

历史上美国的金融大棒是怎么打的

李超 执业证书编号：S0570516060002
研究员 010-56793933
lichao@htsc.com

程强 执业证书编号：S0570519040001
研究员 010-56793961
chengqiang@htsc.com

朱洵 执业证书编号：S0570517080002
研究员 021-28972070
zhuxun@htsc.com

刘天天 执业证书编号：S0570518050003
研究员 010-56793946
liutiantian@htsc.com

孙欧
联系人 sunou@htsc.com

张浩 +86 10 56793946
联系人 zhang-hao@htsc.com

相关研究

1 《宏观：在宏观不确定性中寻找估值性价比》2019.08

2 《宏观：以改革开放来应对中美贸易摩擦》2019.07

3 《宏观：LPR 在美国》2019.06

核心观点

8月5日，特朗普在推特上宣布中国为汇率操纵国。美国通过金融大棒制裁其他国家的案例不在少数，不论是日本、俄罗斯，还是伊朗、古巴等发展中国家，均不同程度上受到美国金融制裁冲击。我们通过比较美国对多个经济体的金融制裁案例发现，美国实施金融制裁的手段和方式不断丰富，制裁力度和效果也不断提升，我们提示关注中美贸易摩擦后续可能出现的金融摩擦，不论中美是经贸摩擦还是金融摩擦，实质是中美百年未有之大变局下的大国博弈，审时度势，冷静应对，“做好自己的事情”更重要。

压低油价、诱使卢布贬值打击前苏联和俄罗斯

美国多次通过金融手段对前苏联和俄罗斯施加限制，从而遏制其经济发展。通过我们的梳理和总结，由于俄罗斯是资源出口大国，与制造业强国不同，遏制其的办法是使其出口资源品价格降低或本币贬值。比较典型的两次金融大棒，一是通过华盛顿共识诱导前苏联实施产权快速私有化，二是在乌克兰事件后针对人员流动、资本管制、贸易交易等领域的一系列制裁措施。

美国对欧洲的金融制裁手段：抛售货币并阻止 IMF 提供贷款、制裁银行等

美国对欧洲的金融制裁手段主要是两种：一是利用货币制裁的手段。第二次中东战争期间，为逼迫英法撤军，美国抛售英镑并阻止 IMF 为英国提供贷款，使得英镑贬值压力增大，储备资产锐减。而后英法撤军，货币制裁压力随即缓解。二是制裁欧洲银行，美国通过罚金的手段来约束别国屈从于美国的诉求。自“9.11”事件以来，美国对于欧洲的金融制裁更多是制裁银行业。包括瑞士信贷、德意志银行、法国巴黎银行在内的多家全球大型欧洲银行都曾因违反美国有关协议而被处以重罚。

从贸易、汇率、对外投资等多维度制裁日本，维持美国世界经济金融霸权

随着日本战后制造业能力增强并威胁到美国国际贸易地位，美国从贸易、汇率、对外投资等多维度对日本实施金融制裁。在汇率层面，强制日元大幅升值的广场协议使日本出口竞争力进一步被从宏观维度上削弱；在投资领域，美国限制日本制造业领域的直接投资，以防止其对美国国家安全造成威胁、削弱美国相关制造业产品全球竞争力。在美国一系列制裁措施下，日本最终未能成功挑战美国的世界经济金融霸权。

美国对中国的金融制裁主要有第三方制裁、认定汇率操纵国等方式

历史上，美国对中国的金融制裁主要有冻结资产、第三方制裁、认定汇率操纵国等几种方式。其中，除 1950 年朝鲜战争-1979 年间采取冻结资产方式外，此后并未大规模冻结中国资产，虽然中国官方外汇储备规模较大，且多数持有美元资产，受到“冻结资产”制裁的风险敞口较大，但是随着中国在国际体系中地位的提升，美国很难直接采取资产冻结手段，而主要通过制裁个人、企业或金融机构的方式，我们预计未来仍将是以此形式为主。另外认定中国为汇率操纵国及中国台湾为汇率操纵地区也属典型案例。

发展中国家是美国金融制裁的“重灾区”

朝鲜、古巴、伊朗等发展中国家是美国金融制裁的重点对象，整体来看美方制裁有以下特点，其一是单边性的，被制裁国难有有效应对方式。其二、随着美方制裁目的多元化、手段丰富化和针对性提升，对发展中国家形成的实质性制裁效果提升，甚至是美国+国际社会的全面封锁。其三，美国实施金融制裁的重要基础是在其国内法基础上建立的域外管辖权，目前与之对应的国家法相对缺位，近乎“无敌”的法律基础让美国可以“随时”对发展中国家实施金融制裁。其四，由于美国金融制裁的传染性提升(如 SDN 名单)，金融制裁对发展中国家的实质性影响也在上升。

风险提示：中美贸易谈判超预期缓和，中美经济超预期下行，中美货币政策超预期收紧。

正文目录

压低油价、诱使卢布贬值打击前苏联和俄罗斯	4
美对欧金融制裁：抛售货币并阻止 IMF 贷款、制裁银行等手段	7
第二次中东战争期间，美国抛售英镑并阻止 IMF 提供贷款来逼迫英法撤军	7
自“9.11”事件以来，美国对于欧洲的金融制裁更多是制裁银行业.....	8
美国对于瑞士银行机构处以罚款，旨在施压瑞士放弃银行保密传统	8
美国对德意志银行的罚款层出不穷，一定程度上是为了满足政治诉求以及转嫁经济压力	9
对日本的制裁：从贸易到投资，主要限制日本产业竞争力提升	10
美国对中国金融制裁有冻结资产、第三方制裁、认定汇率操纵等	13
1950 年朝鲜战争-1979 年间，冻结资产	13
第三方制裁是美国对中国进行金融制裁的普遍方式	13
1992-1994 年间，5 次认定中国为“汇率操纵国”	14
1988-1992 年间，4 次认定中国台湾为“汇率操纵地区”	15
发展中国家是美国金融制裁的“重灾区”	16
伊朗、朝鲜、委内瑞拉等发展中国家饱受美国“金融制裁”大棒之苦	17

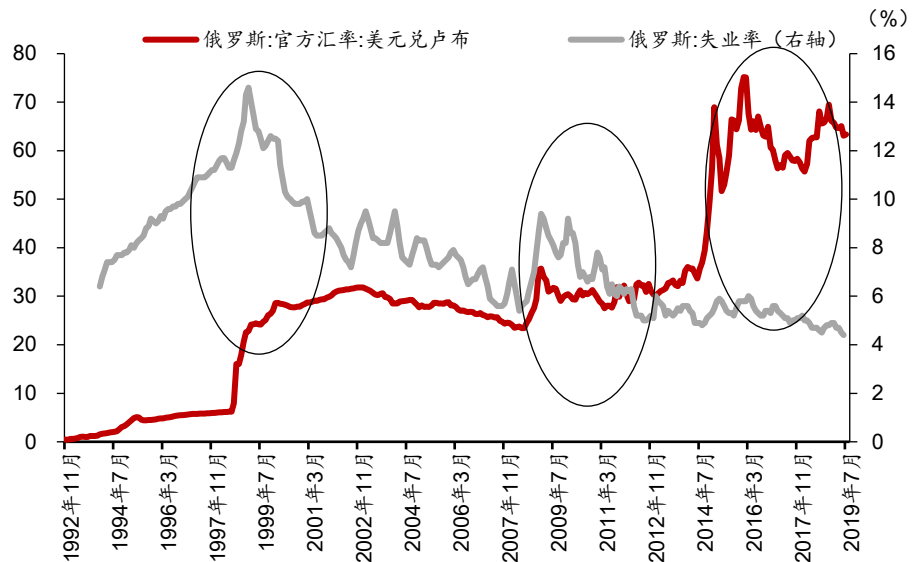
图表目录

图表 1: 俄罗斯卢布贬值时失业率较高	4
图表 2: 俄罗斯经济增速不时为负	5
图表 3: 油价上行时俄罗斯失业率较低	6
图表 4: 2014 年克里米亚事件之后美欧对俄罗斯的主要制裁措施	6
图表 5: 1956 年年末美国对英国的货币制裁致使英镑汇率承压, 英国国内物价出现上涨	7
图表 6: 自“9.11”事件以来, 多家欧洲银行因违反美国有关制裁协议, 而被美国处以重罚	8
图表 7: 日本出口增速(日元计价)在 1985 年之后出现了明显的下行	10
图表 8: 日本对美直接投资在 1985 年后迅速增加, 随着美国对日本投资的限制之后快速回落	11
图表 9: 日本经常项目及资本金融项目表现	11
图表 10: 东京日经 225 指数于 1990 年随日央行连续加息而见顶回落	12
图表 11: 日本 GDP 在全球的占比, 从上世纪 90 年代中期开始见顶回落	12
图表 12: 1992-1994 年中国被美国认定为“汇率操纵国”, 1994 年汇改人民币汇率大幅贬值, 美国取消认定	15
图表 13: 在被认定为汇率操纵地区期间, 台湾对美国进口增速显著提高, 超过出口增速	15
图表 14: 美国有关域外管辖权的法律框架是实施金融制裁的基础	16
图表 15: 美国对伊朗、委内瑞拉等发展中国家实施的金融制裁情况	18
图表 16: 美国对朝鲜实施的金融制裁情况	19
图表 17: 美国对古巴、乌克兰、越南等发展中国家实施的金融制裁情况	21

压低油价、诱使卢布贬值打击前苏联和俄罗斯

前苏联在冷战期间与美国长期对立，解体之后的主要部分俄罗斯也经常在国际立场上与美国不和，美国多次通过金融手段对前苏联和俄罗斯施加限制，从而遏制其经济发展。通过我们的梳理和总结，由于俄罗斯是资源出口大国，与制造业强国不同，遏制其的办法是使其出口资源品价格降低或本币贬值。

图表1：俄罗斯卢布贬值时失业率较高



资料来源：Wind，华泰证券研究所

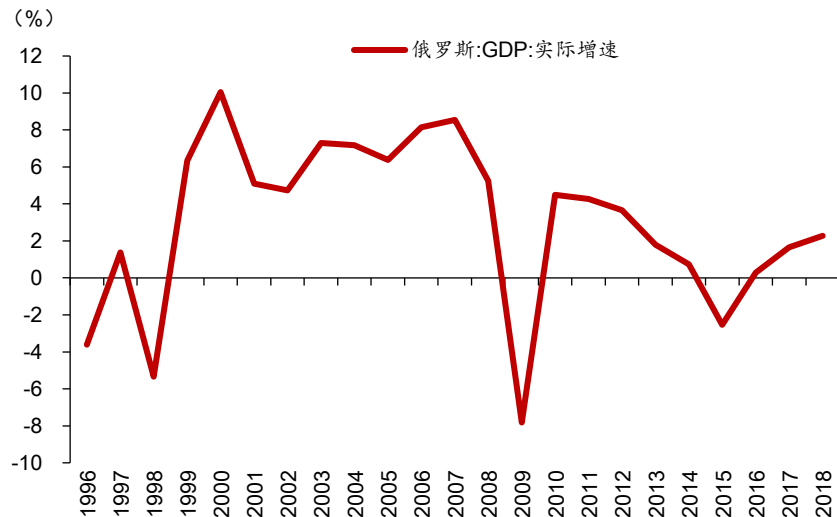
卢布最初是沙皇俄国的货币单位，19世纪初与黄金的比价逐步确立。1991年12月苏联解体，俄罗斯联邦共和国诞生，此后，俄罗斯共发行了4套卢布货币，时间分别在1992年、1993年、1995年和1997年。纵观苏联解体后的历史，卢布共经历过3次大的贬值时期，分别是1992-1995年苏联解体后的最初几年、1998年亚洲金融危机时、2014年尤其是乌克兰事件以后。这三个时期，也正是俄罗斯经济比较困难的时期，从失业率的数据可以明显看出，其共同的特点是油价下跌、卢布贬值。我们认为，这背后都或多或少有美国的影响。

