



最后的屏障

资本项目自由化和人民币国际化之辩

余永定 著

人民东方出版传媒

 东方出版社



最后的屏障

资本项目自由化和人民币国际化之辩

余永定 著

人民东方出版传媒

 东方出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

最后的屏障 / 余永定 著. —北京: 东方出版社, 2015. 12

ISBN 978-7-5060-8881-7

I. ①最… II. ①余… III. ①人民币—金融国际化—研究 IV. ①F822

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 301524 号

最后的屏障

(ZUIHOU DE PINGZHANG)

作 者: 余永定

责任编辑: 郭 国

出 版: 东方出版社

发 行: 人民东方出版传媒有限公司

地 址: 北京市东城区朝阳门内大街 166 号

邮政编码: 100706

印 刷: 北京中科印刷有限公司

版 次: 2016 年 1 月第 1 版

印 次: 2016 年 1 月第 1 次印刷

印 数: 1—5000 册

开 本: 710 毫米×960 毫米 1/16

印 张: 31

字 数: 398 千字

书 号: ISBN 978-7-5060-8881-7

定 价: 46.00 元

发行电话: (010) 64258117 64258115 64258112

版权所有, 违者必究 本书观点并不代表本社立场

如有印装质量问题, 请拨打电话: (010) 64258029

序 言

一、总论

资本项目自由化^①一直被中国经济学家奉为圭臬。对资本项目自由化持怀疑态度难免不被视为异类。其实，与贸易自由化不同，资本项目自由化从来就不是经济学界的共识。只是在 20 世纪 80 年代，在里根—撒切尔主义影响下，市场原教旨主义崛起，资本项目自由化理念才随之成为经济思想的主流。亚洲金融危机后，各国政府和经济学界纷纷反思资本项目自由化的理念和实践。资本项目自由化的教条早已被请下了经济学的神坛。

① 资本项目自由化，是指实现国际收支平衡表中资本及金融账户下的货币自由兑换，也就是要消除对国际收支平衡表中资本及金融账户下各项目的外汇管制，实现资本项目在国际间的自由流动。资本项目可兑换是指一国取消对一切外汇收支的管制，居民不仅可以通过经常账户交易，也可以自由地通过资本账户交易获得外汇，所获外汇既可在外汇市场上出售，也可自行在国内或国外持有；国内外居民也可以将本币换成外币在国内外持有。在本文集中我将这两个概念作为同义词使用。资本项目自由化既可以指有事先目的的过程，也可以指过程完成后的最终状态。一般情况下，我是在“最终状态”这个意义上使用“资本项目自由化”和“资本项目可兑换”这两个短语的。

为什么一个国家必须要实现资本项目自由化？前国际货币基金组织总裁——资本项目自由化的积极推动者——康德苏的回答是：“资本的自由流动可以帮助资源实现最有生产性的使用，从而提高经济增长速度。……对于发展中国家来说，资本项目开放可以带来较多的投资和更高的生活水平；对于投资者来说，可以带来较高的回报和较多的资产分散化机会；对于那些同时开放金融部门以引入外国竞争的国家来说，资本项目开放可以带来更高效、更复杂的国内金融市场；对于全球经济来说，资本项目开放为全球可持续增长提供了新的经济动力。”^①

康德苏仅仅是宣示了一种信念，并未能证明任何东西。而且，他的讲话也不符合事实。例如，中国没有开放资本项目，但执行了 FDI 优惠政策。结果，中国成为发展中国家中引入外国投资最多的国家。退一步讲，即便资本项目自由化能够在全世界范围内改善资源配置，也没有理论和经验事实能够证明这种改善是帕累托最优，更遑论这里还有地缘政治问题。把资本项目自由化提高到一种普适原则的要害在于无视民族国家的存在。历史经验表明，在资本自由化状态下，受益者是发达资本主义国家，特别是美国。而发展中国家，特别是经济、金融脆弱的中小国家，则可能因没有资本管制的屏障而成为国际投机资本攻击的牺牲品。

在 IMF 章程中找不到关于资本项目自由化的条款。相反，IMF 章程第六条第三款明确规定，必要时成员国可以运用资本管制（controls）对国际资本流动进行调控（regulate）。事实上，IMF 章程起草者和 44 个创始成员国认为，是否实现资本管制原则上应由各成员国自行决定。凯恩斯指出：“把控制所有资本流动的明确权利赋予每一个成员国政府

① Michel Camdessus: *Capital Account Liberalization and the Role of the Fund*, at the IMF Seminar on Capital Account Liberalization, Washington, D. C., March 9, 1998 May, 1998, IMF.

