

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 and 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，禁止美国企业在华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。

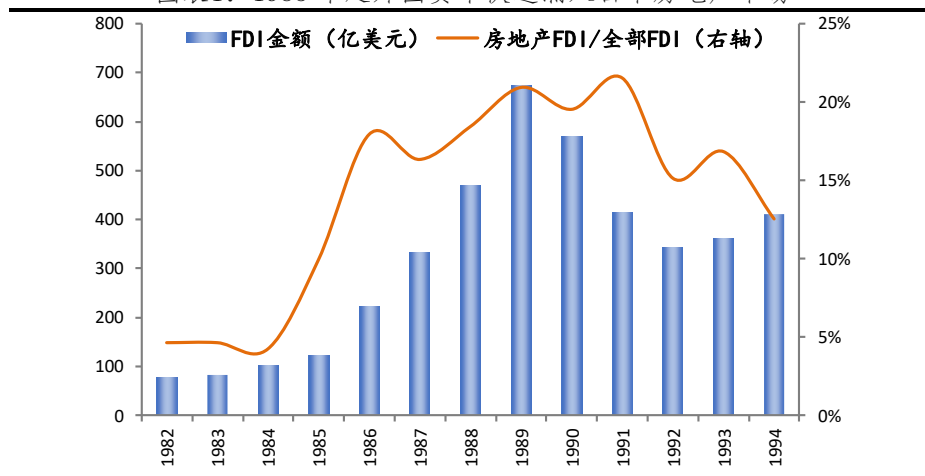
1.1 对金融制度及政策的攻击

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。

以 1985 年为界，金融开放使得海外资本迅速涌入日本市场，金融资产及房地产泡沫快速堆积，同时日本海外并购潮涌，大肆收购海外地产。伴随 1985 年日本金融自由化的措施逐步落地，日本 FDI 迅速攀升，1986 年日本 FDI 投资共 3196 件，金额达 223 亿美元，较 1985 年上升 82.7%，其中 FDI 流入房地产市场比重提高，占比达 17.9%，较 1985 年提高 8 个百分点。日本房地产价格自 1986 年起迅速攀升，房地产泡沫迅速堆积，并最终于 1991 年破灭。日本股市同样如此，在外资疯狂涌入后，股票价格节节攀升，但伴随日本银行连续加息及外资的撤退，1989 年末股市泡沫迅速破裂，日本从此陷入“失落的二十年”。

图表1：1985 年起外国资本快速涌入日本房地产市场



资料来源: Roger Farrell, 恒大研究院

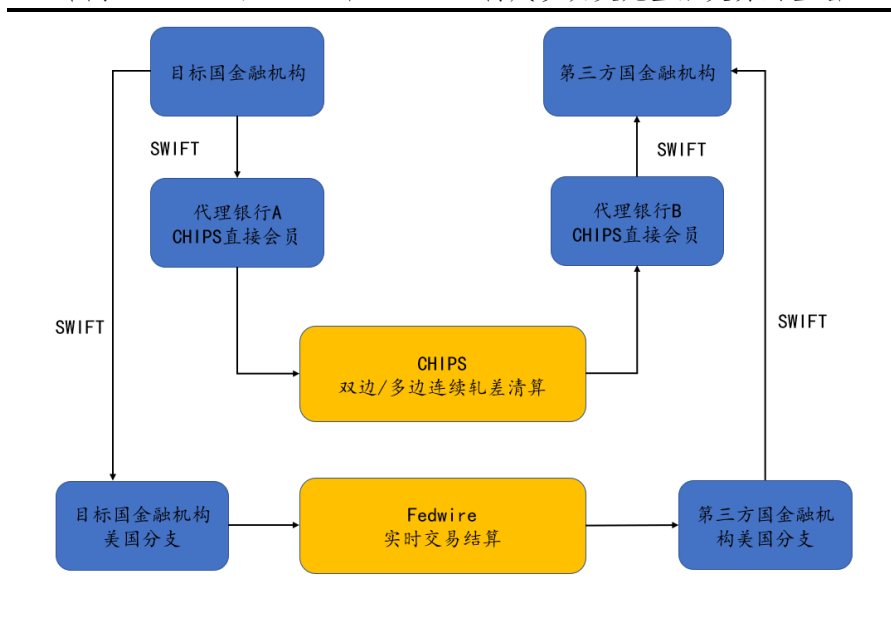
1.2 制裁金融主体

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

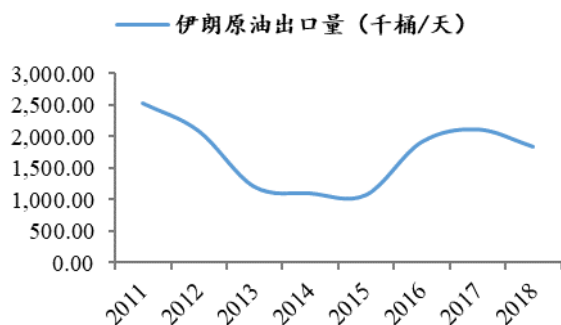
年 9 月美国财政部指称汇业银行协助北朝鲜客户洗黑钱、协助伪钞流通等支持恐怖主义活动，建议美国公司断绝与该银行的任何联系，该银行出现银行挤兑现象，短短两天被提走了三亿澳门元，占汇业总存款额十分之一。2012 年美国曾切断 SWIFT 与伊朗金融系统的报文转换通道，伊朗经济陷入衰退。伊朗有银行无法与他国银行进行货币结算，伊朗不得不通过以物易物来完成交易。切断 SWIFT 通道后，伊朗对外贸易陷入衰退，进出口规模急剧下滑，进口物资不足促使恶性通胀发生。2012 年 7 月中国昆仑银行因涉及与伊朗部分被制裁银行交易而被美方制裁，昆仑银行的外汇业务、汇款业务、融资业务均无法正常运营，甚至大额交易和频繁支付也无法进行。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2：SWIFT、CHIPS 和 Fedwire 构成涉及美元金融交易的基础



