



2020.05.30

美国制裁，无碍香港国际金融、贸易中心地位

——2020 突发风险系列二十三

本报告导读：

特朗普在新闻发布会上威胁对中国香港采取措施，包括关税、技术、签证及制裁官员等，然这些举措在贸易上对美不利，对港影响有限，也无损香港国际金融中心地位。

摘要：

- 5月29日，在白宫新闻发布会上特朗普扬言要对中国香港采取措施：
 - 1) 将取消香港的贸易优惠待遇，包括逃犯移交、关税优惠以及敏感物品的购买。
 - 2) 将就香港地区发布旅游建议，向美国民众提示旅行风险。
 - 3) 将制裁相关中国香港与大陆官员。
 需要注意的是这些措施均为特朗普的“口头”表达，非最终措施。
- 如若取消独立关税区：美国自身将在贸易上受损，对港实质性影响有限，香港联系汇率制度(Linked Exchange Rate Regime)也有充分保障。
 - 1) 香港是美国最大的贸易顺差来源地，取消独立关税区反而自身受损，真的会“搬起石头砸自己的脚”。
 - 2) 美国在香港有大量的直接投资、证券投资及企业区域总部或办公室，美国举措损害美国企业利益。
 - 3) 美国的行为可能带来一定的市场情绪冲击，汇率可能是一个宣泄口，但香港的汇率制度健全，外汇储备充足，经济和财政状况长期保持良好态势，加之中国大陆对香港的坚定支持，中国香港的汇率制度可维持稳健。
- 美国制裁无法撼动香港的国际金融中心的地位，中概股回归或进一步扩大香港影响力。
 - 1) 中国香港在英国智库 Z/Yen 集团和中国（深圳）综合开发研究院共同编制的第 27 期全球金融中心指数的权威排名中位列第六，地位突出。
 - 2) 中国香港的突出优势是基于其自身的禀赋，包括经济自由度、资本市场自由度、法律、税收、人才、语言等，非美国外在因素可以干预。
 - 3) 美国对中概股的打压或使得香港拥抱更多中概股回归，从而进一步扩大中国香港的影响力。
- 风险提示：中美关系的进一步恶化、中国香港金融机构的不理性撤离、投资中国香港资金过度恐慌

报告作者



花长春(分析师)



0755-23976621



huachangchun@gtjas.com

证书编号

S0880518110004



田玉铎(分析师)



010-83939807



tianyuduo@gtjas.com

证书编号

S0880520010001

相关报告

财政刺激一揽子总力度或达 10.8 万亿，货币政策加杠杆、增信贷超预期

2020.05.22

加快完善社会主义市场经济体制的五大重点领域

2020.05.20

新经济亮眼，但供需缺口呼唤更大力度的对冲政策

2020.05.16

存款基准利率调动时点将晚于预期

2020.05.10

出口超预期，但外需拐点尚未到来

2020.05.08

目 录

1.	美国对中国香港无端制裁——威胁取消独立关税区	3
2.	取消独立关税区的影响——美国反而受损，对港冲击有限	3
2.1.	独立关税区制度：“基本法”赋予的权力，并非美国恩赐	3
2.2.	美国对香港制裁真的会“搬起石头砸自己的脚”	4
2.3.	汇率可能成为短期的情绪宣泄口，但香港汇率制度稳健	5
3.	香港国际金融中心地位难以撼动，中概回归或助再上台阶	8
3.1.	美国无端制裁无损香港金融中心地位	8
3.2.	中概股回归或推动香港市场再上台阶	10

