈现出高度同频共振的特征。以宏观经济周期的演变为线索，这一历程可清晰地划分为两个阶段：

■ 黄金时代（2001—2007 年）：高增长孕育高估值

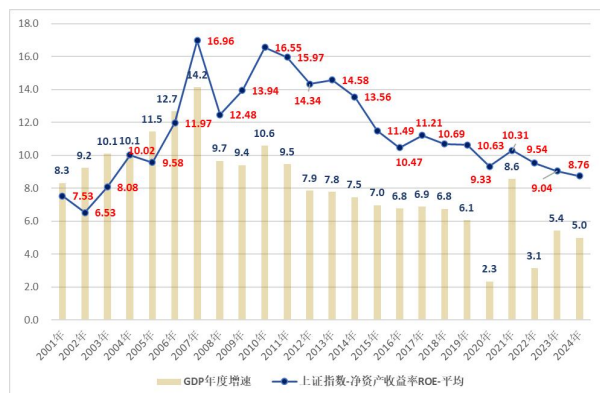
这一时期堪称中国经济腾飞的“黄金岁月”。宏观经济展现出强劲的加速上升态势，GDP 连续多年保持两位数的高速增长，并于 2007 年触及 14.2% 的历史峰值。宏观经济的蓬勃活力直接驱动了上市公司整体盈利能力的跃升，推动 ROE 在同年攀升至 16.96% 的历史高位。

这一阶段，宏观层面的高增长孕育了资本市场的高估值，构成了当年市场给予高溢价的核心宏观背景。2007 年 10 月 15 日，上证指数在 6030 点高位时，对应的市净率（PB）高达 7.14 倍。这一估值水平甚至大幅超越了当前处于历史估值高位的美国股市——截至 2026 年 4 月 2 日，标普 500 指数（PB 5.17 倍）与纳斯达克指数（PB 6.63 倍）。

■ 新常态（2008 年至今）：盈利降速与估值重构

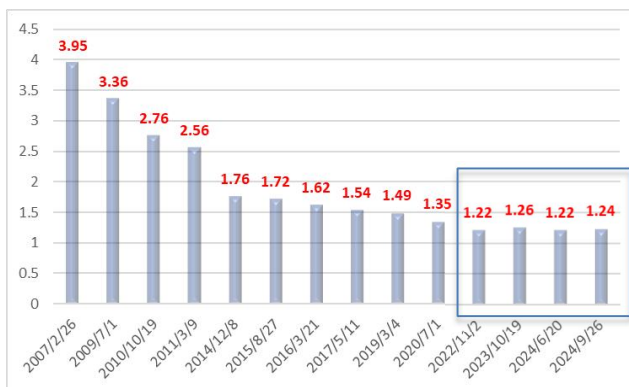
2008 年成了一个决定性的分水岭。随着宏观经济从“高速增长”逐步切换至“高质量发展”轨道，GDP 增速下台阶平稳运行，进入个位数增长时期。与之相呼应，上市公司的 ROE 也呈现出波动下行的趋势，自 2015 年之后回落至 12% 下方，2022 年以来进一步下降至 10% 以下。受此影响，上证指数的市净率（PB）也呈现出震荡下移的态势，近 10 年以来，其 PB 中位数大幅下降至 1.43 倍左右。这一现象有力地印证了核心逻辑：企业的赚钱效率（ROE）从根本上决定了市场的估值重心。

图表 2 上证指数盈利能力与 GDP 增速趋势相近



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 3 不同时间上证指数 3000 点附近对应的 PB 值。



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

2.2 解密三千点：3000 点的含金量之变

盈利能力的变迁，往往映射为估值体系的重塑。2007 年至 2024 年的十八年间，上证指数在 3000 点关口对应的市净率（PB）中枢呈现系统性下移，揭示了不同时期“3000 点”截然不同的含金量：

泡沫化的 3000 点（2007 年）：2007 年 2 月，上证指数首次收盘站上 3000 点时，对应的市净率（PB）高达 3.95 倍。那是一个经济高增长、流动性泛滥与情绪亢奋的年代，市场给予了极高的风险溢价，投资者愿意为每一单位净资产支付近 4 倍的价格，多维因素共振推高了估值泡沫。

