

## 【申银万国期货】股市复盘笔记系列（一）——2016 年

### ——股指期货专题报告

#### 摘要：

2023 年 3 月 24 日

宏观及金融研究团队

分析师：柴玉荣

从业资格号：F03111639

投资咨询号：Z0018586

电话：021-50586292

邮箱：chaiyr@sywgqh.com.cn

申银万国期货有限公司

地址：上海东方路 800 号  
宝安大厦 7、8、10 楼

邮编：200122

电话：021 5058 8811

传真：021 5058 8822

网址：[www.sywgqh.com.cn](http://www.sywgqh.com.cn)



申银万国期货  
宏观金融研究



申银万国期货研究

#### 一、复盘笔记的缘起

古人有云，“以史为镜，可以知兴替”。我国资本市场从1990年底至今已走过32个岁月。在这条历史长河中，牛熊更迭，总有一些时候值得我们学习。当下，国内刚经过三年疫情，随着2022年底疫情防控政策的优化，经济探底复苏，与2016年情况有所类似。因此，我们决定写一个系列报告，对历史股市进行复盘，以期对当前市场有所借鉴，本篇为系列（一）-2016年。

#### 二、2016年的市场情况

回顾2016年的市场，基本可概括为以下几大关键词：

①**后股灾时代**：年初熔断机制的出台使得市场经历第三次股灾，点位和估值均降至相对低位。

②**低波动震荡**：市场经历熔断股灾之后，资金仍心有戚戚，市场整体呈现低波动的震荡行情。

③**二八分化**：2016年是供给侧结构性改革元年，加上监管层换人，资本市场监管趋严，资金流入蓝筹价值板块，形成了持续三年的大小盘分化行情。

#### 三、当前与2016年的对比

①**盈利端**：当前与2016年均处于新一轮复苏周期的初期，区别在于2016年经济在地产的推动下复苏斜率较高，但当前经济中消费和地产投资均复苏力度偏弱，经济呈现弱复苏的迹象。

②**政策端**：当前与2016年的财政政策均为加力。2016上半年货币政策较为宽松，下半年开始有收紧趋势。2023年，货币政策以稳为主。

③**制度端**：2016年受供给侧改革影响，全年煤炭、石油石化等板块表现亮眼。2023年，既有数字经济，又有中国特色估值体系，兼顾成长和价值。

④**估值端**：2016年上证50和沪深300均处于估值的低位，估值反弹具有较大的空间。当下，上证50和沪深300估值处于平均值附近，不具有明显的指向意义；中证1000的估值处于相对低位，空间上具有较大的反弹可能。

**总结**：根据当前与2016年的情况对比，2016年的宏观环境要好于2023年，但由于刚经历了熔断股灾，市场仍心有戚戚，整体呈慢牛走势。而今年，目前市场对于年内经济的预期是弱复苏，货币政策以稳为主，预计银行间资金利率在政策利率附近波动，若海外银行业风险不出现进一步蔓延扩散，市场或能复现2016年的震荡上行走势。

#### 四、风险提示

1、海外银行业风险超预期扩散；2、国内货币政策超预期收紧。

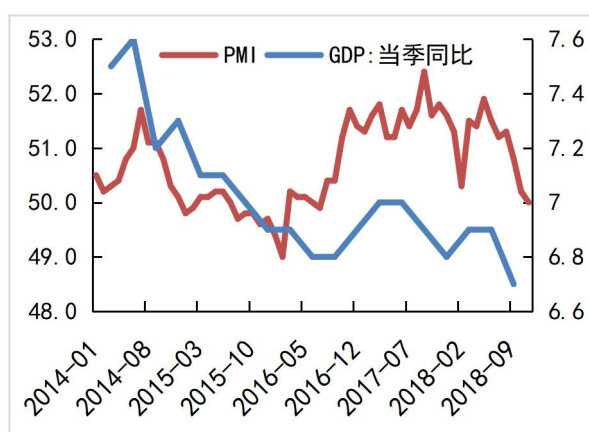
## 一、2016 年：宏观面情况

### 1、经济增长与通货膨胀

2016 年 1 月 26 日，习近平主席在中央财经领导小组第 12 次会议上首次提出供给侧结构性改革，推动产能出清，2016 年 Q1-Q4 的 GDP 增速稳步抬升，基本完成两会制定的经济增速目标 6.5%-7%。PMI 增速一改前两年的下滑趋势重新回到景气区间，也可看出经济盈利整体向上。