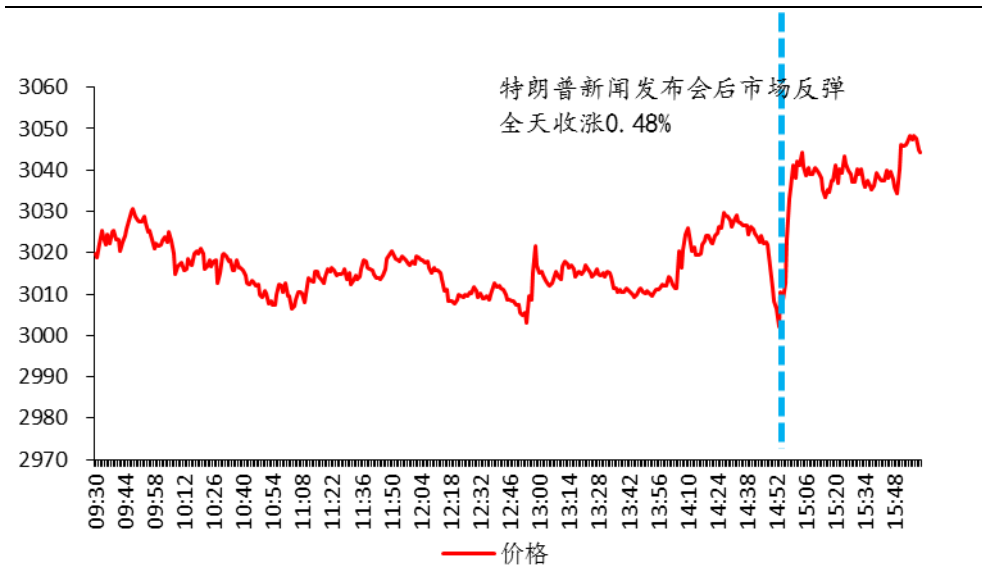
1. 美国对中国香港无端制裁——威胁取消独立关税区

美国总统特朗普在 2020 年 5 月 29 日的新闻发布会上扬言要对中国香港采取制裁措施：

- 1) 将取消香港的贸易优惠待遇，包括逃犯移交、关税优惠以及敏感物品的购买。
- 2) 将就香港地区发布旅游建议，向美国民众提示旅行风险。
- 3) 将制裁相关中国香港与大陆官员。

这些所谓的措施目前仅为特朗普的口头表达，还未真正落地。此前一份关于中国新疆的法案已经到了特朗普签字环节，目前仍未签署。整体看，特朗普虽然有加剧中美关系紧张的风险，但是略好于市场预期，美股在新闻发布会后收涨。

图 1：特朗普新闻发布会“信誓旦旦”而无实质措施，会后市场收涨



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

2. 取消独立关税区的影响——美国反而受损，对港冲击有限

2.1. 独立关税区制度：“基本法”赋予的权力，并非美国恩赐

二次大战后，西方国家签署关税暨贸易总协议（General Agreement on Tariffs and Trade, GATT），以规范和促进国际贸易。GATT 规定了独立关税区制度，该制度主要针对当时还有许多尚未取得独立的殖民地当局政府设立的。

1984 年，中英联合声明签订后，港英政府寻求中方支持向 GATT 争取香港享有单独关税区地位。1986 年，获中国政府同意后，香港获得独立关税区地位。所以，香港独立关税区的获得是基于“一国两制”框架，中国政府对香港经贸发展的支持的举措，而非美国的“恩赐”。

此后，在 1992 美国和中国香港签署了《美国 - 香港政策法》，该法案要求美国尊重香港作为的 GATT 组织缔约方的独立关税区地位，不论中国是否在未来加入

GATT 组织。在该法案规定下形成了美国和中国香港之间相对独立的经贸关系制度：

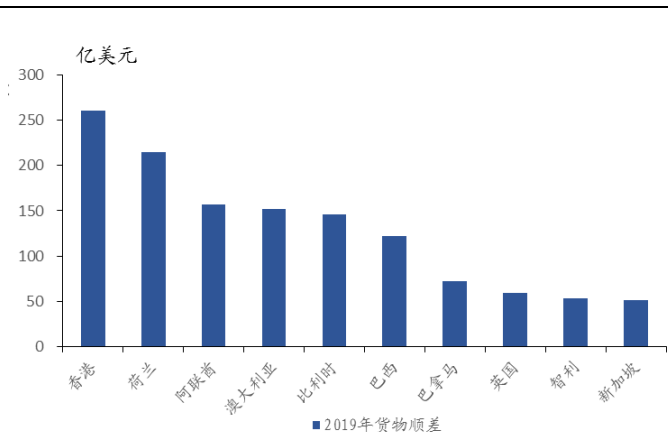
- 1) 出口：给予香港产品最惠国待遇。
- 2) 货币兑换：美元与港币自由兑换，不设上限。
- 3) 签证：香港居民申请美国签证与永久居留有特殊待遇。
- 4) 贸易管制：支持香港获得由多边出口管制协调委员会控制的敏感技术。

综上，香港独立关税区地位并非美国所赐，而是基于基本法和 GATT 下的法律地位。美国与中国香港的经贸关系的特殊安排是其基于自身经贸利益考虑的合作措施，是基于美方自身利益考虑的结果。如若撤销相关措施，恐将自身利益受损。

2.2. 美国对香港制裁真的会“搬起石头砸自己的脚”

