

日本震后经济前景分析： 复苏无碍，财政无忧，全球通胀加剧

要点

- ◆ 如核泄漏可控，下半年重建需求将拉动日本经济强劲反弹。95年阪神地震重创日本重要港口和工商业中心，本次地震波及的三县地处山区，主要产业以农、渔业为主，约占日本第一产业的8.2%，二、三产业占比仅分别为4.1%和3.9%。地震对日本核心制造业的资本和产能冲击相对较小，对建筑破坏十分有限，约为95年的12%。预计直接经济损失小于阪神地震的10万亿日元，重建费用占GDP比重约2%，政府额外财政支持上限不会超过95年的5.2万亿日元。

如核泄漏可控，灾后重建将给大批日本企业打开了投资空间，并且金融危机给日本经济所遗留的就业压力也会得到缓解，预计日本经济将会在下半年（特别是四季度）出现比较强劲的反弹。

- ◆ 三大因素决定灾后重建支出不会引发日本财政危机。第一，日本政府债务规模庞大，约为GDP的两倍，预计重建引发的额外负债仅相当GDP的1%，增量甚微。第二，日本拥有大量的海外资产储备，约占GDP的60%，私人部门的富裕财力足以填补政府的额外负担。第三，日本国债的95%为内债，额外的债务最终将以显性或隐形（通胀）的税收形式被国内消化。
- ◆ 日本地震在供给端对全球经济的冲击无碍复苏大势。日本地震对全球经济在供给端的冲击远大于需求端，而暂时的供给短缺也可以被其他工业国所弥补，不会造成全球生产链中断的情况，对全球经济持续复苏的影响也将有限。
- ◆ 短期日元升幅有限，中长期进入贬值通道。G7国家联合干预汇市，这将对冲部分日元回流本土的影响，短期日元升幅有限。中长期三大因素导致外汇市场中日元供给增加，推动日元进入贬值通道：第一，央行紧急注入大量流动性；第二，日元以套息资金形势重返市场；第三，赈灾造成进口需求增强，经常账户顺差缩水。
- ◆ 日本核泄漏将在中长期推升传统能源价格，加剧全球通胀压力。此次地震引发的日本核泄漏或导致全球核电建设进程放缓，假设核电供应中断占日本总核电量的25%-40%，如果中断的部分50%由煤炭发电供应，另外50%由石油发电供应。则对应日本动力煤需求增长1556-2490万吨，最高占全球动力煤贸易总额的3.5%，对国际动力煤市场带来比较大的压力。对应日本日均原油需求增加14.26-22.82万桶，目前全球剩余日均石油产能不足600万桶，扣除利比亚动荡所造成原油减产影响，实际剩日均余产能约400万桶，日本的新增需求约占全球剩余产能的5.5%。因此日本原油需求的增加对国际原油市场也带来较大的压力。

中长期来看，如果全球的核电发展受阻，那么经济发展对石油、煤炭等传统化石资源的依赖将会重新扩大，需求将会加速上升，从而导致供给吃紧，推动价格走高。

证券分析师：高利
执业编号：S0360209120018

联系人：何珮
Tel: 0755-82027518
Email: hepei@hczq.com

相关研究报告

- 《非洲和中东政局动荡或将加剧全球通胀压力》 2011-01-31
- 《三大风险升温导致新兴市场股市下跌 - 通胀失控、货币政策超调、经济增速放缓》 2011-02-13
- 《非洲政局动荡再次升级，原油及黄金价格飙升》 2011-02-22
- 《高油价冲击：中美货币政策或再度转向》 2011-03-02

正文目录

一、	重建需求将会拉动日本经济摆脱灾后低迷，不会引发日本财政危机.....	3
1.	本次地震对日本直接冲击要小于 1995 年阪神地震.....	3
2.	灾后重建负担不会引发日本财政危机.....	4
3.	核泄漏的间接影响超过阪神地震，重建需求将会拉动经济摆脱灾后低迷.....	5
二、	日本地震对全球经济的冲击主要在供给端，日元中长期趋势走贬.....	6
1.	日本地震对全球经济在供给端的冲击大于需求端.....	6
2.	短期日元难大幅升值，中长期将进入贬值趋势.....	9
三、	日本核泄漏将造成全球经济对传统能源的依赖将会重新扩大.....	10
1.	资源贫瘠推动日本大力发展核电.....	10
2.	日本核泄漏或导致全球核电建设进程放缓.....	11
3.	核电发展受阻将促进全球对原油等传统能源的需求加速上升.....	13

