

首席经济学家：任泽平

研究员：罗志恒、甘源、贺晨、
石玲玲、刘宸

中美金融战正式开打：

情景分析、工具手段及应对

宏观研究

专题报告

2019/8/7

导读：

二战后美国取代英国成为世界霸权国家，为维护其霸权地位，打击前苏联、日本和崛起的一体化欧洲，已积累起贸易战、科技战、金融战、资源战、地缘战等经验。

中美贸易摩擦打打停停，G20 大阪峰会中美元首同意重启经贸谈判，已历经十二轮高级别磋商。但是，特朗普在 8 月 1 日突然宣布将于 9 月 1 日起对华剩余 3000 亿美元商品加征 10% 的关税。8 月 6 日，在中国并不符合美国“汇率操纵国”认定标准、人民币市场化贬值的前提下，美方将中国认定为“汇率操纵国”，并称“将与国际货币基金组织接洽，消除中国的行动带来的不公平竞争优势”，标志着中美贸易摩擦从贸易战、科技战、地缘政治打压升级为金融战，与我们的前瞻性判断一致。这表明美国已不按自身规则行动，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，并为创设更多制裁中国的政策工具提供依据。

根据美国 2015 年颁布的《贸易便捷与贸易促进法》，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。未来一年并非安稳之年，美国可能采取其他金融手段打压中国。若 1 年后双方谈判达不到美国的标准，则美国将在四个方面对中国打压与制裁：一是禁止海外私人投资公司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，考虑是否与该国外国订立双边或区域贸易协定。历史上中国（1992-1994 年连续 5 次）、韩国（1988 年 10 月、1989 年 4 月、1989 年 10 月，3 次）、中国台湾（1988 年 10 月、1989 年 4 月、1992 年 5 月和 1992 年 12 月，4 次）、日本等均被美国认定为“汇率操纵国（地区）”，美国以此为手段要求其他货币升值、降低上述国家（地区）对美出口增速和顺差、要求放松外汇管制，直至对美威胁下降才被移出“汇率操纵国”名单。中国在 1992-1994 年被认定为“汇率操纵国”后，开展外汇管理体制及汇率制度改革，减少外汇管制，从双轨汇率制转向有管理的浮动汇率制，人民币兑美元汇率在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放缓。

美国已不按规则出牌，持续升级贸易摩擦态势，需防止美国直接从汇率层面升级到金融战的整体层面。美国在历史上发动的金融战主要有哪些手段？中国当前的金融风险 and 弱点体现在哪些方面？美国可能从哪些方面对中国发起金融攻击？我们如何应对？

摘要：

1、美国在历史上发动的金融战可概括为攻击金融制度、制裁金融主体和攻击金融工具（资产）三大层次，具体包括九大手段。由于美国拥有发达的金融基础设施、中介机构、强大的美元国际货币地位，美国一旦发起金融战，目标国及企业在短期内难以采取有效手段应对，大多金融战败。

（1）金融制度方面：第一，美国逼迫他国过快、过急、全面开放金融市场，以金融自由化为契机，一方面冲击他国的金融机构，另一方面在大量外资疯狂涌入并于泡沫破灭前抛售资产，助推金融泡沫形成与破裂，剪羊毛。美国曾主导“苏联 500 天”计划致使前苏联金融及经济崩溃，美国也曾在 80 年代推动日本金融资本市场自由化，大量资本涌入市场推升日本金融泡沫。

（2）金融主体方面：第二，利用 SWIFT、CHIPS 和 Fedwire 系统等发达的金融基础设施，美国对目标国金融机构、实体企业和个人发起金融制裁，切断清算、结算与支付渠道，冻结其在美资产，迫使缴纳巨额罚款。

