

策略解读

“慢长牛”需要具备哪些条件

◆ 策略研究 · 策略解读

证券分析师： 王开

021-60933132

wangkai8@guosen.com.cn

执证编码：S0980521030001

事项：

我们通过复盘美股（2000 至今）、印度股市（2002 至今）、日股（2014 至今）的趋势性或阶段性长牛后发现：三个市场在长牛阶段的量与价增速中枢均为温和上涨，而非高增长、低通胀的基本面“理想组合”；三大市场“慢长牛”的真正共性特征在于居民股票资产且持有周期长、交易换手低，同时企业通过稳定分红+注销式回购向市场注入的资金长期高于 IPO、定增与并购重组的融资加和，使市场由“净融资”转为“净回馈”。相对于经济基本面的绝对高增长和边际好转，投资导向的市场和居民资金稳固投向权益类的两重要素才是长期慢牛的根基。

观点：

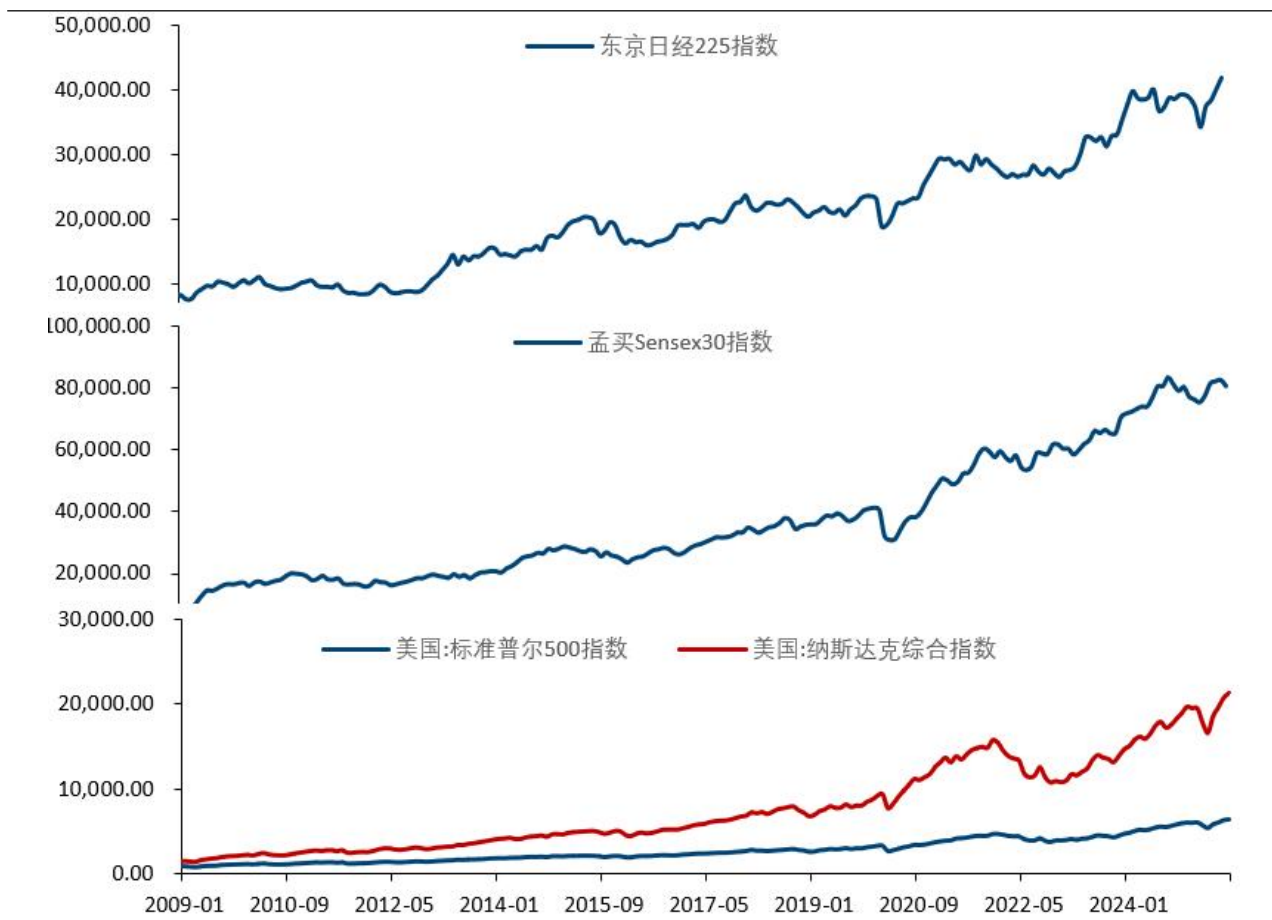
◆ 全球代表性股票市场的慢牛行情复盘

美国股市凭借其长期高胜率，被全球投资人广泛认为是长牛类资产。标普 500 指数从 2000 年初的约 1400 点起步，历经 2008 年金融危机的剧烈回撤后，于 2013 年突破危机前高点并开启长达十年的慢牛行情，至 2025 年 8 月已升至 6380 点，年化涨幅约 8%。期间虽经历 2020 年疫情冲击（3 月单月跌幅超 30%），但美联储宽松政策推动指数仅用 5 个月便收复失地，纳斯达克指数更是从 2000 年泡沫破裂后的低点（约 1200 点）持续攀升至 2025 年的 2.1 万点，科技巨头主导的“慢牛”特征显著——指数回撤幅度逐年收窄，最大年度回撤从 2002 年的 30% 降至近年的 10% 以内，且每轮调整后均创出新高，呈现典型的“阶梯式”长牛形态。

新兴市场中的印度市场也是典型的长牛股指。印度 Sensex 指数则展现出更极致的长牛特征，2002 年从 3000 点起步至 2025 年 8 月 80687 点，23 年累计涨幅 26 倍，年化回报达 15%，期间仅 2008 年（-52%）和 2020 年（-38%）短暂击穿年线，其余年份均保持“进二退一”的震荡上行，2020 年后更以每年超 20% 的斜率加速，成为新兴市场“慢牛”标杆。