是永久性，而非仅仅是过渡性的安排。”^①

在 20 世纪 90 年代，康德苏一直试图通过修改 IMF 章程，迫使发展中国家完全开放资本项目。几经波折，修改章程的建议终于在 1997 年得到大多数 IMF 执行董事的支持。然而，就在这时，亚洲金融危机突然爆发，一直被视为发展中经济体成功典范的东亚经济受到致命打击，修改章程的企图随之流产。尽管如此，康德苏仍坚持认为：“亚洲国家的问题并非它们开放了资本项目。事实上，资本项目最为开放的经济体——香港和新加坡——是应对危机最成功的国家（地区）。问题也并非改革速度过快：受危机影响最大的国家——韩国、印尼和泰国实现资本项目自由化方式是相当不同的，在某些情况下是相当渐进式的。它们的困难源于开放资本项目时的宏观经济环境和制度背景，以及资本项目开放措施同其他改革的衔接出了问题。”^②

然而，受到“表扬”的当事人却有不同看法。康德苏发表上述谈话不久，香港再次遭到国际投机资本的攻击。香港的金融稳定一度命悬一线。^③ 时任香港金管局总裁任志刚满腔愤怒地说：“无论人们怎样指责印尼那种裙带关系式的资本主义、任人唯亲、贪污腐败、种族主义、宏观经济管理不善、忽视金融发展等，但即使这一切指控都成立，也不致令他们的货币和金融制度崩溃至此，国家陷入这样悲惨的困境。然而，残酷的现实是，他们正身处这样的困境……如果我们不谨慎应付，我们的处境也很可能会一样。罪魁祸首是那少数的对冲基金，它们毫不关心香港，更遑论港人的福祉。它们对香港的兴趣只在于香港是一个自由市

① Rawi Abdelal: *The IMF and the Capital Account*, in *Reforming the IMF for the 21st Century* Institute for International Economics.

② Michel Camdessus: *Capital Account Liberalization and the Role of the Fund*, at the IMF Seminar on Capital Account Liberalization, Washington, D. C., March 9, 1998, May, 1998, IMF.

③ 见《对香港股灾发展过程的经济分析》。

场，可以任由它们操控，就如其他人所说，好像提款机一样，随时可以提款。”^①

自从亚洲金融危机以后，资本项目自由化的呼声日渐式微。IMF 也偃旗息鼓，并逐渐把注意力放在如何防范潜在风险上。IMF 所强调的不再是资本项目自由化而是资本项目自由化的渐进性和时序。IMF 的官方立场变更为：资本管制在某些情况下，可能是必要的。

资本项目自由化导致资源配置优化的理论基础是有效市场假说 (Efficient Market Hypothesis) 和理性选择理论 (Rational Choice Theory)。然而，这些理论却遭到它们最正宗的受益者的痛批。最近索罗斯毫不客气地指出，这些所谓的科学基础只不过是一些“拙劣的构想……不受监管的金融市场天生就是不稳定的：它们造成的不是确保资源得到最优配置的一般均衡，而是金融危机”^②。当今世界上，还有谁比索罗斯更有资格说这样的话呢？

绝大部分经验研究并未发现资本项目自由化支持经济增长的确凿证据。巴塞尔国际清算银行 (BIS) 的全球金融体系委员会 (Committee on the Global Financial System) 的工作组对实证证据进行了评估。其结论是：“尽管大量跨国研究致力于分析资本账户自由化的效应，但是，似乎只有有限的证据支持资本账户自由化促进经济增长的观点。”而包括罗德里克和巴格瓦蒂在内的一些主流经济学家则指出，令人信服的证据根本就不存在。^③

① 新加坡《联合早报》，1998年8月27日。

② George Soros: *A Partnership with China to Avoid World War*, the July 9 issue of *The New York Review*.

