



2016.01.25

## 捍卫金融国土：98 年香港金融保卫战启示录

### ——供给侧改革专题研究之六



任泽平(分析师)

010-59312805

renzeping@gtjas.com

证书编号 S0880514060010

张庆昌(研究助理)

010-59312701

zhangqingchang@gtjas.com

S0880115020043

#### 本报告导读：

1 月 21 日索罗斯放言做空亚洲货币。16 年开市港币、港股大跌。港府迎战，新华社发文警告空头。1998 年港府痛击索罗斯等国际炒家，其经验教训具有重要启示。

#### 摘要：

- **风云再起 2016：空头再度兵临城下。**1 月 21 日，索罗斯在达沃斯论坛放言“做空美股、亚洲货币”。2016 年新年开市以来港股、港币大跌，恒生指数下跌 12.93%，市净率 0.88；港币跌 0.59%。1 月 15 日港元兑美元创 1992 年 10 月以来最大跌幅。1 月 21 日，美元兑港元一度跌至 7.8241，创 2007 年以来新低，进一步逼近 7.75-7.85 港元区间的弱方兑换保证水平。港元贬值，资金出逃，流动性趋紧，港元 1 个月期和 3 个月香港银行间利率屡创新高。港府果断迎战，表态无意亦无计划改变联汇制度。中央力挺，新华社发文警告空头。
- **1998 年做空背景：美联储加息，香港经济本身脆弱性较大。**1991-1997 年，香港房价上涨了 4 倍。1995 年-1997 年 8 月，恒生指数上涨了 1.4 倍，但多家蓝筹公司公布的中期业绩令人失望。联系汇率制的优缺点并存，有助于稳定汇率预期，但货币政策失去独立性。1994 年，美国进入加息通道，资本流出压力加大。
- **激战 1998：香港金融保卫战，打爆空头。**以索罗斯为首的空头携成功攻破泰铢等余威，大举做空港币和股市，利用联汇的运行原理，事先沽空恒指期货，然后在外汇远期沽空港币。根据利率平价理论或联汇制度运行机理，港币远期汇率的下跌必然导致利息率上升，进而将导致股市下跌，从而使早已沽空恒指期货的炒家获利。1998 年港府与索罗斯激战过程：空头储备弹药；空头发起进攻；港府在外汇、股市、期货市场全面迎战；索罗斯移仓疯狂反抗；港府倾力应对；双方决战；索罗斯损失惨重；港府宜将剩勇追穷寇，索罗斯铩羽而归。
- **鹿死谁手：1998 与 2016 年环境比较。**国际环境相似，美联储加息，资金外流；香港经济相似，经济、物价下滑；资产价格类似，股市和房市价格急升后下跌；外储占 GDP 比重上升，但占外债比重却下降。
- **1998 年香港金融保卫战启示录。**1) 打蛇打七寸：痛击做空投机。港府放出美元，收进港元，并将港元注入银行体系，放宽港元银根，令拆息平稳，远期美元汇价无明显升水，导致投机者事先部署的远期港币空仓无钱可赚。采取行政措施，颁布外汇、证券交易和结算新规，包括限制做空、提高保证金、降低仓单申报门槛、缩短交割期等不利国际炒家的政策，限制投机。2) 港府上阵：鼓舞市场信心；3) 与中央联手：打击空头。4) 不要过分迷信新自由主义和市场原教旨主义：该出手时就出手，赢取胜利是关键；5) 反思联系汇率制：有待改进的汇率制度安排；6) 推动供给侧改革：勤练内功，保障经济和金融稳定健康发展是防范被恶意做空的关键。

#### 宏观研究团队

任泽平(分析师)

电话：010-59312805

邮箱：renzeping@gtjas.com

证书编号：S0880514060010

张庆昌(研究助理)

电话：010-59312701

邮箱：zhangqingchang@gtjas.com

证书编号：S0880115020043

张彩婷(研究助理)

电话：010-59312751

邮箱：zhangcaiting@gtjas.com

证书编号：S0880114080040

冯贇(研究助理)

