

机构行为更新专题

理解“平准基金”的三个视角

优于大市

核心观点

海外视角看资本市场平准基金：平准基金作为资本市场重要的稳定性力量，其参与市场的行为并非短期应急措施，而是一种常态化、机制化的长期制度安排。无论是日本央行持续十余年通过ETF进行市场操作，还是美国在危机中构建的多部门协同响应体系，均表明平准基金的介入已成为现代金融市场治理的重要组成部分。对于机构投资者而言，需要深刻认识到与平准基金共生共长将成为新的市场常态，这意味着必须适应其逆周期调节的运作逻辑，将政策变量纳入资产配置的中长期考量，从而在波动中把握结构性机会。

学术视角看资本市场平准基金：平准基金的介入确实能够有效降低市场的异常波动，但同时也可能对股价中包含的基本面信息含量产生一定影响。这种影响主要体现在市场参与者可能将分析重点从企业价值转向政策博弈，从而削弱价格信号的有效性。作为对这一潜在问题的政策修正，通过宽基ETF而非个股进行市场操作显得更为合理。ETF投资能够避免对单一股票的过度干预，保持市场定价机制的基本完整，同时通过分散化投资实现稳定市场的整体目标，在政策效果与市场效率之间求平衡。

国内实践看资本市场平准基金：2023年以来，以中央汇金、证金公司为代表的资本市场稳定力量，其操作策略呈现出显著优化。通过重点增持沪深300、上证50等宽基ETF，这些平准基金不仅有效抑制了市场的非理性波动，更引导投资者关注具有代表性的市场核心资产。这一转变标志着稳定市场的方式从2015年直接干预个股的“精准救市”，升级为通过资产组合进行宏观引导的“机制性稳市”，为市场从短期情绪驱动向长期价值回归奠定了坚实基础，促进了慢牛格局的逐步形成。

资本市场“国家队”行为所引导的慢牛行情，这将通过改善非银金融板块的经营环境，稳定经营预期，最终提升券商与保险行业的长期估值中枢。对于证券行业，市场波动率的下降降低了业绩的周期性，而稳步扩大的市值与持续活跃的财富管理需求，则带来了更可持续的收入增长；**对于保险行业，**权益市场回报率的稳定增强了投资收益的可预期性，优化了利差结构。经营环境的根本性改善，将驱动市场对金融板块的估值逻辑从周期博弈转向价值重估，赋予其更高的确定性溢价。证券板块推荐：中信证券、国泰海通、东方证券、兴业证券。保险板块推荐：中国平安、中国太保、中国人寿。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(百万元)	EPS		PE	
					2025E	2026E	2025E	2026E
601318.SH	中国平安	优于大市	67.40	1,220,455	7.87	8.70	8.56	7.75
601628.SH	中国人寿	优于大市	48.70	1,376,491	6.07	5.77	8.02	8.44
601601.SH	中国太保	优于大市	44.73	430,318	5.40	5.84	8.28	7.65
600030.SH	中信证券	优于大市	28.38	420,607	2.21	2.46	12.83	11.53
601211.SH	国泰海通	优于大市	19.99	352,402	1.53	1.46	13.08	13.73
601377.SH	兴业证券	优于大市	6.84	59,070	0.39	0.43	17.69	15.83
600958.SH	东方证券	优于大市	10.28	87,346	0.69	0.78	14.84	13.25

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

行业研究 · 行业专题

非银金融

优于大市 · 维持

证券分析师：孔祥

021-60375452

kongxiang@guosen.com.cn

S0980523060004

证券分析师：王德坤

021-61761035

wangdekun@guosen.com.cn

S0980524070008

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《机构行为更新专题-共识与变化：一季度居民财富再配置新变局》——2026-01-10
- 《现代投资银行进化系列之五-从通道到生态：互联网证券驶向新蓝海》——2025-12-20
- 《近期基金监管政策对市场长效影响分析-强化工具化方向，短期或增风格博弈》——2025-12-17
- 《央行行下的资管生态——2026年金融机构配置行为展望》——2025-12-05
- 《近期证券业并购对行业长期影响分析-券业整合2.0开启，行业长期格局优化》——2025-11-24

内容目录

一、海外实践：“平准基金”成为新常态	4
（一）日本：央行主导的常态化市场干预机制	4
（二）美国：系统应急体系助力资本市场长牛	7
（三）韩国：多轮并用，应对危机	8
（四）中国香港：市场化退出的样板	10
二、学术探索：波动平抑与定价效率的权衡	11
三、实践突破：从个股到 ETF 的策略修正	13
投资建议	15
参考文献	16
风险提示	17

图表目录

图 1: 日本股市平准基金发展历程	5
图 2: 日本股市平准基金管理组织架构演变	6
图 3: 日本央行持有的 ETF 规模 (单位: 万亿日元)	7
图 4: 美国股市平准基金发展历程	8
图 5: 美国股市平准基金管理组织架构	8
图 6: 韩国股市平准基金发展历程	9
图 7: 香港外汇基金发展概况	10
图 8: 我国 2015 年救市“国家队”操作主体	11
图 9: 救市操作机制与波动率抑制原理	12
图 10: 救市行为会影响股价反映的基本面信息含量	13
图 11: 中央汇金四个持基主体及持有规模 (单位: 亿份、亿元)	13
图 12: 中央汇金持有的主要 ETF 份额及规模 (单位: 亿份、亿元)	14
图 13: 2025 年初以来汇金重仓 ETF 份额变化 (亿份)	14
图 14: 2025 年初以来重仓 ETF 资金累计净流入变化 (亿元)	14
表 1: 日本大藏省时代的日本平准基金	6
表 2: 日本央行时代的日本平准基金	6

从全球经验看，随着市场深度与广度的拓展，各国资本市场平准基金（也称为“国家队”）市场行为已从过去应对极端风险的“非常规手段”，演变成为一种常态化、机制化的影响力要素。理解资本市场“国家队”的行为，首要目的在于理解其作为市场稳定器的关键功能。在市场出现非理性恐慌或过度下跌时，“国家队”通过真金白银的入市操作能够有效承接抛压、阻断流动性危机，从而防止系统性风险蔓延，起到平抑市场剧烈波动的作用。**信心比黄金更重要，这种逆周期干预并非简单的价格托底，而是通过预期管理重塑投资者信心，使市场回归理性定价轨道，为市场信心的修复争取宝贵时间。**

深入分析“国家队”的持仓结构变化与操作节奏，有助于把握其对市场风格的引导意图。从偏好大盘蓝筹、高股息资产到适时向关键产业链倾斜，其资金配置往往传递出政策层面对产业结构优化与长期价值投资的倡导。这种风格调整不仅直接改变市场资金分布格局，更通过示范效应引导各类机构投资者重新评估资产配置逻辑，推动市场从短期投机思维向长期价值投资转型，逐步修正市场生态中的结构性扭曲。同时，对“国家队”行为的研究揭示了宏观政策与微观市场之间的传导机制，有助于预判慢牛格局的培育路径。通过持续稳定的市场干预与预期引导，“国家队”实际上承担着将市场波动率控制在合理区间的制度功能，降低暴涨暴跌对实体经济的负向反馈。这种渐进式、可持续的市场稳定策略，配合资本市场基础制度改革的深化，将为形成反映经济高质量发展成果的稳健慢牛提供制度性支撑与市场心理基础。