由于在前苏联时代，美苏之间是两个互相分离的经济金融体系，其冲突更多体现为意识形态和国际阵营之间，而且苏联实行计划经济体制，价格、利率和汇率都是管制状态，金融战的冲突并不直接。第一次美国运用经济金融手段对前苏联和俄罗斯的影响，是倡导新自由主义和休克疗法。在新自由主义思潮的影响下，最终诱发了苏联解体，而苏联解体之后继承了其大部分的俄罗斯，又采用“休克疗法”的药方，企图快速过渡到资本主义，从而实现快速私有化，国内的经济矛盾迅速爆发，从而引发卢布的大幅贬值。

我们认为，前苏联的经济改革较多地受到了华盛顿共识的影响。所谓“华盛顿共识”，是以新自由主义学说为理论依据的“华盛顿共识”，在20世纪90年代广为传播。其出发点是解决拉美国家的债务问题。1989年，陷于债务危机的拉美国家急需进行国内经济改革。美国国际经济研究所邀请国际货币基金组织、世界银行、美洲开发银行和美国财政部的研究人员，以及拉美国家代表在华盛顿召开了一个研讨会，旨在为拉美国家经济改革提供方案和对策。共识提出了10条对策：①加强财政纪律，压缩财政赤字，降低通货膨胀率，稳定宏观经济形势；②把政府开支的重点转向经济效益高的领域和有利于改善收入分配的领域（如文教卫生和基础设施）；③开展税制改革，降低边际税率，扩大税基；④实施利率市场化；⑤采用一种具有竞争力的汇率制度；⑥实施贸易自由化，开放市场；⑦放松对外资的限制；⑧对国有企业实施私有化；⑨放松政府的管制；⑩保护私人财产权。我们认为，华盛顿共识的本质是对计划经济国家实行快速私有化。

80年代末90年代初在这种思潮的影响下，尤其是美国极力宣传自由主义的优越性，前苏联进行了快速的私有化改革。前苏联当时推出了“500天计划”，希望在17个月左右快速实现国有资产的私有化和市场自由化。由于改革的盲动和国内遗留的各种问题，快速私有化导致了俄罗斯的恶性通胀和卢布大幅贬值。1992年全年通货膨胀率为2510%。等到1995年时，俄罗斯物价又是1990年的1700倍左右，通胀的增长速度是惊人的；另一方面是卢布汇率不断下跌，卢布兑美元汇率1992年贬值93.6%，1993年贬值89.7%，1994年贬值75%，1995年贬值61.2%。很多俄罗斯人的财富水平在苏联解体之后大幅缩水。

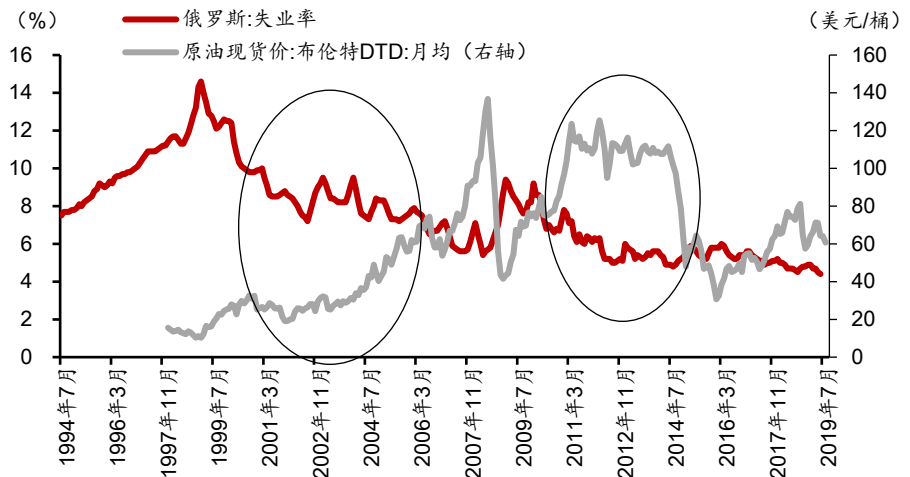
图表2：俄罗斯经济增速不时为负



资料来源：Wind，华泰证券研究所

苏联解体以后，俄罗斯基本退化为一个资源型新兴市场国家，一旦全球需求走弱，大宗商品价格下跌，俄罗斯经济就会面临较为严重的困难。而俄罗斯经济的问题，也不可避免地需要依赖大宗商品价格走强来缓解。最典型的例子是1998年俄罗斯债务危机，1997年开始的亚洲金融危机和国际原油及有色金属的需求降低，两大外因严重地打击了身为资源输出国的俄罗斯外汇储备。当亚洲金融危机在1997年开始展现时，俄罗斯最宝贵的两种资本来源（能源和金属）价格暴跌。原本就脆弱的俄罗斯经济，加之两大资本来源迅速走弱，经济立刻陷入一片混乱，人均GDP下滑和失业率高升，国际投资者开始清算和抛售俄罗斯资产。1998年8月17日，俄罗斯政府将卢布贬值，违约国内发行的国债，并宣布暂停向外国债权人支付还款，即使俄罗斯1998年1月1日重新发行新的卢布，其兑换率为1000旧卢布兑换1新卢布，当年新卢布对美元仍然出现较大幅度贬值。俄罗斯虽然采取了一些债务化解的办法，比如货抵债、债转股等，但作用较小，最终解决俄罗斯国内问题的还是2000年以后，全球经济的复苏以及大宗商品价格的上行周期。

作为比较特殊的政治对手，在美国和俄罗斯的博弈中，往往都少不了“金融大棒”的身影。比如车臣战争期间，除了武器买卖、舆论宣传等博弈手段之外，美国还利用自己对国际金融机构的影响力对俄罗斯施加金融制裁，车臣战争期间国际货币基金组织曾经宣布推迟支付对俄罗斯的6.4亿美元的例行贷款。

图表3： 油价上行时俄罗斯失业率较低

资料来源：Wind，华泰证券研究所

美国对俄罗斯第二次比较明确的“金融大棒”是在2014年乌克兰事件之后。2012年美国页岩油革命之后，美国对全球原油价格的定价权不断提升，从拥有需求方定价权逐渐转化为拥有供需双方的定价权。因此在这次的制裁中，一方面通过各种手段压低原油价格，另一方面通过各种资本管制和冻结账户的制裁手段，制造恐慌情绪，诱使卢布继续大幅贬值。在一系列制裁措施下，俄罗斯经济再度陷入困难，实际GDP增速在2014-2016年维持低位，三年的增速分别为0.7%、-2.5%和0.3%，三年下来，实际GDP规模还出现了萎缩，这一时期俄罗斯失业率也出现了较为明显的上行。

图表4： 2014年克里米亚事件之后美欧对俄罗斯的主要制裁措施

2014年3月20日	美国对“入侵”乌克兰相关的11名等俄罗斯和乌克兰官员及克里米亚亲俄领导人阿克肖诺夫冻结其财产、禁止入境。
2014年4月28日	美财政部和国务院均发声明称，将对7名俄高级官员实施资产冻结并拒发签证，并冻结17家俄罗斯公司在美的资产。此外，美商务部还对其中13家公司增加限制，吊销其销售美国产品的执照。另外，美商务部和国务院还宣布将严格控制，取消任何有可能强化俄罗斯军力的高科技产品的出口许可，包括已经批准的出口许可。
2014年7月17日	美国制裁升级，除资产冻结外，相关资金融资交易均被禁止，包括世界最大产油企业俄罗斯国家石油公司、俄最大私营银行俄罗斯天然气工业银行、俄最大独立天然气供应商诺瓦泰克公司、国有开发银行、俄罗斯发展及对外经济事务银行以及乌克兰境内自行宣布独立的“顿涅茨克人民共和国”等都被纳入制裁对象。欧盟宣布限制俄罗斯国有金融机构进入欧盟金融市场；限制向俄出口武器和军民两用产品；限制向俄转让敏感技术尤其是石油产业的敏感技术等。
2014年9月12日	美欧扩大制裁，美国把俄罗斯最大银行——俄罗斯储蓄银行列入制裁名单，同时扩大对俄罗斯其他主要银行的制裁范围。欧盟禁止俄罗斯部分国有防务和能源企业在欧盟范围内提供融资活动。

资料来源：Wind，新华网，人民网，华泰证券研究所

2014年以后，美欧对俄罗斯的经济制裁不断延长期限和升级，主要的手段包括五个方面：第一、限制人员入境；第二、冻结相关企业和个人的资产；第三、限制相关的贸易活动，包括禁止出口和采购等；第四、限制融资活动等；第五、限制技术转让等。这些制裁活动让卢布进一步贬值，2019年7月31日，美元兑卢布为63.38，2013年12月31日为32.73，这也让国际投资者不断在美元阶段性走强的趋势中担心俄罗斯的债务问题，在预期层面进一步恶化俄罗斯的经济前景。

美对欧金融制裁：抛售货币并阻止 IMF 贷款、制裁银行等手段

二战后，美欧是传统的盟友，二者以北约共同背景，关系较为密切。多数情况下，欧盟在美国对其他国家的制裁中与美国站在同一边，但是出于欧盟自身利益考虑以及欧盟的政治立场考量，也会与美国产生分歧，以致招来美国的金融大棒。通过我们的梳理与总结，美国对欧洲的制裁主要是两种手段：一是利用货币制裁的手段。第二次中东战争期间，为逼迫英法撤军，美国抛售英镑并阻止 IMF 为英国提供贷款，使得英镑贬值压力增大，储备资产锐减。而后英法撤军，货币制裁压力随即缓解。二是制裁欧洲银行。近年来，多家欧洲银行因违反美国有关制裁协议，而被美国处以重罚。美国通过罚金的手段来约束别国屈从于美国的诉求。

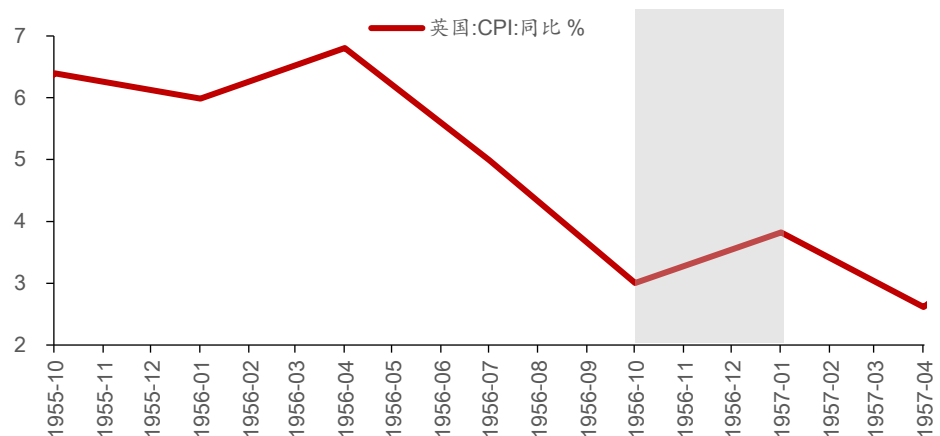
第二次中东战争期间，美国抛售英镑并阻止 IMF 提供贷款来逼迫英法撤军

二战后，美国以“反殖民主义”的面貌出现在中东，力图打入英国的势力范围并夺取中东地区的领导权。苏伊士运河对于英法具有重要的战略和经济利益，在埃及纳赛尔政府强硬收回了对苏伊士运河的控制权后，1956年10月底，英法支持以色列对埃及发动空中打击，苏伊士运河战争（亦称第二次中东战争）爆发了。进一步地，英、法军队对埃及进行武装干涉。美国不愿看到英国和法国在中东地区扩大势力范围，于是，11月，美国在联合国会议上公开反对英国和法国，要求交战各方立即停火和撤军。英国未实质性做出回应，于是美国开始抛售英镑，使得英镑承受较大贬值压力，英国的外汇储备锐减，国内物价出现上涨。

