

金融市场学笔记

香港联系汇率制与 1998 年金融保卫战

整理自课堂笔记（第 129–140 页）

2026 年 5 月 9 日

目录

第一部分 香港联系汇率制度	2
1 香港汇率制度的历史演变	2
2 联系汇率制的核心特征与运作机制	2
2.1 (1) 货币局制度 (Currency Board Arrangement)	2
2.2 (2) 港币的发钞机制	3
2.3 (3) 两大套利机制——联系汇率制的”内在稳定器”	3
2.3.1 A. 现金-价格流动机制 (休谟机制, Hume Mechanism / Price-Specie Flow Mechanism)	3
2.3.2 B. 现金套利机制 (经典)	4
2.4 机制评估：内在稳定器真的有效吗？	4
3 制度安排的演进 (1988–1992)	5
第二部分 对冲基金与 1998 年港元保卫战	5
4 对冲基金概述	6
5 1998 年国际炒家对港元的立体攻击	6
5.1 攻击香港的背景与原因	6
5.2 ”Double Play”——立体进攻策略	7
5.2.1 阶段一：准备 (1998 年上半年)	7

5.2.2	阶段二：进攻——汇市砸盘 + 股市联动	8
5.2.3	阶段三：获利	8
6	香港特区政府的应战	9
6.1	1997 年应对——”任一招”	9
6.2	1998 年应对——面临”Double Play”的艰难抉择	9
6.3	策略三的实施——1998 年 8 月金融保卫战	10
6.4	1998.9.5——”任七招”（完善与巩固货币局制度）	10
7	战役收尾——”官股”处理	11
7.1	对港府干预的评价——”两害相权取其轻”	11
	第三部分 联系汇率制的总体评价与改革探讨	11
8	联系汇率制的缺点分析	11
9	联系汇率制的优点与必然性	12
9.1	”不可能三角”（Impossible Trinity / Mundell-Fleming Trilemma）	12
9.2	联系汇率制的实质与有利条件	13
10	联汇制的改革方案探讨	13
10.1	激进派——改变联汇制根本属性	13
10.1.1	(1) 改为浮动汇率或有管理浮动（如新加坡模式）	13
10.1.2	(2) 部分或完全美元化（Dollarization）	14
10.1.3	(3) 与 RMB 挂钩或成为亚洲最优货币区	14
10.2	渐进派——引入衍生品修补机制	15
10.2.1	(1) ”美元流动资金调节机制”（港科大陈乃宏教授建议）	15
10.2.2	(2) Miller（米勒）方案——港元外汇基金票据	15
10.2.3	任志刚/官方对”渐进派”方案的批驳	16
10.2.4	(3) ACL 方案——”现代货币局”（Convertible Reserves System） .	16
11	笔者/讲者总结与建议	17
	附录：核心术语速查表	17

第一部分 香港联系汇率制度

1 香港汇率制度的历史演变

时期	制度	锚定货币
清代以前	银本位制（白银殖民地）	白银
1945 年	英镑汇兑本位制	英镑（GBP）
1972 年	布雷顿森林体系——美元汇兑本位制	美元（USD）
1974 年	布雷顿森林瓦解——自由浮动	无
1983 年—至今	联系汇率制（Linked Exchange Rate）	美元（USD, 1:7.8）

【名词解释】

英镑（美元）汇兑本位制：以英镑或美元作为港元发钞的准备，港元与英镑/美元挂钩——完全固定汇率。

联系汇率制（Linked Exchange Rate System）：1983 年至今，港元以 1 USD = 7.8 HKD 的固定汇率与美元挂钩。

2 联系汇率制的核心特征与运作机制

2.1 （1）货币局制度（Currency Board Arrangement）

【名词解释】

货币局制度（Currency Board Arrangement）：

应用范围：英国殖民地（如香港）、立陶宛、爱沙尼亚、拉脱维亚、阿根廷（曾采用）。

本质：十足准备，固定汇率汇兑——每发行一单位本地货币，必须有等值的外汇（美元）作为 100% 的准备。

2.2 (2) 港币的发钞机制

核心要点

三家发钞行：汇丰银行（HSBC）、渣打银行（Standard Chartered）、中国银行香港（BOCHK）。

关键角色——HKMA（Hong Kong Monetary Authority，香港金融管理局）：相当于香港的“中央银行”，负责维持货币稳定。

清算机制：汇丰银行持有与 HKMA 按 1:7.8 汇兑的清算账户。

【公式 / 机制】

发钞流程：

发钞（货币扩张）：

3 家发钞行 $\xrightarrow{\text{交 1 USD}}$ HKMA（金管局） $\xrightarrow{\text{换发 7.8 HKD 负债证明书 (C/I, Certificate of Indebtedness)}}$ 发钞行 $\xrightarrow{\text{发行 7.8 HKD}}$