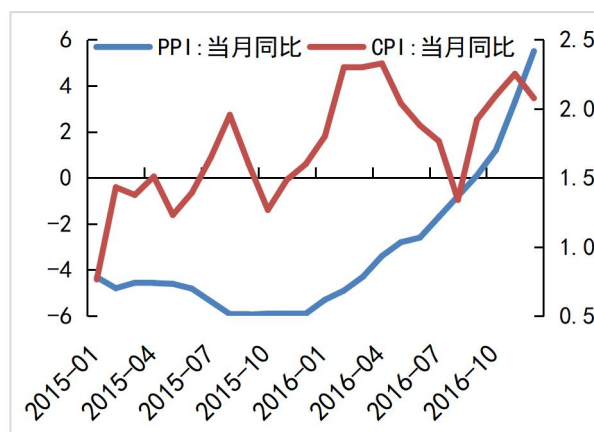
伴随着经济盈利的增速上行以及供给端产能的出清，通胀逐渐升温。最先是上游工业品成本的提升，PPI 同比增速从年初的 -5.3% 一路涨至年底的 5.5%。下半年，价格从上游逐渐传导到下游消费端，CPI 同比增速反弹重回 2%。经济的回暖和通胀的反弹也是下半年货政转向的主要原因。

图 1：2014-2018 年 GDP 和 PMI (%)



资料来源：Wind，申万期货研究所

图 2：2015 年-2016 年国内通胀 (%)



资料来源：Wind，申万期货研究所

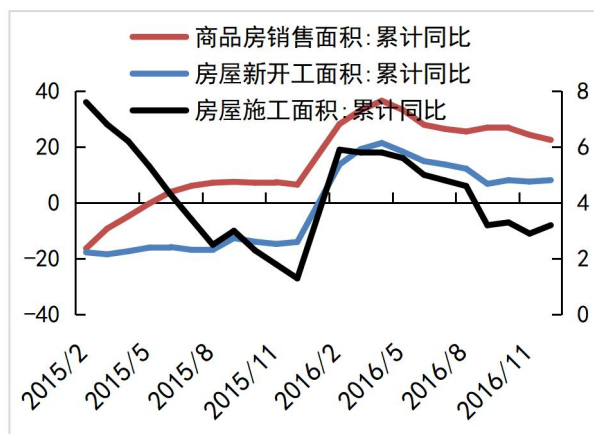
### 2、地产繁荣与货政转向

2016 年上半年，房地产市场较为火爆，部分热点城市房价快速上涨，销售面积等高频数据达到高点，部分金融市场也出现加杠杆的短期炒作，资金脱实向虚，人民币贬值压力加剧。同时，伴随着经济企稳，通胀中枢上行，人民币贬值压力加剧，央行的政策基调开始出现转向。

7 月 26 日，中央政治局会议开始强调“抑制资产价格泡沫”，货币政策态度开始出现转向，10 月初北京、深圳、武汉等 22 个城市的楼市调控升级，10 月 28 日召开的中共中央政治局会议，进一步明确提出“注重抑制资产泡沫和防范经济金融风险”，以房地产为代表的资产价格高温渐退。

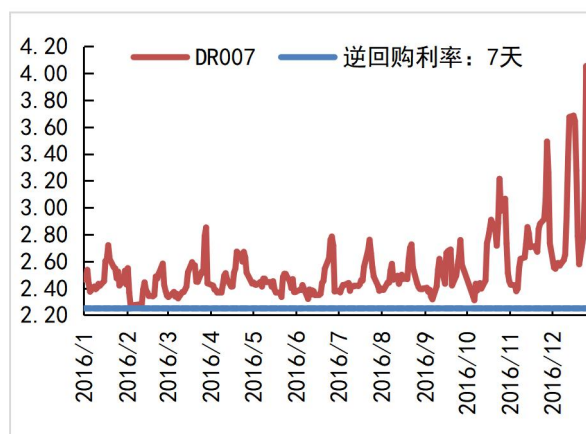
2016 年 8 月份，央行逆回购开始“锁短放长”，暂停 7 天逆回购，重启 14 天和 28 天逆回购，抬升短端资金成本。以银行间 7 天期的质押式回购利率来看，资金成本从 2.4% 逐渐抬升到 3% 以上的年底高位，政策转向稳中偏紧。

