

宏观研究员

署名人: 李云洁

S0960209030249

010-63222927

liyunjie@cjis.cn

参与人: 邢微微

S0960209040251

010-63222923

xingweiwei@cjis.cn

参与人: 张捷

S0960110090084

010-63222925

zhangjie1@cjis.cn

相关报告

《日本地震将引全球资金避险情绪升级》

2011-3-15

《欧盟意外公布救援方案 美国2月零售强劲》2011-3-14

《美国就业复苏加快 联储或终止 QE2》2011-3-25

《出口专题—发达经济促出口全面复苏 产业升级抢占海外市场》2011-2-25

《美提议关闭两房 投资者权益难大幅受损》2011-2-11

《美就业温和复苏 商品基本面行情结束》2011-1-9

《美国经济二次复苏 全球流动性面临拐点》2010-12-6

《爱尔兰危机突袭 美元反转 商品行情告一段落》2010-11-18

《美国10月就业数据超预期 商品短多长空》2010-11-7

《美联储公布 6000 亿美元 QE2 计划》2010-11-4

《静待美国经济二次复苏—3 季度 GDP 点评》2010-10-31

《美新屋销售数据打压 QE2 预期 短期商品承压》2010-10-27

《制造业将带领美国二次复苏》2010-8-18

宏观经济专题报告

日本地震对出口影响有限 或加速资金撤离亚洲

分析要点:

- 如果福岛核电站不泄露,这次大地震对日本经济的直接及间接影响不会超过 0.6%,对全球经济影响极小
 - 1995 年日本阪神大地震使 1995 年 1 季度 GDP 少增长 0.5%。但随后的重建工作对 1995-96 年的经济增长拉动了 0.5%和 0.6%;2004 年的印度洋海啸及 2005 年美国卡特里娜飓风都没有对受灾国经济和全球经济形势产生明显影响
 - 这次地震对经济间接影响超过阪神地震,但时间不会超过 1 个季度。随着灾后重建的开启和日本国内电力和运输网络的回复,预计日本经济将在下半年走出地震拖累。若日本福岛核电站发生核泄漏事故,则日本经济今年至少衰退 3%,拖累全球经济 1%
- 日元难大幅升值 资金将加速流出新兴市场
 - 当前日本是个投资和消费都在外的国家,企业回撤资金重建产能的必要不大。经济比 1995 年时更加依赖外需,在目前日本经济复苏势头不稳又遭遇大地震冲击背景下,日本央行将会直接干预汇市阻止日元大幅升值
 - 08 年次贷危机、10 年欧债危机以及朝韩军演时全球资金都因避险而从新兴市场和高风险市场。特别是在危机初期,即使是黄金等抗风险品种也会因为投资者了解头寸而下跌。这次日本大地震和核危机应该也会产生同样效果
- 若核危机不扩散,中国出口受到冲击有限
 - 今年中国对日本出口增速将由 13%下降至 7%,拖累总出口增速 0.6% (22%降至 21.4%)。若日本因核危机而衰退 3%,则中国对日本出口将下滑 15%,中国出口增速降至 15%
 - 考虑日本地震时期对生活必需品的需求会上升,因此对日出口份额大大食品饮料、纺织品、医疗仪器会受益。如果没有核泄漏,重建时期对木制品、化工品矿产品的需求会上升。烟草、毛皮、箱包、钟表乐器受损

一、日本大地震影响与历史灾难比较

1. 地震直接影响小于阪神地震

有经济数据统计以来，日本上一次大地震是 1995 年 1 月的神户地震，从下图的实际 GDP 以及工业产值变化看，1995 年的日本经济正处于 1990 年房地产泡沫破裂后的复苏时期，大地震并没有显著改变日本经济复苏趋势。据野村证券统计，当年地震使 1995 年 1 季度 GDP 少增长 0.5%。但随后的重建工作则对 1995-96 年的经济增长拉动了 0.5% 和 0.6%。

