第一章

香港金融保卫战

—— 外汇投机与反投机

需要全本请访问 www.ertongbook.com

最能显示一个民族的性格的事，莫过于其管理货币的方式。

——奥地利经济大师熊彼特（Joseph Schumpeter）①

□ 引 言

进入世纪末，冷战已经结束，各国不约而同地将和平发展定为自己的主旋律，只有零星的枪炮声在某一个旮旯里回旋。

萨达姆还在与美国不厌其烦地玩着猫和老鼠的游戏，联合国的软弱、美英的猖狂、伊拉克的狡诈为世人上演了一出不可多得的闹剧；

科索沃地区的不安定给了北约“伸张正义”的机会，内政也抵挡不住外界的压力；

非洲的许多国家还在“越穷越打”的怪圈里执迷不悟，瘦骨嶙峋成了非洲的象征；

最近，北约通过了一个决议，主要是说该组织可以在不经过联合国安理会批准的情况下，对北约以外的国

家或地区动用武力，又一个编外警察出现了；

印尼的五月骚乱，可怜又可悲的华人成为众矢之的，至今没有确切的数字显示到底有多少华人在哀号声中步入了天国抑或地狱，多少财富灰飞烟灭。一贯喜欢以所谓的人权打击别国的美国此时似乎成了聋子和哑巴，只有散落在世界各地的华人组织在没有几个人能听见的地方进行所谓的抗议、示威、游行。

……

战争是残酷的、血腥的、灾难性的，战争使人家破人亡、妻离子散。

好在人们对和平的祈求感动了上苍，战争在一步一步地逐渐远离我们而去，天空中翱翔着越来越多的衔着橄榄枝的和平鸽，偶尔传来的零星的枪炮声没有惊吓它们。这些声音在和平与发展声中显得那样的微弱，那样的苍白。

战争似乎是与人类共生共灭的，一个战争还没有完全离去，另一个战争又笼罩了人类。因为人们在不经意间发现有一场没有硝烟的战争在悄无声息地进行着。

这场战争弥漫了或弥漫过几乎每一个国家，发达的、落后的、强大的、弱小的、爱大喊大叫的、爱默不作声的、南方的、北方的、富有的、贫穷的，谁都没有也无力逃避。只有在这时候，发达国家、发展中国家找到了平等，也找到了共同点。

这就是金融领域的战争，战争的主角换成了投机家。

战争没有了硝烟，却因袭了常规战争的习性和特点。有世界大战、洲际战争、两国交战，当然也有内战；战略战术几乎也如出一辙，有大规模的歼灭战、狙击战，也有小规模的迂回战、游击战；有不宣而战的，也有敲锣打鼓进犯的；

有八国联军，也有散兵游勇；有誓死捍卫者，有不战自降者；战争的后果是一样的，萧条、衰退、失业、死亡，总之满目疮痍。

所不同的是，进攻的一方永远是有钱人。

控制不用武力，财力可以胜过枪炮。

从赤日炎炎的曼谷到冰天雪地的莫斯科，从民不聊生的非洲大陆到高楼林立的纽约曼哈顿，到处都可以嗅到金融战的气息。在这场战争中，生龙活虎的小老虎被打成了病猫，体态丰盈的北极熊只剩下了一把老骨头。

这场战争在 1998 年的 8 月达到了高潮，这就是港币狙击战。

□经典之作

世纪末的香港有两件大事将载入 20 世纪的史册。一件自然是 1997 年 7 月 1 日香港结束百年屈辱回归祖国，香港的历史从此翻开了一个新的篇章。再有一件就是国际炒家疯狂狙击香江，香港的金融保卫战成为亚洲金融危机中的重头戏，也使金融战达到了巅峰。

当代的投机者已经不再满足于捞取蝇头小利的小打小闹，也不计较一城一地的得失，而是更喜欢也更擅长集中有生力量打歼灭战。投机者狙击一国货币乃至金融体系已经不是偶一为之，他们也不按常理出牌，常常是出其不意，攻其不备，因此才有“狙击”一说。以往，谈起狙击战，人们说得更多的是 1992 年的英镑危机和 1994 年的墨西哥货币危机。今日看来，香港金融保卫战中投机者的投机力量、投机手法、猖獗程度都是空前的，而香港特区政府的反投机策略