我们认为，资本市场平准基金的长期运作并非旨在制造短期暴涨，而是通过持续、有纪律的逆周期调节，潜移默化地扭转市场的短期投机惯性。其目标在于降低市场的整体波动率，提升上市公司质量与长期回报在定价中的权重，从而引导市场形成以企业基本面和价值投资为主导的“慢牛”格局。这种格局的形成，不仅有利于保护投资者权益，更能显著提升资本市场服务实体经济的资源配置效率，为经济转型升级提供稳定而有力的金融支持。因此，研究国家队行为，实质上是解码中国市场从“政策市”向“制度市”演进、最终实现高质量发展的核心脉络。

一、海外实践：“平准基金”成为新常态

（一）日本：央行主导的常态化市场干预机制

日本的股市平准基金实践具有鲜明的阶段性演变特征，从早期的临时性救市工具，逐步演变为由央行主导的常态化市场干预机制。其发展历程跨越半个多世纪，为研究政府与央行在稳定金融市场中的角色、作用及局限提供了宝贵案例。

1、发展历史：四阶段演变，从临时救市到常态化干预

第一阶段（1941-1951年）的平准基金操作代表了日本最早的探索。这一时期包括二战期间设立的“日本协同证券公司”和战后1951年成立的“证券投资信托基金”。其中，协同证券公司的设立主要是为了防止战争对股市造成重大冲击，而战后的操作则旨在避免股价剧烈波动对经济恢复产生不良影响。这一阶段的平准基金操作具有明显的临时性和应急性特征，尚未形成系统化的运作机制。

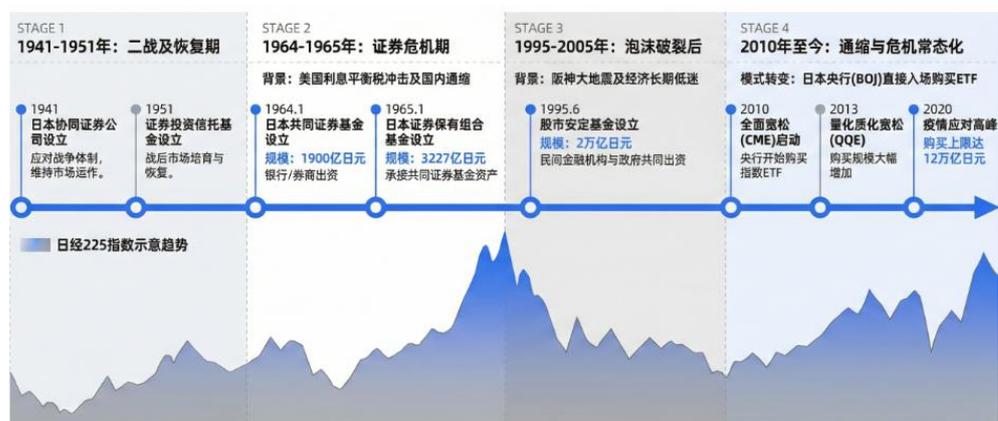
第二阶段（1964-1965年）是日本平准基金机制化建设的重要时期。1963年7月，美国实施利息平衡税政策，对除加拿大以外的发达国家在美国筹集资金的利息收入按照30%的比例征税，这直接提高了外国投资者持有日本证券的成本，导致大量外资从日本证券市场流出。叠加日本国内经济不景气因素，日本大量投资信托基金解约，日本股票指数从年内高点大幅下跌。为应对这一危机，日本政府于1964

年1月设立“日本共同证券基金”，由14家银行与4家证券公司出资约1,900亿日元救市。随着市场压力持续，1965年日本证券业又自发成立“证券保有组合基金”，追加约3,200亿日元进行救市。这一阶段的平准基金开始形成多方出资、市场化运作的模式，并为后续操作积累了宝贵经验。

第三阶段（1995-2005年）以“股市安定基金”的设立为代表。当时日本正处于资产价格泡沫破裂后的经济低迷期，又逢1995年阪神大地震冲击，日本股指再次遭受剧烈冲击。在此背景下，日本政府于1995年6月组织银行业成立股市安定基金，规模约2万亿日元，试图阻止股市进一步下挫。然而，由于日本经济长期疲软不振，股市安定基金的操作效果并不明显，市场在短暂企稳后继续阴跌多年。

第四阶段（2010年至今）的特点是日本央行直接下场购买ETF。为应对全球金融危机影响，日本央行于2010年开始直接购买ETF，此后规模不断扩大。截至2025年末，日本央行持有的ETF规模已达37万亿日元。这种模式已使日本央行成为日本股市的第一大股东，也使平准基金从相机抉择的政策工具变为常态化调控手段。

图1：日本股市平准基金发展历程



资料来源：日本央行，日本证券业协会，Wind，国信证券经济研究所整理

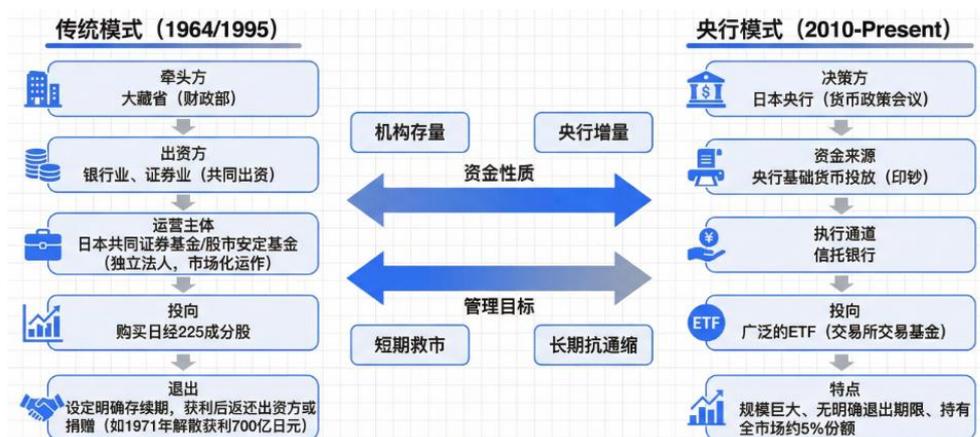
2、组织体系：从大藏省主导到央行核心

日本平准基金的管理主体随其形态演变而发生变化。

早期阶段（2010年以前）：大藏省（后为财务省&金融厅）牵头，金融机构协同。在典型的平准基金模式下，均由日本大藏省作为核心决策和牵头机构，联合商业银行、证券公司等市场机构共同出资设立。大藏省委托金融机构采用市场化方式运营。这体现了政府主导、市场参与的特点。

现阶段（2010年以后）：日本央行成为核心操作主体。随着政策工具转变为央行直接购买ETF，日本银行成为事实上的市场干预主体。其操作目标是兼顾稳定股票市场和实施量化宽松货币政策的双重目标。诚然，此举也引发了关于央行功能定位、独立性及潜在利益冲突的讨论。

