

宏观点评 20231011

平准基金的来龙去脉

2023年10月11日

证券分析师 陶川

执业证书: S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书: S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

■ 时隔 8 年，汇金公司再次出手增持四大行股份，市场对于“平准基金”的议论再次升温。作为纯正“国家队”的汇金在当前出手，确实透露出不一样的信号，国家对于市场和经济的信心十分重视。毫无疑问当前正处于从政策底向市场底、经济底过渡的关键时期，如何促成市场和经济尽快形成良性循环是当务之急。从海外和历史的经验看，提振股市信心、推动股市发挥经济“晴雨表”的作用，平准基金不失为一种“四两拨千斤”的政策手段。

他山之石，可以攻玉，我们整理分析历史上日本、韩国、中国台湾、中国香港以及美国的“平准基金”入（股）市的经验（这里指的是广义的“平准基金”，例如日本央行未成立基金、直接入市的情况我们也纳入考量），我们认为至少有以下几点值得关注：第一，相较于常态化的“平准基金”，相机抉择式的资金干预效果会更好，反面教材是金融危机后的日本和中国台湾（2000 年之后）；第二，“平准基金”入市需要“门槛”和“择时”，股票跌幅大、市场陷入非理性的资金外流恶性循环、其他常规政策效果有限以及交易量低迷是出手的重要条件；第三，平准基金依旧只是过渡手段，务必速战速决，甚至不惜规模，一旦战线拉长，政策效果和信誉都会大大折扣。

■ 日本：设立较早；多番救市；央行出手。

日本股市的干预基金特点相对鲜明：其设立时间较早、下场救市次数也较多，且存在央行直接注资举措。早在上世纪 40 年代，日本政府就有指导银行与机构投资者一定程度购入股票平缓股价下挫，自此往后日本又有三个时期启动平准基金或更直接的方法救市：

①1963 年至 1965 年，以出口为导向的日本经济受到美国境内筹资加税政策的影响，大量日本投资信托基金解约冲击日本股市，1963 年末日经 225 指数自年内高点下跌 26%。日本政府在此背景下召集银行与券商商议救市对策，并于 1964 年 1 月设立日本共同证券基金，由 14 家银行与 4 家证券公司出资，向股市投入 1900 亿日元救市，主要买入超跌的指数成分股。1965 年 1 月，政府再次追加 3200 亿日元买入成分股以外的股票以稳定局面。两番入场后，日经 225 终于在 1965 年三季度止跌回升。

②1995 年，股市泡沫破灭逐渐企稳后日本经济再度转弱，叠加地震灾害冲击，日经 225 指数上半年蒸发近 4000 点。1995 年 6 月日本政府组织银行业成立股市安定基金，投入资金约 2 万亿日元，刺激之后日经 225 指数年内基本抹平跌幅。

③2010 年，面对更严峻的全球金融危机冲击，日本政府采取了更直接的措施-央行通过信托下场购买 ETF、股票，当年规模达 1 万亿日元，迅速增强了股市流动性，2012 年黑田东彦上任行长后央行直接入市力度加大，疫情爆发后日央行购买量也来到了历史高位—2020 年 4 月仅一月就购入近 1.5 万亿日元 ETF。随着日央行长期的干预，日股也在 2012 年走出底部调整后中枢持续上行。

■ 韩国：四次危机均有平准基金护市。

韩国平准基金设立后曾多次抑制股市的剧烈下跌，应对相对迅速，救市资金入市后生效也相对较快：

①1989-1990 年韩国股市泡沫破裂，韩国政府 1990 年 5 月设立股市稳定基金，由券商、银行及保险公司共出 4 万亿韩元，并于 9 月再度投入约 2.6 万亿韩元。

②2003 年，韩国信用卡危机引发的蝴蝶效应波及到股市，韩国证券业部门设立 4000 亿韩元规模的投资基金予以应对。

相关研究

《假期国内数据盘点：经济拐点的“强心剂”？》

2023-10-06

《假期海外市场跌够了吗？》

2023-10-05

③2008年金融危机爆发，韩国综合指数（KOSPI）半年内蒸发近一半股指，韩国迅速设立平准基金按月向股市注入流动性，股市也随之触底反弹。

④2022年新冠疫情叠加美联储加息，韩国股市持续走低，截至9月防控放开时KOSPI指数年内已累计下跌25%，韩国金融部门10月出台了一揽子救市对策，包括购买公司债券和商业票据，并重启股票市场稳定基金，韩国股市于当月企稳。