电话：021-38674876

邮箱：fengyun@gtjas.com

证书编号：S0880115050034

#### 相关报告

《经济 L 型与供给侧改革》

2016.01.24

《97 年亚洲金融风暴会否卷土重来？》

2016.01.22

《坚定中国经济改革转型前景光明的信心——学习习近平总书记中央党校重要讲话精神》

2016.01.20

《中国 1996-2000 年供给侧改革面临的挑战、应对与启示》

2016.01.17

《A 股逐步回归正常，资本市场在供给侧改革中承担重要使命》

2016.01.12

## 目 录

1.	风云再起 2016: 空头再度兵临城下 .....	3
1.1.	索罗斯放言: 做空美股、亚洲货币 .....	3
1.2.	港府迎战: 2016 年新年开市港股、港币大跌, 港府果断出手 .....	3
1.3.	中央力挺: 新华社发文警告空头 .....	3
2.	激战 1998: 香港金融保卫战, 打爆空头 .....	4
2.1.	做空背景: 香港经济本身的脆弱性较大 .....	4
2.2.	香港联系汇率制度及其演变 .....	5
2.3.	1998 年港府与索罗斯激战的原理及过程 .....	5
3.	鹿死谁手: 1998 与 2016 年环境比较 .....	7
3.1.	国际环境相似: 美联储加息, 资金外流 .....	7
3.2.	香港经济基本面相似: 经济、物价下滑 .....	8
3.3.	资产价格类似: 股市和房市价格急升后出现下跌 .....	8
3.4.	外汇储备: 占 GDP 的比重上升, 但占外债的比重却下降 .....	9
4.	1998 年香港金融保卫战启示录 .....	9
4.1.	打蛇打七寸: 见招拆招, 痛击做空投机者 .....	9
4.2.	港府上阵: 鼓舞市场信心 .....	9
4.3.	与中央联手: 打击空头 .....	9
4.4.	不要过分迷信新自由主义和市场原教旨主义: 该出手时就出手, 赢取胜利是关键 .....	10
4.5.	推动供给侧改革: 勤练内功, 保障经济和金融稳定健康发展是防范被恶意做空的关键 .....	10

1月21日索罗斯放言做空美股、亚洲货币。2016年新年开市港股、港币大跌。港府果断迎战，表态无意亦无计划改变联汇制度。中央力挺，新华社发文警告空头。金融战争，是一场没有硝烟但异常残酷的现代经济战。1998年港府痛击索罗斯等国际炒家，其经验教训对打赢当前这场金融战争具有重要启示意义。

## 1. 风云再起 2016：空头再度兵临城下

### 1.1. 索罗斯放言：做空美股、亚洲货币

1月21日，索罗斯在达沃斯论坛及会后接受彭博社采访时表示，“我看空美国股市，已做空标普500指数。2015年年底买入了美国国债，做空了原材料生产国股市，并下注亚洲货币将对美元下跌。”

“2008年金融危机是因为美国次贷危机，这次是因为中国。中国的通缩压力正传导至全球，情况已经很严重了。中国转型消费型经济增长模式已经太迟，硬着陆无法避免。”此外，他还指出：“除了中国经济增速放缓，还有油价、原材料价格暴跌，以及各国的竞争性贬值，这三个通缩源头，现在已经齐活了。类似如今全球的通缩环境，只有在80年前遇到过一次，而现在，没有任何一个国家知道怎么处理这个问题。”

### 1.2. 港府迎战：2016年新年开市港股、港币大跌，港府果断出手

2016年以来，恒生指数下跌12.93%，市净率0.88；恒生国企指数下跌16.11%，市净率0.74。香港联系汇率也受到冲击，港币跌0.59%。1月15日港元兑美元下跌0.4%至7.7900港元，为1992年10月以来最大跌幅。