图2：日本股市平准基金管理组织架构演变



资料来源：日本央行，日本证券业协会，Wind，国信证券经济研究所整理

3、资金规模与资金来源：规模巨大，来源多元

早期阶段（2010 年以前）规模约占入市时股市总市值的 1%–6%。例如，1964 年共同证券基金占比约 2.6%，1995 年股市安定基金占比约 0.6%。资金主要来源于参与出资的银行、证券公司等金融机构。

表1：日本大藏省时代的日本平准基金

设立时间	基金名称	出资机构	资金规模 (市值占比)	获利与退出 情况	股票市场冲击	成立前 1 年的 最大跌幅	成立 1 年后的 收益率	成立 5 年后的 收益率	退出当年的市 场涨幅
1951 年 3 月	第一证券投资信托基金	多家银行及 寿险公司	不明	不明	二战后经济 恢复不佳	-25.86%	118.38%	230.69%	不明
1964 年 1 月	日本共同证 券基金	14 家银行与 4 家证券公司	1905 亿日元 (2.6%)	在 1971 年解 散，7 年累计 获利 700 亿	美国利息 平衡税	-26.41%	16.55%	93.91%	36.57%
1965 年 1 月	日本证券持 有组合基金	证券业	3227 亿日元 (3.8%)	在 1969 年解 散，4 年累计 获利 490 亿	美国利息 平衡税	-34.15%	2.42%	40.15%	37.56%
1995 年 5 月	股市安定基 金	银行业	约 2 万亿日元 (0.5%)	获利不明， 2005 年退出	阪神大地震	-40.06%	-2.55%	-30.61%	40.24%

资料来源：代珂，熊鹭。（2025）. 日本平准基金的实践与启示. 债券，(4)，66-70。国信证券经济研究所整理

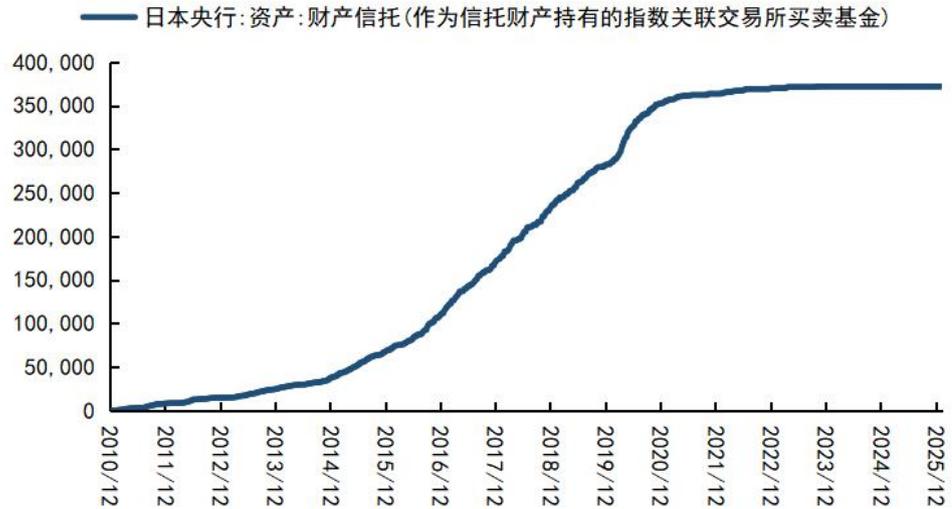
央行直接购买时期，规模巨大且不断调整。日本央行最初为 ETF 持有设定上限，后改为设定年度购买额度。截至 2024 年末，其持有的 ETF 市值占日本股市总市值约 3.9%（历史最高时达 5.7%）。

表2：日本央行时代的日本平准基金

设立时间	救市方式	资金量(市值占比)	股票市场冲击	成立前 1 年的 最大跌幅	成立 1 年后的 收益率	成立 5 年后的 收益率
2002 年 3 月	日本央行购买银行 持有的股票	约 2 万亿日元 (0.81%)	互联网泡沫破灭	-35.54%	24.45%	78.43%
2009 年 1 月	日本央行购买银行 持有的股票	约 1 万亿日元 (0.32%)	国际金融危机	-53.85%	-3.01%	65.47%
2020 年 3 月	日本央行从二级 市场购买 ETF	12 万亿日元 (1.73%)	新冠疫情	-20.13%	4.91%	41.33%

资料来源：代珂，熊鹭。（2025）. 日本平准基金的实践与启示. 债券，(4)，66-70。国信证券经济研究所整理

图3：日本央行持有的 ETF 规模（单位：万亿日元）



资料来源：日本央行，日本证券业协会，Wind，国信证券经济研究所整理

（二）美国：系统应急体系助力资本市场长牛

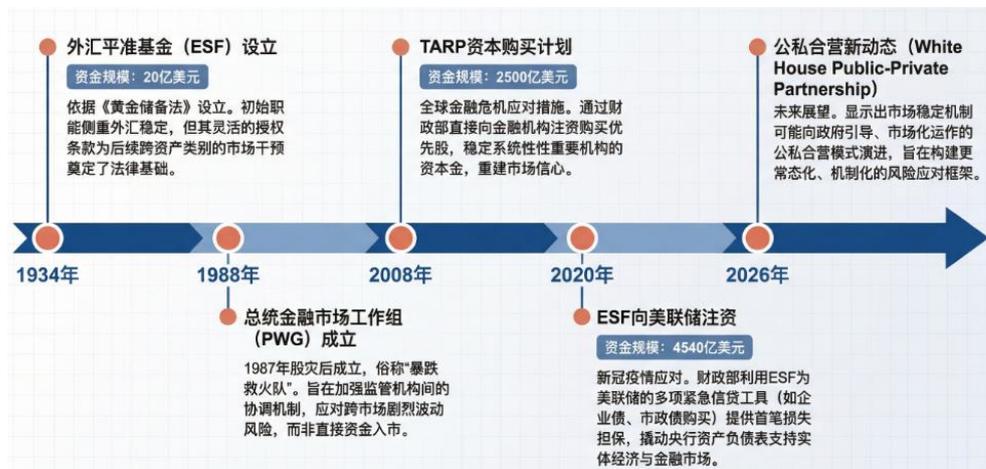
美国的股市稳定机制并非一个孤立的基金，而是一套危机驱动的、多部门协同的应急响应体系。其发展历程从 1930 年代稳定汇率起步，在 2008 年金融危机中形成成熟框架。该体系以财政部和美联储为核心管理者，资金规模巨大且来源以财政拨款和央行流动性为主，介入时点选择基于对系统性风险的判断，退出机制则强调渐进有序。

