

专题报告

超越“破窗谬误”与祸福相倚之辩

2011 年 3 月 21 日

日本大地震及核危机对宏观面与产业面影响的深度分析

日本主要经济数据预测

%	10	11E
GDP	3.98	1.20
CPI	-0.70	0.05
失业率	5.07	4.80
外贸顺差/GDP	3.56	3.40
财政赤字/GDP	-7.69	-9.50
央行基准利率	0.1	0.1
日元/美元	81.1	88.0

资料来源：彭博，招商证券

事件：

2011 年 3 月 11 日，日本东北部海域发生 9.0 级强烈地震，并引发海啸及核泄漏事故。日本大地震导致日本金融市场出现动荡，东京股市一度暴跌，日元汇率创二战以来新高。日本央行为缓解市场紧张情绪，紧急向市场提供流动性，并加大资产购买计划。为遏制震后日元兑美元不断飙升的势头 18 日，七大工业国（G7）宣布联合干预日元汇率。

评论：

1、预计此次地震的灾害损失将超过阪神地震。由于余震不断，核泄漏和电力供应中断很可能延缓灾后重建，以及财政和货币政策的空间严重受限，地震对日本经济的负面冲击将会明显大于阪神地震，并持续更长的时间。因此，对本次地震影响的评估，也应当超越纯粹的“破窗谬误”与祸福相倚之辩。

2、短期内，日本地震对全球供应链将造成一定程度的冲击，但总体影响轻微。由于日本出口商供应能力下降，市场对其他出口国的同类产品需求短期内将会增加。但同时日本生产商对于原材料和中间产品的需求将会放缓。大宗商品价格承压，一定程度上有助于缓解外围的短期通胀压力。更重要的是，核危机为全球核安全再次敲响了警钟，世界各国将会重新审视各自的能源发展方向。

3、地震对金融市场的影响主要表现为短期日元升值和资金回流将引发套息交易平仓潮，但日本央行紧急注资和加码量化宽松对海外流动性的短期外溢效应有限。如果日本经济持续低迷，财政恶化，日元长期内将不可避免地再度走弱，日元套息交易将卷土重来。

丁安华

首席经济学家

dinganhua@cmschina.com.cn
S1090209060287

赵文利

852-31896126
wenlizhao@cmschina.com.cn
S1090210060002

谢亚轩

86-755-83295524
xieyx@cmschina.com.cn
S1090210040004

研究助理：

孙彬彬

86-755-82943231
sunbb@cmschina.com.cn

1、地震对日本经济的影响——“破窗谬误”与祸福相倚之辩

“3·11”日本大地震发生以来，市场关于灾害对日本经济的影响莫衷一是，形成鲜明对立的兩派观点。

一派观点从祸福相倚的经典哲学出发，认为自然灾害的负面影响往往是短暂而有限的，灾后重建将会有力地拉动日本经济复苏，短期的灾害损失将会被随之而来的经济增长收益所弥补。美国前总统经济顾问萨默斯（Larry Summer）和诺贝尔经济学奖获得者克鲁格曼（Paul Krugman）是这一派的代表人物。

而另一派观点认为，日本将从灾害重建中受益这种观点，无疑有悖于经济学家巴斯夏（Claude Frédéric Bastiat）的“破窗谬误”（broken window fallacy）¹。“破窗谬误”认为把窗户打破，然后雇用玻璃工人来维修，并不能增加整体财富，因为市民们把钱花在了维修上，而不是其他地方。灾后重建，并不能从根本上增加就业，提振经济。

对于这个问题的分析，有必要从以下几个方面理清思路：

首先，如果仅考虑单纯的地震和海啸灾害，这种争辩的确有很大的商榷余地。短期来看，如果以 GDP 增速来衡量经济增长，祸福相倚的观点不无道理，因为 GDP 计算的是经济增加值，是流量，不包含战争或自然灾害造成的存量损失，特别是在一个国家居民储蓄率高，投资和消费倾向不足的情况下，战争或自然灾害后，短期会促进投资和消费，从而拉动经济增长。从 1995 年阪神地震的经验来看，大规模的灾后重建，的确有力地刺激了日本经济复苏。但从长期来看，无论对个体还是国家来说，战争和自然灾害造成的负面影响并不会因为经济增长而修复。因此，具体问题还是要具体分析，例如，2002 年日本名古屋大学经济学教授 Hideki Toya 等就发表了一篇文章《Do natural disasters promote long-run growth?》（《自然灾害会促进长期增长吗？》），区分了不同类型的自然灾害对经济长期增长的影响。通过对 89 个国家数据的实证分析，他们的结论是，偶然的地质灾害（比如地震、海啸等）对长期经济增长完全是负面的，而高频率的气候变化引发的灾害（比如洪灾、旱灾等）虽然会损害实物资本，但一方面可以提高人力资本的回报率，加快人力资本积累以应对多发的灾害；另一方面也会加快实物资本存量的更新速度，由此推动技术进步，自然灾害在推动经济长期增长中扮演着重要的角色。又如夏威夷大学经济学教授 Ilan Noy 在《经济学家》（Economist）发表文章指出，“除非巨大的自然灾害引发激烈的政治革命，否则即使考虑到自然灾害的直接成本和重建费用，也不会对经济产生持续的负面冲击”。²

跟着就衍生出第二个问题，本次地震与阪神地震到底有多大的可比性。具体地讲，两次地震的损害程度和重建支出对 GDP 的影响到底有多大的不同？现时日本的经济状况与

¹ “破窗谬误”（Broken Window Fallacy），是法国人巴斯夏（Bastiat）在他的文章《看得见的和看不见的》（Ce qu'on voit et ce qu'on ne voit pas）中提出的，他用一个简单的故事来说明那些看不见的成本。故事是这样的：如果一个小孩打破了商店的窗户，商店的老板就要去买玻璃，这样玻璃店的人就有活干了；玻璃店的人又需要买面包，这样面包店的人也就有活干了；如此往复，打碎了一块玻璃似乎可以创造很多就业，打碎玻璃其实是一件好事而不是坏事。但这个谬误的关键在于，商店老板本来可以用修玻璃的钱去买西装的，现在却做不到了。因此，破窗并未带来整个经济系统新增就业和新增消费的增加，只不过是一次财富和利益的再分配而已。

² Ilan Noy, “Catastrophe and growth: Japan and the economics of natural disaster”, Economist, 2011 年 3 月 16 日

当时是否有本质的差异？此次灾后重建面临的困难和挑战是否更复杂、更严峻？

其次，如果在一个国家的范畴之内，“破窗谬误”与祸福相倚的争论还有商榷余地的话，突破国界来看，战争或自然灾害的确会拉动其他国家的经济增长，比如，日本和美国都曾分别受益于两次世界大战。受灾国的供应能力下降，短期内无疑为竞争对手提供了更多的市场空间。

然而最后，也是最关键一点，这次地震叠加了核危机这样一个意料之外的事件，使得灾害的性质彻底发生了改变。因此对于本次地震影响的评估，也应当超越纯粹的“破窗谬误”与祸福相倚之辩。地震和海啸的影响是直接、一次性和短暂的，基础设施几年之内就可以基本修复。但核泄漏的影响很可能是深远、持久和不可复原的。由此带来的生态危机以及核电危机对于日本电力供应的长期影响，都可能会造成外部需求和潜在产出大幅下降。然而历史上的几次核泄漏事件，对于此次核危机却缺乏直接的参考价值。震后一周，随着核危机的风险逐步显现，市场对日本地震影响的评估也逐渐转向负面。

1、两次地震的可比性值得商榷

由于灾害的复杂性以及两次地震所处的经济环境存在巨大差异，使得本次地震对与阪神地震很难直接对比。短期内，由于余震不断，核泄漏的影响也未尘埃落定，此次地震的最终损失还难以估计。但日本经济财政大臣与谢野馨称，日本地震、海啸和核危机带来的三重打击给日本经济造成的损失将超过 1995 年阪神大地震。日本的民间研究机构测算出 15 万亿(约 1.2 万亿人民币)日元以上的结果。这一数字，比 1995 年的阪神大地震的 10 万亿日元高出 50%。日本大和综研的研究结果显示，此次大地震的损失额约占日本 GDP 的 3%，损失的经济总量约为 14 万亿 3754 亿日元。

本次地震与阪神大地震的另一重要区别在于前者造成了大面积电力中断。经济能否在短时间内企稳回升，很大程度上取决于电力恢复的情况。日本拥有 56 个核电站，其占总能源供应的 30%。这次地震已造成 11 核电站关闭，并造成某些水电和煤炭发电站故障，导致短期内的电力短缺。日本政府已经宣布在未来几个月轮流关闭 8 个县的电力供应。

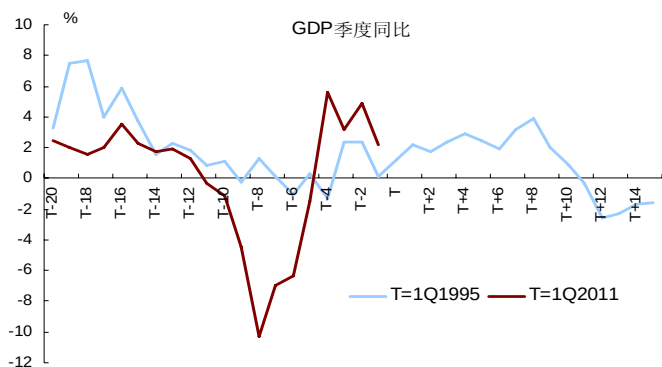
此外，两次地震面临的宏观经济环境也有很大差异。当时日本经济泡沫严重，金融资产价格高企，阪神地震将泡沫刺破，反而使得后来的重建和实体经济摆脱了包袱，使得日本经济在阪神地震后半年就恢复了增长。但是目前日本经济在遭受了严重的全球金融危机重击后刚刚企稳，大地震和海啸将刚刚建立起来的、脆弱的经济复苏基础冲垮。即便灾后重建能够带来刺激效应，但是需求的增长未必都由日本的供给来满足，很多需求会转到国际市场。日本经济短期内未必能从中获得足够多的好处。

