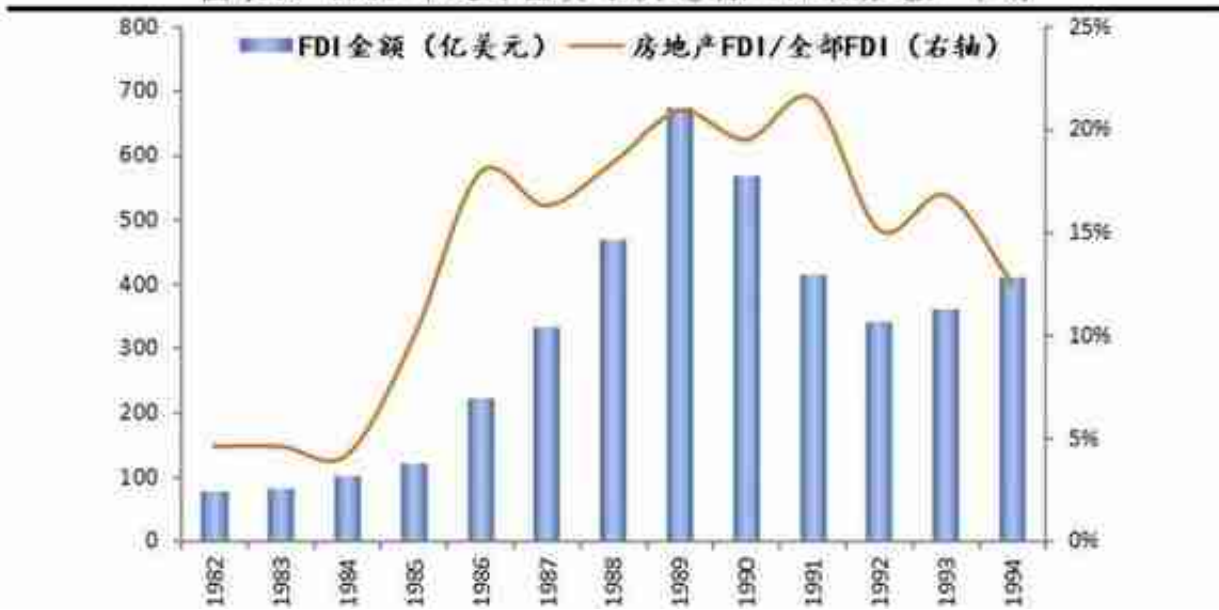


图表1：1985年起外国资本快速涌入日本房地产市场



1.2 制裁金融主体

美国利用其控制的全球跨境支付系统SWIFT、CHIPS和Fedwire等系统，对金融机构、实体企业、个人发起金融制裁，切断清算、结算与支付渠道，冻结其在美资产。

环球银行间金融通信协会（SWIFT）、纽约清算所银行同业支付系统（CHIPS）和负责美国国内支付清算的联邦储备通信系统（Fedwire）共同构成了美国实施金融制裁的基础。其中，SWIFT运营世界级的金融报文交换网络，而非支付交易系统，目前全球绝大多数银行和其他金融机构均通过它与同业交换电文来完成金融交易。SWIFT系统全球约2400家银行共同所有，服务于全球11000多家银行和金融机构，总部设置在

比利时的布鲁塞尔。尽管SWIFT系统声称其是中立的，但是该系统董事会成员均来自于美国的银行机构的高管，而美国联邦法律允许美国政府对全球的银行和监管机构进行制裁。

CHIPS和Fedwire是美国两大核心支付交易系统，前者主导跨国美元交易清算，后者主要负责国内美元结算。目前CHIPS已发展成为拥有12家会员银行，14家参加清算银行与众多的非参加清算银行组成的庞大国际清算支付网络，其承担世界上95%以上的银行同业美元支付清算与90%以上的外汇交易清算。

目前各国和地区均有平行于CHIPS的交易系统，欧洲的TARGET（泛欧实时全额自动清算系统）、英国的CHAPS（伦敦银行自动清算支付系统）、中国的CNAPS（中国现代化支付系统）均可用于本币或多边货币的清算，但是各国的交易系统仍然依赖于SWIFT进行报文转换。

一旦金融机构被CHIPS切断支付通道就无法进行跨境美元业务，而一旦被SWIFT切断报文转换通道，其不仅无法进行美元跨境清算，人民币、日元和欧元业务也无法进行。

2001年“911”事件爆发后，美国颁布《国际紧急经济权利法案》（IEEPA），并启动“恐怖分子融资跟踪项目”（即TFTP），授权财政部海外资产控制办公室（OFAC）从SWIFT调取与恐怖组织相关的金融交易与资金流通信息，从此美国掌握SWIFT系统中绝大部分的转账交易信息，并可根据SWIFT报文追踪涉及美元的交易信息，通过CHIPS、Fedwire切断涉及美元的金融交易。