1、发展历史：从外汇稳定到系统风险处置

美国平准基金的发展历程反映了其金融稳定政策从应对单一市场（外汇）波动到处置全面系统性风险的演进。

起源（1934 年）：外汇平准基金的设立。为应对金本位制崩溃后的美元剧烈贬值，美国根据《黄金储备法》于 1934 年设立外汇平准基金，由财政部划拨 20 亿美元作为初始资本，旨在稳定汇率。这标志着美国以政府基金形式干预市场的开端。此后，其职能逐步拓宽，在 2020 年疫情期间曾被批准用于向特定行业提供贷款和担保，并为美联储的流动性工具提供资金。2008 年雷曼兄弟倒闭引发金融市场崩溃，美国的救市行动呈现出“多管齐下”的特征，构成了事实上的广义平准基金干预。美国的救市行动主要包括两种手段，一是金融机构直接注资：金融危机期间，财政部推出问题资产救助计划，其中 2,500 亿美元的资本收购计划用于购买银行优先股，直接注入核心资本。二是流动性支持与资产购买：美联储联合十大银行成立 700 亿美元的平准基金，为面临破产的金融机构提供资金保障。此外，美联储、财政部等共同出资超过 4,000 亿美元推行资产购买计划。

图4：美国股市平准基金发展历程

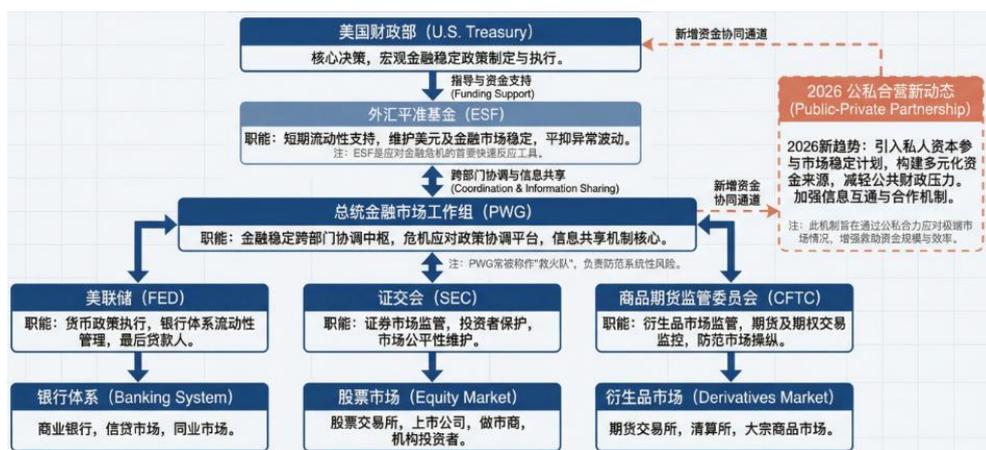


资料来源：李萌. (2024). 平准基金国际经验比较分析. 《中国外汇》，(5)，68-71. 国信证券经济研究所整理

2、组织体系：财政部主导、联储协同的公私协作

美国救市行动的管理体系体现了政府主导、央行协同、市场力量参与的特点。核心决策与管理机构为财政部。财政部是平准基金（救市行动）的核心主管机构。无论是外汇平准基金还是问题资产救助计划，均由财政部主导决策和执行，这确保了救市行动的国家意志和公共属性。美联储为关键协作与执行机构，美联储作为中央银行，在救市行动中承担流动性提供者 and 市场操作执行者的关键角色。它通过创设非常规货币政策工具（如量化宽松）或直接联合商业银行设立基金，向市场注入流动性。大型金融机构是重要参与方，在特定危机中，大型商业银行等金融机构会被动员参与出资，共同成立救市基金，体现了政府与市场力量的协同，有助于扩大资金规模并增强市场信心。

图5：美国股市平准基金管理组织架构



资料来源：李萌. (2024). 平准基金国际经验比较分析. 《中国外汇》，(5)，68-71. 国信证券经济研究所整理

(三) 韩国：多轮并用，应对危机

韩国股市平准基金的实践具有鲜明的市场机构主导、多轮危机应对特征，其发展历程与国内经济周期及外部冲击紧密相连。韩国经验表明，平准基金的短期稳定效果显著，但长期有效性高度依赖宏观经济基本面的配合及一揽子政策的协同。

1、发展历史：四轮主要干预应对内外危机

韩国平准基金的运作可划分为四个关键阶段，其设立均与重大经济或金融危机的冲击直接相关：

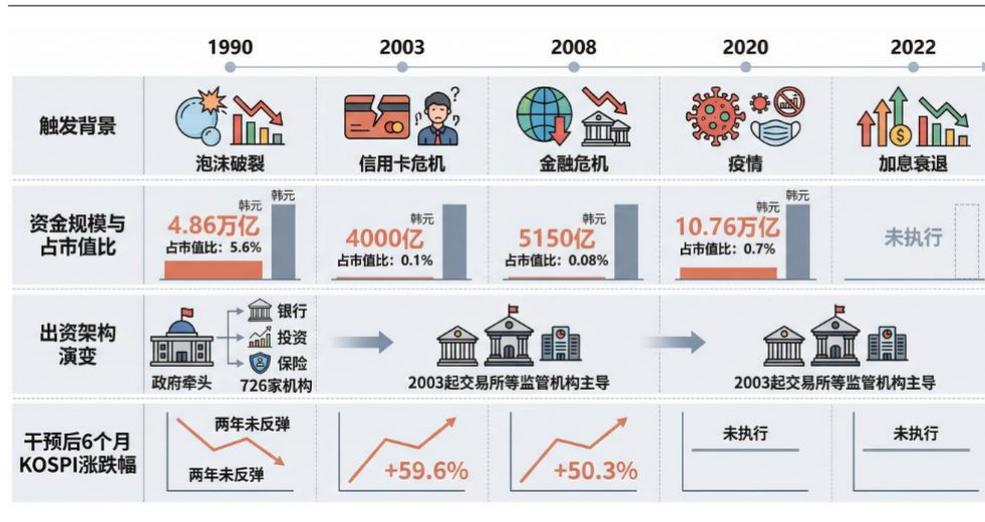
第一轮（1990年）：股市泡沫破裂期的初步尝试。为应对1989年股市泡沫破裂后综合指数下跌超30%的局面，韩国政府于1990年5月动员券商、银行、保险公司成立首只股市稳定基金，初始规模约4万亿韩元。同年9月，追加设立保证股价基金。此次干预因经济处于滞胀期，效果短暂，市场后续仍继续下行。

第二轮（2003年）：信用卡危机中的针对性救市。受信用卡危机冲击，韩国综指在2002-2003年间下跌约45%。韩国证券交易所、证券业协会及证券保管中心联合设立规模4,000亿韩元的投资基金，此次干预配合经济增速见底回升，成功推动股市企稳并开启长达四年的牛市。

第三轮（2008年）：全球金融危机的快速响应。在全球金融危机导致指数跌幅近50%的背景下，上述三家机构再次筹资5,150亿韩元成立稳定基金，并于2008年11月至2009年3月按月入市。此次行动辅以限制做空、财政刺激等政策，市场快速企稳反弹。

第四轮（2020年及2022年）：疫情与流动性冲击的预防性部署。2020年疫情初期及2022年美联储加息引发资本外流期间，韩国政府曾表态准备启动平准基金，但因市场快速恢复，这两次基金均未实际投入操作。