表 1：两次地震的基本情况和经济环境对比

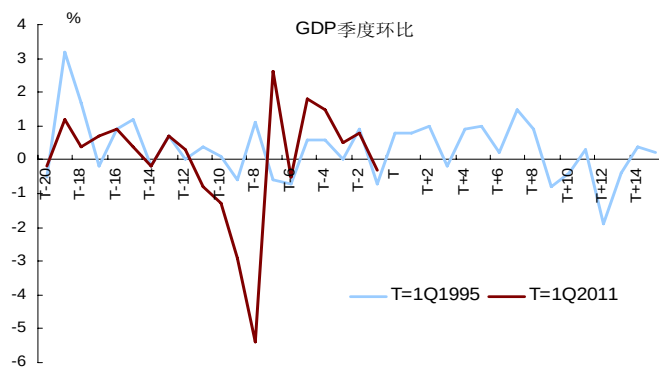
	阪神大地震	3·11 大地震
发生日期	1995 年 1 月 17 日	2011 年 3 月 11 日
震级	里氏 7.3 级	里氏 9.0 级
地震损失	10 万亿日元(约占 GDP2.5%)	估计为 16 万亿日元(约占 GDP3.3%)
重建支出	3.3 万亿日元(约占 GDP0.8%)	估计为 5 万亿日元(约占 GDP1.0%)
央行基准利率	1.75%	0-0.1%
财赤/GDP %	3.8% (截至 1994 年底)	7.69% (截至 2010 年底)
国债/GDP %	60.3% (截至 1995 年底)	225.8% (截至 2010 年底)
日经指数 P/E	35 倍	13-14 倍
日元/美元汇率	98.98	81.84

资料来源：彭博，招商证券研发中心

图 1: 两次地震前后的经济增长路径 (GDP 同比增速) 图 2: 两次地震前后的经济增长路径 (GDP 环比增速)



资料来源: 彭博, 招商证券研发中心



资料来源: 彭博, 招商证券研发中心

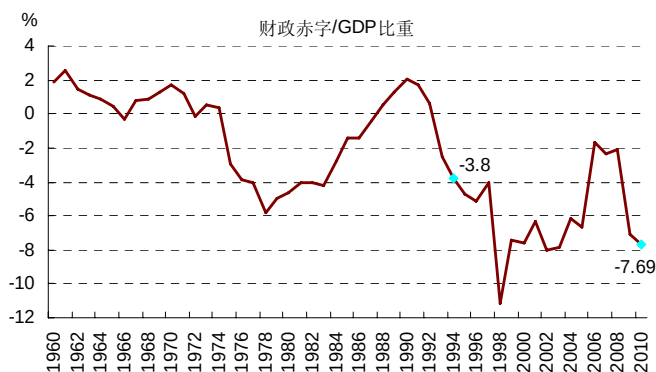
2、日本灾后重建面临诸多挑战

1) 财政及货币政策空间严重受限

灾后重建需要大规模增加政府支出, 但日本当前的财政状况比起 1995 年时更加恶劣, 截止 2010 年底, 政府债务总负担已经达到 GDP 的 225.8%, 远远高于 1995 年底的 60.3%。财政赤字/GDP 比重也是阪神地震时的两倍。灾后重建需要的资金将使政府负债更加严重, 日本政府势必要增加税收。这对于经济复苏和重建都是有不利的。企业和日本家庭的税负的加重, 将使他们削减投资和消费开支, 从而不利于日本经济的发展。

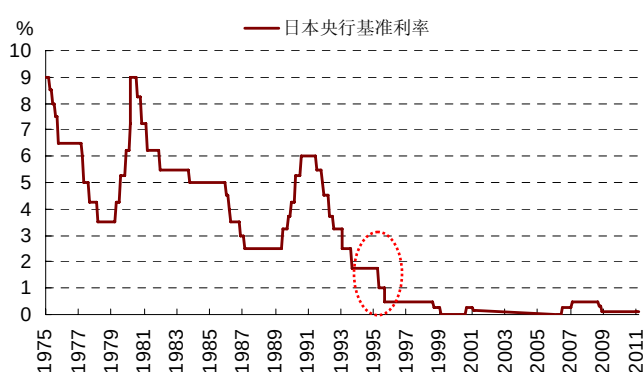
货币政策方面, 阪神地震之后, 日本央行将基准利率大幅下调 125 个基点, 有力地刺激刺激了投资和经济复苏。但当前基准利率已经处于 0-0.1% 的历史低位, 降无可降。目前只能通过加码量化宽松来刺激经济, 但量化宽松的边际效果也颇具争议。在 20 世纪 90 年代初, 日本股市和房地产泡沫相继破灭, 日本经济进入持续衰退期。为了刺激投资和消费, 日本央行在 1999 年 2 月实行零利率政策。零利率政策一度解除, 但此后经济形势急剧恶化, 在通货紧缩持续的情况下, 实际利率居高不下, 陷入了“流动性陷阱”。日本央行被迫于 2001 年 3 月 19 日推出了量化宽松货币政策, 这一政策持续到 2006 年 3 月 19 日, 这是金融史上应对“流动性陷阱”的首次尝试。当时由于国内缺乏有效的投资机会, 资金外流十分严重, 过剩流动性通过对外直接投资和套息交易渠道流向国外, 量化宽松并未能有效地帮助日本经济摆脱颓势。

图 3: 财政状况比阪神地震时更为恶劣



资料来源: 彭博, 招商证券研发中心

图 4: 阪神地震后日本央行将基准利率下调 125 个基点

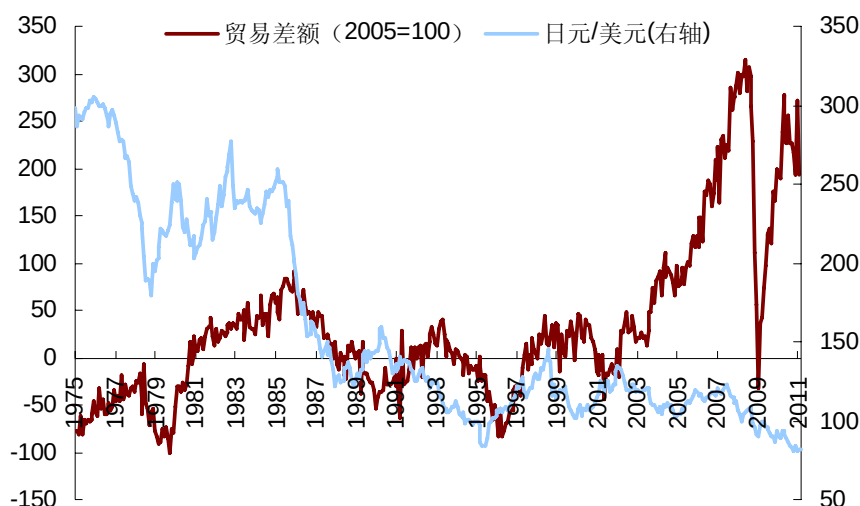


资料来源: 彭博, 招商证券研发中心

2) 日元维持强势，或有损出口竞争力，但对贸易顺差的影响有待评估

虽然近期日元维持强势，微观上将有损出口企业的竞争力，但从宏观上看，历史经验显示，汇率政策并不一定对贸易顺差产生实质性影响。纵观日元汇率的走势，我们不难发现，日元经历了两次显著的升值过程。第一次升值过程始于 1971 年 7 月，止于 1978 年 10 月，日元从 1 美元兑 360 日元升值至 184 日元，期间升值 95.7%，持续时间为 87 个月。第二次升值过程始于 1985 年 2 月，止于 1995 年 4 月，日元从 1 美元兑 260 日元升值至 84 日元，期间升值 211%，持续时间为 122 个月。介于两次升值过程之间的是小幅缓慢的贬值阶段，期间贬值 29.3%，持续时间为 76 个月。在第二次升值过程之后，日元汇率进入窄幅波动的时期。1971~1978 年日元第一次升值期间，贸易逆差的情况仅在 1973 年、1974 年、1975 年出现；而 1985~1995 年日元第二次升值期间，是持续 11 年的贸易顺差。尽管 2009 年以来日元持续走强，但 2010 年日本贸易顺差总额达 6.7702 万亿日元，是上一年的 2.5 倍，贸易顺差连续第二年扩大。2010 年日本出口总额为 67.4059 万亿日元，比上一年增长 24.4%，是 3 年来首次出现增长。

图 5：历史数据表明，日元升值并不一定影响贸易顺差



资料来源：彭博，招商证券研发中心

3) 核危机仍未尘埃落定，核泄漏是否会导致受影响区域在一定时间内无法重建，仍是一个未知数

虽然目前日本核危机初步得到控制，出现了转机，但暂时还不能确切地评估核危机的最终影响。核泄漏的影响范围有多大，以及是否会导致受影响区域在一定时间内无法重建，仍是一个未知数。此外，日本能否成功处理此次核危机，将决定其核电发展战略是否需要被迫做出重大调整。

2、对世界经济和中国经济的影响——警钟再响，为谁而鸣？

如果说次贷危机为全球各国提示了金融风险，欧债危机凸显了公共财政风险，中东北非危机警示了社会矛盾激化以及能源安全的风险，日本地震引发的核危机则为世界各国的核安全再次敲响了警钟……