事实上，在苏伊士运河战争之前，英国的储备资产已经快降到了被视为最低安全水平的20亿美元。二次大战后，英国的经济贸易实力严重削弱，虽然实行了严格外汇管制，但国际收支仍然不断发生危机，资本外流严重，外汇储备锐减。英国政府被迫于1949年9月18日宣布英镑贬值30.5%，对美元汇价由1英镑折合4.03美元降为2.8美元。而1956年苏伊士运河的关闭及后续英美分歧加深了市场对英国能否维持住1英镑兑2.8美元的汇率的怀疑。英国政府深知要想维持这一汇率，须得到国际货币基金组织的帮助。但美国政府威胁，如若不按照联合国决议停战，那么英国将无法得到国际货币基金组织的支持，美国进出口银行和美国联邦储备银行也不会为英国贷款。12月4日英国首相麦克米伦作报告时，英格兰银行的储备资产已经降到20亿美元以下。

迫于货币制裁的压力，英法12月3日从埃及撤军，美国通过运用经济手段达到其政治目的。在美国的支持下，12月10日，英国的借款申请得到国际货币基金组织的通过，货币危机得以缓解。自此，英美之间的盟友关系进一步牢固，由联合对抗并存转向联合。

图表5： 1956年年末美国对英国的货币制裁致使英镑汇率承压，英国国内物价出现上涨



资料来源：FRED，华泰证券研究所

自“9.11”事件以来，美国对于欧洲的金融制裁更多是制裁银行业

美国对海外银行业的处罚大致可以分为两类，一是直接的金融制裁，通过冻结相关银行在美国的账户、切断与美国金融系统联系等方式，这种多是行政手段，涉及的案例较少；二是间接的金融制裁，以银行经过美国金融体系向被制裁国家或组织转移资金为理由，对涉案银行处以巨额罚款。美国通过罚金的手段来约束别国屈从于美国的诉求。自“9.11”事件之后，美国更频繁地用金融制裁工具对有关国家进行定向打击，采用的方式多是间接的金融制裁。近年来，多家欧洲银行因违反美国有关制裁协议，而被美国处以重罚，涉及法国巴黎银行、德意志银行等全球大型银行。

图表6：自“9.11”事件以来，多家欧洲银行因违反美国有关制裁协议，而被美国处以重罚

起始时间	银行名称	处罚金额	案件概述	所属国家
2009年12月	瑞士信贷	5.4亿美元	美国司法部指控瑞士信贷银行从1990年至2006年非法向受制裁地区进行美元转账活动	瑞士
2010年8月	巴克莱银行	2.9亿美元	美国政府指控该银行违反其对古巴、伊朗、利比亚、英国苏丹和缅甸实施的金融制裁规定	英国
2012年6月	荷兰ING集团	6.19亿美元	美国司法部指控该集团通过销毁交易数据等方式隐瞒其对古巴、伊朗等受制裁国家提供的金融服务	荷兰
2012年8月	渣打银行	6.67亿美元	纽约金融服务局指控该银行涉嫌从事伊朗机构进行洗钱活动长达10年，除认缴罚款外还需全面整改	英国
2012年12月	汇丰银行	19.2亿美元	美国指控该银行为伊朗缅甸等受制裁国家转移资金，除缴纳罚金还需在5年内全面整改反洗钱体系	英国
2014年6月	巴黎银行	89.7亿美元	2004-2012年利用美国金融体系为伊朗古巴苏丹三国转移巨额资金，除缴纳罚款还没收资金，暂停涉案机构的美元清算业务一年	法国
2014年8月	渣打银行	3亿美元	纽约金融服务局指控该银行违反反洗钱承诺，除缴纳罚款还对业务进行调查	英国
2015年3月	德国商业银行	17亿美元	美国司法部、OFAC、纽约金融服务局三家机构指控其帮助古巴等国家转移资金及洗钱活动	德国
2015年10月	法国农业信贷银行	7.87亿美元	为苏丹伊朗缅甸古巴等国家提供美元清算服务，并规避美国制裁措施，欺骗监管机构	法国
2017年2月	德意志银行	6.3亿美元	纽约金融服务局和英国金融行为监管局指控其2011-2015年的俄罗斯镜像交易有洗钱嫌疑	德国
2018年11月	法国兴业银行	13亿美元	美国多部门指控其违反对伊朗古巴等国制裁，长期隐瞒违法事实，流转非法资金	法国
2018年11月	法国社会保障银行	13.4亿美元	2004-2010年违反美国对伊朗利比亚苏丹古巴的经济制裁，进行130亿美元金融交易	法国
2019年4月	渣打银行	11亿美元	美国多部门以英国金融当局指控其与伊朗等国进行法律交易进行处罚	英国
2019年4月	裕信银行	13亿美元	美国司法部和曼哈顿地区检察官指控其违反美国对伊朗等国的制裁规定，利用德国分支机构为受制裁国家非法转移美元资金	意大利

资料来源：Wind新闻，华泰证券研究所

美国对于瑞士银行机构处以罚款，旨在施压瑞士放弃银行保密传统

在《银行保密法》的“庇护”之下，瑞士一直被认为是欧洲乃至全球最为保密的金融中心。但2008年国际金融危机之后，瑞士银行业延续四百多年的保密制度遭遇了来自美国的空前压力。美国对瑞士银行机构的打压理由主要为帮助美国富人逃税和与受美制裁国产生业务往来。2009年2月，瑞士联合银行(UBS)因帮助富人逃税避税向美国政府支付7.8亿美元的罚金；同年12月，美国当局对瑞士信贷银行(Credit Suisse)处以5.36亿美元罚款，原因是该行违反了美国针对伊朗和其他几个受制裁国家的金融活动的经济制裁。2014年5月19日，瑞信集团与美国司法部达成和解协议，同意缴纳26亿美元罚金并交出美国人秘密账户，以了结美国政府对其协助美国富翁逃税避税的指控。

在美国政府强大的压力下，瑞士逐步放弃了银行保密传统。2013年10月15日，瑞士政府在法国巴黎签署《多边税收征管互助公约》；2014年5月6日，瑞士与46个国家签署《税务事项信息自动交换宣言》，承诺执行银行间信息自动交换全球新标准。两项协议的签署表明瑞士银行保密制度已经出现裂缝。2018年10月，瑞士联邦税务局发布公告称，该机构已于9月底同其他国家的税务机关交换了200万条金融账户信息。这也是历史上的首次，正式宣告瑞士已告别了无条件保护银行客户隐私的传统。

总的来说，美国对瑞士的罚单力度较大，在极限施压下瑞士放弃了《银行保密法》。美国达到了查处逃税避税行为及迫使瑞士与其共同制裁敌对国的目的。2018年8月，为避免违反美国制裁规定，瑞士信贷银行冻结了与俄罗斯相关的大约50亿瑞士法郎资金。

美国对德意志银行的罚款层出不穷，一定程度上是为了满足政治诉求以及转嫁经济压力

金融危机以后，德国最大商业银行德意志银行被美国因各类事件处以罚款。2010年，德意志银行受到美国监管机构指控后，承认自1996年至2002年间协助美国富人逃税，并支付5.5亿美元罚金。2015年4月，美国和英国金融监管机构对德意志银行开出25亿美元罚单，指控其操纵伦敦银行间同业拆借利率(Libor)。2015年12月，美国政府起诉德意志银行利用空壳公司逃税，追索1.9亿美元税款、罚金和利息。2017年美国纽约州金融服务局和英国金融行为监管局指控，德意志银行在2011年至2015年期间经手的一些“镜像交易”有洗钱嫌疑，涉及金额达100亿美元。因德意志银行对涉嫌洗钱的交易监管不当，2017年1月30日纽约州金融服务局和英国金融行为监管局分别对德意志银行罚款4.25亿美元和2.04亿美元，罚款金额共计约6.3亿美元。

美国不仅多次对德意志银行展开制裁，并在2016年开始进行“秋后算账”，认为德意志银行应为国际金融危机承担责任。2016年9月17日，美国司法部以不当出售抵押贷款支持证券并恶意助推次贷危机为由，初步裁定德意志银行缴纳140亿美元的罚单。2017年1月17日德意志银行同意支付72亿美元，与美国司法部就该银行2006年至2007年不当出售住宅抵押贷款支持证券达成最终和解协议。美国司法部指控，德意志银行不当出售住宅抵押贷款支持证券不仅误导投资者，而且直接导致国际金融危机。

总的来说，美国针对德意志银行的一系列惩罚措施，已超过了普通商业惩罚行为，影响到了德国的重要经济利益。我们认为，美国对于德意志银行的制裁层出不穷，一定程度上是为了满足自身的政治诉求以及转嫁经济压力。

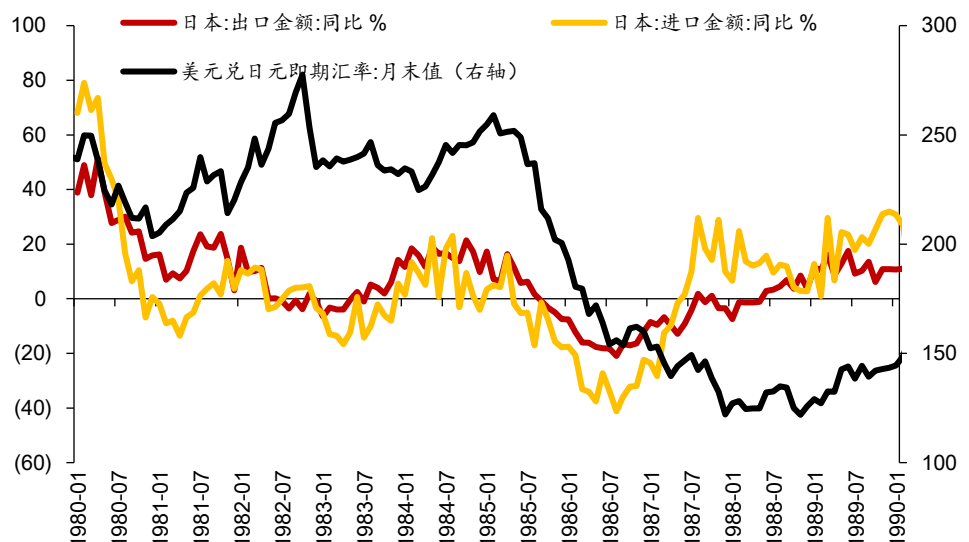
对日本的制裁：从贸易到投资，主要限制日本产业竞争力提升

从上世纪 50 年代中期到上世纪 90 年代，随着日本经济从二战中复苏、制造业生产能力和出口竞争力快速增强，威胁到美国的国际贸易地位，美国随即针对性地对日本出口贸易采取了一系列制裁措施。美国对日本六大行业实施贸易制裁、在广场协议中强制日元升值、限制日本在美投资，这一系列制裁措施最终维持了美国的世界经济金融霸权地位。