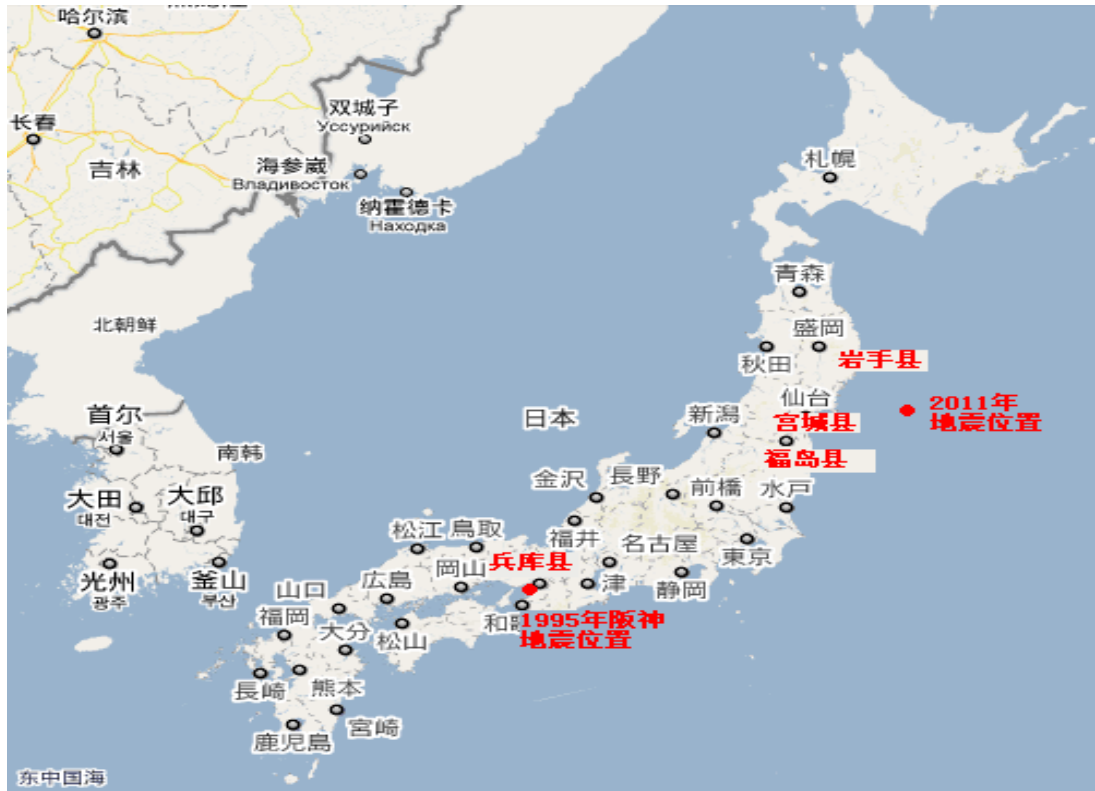
图表目录

图表 1	日本两次地震主要受灾区域.....	3
图表 2	2011 年岩手、宫城和福岛三大主要受灾县占日本经济产值比重与 1995 年阪神地震对比.....	3
图表 3	1995 年日本阪神与本次地震对比.....	4
图表 4	1995 年日本阪神地震直接经济损失（十亿日元）.....	4
图表 5	七大工业国税收总额占各国 GDP 比重.....	5
图表 6	1995 年阪神地震后日本工业产出短暂终止，快速反弹.....	6
图表 7	1995 年阪神地震后，重建需求拉动日本经济加速反弹.....	6
图表 8	日本 GDP 占全球 GDP 比重回落（%）.....	7
图表 9	日本实际 GDP 增速及各组成分项对增速贡献.....	7
图表 10	日本进口占全球进口比重回落（%）.....	8
图表 11	日本主要进口贸易伙伴对日本的依赖度降低.....	8
图表 12	日本的主要出口国从欧美转向亚洲.....	9
图表 13	日本出口占全球出口额比重回落（%）.....	9
图表 14	日元对美元汇率历史走势.....	10
图表 15	日本及全球一次能源使用结构.....	10
图表 16	日本一次能源结构历史变化.....	11
图表 17	日本原油需求对外依存度.....	11
图表 18	日本电力生产结构.....	12
图表 19	日本核电站分布图.....	12
图表 20	石油及动力煤替代需求敏感性分析.....	13

一、重建需求将会拉动日本经济摆脱灾后低迷，不会引发日本财政危机

日本于 2011 年 3 月 11 日，当地时间 14 时 46 分发生里氏 9.0 级地震，地震引发海啸及核泄漏，此次地震强度为日本 1923 年关东大地震以来震级最高的一次，对日本东北部岩手、宫城和福岛三县造成了严重的经济损失及人员伤亡。

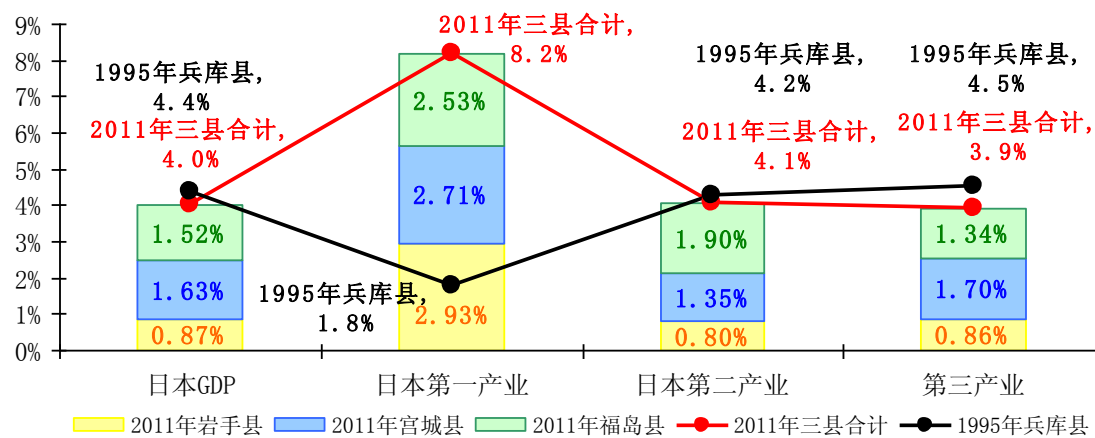
图表 1 日本两次地震主要受灾区域



资料来源：谷歌地图，华创证券

1. 本次地震对日本直接冲击要小于 1995 年阪神地震

图表 2 2011 年三大主要受灾县占日本经济产值比重与 1995 年阪神地震对比



资料来源：Cabinet Office of Japan, National Bureau of Statistics of Japan, 华创证券

若不计核泄漏引发的后续问题，与 1995 年阪神地震对比，我们认为本次地震的直接影响要相对较小。1995 年阪神大地震中受损最严重兵库县是日本最重要港口和工商业中心之一，主要产业以第二和第三产业为主，分别占日本二、三产业总产值的 4.1%和 4.5%。该地区人口密度高，经济活动及基础设施高度密集，仅兵库县一县的经济产值就占日本当时经济总产

值的 4.4%。而本次地震和海啸主要波及的地区是日本的东北部沿海，地处山区，人口密集度低，地理位置不如东京与大阪之间的太平洋工业区重要。受损最严重的岩手、宫城和福岛三县的加总的经济产值占日本经济总产值仅为 4.0%，并且其中区域中的最大产业为第一产业（农林牧副渔），约占日本第一产业产值的 8.2%，第二产业（采掘、制造业和建筑业）占比约为 4.1%，第三产业的占比约为 3.9%（见图表 1 至 2）。因此，虽然丰田、日产和索尼等大型企业在该地区设有不少工厂，但从总量上来看，本次地震对日本经济支柱的制造业资本及产能的直接冲击要小于阪神地震。

1995 年阪神地震的直接经济损失约为 10 万亿日元，重建费用约占日本当时 GDP 比重的 2.5%。其中，建筑和海港的损失最为严重，分别占总直接经济损失的 58.4%和 10.1%（见图表 4）。而根据日本警察厅（National Police Agency）在 3 月 24 日的统计报告，在本次地震中损毁和倒塌的建筑综述大约是阪神地震的 12%。即便考虑到本次地震对供电设施和农田的损伤更为严重，但预计直接经济损失要小于阪神地震的 10 万亿日元，重建费用占日本 GDP 比重小于 2%，占日本国名净财富的比重不到 1%（见图表 3）。

图表 3 1995 年日本阪神与本次地震对比

	受灾地域面积占比	受灾地域 GDP 占比	受灾地域主要产业	直接经济损失（日元）	重建费用占 GDP 比重
1995 年阪神地震	7.20%	4.40%	重要港口和工商业中心	约 10 万亿	约 2.5%
2011 年地震海啸	9.51%	4.02%	农业山区、核电站、半导体及部分汽车配件	预计小于 10 万亿	预计约 2.0%