图6：韩国股市平准基金发展历程



资料来源：李萌《平准基金国际经验比较分析》，韩国金融研究院，Wind，国信证券经济研究所整理

2、组织体系：以交易所及行业协会为主导

韩国平准基金的管理呈现以市场机构为核心、政府协调为辅的特点。多数基金由韩国证券交易所、韩国证券业协会、韩国证券保管中心等市场机构联合设立并管理。政府角色侧重于政策协调与动员，而非直接管理。操作决策由上述机构联合成立的专项小组执行，强调专业性与市场敏感性，避免行政过度干预。

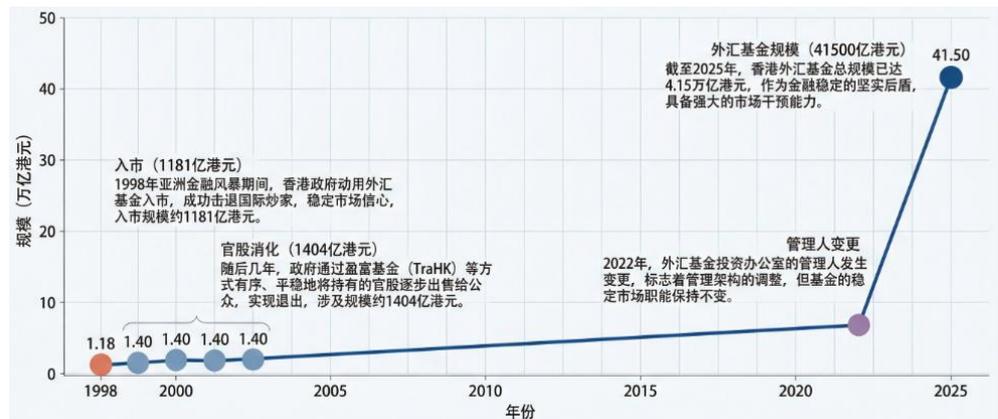
（四）中国香港：市场化退出的样板

中国香港的股市平准基金实践以 1998 年亚洲金融风暴期间的“金融保卫战”为最典型代表。其核心特征是利用既有外汇基金这一成熟机制进行干预，而非临时设立新基金，体现了“危机驱动、政府主导、市场化退出”的模式。香港经验，特别是在退出机制上的创新，为全球提供了成功范本。

1、发展历史：1998 年金融保卫战

香港股市平准基金的实践集中体现于 1998 年应对亚洲金融风暴的干预行动中。1997-1998 年，国际炒家对香港金融市场发动了立体式狙击。其策略是沽空港汇远期和利率，推高港元利率，进而打压港股股价，并通过大量沽空恒生指数期货获利。面对市场失序风险，香港特别行政区政府于 1998 年 8 月果断决定动用外汇基金入市干预。此次干预激活了外汇基金的救市功能，使其扮演了事实上的平准基金角色。

图7：香港外汇基金发展概况



资料来源：李萌. (2024). 平准基金国际经验比较分析. 《中国外汇》, (5), 68-71. 香港金管局, 国信证券经济研究所整理

2、组织体系：金管局主导的政府直接干预模式

香港平准基金的管理体系具有高度的政府主导性和机构专业性。香港金融管理局是干预行动的核心决策和管理主体。金管局负责外汇基金的管理和运作，在 1998 年的救市行动中，由金管局直接执行买入股票和期指的操作指令。为处理救市后持有的大量股票资产，香港于 1998 年 10 月成立了外汇基金投资有限公司，专门负责管理购入的港股组合。此后，该组合的管理工作逐步移交至金管局，并由其委任的外聘基金经理负责日常管理。这一体系确保了救市行动的权威性和效率，也为后续的资产处置提供了组织保障。

3、资金规模与资金来源：依托雄厚外汇储备

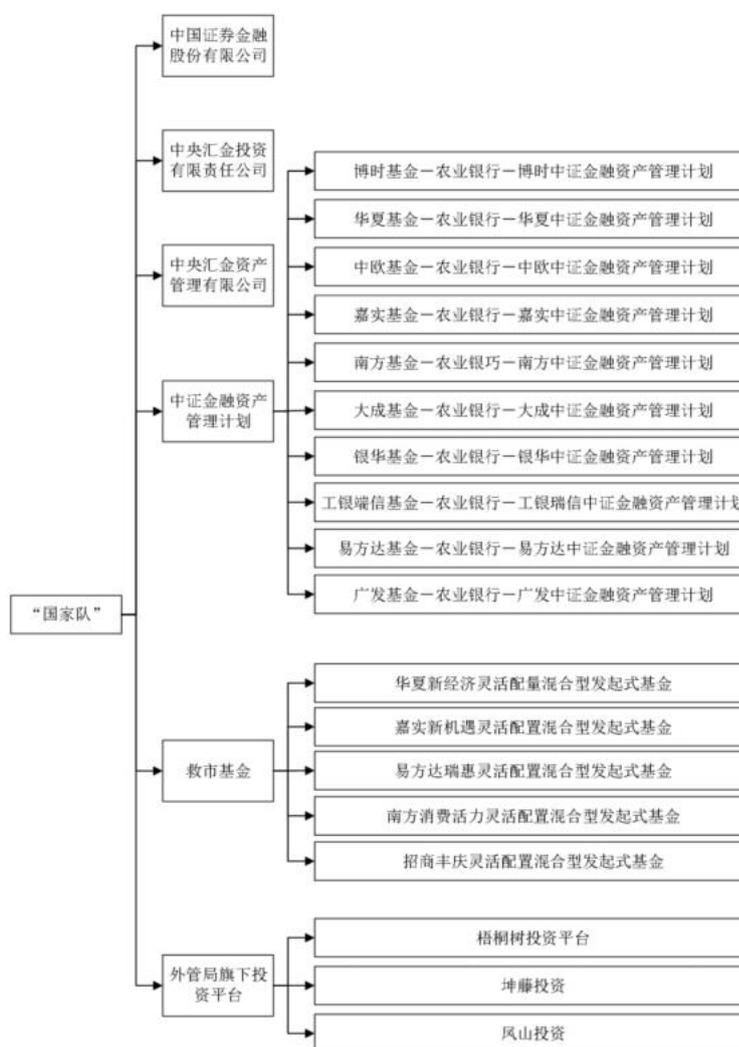
香港救市行动的资金安排以其庞大的外汇基金为坚实后盾，特点是规模巨大、来源可靠。在 1998 年的干预中，香港政府共计投入约 1,180 亿港元，买入 33 只恒指成分股。这一规模约占当时外汇基金总资产的 18%，显示了政府救市的巨大决心。救市资金完全来源于香港的外汇基金。外汇基金成立于 1935 年，长期以来是香港金融稳定的基石，其资金主要来源于财政储备的转拨和历年投资收益，实力

雄厚。这避免了临时筹资的不确定性，是干预行动得以迅速展开的关键。

二、学术探索：波动平抑与定价效率的权衡

2015年6月，A股市场经历罕见暴跌，上证指数在短短三周内跌幅超30%，市场陷入流动性枯竭与恐慌性抛售的恶性循环。为应对危机，以证金公司、汇金公司为代表的“国家队”资金大规模入市干预，初期以“平准基金”定位稳定市场。然而，救市后国家队仍持有大量个股，且存在频繁调仓行为，引发市场对其效应的争议。2015年三季度末，国家队持股总数从救市前的9家激增至1366家，持股市值约4.16万亿元，占流通股比重12.38%。证金公司、汇金公司为操作主体。