第三，阻止被制裁国企业赴美融资，制裁目标国重点发展战略或经济命脉项目等。

第四，利用标普、穆迪评级公司等的全球影响力大幅下调目标国的主权和企业的信用评级，提高融资成本，甚至直接引发债务危机。美国曾于 2018 年宣布对俄罗斯 38 个人和公司实施制裁，冻结其在美国管辖内的所有资产。美国还对伊朗政府、企业等发起金融制裁，限制伊朗对外的金融交易，并将限制进一步扩展到参与伊朗相关商品或服务交易的第三方国家实体或个人。2012 年昆仑银行因向伊朗提供金融服务而被美国政府制裁，其与美国金融系统的联系被切断，美元结算通道被关闭，致使其外汇业务、汇款业务、融资业务均无法正常展开。

（3）金融工具（资产）方面：第五，汇率战是金融战的重要方式，美国通过认定“汇率操纵国”、威胁采取制裁措施等方式，要求目标国大幅升值汇率。

第六，单独或联手盟国直接迫使目标国货币大幅升值，以制裁为威胁迫使目标国货币升值，最终引发“升值萧条”，尤其是致使目标国货币放水的错误应对。

第七，在目标国经济疲软或被金融制裁时，利用资本做空并促使非美货币大幅贬值，资金恐慌性外逃，引发金融市场动荡。2014 年美欧联合制裁俄罗斯，使得俄罗斯资金大量外逃，卢布大幅贬值，2014 年年内卢布兑美元最高贬值 56%。

第八，恶意做空目标国的股票和债券市场。

第九，美国利用其美元国际货币地位，进行货币超发，输出通胀，全球流动性泛滥致使新兴市场外债增加、金融市场普涨，美元收紧刺破金融泡沫，引爆新兴市场债务危机或货币崩溃。

2、当前中国经济金融的风险依然较高，美国攻击中国薄弱环节的可能方式如下：

第一，中国宏观杠杆率和金融脆弱性高，经济对金融地产的依赖度较强，美国可能在此环境下要求中国过快、过急推动金融自由化尤其是短期资本项目自由化，资金大进大出，冲击资本市场，助推并刺破房地产和股市泡沫，诱发中国大规模货币放水应对。必须警惕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 年衰退类似事件在中国上演。

第二，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，逐步提高在中国金融业的话语权；充分利用包商银行事件等在舆论和预期上进一步诱发信用和流动性风险，暴露一系列中小银行风险，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。

第三，美国直接制裁中国金融机构、实体企业和个人，利用 SWIFT 及 CHIPS 系统切断交易、结算与支付渠道，开出巨额罚单，冻结资产。

第四，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。此举将影响全球投资者的风险偏好，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。

第五，美国对华发起汇率战的三种可能形式：1) 修改汇率操纵国的条件或者直接认定中国为“汇率操纵国”，并采取限制融资、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，增加施压中国的筹码。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，中国并不完全符合汇率操纵国，但美方为打压中国，完全抛弃自身制定的规则。2) 单独或联合他国迫使人民币升值；3) 短期内迅速做空人民币。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。

第六，美国可能下调中国主权和企业信用评级，大幅提高企业融资成本。美国或利用其控制的强大国际评级机构、会计师事务所做空中国，下调中国主权和企业信用评级，或恶意不出具无保留意见，做空中国资产，大幅提高融资成本，导致债券抛售推动债市危机。

第七，美国可能持续监测市场情绪，配合做空工具恶意做空中国股市。

第八，我国金融监管在金融稳定和前瞻性尚待进一步提高，美国可能通过衍生品等金融创新工具重创中国金融市场。

第九，虚拟货币时代资本外流压力加大，美国可能支持比特币平台，打击中国对资本流动的监管。监管之外的资本流动加剧了中国金融体系的脆弱性：1) 大量资本借助比特币实现资本流入和流出，加剧了热钱的大进大出，极易引发资产价格大幅波动。2) 比特币成为犯罪分子洗钱工具，比特币可能成为毒品交易的支付手段，也可能成为贪腐分子隐匿财产的

工具。

3、美方发起金融战，必将两败俱伤，对此要有清醒认识，做好提前防范，生于忧患、死于安乐。金融安全事关国家安全，必须将金融战上升到国家安全的战略高度，守住不发生系统性金融危机的底线。我们可采用“防御与反制并行，改革与坚守并重”的策略。

