

或有近忧，但无远虑

——日本 3.11 地震海啸影响分析

相关研究

报告要点

■ 地震影响地区以东北地区为主

本次地震引发的海啸对日本东北部临太平洋地区的破坏则大得多。受灾各县占日本 GDP 的 12.81%。而在产业布局上，东北受灾较重的青森、宫城和福岛各县以农、林、渔业为主，而北海道和千叶两地也分别是日本第一和第二大农业主产区。除农业以外，岩手县半导体和通信制造业集聚；能源行业方面，福岛、茨城则集中着大量火电厂与核电厂，千叶则分布着炼油工业；此外，千叶县市日本最大的工业区，不过受灾程度较轻。

■ 地震后对 GDP 带来的回补

结合各次地震海啸的情形，财产损失可能占 GDP 的 3%-5%，按照去年日本 GDP 为 4791791 亿日元的规模，整个财产损失在 143753.7~239589.5 亿日元。但从历次地震海啸造成的影响来看，其对于 GDP 增速的影响时间有限。在灾后重建的过程中就需要增加投资来修复遭到破坏的基础设施，因此作为流量指标的 GDP 非但不会受到存量财产、资本损失的负面影响，反而会因为重建的集中建设而增速上升。我们认为，日本一季度的 GDP 将会受到影响，而由于临近二季度，所以二季度的 GDP 也很有可能因此遭到负向冲击，但是在三、四季度，日本的 GDP 会在基础设施建设的带动下获得强劲上升。

■ 重建下对原材料及机械设备进口需求增加

历史情况上来看，在观察到震后 GDP 增速上升的同时，也能够发现受地震打击国家的进口在震后飙升的情况。根据过去几次地震灾害对进口的拉动来看，我们大致计算出本次日本地震海啸引起的进口增加大约为 536.5 亿美元到 853.98 亿美元之间。从阪神地震来看，进口急剧增加的产品主要有原材料、机械设备，而进口出现下降的行业包括交运设备、家用设备等。

■ 日元或出现一定时间段的坚挺

从和历史上阪神地震的对比中我们发现，发生于 1 月 17 日的阪神地震后的一段时间内，日元兑美元非但没有出现贬值，反而持续升值，直到 4 月份才开始贬值。我们认为，一方面震后，日本不仅有资产汇回的需要，阪神地震期间外汇储备的大量增加也表明当时资产汇回的需求强烈，另一方面，地震所带来的影响，将显著抬高银行间拆借资金的紧张程度。不过值得一提的是，从去年末日本央行对于日元过快升值的态度来看，不排除本次干预日元过大幅度升值的可能性，因此我们认为尽管日元升值的趋势将会存在，但是本次在持续时间和幅度上可能会相对较小。

分析师：

李冒余

(8621) 68751605

limy@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490510120003

联系人：

杨靖凤

(8621) 68751636

yangjf@cjsc.com.cn

正文目录

日本经济现状	4
地震区域的国内经济地位	6
影响区域——东北沿海地区	6
绝不是切尔诺贝利“第二”	8
地震对于实体的冲击——需求释放大于持续萎缩	9
重创后的反弹期待——存量损失，GDP 回补	9
进口需求激增下的结构差异	11
坚挺日元或带来的美元弱势	13
日本地震对国内 A 股相关行业影响简要分析	16
交通运输行业	16
钢铁行业	16
汽车产业	17
机械行业	17
有色金属行业	17
家电行业	18
电子行业	18
化工行业	18
日本地震对 QDII 基金的影响较小	19

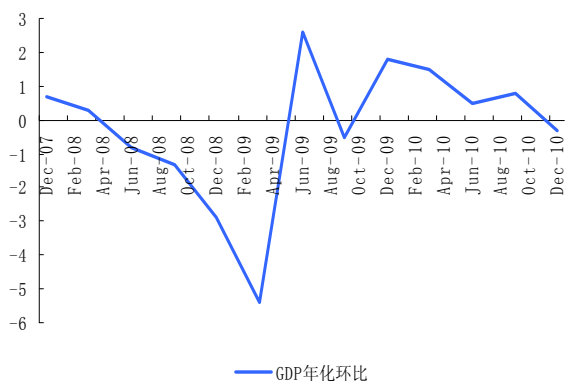
图表目录

图 1: 日本 GDP 年化环比	4
图 2: 日本工业产值同比	4
图 3: 日本制造业 PMI	4
图 4: 日本 CPI 同比	5
图 5: 美元兑日元汇率	5
图 6: 日本银行目标利率	5
图 7: 日本基础货币同比	5
图 8: 财政盈余赤字占 GDP	6
图 9: 政府债务占 GDP	6
图 10: 地震示意图	7
图 11: 日本核电站分布	8
图 12: 核电厂反应堆示意图	9
图 13: 地震前后四川相对全国 GDP 增速	11
图 14: 阪神地震前后进口额同比	11
图 15: 智利中南部地震前后进口额同比	11
图 16: 印尼海啸前后进口额同比	12
图 17: 台湾南投地震前后进口额同比	12
图 18: 原材料和金属材料进口额的同比增速	13
图 19: 机械设备进口额同比增速	13
图 20: 交运设备进口大幅回落	13
图 21: 家用设备进口额同比增速	13
图 22: 阪神地震后日本外汇储备	14
图 23: 阪神地震后美元兑日元走势	14
图 24: 阪神地震后美元指数也下行明显	14
图 25: 地震当天美元兑日元日间走势	15
 表 1: 受灾各道县的经济地位	 7
表 2: 受灾各道县的经济地位	10
表 3: 历次重要地震前后 GDP 增长率（同比，%）	10
表 4: 投资日本地区的 QDII 基金	19

日本经济现状

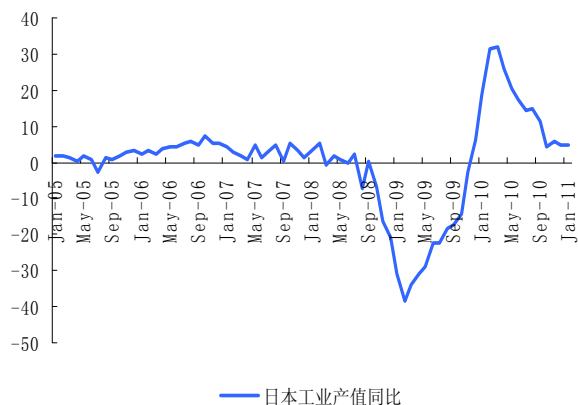
首先，从经济复苏角度而言，目前日本经济处于弱势复苏状态之中，从 08 年二季度开始日本实际 GDP 环比连续 4 个季度下滑，陷入衰退，随后在 09 年第二季度开始出现反弹，进入弱势复苏的格局，自 09 年第二季度至今有两个季度 GDP 环比出现下滑，其中一次便是 10 年第四季度。日本制造业 PMI 于去年 10 月见底回升，并在 1 月和 2 月连续超过 50，工业产值同比方面也逐渐企稳。表明地震之前日本工业活动已成扩张之势。