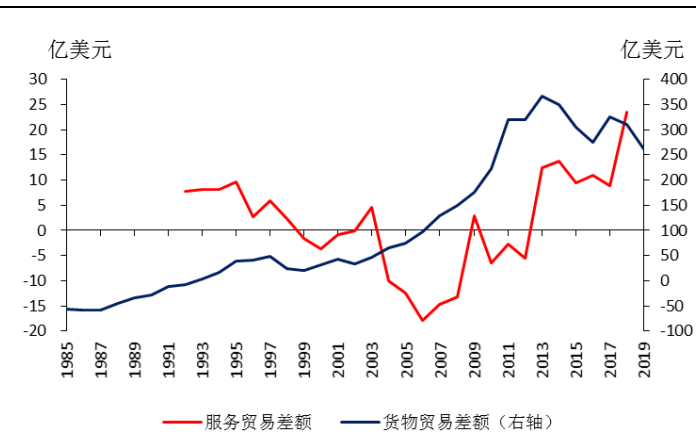
首先，在贸易方面，中国香港是美国最大的顺差来源地，美国此举影响其自身的出口。2019 年美国对香港的贸易顺差达到 261 亿美元，而国际服务贸易的顺差也有 23 亿美元。香港是美国最大的顺差来源地，在前 10 个顺差来源地中占比超过 20%。据香港工业贸易署数据，2018 年香港是美国的第三大酒类出口市场，第四大牛肉出口市场，以及是第七大农产品出口市场。因此，取消独立关税区反而会会影响美国对香港的贸易，压缩美国的贸易顺差，对农产品出口也将造成较大冲击。

图 2：中国香港是美国的第一大货物顺差来源地



数据来源 Wind，国泰君安证券研究

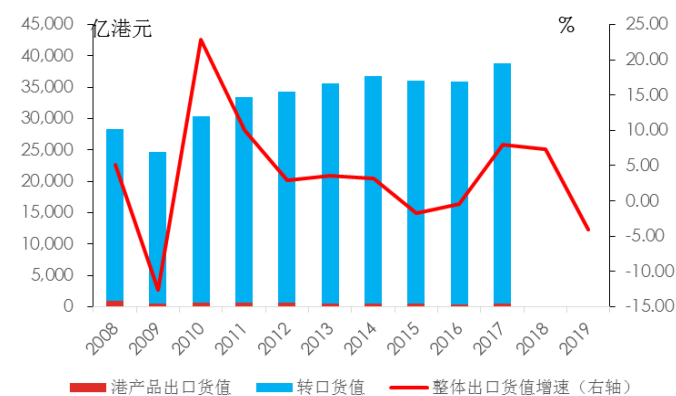
图 3：美国对香港整体呈现贸易顺差，无论在服务贸易还是货物贸易



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

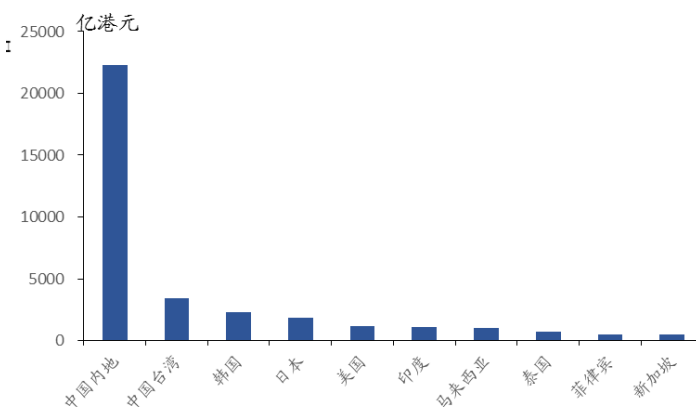
而且，中国香港港产的货物出口量占总体出口量不足 1%，2017 年的规模仅为 434 亿港元。总体出口量中最大规模的转口贸易来自中国大陆，但是由于按照原产地规则，经香港转口的内地商品也在加征关税之列。因此，本次取消香港的独立关税区不会对中国大陆的转口贸易产生额外的影响。

