

## 平準基金屢建奇功



東吳宏觀 陶川

東吳證券首席宏觀分析師

時隔八年，匯金公司再次出手增持四大行股份，市場對於「平準基金」的議論再次升溫。作為純正「國家隊」的匯金在當前出手，確實透露出不一樣的信號，國家對於市場和經濟的信心十分重視。當前股市正處於從政策底向市場底、經濟底過渡的關鍵時期，如何促成市場和經濟盡快形成良性循環是當務之急。從海外和歷史的經驗看，提振股市信心、推動股市發揮經濟「晴雨表」的作用，平準基金不失為一種「四兩撥千斤」的政策手段。

他山之石，可以攻玉。我們整理分析歷史上日本、中國香港及美國的「平準基金」入（股）市的經驗如下：

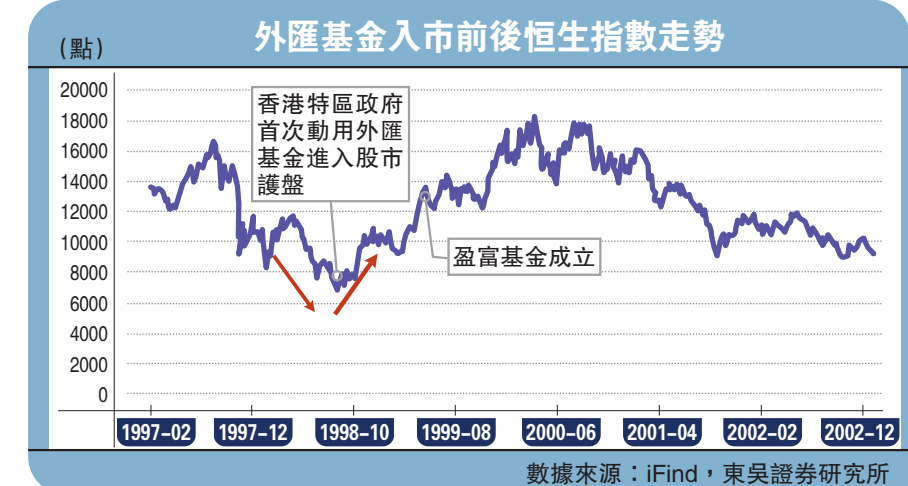
## 日本：央行出手 多番救市

日本股市的干預基金特點相對鮮明：其設立時間較早、下場救市次數也較多，且存在央行直接注資舉措。早在上世紀40年代，日本政府就有指導銀行與機構投資者一定程度購入股票平穩股價下挫，自此往後日本又有三個時期啟動平準基金或更直接的方法救市：

1963年，以出口為導向的日本經濟受到美國境內籌資加稅政策的影響，大量日本投資信託基金解約衝擊日本股市，該年末日經225指數自年內高點下跌26%。日本政府在此背景下召集銀行與券商商議救市對策，並於1964年1月設立日本共同證券基金，由14家銀行與4家證券公司出資，向股市投入1900億日圓救市，主要購入超跌的指數成份股。1965年1月，政府再次追加3200億日圓購入成份股以外的股票以穩定局面。兩番入場後，日經225指數終於在1965年三季度止跌回升。

1995年，股市泡沫破滅企穩後日本經濟再度轉弱，疊加地震災害衝擊，日經225指數半年蒸發近4000點。1995年6月日本政府組織銀行業成立股市安定基金，投入資金約2萬億日圓，刺激之後日經225指數年內基本抹平跌幅。

2010年，面對更嚴峻的全球金融危機衝擊，日本政府採取了更直接的措施，央行通過信託下場購買ETF、股票，當年規模達1萬億日圓，迅速增強了股市流動性，2012年黑田東彥上任後央行直接入市力度加大，疫情爆發後日央行購買量也來到了歷史高位——2020年4月就購入近1.5萬億日圓ETF。隨着日央行長期的干預，日股也在2012年走出底部調整後中樞持續上行。



## 聯儲加息近尾聲 市場有望好轉



樓市智庫 陳永傑

中原地產亞太區副主席 兼住宅部總裁

美國聯儲局經濟報告（褐皮書）指出，勞動力市場降溫及通脹壓力放緩，美國經濟在過去兩個月溫和增長，增強市場對聯儲局接近完成加息的預期。筆者看法是，聯儲局之所以要加息，是基於通脹及經濟過熱。假如通脹減弱，聯儲局毋須大手加息對付通脹，全球投資市場將有所改善。