■ 中国台湾：从“应急性”措施到“常态化”机制的过渡。

中国台湾曾多次采用平准基金对股市进行外部干预，整体可以分为三个阶段。**第一阶段（1996年）**主要是受地缘政治事件的影响，中国台湾股市受挫、大量资金外流，当局设立总规模约2000亿新台币的股市稳定基金以稳定金融市场表现。**第二阶段（1998年）**发生在亚洲金融危机背景之下，中国台湾以建立2800亿新台币的股市平准基金来进行救市。**第三阶段（2000年3月-至今）**的“主角”是金融安定基金——为了防止所谓的“政治风险”及维护经济安全，当局在2000年大选之际成立了国家金融安定基金。自此之后，金融安定基金便成为减缓中国台湾证券市场所受冲击的常态化金融稳定机制。金融安定基金资金来源主要有两大渠道：一是以国库所持有之公民营事业股票为担保，向金融机构借款；二是借用四大基金所属可供证券投资而尚未投资的资金。在金融危机、欧债危机、新冠疫情等“危机时刻”，中国台湾当局都有通过金融安定基金以进行股市护盘行动。

但平准基金救市效果相对偏弱。结合中国台湾多次使用平准基金后股市走势来看，平准基金入市后仅能在短期内抬升股指，未能扭转中国台湾股市的颓势。究其原因，我们认为中国台湾对平准基金的使用有三大弊端：一是中国台湾对平准基金的使用不完全是为了救场股市，还是“政治博弈”的工具——政府常在内部政局不稳的情况下入市；二是时常在市场未出现大量抛售的时候就入市，入市过早导致并未达到理想的救市效果；三是运营不力、运用效率较低，因时常“逆势而为”而遭到别有用心的市场资金“狙击”，起到的稳定市场的作用十分有限。

■ 中国香港：1998年金融保卫战，“汇率保卫战”下，外汇基金成为护市“武器”。

1997年中国香港回归之际，国际金融炒家对中国香港金融市场发起了“精心策划”的“攻击”，通过集中抛售港币、待其贬值后再以低价购回，从中套利。一场“汇率保卫战”也被正式发起，港币利率在短期内快速走高，但同时也给股票价格施加了压力。在索罗斯联同其他国际炒家的多次攻击下，恒生指数于1998年8月13日降至谷底。8月14日，中国香港金融管理局首次动用外汇基金，大量买入汇丰、中国香港电讯等大盘蓝筹股，暂时止住股市下跌的颓势。此后半个月里，国际炒家和中国香港政府展开了一场针锋相对的“拉锯战”，中国香港政府共斥资1181亿港元买入33只蓝筹股，最终成功顶住了国际炒家的压力，这场“汇率保卫战”也以港府惨胜、国际炒家巨额亏损而告终。

为了“消化”战后积聚的大量“官股”，“汇率保卫战”的副产品（盈富基金）应运而生。1999年11月，中国香港外汇基金投资有限公司推出与恒生指数挂钩的单位信托——盈富基金，旨在购买外汇基金当时购入的蓝筹股，将股份以基金单位形式出售。盈富基金这一“港股版的恒生ETF”是使平准基金逐步退出股市的重要机制。不过盈富基金还保留了一部分股票作长期投资，待最后一批待沽单位完成认购后，盈富基金改由金管局管理，并将股票组合管理工作完全交由外聘基金经理负责。

中国香港外汇基金缘何成功开启市场上行通道？主要原因在于中国香港外汇基金大力吸纳的是“超级蓝筹”，以此推高大势。此外，中国香港外汇基金并不仅仅是应市而建，长期以来就是中国香港稳定金融格

