

证券研究报告 / 宏观数据

## 新兴市场的通胀和汇率压力更大

---海外宏观周度观察（2021年第16周）

### 报告摘要：

今年随着大宗商品价格的迅猛上涨，全球大多数国家都遭遇了通胀压力。高通胀带来的负面结果很多，其中之一就是汇率贬值的压力。我们对比了发达国家和发展中国家的资源型国家及非资源型国家，发现各国通胀与汇率都有明显的反向关系。而通常发展中国家的通胀水平都较发达国家更高，也更容易受到通胀的冲击。以本轮全球性通胀中新兴市场也同时遭受了一定的汇率贬值压力。在当前疫情反弹、发展中国家普遍疫苗接种率较低的情况下，新兴市场未来将承受经济复苏相对较慢同时通胀上行、汇率贬值的压力。经济发展的天平在今年和明年将更加向发达国家倾斜。

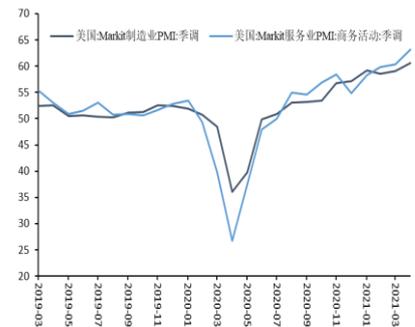
美国4月制造业和服务业PMI双双达到历史新高，反映出美国经济复苏势头向好。较高的疫苗接种率使得美国在本轮全球疫情反弹之中受损较轻。美国新屋销售强劲反弹。虽然2月大幅下滑，但3月的反弹印证了我们此前对美国“房屋销售将筑顶但不会很快回落”的判断，这也预示着中国房地产后周期类商品出口不会出现断崖式下滑。欧元区4月制造业PMI达到有记录以来的最高水平。反映出虽然欧洲受第三波疫情的冲击，开始重启封锁措施，但欧元区经济的复苏进程仍在持续。在欧洲主要国家之中，英国疫苗接种率最高，而经济势头也最强劲，可以看出疫苗接种对于经济复苏的作用较大。

当地时间4月22日，欧洲央行公布利率决议。欧洲央行将维持其主要利率在-0.5%不变，并维持其购债计划的稳定性。欧洲央行行长拉加德表示，当前决策者尚未开始讨论逐步退出债券购买计划的问题，承诺加快债券PEPP购买的步伐，以应对债券收益率的上升。整体来看，欧洲央行仍然维持非常鸽派的态度，货币收紧步伐将慢于美联储。

美国总统拜登宣布扩大美国政府的减排目标，还计划到2024年将每年向发展中国家提供的公共气候融资支持翻倍。此外，外媒报道拜登将对美国收入超过100万美元的富人阶层征收39.6%的资本利得税，这比现有的20%接近翻倍，这也导致美股三大指数跳水。拜登政府的基建+对富人增税的计划与罗斯福新政的路线非常相似。如果能够如计划执行，则美国七八十年代以来的贫富差距扩大的趋势可能会出现根本性扭转，将会带来贫富差距缩小及通胀中枢抬升的结果。不过目前美国经济社会的矛盾不似大萧条之后严重，拜登政府推出这一系列计划的难度也较当年明显更大。

**风险提示：全球疫情大幅反弹。**

### 相关数据



### 相关报告

- 《全球最低企业税率阻力在哪些国家》  
--20210418
- 《经济引擎将切换至消费和制造业投资》  
--20210418
- 《出口结构更加均衡》  
--20210414
- 《疫苗接种推动海外服务业回暖》  
--20210411
- 《CPI压力不大，PPI压力较大》  
--20210411

