

建银国际证券 | 研究部

宏观经济评论: 金融战风险下中国的挑战和应对

崔历
(852) 3911 8274
cuili@ccbintl.com

郑勇
(852) 3911 8253
lawrencechen@ccbintl.com

解元
(852) 3911 8010
xieyuan@ccbintl.com

《香港自治法》赋予美国总统制裁中资银行的权力，具体如何实施则取决于中美博弈。美方有可能对部分银行实施针对性制裁，限制其使用美元。但美国政府将中资银行大范围排除在美元和 SWIFT 体系之外将不利美元的国际地位，并显著冲击现有的国际支付清算体系。可能性相对较小。

美方对华金融制裁的可能影响包括银行的美元相关服务，企业和个人的跨境贸易和金融结算、和中资在海外的美元融资环境等。人民币在跨境交易中的使用，海外市场的多元化投资者结构，和中国的美元长头寸有助对冲部分风险。银行需系统性地评估客户受制裁的可能性和风险，并将美元资产与非美元资产做风险隔离。

中国仍需继续力求争取多边合作减少冲击。但金融脱钩的风险下，中国政府应加快发展跨境支付清算的备用方案，包括 1）提升 CIPS 跨境支付结算功能，发展区域性非美元支付清算信息同盟；2）利用金融科技，建立数字化跨境支付清算和信息网络；3）全面提升人民币国际化并推动离岸人民币市场的建设， 减少对美元的依赖。

七月中，美国通过《香港自治法》，终止自 1997 年后香港相对中国内地城市享有的在关税等方面的特殊待遇，并扩大美国总统就香港问题对中国机构和个人实行制裁的权力。与之前的法案相比，不仅列入美方限制名单的官员和机构会受到影响，与其有“显著交易”的银行也可能受到制裁，包括限制与美国机构和个人的交易，使用美元结算，对人员入境美国的限制等等。这是美国首次在香港问题上将银行列为潜在制裁对象，剑指内地和香港的金融机构及其全球交易。

具体实施仍有多方不确定性，美国总统仍有权决定是否、如何实施制裁。制裁预计针对中资金融机构，但也不排除将美资银行及其在中国的子公司涵盖在内，银行有为期一年的宽限期，其间可与受到美方点名的人员和机构停止交易。因此，法案的执行仍取决于中美双方如何博弈。但不容否认，中美的双边摩擦已从最初的贸易战迅速扩围，美国对华实施金融制裁已成为一个未来的可能选项。

美国制裁中资银行的可能方式和影响

美国依赖美元的国际储备货币地位对他国实施金融制裁在 9/11 后开始扩大，近年来更是越演越烈。具体实施有两种方式：

一是通过限制银行的业务，直接或间接限制他国机构和个人使用美元。美国财政部维持一个“被特别指认国民和被阻禁者”(SDN）名单。列入制裁名单后美国银行将无法与其交易。由于大部分的跨境美元交易通过美国票据交换所银行间支付系统（CHIPS）进行结算，金融机构可通过支付体系对参与方进行监控，阻止机构进行美元交易，也相应限制该机构为客户提供美元支付、融资等相关业务的能力。当然，离岸市场的大量美元流动性也可以通过美国以外的支付结算系统进行交易，但使用这些系统的金融机构仍有可能因担心美国的报复，拒绝为列入制裁名单的机构提供美元的结算服务。

二是通过 SWIFT 系统限制多币种的国际清算结算服务。环球银行金融电信协会(SWIFT)，是提供金融信息传递的全球网络，以会员合作方式连接 200 多个国家和地区的 11,000 多家银行，金融机构和公司，旨在支持金融机构以安全和标准化的方式发送、接收金融交易信息。中国的跨境支付结算使用的也是 SWIFT 的信息系统。若一国与 SWIFT 的联系被切断，交易信息将难以及时转发到其银行，包括美元和非美元在内的所有国际结算都难以顺利进行。理论上讲，SWIFT 注册地在比利时，按欧盟相关法规行事，而不需遵守美国的制裁指令。但实践当中，SWIFT 仍有可能在美国政府的压力下实施金融制裁，2018 年底 SWIFT 切断与伊朗的联系即是近期的先例。