图 4: 中国香港以转口贸易为主, 港产出口不足 1%



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

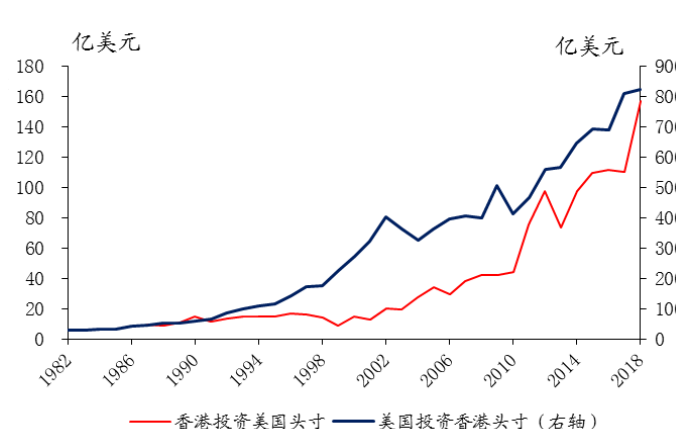
图 5: 中国大陆转口贸易是中国香港主要的转口贸易来源地



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

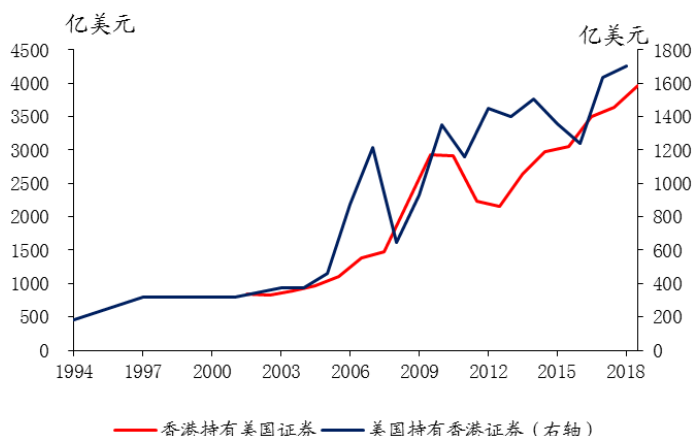
此外, 美国在香港设立亚洲总部, 以香港为中心, 拓展整个亚洲 (尤其中国) 业务。根据路透社的统计, 有 1300 多家美国公司在香港经营, 其中有近 300 个地区总部和逾 400 个地区办公室, 并涵盖几乎所有主要的美国金融企业, 数目为全球各国或地区中最多。从美国和中国香港之间的外商直接投资的头寸规模及证券持有规模观察, 两项都是逐年增加的。其中美国对中国香港的直接投资规模达到 825 亿美元, 持有的证券规模达到 1700 亿美元。美国在中国香港存在广泛的经济利益。实施签证限制反而阻碍了美国跨国企业的人员流动, 影响其经营。美方对中国香港的限制措施, 反而不利于美国企业以香港为节点, 在中国大陆及东亚地区开展业务。

图 6: 美国和中国香港之间的外商直接投资规模逐年提升



数据来源: CEIC, 国泰君安证券研究

图 7: 美国和中国香港之间持有的证券规模逐年提升



数据来源: CEIC, 国泰君安证券研究

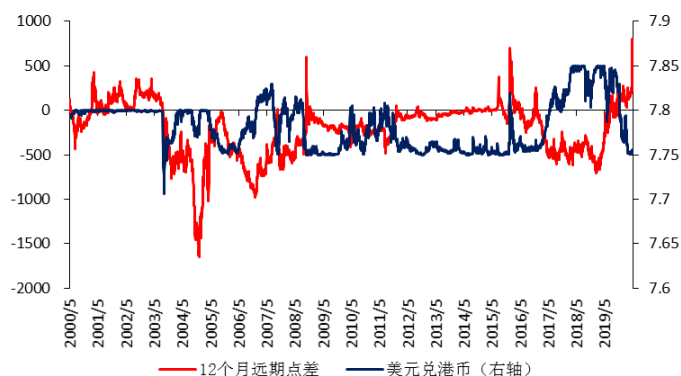
2.3. 汇率可能成为短期的情绪宣泄口, 但香港汇率制度稳健

(1) 市场情绪或短期冲击汇率市场

美国的无端制裁短期或给市场带来情绪的冲击, 汇率或成为重要的宣泄口。香港的房地产市场一直受到各界的关注, 从 2010 年以来房价上涨超过 250%。过高的房价形成了中国香港内部资产价格的高地, 加重了市场对汇率贬值风险的担忧。