1、短期内对全球供应链造成一定冲击

日本经济虽为第三大经济体，GDP 约占全球经济 8.7%，但是日本经济增长对世界经济增长的贡献率近 10 年都比较低。根据美国咨商局的数据，在 2000 年-2008 年期间，日本对全球经济增长的贡献率只有 0.1 个百分点。即使日本大地震使日本经济增长降低一个百分点，其对世界经济复苏的不利影响也是十分有限的。日本制造业在世界经济中占据突出位置，生产全世界五分之一的半导体，以及份额可观的世界最先进机器设备和太阳能电池板。灾难发生后，日本汽车、钢铁、酿酒和造纸等行业大范围停产，何时恢复生产不仅取决于厂房修复，更取决于电力供应等其他因素。从短期来看，主要是生产能力的损失，和供应链的破坏造成的价格上升。生产能力损失和供应链的破坏，对外的影响主要是日本的出口，特别是零部件的出口。

日本灾后重建对于基本建设的材料，比如钢材、水泥、木材以及粮食等生活必需品的需求会大幅度增加，短期内日本无法靠国内供应的增加来满足，这对于其他国家而言是一个利好的消息，对日本的出口将因此而增加。

表 2：地震影响生产及恢复情况

影响行业	影响工厂	恢复周期
电力行业	核电站 3 月 11 日发生的大地震造成 11 座核反应堆、10 家火力发电机组和 15 座水力发电站停运，未来可能有更多的核反应堆将面临停运。	核电发展受制约，短期内难以恢复
化工行业	千叶、川崎、山形、福冈、鹿岛等多家化工厂损毁产能全球占比：甲乙酮占 20.33%、MDI 占 10.36%、PO 占 5.4%、TDI 占 10.6%、BDO 占 7.75%、乙烯占 0.01%、PVC 占 1.4%。	损毁严重，需要较长周期才能恢复
汽车产业	Toyota Motor 12 家工厂关闭 Honda Motor 关闭日本所有工厂 Nissan Motor Co 关闭 4 家组装工厂 Mazda Motor 关闭 2 家工厂 Fuji Heavy Industries 关闭 5 家汽车和零部件工厂	已有部分工厂恢复生产，预计 1~2 月内可重新开工
电子行业	世界大型硅晶片生产厂商 Shin-Etsu Chemical 有 2 家工厂受灾严重	无法估计何时恢复生产
炼油行业	Kyokuto Petroleum 关闭一座日产量 175K 桶的千叶精炼厂 Tonengeneral 关闭东京附近一座日产量为 335K 桶的精炼厂	短期内无法恢复生产
金属行业	Sumitomo Metal Industries 钢铁着火后停止了高炉的生产 JFE Steel 钢铁恢复了 2 座中的一座高炉 Pan Pacific Copper 由于停电 铜冶炼停止生产 Mitsubishi Material 由于停电 铜冶炼停止生产 Mitsui Mining 锌冶炼停止生产	短期内无法恢复生产

资料来源：招商证券研发中心整理

2、大宗商品价格承压，有助于缓解外围的短期通胀压力

日本很多企业停产后，国内对一些原材料的需求下降，这对全球大宗商品不断涨价的趋势有一定抑制的作用。铁矿石、煤炭以及其他有色金属价格都可能有短期的下降，而短期内大宗商品价格下跌有助于缓解欧美、中国的输入性通胀压力。此外，作为世界第三大原油进口国，日本多个行业停产以及五家炼油厂关闭三家，使原油短期需求锐减。

3、对中国经济短期影响轻微，灾后重建为中国出口提供机会

日本是中国的第四大贸易伙伴，去年中日贸易额约 3000 亿美元，占中国国际贸易总量的比重约 10%，对日本出口占中国出口总额的 8% 左右，而中国 13% 的进口来自日本。中国是日本的第一大贸易伙伴国，2010 年中日进出口贸易总额占日本对外贸易总量比重分别高达 22.1% 和 19.4%。中国对日本的出口稍多于进口，处于轻度贸易盈余状态，中国对日本出口以原材料、半成品居多；而中国从日本进口以汽车机械电子等为多。中国对日贸易顺差最大的是纺织品，逆差最大的是机械和电子设备。

从理论上说，当贸易伙伴国发生突发灾害时，我国的进出口均会受到负面影响，该进口的无法进口、该出口的无法出口，所以贸易和经济会因此而受到负面影响，主要体现在工业产出活动和物流运输的负面冲击上，除此之外，旅游相关领域也会受负面影响。总之，总体的经济活动受负面影响，但程度并不大。中国作为日本进口机电产品、贱金属及制品以及纺织品类产品第一大来源国，分别占据 45.6%、24.8% 和 77.4% 的市场份额，本次地震后重建过程中产生的新增市场需求将拉动中国的相关产业的增长，震后重建尤其对钢材、机械及建材的需求将明显增加。（对各行业影响和投资机会的具体分析，请参考后面的行业观点辑要。）

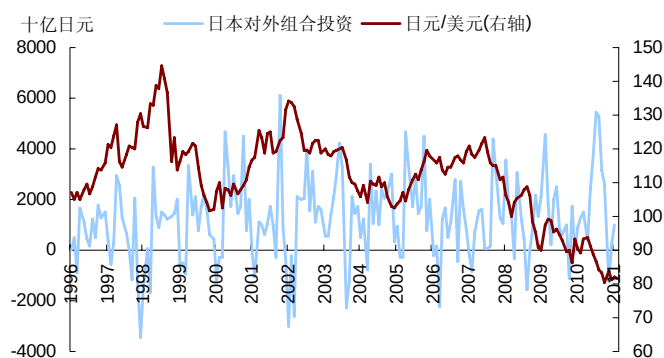
4、日本核危机为全球核安全敲响警钟

日本核泄漏造成的核危机，引发了人们对于发展核能的质疑，也再次为世界各国敲响了警钟。一系列的核事故告诉我们，发展核能，既可以造福人类，也可以给人类带来毁灭性灾难。因此，对于核安全，应该引起全世界国家的重视。核能在造福人类的同时，也给我们带来了严重的威胁，任何核泄漏或核爆炸，都可能导致灾难的发生。虽然我们在核设施安全上，做了很多保护工作，但是，还有很多人无法控制的因素，会对核设施造成致命的破坏，比如自然灾害，如超强大地震、海啸等，还有其它意外因素，也会导致核事故的发生。而核事故一旦发生，其带来的破坏和危害，是无法挽回的。因此，此次日本核危机将使各国在发展核能发面变得更加慎重。德国是第一个因为日本核危机而表示退出发展核能的国家。意、韩等国也纷纷表示将重审各自的核电站计划。瑞士决定，在彻底的安全审查之前，停建新的核电站。印度也表示，将检查其核电站，以确保经得起地震和海啸的考验。中国也全面检查核设施安全，对于核电项目，则暂停审批。

3、对全球金融市场的影响——短期套息交易平仓、流动性外溢有限

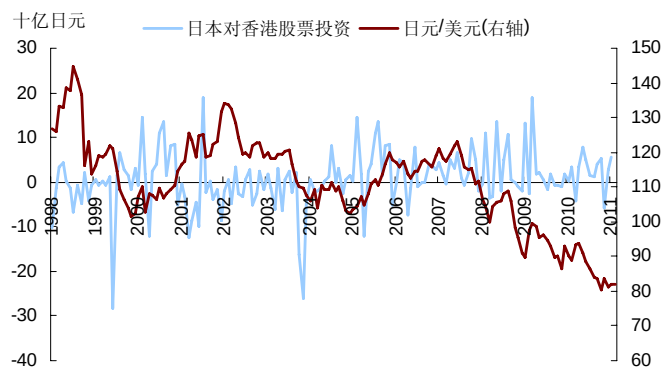
首先，作为主要的套息交易货币，日元大幅升值会引发套息交易平仓潮。过去 10 年中，日本成为全球流动性的主要提供者。国际游资从日本借入大量低息货币，投入收益更高的国际资产，从事日元套息交易(Carry trade)。事实上，目前全球盛行的日元套息交易，已不限于在不同币种之间进行，也不再满足于仅仅赚取息差，而是将投资范围扩大至其它领域，包括新兴市场，以及原材料商品期货，如石油、黄金及金属等高风险高收益领域。日元汇率急升，将引发套息交易的平仓潮，从而对相关的风险资产价格构成压力。

图 6: 日元汇率与日本对外组合投资



资料来源：彭博，招商证券研发中心

图 7: 日元汇率与日本对香港股票投资



资料来源：彭博，招商证券研发中心

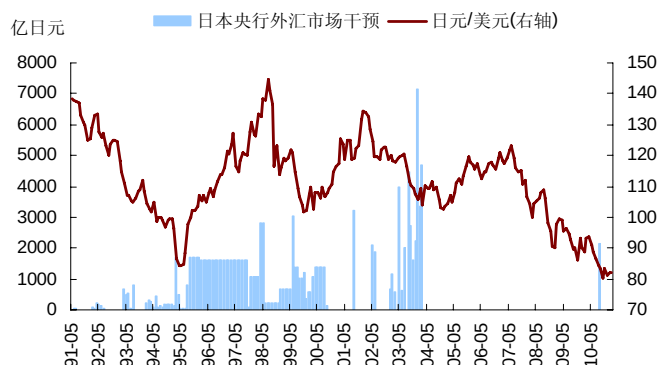
但大地震发生之际，日元汇率正处于 81 日元/美元左右的历史高位，日元汇率进一步上升的空间本来就不大，也是日本央行无法容忍的，七大工业国联手干预日元汇率，会有效遏制短期内日元的升值压力。

在全球的主要央行中，日本央行的市场干预程度最为频繁。一旦日元升幅变大，日本央行就会入市抛售日元买入美元，而日元不断贬值时，日本央行也会不遗余力地干预市场。然而，日本央行的市场干预效果大大逊色于美国和欧洲的同行。日本央行因为从属于大藏省(即财政部)而缺乏应有的独立性。同时，日本央行不断地在外汇市场上低买高卖，又给市场造成了炒作外汇的嫌疑，其干预市场的作用不断受到市场质疑。1995 年以来，日本官方四次入市干预。在此期间，日元挺进一美元兑 100 日元大关。1995 年 4 月，7 大工业国联手干预日元，成功令日元转弱，当时 3 大工业国更进行了 8 次联手干预。