图8：我国2015年救市“国家队”操作主体



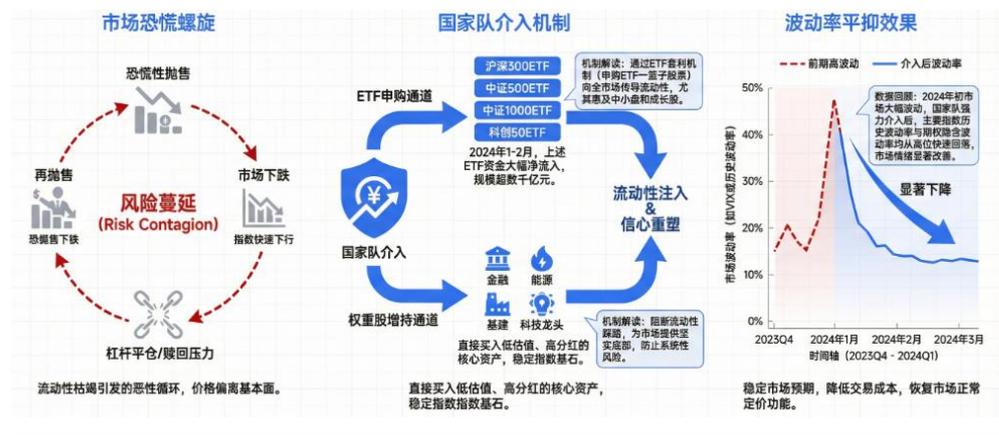
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

当在股市异常波动时期，政府适度的干预会降低波动，维持股市的稳定，但是，当股市逐渐处于稳定状态，“国家队”资金的不定时干预可能会对市场造成一定的影响。学术论文通过实证研究发现¹，“国家队”、证金公司、汇金公司短线操

¹ 引用文献参见文末参考文献列表。

作比不短线操作的公司股价波动率高，表明“国家队”针对个股进行短线操作加大了 A 股市场的波动性，在一定程度上影响了市场运行。在股市危机的特殊时期，“国家队”在保障股票市场平稳运行方面的确起到很大的作用，但在股票市场逐渐平稳，“国家队”资金在市场内进行操作来护盘的作用并不大，并且其在股市内短期操作，并不能起到“平准基金”稳定股市的作用，反而会导致市场阶段性从挖掘基本面改善到博弈政策边际变化。

图9：救市操作机制与波动率抑制原理



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

在学术文献中，孙雪莹等²通过实证研究得到以下结论：

(1) “国家队”在 2015 年三季报大举进入股市，持股数量高达 1366 家，且在救市前后持股比例最高的行业为金融业。体现了“国家队”救市前后持股都是希望稳定基本经济基础。

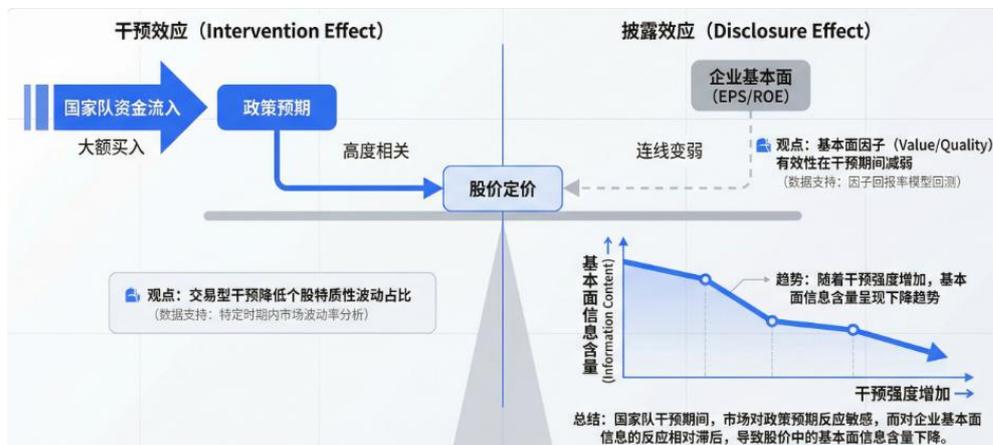
(2) “国家队”资金入市显著平抑了 A 股资本市场波动，取得了期望的政策效果。文章通过 ARCH 模型对“国家队”入市与 A 股市场波动性间的关系进行研究，结果表明 A 股市场存在杠杆效应，“国家队”入市干预通过影响条件方差的形成机制，从而影响 A 股波动，起到稳定市场的作用。

(3) 同时，“国家队”、证金公司、汇金公司操作也加大了 A 股个股波动性。文章基于 2013 三季度-2017 年三季度上市公司数据进行多元线性回归，表明“国家队”、证金公司、汇金公司短线操作比不短线操作的股票价格波动率高，表明“国家队”进行短线操作加大了 A 股市场的波动性，在一定程度上干扰市场运行。

“国家队”针对个股的交易行为在一定程度上削弱了股价与基本面的关联度。这种效应被称为“披露效应”的下降。“国家队”通过直接交易影响股票业绩，这属于“干预效应”；但同时，市场参与者（如分析师、机构投资者）会根据国家队的动向调整预期，导致信息加工更多围绕“政策博弈”展开，而非挖掘企业基本面，导致以基本面为中心的信息输出呈下降趋势。

² 孙雪莹. (2018). 《“国家队”入市操作对 A 股市场波动性的影响研究》(硕士学位论文). 青岛大学.

图10: 救市行为会影响股价反映的基本面信息含量



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

三、实践突破：从个股到 ETF 的策略修正

2023 年以来, 以中央汇金为代表的“国家队”资金出现明显的策略转型: 从直接购买个股转向大规模配置 ETF。这一转变不仅是救市工具的技术性升级, 更是对市场公平性、资金效率与长期稳定性的系统性优化。截至 2025 上半年末, 汇金系通过宽基 ETF 持仓市值约 1.3 万亿元, 标志着类平准基金运作模式趋于成熟。

图11: 中央汇金四个持基主体及持有规模 (单位: 亿份、亿元)