理性回归的 3000 点（2010—2020 年）：随着时间推移，上证指数历次触及 3000 点时的 PB 值呈现阶梯式滑落，从 3.36 倍、2.76 倍一路降至 1.5 倍左右。这一过程深刻反映了经济增速换挡与宏观风险溢价重估的双重影响，标志着市场情绪从非理性亢奋向冷静客观的转变。估值逻辑完成了从“情绪驱动”向

“基本面驱动”的结构性切换，显示出市场成熟度的逐步提升。

夯实底部的 3000 点（2020—2021 年）：这一阶段 3000 点，PB 值已稳定在 1.22 倍-1.26 倍的极低区间。在上证指数约 9% 的 ROE 水平下，1.2 倍左右的 PB 意味着市场已极度压缩了风险溢价，估值安全垫显著增厚，市场在此位置找到了坚实的估值之锚。随着净资产持续多年的累积，上证指数终于于 2024 年 9 月跨越了三千点整数关口。

夯实底部的 3000 点（2022—2024 年）：这一阶段 3000 点，PB 值已下降至 1.22 倍-1.26 倍的极低区间。在上证指数约 9% 的 ROE 水平下，1.2 倍左右的 PB 意味着市场已极度压缩了风险溢价，估值安全垫显著增厚，市场在此位置找到了坚实的估值之锚。随着净资产持续多年的累积，上证指数终于于 2024 年 9 月下旬跨越并告别了三千点整数关口。

2.3 从“高溢价”到夯实“价值底座”的漫长跨越

综上所述，这十八年的反复震荡，本质上是市场估值体系随着经济基本面变化而进行的深刻重构。2007 年的 3000 点，是建立在 14% 的高 ROE 和近 4 倍 PB 之上的“高溢价时代”；而 2024 年的 3000 点，则是由 1.2 倍 PB 与 ROE 共同锚定的“高安全边际”区间。指数看似在原地踏步，实则完成了一次漫长的估值体系转换，让 3000 点的成色变得越来越“实”，也越来越便宜。

尤为值得强调的是，2024 年，在 5% 的 GDP 增速背景下，上证指数的 ROE 仍实现了 8.76%。这一数据不仅彰显了企业盈利能力的韧性，更折射出微观主体经营效率的显著提升——相较于 2003 年 10.1% 的 GDP 增速下 8.08% 的 ROE 水平，当前的上市公司在更低的宏观增速下创造了更高的资本回报率，这正是中国经济从“高速增长”向“高质量发展”转型的生动注脚。

三、PB 估值的国际比较

3.1 估值阶梯的深层逻辑：国家综合实力的差异

通过对全球主要股指在极端风险事件下的历史数据进行横向对比，可以发现其估值底部呈现出显著的国别分层特征，这种分层本质上是各国宏观经济结构差异在资本市场的直接投射。从经济体量、人口规模及内循环能力的维度审视，估值底部的中枢排序呈现出清晰的梯队结构：美国>中国>德国>日本>韩国，这一排序深刻反映了不同经济体在应对外部冲击时的韧性差异。

美国资本市场展现出全球最高的估值韧性。1993 年 5 月，道琼斯工业指数 PB 低至 1.26 倍附近；1990 年 10 月，标普 500 指数 PB 低至 1.7 倍附近；2009 年 2 月，纳斯达克指数 PB 低至 2 倍附近，其股指在历史底部区域仍能维持相对较高的估值中枢。这种估值优势源于其“超大经济体+强劲内循环”的双重护城河：一方面，美国以超过 3.4 亿人口构成了全球最大的单一国家消费市场，其 2025 年个人消费支出总额达 21.0 万亿美元，超越欧元区 21 国同期家庭及非营利机构最终消费支出总额（约 8.4 万亿欧元，按汇率折算约 9.9 万亿美元），为本土企业提供了坚实的盈利托底；另一方面，美股核心上市公司（尤其是

科技巨头）兼具全球技术定价权、技术领先与本土市场深度，即便在全球性危机中，强劲的创新能力和内需韧性也能有效缓冲外部需求萎缩的冲击。

图表 4 国际主要股指底部区域对应的市净率水平

指数	市净率	对应时间	备注
纳斯达克	2	2009/2	2009年以来
标普500	1.7	1990/10	1990年以来
道琼斯	1.26	1993/5	1993年以来
上证指数	1.22	2019/1	2019年以来
德国DAX	1.1	2003/3	2003年以来
日经225	1	2009/2	2000年以来
韩国综合指数	0.73	2001/9	1999年以来