③ 阿代尔·特纳：《危机后的经济学》，中国人民大学出版社，2014年，第61页。

简尼、萨布拉马尼恩和威廉姆森^①对检验资本项目自由化与经济增长关系的 2000 多项研究成果做了研究。他们的结论是：经验研究并未发现两者之间有什么（have little）关系。他们指出：“国际社会不应该试图促进——甚至在长期——资产的完全自由的交换，因为资本的自由流动看来对经济的长期增长并没有什么好处。”^②

不仅如此，IMF 还警告说，根据经验研究，资本项目自由化将会扩大一个国家的贫富差距。^③

2007 年金融危机的爆发再次敲响警钟。一些发展中经济体重新引入对资本跨境流动的管制。巴西、印度尼西亚、韩国和中国台湾等经济体，则在维持资本账户开放的前提下，重新加强了对跨境资本流动的管制。^④

资本项目自由化并非历史潮流，没有站得住脚的经济理论可以证明资本项目自由化的必要性和必然性。资本项目自由化的主张与其说是建立在科学论证和历史经验基础之上，不如说是建立在对于某种意识形态的笃信基础之上。具有讽刺意味的是，除了在中国，当今世界上经济学家所普遍接受的观点是：没有理由一定要把资本项目自由化当作经济体制改革的终极目标之一；是否应该实现资本项目自由化和如何实现资本项目自由化必须视具体情况而定。

1993 年，中国政府首提“实现人民币可兑换”。1994 年，中国对

① 前两位当时是 IMF 官员，萨布拉马尼恩现在是印度财政部首席顾问，而威廉姆森就是那位大名鼎鼎的“华盛顿共识”概念的始作俑者。

② Olivier Jeanne, Arvind Subramanian, and John Williamson (2012): *Who Needs to Open the Capital Account?* Washington: Peterson Institute for International Economics.

③ Davide Furceri and Prakash Loungani (2013): “Who Let the Gini Out?”, *Finance & Development*, Vol. 50, No. 4.

④ 凯文·加拉格、何塞·安东尼奥·奥坎波、张明、余永定：《中国的资本账户开放：需要一种平衡的方法》。

外汇体制进行重大改革，实行以市场供求为基础的单一的有管理的浮动汇率制度。中国自1996年12月1日起接受国际货币基金组织协定第八条第二款、三款、四款的义务，实现经常项目下的人民币自由兑换。中国政府希望在此后5年左右实现资本项目自由化。但中国政府还未来得及给出资本项目可兑换时间表，亚洲金融危机就爆发了。资本项目下人民币货币可兑换计划被搁置。

2003年10月，中国共产党第十六届中央委员会第三次全体会议正式重新提出资本项目可兑换问题：“在有效防范风险前提下，有选择、分步骤地放宽对跨境资本交易活动的限制，逐步实现资本项目可兑换。”

在2002—2009年，中国共出台了资本账户改革措施42项，进一步放宽了对跨境资本流动的管理。^①2010年10月，中国共产党第十七届中央委员会第三次全体会议决定将“逐步实现资本项目可兑换”目标写入“十二五”规划。

2013年11月12日，中国共产党第十八届中央委员会第三次全体会议通过的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》提出了“加快实现人民币资本项目可兑换”的政策意向：“完善人民币汇率市场化形成机制，加快推进利率市场化，健全反映市场供求关系的国债收益率曲线。推动资本市场双向开放，有序提高跨境资本和金融交易可兑换程度，建立健全宏观审慎管理框架下的外债和资本流动管理体系，加快实现人民币资本项目可兑换。”

不难看出，一方面，在实践中，中国坚持渐进的方针，对待资本项目自由化是相当谨慎的。^②另一方面，在理念上，中国不仅把人民币资本项目可兑换作为改革的目标，而且是念兹在兹。十八届三中全会“决

