



中国金融四十人论坛
CHINA FINANCE 40 FORUM

中国金融四十人论坛工作论文系列

CF40 Working Paper Series

NO. CF40WP2015004 (总第 4 期)

重温亚洲金融危机期间的泰铢狙击战和港币保卫战：从技术角度的梳理

管 涛 谢 峰¹

2015 年 08 月 18 日

摘 要：当代货币攻击是国际炒家在货币、外汇、股票和金融衍生品市场同时对一种货币发动进攻的立体攻击。泰国最早受到攻击后引爆亚洲金融危机，香港则成功反击了国际投机资本的攻击。泰铢狙击战和港币保卫战的历史表明：金融市场开放无小事；货币攻击都是从资本流入开始，防止资本流动冲击的工作应始于资本流入之时；固定汇率制度安排易受冲击，应防止汇率高估，逐步增大汇率弹性；充足的外汇储备是捍卫货币的重要但非根本保障；多方协调、完善市场制度、进行底部干预才能够增加应对货币攻击的胜算。

关键词：货币攻击；亚洲金融危机；泰铢；港币；资本账户开放

说明：中国金融四十人论坛（CF40）是非官方、非营利性的独立智库，专注于经济金融领域的政策研究。本工作论文是未曾公开发表的论文。文中观点仅代表作者本人，不代表本论坛。未经许可，谢绝任何形式的转载和复制。

¹ 管涛，中国金融四十人论坛高级研究员 谢峰，对外经济贸易大学金融学院博士研究生



重温亚洲金融危机期间的泰铢狙击战和港币保卫战：从技术角度的梳理

管 涛 谢 峰

摘 要：当代货币攻击是国际炒家在货币、外汇、股票和金融衍生品市场同时对一种货币发动进攻的立体攻击。泰国最早受到攻击后引爆亚洲金融危机，香港则成功反击了国际投机资本的攻击。泰铢狙击战和港币保卫战的历史表明：金融市场开放无小事；货币攻击都是从资本流入开始，防止资本流动冲击的工作应始于资本流入之时；固定汇率制度安排易受冲击，应防止汇率高估，逐步增大汇率弹性；充足的外汇储备是捍卫货币的重要但非根本保障；多方协调、完善市场制度、进行底部干预才能够增加应对货币攻击的胜算。

关键词：货币攻击；亚洲金融危机；泰铢；港币；资本账户开放

中国政府已明确提出要加快实现人民币资本项目可兑换。汲取近期 A 股震荡的教训，认真做好国外金融危机的案例分析，梳理货币攻击的各种做法，搞清楚每个交易或市场开放的风险，弄懂吃透而不是想当然，开放才能够更加心中有数。无疑，从技术角度梳理泰铢狙击战和港币保卫战的路线，对于我们开放资本账户后有效应对资本流动冲击，维护国家金融安全具有重要借鉴意义。

一、货币攻击：技术角度的梳理

已有较多文献从宏观层面对货币危机的原理进行分析，但是从技术角度对货币攻击进行梳理的文献相对较少。本文先从技术角度对货币攻击的路线进行梳理，对泰铢狙击战和港币保卫战建立框架性的认识，然后结合历史进行具体分析。

货币攻击的历史可以追溯到 19 世纪末和 20 世纪初金本位时期。当时全球资本高度流动，某国一旦传出政治经济负面消息，就常常发生投资者对其黄金储备进行攻击的现象。金本位制度相对稳定、调节机制较为完善以及各国全力干预才使投机者偃旗息鼓(宋文兵，1999)。1980 年代以来，金融全球化加快发展，交易技术不断进步，衍生品市场日益繁荣，货币攻击呈现出新特征。

当代货币攻击是立体攻击。国际炒家在货币、外汇、股票和金融衍生品市场同时对一种货币发动进攻，使固定汇率制度崩溃，炒家从金融动荡中牟取暴利。当代货币攻击主要沿以下路线展开：

第一，在即期市场上卖空本币。如图 1 所示，国际炒家先借入本币。本币来源主要包括本国货币市场、国际金融市场（离岸市场）、抛售本国股票或者债券。国际炒家会采取渐近的方式逐步吸入，以防止短期借入大量本币导致持有本币成本上升。直到手中握有足够多的本币，再对本币进行集中抛售，打压本币汇率。炒家还注意抛售时机选择，往往在本国经济金融的负面消息传出之时对本币进行抛售，或者散布负面消息的谣言，带动其他投资者进行效仿。一旦本币贬值，炒家就以低价购回本币进行偿还，本币汇率价差扣除借款所需利息就是炒家的利润。上述过程中，炒家能够获得本币是攻击的关键。如果非居民能够更容易地在本国货币市场上获得本币，或者本币国际化程度更高，非居民更容易从离岸金融市场上获取本币（王鸿飞，2013），抑或非居民能够更方便地持有本国股票债券及出售，实施该种攻击就越容易。