图 1：95 年大地震未显著影响日本季度数据

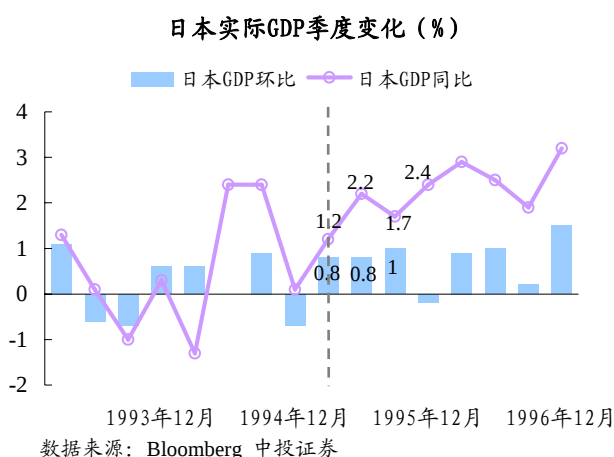
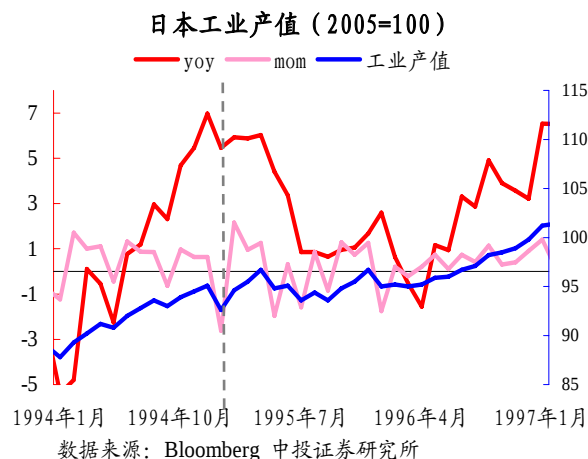


图 2：95 年大地震对日本 GDP 产生显著影响



如果福岛核电站问题不恶化，这次大地震对日本经济的直接影响有限。如表 1 所示，这次地震和海啸波及的地区主要在日本东北部，而整个东北部 GDP 占日本比重仅为 6.4%，受冲击最严重的岩手、宫城、福岛合计占 GDP 比重为 4%。而 95 年神户一个市的 GDP 就占 GDP 4.5%，而且神户是日本重要的工业中心和港口，经济和基础设施更加发达。这次受灾的三个县主要是山区，人口密度较低，主要产业为农业和渔业。因此对日本整体的制造业资本存量以及后续生产能力的打击不如阪神地震。

表一：日本两次大地震对比

	死亡人数	面积占比	GDP 占比	主要产业	直接损失	重建/GDP
95 年阪神地震	6437	7.20%	4.50%	重要的港口和工业中心	13 万亿	3%
11 年地震海啸	1-2 万人	9.51%	4.1%	农业山区以及核电站 半导体及汽车配件	>10 万亿	2%-3%

2. 海啸也不会对经济造成致命打击

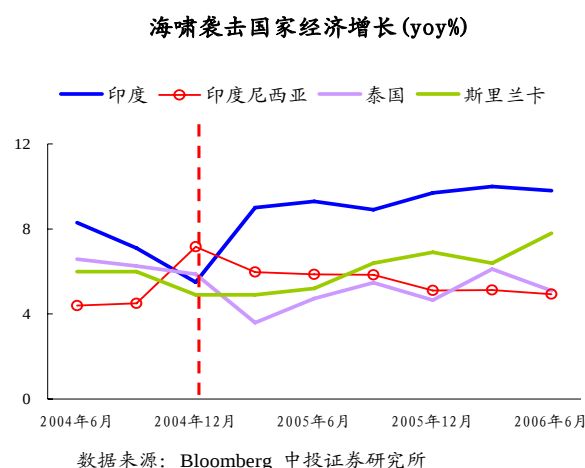
类似日本地震引发海啸的大型灾害有 2004 年底的印度洋大海啸以及 2005 年 8 月美国卡特里娜飓风。前者导致 15.6 万人遇难，而后者淹没了美国新奥尔良 80% 的区域，导致上百万人撤离，直接经济损失高达 810 亿美元。但前者因受灾地区经济欠发达、后者则因占经济比重较低，两次自然灾害都没有对受灾国经济和全球经济形势产生明显影响。

