

强震震动日本经济，日元将步贬值周期

——日本 3.11 地震专题研究

国海证券研究所

邹璐

SAC 执业证书编号: S0350210090008

二〇一一年三月

结 论

- ◆ 3 月 11 日日本东北部发生 9 级地震，与 1995 年阪神大地震相比，由于这次地震引发海啸及核泄漏，直接经济损失更大，预计达到 GDP 的 2.5%-4%，灾后恢复时间也将更长。在目前日本政策空间受限，而私人消费和投资的信心受 2008 年金融危机影响仍较为低迷的背景下，我们认为灾后重建对于经济的拉动作用将弱于 1995 年，灾后经济恢复也将更为艰难。预计这次地震短期将导致日本经济增速的下滑，而长期更是拖累日本经济复苏进程，间接也对全球经济造成一定负面影响，不过由于日本经济占全球经济的比重持续降低，2009 年按购买力平价计算为 6%，总体对全球经济影响很小。
- ◆ 关于日本灾后重建资金的来源，我们比较了通过抛售美国国债等海外资产、收税、开动印钞机以及继续发行国债四个资金渠道，认为继续通过发行国债来筹集资金的可能性最大。因为虽然日本国债占 GDP 的比重已近 200%，但是日本国债 95% 都是国内投资者购买，且具有长期持有的倾向，这使得日本发生债务危机的可能性较小。而至 2009 年末日本高达 1440 万亿日元的国民储蓄，也一定程度上保障了国债继续发行的能力。
- ◆ 1995 年日本阪神地震后半年内日元快速升值 16%，目前多数机构都认为其源于日本海外资本回流支持灾后重建所致，由此认为这次地震后日元也将快速升值。事实上，当时快速升值的深层次原因在于当时的日美贸易纷争。而这次日本地震发生后，虽然短期内由于风险因素日元出现较快升值，但是考虑到日元快速升值将严重影响日本出口，进而导致日本经济出现快速下滑风险，日元并不具备快速升值基础。同时考虑到日本灾后重建需要大量进口，预计短期内日元也难以出现单边大幅贬值。从中长期看，我们则认为日元将步入贬值周期。一方面，日本经济相比其他国家复苏将更为艰难，财政负担更为繁重；另一方面，日本预计仍将较长期维持低利率水平，而美国随着经济复苏将逐步提高利率，由此日元将重新沦为主要套息货币，从而将日元重新带入贬值周期。
- ◆ 在对全球通胀的影响方面，虽然日本在全球原油进口及消费中的比重持续下降，而且经济恢复也将不如 1995 年，但是这次地震导致核电站受损带来近 6% 的电力供应缺口，且短时间内难以恢复，其将直接加大日本对煤炭、石油、天然气等传统能源的需求，从而带动大宗商品价格上涨。而灾后重建的启动，也将加大日本对石化能源、钢铁、农产品等原材料的进口，从而支撑全球大宗商品的价格，一定程度上加大全球通胀压力。
- ◆ 在对中国经济影响方面，日本发生大地震对中国的进出口影响最大，但该影响较为短期，中期影响总体有限。且由于进出口在中国 GDP 中的贡献率占比较小，因此，此次日本地震对中国经济影响小。不过由于受日本地震影响，石化能源及农产品的价格未来可能走高，一定程度上加大中国的输入性通胀压力。
- ◆ 在对中国行业影响方面，虽然日本地震给多数行业带来不利影响，但是也对中国的部分行业构成利，如与日本有竞争性关系的钢铁行业，占日本进口比重较大的食品、纺织行业，受益于价格上涨的原油、煤炭行业，以及因核危机导致核电发展进程放慢从而受益的太阳能和风能行业等。

目 录

第一部分 日本地震将拖累日本复苏，间接影响全球经济	4
一、这次地震导致的经济损失比 1995 年更大	4
二、工业生产和进出口首当其冲	4
三、灾后重建对经济的拉动将弱于 1995 年	6
四、国债发行仍将是重建资金的主要来源	8
第二部分 对日元及全球通胀的影响	10
一、日元未来将步贬值周期	10
1995 年上半年日元快速升值的深层次原因在于日美贸易纷争	10
日本疲弱的经济状况及较长期仍将维持低利率，日元未来更趋于贬值	11
二、一定程度加大全球通胀压力	12
电力缺口，导致日本对石化能源需求加大，将对国际能源价格有一定推动	12
灾后重建，将拉动对大宗原材料需求，带动相关价格上升	13
第三部分 日本地震对中国经济的影响	15
一、对中国进出口的影响：短期导致中国进出口下滑，中期影响有限	15
不利影响：短期影响中国进出口增速，不过中期影响有限	15
有利影响：一定程度上或推动中国改变全球产业链“底端”的局面	16
二、对中国直接投资的影响小	17
三、对中国部分行业构成利好	17
与日本有竞争性关系的行业将受益，如钢铁行业	17
占日本进口产品比重较大的食品、纺织行业将受益	17
原油、煤炭等行业将受益价格上涨	18
日本核危机放缓中国核电进程，太阳能、风能受益	18

第一部分 日本地震将拖累日本复苏，间接影响全球经济

3 月 11 日日本东北部发生 9 级地震，与 1995 年阪神大地震相比，由于这次地震引发海啸以及核泄漏，直接经济损失更大，灾后恢复时间将更长，而且灾后重建对于经济的拉动预计也将弱于 1995 年。我们认为这次地震短期将带来日本经济增速的下滑，而长期更是拖累日本经济复苏进程，间接也对全球经济造成一定负面影响，不过由于日本经济占全球经济的比重持续降低，2009 年按购买力平价计算为 6%，总体对全球经济影响很小。

一、这次地震导致的经济损失比 1995 年更大

22 日公布的数据显示，地震及海啸所造成的死亡与失踪人数已经超过 2.2 万，其中死亡 9199 人，另有 1 万 3786 人下落不明。在此次大地震中，受灾最严重的宫城县和福岛县经济总量占日本 GDP 的 3.1%，加上周边的岩手县、茨城县和栃木县，这一比例为 7.8%。虽然与 1995 年日本阪神大地震相比，灾区 GDP 占比更低，当时灾区 GDP 占比达到 12.4%，但是由于这次地震引发海啸以及核泄露，造成的人员损失以及直接经济损失都更大。

1995 年阪神大地震造成 6434 人死亡，而这次死亡以及失踪人数达两万人。1995 年直接经济损失约 1000 亿美元，占 GDP 的 2% 左右。而这次由于这次地震引发海啸和核泄露，根据世界银行 21 日估计，直接经济损失预计在 1230 - 2350 亿美元之间，占 GDP 的 2.5%-4% 左右，大大超过阪神地震。根据世界银行预测，2011 年中期日本 GDP 增速将比原先预期下降 0.25% ~ 0.5%。

Figure 1 两次日本大地震比较

	时间及地点	人员、建筑损失	震区 GDP 占比	震区主要产业	经济损失
1995 年阪神大地震	1995 年 1 月 17 日，日本关西地区发生了 7.3 级的阪神大地震，地震震源位于濑户内海的淡路岛北部。	此次地震造成日本 6434 人死亡，近 4.4 万人受伤，约 65 万座建筑物受损，逾 30 万人无家可归。	12.40%	重 港 和 工业 中心	据日本官方公布，这次地震造成的经济损失约 1000 亿美元，约占 GDP 的 2%。
2011 年日本大地震	2011 年 3 月 11 日，日本东北地方外海三陆冲区域的发生震级规模 9.0 级大型地震，同时引发海啸。震央位于宫城县首府仙台市以东的太平洋海域。	20 日数据显示，目前大地震和海啸已经造成 8277 人遇难，死亡及失踪人数达 2 万人。遭受破坏的房屋超过 10.02 万栋。	7.80%	农业山区、核电站、半导体及汽车配件	世行估计，直接损失 1230 - 2350 亿美元之间，占 GDP 2.5% - 4%。