美国对中方机构实施金融制裁可采用以上一种或多种方式。其他西方国家也可能参与，对中国、美国乃至国际金融体系均有不同程度的负面影响：

对中国而言，中国企业、个人和银行的跨境和离岸相关业务将受到影响。主要风险点包括银行的美元服务、跨境贸易金融结算、和企业的海外美元融资。首先，限制中资银行使用美元会冲击银行相关业务。目前最大的 8 家中资银行美元业务约占总资产/负债的 6.7%。如果银行机构为避免遭受制裁规避风险，预防性地断绝与“潜在受制裁个人或企业”的一切银行业务，实际受影响的业务则超过美元资金账户范围，带来银行其他币种的存贷款、清算托管等其他业务的流失。为应对风险，银行可尽早梳理美国可能制裁的相关个人及实体名单，系统性地评估相关个体受制裁的可能性风险，以及银行相关业务的潜在风险敞口。可适当将高风险业务部分进行分拆或转让，并将美元资产与非美元资产做风险隔离。

其次，银行使用美元受限将影响中国的贸易融资和结算。中国跨境贸易中估计 40%以上以美元结算。当然，近年来人民币结算的占比在上升（图 1）。目前经常项目中人民币占比近 20%，其中货物贸易占比为 15%。如果美元结算受阻，贸易可转向利用人民币进行支付结算。

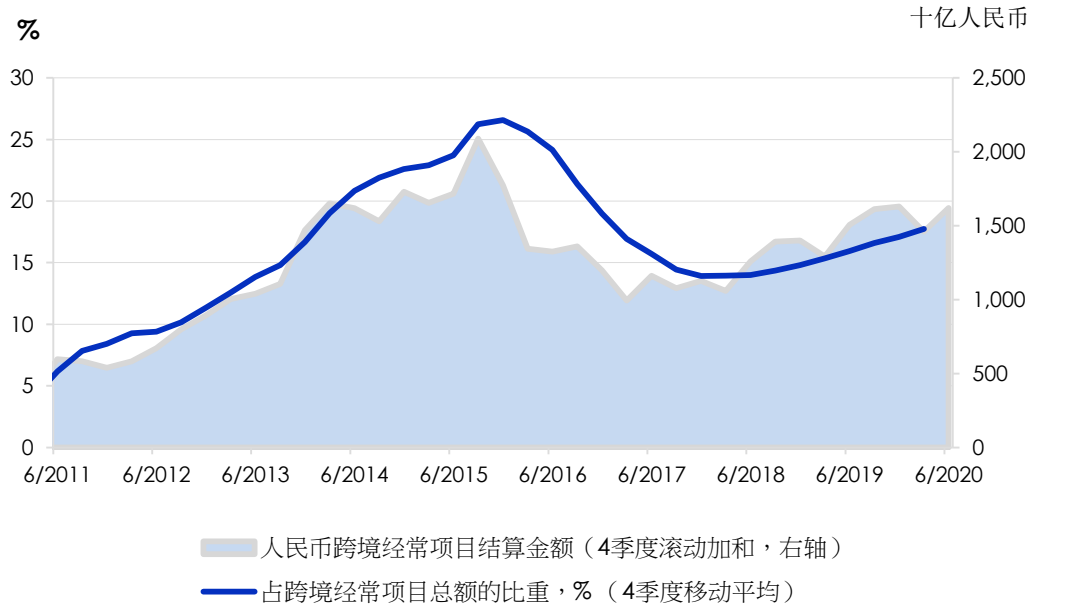
其三，美方制裁也可能影响中国企业的美元融资环境和成本。中国的美元外债约为 1 万亿，包括离岸美元债为 9000 亿左右，其中近一半是地产和金融行业，相关行业高度依赖美元的流动性环境。不过，美元债的投资者结构较为多元，对中资银行的美元资金依赖有限：国内银行的跨境债券投资（包括中资美元债）总量约为 1000 亿美元，相对中资美元债的体量较小。美元债其他投资者包括境内外基金、保险、个人投资者等。由于全球美元流动性总体充裕，有多方途径可弥补可能的流动性缺口。而如果金融制裁扩大化，中国的美元资产，包括美国国债、证券投资等，必要时可用以提供流动性支持。

对美国而言，大范围打压中资机构使用美元会加速美元的下滑，伤害美国自身利益。2008 年危机后由于大规模 QE，美元在全球储备中的份额下降，其作为投融资货币的重要性成为支持其国际地位的主要因素。而近年来中国的国际化扩大了美元作为投融资工具的使用。例如，过去 5 年中资在全球非银行离岸美元债增量中占比近 30%，是支持美元全球需求的重要力量。美国大范围打压中资使用美元将意味着全球以美元计价的业务将大幅减少。在新冠疫情后无限量 QE 的背景下将进一步减少全球对美元的使用，不利美元需求和币值稳定。