资料来源：WIND、金圆统一证券研究所（WIND 资讯 道琼斯工业指数 PB 数据始于 1993 年 5 月）

德国作为欧元区核心引擎，其估值韧性主要得益于欧盟内部的协同效应。尽管本土人口规模有限，但德国将经济腹地延伸至整个欧元区（约 3.5 亿人口统一市场），这种区域协同为高端制造业提供了广阔且稳定的需求支撑。在 2003 年互联网泡沫破裂后的底部区域，德国 DAX 指数市净率虽降至 1.1 倍，但仍显著高于孤立的小型开放经济体，反映出背靠共同市场所带来的估值支撑优势。

日本与韩国的估值中枢长期承压，本质上是“外向型经济结构”与“人口老龄化”双重约束的映射。日本方面，作为典型的外向型经济体，在“失去的三十年”中深陷内需疲软与通缩预期的泥潭。由于企业盈利缺乏内生性增长动能，估值被持续压缩至净资产边缘。2008 年 10 月至 2009 年 2 月期间，日经 225 指数市净率一度跌破 1 倍，并持续在净资产附近徘徊。韩国方面，受限于狭小的本土市场与人口基数，加之其出口导向型经济对全球贸易及科技周期的高度敏感性，其估值体系的弹性更为脆弱。韩国股市长期处于“破净”状态，2001 年 9 月，其市净率在 0.73 倍附近波动，2022 年至 2025 年 6 月期间持续处于破净状态之下，处于估值阶梯的底端。

这种估值阶梯的深层逻辑，本质上是经济体量、内循环能力与外部依赖度的综合反映：美国凭借超大规模市场与内生增长动力占据估值顶端，德国依托区域协同效应稳居中游，而日本与韩国则因外向型依赖与结构性人口挑战处于估值底部。

3.2 中国市场的估值底比较：全球视野下的定价锚

基于历史数据的横向对比与宏观经济结构的深度剖析，我们将当前上证指数的估值定位于全球坐标系中进行审视。

在全球主要股指的估值阶梯分层中，A 股的估值底部（以上证指数市净率 1.21 倍附近为锚）显著低于美国市场，却又高于德国、日本和韩国等其他发达国家。这一定价区间并非偶然，而是市场对中国宏观经济结构的理性反馈——它既承认了中国相对于德日韩所具备的“超大规模性”与“体系完备性”带来的安全溢价，也客观反映了中国当前在科技硬实力、货币地位及全球定价权上与美国存在的客观差距。

中国股市之所以能维持比德国、日本、韩国更高的估值底线，核心在于“超大规模性”与“体系完备性”构筑了坚实的风险防御护城河。与韩国高度依赖出口、日本长期受困于内需通缩不同，中国拥有 14 亿人口的超大规模消费市场，强大的内循环能力为本土企业提供了广阔的内需托底，有效降低了对单一外部周期的敏感度。相较于德国聚焦机械、化工、汽车、电子等特定中高端制造领域的产业结构，中国拥有全球最完备的工业体系，产业链纵深与广度兼具。在面临全球供应链冲击时，中国经济展现出更强的韧性与运转能力，使得市场愿意给予比德日韩更高的风险溢价。