图 1 国际炒家在即期外汇市场的攻击路线

第二，在远期外汇市场上抛售本币。如图 2 所示，国际炒家在远期外汇市场上出售所攻击货币的远期合约，如果远期合约到期之日所攻击货币贬值，交割合约国际炒家就可获利。远期抛售本币将使本币远期汇率下跌，同时，也将对本币即期汇率形成打压。银行预

计到未来要大量买入本币，就会在即期外汇市场上出售本币换取美元来轧平头寸，以便届时履约；投资者观察到远期本币贬值，也会在即期外汇市场上借入本币，通过抛售本币兑换成美元，待远期合约到期之日用较少的美元就换回履约所需的本币，以此套利。银行和投资者抛售本币的行为都会导致本币即期汇率贬值。这种进攻方式对国际炒家而言可谓高风险高收益。从远期合约签订日到履约日之间，炒家无需真正交易就能形成对本币的攻击，成本极低。但如果到期日本币没有贬值反而升值，炒家也面临损失的风险。因此，在操作手法上，炒家会逐步订立大量履约期不同的远期合约，尽管不能确保每笔合约都获利，只要本币汇率大方向是朝贬值的方向变动的，炒家就可以在总体上获利（王洛林等，1998）。此外，在签订远期外汇合约的同时，国际炒家还可以利用本币外汇期货合约的空头、买入本币看跌期权等，待本币贬值之时交割合约获利。

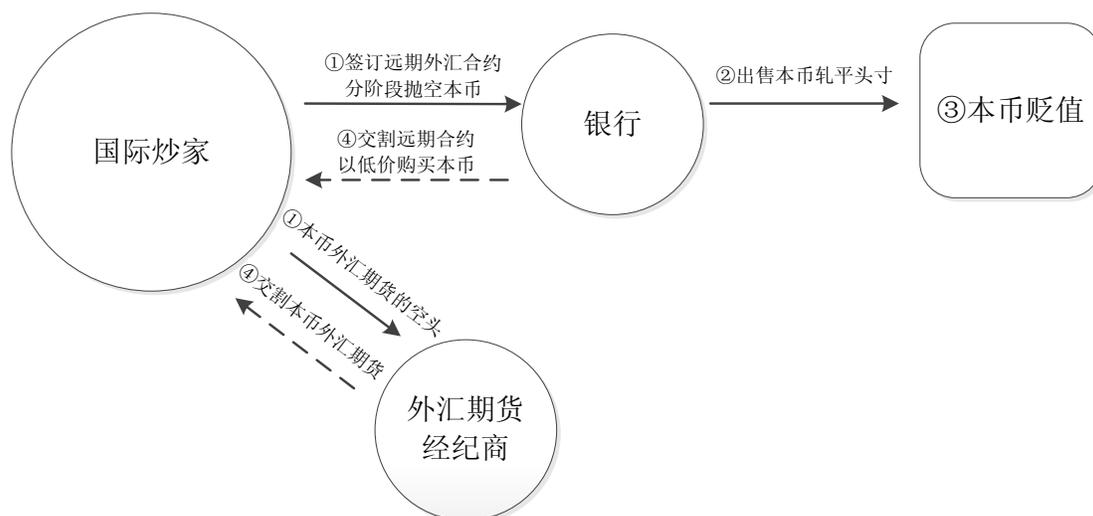


图2 国际炒家在远期外汇市场和外汇期货市场的攻击路线

第三，在汇市和股市发动联合攻击。如图3所示，国际炒家在即期外汇市场上卖空本币的同时，卖空股票、积累股指期货的空头头寸。央行为了限制炒家获取本币，一般采用提高短期利率的方式来抬升炒家的资金成本。利率上升会对股市形成打压，股市下跌后，炒家就可以通过低价购回股票和交割股指期货来获利。

