

日本平准基金的实践与启示

代 珩
熊 鹭

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。目前，日本平准基金存在以下问题：对股价长期表现的提振作用不佳，日本央行因大规模持股面临资产风险与功能争议，可能陷入扭曲定价和滋生泡沫的舆论危机。日本平准基金的实践启示如下：平准基金择时使用能够有效防范股票市场系统性风险，应规避因中央银行大规模持股而产生的资产波动与舆论风险，积极引导市场参与者进行价值投资。

关键词：系统性风险 内在稳定机制 股市平准基金

平准基金是一种通过在二级市场逆向操作，实现抑制市场非理性波动、维护金融体系稳定的基金。平准基金通常由政府机构（如财政部、中央银行、金融监管部门等）设立并管理，委托特定金融机构运营，以政府拨款或金融机构出资形式成立基金。日本在平准基金实践中既有典型模式，也有不以基金为载体的非典型模式。本文梳理了日本平准基金的发展历程（见附表）、政策成效及目前存在的问题，并提出政策建议。

日本平准基金的设立及运营情况

（一）日本兼备典型与非典型平准基金运营经验

日本典型平准基金包括 1951 年在第二次世界大战（以下简称“二战”）后的经济恢复期成立的第一证券投资信托基金、为应对 1963 年美国利息平衡税冲击¹成立的日本共同证券基金和

日本证券持有组合基金，以及为应对阪神大地震于 1995 年 5 月成立的股市安定基金（见表 1）。

从组织形式来看，上述四个典型平准基金均由日本大藏省²牵头，联合银行、证券公司等金融机构共同出资。日本大藏省委托金融机构采用市场化方式运营平准基金，并设定明确的退出时点，体现出相机抉择的短期政策特点。在平准基金退出后，其收益通常按出资比例返还给出资方，部分基金也将收益捐赠给公益事业。例如，1965 年，由日本证券业自发成立的日本证券持有组合基金将其一半收益捐赠给日本资本市场振兴财团³。平准基金的入市时机为股票市场在一年内下跌幅度超过 25% 时，出资规模通常为股票市值的 2% ~ 6%，存续时间为 5 ~ 10 年。在经济形势转好的情况下，平准基金能够拉动股票市场长期上涨。在平准基金退出时，当年股票市场涨幅通常在 35% 以上。这一时期的平准基金均为临时设立，没有明确的法律支持。

非典型平准基金虽以稳定市场为目标，但未严格按照基金形式入市。例如，1941 年，为应对二战冲击成立的日本协同证券公司、2000 年以后日本央行实施的长达 20 年的大规模股票资产购买计划(Large-scale Asset Purchase, LSAP)⁴(见表 2)。其中，LSAP 兼顾稳定股票市场和量化宽松双重目标。在 2002 年互联网泡沫破裂、2009 年国际金融危机期间，日本央行直接从银行购买其持有的企业股票资产，以稳定银行资本充足率⁵，并通过稳定预期间接提振股票市场。在 2010 年 10 月以后，日本央行从证券交易所购买追踪东证股价指数(Tokyo Stock Price Index, TOPIX) 和日经 225 股票指数⁶的交易型开放式指数基金(ETF) 为市场托底。在 2020 年新冠疫情期间，日本央行大规模购入 ETF。由于 LSAP 兼备量化

宽松的政策目标，LSAP 的持有周期较典型平准基金更长，退出机制不明确。其间，日本央行购买的 ETF 资产至今仍处于持有状态。

(二) 日本平准基金的功能

平准基金减少了市场下行风险。平准基金具备逆周期调节功能，其介入可有效打破股票市场单边下行趋势。从日本平准基金的运营经验来看，在平准基金入市一年后，股票市场几乎能够止跌(见图 1)。国际清算银行的研究表明⁷，日本央行在 2010 年后的大规模资产购买计划显著减少了股票市场下行压力及价格崩盘风险。平准基金也有效遏制了股市的负向螺旋⁸，其稳定价格的举措显著抑制了金融机构因预期市场价格暴跌以及投资者因清算赎回而产生的恐慌情绪，规避了股票大规模抛售和流动性危机。

