

进一步释放稳汇率信号，人民币单边贬值风险可控

——央行上调跨境融资宏观审慎调节参数点评

相关研究：

1. 《清明经济表现低迷，国常会再提宽松政策》 2022.04.07
2. 《小幅降准加速落地》 2022.04.18
3. 《增量政策箭在弦上，地产互联网迎来转机》 2022.05.05
4. 《经济呈现弱复苏态势，四季度货币政策将继续维持宽松基调——三季度央行调查问卷点评》 2022.10.17
5. 《10月LPR报价不变，当前仍处于政策观察期——10月LPR报价点评》 2022.10.21

分析师：何超

证书编号：S0500521070002

Tel: 021-50295325

Email: hechao@xcsc.com

联系人：赵建武

Tel: 021-50295330

Email: zjw06921@xcsc.com

地址：上海市浦东新区银城路88号
中国人寿金融中心10楼

核心要点：

□ 事件

10月25日，人民银行和外汇局宣布人民银行、外汇局决定将企业和金融机构的跨境融资宏观审慎调节参数从1上调至1.25。人民银行表示，此举旨在进一步完善全口径跨境融资宏观审慎管理，增加企业和金融机构跨境资金来源，引导其优化资产负债结构。

□ 上调宏观审慎调节参数，进一步释放稳汇率信号

央行上调跨境融资宏观审慎调节参数，可以扩大企业利用外资的渠道。通过融入更多美元来代替购入美元，从而增加境内美元的流动性，以此来缓解现汇市场人民币贬值的压力。从降低外汇存款准备金率，到提高远期售汇业务中的外汇风险准备金率，再到此次上调跨境融资宏观审慎调节参数，央行进一步释放稳汇率信号。

□ 短期人民币仍存贬值压力，但单边贬值风险可控

短期人民币仍存贬值压力，主要原因在于一是预计出口同比增速可能在未来数月持续回落，一定程度上意味着对人民币汇率的支撑将弱化。二是欧元区经济相对美国经济的弱势将进一步驱动美元指数上行，人民币仍面临一定的被动贬值压力。三是短期内中美政策分化趋势将持续，利差倒挂局面还可能进一步加剧，从而引发资本流出，进一步加大人民币贬值压力。但考虑到当前稳汇率在货币政策权衡中的比重上升，后续若人民币继续单边贬值，央行政策篮子会审慎地做好准备，不排除会有更多的工具投入使用，人民币单边贬值风险可控。

□ 人民币中长期不具备贬值基础，明年上半年人民币汇率或反转

中长期而言，我国财政政策、货币政策空间依然充足，经济韧性强劲，人民币并不具备持续贬值的基础。国内方面，明年内需将会延续恢复态势，国外方面连续大幅加息对美国经济运行的负面冲击作用已经显现。整体而言，当前我国经济已进入政策效果观察期，后续政策效果还将继续显效，经济增长动能不断积累。连续大幅加息背景下美国经济衰退概率在加大，明年上半年或将看到中美经济周期的再错位，届时人民币汇率或将反转。

□ 风险提示

疫情反复超预期；外需回落超预期；中美摩擦超预期。

1. 上调宏观审慎参数旨在增加境内美元流动性，进一步释放稳汇率信号

跨境融资宏观审慎参数首次出现在2017年初人民银行发布的《关于全口径跨境融资宏观审慎管理有关事宜的通知》一文中，该文件用“全口径外债”的管理方式，让境内的非外商投资企业和机构有了举借外债，通过引入境外低成本资金优化资产负债结构的能力。与传统外商投资企业和机构适用的“投资总额和注册资本之差”的外债额度相比，全口径外债的管理方式规定了境内企业和机构的跨境融资风险加权余额上限作为外债融资额度的上限。根据文件设定，跨境融资风险加权余额上限=资本或净资产*跨境融资杠杆率*宏观审慎调节参数，其中宏观审慎调节系数初始设定为1。本次调整将宏观审慎调节系数从1上调至1.25，从而令企业和金融机构跨境融资规模上限放大25%。

央行上调跨境融资宏观审慎调节参数，可以扩大企业利用外资的渠道。通过融入更多美元来代替购入美元，从而增加境内美元的流动性，以此来缓解现汇市场人民币贬值的压力。因此跨境融资宏观审慎调节参数也被视为稳汇率的政策工具之一，其目标在于稳定市场预期，引导企业回归汇率中性，避免过度投机和市场波动潜在风险。2017年1月份以来，宏观审慎调节参数经历了从1上调至1.25，再下调至1的两次操作，分别传达出央行希望缓解人民币连续贬值、连续升值压力的信号。2022年9月份以来，从降低外汇存款准备金率，到提高远期售汇业务中的外汇风险准备金率，再到此次上调跨境融资宏观审慎调节参数，央行进一步释放稳汇率信号。

表1 2017年1月以来历次跨境融资宏观审慎调节参数的变动

历次调节日期	跨境融资宏观审慎调节参数	
	企业	金融机构
2017年1月12日	1	1
2020年3月11日	1.25	1.25
2020年12月11日	1.25	1
2021年1月7日	1	1
2022年10月25日	1.25	1.25

资料来源：Wind，湘财证券研究所

2.短期人民币仍存贬值压力，但单边贬值风险可控

近期人民币汇率变动幅度加大，10月24日离岸人民币即期汇率（USDCNH）、在岸人民币即期汇率（USDCNY）分别急贬至7.33和7.26，尤其是离岸汇率自10月14日突破7.2关口后进一步突破7.3，创下2008年1月以来的新低。10月26日，在连续多日走贬后，人民币兑美元汇率上演了一出强势大反攻，当日离岸人民币即期汇率（USDCNH）、在岸人民币即期汇率（USDCNY）分别升至7.19和7.17，一举收复7.2关口，引发市场关注。

图1 在岸及离岸人民币汇率走势



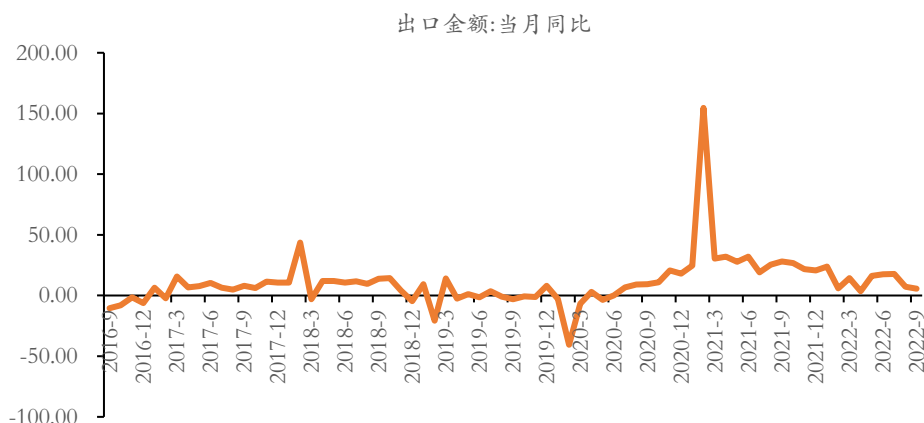
资料来源：Wind，湘财证券研究所

从趋势上来看，今年以来人民币共有两轮明显的贬值，第一轮贬值是从4月上旬至5月中旬，主要原因在于3月末以来我国多地疫情超预期蔓延，出口景气度由强转弱，基本面因素和短期集中宣泄的市场情绪因素共振引致人民币汇率贬值。第二轮贬值是从8月中旬至今，主要原因在于国内经济基本面疲弱叠加美联储激进加息。10月24日离岸人民币即期汇率（USDCNH）跌破7.3关口，最主要的驱动因子就是公布的三季度经济数据较为疲弱，同时随着11月2日临近，美联储再度加息75个基点的市场预期升温。

在10月25日央行上调跨境融资宏观审慎调节参数之后，10月26日人民币兑美元汇率上演强势反弹行情，当日离岸人民币即期汇率、在岸人民币即期汇率分别收复7.2关口。这一波反弹行情既有内因也有外因。其中内因主要是此次上调跨境融资宏观审慎调节参数进一步加码稳汇率措施，将有助于境外资金流入，增加境内美元的流动性，并稳定市场预期、保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。外因在于市场对美国经济复苏节奏放缓的忧虑进一步减弱了美联储在今年11月持续大幅鹰派加息的必要性，导致美元指数回撤。

我们认为人民币汇率这波反弹行情难以持续，短期人民币仍存贬值压力，主要原因在于一是四季度出口增速或将明显下一个台阶。随着主要国家加息进程深入，全球经济正在由滞胀向衰退过渡，而外需放缓必然会导致我国出口增速回落，三季度出口已呈现回落趋势。此外，四季度随着 PPI 延续回落态势，出口价格指数也将相应回落，对出口的贡献率将明显下降。预计出口同比增速可能在未来数月持续回落，一定程度上意味着对人民币汇率的支撑也将弱化。

图 2 三季度出口已呈现回落趋势



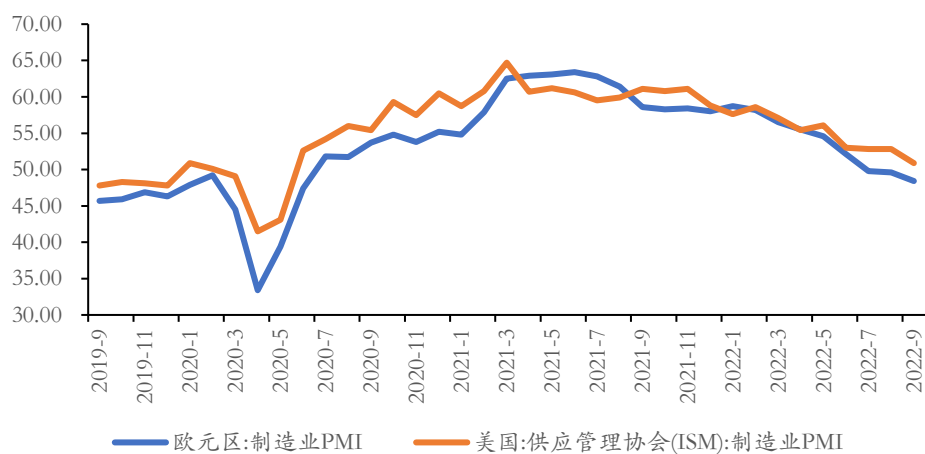
资料来源：Wind，湘财证券研究所

其次，预计短期内美元指数继续走强的可能性较大，人民币仍面临一定的被动贬值压力。美元指数反映的是美元相对一揽子货币的强弱程度，其中欧元是美元指数中最重要的组成部分。由于欧元区内不同国家经济发展水平差异较大，欧元区经济恢复程度相对美国而言较弱。从 PMI 数据来看，自 2021 年 6 月达到 63.4% 的高点以来，欧元区制造业 PMI 数据下行的趋势以及幅度都比美国明显，显示欧元区经济增长韧性较美国更弱。同时俄乌战争的爆发使得欧洲经济增长的前景进一步恶化，预计欧元区经济相对美国经济的弱势将进一步驱动美元指数上行。

此外，预计短期内中美政策分化趋势将持续，利差倒挂局面还可能进一步加剧，从而引发资本流出，进一步加大人民币贬值压力。目前国内经济基本面仍然处于较弱的状态，疫情反复对居民部门和企业部门预期的影响仍在持续，居民消费和企业投资在短期内难以明显改善。且房地产投资对经济基本面的拖累尚未明显改善，预计中国货币政策短期将继续维持宽松的取向。而当前美国经济的主要矛盾仍是控通胀，这意味美联储的货币政策在短期内难以出现明显转向。在利差的体现上，中美 10 年国债利差近期倒挂局面短期

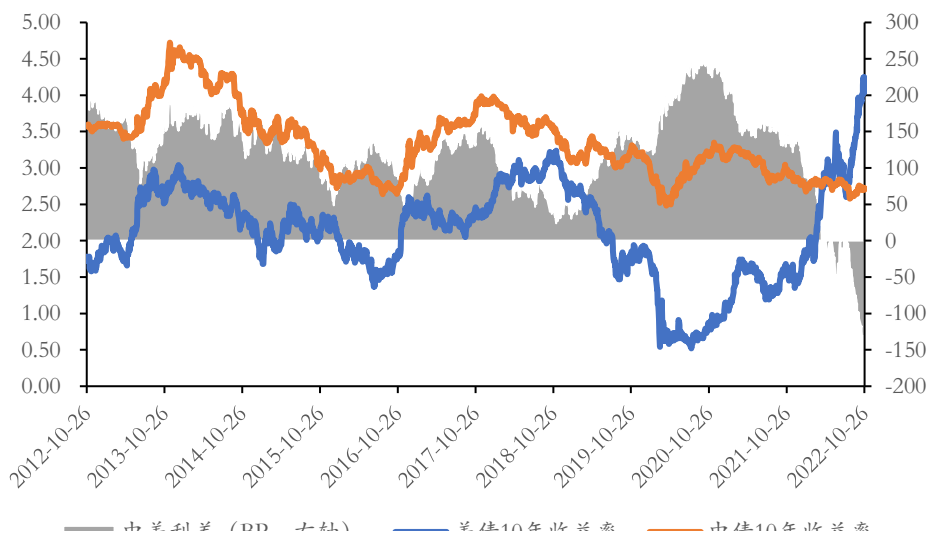
内难以扭转，一定程度上将对人民币汇率造成贬值压力。

图3 2022年3月以来欧盟经济增长放缓更快



资料来源：Wind，湘财证券研究所

图4 短期内中美利差倒挂局面还可能进一步加剧



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_48166