第一，在金融制度方面，短期来看，可加强跨境资本管理，长期来看，要坚持金融体系和资本账户的国际化、市场化开放方向，但要坚持循序渐进、有节奏地开放和推动资本项目自由化，主动权在我，节奏、顺序在我不在美。

第二，在金融主体方面，要提高中国金融机构的竞争力，加强公司治理、促进国企改革。

第三，针对美国制裁中国企业和金融机构的行为，可同步反制。其一，可以冻结美国在华企业的资产，进行深度国家安全审查。其二，禁止美国企业在中国从事威胁国家安全的相关商业活动，禁止企业和个人采购被制裁美国企业的服务、产品和技术等。其三，审查和制裁在华美国金融机构的参与金融战投机行为。像2012年美国制裁昆仑银行一样，中国可以对在华美国银行进行反制，限制美国金融机构在华贸易融资、限制交易行为、要求美国金融机构交易行为进行专门预先审批等。

第四，在汇率方面，不能被迫升值，必要时主动贬值，但整体以稳为主；若美方因认定中国为汇率操纵国而征收惩罚性关税，我方同步提高关税；加快推进人民币国际化进程，去美元化，扩大人民币结算。

第五，在金融资产方面，中国可以抛售部分美债。

第六，在金融监管方面，提高监管能力、加强内部监管、改革监管体制，解决金融领域特别是资本市场违法违规成本过低问题，建设强大的多层次资本市场。

第七，根本上靠改革开放，大规模减税、放开行业管制、实现竞争中性、给地方政府和企业家吃定心丸调动其积极性等。

4、最后需要强调的是，本文目的不是为了夸大中美金融战的情景，我们深信，中美双方都存在客观理性冷静友好的重要建设性力量，甚至是主流。值此时艰，需要双方的政治家、企业家、知识精英和爱好和平的广大民众一起努力，点亮烛光，走出黑暗。反全球化、贸易保护主义和民粹主义在全世界是不得人心的，在历史上也有非常惨痛的教训，大萧条演变成二战，全球贸易战扮演了很不光彩的角色。我们深信，只有我们对最坏的形势做充分的估计，才能避免走向深渊。做最坏的打算，往最好处努力。

客观地讲，中美双方存在广泛共识，完全可以达成双赢局面，前提是双方都要正视现实问题、张开双臂相互拥抱、提出闪耀人类智慧的解决方

案。中国在改革开放领域还有很多功课要做，比如开放汽车和金融业、保护知识产权、保护环境、降低关税和非关税壁垒、推动国企改革实现竞争中性、扩大消费内需以平衡中美贸易失衡等；同时，美国在过度消费模式、美元“嚣张的特权”、改善收入分配、对被全球化抛弃的民众进行再就业培训等。我们深刻地认识到，全球化带来的收入分配问题，是贸易保护主义和民粹主义的土壤。川普最大的支持，来自铁锈州的被全球化边缘化的人群。美国即将迎来国家历史上最长的经济扩张期，长于1991-2001年，但收入和财富两极化加剧以及社会阶层流动放缓的确引起了美国民众的不满情绪。美国的政客不应该欺骗民众，过度追求选票最大化，将自身的问题和社会阶层撕裂问题向外输出，这丝毫无助于问题解决。这都需要双方保持克制，相互信任，保持接触，共同努力，这才是全世界人类的福音。

风险提示：中美贸易摩擦升级，改革开放不及预期等

目录

1 历史上美国发动金融战的手段	8
1.1 对金融制度及政策的攻击	8
1.2 制裁金融主体	9
1.3 对金融资产（工具）的攻击	11
2 中国潜在金融风险及美国对华发起金融战的可能方式	15
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	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	16
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	19
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	19
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	21
2.6 美国可能下调中国主权和企业信用评级，大幅提高企业融资成本	23
2.7 美国可能以做空工具做空中国股市	23
2.8 我国金融监管在金融稳定和前瞻性尚待进一步提高，美国可能通过衍生品等金融创新工具重创中国金融市场	24
2.9 虚拟货币时代资本外流压力加大，美国可能支持比特币平台，打击中国对资本流动的监管	25
3 我方应对：防御与反制并行，改革与坚守并重	26