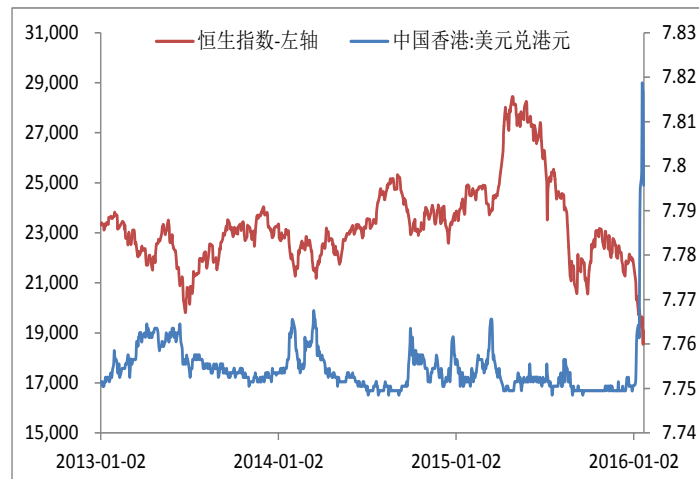
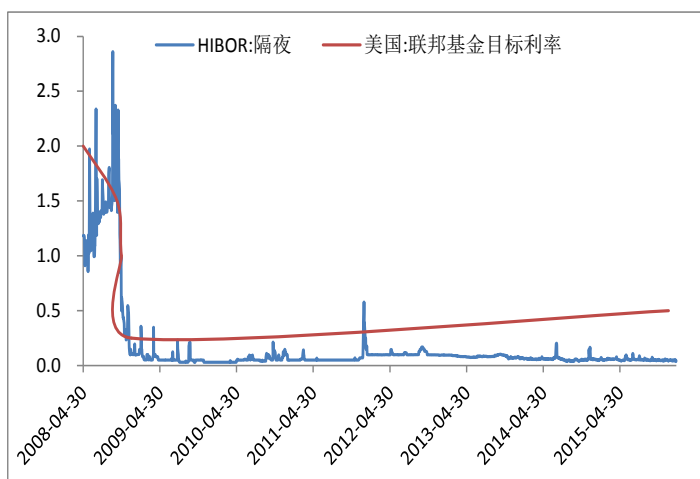
香港政府表态，无意亦无计划改变联汇制度。1月21日，美元兑港元一度跌至7.8241，创2007年以来新低，进一步逼近7.75-7.85港元区间的弱方兑换保证水平。港元贬值，资金出逃，流动性趋紧，港元1个月期和3个月香港银行间利率屡创新高。香港金管局总裁陈德霖称，香港能够承受得住资本流动，若港元跌至7.85，金管局将抛售美元，香港完全有能力保护港币，目前贬值在可容忍区间之内，无意亦无计划改变联汇制度。2015年12月17日，香港财政司司长曾俊华发表言论称美国利率正常化已经开始，全球市场将可能面对较大波动，但香港凭着良好的经济基本因素及稳健的金融体系足以应对未来的挑战。

### 1.3. 中央力挺：新华社发文警告空头

1月23日，新华社发表英文评论警告做空中国资本市场的投机者，鲁莽投机和恶意做空人民币将面临更高的交易成本，甚至承担严重的法律后果。

图1 香港货币政策失去独立性

图2 港股、港币暴跌



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

## 2. 激战 1998: 香港金融保卫战, 打爆空头

### 2.1. 做空背景: 香港经济本身的脆弱性较大

**1970-1990 年, 香港经济腾飞的二十年。**1974 年, 发达国家逐渐从石油危机中走出, 经济全面复苏, 香港不断承接日本等的产业转移, 经济和房地产不断发展。1980 年后, 香港又从内地改革开放中获得持续的经济推动力。90 年代, 香港的转口贸易和金融业不断增强, 逐渐成为全球重要的金融中心。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。但是, 香港经济却在一片繁荣中早已产生和积累了巨大的风险。飞速发展了 20 年, 银行存款增加了 81 倍, 居民财富开始大量流入房地产市场和股市, 推高资产价格泡沫。

**1991-1997 年, 香港房价上涨了 4 倍。**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, 香港房价从 1991 年到 1997 年泡沫爆破前夕上升了 4 倍, 其中在 1995 年 10 月到 1997 年 10 月, 香港的房价平均上涨 80%。

**1995 年-1997 年 8 月, 恒生指数上涨了 1.4 倍。**股市方面, 由于居民财富与国际游资的疯狂炒作, 恒生指数从 1995 初到 1997 年 8 月两年半时间里上涨了 1.4 倍, 涨到了 16673 点的历史最高位。相对比的是, 多家蓝筹公司公布的中期业绩令人失望, 基本面的颓势和股市的高涨形成鲜明对比。

**联系汇率的优缺点: 有助于稳定汇率预期, 但货币政策失去独立性。**联汇减少因投机而引起的汇率波动, 减少经济活动中的不确定性, 使个人、企业、政府都有稳定的预期, 从而有利于降低交易成本。但同时也有缺点: 首先, 基础货币发行必须以一定的国际货币作为准备金, 但 M1 和 M2 量远大于 M0, 如果公众失去信心, 很容易产生换汇挤兑风险。其次, 联系汇率制度使香港货币当局丧失了货币政策的独立性。在货币政策方面, 由于实行联系汇率制度, 香港金融管理局在相当大的程度上就丧失了运用货币政策调控经济的能力。

**1994 年, 美国进入加息通道, 资本流出压力加大。**随着美国国内经济的复苏, 美联储开始加息抑制通胀, 这导致热钱纷纷回流美国。原先受益于热钱流入, 享受经济和资产价格繁荣的东南亚各国普遍面临资本流出、汇率贬值的压力, 被国际



对冲基金觊觎。

## 2.2. 香港联系汇率制度及其演变

20 世纪早期及以前，香港采用银本位制度。1934 年，由于美国开始以一个非常高的价格买入白银，导致香港及中国大量流出白银。于是，两地政府都放弃了银本位。1935 年，香港采用联系汇率，将港币与英镑挂钩。如果一家获得货币发行权的银行想要发行货币，它必须用英镑按照固定汇率从外汇基金购买负债证明书，并以负债证明书作为发行货币的基础。同样，如果货币当局准备减小货币发行规模，就从银行手中购回负债证明书。香港实行钉住英镑的制度持续了超过 30 年。1972 年 7 月，因为英镑的一再贬值，迫于压力，港元放弃了与英镑的挂钩，转而与美元挂钩。但是与美元挂钩没有坚持多久，就因为美元的贬值和资本的流入，导致港元在 1974 年放弃联系汇率制，开始施行浮动汇率制。