图 1: 日本 GDP 年化环比



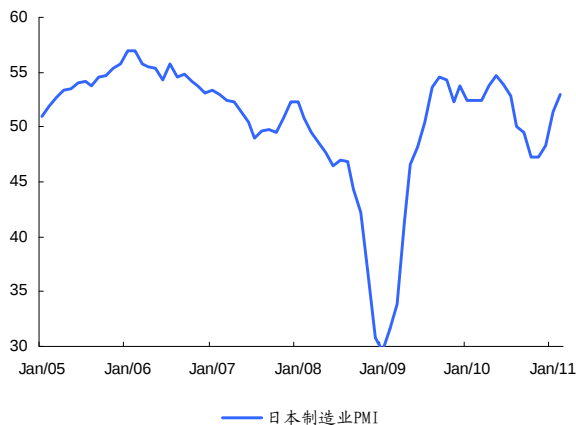
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 2: 日本工业产值同比



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 3: 日本制造业 PMI

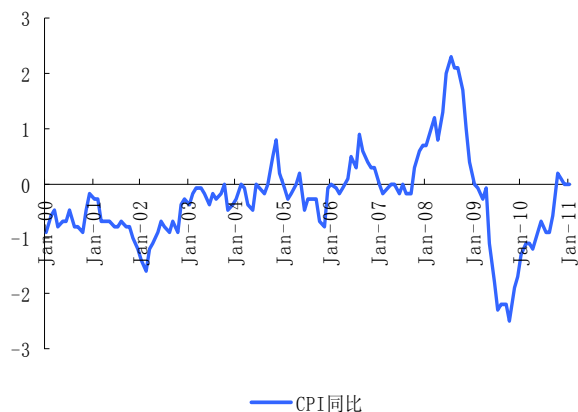


资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

其次，从通胀和币值情况来说，在弱势复苏的状态下，日本目前仍旧处于通缩状态，通缩风险始终没有解除。此外，日本的汇率也在 2010 年兑美元大幅升值，这对于日本经济的复苏也是较为不利的。在这样的情况下，日本央行采取了宽松的货币政策，不仅在目标利率上一降再降，在 10 年 10 月，日本央行已经将目标利率降至 0-0.1%。而在货币供应量方面，自金融危机以来日本就没有停止过基础货币供应量的增加，而且在进入 2010 年下半年开始基础货币供应量同比增速始终处于高位，这也在一定程度上反映日本央行当局对下半年日元升

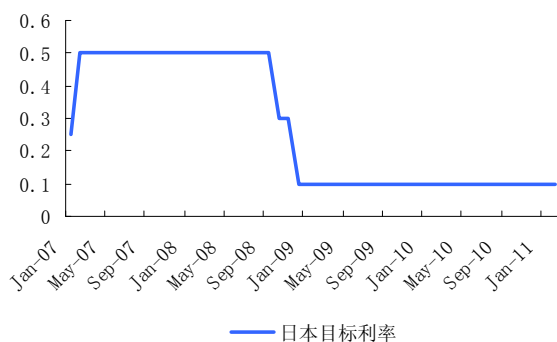
值的干预态度较为明显。

图 4: 日本 CPI 同比



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 6: 日本银行目标利率



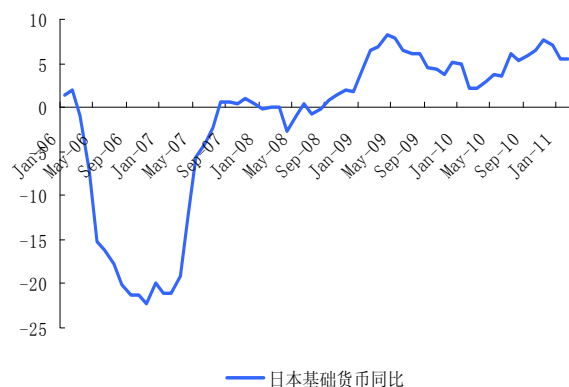
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 5: 美元兑日元汇率



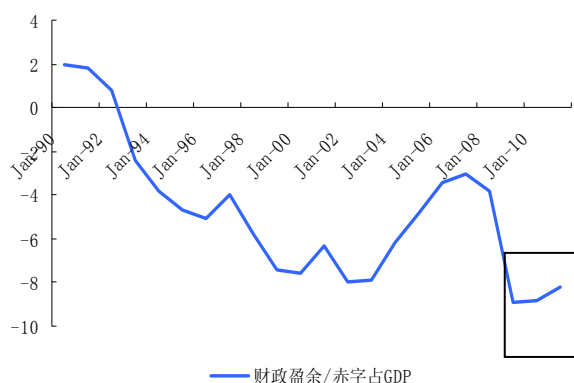
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 7: 日本基础货币同比

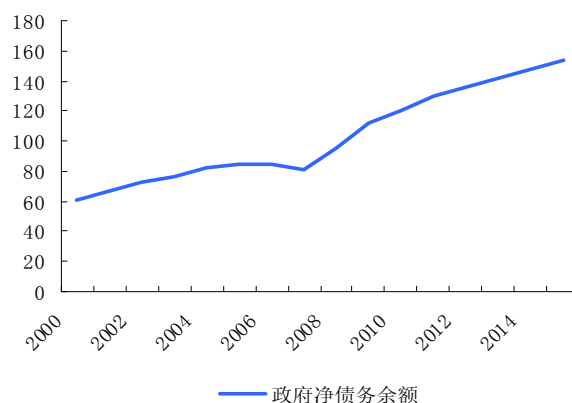


资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

面对经济危机的影响,日本的财政支出也始终处于扩张的状态,但从财政赤字上来说,日本目前的情况并不乐观,同时经济复苏的缓慢则使得日本的财政赤字和负债余额持续增加,预计 2010 年日本净债务余额占 GDP 比率达 120%,在不考虑地震影响的情况下,未来还将持续上升。并且值得一提的是,在今年 1 月和 2 月,穆迪和标普已经先后对日本中长期国债进行了评级调降。