资料来源: Hyogo Prefecture 1995, Cabinet Office of Japan, National Bureau of Statistics of Japan, 华创证券

图表 4 1995 年日本阪神地震直接经济损失（十亿日元）

	损失金额	占比
建筑	5800.0	58.4%
铁路	343.9	3.5%
高速公路	550.0	5.5%
公共设施（除高速）	296.1	3.0%
海港	1000.0	10.1%
土地开垦	6.4	0.1%
教育设施	335.2	3.4%
农林牧渔业	118.1	1.2%
医疗福利	173.3	1.7%
垃圾污水处理	4.4	0.0%
供水	54.1	0.5%
供电供气	420.0	4.2%
通讯设施	120.2	1.2%
工商业重建	630.0	6.3%
其他公共设施	75.1	0.8%
总计	9926.8	100.0%

资料来源: Hyogo Prefecture 1995

2. 灾后重建负担不会引发日本财政危机

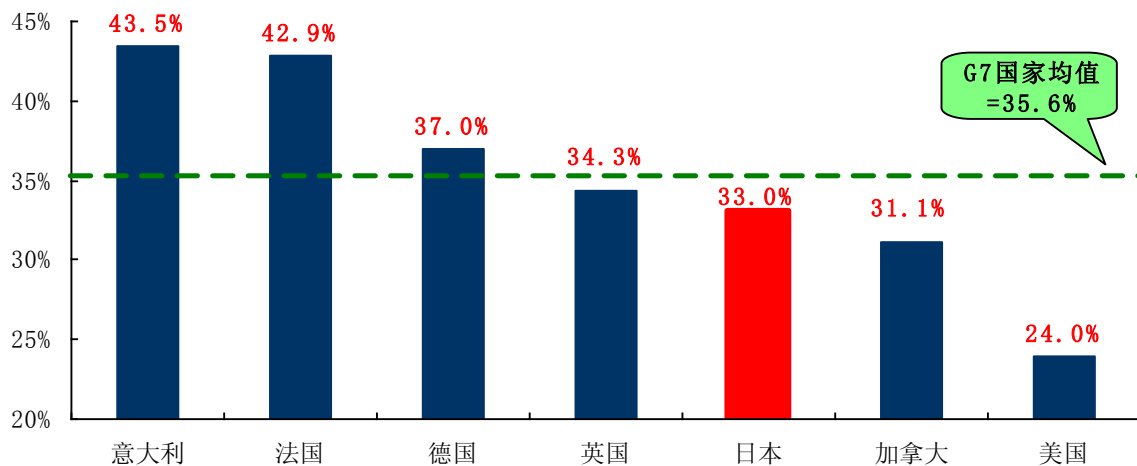
我们认为灾后重建不会引发日本财政危机，主要原因有三点：

第一，相对日本庞大财政规模，灾后重建引发的额外负担占比不大。与阪神大地震相关的日本财政支出在五年内共计 5.2 万亿日元。如与我们的判断相符，本次地震的直接经济损失要小于阪神地震，那么预计对日本政府造成的额外财政负担的上限约在 5 万亿日元，相当于日本一年 GDP 的 1%，如分摊五年，则平均每年占 0.2%。而根据 OECD 去年 10 月的预测，2011 日本政府债务总额约占其 GDP 的比例达到 204%，债务净额占比约为 120%，财政赤字占比约为 7.5%。因此，与这些庞大的数据相比，即便加上地震对日本财政收入的影响（尚难以评估），这些额外的支出对日本的财政实力不会造成重大影响（资料来源：Ministry of Finance of Japan，华创证券）。

第二，日本是世界的第一大债主，拥有大量的海外资产储备，私人部门的富裕财力足以填补政府的额外负担。截至 2010 年底，日本海外净资产储备达到 3.6 万亿美元，约占其 GDP 的 60%，其中金融净资产储备达到 1.1 万亿美元，约占其 GDP 的 18%（资料来源：OECD，IMF，National Bureau of Statistics of Japan）。

第三，不同于南欧小猪四国的主权债务主要为外债，而日本政府债务的 95% 为国内债务，对于内债国家来说，额外的债务最终将以显性或隐形的税收形式被国内消化消化。首先，所谓隐形手段是指央行通过增发货币的形式推升通胀，降低政府债务的真实价值，这对连年陷入通缩的日本来说也并非一件坏事，其次，目前日本全社会的税收不重，税收总额占其 GDP 比重约为 33.0%，低于 G7 国家 35.6% 的均值，因此增税应不至困难（见图表 5）。