表二：日本海啸与前两次大海啸对比

	11 年日本海啸	卡特里娜大飓风	印度洋海啸
受灾面积	3 万 6 千平方公里，占全国总面积 9.1%	9726 平方公里，占全国面积 1%左右	东南亚、南亚、非洲东海岸
受灾人口	570 万	123 万	没有统计数据；仅死亡人数就将达 15.6 万
受灾地区生产总值	地震涉及的三个县：20 万亿日元，占全国 GDP 4.1%	新奥尔良所在路易斯安州：1680 亿美元，占全国 GDP1.3%	-
经济结构	农业山区以及核电站 半导体及汽车配件	美第二大石油天然气供应地；全球第四大港口，海运和造船工业	除泰国东海岸为旅游地外，其余为欠发达地区

印度洋大海啸造成了巨大的人口伤亡，但受灾地区集中在经济落后地区，对整体经济影响较小。印尼受灾主要地区为苏门答腊岛亚齐省，但数十年的战乱导致经济发展水平远低于印尼全国水平。印度受灾地区也是经济较落后的东部海岸线，受到波及的主要为渔业。从图可以看出，2004 年 4 季度印尼、斯里兰卡、泰国、印度等国经济并没有因海啸而改变趋势。

图 3：印度洋海啸并未显著冲击受灾国经济



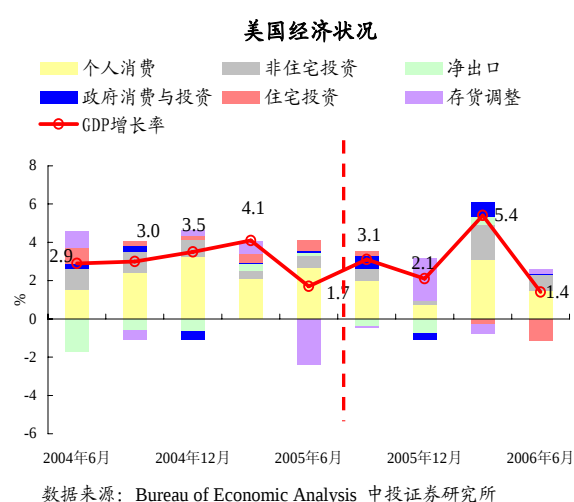
美国 2005 年海啸对油价造成短期波动，对整体经济影响非常有限。卡特里娜飓风影响的新奥尔良以及墨西哥湾是美国重要的石油天然气生产和冶炼中心之一。飓风导致新奥尔良附近 30 个钻井平台和 9 个炼油厂关闭 6 个月，由此引起的减产石油大约为年产量的 24%，天然气为 18%。纽约原油市场单日价格立刻飙升 4.67 美元，上涨至 70 美元以上。随后美国政府宣布动用储备能源，国际能源机构也宣布类似措施，石油价格应声下跌。

就美国经济而言，飓风影响不大。2005 年美国经济正处于扩张期，飓风袭击的 2005 年 3 季度经济依旧实现了 3.1% 的增长。全年经济增长 3.5%，与其 3-4% 的潜在经济增长能力大体相当。

图 4: 05 年海啸仅对原油价格产生短暂影响



图 5: 对美国经济影响可忽略不计



二、 日本地震与海啸或拖累今年经济增长 0.6%

这次地震对经济间接影响超过阪神地震,但时间不会超过 1 个季度。海啸破坏了核电站,电力供应告急将拖累日本近一两个月的生产能力;另外,运输网络中断也将影响企业生产和出口。日本最大的电力供应商已被迫关闭 2 座核电站和 5 座传统发电站,只能提供东京和周边地区所需电量的 3/4。目前所有日本的大企业要么停产检修,要么因为零备件供应中断而停产。与此同时,日本主要的港口也被关闭或将影响数月的出口。由于电力供应及交通中断只是暂时的,预计 1 个月后的日本的生产活动将逐步恢复,经济的负面影响主要体现在 1、2 季度。