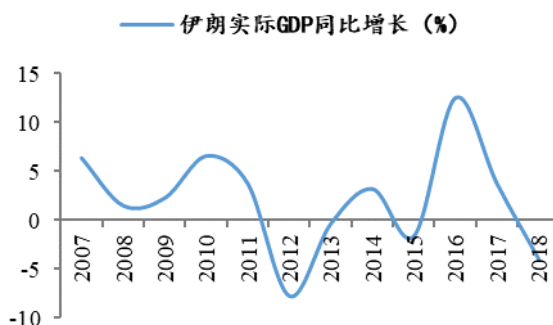
资料来源：恒大研究院

图表3：2012 年制裁后伊朗原油出口量缩减一半



资料来源：Wind，恒大研究院

图表4：2012 年制裁后伊朗 GDP 出现负增长



资料来源：Wind，恒大研究院

美国还通过禁止或限制被制裁企业进入美国市场融资，对被

行也被列入制裁名单。美方公布的主要制裁措施包括：禁止美国公民或公司就期限超过 30 天的债务与被制裁的俄罗斯实体进行交易，禁止买卖俄罗斯储蓄银行、莫斯科银行和俄罗斯农业银行等六家银行发行的期限超过 30 天的债券等。由于美国禁止俄罗斯金融、能源等行业的企业在其市场上融资，叠加欧盟协同美国共同实施制裁，导致俄罗斯相关企业在国际融资渠道严重受阻。2014 年底俄罗斯财政部长西卢安诺夫表示，因西方制裁，俄损失了约 400 亿美元。

制裁目标国家重点发展战略或经济命脉项目。由于美国金融制裁的精准打击性，美国还可以通过切断特定项目交易与融资进行金融制裁。2018 年 8 月美国林赛·格雷厄姆等参议员向国会提交一项针对俄罗斯的制裁法案，这份法案也被称为“来自地狱的制裁议案”，其主要内容包括对俄罗斯境外的俄罗斯国营能源项目进行制裁，例如提案指出要制裁俄罗斯国有或半国有实体进行的价值超过 2.5 亿美元的俄罗斯境外能源投资项目交易；同时，提案还指出要制裁向俄罗斯原油开发项目出售、出租或提供单笔市场价值 100 万美元以上(或年投入 500 万美元以上)的货物、服务、技术、融资或支持的参与方等。

1.3 对金融资产（工具）的攻击

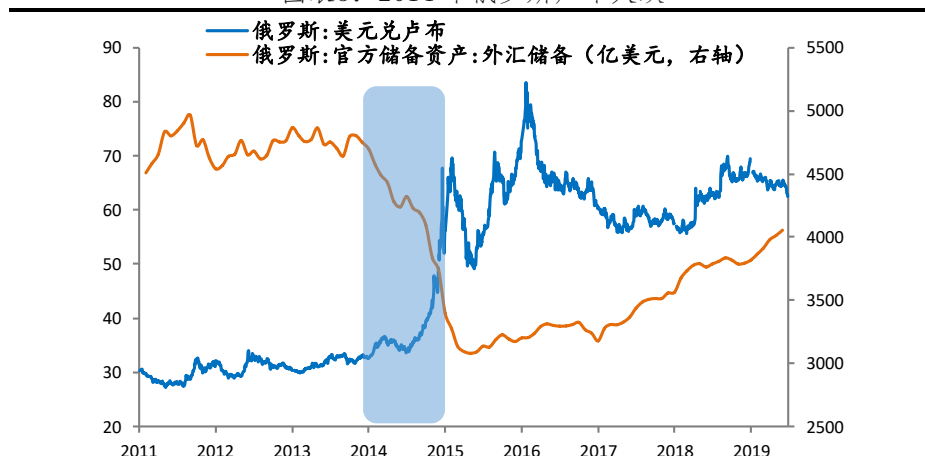
美国利用其美元国际货币地位，进行货币超发，输出通胀，全球流动性泛滥致使新兴市场外债增加、金融市场普涨，美元收紧刺破金融泡沫，引爆新兴市场危机，剪羊毛。伴随美元在全球贸易活动、金融活动中的主导地位日益稳固，美国货币政策的收放如潮汐引导着全球资本流动与贸易活动扩张收缩。总结来看，美联储通过货币超发，向全球输出通胀，市场风险偏好上升，资本流出美国本土市场，大量过剩的流动性涌入新兴市场或其他预期回报率较高的非美国国家，股票、房地产等广义资产价格快速上升，引发各地区的资产泡沫或过度美元负债。而在美联储收紧货币的条件下，全球流动性紧张，市场避险情绪上升，资金纷纷流出非美国国家，非美货币贬值压力增强，各国股市纷纷呈现下挫态势，如果世界某些地区积累了较大的资产泡沫或债务风险，对流动性和利率比较敏感，则容易出现問題，如 1982 年的拉美债务危机、1997 年的东南亚金融危机等。

利用国际评级机构“顺周期”唱空相关国家及企业，通过下调信用评级，传递恐慌情绪，对相关企业境外发债、外资投资以及金融市场产生影响，提高融资成本。由于穆迪、标普等以美国为代表的信用评级公司对国际债券市场具有较大的影响力，美国可在金融形势较为紧张的时刻，通过下调信用评级、唱空相关国家及企业传播恐慌情绪，对目标国企业融资及资本市场造成打击。具体来看，评级机构在 1998 年、2008 年两次大的金融危机中均未能预警危机，反而在危机发生之时为维持声誉而连续降级，人为地制造恐慌情绪，加剧市场下行和危机蔓延。1997 年 12 月 22 日，穆迪降低泰国、印尼、马来西亚和韩国外汇债券及银行存款信用等级，东南亚和韩国股市暴跌。1998 年 7 月至 9 月，评级公司前后发布 60-70 次降级、“观察”或“负面”通告，引起 10 多次区域性股市震荡。2002 年，IMF 在工作文件中指出，相关评级机构应该对危机负有一定责任，因其“仓促下调评级，致使局面恶化”。

美国在国家层面施压非美国国家汇率升值；在目标国经济疲软或被金融制裁时，美国资本趁机做空非美货币，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。如 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%。欧央行于 2014 年 5 月表示，自 2013 年底乌克兰危机爆发以来，俄

罗斯实际的资本外流规模估计已经达到 2220 亿美元，比俄罗斯自己承认的数字高出 4 倍。

图表5：2014 年俄罗斯卢布大跌



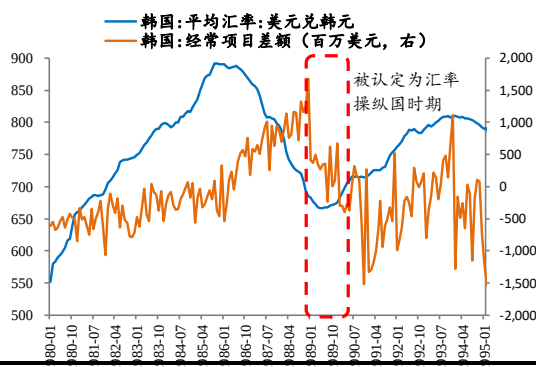
资料来源：Wind，恒大研究院

在目标国经济稳定时，美国通过认定非美国国家为“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。1985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1988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