回笼（货币收缩）：

3 家发钞行 $\xrightarrow{\text{交 7.8 HKD + 负债证明书}}$ HKMA $\xrightarrow{\text{返还 1 USD}}$ 发钞行 $\Rightarrow M \downarrow$

2.3 (3) 两大套利机制——联系汇率制的“内在稳定器”

2.3.1 A. 现金-价格流动机制（休谟机制, Hume Mechanism / Price-Specie Flow Mechanism）

补充注释

休谟机制的历史背景：由 18 世纪苏格兰哲学家和经济学家 David Hume（大卫·休谟）提出，是金本位制下国际收支自动调节的经典理论。核心逻辑：贸易顺差 → 黄金流入 → 国内货币供给增加 → 物价上升 → 出口竞争力下降 → 贸易顺差缩小——经济体自动回归均衡。联系汇率制下的现金-价格流动机制正是这一古典理论在现代货币制度中的翻版。

【公式 / 机制】

正向推导（资金流入时）：

资金流入 $\Rightarrow$ HKD 需求 $D \uparrow \Rightarrow$ HKMA 卖出 HKD（投放港元） $\Rightarrow$ 货币供应 $M \uparrow \Rightarrow$ HKD 利率

反向推导（资金流出时，括号内为相反情况）：

资金流出 ($D \downarrow$) $\Rightarrow$ HKMA 买入 HKD ($M \downarrow$) $\Rightarrow r \uparrow \Rightarrow$ 资本流入（自动平衡）

2.3.2 B. 现金套利机制（经典）

► 案例 / 推演

情景假设：市场汇率 1:8（HKD 贬值，USD 升值，偏离官价 1:7.8）

套利操作流程：

银行把 HKD 现钞（或 HK 存款 $\rightarrow$ 现钞） $\xrightarrow{\text{以官价 } 1:7.8}$ 从 HKMA 购得美元 $\xrightarrow{\text{以市场价 } 1:8}$ 卖出美元套利

结果：卖美元 $\uparrow \Rightarrow$ USD $\downarrow \Rightarrow$ 汇率回到 1:7.8

货币影响（同步发生）：HKD 流通量减小 $\Rightarrow$ HKD 的 $r \uparrow \Rightarrow$ HKD 的 $D \uparrow \Rightarrow$ HKD 升值 $\Rightarrow$ 回到 1:7.8

2.4 机制评估：内在稳定器真的有效吗？

！ 警示

机制一（现金-价格流动机制）的问题：

周期性。当汇率受攻击时，贬值风险抵消了利率上升的作用。不确定性导致人们不敢购买 HKD——即使利率上升，市场也可能因恐慌而不敢入场。

机制二（现金套利机制）的局限性：

- 港元存款转换为现钞的可能性很小（除非发生挤兑）
- 港元现金到美元的无缝兑换并不现实
- 关键数据：港元现金 / 港元存款 $\approx 5\%$ ——只占极小部分！
- 现金套利如同“杯水车薪”：无法控制定量，力量微不足道

补充注释

双重汇率现实：

- 港元现钞：按 1:7.8 与 USD 兑换（官价）
- 港元外汇市场：由供求决定的市场汇率，但平均偏离不超过 1%

实际上，港元运作于固定与浮动汇率之间的灰色地带。

3 制度安排的演进（1988—1992）

为弥补上述机制的不足，HKMA 逐步引入了一系列制度完善措施：

改革 1： ”新会计安排”（1988.7 开始）：

- 作为最终结算行的汇丰银行在外汇基金开设结算账户
- 余额是汇丰向其它结算行提供的流动资金净额
- **传导机制：**政府定量确定余额 $\Rightarrow$ 调节流动资金水平 $\Rightarrow$ 调节利率 $\Rightarrow$ 影响汇率
- （相当于计入基础货币/法定准备金的调控功能）