① 中国人民银行调查统计司课题组：《我国加速资本项目开放的条件已经基本成熟》。

② 至于这种自由化是否改善了中国的资源配置、增进了中国的国民福利则又当别论。

议”中关于金融改革的相当一部分文字是有关人民币资本项目可兑换的，其中的关键两个字是“加快”。对于“加快”一词应作何种解读？中国资本项目的开放度实际上已经不低，根据外管局资料，在7大类40项资本交易项目中，在中国只有10项不可兑换，除个人直接跨境投资、衍生品交易外，主要跨境资本交易都有正规渠道。中国的资本管制主要是对短期跨境资本流动的管理，即通过QDII和QFII等限额体系对短期跨境资本的投资主体和投资额度进行控制。坊间一直传说，央行计划在2015年实现资本项目的可兑换。如果“加快”意味着在2015年，或2020年以前中国将取消对短期跨境资本流入的管制，我们就不得不表示忧虑了。

2015年6月15日以来，中国股市的暴跌充分显示中国金融市场还远不是一个成熟的市场，我们的金融管理当局也并非像想象中的那样“无所不能”。如果中国此时已经完全开放了资本项目，对跨境资本流动已经没有任何控制（或基本没有控制），我们将会面临一种什么样的局面？

中国是个有13亿人口的大国，中国终有一天会成为世界第一大经济体，人民币终有一天会成为世界的主要储备货币（或主要储备货币之一，或主要储备货币的主要构成部分）。人民币资本项下可兑换是人民币成为世界储备货币的必要条件。因而，中国终有一天会实现人民币资本项下可兑换。基于这种逻辑，我支持根据实际的需要和可能逐步开放资本项目，逐步实现人民币资本项下人民币可兑换。但我同时确信，中国没有理由为了一些想象中的——充其量是高度不确定的好处，在条件还不具备的情况下匆忙开放资本项目，甘冒与之随行如影的种种巨大风险。中国是一个大国，“决不能在根本性问题上出现颠覆性错误”！如果有人问：“中国最容易在什么根本性问题上出现颠覆性错误？”我会毫不犹豫地回答：“过早的资本项目全面开放。”

本文集收集了我从1997年到2014年之间，就资本项目自由化和人民币国际化问题所写的系列文章。这些文章大致按时间顺序分成四组。第一组文章是当年对亚洲金融危机原因和中国应该从中吸取什么教训的讨论。主要结论是：固定汇率制度、资本自由流动和国际收支逆差是亚洲金融危机的充要条件；资本外逃是压倒骆驼的最后一根稻草。这组文章中也包括了对亚洲金融合作的讨论。在没有资本管制的情况下，为了应付资本外逃的冲击，亚洲国家必须大量积累外汇储备。而亚洲金融合作则是减轻这种负担的可能途径。但是，由于政治分歧，区域金融合作终究未能成为亚洲国家维护自身金融安全的选项。^①第二组文章是向国外介绍在国际收支不平衡状态下，中国管理资本跨境流动的经验。这些文章大致反映了我在亚洲金融危机之后，中国出现严重国际收支不平衡这一时期对资本项目自由化问题的比较系统的看法。第三组文章探讨全球金融危机对中国的挑战、中国应该采取的对策，以及人民币国际化应该发挥的作用。第四组文章探讨了人民币国际化的目标、路线图和资本项目自由化之间的关系。第五组文章主要反映了我和我的同事对当前货币当局的“加快人民币资本项目可兑换”政策的不同看法。

本文集的基本思想是：中国目前面临着稳增长、调结构、深化经济金融体制改革、提高对外开放质量等种种挑战，不应该过分强调资本项目自由化的迫切性和重要性。中国的体制性、结构性问题不能通过资本项目自由化来解决，或通过它的所谓“倒逼机制”来解决。^②是否应该