報告指出，大多數地區物價增長總體放緩，差不多所有地區都表示企業預期工資增長將於近期廣泛放緩。12家地區聯邦儲備銀行中不少都發現，價格壓力減弱，其中以商品為中心的經濟環節最明顯。報告還稱，消費環節出現壓力，越來越多家庭用盡疫情期間累積儲蓄，更多轉向借貸，並有證據顯示愈來愈多家庭在管理債務上有困難。

波士頓聯儲銀行行長科林斯指出，通脹處在回歸2%的持續軌道上還為時過早，取決於數據情況，可能有理由進

## 香港：1998年「匯率保衛戰」

1997年香港回歸之際，國際金融炒家對香港金融市場發起了「精心策劃」的「攻擊」，通過集中拋售港幣、待其貶值後再以低價購回，從中套利。一場「匯率保衛戰」也被正式發起，港幣利率在短期內快速走高，但同時也給股票價格施加了壓力。在索羅斯聯同其他國際炒客的多次攻擊下，恒生指數於1998年8月13日降至谷底。8月14日，香港金融管理局首次動用外匯基金，大量買入滙豐、香港電訊等大藍籌股，暫時止住股市下跌的頹勢。此後半個月裏，國際炒家和香港特區政府展開了一場針鋒相對的「拉鋸戰」，香港特區政府共斥資1181億港元買入33隻藍籌股，最終成功頂住了國際炒家的壓力，這場「匯率保衛戰」也以港府慘勝、國際炒家巨額虧損而告終。

為了「消化」戰後積聚的大量「官股」，「匯率保衛戰」的副產品（即盈富基金）應運而生。1999年11月，香港外匯基金投資有限公司推出與恒生指數掛鉤的單位信託——盈富基金，旨在購買外匯基金當時購入的藍籌股，將股份以基金單位形式出售。盈富基金這一「港股版的恒生ETF」是使平準基金逐步退出股市的重要機制。不過，盈富基金還保留了一部分股票作長期投資，待最後一批沽單位完成認購後，盈富基金改由金管局管理，並將股票組合管理工作完全交由外聘基金經理負責。

香港外匯基金緣何成功開啟市場上行通道？主要原因在於香港外匯基金大力吸納的是「超級藍籌」，以此推高大勢。此外，香港外匯基金並不僅僅是應市而建，長期以來就是香港穩定金融格局的重要「利器」，平時就「訓練有素」、到了「戰場」時自然便大有作為。

## 美國：財政部直接下場入市

2008年9月，雷曼兄弟作為第四大投資銀行申請破產，美林證券被迫被美國銀行收購，同時保險巨頭美國國際集團（AIG）陷入了倒閉的邊緣，道瓊斯指數創下自2001年9月以來的最大單日跌幅。為了避免進一步加劇市場的恐慌情緒，美聯儲利用其獲得的特別授權，提供了850億美元的貸款來拯救AIG免於倒閉。緊接着美聯儲與美國十大銀行共同組建了一個規模為700億美元的救市基金，旨在為面臨破產風險的金融機構提供資金保障。進入10月份，財政部執行了規模高達2500億美元的資本收購計劃，購買了銀行和金融機構的優先股權，從而成功穩定了整個銀行業。2008年底，道瓊斯指數開始觸底回升。



▲美元成為高息貨幣，有利於發展人民幣離岸債券市場。

2022年3月份之前，人民幣相較美元而言屬於高息貨幣，僅僅過去一年多時間，兩種貨幣的形勢發生逆轉。截至本周一（10月9日），美國10年期國債收益率為4.78%，中國10年期國債收益率為2.69%。全球經濟規模數一、數二的兩個國家，國債利率為什麼會在如此之短的時間內發生戲劇性反轉呢？這又會為世界經濟帶來哪些影響呢？

## 中美利差反轉後的風險研判



金融論道 豐習來

建銀國際（控股）有限公司行政總裁

筆者在此結合自己的觀察談幾點不成熟的看法。

## 中美經濟周期錯位

新冠疫情對中美經濟的衝擊呈現出錯位效應，導致中美經濟周期處於不同階段。2022年以來，中國一直保持相對穩健的貨幣政策，國債利率穩中有降。而2022年3月以後，美聯儲連續11次加息，聯邦基金利率從0到0.25厘快速提升至5.25厘到5.5厘，國債收益率也相應飆高。中美經濟周期錯位造成了貨幣政策背離，進而使得中美利差反轉。

