

通过外资对泰铢及港币狙击对股指投资的思考

----- 《汇率的本质》读后感

2022年10月12日 星期三

兴证期货·研发中心
金融衍生品研究团队

杨娜

从业资格编号：F03091213

投资咨询编号：Z0016895

邮箱：

yangna@xzfutures.com

内容提要

● 我们的观点

二十世纪九十年代，泰铢和港币分别受到外资的狙击。国家炒家常用途径通过：现货市场端、衍生品市场端和通过外汇市场和股票市场发动联合攻击。通常而言，国际炒家通常会选择结合上述两种或三种方法共同使用，充分利用利率、汇率、股票和股指期货间的联动关系，保证获利。如果攻击货币成功，则可以通过做空抛售货币/做空外汇期货获利。如果货币未贬值，则央行在保卫货币过程中提高短期利率，则国际炒家可以通过做空股票/卖空股指期货合约获利。

对此，我们有一些思考：1. 股指期货和外汇期货由于其杠杆效应，更易成为货币攻击的工具。对于股指期货和外汇期货资金的监管与对外开放则更应该审慎。2. 通常而言，对于一国货币的狙击通常源自于该国经济出现结构性问题，或者股市与房地产市场存在泡沫时。因市场制度不完善、经济基本面状况恶化通常会招致货币攻击。则在经济基本面恶化时，降低股指期货/外汇杠杆可以有效减少货币攻击概率。3. 货币攻击都是从资本流入开始，前期大量资本流入尤其短期资本流入都会积累经济金融的脆弱性，所以多市场联合资本流入监测可以有效规避货币冲

击，防范金融风险。4.由于国际炒家通常是多方协调应对供给，货币攻击往往是立体化攻击，仔细分析外汇市场、股票市场和衍生品市场间联动性，做好变动监测，正确运用政策组合进行应对十分必要。

报告目录

1. 外资狙击泰铢始末.....	4
2. 外资狙击港币始末.....	5
3. 对冲基金货币狙击路径分析.....	6
4. 股指期货投资应对外资狙击思考.....	8

图表目录

图表 1: 中央及地方调控措施.....	5
图表 2: 国际炒家外汇市场攻击路线.....	7
图表 3: 国际炒家在期货/远期市场攻击路线.....	7
图表 4: 应对货币攻击措施.....	8

1. 外资狙击泰铢始末

二十世纪九十年代，泰国经济发展本身出现问题，经济结构不合理。一方面，在此前经济高速增长过程中，过度依赖外贸、贸易逆差过大等结构性问题未得到解决；另一方面，泰国经济发展缓慢接近停滞，资本大量流入催生股市和楼市泡沫，且泰国政府过度投资导致财政赤字严重。对内，泰国政府大量发行货币；对外，长期依靠外债度日，通胀加剧，房地产市场泡沫巨大，依赖出口还债，国际收支经常账户逆差严重，泰国经济压力巨大。金融市场方面，一方面泰国在 1996 年时便匆匆开放金融市场，另一方面，泰国在 1997 年 6 月之前实行固定汇率制度，即泰铢盯住一揽子货币，汇率平准基金（EEF）每日宣布泰铢兑美元汇率，并据此稳定汇率。经济结构失衡、资产价格泡沫和金融部门脆弱，都为狙击泰铢带来机会。

1995 年 1 月，泰国房地产价格下跌，对冲基金对泰铢进行试探性攻击。国际炒家选择在即期外汇市场大量抛售泰铢，但在泰国央行入市干预下以失败告终。此后，索罗斯一边存入保证金、囤积货币，一边在市场上散布泰铢即将贬值的消息，吸引众多投资者目光。伴随着泰国经济整体下行，资产价格泡沫破裂，金融问题出现，国际投机资本展开大规模进攻。

1997 年 2 月，“量子基金”为代表的国际投机资本大量做空泰铢，借入泰铢并抛售。泰国央行坚决反击，在外汇市场大量购入泰铢并提高短期利率，使投机资本资金成本大幅提高。泰铢汇率恢复稳定。此时泰国付出了以下代价：外汇储备消耗很快，高利率对国内经济负面影响显现，银行与企业坏账暴露。国际炒家以此判断泰国政府会死守固定汇率且实力不足，坚定了攻击决心。

国际炒家早在 1997 年初就进行大量买美元卖泰铢的远期外汇交易，在远期市场分批抛空远期泰铢，至 2 月和 3 月，银行间市场远期合约激增并未引起政府警觉，但投资者效仿。5 月中，国际炒家开始在即期市场大量抛售泰铢，至 5 月底泰铢跌至 1 美元兑 26.6 泰铢低点。

