

**会议主题：深圳年度策略会金融工程分会场**  
**会议内容：台湾救市经验——国安基金的制度化**  
**主讲人：怡富投信副总经理 陈忠庆**  
**时间：2015 年 12 月 17 日**

各位下午好！我今天是高总指定这个题目给我：国家队的下一步，他特别提到国家队这个名词，这个名词对台湾人来讲是蛮有趣的，因为我们在台湾是不用这个词的，国家队有点像运动竞技的比赛一样，竟然股市也有国家队。不过纯粹从研究的角度来看我们这两个市场，一个是大陆 A 股市场，一个是台湾的股市，救市经验还蛮有趣的。如果你回归到投资人的立场去看的话就不有趣了，因为有些人确实就跳楼自杀了。像刚才那个是 6 月 10 号在大陆有人就跳楼自杀，其实早几年在台湾也有人跳楼自杀，而且包括 2008 年金融机构的从业人员因为客户亏了钱他无法面对客户他也跳楼自杀，这个在条件其实都发生过。

我们如果从两个市场的相比较来看，还有一个有趣点就是这两个市场都在今年有政府基金入市去救市，大概全世界在这个时点上就这两个市场有，以台湾来讲，台湾是在 8 月 24 号那天股市大跌，盘中跌了 500 多点，最后收盘的时候政府就吓到了，本来前一天还有媒体问政府说股市跌这么低要不要救市，台湾的主管单位是财政部，他就说我们不救市，国家不会为了股市一跌就入场救市。可是 24 号他就跌了 500 多点，收盘的时候也算大跌，那一天台湾的行政院副院长就召开了国安基金委员会，我们先看这个法律好了。

图表 1：国家金融安定基金设置及管理条例

## 國家金融安定基金設置及管理條例

【制定日期】民國89年1月15日  
【公布日期】民國89年2月9日

### 【法規沿革】

1.中華民國八十九年二月九日總統（89）華總一義字第8900031620號令制定公布全文17條；并自公布日起施行  
中華民國一百零一年二月三日行政院院一規字第1010122318號公告第5條第2項所列屬[行政院主計處]之權責事項，自一百零一年二月六日起改由[行政院主計總處]管轄

### 【法規內容】

#### 第1條（立法目的）

為因應國內、外重大事件，以維持資本市場及其他金融市場穩定，確保國家安定，特設置國家金融安定基金(以下簡稱本基金)，并制定本條例。

#### 第2條（法律優先通用順序）

本基金之設置、管理及運用，依本條例之規定；本條例未規定者，適用其他有關法律之規定。

图表 2: 国家金融安定基金设置及管理条例

**第3條（主管機關）**

本基金以行政院為主管機關。

**第4條（基金來源）**

本基金可運用資金之總額為新台幣五千億元，其來源如下：

- 一、以國庫所持有之公營事業股票為擔保，向金融機構借款；借款最高額度新台幣二千億元。
  - 二、借用郵政儲金、郵政壽險積存金、勞工保險基金、勞工退休基金、公務人員退休撫恤基金所屬可供證券投資而尚未投資之資金；其最高額度新台幣三千億元。
  - 三、其他經主管機關核定之資金來源。
- 前項第一款提供擔保股票之種類及數量，由財政部報請主管機關核定之；其設定擔保不受國有財產法第七條第一項及第二十八條規定之限制。
- 本基金依第一項規定辦理時，其借款不受公共債務法之限制。

图表 3: 国家金融安定基金设置及管理条例

**第5條（國家金融安定基金管理委員會之權責及組成）【相關發則】第二項~16**

本基金設國家金融安定基金管理委員會(以下簡稱委員會)，辦理下列事項：

- 一、本基金運用事項之審議。
- 二、本基金操作策略計畫之核定。
- 三、本基金資金調度事項之審議。
- 四、本基金財務報告及盈虧撥補之審議。
- 五、其他有關本基金管理、運用及公告事項之核定。

委員會置委員十一人至十三人，其中一人為主任委員，由行政院副院長兼任，其餘委員由中央銀行總裁、財政部部長、交通部部長、行政院主計處主計長、行政院勞工委員會主任委員、銓敘部部長兼任及由主管機關就立法院各黨團推薦之學者、專家遴聘之。

前項遴聘之委員人數不得少於委員總數之三分之一，聘期為二年，期滿得續聘之；聘期內因故改聘者，其聘期至原聘委員聘期屆滿之日為止。

图表 4: 国家金融安定基金设置及管理条例

**第6條（會議之召集及主席）**

委員會會議由主任委員召集并擔任主席，主任委員因故無法執行職務時，由其指定委員一人代理之。

**第7條（主任秘書及工作人員之設置）【相關罰則】~16**

委員會置執行秘書一人，由主任委員指派人員兼任之，承主任委員之命掌理會務；其餘所需工作人員，由行政院及其所屬機關現職人員派兼之。並得視業務需要聘用一人至五人。

**第8條（動用基金之條件及計劃）【相關罰則】~16**

因國內、外重大事件、國際資金大幅移動，顯著影響民眾信心，致資本市場及其他金融市場有失序或有損及國家安定之虞時，得經委員會決議，動用第四條第一項之可運用資金辦理下列事項：