改革 2： 用外汇基金票据进行公开市场操作（1990.3.14）：

- 引入 OMO（Open Market Operations，公开市场操作）
- HKMA 通过买卖外汇基金票据调节市场流动性

改革 3： 流动资金调节机制（1992.6）：

- 相当于”再贴现”功能
- 商业银行可持合格债券、基金票据向 HKMA 贴现借款
- 增加银行体系应对流动性冲击的灵活性

第二部分 对冲基金与 1998 年港元保卫战

4 对冲基金概述

【名词解释】

对冲基金（Hedge Fund）——“富人俱乐部”：

特征：私人募集、无监管、高杠杆、大量使用套利和衍生品交易。

两大分类：

- 宏观对冲基金（Macro Hedge Fund）：利用固定收益工具（F.I.）和外汇（F.X.）进行宏观方向性赌注（如索罗斯的量子基金）
- 套利对冲基金（Arbitrage Hedge Fund）：利用 AI 或计算机程序进行统计套利

残酷的生存率：大部分基金在 3 年内倒闭，存活 ≥ 7 年的不到 2 成。业绩平均来说比股票差（低于 S&P 500）。

5 1998 年国际炒家对港元的立体攻击

5.1 攻击香港的背景与原因

1. **HK 金融相对发达、开放、无管制**——为炒家提供了自由进出的便利
2. **基本面不好**：房产泡沫、股市泡沫严重
3. **成本可计算**：香港有 965 亿美元外汇基金和土地基金——炒家可以估算 HKMA 的“弹药”上限
4. **媒体炒作，做空态势形成**——跟风资金推波助澜

补充注释

主力巨头：

- 索罗斯 (George Soros)：量子基金 (Quantum Fund) —— 曾成功狙击泰铢、印尼盾、马币
- 罗伯逊 (Julian Robertson)：老虎基金 (Tiger Fund)

资金规模：每天 Hot Money $\geq$ \$1 万亿，总量 \$7 万亿 $\Rightarrow$ 引发跟风。

目标：香港——看准美元固定汇率制的风险（内在稳定器机制不能完全发挥作用）。

港府只能以加息有限应对，被比喻为“超级 ATM 上的提款机”。

5.2 “Double Play”——立体进攻策略

◆ 攻防推演

国际炒家采用股、汇、期三市场联动的“Double Play”战术，分为三个阶段。

5.2.1 阶段一：准备（1998 年上半年）

1. 筹集港元弹药：

- 外资机构 (F.I.) 在港发行 1-2 年期港元债券 300 亿元，年息 1%
- 对冲基金 (H.F.) 利用 Swap (互换) 借入大量中期 (6-12 个月) 港元——超 500 亿 HKD

2. 建立空头头寸：

- 买入远期美元（预期 HKD 贬值后以低价买入 HKD 来交割）
- 签订卖出恒指期货合约
- 沽空指数期权
- 建立巨额港股空头

5.2.2 阶段二：进攻——汇市砸盘 + 股市联动

◆ 攻防推演

汇市攻击：

1. 卖出港元现货（Off-Shore Market 离岸市场砸盘）

- $\Rightarrow$ HKMA 买港元（收回）、卖美元
- $\Rightarrow$ 市场流动性 $\downarrow$
- $\Rightarrow$ 利率 $r \uparrow$ （飙升）

2. 远期抛空巨额 HKD

- $\Rightarrow$ 掉期汇率 $\downarrow$ （预期 HKD 贬值）

股市联动攻击：

1. 利率 $r \uparrow \rightarrow$ 股市大跌 $\rightarrow$ 港元被抛
2. 附加因素：以股票为抵押的贷款利率被抬起，增加抛压
3. 趁势打压：
 - 卖出借入的股票（融券做空）
 - 抛售指数期权/股票