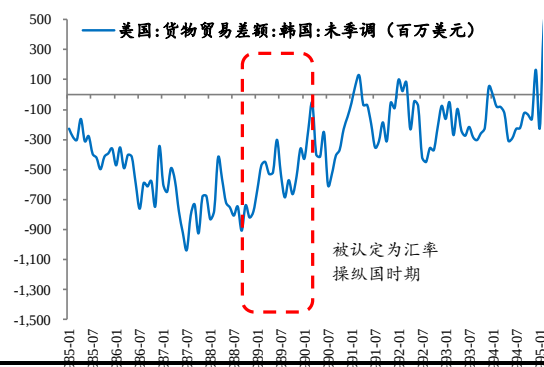
出现了贬值，但贸易加权汇率稳定，考虑到急剧恶化的国际收支和大量的资本外流是韩元贬值的主因，叠加韩国日益恶化的经常项目，美国于1990年撤销了韩国“汇率操纵国”的认定。中国台湾于1988年10月、1989年4月、1992年5月和1992年12月，4次被美国列为汇率操纵地区，其原因包括巨额对美贸易顺差、大量经常性账户余额以及台湾严格的外汇管制。1988年至1989年4月被美国认定为汇率操纵地区后，中国台湾对外贸易受到明显冲击。1988年经常项顺差同比下滑43%，经常项目顺差占GDP比重从1987年的18.4%下降至8.3%，台币升值6.5%。尽管1991年中国台湾对美国贸易顺差下滑，但是经常项目顺差两位数增长、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，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6：1988-1990年，韩国汇率先升后贬



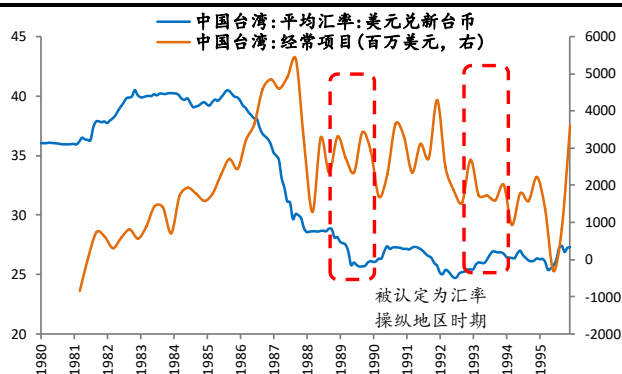
资料来源：Wind，恒大研究院

图表7：1988-1990年，美对韩货物贸易差额缩小



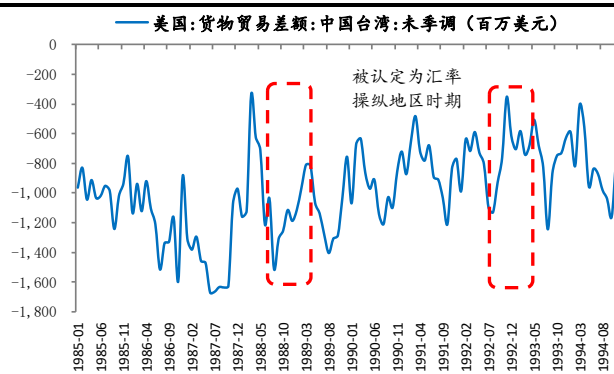
资料来源：Wind，恒大研究院

图表9：中国台湾经常项目萎缩



资料来源：Wind，恒大研究院

图表10：美对台货物贸易差额缩小

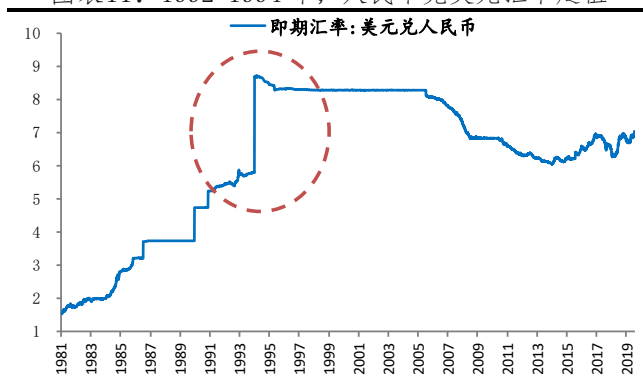


资料来源：Wind，恒大研究院

1992-1994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。1991年，美国发起针对中国的贸易政策调查，并于1992-1994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

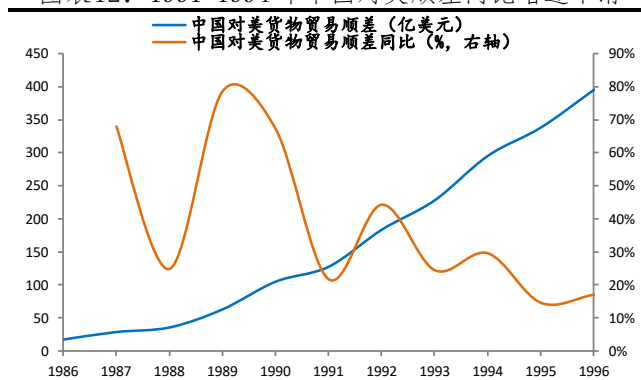
以及恶意操纵人民币汇率而形成的不公平贸易顺差和经常账户盈余。被认定为“汇率操纵国”后，中国开展外汇管理体制及汇率制度改革，人民币汇率一次性大幅贬值后基本维持平稳，但对美货物贸易顺差同比在此期间有所下滑。伴随 1993 年底国务院颁布《关于进一步改革外汇管理体制的通知》，1994 年起中国从官方汇率与市场汇率并存的双轨汇率制，转为以市场供求为基础的管理浮动汇率制度。同时，中国实行结售汇制度，并建立全国统一的外汇交易市场，减少外企购买外汇的不必要限制。1992-1993 年，人民币汇率有所贬值，并于 1994 年初人民币汇率一次性贬值 33%，但在此期间中国对美出口增速下滑；顺差仍在扩大，但同比增速放缓。其中，1994 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11：1992-1994 年，人民币兑美元汇率贬值