图 8: 财政盈余赤字占 GDP


资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 9: 政府债务占 GDP


资料来源: IMF, 长江证券研究部

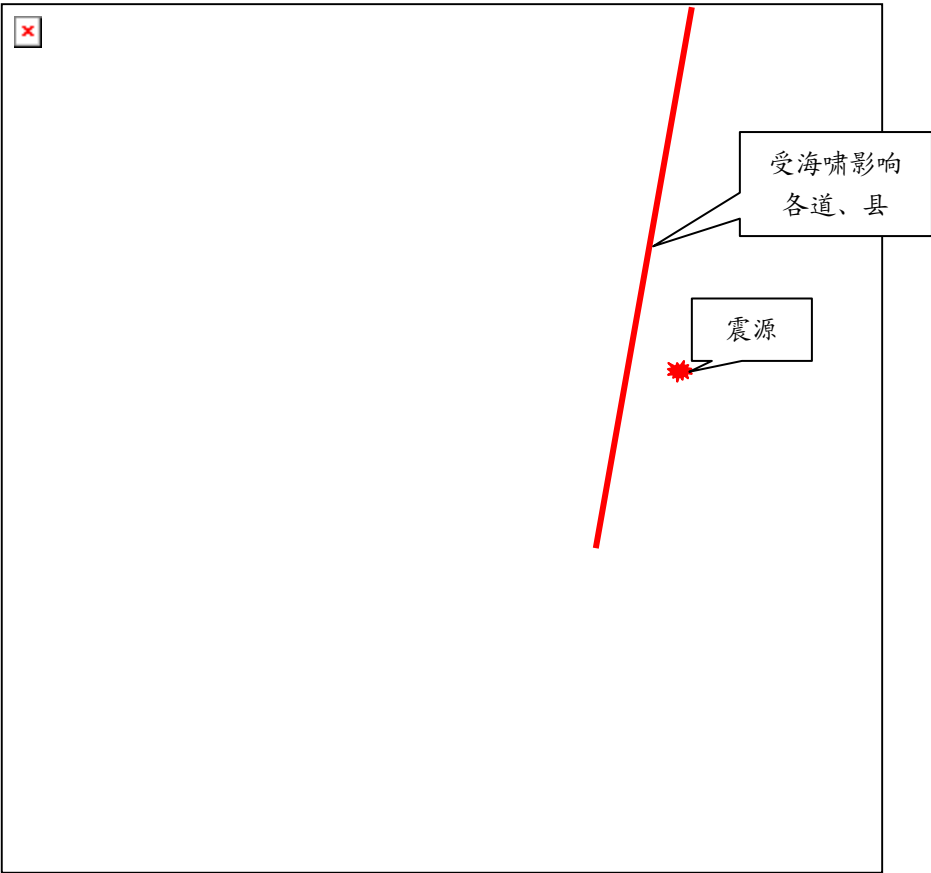
地震区域的国内经济地位

3月11日, 日本时间2点46分(北京时间1点46分), 本州岛东北以东近海发生里氏8.8级大地震。震源确切位置为北纬38.0度、东经142.9度, 震源仅10公里, 位于东北重镇仙台以东仅130公里。地震本身能量已经对日本本土产生巨大破坏, 而地震发生后仅十几分钟海啸已经侵入本岛, 因此大量人口难以及时撤离。目前, 遇难人数不断上升, 而财产也将会非常巨大, 而紧邻海岸的福岛核电站发生了两次氢气爆炸。

影响区域——东北沿海地区

本次地震本身对于日本的影响有限, 而其引发的海啸对日本东北部临太平洋地区的破坏则大得多。如图1所示, 受到海啸影响较大的为东北的岩手、宫城、福岛、青森四县, 关东的茨城、千葉两县, 以及北海道。其中尤以东北地区的岩手、宫城和福岛三县所受影响为最大。

图 10：地震示意图



资料来源：日本漫游编辑部，长江证券研究部

那么上述道县在日本国内的经济地位如何呢？如下表所示，受灾各县占日本 GDP 的 12.81%。而在产业布局上，东北受灾较重的青森、宫城和福岛各县以农、林、渔业为主，而北海道和千叶两地也分别是日本第一和第二大农业主产区。除农业以外，岩手县半导体和通信制造业集聚；能源行业方面，福岛、茨城则集中着大量火电厂与核电厂，千叶则分布着炼油工业；此外，千叶县市日本最大的工业区，不过受灾程度较轻。

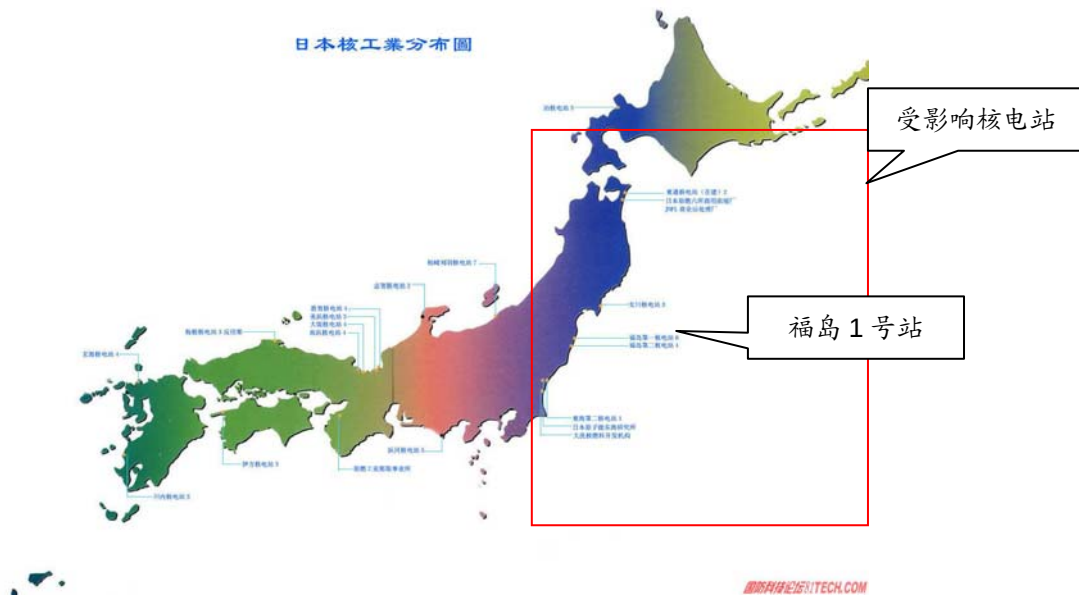
表 1：受灾各道县的经济地位

地区	道、县	GDP（2010年、亿美元）	在日本各都道府县中排名	产值占日本GDP（2010年）	主要产业	人口（截至2010年10月）
东北	青森	426	29	0.78	农、林、渔	1373164
	岩手	447	28	0.82	半导体、通信制造业	1330530
	宫城	789	15	1.44	农业（粮食）、渔业；仙台市（电子、电器、食品）	2337513
	福岛	718	18	1.31	沿海地区渔业、海产品加工和发电、核电业；内陆地区农业	2028752
北海道	北海道	1874	5	3.42	主要为农业（最大农业产区）、服务业（旅游业）、轻工业（造纸、酿酒）	5507456
关东	茨城	1006	12	1.84	发电（尤其是核电）、化工、精密机械	2964141
	千叶	1750	8	3.20	日本最大工业区，化工、炼油和机械制造，而且是第二大农业产区	6201046

资料来源：日本统计局，长江证券研究部

从这次地震海啸影响的行业来看，能源行业对于日本经济的影响是全局性的。位于受海啸影响地区的核电站有 8 所，地震发生后 10 座核电站紧急关闭，其中 2 座核电站的 5 座反应堆宣布进入紧急状态，而福岛 1 号站已经发生了两次爆炸。由于茨城和福岛是发电大县，此次受灾已经严重影响了日本的供电，目前对日本各地居民和工业用电都进入轮流供电 3 小时的状态。