$\Rightarrow$ 利率 r 、汇率 Ex 进一步恶化 $\Rightarrow$ 引发市场恐慌性抛售！

5.2.3 阶段三：获利

【公式 / 机制】

外汇 Swap 套利机制（IRP, Interest Rate Parity 为基础）：

Spot（即期）： HKD $\xrightarrow{\text{卖出}}$ USD（卖即期高价 HKD）

Forward（远期）： HKD $\xleftarrow{\text{买入}}$ USD（定远期高价 USD，还 HKD 贷款）

$\Rightarrow$ 远期 HKD 贬值（USD 升值）

外汇获利逻辑：预期 HKD 贬值幅度，创出极大的掉期率（HKD $r \uparrow$ ，基于利率平价 IRP），扣除利息成本后可获利。

股市获利：做空者的狂欢——卖出恒指、港股期权、沽空港股期货。

核心要点**炒家布局总结：**

- 筹码局：汇市（现汇、期汇）+ 期指 + 股市
- 工具：借短头、外汇现货、远期、股票、股指期货、期权等
- 关键判断：汇率会不会跌？利率 r 会不会跳？ $\Rightarrow$ 股市会不会跌？

6 香港特区政府的应战

6.1 1997 年应对——”任一招”

【名词解释】

”任一招”（Yam's One Move）：时任金管局总裁任志刚（Joseph Yam）的应对策略。

操作：

1. 直接抽走银行结余，拆入港元，不付美元 $\Rightarrow$ HKD 结余/流动资金 $\downarrow$
2. 不允许银行用外汇基金票据提回港币

传导机制：

HKD 流动资金 $\downarrow \Rightarrow r$ (利率) 大幅上升 $\Rightarrow$ 投机者借贷成本上升 $\Rightarrow$ 高息吸收套息资金（卖美元换 HKD）

结果：1997 年应对成功 $\checkmark$

6.2 1998 年应对——面临”Double Play”的艰难抉择

！ 警示

1998 年炒家升级为股、期、汇联动的”Double Play”，港府面临三种策略选择：

策略	内容	后果
策略一	不干预，让货币局制度自行调节	$r \uparrow \Rightarrow$ 股、楼 $\downarrow \Rightarrow$ 长期经济衰退、崩溃
策略二	”任一招”沿用	股灾、期市无法看破 $\Rightarrow$ 市场信心崩溃
策略三	”见招拆招”——反向操作	对着干，政府接盘！

6.3 策略三的实施——1998 年 8 月金融保卫战

◆ 攻防推演

1998.8.5 – 8.6：宣布实施策略三

(1) 买港币、卖美元，抽紧银根，Interbank Rate（银行间同业拆息） $\uparrow$ 2%–3%，加大投机成本。

1998.8.14：股市进场干预

(2) 大量买入恒指成分股和大型蓝筹股，吸收期指合约。

1998.8.15：新措施——期指”逼仓”

(3) 推高 8 月期指，压低持有 9 月做空。加大平仓成本，迫使投机者高价结算 8 月期指、低价结算 9 月期指（致使做空亏损）。

策略四（备选但未采用）：行政干预

收取卖空杂费 / 外汇管制。弊端：违背 HK 自由市场精神，违反基本法！

6.4 1998.9.5——”任七招”（完善与巩固货币局制度）

核心要点

”任七招”——七大制度性防御措施：

第 1 招：声明 7.75 干预线：美元升过 1:7.75，HKMA 便入市干预 $\Rightarrow$ 信心 $\uparrow$

第 2 招：扩大基础货币（Base M）：发行票据都需十足美元准备 $\Rightarrow$ HKMA 能用的美元 $\uparrow \Rightarrow$ 流动性 $\uparrow \Rightarrow r$ 不会过分上升

第 3 招：贴现窗改革：HKMA 取消拆入银行多余资金的安排，反按需要拆出资金，减少攻击”弹药”

第 4 招：对重复借贷者惩罚：15 天内 8 次借款或 4 次再贴现，无合理解释 $\Rightarrow$ 惩罚性利率

第 5 招：利用 Repo（回购）融资：发行新债总量限定受限于美元的进入，提高套利发行的成本

第 6 招： 增加获得港元的成本

第 7 招： 外汇基金票据贴现：流动性 $\uparrow$ （结合第 6 点 $\Rightarrow$ 增加套息港元的成本）

7 战役收尾——”官股”处理

► 案例 / 推演

干预规模： HK SAR 动用了 1181 亿港元买入股票（被称为”官股”）。

退出策略——盈富基金（Tracker Fund of Hong Kong, 2800.HK）：

- 1999 年 7 月：成立”盈富基金”上市发行
- 分成若干单位，通过”持续发售机制”让投资者认购
- 利润逐步回归市场 $\Rightarrow$ 政府获利不少
- 2002 年 7 月：基本解决，剩 52 亿保留在外汇基金中作投资用途