资料来源: Wind, 恒大研究院

图表12：1991-1994 年中国对美顺差同比增速下滑



资料来源: Wind, 恒大研究院

图表13：被美国列为“汇率操纵国（地区）”的历史清单

国家或地区	时间	认定理由	“汇率操纵国（地区）”采取的行动	被认定为“汇率操纵国（地区）”的变化
中国台湾	1988 年 1989 年 1992 年	对美大额贸易顺差； 巨额经常账户盈余； 央行干预外汇市场	升值新台币； 减少并放松资本和外汇管制	新台币升值； 对外经常账户顺差减少； 美对台货物贸易逆差减少
韩国	1988 年 1989 年	对美大额贸易顺差； 巨额经常账户盈余； 无意转向市场化外汇机制	升值韩元； 减少并放松资本和外汇管制； 汇率制度改革，启用“市场平均汇率制度”	韩元先升后贬； 对外经常账户顺差减少； 美对韩货物贸易逆差减少
中国	1992 年 1993 年 1994 年	对美贸易顺差快速增加； 经常账户盈余快速增加； 高度的外汇管制； 双轨汇率制扭曲市场；	开展外汇管理体制及汇率制度改革，转为以市场供求为基础的管理浮动汇率制度； 减少外汇管制，减少企业购买外汇的不必要限制； 建立全国统一的外汇交易市场	人民币兑美元因汇改而大幅贬值，随后稳定在一定区间； 对外经常账户顺差同比放缓； 对美货物贸易顺差同比放缓

资料来源: 美国财政部, Wind, 恒大研究院

利用资本恶意做空股票及债券市场，影响居民财富及企业融资。
2015 年全球最大对冲基金管理公司之一的 Citadel 以“司度”为名在

中国设立贸易子公司，并通过国内部分券商开通融券业务。随后司度在股价高的时候，向券商借入股票锁定卖出价，等股价下跌时再买入同等数量的股票。据新华网报道，2015年1月至7月，司度公司累计成交金额1655.72亿元，日均成交金额11.66亿元，日均交易频度在三次左右，交易单次规模不超过授信额度。此类恶意做空最终在2015年中国股市连续暴跌过程中起到推波助澜的作用，严重伤害投资者利益，居民财富也因此大幅缩水。

图表14：美国金融战的三大层次、九大渠道

金融制度层面	金融主体层面	金融工具（资产）层面
1、逼迫他国过快、过急、全面开放金融市场，冲击他国的金融机构，同时在大量外资疯狂涌入并于泡沫前抛售资产，助推泡沫形成与破裂	2、利用SWIFT、CHIPS和Fedwire系统发起金融制裁，切断其清算、结算与支付渠道，冻结其在美资产，迫使缴纳巨额罚款 3、阻止被制裁国企业赴美融资，制裁特定国家重点发展战略或经济命脉项目等 4、利用标普、穆迪评级公司等大幅下调目标国的主权、企业的信用评级，提高融资成本，甚至直接引发债务危机	5、认定“汇率操纵国”等并征收反补贴税 6、单独或联手盟国迫使目标国货币大幅升值，引发“升值萧条”，尤其是目标国货币放水的错误应对 7、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 8、做空目标国的股票和债券市场 9、利用美元国际货币地位剪羊毛，引爆新兴市场危机

资料来源：恒大研究院

2 中国潜在金融风险及美国对华发起金融战的可能方式

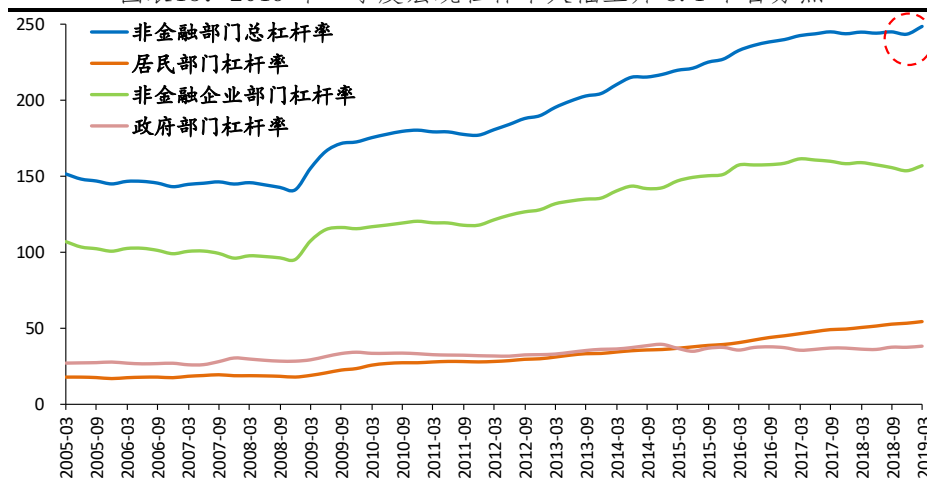
2.1 中国宏观杠杆率和金融脆弱性高，美国可能在此环境下要求中国过快、过急推动金融自由化，冲击资本市场，助推并刺破泡沫

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，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

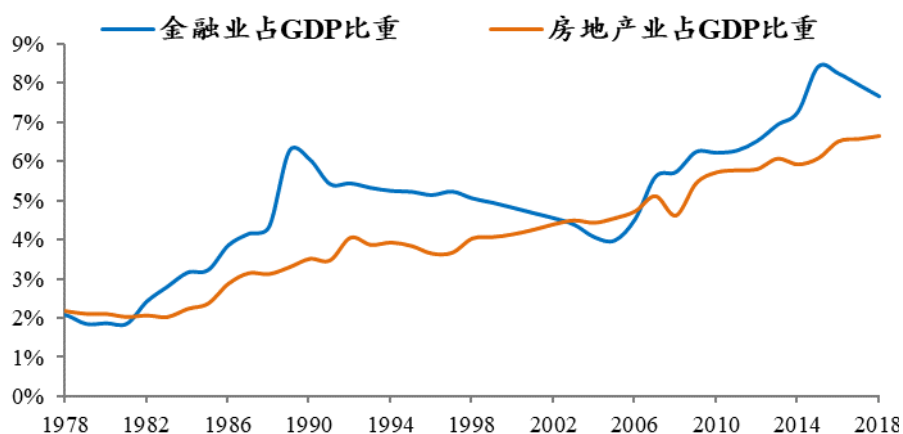
良影响。第二，虽然政府债务率在国际偏低，但中国地方政府隐形债务高企。根据财政部披露数据，截止2018年末全国地方政府性债务存量规模为18.39万亿，债务率为39%，低于同期的美国和日本。但据估计，我国地方政府隐形债务大约在30-50万亿左右。第三，中国金融业和房地产业占GDP比重高，金融脆弱性强。2018年底，金融业占GDP比重7.7%，房地产业占GDP比重6.6%，两者之和接近日本80年代末的水平，巨大的债务以房地产作为抵押，一旦出现供需错配或价格的大幅波动，极有可能引发信用危机，进而发展成为系统性风险，增加金融体系脆弱性。