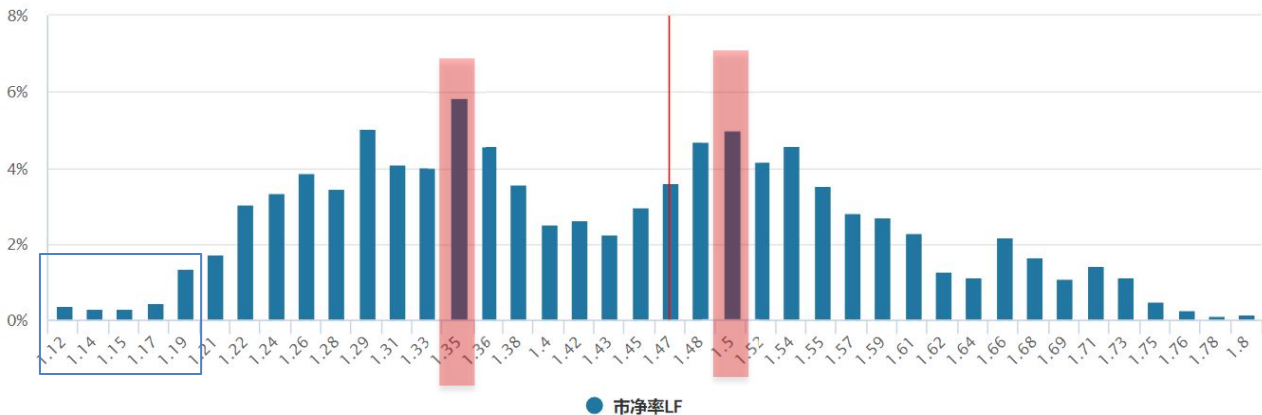
尽管具备上述宏观优势，但中国估值底部区域仍显著低于美国，这主要反映了我国发展阶段与核心竞争力的客观差距。美国享有全球科技霸权，汇聚了全球最顶尖的科技创新企业，这些企业拥有极高的资本回报率和全球定价权，市场因此愿意支付高昂的“成长溢价”和“确定性溢价”。此外，美元作为全球储备货币的地位，使得美股拥有全球流动性的“蓄水池”效应，进一步抬升了其资产价格中枢。相比之下，A 股上市公司整体仍处于从要素驱动向创新驱动转型的过程中，这种在科技硬实力与货币地位上的追赶空间，构成了当前估值折价的主要逻辑。

综上所述，上证指数市净率 1.22 倍附近，可视为市场定价的“价值锚区”。这一定价水位，既反映了“全球制造业中心”与“超大规模内需市场”的基本面现状，也充分计入了科技硬实力的差距因素，从而规避了新兴市场危机时刻常见的“崩溃式定价”，并为未来的产业升级预留了估值上修的弹性。从中长期视角看，当前 A 股正处于“下有宏观韧性托底，上有产业升级空间”的高性价比配置区间。

四、PB-ROE 框架下的市场估值特征与运行区间测算

4.1 上证指数的估值（市净率）特征

图表 5 上证指数市净率频率分布直方图



资料来源：WIND、金圆统一证券研究所（截至 2026 年 4 月 2 日，近 10 年以来）

截至 2026 年 4 月 2 日，近 10 年以来，上证指数历史市净率（LF）频率分布直方图显示，其市净率摆

动区间主要在 1.12-1.82 之间，其估值呈现了两个特征：

一是显著的双峰结构，即市场存在两个典型估值中枢。第一个峰值在 1.35-1.37 倍区间，第二个峰值在 1.50-2.52 区间。

二是尾部稀疏，极端估值罕见综上所述，上证指数市净率<1.21 倍或>1.73 倍的区间频率极低，合计不足 5%；其中小于 1.21 倍 PB 的频率低于 2.8%。表明上证指数作为大盘指数，其估值波动具有强收敛性，极端便宜或昂贵的情况极少发生，符合“均值回归”特性。

4.2 基于 PB-ROE 框架的 A 股回报率测算：与“西格尔常量”的跨市场验证

杰里米·J·西格尔在《股市长线法宝》（第 6 版，2022）中通过对美国长达两个多世纪的金融数据进行系统梳理，揭示了股票资产跨越周期的回报特征。统计显示，1802-2021 年间，美国股票名义年化回报率为 8.4%，剔除通胀影响后的实际年化回报率稳定在 6.9%。这一“西格尔常量”在不同历史阶段均展现出高度一致性：1802—1870 年实际回报率为 6.7%，1871—1925 年为 6.6%，1926—2021 年则为 7.3%。无论经历战争冲击、经济危机、大萧条还是繁荣周期，股票资产的长期实际回报率始终围绕 6.9% 上下波动，呈现出穿越牛熊的惊人稳定性，成为长期投资者理解权益类资产价值的重要基准。

我们对 2015 年以来上证指数的 7 个重要历史低点进行了统计分析。数据显示，这些低点对应的市净率（LF）均值为 1.22 倍。在测算投资回报率时，考虑到财务数据的滞后性（当年 ROE 需次年 4 月 30 日方可完全披露），我们采用低点日期的前一年度上证指数平均净资产收益率作为代理变量。