从阶段性和区间性来看，日本股市在 2014 年以来也是局部长牛行情。日经 225 指数在安倍经济学刺激下，2014 年从 16000 点启动慢牛，至 2025 年 8 月达 42050 点，11 年间涨幅 163%，期间仅 2018 年（-12%）和 2020 年（-8%）出现显著回撤，但年度最大回撤均未超过 15%，体现政策托底下的长期“慢速缓涨”。

图1：2009年后日本、印度、美国股市均走出长牛



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

◆ 从量、价因素出发看美国、日本和印度市场长牛行情触发机制

我们首先以基本面为切入点，以主要市场长期慢牛期间为案例，包括印度市场（2002 年至今）、美国市场（2000 年至今）、日本市场（2014 年至今），来探讨印度、美国和日本在各自长牛期间的平均经济指标表现：

“量”维度的经济增速方面：印度在长牛期间展现出最高的实际 GDP 同比和名义 GDP 同比增速，分别为 6.91% 和 12.39%。美国次之，实际 GDP 同比为 2.21%，名义 GDP 同比为 4.58%。日本的经济增速相对较低，实际 GDP 同比仅为 0.55%，名义 GDP 同比为 1.80%。这表明，高经济增速并非长牛市场的唯一必要条件，但通常是其重要的支撑因素。**“价”维度的价格因子视角：**印度的 CPI 同比和 PPI 同比均较高，分别为 4.99% 和 3.13%，显示出早期新兴市场较高的通胀水平特征。美国 CPI 同比为 3.04%。日本的 CPI 同比和 PPI 同比相对较低，分别为 1.34% 和 2.14%，表明其在长牛期间通胀压力较小，甚至日本一度出现价格低迷螺旋。

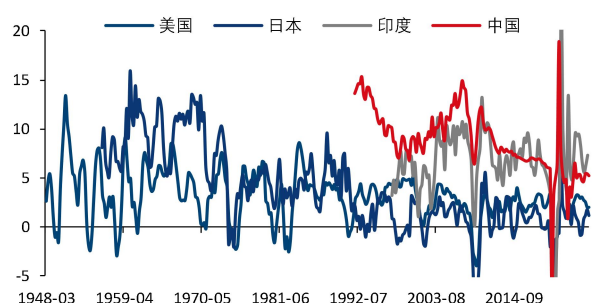
图2：美日印股票市场长牛慢牛期间，各类量、价经济基本面数据的中枢水平

国家	实际 GDP 同比 (%)	名义 GDP 同比 (%)	CPI 同比 (%)	PPI 同比 (%)
印度	6.91	12.39	4.99	3.13
美国	2.21	4.58	2.58	——
日本	0.55	1.80	1.34	2.14