美国曾多次对个人、企业、金融机构及政府进行金融制裁，主要手段包括限制交易、罚款和冻结资产，涉及朝鲜、俄罗斯、伊朗、中国等国家或所属企业，破坏商业银行正常对外货币结算，甚至引发银行挤兑和经济衰退。

美国相关法律规定，其有权将原本仅适用于国内实体和个人的国内法，延伸至境外行为者及其经济活动，即所谓的“长臂管辖权”。通过刑事或民事诉讼、罚款、限制在美融资、禁止获得美国的政府

合同、市场、产品和技术等手段，美国可限制全球金融机构与被制裁者在美国境内外进行金融交易或者向其提供金融服务。

具体来看，

2005年9月美国财政部指称汇业银行协助北朝鲜客户洗黑钱、协助伪钞流通等支持恐怖主义活动，建议美国公司断绝与该银行的任何联系，该银行出现银行挤兑现象，短短两天被提走了三亿澳门元，占汇业总存款额十分之一。

2

01

2年美

国曾切断S

WIFT与伊朗金融系统

的报文转换通道，伊朗经济陷入衰退。

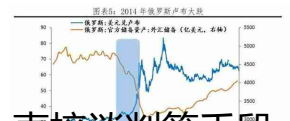
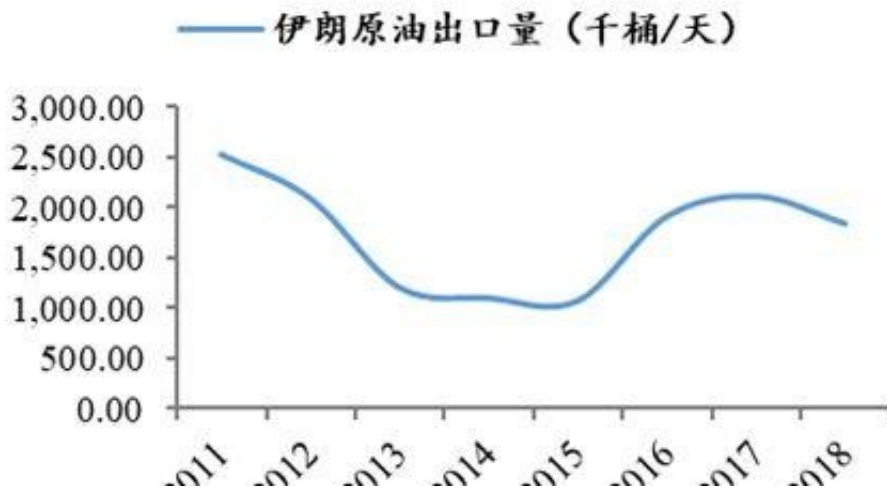
伊朗有银行无法与他国银行进行货币结算，伊朗不得不通过以物易物来完成交易。

切断SWIFT通道后，伊朗对外贸易陷入衰退，进出口规模急剧下滑，进口物资不足促使恶性通胀发生。2012年7月中国昆仑

银行因涉及与伊朗部分被制裁

银行交易而被美方制裁，昆仑银行的外汇业务、汇款业务、融资业务均无法正常运行，甚至大额交易和频繁支付也无法进行。2018年4月美国宣布对俄罗斯38个个人和公司实施制裁，冻结其在美国管辖范围内的所有资产。

图表3: 2012 年制裁后伊朗原油出口量缩减一半



在目标国经济稳定时，美国通过认定非美国家为“汇率操纵国”、直接谈判等手段，施压非美货币升值。

在直接谈判施压非美货币升值方面，美国与日本签订《广场协议》，通过政府手段干预升值日元。198

5年9月，美国迫使日本签订《广场协议》，并宣布联合干预汇率市场，结束美元汇率偏高情况。其后，日元快速升值，协议签订前美元对日元汇

率是1美元兑换239日元，至1986年底，已贬值为1美元兑换159

日元，1年内美元贬值超过30%。日元的急剧升值引起日本各界的强烈不满，部分出口企业利润受到影响，以日元计价的出口增速下降。

美国还通过认定非美国家为“汇率操纵国”，施压非美货币升值，从而达到减少美国对外贸易逆差的目的。美国198

8年颁布《贸易和竞争力综合法案》为美国指控别国“操纵汇率”并展开制裁提供了法律依据。该法案规定，美国财政部部长必须“考虑各国是否操纵本国货币与美元之间的汇率，以防止有效的国际收支平衡调整或在国际贸易中获得不公平的竞争优势”。若认定一国存在“操纵汇率”的行为，且对美存在大额贸易顺差或巨额经