对此，泰国央行采取反击行动：1. 干预远期市场，大量卖出远期美元，买入泰铢；2. 联合新加坡、中国香港和马来西亚货币当局干预即期市场，耗资 100 亿美元购买泰铢；3. 严禁国内银行拆借泰铢给国际炒家；4. 大幅提高隔夜拆借利率；5. 政府配合使用其他非常手段，包括未必利诱泰国银行提供远期外汇合约客户资料，扬言打击刊登不利消息。事实证明，泰国央行及政府措施为时已晚。

国际炒家应对措施：6月出售美国国债筹集资金，对泰铢进行最后扑杀，散步泰国黔驴技穷消息。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，泰国国内贸易商开始做安排，加快泰铢兑换美元，加速泰国外汇储备消耗。

结果：泰国政府坚守汇率，但无法反击国际炒家，导致外汇储备消耗殆尽。泰国央行外汇储备剩下60亿~70亿美元。泰国总量宣称泰铢不贬值，但财政部长辞职加剧情绪恐慌。至6月28日，泰国外汇储备减少至28亿美元，干预能力枯竭，失去抵抗，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，东南亚货币危机全面爆发，国际炒家获胜，亚洲多国卷入其中。

2. 外资狙击港币始末

1997年香港经济基本面比较健康，且经历过20世纪80年代危机，金融监管较为完善，银行资本充足率较高。但香港经济仍存在一定问题：一方面，香港房地产市场和股票市场泡沫明显；另一方面，在联系汇率制度下，现钞发行以相应的美元作保证但港币存款无保证，这意味着一旦香港民众挤兑，则联系汇率难以坚守。

1997年7月，投机资本对港币发动立体攻击。香港银行间市场隔夜拆借利率达到10%，且持续高位徘徊，但股市回落。此后国际炒家又发动了新一轮攻击。

图表 1：中央及地方调控措施

	国际炒家	市场	香港当局
第一次攻击	货币市场大量抛售港币，港币汇率下跌	银行将港币卖给香港金管局，港币流动性收紧，许多银行在金管局结算账户无足够结余。	金管局发出通知向对其借港币的银行收取惩罚性高息，银行间市场港币难求，同业隔夜拆借利率飙升至300%
结果	做空股指期货/买入ETF看跌期权/融券做空获利	利率高企背景下，恒生指数下跌10.4%，香港股市下跌引发全球股市连锁反应。	调查反思，提出旨在强化市场规则和透明度的30点计划
第二次攻击与反击	1. 卖空港币（至1998年8月港币空头达到300亿港币以上）； 2. 大量积累股票和股指期货空头头寸（至1998年8月，国际炒	1. 即期市场与远期外汇市场持续出现巨额港币卖盘； 2. 恒生指数5个交易日下跌917点； 3. 股指期货和外汇市场绝地反击。	金管局此次直接动用外汇储备买入港币，既维持港币稳定，又保持利率不上升。 8月14日，香港政府入市干预，绝地反击。购买恒生指数33种成分股，承接外

	家约 8 万份空头持仓) 3. 通过择机抛售港币, 推高利率、打压股市, 最后通过股指期货空头获利。		汇市场炒家卖盘, 禁止券商向国际炒家出借股票, 向托管银行和信托公司借入股票, 在股指期货开展攻击, 最后提高利率抬升炒家成本。
结果	虽然在前期股市下跌中获利, 但在后期股指、外汇双双回升被迫平仓, 最终攻击失败。		完善联系汇率制度七项技术性措施, 维护证券市场稳定的 30 点措施, 进一步巩固了战果。

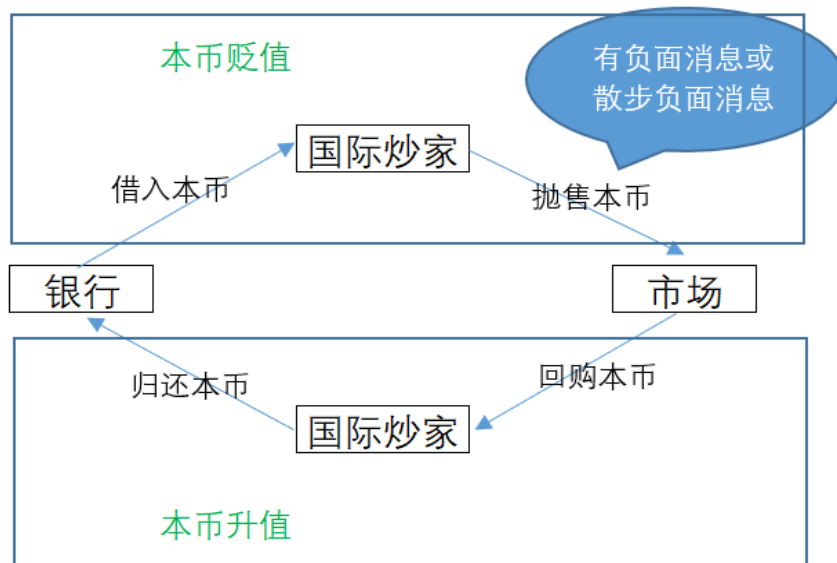
数据来源: 公开市场整理, 兴证期货研发部

3. 对冲基金货币狙击路径分析

货币攻击展开路线如下:

1. 现货市场端: 借入本币并做空, 其中本币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。具体在操作上, 国际炒家分批购入本币(防止短期借入大量本币导致本币成本上升), 直到持有足量本币, 再对本币进行集中抛售, 打压本币汇率。通常而言, 国际炒家选择在本国负面消息传播时点进行本币抛售, 或者选择通过散播负面消息谣言带动其他投资者共同抛售。当本币大幅贬值之后, 炒家以低价购回本币进行偿还, 则炒家获得利润(汇率价差减去借款所需利息)。整个过程中, 炒家是否获取本币为攻击操作关键, 即非居民可轻易在本国货币市场获得本币或轻易出售股债, 或者本币国际化程度较高, 则非居民更容易自离岸金融市场获得本币。

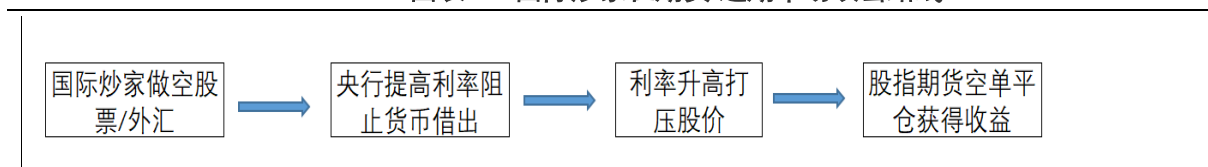
图表 2：国际炒家外汇市场攻击路线



数据来源：wind，兴证期货研发部

- 衍生品市场端：国际炒家可以选择在远期外汇市场抛售本币，通过远期外汇市场出售所攻击货币远期合约，或者通过期货市场卖空攻击货币期货合约，当远期合约/期货合约到期时所攻击货币贬值，交割合约后国际炒家可以获利。但由于此种方法会引来众多套利者卖出即期合约购入远期合约获利，则此种方法风险较高。
- 通过外汇市场和股票市场发动联合攻击：国际炒家在即期外汇市场卖空本币时，卖空股票、积累股指期货空头头寸。央行通常为了限制炒家获取本币，采取提高短期利率方式提高短期利率（国际炒家资金成本），利率上升打压股票价格，股市下跌后，炒家通过低价回购股票或对股指期货合约进行平仓获得利润。

图表 3：国际炒家在期货/远期市场攻击路线



数据来源：wind，兴证期货研发部

国际炒家通常会选择结合上述两种或三种方法共同使用，充分利用利率、汇率、股票和股指期货间的联动关系，保证获利。如果攻击货币成功，则可以通过做空抛售货币/做空外汇期货获利。如果货币未贬值，则央行在保卫货币过程中提高短期利率，则国际炒家可以通过做空股票/卖空股指期货合约获利。

对于当局而言，应对货币攻击通常三大措施：外汇干预、提高利率和交易管制。三个措施各有利弊。

图表 4：应对货币攻击措施

	防卫措施	局限
外汇干预	通过即期/远期购进本币可以稳定汇率	受限于外汇储备数量
提高利率	提高利率抬升炒家借入本币成本	对经济产生负面影响，甚至可能引发金融危机
交易管制	交易管制直接限制炒家的攻击手段	不确定性或造成市场恐慌

数据来源：wind，兴证期货研发部

4. 股指期货投资应对外资狙击思考

1. 股指期货和外汇期货由于其杠杆效应，更易成为货币攻击的工具。对于股指期货和外汇期货资金的监管与对外开放则更应该审慎。
2. 通常而言，对于一国货币的狙击通常源自于该国经济出现结构性问题，或者股市与房地产市场存在泡沫时。因市场制度不完善、经济基本面状况恶化通常会招致货币攻击。则在经济基本面恶化时，降低股指期货/外汇杠杆可以有效减少货币攻击概率。
3. 货币攻击都是从资本流入开始，前期大量资本流入尤其短期资本流入都会积累经济金融的脆弱性，所以多市场联合资本流入监测可以有效规避货币冲击，防范金融风险。

4. 由于国际炒家通常是多方协调应对供给，货币攻击往往是立体化攻击，仔细分析外汇市场、股票市场和衍生品市场间联动性，做好变动监测，正确运用政策组合进行应对十分必要。

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。