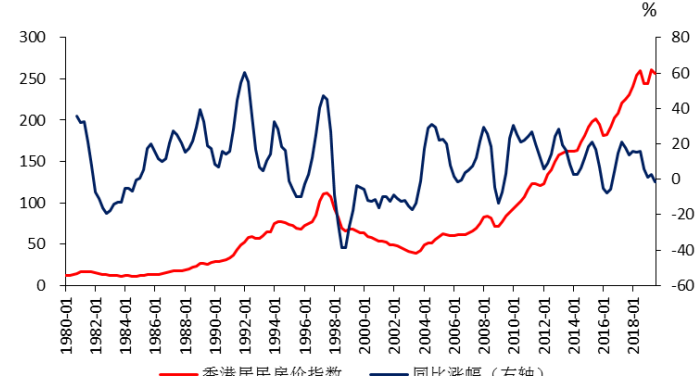
但我们认为从中国香港的汇率制度体系及香港的基本面出发，香港的汇率制度将保持稳健，不必过于担忧。

图 8: 港币远期出现较大幅度的贬值，虽然当期稳健



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究

图 9: 香港房价在 2010 年后上涨超过 250%



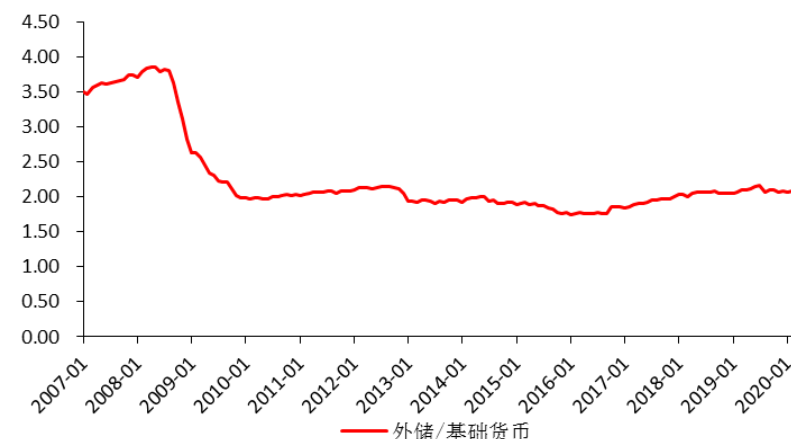
数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究

注: 房价指数以 2010 年为 100

(2) 香港的联系汇率制（即货币发行局制度的一种，与美元挂钩）平稳运行近 40 年，完善的制度构成有力保障

香港在 1983 年 10 月 17 日开始实行货币发行局制度。货币发行局制度是一种按照货币规则运作的货币制度——规定货币基础的变动必须按固定汇率与以指定外币为单位的外汇储备的变动相配合。在这一制度下发钞银行以 1 美元兑换 7.8 港元的比价，事先向外汇基金存进美元，换取等值的港元“负债证明书”后，才可以增发等值港元现钞。同时香港特区政府也承诺发钞银行同样可以用该比价兑回美元。通过该制度，来保持港元汇价稳定，使外汇市场港元兑美元的汇率保持在 7.80 港元兑 1 美元左右的水平。

图 10: 货币发行局制度下香港保持了充足的外汇储备——外储达基础货币的 2 倍以上

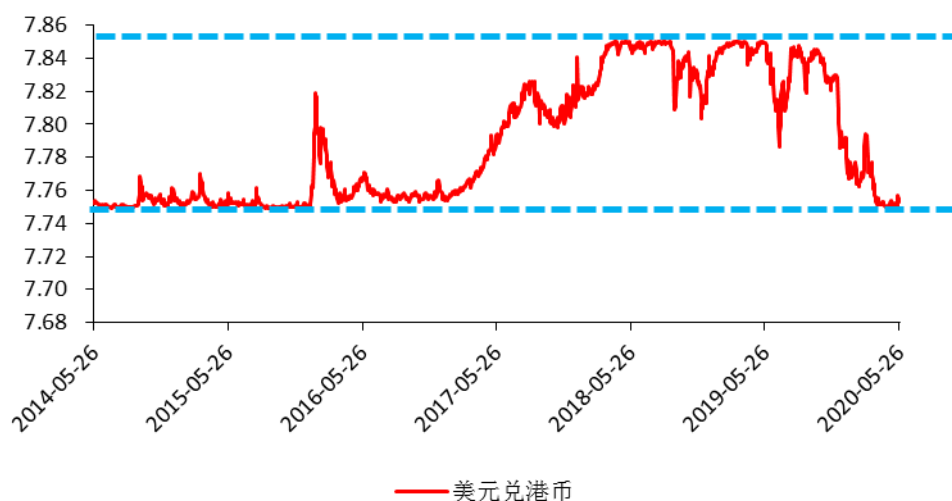


数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

香港在货币发行局制度下形成了自动调节机制以维持货币稳定，形成了联系汇率制度。根据香港的货币发行局制度，银行向金管局出售美元时，资金流入会使总结余及货币基础扩张，原因是金管局在结算上述交易时，会把结算所需的港元存入有关银行的结算户口。相反，银行向金管局出售港元时，金管局会从有关银行的结算户口扣除涉及的港元款额，总结余及货币基础便会相应收缩。货币基础扩张或收缩，会引致本地利率下降或上升，使市况出现转变，从而抵销原来资金流入或流出的影响，令汇率回复稳定。