表 1 日本典型平准基金的基本情况

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 亿日元	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 亿日元	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%

注：1. 成立前 1 年的最大跌幅为平准基金成立前 1 年由年初至年末的最大回撤，最大回撤 = (历史最高净值 - 历史最低净值) / 历史最高净值，根据股票年度最高价与最低价计算

2. 成立 1 年后的收益率与成立 5 年后的收益率根据公历年股票收盘价计算

3. 退出当年的市场涨幅是指平准基金退出当年由年初至年末的股票市场收益率，根据公历年股票收盘价计算得到

资料来源：Wind

表 2 日本非典型平准基金的基本情况

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
1941 年	成立日本协同证券公司	不明	二战对经济的冲击	不明	不明	不明
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：Wind

平准基金提振了投资者信心。平准基金对短期股价的支撑可有效提升投资者信心，引导更多资金入场。日本东京大学的研究表明，日本央行的反周期购买行为近似于发挥了“中央银行看跌期权”（Fed Put）⁹ 的功能，向市场提供了股价下跌保护。这一举措能够向市场传递积极信号，扭转投资者的亏损预期，增强其入市的信心。此外，平准基金也有助于修复市场短期风险偏好。通过连续提振股价，平准基金可提高股票的持有回报，带动资金入场。

日本平准基金的主要问题

（一）对股价长期表现的提振作用不佳

自 2000 年以来，日本稳定股票市场的举措已从相机抉择的常规平准基金制度转为由日本央行主导的长效 LSAP 机制。基于日本独特的制度背景，本文对比相机抉择和长效机制对股票市场短期和长期表现的影响。

从短期股价表现来看，上述两种机制均能在市场前期出现大幅下跌时使股价在一年内止跌回稳。然而，当市场前期并未出现明显跌幅时，长效机制下的股票购买行为并非每次都能带来显著的短期刺激效果（见表 3）。

从长期股价表现来看，仅依赖平准基金难以起到调整经济内部结构和带动股价长期向好的作用。例如，1964 年 1 月，在日本共同证券基金成立后，日本股票市场的下跌趋势暂时得到遏制，但因日本经济基本面没有显著改善，股票市场在经历短暂快速回升后又转为继续下跌；1995 年，日本股灾时期，在股市安定基金入市后，市场短暂企稳，但由于日本经济长期疲软，1 年后，股票市场又重回下行区间，并持续阴跌多年。即使是长效的 LSAP 机制也难以带动股票定价水平真正恢复。亚洲开发银行 2018 年的研究¹⁰ 表明，虽然日本央行的大规模购买带动了 2010 年后日经 225 股票指数连年上升，但是在 2010—2020 年，日经 225 股票指数的平均市盈率仅为 22 倍，远不及 2000—2010 年的 32 倍水平。甚至在 2020—2025 年，日经 225 股票指数的平均市盈率进一步下跌至 17 倍。这表明在经济基本面没有显著改善的情况下，仅靠平准基金依旧难以使长期股价回到正常的定价区间。