图表 5 七大工业国税收总额占各国 GDP 比重

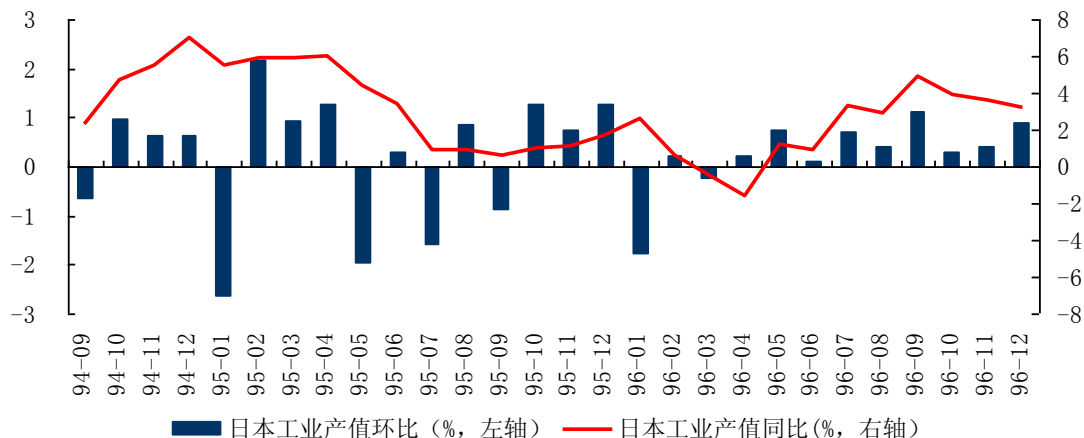


资料来源：OECD

3. 核泄漏的间接影响超过阪神地震，重建需求将会拉动经济摆脱灾后低迷

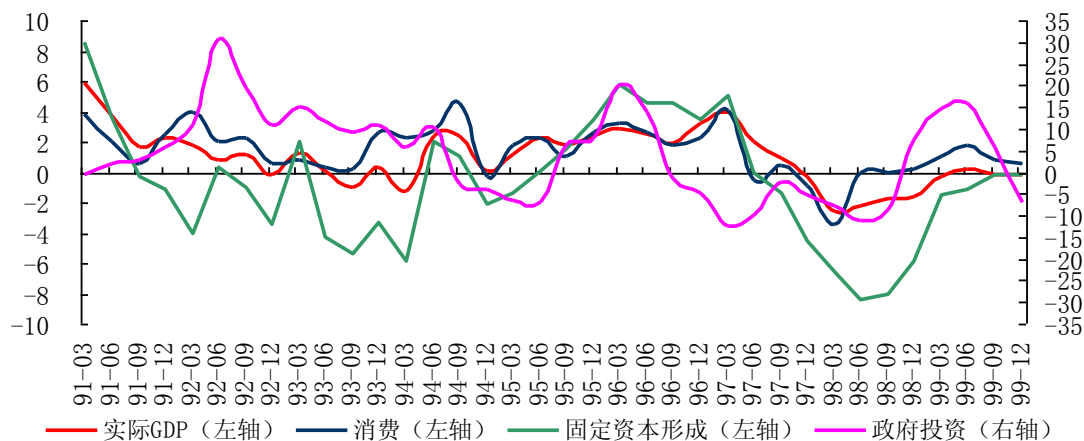
如果仅仅是单纯地震导致社会电力供应告急、运输网络中断、以及企业停产检修设备，这样所造成的经济活动终止通常只是暂时的，并且灾后重建又将拉动经济加速增长。从 1995 年 1 月阪神地震后的经验来看，日本工业产出在当月大幅下跌 2.6% 之后，但随即由于复产之后库存的重建等因素影响，工业产值连续三个月加速反弹（见图表 6），同时在此后的两年中因灾后重建带来了私人部门固定资产形成及政府投资的高速增长（见图表 7）。

图表 6 1995 年阪神地震后日本工业产出短暂终止，快速反弹



资料来源: Ministry of Economy, trade and Industry of Japan

图表 7 1995 年阪神地震后，重建需求拉动日本经济加速反弹



资料来源: Cabinet Office of Japan

但由于核泄漏问题，本次地震对日本经济的间接影响要超过阪神地震，同时经济也难以出现阪神地震后的快速反弹。核泄漏引发的辐射将导致日本不得不进行人口和企业生产活动的大规模迁移，有些企业可能永久性的从日本本土移出。1986 年前苏联的切尔诺贝利核电站发生爆炸之后，周围 30 公里以内设为隔离区，超过 33 万居民被迫撤离，福岛核电站距离东京仅约 220 公里，核辐射也将极大的影响这部分地区的生活和生产活动的恢复。

整体来看，预计本次地震以及地震引起的海啸、核泄漏对日本经济的影响将持续 1 至 2 个季度，今年上半年（尤其是二季度经济）将会出现缩水。但是灾后重建将给大批日本企业打开了投资空间，并且金融危机给日本经济所遗留的就业压力也会得到缓解，预计日本经济将会在下半年（特别是四季度）出现比较强劲的反弹。

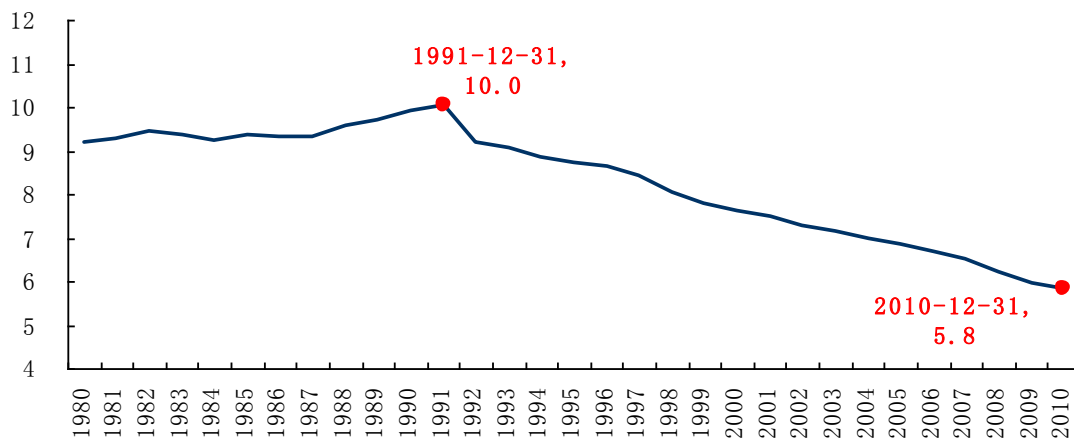
二、 日本地震对全球经济的冲击主要在供给端，日元中长期趋势走贬

1. 日本地震对全球经济在供给端的冲击大于需求端

日本虽然是全球第三大经济体，但是近二十年来，日本在全球经济活动中的重要性却日渐下滑。日本 GDP 占全球 GDP 的比例从 1991 年 10% 的高点下滑至 2010 年的 5.8%（见图表 8）。这一方面是受到了中国和印度等新兴经济体的竞争挤压，而更重要的是从上世纪 90 年代以

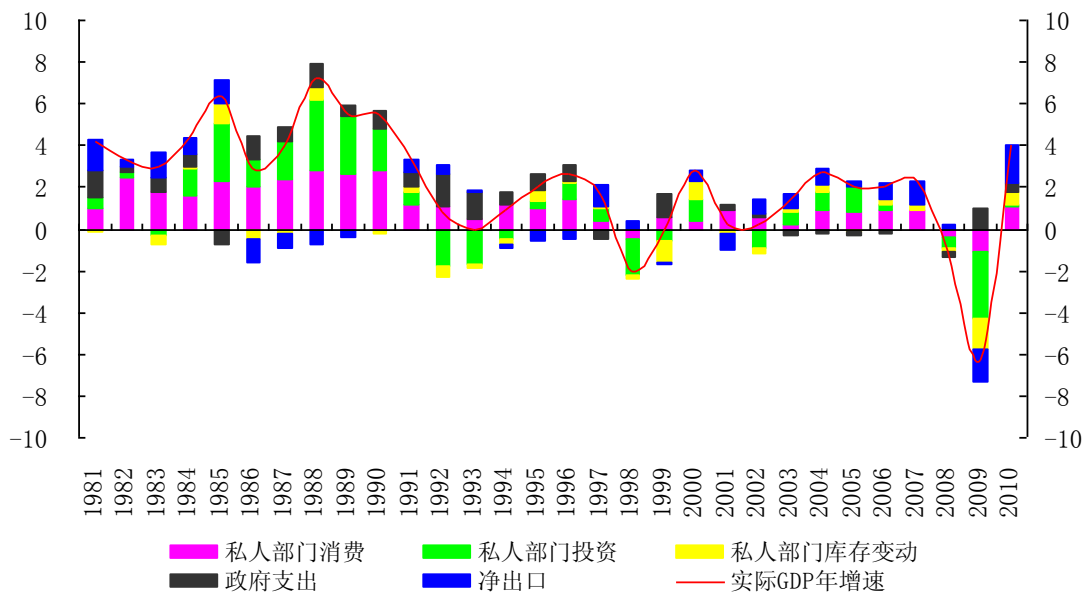
来，日本人口老龄化导致的消费能力下降和劳动力成本上升，其国内的生产和投资活动都以外需为主导，上世纪 90 年至今日本私人部门消费对 GDP 增长的贡献要远低于 80 年代，出口和与出口相关的投资活动成为了经济增长的主要驱动力（见图表 9），这使得目前日本经济在更加依赖外需的同时，其他国家对日本经济内需的依赖却在减弱。日本进口额占全球进口额的比重从 1985 年 7% 的高点已经下滑至目前的 4.2%（见图表 10），并且日本主要贸易伙伴的出口对日本进口的依赖程度要大为降低了（见图表 11）。因此，地震造成的日本境内短期经济活动受阻在需求端对全球经济的影响力度较弱。