需要全本请访问 www.ertongbook.com

也经历了一个从简单、呆板到灵活多样、复杂的过程。不论从哪个角度讲，香港金融保卫战中的对垒双方进行的投机与反投机都是经典之作。

屈指算来，自 1997 年 8 月以来，国际炒家对港币发动了五次攻击：

1997 年 8 月 14 日～16 日，炒家抛售约 40 亿港元，作为试探；

1997 年 10 月 21 日～23 日，炒家抛空 1 000 亿港元，属歼灭战；

1998 年 1 月 12 日～16 日，炒家抛空 230 亿港元至 310 亿港元，属迂回战；

1998 年 6 月 12 日～17 日，炒家沽空 78 亿港元，偷袭港币；

1998 年 8 月 5 日～28 日，炒家抛售 1 500 亿港元，欲一举击垮港币。

国际炒家对港币发起的五次狙击战，是一个完整的战役还是未完战役不得而知，但作为战役的一场局部战斗的惨烈却是有目共睹的。香港特区政府在反狙击的初期由于对国际炒家的火力、策略不甚了解，应对方法有失科学，以至于被炒家屡次击破，攫取巨额投机利润。据初步估计，在 1997 年 8 月至 1998 年 6 月的四次狙击港币中，炒家至少从香港掠取了 45 亿港元的投机利润，几乎场场不空手，香港也因此被戏称为“自动提款机”。

□挟余威，炒家牛刀小试

1997 年上半年，由于看好香港回归的政治经济前景，

香港股市一路暴涨。外资大量流入香港股市，外国投机者也大量借入港币买港股。现在看来，香港回归前后港股价格的连续大幅度上扬在很大程度上是由于外国投机者蓄意的投机所致。在此期间港股价格上升幅度超过 6% （超过美元利率），投机者就已赚到了钱。1997 年 8 月 7 日，香港恒生指数涨至16 673点的历史最高位。同 4 月份的12 075 点相比，仅仅 4 个月时间股市就上涨了 38% 。其中恒生中国企业指数更是从 7 月 3 日的 996 点升至 8 月 25 日的1 727点，在一个多月的时间内竟上升了 73.39% 。此时的香港股市因为国际炒家的刻意哄抬和大众投资者的盲目跟风而泡沫成分浓到了极点，孕育着暴跌的危险，随时都会有可能成为“轰天雷”。

在 1997 年 7 月 2 日泰国金融危机突然爆发后，多米诺骨牌迅速撞倒了马来西亚、印度尼西亚、菲律宾等其他东亚国家和地区，外国投资者对整个东亚地区的近期经济前景骤然看淡。但此时，香港还是一片歌舞升平，一些学者也分析说，国际炒家的主要攻击目标是东南亚诸国，而不敢贴近港币。现在看来，学者们在低估了东南亚金融危机严重性的同时，也小视了国际炒家的实力与胆量。

其实，国际炒家早就盯上了香港，东南亚一役只不过是为了打扫周边战场，然后集中力量狙击港币，进而控制整个东南亚以外的金融市场。早在 1997 年 7 月 12 日，也就是菲律宾步泰国后尘宣布货币自由浮动的当天，一些“散兵游勇”就开始有意无意地骚扰港币。香港金管局动用了 10 亿美元的资金予以反击，局势立刻恢复了平静。

国际炒家正式进攻香港是八月中旬的事， 8 月 15 日、16 日，国际炒家集中抛售港币，先后动用了 40 亿港元，分

两次狙击港币。一个多月来在金融风暴中一直安然无恙的港币因受强大冲击而汇价下跌，同业拆息急剧升高，股市也大幅下挫。为了确保在股市上赚到的钱在汇出时不至于因港币贬值而蒙受损失，外国投资者开始在远期外汇市场上出售港币。本来一直相当稳定的港币远期汇率从 1997 年 7 月起开始下跌，对即期汇率的贴水率明显增加②。8 月 15 日，美元汇率一度升至 1 美元兑换 7.75 港元的警戒线，恒生指数下挫 400 点，最终以16 096点报收，跌幅达2.43％。当时人们普遍认为，1997 年内香港股市将会跌破 12 000点。