- 一、於證券集中交易市場或證券商營業處所買賣有價證券。
- 二、於期貨市場進行期貨交易。
- 三、其他經主管機關核准之事項。

前項資金之動用、操作規劃之執行，得委託專業機構辦理之；其委託相關事宜，由委員會定之。

图表 5：国家金融安定基金设置及管理条例

**第9條（基金之盈虧歸屬）**

委員會以本基金名義借用第四條第一項第二款各基金之資金時，盈虧均歸屬本基金。但應給予各基金合理之補償及收益。

前項補償以借用時已發生之損失為限；收益以台灣銀行二年定期存款利率加〇·六二五個百分點計算。

**第10條（基金之保存方式）**

本基金之資金，除依第八條第一項規定動用者外，以下列方式保存：

- 一、現金。
- 二、存放於信用良好之金融機構。
- 三、購買政府債券、金融債券、金融機構發行之短期票券。
- 四、其他經主管機關規定之方式。

**第11條（操作標的之後續處理）**

本基金於達成安定金融市場任務後，就第八條第一項之操作標的應適時予以處理。

台湾的国安基金是有法律依据的，所以国安基金下面是有个委员会的，这个委员会有13个成员，主任委员就是行政院副院长，所以8月24号是主任委员召开了这个委员会，13个委员当中有7个是官方人员，有6个是民间的学者专家，然后就决定要救市，所以他们在25号就宣布政府基金会入场救市，就是会启动国安基金。

我们现在来看它启动的背景和启动的原因是什么。主要是第八条：国内外重大事件、国家资金大幅移动，显著影响民众信心是资本市场及其他金融市场有失序或有损及国家安定时，经委员会决议启动第四条可以用的资金，就开始去救市了。第四条就告诉你它的钱从哪里来，各位可以看到国安基金可以动用的钱是5000亿新台币，除以5就是人民币，台湾市场这么小所以他们也不需要多少钱，就是5000亿。第一他是用国库所持有的公营事业股票为担保，向金融机构借款总共可以借2000亿，另外可以借用这四个基金，这四个基金都是政府基金，比如最后这个公务人员退休抚恤基金，将来公务人员退休的时候国家要拨钱退休金给他用，如果你在工作当中有受伤、生病也是从这个基金拨钱的。另外邮局也有钱，然后劳工保险基金有点像我们这边的社保，所以总共跟政府有关政府喊得动的钱，或者政府可以动用的钱有四大基金，这是除了国安基金以外有这四大基金。这四大基金有很多钱，他用不完，尚未投资的可以借给国安基金最高3000亿，所以这两个加起来他可以动用的钱就是5000亿。

图表 6 台湾政府可运用的平准基金

## 臺灣政府可運用的平准基金

- **八大行庫（公股）**：臺灣銀行、土地銀行、彰化銀、第一銀、華南銀、兆豐銀、合作金庫、臺灣企銀
- **四大基金**：郵政儲金、勞工退休基金、勞工保險基金、公務人員退休撫恤年金
- **國家金融安定基金**

我们看一下这四大基金多有钱，刚才讲的邮政储蓄金有 5 万 8000 亿，劳退基金有 1 万 3000 亿。这四大基金其实平常就有在投资，平常就有把资金放到股市里去，并不是发生危机的时候才动，因为他们自己的钱也要运用，不能够只存在银行生利息，那个很低的，所以他们自己也会做投资。在危机发生的时候 8 月 24 号以前，其实他们投资有将近 5000 亿，但他还有很多钱可以投资，所以这个钱从这部分就可以借给国安基金。

图表 7：四大基金的资金规模及投资部位

截至2015年7月，四大基金的资金规模及投资部位如下：

基金別		資金規模	已投資部位
郵政儲蓄金		5萬8000億元	1000億元
勞退基金	新制	1萬3900億元	980億元
	舊制	6400億元	
勞保基金	勞保	6400億元	1400億元
	國民年金	1200億元	420億元
退撫基金		5萬6000億元	1000億元

我们再回到刚才那个背景，8 月 24 号大跌，8 月 25 号进去了，8 月 24 号跌到 7410 点，启动的原因我刚才讲了，政府要宣布，我觉得大陆的 A 股市场可以参考台湾救市的经验，参考什么？后来他学会什么事情我要对外宣布，我宣布的时候其实就有安稳民心的作用，所以他在 8 月 25 号就对外宣布国安基金启动，然后他讲说四大基金本来就有钱在里面，他也讲说四大基金会进场。台湾还喜欢找业者喝咖啡，比如找券商喝咖啡，叫做道德劝说，说你们进场买股票吧，因为券商有自营部门，自营部门有一大堆钱，其实也可以进市场买股票的，所以他们通常在市场有点动荡、往下滑的时候，还没有启动国安基金之前就会找业者喝咖啡，跟他们说你们有钱就买点股票。另外你看台湾不只国安基金，他还有很多种可以用，他还有所谓的八大行库，有点像国营的银行一样。四大基金就是刚才讲的那很有钱的四大基金，最后才是国家安定基金。其实前面还有一个部队就是最好喊得动的，因为多数是民营的，就是券商。台湾的券商绝大多数是民营的，官可以管民，所以民比较听话，所以如果有什么动荡的时候股市往下走的时候先找券商喝咖啡，然后第二步再找八大行库，让你们说买买自己的股票，因为这些都是上市公司。

图表 8：政府基金的操作模式和平准基金的启动与运作

## 政府基金的操作模式

- **八大行庫（公股）**：自營、平時即有交易
- **四大基金**：自營、委外、平時即有交易
- **國家金融安定基金**：自營、透過台銀下單，平時不交易，護盤嚴守保密原則，選股偏重權值股，較易拉抬指數