图表 8 日本 GDP 占全球 GDP 比重回落（%）



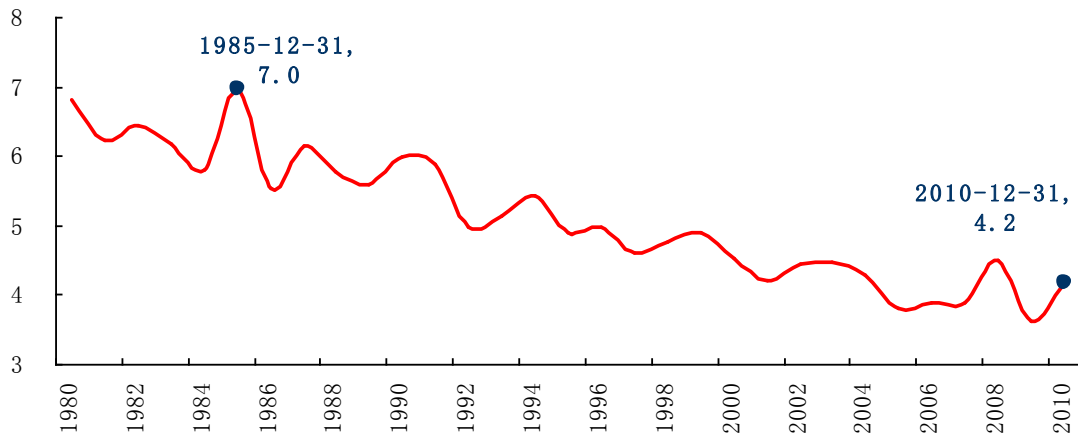
资料来源: IMF World Economic Outlook database, Ministry of Finance of Japan

图表 9 日本实际 GDP 增速及各组成成分项对增速贡献



资料来源: Cabinet Office of Japan

图表 10 日本进口占全球进口比重回落 (%)



资料来源: IMF World Economic Outlook database, Ministry of Finance of Japan

图表 11 日本主要进口贸易伙伴对日本的依赖度降低

1994 年				2009 年			
		日本从该国 进口额 (百万美元)	占该国 出口比重			日本从该国 进口额 (百万美元)	占该国 出口比重
1	美国	52,842	13%	中国	122,536	10%	
2	印尼	12,744	50%	美国	60,487	6%	
3	澳大利亚	12,359	32%	澳大利亚	34,737	23%	
4	中国	12,057	19%	沙特	29,204	17%	
5	韩国	11,743	17%	阿联酋	22,723	19%	
6	德国	11,642	3%	韩国	21,986	6%	
7	沙特	10,495	24%	印尼	21,817	19%	
8	阿联酋	9,083	41%	德国	16,764	1%	
9	加拿大	8,566	7%	马来西亚	16,732	11%	
10	法国	7,613	4%	泰国	16,029	11%	

资料来源: IMF Direction of Trade Statistics

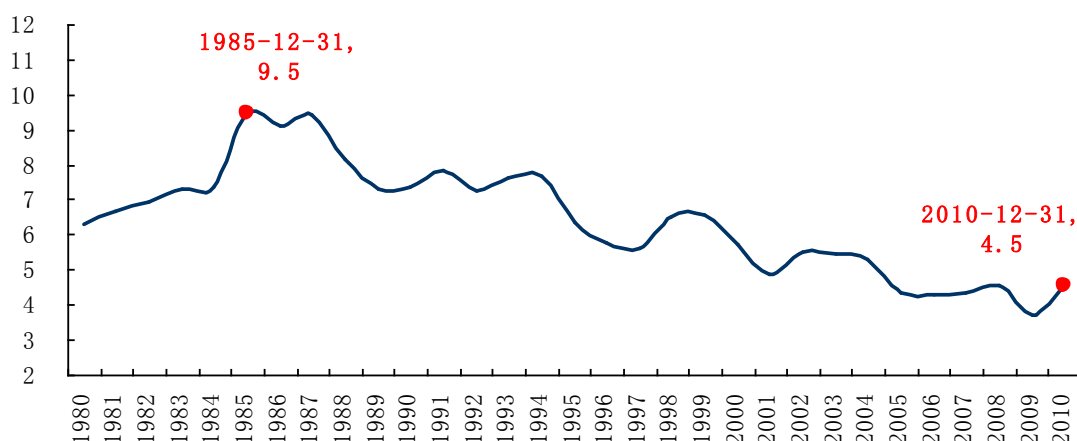
日本地震对全球经济的冲击主要在供给端。近 20 年来,亚太国家已经逐渐取代欧美成为了日本的主要出口国(见图表 12),但是在日本向亚太国家商品出口总额中仅有约 18%是最终消费品,其余 82%为资本品和半成品(资料来源:Ministry of International Affairs and Communication of Japan)。这主要是由于在整个亚太经济逐渐一体化的过程中,已经有一大部分日本制造业企业将其中低端的组装制造转移到劳动力成本更低的其他亚太国家,仅仅在本土保留高端的核心部分。这使得亚太新兴国家参与进国际分工,成为全球产业链中关键的一个环节,但这一组装生产环节的的稳定十分依赖于日本在高端零件方面的供给。因此,即便日本出口占全球总出口额的比重在下降,从 1985 年占全球比重的 9.5%下滑至当前的 4.5%(见图表 13),日本在全球商品供给中依旧扮演着至关重要的角色。在日本的部分制造业产出受地震影响而中断的这段时间中,全球商品供应量的确会面临一定程度的冲击,但这种冲击毕竟是短期的,同时对有能力生产可替代产品的新兴工业国来说,这未尝不是一个侵占市场份额的际遇。