随着灾后重建的开启和日本国内电力和运输网络的回复,预计日本经济将在下半年走出地震拖累。目前日本已划拨 2000 亿日元应急基金,应对当前救灾,另外报道说日本财务省准备推出紧急预算,追加约 1 万亿日元(合 120 亿美元)资金。考虑到目前日本财力不如 1995 年灾后重建时,我们假设这次灾后重建对今年经济拉动仅为 0.3% (95 年那次 0.6%),这次大地震对今年日本 GDP 影响约为 0.6%。

若日本福岛核电站发生核泄漏事故,则日本经济今年至少衰退 3%,拖累全球经济 1%。有史以来最大的核泄漏事故是 1986 年前苏联的切尔诺利,其核辐射尘污染遍及除整个欧洲。其中乌克兰,白俄罗斯和俄罗斯境内部分地区受到严重核污染,超过 33 万居民被撤离。爆杂发生后周围 30 公里以内为隔离区,任何人不得进入。苏联政府当时就耗费 180 亿美元(占当年苏联财政支出的 34%)来善后。若这次日本也发生严重核辐射,福岛周围 30km 将成为无人区,将无法进行生产活动。其距离日本东京只有 220 公里,核辐射也将极大的影响这部分的生活和生产活动。保守估计核泄漏事故若发生,日本经济至少衰退 3%。由于日本占全球经济比重为 8.7%,日本从增长 1.5%到衰退 3%,直接拖累全球经济 0.4%,加上溢出效应,全球可能会被拖累 1%。

图 6：地震或拖累日本 GDP0.6%

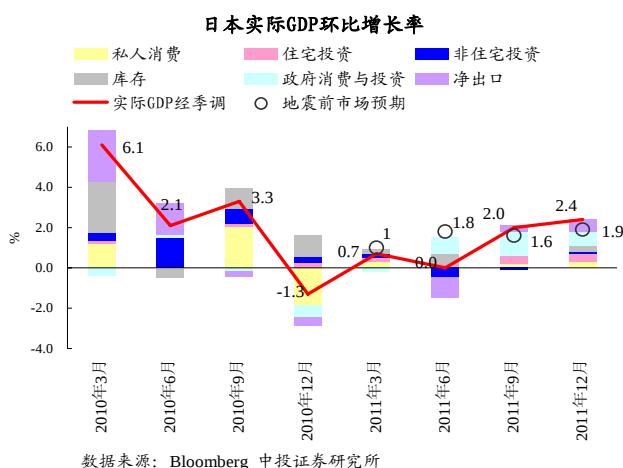
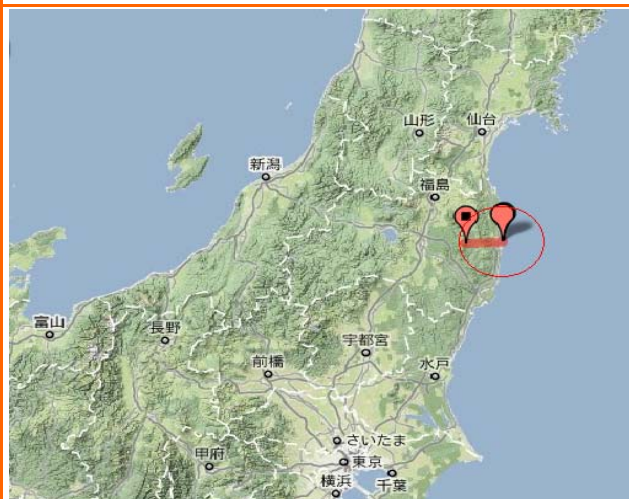