测算结果显示，在上述历史底部区域，基于“投资回报率 $\approx$ ROE/PB”的逻辑，7 个历史低点区域对应的 ROI 均值为 8.4%。若扣除通胀因素（参考 2014—2025 年中国 CPI 算术平均增速约为 1.5%），A 股在底部区域的测算 ROI 约为 6.9%。这一数据与杰里米·西格尔在《股市长线法宝》中统计的美股长达 200 年的实际年化回报率（6.9%）惊人地一致，验证了权益资产长期回报均值的稳定性与普适性。

图表 6 上证指数重要低点及测算投资回报率

时间	上证指数重要低点	市净率（LF）	前一年度上证指数平均净资产收益率	测算ROI
2016/1/28	2638	1.43	11.49	8.0
2019/1/4	2440	1.22	10.69	8.8
2020/3/19	2646	1.22	10.63	8.7
2022/4/26	2863	1.22	10.31	8.4
2022/10/31	2885	1.18	10.31	8.7
2024/2/5	2702	1.13	9.04	8.0
2024/9/13	2704	1.12	9.04	8.1
均值		1.22	10.22	8.4

数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 7 上证指重要高点及测算投资回报率

时间	上证指数重要高点	市净率（LF）	前一年度上证指数平均净资产收益率	测算ROI
2015/6/12	5166	2.77	13.56	4.9
2018/1/26	3558	1.81	11.21	6.2
2021/12/13	3661	1.55	9.33	6.0
2022/7/5	3404	1.42	10.31	7.3
2023/5/8	3395	1.38	9.54	6.9
2026/3/2	4182	1.58	8.76*	5.5
均值		1.75		6.1

数据来源：WIND、金圆统一证券研究所（*为 2024 年度数据）

通过对 2015 年以来上证指数 6 个重要历史高点的复盘分析，我们发现，当市场处于高估值水平时，测算 ROI 显著降低，随后往往伴随着市场的持续下跌或震荡，最终导致实际回报率下滑。这一过程充分揭示了估值过度扩张后潜藏的“回报率陷阱”——当市场步入顶部区域时，往往伴随着未来收益空间的压缩，

呈现出典型的“高估值、低收益”特征。

数据显示，在历次市场重要高点区域，上证指数的市净率（PB）均值达到 1.75 倍，显著高于底部区域的 1.22 倍，表明投资者在顶部给予了权益资产更高的溢价。基于 PB-ROE 框架测算，市场顶部区域的测算 ROI 均值仅为 6.1%，较底部区域的 8.4% 下降了 2.3 个百分点，降幅接近 30%。以 2015 年 6 月高点为例，尽管净资产收益率（ROE）高达 13.56%，但由于市净率（PB）被推升至 2.77 倍的历史高位，测算 ROI 被压缩至 4.9% 的极低水平。

若剔除约 1.5% 的通胀预期，市场顶部区域的实际投资回报率均值仅约 4.6%，大幅低于“西格尔常量”揭示的 6.9% 长期均衡回报中枢，意味着此时入场的投资者面临实际回报率安全边际严重不足的困境。2015 年 6 月下半月至 2026 年 1 月，上证指数遭遇“戴维斯双杀”，最大跌幅接近 50%；2015 年上证指数 ROE 为 11.49%，较上一年下降 2.07 个百分点；且时至今日，指数仍未突破当时 5178 点的高点。

由此可见，估值的过度扩张不仅透支了未来盈利增长空间，更使潜在投资回报率显著低于长期均值。此时市场不仅缺乏“安全边际”，反而潜藏着估值回归引发的“双杀”风险——盈利增速难以覆盖估值收缩幅度，甚至可能伴随盈利能力下行。这一规律也从反面印证，低估值区域匹配的 8% 左右投资回报率，是获取长期超额收益的核心前提。

4.3 基于 PB-ROE 框架的市场运行区间测算

基于 PB-ROE 估值框架，投资回报率（测算 ROI）是衡量市场风险收益比的核心指标。一方面，在静态视角下，给定历史 ROE 水平，PB 估值越低，测算 ROI 越高，潜在投资机会越大；另一方面，在既定 PB 和 ROI 水平下，未来 ROE 的潜在改善预期，才是提振市场信心、抬升投资回报中枢的核心变量。

首先，静态测算下，上证指数 ROI 在 6%—8% 为主要波动区间，通常对应市场的顶部区域和底部区域。

经验规律显示：当上证指数触底、测算 ROI 回升至 8% 附近时，通常对应市场底部区域，此时投资机会或逐步凸显；而当测算 ROI 下行至 6% 附近时，则往往意味着市场进入顶部区域，估值风险或需引起重视。