持基数量统计 (亿份)	2017H1	2017H2	2018H1	2018H2	2019H1	2019H2	2020H1	2020H2	2021H1	2021H2	2022H1	2022H2	2023H1	2023H2	2024H1	2024H2	2025H1
汇金投资	185.2	185.2	185.2	185.2	185.3	185.3	185.3	205.8	205.9	205.9	205.9	208.4	208.4	370.6	1,958.3	1,972.1	1,971.2
汇金资管	0.0	0.0	0.0	0.6	9.4	22.8	23.2	23.9	26.9	29.6	33.3	34.9	36.8	54.5	1,126.3	1,785.1	
汇金易方达	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	4.2	12.6	15.5	25.5	22.7	32.2	30.2	25.8	26.8	31.9	42.9	46.0
汇金华夏	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	3.2	8.9	29.6	39.2	38.4	44.6	53.0	34.9	42.1	38.1	34.5	33.0
合计	185.2	185.2	185.2	185.8	194.7	215.5	229.9	274.7	297.5	293.9	312.2	324.9	304.0	476.2	2,082.8	3,175.8	3,835.3
全部股票ETF份额	744.2	706.8	1,037.6	1,581.0	2,221.5	3,031.8	3,582.0	4,219.7	4,454.4	6,003.5	7,076.6	8,822.3	11,002.8	13,698.3	15,765.5	19,717.1	19,925.9
汇金持基份额占比	24.9%	26.2%	17.8%	11.8%	8.8%	7.1%	6.4%	6.5%	6.7%	4.9%	4.4%	3.7%	2.8%	3.5%	13.2%	16.1%	19.2%

持基市值统计 (亿元)	2017H1	2017H2	2018H1	2018H2	2019H1	2019H2	2020H1	2020H2	2021H1	2021H2	2022H1	2022H2	2023H1	2023H2	2024H1	2024H2	2025H1
汇金投资	647.5	700.9	608.8	531.9	671.0	697.9	699.6	849.4	847.6	822.7	757.7	669.5	664.0	1,111.9	5,721.9	6,617.0	6,677.5
汇金资管	0.0	0.0	0.0	2.0	28.8	46.9	53.8	71.2	75.8	72.5	75.2	71.0	72.4	65.0	116.8	3,821.8	6,123.5
汇金易方达	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	13.2	32.6	49.1	58.9	50.6	53.7	42.6	37.8	35.8	39.0	61.6	64.2
汇金华夏	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	12.1	28.9	84.0	82.1	76.4	52.2	44.6	31.7	34.5	27.8	29.6	34.1
合计	647.5	700.9	608.8	533.9	699.8	770.1	814.9	1,053.7	1,064.3	1,022.2	938.7	827.6	805.8	1,247.3	5,905.4	10,530.0	12,899.2
全部股票ETF市值	1,810.2	1,897.3	2,141.3	2,729.9	4,161.8	5,233.2	5,911.3	7,605.0	7,712.1	9,471.9	9,321.2	10,546.2	12,392.7	14,524.4	18,119.2	28,876.8	30,323.3
汇金持基市值占比	35.8%	36.9%	28.4%	19.6%	16.8%	14.7%	13.8%	13.9%	13.8%	10.8%	10.1%	7.8%	6.5%	8.6%	32.6%	36.5%	42.5%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

规避个股操作争议, 提升政策信号透明度。2015 年救市期间, “国家队” 直接买入个股虽短期稳定了市场, 但引发了对干预公平性和价格扭曲的讨论。2023 年后, 汇金通过增持沪深 300、中证 500 等宽基 ETF, 将流动性注入全市场, 避免对单一股票的过度影响, 更易传递托底市场整体而非扶持特定企业的政策信号。

图12: 中央汇金持有的主要ETF份额及规模(单位: 亿份、亿元)

持基数量 (亿份)	2017H1	2017H2	2018H1	2018H2	2019H1	2019H2	2020H1	2020H2	2021H1	2021H2	2022H1	2022H2	2023H1	2023H2	2024H1	2024H2	2025H1
沪深300	42.9	42.9	42.9	43.2	46.0	46.1	46.3	46.6	46.7	46.7	48.2	48.8	49.0	155.2	1,058.0	1,716.6	2,069.3
中证1000	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	188.7	372.5	500.8
上证50	67.5	67.5	67.5	67.5	67.5	67.5	67.5	67.5	67.5	67.5	67.5	67.5	67.5	123.6	289.8	407.6	488.5
科创50	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	127.8	184.3	225.8
中证500	17.3	17.3	17.3	17.3	17.3	17.3	17.3	17.3	17.3	17.3	17.3	19.8	19.8	19.8	113.0	152.1	185.8
创业板指	0.0	0.0	0.0	0.0	3.8	3.9	4.0	4.2	4.2	4.2	4.5	5.2	5.6	6.0	132.9	162.5	183.4
上证180	52.3	52.3	52.3	52.3	52.3	52.3	52.3	52.3	52.3	52.3	52.3	52.3	52.3	52.3	52.3	52.3	52.3
180金融	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1
中证800	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	13.1	13.1	13.1	13.1	13.1	13.1	13.1	13.1	13.1	13.1	13.1	13.1
深证100	0.1	0.1	0.1	0.4	2.7	2.8	2.9	3.1	6.1	6.1	7.1	7.2	7.2	7.2	7.2	7.2	7.2
MSCI中国A50	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	2.2	3.3	4.5	4.5	4.5	4.5
总计	185.2	185.2	185.2	185.8	194.7	208.1	208.5	229.7	232.9	232.9	235.5	241.8	243.3	407.4	2,012.8	3,098.4	3,756.3

持基市值 (亿元)	2017H1	2017H2	2018H1	2018H2	2019H1	2019H2	2020H1	2020H2	2021H1	2021H2	2022H1	2022H2	2023H1	2023H2	2024H1	2024H2	2025H1
沪深300	163.1	180.3	157.3	132.0	177.4	190.4	194.2	246.4	246.0	234.2	217.5	192.2	190.8	541.1	3,702.6	6,893.4	8,289.2
上证50	172.9	192.9	168.7	154.4	199.0	206.2	199.7	245.2	237.3	220.0	207.3	178.6	171.3	292.2	705.3	1,113.5	1,370.9
中证1000	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	374.6	902.5	1,295.4
中证500	111.6	113.9	95.5	77.1	92.1	98.7	110.8	121.9	131.5	142.9	127.1	116.5	120.5	109.4	519.6	748.3	970.5
创业板指	0.0	0.0	0.0	0.0	5.5	6.7	9.5	12.0	14.2	13.5	12.3	11.9	12.0	11.1	212.5	332.7	382.2
科创50	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	93.3	186.8	232.3
上证180	169.9	180.9	159.3	144.9	183.9	185.6	182.0	223.7	222.6	216.2	202.8	180.0	179.5	166.7	172.7	191.3	188.3
180金融	29.4	32.4	27.4	24.1	29.7	29.5	26.1	30.1	28.8	27.0	25.5	24.5	24.9	24.3	26.3	33.5	35.2
中证800	0.6	0.6	0.5	1.4	12.2	14.7	17.6	24.1	25.4	24.0	24.5	21.0	20.5	17.6	17.0	19.9	19.6
深证100	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	13.1	13.6	17.1	17.6	17.4	15.9	14.0	14.2	11.5	11.4	13.3	13.5
MSCI中国A50	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.8	2.5	3.1	3.4	3.7	3.8
总计	647.5	700.9	608.8	533.9	699.8	744.8	753.4	920.6	923.4	895.2	832.8	740.5	736.4	1,177.0	5,838.7	10,438.8	12,800.9