## 平准基金的啟動與運作

- 八大行庫進行庫藏股買進及買進其他股票
- 四大基金提携資金進場買股
- 行政院副院長召開國安基金委員會，授權啟動國安基金，進場買股

台湾有个名称叫库藏股，古代有金库现在不需要金库了，现在都虚拟化都是看数字的，所以没有真正的股票。古代上市公司有金库，会把股票锁在金库里，那叫库藏股。如果这家上市公司里在交易市场里头把自己的股票买到手了，那市场的股票就少一点了，所以这叫增加你的库藏股，至少你的股票会往上走。所以他们会叫八大行库买库藏股，或者买各大产业的龙头股，为什么呢？台湾的指数叫做加权股价指数，加权的意思就是如果上市公司的股本比较大，他在指数所占的权重就比较大，所以他们叫加权指数。所以如果你买这种龙头股，这个产业比如电子业里头的大型公司他可能是行业里的龙头排名前几名的，你买了以后股价一上来它的权重指数就上来宣示效应就起来了，股民就会看到起来了，人在做交易的时候心里作用是主导一切的。所以如果八大行库也买买自己的股票，也买买这些龙头股，然后四大基金本来就在市场里头差不多有 5000 亿，这个时候政府又叫他你们也买买股票，加码进去，因为他们其实是蛮多钱的，也会起来，最后不行才会动用到国安基金。



图表 9 股灾过程及国安基金入场



图表 10：股灾过程及国安基金入场



24 号大跌，25 号宣布的时候，他提到两个重点，一个就是从年初到 8 月 24 号已经跌掉 20% 以上。另外从相对高点就是前一个区间的高点我们算了一下大概是 6 月 25 号，那个时候的指数是 9476 点，8 月 24 号那天是跌到 7410 点，也跌了 20% 以上。所以财政部的次长就是这个国安基金的秘书长就是负责执行决议的那个人他对外宣布的时候，就说因为有两个因素，一个是年初到现在差不多 20% 的跌幅了，从相对高点 9476 点跌到 7410 点，也跌了 20% 了，在 8 月 23、24、25 号那几天流动性都不行了，台湾股市的总市值大概 25 万亿新台币，如果平常的交易量来看一天的交易量差不多抓一千亿，在股市不好的时候可能就八百亿甚至更低，所以平均下来差不多就抓一千亿，在大跌的时候那个量如果剩下三四百亿，那个量就不见了，流动性就出现问题。还有台湾跟 A 股市场一样它是有涨跌无限制的，早先是 5% 的上下涨跌停板的限制，后来调回 7%，今年大概 10 月 1 号是调回 10% 了。那流动性不见的时候，主要

是跌停板就锁死，你没有买盘进来的话就没有交易量，流动性就出现问题。所以官方当时的考虑就是跌幅够大了，因为如果用次长的话来讲用 2015 年的年初到 8 月 24 号台湾的跌幅是世界第一，另外相对高点到那个时候也是超过 20% 然后又没有流动性很多股票都跌停锁死，所以他这个时候启动国安基金。

图表 11：国安基金的入场及影响

- 進場時間：2015年8月25日
- 進場金額：51億2750萬元（至9月30日）
- 盈虧：未實現盈虧1.0374億元（至9月30日）
- 加權指數變動情形（漲跌幅與進場前一日比較）

日期	收盤指數	進場後漲跌幅
8月24日	7410.34	進場前一日
8月25日	7675.64	+3.58%
8月26日	7715.59	+4.12%
...		
8月31日	8174.92	+10.32%
...		
9月30日	8181.24	+10.40%
...		
10月30日	8554.31	+15.44%
...		
11月30日	8320.62	+12.28%
...		
12月8日	8343.86	+12.59%

启动以后有没有效呢？先看这个图，刚才讲到 8 月 24 号是国安基金进场的前一日是 7410 点，到 8 月 25 号就涨起来了，8 月 26 号又涨起来，8 月 31 号从低点已经涨了 10%，9 月 30 号还差不多 10%，10 月 30 号 15.44%，11 月 30 号 12.28%，到昨天已经跌到差不多 10% 左右了，因为还是有点走下来，今天又涨了。今天美联储升息，台湾有句话叫利空出尽，就是利空这个消息有反应，所以反而会涨。所以今天就涨了 100 点。昨天到 8184 点，今天又涨到 8285 点，如果换算起来大概又回到 12% 左右。

图表 12：历次国安基金入场及台股表现

歷次國安基金進場與台股表現								
國安基金進場時間	時機	加權	當日 (%)	後1日 (%)	後5日 (%)	後10日 (%)	後20日 (%)	後60日 (%)
2000/3/16	中國總理朱鎔基惆悵	8.683	0.49	0.93	9.80	14.39	11.28	2.91
2000/10/27	核四停建	5.805	-2.30	-2.52	-0.16	4.90	-11.62	-2.45
2004/3/22	319槍擊事件	6.360	-6.68	-2.94	1.80	5.08	6.59	-12.36
2008/9/18	雷曼兄弟破產	5.642	-2.74	5.82	7.42	1.78	-12.59	-18.22
2011/12/21	歐債危機加金正日猝逝	6.966	4.56	0.00	1.29	1.67	3.84	15.94