① 这组文章中的《泰国货币危机与金融改革》、《对香港股灾发展过程的经济分析》、《香港特区政府同国际炒家的又一次较量》和《〈亚洲货币基金〉和亚洲经济合作》曾收入我已出版的文集《我看世界经济》中（三联书店，2005年）。鉴于亚洲金融危机对我思想的重要影响，为了本文集的完整性，这四篇文章也被收入本文集。

② 这次股灾暴露出的中国股市的种种痼疾难道是可以靠取消QFII和QDII“倒逼”解决的吗？

在某一特定时期实现资本项目自由化和如何实现资本项目自由化必须视具体情况而定。人民币国际化应该有助于改善中国国际资产与负债的币种结构、增进中国储备资产的安全。人民币国际化进程受制于中国经济发展和资本项目自由化进程，不能急于求成。当前，在坚持资本项目自由化渐进方针的同时，中国应加速经济结构的调整和经济、金融体制的改革。

在为中国金融四十人论坛编辑的《资本账户开放》一书^①的序中我写道：“我并不认为这本书中的论文对经济学理论有何重要贡献。相反，这本书更多的是反映了中国学者在理论修养上的欠缺。这本书的主要意义在于‘立此存照’。”^②这一段话同样适用于本文集。

下面的文字可以视为我为读者写的文集导读。

二、亚洲金融危机和资本项目自由化

在1997年7月亚洲金融危机爆发之前，我对资本项目自由化问题关注不多，也没有很强的倾向性。亚洲金融危机爆发后，为了不仅搞清亚洲金融危机的一般原因，而且搞清东亚不同国家（地区）金融危机演进的细节，除研究有关文献外^③，我还和中国社会科学院的同事到中国香港、泰国、马来西亚、日本等地进行了数周的实地考察。我们会见了众多当地中央银行（或“金管局”）、财政部、证交所、重要银行和非银行金融机构负责人，同当地学者和财经媒体记者进行了广泛交流，

① 中国金融四十人论坛书系《资本账户开放——战略、时机与路线图》序言，2014年。

② 中国金融四十人论坛书系《资本账户开放——战略、时机与路线图》序言，2014年；财经网，2014年5月9日。

③ 1996年10月，我到曼谷参加国际研讨会，获得大量关于泰国经济的资料，当时就感到泰国是“山雨欲来风满楼”。

取得了大量第一手资料。对亚洲金融危机的研究深刻影响了我以后在资本项目自由化问题上的立场和观点。

1997—1999 年的亚洲金融危机使东亚国家的经济发展大大倒退,甚至在一些国家引起政治动乱。从亚洲金融危机可以得出什么教训呢?国际经济学界的普遍看法是:东亚国家的资本市场特别是债券市场不发达,银行在金融体系中的比重过高 (over-banking); 东亚国家金融机构资产负债表存在严重货币错配和期限错配; 国际货币基金组织在金融危机期间为亚洲国家开出的应对药方导致了危机的进一步恶化; 等等。

在同意上述种种看法的同时,我深切感受到在受到国际投机资本冲击的情况下,一国出现金融危机的充要条件是固定汇率制度、资本自由流动和国际收支逆差 (或经常项目逆差) (表序-1)。^①

表序-1 货币危机的充分必要条件

经济体	是否实行 固定汇率制	是否允许 资本自由 流动	是否存在 国际收支 逆差	是否经历 货币危机
中国大陆	是	否	否	否
中国香港	是	是	否	否
中国台湾	是 *	是	否	否
新加坡	是 *	是	否	否
马来西亚	是	是	是	是
印尼	是 *	是	是	是
泰国	是	是	是	是
韩国	是	是	是	是
墨西哥	是 *	是	是	是
俄罗斯	是	是	是	是
巴西	是	是	是	是

^① 见《中国应从亚洲金融危机中汲取的教训》。

(续表)

经济体	是否实行 固定汇率制	是否允许 资本自由 流动	是否存在 国际收支 逆差	是否经历 货币危机
英国 (1992)	是	是	是	是
日本 (1998)	否	是	否	否

注：(1) * 汇率存在一定程度的弹性。

(2) 资本在 1998 年经历了严重的资本外流。

(3) 马来西亚在 1998 年恢复资本管制并成功地稳定了汇率。

(4) 此时，国际收支逆差是指资本不再源源流入以支撑经常项目逆差，或资本的流出超过了经常项目顺差，或出现经常项目和资本项目双逆差。总之，在上述三种情况下，如不动用外汇储备或实行资本管制，本币就会贬值。可以说经常项目逆差是长期（根本）原因①、国际收支逆差是短期（现实）原因。经常项目逆差通过国际收支逆差触发危机。

同时，我还看到在发生金融危机的发展中经济体中，几乎没有例外，资本外逃都是压倒骆驼的最后一根稻草。② 当全球经济形势发生变化或一国经济基本面出现问题时热钱就会迅速撤离，并引发本国资本的出走，形成资本外逃狂潮，从而导致国际收支危机、货币危机、金融危机和经济危机。因而，多年之后，一些泰国学者把当时的危机重新命名为“资本项目危机”。③

亚洲金融危机时期，尽管中国金融体系的脆弱程度（资本市场极不发达、不良债权居高不下④）与危机国家相比有过之而无不及，但中国却能成功抗御亚洲金融危机冲击，原因何在？关键就在于资本管制。当然，中国当时的国际收支顺差和一千亿外汇储备对遏制国际炒家攻击也发挥了重要作用，但面对国际投机资本的攻击，即便有一千亿外汇储

① 在亚洲金融危机前，泰国维持了二十余年的经常项目逆差。

② 储备货币发行国可能是例外。

③ 见《泰国如何走向危机深渊》。

④ 当时中国对外宣称的不良债权率是 25%，实际是多少呢？

备，如果没有资本管制的保护，中国恐怕也难逃一劫。亚洲金融危机的经验使我坚信：“资本管制是中国金融稳定的最后的一道防线，这一道防线守住了，中国绝对不会出事；这道防线守不住，那我们就有可能出事。而资本管制的彻底放弃，即人民币的（完全）自由兑换，应该是我们所有市场化改革的最后一步，其他改革未完成之前绝对不能做这个事。当我们迈出这一步时，就意味着我们市场化改革已经基本结束。”^①

许多人认为，因为拥有大量外汇储备，中国不怕国际炒家攻击。但问题是，中国的广义货币对 GDP 之比也大大高于世界其他国家。中国的人民币存款总额数倍于中国的外汇储备。据说中国储蓄存款集中度也非常高。如果此言不虚，一旦人民币自由兑换，中国“存款搬家”（不是搬到中国股市，而是搬到外国金融市场）的规模将极为巨大。不仅如此，中国的 FDI 存量也是巨大的……外国人的钱总是要走的。即便本金不走，利润也是要走的。如果在某一年，由于某种原因，中国经济出了问题，而此时恰逢中国实行人民币自由兑换，或说资本管制已不复存在，那么在短期内就会有资金大量流出，人民币就会大幅贬值。如果人民币贬值，大家就会更迫切把人民币资产换成外汇资产。在这种情况下，中国的外汇储备虽多恐怕也无济于事。^②

有经济学家认为，不能仅仅强调资本项目自由化后居民资产分散化导致的资本外流，还应该考虑非居民资产分散化而导致的资本流入。问题是，资金的跨境流动是顺周期的。很难设想，当中国出现大量资本流出的时候，会有大量资本流入以抵消资本外流或外逃对中国金融稳定的冲击。