由于贸易摩擦难以打垮日本，美国对日本转向采取汇率升值的金融大棒，1985 年 9 月 22 日，在美国的主导和强制下，美、日、德、法、英等签署了“广场协议”，日元在短时间内大幅度升值：1985 年 9 月，日元汇率在 1 美元兑 250 日元上下波动，在“广场协议”生效后不到 3 个月的时间里，快速升值到 1 美元兑 200 日元附近，升幅 20%；1986 年底，1 美元兑 152 日元；1987 年最高达到 1 美元兑 120 日元。日元升值对日本出口竞争力产生了一定的负面影响，同期日本的出口同比增速下行直至转负。

除了汇率战以外，美国政府认为造成日元贬值的最重要原因是日本实行“人为低利率”的金融管制政策，致使投资家不愿投资日元以及日元金融产品。所以，美国要求日本加速实行金融自由化。1984 年 5 月末，刚刚成立不久的“美国—日本美元日元委员会”提出了“美国—日本美元日元委员会报告”，与此同时日本大藏省也发表了题为“金融自由化及日元国际化的现状与展望”的报告，此二报告一般被合称为日本的“金融自由化和国际化宣言”。在“宣言”发表以后，日本存款利率自由化的步伐开始加快，日本由此开启了金融自由化之路。对日本金融自由化起决定性作用的是外汇管理自由化，其中 1984 年废除期货外汇交易的实际需求原则对日本金融自由化有很大影响。废除该原则之后，将以日元计价的金融产品换成以外币计价，再以期货把外币换回日元的操作就可以不受任何限制地进行。随着日本对国际资本流动管制的放松，日本企业在海外资本市场通过发行企业债券所获得的资金规模不断扩大，海外资金在日本市场的跨境流动规模加大，这在一定程度上助长了日本国内资产价格的泡沫。

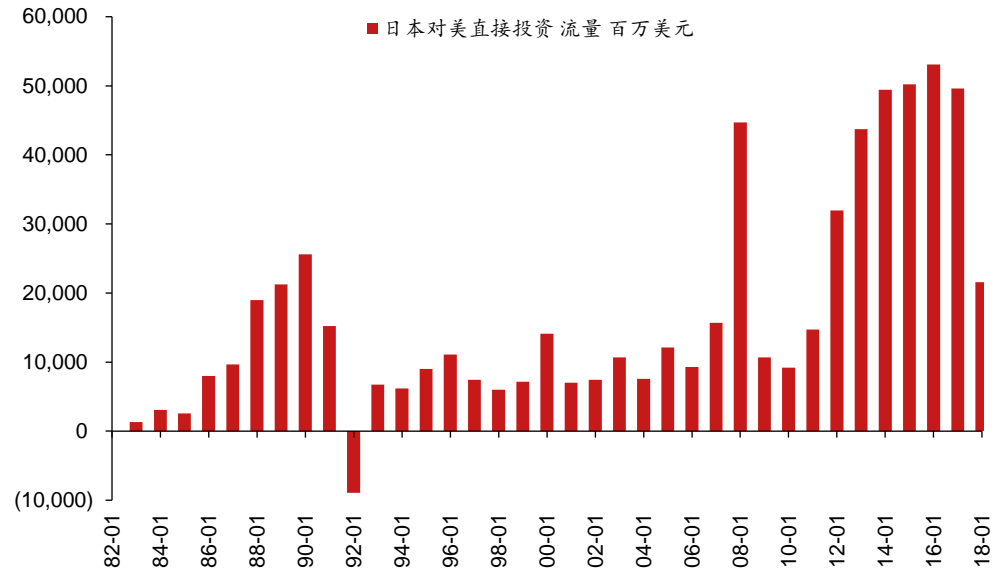
图表7：日本出口增速（日元计价）在 1985 年之后出现了明显的下行



资料来源：Wind，华泰证券研究所

广场协议后日元升值,使得日本投资主体的购买力增加,海外资产以日元衡量的价格下降,这一“财富错觉”推动日本国内大量资金开始加大海外投资。综合来看,日元升值、日美贸易摩擦压力增大和日本被迫接受自主出口限制等因素促使日本企业对外投资迅速增加,日本企业看重美国企业可转移的技术和管理等无形资产,而且这些资产随着美元相对贬值变得更具吸引力。1985年之后,日企对美国投资主要分布在制造业、金融和房地产等行业。1991年,日本成为当年美国第一大直接外资来源国。

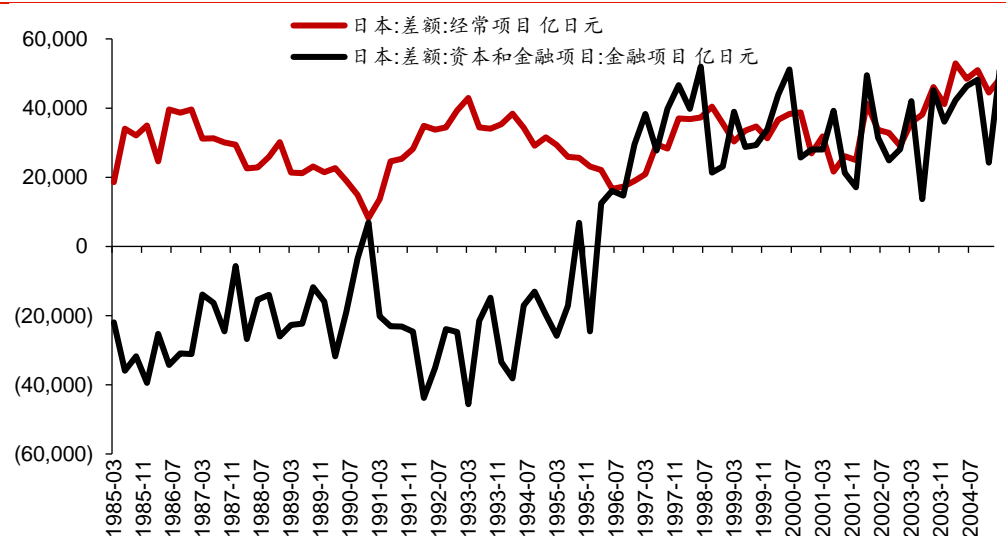
图表8: 日本对美直接投资在1985年后迅速增加,随着美国对日本投资的限制之后快速回落



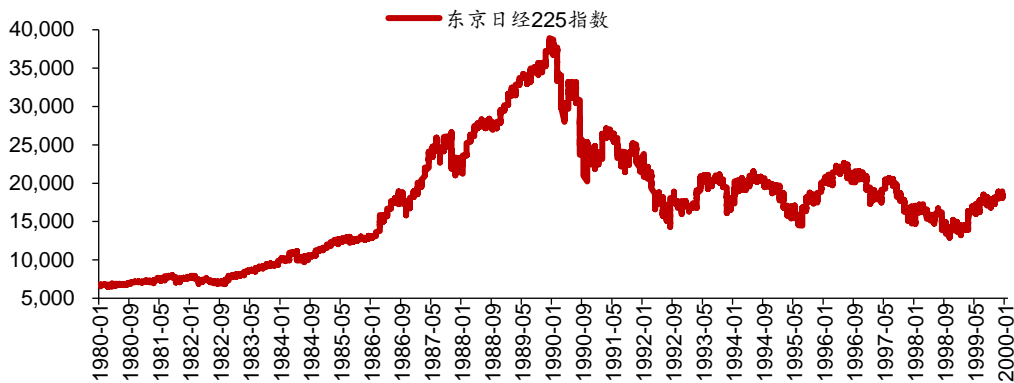
资料来源:日本贸易振兴机构,华泰证券研究所

美国对于日企在美逐渐增加的并购行为也施加了一些限制。从行业维度来看,美国主要针对日本制造业领域的直接投资,以防止其对美国的国家安全造成威胁、以及削弱美国相关制造业产品在全球的竞争力。可举两项案例例如:1983年,CFIUS(外国投资委员会)否决日本公司对美国一家特种钢材生产商的并购,美国国防部认为该公司的产品曾用于军事航空工业,不宜将技术转让给日本企业;1986年,日本富士通公司宣布收购美国硅谷一家半导体公司,美国国防部认为此项交易可能会让日本掌握军事工业的电脑芯片技术,导致美国的国防工业转向依赖生产商。在各种压力下,富士通公司宣布放弃收购。

图表9: 日本经常项目及资本金融项目表现



资料来源:Wind,华泰证券研究所

图表10: 东京日经 225 指数于 1990 年随日央行连续加息而见顶回落

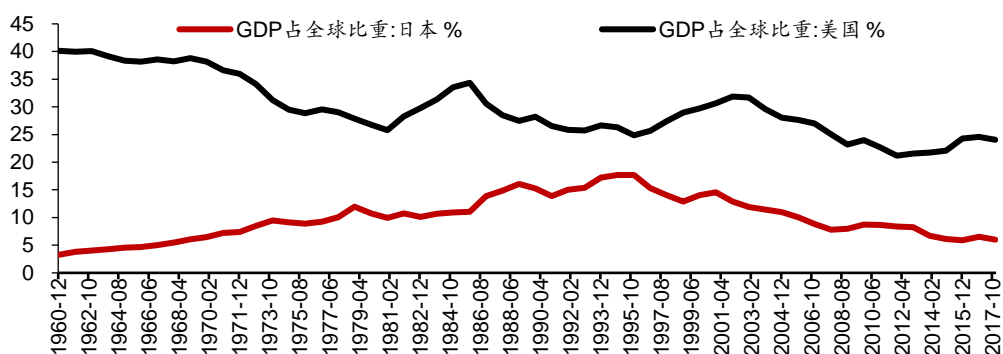
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

1985 年日元大幅升值后, 为了缓解汇率升值及输入型通缩压力、完成外向型向内需型经济过度, 日本央行不得不持续降息, 造成市场上资金极其充沛。但是由于当时日本对日元升值和经济转型的困难认识和准备不足, 大量资金并不如政府所希望的那样流入制造业和服务业, 而是流入容易吸纳和“见效”的股市楼市, 快速推升了地产和金融资产价格。同时, 在资金泛滥的情况下, 原本应该紧缩的信贷不仅没有紧缩, 相反进一步扩张, 加大了日本的股市和楼市的泡沫成分。

1987 年 2 月, 美国、英国、法国、德国、日本、加拿大、意大利七国财长和中央银行行长在巴黎卢浮宫达成协议, 采取联合措施, 加强外汇市场“干预协调”, 以解决美元过度贬值对世界经济带来的不利影响。卢浮宫协议要求日本、德国实施刺激内需计划, 美国进一步削减财政赤字。卢浮宫协议后日元对美元出现短暂性的大幅度贬值, 并且日本银行将 2.5% 的“超低利率”一直保持到 1989 年 5 月, 持续时间长达 27 个月。日本银行官定利率长期处于低水平, 同期金融机构贷款放量, 进一步催生了日本资产价格泡沫。

1990 年日本央行为防控泡沫风险, 上调基准利率, 市场在避险情绪下抛售股票, 日本股市暴跌。受日本央行连续加息、银行体系收紧对地产信贷、政府调整房地产相关税制, 加大对可能具有投机性质的地产短期买卖行为的征税力度等政策综合影响, 日本住宅用地和商业用地的价格开始出现下跌, 各类资产价格均走向破灭。

综合来看, 美国对日本的金融制裁持续时间较长, 且采用多种方式。日本在高技术行业方面的出口竞争力受到了一定限制, 随着其国内经济开始出现更多的结构性问题——人口红利消失、老龄化加剧上升、城镇化进程已达较高水平, 而日本总量型的扩张性财政政策和宽松货币政策始终未能解决结构性问题, 日本最终并未能够成功挑战美国经济霸权。