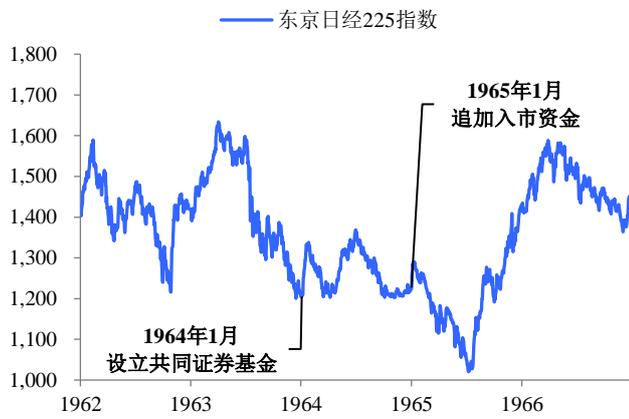
局的重要“利器”，平时就“训练有素”、到了“战场”时自然便大有作为。

■ 美国：财政部直接入市

2008年9月，雷曼兄弟作为第四大投资银行申请破产，美林证券被迫被美国银行收购，同时保险巨头美国国际集团（AIG）陷入了倒闭的边缘，道琼斯指数创下自2001年9月以来的最大单日跌幅。为了避免进一步加剧市场的恐慌情绪，美联储利用其获得的特别授权，提供了850亿美元的贷款来拯救AIG免于倒闭。紧接着美联储与美国十大银行共同组建了一个规模为700亿美元的救市基金，旨在为面临破产风险的金融机构提供资金保障。进入10月份，财政部执行了规模高达2500亿美元的资本收购计划，购买了银行和金融机构的优先股权，从而成功稳定了整个银行业。2008年底，道琼斯指数开始触底回升。

- **风险提示：**东盟、俄罗斯及其他新兴经济体经济增长不及预期，对外需拉动不足。欧美经济超预期陷入衰退，拖累我国出口。政策出台过慢，导致经济动力和市场信心再次下降。

图1: 1964-1965 年日股救市



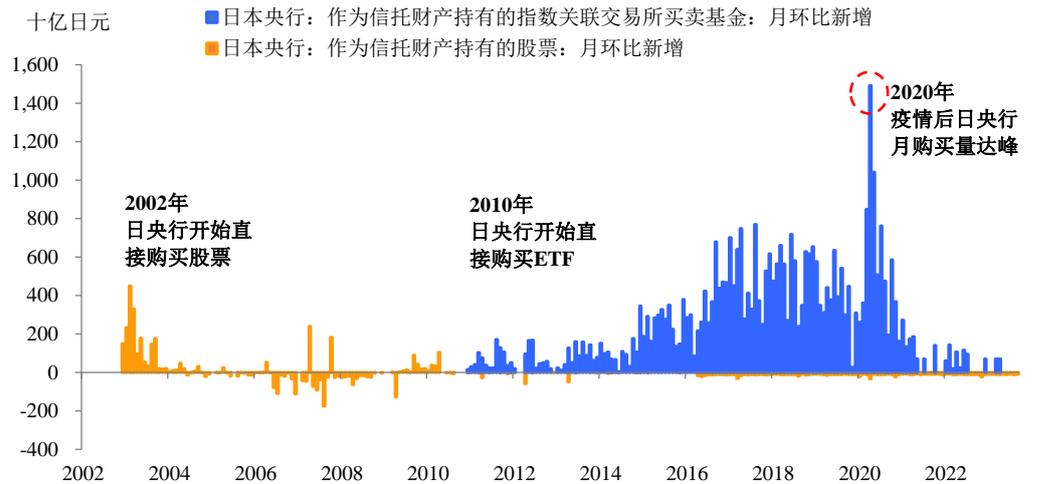
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 2010 年日本央行直接下场购买 ETF 救市