那麼，美聯儲為何激進加息呢？筆者認為主要有三方面的原因：

一是美聯儲一開始低估了通脹風險，疫情期間大規模貨幣財政刺激擴張了需求、疫情及俄烏衝突持續干擾供應鍊、勞動力結構性短缺推高成本、收縮供給，均迫使美聯儲收緊貨幣政策。

二是與非美貨幣之間息差擴大，有利於維持美元霸權地位。美元仍是國際上最主要的儲備貨幣與結算貨幣，美國利用美元霸權地位可以在全球徵收儲幣稅。但近年來，由於美國長期處於財政和貿易雙赤字境況，導致國債餘額節節攀升，規模達到了創紀錄的32萬億美元，加之2008年金融危機後的長期寬鬆政策，導致世界各國對美元的信心不斷下降。為了把國債這個雪球滾下去，美國不得不提高利率。

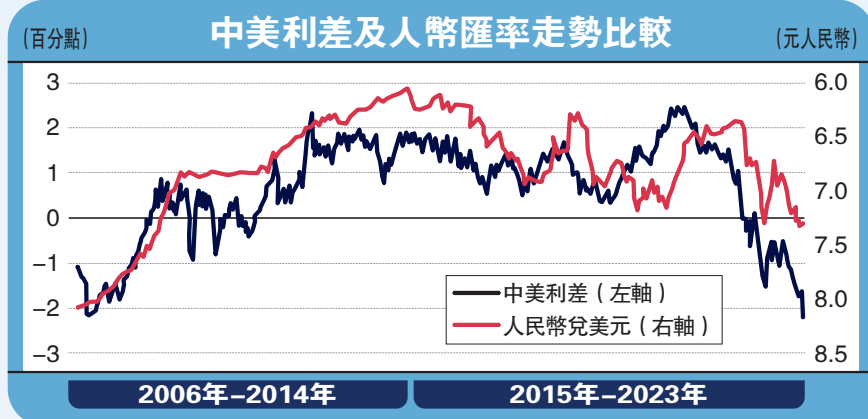
三是高息及強勢美元有利於強化美元資產的吸引力，虹吸全球資金回流美國。由於美國在世界經濟、貿易和金融方面的超級地位，其貨幣政策走向切實影響着全球貨幣供應量的大小。當美國面向全球放水時，美元流向各國特別是發展中國家，並推高那裏的資產價格，而當美國收水時，資金流向逆轉擠破資產泡沫，最終完成收割。

## 美國融資成本飆升

中美利差反轉可能對新興經濟體，以及中美兩國均產生巨大影響，我們對此要有深刻的理解和充足的準備。

從對新興市場經濟體的影響來看，加息一定會減緩全球經濟增速，並可能導致個別新興市場國家陷入危機。2008年由美國引爆的金融危機迅速蔓延，給全球經濟造成了嚴重創傷。為了熨平其所造成的傷害，以美國為代表的西方發達國家採取了極端寬鬆的貨幣政策，一方面進行大規模的量化寬鬆，通過購買金融資產向市場注入天量貨幣；另一方面大幅降低央行利率，日本、歐洲和美國甚至出現了歷史上罕見的負利率。有關機構統計，在2020年12月以前，全球有近18萬億美元的負利率資產，有專業媒體甚至發出了「現金是垃圾」的無奈感慨。

俗話說得好，出來混總是要還的。以美國為代表的西方發達國家持續大規模量寬，加之俄烏戰爭的催化劑作用，歐美通貨膨脹無法避免。此



輪以美聯儲為代表的快速加息舉措，勢必為本就脆弱的世界經濟澆上一盆冷水。同時，根據權威機構對1980年以來歷次新興市場爆發的金融危機與以美國為代表的發達國家加息周期的關聯性分析來看，二者存在非常強的正相關關係，幾乎每一次的美元大幅加息都會引發新興市場國家的資金回流美國，並導致前者的主權貨幣大幅貶值，進而形成金融危機。雖然本輪美元加息還未引發類似的情況發生，但我們也不能掉以輕心。

從對美國經濟的影響來看，本輪加息有點飲鴆止渴的味道。美聯儲從2022年3月開始，用一年半的時間將聯邦基金利率從0到0.25厘快速提升至5.25厘到5.5厘，雖然對通脹的遏制起到一定的作用，但對美國實體經濟和財政負擔的負面影響不可小視。