2005 年，香港对联系汇率制度进行了调整，金管局提供港元汇率强于及弱于联系汇率 7.80 的双向兑换保证。根据强方兑换保证，金管局承诺在 7.75 的水平向持牌银行买入美元。根据弱方兑换保证，金管局承诺在 7.85 的水平向持牌银行出售美元。在 7.75 至 7.85 的兑换范围内，金管局可选择进行符合货币发行局运作原则的市场操作。这些市场操作的目的是确保货币及外汇市场能够畅顺运作。

图 11：联系汇率制度下双向兑换保证是港币实现了区间内平稳运行



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

整体看，该制度从 1983 年建立以来已经成功运行了 37 年，期间经历了亚洲金融危机、2008 年全球金融危机，香港的汇率制度都成功地得以维护。这凸显了该制度的稳健性。

（3）基本面因素依旧可以保障汇率制度稳健

前文已经分析，香港的货币发行局制度保证了香港有充足的美元对基础货币进行冲销。即使考虑到银行在信用环节对货币的创造，以 M2 来考虑，中国香港的外储规模仍占 M2 的 23%。考虑极端情况下流通中的货币谋求换取美元，一方面 23% 的外储规模可以提供缓冲；另一方面，这样的一个过程也会伴随着货币流通的下滑，货币乘数的下降，进而最终可兑换的 M2 将远远低于现有水平。此外，中国大陆依旧会对香港金融稳定给予必要的支持。

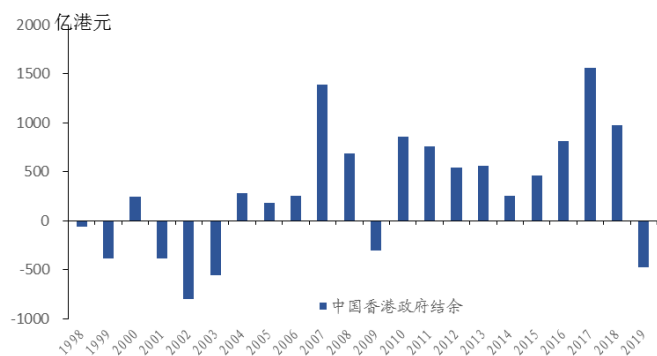
图 12: 即使从广义货币 M2 的角度考虑, 中国香港的外汇储备依旧可以对冲其规模的 23%



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

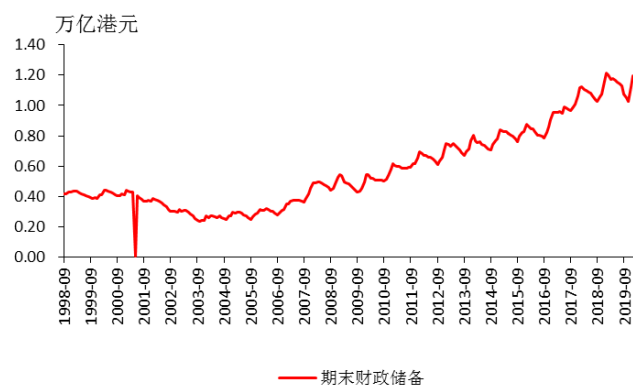
而从基本面的角度出发, 香港也有较好地应对冲击的基础。香港作为一个小型的开放经济体, 在疫情前的经济发展一直不错, 除遇到重大的全球性的危机时刻外, 均保持了较高的经济增速。在较好的经济增长的支持下, 特区政府的财政盈余也保持了较好的状态, 从 2009 年以来持续财政盈余, 2019 年首度小幅度出现负值, 但整体的期末财政储备依旧充足, 截至 2020 年 4 月规模高达 1.14 万亿港元。整体看, 香港的经济增长和财政状况都是较好的。这从基本面的角度保障了汇率制度和市场信心。