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 日本央行大量购买 ETF 及股票, 向市场注入流动性



资料来源: Wind, 东吴证券研究所绘制

图4: 日本平准基金救市梳理: 设立较早; 多番救市; 央行出手

时间	救市手段	背景	投入资金前半年市场最大跌幅	资金来源	资金规模
1964.01	共同证券基金	受美国境内筹资加税政策的影响, 大量日本投资信托基金解约	-24.4%	14家银行与4家证券公司	1900亿日元
1965.01	共同证券基金	--	-10.9%	14家银行与4家证券公司	3200亿日元
1995.06	股市安定基金	日本经济再度转弱, 叠加地震灾害冲击	-22.1%	多家银行	2万亿日元
2010.12	日本央行购买ETF	全球金融危机波及日本	-13.8%	日本央行	高峰期每月平均新增购买5000亿日元

数据来源: 日本大藏省、日本财政部, 东吴证券研究所

图5: 韩国平准基金四次出手救市



资料来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图6: 韩国平准基金救市的具体举措

时间	救市手段	背景	投入资金前半年市场最大跌幅	资金来源	资金规模
1990.05	股市稳定基金	1989-1990年韩国股市泡沫破裂	-22.8%	证券公司、银行及保险公司	4万亿韩元
2003.03	投资基金	信用卡危机	-25.8%	证券交易所及管理部门	4000亿韩元
2008.10	平准基金	金融危机	-50.3%	证券交易所及管理部门	5000亿韩元
2022.09	股市稳定基金	疫情&美联储加息	-16.2%	证券公司、银行及保险公司	--

数据来源: 韩国财政部, 东吴证券研究所

图7: 中国台湾平准基金下场“救市”时对应的股指及股票市值走势



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 中国台湾采用平准基金救市案例回顾

成立时间	救市手段	背景	投入资金半年前股市涨跌幅	资金来源	资金规模	投入天数
1996.02	股市稳定基金	地缘政治事件	-14.40%	四大基金 (即邮政储蓄金、公务人员退休抚恤年金、劳工保险基金以及劳工退休基金)	2,000亿新台币	
1998.11	股市平准基金	亚洲金融危机以及上市公司经营问题	-25.44%	四大基金	2,800亿新台币	
2000.03	金融安定基金 (正式成为常态化金融稳定机制)	台海局势紧张	-27.83%		542亿新台币	5天
2000.1	金融安定基金	科网泡沫破裂	-50.12%		1,227亿新台币	43天
2004.05	金融安定基金	地缘政治事件	-22.05%		16亿新台币	12天
2008.09	金融安定基金	2008年金融危机	-39.30%	(1) 以国库所持有之公民营事业股票为担保, 向金融机构借款; (2) 借用四大基金所属可供证券投资而尚未投资之资金; (3) 其他经主管机关核定之资金来源	600亿新台币	90天
2011.12	金融安定基金	2010年欧债危机引起的全球主要发达经济体经济衰退	-26.80%		424亿新台币	120天
2015.08	金融安定基金	亚洲国家货币竞相贬值, A股大熊市	-25.70%		197亿新台币	232天
2020.03	金融安定基金	新冠疫情以及国际油价暴跌	-28.72%		7.6亿新台币	207天
2022.07	金融安定基金	国际政治经济局势不定, 欧美货币紧缩	-24.70%		545亿新台币	274天