### 证券分析师：沈新风

执业证书编号：S0550518040001  
021-20361156 shenxf@nesc.cn

### 证券分析师：尤春野

执业证书编号：S0550520060001  
021-20361033 youcy@nesc.cn

## 目 录

<b>1.</b>	<b>高通胀的国家同时会面临汇率压力 .....</b>	<b>3</b>
1.1.	通胀与汇率具有双向传导作用 .....	3
1.1.1.	汇率的价格传递效应 .....	3
1.1.2.	通胀对汇率的影响 .....	3
1.2.	各类别国家的通胀与汇率都具备负相关性 .....	3
1.3.	新兴市场更容易受到通胀的冲击 .....	4
<b>2.</b>	<b>下周海外重点数据及事件预警 .....</b>	<b>6</b>
<b>3.</b>	<b>疫情未阻美欧经济复苏 .....</b>	<b>6</b>
3.1.	美国 PMI 创历史新高，新屋销售反弹 .....	6
3.2.	欧元区 PMI 继续走高，英国经济强势复苏 .....	7
<b>4.</b>	<b>欧央行维持鸽派态度 .....</b>	<b>8</b>
<b>5.</b>	<b>拜登发布国际气候融资计划并拟征富人税 .....</b>	<b>8</b>
<b>6.</b>	<b>全球市场表现 .....</b>	<b>9</b>
6.1.	全球股市普遍下跌 .....	9
6.2.	债券收益率涨跌互现 .....	10
6.3.	大宗商品价格普涨 .....	11

## 图表目录

图 1:	美国汇率与通胀呈反向关系 .....	4
图 2:	日本汇率与通胀呈反向关系 .....	4
图 3:	俄罗斯汇率与通胀呈反向关系 .....	4
图 4:	南非汇率与通胀呈反向关系 .....	4
图 5:	马来西亚汇率与通胀呈反向关系 .....	4
图 6:	菲律宾汇率与通胀呈反向关系 .....	4
图 7:	发展中国家通胀水平普遍更高 .....	5
图 8:	美国制造业和服务业 PMI 均创历史新高 .....	6
图 9:	美国新屋销售反弹 .....	7
图 10:	欧元区制造业 PMI 刷新最高记录 .....	8
图 11:	英法服务业超预期增长 .....	8
图 12:	全球股市普遍下跌 .....	10
图 13:	美债收益率 .....	10
图 14:	欧债收益率 .....	11
图 15:	日债收益率 .....	11
图 16:	工业品普遍上涨 .....	11
图 17:	农产品全线大涨 .....	11
表 1:	下周海外重点数据及事件预警 .....	6

## 1. 高通胀的国家同时会面临汇率压力

今年随着大宗商品价格的迅猛上涨，全球大多数国家都遭遇了通胀压力。高通胀带来的负面结果很多，其中之一就是汇率贬值的压力。

### 1.1. 通胀与汇率具有双向传导作用

#### 1.1.1. 汇率的价格传递效应

当一国货币的汇率发生变动时，最先受到影响的是进口商品的价格。如果本币贬值，则进口商品的价格会因此而上升，当这部分商品成为最终消费品时，提高的物价就会使得整个消费品市场的价格指数上升。如果进口商品是作为企业中间原材料使用，那么本币贬值就会使企业进口中间原材料的价格提高，从而使生产成本增加，最终影响所生产产品的价格，进而使整个消费品市场的价格指数上升。

#### 1.1.2. 通胀对汇率的影响

对于通货膨胀率对汇率的影响，可以从购买力平价理论来解释，依据该理论，两国之间的汇率水平取决于各自货币所代表的价值量大小，而物价水平可以认为是一国的货币价值在商品上的体现，因此物价水平越高说明该国一单位货币所代表的价值越少，此时一单位本国货币所兑换的外国货币就越少，也即直接标价法下的汇率降低，所以通胀率对汇率波动也具有反方向的影响。

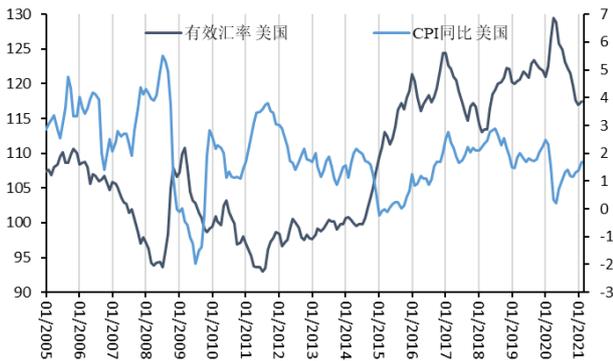
### 1.2. 各类别国家的通胀与汇率都具备负相关性

为了检验各国通胀与汇率的关系，我们采用 CPI 同比来衡量各国的通货膨胀水平。以名义有效汇率来衡量一国本币汇率的指标。名义有效汇率反应了一国在国际贸易中的综合竞争力，是将测算国与若干样本国家的名义双边汇率，按照一定的权重进行加权所得到的汇率。