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

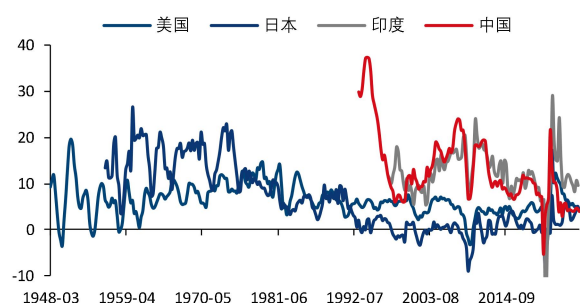
分三个市场来看经济增速对股市长牛的贡献：（1）印度股市的长牛伴随着显著的高经济增长，无论是实际 GDP 还是名义 GDP，都保持了较高的增速。对于新兴市场而言，强劲的经济增长是推动股市长期上涨的重要基本面支撑。高增长意味着企业盈利能力的提升，从而吸引更多投资。（2）美国在 1990 年代以来的长牛期间也保持了稳健的经济增长，虽然不及印度，但其成熟的经济体量和创新能力为股市提供了坚实的基础。这说明即使是发达经济体，持续的、健康的经济增长也是股市长牛的必要条件之一。（3）日本自 2014 年以来的股市上涨，其经济增速相对较低，甚至在某些时期接近停滞。这似乎与“高经济增速是长牛市场必要条件”的观点相悖。然而，日本股市的长牛更多地受到其他结构性因素的驱动，例如：**企业盈利改善**，尽管宏观经济增速不高，但日本企业通过结构性改革、成本控制和全球化扩张，实现了盈利能力的提升。**宽松货币政策**，日本央行长期实施的超宽松货币政策，为市场提供了充足的流动性，降低了融资成本，并可能促使资金流入股市。**公司治理改革**，日本政府和推动的公司治理改革，提高了股东回报，增强了投资者信心。**全球经济复苏**，全球经济的整体复苏也为日本出口导向型企业带来了利好。

图3：主要经济体实际 GDP 同比增速对比



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理 注：单位为%

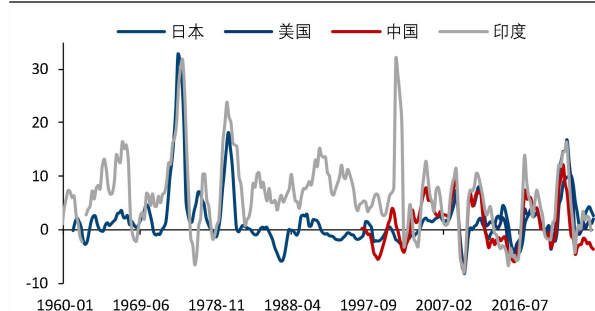
图4：主要经济体名义 GDP 同比增速对比



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理 注：单位为%

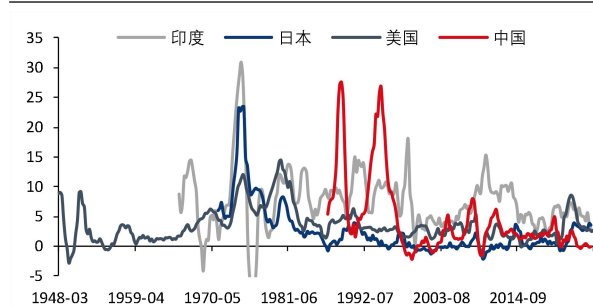
因此，经济增速是股市长牛的重要基本面因素，尤其对于新兴市场而言。然而，对于成熟市场，特别是像日本这样经历过长期经济停滞的经济体，即使经济增速不高，通过**企业盈利改善**、**宽松货币政策**、**公司治理改革**以及**全球经济环境的利好**，也能够支撑股市的长期上涨。综上，股市长牛的驱动因素是多方面的，不能仅仅归结于经济增速。