图 11：日本核电站分布



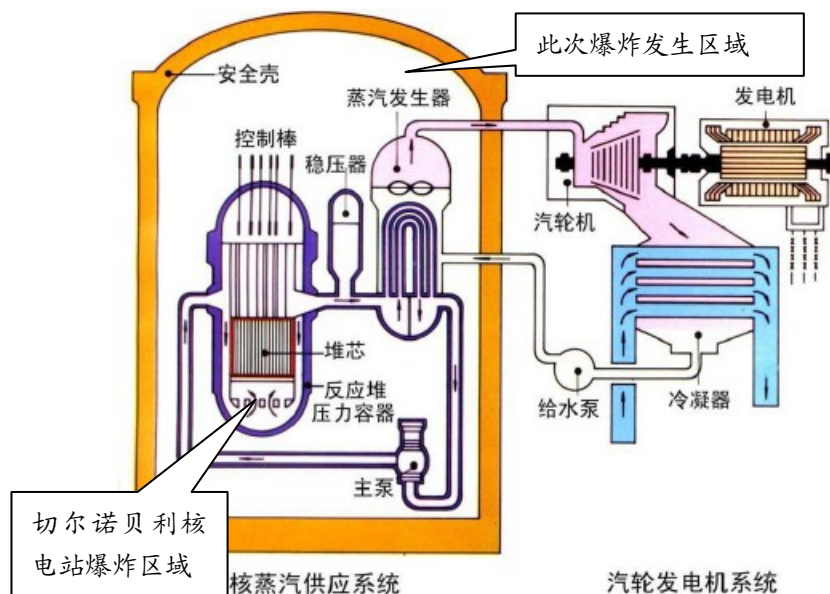
资料来源：长江证券研究部

绝不是切尔诺贝利“第二”

地震海啸发生后，关于福岛 1 号核电站爆炸的关注甚嚣尘上，新闻报道连篇累牍，许多人都将其与切尔诺贝利核电站的爆炸相提并论。但是，目前看来福岛核电站爆炸的威力和辐射远不及切尔诺贝利核电站的爆炸。

结合下面的反应堆示意图分析，图中进行裂变反应的是反应堆压力容器。本次爆炸发生在安全壳和安全容器之间，主要是由于冷却剂管道泄漏导致氢氧在高温下反应爆炸；而上次爆炸发生在压力容器内，其中的核燃料仍然在进行链式反应，因此其爆炸辐射量就达到了广岛原子弹爆炸的 400 倍。而目前爆炸泄漏的气体虽然辐射超标，但是其与核燃料不同，半衰期极短。因此在爆炸发生后辐射量急剧下降，相应物质的漂移几乎不会对其他国家产生影响。而且，反应堆压力容器内部的链式反应已经结束，为了给压力容器降温，12 日开始自卫队已经开始向压力容器内排灌海水以控制其内部温度。我们认为就此事产生恐慌情绪是不必要的，而周末两天对于此项问题的信息扩散或许也足以使市场认清此项事件远没有那么严重。

图 12：核电厂反应堆示意图



资料来源：长江证券研究部

地震对于实体的冲击——需求释放大于持续萎缩

目前，地震海啸对于日本经济的冲击还没有明确的量化估计，此前传出的美国地质调查局专家预计的占 GDP 百分之一的损失仅包括地震而不包括海啸的影响。而从现在的报道来看，海啸的影响可能远远大于地震本身。由于地震的经济影响很难估算，我们只能对相似案例进行类比做出粗略的估算，并且对地震的经济影响进行定性的分析。总的来说，地震对于居民财产、企业资本和基础设施存量将带来巨大的损失，不过为了对上述存量进行修复，必然需要包括 GDP（国内生产）和进口（外部需求）等流量来回补损失的存量。所以，除了在地震当季 GDP 增速会受到冲击以外，在历次地震之后都能够观察到 GDP 和进口的稳定甚至飙升。

重创后的反弹期待——存量损失，GDP 回补

为了估算日本国内的财产损失，我们选取了自上世纪 90 年代以来，震级较大、经济损失明确的历次地震。在下表所列的历次地震中，震级与本次地震最接近的是智利中南部地震和印尼苏门答腊近海发生的地震，而且上述三次地震都引发了海啸。因此可比性较强，考虑到日本的抗震能力较强，而且我们采用的是智利政府估计的经济损失，存在为获取高额援助而高估损失的可能，我们认为日本此次地震海啸的财产损失可能会小于下表所示智利地震损失占 GDP 的百分比。结合各次地震海啸的情形，财产损失可能占 GDP 的 3%-5%，按照去年日本 GDP 为 4791791 亿日元的规模，整个财产损失在 143753.7-239589.5 亿日元。

表 2：受灾各道县的经济地位

地点	事件	震级	震源深度（公里）	死亡加失踪人数	经济损失	经济损失占GDP（%）
2011年3月10日	日本东北	地震/海啸	8.8	10	--	--
2010年2月27日	智利中南部	地震/海啸	8.8	33	577	150-300亿美元
2008年5月12日	中国汶川	地震	8.0	14	88000	8451亿人民币
2004年12月26日	印尼苏门答腊	地震/海啸	9.0	30	220000	近百亿美元
1999年9月21日	台湾南投	地震	7.6	1	2470	92亿美元
1999年8月17日	土耳其伊兹米特	地震	7.4	17	17118	200亿美元
1995年1月17日	日本关西神户	地震	7.3	20	6500	约1000亿美元

资料来源：日本统计局，长江证券研究部，注：印尼海啸经济损失系印尼一国经济损失

我们从历次地震海啸造成的影响来看，其对于 GDP 增速的影响时间有限。前面我们已经提到，历次地震都会存在大量的经济损失，特别是作为存量的财产、资本的损失。那么在灾后重建的过程中就需要增加投资来修复遭到破坏的基础设施，因此作为流量指标的 GDP 非但不会受到存量财产、资本损失的负面影响，反而会因为重建的集中建设而增速上升。

下表中，我们列示了几次重要地震前后的 GDP 增速。如下表所示，大多数案例中，地震当季的 GDP 一般都会出现增速下滑甚至出现衰退，但是在震后往往会有非常明显的反弹。如阪神地震发生的当季 GDP 同比下滑 1.3%，但是随后两个季度 GDP 同比增幅扩大至 2.4%。而 2010 年 2 月发生的智利中南部地震/海啸，其发生当季 GDP 增幅同比下滑 1.58%，但在随后两个季度 GDP 同比分别为 6.59% 和 7.02%。

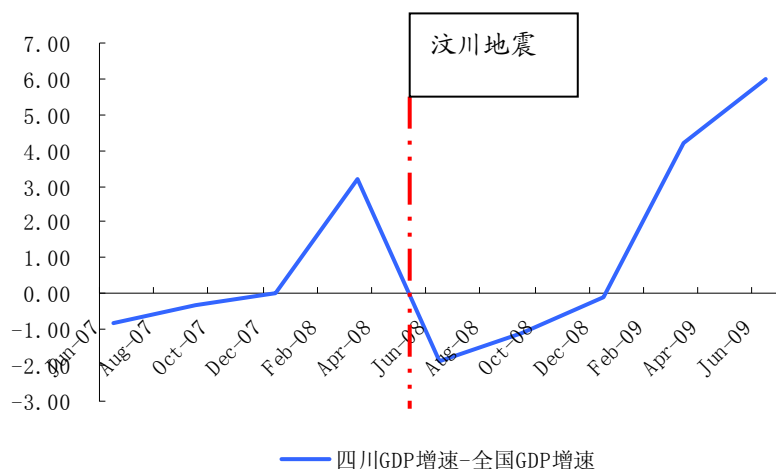
表 3：历次重要地震前后 GDP 增长率（同比，%）

	前四季度	前三季度	前二季度	前一季度	地震当季	后一季度	后二季度	后三季度	后四季度
日本阪神地震	1.30	0.10	-1.00	0.30	-1.30	2.40	2.40	0.10	1.20
智利中南部地震	-2.14	-4.48	-1.40	2.05	1.58	6.59	7.02	—	—
汶川地震	13.70	14.10	14.20	14.50	9.10	9.50	9.50	10.80	13.50
印尼海啸	4.63	4.10	4.39	4.50	7.16	5.97	5.87	5.84	5.11
台湾南投地震	3.76	2.51	5.37	6.74	5.08	6.69	5.74	7.01	6.51