（二）大规模持股使日本央行面临资产风险与功能争议

截至 2024 年末，日本央行已拥有 37 万亿日元的 ETF（见图 2）。但是，日本央行大规模持

图 1 日本各平准基金的设立时间与股票指数走势



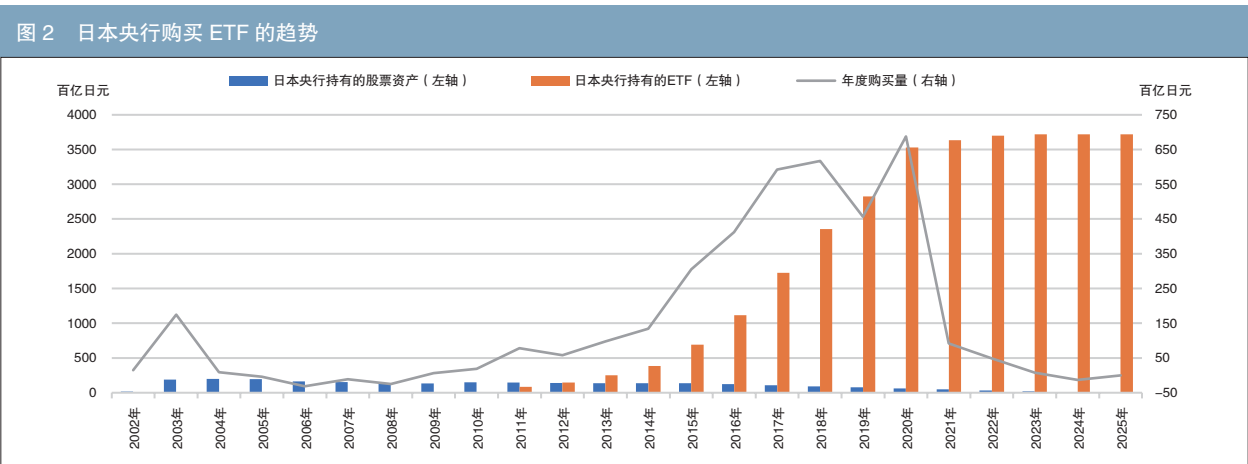
资料来源：Wind

股也面临多方面问题。一是资产负债表波动风险。随着日本央行持有的 ETF 总额不断攀升，其资产受到股票价格波动的影响也在增加。二是中央银行功能定位争议。截至 2024 年末，日本央行实际上已成为日本股票市场的第一大股东。这使央行在市场中的角色逐渐从调控者向参与者转变，

动摇了央行中立性原则。三是挤占未来政策空间。大规模购买计划使日本央行应对下一次市场波动的政策空间受限。截至 2024 年末，日本央行持有的 ETF 市值占比达到该行总资产的 5%。由于股票市场价格波动较大，未来进一步扩表将再度扩大资产负债表对股票风险的暴露程度，也让日

表 3 2010 年以来日本央行购买 ETF 的时机与市场影响			
时间	事件描述	事件前 1 年的收益率	事件后 1 年的收益率
2010 年 10 月	重新建立资产购买计划，ETF 的最大购买余额为 0.45 万亿日元	-5.84%	-6.13%
2011 年 3 月	将资产购买计划的最大金额增加约 0.45 万亿日元，总计约 0.9 万亿日元	-10.73%	-7.17%
2011 年 8 月	将资产购买计划的最大金额增加约 0.5 万亿日元，总计约 1.4 万亿日元	2.89%	-9.99%
2012 年 4 月	将资产购买计划的最大金额增加约 0.2 万亿日元，总计约 1.6 万亿日元	-1.84%	22.81%
2012 年 10 月	将 ETF 的最大余额增加 0.5 万亿日元，达到 2.1 万亿日元	1.14%	51.02%
2013 年 4 月	重启 ETF 购买计划，余额以每年约 1 万亿日元的规模增加	40.19%	19.74%
2014 年 10 月	将购买量增加到 3 倍，余额以每年约 3 万亿日元的规模增加	14.79%	8.54%
2015 年 12 月	建立新的 ETF 购买计划	10.35%	-5.58%
2016 年 7 月	购买量翻倍，相当于每年购入 ETF 约 6 万亿日元	-18.87%	25.87%
2018 年 7 月	再次上调 ETF 的购买上限	13.11%	-2.93%
2020 年 3 月	提高 ETF 的购买上限，使其余额以每年不超过约 12 万亿日元的规模增加	-9.55%	34.10%

注：事件前 1 年的收益率与事件后 1 年的收益率均根据月末股票收盘价计算得到
资料来源：Wind



资料来源：Wind

本央行面临更大的退出压力，限制了政策灵活性。

（三）日本或陷入扭曲定价和滋生泡沫的舆论危机

日本央行长期入市购买 ETF 的行为引发了关于助长道德风险和催生价格泡沫的舆论争议。2021 年，日本央行前官员山冈弘美（Hiromi Yamaoka）认为无差别的托底方式可能会使市场过度偏好风险，这将扭曲市场机制、滋生泡沫¹¹。亚洲开发银行在 2018 年的研究也表明¹²，日本央行的大规模刺激措施可能使市场高估小盘股。此外，长期托底行为也可能不利于企业改革。日本央行大规模买入 ETF，可能阻碍利空消息兑现，影响市场激励企业改革。同时，由于日本央行不参与公司治理，也将使企业因缺乏大股东监督而放松内部管理。