資料來源：CMoney

所以进场到底有没有效？其实台湾救市不是只有今年这一次而已。国安基金入场其实前面有五次的经验，从2000年的时候就已经有两次经验了。我们来看第一次的经验它到底救市有没有效。很多人对这个名词很有兴趣：“中国总理朱镕基恫吓”，因为当时台湾进行总统大选，执政党是国民党，反对党是民进党，民进党是主张台独的，中国政府当然不允许台独，看起来那次民进党可能会胜选，所以这边就敲边鼓希望国民党加油，就说了一些重话，我们台湾的媒体用的名词“中国总理朱镕基恫吓”，那次因为这样的关系就大跌，跌了以后国安基金就进场，在3月16号的时候进场，有没有效呢？当日是涨了0.49%，后一日、后五日、后十日、后二十日，两个月之后涨了2.91%。以后又由于不同的原因，比如2000年的10月27号台湾本土的核四发电厂停建又引起大跌，然后又选举又引起大跌，然后2008年刚才程老师讲的雷曼兄弟破产美国也很惨，台湾当然也跟着惨。2001年的时候是欧债危机，总共大概五次。如果我们看进场以后不同期间的表现来讲，这几次都是负的，两个月以后都还是负的。所以到底有没有效呢？有人就说无效，说你动用国家的钱结果没有效。

图表 13：国安基金历次进场原因及绩效

進場時間	進場原因	退場時間	投入金額	操作績效 (估計值)
2000年3月	中國恫嚇、首次政黨輪替	2003年	2次共1743億元	獲利61億元
2000年10-11月	核四停建			
2004年3-5月	兩顆子彈事件	2006年	500億元	
2008年9-12月	全球金融海嘯	2010年	599億元	獲利337億元
2011年12月	歐債風暴、北韓領導人金正日逝世	2012年	429.6億元	獲利35億元
2015年 8月	中國大陸經濟衰退	—	—	—

中央社整理製圖

可是有另外一种观察的重点，我们用金额来算，原因都一样各位看看就好。进场以后到退场国安基金进去以后他都赚钱，这三次总共是赚这些钱，这两次也都赚钱。所以国家的钱或者国家队进场护盘应该是不会赔钱的。为什么？很简单，因为崩盘了嘛，所以你在低点进去的。然后出场是你自己决定的，因为那是国家的钱是政府的钱，谁会让你在赔钱的时候出来，你可以选择赚钱再出来，你是政府、你是官方。所以他们最后都是赚钱的。如果用这个角度来看那好像又是蛮成功的。



图表 14：媒体评价国安基金历次进场原因及绩效护盘效果

國安基金歷次護盤效果			
日期	護盤原因	金額	對台股影響
2000/03	▶中國總理朱鎔基恐嚇台灣，企圖影響選舉 ▶台灣第一次政黨輪替	500億元	有效，指數從3月中低點8250點反彈至4月初上萬點，最高達10328點，漲幅25%
2000/10	▶網路泡沫 ▶以巴衝突導致原油大漲	1200億元	無效，指數從10月初高點6425點回跌至11月下旬低點4760點，跌幅近26%
2004/03-05	▶總統大選發生319槍擊案	500億元	無效，指數從2月底的6750點回跌至5月底5977點，跌幅11.5%
2008/09-12	▶全球金融海嘯	近600億元	無效，指數從8月底的7046點一路跌至12月底的4591點，跌幅達34.8%
2011/12/21~ 2012/04	▶歐債危機 ▶北韓領導人金正日猝逝	428億元	有效，指數從6662點上漲至隔年4月底的7501點，漲幅12.6%

蘋果日報

國安基金歷次護盤效果

但是救市是要政府赚钱叫做成功吗？看你要用哪个角度来衡量了。我们再看看，这个是台湾的苹果日报做了一些总结说这次有效、这次也有效，中间三次统统无效，他的标准是什么，他还是用涨跌幅来算的。因为我们的A股市场是第一次救市，所以还没有出场，所以结论还没有出来，所以大家那颗心悬在那里，不知道它有没有效。台湾前面已经有五次经验，今年也还没有结束，我们就看前面五次到底有没有效。

图表 15：国安基金第一次入场救市



刚刚我们用金额算政府又赚钱，国安基金进去了钱，如果用媒体自己整理出来的东西看它又可以分出两次有效、三次无效。可是如果我们用其他的观点来看，我们用图来看，红色的箭头就是进场的时候，刚才苹果日报说无效，各位用另外一个观点看，它在这里大跌的时候引起恐慌，这个时候民心就安定下来，市场就稳定下来了，交易量也出来了，就算这个地方是往下走的那还是有量，交易量也都出来了。所以市场是稳定下来了，而且市场接受就该跌。

图表 16：国安基金第二次入场救市

第二次：2000年10月27日(核四停建，國際原油大漲)



我们看第二次，在这个地方进去，也是涨了一小段，然后下来，这个地方还是有量，我光是有两次就可以有一个初步的结论出来：就是政府基金进去以后、国家队进场以后，如果市场稳定下来、恐慌不见了，然后回归到基本面，那其实就已经成功了。

图表 17：国安基金第三次入场救市

第三次：2004年3月22日(319槍擊事件)



我们再看第三次，这个时候进去涨了一段，然后又跌下来，苹果日报说无效，但是我来讲还是有效，意思就是它进入到一个不太有量的市场，表示回归到基本面，基本面就是经济景气不好，所以平稳交易就好。

图表 18：国安基金第四次入场救市



我们再看第四次，也往下跌，还是有量在交易，这告诉我们它还是回归基本面。

图表 19：国安基金第五次入场救市



第五次也一样，比较接近年尾它又上去，到了第二年是 2013 年。

所以我看前面五次，如果我们撇开用金额算或者撇开用指数涨跌算，你光看这个线图，五次告诉我们什么？在国家队进场抢救的时候，如果投资人的信心已经稳定下来，有一些交易量出来了以后，其实他的功能、他的任务已经达成，往后是往下走还是往上走那就回归到基本面去，所以我觉得救市就是用这个概念看就好了，你不要期望太多。