1983 年 10 月，由于港币的大幅贬值，联系汇率制度以“稳定计划”的形象再次被推出，一直沿用至今。

联系汇率制度是一种货币发行局制度。根据货币发行局制度的规定，货币基础的流量和存量都必须得到外汇储备的十足支持。联系汇率制度是香港金融管理局（金管局）首要货币政策目标，在联系汇率制度的架构内，通过稳健的外汇基金管理、货币操作及其他适当的措施，维持汇率稳定。联系汇率制度的重要支柱包括香港庞大的官方储备、稳健可靠的银行体系、审慎的理财哲学，以及灵活的经济结构。

2003 年底到 2005 年期间，由于美元疲弱，同时市场估计人民币升值及香港经济强劲复苏，大量资金流入香港。虽然在相当长的时间内港元利息均低于同期美元利息，仍无明显的资金流出。为了加强利率调节功能，金管局于 2005 年推出三项优化联系汇率制度运作的措施，包括：推出 1 美元兑换 7.75 港元的强方兑换保证，即金管局保证在港元转强至指定水平时，可以按固定的汇率把美元兑换为港元；将弱方兑换保证的汇率定为 7.85 港元；金管局可在兑换范围内（即 7.75 ~ 7.85 之间）进行符合货币发行局原则的市场操作。

## 2.3. 1998 年港府与索罗斯激战的原理及过程

**联系汇率运行原理：**联汇是固定汇率制度的一种，基础货币发行以 100% 的美元比例作为准备金，且承诺本地货币与某一国际货币（通常为该国的储备货币）之间可以以固定比率自由兑换。当在现行的联系汇率制度下，存在着一种自动调节机制，即当国际收支顺差时，基础货币的发行也增多，随之国内的物价升高、利率降低，这样就对抵消了之前的资金流入，国际收支顺差减小。反之亦然。

**做空原理：**利用联汇的运行原理，事先沽空恒指期货，然后在外汇远期沽空港币。根据联汇运行原理或利率平价理论，港币远期汇率的下跌必然导致利息率的上升，而利息率的上升将导致股市下跌，从而使早已沽空恒指期货的炒家获利。具体来说：（1）预先囤积大量港元，为以后冲击外汇市场充分准备，同时也是为了避免以后临时筹集港元时成本过高。（2）通过借贷安排囤积大量恒生指数成份股现货，为以后在股票现货市场上抛空作充分准备，同时准备在恒生指数下跌时再低价平仓，获取暴利。（3）大量抛空恒生指数期货合约，期待在恒生指数下跌后再低价买回合约平仓，获取暴利。