图表 12 日本的主要出口国从欧美转向亚洲

1994 年				2009 年			
		日本向该国 出口额 (百万美元)	占日本 出口比重		日本向该国 出口额 (百万美元)	占日本 出口比重	
1	美国	91,121	32%	中国	109,632	19%	
2	德国	17,926	6%	美国	95,343	16%	
3	韩国	17,500	6%	韩国	47,237	8%	
4	香港	13,106	5%	香港	31,875	5%	
5	英国	10,817	4%	泰国	22,259	4%	
6	新加坡	10,739	4%	新加坡	20,702	4%	
7	泰国	9,150	3%	德国	16,653	3%	
8	澳大利亚	6,926	2%	荷兰	13,518	2%	
9	加拿大	6,737	2%	马来西亚	12,864	2%	
10	荷兰	6,178	2%	巴拿马	12,825	2%	

资料来源: IMF Direction of Trade Statistics

图表 13 日本出口占全球出口额比重回落 (%)



资料来源: IMF World Economic Outlook database, Ministry of Finance of Japan

2. 短期日元难大幅升值，中长期将进入贬值趋势

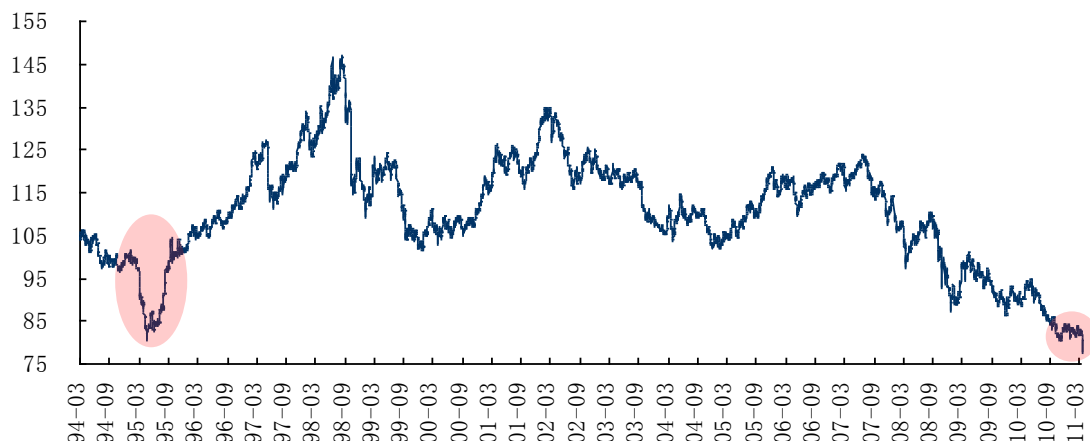
地震发生后，日元汇率出现了大起大落。日元兑美元汇率一度上涨至 76.43 比 1 的历史高点。这一方面是由大量灾后重建资金与保险支付资金回流日本，外汇市场对日元需求陡然扩大。另一方面，每年 3 月底 4 月初是日本的会计年度结算期，许多日本跨国企业往往在此时将资金汇回国内，这与地震后资金回流形成叠加效应。

为缓解市场流动性紧张局面，稳定市场情绪，日本中央银行连续向金融系统注资，截至 3 月 18 日，立即注资规模已达 34 万亿日元。此外，在 3 月 18 日美、英、德、法、意、加同时协同日本央行出资干预汇市，以稳定日元。这使得目前日元兑美元汇率重新回落至 81 比 1 的水平。受此影响，我们认为短期看日元将不会出现 1995 年地震后暴涨 20% 的局面。

中长期来看，三大因素将促使日元进入一轮贬值趋势。第一，日本央行紧急注入了大量流动性。第二，地震将使得日本维持零利率的时间继续向后推迟，一旦日本灾后局势稳定下来，日元将重新作为套息资金回流全球资本市场。第三，灾后重建意味着进口需求的增强，