图表11: 日本 GDP 在全球的占比, 从上世纪 90 年代中期开始见顶回落

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

美国对中国金融制裁有冻结资产、第三方制裁、认定汇率操纵等

历史上，美国对中国的金融制裁主要有冻结资产、第三方制裁、认定汇率操纵国等几种方式。其中，除1950年朝鲜战争-1979年间采取冻结资产方式外，此后并未大规模冻结中国资产，主要采用的方式是针对个别企业或金融机构发起的制裁活动。另外，认定中国及中国台湾为“汇率操纵国”也属于典型案例。

1950年朝鲜战争-1979年间，冻结资产

1950年中国参加朝鲜战争后，美国政府依据《与敌国贸易法》，于1950年12月16日冻结了中国政府和相关机构在美国境内约8.05亿美元的资产，同时取消了低于市场利率的优惠贸易信用担保，禁止与中华人民共和国进行以美元为“硬通货”的国际支付、转移支付以及侨汇。这些冻结的资产直到中美两国建交之后，于1979年5月11日根据《中华人民共和国和美利坚合众国政府关于解决资产要求的协议》宣布解冻，美国针对中国的这一金融制裁持续了将近30年。

除此之外，美国并未对中国进行大规模的资产冻结。1998年美国国会通过《1999年度国防授权法》授权总统在必要时冻结“中国军方公司、任何由人民解放军控制的公司、与中国国防基础工业有关的中国政府部委或者相关实体”在美国境内的资产，但是考虑到其对中美关系的影响，美国总统并未实际行使此项权力。

第三方制裁是美国对中国进行金融制裁的普遍方式

历史上，中国多家企业曾遭受美国第三方金融制裁或受连带影响。中国对外投资的部分重点国家和地区如伊朗、苏丹、叙利亚、缅甸等，是美国金融制裁的主要对象，在美国对这些国家实施制裁的情况下，如果中国与其进行特定商业往来也将遭受制裁，此即第三方制裁。自2006年以来，中国长城工业总公司、中国新时代科技有限公司、中国船舶重工国际贸易公司、华中数控股份有限公司、中国珠海振戎公司等科技或工业企业就先后因与伊朗等国的商贸往来被美国列入金融制裁名单。

2006年6月13日，美国财政部以中国长城工业总公司向伊朗的导弹计划提供了帮助为由，将长城工业总公司等4家中国企业列入金融制裁名单，宣布冻结上述中国企业在美国的资产。2008年10月23日，美国对中国新时代科技有限公司、中国船舶重工国际贸易有限公司、华中数控股份有限公司三家企业实行制裁，指责他们向伊朗、朝鲜和叙利亚出售军火或敏感技术。2012年1月12日，美国宣布对中国珠海振戎公司实行制裁，指责该公司违反美国制裁禁令，美国2010年颁布的《全面制裁伊朗、问责和撤资法案》规定，向伊朗出售成品油或原油加工设备超过100万美元的公司将受到美国制裁，据美国国务院公报信息，2010年7月-2011年1月期间，珠海振戎公司与伊朗有过5亿美元的石油贸易，大幅超过美国设定的交易门槛。受本次制裁的影响，振戎公司将不能获得美国出口许可以及美国进出口银行的财务支援，也不能向美国的金融机构借贷超过1000万美元。

中国金融机构也频繁受到美国金融制裁，一方面来自受第三方制裁的波及：2003年，中国交通银行纽约分行由于与利比亚有联系的外汇业务而被美国外国资产管理局处以罚款。2012年7月31日，美国财政部宣布对中国昆仑银行进行制裁，美财政部宣称，昆仑银行向美国制裁名单上超过6家伊朗银行提供“关键金融服务”，包括账户服务、转账服务和信用证服务，价值达到数亿美元。美国认为这6家银行与伊朗发展大规模杀伤性武器项目和支持国际恐怖主义有关。根据制裁决定，美国政府要求金融机构不得在美国为昆仑银行开设代理银行或者可直接被第三方用以自行交易的代理银行账户，任何持有昆仑银行账户的金融机构必须在10天之内将其关闭。2017年6月29日，美国财政部发布公告称，财政部的金融犯罪执法网（Treasury's Financial Crimes Enforcement Network）根据美国的爱国者法案（USA PATRIOT Act）第311条发现中国的丹东银行已成为朝鲜通向美国和国际金融体系的门户，并为参与朝鲜核弹和导弹计划的公司提供数百万美元的交易。因此，

美国对丹东银行采取取消市场准入的处罚,美国财政部海外资产管理局将2名中国公民(李红日和孙伟)以及1家中国公司(大连宁联船务有限公司)列入特别指定国民清单(SDN List),禁止美国公民与上述个人和实体进行商务往来和交易,并冻结其在美国的资产和银行账户。

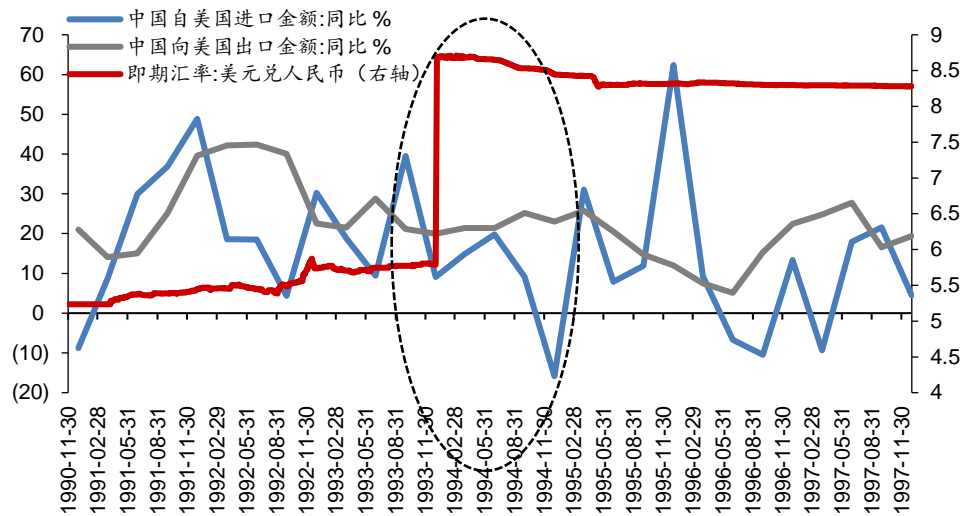
另一方面来自美国的“长臂管辖权”,以反洗钱为由对我国金融机构的处罚。美国的反洗钱立法由来已久,1970年《银行保密法》是其第一部反洗钱法案,1998年的《洗钱和金融犯罪战略法》要求各执法机关介入和加强联邦与州、州与州之间的相互协调,开始将反洗钱行动提高到国家战略层面。2001年的《爱国者法案》对外方方面赋予了司法部门的“长臂管辖权”。中资银行境外机构因反洗钱违规遭到美国处罚的首例是2016年11月4日,中国农业银行纽约分行的2.15亿美元反洗钱处罚事件,除罚款外,同时责令纽约农行须委任一个独立的第三方监管部门调查2014年5月1日至2015年10月31日期间的美元清算业务。2015年7月,美国联邦监管机构称中国建设银行纽约分行的反洗钱机制存在一些问题,监管机构要求建设银行更好地遵循美国法律的基本元素,并要求起草并执行一个计划,以修正相关问题。

从上述美国对中国金融制裁的回顾来看,虽然中国官方外汇储备规模较大,且多数持有美元资产,受到“冻结资产”制裁的风险敞口较大,但是随着中国在国际体系中地位的提升,美国很难对中国直接采取资产冻结的制裁手段,而主要通过制裁个人、企业或金融机构的方式,我们预计未来仍将是以此形式为主。

1992-1994年间,5次认定中国为“汇率操纵国”

1992年5月至1994年7月间的美国半年度汇率报告中,中国曾连续5次被认定为“汇率操纵国”,核心原因在于当时的汇率双轨制及高度的外汇管制,美方认为中国对美存在不公平的贸易顺差。汇率双轨制从1981年起实行,是指官方汇率与市场汇率并存,即继续保留官方牌价用作非贸易外汇结算价,同时国家另外制定贸易外汇内部结算价。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,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,中国的汇率制度由双轨制转为以市场供求为基础的,盯住美元的固定汇率制,这一制度安排一直持续到2005年,1994-2005年人民币兑美元汇率选择单一盯住美元在8.27左右。1994年汇改也用银行结售汇制度取代了外汇留存制,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。1994年12月的美国半年汇率报告中,撤销了对中国“汇率操纵国”的认定。

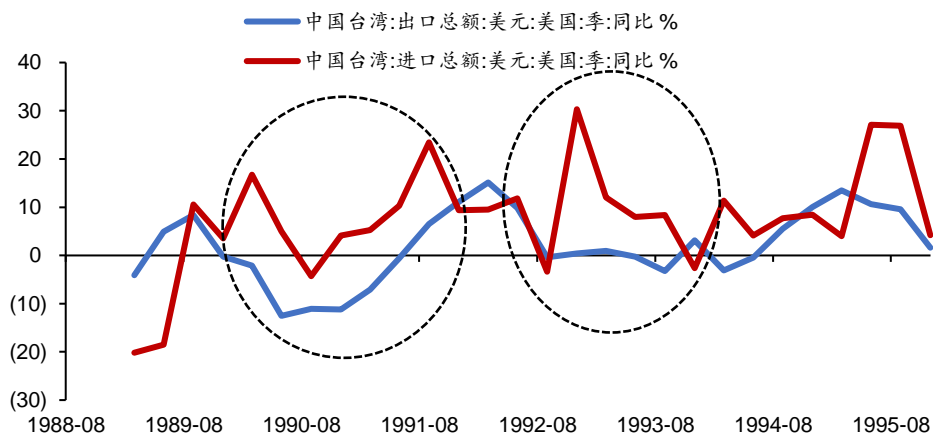
1994年汇改,人民币兑美元汇率由1993年底的5.7855一次性贬值50%至8.6783,1994年中国对美出口增速持平1993年于23%,但中国自美进口增速由1993年的18%大幅降低至6%,汇率对出口正向拉动不明显,但对国内进口冲击较大,导致贸易顺差扩大。

图表12: 1992-1994年中国被美国认定为“汇率操纵国”，1994年汇改人民币汇率大幅贬值，美国取消认定


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

1988-1992年间，4次认定中国台湾为“汇率操纵地区”

中国台湾分别于1988年10月、1989年4月、1992年5月和1992年12月，4次被美国认定为“汇率操纵地区”，主要原因在于其央行的货币干预、资本管控和行政机制带来了汇率低估，美国认为这是其对美贸易盈余的核心原因。此后，台湾加大了对美国商品的进口力度，并部分放宽外汇管制（如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）。数据显示，在被认定为汇率操纵地区期间，台湾对美国进口增速显著提高，超过出口增速，贸易顺差有所回落。美国于1993年撤销了对台湾“汇率操纵地区”的认定。