如果美方推动 SWIFT 切断与中国的联系，对中国的跨境资金支付结算影响将更大。而

由于以中国为主的亚太国家在全球跨境支付中占比约 40%，中国跨境支付受阻也将同步打击全球贸易金融和国际支付体系。

图 1：跨境经常项目交易以人民币结算比例近年来回升



数据来源: CEIC，Oxford Economics，CCBIS

中国的必要应对

美国的金融制裁对中国的全球化战略形成挑战。目前看，美国限制部分中资银行使用美元可能性较大，但预计侧重对个别银行的针对性制裁，避免对美元体系造成大的冲击；而将内地和香港银行大范围排除在 SWIFT 之外将冲击全球支付体系和美元的国际地位。美国实施的机会相对较小。

多方博弈当中，中方应尽量寻求多边合作，不主动寻求脱钩，同时加快建立替代方案以应对金融制裁的最坏情形。可能的应对包括：

1. 提升 CIPS 的跨境支付结算功能，推进区域性、非美元银行间支付清算信息同盟。 为支持人民币资金跨境支付结算，中国人民银行于 2015 年 10 月启动中国跨境银行间支付系统（CIPS），在之前支持跨境人民币支付结算的大额支付系统基础上做了进一步完善。截至 2019 年末，CIPS 系统共有 33 家直接参与者，903 家间接参与者，范围覆盖全球 6 大洲 94 个国家和地区。目前框架下 CIPS 利用 SWIFT 的信息传递系统。不过，鉴于 SWIFT 在近年来的政治化倾向，其他替代方案也在兴起。例如俄罗斯在 2014 年开发了自身的财务消息传

递系统 SPFS。新兴市场国家也在寻求合作，包括连接 SPFS 和 CIPS 等网络，作为 SWIFT 的备案体系。美国的制裁风险增加了中国全面提升跨境支付结算体系，并推进区域性、非美元的替代性网络的需求。

2. 充分发挥金融科技的力量，建立数字化跨境支付清算和信息网络。科技已对传统的银行支付体系构成一定的挑战。BIS 数据显示，全球银行的跨境支付结算数目 2011 年后下降了 10%[1]。以区块链、数字货币和移动支付技术等方式进行的新的支付方式正在兴起。金融科技为跨境支付结算和信息传递开拓了新的途径。例如，中国可推进以央行数字货币为载体的跨境结算，支持不依赖 SWIFT 等网络的交易，并相应加快人民币国际化的进程。

3. 扩大人民币在国际银行和结算中的使用，注重离岸市场的发展。美元作为全球投融资货币载体在 2008 年危机后不降反升，增加了美国对全球进行金融制裁的筹码。相比而言，人民币作为国际支付货币和储备货币的功能虽有所上升，但作为国际投融资货币的功能仍较为滞后。特别是 2015 年后由于汇率贬值压力和跨境资金的收紧，离岸人民币市场有所收缩，究其原因，国内政策在开放顺序上更为重视在岸市场的开放，以求通过对跨境资金流和汇率的管理加强开放的可控性。而离岸人民币市场流动性不足，发展受限。但在岸市场的开放并非人民币国际化的充分条件。企业和机构的国际化进程中涉及大量跨境和离岸资金需求，投融资活动对美元的依赖意味着货币错配和流动性风险，今年三月份的情形尤为突出。而在美国高举制裁大棒的时期，未来中国的企业和机构也会面临交付结算风险。政策上放松跨境人民币资金的流动有利于提升离岸人民币市场的流动性，全面推进人民币国际化的进程。

[1] https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt2003.pdf

评级定义：

优于大市 – 于未来 12 个月预期回报为高于 10%

中性 – 于未来 12 个月预期回报在-10%至 10%之间

弱于大市 – 于未来 12 个月预期回报低于-10%

分析师证明：

本文作者谨此声明：(i) 本文发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点，并以独立方式撰写；(ii) 其报酬没有任何部分曾经，目前或将来会直接或间接与本文发表的特定建议或观点有关；及 (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。本文作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士（定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则）没有在本文发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本文所提述的股票，或在本文发布后 3 个工作日（定义见《证券及期货条例》（香港法例第 571 章））内将买卖或交易本文所提述的股票；(ii) 他们或其各自的关联人士并非本文提述的任何公司的雇员；及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