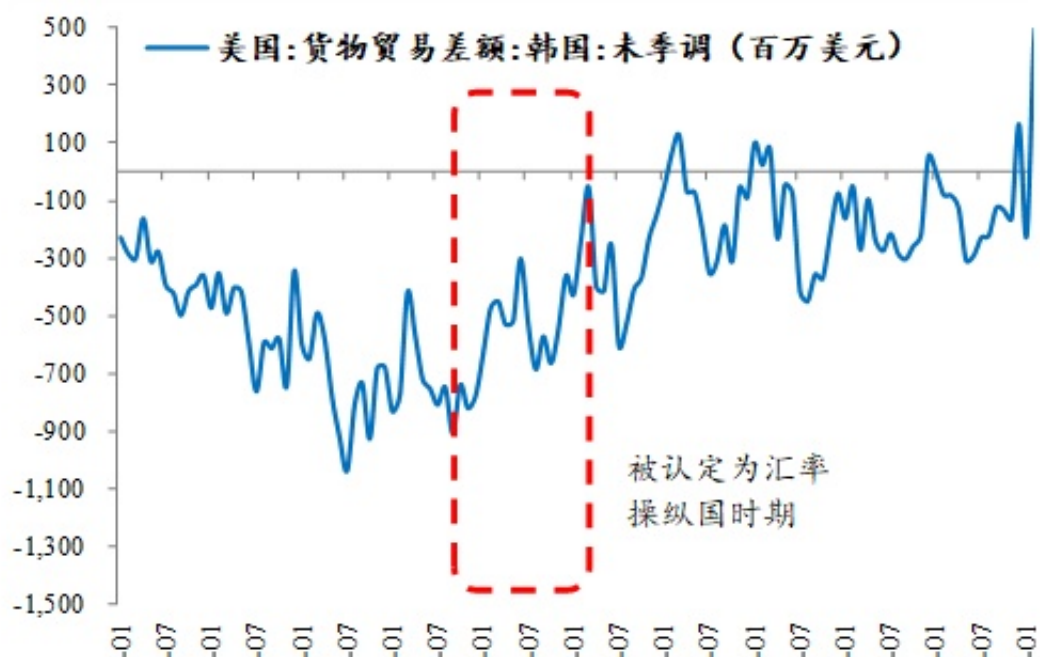
常账户盈余，则财政部部长将通过双边对话进行协调磋商，促使“汇率操纵国”将汇率调整至合理水平。2015年，美国通过《贸易便捷与贸易促进法》，提出判定汇率操纵国的量化标准，并进一步明确美国对“汇率操作国”后续制裁措施的程序与手段。

历史上，美国将韩国、中国台湾列为“汇率操纵国（地区）”，韩国、中国台湾在经历货币升值、对美贸易顺差减少、放松外汇管制、无力对美产生威胁后得以移出“汇率操纵国”名单。其中，韩国于1988年10月、1989年4月、1989年10月3次被美国列为汇率操纵国，主要原因在于美国认为韩国存在对美巨额贸易顺差、经常账户大量盈余、外汇和资本管制、汇率调整滞后等问题。1985年1月到1988年9月，美国对韩国的单月货物贸易逆差从2.3亿美元扩大到9.1亿美元。同期，韩国对外经常项目差额从-5.6亿美元上升到13.3亿美元。因此1988年10月美国以巨额对美贸易顺差、经常账户大量盈余等问题为由将韩国列为汇率操纵国。被列为操纵国后，韩国主动升值其货币，1988年10月到1989年5月升值6.0%，这导致韩国经常项目差额大幅萎缩，1989年12月韩国经常项目差额同比下降59.6%。美国对韩国的货物贸易逆差从1988年10月的7.4亿美元缩小至1990年4月的4亿美元。但是在此期间美国对韩元的升值幅度不满意，以1985年之后韩元的累计升值幅度不及日元和台币、汇率机制并非市场化、金融市场不开放、外汇和资本管制、汇率调整滞后等为由，于1989年将韩国列为“汇率操纵国”。韩国随后放松外汇和资本管制、启用了“市场平均汇率制度”。尽管1989年韩元再度出现了贬值，但贸易加权汇率稳定，考虑到急剧恶化的国际收支和大量的资本外流是韩元贬值的主因，叠加韩国日益恶化的经常项目，美国于1990年撤销了韩国“汇率操纵国”的认定。