2023 年—2024 年，市场持续低迷，至 2024 年 9 月 13 日上证指数震荡下跌至 2704 点，市净率（PB）下降至 1.12 倍，但测算 ROI 上升至 8.1%，即期投资回报率显著。随即在政策驱动下，市场开启了触底回升行情。

2025 年 6 月 20 日，上证指数收于 3360 点，对应市净率（PB）为 1.32 倍，测算 ROI 为 6.6%。从风险收益比角度看，这一回报率水平并未呈现出显著的吸引力或风险预警信号。然而，2025 年上半年，中国在半导体、大模型、创新药等多个科技领域取得突破性进展，同时在贸易博弈中赢得阶段性主动，市场信心得到有力提振，上证指数由此开启了第二轮上升行情。

2026 年 3 月 2 日，上证指数最高触及 4182 点，对应市净率（PB）升至 1.58 倍。若以 2024 年度净资产收益率（ROE，8.76%）进行静态测算，测算 ROI 降至 5.5%。这一水平已低于 2018 年以来多个市场高点对应的 ROI，表明投资回报率显著不足，随后市场展开了中期调整。同时，这也说明市场对即期回报的要

求显著降低，对中国远期发展的乐观情绪显著增强。

以 2025 年 12 月 31 日为基数（上证指数 3969 点，1.50 倍 PB，ROI 5.84%）进行静态测算，不同市净率水平下的测算 ROI 如下表。

图表 8 不同 PB 水平下测算的上证指数和 ROI

PB	2024年度净资产收益率	ROI	ROI(上浮10%)	上证指数	备注
1.50	8.76	5.84	6.42	3969	实际值
1.49	8.76	5.88	6.47	3942	测算值
1.48	8.76	5.92	6.51	3916	测算值
1.47	8.76	5.96	6.56	3889	测算值
1.46	8.76	6.00	6.60	3863	测算值
1.45	8.76	6.04	6.65	3837	测算值
1.44	8.76	6.08	6.69	3810	测算值
1.43	8.76	6.13	6.74	3784	测算值
1.42	8.76	6.17	6.79	3757	测算值
1.41	8.76	6.21	6.83	3731	测算值
1.40	8.76	6.26	6.88	3704	测算值
1.39	8.76	6.30	6.93	3678	测算值
1.38	8.76	6.35	6.98	3651	测算值
1.37	8.76	6.39	7.03	3625	测算值
1.36	8.76	6.44	7.09	3598	测算值
1.35	8.76	6.49	7.14	3572	测算值
1.34	8.76	6.54	7.19	3545	测算值
1.33	8.76	6.59	7.25	3519	测算值
1.32	8.76	6.64	7.30	3493	测算值
1.31	8.76	6.69	7.36	3466	测算值
1.30	8.76	6.74	7.41	3440	测算值
1.29	8.76	6.79	7.47	3413	测算值
1.28	8.76	6.84	7.53	3387	测算值
1.27	8.76	6.90	7.59	3360	测算值
1.26	8.76	6.95	7.65	3334	测算值
1.25	8.76	7.01	7.71	3307	测算值
1.24	8.76	7.06	7.77	3281	测算值
1.23	8.76	7.12	7.83	3254	测算值
1.22	8.76	7.18	7.90	3228	测算值
1.21	8.76	7.24	7.96	3202	测算值
1.20	8.76	7.30	8.03	3175	测算值

资料来源：WIND、金圆统一证券研究所（2025 年 12 月 31 日，上证指数报收 3969 点，市净率 1.50 倍）

其次，PB-ROE 框架下，以动态视角综合考虑盈利修复与估值切换等因素是评估当前市场波动的关键因素。

截至 2026 年 4 月 3 日，上证指数收于 3880.10 点，市净率（PB）为 1.46 倍，测算的投资回报率（ROI）为 6%，仍处于历史较低水平。若仅从静态估值判断，市场短期内难以形成趋势性上涨行情，甚至可能被误读为已处于历史顶部区域。

然而，动态地看，在估值切换与 ROE 边际改善等因素的综合影响下，市场大概率不会简单地进入下行通道。相反，市场更可能呈现区间震荡的格局，通过企业盈利的逐步修复和估值的被动改善，共同推动投资回报率的提升。因此，当前市场仍处于可以积极寻找结构性机会的阶段。