面对狙击，香港金管局通过在市场上吸纳港元，沽售美元，同时利用流动资金调节机制提高利率，化解了港币的危机。这次的小试牛刀虽终因香港金管局的积极干预以炒家的失败告终，但国际炒家的狙击手法已经翻新，立体投机策略③初现端倪。

□ 连环套，投机客狰容毕现

东南亚经过两个月的震荡后，进入 9 月终于有了喘息的机会，汇市、股市均有小幅反弹，似乎将要雨过天晴，此时的香港更是一片艳阳天。9 月世界银行和国际货币基金组织年会在香港召开，各国央行行长和财长们似乎众口一词：东南亚货币危机行将结束。国际炒家更是大放烟幕，索罗斯宣称香港经济稳定，港元汇价合理，因此任何旨在对港元的投机是必然会失败的。当时任中国政府副总理的朱镕基问索罗斯会不会狙击港币时，索罗斯斩钉截铁地回答：不敢不敢。

但国际炒家绝不会因为人们的善良愿望而就此罢手，他们已经做好了一切准备。

万事俱备，只欠东风。

10 月初，东南亚金融市场又刮起一股轮跌风，但尚不成气候。10 月 17 日,台湾当局突然宣布放弃一直坚守的 28.48 新台币兑换 1 美元的汇率水平，让新台币自由浮动，10 月 21 日新台币跌至 30.7 新台币兑换 1 美元的 10 年来最低点。新台币贬值成了国际炒家苦苦盼望的东风，金融风暴祸水东移。以 10 月 22 日晚伦敦外汇市场上一笔 30 亿港元的沽盘为标志,国际炒家全线出击,开始了新一轮的狙击战。

由于投机者大举沽空港股和港汇，共抛售港币 1 000 亿港元，致使长线投资者对香港的联系汇率制的信心发生动摇。为了避免损失，他们也加入了抛售港股和港汇的行列，承盘银行也被迫卖出港元进行对冲。由于投机者、承盘银行和长线投资者都在抛售港元，港币汇率在即期和远期市场受到强大压力。港币汇率直逼 7.75 港元兑换 1 美元的底线，1 年期远期汇率则下跌到 8.02 港元兑换 1 美元的水平。香港金管局不得已再次入市干预，用外汇基金大量吸纳港元承接炒家的沽盘。经过鏖战，香港金融管理局成功地捍卫了联系汇率制，港币对美元汇率基本稳定。到 10 月 29 日港币汇价不但没有下跌，反倒从危机前的 7.75 港元兑换 1 美元的“底线”上升到 7.73 港元兑换 1 美元。投机者开始在外汇即期市场买进港元以套取高息，同时也对港股逢低吸纳，金融风暴暂时平息。

但由于国际炒家运用声东击西的方法，一手抛港币，一手攻股市。外汇市场上港币抛售压力剧增，香港金融管理局所采取的紧缩银根措施使香港银行间拆借市场利率急剧上升，招致香港股市的暴跌。10 月 20 日（周一）恒生指数开市 13 600 点，一路下挫。10 月 23 日对于香港股民来说是一

个不幸的日子，香港恒生指数由11 700点暴跌至10 426点，跌幅达到10.4%。若以点数计超过了1987年10月26日“黑色星期一”的跌数1 120点，论跌幅是历史上第八大跌幅。10月24日，恒生指数略有反弹，但在10月28日恒指再次暴跌1 438点，创历史纪录，收报9 059点。从10月20日到28日，恒生指数在短短的几天里跌去4 541点，跌幅达33.4%④。若以香港股市7月3日的2 000亿美元的市值计算，到10月28日，已剩下1 000亿美元，损失约1 000亿美元。红筹股市值在同一时期内由450亿美元跌至190亿美元，损失260亿美元⑤.