7.1 对港府干预的评价——”两害相权取其轻”

弊 (Cons)	利 (Pros)
干预自由市场，影响投资者信心 遭到 Greenspan、Miller 批评 影响国际金融中心地位 S&P 调低香港评级	非常时期的非常策略，否则全面崩溃 出于”绝对安全”的考量

第三部分 联系汇率制的总体评价与改革探讨

8 联系汇率制的缺点分析

1. 干预成本高，两个机制调节不完全：

- 不论是”一招”还是”七招” $\Rightarrow$ 导致 $r \uparrow \Rightarrow$ 最终打击实体经济

2. 货币发行受制于国际收支状况（货币乘数效应）：

- 国际收支盈余 $\Rightarrow$ 外储 $\uparrow \Rightarrow$ 基础货币 Base M $\uparrow$
- 但实际经济可能需要 M $\downarrow$ ——货币政策被动跟随，无法逆周期调节

3. 无独立的利率调节权——”火上浇油”与”雪上加霜”：

- 1990–1997 年：HK 高通胀 8%，而美国减息 $r = 5\%$ $\Rightarrow$ HK 实际负利率 $\Rightarrow$ 催生资产泡沫（HK 若减息则港元贬至 1:7.73，触发套利机制）
- 1999–2000 年：美国经济热，HK 经济冷。HK 随美加息 $\Rightarrow$ 经济更冷
- 套利推导：如果 HK 利率不跟上美国，资金套利 $\rightarrow$ 以 1:7.8 卖美元给 HKMA $\rightarrow$ 美元储备 $\downarrow$ 、HK M $\downarrow$ $\rightarrow$ 最终还是被迫加息

4. 汇率本身的其他问题：

- HK 有效汇率一直升值 $\Rightarrow$ 影响出口竞争力
- HK 对日元、欧元大幅波动（因 USD 对日元/欧元波动，而 HKD 挂钩 USD）
- 联系汇率易受炒家进攻（人为固定汇率始终是攻击目标）
- 美元存在潜在危机（若美元自身出现信用问题）

9 联系汇率制的优点与必然性

9.1 ”不可能三角”(Impossible Trinity / Mundell-Fleming Trilemma)

补充注释

”不可能三角”的理论渊源：由 Robert Mundell（蒙代尔，1999 年诺贝尔经济学奖得主）和 Marcus Fleming 在 1960 年代提出。其政策含义深远：在资本高度流动的全球化时代，固定汇率与独立货币政策不可兼得。欧元区的创立本质上也是成员国放弃独立货币政策以换取固定汇率（统一货币）和资本自由流动的集体选择。

核心要点

蒙代尔-弗莱明”不可能三角”：

一个国家/地区只能在以下三者中同时选择两项：

1. 独立的货币政策（Independent Monetary Policy）
2. 开放的资本项目（Open Capital Account）
3. 固定汇率制（Fixed Exchange Rate）

香港的选择：开放资本项目 ✓ + 固定汇率 ✓ ⇒ 放弃独立货币政策 X

中国的选择：独立货币政策 ✓ + 固定汇率（有管理浮动）✓ ⇒ 资本项目不完全开放 X

9.2 联系汇率制的实质与有利条件

核心要点

联系汇率制的实质： ”固定与浮动的杂交”——”接近固定，十分浮动”，”弹性较强”。

为何汇率比利率更重要？对香港这样的小型开放经济体，汇率是”信心之锚”——一旦汇率预期崩溃，所有金融资产都会重新定价。

实行联系汇率制的四大有利条件：

1. 美元储备多——965 亿美元外汇基金作后盾
2. 国际信誉好，法制完善
3. 中国政府支持
4. 银行制度优异且健全

10 联汇制的改革方案探讨

10.1 激进派——改变联汇制根本属性

10.1.1 (1) 改为浮动汇率或有管理浮动（如新加坡模式）

- 约 10% 支持
- 与一篮子货币挂钩（权重不公开）

- 建立 Monitoring Band（监控区间）

面临的问题：

1. 锚基变动：对小型开放经济体影响剧烈
2. 政策与经验不足：HK 的货币政策和管理缺乏工具和经验
3. 篮子货币成分尴尬：篮内应是主要贸易伙伴，但中国 RMB 当时不可自由兑换
4. 透明度与信心：人为篮子很难算，现行联汇制简便于保持市场信心
5. 转型风险：转型过程中的不确定性很多