中国台湾于1988年10月、1989年4月、1992年5月和199

1988年12月，4次被美国列为“汇率操纵地区”，其原因包括巨额对美贸易顺差、大量经常性账户余额以及台湾严格的外汇管制。1988年至1989年4月被美国认定为汇率操纵地区后，中国台湾对外贸易受到明显冲击。1988年经常项顺差同比下滑43%，经常项目顺差占GNP比重从1987年的18.4%下降至8.3%，台币升值6.5%。尽管1991年中国台湾对美国贸易顺差下滑，但是经常项目顺差两位数增长。1992年4月起的新台币贬值趋势以及高达832亿美元的外汇储备使美国在1992年5月再次将中国台湾认定为“汇率操纵地区”。此后中国台湾加大对美国商品进口力度，并且将企业和个人的非贸易外汇管制额度从300万美元提升至500万美元，中国台湾经常项顺差占GDP比重从1991年的6.7%下降至1992年的3.8%，美国于1993年撤销“汇率操纵地区”的指控。

图表7：1988-1990年，美对韩货物贸易差额缩小





1992-199

4年中国曾连续5次被美国认定为“汇率操纵国”，主要原因是当时中国存在高度的外汇管制、双轨汇率制度扭曲市场以及限制进口的做法，美方认为中国对美存在不公平的贸易顺差。199

1年，美国发起针对中国的贸易政策调查，并于1992-199

4年将中国列为汇率操纵国，其主要理由有两大方面：一是中国存在高度的外汇管制，扭曲市场。当时货币当局采取包括配额在内的多种方式来严格管控外汇在市场上的自由流通，这使得官方汇率与市场汇率并行，不能真正反映外汇市场的供求。二是美国认为中国的贸易顺差主要是通过限制国外进口产品流入以及恶意操纵人民币汇率而形成的不公平贸易顺差

和经常账户盈余。

被认定为“汇率操纵国”后，中国开展外汇管理体制及汇率制度改革，人民币汇率一

次性

大幅贬值

后基本维持平稳，

但对美货物贸易顺差同比在此期间有所下滑。伴随199

3年底国务院颁布《关

于进一步改革外汇管理体制的通知》，199

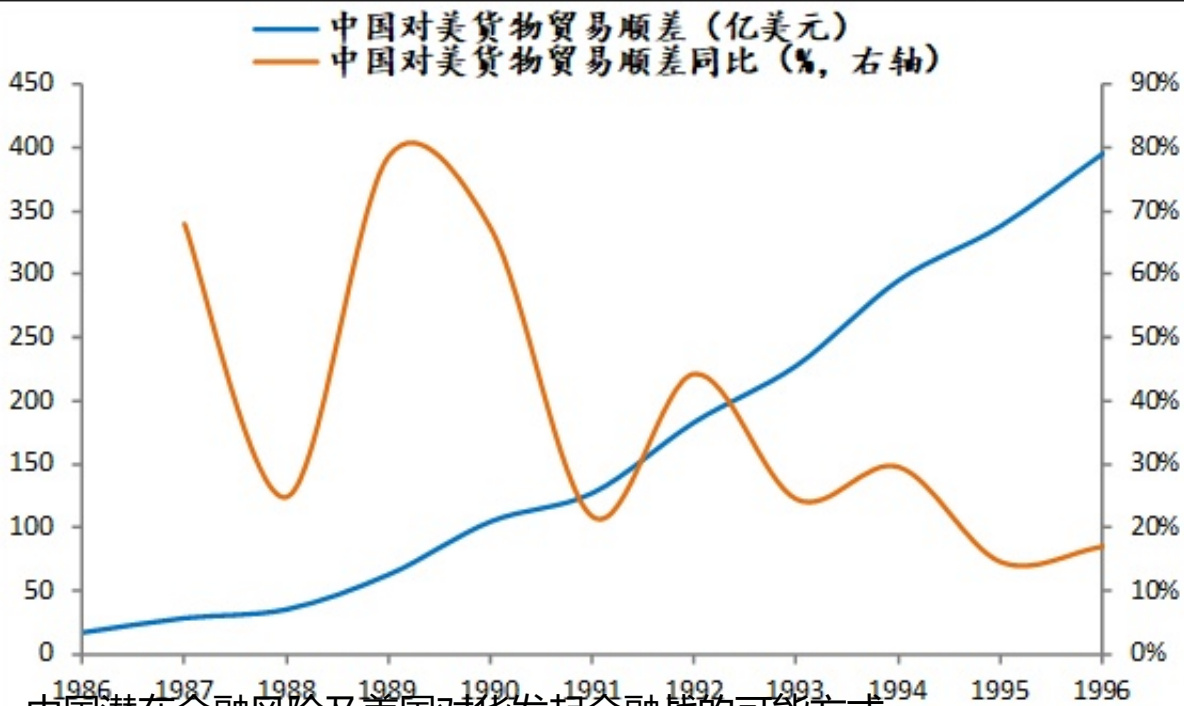
4年起中国从官方汇率与市场汇率并存的双轨汇率制，转为以市场供求为基础的管理浮动汇率制度。同时，中国实行结售汇制度，并建立全国统一的外汇交易市场，减少外企购买外汇的不必要限制。1992-199