香港股市概要⑥（1997年1月1日～10月31日）

项目	最高		最低	
	时间	点数或规模	时间	点数或规模
1997年日成交金额	8月29日	460.97亿港元	4月4日	49.08亿港元
1997年日成交股数	8月27日	239.92亿股	2月4日	23.12亿股
1997年日成交宗数	8月26日	328 809宗	4月4日	47 854宗
1997年恒生指数	8月7日	16 673点	10月28日	9 059点
1997年恒生中国企业指数	8月25日	1 727点	10月28日	719点
1997年恒生港中资企业指数	8月27日	4 110点	10月28日	1 665点

股市概要

上市公司数目	650家	内地企业注册数目	39家
外国公司数目	20家	新上市公司数目	74家
上市证券数目	1 593个	平均市盈率	12.57倍
市价总值	32 693.52亿港元		

□ 食髓知味　肆无忌惮

——炒家 8 月大狙击

自 1997 年 10 月下旬一役之后，香港特区政府因政治及经济原因，必须继续捍卫联系汇率，香港的基本经济结构矛盾——亚洲地区主要货币大幅贬值后港元币值相对偏高的问题——并没有获得解决。故此国际投机者对通过冲击港汇、沽空港股以获取巨利的兴趣不减反增，一直伺机再度狙击香港汇市和股市。今年 1 月和 6 月国际炒家相继温习了去年 10 月下旬的战术，为发动更大的狙击战做准备。炒家的小打小闹却使香港受到重创，到 7 月底，香港的股市和与利率息息相关的楼市已平均暴跌了五成至六成，国际投机者也因此而屡尝甜头。香港股市和汇市，甚至被外界谑称为外汇投机者的自动提款机。

进入 1998 年 8 月，这些炒家终于等到了一个绝佳的机会，卷土重来。因为他们认为这是狙击港元的绝佳机会，在此之前他们已经在市场上散布了足以让投资者大惊失色的利空消息和传言。

外围方面：美国股市在 7 月份持续回落，一度单日跌幅达 299 点，并有继续下滑的可能；日本经济不见好转，日元再次跌破 145 日元兑 1 美元大关，使得港元和人民币受到压力；俄罗斯经济和金融危机开始曝光，为新兴市场包括香港带来冲击；印尼局势持续不稳，政经危机有进一步深化的迹象；

大陆方面：进入 1998 年，中国大陆出口因受亚洲金融危机影响快速放缓，人民币有贬值压力，便有谣传中国人民

需要全本请访问 www.ertongbook.com

银行将严厉限制外汇兑换，人民币即将贬值。萎缩了几年的外汇黑市重新活跃，美元黑市价已逼近 9 元人民币。人民币一直被喻为港币最后的支持，人民币受压，港币也自然受压；

香港自身：香港经济自去年 10 月以来持续恶化，到 7 月底，失业率已攀升至 4.5%，失业大军高达 15 万人，而第一季经济也较去年同期出现近 20 年罕见的 2.5% 的负增长，这些数据本来就不利股市和汇市。更有甚者，新一轮的经济数据，包括失业率和经济增长率将在 8 月中下旬相继公布，由于各方分析显示有关数据将会进一步恶化，这替国际投机者部署沽空港汇和港股提供了极为有利的机会和条件。

近十多年来香港的通货膨胀率显著地高于主要工业国家，而港币对美元的名义汇率保持不变，因此港币对美元等国际货币的实际汇率已经严重地被高估。与 1991 年 12 月相比，1998 年 3 月港币对美元的实际汇率已升值 49%。由于市场已对港币联系汇率的前途极为怀疑，在资本完全自由流动的条件下，香港公司与个人已将巨额流动资产兑换为国际货币，存入瑞士、温哥华、伦敦等地；而香港的港币存款仅占总存款的 57%，并且这种趋势还在持续。投机客趁机在新加坡散布谣言：港元将和美元脱钩，联系汇率制度寿终正寝。

在这些烟幕弹的掩护下，国际炒家吹响了向港币冲击的号角。

8 月 4 日，美资投资银行和对冲基金率先行动，在纽约出现零散沽售港元。

8 月 5 日，香港的摩根斯坦利、高诚、美林、瑞士联合

银行等投资银行（代表本公司或对冲基金）突然在香港大笔沽售港元和恒生指数期货，引发投机者积极活动。炒家们一天内抛售了 200 多亿元港币。香港金管局还是依照去年 10 月份的防御措施，运用政府财政储备如数吸纳，将汇市稳定在 7.75 港元兑 1美元的水平上，银行同业拆息率只上升了 2% 至 3%，令炒家们大失所望。