图 3：2015 年-2016 年我国房地产表现情况



资料来源：Wind，申万期货研究所

图 4：2016 年银行间利率（%）



资料来源：Wind，申万期货研究所

## 二、2016 年：市场整体运行情况

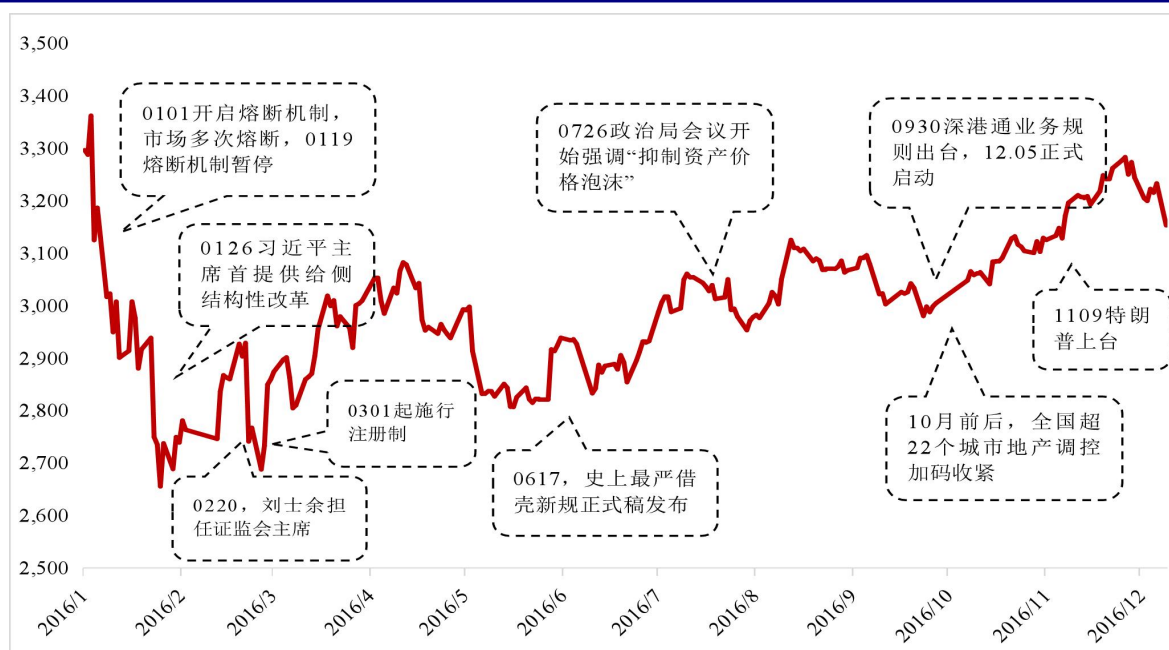
2016 年，在年初经历熔断机制的血洗后，市场跌至谷底，上证综指跌至 2600 多点。随后，市场企稳，震荡上行，底部逐渐抬升，开启持续三年的慢牛行情。

从分阶段行情来看，2016 年市场可大致分为两段行情：

阶段一：2016 年 1 月 1 日至 3 月 1 日。以股市熔断开局，0104 新年第一个交易日，市场两次熔断，0107 又是两次熔断，随后熔断制度暂停，但影响仍在持续，上证综指一度跌至 2600 多点的低位。随后市场在大消费的引领下有所反弹，但缺乏增量资金，加上证监会主席换人、金融监管趋严等影响，市场二次探底。

阶段二：2016 年 3 月 1 日至年底，市场进入低波动震荡。供给侧改革下，经济整体盈利向上，地产也较为火热，新开工面积、销售面积增速等均在上半年达到高点。同时，也伴随着多个风险事件，比如英国脱欧、人民币汇率贬值、央行政策转向、年末债市跌停等，注定 2016 年是个震荡的市场。

图 5：2016 年上证综指走势



资料来源：公开资讯整理，申万期货研究所

纵观 2010 年至今这十多年来的市场运行情况，尽管 2016 年因年初的熔断事件整体表现差强人意，四大股指不同程度收跌，但从时间轴的维度来看，跌幅均为这十三年中的最小跌幅，整体表现尚可。从估值来看，2016 年基本是上证 50 和沪深 300 指数的估值低位，而中证 500 和中证 1000 的估值尚处于中间位置，直到 2018 年底才接近估值底部。