资料来源：互联网、国海证券研究所

二、工业生产和进出口首当其冲

这次地震震区主要产业为农业、核电站、半导体及汽车零配件等，其中许多半导体、汽车等行业关键零配件生产受地震影响出现停止，其不仅直接影响了日本当地的产出，而且波及到

全球产业链；另一方面，核电站发生事故造成受灾地区核电供电中断，电力供应出现缺口，导致灾区甚至整个关东地区电力都出现紧张，3月14日起至4月份，日本东京电力公司在其所辖供电区域内采取轮流断电措施，许多企业正常生产面临影响。作为对外贸易大国，这次地震以及由此导致的生产停滞也必将对日本的进出口造成较大影响，而核污染的发生尤其使得食品类相关产品的出口将受重创。日本GDP增速面临下滑。

1995年由于阪神地震影响，1995年1月日本出口同比增速快速下滑至-6.5%，虽然2月份出口快速回升至8%，但之后由于日元快速升值，3月份起进口及出口增速又都出现持续回落，直到5月底日元重现贬值，日本出口才逐渐回升。由于灾后重建，1995年-1996年日本进口增速一直快于出口增速，贸易顺差逐步减小，净出口对GDP的贡献率也逐渐下降。1995年日本净出口对GDP的贡献持续为负，直至1996年四季度才恢复到正贡献。可见，地震对于日本的净出口造成较大打击，时间影响也较为持续。

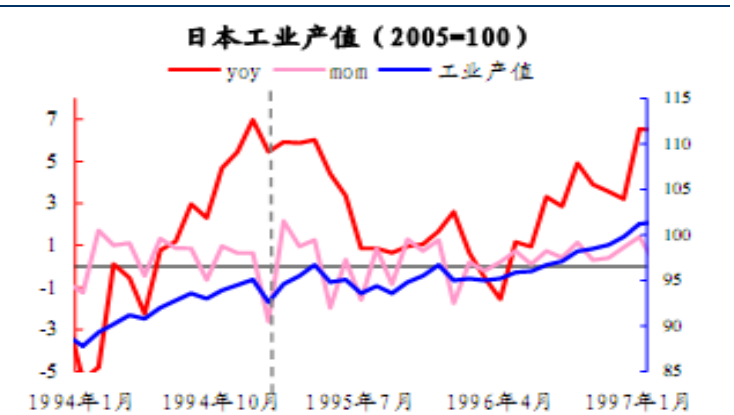
而目前日本经济正处于从金融危机中逐步复苏的阶段，净出口的快速回升是拉动GDP的主要动力，2010年日本GDP同比增长3.9%，其中净出口的贡献为1.8%，其对GDP的贡献幅度达到近50%。如果净出口快速下降，甚至像1995年一样出现负增长，那么在目前疲弱的经济环境下，日本GDP增速可能也会出现负增长。

Figure 2 本次地震震区图



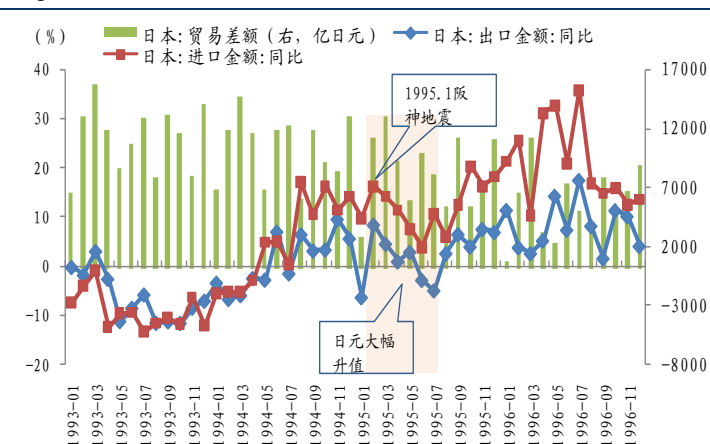
资料来源：互联网、国海证券研究所

Figure 3 日本工业产值在1995年地震后快速下降



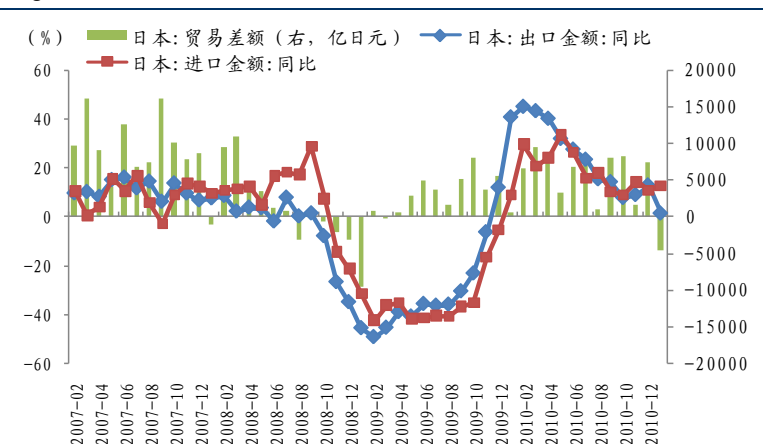
资料来源：WIND、国海证券研究所

Figure 4 日本进口、出口增速及贸易顺差 (1993-1996)



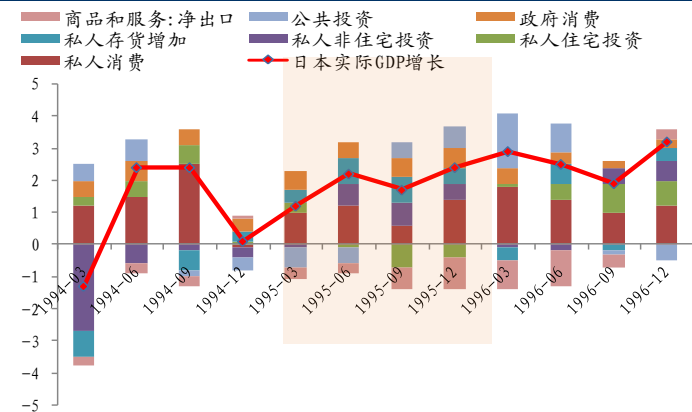
资料来源：WIND、国海证券研究所

Figure 5 日本进口、出口增速及贸易顺差 (2007-2011.01)



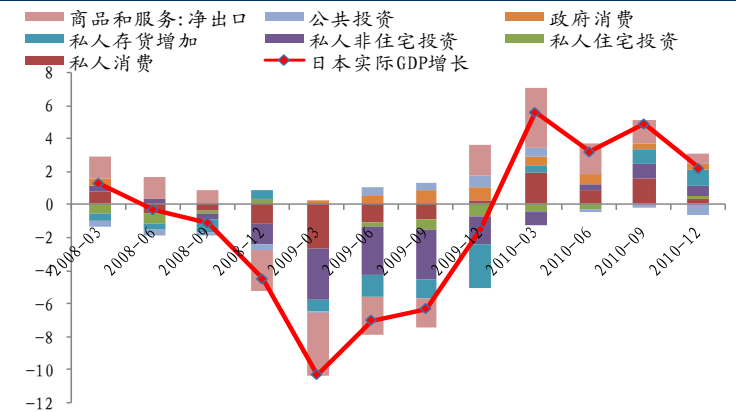
资料来源：WIND、国海证券研究所

Figure 6 日本实际 GDP 构成 (1994-1996) (2000 年=100)