8 月 6 日，炒家又抛售港币 200 多亿元，金管局再出最新招，不仅如数吸纳，还将美元购进的港币存放回银行体系内，使银行银根宽松，维持稳定同业拆息率。

8 月 7 日，港元狙击战与保卫战进入第 3 天。国际炒家继续抛售，金管局照例买进。港股维持在7 000点以上大关，收盘报7 018点，而去年的今天恒生指数为 16 673 点。香港特区行政长官董建华当天表示：“我们绝对有能力与决心维持联系汇率,我们一定做得到。”

在第一周炒家三次狙击下，从 8 月 3 日到 7 日的五个交易日里，恒指已下跌 917 点，股市市值已失去2 500亿港元；此外利率高企，拆息率已升至于 13%，比银行优惠利率约 10% 还高，造成对市场利率极大的压力，对复苏经济非常不利。至于炒家方面，这次狙击的结果应该是输多赢少，主要是因为股市受挫的程度并不大，期指下滑因而也不大。然而，相信炒家即使输钱不多，他们仍会在市场上浮游，不肯离场，以伺机再行狙击。

此后两天分别是周末，战事暂停。

8 月 10 日～13 日，炒家们继续抛售港元，在期货市场的投机活动仍大量存在，但气氛较上一星期有所缓和。但恒生指数已经跌至香港经济的警戒线6 600点，如果继续任炒家打压下去，香港随时会有崩溃的危险。

□与其坐而待毙，莫若奋起反击

面对越来越猖獗的投机者的投机活动，香港特区政府感到为维护香港金融体系的稳定和大众投资者的利益，必须自卫，迫使国际投机者离场，否则后果不堪设想。

皮之不存，毛将焉附。

受到亚洲金融风暴的拖累和国际投机者的连番狙击，香港的经济陷入 13 年来最严重的衰退局面。1998 年第一季度经济增长是 -2.8%，第二季度是 -5%，预计全年经济增长为 -4%（年初预计为 3.5%），而经济衰退的主要表现形式就是生产总值连续两个季度都减少。香港政府在上半年经济报告中说，第二季经济收缩，主要是由于本地消费需求和出口表现都在第二季进一步放缓。7 月份香港的通货膨胀率降至 3.2%，比 6 月份的 4% 低得多，全年平均通货膨胀率预计是 3.5%，将是 13 年来最低，这主要是因为消费需求不足。7 月份的出口比去年同期减少 13%，预计全年的对外贸易总值将减少 2%。

在这种严峻形势下，国际炒家仍然不肯放过香港，接二连三地对港币发动偷袭。香港的股市和楼市已较去年高峰期平均大幅下挫 50% 至 60%（1998 年 8 月 13 日恒生指数为 6 600 点，仅是 1997 年最高恒生指数的零头），而股市和楼市这么迅速和巨大的调整，对香港银行体系构成的压力是异常沉重甚至是危险的。在香港，银行的一般楼宇按揭可达楼价市值 70%，而股票按揭可达 50%。据估计，香港银行在去年 10 月股市和楼市崩溃前一年内进行的楼宇和股票按揭最少高达 5 000～6 000 亿港元，如今随着股市和楼市平均下挫 50%～60%，有关的按揭资产已面临资不抵债的情况。

如果股市和楼市进一步大幅下调，银行在无可选择下势必大量抛售有关按揭资产，从而掀起股票市场和地产市场的恶性抛售浪潮，一些中小型银行，甚至有可能因为呆坏账过多而面临倒闭的命运。由于银行界内部业务紧密相连，所谓牵一发而动全身，一旦有银行倒闭，香港银行体系势必遭受致命的打击。更为严重的是这将动摇国际金融界对香港的信心，威胁到香港金融体系的稳定和秩序，使香港目前已十分困难的经济调整过程“雪上加霜”。

特区政府对上述的形势，自然洞若观火。但香港特区政府不是没有顾虑，主要是担心投资者对干预产生误解，误以为港府违背自由市场原则，从而影响他们在香港的投资。但如果放任投机者将香港摧残得体无完肤，便不再有所谓的市场。因为：1. 捍卫联系汇率制已经不单单是经济行为，更多的是政治因素；2. 香港股市恒生指数下跌至6 500 点已是银行体系所能承受的危险水平，进一步下跌将危及银行体系；3. 银行体系若因股票市场进一步下挫而受损，联系汇率的维持将会更为困难；4. 股票市场与地产市场息息相关，地产市场又与银行按揭紧密挂钩，股票市场受压，地产市场也必然受压，从而冲击到银行体系⑦.