启示与思考

（一）择时使用平准基金可有效防范系统性风险

在股票市场大幅下跌的行情下，平准基金是稳定股票市场、防范系统性金融风险的关键工具。从日本的运营经验来看，房地产与股票市场价格暴跌会导致大量金融机构破产倒闭，进而对实体经济和物价稳定产生负面影响，而平准基金能在短期内扭转股票市场的单边下行趋势，打破负向螺旋，发挥稳定股价的作用。

（二）应避免由中央银行大规模持股

日本央行大规模持股在提升银行资本充足率和修复居民风险偏好方面起到了关键作用，但这种做法也存在诸多风险。例如，退出机制不完善、引发央行资产负债表波动，以及招致过度干预市场、扭曲定价的质疑等。由于股价波动较大，大规模持股可能严重影响央行扩表与缩表能力，削弱了货币政策的有效性。

（三）积极引导市场参与者进行价值投资

从日本的实践来看，仅依赖中央银行或平准基金进行大规模资产购买不足以激励居民进入股票市场开展长期投资。2010 年，日本经济持续低迷，居民部门的风险偏好较低，此时的居民部门存款占其资产的比例高达 40%，显著高于同期美国的 5%。在此背景下，日本央行的 LSAP 也旨在提高投资者的长期回报，推动投资者长期持股，增加风险资产投资。但是从目前来看，该举措的成效并不明显，截至 2024 年末，日本居民部门存款占其资产的比例¹³反而上升至 53%。当前，应引导市场参与者提升对价格风险的承担能力，结合宏观审慎政策，督促金融机构做好压力测试。从短期看，应维护良好的舆论环境，避免恐慌情绪传染。从长期看，应注重经济基本面，积极引导市场参与者进行价值投资，保护投资者利益，促进股票市场健康发展。（本文观点不代表作者供职单位意见）

注：

1. 1963 年 7 月，美国为减少对外贸易逆差并提升美元国际信誉，实施了利息平衡税政策，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。该政策提高了外国投资者持有日本证券的成本，大量外资从日本证券市场流出。按照美国政府的最初规定，利息平衡税将实施到 1965 年末结束，但为限制美元外流和平衡国际收支，美国政府将这项政策一再延期，直至 1974 年 6 月 30 日才废止。
2. 日本大藏省是日本的中央政府财政机关（存续时间为 1869—2000 年），负责管理日本财政、金融和税收事务。当时，日本银行只是作为金融政策的发布、执行机构，政策制定更多受日本大藏省的指导，相当于无实权的央行。2001 年 1 月 6 日，日本实施了中央省厅再编改革，日本大藏省被拆分为财务省和金融厅。
3. 日本资本市场振兴财团基于 1969 年 1 月日本证券控股协会的盈余成立，是致力于促进日本资本市场发展的公益组织。该财团主要通过研究、教育和政策建议，提升资本市场的效率和透明度，从而支持日本资本市场的可持续增长。