资料来源: WIND、国海证券研究所

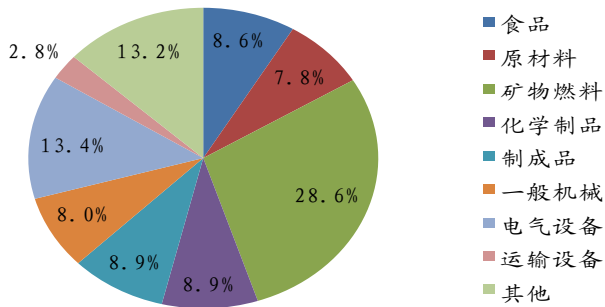
Figure 7 日本实际 GDP 构成 (2008-2010) (2000 年=100)



资料来源: WIND、国海证券研究所

Figure 8 日本 2010 年进口结构

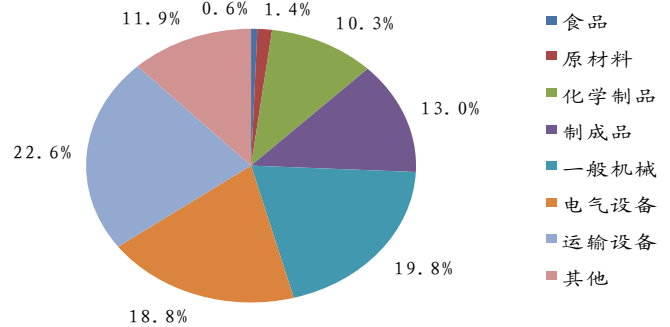
2010年日本进口结构



资料来源: WIND、国海证券研究所

Figure 9 日本 2010 年出口结构

2010年日本出口结构



资料来源: WIND、国海证券研究所

三、灾后重建对经济的拉动将弱于 1995 年

1995 年阪神大地震后 2 个月就快速推进了灾后重建工作, 拉动了经济的快速回升, 1995 年一季度 GDP 同比增长为 1.2%, 二季度达到 2.2%, 而当年 GDP 同比增速为 1.9%, 1996 年达到 2.6%, 相比 1994 年的 0.9% 出现持续回升。

从对 GDP 的贡献看, 1995 年一季度主要是私人消费、私人存货增加以及政府消费拉动经济增长, 随着灾后重建的逐渐展开, 私人非住宅投资快速增长, 到三季度后公共投资亦逐渐成为拉动经济的主力之一, 1996 年一季度甚至贡献了 1.7 个百分点, 贡献率达到 60%。因此, 由于灾后重建工作对于投资的拉动, 日本经济反而出现了更为强劲的增长。

从以上可以看出, 1995 年灾后重建的快速展开带动了私人消费及投资的快速增长, 同时, 政府消费及公共投资亦是主要动力之一。这也与当时政策的大力支持有重要关系。而这次地震由于引发海啸以及核辐射泄露, 且日本政策空间较小, 私人消费和投资的信心受 2008 年金融危机影响仍较为低迷, 预计日本灾后重建工作和灾后经济恢复都将更为艰难。

1) 目前利率已无下调空间。在 1995 年日本地震后，日本基准利率连降两次，1995 年 4 月日本央行将基准利率从 1.75% 下调至 1%，降低了 0.75 个百分点，1995 年 9 月又将基准利率从 1% 下调至 0.5%，下降了 0.5 个百分点，两次累计下调 1.25 个百分点，有利的拉动了私人投资的较快增长。而这次日本基准利率已至 0.1% 的历史低位，无下调空间。

2) 海啸和核辐射泄露，重建工作将更晚启动，重建费用预计也将更高。由于这次地震引发海啸和核泄露，福岛第一核电站周围核辐射超标，人群已疏散到 20 公里以外，预计重建工作要等核电站险情得到控制以及核辐射下降到较为安全的范围内才能逐渐展开。同时这次所需的灾后重建费用预计也将超过 1995 年，加大灾后重建难度。根据兵库县组织的对 1995 年灾后十年重建工作的总结资料显示，灾后重建及复兴事业的总事业费为 16.3 万亿日元（约 1600 亿美元），占到 GDP 的 3%。而这次费用预计将超过 1800 亿美元，占 GDP 的 3% 以上，灾区的重建恢复时间预计也将长于当时。

3) 财政可实施空间更小。在 1995 年发生日本阪神地震当年，日本的财政赤字率和债务率都较低，赤字率为 4.7%，负债率为 63%，日本政府有能力为灾后重建投入足够的财力和资源。这也是之所以政府消费和公共投资对 1995、1996 年经济起了较大拉动的重要原因。而目前日本政府财政赤字已达 7.6%，负债率更是达到 192%，为 GDP 的近 2 倍。对于刚刚经历 2008 年的金融危机，经济仍较为脆弱的日本经济而言，灾后重建需投入巨大财力无疑令日本政府更是负重累累。

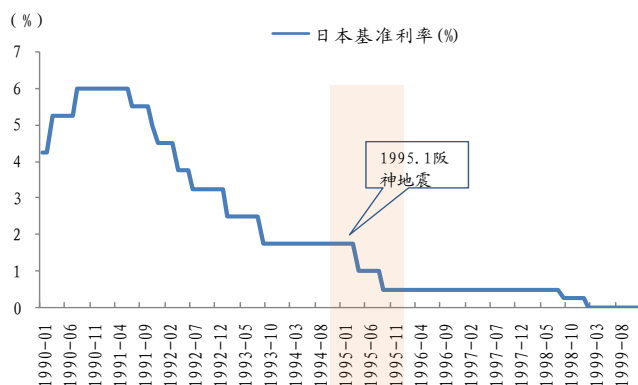
4) 目前日本经济更为脆弱，私人消费和投资动力不足。由于 1995 年地震之后灾后重建对经济的快速回升主要源于私人消费和投资。而目前日本刚从金融危机中复苏，净出口是拉动经济复苏的主要动力，私人消费和投资尚处于缓慢复苏中，我们认为灾后重建的启动可能会拉动私人投资较快增长，但私人消费增长预计仍将较为有限。

Figure 10 2011 年日本地震后灾后重建面临更严峻的形势

	重建费用	利率	财政
1995 年阪神大地震	灾后重建总投入 1600 亿美元，达 GDP 的 3%	两次下调利率，累计下调 1.25 个百分点至 0.5%	1995 年财政赤字率为 4.7%，负债率为 63%
2011 年日本大地震	预计这次要超过 1800 亿美元，重建费用更高	目前利率为 0.1% 的历史低位，无下调空间	2010 年财政赤字率已达 7.6%，负债率达 192%