经常账户顺差缩水。这三方面因素均会在外汇市场中造成日元的供给的上升，推动日元走贬。

图表 14 日元对美元汇率历史走势



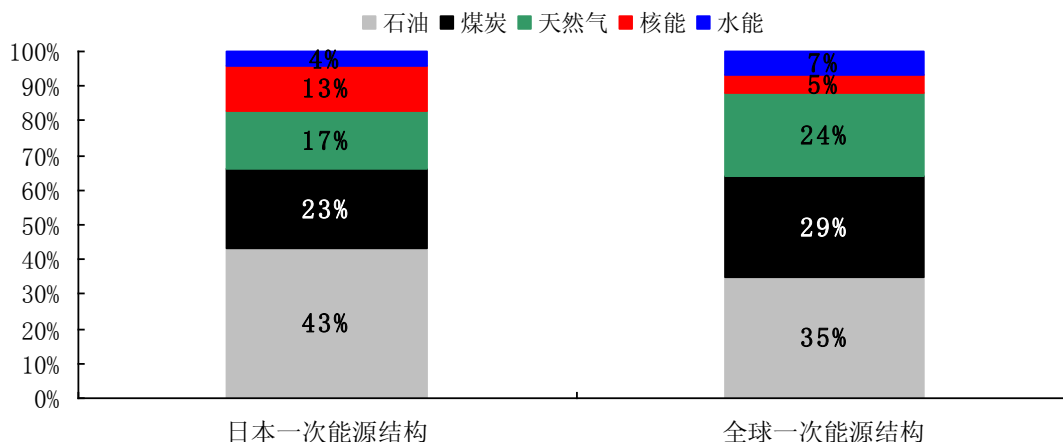
资料来源: Bloomberg

三、日本核泄漏将造成全球经济对传统能源的依赖将会重新扩大

1. 资源贫瘠推动日本大力发展核电

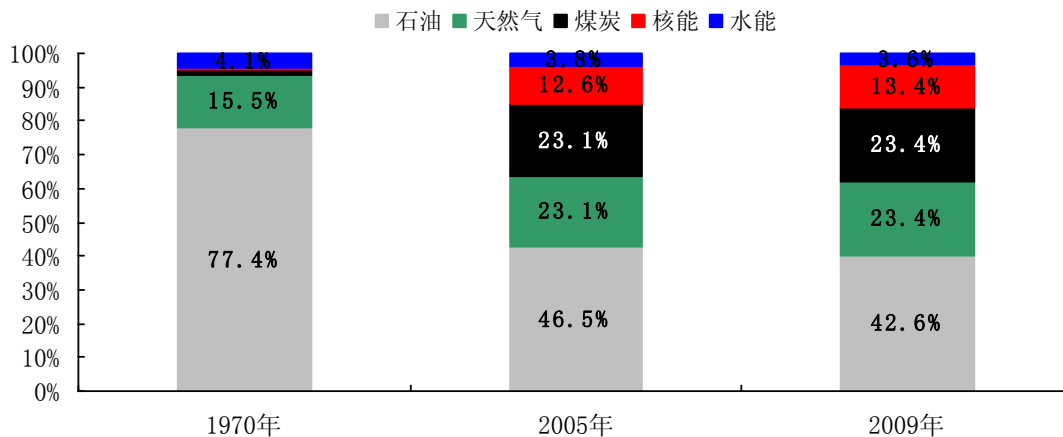
在日本一次能源的使用结构中，石油消耗比重是最高的，占其总消耗量的 43%。但是，从历史数据上来看，石油的消费比例呈不断的下降趋势，在 1970 年的比例曾经达到 77.4%。这主要是由于日本传统的化石资源短缺，石油消费高度依赖进口，目前的依存度约为 80%。受国内资源匮乏的制约，日本十分注重新能源的开发和利用，特别是在核能方面，占其一次能源使用结构的比重已经从 1970 年的 0.6% 上升至目前的 13.4%，要高于全球平均 5% 的比重，是全球第三大核能利用国，2009 年核能利用量 274.6TWh，占全球核能利用量的 10%（见图表 15 至 17）。

图表 15 日本及全球一次能源使用结构



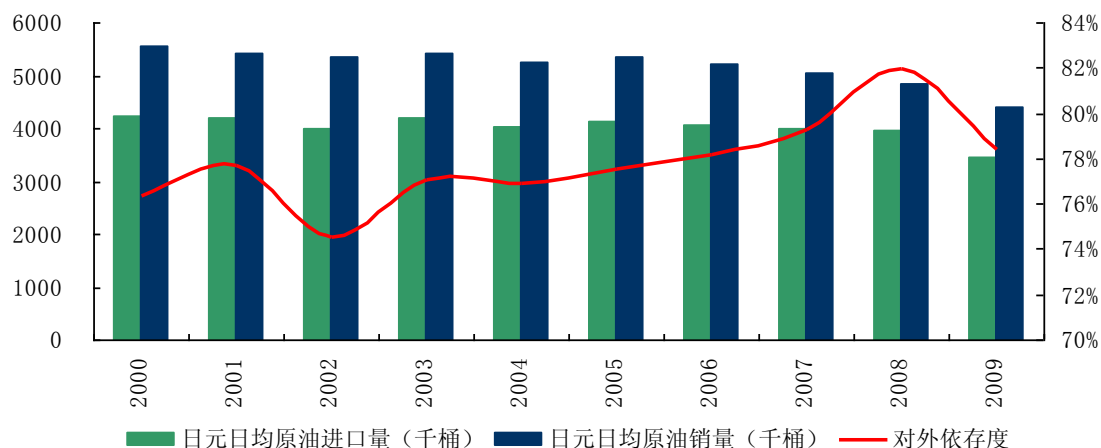
资料来源: 2010 Japan Statistical Yearbook, 2010 British Petroleum Statistical Review Research, 华创证券

图表 16 日本一次能源结构历史变化



资料来源: 2010 Japan Statistical Yearbook, 2010 British Petroleum Statistical Review Research, 华创证券

图表 17 日本原油需求对外依存度



资料来源: 2010 British Petroleum Statistical Review Research, 华创证券

2. 日本核泄漏或导致全球核电建设进程放缓

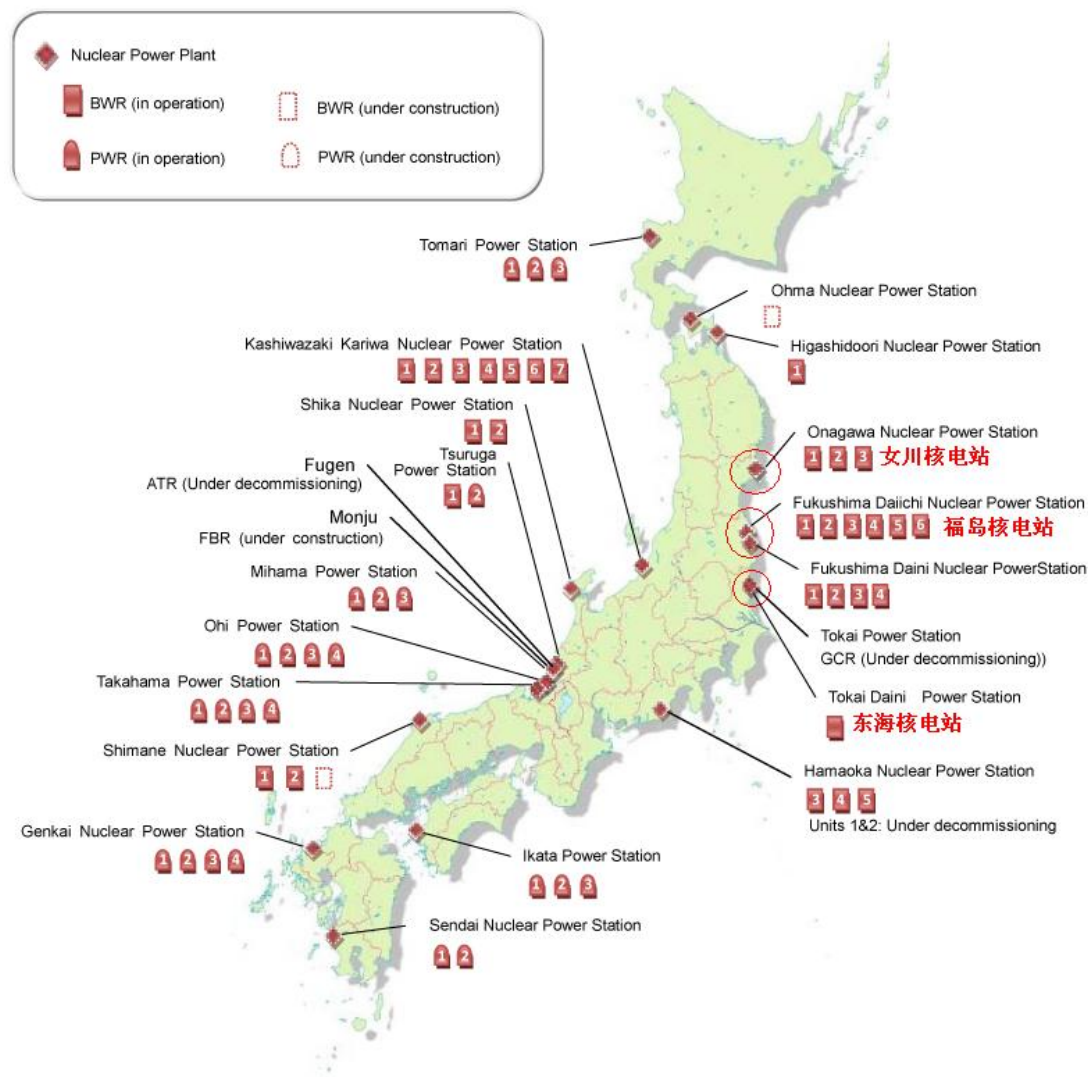
截至 2008 年底, 日本共设 17 座核电站, 55 台核电机组, 装机容量为 4.79 亿千瓦 (资料来源: Japan Electric Association)。3 月 11 日地震及海啸过后, 福岛第一核电站、福岛第二核电站、女川核电站、东海第二核电站受损严重, 其中福岛第一核电站 1 号、2 号、3 号、4 号机组相继发生爆炸, 并发生放射性物质外泄 (见图表 19)。为预防余震造成核电站危机的扩大, 日本境内 55 台核电机组全部关闭, 对应日本电力损失约为 28% (见图表 18)。