我们对比了发达国家和发展中国家的资源型国家及非资源型国家，发现各国通胀与汇率都有明显的反向关系：

发达国家：

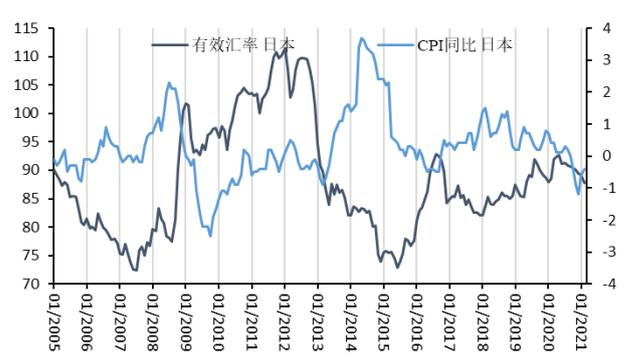
图 1: 美国汇率与通胀呈反向关系



数据来源: 东北证券, Wind

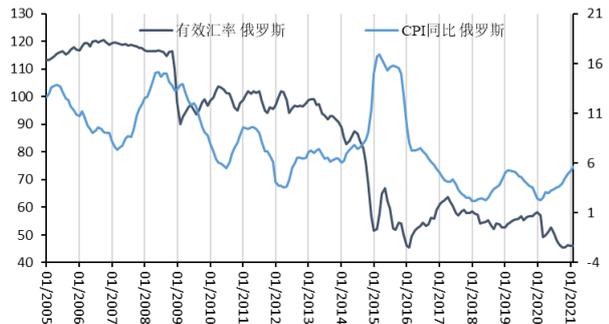
资源型国家:

图 2: 日本汇率与通胀呈反向关系



数据来源: 东北证券, Wind

图 3: 俄罗斯汇率与通胀呈反向关系



数据来源: 东北证券, Wind

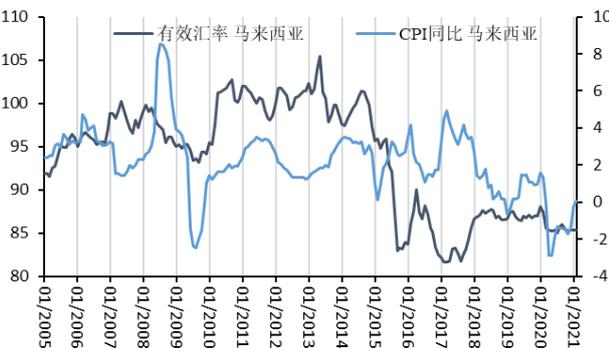
非资源型国家:

图 4: 南非汇率与通胀呈反向关系



数据来源: 东北证券, Wind

图 5: 马来西亚汇率与通胀呈反向关系



数据来源: 东北证券, Wind

图 6: 菲律宾汇率与通胀呈反向关系



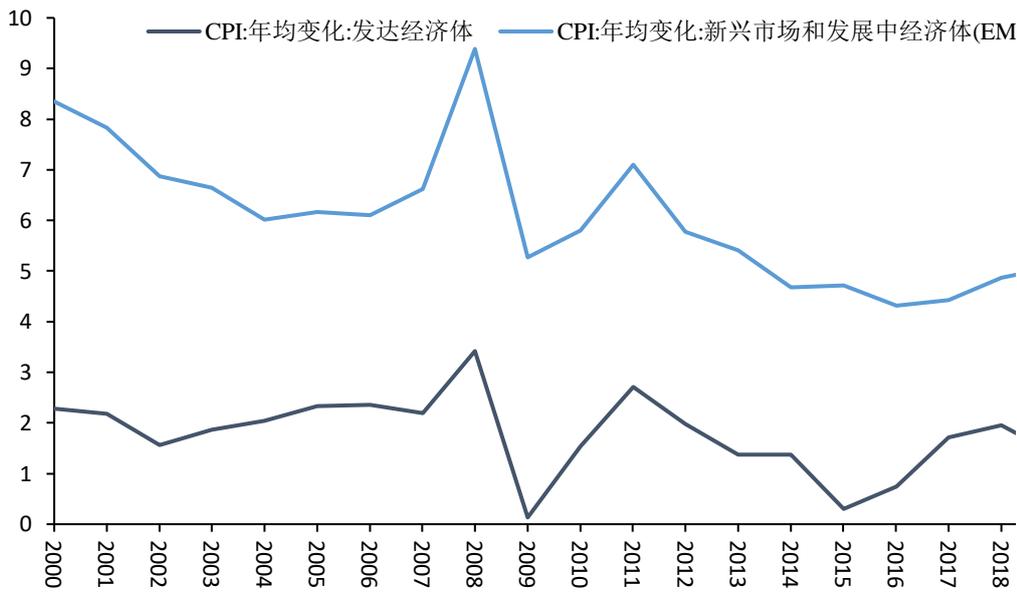
数据来源: 东北证券, Wind

### 1.3. 新兴市场更容易受到通胀的冲击

通常发展中国家的通胀水平都较发达国家更高, 也更容易受到通胀的冲击。因为相对于产业体系较完备的发达国家来说, 发展中国家产业往往比较单一, 供应链不完

善，在面对价格上涨时无法通过迅速扩大产能来分散通胀压力。在通胀上升的周期中，发达国家从“通缩”走向“再通胀”，对经济和政策压力不大，甚至有利于发展；而发展中国家通胀则很容易抬升至过高的水平，从而冲击经济、制约政策。近期土耳其、巴西、俄罗斯等国加息的主要原因均是通胀过高（最新的CPI同比分别达到16.19%、6.94%和5.79%）。不过中国是发展中国家中的例外，因为中国的产业链很完备，甚至强于发达国家的水平，所以受到的通胀压力远小于其它发展中国家。

图 7：发展中国家通胀水平普遍更高



数据来源：东北证券，Wind

综上，由于通胀和汇率通常为反向关系，而新兴经济体面临的通胀压力更大，所以本轮全球性通胀中新兴市场也同时遭受了一定的汇率贬值压力。通胀与汇率将同时制约新兴经济体的货币政策，目前巴西、俄罗斯和土耳其已经率先加息。在当前疫情反弹、发展中国家普遍疫苗接种率较低的情况下，新兴市场未来将承受经济复苏相对较慢同时通胀上行、汇率贬值的压力。经济发展的天平在今年和明年将更加向发达国家倾斜。

## 2. 下周海外重点数据及事件预警

表 1: 下周海外重点数据及事件预警

日期	国家	数据/事件
2021/04/26	美国	4月达拉斯联储商业活动指数
2021/04/26	美国	3月耐用品订单月率
2021/04/27	美国	2月FHFA房价指数月率
2021/04/27	美国	4月谘商会消费者信心指数
2021/04/29	欧元区	4月工业景气指数
2021/04/29	欧元区	4月消费者信心指数终值
2021/04/29	欧元区	4月经济景气指数
2021/04/29	美国	3月成屋签约销售指数月率
2021/04/30	欧元区	3月失业率
2021/04/30	欧元区	4月CPI
2021/04/30	美国	3月个人支出月率
2021/04/30	美国	4月密歇根大学消费者信心指数终值
2021/04/30	美国	3月核心PCE