3年，人民币汇率有所贬值，并于199

4年初人民币汇率一次性贬值33%，但在此期间中国对美出口增速下滑；顺差仍在扩大，但同比增速放缓。其中，199

4年中国对美出口同比23%，较1991-1992年分别下降1.5和12.6个百分点。

图表11: 1991-1994 年中国对美顺差同比增速下滑



2、中国潜在金融风险及美国对华发起金融战的可能方式

2.1

中国宏观杠杆率

和金融脆弱性高，美国可能在此环境下要求中国过快、过急推动金融自由化，冲击资本市场，助推并刺破泡沫

当前中国的宏观杠杆率偏高，其中地方政府

隐性债务和国企债务高企，经济对金融地产的依赖度较强，金融脆弱性强。对此，美国可能在贸易谈判中要求中国在短期内

迅速开放金融市场，尤其是

短期资本项目自由化，以此引起资本大进大出，进一步推升并刺破资产泡沫。房地产泡沫一旦破裂，对银行、居民部门将产生巨大负面影响，必须警惕历史上美国动用金融手段加速日本房地产泡沫的破灭带来日本30年衰退。

第一，目前中国宏观杠杆率

偏高，逐步开始干扰经济正常运行，加大宏观政策调控难度。

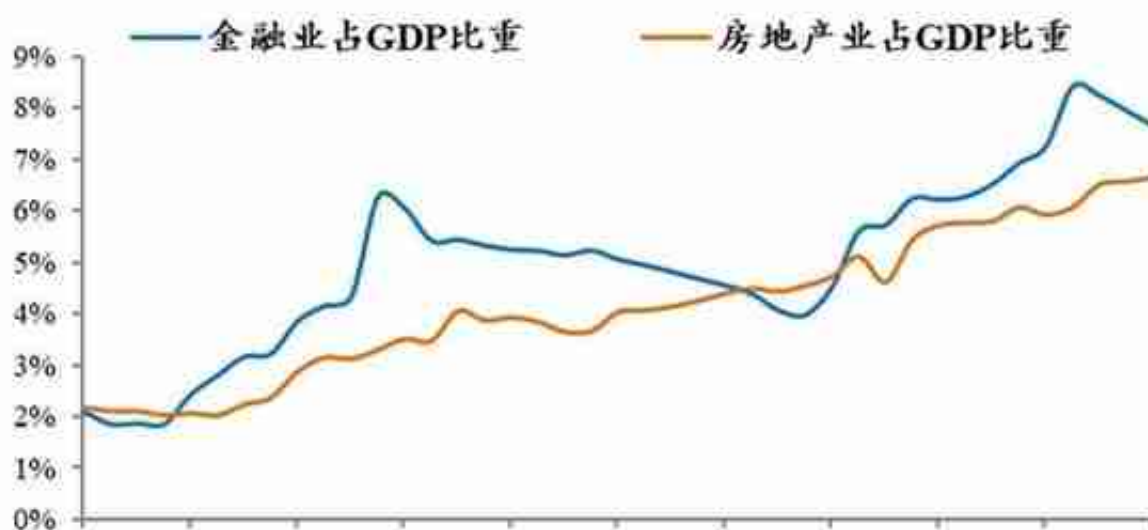
2019年一季度中国非金融部门总杠杆率为248.8%，较2018年底上升5.1个百分点，上升幅度较大，宏观杠杆率

过高的负面影响显著，一是干扰经济正常运行，经济复苏疲弱；二是增加宏观调控难度，削弱政策效果。此外，中国居民部门杠杆偏高，在2008年国际金融危机后居民部门经历了三轮快速加杠杆，杠杆水平从新兴市场经济体向发达经济体迅速靠拢