资料来源：Datastream, Wind, 长江证券研究部，注：汶川地震案例中使用的为四川省累计 GDP

在汶川地震中，地震后的两个季度增速没有回到地震之前的水平，但当时受金融危机外需不足的影响，全国 GDP 增速都出现了下滑，如果将四川省的 GDP 同比与全国 GDP 作一个对比的话可以发现四川地区的 GDP 增长是出现了一段相对较快的增长期的。

图 13: 地震前后四川相对全国 GDP 增速



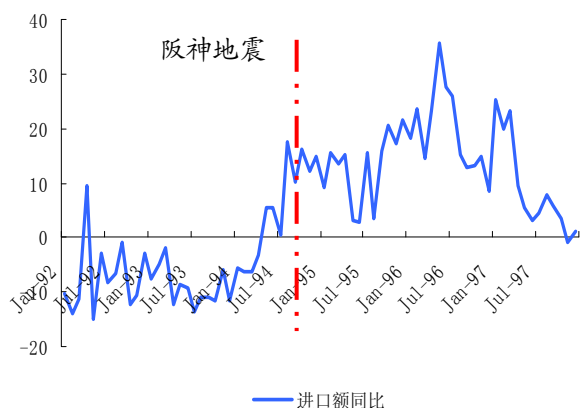
资料来源: WIND, 长江证券研究部

结合上面对历史情况的回顾, 我们认为, 日本一季度的 GDP 将会受到影响, 而由于临近二季度, 所以二季度的 GDP 也很有可能因此遭到负向冲击, 这对于四季度刚刚经历衰退的日本来说是个不小的打击。但是我们预计在三、四季度, 日本的 GDP 会在基础设施建设的带动下获得强劲的上升。

进口需求激增下的结构差异

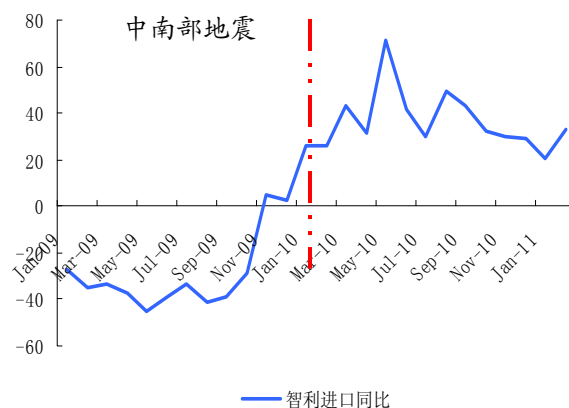
前面提到, 除了利用国内生产流量回补, 进口流量的回补也是一个重要的渠道。一方面, 国内产能在震后会遭到破坏; 另一方面, 震后需要在短小时内修复大量的基础设施、企业也需要迅速恢复产能, 这样依靠本国本身的生产能力就无法迅速提供所需要的物资。所以在观察到震后 GDP 增速上升的同时, 也能够发现受地震打击国家的进口在震后飙升的情况。

图 14: 阪神地震前后进口额同比

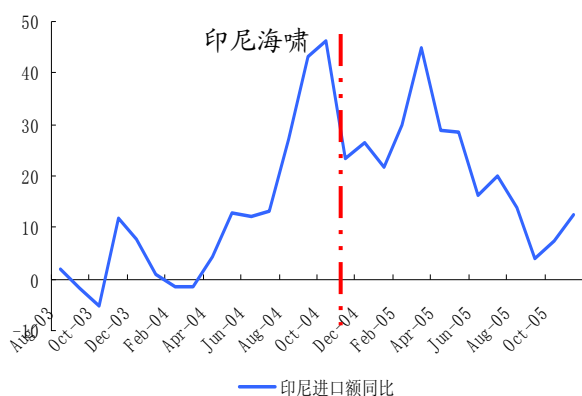


资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

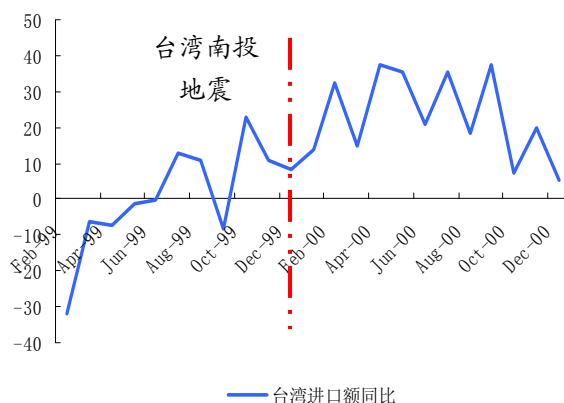
图 15: 智利中南部地震前后进口额同比



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 16: 印尼海啸前后进口额同比


资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 17: 台湾南投地震前后进口额同比


资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

结合前面提到的各次地震案例的对比,我们认为印尼海啸和智利中南部地震引发的地震和海啸与此次东北地震具有较大的可比性。我们将震后实际进口额减去趋势进口额,测算得印尼海啸以后进口多增加约 69.5 亿美元占 GDP 的 0.98%,而智利的进口则多增加 31.05 亿美元,约占 GDP 的 1.56%。那么利用 0.98%和 1.56%的比例,大致计算出本次日本地震海啸引起的进口增加大约为 536.5 亿美元到 853.98 亿美元之间。

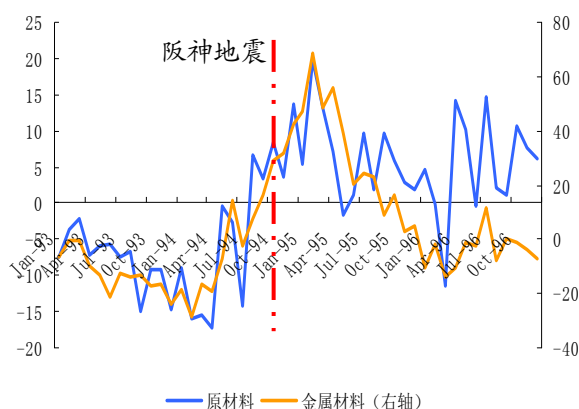
震后进口需求回升集中于原材料、机械设备

那么地震之后进口产品的结构是怎样的呢?这里借鉴阪神地震时期的情况进行分析。从阪神地震来看,进口急剧增加的产品主要有原材料、机械设备,而进口出现下降的行业包括交通运输设备、家用设备等。阪神地震发生于 1995 年 1 月 17 日,其损失情况在表 3 中已经列出。

首先来看进口急剧增加的产品。短期内飙升的进口产品主要是原材料和金属材料,尤其是金属材料在震后的 2 月急增 68.6%,但在一个季度之后,这两类产品的进口增速迅速回归到正常水平。