图5: 主要市场 PPI 同比走势对比



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理 注: 单位为%

图6: 主要市场 CPI 同比走势对比



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理 注: 单位为%

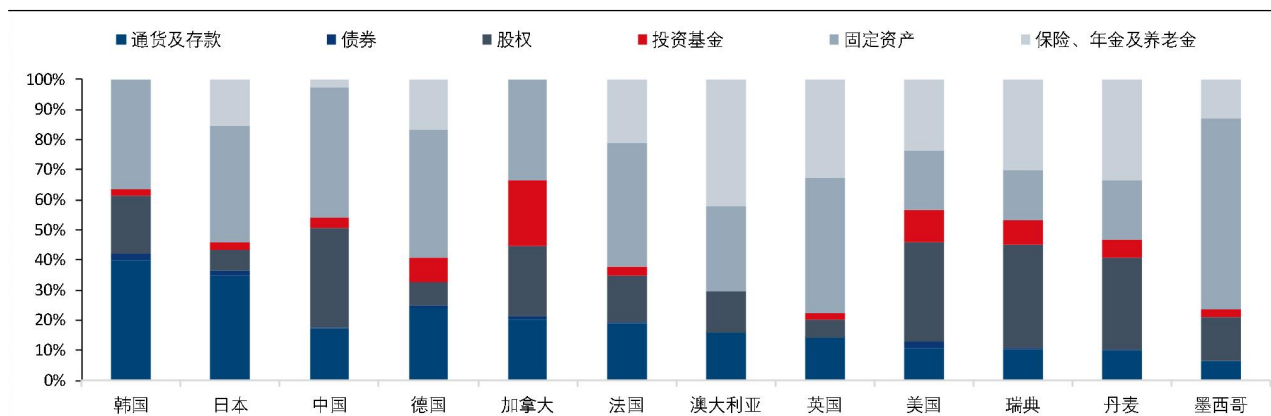
具体到印美日市场的通胀水平与长牛间联动: 印度在长牛期间伴随着较高的通胀水平，而美国和日本的通胀相对温和。这表明，适度的通胀可能对股市有利，反映了经济的活跃度和需求增长。然而，过高的通胀可能会侵蚀企业利润和消费者购买力，对股市造成负面影响。对于印度而言，高通胀与高经济增长并存，属于新兴市场快速发展阶段的特征。除了宏观经济总量指标外，企业微观层面的改善和货币政策的支撑作用。

综合来看，股市长牛市场并非单一经济指标的产物，而是多种基本面因素综合作用的结果。虽然强劲的经济增速是重要的支撑，尤其对于新兴市场，但并非绝对必要条件。对于成熟市场，企业盈利能力、货币政策、公司治理以及全球经济环境等因素同样关键。未来的研究可以进一步探讨这些因素之间的相互作用机制，以及其不同经济周期和市场环境下的相对重要性。

◆ 居民资产配置偏好和股票投资意愿联动

居民财富效应、风险偏好和存款搬家也是股市长期行情的重要来源，资金端与股市走势相得益彰、互相促进。次贷危机后，美国居民对股票类资产的偏好和美股慢长牛的走势显著相关。美国居民部门的资产规模持续增长，非金融资产主要包括房地产、耐用消费品，金融资产主要包括支票存款和货币、定期存款和储蓄存款、货币市场基金、债券、贷款、股票、共同基金、保险金、养老基金等，2012年至2022年平均占比最高的资产为房地产、养老基金、股票、非法人企业股权、共同基金，分别为25%、21%、15%、15%、9%、7%。以2008年为分水岭看资产端的变动，美国在2008年之前的30年，居民储蓄的增长率维持低速增长，平均增长率为3%，而金融负债端快速增长，平均增长率为10%。2008年以后，居民储蓄快速增长，2008年至2021年平均增长率为18%，金融负债同样快速增长。居民储蓄大幅增长发生在2008年之后，雇员报酬、经营者收入、个人财产性收入（利息和分红）、个人转移支付的占比结构稳定，因此并不是单一收入来源的增长带动，而是整体收入水平的增长，同时美国个人支出占个人可支配收入持续回升，消费习惯变得节约也是美国居民储蓄增长的原因之一，尤其是在金融危机发生以后，消费的减少抵消了收入的减少使得储蓄并未受损，从这个角度来讲，扩大消费、对风险资产如股市加强配置两类行为间并不矛盾。在2012年之前的多数时间，美国居民可支配的当期资金对股票及股权及投资基金的分配长期为负值，意味着居民即不会拿当期的收入去投资股票或基金、也不会用贷款去投资股票或基金，而是卖出了部分股票并增持其他资产，仅在2000年、2008年牛市前为正，2012年之后，对股票的资金流入长期为正，也是美国牛市行情最显著的阶段。整体来看，资金流入比例与美国股市表现强烈相关。