### 1998 年港府与索罗斯激战过程：

**第一步，空头储备弹药。**索罗斯 1998 年上半年利用香港低息借入超过 2000 亿的港币，6-7 月建立大量恒指空单头寸。

**第二步，空头发起进攻。**8月5、6日，索罗斯等抛售400多亿港元，香港金管局照单全收，将港币汇率稳定在1美元兑7.75港币之上，并将买入港币存入银行体系，稳定同业拆借率，银行同业拆息率只上升了2%至3%。令国际炒家大失所望。

**第三步，港府在外汇、股市、期货市场全面迎战。**8月7日，恒指因蓝筹中报不佳大跌3%。国际炒家继续抛售，金管局照例买进。港股维持在7000点以上大关。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。”7-12日港府持续吸纳港币，稳定拆借率稳定股市。索罗斯等大肆砸盘，恒指终跌至6600点。8月13日，港府组织内地资金入市，展开8月期指合约争夺战。港府悄悄入市大量买入炒家抛出的合约，将期指由入市前6610点推高到24日的7820点，高于索罗斯等7500点的平均建仓位。14日一开市，香港金管局首次动用外汇基金进入股市、期市，大量收进蓝筹股票和期票，同时提高银行隔夜拆息率，夹攻国际炒家，使其知难而退。港府甚至向香港中银等券商发出指示，不惜成本地吸纳恒指蓝筹，务求将8月期指抬高600点。市场估计当日约动用40亿入市，恒生指数收盘于7224点，劲升564点，升幅达8.47%。索罗斯等遭受初步重创。特区政府财政司司长曾荫权和特区行政长官董建华当天分别发表声明重申坚定的立场。18日，港府保留实力，指数窄幅波动，市场仅微跌14点，以7210报收。19日外汇基金继续入市，指数攀升412点，以7622报收。20日大市于高位7900点遇到初步阻力，而港府买盘亦稍为收敛，指数于7742报收，升120点。21日外汇基金入市未见积极，八大外资亦于尾市联手，使期指尾市狂泻200点，指数当日回软，以7527报收，跌215点。8月24日，为了打破炒家压迫恒生指数下降套利的计划，港府重组实力，主动出击，动用50亿港元入市干预。午市时分买盘突然瞬间中断，结果股指迅即暴跌300点，两分钟后才被大手买盘重新拉回到7900点水平。当日恒生指数急升318点，收盘于7845点。为响应港府号召，从8月24日起，24家蓝筹、红筹上市公司开始在市场上回购股份。

**第四步，索罗斯移仓疯狂反抗。**8月25日起，索罗斯平仓部分8月合约同时大量卖空9月合约。8月27日，索罗斯等倾巢出动，打压现货市场指数。

**第五步，港府倾力应对。**港府死守股市，同时在期市上将8月约价格推高到比入市前高1200点。港府不惜代价将所有卖单全收，27日交易额达200亿港元。同时，港府在8月合约平仓获利基础上追击，推动9月合约比8月合约结算价高出650点。

**第六步，双方决战。**8月28日，当天是恒指期货8月合约结算日。上午10点开市后仅5分钟，股市成交额超39亿港元。半小时后破100亿，上午收市已达400亿，接近1997年8月29日创下的460亿日成交量历史纪录。下午开市抛售有增无减，但恒指和期指维持在7800点以上。下午4点闭市，恒指、期指、成交额分别锁定在7829点、7851点、790亿，创香港单日最高成交记录。

**第七步，索罗斯损失惨重。**港府将恒指从13日收盘的6660点推高到28日7829点报收，迫使对手在高位结算交割，炒家大量空单一旦平仓将巨额亏损，而转仓成本高达一张合约3万多港币。

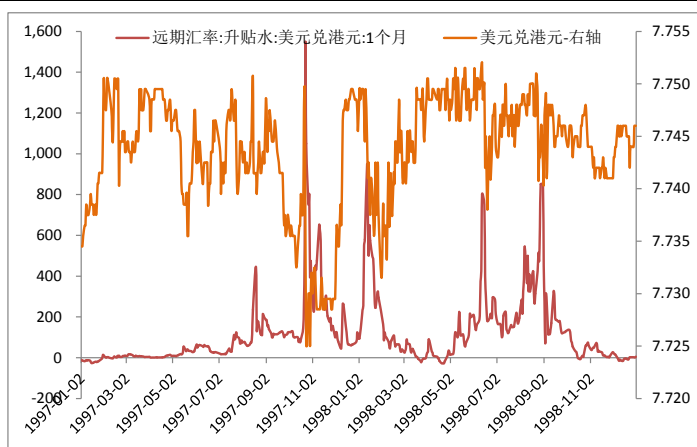
**第八步，港府宜将剩勇追穷寇，索罗斯铩羽而归。**9月7日，香港金管局颁布外汇、证券交易和结算新规，包括限制做空，提高保证金，降低仓单申报门槛，缩短交割期等不利国际炒家的政策，使投机大受限制。9月8日，9月期指合约价格升到8220点。8月底转仓期指合约如果平仓，每张合约又要亏4万港币。

**事件盘点。**香港政府动用 100 多亿美元，消耗外汇基金约 13%，金额远超 1993 年“索罗斯击溃英镑战”中英国央行动用的 77 亿美元。坊间传言索罗斯亏损约 10 亿美元。

图 3 98 年香港股灾



图 4 98 年汇率大幅波动



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

### 3. 鹿死谁手：1998 与 2016 年环境比较

受美元强势周期影响，15 年亚洲货币竞相贬值，韩元贬值 6%，马来西亚林吉特贬值 18%，但港币基本稳定，实际有效汇率快速上升，导致贸易逆差上升，15 年前 10 个月香港贸易逆差达 469 亿美元。同时，受香港加息影响，香港房价下跌，11 月单月环比跌幅达 3%；港股 12 月下旬至今暴跌逾 10%，恒指跌破净值，导致资金急剧外流，引来联汇担忧。市场担心 98 年金融危机恢复重演。