两害取其轻，两利取其重。

香港特区政府在进行深思熟虑后，不顾可能招致香港内部和国际社会自由经济学派的猛烈抨击，毅然决定于港股恒生指数6 500点入市干预股票市场，与国际投机家对拼。

促使香港特区政府下定决心入市干预的因素还来自于中央政府的支持和肯定。据香港报纸报道，在 8 月 28 日国际投机者全力冲击港股当天，中国人民银行甚至派出了两名副行长在香港坐镇，并且准备了 400 亿至 600 亿港元，以备在

必要时入市支持特区政府。尽管内地对有关的报道至今没有作出正面的证实或否定，但从客观的环境和中央政府的主观意向看，中央政府全力支持特区政府应是毋庸置疑的。中央政府一而再，再而三地对外郑重声明人民币不贬值就是大力支持香港联系汇率制的有力证据。

唇亡齿寒的道理相信人人都明白。

1. 香港已回归祖国，在香港股票市场中，中资所占的比重相当高，如果香港股票市场崩溃，大陆方面受到的损害绝对不轻。

2. 中国1 400多亿美元外汇储备中有不少存放于香港银行体系中，而且中资银行也是香港银行体系的一股重要力量，如果香港银行体系最终因特区政府干预行动失败而受损，中国外汇储备以至其在港的中资银行也必然蒙受风险。

3. 回归一年多，香港股汇连番受到国际投机者冲击，相信中央政府绝不会轻易将之看成为自由经济的自然运作，而必然从国际政治阴谋理解有关冲击。如此一来，支持特区政府将不仅是自由经济主义与经济干预主义之争，而是一场击破国际反华图谋的行动。这样的想法，将会使中央政府对特区政府的支持有增无减。

4. 中国大陆经济已因亚洲金融风暴和内部水灾问题备受打击，如果香港经济最终也不堪国际投机者的冲击而崩溃，不仅无法利用香港支持大陆经济发展，香港反可能成为大陆长期的包袱。

5. 回归只一年多，如果原来蓬勃的香港便这样地因不堪亚洲金融风暴的冲击而倒下，中央政府何以向历史交待。

上述种种原因，已使得中央政府对特区政府的入市干预行动的支持变得义无反顾。而且特区政府与国际投机者的决

战已经开始，中央政府的支持若有任何松动的迹象，都极有可能给特区政府带来更大、更致命的困扰。简言之，中央政府今后对特区政府的支持，不论在客观上或主观上看，都会继续下去，而且有增无减。

在 8 月 14 日港府入市干预的当天，为了保持政府运作的透明度，香港特区政府财政司司长曾荫权发表声明说："为打击炒家操控市场的行为，我已经行使外汇基金条例给予我的权力，指示金管局动用外汇基金，在股票和期货市场采取适当的相应行动。"

特区行政长官董建华随即发表的声明中重申，"政府今天的决定，是经过深思熟虑，我们详细考虑过它的影响和效果后才进行。"并强调"政府会一如既往，坚守不干预股票市场和期货市场活动的政策，但在必要的情况下，即是当炒卖股票和期货有明显的关联的时候，政府有责任采取果断措施减少市场混乱，我们的经济是需要一个健康的环境，才可快速完成经济调整。"

□以其人之道反治其人之身

——8 月港币保卫战

港府作出入市干预的决定是艰难的，也是慎重考虑过的，从金管局总裁任志刚的报告中甚至能读出"风萧萧兮易水寒，壮士一去兮不复还"的悲凉滋味。壮士断腕背水一战的苦衷溢于字里行间，港府的这种大规模高姿态干预实在是个痛苦的抉择。

但不难看出，港府一出手就有了极大的胜算。

需要全本请访问 www.ertongbook.com