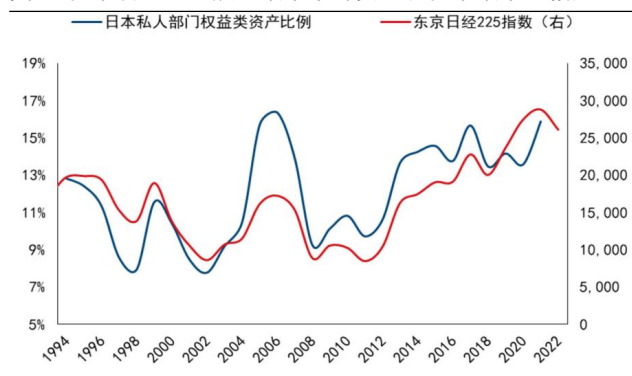
图7：主要经济体居民在各类资产中投入比例的全貌



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

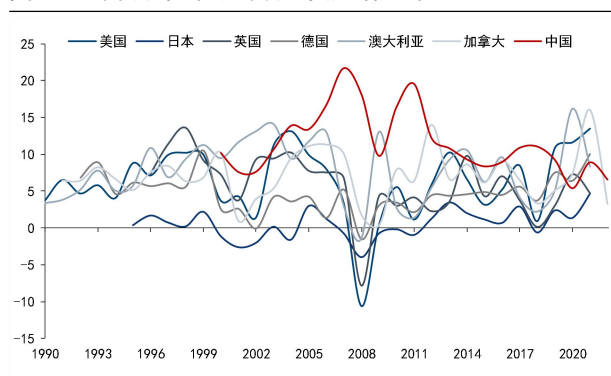
日本市场中，居民在股票中沉淀资金，与日本股市走势同样密切相关。储蓄增长较快的2009年、2011年、2014年、2018年至2020年的资产分配表现：2009年，储蓄增长率较快，但是固定资产和金融资产的总净增长为负，居民大量卖出住宅和土地，资金流入存款、股票和基金；随着日本房价触底，住宅和土地的卖出减少，但每年仍在持续卖出，同时股票也在不断卖出，储蓄和这三类资产卖出的金额主要流入了存款和投资基金。综合美国和日本的案例可以发现，居民配置股票意愿（反映为总资产中多大比例投入股市）、在股市投入资金的强度（反映为长期持有和成交中多少比例来自居民）都是发达市场股市慢牛、长期繁荣的压舱石。

图8：日本居民企业投入股市中的资金和日本股市正相关



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图9：全球代表性市场的居民资产增速对比



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理 注：单位为%

◆ 从融资市到投资市的重要过渡是长期慢牛的繁荣基础

从短中长期维度审视全球主要证券市场回报来源,可以清晰地看到不同驱动因素在不同时间尺度上的作用。短期内,市场回报往往受到估值波动的主导,例如在 1 年期数据中,部分市场如美国标普 500 和日本日经 225 的估值贡献显著,这反映了短期市场情绪和流动性对资产价格的快速影响。然而,随着时间周期的拉长,盈利增长和股息收入在总回报中的权重日益凸显。例如,在 3 年和 5 年期数据中,盈利贡献在多数市场中已成为主要的积极驱动力,这表明企业基本面的改善是中期回报的坚实基础。分红贡献虽然在短期内占比较小,但在长期维度上,其稳定性和复利效应使其成为不可忽视的回报来源,尤其是在成熟市场中,股息再投资能够显著提升长期总回报。