#### 3.1. 国际环境相似：美联储加息，资金外流

**美国第三轮加息周期：1994.2—1995.2**，基准利率从 3.25% 上调至 6%。1990-91 年经济衰退之后，尽管经济增速回升，失业率依然高企。通胀下降导致美联储继续下调利率到 3%。1994 年开始，经济复苏势头重燃，美联储将利率从 3% 提高至 6%，十年期债券收益率从略高于 5% 升至 8%。热钱纷纷回流美国，加之东南亚经济体内部脆弱性和应对适当，引爆了亚洲金融危机，部分经济体甚至被洗劫。在以索罗斯为首的国际对冲基金攻击下，泰铢崩溃，菲律宾比索、印度尼西亚盾、马来西亚林吉特，甚至连新加坡元在内都一一失守。危机不断扩散，引发韩国爆发金融危机，冲击日本金融业，最后还导致俄罗斯和巴西爆发债务危机，当时全球最大的对冲基金之一，长期资本也在危机中倒闭。

**美国第 6 轮加息开启：2015.12—**。美联储 15 年 12 月时隔十年重启加息周期，资金回流美国。15 年亚洲货币竞相贬值，韩元贬值 6%，马来西亚林吉特贬值 18%。2016 年开市以来，纳斯达克指数跌 10.7%，日经 225 跌 15.85%，德国 DAX 跌 11.82%，上证综指跌 18.61%，恒生指数跌 15.39%，人民币贬值 1.3%，澳元贬值 5.8%，港币贬值 0.6%，印度卢比贬值 2.3%，墨西哥比索贬值 6.1%，南非兰特贬值 8.7%，原油跌 24%，铜跌 6.4%，10 年美国债收益率下降 14%，10 年德国债收益率下降 30%，黄金涨 3.3%。

历史上，美联储收紧货币政策之后新兴经济体的确危机频发。

图5 国际环境相似：美加息、全球经济复苏

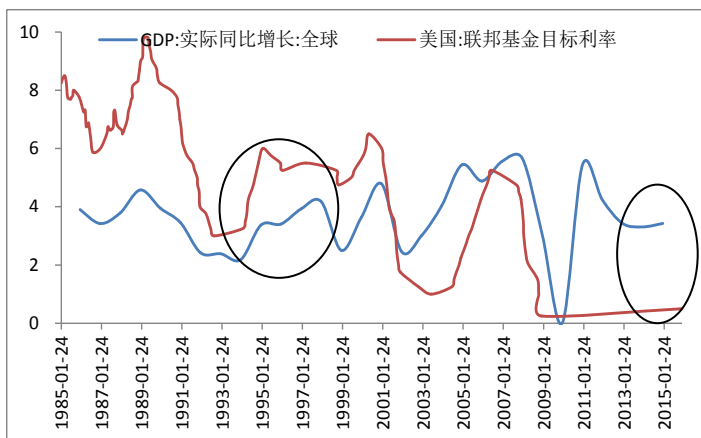
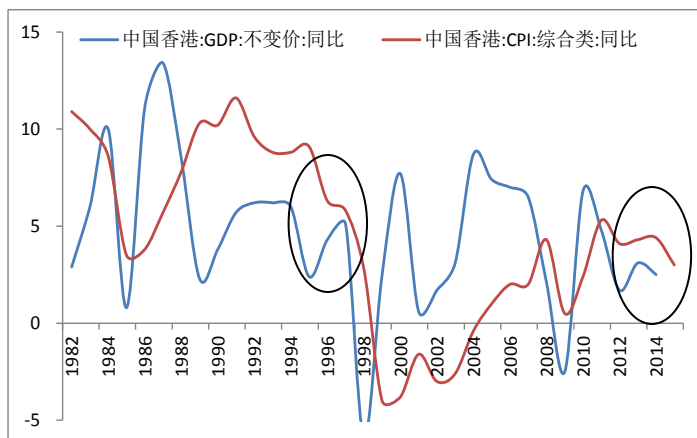


图6 香港经济基本面相似：经济、物价下滑



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

### 3.2. 香港经济基本面相似：经济、物价下滑

**1995年，香港经济已经开始下滑。**1995年，香港GDP增长2.4%，比1994年下降3.6个百分点。之后，美联储加息放缓，资金重回香港，经济反弹。1997年，香港实际GDP增速为5.1%，财政盈余占GDP的6.3%。通胀压力持续缓和，已经连续三年下降。1996年起，贸易增速大幅下滑，整体出口货值同比增加4%，远低于1995年14.9%。