免责声明：

本文由建银国际证券有限公司编写。建银国际证券有限公司为建银国际（控股）有限公司（「建银国际控股」）和中国建设银行股份有限公司（「建行」）全资附属公司。本文内容之信息相信从可靠之来源所得，但建银国际证券有限公司，其关联公司及 / 或附属公司（统称「建银国际证券」）不对任何人士或任何用途就本文信息的完整性或准确性或适切性作出任何形式担保、陈述及保证（不论明示或默示）。当中的意见及预测为我们于本文日的判断，并可更改，而无需事前通知。建银国际会酌情更新其研究报告，但可能会受到不同监管的阻碍。除个别行业报告为定期出版，大多数报告均根据分析师的判断视情况不定期出版。预测、预期及估值在本质上是推理性的，且可能以一系列偶发事件为基础。读者不应将本文中的任何预测、预期及估值视作为建银国际证券或以其名义作出的陈述或担保，或认为该等预测、预期或估值，或基本假设将实现。投资涉及风险，过去的表现并不反映未来业绩。本文的信息并非旨在对任何有意投资者构成或被视为法律、财务、会计、商业、投资、税务或任何专业意见，因此不应因而作为依据。本文仅作参考资讯用途，在任何司法管辖权下的地方均不应被视为购买或销售任何产品、投资、证券、交易策略或任何类别的金融工具的要约或招揽。建银国际不对收件人就本报告中涉及的证券的可用性（或相关投资）做任何陈述。本文中提及的证券并非适合在所有司法管辖权下的地方或对某些类别的投资者进行销售。建银国际证券及其它任何人仕对使用本文或其内容或任何与此相关产生的任何其它情况所引发的任何损害或损失（不论直接的、间接的、偶然的、示范性的、补偿性的、惩罚性的、特殊的或相应发生的）概不负上任何形式的责任。本文所提及的证券、金融工具或策略并不一定适合所有投资者。本文作出的意见及建议并没有考虑有意投资者的财政情况、投资目标或特殊需要，亦非拟向有意投资者作出特定证券、金融工具及策略的建议。本文的收件人应仅将本文作为其做出投资决定时的其中一个考虑因素，并应自行对本文所提及的公司之业务、财务状况及前景作出独立的调查。读者应审慎注意 (i) 本文所提及的证券的价格和价值以及来自该等证券的收益可能有所波动；(ii) 过去表现不反应未来业绩；(iii) 本文中的任何分析、评级及建议为长期性质的（至少 12 个月），且与有关证券或公司可能出现的表现的短期评估无关联。在任何情况下，未来实际业绩可能与本文所作的任何前瞻性声明存在重大分歧；(iv) 未来回报不受保证，且本金可能受到损失；以及 (v) 汇率波动可能对本文提及的证券或相关工具的价值、价格或收益产生不利影响。应注意的是，本文仅覆盖此处特定的证券或公司，且不会延伸至此外的衍生工具，该等衍生工具的价值可能受到诸多因素的影响，且可能与相关证券的价值无关。该等工具的交易存在风险，并不适合所有投资者。尽管建银国际证券已采取合理的谨慎措施确保本文内容提及的事实属正确、而前瞻性声明、意见及预期均基于公正合理的假设上，建银国际证券不能对该等事实及假设作独立的复核，且建银国际证券概不对其准确性、完整性或正确性负责，亦不作任何陈述或保证（不论明示或默示）。除非特别声明，本文提及的证券价格均为当地市场收盘价及仅供参考而已。没有情况表明任何交易可以或可能依照上述价格进行，且任何价格并不须反映建银国际证券的内部账簿及记录或理论性模型基础的估值，且可能基于某些假设。不同假设可能导致显著不同的结果。任何此处归于第三方的声明均代表了建银国际对由该第三方公开或通过认购服务提供的数据、信息以及/或意见的阐释，且此用途及阐释未被第三方审阅或核准。除获得所涉及到的第三方书面同意外，禁止以任何形式复制及分发该等第三方的资料内容。收件人须对本文所载之信息的相关性、准确性及足够性作其各自的判断，并在认为有需要或适当时就此作出独立调查。收件人如对本文内容有任何疑问，应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。

使用超链接至本文提及的其它网站或资源（如有）的风险由使用者自负。这些链接仅以方便和提供信息为目的，且该等网站内容或资源不构成本文的一部分。该等网站提供的内容、精确性、意见以及其它链接未经过建银国际证券的调查、核实、监测或核准。建银国际证券明确拒绝为该等网站出现的信息承担任何责任，且不对其完整性、准确性、适当性、可用性及安全性作任何担保、陈述及保证（不论明示或默示）。在进行任何线上或线下访问或与这些第三方进行交易前，使用者须对该等网站全权负责查询、调查和作风险评估。使用者对自身通过或在该等网站上进行的活动自负风险。建银国际证券对使用者可能转发或被要求通过该等网站向第三方提供的任何信息的安全性不做担保。使用者已被认为不可不撤销地放弃就访问或在该等网站上进行互动所造成的损失向建银国际证券索赔。