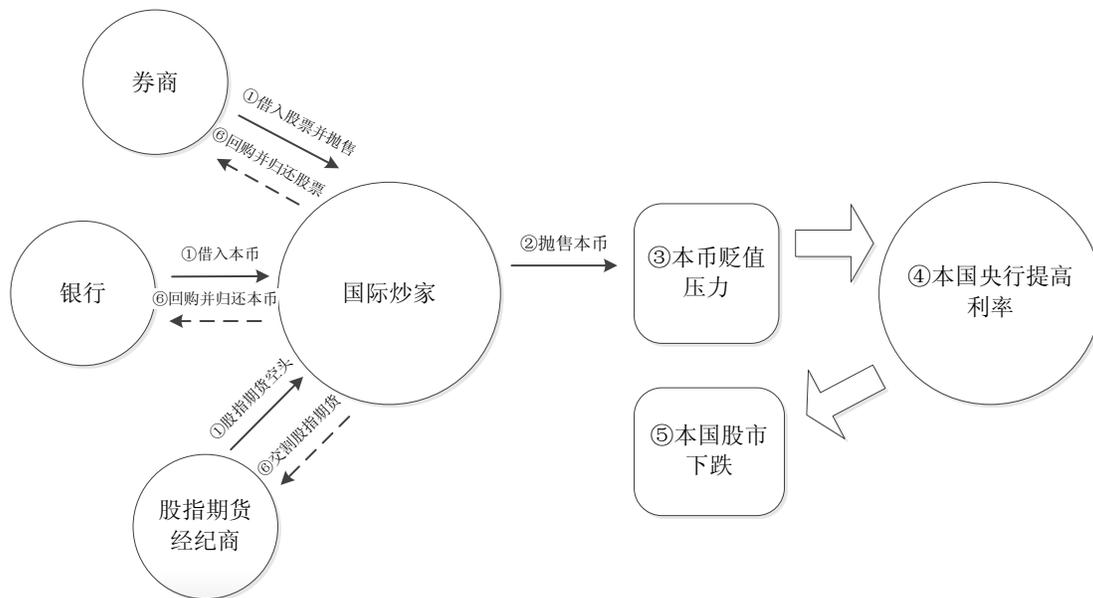


图3 国际炒家在汇市和股市发动联合攻击的路线

在实际操作中，国际炒家往往是以上两种或者三种方法一起使用。这样立体攻击的方式充分利用了利率、汇率、股票、股指期货之间的联动关系，保证可以赚取高收益。如果被攻击的货币贬值，炒家可以在外汇市场获利；如果被攻击的货币没有贬值，在这过程中由于央行保卫汇率等因素，短期利率上升对股市形成打压，炒家也可以从股市上获利。

当然，现实中炒家的操作手法可能更加复杂。但有证据表明，国际炒家在发动攻击时确曾使用基于上述三种路线的攻击方式。索罗斯在其著作中曾谈到：“如果你把一般的投资组合看成是扁平或者二维的，我们的投资组合则更像建筑物。我们建立一个三维的空间，用基本股票作为抵押来扩大杠杆。我们用 1000 美元至少可以买进 5 万美元的长期债券。我们卖空股票或者债券，即借入股票或者债券待其价格下跌时再买入。我们也操作外汇或者股指的头寸，多空都有。这样创造出一个由风险和获利机会组成的立体结构”（索罗斯等（1997），转引自李永胜等（1998））。

一般认为，应对货币攻击有三道防卫措施：外汇干预、提高利率以及交易管制（IMF，1997）。货币当局在即期和远期外汇市场购进本币可以稳定汇率；提高利率可以抬升炒家借入本币的成本；交易管制可以直接限制炒家的攻击手段。但是，每种措施又有各自的局限性：外汇干预受限于外汇储备的数量；除了炒家会利用利率上升进行攻击以外，提高利率会对经济体内部产生负面影响，如果财政和金融系统本身脆弱，则可能引发国内金融危



机；管制措施在实施过程中的效果具有不确定性，有可能加剧市场恐慌。正是由于面临上述种种挑战，加上被攻击的经济体缺乏应对经验，一旦应对不当，即使基本面较为健康也会陷入货币危机。

二、泰铢狙击战

亚洲金融危机中，泰国成为国际投机资本首当其冲的攻击对象，主要根源在于自身。在 1997 年泰国货币危机爆发前 10 年里，泰国经济高速增长背后存在过度依赖外贸、贸易逆差过大等结构性问题。开放资本账户后，资本大量流入催生股市和楼市泡沫、加剧信贷扩张（余永定，1997）。跨境借款几乎不受限造成短期外债过高。由于泰铢对美元汇率保持稳定，1996 年美元升值带动泰铢升值，同时日元发生了贬值，都重创泰国出口，造成经济下滑。经济外部失衡、资产价格泡沫、金融部门脆弱、基本面负面冲击，给国际炒家以可乘之机。政局动荡、政府频繁更替也削弱了泰国应对危机的能力。

表 1 泰国实体经济基本情况

单位：百分比

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
实际 GDP 增长	11.2	8.6	8.1	8.3	8.0	8.1	5.7	-2.8	-7.6	4.6
失业率	2.2	3.1	2.8	2.6	2.6	1.7	1.5	1.5	4.4	4.2
通货膨胀率	5.8	5.7	4.1	3.3	5.1	5.8	5.9	5.6	8.2	0.4
财政余额占 GDP	4.8	3.9	2.4	1.7	2.8	3.2	0.7	-1.8	-2.7	-2.5
经常账户余额占 GDP	-8.3	-7.5	-5.5	-4.9	-5.5	-8.0	-8.0	-2.0	12.5	9.8

资料来源：EIU country data

国际炒家早就嗅到攻击的机会。他们的惯用手法是，一旦发现不可持续的资产价格泡沫，就卖空估值过高的有关资产或者货币使其贬值，进而牟取暴利。如果市场恐慌情绪和投资者的悲观心理形成后引发“羊群效应”，他们的火力就足以对被攻击对象形成猛烈冲击（何秉孟等，1998）。索罗斯和他旗下的“量子基金”是对冲基金的重要代表，1992 年 9 月做空英镑令其一战成名，被《经济学人》杂志称作“战胜了英格兰银行的人”。此后，固定汇率也成为倍受对冲基金“青睐”的攻击目标。