**2014年以来，香港经济缓慢下行。**2011年以来，香港经济整体下行。12-13年，GDP增速在2%-3%之间波动。进入14年，香港经济再次出现缓慢下行，2015Q3香港GDP增长2.3%，低于14年0.5个百分点。与此同时，受各种因素影响，香港旅游和消费增速同样在放缓，2015年11月香港访港旅客增速为-10%，零售业销售增速同比负增长7.8%。2015年以来，整体出口货值出现负增长，11月同比下滑3.5%。

图7 出口下滑

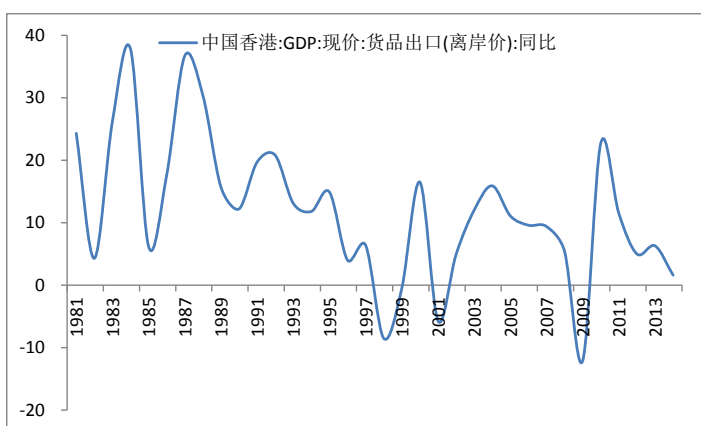
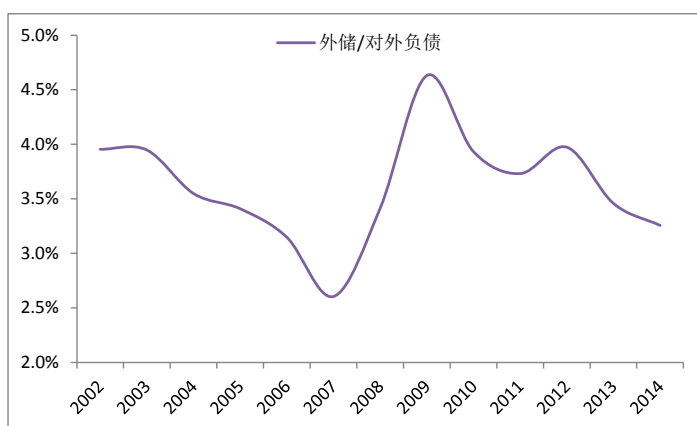


图8 外债上升



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

### 3.3. 资产价格类似：股市和房价急升后出现下跌

**98年之前，香港股市和房市价格迅速上升，之后迅速下跌。**1995-1997年7月，香港恒生指数累计涨幅120%，香港中原城市价格指数从53涨至100。97年金融危机爆发之后，香港股市、楼市大幅下跌。到98年8月初企稳时，恒生指数



累计调整 63%，香港中原城市指数调整 50%。

15 年以前，香港股市和房市迅速上升，然后出现下跌。15 年 3 月-4 月，1 个半月时间，恒生指数上升 18%。但恒生指数从 2015 年 4 月开始出现调整，累计调整幅度已达 35%。香港地产价格从 2015 年 8 月份出现拐点，价格下降。

图 9 股市下跌

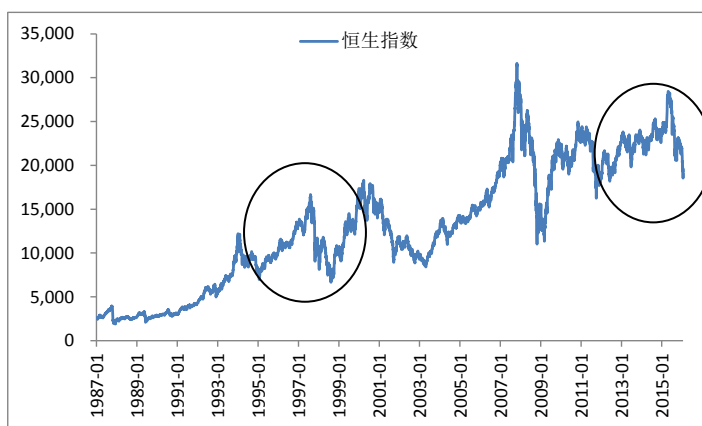


图 10 房价下跌



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

### 3.4. 外汇储备：占 GDP 的比重上升，但占外债的比重却下降

2015 年 12 月，香港外汇储备资产为 3588 亿美元，占 GDP 的比重达到 114%。1997 年，香港当时外汇储备大约 1000 亿美元，占 GDP 的比重为 60%。但自 09 年以来，香港外汇储备占外债的比重出现下滑，从 4.0% 降到 3.3%。