图表13: 在被认定为汇率操纵地区期间，台湾对美国进口增速显著提高，超过出口增速


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

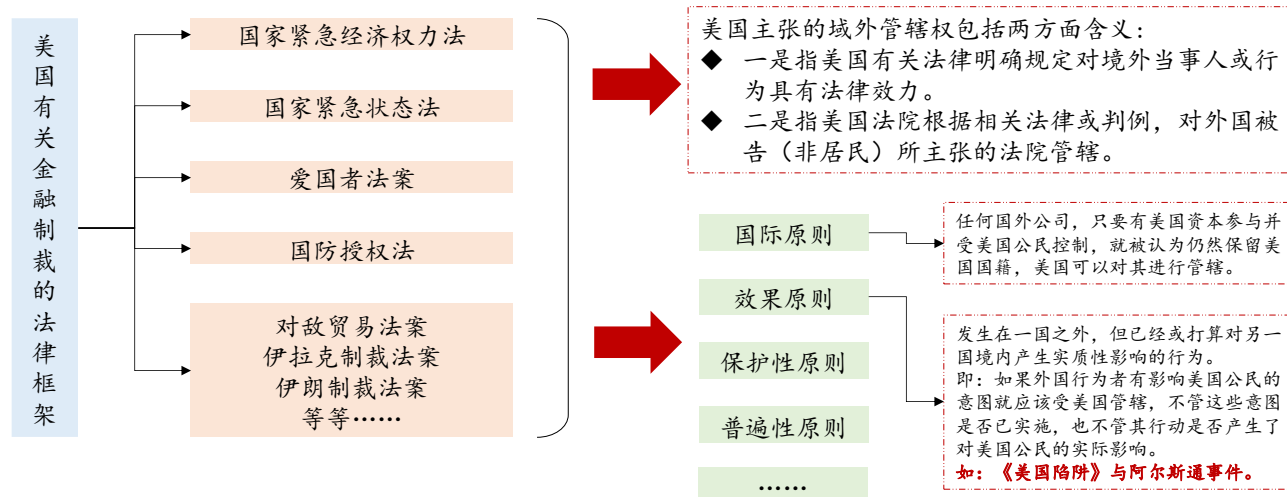
发展中国家是美国金融制裁的“重灾区”

发展中国家是美国“金融大棒”的制裁“重灾区”。美国对发展中国家的金融制裁在不同时期有不同特点，总体来说反映在几个部分，美国对发展中国家的金融制裁是单边性的，被制裁国难有应对方式；美国对发展中国家实施的金融制裁目标在多元化，随着手段的丰富针对性也更强，发展中国家面临的压力也相应提升。其中，纳入 SDN 名单进行制裁是美国较常使用的一种方式。SDN 名单是由美国财政部海外资产管理办公室（简称为 OFAC）管理的一项制裁计划，个人、企业、政府等各种经济实体被纳入 SDN 名单后将会接受相应制裁，包括资产冻结、禁止交易、切断资金往来等。SDN 名单定期更新，可在美国财政部官网查阅。

美国对发展中国家的金融制裁是单边性的。美国对发展中国家实施的金融制裁是单边性的，发展中国家难以进行有效反制。美国对发展中国家进行金融制裁的重要前提是金融竞争力的绝对优势。首先，在国际货币体系中，美元的强势地位还难以被撼动。其次，如 IMF、世界银行、国际清算银行等重要的国际金融机构，均不同程度受到美国的强势干预，切断发展中国家的国际援助频频发生，近期委内瑞拉就是典型案例。第三，在目前的全球支付系统中，纽约清算所银行同业支付系统（CHIPS）、环球同业银行金融电讯协会（SWIFT）等系统发挥着重要作用。其中，全球主要的美元跨境支付清算都要通过 CHIPS 来进行，而 SWIFT 负责在全球主要银行和金融机构之间传递交易信息。如果发展中国家被移除 CHIPS 则无法进行跨境美元交易，一旦被排除在 SWIFT，则所有外汇业务都会被中断，当前伊朗就是被排除在 SWIFT 之外的金融孤岛。

美国对发展中国家实施金融制裁也是不断发展的，目标多元化，针对性提高，手段更丰富。美国对发展中国家金融制裁的不断发展体现在实施制裁的针对性更高、使用的制裁手段增加、实施制裁的目的更多等方面。早期，美国对发展中国家实施的金融制裁是建立在大国博弈基础下的，由于美苏冷战产生了社会主义阵营和资本主义阵营之间的对立，美国在压制苏联过程中对社会主义阵营的发展中国家实施金融制裁，实施制裁的目的主要是削弱敌对国家。冷战结束后，美国依旧保持针对敌对力量实施金融制裁的做法，对古巴、朝鲜及伊朗均有反映。与此同时，美国实施金融制裁的目的也有所发展，对外金融制裁的目标体系适当拓展，譬如“推动民主人权”、“反恐”、“反扩散战略”等（反扩散战略，是美国阻止大规模杀伤性武器扩散的一项计划，包括限制核武器、化学武器和生物武器等），基于这些目标对不同类型的发展中国家实施金融制裁。此外，随着全球经济一体化程度的加深，全球国际贸易、国际金融、国际支付的发展水平不断提升，美国金融竞争力的优势地位进一步强化，并拓展多种金融制裁工具对发展中国家进行针对性压制，当下已经可以对个人、企业、单一账户等进行制裁，例如近期华为事件、美国制裁伊朗外长扎里夫等已有佐证。

图表14：美国有关域外管辖权的法律框架是实施金融制裁的基础



资料来源：美国财政部，华泰证券研究所

美国金融制裁传染性升级，有关金融制裁“近乎无敌”的法律框架是重要基础。如何理解美国金融制裁传染性升级？核心在于认识美国有关金融制裁的法律基础，美国实施金融制裁的重要前提是以国内法“代替”国际法，当前美国有关金融制裁的法律体系已经较为完备，以《国际紧急经济权力法》和《国家紧急状态法》为基础，以《爱国者法案》、《国防授权法》等为补充，形成了美国金融制裁的法律框架。与之对应的国际法体系还处于缺位状态，因此，美国以国内法的域外管辖权发挥“长臂管辖”对发展中国家实施金融制裁时，发展中国家既无有效的反制措施，也无法通过诉诸国际法进行申诉。在法律应用时，美国对效果原则的认定几乎使得被制裁国“无处可逃”，美方域外管辖权可以对“发生在一国之外，但已经或打算对另一国境内产生实质性影响的行为”进行管辖，换言之，如果外国行为者有影响美国公民的意图就应该受美国管辖，不管这些意图是否已实施，也不管其行动是否产生了对美国公民的实际影响；《美国陷阱》与阿尔斯通案例便是典型（《美国陷阱》是弗雷德里克·皮耶鲁齐和马修·阿伦在2019年出版的新书，以皮耶鲁齐的亲身经历揭露美国通过金融制裁的方式帮助美国企业打击竞争对手，借助“长臂管辖”、《反海外腐败法》等司法武器帮助美国企业通用电气收购法国企业阿尔斯通），更不必说涉及到某个个人或者企业，一旦与伊朗、朝鲜、委内瑞拉、古巴等国有任何关联，美国金融制裁大棒可以随时到来。

美国金融制裁传染性升级，发展中国家更容易被孤立。正是基于“近乎无敌”的法律基础，美国金融制裁的传染性显著升级，以SDN名单为例，如果美国财政部将某经济体纳入SDN名单，那么与该经济主体有业务往来的其他经济主体也会被纳入到SDN名单中，也会受到金融制裁；同时考虑效果原则，这就意味着，虽然某经济主体暂未被列入到SDN名单，如果美国“主动出击”认定该经济主体对美国的外交、经济、国防等存在潜在隐患，美方就“有权”实施相应的金融制裁。这种传染性极强的制裁方式，导致部分企业和个人只要存在被列入名单的可能性，其他机构就会由于担心被牵连、从而减少甚至拒绝与该经济主体进行业务往来。在这种环境下，发展中国家自然更容易被孤立。

美国金融制裁对发展中国家的负面影响较大。我们认为，在金融制裁方面，发展中国家是美国“制裁大棒”打压的重灾区，美国对发展中经济体实施的强硬措施也不再少数，产生的负面影响也相对较大。美国对日本、俄罗斯等大国的金融制裁只是大国博弈背景下科技战、贸易战、意识形态冲突、经济制裁等方面的一个片段，相比其他冲突产生的实质性利空较小，而对发展中国家来说，美国金融制裁产生的负面影响是巨大的，特别是封闭交易支付系统、国际资金援助、罚没资产等将对发展中国家产生较大冲击，对经济和市场都是较大利空。换言之，从美国角度，并不需要通过经济、科技、军事等多方面大规模的对立，就可以对发展中国家产生较大的实质性冲击。

伊朗、朝鲜、委内瑞拉等发展中国家饱受美国“金融制裁”大棒之苦

美国对伊朗的金融制裁与美伊关系密切相关，金融制裁效果“性价比高”，近年来美方运用频率提升。美国对伊朗的金融制裁与美伊关系联系紧密，随着美伊关系的变化而进行变化。1979年，以人质危机（1979年11月4日，伊朗激进学生占领了美国驻伊朗大使馆，将外交官扣押作为人质）的爆发为开端，美方冻结伊朗资产、开始实施金融制裁。1981年美伊签署以解决人质危机的《阿尔及尔协定》后，美解除资产冻结。1985年起美国对伊朗的制裁不断增加，1985年限制对伊朗的国际贷款及援助，1987年将伊朗纳入毒品生产黑名单（1998年移除）并加以实施限制，1992年美国国会通过了《伊朗—伊拉克不扩散法》。1995年克林顿签署12959行政令禁止美与伊朗贸易及美对伊朗投资；1996年美国通过了《伊朗制裁法案》（2016年12月1日宣布延长10年至2026年）。

进入21世纪后，由于核扩散及中东频发的战争冲突，美对伊的制裁步伐并未停止，2012年美国《国防授权法》宣布冻结与伊朗石油业务相关的在美资产，并通过SDN名单对帮助伊朗石油发展的经济实体、及以伊朗里亚尔结算的外国金融机构进行制裁。2015年7月伊核协议通过后，美伊关系短暂缓和，奥巴马在2016年度除部分制裁。特朗普上任后，2018年5月美国退出伊朗核协议；2019年美伊关系恶化，美国财政部先后对伊朗最高领导人哈梅内伊、伊朗外长扎里夫实施制裁，加入SDN名单。我们认为，综合来看，金融制裁是

美伊冲突的重要武器，相比军事冲突、代理人战争等方式，美国通过运用金融制裁方式压制伊朗的“性价比”较高，近年来美方运用金融制裁频率也提升。经济基础是政治基础的重要支撑，根据 IMF 在 2018 年 11 月发布的预测，美对伊制裁或导致伊朗 2019 年实际 GDP 下降 3.6 个百分点以上，通过经济领域的金融制裁+极限压制对伊朗政局产生冲击甚至颠覆性效果，是美方所希望看到的。