与在不同时间或在不同市场环境下覆盖的其它证券相比，建银国际根据要求可能向个别客户提供专注于特定证券前景的专门的研究产品或服务。虽

然在此情况下表达的观点可能不总是与分析师出版的研究报告中的长期观点一致，但建银国际证券有防止选择性披露的程序，并在观点改变时向相关读者更新。建银国际证券亦有辨别和管理与研究业务及服务有关联的潜在利益冲突的程序， 亦有中国墙的程序确保任何机密及/或价格敏感信息可被恰当处理。建银国际证券将尽力遵守这方面的相关法律和法规。但是，收件者亦应注意中国建设银行、建银国际证券及其附属机构以及/或其高级职员、董事及雇员可能会与本文所提及的证券发行人进行业务往来，包括投行业务或直接投资业务，或不时自行及 / 或代表其客户持有该等证券（或在任何相关的投资中）的权益（和/或迟后增加或处置）。因此，投资者应注意建银国际证券可能存在影响本文客观性的利益冲突，而建银国际证券将不会因此而负上任何责任。此外，本文所载信息可能与建银国际证券关联人士，或中国建设银行的其它成员，或建银国际控股集团公司发表的意见不同或相反。本文中所提及的产品、投资、证券、金融工具或行业板块，仅为建银国际的机构和专业客户所提供，本文不应提供给零售客户。

如任何司法管辖权区的法例或条例禁止或限制建银国际证券向您提供本文，您并非本文的目标发送对象。在读阅本文前，您应确认建银国际证券根据有关法例和条例可向您提供有关投资的研究资料，且您被允许并有资格接收和阅读本文。尤其本文只可分发予依据美国证券法许可建银国际证券分发的指定美国人士，但不能以其它方式直接或间接分发或传送至美国或任何其他美国人士。任何本文接收者中的美国人士（根据美国《交易法》或 1986 年《美国国内税收法（修订）》的定义），如希望根据此处提供的信息进行任何证券买卖或相关金融工具的交易，则此类交易仅限转交与，且仅应通过建银国际海外（美国）公司进行。除非根据适用法律，本文同样不能直接或间接分发或传送至日本和加拿大，及中国境内的公众人士（就本文而言，不包括香港、澳门及台湾）。严禁以任何方式擅自将本研究报告的全部或任何部分再复制或分发予任何人士，建银国际证券对第三方再分发本研究报告的行为概不承担任何责任。若本文已经通过电子途径，如电子邮件分发，那该途径并非保证安全或无误，因为信息可能被拦截、损坏、丢失、破坏、迟达或不完整，或包含病毒。因此，建银国际证券对电子传送对本文可能产生的任何错误，或内容遗漏不负责任。本文中所载的披露由建银国际证券编制，应按香港法律管辖及解释。

在新加坡的分发：本文中的信息/研究由建银国际（新加坡）有限公司（建银国际新加坡）（公司注册号 201531408W）的外国分支机构建银国际证券有限公司（"建银国际证券"）提供。建银国际新加坡持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务牌照，可用于基金管理、资本市场产品交易（特别是证券和集体投资计划）并提供托管服务，并且是新加坡 Financial Advisers Act 规定的通过发布或颁发研究分析或研究报告的豁免财务顾问。建银国际证券可以根据新加坡 Financial Advisers Regulations 第 32C 条之与建银国际新加坡的安排分发信息/研究报告。建银国际证券在香港获得了提供此类信息/研究报告的许可。新加坡接收者应通过+ 65-68071880 与建银国际新加坡联系，解决分发此信息引起的或与之相关的事宜。

©建银国际证券有限公司 2020。本文所使用的标志、标识和徽章及公司名称「建银国际证券有限公司」均属于中国建设银行、建银国际控股和/或建银国际证券的注册及非注册商标。版权所有，违者必究。除非另有说明，本文中的所有材料的版权为建银国际证券所有。未经建银国际证券的书面同意，本文或本文中的任何部分不得复制、出售或再次派发。

以上声明以英文版本为准。

建银国际证券有限公司
香港中环干诺道中 3 号中国建设银行大厦 12 楼
电话: (852) 3911 8000 / 传真: (852) 2537 0097