图 13: 在较好的经济增长环境下, 中国香港保持了较为稳定的财政盈余的状况



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 14: 中国香港的期末财政储备充足



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

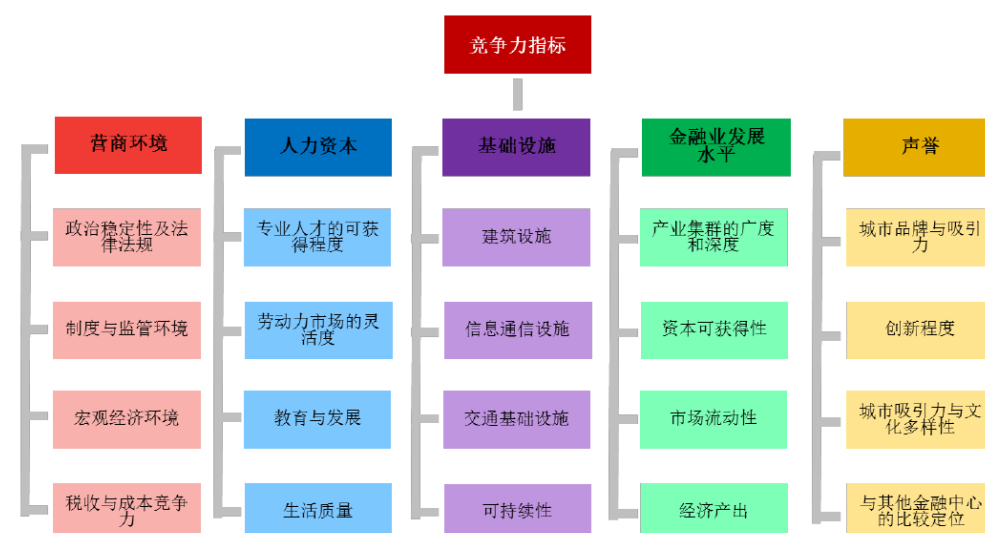
因此, 香港的汇率可能会因为美方的干扰而出现一定的波动, 但汇率制度依旧稳健。

3. 香港国际金融中心地位难以撼动, 中概回归或助再上台阶

3.1. 美国无端制裁无损香港金融中心地位

对于中国香港而言，其更为突出的角色是全球重要的金融中心。根据英国 Z/Yen 集团¹与中国(深圳)综合开发研究院联合发布第 27 期全球金融中心指数的排名，中国香港位列全球第六。而美国所采取的行动，无法撼动香港的国际金融中心的地位。正如香港商务及经济发展局局长邱腾华近日所言，香港是一个自由港，通过敞开大门来赢得地位，属于公平交易，并不是任何人的礼物，美国亦没有单方面给予香港优惠待遇。因此，美国的无端制裁也无损港金融中心地位。

图 15：对国际金融中心的评价体系——多维度考察，更多为区域自身的禀赋



数据来源：The Global Financial Centres Index 27

普遍而言，对于一个国际金融中心，其资本市场的制度应该是开放自由的，其法律制度应该是健全而得到普遍认可的，税收应相对优惠。同时，人才和语言也是重要的纬度，需要具有全球化的人才，以英语为通用和官方语言。综合比较下，中国香港在国际金融中心中具有较为明显的优势。其在 2020 年经济自由度指数中获得了 89.1 的高分，资本市场高度开放，以英语为主要语言，人才吸引力位列全球第四，个人所得税为 15%，无累进。中国香港的这些禀赋都不是美国的一个关税独立区所赋予的，当然也不会因为一个独立关税区而改变。因此，我们认为，中国香港的国际金融中心地位是不会被撼动的。