而 2001 年至 2004 年期间，是日本央行干预汇市最为激进的年代。为了支持丰田汽车、索尼等出口商，日本政府卖出日元。2003 年，日本央行代表财务省抛出 20.4 万亿日元；2004 年第一季度，又卖出了 14.8 万亿日元(当时日元最高到达一美元兑 103.42 日元)，在这三个月中，日本央行曾有 47 天入市卖出日元。但 2004 年 3 月份的干预，成为了日本央行最后一次干预汇市，自那以后，日本央行就再也没有干预过汇市，即使在 2008 年爆发百年一遇的全球金融危机、日元强势突破 90 日元兑 1 美元关口的时候，日本也没有干预。在截至 2004 年 4 月的那 15 个月内，日本央行曾经在外汇市场投入 35 万亿日元来阻止日元上涨。但日元对美元的升值直至 2005 年 1 月 14 日才结束。主持这最后一次干预的时任财务大臣沟口善兵卫当时表示，干预是为了提振投资者对经济的信心。2003 年到 2004 年，日本尚处于十年通缩的中期。在此之前，日本央行还曾在 1999 年、2000 年和 2003 年，日元上攻 100 大关时入市干预过。

2000 年 9 月 20 日，欧元汇率创下 0.8438 美元的历史新低。这一价格比欧元自 1999 年 1 月 1 日诞生以来已经下跌了 28%，与 2000 年初相比也跌去 16%。2000 年 9 月 22 日，欧洲央行和美联储及其他主要工业国的中央银行首次联手干预汇率，使陷入困境的欧元汇率在 9 月 25 日终于稳定下来。

图 8: 日本央行对汇率干预频繁, 但往往收效甚微



资料来源: 彭博, 招商证券研发中心

图 9: 2000 年 9 月 G7 联合干预欧元汇率, 效果显著



资料来源: 彭博, 招商证券研发中心

其次, 日本央行对金融市场的紧急注资, 以短期票据和购买债券为主, 意在稳定利率和银行间市场流动性, 对股市没有直接影响, 也不会形成对海外市场的显著流动性外溢。

2008 年金融危机以来, 日本央行已经连续出台救市措施, 除向市场注入流动性之外, 还不断扩大资产购买计划。2009 年 2 月 3 日, 日本央行宣布到 2010 年 4 月底前, 最多斥资 1 万亿日元, 以市价购买商业银行持有的股票, 以改善这些金融机构因股价下跌、资产缩水而惜贷的状况。根据日后披露的购买情况, 2009 年 2 月 23 日到 2010 年 4 月 30 日, 日本央行共购入 3878 亿日元的股票。该行承诺, 将不会在 2012 年 3 月底之前进行抛售, 但会在 2017 年 9 月底之前处置完这些股票。

自 2009 年 10 月开始, 日本央行推出总额高达 35 万亿的资产购买计划, 此次救市与前述不同, 35 万亿的庞大购买计划包括了日本政府债券、短期国库券、ETF、日本房地产信托基金、商业票据、企业债, 以及固定利率共通担保基金供给(The fixed-rate funds-supplying operation against pooled collateral)

为应对地震的冲击, 日本央行 2011 年 3 月 14 日宣布, 将通过三项同日操作向市场注资共计 15 万亿日元(历史最高额度), 以缓解短期货币市场的恐慌情绪。同时, 还将资产购买计划扩大 5 万亿日元, 加上原有的 30 万亿日元固定利率共通担保基金供给计划, 累计总额达到 40 万亿日元。但日本央行对金融市场的紧急注资, 以短期票据和购买债券为主, 意在稳定利率和银行间市场流动性, 对股市没有直接影响, 短期内也不会形成对海外市场的显著流动性外溢。

表 3: 日本央行加码资产购买计划细节

单位: 十亿日元

	2009 年 10 月	2011 年 3 月追加	规模累计
国债	1,500	500	2,000
短期国库券	2,000	1,000	3,000
商业票据	500	1,500	2,000
企业债	500	1,500	2,000
ETF	450	450	900
日本房地产信托基金	50	50	100
担保资金供给计划	30,000	0	30,000
总计	35,000	5,000	40,000

资料来源: 日本央行, 招商证券研发中心

最后，虽然核危机事件仍未尘埃落定，但我们认为本次地震对日本经济的负面影响应该会比较深远。日本经济下滑和财政恶化将会对日元汇率的长期走势形成压力。未来如果日本经济一蹶不振，日本央行持续进行量化宽松，会使日元再次成为套息交易的主要载体，资金会重新流出日本，投资于海外风险资产。

策略观点提要

策略小组：陈文招、苏舟、张权

- 地震等突发事件对当事国经济的影响一般具有滞涨特征。一方面灾害造成生产停滞、经济下滑，另一方面突发灾害往往造成物资短缺、物价上升。所以日本经济短期受到的影响也将具有滞涨特征。
- 对国际而言，由于日本是世界第三大经济体，所以日本经济短暂的下滑会通过贸易途径给国际经济带来负面影响；价格方面，会影响到国家大宗商品价格等原材料需求，此类价格短期受负面影响，而短期内大宗商品价格下跌有助于缓解欧美、中国的输入性通胀压力。
- 对于中国经济而言，影响会更加委婉和复杂，由于地震发生在外国，主要通过贸易途径影响。去年中日贸易额约 3000 亿美元，占中国国际贸易总量的比重约 10%。中国对日本的出口稍多于进口，处于轻度贸易盈余状态，中国对日本出口以原材料、半成品居多；而中国从日本进口以汽车机械电子等为多。从理论上说，当贸易伙伴国发生突发灾害时，我国的进出口均会受到负面影响，该进口的无法进口、该出口的无法出口，所以贸易和经济会因此而受到负面影响，主要体现在工业产出活动和物流运输的负面冲击上，除此之外，旅游相关领域也会受负面影响。总之，总体的经济活动受负面影响。
- 从行业看，进口相关行业因无法进口，会导致国内相关行业产品供给减小、价格有上升可能，如器械电子汽车等，而国内替代品的需求有望增加、受益；而出口相关行业则相反，因无法出口导致国内相关行业产品库存短期增加、价格有下跌可能，如有色等原材料。
- 最后强调，上升分析纯粹为静态分析，是否具有投资价值 and 机会还要综合其他因素全面考量。如果一个受益于地震的行业本该下跌，地震充其量带来一个减仓的机会而不会改变趋势；相反一个不受益地震的行业本该上涨，地震也无法改变大趋势，反而会提供一个买入时机。所以仅凭地震得出结论是片面和静态的，要全面分析。大盘亦如此，本不该跌，地震发生不会改变趋势；相反如果本该下跌，就是没有地震照样也会跌。所以上述分析仅代表事件的影响，不代表对市场或相关行业本质观点的改变，目前中国经济类滞涨的可能性在增加，我们维持对市场谨慎的看法。日本地震近期被市场关注，我们认为灾难对经济的冲击通常也是朝着类滞涨方向的，因为灾难会造成产出下降而价格上升（具体策略观点见策略报告）。另外上述分析仅限于灾害发生阶段，一旦进入灾害重建和恢复过程，对经济的影响基本是正面拉动作用。

相关行业报告观点辑要

行业：农林牧渔

相关研报标题：日本地震及核泄漏事件对中国水产品影响点评-短期心理影响，长期实质利好

作者：黄璐、朱卫华

时间：2011/3/18

观点摘要：

1、核泄露事件并不会影响到中国，仅有短期心理影响

综合考虑核泄露的特点、洋流与风向情况以及目前的实际状况，我们认为福岛核电站核泄漏继续恶化的可能性不大，并不会影响到中国。

2、日本水产养殖基地在地震中严重受损，中国水产行业将长期受益

此次地震重灾区中的仙台港及宫城县气仙沼等地是日本重要的渔港和渔业基地。宫城县气仙沼等地渔业产量约 20 万吨，日本近些年渔业产量基本维持在 500 万吨左右，受灾区域的渔业产量约占日本总产量的 4%。但由于此地日本远洋渔业基地，对日本捕鱼业产生影响短期内或难消除。

3、对出口影响有限

去年中国从日本进口水产品 22 万吨，4.38 亿美元，中国出口到日本 50 万吨，23.2 亿美元，减去进料加工和来料加工，日本净进口的金额较大。地震对日本本土消费的影响不大，如果考虑到日本本国供给的减少，相信进口额不会有太大下滑。目前日本海鲜供应紧张，已向大连市海洋渔业局请求紧急供应水产品。

4、投资建议

建议积极关注獐子岛、好当家、东方海洋、壹桥苗业。日本是中国虾夷扇贝出口的直接竞争对手，地震后养殖基地遭到严重破坏，对国内最大的虾夷扇贝养殖企业獐子岛是长期利好。另外，地震的破坏以及核泄漏对附近海域的水产养殖会有较为长期的影响，从而利好好当家、东方海洋、壹桥苗业等公司。最近几天这四家公司股价大跌，主要是短期内水产品消费可能受恐慌心理的影响，但这种心理因素往往不会持续很久，长期来看并不会影响公司业绩。未来恐慌情绪将逐渐消失，市场情绪恢复后，正是低价买入良机，建议密切关注。