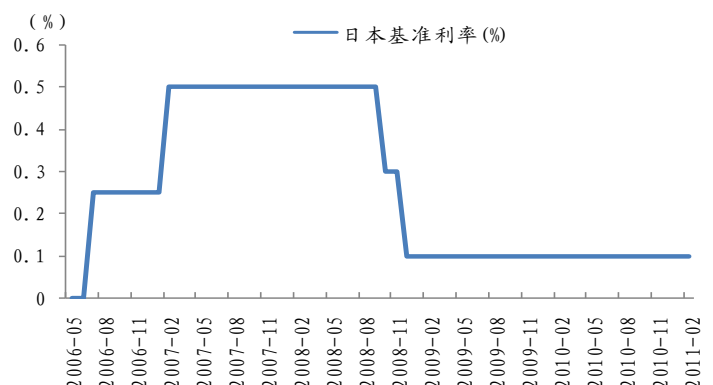
资料来源：国海证券研究所

Figure 11 1995 年日本地震后快速下降基准利率



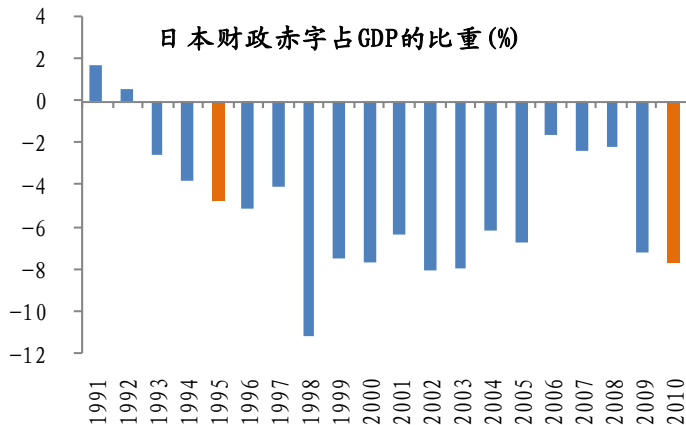
资料来源：WIND、国海证券研究所

Figure 12 目前利率已至 0.1% 的历史低位，无下降空间



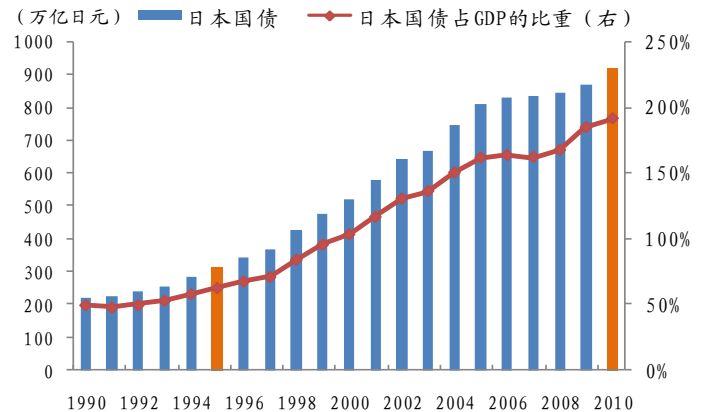
资料来源：WIND、国海证券研究所

Figure 13 目前日本财政赤字占 GDP 的比重远高于 1995 年



资料来源：WIND、国海证券研究所

Figure 14 目前日本国债及占 GDP 的比重远高于 1995 年



资料来源：WIND、国海证券研究所

四、国债发行仍将是重建资金的主要来源

由于日本的高赤字率和高负债率，灾后重建资金的来源成为市场关注的焦点。我们认为日本政府筹集资金的渠道主要有以下几个方面：

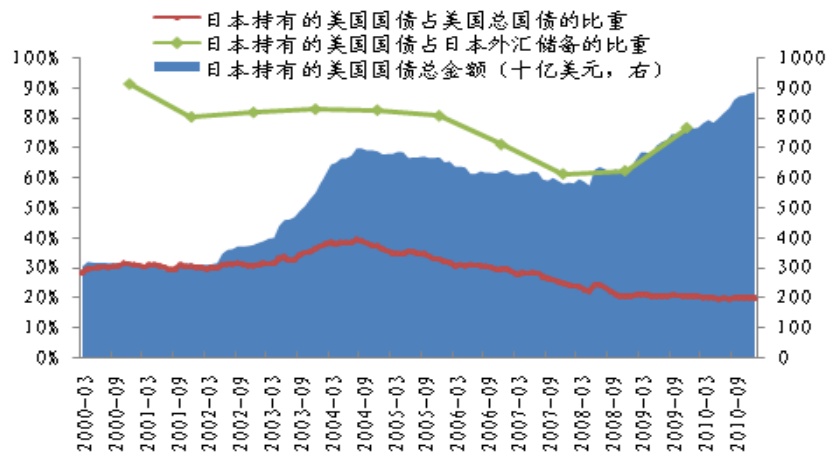
一、出售美国国债等海外资产，不过预计规模不会很大。截止 2010 年，日本作为美国国债第二大持有国，持有美国国债达 8823 亿美元，占美国总国债的 20%，占日本外汇储备约 78%。如果日本大规模出售美国国债，以日本在美国国债中占的高比重，必将冲击美国国债市场，对日本也将不利。而如果大规模出售其他海外资产的话，则又将造成日元较快升值，进而打击日本经济，因此并不是好的政策选择。预计日本可能只是小规模出售美国国债及其他海外资产，未来则可能减少对美国国债的购买。

二、提高国内税收，预计难以实施。在日本目前疲弱的经济形势下，任何提高税负的水平预计都将导致居民信心的快速降低，而且从政治层面看其通过可能性也较小。

三、大开“印钞机”，发行货币，选择的可能性小。虽然大开印钞机可以把成本社会化，但是日本毕竟不像美国拥有美元这个国际货币，可以将成本转化到其他国家，日本大开印钞机的后果只能是加剧国内的通胀形势，进一步阻碍经济增长，使日本陷入“滞胀”困境。

四、继续发行国债筹集资金，这个可能性最大。虽然日本国债占 GDP 的比重已近 200%，但是日本国债 95%都是国内投资者购买，且具有长期持有的倾向。而至 2009 年末日本高达 1440 万亿日元的国民储蓄，也一定程度上保障了尚不会发展成债务危机。不过，由于日本人口持续老龄化，国内储蓄持续降低，债务危机的爆发虽没有近忧，但未来这方面的风险存在性是较大的。

Figure 15 日本持有的美国国债金额



资料来源: WIND、国海证券研究所

第二部分 对日元及全球通胀的影响

一、日元未来将步贬值周期

2011年3月11日日本地震的发生，带来了汇率市场的剧烈波动，从3月11日至3月16日，日元出现快速升值，尤其是3月16日当天，最高升值幅度接近6%，之后受日本联合G7干预外汇市场影响，3月18日日元大幅下跌，升值才有所缓解。

我们认为，日本地震的突然发生带来大量套息货币的平仓以及部分保险机构变卖海外资产回流国内，可能是短期内导致日元升值的主要原因，但是由于目前净出口是拉动经济增长的主要动力，而日元快速升值将严重影响日本出口，有带来日本经济快速下滑的风险，这也是为何日本要快速干预外汇市场的原因，因此日元并不具备快速升值基础。考虑到日本灾后重建需要大量进口，预计短期内日元也难以出现单边大幅贬值。

不过从中长期看，我们则认为日元将步入贬值周期。一方面，日本经济相比其他国家复苏将更为艰难，财政负担更为繁重；另一方面，日本预计仍将较长期维持低利率水平，而美国随着经济复苏将逐步提高利率，日元将重新沦为套息货币，由此将日元重新带入贬值周期。

1995年上半年日元快速升值的深层次原因在于日美贸易纷争

1995年日本阪神地震后半年内日元快速升值16%，目前多数机构都认为升值是源于日本海外资本回流支持灾后重建所致，因此，将之套用在这次地震对日元的影响上，认为未来日元也将快速升值。事实上，大家忽略了当时的经济背景，1995年上半年日元之所以出现快速升值，其深层次原因在于当时的日美贸易纷争。

20世纪90年代正是日美贸易摩擦最严重的时期，由于日本对美国的贸易顺差占美国逆差的比重越来越大，尤其是日本对美出口的汽车对美国汽车行业造成了重要冲击，美国一直要求日本升值，并扩大国内市场。1995年上半年日元大幅升值，正发生在以美国议会对日进行制裁为背景的汽车及其零部件的日美纷争呈复杂化的情况之下。而在1995年6月，双方终于达成《美日汽车及零部件协议》，日本表示将放宽对汽车配件市场的管制，增加购买美国国产汽车配件数量。之后，日元便很快迈上贬值之路，而由于日本对美贸易顺差占比持续回落，日元对美元贬值持续至1998年。

Figure 16 20世纪90年代日本对美国贸易顺差（单位：亿美元）

年份		1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
美国的逆差额			846.4	768.0	1044.0	1051.0	1086.0	1101.0	1686.0
日本统计	顺差额	382.2	435.6	501.7	549.0	454.5	325.5	416.2	630.0
	所占比（%）		33.9	39.5	34.46	31.19	23.06	27.43	27.2
美国统计	顺差额	434.4	496.0	594.0	657.0	591.0	476.0	651.0	674.4
	所占比（%）		58.6	51.3	38.6	35.99	30.47	37.16	40.0