图表 15: 美国对伊朗、委内瑞拉等发展中国家实施的金融制裁情况

美国金融制裁伊朗		
时间	事件	类型
1979年11月14日	为应对人质危机卡特总统发布第12170号行政命令，宣布冻结伊朗官方在美国的资产。1981年1月19日，《阿尔及尔协定》签署后美国解冻伊朗在美国的官方财产，冻结前国王以及直系亲属在美国的财产	冻结资产
1985年	美国政府拒绝向国际金融组织提供与针对伊朗的援助项目等额的资金	限制国际援助
1987年2月18日	里根宣布伊朗未能在制毒、贩卖以及洗钱方面采取有效的措施，从而将伊朗列入毒品生产国家的名单。这一定性的结果使得伊朗无法获得所有进出口银行以及海外私人投资机构对伊朗的资助，美国在国际金融机构中的代表也因此阻挠所有针对伊朗的援助项目，直到1998年美国国务院将伊朗从毒品生产名录中移出	限制援助+限制资金往来
1988年	美国政府要求美国在国际金融机构中的代表阻挠所有针对伊朗的贷款以及援助项目	限制国际援助
1992年	《伊朗-伊拉克不扩散法》要求其他国家以及个人也遵照美国的规定，如果违反了此规定，美国将要对其实行包括采购限制、针对在美国军火管制名单上的物品的出口制裁、中断美国以及国际发展银行的援助、中断合作发展和合作生产协定、中断军事以及双用途技术的交换协定等多种形式制裁	限制进出口贸易
1995年5月6日	克林顿签署第12959号行政令，禁止美与伊朗贸易及美对伊朗投资	限制投资
1996年	美国通过了《伊朗制裁法案》，将制裁措施的适用对象扩大到美国公司以外的主体，禁止任何人向伊朗的石油工业进行大规模的投资。2016年12月1日，美国参议院一致通过即将到期的《伊朗制裁法案》有效期延长10年，至2026年年底	限制投资
2010年	奥巴马政府实施的《全面制裁伊朗、问责和撤资法案》，禁止任何企业向伊朗石油工业投资超过2000万美元；禁止购买伊朗国债；帮助伊朗出口石油；成立与石油开发有关的合资公司；帮助伊朗石油公司融资、保险等等	限制投资+限制进出口贸易+限制融资
2011年12月31日	自2012年6月28日起，如果某个国家的金融机构继续通过伊朗央行从伊朗购买石油，美国就切断该国所有金融机构与美国银行体系的联系	限制资金往来
2012年	《国防授权法》规定同伊朗央行有石油业务的金融机构，在美资产将被冻结	冻结资产
2012年	奥巴马签署的第13574、13590、13622号和第13645号行政令，限制美金融机构与帮助伊朗石油发展的实体和个人之间的业务，对进行伊朗里亚尔结算的外国金融机构实施制裁。2016年为了执行伊核协议部分条款被废除，2018年8月6日，美国发布了第13846号行政令，重新实施在伊核协议期间被撤销或修改的5个行政令的相关规定，并扩大了相关制裁措施	限制资金往来+SDN名单
2018年5月8日	OFAC将在90天和180天的缓冲期结束后恢复之前适用的制裁。90天后（2018年8月7日）恢复的制裁，包括对伊朗政府购买或收购美元的制裁、对伊朗的黄金或贵金属贸易制裁、对与伊朗里亚尔（伊朗货币）有关的重大交易的制裁及对伊朗汽车行业的制裁等。180天后（2018年11月5日）恢复的制裁，主要是能源领域的制裁	限制进出口贸易+限制资金往来等
2018年5月10日	OFAC先后与5月10日、5月15日、5月22日和5月24日将伊朗个人和实体列入特别国民清单（SDN List），对其实施金融制裁	SDN名单
2018年8月6日	第13846号行政令规定了与以下法案相关的制裁措施：《伊朗制裁法案》《伊朗自由与反扩散法案》《伊朗全面制裁、撤资、问责法》《降低伊朗威胁及叙利亚人权法案》。上述法案中原有的农产品、食品、药品例外规定，在该行政令中也得以保留。第13846号行政令对“伊核协议”前原有的对伊制裁措施进行了扩张，并重新对涉事外国企业实施“冻结制裁”“美元账户制裁”与“菜单式制裁”	冻结资产、限制资金往来
2019年6月25日	美国决定制裁伊朗最高领导人哈梅内伊及其他政府高级官员，目标是冻结伊朗最高领导人哈梅内伊办公室和几位军事指挥官的资产	SDN名单
2019年7月31日	美国财政部外国资产控制办公室（OFAC）开始将伊朗外长扎里夫纳入制裁名单，制裁将冻结扎里夫本人及其家人在美国的所有财产	SDN名单
美国金融制裁委内瑞拉		
时间	事件	类型
2014年	委内瑞拉爆发一系列政治示威抗议活动，反对马杜罗领导的委内瑞拉统一社会国家党的统治。该年12月，奥巴马签署委内瑞拉人权和民间社会保护法，该措施指示美国对从事侵犯人权行为的委内瑞拉官员实施制裁。	SDN名单
2015年3月8日	奥巴马签署13692号行政命令，对委内瑞拉侵犯人权、迫害反对派、限制新闻自由、任意逮捕拘留反对政府抗议者、严重腐败的高级政府官员实施制裁。命令附件列举了首次制裁的7人名单，其余被制裁者将由财政部与国务院协商确定。制裁内容包括冻结其在美国的财产和财产权益，禁止其与美国公民的贸易往来，暂停其进入美国境内。	冻结资产+限制贸易往来
2017年7月31日	美国财政部部长姆努钦宣布，将冻结马杜罗所有受美国管辖的资产，禁止美国公民与其交易。	SDN名单
2017年8月24日	特朗普签署13808号行政命令，称因马杜罗政府企图建立非法国民议会将对其制裁，禁止美国居民和机构购买和交易委内瑞拉政府发行的各类证券、新发行的30天期以上债务或权益资产，禁止购买和交易委内瑞拉石油公司90天期以上的新债务。	限制投资
2018年3月19日	马杜罗政府称将在委内瑞拉发行数字货币，以规避美国金融制裁。特朗普签署13835号行政命令，禁止美国居民和资产参与交易2018年1月9日及以后委内瑞拉政府发行的任何数字货币或代币。	限制投资
2018年5月21日	特朗普签署13875号行政命令，称考虑到马杜罗政府经济管理不善和委内瑞拉境内公共卫生危机，将进一步制裁，禁止美国居民和机构购买和交易委内瑞拉政府发行的债券和其持股50%及以上的权益资产，或以其和接受其作为抵押。	限制投资
2018年11月1日	特朗普签署13850号行政命令，称考虑到马杜罗政府没收矿业和制造业和委内瑞拉境内移民危机，将制裁委内瑞拉黄金和由美国财政部指定的行业，冻结委内瑞拉政府涉嫌贪腐资金。	限制投资+冻结资产
2019年1月25日	美国承认委内瑞拉反对党领袖胡安为委内瑞拉合法临时总统，指控马杜罗政权通过石油公司贪污。特朗普签署13857号行政命令，宣布制裁对象增加委内瑞拉国有石油公司和涉及马杜罗政权人员。美国国家安全顾问博尔顿称制裁涉及70亿美元资产，并在次年造成制裁对象110亿美元损失。	SDN名单
2019年8月5日	特朗普签署13884号行政命令，称考虑马杜罗政权持续抗议并迫害民众，将扩大制裁范围，冻结委内瑞拉政府和相关实体在美国境内资产，禁止美国居民及在美资产与其交易；此外，马杜罗政权相关人员不得进入美国。	冻结资产+SDN名单等

资料来源：美国财政部，华泰证券研究所

图16: 美国对朝鲜实施的金融制裁情况

美国金融制裁朝鲜		
时间	事件	类型
1950年	朝鲜战争爆发。美国杜鲁门政府宣布依据“敌国贸易法”对朝鲜实施全面制裁。该制裁包括冻结朝鲜在美国资产，不允许美国企业和个人向朝鲜投资，不允许向朝鲜输出武器、高科技产品及包括粮食在内的战略性物资等一系列金融、贸易禁令。直至2008年6月，美国政府才终止这一制裁。	冻结资产+限制投资+限制金融、贸易往来
1987年	朝鲜被指制造韩国国民航空机爆炸案。美国1988年宣布将朝鲜列入“支持恐怖主义国家”名单，对其实施制裁，包括限制美对朝援助，要求美政府投票反对国际金融机构对朝贷款等。	限制援助拨款
2005年6月28日	美国财政部通过了13382号决议，对指定人员进行制裁。9月，美国财政部认为朝鲜利用澳门汇业银行账户洗钱和制造假美钞，下令金融机构中断与汇业银行商业往来。随后，该银行中止与朝鲜的业务，并冻结朝鲜2400万美元资金。	冻结资产+限制资金往来
2006年10月14日	朝鲜进行首次核试验，联合国安理会通过第1718号决议，宣布禁止向朝提供、销售或转让大规模杀伤性武器相关物资和奢侈品，必要时对进出朝鲜货物进行检查，并冻结与此有关的个人或组织在朝鲜境外的资产。	冻结资产+限制进出口
2008年6月26日	美国财政部通过13466号决议，宣布继续对朝鲜及朝鲜国民实施制裁，冻结朝鲜在美国的资产，并限制船只往来。	冻结资产
2009年6月12日	联合国安理会通过第1874号决议，进一步加强对朝鲜的制裁，包括限制朝鲜军火出口、禁止除人道主义目的外对朝鲜的一切贷款等。	限制资金往来
2010年8月30日	美国财政部通过13551号决议，宣布对朝鲜个人及机构实施制裁，限制进出口及贸易往来。	限制进出口贸易
2011年4月18日	美国财政部通过13570号决议，宣布进一步加强对朝鲜的金融制裁，限制贸易往来、进出口与船只。	限制进出口贸易
2013年3月7日	联合国安理会一致通过关于朝鲜第三次核试验问题的第2094号决议。决议首次将从事非法活动的朝鲜外交人员、银行业实体以及非法现金转账列入制裁范围，并进一步增加了旅行限制。	限制资金往来+SDN名单
2015年1月2日	美国财政部通过13687号决议，宣布对朝鲜部分官员实施制裁，在美国的资产将被冻结，美国公民不得与其进行交易。	冻结资产+SDN名单
2016年3月16日	美国财政部通过13722号决议，宣布对朝鲜运输、金属、能源及金融服务业实施制裁，限制进出口，冻结在美国的资产。	冻结资产+限制资金往来+限制进出口贸易
2017年9月21日	美国财政部通过13810号决议，宣布对朝鲜实施额外制裁。10月26日美国财政部对朝鲜7名人员和3家机构实施制裁，个人和实体在美国的资产将被冻结，美国公民不得与其进行交易。	冻结资产+SDN名单
2018年1月24日	美国财政部对朝鲜石油行业和航运公司等追加新一轮制裁措施，目标包括9家实体、16名个人及6艘船舶。受到制裁的个人和实体在美国的资产将被冻结，美国公民不得与其进行交易，受到制裁的船舶被列入国际航运黑名单，美方呼吁各国禁止它们入港。	冻结资产+SDN名单
2019年3月21日	美国财政部增加对涉及朝鲜贸易业务的两家船运公司实施制裁。	SDN名单

资料来源：美国财政部，华泰证券研究所

作为重要产油国，委内瑞拉是美国金融制裁名单上的新“猎物”。近年来美国政府对委内瑞拉的制裁力度不断增加，实行社会主义制度的委内瑞拉身处美国腹地，又是重要的产油国，2012年至2014年间委内瑞拉国内的政局变化，使美国对委内瑞拉实施和平演变成为可能。马杜罗正式上任后，美国在2014年底开始对委内瑞拉实施制裁。2017年7月31日，美国财政部部长姆努钦宣布，将冻结马杜罗所有受美国管辖的资产，禁止美国公民与其交易。2018年，美方进一步对委内瑞拉和马杜罗政府扩大制裁；2019年，美国承认委内瑞拉反对派领袖胡安为合法临时总统，并对马杜罗政府及委内瑞拉石油公司等进一步实施制裁。随着制裁的扩大和政局变化，美国希望通过极限压制+金融制裁+扶持“傀儡”政权方式对委内瑞拉实施“和平演变”的策略已昭然若揭，2019年8月5日，特朗普签署行政令，冻结委内瑞拉政府在美国境内全部资产，这些资产不得以转让、支付、出口、撤销或以其他方式处理，同时为马杜罗政府做事的委内瑞拉公民或将被禁止入境美国。作为应对8月7日，马杜罗表示准备好与美国的制裁作斗争，并因美国不断升级的制裁取消与反对派对话。我们认为，委内瑞拉案例表明通过非军事冲突的金融制裁可以对发展中国家产生较大负面影响，极限压制+金融制裁+扶持“傀儡”政权这一策略的杀伤力不容忽视。