行业：电力

相关研报标题：电力行业事件点评-核电暂停审批，利好替代能源

作者：彭全刚、侯鹏、张晨

时间：2011/3/18

观点摘要：

我们在 3 月 14 日的报告中指出，日本核电危机将可能对我国如火如荼的核电建设产生一定影响，并详细列出了几个不同层次的影响情景。

- 影响较小的情景：如果福岛核电站后续不再发生大规模的爆炸事件，后续没有大规模的核泄漏，我们认为对我国的核电发展影响将较小。但是，在建设方案中，也会更加强调机电设备的性能，将更多采用进口设备，对国内核电设备制造商将有一定的负面影响。
- 影响中等的情景：如果福岛核电站目前的核泄漏无法得到有效的控制，后续再发生氢气爆炸事故，并出现比较大规模的核泄漏事故，那么对我国的核电选址将产生一定的影响，一些在可能发生地震区域的筹备中的核电站，核准方面可能会推迟或搁置。
- 影响较大的情景：1986 年前苏联切尔诺贝利核电站事故发生后，许多欧洲国家当时都做出了禁止或限制使用核能发电的决定，其中意大利在 1987 年通过全民公决，关闭了其境内所有的核电站。如果福岛核电站确认发生“核心熔毁”情况，即核反应堆失去冷却水后，燃料中放射性物质产生的热量无法去除，高温令燃烧棒熔化，这将是核电事故中最严重的事态。未来，如果遭受核辐射者人数持续攀升，对周围居民造成很大影响，新闻舆论形成反核浪潮，我国老百姓提高了核安全意识，可能对多数核电站建设进程造成负面影响，建设进度滞后

目前来看，福岛核电危机仍在蔓延，产生的影响也在扩大，正如我们判断，昨日，政府

基于当前的形式作出了“暂停审批核电项目包括开展前期工作的项目”，从而由此影响到我国核电建设的进程，属于“影响中等的情景”。

我们认为，核电进程的减缓，将影响到我国 2020 年单位 GDP 二氧化碳排放比 2005 年下降 40-45% 的目标。要保证目标的实现，必须弥补核电的发展缺口，这将带来水电、风电和光伏发电等清洁能源的加快发展，同时，要保障经济的稳定发展，传统火电利用率也将在“限核令”下有所提高。

- **替代空间广阔，利好清洁能源。**如果按照正在修改中的《新兴能源产业发展规划》，核电规模 2020 年要达到 8600 万千瓦，目前已投产 1082 万千瓦，在建规模约 3500 万千瓦，假设其他核电项目不再核准，约有 4000 万千瓦核电需要清洁能源替代。我们按照核电、水电、风电、光伏平均利用小时 7500、3500、2000、3000 小时测算，如果均由水电替代，需 8500 万千瓦，如果均由风电替代，需要 1.5 亿千瓦，如果均由光伏替代，需要 1 亿千瓦，具有较广阔的空间。我们建议关注水电概念的长江电力、川投能源、桂冠电力。
- **保障经济稳定发展，传统火电利用率提高。**另外，如果核电建设进度受到限制，同时其他清洁能源比重难以短期提升，那么，要保障经济的稳定发展，也将有利于已有火电利用小时的提升。我们建议，在煤电联动未能及时调整的情况下，关注煤炭资源较为丰富的内蒙华电。

相关研报标题：电力行业事件点评-日本地震引发核泄漏，关注核电政策发展

作者：彭全刚, 侯鹏, 张晨

时间：2011/3/14

观点摘要：

日本核电在本次地震中的表现，可能对我国如火如荼的核电建设产生一定影响。我们认为，影响可能分为几个不同的层次。

影响较小的情景：从目前情况来看，如果福岛核电站后续不再发生大规模的爆炸事件，后续没有大规模的核泄漏，我们认为对我国的核电发展影响将较小。但是，在建设方案中，也会更加强调机电设备的性能，将更多采用进口设备，对国内核电设备制造商将有一定的负面影响。

影响中等的情景：如果福岛核电站目前的核泄漏无法得到有效的控制，后续再发生氢气爆炸事故，并出现比较大规模的核泄漏事故，那么对我国的核电选址将产生一定的影响，一些在可能发生地震区域的筹备中的核电站，核准方面可能会推迟或搁置。

影响较大的情景：1986 年前苏联切尔诺贝利核电站事故发生后，许多欧洲国家当时都做出了禁止或限制使用核能发电的决定，其中意大利在 1987 年通过全民公决，关闭了其境内所有的核电站。如果福岛核电站确认发生“核心熔毁”情况，即核反应堆失去冷却水后，燃料中放射性物质产生的热量无法去除，高温令燃烧棒熔化，这将是核电事故中最严重的事态。未来，如果遭受核辐射者人数持续攀升，对周围居民造成很大影响，新闻舆论形成反核浪潮，我国老百姓提高了核安全意识，可能对多数核电站建设进程造成负面影响，建设进度滞后。

目前，福岛第一和第二核电站依旧不能确保安全，而且，福岛核电站的两个反应堆还可能已出现“熔毁”现象。尽管日本政府目前淡化核爆炸风险，称不会达到危害人体健康的程度。不过，根据新闻报导，日本以前曾经发生的核泄漏，都对公众隐瞒了很多年之后才曝光，我们对此表示理解，为了稳定民众情绪，政府部门一般倾向于把影响缩小化。

从目前的情况来看，我们判断本次日本地震对核电建设的影响可能达到中等的情景。我国政府官员在两会期间表示，我国的核电建设不会受到福岛核电站事故的影响。但是我

们认为，这一事件可能会给大家一个冷静思考的机会。

行业：有色金属

相关研报标题：东阳光铝（600673）地震影响电话会议纪要-产业转移及战略合作，公司拐点即将到来

作者：王晓丹, 李洪冀

时间：2011/3/16

观点摘要：

由于日本东北部电力资源丰富，集中了大部分化成箔加工企业，地震后当地企业基本处于关闭状态。全球三大 con 都受到不同程度的影响，据了解 Rubicon 的两个化成箔厂都面临关闭，KDK 的化成箔厂也已关闭，Nichicon 的东部厂也受到影响。

日本地震后造成当地电力紧缺。由于化成箔对电力的需求比较高，比如：1000v 以上需要 50 度电，因此，电力供应短缺迫使日本生产商向中国转移。同时，日本 60% 的产品销售到中国，基于这样庞大的市场需求，者也将加速日本的产业转移。公司凭借其先进的技术水平，将最先受益于行业转移带来的订单提升。

目前日本化成箔产能占全球的 60%-70%（主要是高压领域），日本本土生产占 60% 左右，因此，估算此次地震有约 40% 的产能受到影响。目前市场短缺主要靠海外生产基地来弥补，但由于本身市场缺口较大，因此，加剧了市场供应紧张程度。

日本的产能恢复要看后续海啸余震，以及供电系统恢复的时间，因此对于高耗能企业的影响较大，预计至少半年内不能恢复正常生产。行业近期上调价格的概率较大。

相关研报标题：有色金属-隔夜海外动态—日本核危机导致金属跌势加剧

作者：李洪冀

时间：2011/3/16

观点摘要：

评论：日本核危机导致金属跌势加剧。我们认为金属价格中短期顶部已形成，理由是：1、金属库存持续上升，尤其是保税区大量铜库存，不久将进入去库存阶段；2、国内进口量开始下滑，中国需求有待验证；3、欧洲央行可能提早加息是欧美宽松政策即将退出的风向标，流动性因素偏负面；4、原油价格上涨引发经济复苏担忧。

铜：伦敦金属交易所 (LME) 三个月期铜收跌 77 美元，报每吨 9,118 美元，扳回稍早跌至 8,944.50 美元的部份跌幅，该水准为 12 月 16 日以来最低。期铜价格周二挫跌至三个月低位，因对日本核危机的担忧打压金融市场，且迫使投资者接连第三天降低风险。"有关日本辐射泄漏水平上升的最新消息令人很担心，且市场憎恨忧虑。投资者厌恶地缘政治担忧，地震，海啸，而现在是另一层面的不确定性，"法国农业信贷银行 (Credit Agricole) 分析师 Robin Bhar 称。"铜价可能在未来 24 小时进一步下跌，因为人们正撤出头寸。目前所有事看来都非常惨淡。"

铝：因库存增加，铝的价格结构正价差扩阔，约每吨 34 美元，2 月初为大约 20 美元。正价差即现货合约较三个月合约有折让。最新数据显示，铝库存上升至 4,624,925 吨，接近去年 1 月 20 日触及的 4,640,750 吨纪录高位。

黄金：纽约商品期货交易所 (COMEX) 期金周二下跌，对日本有可能出现核辐射灾难的担忧重创全球金融市场，促使投资人出脱风险资产并转持现金。黄金下跌，此前全球股市市值缩水约 6,500 亿美元流出，因投资者出脱被认为是高风险的资产并买入政府公债。纽约商品期货交易所 (COMEX) 期货总交易量升至 1 月末迄今最高水准。

原油：纽约商业期货交易所 (NYMEX) 原油期货周二挫跌近 4%，为将近五个月来最大单日

跌幅,因日本核危机局势恶化,令投资者逃离高风险资产。国际能源署(IEA)在月度报告中警告,石油输出国组织(OPEC)的备用产能降至四年来最低,持续的高油价将损害全球经济的复苏。

汇率:美国联邦储备理事会(FED,美联储)今日宣布维持其超宽松货币政策,称经济成长加速,但警告称面临能源和食品价格上涨引发的潜在通胀风险。之后,美元兑欧元和日圆持稳。

美股:道指收跌1.2%,标普500指数收挫1.1%,Nasdaq指数回落1.3%。美国股市周二收跌1%,但远离日低,受助于美国联邦储备理事会(FED,美联储)发布更为乐观的经济前景展望以及有关日本核危机仅会暂时打压股价的信心不断增强。

相关研报标题: 短期利空, 灾后重建利好有色—日本地震对有色金属行业影响点评

作者: 李洪冀

时间: 2011/3/14

观点摘要:

对基本金属短期利空: 日本作为全球第三大经济体,在全球经济复苏中有举足轻重的作用,有专家预测此次地震将使日本GDP损失1%,从而加剧了市场对经济复苏前景的担忧,使金属价格唯一看涨的理由受到动摇。

对日本主要进口金属影响较大: 日本主要的原料均依赖进口,其中铜、铝、铟、稀土等进口量较多,因此,经济下滑将影响原料需求。目前部分日本电子企业、汽车生产企业有停产动作,这将可能造成对稀土、铟等金属短期需求损伤,但我们认为影响只是暂时的。