资料来源：美国商务省 FT900、《日本大藏省贸易统计》、日本《通关统计》、国海证券研究所

日本疲弱的经济状况及较长期仍将维持低利率，日元未来更趋于贬值

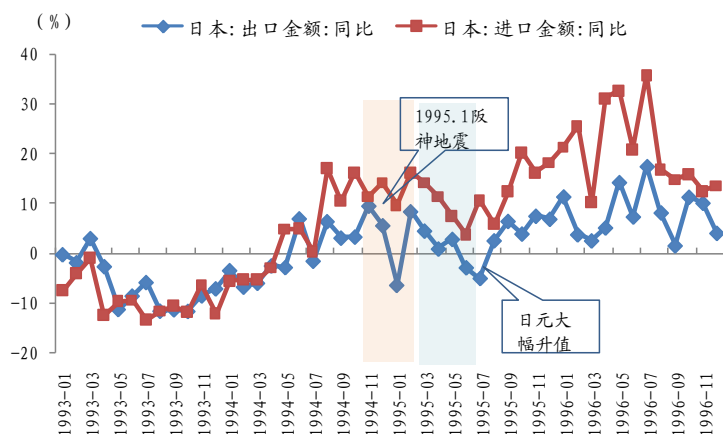
经历 2008 年金融危机后，净出口成为拉动日本经济复苏的主要动力，如果这次地震后日元大幅升值，显然将对日本经济造成严重打击，甚至导致日本经济有“硬着陆”的风险，况且目前与 1995 年相比，美元兑日元已处于历史低位。日本政府 3 月 18 日联合 G7 干预日元，已表明日本政府不希望日元大幅波动，尤其不希望日元快速升值。从长期看，日元更趋于贬值。

一方面，这次地震比 1995 年地震更为严重，未来经济恢复将更为缓慢，日本财政负担更令人担忧，日本要重新回到正常稳定的增长还需要很长时间。

另一方面，日本灾后大量注资以及未来仍将维持较长期低利率，日元仍将成主要套息货币，从而带来日元重新进入贬值周期。20 世纪 90 年代后期由于日本长期维持低利率，日元成为世界主要套息货币，日元实际有效汇率持续贬值，直至 2008 年金融危机发生才有所改变，而其主要原因在于美国把利率降至历史低位，同时向市场注入大量资金，使之美元取代日元成为主要套息货币。

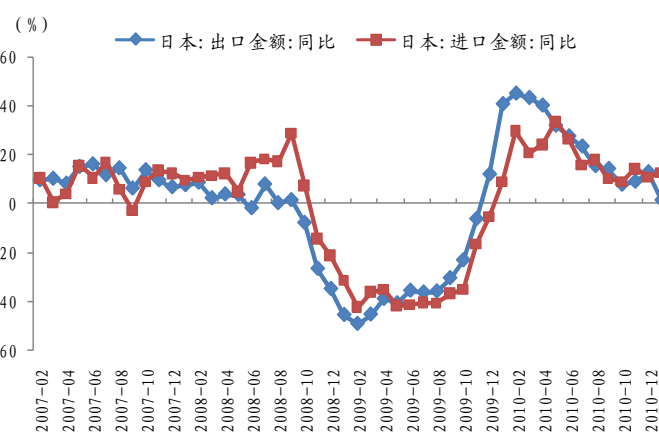
而随着美国经济的逐渐复苏，持续宽松的货币政策未来也将逐渐退出，最快今年底可能进入加息周期。相比较而言，日元恐怕还要很长时间才能调整其利率政策，低利率仍将在较长时期保持不变。再加上灾后日本对市场进行大规模注资，截止 17 日，日本央行已累计注资 51.8 万亿日元（约 6500 亿美元），相当于美国 QE2 的规模。因此，预计未来日元仍将重新取代美元成为主要的套息货币，日元也将逐渐步入新的贬值周期。

Figure 17 1995 年阪神地震后进口及出口快速下降



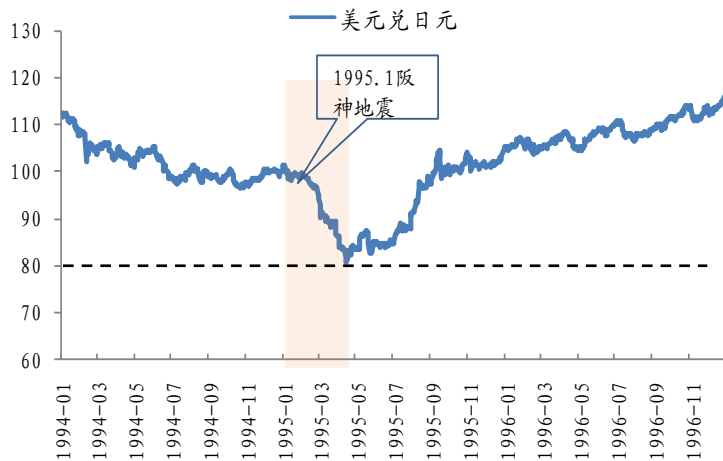
资料来源：WIND、国海证券研究所

Figure 18 目前日本进出口增速在快速恢复后有所回落



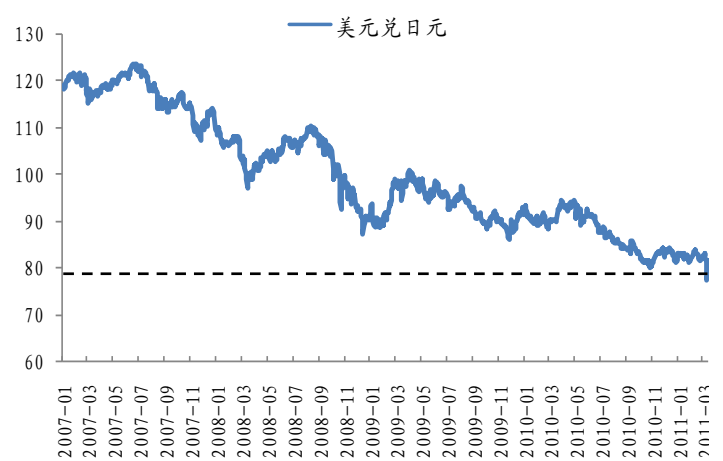
资料来源：WIND、国海证券研究所

Figure 19 1995 年阪神地震后日元快速升值，下半年后又快速贬值



资料来源：WIND、国海证券研究所

Figure 20 目前美元兑日元已至历史低位



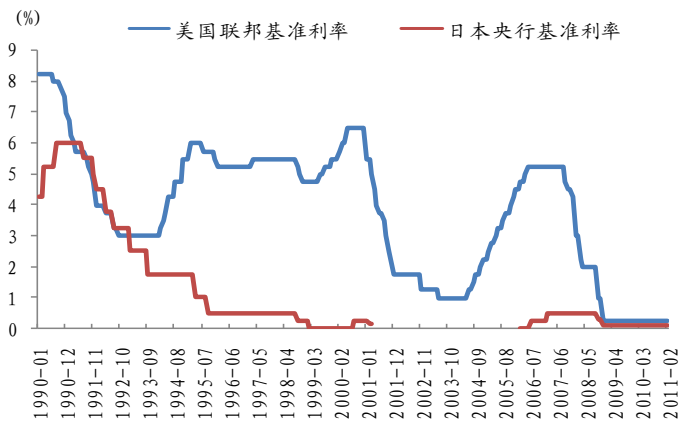
资料来源：WIND、国海证券研究所

Figure 21 美元兑日元汇率走势及日元实际有效汇率走势



资料来源：WIND、国海证券研究所

Figure 22 美国及日本的基准利率走势



资料来源：WIND、国海证券研究所

二、一定程度加大全球通胀压力

虽然日本在全球原油进口及消费中的比重持续下降，而且经济恢复也将不如 1995 年，但是这次地震导致的核电站受损带来近 6% 的电力供应缺口，且短时间内难以恢复，其将直接加大日本对煤炭、石油、天然气等传统能源的需求，从而带动大宗商品价格上涨。而灾后重建的启动，也将对加大日本对石化能源、钢铁、农产品等原材料的进口，从而支撑全球大宗商品的价格，一定程度上加大全球通胀压力。