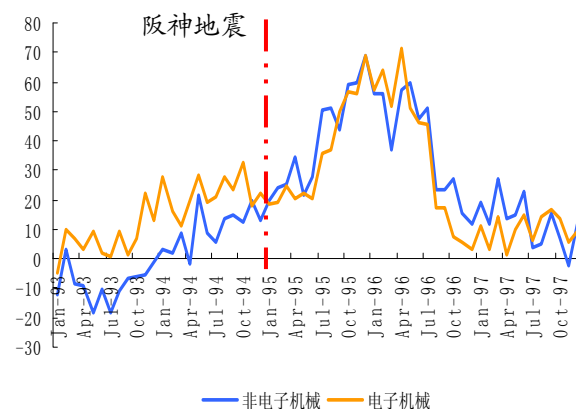
而从中长期来看,进口急剧增加的产品主要是机械设备。在地震发生后不久,机械设备的进口同比增幅略有放缓,而到 95 年 6 月开始日本对机械设备的进口增幅才开始大幅飙升,并连续 1 年左右增幅维持在 40%以上。

图 18: 原材料和金属材料进口额的同比增速



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 19: 机械设备进口额同比增速



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

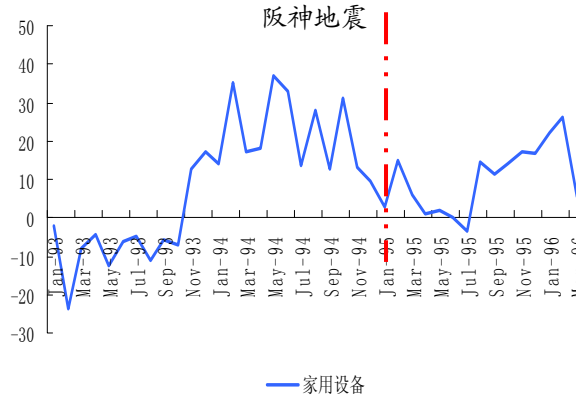
下面再来看进口回落的产品。从进口大幅回落的行业来看，主要是交运设备和家用设备。对于前者很可能是因为交运设备产能下降导致的对上游产业零配件的进口需求减少。而家用设备的进口在震后短期内进口同比增幅严重下滑，但是其进口低迷时间短于交运设备，在 95 年三季度，家用设备的进口增速就开始反弹，但是没有回到地震前的水平。这一方面可能与交运设备一样因产能受损，零配件进口缩减；此外，地震救灾阶段的 GDP 多为企业和政府投资形成，因而不会对劳动力收入形成明显的修复，因此可选消费有所下降。

图 20: 交运设备进口大幅回落



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 21: 家用设备进口额同比增速



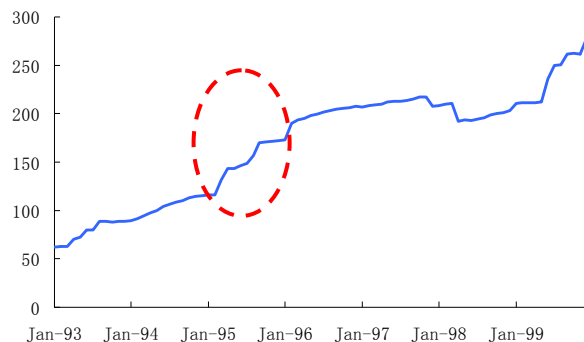
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

坚挺日元或带来的美元弱势

从和历史上阪神地震的对比中我们发现，发生于 1 月 17 日的阪神地震后的一段时间内，日元兑美元非但没有出现贬值，反而持续升值，直到 4 月份才开始贬值。我们认为，一方面震

后，日本不仅有资产汇回的需要，阪神地震期间外汇储备的大量增加也表明当时资产汇回的需求强烈，另一方面，地震所带来的影响，将显著抬高银行间拆借资金的紧张程度。

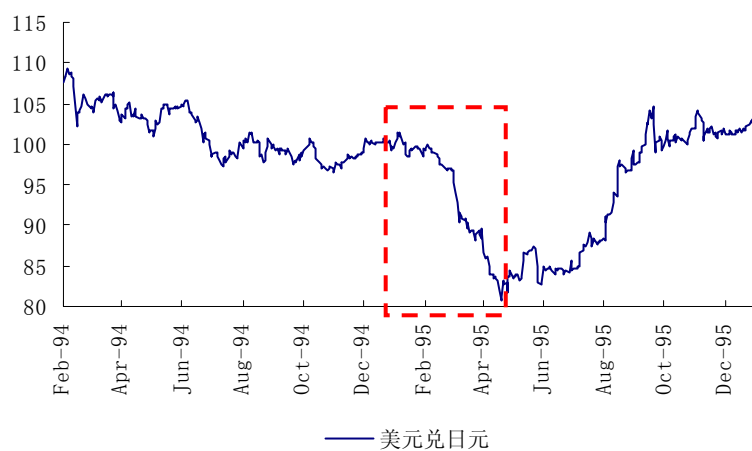
图 22：阪神地震后日本外汇储备



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

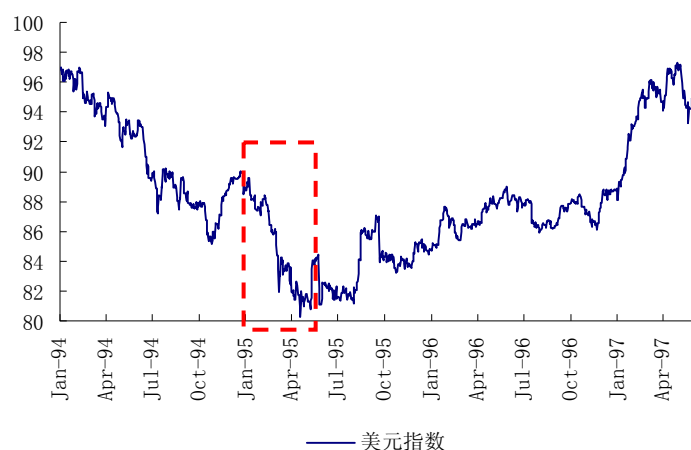
这两方面的逻辑均支撑在阪神地震后的长达 3 个月左右的时间，美元兑日元汇率均呈现单边下行的趋势，并且尽管日元占美元的比重并不如欧元显著，但单边性的日元升值也对当时美元指数走强产生了明显的压制。