金融制裁是美国对朝制裁方案的重要组成部分。回顾近70年历史，朝鲜是美国“制裁大棒”关照的重点国家。1950年朝鲜战争爆发，美国颁布敌国贸易法案(2008年6月终止)，该制裁包括冻结朝鲜在美国资产，不允许美国企业和个人向朝鲜投资，不允许向朝鲜输出武器、高科技产品及包括粮食在内的战略性物资等一系列金融、贸易禁令。1987年美国将朝鲜纳入“支持恐怖主义国家”名单，限制朝鲜的国际援助。21世纪后朝鲜核问题逐步成为国际议题，美国不仅从自身角度收紧对朝制裁，并通过国际组织加以实施制裁。2005年，美财政部进一步提升制裁针对性和精确性，对与朝鲜进行金融、贸易往来的经济主体进行制裁，譬如美国财政部认为朝鲜利用澳门汇业银行账户洗钱和制造假美钞，下令金融机构中断与汇业银行商业往来。2008年，美国财政部海外资产控制办公室(The Office of Foreign Assets Control)应13466号总统令要求启动了“朝鲜制裁”的专项计划，以美国国家安全、限制核扩散风险等原因继续对朝实施金融制裁，主要方式是冻结资产并限制各种交易。此后，几乎每一年美方都会颁布新条例加强对朝力度。当前，美国财政部海外

资产控制办公室会在其官网上定期公布最新的朝鲜制裁计划，根据计划内容可以判断朝鲜几乎承受着“最高规格”的美方制裁。2018年至今，特朗普和金正恩先后通过会晤、信件等方式交换意见，朝鲜试图通过自身无核化来换取“美方取消现有制裁”，以推进自身经济发展，但美朝谈判仍悬而未决、前景不容乐观。我们认为，美国制裁朝鲜经验显示，美方实施金融制裁的目标和手段是不断丰富的，从敌对国限制的单边制裁，发展扩大到在限制核扩散、支持恐怖主义、反人权等目标下，通过国际社会进一步切断发展中国家的援助和交易往来，对被制裁国形成全面封锁。

古巴饱受美国制裁之苦。美国对古巴的制裁源起于冷战时期，古巴是社会主义阵营的重要力量，1961年美国国会通过了《对外援助法》，对古巴开始实施贸易禁运，随后2年内逐步扩大到全面封锁，不论哪个国家，只要含有古巴原材料的产品就禁运，只要在古巴港口停靠过就不准进入美国口岸。1964年起美洲国家组织也迫于美方压力对古巴实施封锁。20世纪90年代，美国先后在1992年通过《托里切利法》、1996年通过《赫尔姆斯伯顿法》，进一步强化了对古巴的封锁，主要限制古巴同美国在第三国的公司进行贸易。进入21世纪，美国对古巴的制裁并未停止，美国对古巴实施的经济、贸易和金融封锁超过50年，直到奥巴马任期内美古关系适当缓和。2014年12月17日，奥巴马和古巴总统劳尔·卡斯特罗(Raul Castro)宣布美古关系开启正常化。但特朗普上任后重回对古巴制裁之路，2019年3月宣布启用“赫尔姆斯—伯顿法”（《古巴自由和民主声援法》）第三条部分内容（1996年起首次启用），美国可以对与古巴经济实体（账户、个人、企业等）产生往来的经济实体，实施“连坐”的制裁方式，此举对与古巴进行金融与贸易往来的盟国也将产生实质性影响，通过切断+孤立的方式对古巴进行制裁。

图表17: 美国对古巴、乌克兰、越南等发展中国家实施的金融制裁情况

美国金融制裁古巴		
时间	事件	类型
1960年3月17日	总统艾森豪威尔批准古巴制裁计划,旨在推翻卡斯特罗政府,该计划中经济制裁包括 a)终止食糖进口 b)终止石油交易	限制进出口贸易
1960年10月19日	美国对古巴实施部分经济禁运,其中不包括食品和药品	限制进出口贸易
1961年9月4日	美国国会通过《对外援助法》,该法案对古巴实施全面禁运。	全面禁运
1962年2月7日	肯尼迪总统签署总统令延续艾森豪威尔对古巴的全面禁运,其中不包括食品和药品	全面禁运
1962年3月23日	禁止从古巴进口任何的原料和货物和商品,即便该商品由他国制造	全面禁运
1962年8月1日	《对外援助法》修订,禁止任何国家向古巴提供援助	限制援助
1962年10月2日	美国政府向拉丁美洲政府和北约政府发送电报,要求他们采取措施加强对古巴的经济禁运,禁止所有向古巴往来的公司运输美国货物	经济禁运+限制其他国家
1963年2月8日	肯尼迪政府禁止美国公民前往古巴旅行,并禁止美国公民与古巴进行金融和商业交易	限制金融、商业交易
1982年4月19日	里根政府重新制定履行禁令,禁止美国公民前往古巴消费美元,并宣布1977年双方有关相关海域捕鱼协议失效	限制资金
1985年10月4日	禁止古巴政府和政党外派人员访问美国,并禁止大多数学生、学者和艺术家访美	限制个人出入境
1989年11月20日	美国财政部规定前往古巴旅行的美国公民每天只能使用100美元	限制资金往来
1990年10月	美国国会通过《麦克修正案》,禁止美国公司及其境外子公司向古巴提供任何形式的援助和交易,如向古巴购买食糖及其他商品的国家将面临美国的制裁	限制经贸交易+限制援助
1992年10月15日	美国国会通过《古巴民法》,禁止美国公司及其境外子公司与古巴进行交易,禁止美国公民前往古巴旅游,以及向古巴家庭汇款等。	限制经贸往来+限制资金往来
1996年3月12日	克林顿总统签署了《民主团结法》(又称《赫尔姆斯伯顿法》),美国将对对于古巴有交易的外国公司进行处罚。之后该法案被多次修订	加强限制禁运
1998年1月	克林顿总统暂停执行《赫尔姆斯伯顿法》第三条规定,并允许在古巴建立人道主义援助	适当放宽限制
1998年3月20日	有关古巴的协议被修订如下:美国公民可以每年向古巴亲属寄1200美元;允许客运民航直达古巴	适当放宽限制
1999年1月	美国对古巴禁令再次放缓,允许向私人和非政府组织销售食品和农产品;增加飞往古巴客运飞机数量;允许任何美国公民(不只是古巴裔美国人)向古巴每年寄1200美金;将美国公民每日在古巴消费金额从100美金提升至185美金	适当放宽限制
2002年7月23日	美国众议院以262票对167票结束对古巴的旅行禁令,并允许向古巴出售美国商品	适当放宽限制
2009年	奥巴马宣布解除施加给古巴移民的大部分限制	放宽限制
2014年12月17日	奥巴马与古巴领导人劳尔·卡斯特罗共同宣布,两国将就恢复两国外交关系展开磋商,同时达成换囚协议	恢复建交
2015年1月	美国放松对美国公民前往古巴旅游和从事商贸、金融活动的限制,但依然对古巴实施禁运	适当放宽限制
2015年5月29日	美国国务院宣布将古巴从“支持恐怖主义国家”名单中除名,为美古两国恢复外交关系扫除了一个主要障碍	放宽限制
2015年7月1日	美古就恢复正常外交关系达成协议,并定于20日在对方首都重新开大使馆	外交关系缓和
2017年6月17日	特朗普宣布取消奥巴马时期对古巴的商贸往来和旅行协议,并且要兑现特朗普竞选时的承诺,与古巴划清界线	限制重新趋紧
2018年9月10日	特朗普签署法令,将1962年对古巴实施的贸易禁运措施延长一年,美国公司和旅客被禁止与制裁名单上的古巴实体进行任何业务往来	限制贸易往来
2019年3月4日	特朗普宣布重启《赫尔姆斯伯顿法》第三条规定,禁止个人、公司以及国家与古巴进行贸易	SDN名单+全面限制
2019年3月19日	允许美国公民向美国法院起诉被美国列入制裁名单的古巴实体	SDN名单+全面限制
美国金融制裁乌克兰		
时间	事件	类型
2014年3月6日	美国总统奥巴马于2014年3月6日签署第13660号总统令(E.O. 13660)宣布美俄关系进入“紧急状态”,美国财政部下属的外国资产管理办公室(Office of Foreign Assets Control,以下简称“OFAC”)实施的乌克兰/俄罗斯制裁计划于当日起正式生效。	OFAC实施制裁
2014年3月17日	签署第13661号、第13662号总统令,对被纳入特别指定国民清单(Specially Designated Nationals And Blocked Persons List,以下简称“SDN清单”)上的个人和实体,实施冻结制裁。	SDN名单
2014年4月3日	《支持乌克兰主权、统一、民主和经济稳定法》(2014/4/3)、《支持乌克兰自由法》(2014/12/18)允许美国继续采取制裁措施。在2014年3月份和4月份,美国对俄罗斯和乌克兰的45位个人和19个机构(“被制裁主体”)采取了制裁措施,冻结被制裁主体的两方面,(1)位于美国的财产以及该等财产的权益;以及(2)被美国人占有或控制的财产以及该等财产的权益。	SDN名单+冻结财产
2018年1月26日	对顿巴斯地区自行宣布独立的卢甘斯克人民共和国和顿涅茨克人民共和国的10位部长以及俄罗斯塞瓦斯托波尔市长奥夫相尼科夫实施制裁。	SDN名单
2018年11月8日	美国财政部宣布对多个俄罗斯和乌克兰的个人及实体实施制裁。制裁对象包括2名乌克兰人、1名俄罗斯人、9处位于乌克兰和俄罗斯境内的实体,上述制裁将导致他们持有的任何美国资产被冻结,并禁止与美国公民做生意。	SDN名单
美国金融制裁越南		
时间	事件	类型
1975年	根据《敌国贸易法案》越南社会主义共和国于1975年因越南战争而受到贸易禁运制裁,制裁于1994年取消	纳入敌对贸易范畴
2019年5月末	美国财政部公布的半年度汇率政策报告认定,美国的主要贸易伙伴均没有操纵汇率。但在原先的12个观察国之外,又把9个国家列进了观察名单,其中就包括越南。	纳入汇率观察操纵观察名单
2019年7月2日	美国商务部宣布,将对来自越南且原产于台湾(地区)与韩国的钢铁制品征收最高456%的惩罚性关税。美国商务部通过声明介绍,这些钢铁制品在原产地生产后,被运到越南进行轻微加工,然后再出口美国,借此规避反倾销和反补贴关税	关税惩罚

资料来源:美国财政部,华泰证券研究所

越南、乌克兰等发展中国家也受到美国金融制裁干预。美国对越南的制裁发生在较早时期，1975年越南战争爆发后，美国根据敌国贸易法案对越南实施制裁，1994年停止制裁，1995年美越关系正常化，此后越南一定程度上表现出亲美倾向。2019年5月末，由于贸易逆差等问题，美国将越南纳入汇率操纵国的观察名单。2019年7月2日美国商务部宣布，将对来自越南且原产于台湾(地区)与韩国的钢铁制品征收最高456%的惩罚性关税。美国商务部通过声明介绍，这些钢铁制品在原产地生产后，被运到越南进行轻微加工，然后再出口美国，借此规避反倾销和反补贴关税，此举主要是打击中国经越南绕道出口的商品。

乌克兰方面，2014年美国财政部海外资产控制办公室参照13660号总统令发布乌克兰/俄罗斯制裁计划，主要通过将乌克兰方面的经济实体(账户、个体、企业等)纳入SDN名单进行制裁，纳入名单的经济实体被认为存在破坏乌克兰民主进程、具有恐怖威胁、威胁乌克兰主权和领土完整等意图和行为，自2014年起美国财政部海外资产控制办公室和总统先后发布多项针对经济实体的限制令，不断加强对乌克兰的金融制裁程度。

风险提示：中美贸易谈判超预期缓和，则中美博弈趋缓，现有制裁及关税争端有望化解。中美经济超预期下行，或导致中美顾及经济表现而推动贸易摩擦缓和。中美货币政策超预期收紧，冲击经济基本面，或导致中美经济出现超预期下行。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com