图表15：2019年一季度宏观杠杆率大幅上升5.1个百分点



资料来源：Wind，恒大研究院

图表16：金融业和房地产业之和占GDP比重接近15%



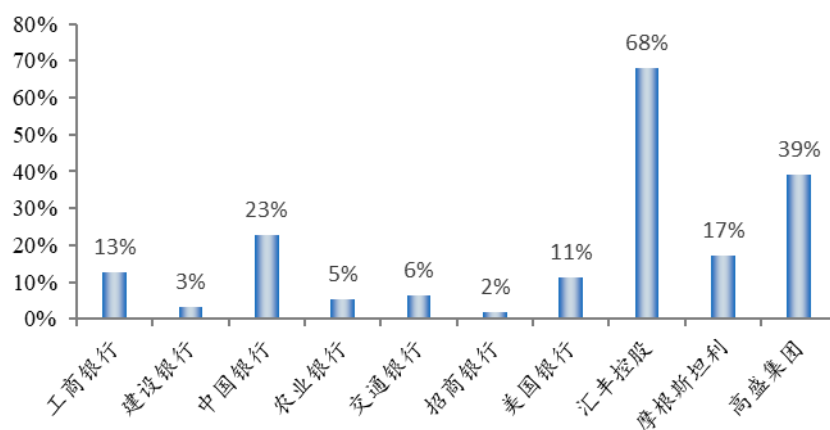
杂志发布的“2018年全球银行1000强”榜单，工商银行、建设银行、中国银行、农业银行位居前4位，但四大行的海外收入占比远低于全球跨国银行，建设银行和交通银行的海外收入仅为3%和5%，目前规模最大的股份制银行招商银行海外收入占比更是低至2%，同期摩根斯坦利等全球跨国银行海外收入占比均大于10%，其中高盛集团和汇丰控股高达39%和68%。**中国金融服务业长期依靠准入垄断来赚取高利润，全球竞争力不足。第二，我国金融产品有限，资产负债期限错配加剧商业银行风险。**根据广发银行发布的《2018中国城市家庭财富健康报告》，我国城市家庭银行存款和理财产品占比高达56.3%，存款和理财资金期限短，商业银行缺乏长期、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，经济下行使不良率持续走高。**截止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2015-2017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。截止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居前列。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。