图 23：阪神地震后美元兑日元走势



资料来源：WIND，长江证券研究部

图 24：阪神地震后美元指数也下行明显



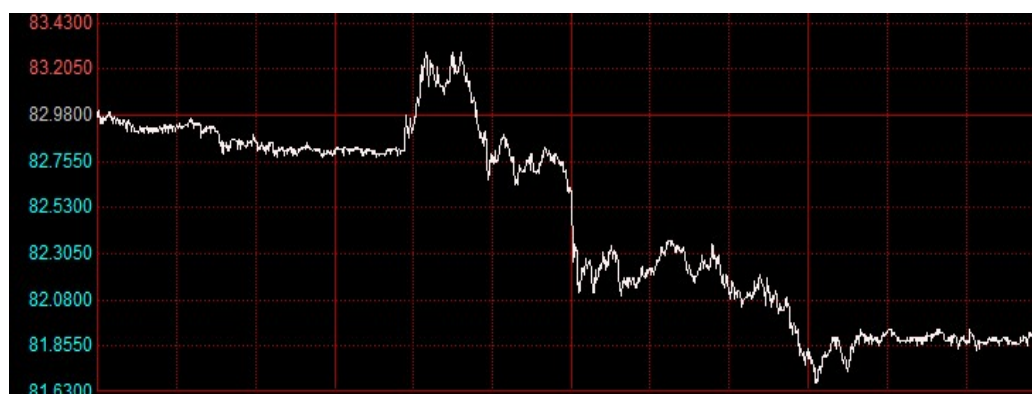
资料来源：WIND，长江证券研究部

从本次地震发生后，目前美元兑日元的走势来看，日元汇率只在非常短的的时间内出现了贬值，但不久之后就出现了大幅升值。这主要是因为日本央行备有应对突发情况的应急预案要求日本央行出口支持日元汇率，这不仅有利于金融系统的稳定，避免超跌造成的银行体系外债飙升，而且也能够令日本在灾后重建进口原材料、机械设备时付出更少的成本。而从中长期来看，灾后家庭、企业和政府都需要汇回大量外币资产以支持灾后的必要消费、资本重建和基础设施建设。

不过值得一提的是，从去年末日本央行对于日元过快升值的态度来看，不排除本次干预日元过大幅度升值的可能性，因此我们认为尽管日元升值的趋势将会存在，但是本次在持续时间和幅度上可能会相对较小。

从这个角度来看，我们倾向于认为在日本突发事件的影响下，美元短期内的上行将变得更加困难。

图 25：地震当天美元兑日元日间走势



资料来源：WIND，长江证券研究部

最后，对大宗商品而言，总体上我们认为短期可能会受到市场恐慌情绪的影响出现回调的现象，但是之后灾害后的重建反而会给金属材料等带来需求上的支撑。一方面，在之前的部分我们已经提到，从阪神地震的情况来看，仅地震当期的 GDP 同比出现明显下滑，而之后再重建期经济的同比增速甚至超越了地震发生前，进口额的产品结构上也比较明显，原材料和

金属材料的需求也出现一定时间的扩张，因此从商品属性上来说，能够提供一定的支撑。

另一方面，从金融属性上来说，在日元显著升值的情况下，美元短期难有过强的走势，这也从货币方面对大宗商品的价格提供了支撑。

日本地震对国内 A 股相关行业影响简要分析

一、交通运输行业

海运市场短期偏负面，中期灾后建设有利货量上升，行业转暖。具体而言——干散货市场：短空长多。短期日本几大钢厂停产，同时因地震导致的封港，使得日本对矿石和煤炭的进口需求停滞，我们估计短期对散货市场需求的影响约全球的 1/10。中期考虑到灾后需要重建，将带来额外的钢材需求，可显著促进全球散货货量上升，但不改变散货行业周期原有运行格局。油轮市场：原油海运需求受阻可能使刚有起色的原油运输市场再次受挫，而成品油运输则可能受益。集装箱市场：日本国内的出口需求和本国集运船队受到抑制，但由于日本占总体集装箱运输市场份额不大，对整个集运市场影响不大；对中国北方港口影响大于南方港口。在突发因素扰动削弱之后，依旧推荐外需主线公司：**中远航运、中海集运、上港集团**。

航空机场影响有限。目前来看，因地震导致航班取消影响仅有 1-2 天。从 11 日数据看，三大航均有航班取消，12 日全行业共取消日本航班 13 个，13 日基本恢复正常，截止目前暂无航班取消。同时，从三大航收入比重来看，国际占比不高，日本占比更小，对业绩影响也有限。

公路铁路物流：国内相关公司不受直接影响，间接影响微弱。

二、钢铁行业

东京湾各大钢厂停产，短期内产量下滑近 20%，不过中长期影响并不太大。日本三大钢铁企业在东京海湾的粗钢产能合计约 2550 万吨/年，按 2010 年 12 月日本粗钢产能利用率计算，东京海湾 5 个大钢厂的停产将导致日本每月约 180 万吨产量的减少，占 2010 年月均产量的 19.78%。受地震的影响，短期内日本钢材产量将出现显著的下滑。同时，由于国内汽车等产业的停产，短期国内需求亦将大幅萎缩。

日本近期钢价可能下跌但已无实际意义，其出口及对国际钢价影响有限。地震灾害可能会造成日本市场短期严重的供需失衡，下游汽车需求的萎缩对正在上涨的日本热轧价格无疑是一个打击。由于日本粗钢产量在亚洲占比不大，全球的占比很小，国际钢价受其影响有限。考虑到受灾地区的钢厂基本上是为位于同一地区的汽车行业配套，而其他地区的钢材下游制造业受制于产业链影响也在停产，因此，直观上看，日本钢材短期投放国际市场的资源量可能不会受到太大影响。

此次地震对国际市场矿石需求冲击虽有限但可能促使短期矿价继续回落。关于钢厂受灾的具体情况仍不明朗，何时复产难以估计。但考虑到 5 家工厂的产能和矿石需求量占矿石贸易总量的比例并不算大，对矿石需求影响有限。而且，随着后期的重建工作开展，预计日本钢铁产量恢复也会较快。因此，预计此事对世界铁矿石供需态势尤其是长期走势不会造成明显影响。不过，由于前期上涨过快的矿价已经开始回落，因此地震事件的冲击可能加大矿价的调整幅度。

中期有利于我国钢铁出口，拉动国内钢铁需求。2010 年我国从日本进口钢材 778 万吨，占

全年进口量 1643 万吨的 43.37%，比例较高，主要是因为我国进口的钢材产品结构为高端汽车板材和特殊用材。此次地震日本受灾面积广，东北三县均受到不同程度损害，灾后重建工程庞大。综合考虑日本现有的钢材产品结构，灾后重建的建筑钢材可能存在巨大的供给缺口，而重新投资相关部分的产能需要一定时间来释放，这无疑为我国长材产品的出口创造了良好的契机。推荐**八一钢铁、新兴铸管、三钢闽光**。

三、汽车产业

日本汽车工业短期会受停产等因素影响出现产销迅速下滑，中期可能受国内购置需求猛增而拉升产量。日本汽车工业当前的出口依赖度已经平均达到 50%以上，而海外市场必将由于短期出口整车及相关零部件的冲击而造成短期市场份额下滑等现象，出口依赖度强的日本公司可能受影响较大。根据我们对日本阪神地震的分析，人力不可抗拒的巨大自然灾害可能将改变未受灾地区人们的消费心理，消费心理的改变将在短期内会抑制消费，而在中长期会拉动内需促进消费。

此次日本地震可能影响我国汽车产业的短期消费结构及加快日系企业零部件国产化进程。日本大地震短期造成的汽车企业停产可能加速国内汽车市场消费结构发生变化，根据分析我们认为德系及韩系车可能将成为主要受益产品，推荐**上海汽车**。