一是估值切换效应将被动降低市场估值。历史数据显示（2015—2021 年），一季报披露后，上证指数的净资产相较于前一年三季度末平均增长约 5.9%。这意味着，随着今年 4 月 30 日财报季结束，即便指数点位不变，其 PB 值也会因净资产的自然增长而下降约 6%，从而被动改善估值水平。

二是当前处于盈利上行周期验证期。与 2021 年末不同，2021 年 12 月企业盈利处于景气周期的高峰末端，而当前则处于景气低谷后的转折初期。近期 CPI、PPI 及工业企业盈利等数据均已验证了这一复苏迹象。因此，两个周期虽均对应 6% 的 ROI 水平，但当前所蕴含的盈利改善预期更强。

三是资本市场稳定长效机制日益完善，下行风险可控。2024 年下半年以来，“中央汇金在前、人民银行在后”的协同干预机制持续优化，叠加央行宏观审慎管理体系的制度保障，政策层面稳市工具箱不断丰富。以 2025 年 4 月上旬“关税战”冲击为例，中央汇金果断增持有效熨平市场波动、快速稳定预期，彰显了多层次稳市机制在应对突发风险时的响应效能。

四是全球百年变局下，中国资产的确定性溢价成为重估焦点。当前，地缘政治冲突频发、经贸规则碎片化加剧，全球治理体系处于深度重构期，多国政策走向面临高度不确定性；而中国依托集中统一的决策机制与中长期规划体系，确保了政策连续性和社会大局稳定，新质生产力培育与科技自立自强持续推进，“稳定之锚”与“增长之源”的双重属性持续强化。在全球资产定价逻辑向“确定性”倾斜的背景下，A 股市场的稳定溢价与发展期权价值正逐步纳入定价体系。

综上所述，基于 2025 年 12 月 31 日数据的静态测算，计入确定性溢价后，测算 ROI 上调 10% 纳入市场评估体系。中性假设上限与下限对应的上证指数区间，或构成重要底部支撑。

图表 9 上证指数底部区域的情景测算

情景	PB 倍数	上证指数	测算 ROI	调整后 ROI	评估
中性上限	1.45 倍	3837 点	6.04%	6.65%	风险收益均衡
中性下限	1.40 倍	3704 点	6.26%	6.88%	配置价值显著增强
悲观情形	1.35 倍	3572 点	6.49%	7.14%	风险回报率极佳

资料来源：WIND、金圆统一证券研究所

中性假设上限：在 1.45 倍 PB 水平下，上证指数对应 3837 点，测算 ROI 为 6.04%，调整后为 6.65%，处于风险收益比均衡状态，这一位置区间已显示出投资吸引力。

中性假设下限：在 1.40 倍 PB 水平下，上证指数对应 3704 点，测算 ROI 为 6.26%，调整后为 6.88%，配置价值显著增强。

悲观情景：若企业盈利复苏证伪且资本市场稳定机制保持定力，在 1.35 倍 PB 水平下，上证指数对应 3572 点，测算 ROI 约 6.49%，调整后为 7.14%，风险回报率极佳。

第三，投资策略上，维持年初判断。建议继续坚持“科技创新+红利资产”的哑铃型配置结构，持续贯彻大类资产配置与动态择时的核心原则，并以 ETF 这种高效透明的投资工具，平滑投资曲线、优化风险收益比。

维持年初推荐方向：宽基、大类资产、科技创新、先进制造、上游周期、医药消费、红利低估共七大类 19 个方向的 ETF。年初以来，部分品种风险释放力度较大，提供了更好的风险收益比机会，建议当前可重点关注恒生科技 ETF、证券 ETF、东南亚科技 ETF、旅游 ETF；从业绩确定性角度，建议关注黄金股 ETF；从发展前景角度，建议关注机器人 ETF。