黄金成为暂时避风港: 随着原油金属价格下跌,黄金成为避险资金的最佳选择,但我们认为地震对于黄金价格并没有实质性的利好,只是资金的暂时避风港。

灾后重建将利好有色: 日本地震过后将会加大基础设施,房屋建设等;同时,日本财政货币政策将全力配合,因此,灾后重建有利于拉动有色金属需求,尤其是铜、铝、锌等基础原材料的消费。

近期对有色行业的观点,我们认为金属价格中短期顶部已形成,价格将维持震荡走势,并有进一步回落的可能性,理由是:1、价格对于美国经济复苏预期已充分反映,美国经济数据对于金属价格的推动作用在弱化;另一方面,原油价格上涨引发未来经济复苏担忧;2、欧洲央行可能提早加息成为欧美宽松政策即将退出的风向标,流动性支撑因素正在逐步转向负面金属库存持续上升,从各迹象来看不久将进入去库存阶段,而非补库存,50万吨的保税区铜库存是个隐患;3、中国金属进口量开始下滑,中国需求强劲与否有待验证;4、中东北非地缘政治危机引发避险资金退出风险资产。

黄金的避险功能及与油价的正相关性使黄金中短期具备投资价值,看好短期金价,而长期金价我们保持中性态度。

对于股票市场,我们认为金属价格对于股票的影响偏负面,加上前期有色板块涨幅较大,因此,我们对于板块观点偏中性。建议关注两类公司:1、业绩超预期公司:包钢稀土、辰州矿业;2、行业景气度向上公司:东阳光铝、新疆众和。

行业: 钢铁

相关研报标题: 三管齐下, 钢价止跌回升

作者: 黄星, 张士宝

时间: 2011/3/16

观点摘要:

主流钢厂上调 4 月产品出厂价格,我们认为在下游需求回暖,钢价跌入成本区间及日本地震带来的需求预期作用下,短期内钢价将止跌反弹。

武钢、宝钢出台 4 月产品出厂价格,硅钢价格大涨。其中取向硅钢出厂吨价武钢上涨 1000-1200 元,宝钢上调 1000 元;除武钢上调耐候钢吨价 300 元外,冷热轧价格基本不变。其他品种如镀锡、镀锌板价格基本维持不变。我们认为在国内市场钢材库存仍然较高,

现货期货止跌回升。在经过连续三周的下跌后,本周一在日本出口下降及震后需求上升预期影响下,期价与现货价格同时反弹,其中螺纹期货主力合约三天连续上涨约 5%;现货市场上,HRB400 系的高品级螺纹钢价格上周五已经开始止跌回升,扁平材主要品种如冷热轧、中厚板均开始反弹。

终端需求有所回升。从国内重点城市主要品种库存来看,整体社会库存自春节后首次整体下降。其中螺纹钢库存存在攀至历史新高后,环比上周下降 10.948 万吨或 1.42%;冷热轧库存均出现小幅下降。我们认为随着螺纹钢期货和现货价格均跌入 4600 元/吨成本区间后回升,下游终端需求因天气逐渐转暖及国家重点工程陆续开工有所回升,市场对于前期钢价上涨过快的担忧有所释放,钢价正如我们上期周报预测的已经开始企稳回升。而下游需求方面根据我们上周对乐从钢材贸易市场的调研,热轧板前期在海外需求的刺激下,始终处于旺销状态,预计随着日本热轧产品出口的减少,我国热轧产品出口有望继续上升。

高端产品替代效应明显。据统计,2010 年日本东北部地区钢铁产量为 2580 万吨,约占日本总产量 20%。去年日本出口硅钢 93 万吨,其中向中国出口占比超过 50%,预计地震后日本硅钢出口将受影响,因此国内钢企同类产品有望发挥替代作用,对硅钢价格将会有所拉动。

维持对行业“推荐”的评级。推荐高端产品占比较大的武钢、宝钢、太钢、本钢及灾后重建相关概念股三钢、凌钢、八一钢铁。

风险因素。下游用户对于国产硅钢认可程度;日本需求及进口替代低于预期;高库存对钢价后期走势产生压制。

相关研报标题: 日本地震点评—汽车板及长材受益,矿价下行改善钢企盈利

作者: 张士宝, 黄星

时间: 2011/3/14

观点摘要:

我们认为日本地震短期内将对国际上汽车板及中厚板价格起到一定推动作用,中期来看灾后重建将拉动建材需求。维持对行业投资评级“推荐”。

日本此次发生地震的地区是日本四大工业带之一的京滨工业带,根据目前的公开消息,世界第二大,日本最大钢铁企业新日铁公司位于岩手县釜石市的钢铁厂已停产,目前正在对锅炉设备的损坏状况进行检查,港口设施业已遭到破坏,新日铁所有的炼铁厂短期内将停止发货。此外,住友金属工业位于茨城县的鹿岛钢铁厂的高炉受损,高炉已在地震后熄火停产。日本 JFE 公司位于千叶的钢铁厂也发生了火灾。这些企业在短期内均无法恢复生产。其中 2010 年新日铁和 JFE 粗钢产量均超过 3000 万吨,住友金属粗钢产量约为 1500 万吨。预计位于震区的产能将超过 2000 万吨。

2010 年日本粗钢产量约为 1.1 亿吨,出口量约为 4400 万吨,其中热轧占比超过 30%。在出口对象中,韩国是日本钢铁出口第一大市场,为 1096.3 万吨,同比增长 11.5%,

连续两年增加,韩国汽车和家电产品需求以及产品深加工向中国出口是日本对韩出口向好的主要原因。对华出口 751.3 万吨,同比增长 16.2%,对泰国出口 483.5 万吨,同比大增 61.9%。据日本经济省预测,2011 年第 1 季度出口将与上年同期持平,受益于亚洲各国汽车和基础设施需求,日本钢铁仍将保持较高出口势头。

预计短期内日本国内汽车板在下游主要汽车生产厂商大面积停产影响下,日本国内汽车板供求关系将不会有太大改变,而国际市场上,由于日本板材出口减少,对该品种的价格上涨有一定助推作用。2010 年日本从中国进口的钢材中,建筑钢材占比超过 40%。预计日本灾后重建将对国内的高强度抗震用钢需求有一定拉动。

从目前来看,全球市场对日本后市钢铁重建需求普遍看好。上周五,美国三大钢铁公司日涨幅均超过 3%,其中 AK 涨幅更是达到 6%。加之目前中国钢材价格在国内需求疲软和库存连创新高作用下,与国外钢材价差不断拉大,主流品种价差普遍在 100-150 美元/吨左右,以中厚板为例,日本钢厂与韩国达成的二季度出口价格大涨 300 美元至 1000 美元/吨。价差拉大短期内或将成为刺激出口另一大因素。

目前根据日本钢厂与上游矿石供应商达成的二季度价格协议,矿石价格环比一季度上涨超过 20%。从近几年的情况来看,日韩一般都先于中国与上游供应商达成协议,起到一个风向标的作用,此次地震后,中短期内预计日本钢厂产能利用率将有明显下降,对处于历史高位的铁矿石价格将起到降温作用。上周五,在日本地震发生后,铁矿石掉期合同主力合约价格当即大跌 7%。我们认为在全球钢铁产量增速明显下行的大前提下,目前显得虚高的铁矿石价格下行通道已经打开,在此次事件的影响下,矿价或将加速回落。维持对行业的“推荐”评级。推荐三钢、八一、马钢及凌钢。

风险因素:日本钢企复产快于预期;灾后用钢需求超预期支撑矿价

行业: 汽车

相关研报标题: 踟躅中前行-汽车行业 2011 年 2 月月报

作者: 汪刘胜, 方小坚

时间: 2011/3/15

观点摘要:

日本地震带来中国零部件企业国际化进程加速, 推荐福耀玻璃、星宇股份。在商用车方面, 继续推荐威孚高科、星马汽车、江铃汽车、宇通客车等增长相对确定企业, 3 月下旬关注潍柴动力、中国重汽等在行业销售数据回暖情况下的投资机会, 乘用车建议观望。

相关研报标题: 影响日系零部件进口, 推动国内零部件发展-日本 3 月 11 日大地震影响点评

作者: 汪刘胜, 方小坚

时间: 2011/3/14

观点摘要:

日本大地震及引发的海啸对日本港口及制造业造成严重破坏, 汽车产业损失惨重。丰田、本田、日产三大巨头共计有 22 家工厂宣布停产, 目前尚无明确复产计划。零部件方面, 在日的各大零部件核心供应商博格华纳、德尔福、天合集团、伟世通、日本电装的运营目前并未因此而中断, 但下一层级零部件企业运营情况尚不得而知。

影响:

1) 日本汽车出口以及中国产量。2010 年, 中国从日本进口汽车商品金额为 181 亿美元, 占中国进口汽车商品总额的 31%, 地震将减少日本对包括中国在内的其他国际市场出口减少; 在日本对中国合资企业中, 尽管日系合资厂商国产化率有提高, 但发动机、变速箱等核心零部件需从日本进口组装, 此次地震使零部件供应受到破坏, 短期内工厂停产和航运中断将会对中国生产造成不利影响。

2) 国内自主品牌轿车高端品牌受影响。国内自主品牌中,自动波变速箱基本来自日本,短期内日本零部件体系的破坏将对变速箱的供应造成不利影响,影响自主品牌产量的发展。

3) 中国汽车销量稳定增长情况下,将影响日系汽车销量。但对德系等其他合资品牌来言将获得额外市场份额的增加。

4) 利于国内具有国际竞争力企业国际化程度的提高。日本汽车零部件产业由于地震破坏短期内对外出口减少,由此造成的供给缺口给已进入全球汽车采购体系的国内零部件厂商带来机遇。