电力缺口，导致日本对石化能源需求加大，将对国际能源价格有一定推动

据公开资料显示，日本 2010 年发电量为 9300 亿千瓦时，其中依靠煤炭、石油、天然气等传统能源的火力发电占 60%，核能发电占 31.5%，水力发电占 8.5%。

在大地震后，日本大约有 11 座核反应堆停运，约占日本核反应堆的 20%。另外，至 3 月

12 日，有 5 座火力发电站共计 10 个火力发电机组停运，福岛县、栃木县、山梨县共计 15 座水力发电站也停止运转。除了上述发电设备受到破坏，还另有 9 座用于输电的变电站也停止运转。

因此，这次地震造成全国约 6% 的电力供应出现停止，严重影响了关东地区生产和生活。预计福岛第一核电站以及其他受到破坏的核电站还需要较长时间才能恢复，该部分导致的电力紧张则需要火电来弥补，而这将加大对煤炭、石油、天然气等传统能源的需求，作为能源进口大国的日本，由此将推高国际能源价格。

Figure 23 日本核电站分布图

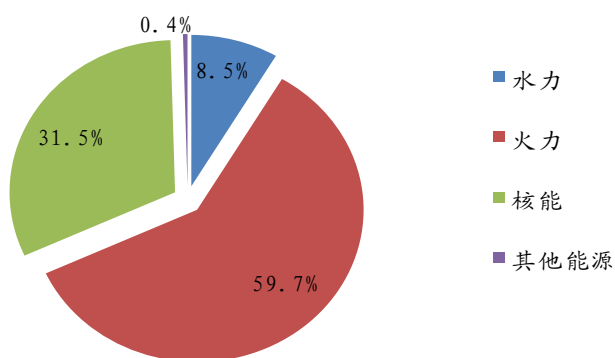


资料来源：日本统计局、国海证券研究所

Figure 24 2010 年日本电力能源结构

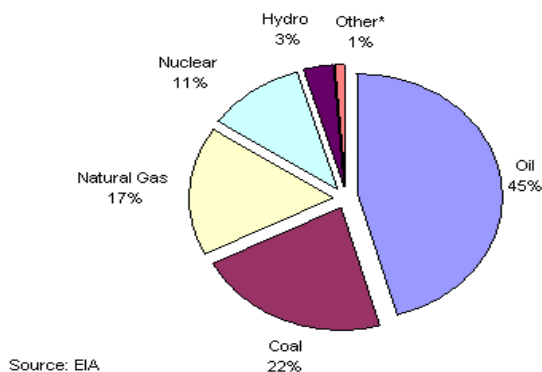
Figure 25 日本能源消费结构

2010年日本电力能源结构图



资料来源：日本统计局、国海证券研究所

Japan Total Energy Consumption, 2007



资料来源：WIND、国海证券研究所

灾后重建，将拉动对大宗原材料需求，带动相关价格上升

日本灾后重建一旦启动，也需要加大对石化能源、水泥、钢铁、农产品等产品的需求，从而带来相关国际原材料价格的上涨。1995 年阪神地震发生 3 个月后由于灾后重建，国际铜价、原油价格都出现一波较快的上涨，而小麦、大米等农产品更是持续上升。

Figure 26 2010 年日本电力能源结构

	日本近年来的铜消耗量		
	2008	2009	2010
日本消耗量 (万吨)	118.44	87.54	90.91
全球消耗量 (万吨)	1815.64	1824.35	1923.38
日本消耗占比 (%)	6.52	4.8	4.73

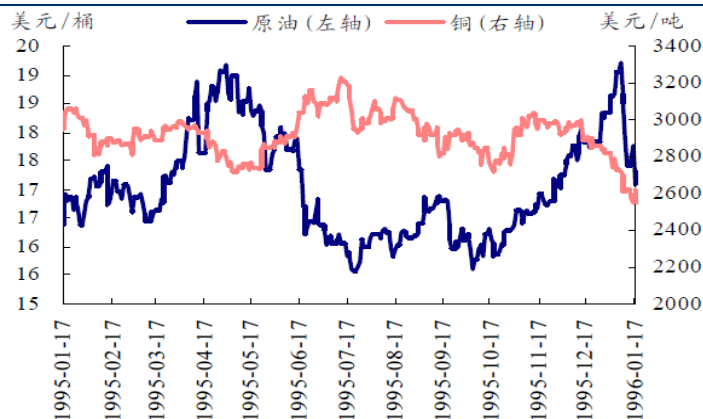
资料来源: Bloomberg、国海证券研究所

Figure 27 日本能源消费结构

	玉米		小麦	
	2009	2010	2009	2010
日本消耗量 (万吨)	1600	1610	590	585
全球消耗量 (万吨)	80855.8	82989.7	65017.1	66477.3
日本消耗占比 (%)	1.98	1.94	0.91	0.88