四、机械行业

工程机械：从零部件生产看，本次日本地震对其液压件供给影响较小，但对发动机产能造成一定损害。由于日本液压件主要由川崎生产，其液压件生产基地离地震重灾区较远，故国内挖掘机生产的液压件供给影响较小；而此次地震对日本部分企业的发动机产能造成一定的危害，国内相关整机厂商未来可能受制于上游产能影响。从整机生产来看，由于小松在日本本土的工程机械整车、零部件和发动机产能受此次地震影响被削弱，其在中国生产的工程机械产品极有可能反销日本，国内主机厂或面临更大的国内和海外市场空间。具体而言，中国混凝土和起重机因性价比较高，对日本的出口量有望增长，而推土机、装载机等其他机械因排放要求达不到日本的标准，难以出口日本。

核电设备：目前来看，福岛核电站一号机组爆炸属于化学爆炸，核泄漏影响小，而切尔诺贝利核电站是核燃料棒的直接爆炸，两者存在本质区别。因此，我们倾向认为本次日本地震造成的核污染事件并不会直接影响中国核电发展的总体规划，但对其推进速度有负面影响。由于福岛核电站泄漏原因为冷却系统失效。而中国 AP1000 采用非能动冷却系统，冷却系统失效概率低。因此国内 AP1000 核电技术路线推广可能加速，**上海电气**为 AP1000 核岛主设备的主要技术受让方，随着 AP1000 推广加速，有望远期受益。

五、有色金属行业

对于大宗商品价格和股票影响较为有限（主要是情绪影响）短期仍维持对金属价格调整震荡走势的判断。日本作为全球第三大经济体，此次地震将短期影响日本的经济增长预期（虽然后期大量的基建投资反倒可以迅速的拉动经济回升），从而影响全球经济缓慢复苏的信心，因此将压制国际大宗商品的总体走势。此外由于日本是全球**锡和镍**的主要需求国。因此，我们认为地震将短期对**镍和锡**的需求造成一定负面压力从而压制价格。

由于日本钕铁硼制造和新能源动力汽车相关产业比较发达，此次地震，我们目前尚未得知住友金属、TDK、信越化学等钕铁硼生产企业直接停产的消息，但下游汽车生产商的停产将有

可能影响钕铁硼下游的需求。不过，考虑到这种停产的时间可能不会太长，而且长期来看新能源动力汽车的良好发展前景，我们继续看好新能源动力汽车相关产业的投资机会。维持厦门钨业推荐评级。并建议重点关注**西藏矿业**，**天齐锂业**。

六、家电行业

此次日本大地震对国内家电企业存在一定的负面影响，但影响程度不会太大。

从本次地震推动日本家电整体销量来看，据目前的统计数据，日本约 39 万人口受灾，预期最终受灾人口将达到 60 万，我们按每户 3 人统计，约接近 20 万户有家电重置需求，而相较于 2010 年占全球家电市场 85.3% 家电产能来看（据富士经济(Fuji Keizai)近期统计），该新增需求即使全部来自国内，其对国内家电总销量的拉动效应影响轻微。

从目前日本国内主要家电企业停产情况来看，索尼、夏普、松下、三洋、三菱等企业在日本设立的工厂据称都已受到影响，但都并非其家电制造工厂。考虑到中国高端家电上游原材料包括液晶面板、上游芯片、变频压缩机、变频电机等在内的很多均进口自日本，而本次日本地震对产能影响较大的部分正是这些，同时日本东北部地区物流瘫痪也会使得家电上游零部件出口受阻，我们认为近期上游零部件涨价的概率较大，同时使得上游零部件产能瓶颈凸显。当然，这种负面影响的时间和程度还有待观察。

七、电子行业

从电子产业整体来看，日本大地震将对全球电子零组件供应造成了冲击。根据 isuppli 统计，2010 年，日本电子设备产值占当年全球市场份额的 13.9%，同年日本半导体产量占全球市场份额的 20% 以上，地震将在短期内对全球半导体组件价格造成波动。作为全球电子产品需求大国，短期内对消费电子的需求产生一定负面影响。但灾后重建将长期对整体电子行业尤其是消费电子，绿色节能，清洁能源等相关领域需求的提振带来正面影响。另外，此次地震将在一定程度上加快日本大厂产能外移的进程。

按照细分产业链影响程度的大小来看，地震对日本东北区域的晶圆厂（信越）以及东芝的内存和 CMOS 工厂造成一定的冲击，短期将引起内存 Dram 产品及部分高端芯片，还有数码光学器件造成短缺和价格的上涨。

另外一个影响较大的应该是被动器件，日本是全球最大的 RCL 和石英器件生产地区。此次地震虽然并未严重危及本土的生产工厂，但是造成了电力和原料供应的短缺，进而间接对被动器件厂的生产造成影响。我们认为这种影响在未来 3-9 个月将无法消除，这对本来已经供应紧张的被动器件行业雪上加霜，尤其是对于电力需求巨大的铝电解电容行业以及精密生产要求高的 MLCC 行业，推荐**江海股份**。

八、化工行业

我们认为，日本本次地震给其本土的部分化工企业造成重大损害，其出口产品将因为供给中断或出口量减少而引起中国国内产品价格暴涨，而其进口产品将由于下游遭到破坏而下跌。

原油：日本原油进口量预计短期下降，但由于原油除了具有资源属性外，还具有金融属性，其价格波动除了受供需关系影响之外，还受到地缘政治、金融市场等多重因素影响。在目前中东局势依然紧张的情况下，我们认为，原油价格预计能够依然维持高位。

甲乙酮：甲乙酮全球产能共 165.8 万吨，国内及日本产能均在 30 余吨左右。地震导致国内

进口日本甲乙酮受阻，外加原本今年5月开始日本三大甲乙酮厂商迎来停车检修高峰，将导致今年下半年国际甲乙酮供应紧张，预计甲乙酮价格仍将持续上涨，下半年维持高位。利好**齐翔腾达**。

六氟磷酸锂：日本本次地震可能造成全球六氟磷酸锂供给中断，引发价格暴涨，国内六氟磷酸锂公司（**多氟多和九九久**）将受益。

电荷调节剂：中国每年需从进口电荷调节剂，保土谷南阳分厂离仙台仅90公里，受地震影响，可能导致国内进口量减少，从而推动国内电荷调节剂价格提升。利好**鼎龙股份**。

日本地震对 QDII 基金的影响较小

根据我们的统计，截至2011年3月13日，国内QDII产品共有37只，已成立且披露2010年报的QDII产品中涉及日本地区投资的仅有6个产品。其中日本地区投资市值占资产净值比例最高也仅为6.3%，平均占比为3.23%，对QDII资产基金整体投资风险的影响较小。

表4：投资日本地区的QDII基金

证券简称	成立日期	占基金净值比	占股票市值比
博时大中华亚太精选	2010-07-27	6.30%	8.43%
建信全球机遇	2010-09-14	4.87%	5.89%
工银瑞信全球配置	2008-02-14	3.08%	3.29%
工银瑞信全球精选	2010-05-25	2.32%	2.59%
交银环球精选	2008-08-22	1.75%	1.89%
华夏全球精选	2007-10-09	1.05%	1.23%
平均		3.23%	3.89%

资料来源：长江证券研究部

分析师介绍

李冒余，北京师范大学金融学硕士，现为长江证券研究部首席宏观策略分析师，研究领域为宏观经济和投资策略。

沈楠，复旦大学公共经济学专业硕士，现为长江证券策略部高级分析师，研究领域为世界经济及海外市场。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。