图表目录

图表 1: 1985 年起外国资本快速涌入日本房地产市场	9
图表 2: SWIFT、CHIPS 和 Fedwire 构成涉及美元金融交易的基础	10
图表 5: 2014 年俄罗斯卢布大跌	12
图表 6: 美国金融战的三大层次、九大渠道	15
图表 9: 中国银行业海外收入占比低于全球跨国银行	17
图表 10: 中小银行不良贷款率明显上升	18
图表 11: 2018 年以来债券违约数量和金额大幅增长	18
图表 12: 同业存单发行成功率大幅下降	19
图表 14: 部分中概股和香港上市内地企业做空事件	20
图表 15: 2019 年以来人民币贬值压力大	21
图表 16: 2014 年以来外汇储备持续下降	21
图表 17: 汇率战基本运行机制	22
图表 18: 我国机构投资者持股市值占比较低	23
图表 19: 个人投资者成交量占比达 82%	24
图表 20: 比特币总市值小，但是日换手率超 10%	25
图表 21: 比特币币值不稳定，难以充当一般等价物发挥交易媒介功能	26

1 历史上美国发动金融战的手段

自二战后美国主导建立以美元为核心的布雷顿森林体系以来，以美元结算的国际贸易体系建立，美元在国际储备货币、支付手段、清算方式等金融领域占据绝对主导地位。尽管布雷顿森林体系走向崩溃，但美国主导建立的世界银行（WB）、世界贸易组织（WTO）和国际货币基金组织（IMF）使得全球经贸体系长足发展。美国金融霸权地位的进一步确立，使其能够动用各类金融手段打压非美国国家、企业及个人，其手段主要分为三个层次，其一是攻击金融制度及政策，逼迫非美国国家过快、过急、全面放开金融市场，以金融自由化为契机，冲击他国资本市场和金融机构；其二是制裁金融主体，采用多种手段对金融机构、实体企业及个人展开金融制裁；其三是攻击金融工具（资产），包括汇率、股票、债市等。

1.1 对金融制度及政策的攻击

美国逼迫他国金融过快、过急、全面开放，开放国“管制”的闸门过快打开，不仅使得开放国金融机构面临激烈竞争，并且大量外资疯狂涌入并于泡沫破灭前抛售资产，助推金融泡沫的形成与破裂。由于美国具备发达的金融市场、完备的金融工具和竞争力顶尖的金融机构，其在金融领域占据优势，因此美国推动他国过急过快的金融开放使其能够在此过程中获取大量利润并严重打击开放国的金融市场。历史上，美国曾主导“苏联 500 天”计划致使前苏联金融及经济崩溃，美国也曾在 80 年代推动日本金融资本市场自由化，大量资本涌入市场推升日本金融泡沫。此外，金融市场准入的开放使得美国银行、券商等金融机构大举进入开放国市场，开放国金融机构面临激烈竞争，金融服务行业被美国主导。

20 世纪 80 年代，美国主导推动日本加速推进金融自由化，包括利率自由化、资本兑换自由化和放松市场准入等。1984 年 5 月，日美发表《美元日元委员会最终报告书》，美国主要实现了四个方面的利益诉求：（1）日本金融资本市场自由化，包括利率自由化和日元借款自由化，新的金融衍生产品大量出现。（2）放松市场准入，确保外国金融机构自由进入日本金融资本市场。外国证券公司可以申请东京证券市场会员权，向外国银行开放日本信托业。（3）撤销日元兑换管制，创设自由的海外日元交易市场，扩大欧洲日元市场——离岸市场。（4）实现日本金融与资本市场自由化，消除外资对日投资障碍。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_10906