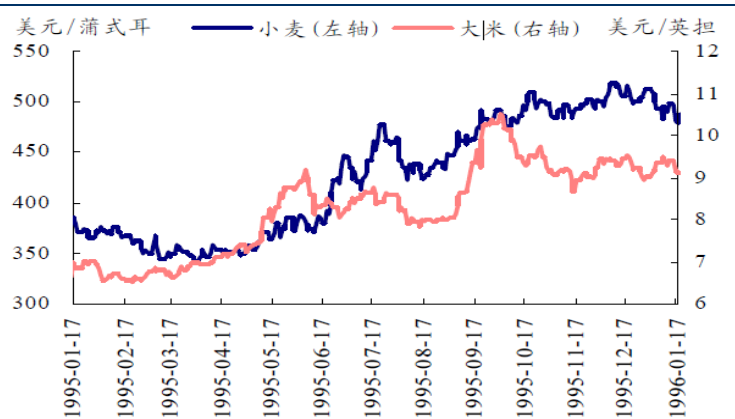
资料来源: Bloomberg、国海证券研究所

图表 8 阪神大地震后原油和铜价格走势



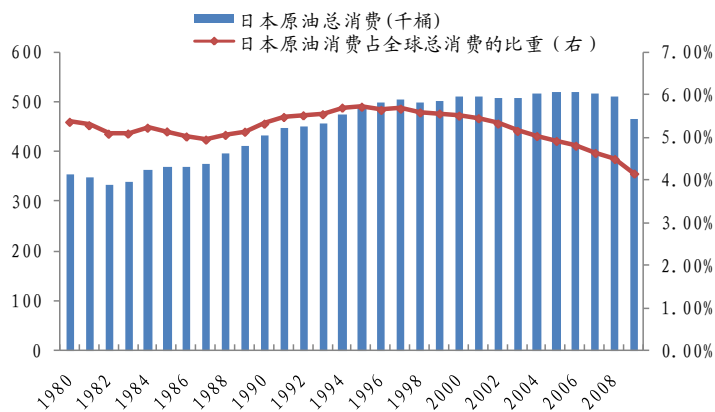
资料来源: Bloomberg、国海证券研究所

图表 9 阪神大地震后小麦和大米的价格走势



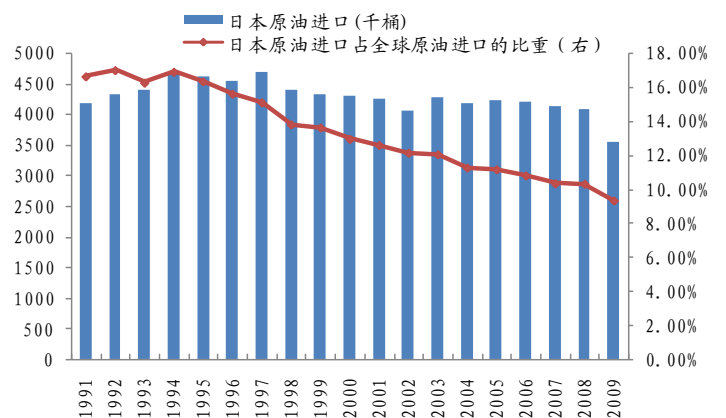
资料来源: Bloomberg、国海证券研究所

Figure 28 日本原油消费及占全球消费的比重



资料来源: Bloomberg、国海证券研究所

Figure 29 日本原油进口及占全球原油进口的比重



资料来源: Bloomberg、国海证券研究所

第三部分 日本地震对中国经济的影响

作为中国的第三大贸易伙伴，日本发生大地震对中国的进出口影响最大，但该影响较为短期，中期影响总体有限。而鉴于进出口在中国 GDP 中的贡献率占比较小，因此，此次地震对中国经济影响小。不过由于受日本地震影响，石化能源及农产品的价格未来可能走高，一定程度上加大中国的输入性通胀压力。

一、对中国进出口的影响：短期导致中国进出口下滑，中期影响有限

作为中国的第三大贸易伙伴，日本发生大地震短期对中国的进出口有一定影响，但中期由于中国进出口最大的国家和地区仍然是美国和欧洲，而且日本在中国进出口中的比重持续下降，因此总体影响有限。

不利影响：短期影响中国进出口增速，不过中期影响有限

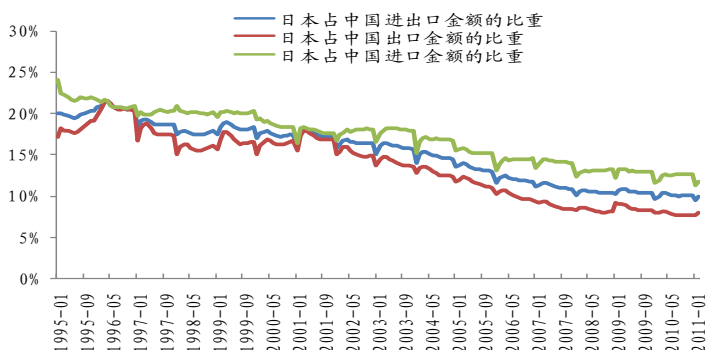
日本作为中国的第三大贸易伙伴，2010 年占中国进出口的比重为 10%，其中进口占 12.67%，出口占 7.68%，贸易顺差占-30.44%，是中国的主要贸易逆差国。

在对日本的进出口结构中，以机电、音像设备及其零配件、附件占比最大，出口中占比 39%，进口中占比 48%。由于日本机电企业多分布在日本中、东部地区，而这次地震的主要震区在日本东北部，因此，对占比最大的机电产品总体影响有限。

这次地震主要影响到日本半导体、芯片、汽车、音像家电等行业的零配件生产，进而对中国相关产业链构成一定影响，预计短期将带来中国进出口增速一定程度下滑，以及部分产品价格的上涨。但是随着灾后工厂生产的逐渐恢复，负面影响将逐渐减小。

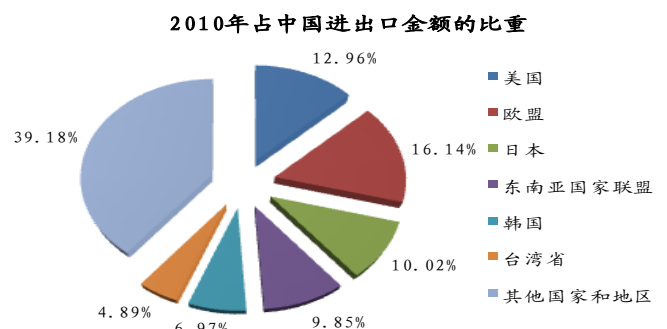
从中期看，这次地震将拖累日本经济复苏，进而影响中国产品的出口，但是由于中国进出口最大的国家和地区仍然是美国和欧洲，而且日本在中国进出口中的比重持续下降。因此，中长期看对中国经济亦影响有限。

Figure 30 日本占中国进出口金额的比重



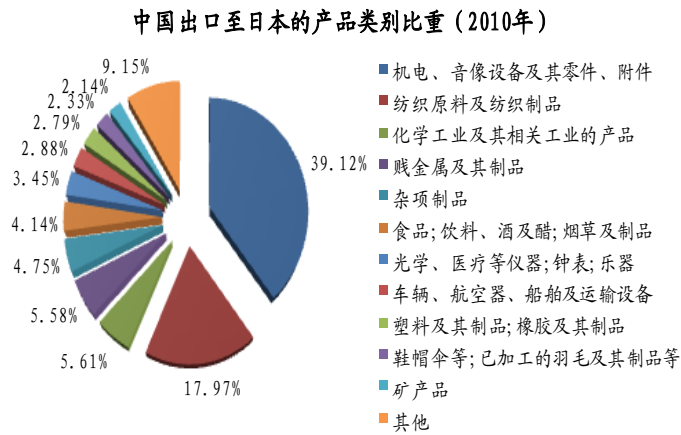
资料来源：WIND、国海证券研究所

Figure 31 2010 年中国进出口比重结构



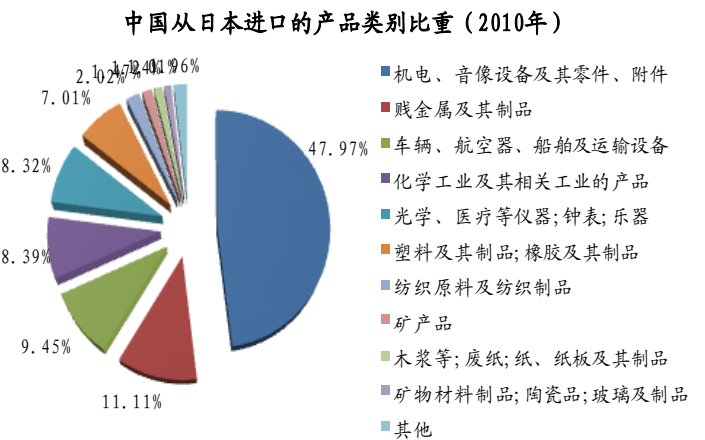
资料来源：WIND、国海证券研究所

Figure 32 中国出口至日本的产品类别比重



资料来源: WIND、国海证券研究所

Figure 33 中国从日本进口的产品类别比重



资料来源: WIND、国海证券研究所

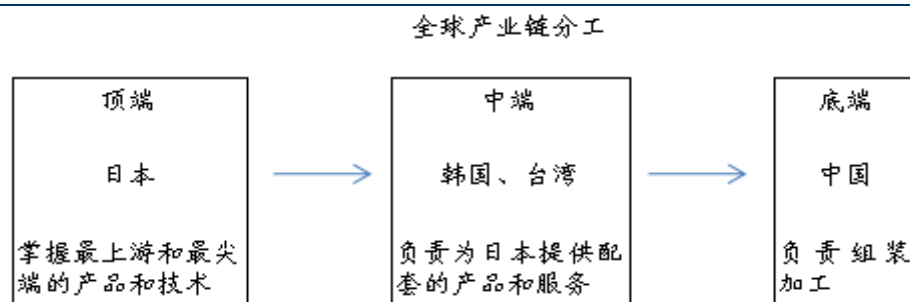
有利影响: 一定程度上或推动中国改变全球产业链“底端”的局面

在目前的全球产业链中, 日本企业位于产业链的上方, 掌握着最上游和最尖端的产品和技术; 韩国和台湾位于产业链的“中端”, 主要负责为日本提供配套的产品和服务; 而中国内地则处于产业链的最下游, 扮演“组装加工”等角色。

