

央妈又对汇率“动手”！治大国如烹小鲜

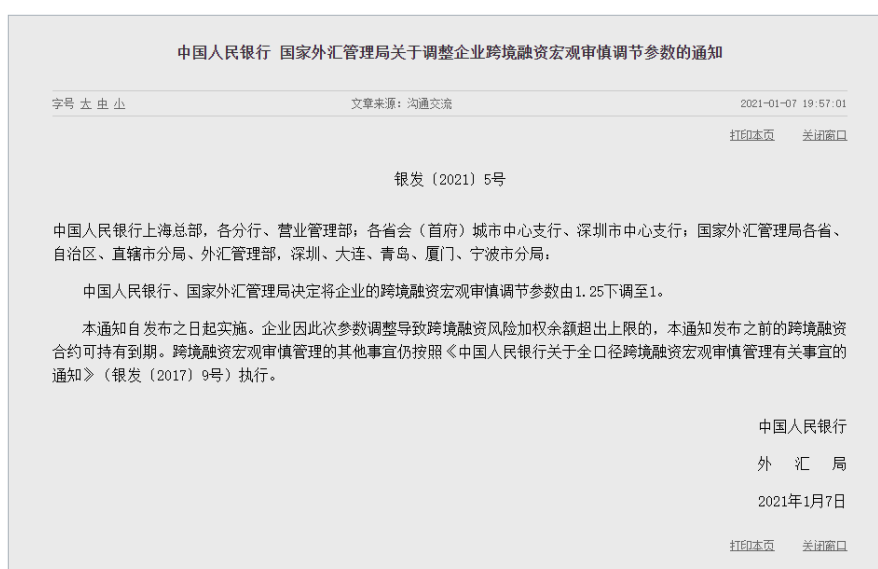
事件：中国人民银行、国家外汇管理局决定将企业的跨境融资宏观审慎调节参数由 1.25 下调至 1。本通知自发布之日起实施。企业因此次参数调整导致跨境融资风险加权余额超出上限的，本通知发布之前的跨境融资合约可持有到期。跨境融资宏观审慎管理的其他事宜仍按照《中国人民银行关于全口径跨境融资宏观审慎管理有关事宜的通知》（银发〔2017〕9 号）执行。

主要观点：对于此次调整，我们的观点如下：1. 对企业境外融资有直接影响，其之跨境融资风险加权余额上限降低；2. 对减轻人民币汇率升值压力有一定作用，并且与前几日的境内企业境外放款宏观审慎调节系数对人民币汇率的影响程度相比要更大；3. 属于疫情应对的临时性政策退出，是央行通过宏观审慎系数释放的逆周期调节信号，以促成市场预期分化，促进外汇收支平衡。

世界银行在最新发布的 2021 年 1 月期《全球经济展望》中称，假设 2021 年大规模推广新冠病毒疫苗接种，预计 2021 年全球经济将增长 4%，低于 6 月时预测的 4.2%。其对美国和欧元区的经济预测有所下调，对中国经济增长预测则上升 1 个百分点至 7.9%。世界银行表示，因为中国经济表现更为强劲，因此国际市场对人民币的信心也十分充足。从汇率上来看，的确如此。2020 年下半年来，人民币升值态势强劲。在 2021 年首 2 个交易日，人民币汇率日内升值 1000 点，在岸人民币汇率和离岸人民币汇率进一步刷新两年半来的新高，人民币回归“6.4 时代”，今日（2021 年 1 月 8 日）人民币对美元中间价报 6.4708。

在人民币持续走强的背景下，逆周期调节的政策信号频频释放。1 月 5 日，央行为境内企业人民币境外放款业务松绑，其将境内企业境外放款的宏观审慎调节系数由 0.3 上调至 0.5。而时隔 2 日，中国人民银行、国家外汇管理局于 1 月 7 日决定将企业的跨境融资宏观审慎调节参数由 1.25 下调至 1。

图 1：中国人民银行、国家外汇管理局关于调整企业跨境融资宏观审慎调节参数的通知



资料来源：中国人民银行官网 南华研究

那么，央行为何要如此不厌其烦的调整呢？跨境融资宏观审慎调节参数的下调意义何在？别着急，我们带您来理解。

一、全口径跨境融资宏观审慎管理政策

2016年1月25日《中国人民银行关于扩大全口径跨境融资宏观审慎管理试点的通知》开始实施。全口径跨境融资宏观审慎管理政策框架的建立，极大地便利了境内机构跨境融资的需求。其中，“全口径”是指在跨境融资层面上统一了本外币、中外资（不包括政府融资平台和房地产企业）、短期与中长期的管理。“跨境融资”是指境内机构从非居民融入本、外币资金的行为，即外债。

全口径跨境融资宏观审慎管理政策的构建基于微观主体资本或净资产的跨境融资宏观审慎约束机制。具体原则为：企业（政府融资平台和房地产企业除外）和金融机构开展跨境融资风险加权余额（已提用未偿余额）不得超过上限，即只要金融机构或企业的跨境融资风险加权余额在其上限之内，均可自主开展业务。额度核定计算公式涉及三大参数：

“跨境融资风险加权余额上限”

$$= \text{资本或净资产} \times \text{跨境融资杠杆率} \times \text{宏观审慎调节参数} \quad (\text{公式一})$$

中国人民银行根据宏观调控需要可对上述参数设置和调节，从而对金融机构和企业的跨境融资进行逆周期调节，控制杠杆率和货币错配风险，使跨境融资水平与宏观经济热度、整体偿债能力和国际收支状况相适应，并实现本外币一体化管理。

表 1：全口径跨境融资宏观审慎管理政策梳理

内容	
适用主体	适用于金融机构和企业
统计口径	实行余额存量管理，按风险加权计算余额（已提用未偿余额），账户余额计算考虑了不同类型外债对跨境资金流动影响的差异性。 跨境融资风险加权余额=Σ 本外币跨境融资余额*期限风险转换因子*类别风险转换因子+Σ 外币跨境融资余额*汇率风险折算因子
币种	本外币
额度核定方式	对跨境融资实行上限管理，对中外资企业实行统一的核定标准。
账户处理及资金用途	沿用自贸区分账核算境外融资部分账户安排。 企业:可采用一般本外币账户，也可采用自由贸易账户办理。资金如果有实际需要可结汇使用，用途符合国家调控方向； 金融机构:可根据现行账户管理制度开立本外币账户，资金可用于补充资本金，经批准也可结汇使用。
风险防范措施	规定了信息报送要求和监管部门监督管理职责，具体为：1、跨境融资宏观风险监测指标体系；2、风险预警和参数调节；3、信息报送；4、非现场核查和现场检查。

资料来源：网络资料整理 南华研究

二、我们对于此次宏观审慎调节参数下调的理解

1. 跨境融资宏观审慎调节参数的下调对企业境外融资有直接影响，其之跨境融资风险加权余额上限降低；

在前一章节，我们提到了跨境融资是指境内机构从非居民融入本、外币资金的行为，因此，跨境融资宏观审慎调节参数的高低，直接影响企业和金融机构在境外融资的风险加权余额上

限的大小。我们注意到的是，央行和外管局此次调降跨境融资宏观审慎调节参数是针对企业的调整。上一次调降（2020 年 12 月 11 日）针对的是金融机构，两次降调间隔甚短，仅为 1 个月。从公式一可见，跨境融资宏观审慎调节参数从 1.25 下调至 1，意味着企业的跨境融资风险加权余额上限要下降。

2. 此次跨境融资宏观审慎调节参数的调节对减轻人民币升值压力有一定的作用，并且与前几日的境内企业境外放款宏观审慎调节系数对人民币汇率的影响程度相比要更大；跨境融资宏观审慎调节参数与境内企业境外放款宏观审慎调节系数从所调节的资金流向上来看，两者呈反向关系。前者调控的是资金流入的方向，因此，该参数此次下调，意味着企业在一定程度上被收紧了可从境外融入的资金量，央行意在减缓境外资金流入。而后者调控的是资金流进方向，因此，该系数的上升，意味着扩大了国内机构境外人民币贷款的空间，央行意在增加人民币供给。若将近年来的跨境放款资金量和境内企业从境外融资的资金量作比较，前者与后者比，犹如九牛一毛。因此，相对于前几日的境内企业境外放款宏观审慎调节系数的调整比，此次跨境融资宏观审慎调节参数的调节对减轻人民币升值压力的作用更大一些。

3. 此次跨境融资宏观审慎调节参数的下调属于疫情应对的临时性政策退出，是央行通过宏观审慎系数释放所释放出的逆周期调节信号。

2020 年，我国为应对新冠疫情，将跨境融资宏观审慎调节参数从 1 调升至 1.25，以鼓励企业从境外融资。目前来看，我国疫情有逐步向好态势，但我国宏观杠杆率出现大幅攀升，多家企业发生债务违约，叠加人民币汇率升值态势强劲。因此，在此背景下，央行在将金融机构的跨境融资宏观审慎调节参数从 1.25 下调至 1 后，把企业的跨境融资宏观审慎调节参数也从 1.25 下调至 1 是有必要的，属于疫情应对的临时性政策退出，是一种逆周期调节，以促成市场预期分化，促进外汇收支平衡。

图 2：中国人民银行、国家外汇管理局关于调整全口径跨境融资宏观审慎调节参数的通知

索引号: 000014453-2020-00211	分 类: 通知 资本项目管理 各类社会公众
来 源: 中国人民银行	发布日期: 2020-03-12
名 称: 中国人民银行 国家外汇管理局关于调整全口径跨境融资宏观审慎调节参数的通知	
文 号: 银发〔2020〕64号	

中国人民银行 国家外汇管理局关于调整全口径跨境融资宏观审慎调节参数的通知

中国人民银行上海总部，各分行、营业管理部，各省会（首府）城市中心支行、深圳市中心支行；国家外汇管理局各省、自治区、直辖市分局、外汇管理部，深圳、大连、青岛、厦门、宁波市分局；国家开发银行，各政策性银行、国有商业银行、股份制商业银行，中国邮政储蓄银行：

为进一步扩大利用外资，便利境内机构跨境融资，降低实体经济融资成本，根据当前宏观经济和国际收支状况，中国人民银行、国家外汇管理局决定将《中国人民银行关于全口径跨境融资宏观审慎管理有关事宜的通知》（银发〔2017〕9号）中的宏观审慎调节参数由1上调至1.25。

本通知自发布之日起实施。全口径跨境融资宏观审慎管理的其他事宜仍以《中国人民银行关于全口径跨境融资宏观审慎管理有关事宜的通知》为准。

中国人民银行 国家外汇管理局
2020年3月11日

资料来源：国家外汇管理局官网 南华研究

【参考文献】

许轩. 跨境融资宏观审慎管理改革政策梳理与思考[J]. 金融理论与教学, 2016, 000 (005) : 49-52.

重要声明：本报告和内容仅供参考，不构成任何投资建议。