图表 18 日本电力生产结构

	2008 年	2009 年	2010 年
煤炭	26.6%		
石油	12.9%		
天然气	26.2%	64.5%	62.9%
生物燃料	1.4%		
垃圾	0.7%		
核能	23.9%	26.5%	27.8%
水电	7.7%	8.1%	8.6%
地热	0.3%		
风能	0.2%	0.8%	0.8%
其他	0.2%		
合计	100.0%	100.0%	100.0%

资料来源: IEA, 华创证券

图表 19 日本核电站分布图



资料来源: IEA, 华创证券

我们认为此次地震引发的日本核泄漏或导致全球核电建设进程放缓。首先,核电的审批或将更为严格,一些在计划中的核电项目可能因此被推迟或取消。其次,安全级别提升或不同技

术路线的选择将大大增加核电项目的成本，这亦将抑制各国企业投资核电的热情。从历史经验上来看，1986 年切尔诺贝利核事故之后，欧洲进入了一个长达 20 年的核电发展的严冬期。1979 年三里岛核电事故之后，美国在 30 年内没有新建核电站。在 2010 年国际能源署（IEA）曾预测到 2050 年时，核电的重要性只会略有上涨，占世界能源消耗的比重从目前的 6% 升至 8%，但日本核泄漏事故发生后，该机构在 3 月 15 日指出受到这个事件的影响，核电的发展甚至连如此之低的增长率都难以实现。以下为日本核泄漏之后，主要核能国家对核电建设的态度：

- ◆ 美国：议员呼吁美国的核电发展应该减速。
- ◆ 中国：国务院宣布，暂停审批新的核电项目。
- ◆ 英国：要求现有及计划建设的核电站全面检查。
- ◆ 德国：暂停国内 17 座核电站中的 7 座核，在对本国核能政策历时 3 个月的评估期间。
- ◆ 法国：绿党议员纷纷发出放弃核电工业的呼吁。
- ◆ 瑞士：暂停了三个新反应堆的审批。
- ◆ 泰国：称将暂时停止建设核电站计划。
- ◆ 印度：重新审查现有的核能发展计划。

3. 核电发展受阻将促进全球对原油等传统能源的需求加速上升

图表 20 石油及动力煤替代需求敏感性分析

核电中断范围假设	5%	25%	30%	40%	50%	100%
影响电力供应	1.39%	6.95%	8.34%	11.12%	13.90%	27.80%
石油发电替代比例 50%						
石油发电需求增加	5.8%	29.0%	34.8%	46.5%	58.1%	116.1%
年度石油需求增加（1000 千升）	1,193	5,965	7,158	9,544	11,931	23,861
日均石油需求增加（万桶）	2.85	14.26	17.11	22.82	28.52	57.04
煤炭发电替代比例 50%						
煤炭发电需求增加	2.75%	13.77%	16.52%	22.03%	27.54%	55.08%
煤炭需求增加（万吨）	311	1556	1867	2490	3112	6224

资料来源：华创证券测算

根据日本 2008 年的发电结构，2009 年的日本动力煤及石油发电消耗数据，我们对地震影响核电供应中断做假设分析：假设核电供应中断的范围 25%-40%。假设核电供应中断的部分 50%由煤炭发电供应，另外 50%由石油发电供应。

则对应日本动力煤需求增长 1556-2490 万吨，2009 年国际动力煤贸易市场总量为 7 亿吨，日本的新增需求最高占全球动力煤贸易总额的 3.5%，对国际动力煤市场带来比较大的压力。

对应日本日均原油需求增加 14.26-22.82 万桶，目前全球剩余日均石油产能不足 600 万桶，扣除利比亚动荡所造成原油减产影响，实际剩日均余产能约 400 万桶，日本的新增需求约占全球剩余产能的 5.5%，因此日本原油需求的增加对国际原油市场也带来较大的压力。

中长期来看，如果全球的核电发展受阻，那么经济发展对石油、煤炭等传统化石资源的依赖将会重新扩大，需求将会加速上升，从而导致供给吃紧，推动价格走高。

就国际原油价格来讲，日本震后国际原油价格出现了连续三日的回落，这主要是由于地震造成部分原油处理产能的停产，部分需求出现短时间的突然中断（本次地震使得日本约有每日130万桶原油处理产能停产，这占全球日均原油进出口贸易的2%）。但是自然灾害所造成的需求中断通常都是暂时性的，经济复产后灾后重建及库存回补通常会拉动需求快速回升。更为重要的是，预计日本核泄漏所引发的全球经济对传统能源依赖度的回升也将在未来逐渐拉动原油需求增长。

在原油供给端，**中东及北非局势依旧动荡不安**：在中东，巴林的冲突升级使得政府宣布全国部分地区将实行宵禁。而沙特对巴林国内动荡的武装介入又加剧了该区域中什叶派穆斯林抗议者与逊尼派政府之间的矛盾。在北非，利比亚内战的不断升级最终导致了国际社会的介入，3月19日英、美、法盟军开始军事打击卡扎菲政权。我们认为即便在欧美等国的配合下，这场颠覆卡扎菲独裁政府的政治运动最终成功，新政府和新的次序的建立还需要较长时间，国家的稳定难以保证，流失的资本和原油行业专家造成了其国内石油产能恢复缓慢。目前利比亚每日的原油供应已经从每日200万桶下降至每日40-70万桶，若利比亚石油供应长期中断，全球剩余产能将从600万桶缩减至400万桶/天左右，**原油供应的风险抵抗能力将大大降低**。

因此，核泄漏导致原油需求的扩大与中东及北非动荡导致原油供给端的冲击将推动原油价格长期维持在高位。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息，准确表述了分析师的个人观点；分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

利益冲突披露事项

华创证券研究所

地址：北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层
邮编：100036
传真：010-59370801