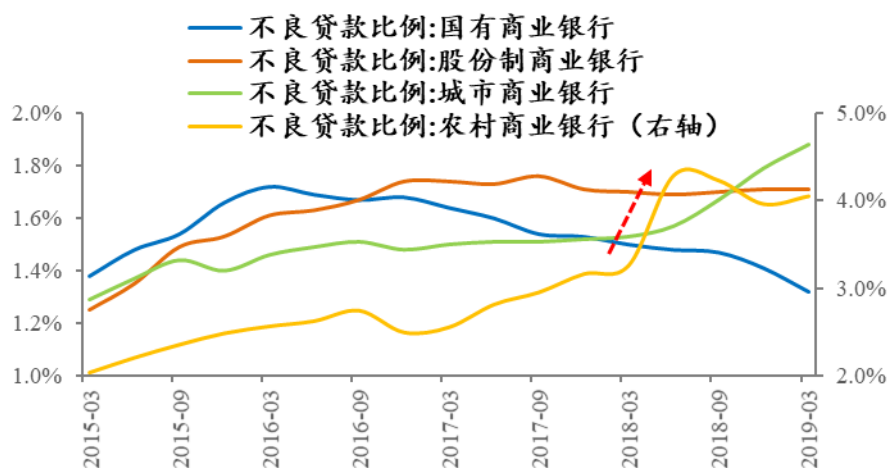
图表17：中国银行业海外收入占比低于全球跨国银行

■ 海外收入占比



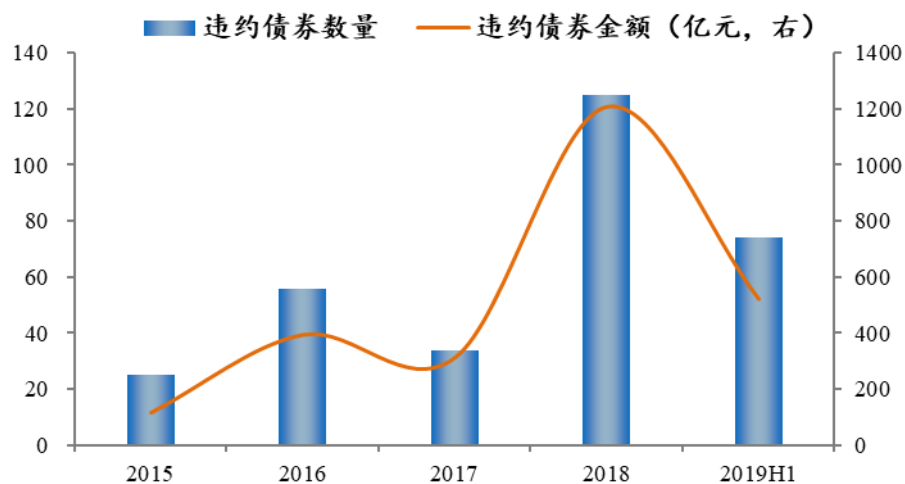
资料来源: Wind, 恒大研究院

图表18: 中小银行不良贷款率明显上升



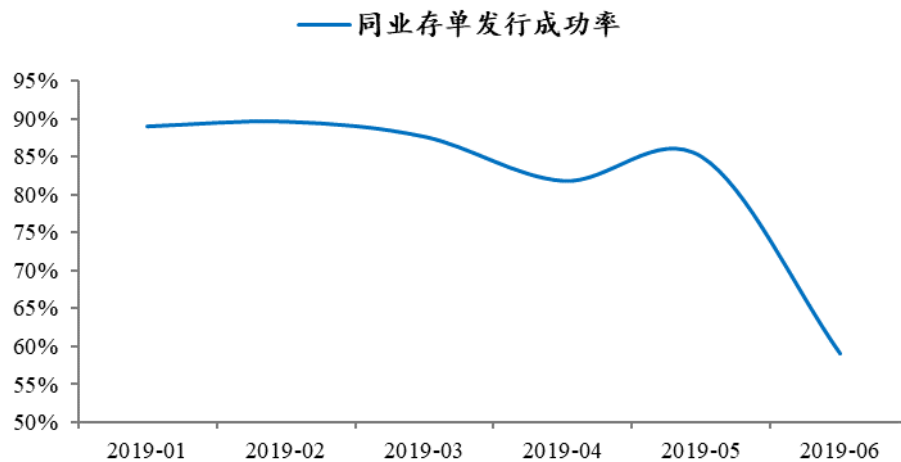
资料来源: Wind, 恒大研究院

图表19: 2018年以来债券违约数量和金额大幅增长



资料来源: Wind, 恒大研究院

图表20: 同业存单发行成功率大幅下降



资料来源: Wind, 恒大研究院

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：大量新兴产业境外融资

行业	家数	首发募集资金总额（亿美元）	代表公司
可选消费	290	566.23	瑞幸咖啡、腾讯音乐、蔚来、阿里巴巴、京东、新东方、猫眼娱乐
信息技术	186	269.74	腾讯控股、趣头条、搜狗、迅雷、微博、百度、搜狐、网易、新浪、美图公司
材料	148	168.76	富岭环球、碳博士控股
医疗保健	89	153.40	白云山、复星医药、中国苏轩堂药业、知临集团

资料来源：Wind，恒大研究院

注：包含香港及海外主要证券市场

图表22：部分中概股和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	阎火研究	-26%
好未来	美国	2018年6月	浑水	-9.95%

资料来源：恒大研究院

2.5 美国发起汇率战的三种形式：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

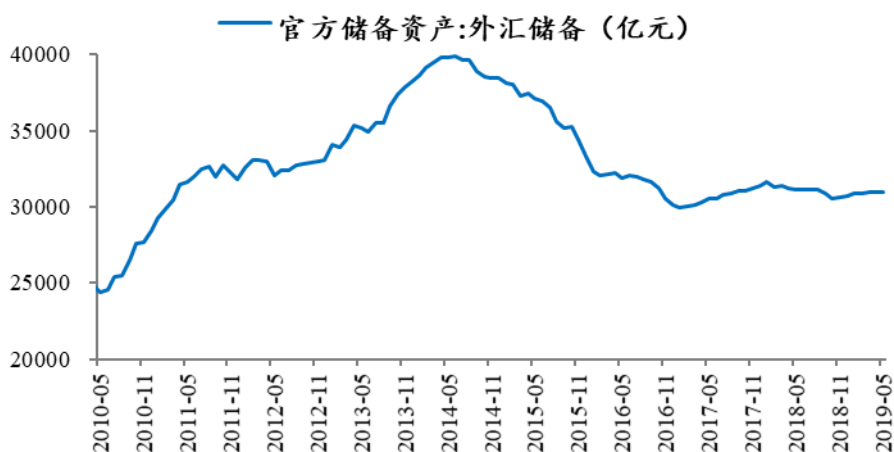
汇率战是美国在金融战中最常使用的打击手段，历史上美国曾多次参与或对他国发起汇率战。各国经济的最终表现分为三类：一是多败俱伤，世界贸易萎缩，经济萧条，如上世纪 30 年代大萧条汇率战；二是美国贸易逆差短期改善，长期无改善，非美国国家采取错误宏观政策导致泡沫破裂、经济萧条，如上世纪 80 年代美日贸易战；三是美国贸易逆差短期改善，长期无改善，非美国国家通过稳健货币政策、推动供给侧改革实现经济持续发展，如上世纪 80 年代美德汇率战。

图表23：2019 年以来人民币贬值压力大



资料来源: Wind, 恒大研究院

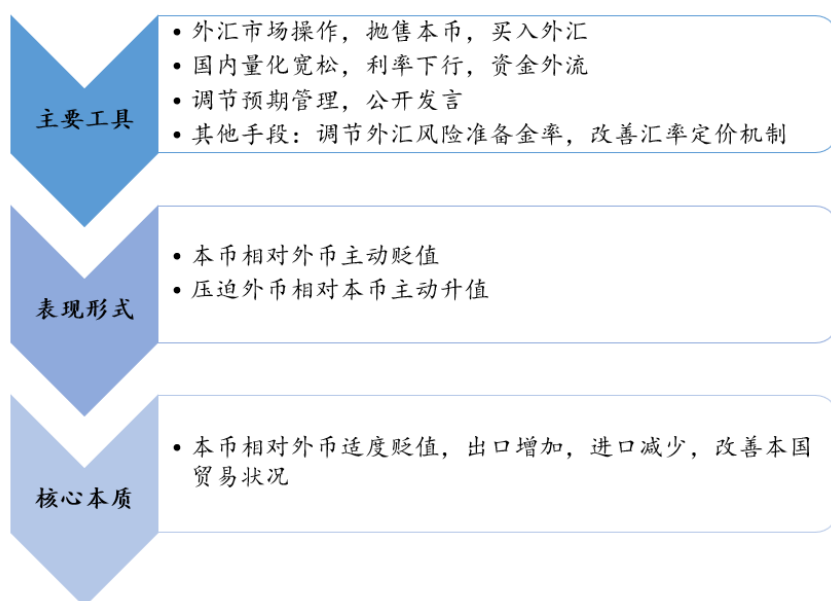
图表24：2014 年以来外汇储备持续下降



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《贸易便利与贸易促进法》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，考虑是否与该国外国订立双边或区域贸易协定。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。

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，1997 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：汇率战基本运行机制



资料来源：恒大研究院

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

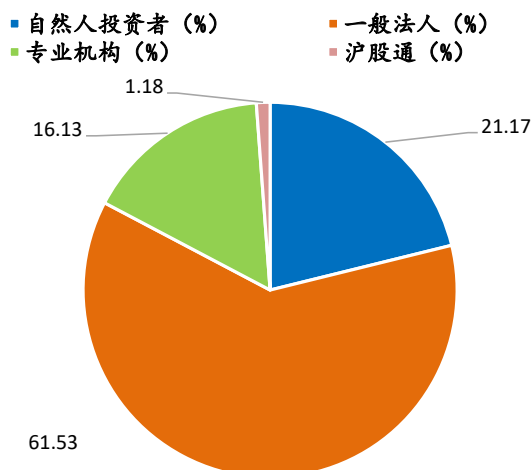
中国本土的评级机构和会计师事务所的全球话语权不足。标普、穆迪和惠誉的全球市场占有率超 90%，且中美评级机构差距明显。其中标普、穆迪两家美国公司占据份额接近 80%，从欧洲市场来看，2018 年标普和穆迪市场占有率分别为 42.26%和 32.04%。穆迪、标普和惠誉分别拥有 1921 名、1430 名和 1516 名分析师，而根据我国证券业协会披露信息，我国 11 家主要评级机构仅有 1230 名评级人员。