第一，目前中国宏观杠杆率

，安全空间被快速消耗。居民杠杆的过快上升将带来银行资产恶化、金融风险积聚以及抑制居民消费增长等不良影响。第二，虽然政府债务率在国际偏低，但中国地方政府隐形债务高企。根据财政部披露数据，截至2018年末全国地方政府性债务存量规模为18.39万亿，债务率为39%，低于同期的美国和日本。但据估计，我国地方政府隐形债务大约在30-50万亿左右。第三，中国金融业和房地产业占GDP比重高，金融脆弱性强。2018年底，金融业占GDP比重7.7%，房地产业占GDP比重6.6%，两者之和接近日本80年代末的水平，巨大的债务以房地产作为抵押，一旦出现供需错配或价格的大幅波动，极有可能引发信用危机，进而发展成为系统性风险，增加金融体系脆弱性。

图表15：金融业和房地产业之和占GDP比重接近15%



2.2 我国金融机构竞争力不足，美国充分利用中国金融服务业开放的环境，冲击并收购我国金融机构，充分利用包商事件等在舆论和预期上打击中国金融体系，暴露中小银行风险

我国金融机构竞争力不足，主要体现在以下方面：

第一，金融机构海外收入占比低，国际竞争力不强。

以银行业为例，根据英国《银行家》杂志发布的“2018年全球银行1000强”榜单，工商银行、建设银行、中国银行、农业银行位居前4位，但四大行的海外收入占比远低于全球跨国银行，建设银行和交通银行的海外收入仅为3%和5%，目前规模

最大的股份制银行招商银行海外收入占比更是低至2%，同期摩根斯坦利等全球跨国银行海外收入占比均大于10%，其中高盛集团和汇丰控股高达39%和68%。

中国金融服务

业长期依靠准入垄断来赚取高利润，全球竞争力不足。

第二，我国金融产品有限，资产负债期限错配加剧商业银行风险。

根据广发银行发布的《2018中国城市家庭财富健康报告》，我国城市家庭银行存款和理财产品占比高达56.3%，存款和理财资金期限短，商业银行缺乏长期、稳定的资金来源，资产和

负债的期限错配加剧商业银行的流动性风险。第三

，银行风险定价能力不足，贷款集中投向地方融资平台、国企和房地产行业，中小银行不良率随经济下行而大幅攀升。

银行风险识别能力弱，贷款利率定价能力不足，导致银行不得不要求企业以土地、厂房等固定资产作为抵押，或是要求政府

提供

隐形担保，大量贷款流向房地产行业、“两高一剩”国企和地方融资平台，资产端风险分散不足，经济下行不良率持续走高。

截至2019年3月末，我国农村商业银行不良贷款比率超过4%，城市商业银行的不良贷款比率也逼近2%。

2018年以来中国债券市场违约事件大幅增多，近期包商银行被接管，银行业打破刚兑，引发同业市场和非银市场流动性风险

，引发市场对金融体系信用风险的担忧。

第一，债券违约事件频发，导致市场风险偏好下降。

2018年债券违约事件125起，违约金额1209.57亿元，数量和规模都超过2015-201

2018年以来中国债券

市场违约事件大幅增多，近期包商银行被接管，银行业打破刚兑，引发同业市场和非银市场流动性风险

，引发市场对金融体系信用风险的担忧。

第一，债券违约事件频发，导致市场风险偏好下降。

2018年债券违约事件125起，违约金额1209.57亿元，数量和规模都超过2015-201

7年违约

债券之和，2019

年上半年违约事件74起，已经超

过2018年半数。第二，

近期包商银行被接管，银行业金融机构打破刚兑，短期流动性收缩，长期信用风险引起市场担忧，市场风险偏好进一步降低。

目前中国仍然存在大量中小银行经营风格较激进，定位不清晰，经营管理理念、战略规划及科技实力弱，

这都构成中国金融体系的潜在风险。

截至2018年末

，我国城商行、农商行以及其

他农村金融机构分别达134、1427和2473

家，在城商行中，包商银行资产规模位属前列。包商银行事件虽为个例，但不排除其他中小银行也存在相同的信用问题，在公司治理、盈利能力、资产质量、资本充足水平方面的问题将逐渐暴露，一旦其他中小银行继续爆雷，将可能引起金融市场大面积信用事件爆发，形成系统性风险。