## 4. 1998 年香港金融保卫战启示录

98 年香港金融保卫战的经验对当前具有重要启示意义。

### 4.1. 打蛇打七寸：见招拆招，痛击做空投机者

港府在汇市保卫战中大胆放出美元，收进港元，同时将港元及时注入银行体系，放宽港元银根，令拆息平稳，远期美元汇价无明显升水，直接导致投机者事先部署的远期港币空仓无钱可赚，反而还要偿还港元利息。

行政措施有：香港金管局颁布外汇、证券交易和结算新规，包括限制做空，提高保证金，降低仓单申报门槛，缩短交割期等不利国际炒家的政策，使投机大受限制。

### 4.2. 港府上阵：鼓舞市场信心

索罗斯成功狙击英镑、泰铢等货币，使不少国家患上“恐索症”，唯独港府在对抗中选择了正确的时机和方法，成功击败索罗斯，使其受到沉重打击，并身陷泥潭难以抽身，也令其他国家和地区看到了与之对抗的希望。

### 4.3. 与中央联手：打击空头

现行的国际经济金融体系存在问题，国际组织形同虚设。历次的汇率危机都需要多国或地区之间互帮互助。20 世纪 70 年代的美元危机，最终是工业国家在华盛顿的史密森尼会议上达成一致。1978 年 7 月的波恩峰会，美国、日本、德国、法国等敲定采取措施防止汇率波动失控。

当人民币、港币同时具有贬值预期时，情况更复杂，但也加重国际投机者的成本。

当人民币在岸和离岸价差足够大时，投机者会在香港离岸市场买入人民币在大陆卖出赚取价差，如果配合远期产品操作，可令香港银行间拆解利率大幅波动，导致香港流动性收缩，也会导致港股下跌。

因此，在跨市场交叉影响的新形势下，中央政府和港府联手应对做空势力胜算更大。

#### 4.4. 不要过分迷信新自由主义和市场原教旨主义：该出手时就出手，赢取胜利是关键

在当时，港府采取行政措施反击投机者的做法曾遭到投机者以及新自由主义学者的指责，反对者认为港府对市场的干预破坏了自由市场的原则，支持者认为，港府不出手，难道任由香港像泰国一样被洗劫吗？在金融战争这场没有硝烟但异常残酷的现代经济战中，胜利是最重要的，难道做空者就是道德的吗？后来看，港府成功打击索罗斯等国际投机者，股市和房市价格企稳，保住了香港市民的资产，有利于香港的经济稳定。

#### 4.5. 推动供给侧改革：勤练内功，保障经济和金融稳定健康发展是防范被恶意做空的关键

之所以成为被做空的兑现，一般来说是因为经济和金融内部存在脆弱性。

1997 年亚洲金融危机是一场金融（银行坏账、资产价格泡沫）、国际收支（经常项目赤字）和货币（货币贬值、资本外流）的综合性危机。通过对亚洲金融危机重灾区泰国的深入分析，我们认为亚洲金融危机的爆发与以下六点因素有关：1、大量的经常项目逆差；2、汇率政策缺乏灵活性；3、资产价格泡沫严重；4、银行体系脆弱；5、外债，特别是短期外债，占 GDP 比例高；6、资本项过早开放。亚洲金融危机同上述 6 条原因都有关。一国如果出现 1+2+5+6 就会出现国际收支的危机，这是墨西哥的例子。如果是 2+6 那么就会产生货币危机，英国就是一个例子。而 3+4 是发生金融危机的充分必要条件。最后，如果同时出现 1+2+3+4+5+6 那就会同时发生金融危机、国际收支危机和货币危机。亚洲金融危机就是这样一种综合性的危机。

如今再次面对美联储加息和美元强势周期，亚洲金融危机会重演吗？我们从引发亚洲金融危机的六个方面来对目前主要新兴经济体作比较分析，发现目前主要新兴经济体大部分不具备发生亚洲金融危机的条件。中国经济增速较快，拥有全球最大的外汇储备，外债占 GDP 比重低，经常项目顺差巨大，资本项开放程度不高，银行体系总体健康，因此中国爆发金融危机的可能性很低，但需尽快化解地产泡沫、隐性不良和重化工业产能出清障碍等潜在风险点，推动供给侧改革。香港也应解决其存在的结构性问题，推动供给侧改革。

只有推动改革，勤练内功，实现经济和金融稳定健康发展，才能从根本上防范恶意做空。

□

## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

	评级	说明
<b>1. 投资建议的比较标准</b> 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
<b>2. 投资建议的评级标准</b> 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

## 国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		