4. LSAP 是日本央行实施的一种货币政策。通过该政策,日本央行会购买大量的金融资产,如政府债券、公司债券、股票等,以向市场注入流动性,降低长期利率,刺激经济增长。这种做法在经济衰退或通缩压力较大时被广泛采用,是量化宽松政策的一部分。
5. 当时日本存在特殊的主银行制度,在此背景下,企业与其主要服务银行形成大量交叉持股,银行因此持有大量企业股票。在股价暴跌期间,银行资本充足率下降幅度较大。资本充足率 = 总资本 / 风险加权资产。在股价大跌期间,银行的未实现损失增加,分子(总资本)减少;而由于股票风险权重增加,分母(风险加权资产)增加,资本充足率下降。日本央行买入银行持有的股票相当于为银行注入现金,减少风险资产,以维持其资本充足率稳定。
6. 东证股价指数(TOPIX)涵盖了东京证券交易所上市的所有股票,截至 2024 年末,该指数的成分股数量超过 2000 只,而日经 225 股票指数的成分股由 225 家在东京证券交易所上市的大型蓝筹公司股票组成。
7. 详见 <https://www.bis.org/publ/work1029.pdf>。
8. 股市的负向螺旋是指市场中某个负面事件引发一系列连锁反应,导致股价持续下跌、市场恐慌加剧,进而形成恶性循环,进一步恶化市场状况的现象。
9. “Fed Put”是金融市场中的常用术语,用于描述如果价格下跌过快,美国联邦储备局(Fed,此处指代中央银行)将采取宽松的货币政策来提振股票市场。该功能相当于向股票市场参与者提供了类似看跌期权的下跌损失保护。
10. 详见 <https://cepr.org/voxeu/columns/effectiveness-bank-japans-large-scale-stock-buying-programme>。
11. 资料来源于彭博。
12. 详见 <https://www.adb.org/sites/default/files/publication/447031/adbi-wp865.pdf>。
13. 日本居民部门(包括私人非公司组织的企业)存款占其资产的比例数据来源于日本内阁府。

附表 日本各平准基金的发展历程梳理

时期	平准基金(救助方式)	发展历程	收益及退出情况
金融机构主导时期 (1941—1995 年)	成立日本协同证券公司 (1941 年)	日本大藏省为防止战争对股票市场造成重大危害,于 1941 年设立日本协同证券公司来维持股价稳定	不明
	第一证券投资信托基金 (1951 年)	二战结束后,为避免股价剧烈波动对经济恢复造成不利影响,日本大藏省于 1950 年促使银行及寿险公司适度购买股票,防止股价大幅下挫,并在 1951 年成立第一证券投资信托基金进行股市平准操作	不明
	日本共同证券基金 (1964—1971 年)	20 世纪 60 年代,日本经济面临下行压力,同时遭受美国利息平衡税等外部冲击。受此影响,大量投资信托(当时股票开放式基金的主要运营方)解约卖出,日经 225 股票指数在 1963 年末自年内高点下跌 26%。同年 12 月,日本大藏省前长官田中角荣召集日本兴业银行、富士银行、三菱银行、野村证券、大和证券等金融机构首脑商讨救市方案。1964 年 1 月 11 日,在日本大藏省的主导下,14 家大型银行和 4 家证券公司联合出资成立日本共同证券基金,初始资本金为 25 亿日元。1964 年 10 月 22 日,日本共同证券基金面临资金枯竭,日本大藏省通过拨款将其资本金增至 300 亿日元,银行团出资 1000 亿日元作为协调融资,日本央行提供 845 亿日元资助。在各方资助下,救市基金总计投入 1905 亿日元购买指数成分股,日经 225 股票指数最终在 1965 年 1 月守住 1200 点大关。但由于经济恢复缓慢,日经 225 股票指数此后继续下跌,在 1965 年 6 月末达到 1060 点并触底。在救市的过程中,相关银行的基金管理成本逐渐累积,银行团建议日本大藏省与日本央行直接向救市基金注资,允许银行从中退出。这使得银行团与日本政府之间的分歧加剧,银行业和证券业在救市问题上的意见分歧也不断显现。救市作用自 1965 年三季度开始显现,日经 225 股票指数止跌回升	在 1971 年解散,总存续期长达 7 年,累计获利 700 亿日元,其收益按照出资比例分配给参与的银行和证券公司
	日本证券持有组合基金 (1965—1969 年)	美国政府决定将原定于 1965 年结束的利息平衡税政策延长至 1974 年,这损伤了外资投资意愿,日本股票市场持续下跌。1965 年 1 月 13 日,由证券业主导、政府支持的日本证券持有组合基金成立。以野村证券濑川董事长为首的证券业救市方案很快得到田中角荣首肯。证券业向日本证券持有组合基金注资 3227 亿日元,该基金扩大了购买范围,包括指数成分股以外的其他股票,以更全面地稳定市场	于 1969 年 1 月 11 日清盘,其收益达 490 亿日元,其中一半资金被捐给日本资本市场振兴财团,为日后资本市场发展提供资金