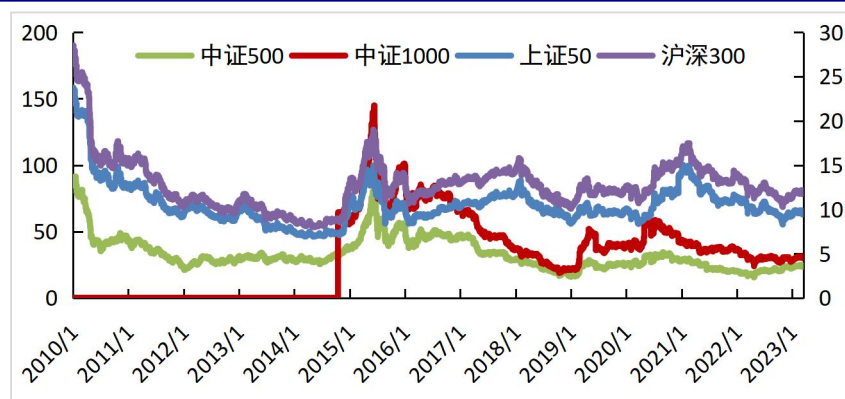
图 6：2010-2022 年四大股指涨跌情况（%）

板块	上证 50	沪深 300	中证 500	中证 1000
2022	-7.21	-11.65	-11.83	-12.34
2021	2.31	11.98	29.14	49.79
2020	37.28	57.47	57.90	64.77
2019	41.15	48.53	44.82	51.54
2018	-11.90	-16.25	-23.10	-25.89
2017	34.78	35.61	8.45	4.35
2016	-0.04	-4.66	-10.39	-3.32
2015	-0.50	22.05	63.21	123.14
2014	70.72	72.00	54.87	56.59
2013	-6.64	4.15	33.48	-

2012	11.46	10.84	8.86	—
2011	-8.93	-15.24	-27.39	—
2010	-17.63	-6.14	29.49	—

资料来源：公开资讯整理，申万期货研究所

图 7：2010 年至今四大股指滚动市盈率



资料来源：公开资讯整理，申万期货研究所

### 三、2016 年：板块风格运行情况

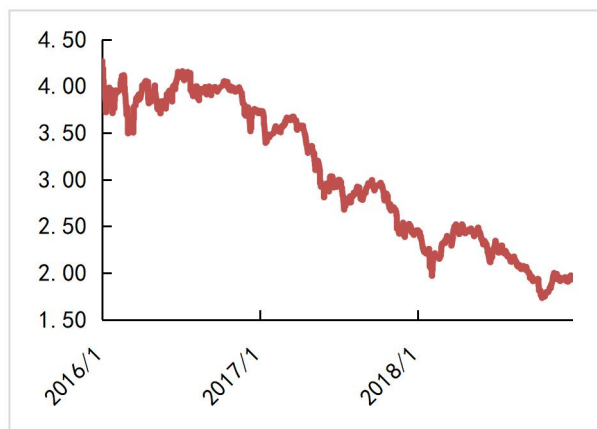
#### 1、大小盘指数

从目前上市的四大股指期货品种来看，基本可覆盖大中小盘市场。上证 50 指数权重板块是大金融和大消费，基本可代表 A 股的蓝筹价值；沪深 300 加入部分新能源电力股，但总体依旧是价值股为主；中证 500 和 1000 价值股偏少，更多是以计算机、新能源等成长板块为主，且主要是中小市值股票，尤其是中证 1000，基本是偏小市值股。因此，在分析大中小盘指数的运行情况时，我们直接采用上证 50 和中证 1000 两大指数的对比。

从 2016 年两大指数的强弱对比来看，上半年中证 1000 和上证 50 的强弱对比并不明显，板块轮动较快，整体处于区间震荡之中。从下半年 8 月份开始，两大指数的强弱出现明显转换，中证 1000/上证 50 比值开始下滑，并形成二八分化趋势，一直持续到 2018 年底。

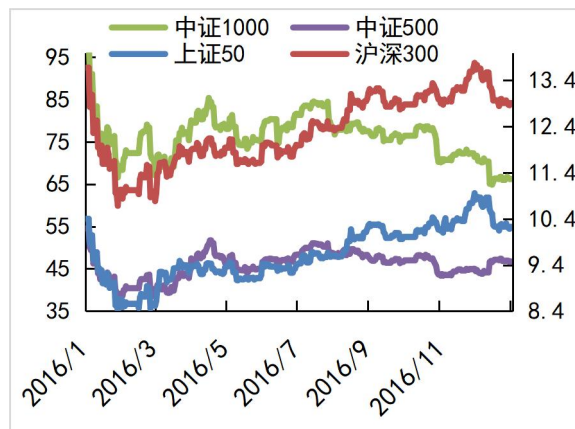
从估值角度来看，也是从下半年 8 月开启。以价值股为主的上证 50 和沪深 300 估值延续前期的上涨趋势，而中证 500 和中证 100 估值开始拐头向下，尤其是中证 1000 和上证 50 的对比为明显，大中小盘的估值出现显著分化。