10.1.2 （2）部分或完全美元化（Dollarization）

面临的问题：

1. 政治考量：中国领土完全用外币做货币？
2. 货币政策错配：港币政策完全交给 Fed（美联储）？HK 与 US 的经济状况往往完全不同
3. 铸币税（Seigniorage）流失：铸币税将拱手交给美国
4. 滑坡效应：部分美元化最终往往导致全部美元化

10.1.3 （3）与 RMB 挂钩或成为亚洲最优货币区

与 RMB 挂钩的问题：

- 近期人民币不稳定/不可自由兑换
- 大陆与 HK 经济体差别很大 $\Rightarrow$ 导致 HK 丧失独立货币政策

关于“最优货币区”（Optimal Currency Area, OCA）的探讨：

- 大中华最优货币区（中港台）？ $\Rightarrow$ 不可能
- “亚元区”？ $\Rightarrow$ 更不靠谱——与欧元区完全不同

补充注释

根本原因：亚洲各国在经济规模、结构、周期，甚至文化、政治、宗教等方面都存在巨大差异，缺乏建立单一货币区的基础条件。欧元区本身也面临“One Size Fits All”的困境（参见 Part3 相关笔记），亚洲建立共同货币的难度远超欧洲。

10.2 渐进派——引入衍生品修补机制

10.2.1 (1) ”美元流动资金调节机制”（港科大陈乃宏教授建议）

【名词解释】

操作设想：银行可利用外汇基金票据作抵押，从 HKMA 借取一周、一月、三个月、半年的美元（如 LIBOR + 息差）。

核心机制：银行有选择权以美元或港元还款（按 1:7.8 汇率）。⇒ 实质是赋予银行一个 Put Option（看跌期权）。

► 案例 / 推演

防御推导：

外来炒家抽资 ⇒ HKD $r \uparrow$ ⇒ 银行从 HKMA 借出美元 ⇒ 抛出美元买入港元 ⇒ 拆借港元给同业市场 ⇒ 促使同业拆息下降

（优势：因为有 Put Option 的保护，银行不怕港元贬值）

10.2.2 (2) Miller（米勒）方案——港元外汇基金票据

【名词解释】

实质：联汇保险单据（港元 Put Option 看跌期权）。

规模与定价：发行 400–800 亿，按 1:7.8 汇率行权。

目的与作用：

1. HK 贬值预期时，市场用购买 Put Option 的方式进行对冲（Hedge）
2. 自动套利：若港元真贬值，投资者可以低价买入港元，配合 Put Option 套利 ⇒ 促使汇率回归 1:7.8
3. 有助于 HKD 债券市场的进一步发展

10.2.3 任志刚/官方对”渐进派”方案的批驳

！ 警示

对”美元流动资金调节机制”的批驳：

不靠谱。存在巨大的杠杆作用。若实施此机制 $\Rightarrow$ 炒家将会有源源不断的弹药（轻易借到大量 HKD 来做空） $\Rightarrow$ 政府加息应对也会变得无用，且 HKMA 的美元储备毕竟是有限的。能借到的 Eurodollar（欧洲美元）同样是有限的，不足以对抗无限放大的杠杆抛压。

对”Put Option”方案的进一步批驳（笔者/讲者观点）：

Put Option 方案也不靠谱。

- HKMA 卖出 Put Option 面临的是潜在无限的损失，而获得仅是有限收入（权利金/期权费）
- 最终变成投机者索赔（套现）的工具
- 暴露 HKMA 美元储备有限的弱点 $\Rightarrow$ 打击信心 $\Rightarrow$ 引发市场怀疑 $\Rightarrow$ ”信心之锚”动摇