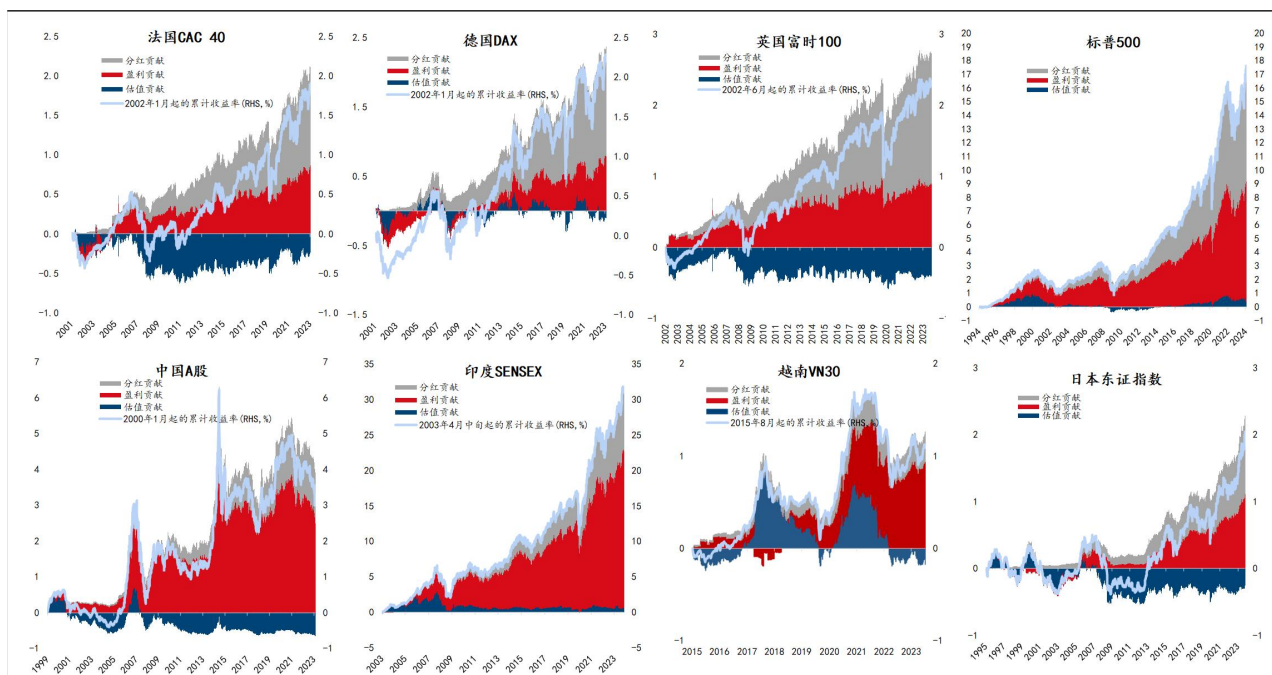
图 10: 全球多个市场经验显示,股市的长期回报来源在盈利和分红的贡献

时间/拆分/市场		欧洲		美国		日本		印度	越南	中国
		法国CAC	德国DAX	标普500	道琼斯工业	日经225	东证指数	明晟印度	VN30	沪深300
1年	估值贡献	3%	-2%	16%	7%	26%	21%	25%	3%	-19%
	盈利贡献	4%	14%	9%	7%	12%	15%	13%	16%	5%
	分红贡献	2%	3%	2%	2%	3%	3%	-1%	2%	2%
3年	估值贡献	3%	-17%	3%	-9%	-2%	6%	17%	-38%	-34%
	盈利贡献	25%	24%	20%	21%	35%	34%	43%	37%	4%
	分红贡献	8%	10%	6%	7%	9%	9%	-13%	4%	4%
5年	估值贡献	23%	-5%	44%	22%	22%	11%	32%	-49%	-23%
	盈利贡献	28%	27%	50%	36%	56%	45%	86%	61%	13%
	分红贡献	20%	24%	21%	22%	27%	23%	-35%	9%	11%
10年	估值贡献	34%	-5%	86%	70%	45%	28%	49%		
	盈利贡献	50%	51%	99%	70%	126%	105%	164%		
	分红贡献	45%	48%	58%	61%	73%	59%	-56%		
20年	估值贡献	-17%	4%	51%	39%	30%				
	盈利贡献	131%	143%	304%	229%	225%				
	分红贡献	148%	202%	220%	230%	163%				