投资建议:日本地震不利日企业发展,利于德系等合资品牌市场份额增加,利于国内具国际竞争力企业扩展,推荐福耀玻璃、星宇股份、天润曲轴等具国际产品替代性公司。

行业: 基础化工

相关研报标题: 基础化工产品价格周报(110307-110313)-化工行业呈滞涨局面,关注日本震后的化工产品供给冲击

作者: 张啸伟

时间: 2011/3/15

观点摘要:

关注日本地震对全球化工行业的供给冲击。日本 9 级地震重灾区位于太平洋沿岸的东京湾地区,属于重化工区。具体产品主要有乙烯、丙烯等,PE、PP、PC 等树脂,环氧丙烷、TDI、MDI、BDO、PTMEG 等精细化工品。对 A 股化工上市公司的影响 1、PE、PP、PC 等树脂原材料的全球供应将趋紧,对于塑料加工企业比如金发科技、普利特、沧州明珠等无疑在原材料成本是个利空;2、甲乙酮(30 万吨)、环氧丙烷(40 万吨)、TDI(24 万吨)、MDI(20 万吨)、BDO(10 万吨)、PTMEG(3.5 万吨)等精细化工品的暂时停产将导致亚太地区供求的紧缺,产品价格的上扬将有利于生产同类产品的齐翔腾达、天利高新、滨化股份、沧州大化、烟台万华、山西三维等。

行业: 煤炭

相关研报标题: 煤炭行业价格周报-预计国内外煤价均将弱势运行

作者: 王培培, 卢平

时间: 2011/3/15

观点摘要:

近期国内煤市弱势运行,动力煤逐步进入淡季,而前期钢材价格走低也影响到了焦煤价格,预计未来煤炭价格仍将稳中走弱。此外,日本大地震,煤炭进口急剧减少,国际煤价也将承受较大压力。

相关研报标题: 日本地震对煤炭行业影响分析-中短期负面,长期正面

作者: 卢平, 王培培

时间: 2011/3/14

观点摘要:

我们将日本地震对煤炭需求的影响分为三个阶段,中短期影响偏负面,长期影响正面,股票可能受短期影响回调,建议投资者选择合适的机会潜伏。

地震影响三阶段对煤炭影响不一:我们将地震对经济的影响分为三个阶段,受灾阶段、恢复阶段和重建阶段,而这三个阶段对能源的需求影响不一。第一阶段:东部核电、火电停产,港口瘫痪导致煤炭进口受阻,进口动力煤、焦煤需求急剧减少,国际煤价下行压力较大。第二阶段:部分核电、火电、钢厂及港口恢复,煤炭需求较受灾期持续增加,然而短期内仍然难以恢复到震前水平,国际动力煤和焦煤价格回升幅度有限。第三阶段:灾后重建,火电和冶金煤需求都将大幅度上升,预期动力煤和冶金煤价格都将有一定程度的涨幅。

短期对日澳谈判有负面影响，灾后重建将推高煤价：每年亚太地区的煤炭价格谈判主要是基于日本和澳大利亚。炼焦煤从 2010 年已经改为季度定价，最近传出又要改为月度定价，而动力煤仍然坚持年度定价，每年的 4 月 1 日是新财年的开始，也即是说 3 月份开始一年一度的重要定价合同谈判。由于前期洪水的影响，澳大利亚煤炭供给量大为减少，导致市场煤价飙升，目前澳煤 BJ 现货价格达到 128.75 美元/吨，炼焦煤现货价格更是高达 320 美元/吨以上。市场预计 11 年动力煤长协价格大约 120 美元/吨左右，二季度炼焦煤定价大约在 320 美元/吨左右。由于日本地震的影响，国际煤炭进口剧减，可能导致日澳二季度长协谈判价格低于此前市场的预期。不过随着之后的日本灾后重建，我们有理由期待之后（大约三季度左右）将签订较高的煤价。

投资建议：受地震影响，短期和中期，动力煤和炼焦煤都受到负面影响，长期都是正面影响。如果短期煤炭股票回调的话，反倒提供了低位介入的机会，建议投资者选择合适的价位潜伏。

风险提示：国内宏观调控收紧影响估值

行业：纺织服装

相关研报标题：日本大地震对国内纺织服装业的影响简评

作者：王薇

时间：2011/3/14

观点摘要：

日本大地震对我国纺织服装出口的影响主要在于灾期月度的出口数据波动，但后续补充消费可能从一定程度上拉动对日本的出口。摊平来看，地震对我国纺织服装业对日本的出口影响不大。对国内品牌服饰公司的经营没有影响。

日本是我国纺织服装产品的主要出口地之一，此次地震对出口将带来暂时性影响，对全年出口影响有限。对日本出口额约占对全球出口份额的 10%。10 年受日本经济增长停滞的影响，行业对该市场的出口修复较为艰难，直至 10 月出口增速才呈现正增长态势，明显慢于欧美等地。但 3 月 11 日爆发的大地震，无疑使增长乏力的日本经济雪上加霜。从行业的角度来看，我们认为地震及海啸影响更多的体现在短期内因海路运输受阻影响订单交付及订单暂时性推迟的影响。中长期而言，行业更多的是利好于日本灾后对纺织及服装品购买需求的提升。因此，整体而言，我们认为日本此次灾难对行业出口的影响只是暂时性的，对全年出口影响有限。

2 月出口下滑，后续不排除地震对出口的月度影响，全年出口增速预计在 10%-15%。2 月纺织品、服装、纺织品服装出口同比数据为，分别下降 11.8%、20.5%和 17.4%，主要有春节前抢关出口的因素；1-2 月份累计出口增速则分别为 20.84%、9.47%和 13.56%，未来出口可能受高棉价的影响，同时不排除地震的月度影响，全年看，预计全行业出口增速在 10-15%。

对部分上市公司的影响：根据从上市公司了解到的情况来看，华孚色纺、山东如意和浔兴股份（YKK 生产基地主要分布在我国大连、上海、深圳，以及东南亚等地，因此生产未受影响）等出口企业，因其主要出口市场多集中在欧美等地，故并未受到直接影响。而日本出口占比较高的包括鲁泰和大杨创世，出口到日本的占比分别占两公司的 10%左右和三分之一，我们认为受交通不畅影响，现有订单或将出现延期交付的可能，但对全年的订单影响不大。

投资建议：对于制造业，我们建议可关注的是基本面和估值都稳妥的公司，鲁泰可根据出口月度数据对行情的刺激进行阶段性关注，中期可关注成长性更好的伟星和华孚，大杨创世订单情况也一直不错，只是短期估值偏高。

行业：水陆运输

相关研报标题：航运港口行业点评报告 - 港口供应链的断裂和修复是关键

作者：常涛

时间：2011/3/14

摘要：

3月11日，日本本州岛附近海域发生强烈地震，强震引发海啸，地震和随后的海啸迫使日本东北部的港口完全关闭，东京等地包括防波堤在内的港口基础设施严重受损，通过草根回访，我们认为，作为航运贸易大国的日本“港口供应链”的断裂是震后重建和复苏最大的制约因素。

点评：港口供应链的断裂与修复是关键

日本大地震对日本港口的损坏程度是非常严重的，港口“供应链”的断裂将成为“短期利空”的制约因素。

日本作为航运贸易大国，日本大地震对东部港口的冲击非常明显，由此将导致供应链危机。

由于日本在全球产业链中的地位极其重要，因此供应链危机将在数月内给日本厂商乃至全球厂商带来损失。

我们对一些日本的当地代理进行了草根调研，我们初步发现日本东部的港口受到的影响主要是以下几个方面：

- 防波堤已经严重受损或者被摧毁；
- 部分港口的岸基已经被严重破坏；
- 海啸带来港口的回淤现象已经严重影响航道安全。

以上几个方面，严重的港口，比如鹿岛港，重建过程要3个月以上，相对来说距离比较远的东京港口，重建也至少在一个月以上，主要是修理防波堤，清理海啸带来的回淤等。

港口作为日本供应链上至关重要的环节，会对“利空”持续时间起到制约作用。目前鹿岛港和东京港的破坏程度数据没有拿到，我们可以参考：神户港（日本最大的国际集装箱港），在1995年阪神大地震中，神户港港湾设施遭到了严重破坏。码头岸壁、防波堤和海岸设施大多为重力式沉箱结构，地震作用后的不平残余变形达到3~5m，残余沉降达到1~2m，当时的重建时间就长达半年左右。

关于对于干散货市场和集装箱运输市场的影响，短期受制港口破坏形成利空，长期受重建形成利好。

煤炭需求受港口限制短期利空，长期利好。日本为煤炭进口大国，日本的煤炭需求在国际市场拥有举足轻重的地位，与实业界交流，短期内日本煤炭进口的主要港口都是位于日本东部，受地震影响都有不同程度的破坏，举个简单例子，东京港的防波堤就被大地震带来的海啸破坏明显，航道受海啸回淤影响明显，运输煤炭的Capesize进港卸货已经明显受到影响，因此，日本对动力煤炭需求锐减，但是从船公司反映，货盘并没有因为地震被大范围取消，而是推迟，说明对后市日本煤炭进口持乐观态度，但是持续时间受港口重建进度影响明显。

粮食进口后市会明显变好。据实业界货代反映，地震影响区域内为日本重要的粮食生产地区，日本大地震让马上到来的南美粮食出口季来自日本的询盘在上周五晚明显增加，在上述长期看好后市日本补库存的预期下，部分干散货航运公司已经开始调高后市BDI的上涨幅度。

对于集装箱市场，据中国港口部分货代反映，远东出口集装箱航线短期内会有一定压力，因为日本出口受港口限制会形成短期内压制，在货盘询盘上来看，上周五，作为高端产品的替代需求，德国方面收到的货盘询盘异常增加，这种现象短期利好跨大西洋市场，