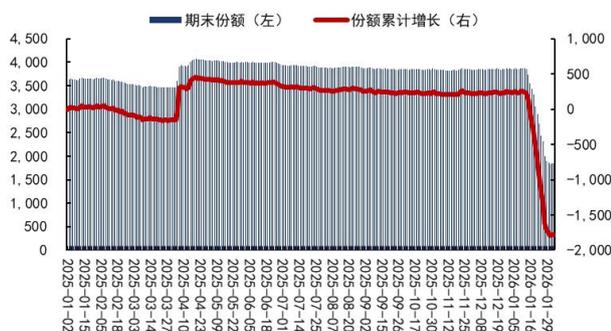
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

ETF 投资可通过一篮子股票覆盖市场核心资产, 避免了个股筛选中的信息不对称风险。2024 年, 汇金通过增持 ETF 以仅占 A 股市值约 1% 的规模, 实现了对 A 股整体走势的间接影响, 显著放大了稳定效应。对比 2015 年救市时证金公司直接持仓千余个个股的操作, ETF 策略降低了管理成本与退出风险。

与央行政策联动, 构建流动性注入新机制。2025 年 4 月, 汇金与央行联合声明, 明确央行通过再贷款提供流动性支持其增持 ETF。这一机制将“国家队”资金与货币政策工具绑定, 形成长期资金供给渠道, 避免了 2015 年救市时短期资金退出引发的二次震荡。

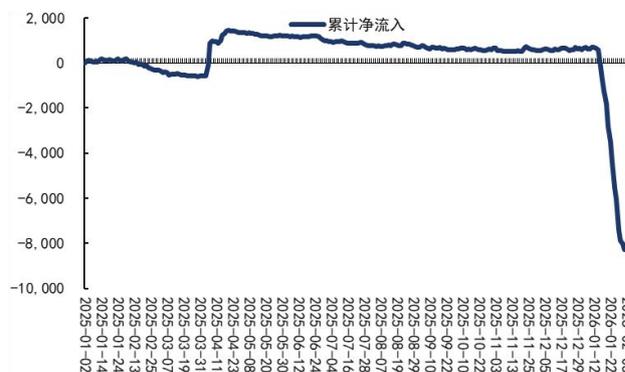
我们统计了中央汇金重仓 ETF (中央汇金持有比例达 70% 及以上的 ETF, 份额变动及资金流向可基本视为由中央汇金决定) 的资金流向。结合中央汇金重仓 ETF 资金流向, 我们认为, 中央汇金的主要目的是“托底”市场, 使之不发生流动性危机或系统性风险。一旦市场企稳之后, 中央汇金或有阶段性减持操作。

图13: 2025 年初以来汇金重仓 ETF 份额变化 (亿份)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图14: 2025 年初以来重仓 ETF 资金累计净流入变化 (亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

投资建议

结合海外经验和国内实践，资本市场“国家队”通过其逆向周期调节与结构性布局，有效平抑市场非理性波动，引导投资者预期向长期基本面回归。这种操作促成了市场从急涨急跌的脉冲式行情，向以盈利驱动和估值修复为特征的“慢牛”格局转变。在这一过程中，市场整体换手率趋于理性，融资盘稳定性增强，为资本市场的健康运行奠定了坚实基础。

“慢牛”行情的形成与延续，直接改善了券商与保险公司的长期经营环境。对券商而言，市场波动率的下降降低了自营业绩的波动风险，而稳步扩大的总市值与持续活跃的融资、财富管理等需求，则为其带来了更可预测且多元的收入增长。对保险机构而言，权益市场回报率的稳定性显著提升，降低了其投资端的收益波动，增强了资产收益的可持续性与可预期性，从而优化其利差结构。

经营环境的根本性改善与盈利确定性的增强，驱动资本市场对金融板块的估值逻辑从单纯的周期博弈转向价值重估。市场将更看重券商与保险公司在“慢牛”格局下所展现出的盈利稳健性、资产质量改善以及综合金融服务能力，而非仅关注其短期业绩弹性。这种估值框架的转变，结合我国居民财富管理需求爆发与资本市场深化改革带来的长期红利，有望系统性提升券商与保险行业的估值中枢，使其享有更高的确定性溢价。

基于当前市场环境，非银金融板块的配置价值正在凸显，尤其是券商板块。随着市场情绪回暖，个股减持压力已逐步释放。同时，中央汇金等“国家队”资金的操作重点明确转向宽基ETF，这为市场提供了稳定的流动性基础，其“逆周期调节”的策略有助于平抑市场整体波动，而非直接干预个股定价。

在此背景下，券商板块因其较低的估值和较高的业绩弹性，具备较强的修复潜力。建议关注那些在财富管理、机构业务等转型方向上布局清晰、基本面稳健的中等市值券商。这类标的既能受益于市场活跃度提升带来的贝塔收益，其自身的业务转型也可能带来超预期的阿尔法机会。我们重点推荐：中信证券、国泰海通、东方证券、兴业证券。

“国家队”资金具备稳定市场的作用，有利于改善市场风险偏好，保险板块作为金融权重与市场情绪高度相关，有望直接受益于市场流动性修复与估值提振。保险股具备低估值、高股息特征，符合“国家队”中长期资金配置偏好。同时，权益市场回暖将直接拉动险企投资收益率，叠加负债端储蓄型产品需求持续旺盛，“资产负债双升”逻辑有望强化。我们建议关注中国平安、中国太保、中国人寿。

参考文献

1、孙雪莹. (2018). 《“国家队”入市操作对 A 股市场波动性的影响研究》(硕士学位论文). 青岛大学.

摘要: 该论文以 2015 年 A 股异常波动为背景, 实证分析了“国家队”资金入市对市场波动性的影响, 并探讨了短线操作的负面效应。

2、李萌. (2024). 平准基金国际经验比较分析. 《中国外汇》, (5), 68-71.

摘要: 文章比较了美国、日本、韩国和中国香港的平准基金实践, 强调短期效果依赖基金规模和经济基本面。

3、秦瑞. (2025). 境内外股市平准基金机制比较. 《金融观察》, (1), 53-55.

摘要: 通过比较境外平准基金的资金来源、运作方式和退出机制, 提出对中国平准基金募资和管理的建议。

4、王庆. (2025). 设立中国特色股市平准基金的可行路径. 《中国物价》, (8), 70-74.

摘要: 文章探讨了平准基金的法律基础、资金来源和管理制度, 建议以财政出资为主, 建立市场化退出机制。

5、钟郭成. (2019). 中国股市“平准基金”退出机制研究. 《华北金融》, (3), 19-23.

摘要: 以香港盈富基金为例, 分析平准基金退出机制的设计, 强调市场化运作和法治保障的重要性。

6、代玥, 熊鹭. (2025). 日本平准基金的实践与启示. 《债券》, (4), 66-70.

摘要: 日本兼备典型与非典型平准基金运营经验。平准基金在特定时期能够起到显著降低股票市场系统性风险与提振投资者信心的作用, 但平准基金并不是逆转股票市场长期表现的主要动力。

风险提示

ETF 资金流大幅波动的风险；二级市场大幅波动风险；资本市场全面深化基础性制度改革推进不及预期的风险；金融监管趋严的风险；创新推进不及预期的风险等。

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中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