图 7：若发生核泄漏 今年日本经济将衰退 3%



二、日元难大幅升值 资金将加速流出新兴市场

由于 1990 年代以来的人口老龄化导致的消费能力下降和劳动力成本上升，日本企业早已将制造业转移到其他国家，其生产和投资活动都以外需为主导。从图 8 可以看出，日本近几年一直靠净出口和企业投资拉动，日本国内的局面消费一直不振。

正因为当前日本经济比 1995 年时更加依赖外需，我们预计日本央行会直接卖出日元买入美国国债来对抗日元因投机资金流入而大幅升值。如图 9 所示，1995 年阪神大地震后，因为日本保险公司和企业回撤资金救灾，日元 3 个月升值 16%。我们认为这次地震不会发生类似的情况。首先，日本企业在过去 20 年中已经将大多数工厂转移至海外，可以说日本是个投资和消费都在外的国家，回撤资金重建产能的必要不大。更重要的是，目前日元指数已经超过 1995 年 4 月水平，若再大幅升值，将会对日本出口企业产生负面冲击。在目前日本经济复苏势头不稳又遭遇大地震冲击背景下，日本央行将会毫不犹豫的直接干预汇市。就如同 2000-2004 年一样，日本央行直接卖出日元买入美元等其他货币来阻止日元升值。

图 8：2000 年后日本经济比 90 年代更加依赖外需

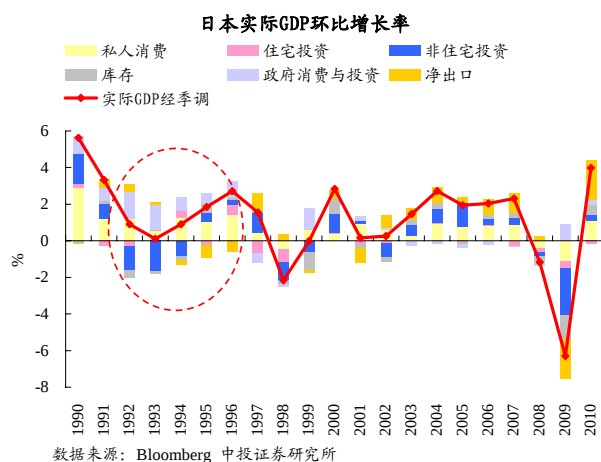
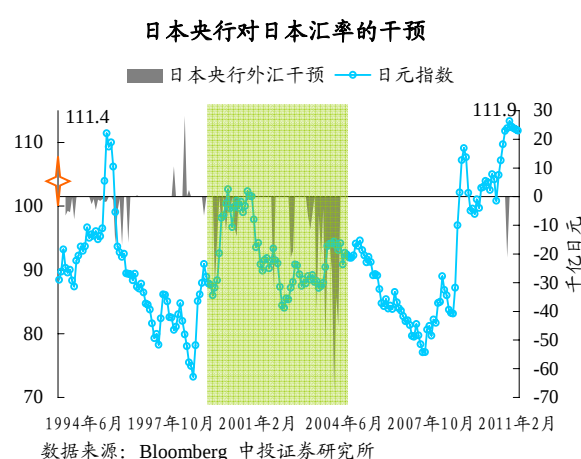
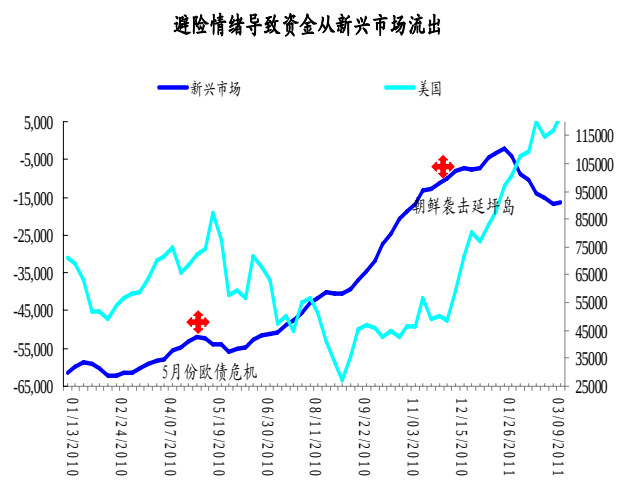