亚洲金融危机期间，国际炒家攻击一国货币的目的是卷走这个国家

① 见《泰国货币危机与金融改革》；参见余永定：《亚洲金融危机十周年和中国经济》，《国际金融研究》，2007年8月；余永定：《见证失衡》，三联书店，2010年。

② 同上。

的外汇储备。菲律宾是东亚国家中经济表现最差的国家，但却没有受到攻击。原因很简单，菲律宾没有什么外汇储备，根本不值得国际炒家费心。发展中国家保卫本国货币和本国金融市场有两种基本方式：资本管制和积累足够多的外汇储备。东亚经验显示：在受到国际资本大规模的攻击时，如果没有资本管制，受攻击国就必须动用外储保卫本币。如果外储耗尽之后国际资本的攻击依然没有停止，受攻击国就不得不让本币贬值，从而白白损失大量外汇储备。而这些外汇储备可能是受攻击国经过数十年努力才积累下来的财富。因而，如果没有资本管制，为金融安全计，发展中国家就必须拥有充足的外汇储备^①。但是，如果担心受到攻击的发展中国家确实拥有了大量外汇储备，则意味着本身需要大量资金的发展中国家已经把大量资金以低息借给了美国。这依然是发展中国家的巨大财富损失^②。更何况美国可以用各种办法减轻自己的债务负担（使发展中国家外汇储备贬值）。不难看出，在以美元为国际储备货币的现有国际货币体系中，如果发展中国家拒绝利用资本管制防范国际投机资本的攻击，实际上是把自己放到了一个“必输”的位置。^③

亚洲金融危机期间，国际投机资本操控市场谋取暴利的手段之高明，给我留下深刻印象^④。国际炒家的攻击一般从“做空”（或“沽空”）目标国货币开始。在泰铢贬值之前，国际炒家大量借入泰铢；然后同时在远期和即期外汇市场上大举抛售泰铢。泰国中央银行则用外汇储备购买泰铢，以维持泰铢的稳定。而国际炒家不断抛售泰铢，直至

① 令人遗憾的是，尽管有种种不同说法，依然没人知道，多少外汇储备才算是“充足”。

② 见《外汇储备与国际收支结构扭曲》。

③ 余永定：《见证失衡》，三联书店，2010年。

④ 见《对香港股灾发展过程的经济分析》和《香港特区政府同国际炒家的又一次较量》。

泰国中央银行外汇储备丧失殆尽，不得不让泰铢贬值。^①

国际炒家对港币的攻击则更为复杂，更为惊心动魄。与泰国不同，香港金融管理局专心固守 7.8 港币兑换 1 美元的联系汇率，一般不对外汇远期市场直接进行干预。在远期汇率下降的情况下，以捍卫即期汇率为目标的金融当局的传统做法是：在货币市场实行紧缩、提高利息率以消除套戥空间，从而抑制即期汇率的下降。炒家的如意算盘是，如果在外汇远期和即期市场沽空货币所造成的巨大压力迫使香港放弃了联系汇率制度（港币贬值），炒家就可直接在外汇市场获利。与此同时，炒家事先已在香港资本市场沽空香港债券、股票和股票期货，特别是恒生期指。他们算定，为了维持捍卫联系汇率制度，香港货币当局必然会紧缩银根从而导致利息率上升^②。而利息率的上升必然导致香港债券、股票和股指期货的下跌^③。这样，即便香港金融管理局顶住外汇远期市场的巨大抛售压力，成功地保住了联系汇率制度，香港利息率上升所导致的股票、股票期货和债券价格的下降也必将使炒家在股票市场和债券市场获利。总之，不是在汇市获利，就是在股市和债市获利。炒家给自己设计了一个无论出现什么情况，都一定会获利的双保险赌局（double play）。^④

① 其具体过程可参看《泰国货币危机与金融改革》。事后我们知道，泰国中央银行在几个月前秘密同在远期市场做空泰铢的国际炒家斗法，大量买入了远期泰铢，使炒家铩羽而归。但是，数月之后，当炒家再次来袭时，泰国中央银行必须对此前的远期合同履行，耗尽了所有外汇储备，不得不让泰铢贬值。

② 炒家在外汇远期市场的卖空操作本身就会导致利息率的上升。

③ 这是因为利息率的上升意味着持有股票的机会成本上升。在其他条件相同的情况下投资者将减少股票的持有量，增加可带来利息收入的金融资产（如储蓄存款）的持有量。此外，利息率的上升还可能导致投资者对经济前景（未来收益）的看淡，从而导致他们减少对股票的需求量。

④ 见《对香港股灾发展过程的经济分析》和《香港特区政府同国际炒家的又一次较量》。