这次地震的发生导致日本许多企业生产停滞, 尤其是关键零部件的生产受到影响, 作为产业链的“顶端”, 一旦关键零部件供应不上, 那么产业链其他环节的生产也要受到波及。目前中国很多半导体、电子、精密仪器等都依赖于日本关键配件的进口, 一旦日本这些关键配件停止生产, 那么对中国相关行业将造成重大影响。

虽然这次地震导致的影响总体有限, 但这或将一定程度上推动中国加快改变对日本上游的依赖, 加大对国内高新技术产品的开发和研制, 从而也逐步改变中国处于全球产业链“底端”的不利局面。

Figure 34 全球产业链分工

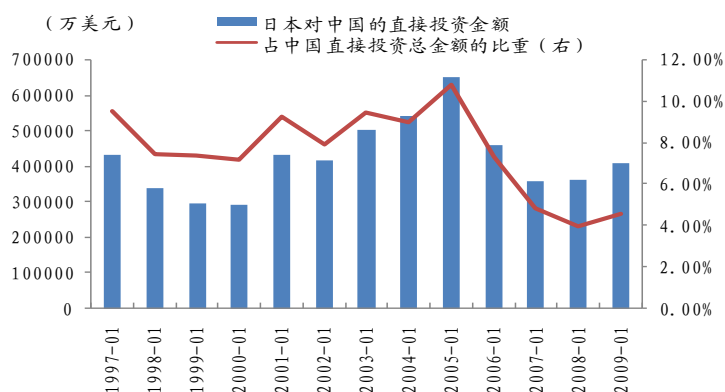


资料来源: WIND、国海证券研究所

二、对中国直接投资的影响小

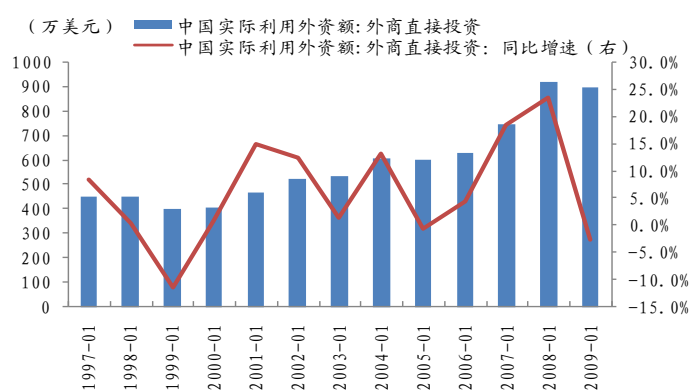
由于日本对中国的直接投资占比较小，2009 年日本对中国的直接投资金额仅为 41 亿美元，占比只有 4%。而即使是在 2005 年后日本大幅降低对中国的直接投资金额，中国的直接投资亦呈现快速增长。因此，即使因地震影响导致未来日本对中国的直接投资金额有所下降，对中国直接投资的影响也十分有限。

Figure 35 日本对中国的直接投资及占中国直接投资总金额的比重



资料来源：WIND、国海证券研究所

Figure 36 中国外商投资金额及同比增速



资料来源：WIND、国海证券研究所

三、对中国部分行业构成利好

虽然日本地震给多数行业带来不利影响，但是也对中国的部分行业构成了利好。如与日本有竞争性关系的钢铁行业，占日本进口比重较大的食品、纺织行业，受益于价格上涨的原油、煤炭行业，以及因核危机导致核电发展进程放慢从而受益的太阳能和风能行业等。

与日本有竞争性关系的行业将受益，如钢铁行业

由于日本钢铁产量占全球第二，钢材出口占其产量的 40%。而这次地震可能导致日本 30% 以上的钢铁产能将受到影响。日本钢铁产能受限以及灾后重建的钢铁需求都将拉动钢价上升。而国内钢价低于国际水准，预计将加大中国钢铁的出口竞争力，有利于国内的钢铁企业。

占日本进口产品比重较大的食品、纺织行业将受益

在日本进口的主要产品中，中国占比较大的主要产品有：食品类别中的鱼和贝类、蔬菜，电气设备中的影音设备和电信设备，其他类别中的服装及衣着附件、家具及包，虽然这些类别占日本总进口的比重较小，但是由于日本地震灾害影响，以及灾后重建的逐渐展开，将加大对这部分产品的需求，对相关中国企业构成较大利好。

尤其是日本目前还面临核污染，食品的进口需求预计大增，服装需求也将快速增长。

Figure 37 日本进口中中国占比较大的

	食品		电气设备		其他		
	鱼和贝类	蔬菜	影音设备	电信设备	服装及衣着附件	家具	包
日本进口额	1,256,946	367,167	1,626,174	1,252,191	2,327,687	487,433	404,180
对中国的进口额	229,644	184,189	1,049,144	775,949	1,912,730	289,825	247,039
中国进口额该类进口占比	18.3%	50.2%	64.5%	62.0%	82.2%	59.5%	61.1%
中国进口占日本总进口额比重	0.38%	0.30%	1.73%	1.28%	3.15%	0.48%	0.41%

资料来源：WIND、国海证券研究所

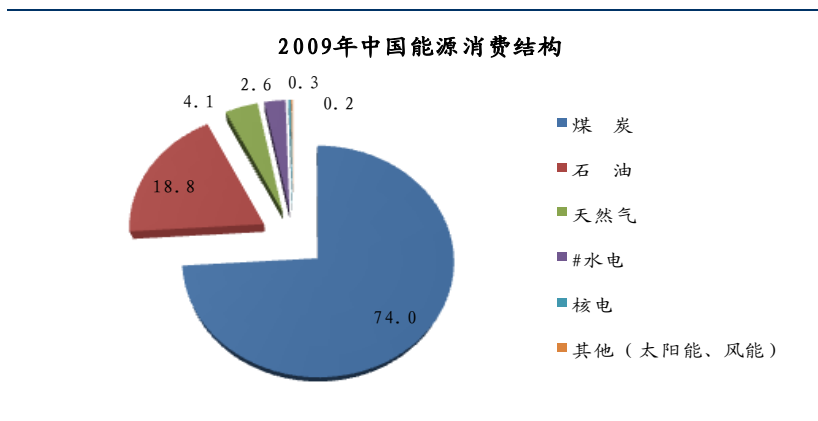
原油、煤炭等行业将受益价格上涨

日本地震造成核电站受损，由此带来近 6% 的电力缺口，导致日本将直接加大对以原油、煤炭、天然气等传统能源为主的火力发电的需求，同时，灾后重建的展开，预计也将加大对能源、农产品的需求，从而带来这些大宗商品价格的上涨，从而使得这些行业将受益。

日本核危机放缓中国核电进程，太阳能、风能受益

这次地震引发的核电站泄露，直接加大了世界人民对于核安全的疑虑。3 月 16 日中国国务院常务会议决定，立即组织对中国核设施进行全面安全检查，同时暂停审批核电项目包括开展前期工作的项目。预计未来中国核电发展的步伐也将有所放缓。由于太阳能和风能更为安全，核能的放缓，资金可能更多的向太阳能、风能有所偏移，因为根据十二五规划，到 2015 年非化石能源占一次能源消费比重重要提高到 11.4%，此消彼长，太阳能和风能主要受益。

Figure 38 2009 年中国能源消费结构



资料来源：WIND、国海证券研究所