图表 20：国安基金最近一次进场台股表现

## 國安基金最近一次進場台股表現

- 進場時間：2015年8月25日
- 進場金額：51億2750萬元（至9月30日）
- 盈虧：未實現盈虧1.0374億元（至9月30日）
- 加權指數變動情形（漲跌幅與進場前一日比較）

日期	收盤指數	進場後漲跌幅
8月24日	7410.34	進場前一日
8月25日	7675.64	+3.58%
8月26日	7715.59	+4.12%
...		
8月31日	8174.92	+10.32%
...		
9月30日	8181.24	+10.40%
...		
10月30日	8554.31	+15.44%
...		
11月30日	8320.62	+12.28%
...		
12月8日	8343.86	+12.59%

刚才高总提到股灾的过程，各种手段都来了，然后到现在人家还是心里不安的，因为你从6月就开始救，我看真正比较大量进去的钱，今年2927.29是今年的8月5号，我讲的是A股上证指数，后来救市了，一路涨，大概从低点到高点是11月9号3646点，另外一个高点是11月25号是3647点，如果论点数来讲好像又有效，涨了20%几，还蛮有效的，但是我接触到的人都还是人心惶惶，因为他担心的都是如果退场呢是不是又要跌下来？所以我觉得两地有点差异，台湾有五次的经验，所以他在第六次的时候其实你要论技术、技巧还蛮漂亮的，最近一次就是第六次8月20号进去花多少钱？51亿，到9月底盈亏多少？赚1亿多。国安基金委员会是每一季开一次例行会议，他们对外不讲话，除非你问他，谁可以问他？就是国会可以问他，因为他属于行政院管的，有点像我们这边的国务院，谁也管不了他，只有国务院可以问他。所以他们不得已国会问的时候就讲了这句话：我们花了51亿，还没有卖，所以这是帐面上赚的大概2%。有人跟我们半开玩笑说，到9月30号指数都涨10.4%，你才涨2%，财政部的部长就回答说我们进股市不是要赚钱的，这个答案也可以接受，我们是要稳定股市的。财政部长这样讲。因为到9月30号的时候指数涨了10%，那不是股市就稳下来甚至往上走了吗，其实他只花了这么少的钱，他可以动用5000亿，可是他只用了51亿就稳下来了，然后没有人再问他说你出来怎么办。

你看我们高盛在9月的时候估计国家队进场救A股大概花了1.5万亿，你花了这么多钱人家心还不安呢。台湾只花了这么少的钱，市场就稳定下来了，然后没有人问你什么时候出来。他知道你出来一定赚钱，因为前面五次都赚了钱，所以他不会问你什么时候出来、还会不会跌。

我们再看其他数据，它的退场是不影响市场交易为原则，上一次护盘就是第五次的时候释股达一年以上，换句话说他卖股票是慢慢卖的，就不会影响市场大跌，他可以卖一年以上。但是他会宣布，因为我讲的国安基金其实也不是生下来就会操盘，他根本不会操盘，而且前面在进股市救市的时候非常可笑，因为他的进场救市是用什么方式的呢？国家金融安定基金如果要进市场买股票的时候他透过台湾银行下单，台湾银行受委托，比如我们现在不是有



5000 亿可以进场吗，然后他就交给台湾银行，台湾银行就会找券商下单，刚开始有多呆你知道吗？他就买某股票 400 张，在第一家券商买 400 张，第二家券商买 400 张，股票也是每家买 400 张，那天结束以后大家都知道国安基金买了什么股票、买多少，因为一查就知道了，券商也不需要隐瞒，人家来问他就说台湾银行有来下单下了 400 张，买了什么东西，所以到后来他就不讲话了，他后来再买股票的时候比如国安基金委托到台湾银行，我再委托给四家、八家券商，一个人给你几个亿，你们去买某些股票，那个量你们自己看着办，在盘下去买就好了。所以他就化为无形。到后来他卖股票也是这样卖的，也是委托，然后卖掉，你也不知道他在哪里卖了什么股票。所以他们的说法就是：“来无影、去无踪”是惯用手法，释股期间不限定。所以大家其实不要去猜测我们 1.5 万亿的国家队钱做股市里什么时候会退场，退场以后会不会引起股市大跌。大家不用猜测，你要学会台湾的那一套，他来无影去无踪，他什么时候卖掉一些你根本不知道，市场都没有感觉，过了两年他跟你讲我全部卖光了，那市场还好好好的，那不就好了吗？所以你何必去猜测它什么时候会退场呢？根本不用猜测。

图表 21：国安基金如何自股市退场

## 國安基金如何自股市退場

- 在股市已趨穩定時，國安基金委員會宣布退場，成交量、流動性、期間將跌幅是觀察指標。
- 釋股方式：
  - ① 在集中交易市場賣股退出，通常委托臺灣銀行下單
  - ② 透過ETF，存托憑證（DR）方式釋股
  - ③ 經由台銀做複委托，在多家券商分散釋股
- 以不影響市場交易為原則，“來無影，去無踪”是慣用手法，釋股期間不限定，上次護盤釋股達一年以上。

而且后来他们都学乖了，在集中交易市场卖股退出，委托台湾银行下单，刚才讲了他已经化为无形了，他委托很多家，由台湾银行复委托，由他们去下单，并不是台湾银行下单，所以你不知道是我下的单，市场也不知道是国安基金卖的。另外他透过 ETF 去包，透过存托凭证（DR）方式释股，但他钱又到手了，股票又到市场了。

经过五次的学习以后，他学会了我在进场或者退出的时候我宣布，国安基金已经完成任务了，从即日起要逐步退出市场，什么时候卖？无限期。所以你知道他开始要退场了，当你听到这个宣示的时候如果你觉得当时股市已经稳定下来了你会恐慌吗？你也不用恐慌了。所以他已经变成一个机制在运动的时候这个机制就形成了，整个市场也能接受国安基金要退场，然后最后大家都知道他都赚钱了。所以你们不用急，政府都可以慢慢等到赚钱再出去，那你干嘛要急着出来。所以这五次以后就形成这样的机制。所以如果要回头来看中国 A 股基金的退场机制的话确实也可以参考这个方式，我觉得把它制度化会好一点，因为我们刚才讲以台湾来讲平准基金有层次的，第一个层次没有写进来的时候他会请券商先进场，第二请八大行库再进场，再来是四大基金也要进场，最后才是国安基金进场，他是已经制度化的，已经有层次的。

所以我的建议，有时候我们要推动什么政策行政效率是非常快的，政府有时候是效率很高的，像早上我听到政府有些不作为，他们就很忧心，如果他们真要做事是效率很高的，你可以建立一个国家队的法律依据，不一定要叫国安基金，另外一个名称也可以，也可以说它是一个委员会，宣布以后就启动，其实你要论他们真正做的事情你会觉得很可笑的。

图表 22：官方内部资料的护盘成效

## 官方内部資料的護盤成效

- 期間：2000年3月16日至2012年4月20日
- 投注金額：2815億元
- 淨獲利：543億元
- 投報率：19.289%
- 進場最高金額：2000年10月3日至11月15日，下跌近1400點，投入1227億元
- 進場最低金額：2004年5月20日至6月1日，下跌170點，投入16.28億元

我刚才讲国安基金每个季度开一次会，开完会以后不讲话，除非你问他。那有人就取得他们内部的资料整理出来，前面五次总共花了 2815 亿元，他每次都可以动用 5000 亿，但他五次总共只用了 2815 亿。他的净获利是 543 亿元，投保率 19.289%。最高进场金额在 2000 年 10 月是 1227 亿元，最少的时候是 2004 年只投入 16.28 亿元。大家想想，一个 25 万亿的市场只投入了 16 亿市场就稳住了，这是真的还是假的？这是假的了，我所谓讲的假的就是虚晃一招而已，可是它发挥了效用，它稳住市场，发挥效用变成事实，可是你用 16.28 亿就让市场稳住了，在 25 万的市场里面 16 亿多那不是一滴水一样的吗？可见，人心是很有趣的事情，因为这个是第四次的时候，台湾的官方已经学会这些招术了，知道我一宣示就有效，我进场不进场他们根本不知道，所以我只进场 16.28 亿就有效了。

所以这边的监管单位可以参考，以后做一件事情的时候要宣示出来，谁要去做哪些事情、会发生什么效用，我们现在要这么做。你用台湾的经验就可以知道，他能动用 5000 亿，但他那个市场是 25 万亿，他五次才总共用这么多钱，最少的一次是多少钱它就发挥效应了。所以是那个宣示作用大家跟上去发生效用。

当然还有一些相关的因素必须探讨，这是我来这边以后前面有几次跟证券同仁在交流的时候大家互相在问的时候后来就谈到，台湾可以做到这样子，可能有些相关的因素存在，比如说台湾在 1990 年的时候我们说股民、散户占了 96.9%，整个市场的交易量有 96.9% 是这些散户贡献出来的，只有 3.1% 是机构投资者在股市里投资的，在那个时候台湾发生非常大的动荡其实你救市都不太有效。所以我刚才讲我们这边还人心惶惶的是我们这边的股民也占了 90% 以上，所以这些群众的智商只有 6 岁，这是心理学家研究的，很容易哄来哄去，很容易一窝蜂，很容易集体恐慌，恐慌起来就无法压制下来。其实台湾早年也这样。

我现在讲一个很典型的救市的案例，那是世界笑话一则，就是 1988 年台湾也救市过，那个时候还没有国安基金。1988 年 9 月 24 号是中秋节的前一天，1988 年台湾股市是狂飙时代，我讲一个数字给各位参考，1985 年的 7 月台湾的股价指数是 636 点，台湾的股市在 1962

年开始有交易所，1967 年才有指数，它的指数是根据 1966 年当年不到 200 只股票的价位去定出来 100 点。到了 1985 年 636 点，可是到 1990 年的 2 月 10 号盘中高点到 12682，换句话说，从 1985 年的 7 月到 1990 年 2 月，55 个月指数涨了 20 倍。想象一下你们上证指数涨 20 倍是什么光景啊，你回家就会睡不着觉。台湾股市就是这么疯狂，在那个时候可以这样涨。那就是很投机的时代，投机是什么？就是一大堆股市作手在里面养套杀，养这只股票，从低价开始养，然后散户跟进带就套进来了，然后就杀掉，散户就惨赔，所以那个时候还是很投机的，很多人当时也跳楼了，但是政府也没有救市，因为他也不知道怎么救。

所以 9 月 24 号是中秋节前一天，股市这么狂飙，很投机，有人说是赌场，华尔街日报说台湾的股市是一个赌场。既然是一个赌场政府当然不能允许这个情况继续下去，所以他在 9 月 24 号当天收盘以后那天是礼拜六，当时台湾是六天上班的，礼拜六也开盘。就宣布说从 1989 年 1 月 1 号开始证券交易所买股票赚的钱要缴税，这个叫证券交易所得税。大家中秋节都很难过，礼拜一就大跌，根本没有量，当时的跌停板是 5%，挂跌停板的卖盘，没有买盘，连跌 18 个交易日。没有买盘指数怎么算？算不出来，因为没成交。某股票没有成交，那天的收盘价怎么算？不能算，所以官方很天才就说两天算一个跌停板，所以你看 18 天就是 9 个跌停板，到了第 18 天的时候已经到了 10 月 21 号，股民受不了了，股民就示威抗议，跑到证监会、上市公司、交易所去抗议，政府就不能不管了，18 天无量下跌，跌到 36%了。他们做了一件很荒谬的事情由交易所的总经理赵笑风先生居然去找了股市作手喝咖啡，说你们进场救救吧，因为他们很会炒股，很会煽动股民进场买股票，这些人一算已经都跌到 36%了，我可以进场没问题的，这消息一传出去第 19 天还是下跌，但是就有量了，第二天就大涨了，10 月 22 号就大涨。这个指数那个时候是 8789.78 点，无量下跌之前，然后跌到 5615 点，这些作手进场救市，这不是国家队，这是地痞流氓队，这些恶霸进去救市以后一路涨，涨了一个月，涨到 11 月 22 号，涨到 7843 点，涨了大概 2/3 回来，这些作手就想想差不多了，我荷包赚够了就退场，然后又跌了。一路跌到第二年的 1 月 5 号，又跌到 4873 点，比无量下跌的那个点还要低，然后又回归到基本面才又上去。

我们要告诉各位的，这就是台湾在当时因为散户居多、股市容易大动荡，所以回归到今天这么多年过去了以后，我们要用这么有效率的方式去救市，相对的股市的结构尤其投资人结构要有所调整，我刚才讲 1990 年的时候散户占了 96.9%，1991 年台湾推出 QFII 制度，QFII 制度是台湾人发明的，这是真的，你可以去查历史，他在 1991 年的时候发明了 QFII 制度，让外资可以进去变成机构投资人之一，所以现在如果你再观察台湾股市的时候，我讲话的此刻，如果你要看台湾股市他们是有三大法人的买卖交易进出，三大法人是什么？一个就是外资，一个是投信就是基金公司，另外一个就是自营商，就是券商的自营商。政府基金偶尔也会放进去，政府基金就是四大基金，并不是国安基金。QFII 在执行十年以后，到今年 2 月的时候散户已经跌破 5 成了，剩下 48.2%。所以机构投资人已经比台湾的散户还要多，现在台湾的投资人结构是这个样子。

散户比重低的时候市场会比较理性，比较不会风吹草动就恐慌起来。所以我觉得在国家队进场的时候，可能也要考虑股市要调结构，因为我们这边现在还是 90%以上的散户，所以我从券商那边听到，券商从投资人那边听到就心很不安，国家队一进场股市是不是又惨了。因为高总的资料告诉我们从 6 月份就开始救起，其实 7 月也有大动作在救，不是调息调准，是 7 月也有进去，但 7 月还是无效，到 8 月还跌，我记得 7 月最低点是 3663，到 8 月就变成 2967，可见 7 月那次无效。这个无效就跟一般人的心理就是散户的心理有关系。所以我觉得如果往后中国的股市要走得平稳的话多方面都要进行，以台湾的例子来讲，它除了散户降下来以后，其实资金是有分流的。

我记得我刚从美国回到台湾的时候 1988 年，有一家基金公司他引进了海外的基金，这个基金在海外发行、在海外泛售，然后引进台湾卖，引进的第一拨是 11 个基金，台湾人就



可以拿他的新台币去银行换汇，到国外去买基金，他当时是这样子，不是透过我们的 QDII，我们这边是用 QDII 的方式，但是台湾可以在 1988 年就可以这样子。

以现在来讲，在台湾可以销售的海外基金大概 1500 多只，比台湾本土的基金还要多。台湾现在本土基金所管的钱大概 2 万亿台币，可是如果台湾人拿钱投资到海外去买海外的基金的超过这个数字，大概是一倍半。所以从这个概念切进去你会看出股市在有动荡的时候台湾投资人可以选择我不投资股市，因为我可以买海外基金，我们还有其他选择。所以他的当就会减低下来。所以我们可以参考这个经验就是这边的资金是不是也要分流，让它可以去海外投资，或者在国内有其他的选项。因为在台湾这么多年来我们刚才讲 1988 年开始，我讲一个数字可能听了会下一跳，那个时候台湾的中央银行已经规定每一个个人可以去银行结汇 500 万美元汇到海外去，你们家有五口人家就可以乘以 5，所以他的钱是可以出去的，他可以做很多项的选择，比如你去美国买房地产，你去欧洲买游艇都可以，把它当做投资，因为有游艇俱乐部，买会员都可以。我们因为资金全部挤在股市里，涨跌都是疯涨跌，国家队来救你还不安心，这是我们现在的写照。如果刚才讲的投资人结构改变，逐步降下来，那我觉得我们现在 QFII 的力道都还不够。

台湾其实才实施了 12 年的 QFII 他自己就废掉了，从 1991 年开始到 2002 年底，然后 03 年就由中国接手了。中国是 2003 年开始有 QFII 的，台湾刚好 2002 年结束。它的十二年把投资人的比重降了这么多。03 年到现在也是 12 年，请问我们 QFII 在中国大陆发挥的功效？有降低投资人比重吗？没有。所以你反正也学会用 QDII 来增加机构投资人的比重，但是为什么没有发挥效用？是不是管太多、限制太多？以现在来讲，台湾 QFII 废掉是什么意思？是随时你可以进驻，你也不用申请，钱汇进来就进来，汇出去就出去。早年台湾是要申请，你是机构你的背景要审查，这边也是一样，学台湾的 QFII 制度，所以也学他的方法。台湾在 2002 年不用以后就变成你随时可以大笔资金进来、大笔资金出去都没有关系，然后我们把它界定为外资，就是用外资的概念来开名。