图 8：2016-2018 年中证 1000/上证 50 比值



资料来源：Wind，申万期货研究所

图 9：2016 年大中小盘指数的估值（PE-TTM）



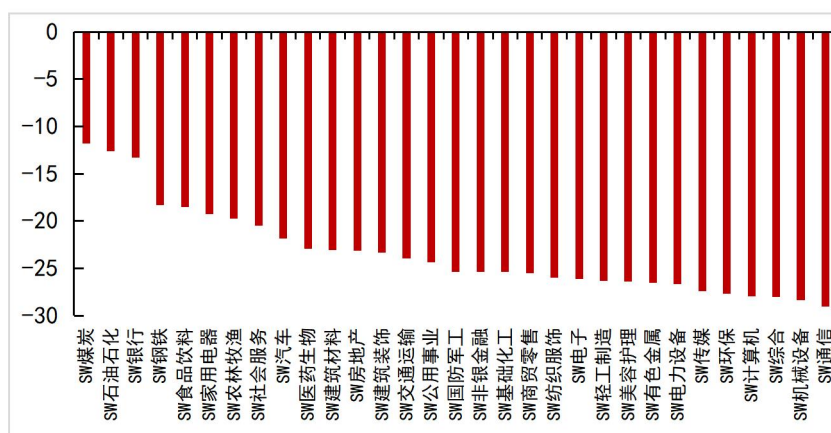
资料来源：Wind，申万期货研究所

## 2、行业指数

年初指数经历熔断股灾，随后企稳震荡上移，但未能修复年初跌幅，上证综指全年收跌 435.54 点（-12.31%），申万一级行业全线收跌。二八分化行情在行业涨跌上也表现得较为明显。

受供给侧改革和股灾后遗症影响，全年表现较为抗跌的板块基本集中在传统周期和蓝筹价值板块，跌幅最小的是煤炭板块（-11.79%），其次是石油石化（-12.60%）、银行（-13.30%）、钢铁（-18.28%）、食品饮料（-18.50%）。而跌幅在 25% 以上的主要是电子（-26.14%）、电力设备（-26.63%）和计算机（-27.98%）等成长板块。

图 10：2016 年申万一级行业涨跌幅（%）



资料来源：申万期货研究所

## 四、当前与 2016 年的异同点

根据下表当前与 2016 年的情况对比，2016 年的宏观环境要好于 2023 年，但由于刚经历了熔断股灾，市场仍心有戚戚，整体呈慢牛走势。而今年，目前市场对于年内经济复苏的预期以弱复苏为主，货币政策以稳为主，预计银行间资金利率在政策利率附近波动，若海外银行业风险不出现进一步蔓延扩散，市场或能复现 2016 年的震荡上行走势。

图 11：当前与 2016 年的情况对比

指标		2016 年	2023 年	对比
宏观经济	增速目标	国内生产总值增长 6.5%-7%	国内生产总值增长 5%左右（市场预期的地板）	相同点：均处于盈利增速反弹阶段  不同点：2016 年地产是经济的主要贡献项，而今年地产预计贡献有限，主要还是看消费的反弹力度。
	盈利	PMI 拐头向上，经济反弹回暖，地产表现亮眼	大概率弱复苏。根据最近两个月的数据，外需偏弱，内需从目前的政策基调来看，一是消费，复苏力度的持续性有待验证；二是地产，但地产预计拉升有限	
	通胀	供给侧改革叠加经济企稳，下半年面临通胀压力	从最新 2 月的通胀数据来看，无通胀压力，反而存在通缩迹象	
宏观政策	财政政策	积极的财政政策要加大力度，拟安排财政赤字 2.18 万亿元，比去年增加 5600 亿元，赤字率提高到 3%	积极的财政政策要加力提效。赤字率拟按 3%安排	相同点：财政政策均为加力。  不同点：2016 上半年货币政策较为宽