而这一市场主要是控制在欧美集运公司手中，短期内对远东集运公司形成一定揽货压力。

行业：传媒

相关研报标题：传媒视角看日本地震，社交媒体危难时刻显情怀

作者：赵宇杰

时间：2011/3/14

摘要：

行业分析：社交媒体在灾后发挥巨大作用，显现主流媒体特质，体现更为强大的传播力和更多人文关怀。

1、社交媒体具有实时媒体特点，在重大事件面前展现出强大的第一时间信息传播影响力。

日本地震发生后的前十几分钟内，传统媒体集体失声，同时包括谷歌在内的其他网络媒体也处于失声状态；而社交媒体不仅在第一时间发布了日本地震信息，更在较短时间内就通过大量用户针对日本地震全方位的描绘而勾勒出事件的全貌，又借助网络的及时性将信息同步分享到世界各地；社交媒体反过来还成为传统媒体的内容来源，原因是社交媒体又具有自媒体特点，普通大众可通过文字、图片（拍照）、视频（摄像）等形式将现场第一线信息及时对外发布，形成大众共同参与传播、共同完善的全新传播方式，在报道的及时性、广度、深度等方面与其他媒体相比具有明显领先的优势。

2、社交媒体在日本地震后充分表现出“生命线”的特点。

与日本电信服务遭受重创相反，日本互联网的基本架构抗灾能力强，因此网络成为人们对外联络和发布的主要工具。由于个人的人际网络关系大多沉淀在 Twitter、Facebook 和日本社交网站 Mixi 上，这类社交媒体成为人们在地震后对外联系的主要工具，不仅可以进行一对一的交流，还可以实现一对多和多对多的广泛联系。

社交媒体在日本地震中所表现出来的“生命线”特点体现在 3 个方面：1、报平安：灾区的人们通过社交媒体及时向亲人朋友报平安，并实时更新自己所处位置及状况；2、助人：参与灾区救援的人员通过 Twitter 为在日本的外国人员翻译并发布从“紧急电话线路”到“海啸预警”、火车行程更改、以及为无家可归者提供避难帮助等各种信息，新浪微博也发起#地震寻人#的活动，帮助寻找在地震后与家人失去联系的人员；3、救人：灾区中处于困境的人通过社交媒体对外求救，从而获得及时救援；而在等待救援前，即使互不相识的网友也通过社交媒体对遇险人员给予心理支持和鼓励。

3、社交媒体在灾难面前，发挥出强大的社会资源整合能力，具有明显的公益性。

社交媒体凭借强大的实时传播能力，在灾难发生时可第一时间在全世界进行传播并获得广泛关注，在传播过程中获得更多的人文关怀和更大范围的积极参与，进而可以在更大范围进行社会资源整合，从而在灾难发生时进行快速反映，并将灾难造成的伤害降到最小范围。

与此同时，此次日本地震发生后，社交游戏巨头 Zynga、Facebook、日本本土领先的社交网站 Mixi、Gree、DeNA、。国内在日本最大的社交游戏开发商热酷、团购鼻祖 Groupon（日本）、KAUPON 等全球多家社交媒体发起捐助活动，但区别于简单的捐钱捐物，具有明显的公司特征；凭借其自身庞大的用户资源和商业模式特点，表现出强烈的人文关怀，具有明显的公益性。

4、谷歌虽然在日本地震中也发挥了积极作用，但与社交媒体相比，表现出两大局限性。在日本发生地震后，谷歌立即推出了“在线危机中心”，尽管谷歌该中心在寻找失散亲朋好友过程中发挥一定作用；但谷歌与社交媒体相比，自身也存在 2 个明显的局限性：

1、由于是非实名制用户上传信息，无法保证信息的准确性；连谷歌自己也警告说，谷歌不会审查或证实消息的准确性。2、目前不具备实时报道能力，日本地震刚发生的前

十几分钟，Twitter、微博在第一时间就进行报道，而谷歌在此期间却无任何反映

对于传媒行业的长期影响

不仅传统媒体切身感受到网络在突发事件报道中的优势和威胁,甚至连互联网内部也开始出现新旧媒体的分化,充分表现出技术变革对传媒格局的颠覆、和对行业发展的积极推动作用。

同时网络媒体越来越具有主流媒体特质,广告主将更加充分认识到新媒体特别是社交媒体的价值,未来广告预算将逐渐向其倾斜。

行业：机械

相关研报标题：日本大地震对国内机械行业影响点评

作者：刘荣

时间: 2011/3/13

摘要:

通过新闻了解到日本大地震给日本的制造业带来了极大的打击。地震的重灾区是日本主要汽车、电子、家电企业的生产基地，这些公司的工厂损失严重，一些员工受伤，不得不宣布停产。丰田汽车和本田汽车公司宣布在宫城县和福岛县的工厂停产，日产汽车福岛县工厂、栃木工厂、横滨工厂等4家工厂被迫停业，东芝公司宣布位于岩手县北上市的半导体工厂无限期停产，松下电器的北海道带广市工厂、栃木县真冈是工厂、三重县津市工厂被迫停业，日本佳能公司在茨城县宇都宫市的工厂宣布下周不会按时开工，新日铁公司位于岩手县釜石市的钢铁厂已经停止生产，尼康在宫城县主要生产旗舰产品，宣布停产。目前为止，暂没有一家工程机械或船舶企业宣布停产。

从日本工程机械和船舶企业工厂分布来看，受地震和海啸的直接冲击应该不大。日本小松是挖掘机第一品牌，它的工厂主要分布在震源西南部的大阪、神户、石川县等地区，没有受到海啸的正面袭击；为中国部分挖掘机提供配套件的川崎重工 KCM 工厂及船舶工厂均在神户地区，位于震源的西南方向，相距约 500 公里，没有受到海啸的正面袭击；为重卡和泵车配套发动机和底盘的五十铃，地处北海道及神奈川县藤沢市离震源较近，可能会受到影响；日本六大船企川崎、三井、万国、三菱、IHIMU、住友千叶分部在神户和横滨的海湾里，预计离震源较近的横滨周围船厂受到海啸的袭击，将面临不同程度的损失。

中短期对中国制造业的影响主要表现在核心零部件供给周期和价格。目前国内工程机械液压件、重型汽车底盘和船舶配套件有部分从日本进口，总体占成本比例估计不到 10%，各产品、各企业差异很大。其中三一、柳工的挖掘机液压件从神户的川崎重工进口，受地震影响较小，不会停产，不过短期价格上涨的可能性存在，同时在此预期下国内也有可能出现抢购挖掘机的情况；三一和中联泵车底盘配套部分来自于五十铃，但可替代产品较多，例如奔驰、沃尔沃底盘。中长期来看，如果日本经济衰退，日元贬值，有利于中国制造企业降低进口成本。

不得不提一下，长期来看中国制造业天时、地利、人和优势显现。日本政局不稳、地震灾害频发、年轻劳动力外流、人口老龄化必然影响制造业繁荣发展的根基，虽然日元贬值可能会促进出口，但是日本制造业的优势正在消失。

从主题投资的角度来看，工程机械行业受益于日本灾后重建，日本品牌挖掘机返销量提高，国产品牌挖掘机国内市场占有率将提高，加之一季度销售良好，建议重点关注。

参考报告:

1. 《2011 年 1 月份进出口数据点评-春节因素导致异常下降》2011/3/11
2. 《2011 年 1 月份 PMI 数据点评-季节因素扰动角度、维持短期内库存调整可能提前的判断》2011/3/2
3. 《2011 年 2 月 18 日央行上调人民币存款准备金率点评-巩固紧缩政策效果、继续把好流动性总闸门》2011/2/20
4. 《2011 年 1 月份进出口数据点评-维持全年出口增速逐步向下收敛的判断》2011/2/15
5. 《2011 年 1 月份 PMI 数据点评-库存调整可能提前》2011/2/9
6. 《2011 年 2 月 8 日央行上调存贷款基准利率及 2010 年第四季度中国货币政策执行报告点评-货币政策紧缩可能引发库存调整提前》2011/2/9
7. 《2010 年 12 月宏观数据点评-经济稳定向好、通胀风险犹存》2011/1/20
8. 《2011 年 1 月 14 日央行上调人民币存款准备金率点评-M2 增速距稳健水平仍有距离》2011/1/15
9. 《2010 年 12 月份金融货币数据点评-进一步紧缩政策尚待观察》2011/1/12
10. 《2010 年 12 月份进出口数据点评-出口增速下降基本符合预期》2011/1/11
11. 《2011 年中国人民银行工作会议点评-1 季度货币政策走势判断》2011/1/7
12. 《2010 年 12 月份 PMI 数据点评-经济总体向好趋势没有改变》2011/1/3
13. 《瑞雪兆丰年-各部委落实中央经济工作会议动向和明年工作重点》2011/1/3
14. 《中国人民银行货币政策委员会 2010 年第四季度例会点评-对“把好流动性总闸门”的解读》2010/12/28
15. 《2010 年 12 月 25 日央行上调人民币存贷款基准利率点评-我们对未来通胀走势可控有更大信心》2010/12/26
16. 《宏观经济 2011 年度投资策略-御风而行》2010/12/6
17. 《2010 年 11 月份 PMI 数据点评-经济继续稳定向好》2010/12/3
18. 《近期国务院和央行宏观政策点评-市场期待另一只靴子》2010/11/21
19. 《2010 年 10 月宏观数据点评-政策重心将落在应对通胀压力》2010/11/12
20. 《国民收入倍增与通胀相关关系研究-日本经济研究专题之一》2010/11/11

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

丁安华：招商证券首席经济学家，兼任招商证券（600999）董事，拥有加拿大投资经理（Canadian Investment Manager）资格。曾任招商局集团战略研究部总经理、招商银行（600036）董事、招商轮船（601872）董事。

谢亚轩：南开大学经济学学士、硕士和博士学位。现任招商证券（香港）研究部高级分析师，负责宏观经济研究。

赵文利：南开大学经济学学士学位、硕士学位和香港大学经济学博士学位。现任招商证券（香港）研究部高级分析师，主要从事宏观策略研究。

孙彬彬：复旦大学经济学博士。现任招商证券研究发展中心宏观经济分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。