(一) 火力侦查

狙击泰铢是预谋已久的。索罗斯在其著作中承认，他的基金公司至少提前6个月就已预见到亚洲金融危机（Soros（1998），转引自沈联涛（2013））。在1995年1月中旬泰国的房地产价格开始下跌时，对冲基金就对泰铢进行了试探性进攻，在即期外汇市场大量抛售泰铢，但是在泰国央行入市干预下未酿成危机。当时墨西哥危机刚刚发生，各方面包括世界银行和国际货币基金组织（IMF）都对泰国均具有信心，认为除了贸易逆差偏大以外，泰国经济比墨西哥要健康得多，并不具备发生货币危机的条件。

虽然首战遇挫，但投机资本没有放弃，“量子基金”的情报部门通过各种渠道一直在搜集情报，对泰国经济金融方面的信息进行分析。索罗斯本人则坐镇后方，一边积极存入保证金、囤积货币，一边在市场上散布泰铢即将贬值的消息，吸引了大量投机资本蠢蠢欲动（郑振龙，1998）。随着泰国经济下行，资产价格泡沫破裂，金融部门问题显现，国际投机资本开始展开大规模进攻。

(二) 短兵相接

1997年2月，以“量子基金”为代表的国际投机资本大量做空泰铢，借入泰铢（包括通过曼谷国际银行便利（BIBF）借入泰铢）并抛售。2月14日，泰铢汇率跌至10年来最低点的1美元兑26.18泰铢。泰国央行进行了坚决反击，在外汇市场上大量购入泰铢，同时提高短期利率，使投机资本的资金成本大幅提高。在这两项措施作用下，泰铢即期汇率很快得到稳定，泰国央行暂时打退了国际投机资本的攻击。但泰国方面也付出了代价，外汇储备消耗很快，高利率对国内经济的负面影响显现，银行和企业的坏账问题开始暴露。国际炒家此役虽然遇挫，但他们由此断定泰国政府会死守固定汇率且实力不足，坚定了攻击的决心。关于事后广为诟病的死守固定汇率的问题，事实上早在1996年4月泰国央行就开始考虑放弃固定汇率（沈联涛，2013），但此时已陷入两难：由于外债过高，如果泰铢贬值，企业的负债升值而资产贬值，许多企业会马上变得资不抵债，进而导致银行坏账攀升甚至引发银行危机，泰铢贬值的宏观经济后果难以预计。加上政局动荡，央行和财政部负责人怕担责任。种种因素导致泰国在放弃固定汇率的问题上一直举棋不定。



(三) 焦灼阶段

国际炒家进一步逼近，把战场延伸到远期市场。早在 1997 年初，国际炒家就开始大量进行买美元卖泰铢的远期外汇交易，“明修栈道暗度陈仓”，分阶段抛空远期泰铢，泰国对此全然不知，还在大量提供远期合约。到 2、3 月份，银行间市场上类似的远期外汇合约需求量激增，高达 150 亿美元。此举引发投资者纷纷效仿。到了 5 月中，国际炒家又开始在即期市场上大量抛售泰铢，5 月底，泰铢受压下跌至 1 美元兑 26.6 泰铢的低点，泰国央行这才采取反击行动：一是干预远期市场，大量卖出远期美元、买入泰铢；二是联合新加坡、香港和马来西亚货币当局干预即期市场，耗资 100 亿美元购入泰铢；三是严禁国内银行拆借泰铢给国际炒家；四是大幅提高隔夜拆借利率。此外，泰国政府甚至采取许多非常手段，包括威逼利诱泰国的银行提供远期外汇合约的客户资料，并扬言要打击刊登不利消息的媒体，警察开始追踪发布负面新闻的人。但为时已晚，泰铢已经落入炒家布好的圈套。

国际炒家针锋相对，在 6 月份继续出售美国国债筹集资金对泰铢进行最后的扑杀，同时散布泰国已经黔驴技穷的消息。一些外资银行开始在报纸上刊登广告，表示可以帮助投资者将外汇汇出泰国，泰国国内的贸易商也开始做出安排，加快将泰铢兑换成美元，加速了泰国外汇储备的消耗。

(四) 失去抵抗

泰国政府一直坚守固定汇率，又没有更好的办法来反击国际炒家，经过几轮交锋，泰国的外汇储备消耗殆尽。到了 1997 年 6 月份，泰国央行的外汇储备只剩下 60-70 亿美元左右。6 月 19 日，泰国总理仍宣称泰铢绝不贬值，但随后泰国财政部长辞职，市场恐慌情绪加剧。6 月 28 日，泰国外汇储备减少到 28 亿美元，干预能力几近枯竭，完全失去了抵抗，只好于 7 月 2 日宣布放弃固定汇率，泰铢暴跌。7 月 28 日，泰国向 IMF 发出救援请求。泰铢贬值标志着东南亚货币危机全面爆发，国际炒家大获全胜，并携得胜之威横扫东南亚，菲律宾比索、印尼盾和马来西亚林吉特相继贬值，新加坡也受到冲击，逐渐演变成席卷全球新兴市场的亚洲金融危机。



三、港币保卫战

与泰国在经济金融方面存在许多问题不同，香港的经济基本面更加健康。从整体上看，香港有着完善的市场经济制度，经济富有活力。1997 年香港实际 GDP 增速达到 5.1%，财政盈余占 GDP 的比重为 6.3%，通货膨胀虽然较高，但已经连续三年下降。金融方面，香港的银行体系经过 1980 年代的危机，监管制度不断完善，资本充足率高，银行业综合实力在东南亚经济体中位居前列。香港的联系汇率制度自 1983 年施行以来运行良好，在国际上享有良好的信誉。联系汇率通过市场套利机制将港币与美元挂钩，汇率固定在 1 美元兑 7.8 港币，为香港这样一个小型开放经济体的金融稳定发挥了重要作用。同时，香港拥有 1000 亿美元外汇储备，当时位居全球第三。

表 2 香港实体经济基本情况

单位：百分比

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
实际 GDP 增长	3.8	5.7	6.2	6.2	6.0	2.4	4.3	5.1	-5.9	2.5
失业率	n.a.	n.a.	1.9	2.0	1.9	3.1	2.8	2.2	4.4	6.2
通货膨胀率	10.3	11.2	9.6	8.8	8.8	9.0	6.3	5.8	2.8	-4.0
财政余额占 GDP	0.7	3.3	2.7	2.1	1.0	-0.3	2.1	6.3	-1.8	0.8

资料来源：EIU country data

国际炒家为什么仍然敢对香港下手？首先，香港房地产市场和股票市场泡沫已经十分明显，为国际投机资本提供了攻击目标。房地产行业是香港经济的支柱产业，1997 年房地产业对 GDP 的贡献率高达 26.8%。由于香港在 1990 年代以来通货膨胀率较高，居民往往用房产作为对冲通货膨胀的手段。外资的大量涌入也助推香港房价上涨，1995 年 10 月到 1997 年 10 月，香港的房价平均上涨 80%。股市方面，恒生指数从 1995 初到 1997 年 8 月两年半时间里上涨了 1.4 倍。其次，联系汇率并非牢不可破。在联系汇率制度下，虽然现钞的发行是以相应的美元做保证的，但是港币存款是没有保证的。例如截至 1997 年三季度，香港广义货币达到 28000 亿港币。虽然有近千亿美元外汇储备，但是一旦香港民众的信心发生动摇，要求把港币兑换成美元，联系汇率也难以守住。此外，当时国际炒家连续攻击东南亚固定汇率经济体得手，特别是经济基本面较好的新加坡和中国台湾也放纵汇率贬值，壮大了投机资本的声势。



(一) 交锋

从1997年7月开始，投机资本就对港币发动了多次立体攻击。香港的银行间市场隔夜拆借利率在8月19日一度达到10%，此后居高不下，一直徘徊在6%-7%之间。香港股市则一路下行。国际炒家第一次大规模进攻发生在10月20日这周。国际炒家先在货币市场大量抛售港币，港币汇率下跌。银行把获得的港币卖给香港金管局，市场上港币的流动性收紧。到了10月23日清算日，许多银行在金管局结算账户上的港币已经没有足够结余（注：按照香港的全额即时结算体制，所有银行不得在其结算账户上隔日透支），而金管局为了提高国际炒家借港币的成本，不仅没有注入港币流动性，反而发出通知要对反复通过流动性机制向金管局借港币的银行收取惩罚性的高息。一时间银行间市场港币难求，同业隔夜拆借利率一度飙升至300%。

虽然国际炒家没有在汇率上得手，但当天恒生指数从11700点暴跌至10600点，下跌10.4%，国际炒家从股市下跌中获利颇丰。香港股市大跌引发全球股市连锁反应，10月27日，道琼斯指数大跌554点，创史上最大跌幅，巴西、墨西哥等新兴市场股市也大跌。28日，恒生指数再度下跌13.7%，收报9060点。

事后，香港金管局对保卫港币的行动进行了调查和反思，并提出了一项旨在强化市场规则和透明度的30点计划，为1998年直接入市干预打下基础。

(二) 绝地反击

临近1997年年底，危机的阴云在亚洲上空笼罩。1997年11月，日本、韩国经济相继陷入衰退。11月21日，韩国向IMF发出求助。进入1998年，国际炒家继续连续对港币发动攻击。1月初，印尼卢比暴跌之后，港币遭受明显抛售压力。1月21日，香港最大的投行百富勤爆出丑闻倒闭，当日恒生指数下挫8.7%，报收8121点。1998年6月中旬，国际炒家再次对港币发动攻击。8月初，日元大幅贬值让人们亚洲货币的信心降到冰点。1998年7月底和8月初，有媒体文章称人民币将贬值，许多机构预测香港联系汇率制度将要崩溃。

1998年8月，港币到了最危险的时候。国际炒家的攻击变本加厉：第一，大肆卖空港币。从1998年年初到8月中旬，每当港币利率稳定时就借入港币，到8月港币空头估计达



到 300 亿港币以上。第二，大量积累股票和股指期货的空头头寸。香港当局估计，截至 1998 年 8 月，国际炒家大约有 8 万份空头合约。恒生指数每下跌 1000 点，国际炒家便可获利 40 亿港币。第三，等待时机随时准备抛售港币，推高利率、打压股市，然后通过股指期货空头获利。

8 月 5 日，即期外汇市场出现 300 多亿港币的卖盘，远期外汇市场也出现 116 亿港币的卖盘。8 月 6 日，香港和伦敦市场又出现 155 亿港币的卖盘。8 月 7 日，市场再出现 78 亿港币的卖盘（钟言，1998）。当日恒生指数收报 7018.41 点下跌 3.5%，5 个交易日累计跌去 917 点，2500 亿港币市值化为乌有。面对来势汹汹的卖盘，香港金管局一改以往不直接干预的做法，动用外汇储备直接入市买入港币。这使得在维持港币汇率稳定的同时，银行间利率也没有像往常一样上升。当日，香港特首董建华发表谈话表示“维系联系汇率是特区政府坚定不移的政策”。国际炒家在汇市遭遇顽强抵抗后，在股市继续发动攻击。他们大量抛售蓝筹股，继续建立股指期货空头头寸。8 月 13 日，恒生指数跌至 6660 点。

8 月 14 日起，港府毫无征兆地突然入市干预，发起了绝地反击。第一，购买恒生指数中 33 种成分股，拉动指数攀升，当天恒生指数上升 564 点，报收 7244 点，炒家受到初步打击。第二，在远期外汇市场上承接国际炒家的卖盘。第三，要求各券商不要向国际炒家借出股票，同时监管当局向托管银行和信托机构借入股票，切断炒家的“弹药”供应。第四，在股指期货市场展开进攻。8 月 24 日，不少对冲基金因卢布贬值遭受损失，急于从香港市场套现。港府将计就计，推高 8 月期指，逼炒家平仓。同时，拉低 9 月份期指，由于 9 月份期指比 8 月份低 130 点，炒家转仓会有 100 多点损失，这对炒家形成夹击之势。第五，继续采用推高利率的方法，增加炒家成本。8 月 28 日，港府与国际炒家的较量迎来决战，港府坚决买入股票、国际炒家大肆抛售，当日股市交易量突破 790 亿元港币，高出历史最高成交额 70%。恒生指数最终站稳 7829 点。

9 月，港府出台了完善联系汇率制度的 7 项技术性措施（即著名的“任七招”）和维护证券市场稳定的 30 点措施，进一步巩固了战果。主要包括动用外汇储备来维护汇率和利率稳定，同时严格金融市场的交易规则，遏制投机行为。“任七招”中最主要的措施是金管局承诺持牌银行可以将其结余的港币，按 1 美元兑 7.75 港币的固定汇率向金管局兑换美元；同时以贴现窗口取代流动资金调节机制，贴现窗口的基本利率由金管局确定并根据实际情况进行调整。这大大完善了联系汇率制度，避免了港币汇率和利率大幅波动。“30 点措施”主要包括：（1）限制抛空港币。股票和股指期货交割期限由 14 天缩短为 2 天，使



得抛空头寸必须在 2 天内回补。（2）降低股指期货杠杆作用。对持有 1 万个长期或短期股指期货合同的投资者征收 150% 的特别保证金。（3）完善交易报告制度。把需要呈报的持有大量股指期货合同的最低数量由 500 单位降为 250 单位，以便监管机构能够充分了解炒家情况。这些措施压缩了炒家的操作空间，同时逼炒家现形。

（三）战果

港府的反击经过精心策划坚决而有力。随着市场信心恢复，国际炒家眼看战斗机会已经消逝，只好悻悻退去。从双方来看，港府此役花费了 150 亿美元左右，但是随着股市回升，购入的股票有相当的盈利。最重要的是入市干预成功保住了联系汇率，挽救了市场对香港的信心危机，使香港金融中心的地位进一步巩固。国际炒家可能在前期股市下跌过程中利用做空股票和股指期货就已经获利较大，在随后的争夺战中虽然败下阵来，但是总体仍有可能是获利的。

四、启示

第一，金融市场开放无小事。因为成功实施出口导向型经济发展战略，1990 年初泰国崛起为亚洲“四小虎”。然而，当泰国雄心勃勃地为争取成为区域国际金融中心，加快金融开放步伐时，却因市场制度不完善、经济基本面状况恶化，招致了货币攻击。扩大对外开放并不必然会倒逼出必要的对内改革和调整，而且由于金融市场超调的特性，金融开放与贸易开放对实体经济的影响也不可以简单类比外推（管涛等，2014）。前者的影响具有高度的不确定性，因此金融开放需要大胆设想、小心求证。资本账户开放不可孤立进行，需要一系列改革协同推进，对此泰国显然缺乏足够准备（Nukul Commission, 1998）。

第二，货币攻击都是从资本流入开始的。一方面，前期大量资本流入尤其是短期资本流入，积累了经济金融的脆弱性；另一方面，投机者发起货币攻击，都要通过在岸或离岸市场获得本币资产，才能够做空本币。所以，防止资本流动冲击的工作，应该始于资本流入之时。特别是当经济繁荣时，会对国际资本产生巨大吸引力，而这往往会埋下未来资本集中流出的隐患。如果对外开放的金融市场存在诸多扭曲，则有可能被投资者蓄意利用，



加倍放大，加大东道国的金融脆弱性。对此，必须居安思危、防患未然。同时，一旦遭受货币攻击，增加投机者获取本币的成本或者限制其获取本币的能力是重要的阻击手段。马来西亚最后就通过限制境外林吉特回流实施外汇管制，以及香港及时出台的 30 点措施限制投机，均产生了明显的效果。

第三，固定汇率制度安排易受到冲击。一系列原因导致资本自由流动条件下固定汇率制度有内在不稳定性。不仅会由于经济基本面恶化引致过度扩张的宏观经济政策，最终导致固定汇率制度崩溃（第一代货币危机模型，Krugman（1979）等），而且会受私人部门预期的影响，经济由好的均衡转向坏的均衡，政府由支持固定汇率转向放弃固定汇率，引发预期自我实现的多重均衡危机（第二代货币危机模型，Obstfeld（1986）），还会由于政府对企业和金融机构的隐性担保引发道德风险，造成过度投机性投资和资产价格泡沫，泡沫破裂和资本外逃导致危机（第三代货币危机模型，Krugman（1999）等）。泰国是基本面问题演变成流动性危机，香港则是传染效应的多重均衡危机。无论怎么解释货币攻击发生的原因，固定汇率的直接结果往往就是汇率高估（郭莹莹（2013）；张璟等（2013）），随后成为国际炒家的攻击目标。汇率高估增大市场对本币的贬值预期，为国际炒家做空本币提供了便利条件。有研究表明，在危机爆发前泰铢和港币都表现出高估（姜波克等（1998）；张志超（2001））。固定汇率在经济发展初期发挥了重要作用，随着金融市场化改革推进，在有条件的情况下增大汇率弹性、防止汇率高估是避免被攻击的有效手段。

第四，充足的外汇储备是捍卫货币的重要但非根本保障。外汇储备越多，货币当局在外汇市场维护本币汇率的能力越强。但是，不能自恃外汇储备体量大就放松对货币攻击的警惕。理论上，即使一国的外汇储备能够应付外债和进口支付，一旦居民信心发生动摇，争相把本币兑换成外币，再多外汇储备也可能耗尽。特别是短期资本流入形成的外汇储备并不能作为应对货币攻击的屏障，一旦形势发生逆转，这部分外汇储备首先会被消耗掉。另外，尽管泰国和香港外汇储备都曾经比较充裕，但投机者有针对性的策略仍使之沦为“自动提款机”，高额外汇储备并不能对投机者起到绝对的阻遏和威慑作用（管涛，1999）。

第五，政府正确施策是应对货币攻击的关键。国际炒家在外汇市场展开大规模进攻，即使不是垄断、也已形成市场主导地位（沈联涛，2013），政府干预正是在维护公平和竞争的自由经济原则（李翀，1999）。但要成功应对货币攻击，需注意以下几个方面：一是



多方协调应对攻击。货币攻击往往是立体化攻击，要仔细分析外汇市场、股票市场、衍生品市场之间的联动性，正确运用政策组合进行应对。香港的经验是在汇市、股市和期市联合进行反击。当时香港还成立了跨市场趋势监察小组，负责证券及期货运作的联合交易所、期货交易所、中央结算公司、证监会、新成立的财经事务局以及香港金管局都派代表加入到小组中，共同密切监控市场形势、交换看法，对炒家的攻击行为进行预判并研究制定应对措施。二是完善市场制度。在宏观手段受限的情况下，从微观制度安排入手来抵挡国际炒家的攻击是合乎逻辑且有效的（余永定，1998）。香港“任七招”推出后明显增强了联系汇率制度的稳健性，防止了资本外逃造成本币贬值。完善金融市场交易制度，特别是完善交易报告制度，做到知己知彼，不打无准备之仗。泰国交易报告制度不完善，政府对炒家的进攻力量进行准确分析，最后被洗劫一空。坊间甚至有传闻，如果不是6月份泰国财长辞职助长了炒家气焰，7月初再坚持几天到交割日，境外炒家就爆仓了。保卫港币成功的关键在于了解对手底牌。港府在反击之前就已经对炒家的资金布局和攻击策略进行了摸底，每天需要多少资金干预都心中有数，在反击时能做到有的放矢和精准出击。三是底部的干预才能够增加胜算。“非常之时当用非常之策”。在全面评估形势后，港府出手十分果断，动用外汇储备和养老基金大量买入权重股，一击必中，迅速稳定住了股市，稳定了投资者心理预期，为港币保卫战的最终胜利发挥了关键性的作用。最终股市上涨，盈富基金获得了可观的利润，也减轻了港府救市成本。

参考文献

- [1] 管涛. 汇率制度在亚洲金融危机演变中的作用及其对我国的启示[J]. 国际金融研究, 1999(10): 40-46.
- [2] 管涛, 赵玉超, 高铮. 未竟的改革:后布雷顿森林时代的国际货币体系[J]. 国际金融研究, 2014(10): 3-9.
- [3] 郭莹莹. 国内外金融危机预警模型述评[J]. 科学决策, 2013(10): 63-80.
- [4] 何秉孟等. 亚洲金融危机:最新分析与对策[M]. 社会科学文献出版社, 1998.
- [5] 姜波克, 王军. 货币投机的微观分析和政策含义[J]. 金融研究, 1998(03): 8-13.
- [6] 李翀. 香港金融反击战的分析和思考[J]. 学术研究, 1999(06): 12-16.



- [7] 李永胜, 马飞. 立体投机:外汇投机新概念[J]. 国际金融研究, 1998(07): 52-56.
- [8] 沈联涛. 十年轮回:从亚洲到全球的金融危机[M]. 2. 上海远东出版社, 2013.
- [9] 宋文兵. 国际短期资本流动与国际货币制度的变迁(上)——一种历史制度分析的新视角[J]. 国际金融研究, 1999(11): 25-31.
- [10] 索罗斯等. 索罗斯论索罗斯[M]. 海南出版社, 1997.
- [11] 王鸿飞. 人民币国际化的现状、影响及未来货币政策取向[J]. 科学决策, 2013(02): 56-70.
- [12] 王洛林, 余永定, 李薇. 对香港股灾发展过程的经济分析[J]. 国际经济评论, 1998(Z3): 1-8.
- [13] 余永定. 泰国的货币危机及其启示[J]. 国际经济评论, 1997(Z4): 1-4.
- [14] 余永定. 香港特区政府同国际炒家的又一次较量[J]. 世界经济与政治, 1998(10): 18-21.
- [15] 张璟, 刘晓辉. 中国货币升值的早期预警系统:基于信号法的研究[J]. 国际金融研究, 2013(11): 70-83.
- [16] 张志超. 港币汇率是否高估:一个经验分析[J]. 世界经济, 2001(01): 23-28.
- [17] 郑振龙. 大警示:冷观亚洲金融危机[M]. 北京:中国发展出版社, 1998.
- [18] 钟言. 港元保卫战纪实[J]. 港澳经济, 1998(Z1): 6-8.
- [19] Commission N. Analysis and Evaluation on Facts Behind Thailand's Economic Crisis[J]. Bangkok: The Nation, 1998.
- [20] IMF. Capital Flow Sustainability and Speculative Currency[J]. Finance & Development, 1997(December).
- [21] Krugman P. A model of balance-of-payments crises[J]. Journal of money, credit and banking, 1979:311-325.
- [22] Krugman P. What happened to Asia[M]. Springer, 1999.
- [23] Obstfeld M. Rational and Self-Fulfilling Balance-of-Payments Crises[J]. The American Economic Review, 1986:72-81.
- [24] Soros G. The Crisis of Global Capitalism: Open Society Endangered[M]. New York: Public Affairs, 1998.



Reviewing on Currency Attacks on THB and HKD During the Asian Financial Crisis: from the technical perspective

Abstract: The most striking feature of contemporary speculative currency attack is its three-dimensional nature, that speculators attack one currency in the money market, foreign exchange market, stock market and financial derivative market simultaneously. During the Asian financial crisis, Thai Baht was the first victim to speculative attack and its collapse marked the onset of Asian financial crisis, while Hong Kong Dollar secured a narrow escape. The currency attacks Thai Baht and Hong Kong Dollar suffered reveals: (i) the process of capital account liberalization should be carefully managed; (ii) currency attack always sows its seed at the beginning of capital inflow thus the work to deal with it should start at the same time; (iii) fixed exchange rate is prone to be attacked thus we should prevent the exchange rate from being overvalued and increase its flexibility whenever it is possible; (iv) adequate foreign exchange reserve is necessary but not sufficient to survive a currency attack; (v) the cooperation and coordination between different departments of the government, the improvement of market institution and the intervention at the bottom of the market altogether will help to defeat the speculators.

Key words: Speculative Currency Attack; Asian Financial Crisis; Thai Baht; Hong Kong Dollar; Capital Account Liberalization.