	货币政策	两会表示“稳健的货币政策要灵活适度，广义货币 M2 预期增长 13% 左右，社会融资规模余额增长 13% 左右”，0726 政治局会议首次明确提出“抑制资产泡沫”	两会表示“稳健的货币政策要精准有力”，预计稳中偏紧	松，下半年开始有收紧趋势。2023 年货币政策以稳为主，保持流动性合理充裕。
外部环境	美联储政策	无加息压力，联邦基金利率几乎全年保持在 0.25%-0.5% 区间内	欧美银行业爆发风险事件，美联储面临金融稳定和控制通胀的双重压力，加息或会加速结束	均面临较为复杂的外部环境，但 2023 年因两年来欧美央行的激进加息，银行业爆发风险事件，美国硅谷银行和签名银行破产，对标 2008 年金融危机，市场面临的外部扰动更偏大一些。
	国际格局	英国公投脱欧等多个风险事件	俄乌冲突等地缘政治风险	
行业政策	资本市场	深港通正式启动	陆股通扩容	2016 年：受供给侧改革影响，全年煤炭、石油石化等板块表现亮眼。
		注册制施行	全面注册制正式实施	
	其他	供给侧改革	数字经济	2023 年：既有数字经济，又有央行价值重估，兼顾成长和价值。
		国企改革	央企价值重估	
指数估值	市盈率	【上证 50&沪深 300】均处于-1 倍标准差的低位 【中证 500&1000】均处于+1 倍标准差的高位	【上证 50&沪深 300】在平均值下方，接近平均值 【中证 500】处于平均值和-1 倍标准差之间 【中证 1000】处于-1 倍标准差的低位	2016 年：上证 50 和沪深 300 均处于估值的低位，估值反弹具有较大的空间。  2023 年：上证 50 和沪深 300 估值处于平均值附近，不具有

	市净率	<b>【上证 50&amp;沪深 300】</b> 处于-1 倍标准差的低位 <b>【中证 500】</b> 处于+1 倍标准差的高位 <b>【中证 1000】</b> 处于平均值和+1 倍标准差之间	<b>【上证 50】</b> 在平均值附近波动 <b>【沪深 300】</b> 处于平均值和-1 倍标准差之间 <b>【中证 500】</b> 处于-1 倍标准差的低位 <b>【中证 1000】</b> 处于平均值和-1 倍标准差之间	明显的指向意义；中证 1000 的估值处于相对低位，具有较大的反弹空间。
	股权风险溢价	<b>【上证 50&amp;沪深 300】</b> 处于+1 倍标准差上方的高位 <b>【中证 500&amp;1000】</b> 处于平均值和-1 倍标准差之间	<b>【上证 50&amp;沪深 300】</b> 处于平均值和+1 倍标准差之间 <b>【中证 500&amp;1000】</b> 处于+1 倍标准差的相对高位	

资料来源：申万期货研究所

## 五、复盘启发

### 1、风险事件会改变市场原本的运行逻辑

金融市场作为一个以资金为主的市场，其实是比较脆弱的。一旦有影响较为巨大的风险事件发生，市场会偏离其本应运行的逻辑，资金出逃避险，而且市场会进一步放大这种恐慌情绪。2016 年，股市熔断制度对于股市的冲击造成第三次股灾，市场几乎一个月都在阴跌。而 2023 年 3 月初，美国硅谷银行破产事件以及欧洲的瑞信信贷事件，也造成市场对于金融危机的担忧和流动性的短期恐慌，原本震荡偏强的指数出现破位下行，目前资金还在继续观望事件的后续进展。

### 2、基本面的转折是指数表现分化的根本原因

2016 年初，我国经济下行见底的迹象显现，有望进入新一轮的稳定增长周期，蓝筹价值的业绩增速预期向上，加上供给侧改革，周期性传统行业的业绩大幅复苏，行业龙头的集中度提高，大盘股票“低增长、低估值”的底层逻辑被打破。与此同时，2016 年监管层换人，整个金融监管环境转为“强监管、防风险、去杠杆”，监管环境发生逆转，对中小盘这类投机炒作较多的股票影响偏大，市场易出现二八分化的行情。2023 年，作为疫情防控政策放松后的第一年，经济也出现下行见底的迹象，消费相关板块有业绩向上预期，央企价值重估也有利于大盘指数的估值提升，或有可能重现 2016 年的二八分化行情。

## 申银万国期货宏观及金融研究团队

### 免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，本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。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。

本报告所涵括的信息仅供交流研讨，投资者应合理合法使用本报告所提供的信息、建议，不得用于未经允许的其他任何用途。如因投资者将本报告所提供的信息、建议用于非法目的，所产生的一切经济、法律责任均与本公司无关。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利，未经本公司书面许可，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，需注明出处为申银万国期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改