图 9：日本央行或卖出日元防止大幅升值



08 年次贷危机、10 年欧债危机以及朝韩军演时全球资金都因避险而从新兴市场和高风险市场。特别是在危机初期，即使是黄金等抗风险品种也会因为投资者了解头寸而下跌。这次日本大地震和核危机应该也会产生同样效果。

图 10: 日本地震将加速资金流出新兴市场



三、对中国出口增速冲击有限

2010 年对日本出口占总出口比重为 7.7%，若核危机不扩散，2011 年日本经济增速由 1.5% 下降至 0.9%，则中国对日本出口增速将由 13% 下降至 7%，拖累总出口增速 0.6%（22% 降至 21.4%）。若日本因核危机而衰退 3%，则中国对日本出口将下滑 15%，加上日本经济衰退对其他国家的溢出效应，中国出口增速或被拖累 7% 至 15%。

我们从两个维度分析来分析日本地震对中国出口产品的影响。

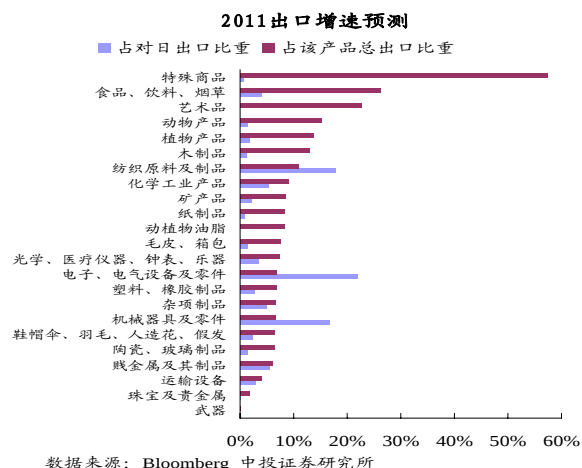
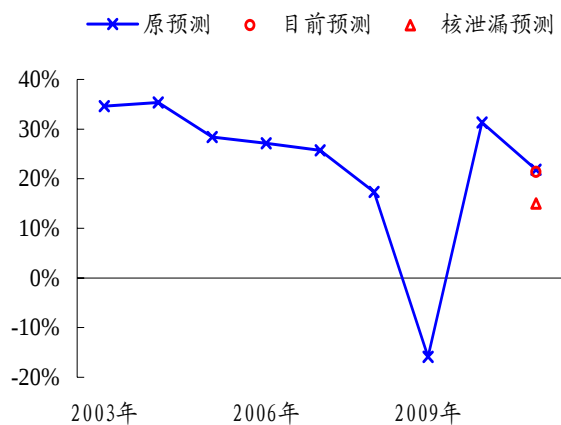
从中国对日本出口产品结构看，电子、电气设备及零件、纺织原料及制品、机械器具及零件、化学工业产品、贱金属及其制品、食品、饮料、烟草占到对日出口 4% 以上的份额。

从对日出口产品占该产品总出口份额看，食品、饮料、烟草，木制品，纺织原料及制品，化学工业产品，矿产品，纸制品，毛皮，箱包，光学、医疗仪器、钟表、乐器对日出口占该产品比重较大。

考虑日本地震时期对生活必需品的需求会上升，因此对日出口份额大大食品饮料、纺织品、医疗仪器会受益。如果没有核泄漏，重建时期对木制品、化工品矿产品的需求会上升。烟草、毛皮、箱包、钟表乐器受损。

图 11: 日本地震将加速资金流出新兴市场

图 12: 短期食品受益、木材化工受损



投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

李云洁, 中投证券研究所宏观经济分析师, 经济学硕士。主要研究覆盖中国宏观经济和西方经济研究。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路6003号荣超商务中心
A座19楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街18号丰融国际大厦12层北翼15层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路580号南证大厦16楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434