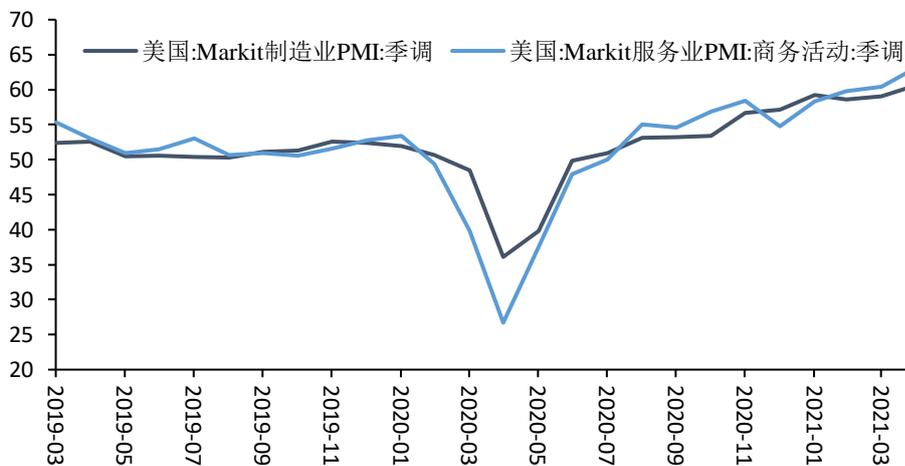
数据来源: 东北证券整理

## 3. 疫情未阻美欧经济复苏

### 3.1. 美国 PMI 创历史新高，新屋销售反弹

美国 4 月 Markit 制造业 PMI 初值录得 60.6，预期值 60.5，前值 59.1；美国 4 月 Markit 服务业 PMI 初值录得 63.1，远高于预期值 61.9，前值 60.4。美国 4 月制造业和服务业 PMI 双双达到历史新高，反映出美国经济复苏势头向好。较高的疫苗接种率使得美国在本轮全球疫情反弹之中受损较轻。

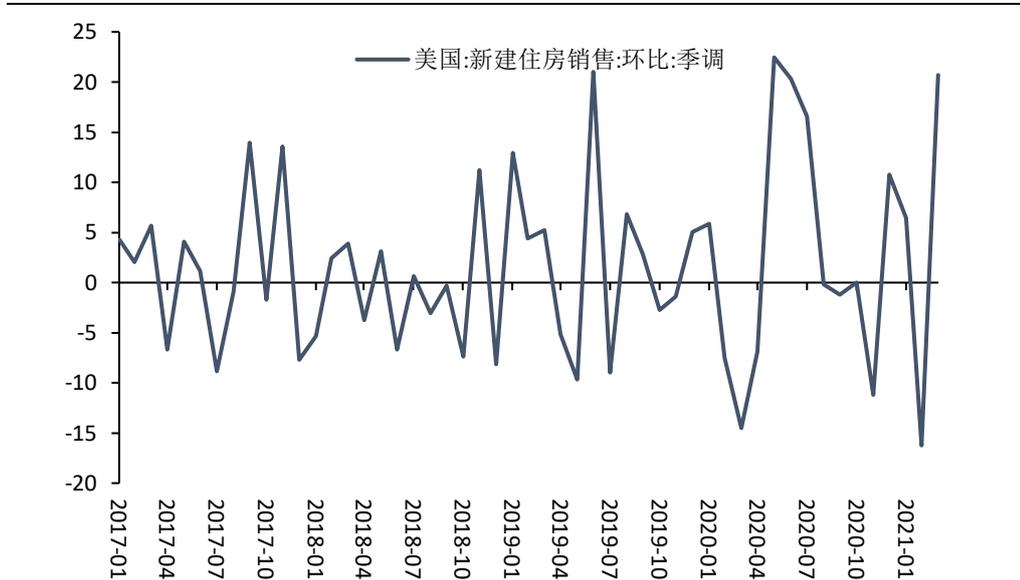
图 8: 美国制造业和服务业 PMI 均创历史新高



数据来源: 东北证券, Wind

美国新屋销售强劲反弹。3月新屋销售环比增长20.7%，市场预期12%，前值-16.2%。虽然2月大幅下滑，但3月新屋销售的反弹印证了我们此前对美国“房屋销售将筑顶但不会很快回落”的判断，这也预示着中国房地产后周期类商品出口不会出现断崖式下滑。