附表 日本各平准基金的发展历程梳理（续表）			
时期	平准基金（救助方式）	发展历程	收益及退出情况
中央银行 主导时期 （2002年至今）	股市安定基金 （1995—2005年）	20世纪90年代初期，日本房地产泡沫破裂，股票市场持续下跌。1995年又逢阪神大地震，日本经济“雪上加霜”，日经225股票指数自1995年1月的18649点跌至14517点，半年内的跌幅为22%。1995年，日本大藏省主导设立股市安定基金，主要资金来源于大型商业银行，规模约为2万亿日元。该基金通过购买超跌的股票，尤其是指数成分股，来提供流动性并缓解市场恐慌情绪。短期内，该基金成功促使日经225股票指数止跌回升至19868点，下半年基本抹平了上半年的跌幅。然而，由于日本经济基本面长期疲软，此次救市的长期效果并不显著	直到2005年日本经济逐步复苏，周期性行业、制造业和科技产业开始出现超额回报并持续超过500个交易日，该基金才成功退出，其存续时间约为9年。该基金退出后，收益按照出资比例分配给参与的银行
	日本央行在场外市场 购买银行持有的股票 （2002年）	2002年，互联网泡沫破灭，日经225股票指数在2000—2002年跌幅达到50%。日本商业银行持有的大量股票资产缩水，银行资本充足率下降，削弱了银行的信用扩张能力。2002年，日本央行开展LSAP，以市场价从场外购入银行持有的2万亿日元企业股票，以提升其资本充足率	至今未退出
	日本央行在场外市场 购买银行持有的股票 （2009年）	2008年，国际金融危机发生，日本股票市场再次出现50%的跌幅。2009年，日本央行重启1万亿日元的LSAP，从银行手中购买其持有的股票，有效转移银行风险。虽然日本央行并未直接参与股票二级市场买卖，但这也通过稳定投资者预期促使日经225股票指数止跌。日本央行在这一时期购买的股票资产至今仍在持有	至今未退出
	日本央行从二级市场 购买股票 （2010—2023年）	在日本的量化宽松计划下，股票购买兼具稳定股票市场和维持货币宽松的功能。2010年10月，日本央行启动了购买追踪东证股价指数和日经225股票指数ETF的计划，最初设定的购买上限为4500亿日元。此后，日本央行不断提高上限，并以制度化、常态化方式执行这一计划，在高峰时期每月约购入1.5万亿日元的上述资产 2020年，在新冠疫情暴发后，日本央行甚至将资产购买上限提升至12万亿日元，达到历史峰值。直至2021年日经225股票指数超过28700点，股票市场回暖，其购买频率才逐步降低，到2023年几乎停止，股票持有量在2024年与上年持平。截至2024年末，日本央行累计购买的ETF达到37.3万亿日元，占东京证券交易所股票总市值的4%，截至目前，日本央行仍在持有这些资产	至今未退出

注：1. 协调融资又称“协同融资”，是指在主银行制度下，由多家银行共同向企业提供融资的一种方式。在这种模式中，企业的主银行通常会作为牵头银行，协调其他银行共同参与贷款，主银行向其他银行保证融资的安全性。同时，主银行也会对贷款企业进行监督和管理，以确保融资的安全性和企业的正常运营
2. 在银行业和证券业分歧方面，一些银行家极力反对设立日本共同证券基金。他们认为，市场波动应由市场来解决，对市场过分干预只会加剧道德风险
3. 1997—2003年，日本的国内生产总值（GDP）年均增速再未超过0.5%，未再出现1995年、1996年2%以上的经济增速
资料来源：日本证券经济研究所、日本经济当代史研究所、日本证券业协会

作者：中国人民银行金融研究所
编辑：刘羽飞 印颖

参考文献

[1] 黄奇帆，王善礼．深化资本市场基础性制度改革的若干思考和建议[J]．新金融，2018（11）．
[2] 李嘉琪．加快建设资本市场内在稳定性机制[J]．中国金融，2025（1）．
[3] 秦瑞．境内外股市平准基金机制比较[J]．中国金融，2025（1）．
[4] 吴晓求．中国资本市场：发展逻辑与改革重点[J]．金融会计，2024（7）．