资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

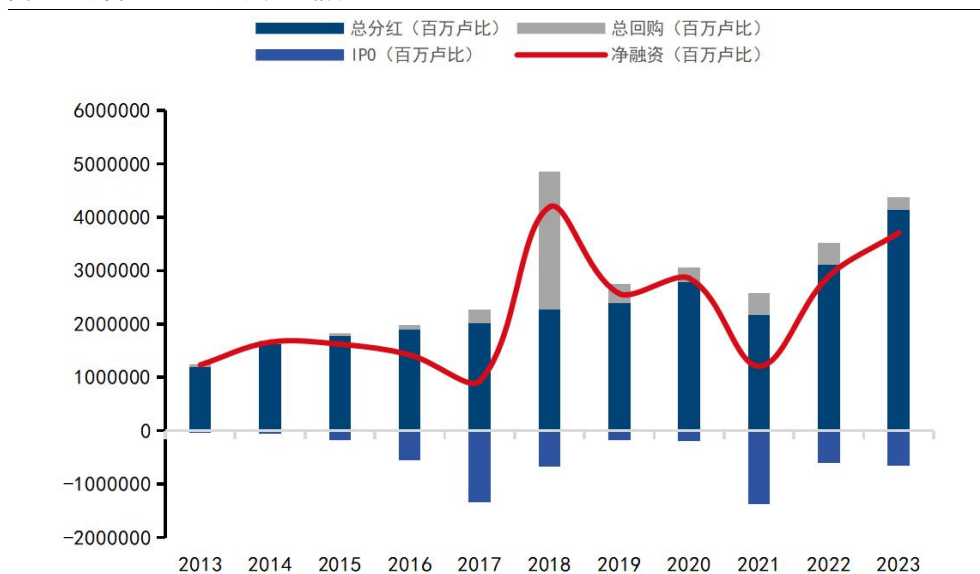
聚焦于长期回报（5 年及 10 年期），盈利和股息是构建财富增长的核心要素。在大多数市场中,盈利贡献占据了长期回报的绝大部分,例如美国标普 500 和日本日经 225 在 5 年和 10 年期均展现出强劲的盈利增长贡献,这直接来源于企业持续的营收增长和利润扩张。这强调了投资于具备持续盈利能力和成长潜力的优质企业的重要性。与此同时,股息贡献在长期投资组合中扮演着“压舱石”的角色。尽管其年度贡献率可能低于盈利增长,但其稳定性和现金流属性为投资者提供了持续的回报流,尤其是在市场波动时期,股息收入能够有效平滑投资组合的净值波动。例如,欧洲市场在长期维度上展现出相对稳定的分红贡献。因此,对于追求长期稳健回报的投资者而言,关注企业的盈利质量和股息派发能力,并进行股息再投资,是实现资产增值的关键策略。

图 11：美日欧中印越市场中，股票长期回报的分层拆解



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图 12：印度 IPO、回购和分红情况



资料来源：Bloomberg，NSDL，国信证券经济研究所整理。注：IPO 数据来自世界交易所协会官网，分红和回购数据采取历年上市股票年度分红和回购数据总和，净融资=分红+回购-IPO。

以新兴市场中印度市场为例，印度股市长期以来通过回购和分红实现了资金的有效回馈，总金额已经超过了 IPO 融资额，凸显了典型的投资型市场特点。分红和回购制度不仅是向投资者回报的关键途径，还成为推动资本市场长期健康发展的核心动力。与美国等成熟资本市场类似，分红和回购已经成为印度股票投资的主要收益来源之一，大大增强了投资者的信心，一定程度上减少了市场的波动性，有助于维持资金的稳定流入，支持企业健康运营，从而构筑了股市长期上涨的坚实基础。近年来 A 股也凭借政策引导上市公司强化分红的方式提升对投资者的呵护，实现了融资市到回馈市、投资市的转变，形成本轮长期慢牛的第二个微观基础。

◆ **风险提示：**上市企业盈利波动较大；美联储货币政策不确定性；海外地缘政治冲突加剧

相关研究报告：

《策略解读-这轮创业板牛市更像哪一次》——2025-08-19

《策略解读-反内卷，更要买高门槛资产》——2025-08-14

《策略快评-2025 年 8 月各行业金股推荐汇总》——2025-07-30

《策略解读-中国基建的 DeepSeek 时刻》——2025-07-22

《AI 赋能资产配置追踪（2025.7）-AI 提示货币信用体系占优》——2025-07-05

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±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±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