

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

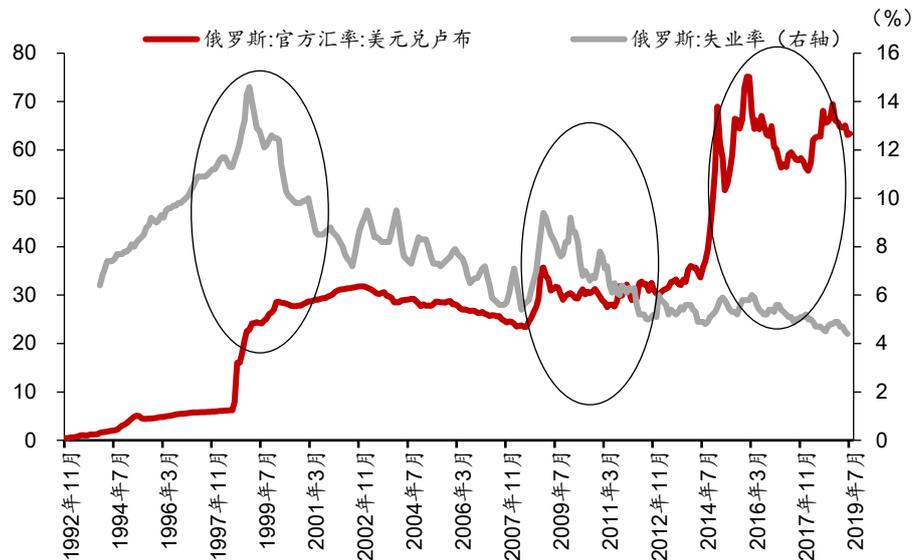
图表目录

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。

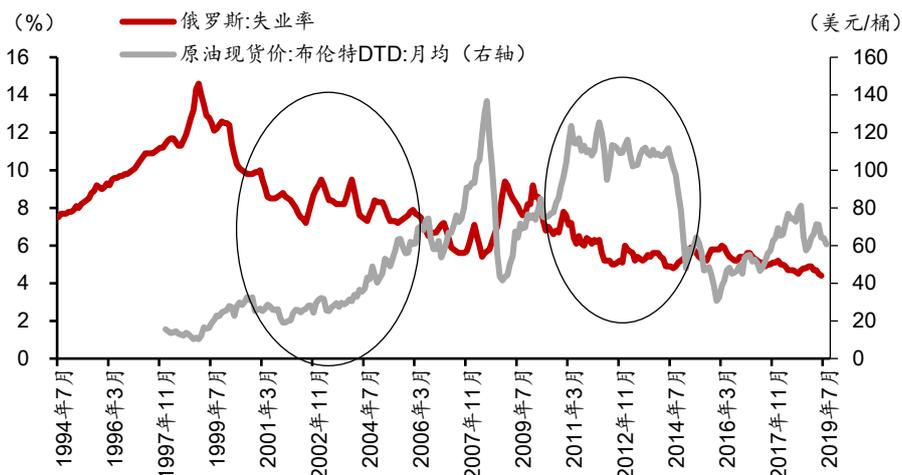
图表2：俄罗斯经济增速不时为负



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，二者以北约为共同背景，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。

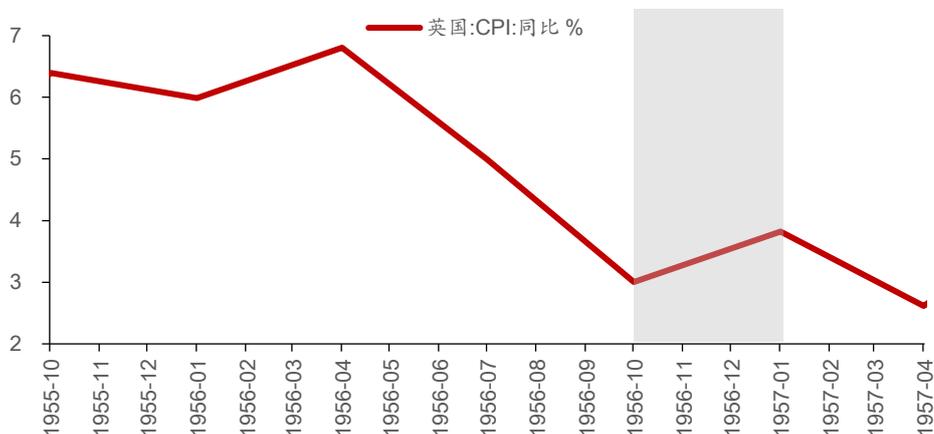
第二次中东战争期间，美国抛售英镑并阻止 IMF 提供贷款来逼迫英法撤军

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	意大利

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_10754