¹ 2007 年 3 月，英国伦敦 Z/Yen 集团发布了第一期全球金融中心指数（GFCI1），该指数持续对全球主要金融中心进行竞争力评估和排名。

表 1：主要国际金融中心多维度评价表——中国香港处于世界前列

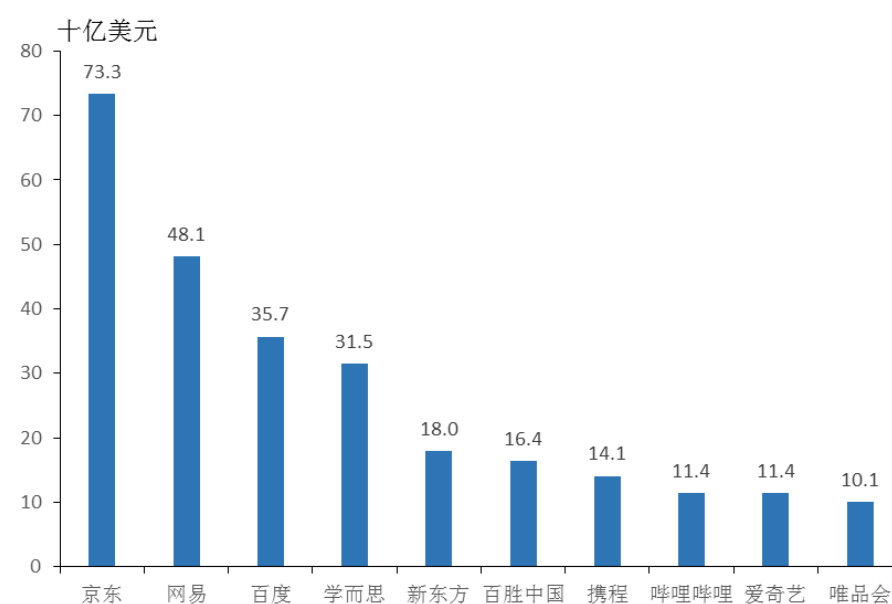
项目		香港	纽约	伦敦	东京	新加坡	上海
资本交易项目	资本市场证券管制	自由	部分管制	部分管制	部分管制	自由	部分管制
	货币市场工具管制	自由	部分管制	部分管制	自由	自由	部分管制
	集体投资类证券管制	自由	部分管制	部分管制	自由	自由	部分管制
	衍生品和其他工具管制	部分管制	部分管制	自由	自由	自由	部分管制
	商业信贷管制	自由	自由	自由	自由	自由	部分管制
	金融信贷管制	自由	自由	自由	自由	部分管制	部分管制
	直接投资管制	自由	部分管制	部分管制	部分管制	自由	部分管制
	不动产交易管制	部分管制	部分管制	部分管制	自由	部分管制	部分管制
	个人资本流动管制	自由	自由	自由	自由	自由	部分管制
法律制度	法系	英美法系	英美法系	英美法系	大陆法系	英美法系	大陆法系
	财产权	得到承认	得到承认	得到承认	得到承认	得到承认	知识产权保护不断完善。土地所有权归国家或农村集体所有。
	税收制度	标准个人所得税率为15%，最高公司税率为16.5%。	个人所得税最高税率为37%，企业所得税最高税率为21%。	个人所得税的最高税率为45%，企业所得税的最高税率为20%	个人所得税最高税率为40.8%。公司最高税率为23.9%。	个人所得税的最高税率为22%，企业所得税的最高税率为17%。	个人所得税的最高税率为45%，企业所得税的最高税率为25%。
人才	国家（地区）人才吸引力排名	4	2	19	26	1	55
	城市人才竞争力世界排名	27	8	14	19	17	72
语言	官方语言	英语、中文	英语	英语	日语	英语	中文（普通话）
	通用语言	英文、中文（粤语、普通话）	英语	英语	日语	英语、马来语、中文	中文（普通话）
经济自由度指数		89.1	76.6	79.3	73.3	89.4	59.5

数据来源：IMF，IMD，GTCI，2020 Index of Economic Freedom，国泰君安证券研究

3.2. 中概股回归或推动香港市场再上台阶

由于近期美方对中国的不友好态度，特朗普多次威胁在美国上市的中国公司退市。美国国会参议院还通过了《外国公司问责法案》，对外国公司在美上市提出额外的信息披露要求，该法案的一些条文内容直接针对中国，而非基于证券监管的专业考虑。该法案要求，外国发行人连续三年不能满足美国公众公司会计监督委员会（PCAOB）对会计师事务所检查要求的，禁止其证券在美国交易。

在此背景下，在美上市的中国公司开始纷纷谋求在香港上市。香港或迎来中概股的回归潮。这其中具有的大量优秀的互联网公司，代表着经济发展的未来，这些公司的总市值就超过了 2700 亿美元。这将进一步巩固香港作为国际金融中心的地位。

图 16：代表性中概股互联网公司的总市值超过 2700 亿美元


数据来源：WIND，国泰君安证券研究

综上所述我们认为，美国的无端制裁不过是虚张声势，搬起石头砸自己的脚，无损香港经济的根本。对香港市场的冲击或是情绪性的，外汇领域或是发泄口，但是在可承受范围内。美国无法撼动香港金融中心的位置。中国香港自身优越的商业、法律、制度等禀赋保障了其国际金融中心中的突出地位，而中概股的回归潮或进一步扩大其影响力。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，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任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作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。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		