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。2017 年，穆迪公司 27 年来首次下调中国主权信用评级，造成中国吸引外资进入国内金融市场的变得更加困难和复杂。国际评级机构中标普、穆迪和四大会计事务所中安永均为美国公司，美国政府或指示国际评级机构降低中国政府和企业信用评价，或指示会计事务所恶意出具保留意见、无法表示意见，这将引起投资者的恐慌，信用风险提升将加大中国企业在海外的融资成本，诱发中国企业海外债务违约，进一步致使中国企业被集体抛售，资本市场踩踏将引发我国系统性金融风险。

2.7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

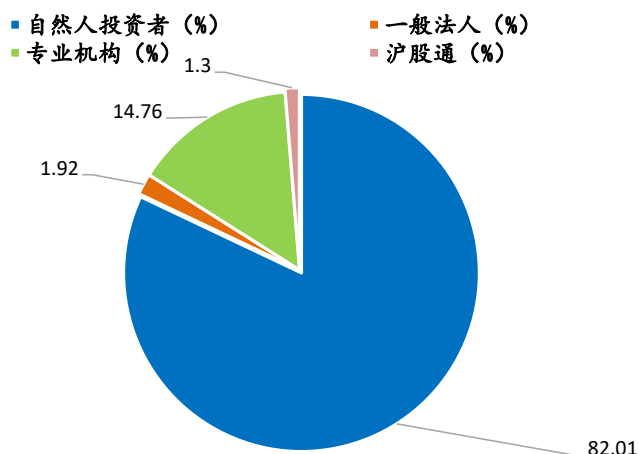
与 2015 年中国股市异常波动相比，当前中国股市风险相对偏低。但中国股票市场投资者结构不合理，“羊群效应”导致追风，股票市场受事件波动影响大，容易大涨大跌，为了加强股市对实体经济的支持力度，保证融资、投资、财富管理功能得到发挥，仍然不得不防范股市风险。中国股票市场投资者结构不合理，个人投资者占比 82%，“羊群效应”显著。美国可能通过舆情监管加做空工具，以低资金撬动股市，做空中国股市。历史上，2015 年沪深交易所披露多家国际对冲巨头联合做空 A 股，导致沪指大跌，中国两市多股跌停。在当前背景下，美国可能通过舆情监管或直接通过做空工具，造成中国股票市场大幅波动，做空中国股市。

图表26：我国机构投资者持股市值占比较低



资料来源：上海证券交易所，恒大研究院

图表27：个人投资者成交量占比达 82%



资料来源：上海证券交易所，恒大研究院

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

中国金融监管体系存在以下不足：一是我国的金融监管更偏重“逆经济周期”，金融监管在前瞻性和发挥金融稳定作用上有待提高，一定程度滞后于金融创新及金融形势变化。二是金融监管缺乏全局性，片面的监管要求出台后，信用投放通过其他渠道实现，“按下葫芦又起瓢”，导致信用投放通过多种渠道实现，再度投向过剩产能、国企、房地产等行业。三是行业发展压力掣肘金融监管力度，监管政策存在落实不到位或者“一刀切”的现象。四是违法违规成本过低，近年来部分机构信息披露不真实，人为操纵资产质量分类，甚至肆意作假账，削弱了金融业本应具备的公信力，企业违纪违规违法成本太低。五是金融自由化进程加快，缩小了银行同业之间以及非银行金融机构之间的距离，金融系统变得易于受到单一金融管理漏洞的影响，加剧了金融行业风险和脆弱性。

针对金融监管存在的问题，美国可能通过衍生品等金融创新工具恶意扰乱中国金融市场。美国和欧洲的金融衍生品市场发展历史上，都出

现过监管混乱、风险爆发的情况，美国次贷危机的爆发就是由衍生品市场风险引起。金融战争的工具，多是金融衍生品工具，美国金融衍生品市场成熟，而中国金融衍生品市场刚刚起步、监管尚未健全，容易成为美国发起金融打击的关键点。美国可以通过杠杆放大倍数、操纵衍生品市场，增加中国金融市场风险，从而传导至整个金融体系。

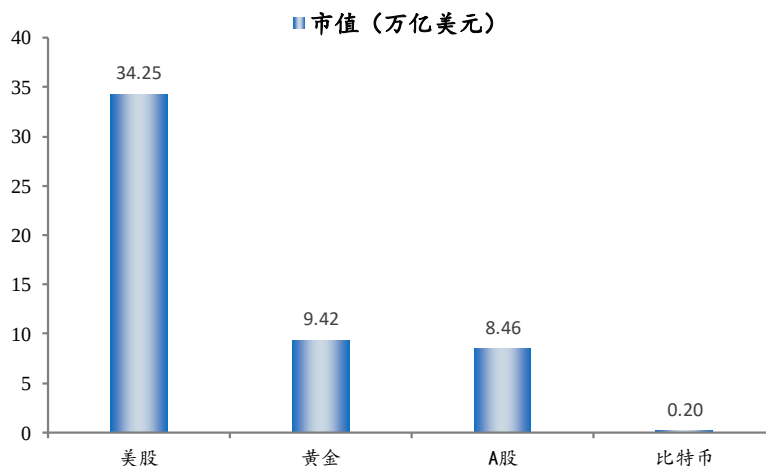
2.9 虚拟货币时代资本外流压力加大，美国可能支持比特币平台，打击中国对资本流动的监管

比特币、Libra 等虚拟货币兴起，委内瑞拉等小型国家法定货币已被虚拟货币所替代。尽管当前比特币市值总量较小，但交易量较为活跃，其日交易量超 220 亿美元，日换手率超 10%，流通速度快，能够满足“变相换汇”的需求。当前部分小型国家法定货币已被比特币替代，例如在委内瑞拉，由于其面临恶性通胀并施加严格外汇管制，民众难以获取美元保值资产，因此当地居民往往将钱兑换成比特币贮藏。伴随 Facebook 发布稳定币 Libra，一个为全球数十亿人提供简单无国界的数字加密货币和金融基础设施服务的区块链平台宣告建立，虚拟货币影响力或进一步提升。