在我国金融服务业全面开放的背景下，美国可能冲击并收购中国金融机构，逐步提高对中国金融服务业

的话语权，部分中小机构将被挤出市场。

同时，当前银行业刚兑打破，包商银行事件暴露了中小银行的风险点，美国可利用舆论宣传进一步诱发信用和流动

性风险，大肆宣传

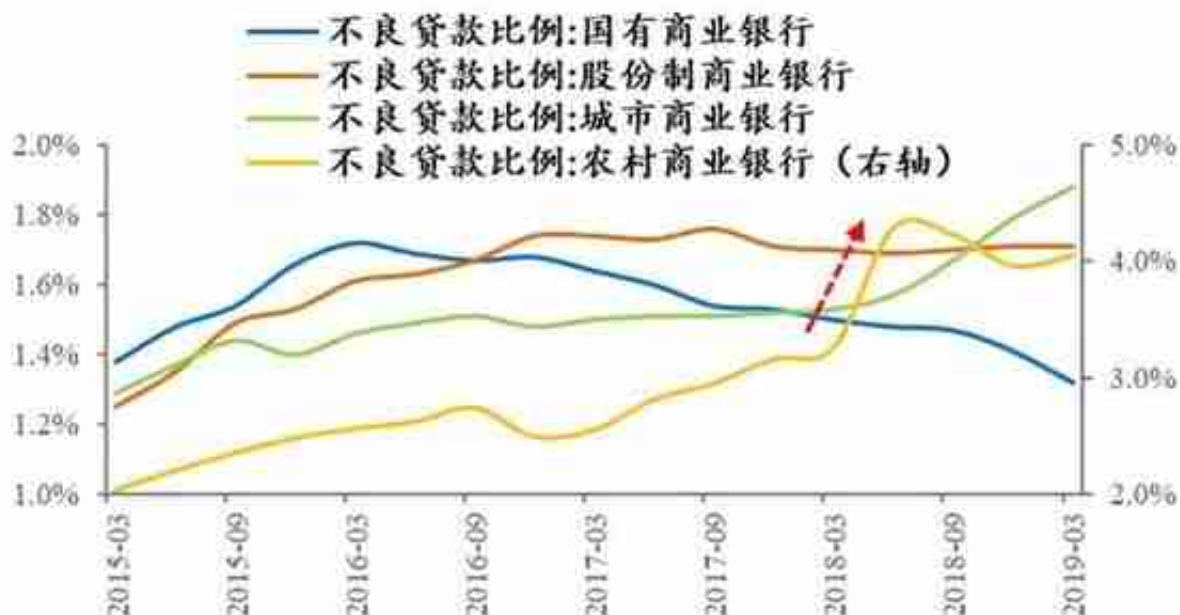
中小银行呆账

坏账的信息，诱发银行业挤

兑潮，打击中国金融体系。

中小银行挤兑可能会通过银行间市场的资金拆借和社交媒体的情绪传染向整个银行业传递。此外美国也有可能会在香港市场传播危机信息，香港银行的挤兑风险通过离岸市场传递至国内金融系统。

图表17: 中小银行不良贷款率明显上升



2.3 美国直接制裁中国金融机构、实体企业和个人，利用SWIFT系统切断交易、结算与支付渠道，开出巨额罚单，冻结资产

美国可能利用其发达的金融基础设施对中国实体及个人实施金融制裁。

美方可能会利用长臂管辖权制裁中国企业，包括罚款和上游产品禁售。根据英国《经济学人》数据，2009-2015年美国对外国公司的罚款总额是1610亿美元。长臂监管将阻碍中国企业融入全球产业链，企业风险大增，经营和回报的不确定性使新兴产业从风险投资基金和股权投资基金处融资的难度大幅提升。6月24日，《华盛顿邮报》发表报道称，三家中国大型银行拒绝执行美法院关于违反朝鲜制裁调查的传票，将面临被切断美元清算渠道的风险。

2.4 美国可能阻碍中资企业赴美融资，做空中资股，逼迫中资股退市

一是美国可能直接禁止中资股赴美上市融资。

二是通过发布沽空报告和资本运作等方式做空中资股。

美国可能鼓励甚至指示第三方金融机构恶意做空中概股，引发海外投资者对中国企业信息披露和财报质量的质疑

，增加上市融资难度。三是强迫中概股退市

。此举会吓退全球投资者，增加中国新经济企业的投资风险和退出难度，增加中国新兴产业的股权融资难度。中概股退市将对中国企业的品牌形象带来负面影响，阻碍中国企业在海外市场的拓展。