图表 10 2026 年年度策略重点关注 ETF 方向

类别	序号	证券代码	证券简称	跟踪指数代码	跟踪指数名称	ETF 关联联接基金代码
宽基类	1	510300.SH	沪深300ETF	000300.SH	沪深300	022699.OF, 006131.OF, 460300.OF, 022948.OF
	2	510050.SH	上证50ETF	000016.SH	上证50	005733.OF, 022959.OF, 001051.OF
大类资产	3	513730.SH	东南亚科技ETF	ASIATECP.SG	新交所泛东南亚科技指数	020516.OF, 020515.OF
	4	518880.SH	黄金ETF	Au9999.SGE	SGE黄金9999	000216.OF, 022653.OF, 000217.OF
科技创新	5	159819.SZ	人工智能ETF	930713.CSI	CS人工智	012733.OF, 012734.OF
	6	513180.SH	恒生科技指数ETF	HSTECH.HI	恒生科技	023763.OF, 013403.OF, 013402.OF
	7	159732.SZ	消费电子ETF	980030.CNI	消费电子	018300.OF, 018301.OF
先进制造	8	159530.SZ	机器人ETF易方达	980022.CNI	机器人产业	020972.OF, 020973.OF
	9	515790.SH	光伏ETF	931151.CSI	光伏产业	012680.OF, 012679.OF
	10	159326.SZ	电网设备ETF	931994.CSI	电网设备主题	025856.OF, 025857.OF
	11	512660.SH	军工ETF	399967.SZ	中证军工	
	12	159667.SZ	工业母机ETF	931866.CSI	中证机床	017472.OF, 017471.OF
上游周期	13	159870.SZ	化工ETF	000813.CSI	细分化工	022792.OF, 014942.OF, 014943.OF
	14	159562.SZ	黄金股ETF	931238.CSI	SSH黄金股票	021075.OF, 021074.OF
医药消费	15	513120.SH	港股创新药ETF	931787CNY00.CSI	港股创新药(CNY)	019670.OF, 019671.OF
	16	159992.SZ	创新药ETF	931152.CSI	CS创新药	012782.OF, 012781.OF
	17	159766.SZ	旅游ETF	930633.CSI	中证旅游	
红利低估	18	512880.SH	证券ETF	399975.SZ	证券公司	012362.OF, 022509.OF, 012363.OF
	19	159201.SZ	自由现金流ETF	980092.CNI	自由现金流	023918.OF, 023917.OF

资料来源：WIND、金圆统一证券研究所

风险提示：企业盈利复苏证伪、资本市场长效稳定机制持续保持定力。

投资评级声明：

分类	评级说明		
股票评级	自报告发布之日起 6 个月内，相对所属板块指数涨幅	买入	股价相对强于基准 20% 以上；
		增持	股价相对强于基准 10%—20% 以上；
		持有	股价相对基准波动 $\pm 10\%$ 以内；
		卖出	股价相对弱于基准 10% 以上；
行业评级	自报告发布之日起 6 个月内，相对沪深 300 指数涨幅	强于大市	相对强于基准 10% 以上；
		中性	相对基准波动 $\pm 10\%$ 以内；
		弱于大市	相对弱于基准 10% 以上；

分析师声明：

负责本报告全部或参与部分内容的分析师在此声明，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；本报告基于市场公开的合法合规信息进行撰写，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。

特别声明：

法律许可的情况下，金圆统一证券可能会持有或交易本报告中提及的标的证券，也可能为标的证券提供股债融资、财务顾问、资产证券化和理财投顾服务。因此，投资者应当考虑到金圆统一证券及/或相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为决策的唯一依据。

免责声明：

金圆统一证券有限公司（以下简称“金圆统一证券”或“本公司”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由金圆统一证券制作并发布。本报告仅供本公司及其客户使用。本公司不会因收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告是基于金圆统一证券认为可靠的已公开信息编制，但金圆统一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，致使金圆统一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，对此金圆统一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他人做出邀请。在法律允许的情况下，金圆统一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。

本报告版权仅为金圆统一证券所有。未经金圆统一证券书面同意，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。若金圆统一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，金圆统一证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成金圆统一证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经金圆统一证券授权，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。金圆统一证券将保留随时追究其法律责任的权利。

金圆统一证券营业网点

厦门地址：厦门市思明区展鸿路 82 号国际金融中心大厦 10-11 楼

深圳地址：深圳市南山区粤海街道高新区社区科苑南路 3099 号中国储能大厦 4801

上海地址：上海市中国（上海）自由贸易试验区陆家嘴环路 1233 号汇亚大厦 2301A、2302A 室

北京地址：北京市朝阳区建国门外大街 8 号楼 15 层 1202 单元 15017 室