比特币无需中介、点对点交易、上网即可开户、匿名性等特性使其很难完全纳入央行监管范围，比特币有可能会成为美国打击中国资本管制的重要工具。借助比特币，大量无法通过正常渠道外流的资本可以通过线上、线下的方式流出境内，其中线上换汇是指通过国内交易所以人民币购买比特币，然后转到国外平台卖出得到美元；二是线下换汇是指比特币持有人记住 32 位密码字符即可出境买卖比特币。因此美国可通过将比特币合法化，支持全球性的比特币交易平台，甚至允许线上平台以比特币作为交易媒介等方式，增强比特币的全球影响力，提升公众对比特币的信任程度，侧面借助比特币实现资本流入和流出，加剧热钱的大进大出，引发中国资产价格大幅波动。此外，比特币还可成为犯罪分子、贪腐分子转移并隐匿财产的工具。

Libra 虚拟货币的发行或进一步扩大美元国际货币影响力。6 月 18 日下午，Facebook 正式发布 Libra，其最大特点是稳定币，锚定一揽子主流（美元、日元、欧元和英镑）货币，解决了比特币波动大、难以充当一般等价物发挥交易媒介功能的困境。Libra 主要面向转账、付款和汇款市场，可在 Facebook 生态体系以及 Uber、Spotify 等实际应用场景中流通。伴随 Libra 在全球范围的推广，美元国际货币地位将进一步提升。

图表28：比特币总市值小，但是日换手率超 10%



资料来源：Wind，世界黄金协会，Coinmarketcap，恒大研究院

图表29：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



资料来源：Wind，世界银行，恒大研究院

3我方应对：防御与反制并行，改革与坚守并重

美方发起金融战，将导致两败俱伤，我们对此要有清醒认识，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，做到防御与反制并行，改革与坚守并重。

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、有节奏的开放，主动权在我，节奏、顺序在我不在美。

短期来看，可以加强跨境资本管理，避免美元快进快出对汇率、资本市场等的扰动；长期来看，应坚持国际化、市场化的方向，需谨防资本账户等部分领域开放过快而相关配套机制没有跟上、过度自由化对金融市场带来的负面影响。开放的节奏、顺序应以国内需求为主，不应以美国要求为主。

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。

金融业本质是竞争性服务行业，只有通过对外开放，加强行业内竞争，才能更好提高竞争能力。只有开放，才能促使国内金融机构向行业内具有竞争力、符合国际领先水平标准的金融机构学习。在开放的过程中，要遵循三大原则：一是准入前国民待遇和负面清单原则；二是金融业对外开放将与汇率形成机制改革和资本项目可兑换进程相互配合，共同推进；三是在开放的同时，要重视防范金融风险，要使金融监管能力与金融开放度相匹配。

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。1950年美国管制中国在美国资产及对中国实施禁运，中国曾进行反制，宣布管制和清查美国在华资产，冻结美国政府、公司及个人在中国的存

款。上海市政府对上海电力、电话、电气三大公司的管制之后，又分别对包括美国商业银行、德士古石油公司和美孚石油公司等在内的 115 家美国企业施行了管制。同时，北京、青岛、重庆等地也按照中央的方针，对美国企业、资产进行清查、冻结。其二，禁止美国企业在华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。针对美国制裁我国部分在美企业，我们可以对在美的美国实体企业进行同样的反制和审查。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 年美国制裁我国昆仑银行一样，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；若美方因认定中国为汇率操纵国而征收惩罚性关税，我方同步非对称提高关税；加快推进人民币国际化进程，去美元化，扩大人民币结算。

其一，守住不能被迫升值，甚至主动贬值。其二，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。其三，要继续推动人民币汇率市场化，在持续对定价机制进行优化完善的基础上，提高汇率决定机制的透明性，向更能反映市场供求的方向不断调整；加快人民币国际化进程，抓住“一带一路”建设中的贸易需求和基础设施建设带来的投融资需求，扩大人民币跨境使用，提高人民币在国际金融交易中的参与度，实现去美元化。

第五，在金融资产方面，中国可以抛售部分美债。

若美国针对中国股市债市发起攻击，我方可以同样在金融资产领域进行反击。债市方面，中国是美国国债最大的海外持有国，截至 2019 年 4 月中国持有美国国债 1.11 万亿美元，虽然抛售美债也会对中国金融资产价格波动造成影响，但若美国发起金融战，我方也可抛售美债，抬高美国社会融资成本，增加美债压力。

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。

一是深化准入制度、交易监管等改革，加强监管协调，坚持宏观审慎管理和微观行为监管两手抓、两手都硬、两手协调配合。二是统筹金融管理资源，加强基层金融监管力量，强化地方监管责任。三是建立监管问责制，由于监督不力、隐瞒不报、决策失误等造成重大风险的，要严肃追责。四是解决金融领域特别是资本市场违法违规成本过低问题。五是提高金融业全球竞争能力，扩大金融高水平双向开放，提高开放条件下经济金融管理能力和防控风险能力，提高参与国际金融治理能力。全面提高金融业全球竞争能力，提高开放条件下金融管理能力和防风险能力。

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

恒大研究院简介

恒大研究院（恒大智库有限公司）成立于2018年1月，是恒大集团设立的科学研究机构，以“立足企业恒久发展 服务国家大局战略”为使命，追求成为国内顶级研究院，致力建成中国特色新型智库。研究院对内为集团领导决策提供研究咨询，为集团发展提供研究支持；对外建设成为杰出的经济金融市场专业研究领导者，建立与社会公众和公共政策沟通的桥梁，传递企业社会责任的品牌形象。

免责声明

本报告由恒大研究院（恒大智库有限公司）提供，仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，所提供信息均来自公开渠道。本公司尽可能保证信息的准确、完整，但不对其准确性或完整性做出保证。

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，相关的分析意见及推测可能会根据后续发布的研究报告在不发出通知的情形下做出更改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告中的信息或所表述的意见仅供参考，不构成对任何人的投资建议。投资者不应将本报告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，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损失负责。

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“恒大研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自引用、刊发者承担。

本公司对本免责声明条款具有修改和最终解释权。

行业投资评级的说明：

- 推荐：研究员预测未来半年行业表现强于沪深300指数；
- 中性：研究员预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；
- 减持：研究员预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

联系我们

	北京	上海	深圳
地址：	北京市朝阳区东三环中路5号财富金融中心6层607-608（100020）	上海市黄浦区黄河路21号鸿祥大厦11楼（200003）	广东省深圳市南山区海德三道1126号卓越后海中心37楼（518054）
E-mail：	hdyanjiuyuan@evergrande.com	hdyanjiuyuan@evergrande.com	hdyanjiuyuan@evergrande.com