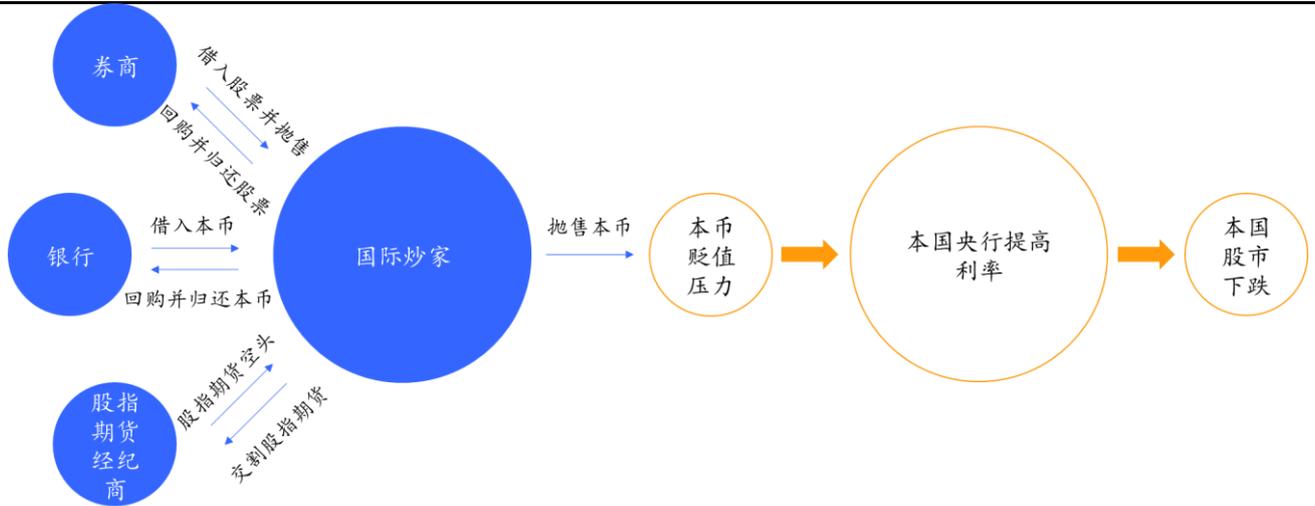
数据来源: 中国台湾财政部官网, 上海证券交易所资本市场研究所, 东吴证券研究所

图9: 外汇基金入市前后恒生指数走势



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

图10: 国际炒家“进攻路线”



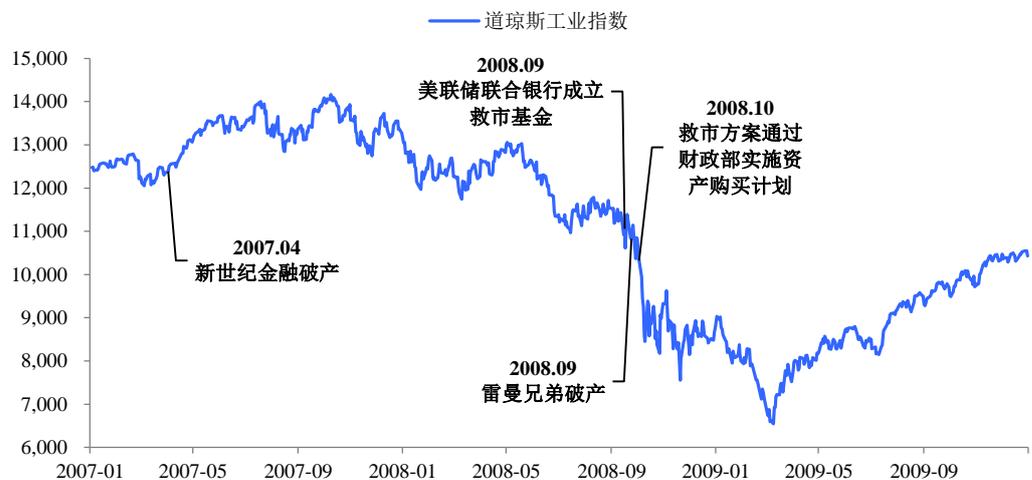
数据来源: 东吴证券研究所绘制

图11: 1998年中国香港金融保卫战过程

时间	背景	措施	投入资金半年前 股市涨跌幅	资金规模
1997年10月	中国香港回归及亚洲金融危机爆发背景下, 约60亿美元的港币被“恶意”抛售, 港元汇率下跌	提高短期贷款利率		
1998年5月	美股大跌叠加日元汇率重挫, 大量港元被抛售	提高短期贷款利率		
1998年8月	蓝筹股业绩不佳, 股市继续大幅下跌	中国香港金管局首次动用外汇基金入市	-43.61%	1181亿港元
1998年9月	国际炒家卷土重来的消息甚嚣尘上	出台巩固货币发行局制度的7条技术性措施		
1999年11月	待金融市场恢复稳定后, 港府想要逐步有序地出售手中“官股”	成立盈富基金, 以套回资金		

数据来源: 中国香港金融管理局官网, 东吴证券研究所

图12: 2008年: 金融危机的爆发与美股救市应对



资料来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>