图 9: 美国新屋销售反弹



数据来源: 东北证券, Wind

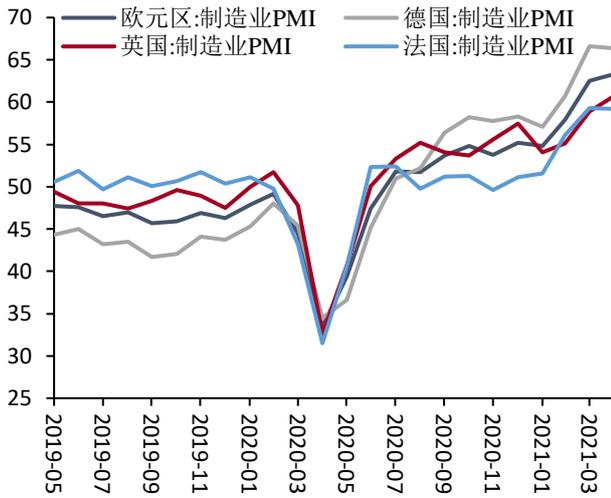
### 3.2. 欧元区 PMI 继续走高，英国经济强势复苏

欧元区 4 月制造业 PMI 初值录得 63.3，远高于预期 62，前值 62.5，达到有记录以来的最高水平。欧元区 4 月服务业 PMI 初值 50.3，预期 49.1，高于前值 49.6。反映出虽然欧洲受第三波疫情的冲击，开始重启封锁措施，但欧元区经济的复苏进程仍在持续。

德国 4 月制造业 PMI 初值录得 66.4，高于预期 65.8，前值 66.6；服务业初值录得 50.1，低于预期 50.8，前值 51.5。尽管德国由于疫情限制措施导致服务业活动疲弱，但工厂仍然在快速提高产出。法国 4 月制造业 PMI 初值录得 59.2，高于预期 59，前值 59.3；服务业初值录得 50.4，远超预期 46.5，前值 48.2。法国经济的复苏势头主要来自于服务业的超预期增长，而制造业的扩张速度放缓。

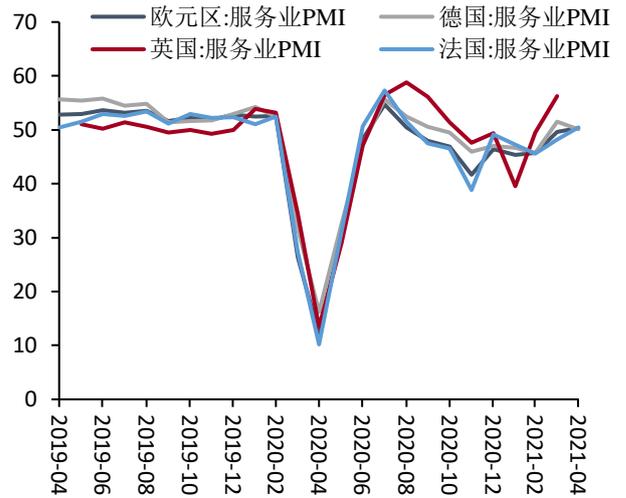
英国 4 月制造业 PMI 初值录得 60.7，高于预期 59，前值 58.9；服务业初值录得 60.1，高于预期 59，远高于前值 56.3。随着英国取消了针对疫情的部分封锁措施，商店和餐馆恢复营业，企业订单数量大幅增加，PMI 创历史新高，表现出英国经济的强势反弹。在欧洲主要国家之中，英国疫苗普及率最高，而经济势头也最强劲，可以看出疫苗普及对于经济复苏的作用较大。

图 10: 欧元区制造业 PMI 刷新最高记录



数据来源: 东北证券, Wind

图 11: 英法服务业超预期增长



数据来源: 东北证券, Wind

#### 4. 欧央行维持鸽派态度

当地时间 4 月 22 日, 欧洲央行公布利率决议。欧洲央行将维持其主要利率在-0.5% 不变, 并维持其购债计划的稳定性。

针对此前市场对欧元缩减购债规模的想法, 欧洲央行行长拉加德表示, 当前决策者尚未开始讨论逐步退出债券购买计划的问题。虽然目前欧洲的疫苗接种进程有所成效, 经济有改善的迹象, 但依然“充满不确定性”, 现在讨论退出还为时尚早。欧洲央行表示将继续按照其 1.85 万亿欧元的大流行性紧急购买计划购买债券, 至少直到 2022 年 3 月底, 根据其资产购买计划进行的净购买量将继续以每月 200 亿欧元的速度增长。欧洲央行承诺加快债券 PEPP 购买的步伐, 以应对债券收益率的上升。

拉加德还表示, 展望未来, 疫苗接种方面取得的进展以及预期逐步解放的封锁措施, 将增强人们对 2021 年经济活动强劲反弹的预期。未来几个月整体通货膨胀率可能会进一步上升, 但预计全年会出现一定程度的波动。

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\\_19407](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_19407)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn