

● 李永胜 著 ●

辽宁人民出版社

# 香港金融保卫战

——  
兼论外汇投机

5.8

# 香港金融保卫战

兼论外汇投机

李永胜 著

辽宁人民出版社

**图书在版编目(CIP)数据**

香港金融保卫战:兼论外汇投机/李永胜著.-沈阳:辽宁人民出版社,1999.1  
ISBN 7-205-04432-4

I. 香… I. 李… III. ①金融危机-对策-香港②外汇管理-研究-香港 IV. F832.765.8

中国版本图书馆CIP数据核字(98)第38250号

辽宁人民出版社出版

(沈阳市和平区北一马路108号 邮政编码 110001)

辽宁省新华书店发行 朝阳新华印刷厂印刷

---

开本:850×1168毫米 1/32 字数:260千字 印张:14 $\frac{1}{8}$

印数:1—6,000册

1999年1月第1版 1999年1月第1次印刷

---

责任编辑:张业宏

责任校对:孙东岩

封面设计:杨勇

版式设计:王珏菲

---

定价:23.80元

## 序 言

翻开不同版本的中文辞典，对“投机”词有各种各样的诠释，但其共同特征都是有一定的贬意。而在大多数国人的心目中，长期以来，也都深深地印有诸如“投机取巧”、“投机倒把”、“投机钻营”等词义。而从一般意义上讲，投机（to speculate or speculation）则为预期而后采取行动之意。从专业角度，尤其是从金融的角度看，无论如何，都应赋予投机以全新的定位，投机与保值乃金融市场的两个基石。至少 speculator 是金融市场上风险的自愿接受者，是金融市场的有机组成部分。投机是金融市场乃至整个经济生活的润滑剂。“投机”长期所受的冤屈和非议应予正名和平反。

一般而言，外汇投机分为一般性外汇投机和创新性外汇投机，原本是指地点套汇、套利、期汇交易等，后来则主要指衍生金融工具的操作。从 1979 年 CME 成功地推出六种货币期货交易至今，其得以飞速发展，并与其他衍生金融工具一起并肩成为国际金融市场的主角，特别是进入 90 年代，衍生金融市场进入成熟期，各种衍生金融工具在原生金融工具的基础上组合再组合，衍生再衍生，由此给国际金融市场注入了生机。然而，也给国际金融市场带来了冲击和震荡。美国加州橙郡事件，英国巴林银行破产倒闭，日本大和银行事件，东南亚金融危机，直至 1998 年的香港金融保卫战，无不领教了衍生金融工具的负面影响。

近些年，有关衍生金融工具的著述可谓汗牛充栋，间接

论述投机的书籍也有所见，但直接论述外汇投机的专著则属鲜见。

永胜长期致力于外汇理论与实务的研究，在外汇管理局工作期间即已结合自己的实际工作发表多篇高水平专业文章，考入辽宁大学国际经济学院学习以后，又对自己的研究方向进行了有机的调整，并取得了质的飞跃。在外汇投机理论与技巧上进行了卓有成效的探究，取得了阶段性的成果，提出了自己的独到见地，即攻击性外汇投机及其防御观点详见《索罗斯和全球金融危机》（辽宁人民出版社，李永胜、马飞著）、《立体投机：外汇投机新概念》（载于《国际金融研究》1998年第7期）等。

《香港金融保卫战——兼论外汇投机》一书以发生在1998年8月的香港金融保卫战为基石，对外汇投机进行了全面的分析和论述。作者在外汇投机理论上提出了攻击性外汇投机和追逐性外汇投机，外汇投机策略上提出了立体投机，对投机性冲击模型进行理性的分析，并结合国际投机资本、衍生金融工具的投机性和杠杆性特点提出攻击性外汇投机给国际金融市场带来的冲击是引发亚洲金融危机的主要原因。结合立体投机作者还提出了全方位的防御策略。

多年来，永胜对各种经济专著和各大经济学流派都进行了较广泛的涉猎。本书的若干理论与实务分析体现了作者在经济学上的修养。当然，作为一位成长中的年轻学者，书中也定有诸多有待商榷之处，乃至一家之言，其以后的成长之路还相当漫长，万望各位前辈、同行和朋友予以导引、呵护和支持。

刘俊奇

1998年12月20日

## 前 言

前言总是最后才写，似乎已成为约定俗成的事。其实，这并不难理解，因为许多时候，只有在全书划上句号后一个完整的工序才告结束。前言只是为了有助于读者了解作者写作的背景、思路的形成、研究的进度和其中的启示，当然也便于读者有的放矢的批评。

1997年7月泰国开始的金融危机几乎席卷整个世界，索罗斯旋风所到之处一片瓦砾。一时间，人人自危，“恐索症”像时下最“时髦”的爱滋病一样令人心惊胆战。既然事情出来了，经济专家和各国政要们就要例行公事般地刨根，如同医生会诊一样，尽管智者见智，仁者见仁。内因论、外因论、阴谋论、可持续发展论可谓百花齐放。但在我看来，攻击性外汇投机是此次金融危机的主要原因，起码是“之一”。事态的发展也将外汇投机从后台推上了前台，由最初的“导火索”到如今的“罪魁祸首”，由“有益”到“破坏”，发达国家由对对冲基金的纵容到现在的急呼监管无不说明了这一点。

本书正是从1998年8月香港金融保卫战作为大引子对外汇投机展开的论述和剖析，因为它验证了“苍蝇也叮无缝之蛋”的道理。尽管金融投机有很多种，但外汇投机特别是攻击性外汇投机更具有杀伤力，因此本书仅将外汇投机作为论述的对象，希望读者理解。

外汇投机就其本质而言是一种正常的，也是必不可少的

经济行为，没有好坏之分，犹如人生来无善恶之别一样。但任何事物都要受度的制约，超过“度”便会变质。真理与谬误之间仅一步之遥。当投机者拥有雄厚的投机资本，运用立体投机策略，利用衍生金融工具的杠杆性和高投机性在某一（国）金融市场上进行攻击性外汇投机时，便完全有可能操纵市场的走势，从而摧毁这个市场。当然这一切都要遵循游戏规则。

而经济全球化、金融自由化无疑为外汇投机创造了良好的运作环境，也为世界经济发展的不平衡提供了可能。纵观这场金融危机，几乎涉及了所有的新兴市场国家，亚洲“四小龙”、“四小虎”、拉美国家、俄罗斯、南非等，因此，这场危机也可以称之为“新兴市场金融危机”。尽管本书并没有涉及国际政治关系，但却不能将其抛至脑后，危机之初的“环中国金融危机”完全可以引起读者的深思。

当写作行将结束时，我不仅没有一丝快感，反而被浓重的无奈所笼罩，因为种种被认为是抵御攻击性外汇投机的传统招术如中央银行的市场干预、提高利率等竟然都是苍白的。修改游戏规则不失是一种好办法，但这涉及到不同集体或国家的经济利益，更有政治因素掺杂在内，谈何容易。筛来筛去，对于新兴市场国家来说似乎只有实行资本管制才是上策，尽管要付出一定的代价。

这就像一个人的小腿被毒蛇亲吻后，经过夜以继日的治疗后，医生说只有锯掉一条腿才能保住性命一样。实行资本管制在全球化、自由化之风日盛的今天乍一看来简直是历史的倒退，但丢条腿总比丢掉命好。

香港在8月金融保卫战中采取了以牙还牙的姿态，给投机者以当头一击，也为抵御攻击性外汇投机提供了新的思

路。但潜心分析，在持久性的投机战中，能否取得最后的胜利仍然是一个未知数。况且，快意恩仇不是仅仅有了胆量和勇气就能办到的，靠的是实力。举目环球，强如香港的发展中国家（或地区）又有几个。

当刺眼的阳光让你睁不开眼时，戴上一副太阳镜也是可以选择的。

此时此刻，美国的导弹也许正在巴格达的上空呼啸。若果真如此，我想伊拉克也正在无奈。

外面的世界很精彩，外面的世界也很无奈。

无奈的现实，逼出无奈的选择。

但有选择总比没有选择好，毕竟选择权在自己手中。

这本书的写作大约持续了一年的时间，8月份的香港金融保卫战为我提供了一个有力的佐证。起初并没有想写书，因为那是一个艰苦且很可能出力不讨好的事情。但亚洲金融危机使我对外汇投机产生了更加浓厚的兴趣，一些问题一直困扰着我。在不断的思索和研究中，不断有新的兴奋点跳跃。在师长和朋友的帮助和鼓励下，我陆续围绕外汇投机先后在国内有一定影响的报刊（如《国际金融研究》、《经济学消息报》、《世界经济》、《证券市场导报》、《国际金融信息报》等）发表了一些文章。但总感到意犹未尽，有些问题是短短的篇幅所不能阐述清楚的，还需要进一步的取证和深入的论述。辽宁人民出版社的张业宏编辑给了我发言和讨教的机会。

我的导师刘俊奇不仅给予我各方面的关怀和指导，还欣然为本书作序。白钦先老师、赫国胜老师、曲绍光老师等给了我莫大的支持，在此一一感谢。我是站在他们的肩膀上欣赏这个世界的，没有他们的谆谆教诲就没有我今日的成绩。



还要感谢远有加拿大的王小明博士和广州高等金融专科学校廖振亮校长，他们的指导和鼓励让我受益匪浅。

在此，要特别感谢我的奶奶和父母，尤其是我的爱人马飞，他（她）们消除了我的一切后顾之忧。

对于书中的错误与不足，还请读者不吝指教。

作者

1998年12月19日凌晨

序言	1
前言	1

## 第一章 香港金融保卫战

### ——外汇投机与反投机

引言	3
经典之作	5
挟余威，炒家牛刀小试	6
连环套，投机客狰狞毕现	8
食髓知味 肆无忌惮	
——炒家8月大狙击	11
与其坐而待毙，莫若奋起反击	14
以其人之道反治其人之身	
——8月港币保卫战	17
炒家：左右夹攻 立体狙击	
港府：步步为营 见招拆招	26
8月金融保卫战战果	31
修改游戏规则 香港9月无战事	34

<b>自我检讨胜过别人批判</b>	
— 港府防范措施检讨 .....	40
<b>国际炒家阴魂不散 香港政府枕戈待旦 .....</b>	43
<b>投机者使用的衍生金融工具 .....</b>	46
<b>战后话“联汇”</b>	
货币局制度 .....	49
联系汇率制 .....	50
套践 .....	52
香港联汇制的优缺点 .....	54
遭遇狙击，利率为何飙升 .....	56
改进联系汇率制的方案 .....	60
<b>州官理论和强盗理论</b>	
— 对港府入市干预的讨论的讨论 .....	61
<b>小结 .....</b>	66
<b>背景资料：</b>	
促各国联合行动对付对冲基金 .....	67
香港金融保卫战分析 .....	70
香港的联系汇率制度 .....	76

## 第二章 正确看待外汇投机

<b>引言 .....</b>	87
<b>外汇投机的定义 .....</b>	90
<b>外汇投机作用的一般性分析 .....</b>	94
外汇投机稳定论与非稳定论 .....	94
外汇投机稳定论反论 .....	98
外汇投机气泡理论 .....	101
外汇投机性冲击理论 .....	103

对传统外汇投机理论的评价 .....	105
现实的思索：外汇投机何以无坚不摧 .....	109
对外汇投机理论的理性思考 .....	114
小结 .....	121

### 第三章 投机性冲击理论

引言 .....	127
第一代投机冲击模型 .....	128
对第一代投机冲击模型的发展 .....	135
第二代和第三代投机冲击模型 .....	140
投机性冲击的传导机制研究 .....	141
对传统外汇投机冲击理论的思考 .....	149
小结 .....	153

### 第四章 外汇投机策略研究

引言 .....	159
即期外汇投机 .....	160
远期外汇投机 .....	161
外汇投机新概念：立体投机 .....	164
开局：无情打压 占得先机 .....	166
中盘：项庄舞剑 意在沛公 .....	169
收官：乘胜追击 滴水不漏 .....	173
小结 .....	175
背景资料：	
利用股指期货投机 .....	176
东亚挥泪大甩卖 .....	181

## 第五章 衍生金融工具

### ——外汇投机的双翼

引言 .....	189
衍生金融工具的产生与发展 .....	191
衍生金融工具的特征 .....	196
衍生金融工具是一柄“双刃剑” .....	201
小结 .....	211
背景资料:	
全球资本主义危机 .....	212

## 第六章 国际投机资本

### ——外汇投机的弹药库

引言 .....	219
国际投机资本的涵义 .....	221
国际投机资本的形成及来源 .....	224
源头: 欧洲(离岸)货币市场 .....	225
沃土: 全球金融一体化 .....	227
金融创新: 国际投机资本挥舞的无形刀枪 .....	228
五花八门: 国际投机资本的来源渠道 .....	228
国际投机资本的特点 .....	232
国际投机资本的经济影响 .....	234
世纪之交的难题: 控制国际投机资本流动 .....	239
小结 .....	247

## 第七章 对冲基金

### ——外汇投机的武器

引言 .....	253
对冲基金的起源 .....	254
对冲基金的种类 .....	256
对冲基金的特征 .....	259
对冲基金的投机策略 .....	264
对冲基金的现状 .....	267
对冲基金面临的风险 .....	274
对冲基金是亚洲金融危机的祸首 .....	278
对对冲基金的监管 .....	280
对冲基金在美国后院点火 .....	284
小结 .....	290
背景资料:	
对冲基金何处去 .....	291

## 第八章 国际炒家

### ——尽情利用游戏规则

引言 .....	299
国际炒家——第四种人 .....	300
合法的赌徒 .....	305
杠杆效应 .....	306
集聚效应 .....	306
舆论效应 .....	307

群羊效应 .....	311
小结 .....	319

## 第九章 重订游戏规则

### ——限制外汇投机

引言 .....	323
中央银行入市干预——与投机者对垒 .....	326
IMF 对外汇干预的规定 .....	326
外汇干预的方式与目的 .....	328
对是否进行外汇干预的讨论 .....	330
中央银行干预外汇市场的技术 .....	331
中央银行外汇干预的效果分析 .....	332
中央银行入市抵御外汇投机的能力分析 .....	335
联合干预会取得更好的效果 .....	342
背景资料	
美国财长骗过外汇炒家干预市场 .....	344
日元回涨与对冲基金 .....	347
惊心动魄的 48 小时 .....	350
惨败的泰铢保卫战 .....	352
遏制攻击性外汇投机，提高利率并非明智之举 .....	355
托宾税与限制攻击性外汇投机 .....	361
国际金融市场应联手遏制过度外汇投机 .....	369
遏制过度外汇投机：IMF 能做什么？ .....	370
建立国际金融新秩序 .....	374
采取立体的防御措施 .....	376
小结 .....	379

## 第十章 中国——你将何去何从？

引言 .....	385
负重的诺言 .....	386
沉舟侧畔千帆过 病树前头“独”木春	
——人民币汇率何去何从 .....	389
贬值：中国无法承受之重 .....	389
不贬值：百利一害 .....	391
不必杞人忧天 也须居安思危	
——人民币遭受外汇投机的可能性分析 .....	393
对外开放与国际化程度 .....	393
进出口贸易结构 .....	395
国际收支状况 .....	397
外资与外债 .....	398
金融资产结构 .....	401
合理预期与人民币汇率 .....	403
驳斥“中国祸源论” .....	409
承诺并非空穴来风	
——七大因素支持人民币汇率保持稳定 .....	411
中国对付外来冲击是有准备的 .....	423
加强外汇外债管理 .....	424
中国人民银行管理体制实行改革 .....	426
小结 .....	429
参考文献 .....	432



# 第一章

---

---

## 香港金融保卫战

——外汇投机与反投机