核心原则：自己（官方）绝对不要卖出期权！

10.2.4 (3) ACL 方案——”现代货币局”（Convertible Reserves System）

【名词解释】

类似模式：阿根廷、爱沙尼亚、立陶宛曾采用。

操作设想：银行在 HKMA 开户头，存放一定储备，HKMA 保证 1:7.8 的绝对固定兑换。

套利机制演示（秒级套利抹平价差）：

假设市场汇率贬值到 1:8.0：

1. 卖给甲美元（高价卖：100 万 USD 在 HKMA 只能换 780 万 HKD，但在对外市场可换 800 万 HKD）
2. 指示甲将 HKD（800 万）划到在 HKMA 的户头
3. 依靠 ACL 保证的固定汇率 1:7.8 $\Rightarrow$ 按 1:7.8 换回美元（赚取价差）

优势：用好银行系统，分秒内完成套利， r （利率）不会变动（避免利率大幅飙升对实体经济的打击）。

ACL 方案的问题：

1. 联汇制 $\Rightarrow$ 固定息率 $\Rightarrow$ 完全违背自由市场精神
2. 现汇守门，远期汇率下跌：即便现汇稳住，远期贬值预期依然会导致同业拆息飙升，背离初衷
3. 管局也不能保证实体经济波动减小（有可能放大）

11 笔者/讲者总结与建议

核心要点

五项核心结论与建议：

结论 1： 炒家击退后，ACL 短期可行。在投机者被击退的市场环境下，现代货币局制度在短期内具备可行性与防守力。

结论 2： 调整发钞机制——由 HKMA 来直接发钞。

- 保证一定是央行的负债
- 增加调控能力和管理力度（从被动机制转为主动管理）
- 成本评估：丧失一些信誉支持（ $<100\%$ 外汇储备支持的心理防线可能受微小影响，但换取了主动性）

结论 3： 官价不能改——一改有预期 $\Rightarrow$ 崩溃。坚守 1:7.8 的红线是信心之锚。

对有管理浮动方案的强烈质疑：如何管？以什么指数为基础？以什么比例调节？透明还是不透明？多长周期调整？这些问题在实操中无解，反而会成为被攻击的软肋。

结论 4： 大力发展债券市场的衍生品。通过深化次级与衍生市场，提供更多元的风险对冲与流动性管理工具。 $\Rightarrow$ OMO 市场及贴现加强 $\Rightarrow$ 最终使 HKMA 的调控能力显著 $\uparrow$ 。

结论 5： ”绝对不要卖出期权”——官方不应成为期权的净卖方。

附录：核心术语速查表

缩写/术语	全称与解释
HKMA	Hong Kong Monetary Authority, 香港金融管理局 (HK 的”中央银行”)
HSBC	Hongkong and Shanghai Banking Corporation, 汇丰银行
BOCHK	Bank of China (Hong Kong), 中国银行 (香港)
C/I	Certificate of Indebtedness, 负债证明书——发钞行向 HKMA 换发港元的法律凭证
OMO	Open Market Operations, 公开市场操作
IRP	Interest Rate Parity, 利率平价——外汇远期定价的核心理论
HKD	Hong Kong Dollar, 港元
USD	United States Dollar, 美元
GBP	Great Britain Pound, 英镑
F.I.	Financial Institutions, 金融机构
H.F.	Hedge Fund, 对冲基金
F.X.	Foreign Exchange, 外汇
Base M	Base Money / Monetary Base, 基础货币
Interbank Rate	银行间同业拆借利率
Off-Shore Market	离岸市场——在货币发行国之外进行该货币交易的市场
Swap	互换——约定在未来交换现金流的合约
Double Play	立体进攻——同时在汇市、股市、期市三线做空的攻击策略
Tracker Fund	盈富基金 (2800.HK) ——港府退出”官股”的 ETF
Impossible Trinity	不可能三角——独立货币政策、资本自由流动、固定汇率不可三者兼得
OCA	Optimal Currency Area, 最优货币区理论 (Mundell, 1961)
Seigniorage	铸币税——货币发行者从发行货币中获得的收益
Currency Board	货币局制度——以 100% 外汇储备为基础的固定汇率制度
Linked Exchange Rate	联系汇率制——港元与美元以 1:7.8 挂钩的制度安排
S&P	Standard & Poor's, 标准普尔——国际信用评级机构
LIBOR	London Interbank Offer Rate, 伦敦银行间同业拆借利率