

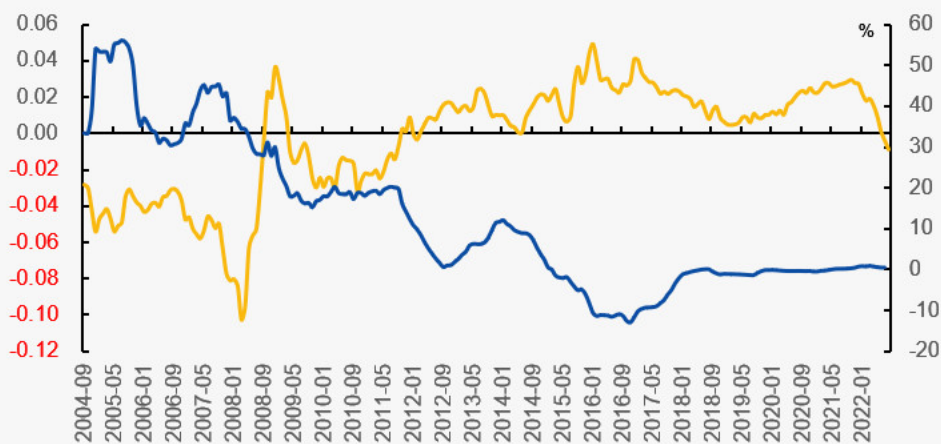


### 逆周期因子重启的迹象并未出现

历史上汇率形成机制变化的内生环境一般有两个：其一是，人民币汇率贬值预期出现失调（2008年9月，2017年5月）；其二是，外汇占款波动剧烈时期减少对冲外汇占款的压力（2005年7月，2010年6月，2015年8月）。除此之外，引起逆周期因子重启的一个外生变量是为了应对当时贸易战引起的风险。目前来看，这一轮人民币贬值后，人民币贬值的预期并没有起来。而且，外汇占款的波动非常小。因此，汇率远未达到逆周期因子重启的地步。

贬值预期与外汇占款是逆周期因子重启的内在原因

— USDCNY:NDF:12个月：贴水率      — 外汇占款:同比(右轴)



资料来源：Wind, 国元证券研究所

致我们  
深爱的  
债券市场



杨为敦 总量团队负责人

执业证书编号：S0020521060001

免责声明：本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系。网址:www.gyzq.com.cn