概括起來，加息對美國經濟的影響體現在以下方面：

一是實體企業的融資成本大幅提升。美國1年期國債收益率（無風險收益率）已達到5.43%，生產企業融資時一定會加一個信用風險溢價，按照投資級（BBB以上）通常加1.7個百分點的利差計算，企業的融資成本也要到7%左右，美國高收益債券的收益率則會達到9.3%以上，這麼高的融資成本企業如何能長期經營下去？

二是對美國國債成本支出的影響巨大，財政赤字也會進一步擴大。美國國債餘額目前達到32萬億美元，而且還在不斷增加。美元成為高息貨幣後，1年期國債的收益率從2022年初的0.78%升至5.43%，債券融資成本增加近七倍。根據彼得森基金會預測，2023至2033年的年度，美債淨利息開支將增加7600億美元左右，這對於已經處於赤字狀態的財政部簡直就是雪上加霜。

三是給原來持有大量國債的金融機構造成巨額賬面損失，如果應對不當，不排除再次發生硅谷銀行倒閉的情況。2023年3月份之前，美國商業銀行、保險公司、養老基金和其他投資基金等金融機構持有大量低息國債，現在國債收益率大幅飆升，按照國際通用會計規則要求，持有債券的金融機構每年都要進行市值重估並按現值入賬。美國聯邦存款保險公司（FDIC）9月披露數據，截至二季度，全美銀行業投資證券未實現虧損為5584億美元，僅美國銀行（BoA）一家就超過1000億美元。

## 警惕金融危機再現

由此可見，美國高利率維持的時間越長，造成的不良後果越嚴重，甚至可能導致美國發生一次系統性的金融危機。

從對中國經濟的影響來看，美國

加息給中國疫後經濟恢復增添了新的障礙，對此我們必須高度重視，並積極應對。增添的障礙主要體現在兩個方面：

一是因利差因素導致部分資金外流。在2022年3月份美國加息之前，人民幣與以美元為代表的發達國家貨幣相比，屬於高息貨幣，很多境外機構投資者因此加大對中國債券和股票等金融產品的投資，其目的是賺取穩定的利差。但隨着中美利差的反轉，而且1年期國債的收益率利差已經達到了330個基本點，從套利的角度來講，境外機構投資者更願意將資金投到美元資產，特別是境外機構投資在中國股票、債券市場上的套利資金，為了追求更高的資金收入，會出售人民幣資產轉而投資美元資產，這為中國資本市場造成一定的壓力。

二是對人民幣匯率形成一定的貶值壓力。除了經濟基本面以外，決定匯率的一個重要因素是利差。在不考慮匯率波動的前提下，同樣數量的資金投資到利率高低不同的兩種貨幣上的收益是不同的。那麼，根據利率平價理論，低息貨幣自然要通過貨幣貶值來實現二者的平衡。在通常的情況下，都是高息貨幣升值、低息貨幣貶值。美元利率的大幅度提升，一定會給人民幣的匯率造成貶值壓力，對此我們必須要有充分的認識和準備。

當然，美元成為高息貨幣後，也為中國帶來三方面好處：

一是低利率有利於實體經濟的恢復與健康發展。在經歷了三年疫情、地緣政治衝突、產業鏈轉移等多種不利因素衝擊後，中國實體經濟面臨着巨大的壓力，較低的資金成本有利於減輕企業的負擔成本，有利於實體經濟走出困境。

二是適度的人民幣貶值有利於出口。出口仍是拉動中國經濟發展的主要馬車之一，人民幣適度貶值後，中國出口產品如電動汽車、太陽能發電系統更具有國際競爭力。

三是有利於發展人民幣離岸債券市場。目前發行美元債券的成本非常高，而人民幣債券的成本相對較低，是境外主權機構、金融機構和企業籌集資金的有利方式。

人無遠慮，必有近憂。中美利差反轉絕對是國際金融市場上的一個重要事件，我們需要對此予以足夠的重視並進行風險防範。從歷史經驗來看，美國歷次加息周期的最終結果都是一場金融危機。一般來講，加息之前或加息的前兩年，美股會保持上漲態勢，甚至創出高點，但兩至三年以後，當利率到達一定高位並在高位維持一段時間後，美股就會出現暴跌或引發一場金融危機，這次是否會有例外，我們拭目以待。