所以你要增加机构投资人，我刚才讲的这个是不是机构投资人？四大基金？我们这边有类似的机构不是吗？社保就是。还有其他的，那制度化，让他们可以提拨一定的比重在市场里进出。这个平常就在买卖的，现在的部位就差不多 5000 亿了，然后碰到有危机的时候加大力道再进去。

所以我刚才讲政府基金，投信基金，在这边叫做基金公司，他也算法人。我跟这边业界在交流的时候有一个人提出一个问题，他说你们早年是 96.9%，现在还是有 48.2%，还是很高，为什么？我说这就是中国人的聪明性，中国人都是很聪明的，而且聪明到比专业还聪明，为什么？其实台湾早年在推基金的时候就是要加重机构投资人的比重，所以鼓励大家买基金不要买股票。可是我们的股民都是说我比你基金还厉害，我一年赚多少，你们基金一年才涨多少？所以我买股票不买基金。而且他们是打死不退的，意思是他宁可自己再衰他也不会买基金，有很多人就是这样子的。所以这需要经过时间，但是也要政府不断用政策去推，透过基金去投入股市。台湾现在这些成效就出现了。

而且还有一些我们也是政策上的问题，早年台湾的基金公司只有 4 家，在 1992 年才开放 11 家进来，后来 4、50 家基金公司，那时候市场差不多饱和了。在 4 家基金公司的时代，有一家中华投信在华尔街挂牌，涨得很厉害，因为它是跟台湾股市联动的，在 80 年代的时候飙涨很厉害，他们当时的做法就是我如果要让你设立基金公司，我规定你必须找外资当股东，因为台湾从来没有做基金的经验，所以你找到外国股东要跟外国股东签备忘录，里面要载明说你要做技术转移，比如中华基金就找了外资股东，就要跟他签约说我要做技术转移，所以首任的总经理还是对方派来的。

所以台湾当年就是要学外国的经验设立基金，我们这边都倒过来，都是我们本土的先设立，然后外资要进来跟你设障碍，其实没有必要，因为什么呢？我们现在是后发优势，我们



什么东西都可以买到最新的技术、最新的科技、设备，我印象最深刻我差不多 90 年代在台湾在台湾有三家公司，一家基金公司、一家券商、一家投顾，投顾就可以引进海外仅仅，所以他们三家都很重要，券商本身是机构投资人为主的客户，当然也有些散户，当时有很多大陆的券商都去台湾参观同业，到了我们怡富来，台湾以前买卖股票是红单跟绿单，为什么是红的和绿的，涨为什么是红，跌为什么是绿，是因为台湾的单子是这样子的，所以你要填单要买还是卖要填单子，买什么股票、多少股、多少钱，然后前面那一排就收单进去交给后面那一排，所以大陆券商如果说后面那排叫什么？我们回答那个叫 KEY 单，所以 90 年代的台湾还是还蛮落伍的。买卖股票要先填单子，交给前面的营业员，然后再交给后面的人，再进入到电脑系统，然后再到交易所完成交易。

在当时我们这边设立股市的时候是不是输进自己账号系统就可以交易了，不用收单也不用 KEY 单的。台湾因为经过老中青三代，你设立的时候买最新的设备，最新的科技，而这些股民到了券商的营业场所我进到系统去就可以自己买卖，不需要人家学什么，这就是比较新的技术，可以这样子。所以我刚才讲回归到政府的政策也要这样考量，有很多不要再去设障碍，因为你最需要的是外国的经验，包括救市的经验，人家也有经验。

我刚才从台湾懵懵懂懂的时代到后来来无影去无踪的最高境界，他现在很自豪，觉得我进场出场都来无影去无踪，根本不会影响股市，其实他是学来的。所以我的想法是这边的相关主管机关可能可以还是去把它制度化，我刚刚说的事实已经证明了，不是你投注了多少资金在市场里面救市，你的 1.5 万亿跟台湾那么少的钱，第六次现在也是有效用，因为它才 51 亿而已，就救的 25 万亿的市场，这是今年的。今年这边花了 1.5 万亿进去还人心惶惶，就是你做了太多事情，人家就会觉得没有用，你不如像我刚刚讲的你得了什么病我现在开个什么方给你，保证你吃了就有效，不是有人讲其实有些病人给他维他命就好了，不是真的给他吃药。所以这五次的经验包括今年的经验告诉我们说那个宣示、制度化的动作，反而可能更有用，而不是多少金额。你现在投入了 1.5 万亿进去才糟糕呢，我的意思是每一个投入进去的都说我必须出来的时候那我流动性出现问题怎么办，因为有些钱是券商的钱，他如果必须出来的时候就是他要用钱的时候，跟我们个人去买股票是我现在 10 万块放进去可以赚到 20 万，可是现在已经跌到 6、7 万，如果我要用钱怎么办？我就把 6、7 万拿出来就赔钱了。如果国家队必须出来的时候，那他是赔钱出来的话怎么办。所以我觉得我们可以参考台湾的经验，他前面也是跌跌撞撞，可是五次过后就发生效用，重点就是我刚刚讲的他要的是稳定股市，不在于救指数，也不是救熊市，他是稳定股市，回复到有交易量，回复到交易可以流入，然后后面的不是我的事情。因为你看好几次后面都下来了，我政府也可以讲话那叫回归基本面，经济面就是这个样子，所以大家都接受了。

我简单讲到这里。谢谢各位！