图表21：部分中概股和中国香港上市内地企业做空事件

公司	上市地点	时间	做空机构	当天涨跌幅
波司登	香港	2019年6月	Bonitas	-24.78%
平安好医生	香港	2019年4月	匿名	-5.19%
优信	美国	2019年4月	J Capital	-36%
金蝶国际	香港	2019年3月	David Michael Webb	-17.18%
新高教	香港	2019年2月	空城研究	-13.39%
佳源国际	香港	2019年1月	匿名	-80.62%
恒安国际	香港	2018年12月	Bonitas	-9%
金斯瑞	香港	2018年9月	闻天研究	-26%

2.5 美国可能发起汇率战：认定中国为“汇率操纵国”并处罚；单独或联合他国迫使人民币升值；短期内迅速做空人民币

汇率战是美国在金融战中最常使用的打击手段，历史上美国曾多次参与或对他国发起汇率战。

各国经济的最终表现分为三类：一是多败俱伤，世界贸易萎缩，经济萧条，如上世纪30年代大萧条汇率战；二是美国贸易逆差短期改善，长期无改善，非美国国家采取错误宏观政策导致泡沫破裂、经济萧条，如上世纪80年代美日贸易战；三是美国贸易逆差短期改善，长期无改善，非美国国家通过稳健货币政策、推动供给侧改革实现经济持续发展，如上世纪80年代美德汇率战。

图表23：2014年以来外汇储备持续下降



美国对中国发起汇率战的三种可能方式：1) 美国修改汇率操纵国的认定条件或者直接认定中国为汇率操纵国，后续或采取限制融资、限制从中国货物和服务进口、在IMF发起对宏观汇率政策的额外审查、加征惩罚性关税等措施打压中国。北京时间8月6日，在中国并不符合美国“汇率操纵国”认定标准、人民币贬值是市场化行为的情况下，美国将中国列为汇率操纵国，表明美国不按自身规则行动，已突破汇率层面的问题，更多是在贸易摩擦升级的背景下提高对中国施压的筹码，并为创设制裁中国的政策工具提供依据。

依据美国在2015年颁布的《贸易便捷与贸易促进法》最新规定，判断一国或地区是否存在汇率操纵行为应满足以下三点：对美贸易顺差超过200亿美元；经常账户盈余超过GDP的2%；通过购买外币持续单边干预汇率市场（至少12个月中的6个月）。目前从这3个标准来看，中国并不是汇率操纵国。

美国认定中国为“汇率操纵国”事实上掀开了金融战的冰山一角，按照美国规则未来有一年的协商期再进行制裁，但是美国现已不按规则出牌，需要防止美国直接从汇率层面升级到金融战的整体层面。美国将在1年内持续与中国进行谈判与磋商，改善“汇率低估”问题。若1年后双方谈判达不到美国的标准，则美国将在四方面对中国打压与制裁：一是限制禁止海外私人投资公司（Overseas Private Investment Corporation）批准任何位于中国的融资（包括任何保险、再保险和担保）；二是禁止联邦政府采购或订立来源于中国的货物或服务的采购合同；三是指示美国在IMF的执行董事发起对该国宏观经济汇率政策额外严格的审查；四是美国贸易代表办公室与财政部磋商，考虑是否与该国内或区域贸易协定。

2) 美国通过美元霸权地位，可能单独或者联合其盟友迫使人民币大幅升值，影响中国出口贸易，实施以邻为壑的竞争性措施。3) 美国可能在短期内通过资金的快

进快出，迅速做空人民币，影响市场信心，加剧资本外逃。

中国香港作为自由市场，是中国大陆金融业对外开放的窗口，香港或成美国发起对华汇率战的重要战场。

历史上美国多次在香港大规模掀起汇率战，199

7年亚洲金融危机、2018年港币保卫战都是美国挑起汇率战的典型事件。其一，香港是自由市场，且是中国内地的金融窗口，香港自身的房地产和股市存在泡沫，风险较高，一旦楼市或股市刺破泡沫，容易对大陆楼市和股市产生较大影响；其二，港币实行联系汇率制度，盯住美元，一旦美国挑起金融战，港币首当其冲，随之而来的资金外逃、港币大幅贬值都引发重大风险；其三，香港是最大的人民币离岸市场，通过离岸市场调控人民币汇率是央行的主要做法，央行可以在香港发行央票收紧离岸市场流动性，稳定市场预期，支撑人民币汇率回升，因此香港对人民币汇率至关重要。

因此，香港极有可能成为中美金融战、汇率战的重要战场，而一旦港币大幅贬值，或者直接刺破房地产泡沫、股市泡沫，则可能引燃中国大陆金融风险导火索。

图表25：我国机构投资者持股市值占比较低



