

2011 年 3 月 17 日

# 日本地震后的“J” 曲线效应

我们认为，日本地震后可能推动大宗商品价格走出一轮先抑后扬的“J”型变动。我们担心高企的商品价格会推高国内的输入型通胀，并由此抑制 A 股市场的走势。同时从结构上我们仍然看好具有资源属性的行业在未来一段时间的表现。

张戡, PhD\*

(8610) 6622 9075

jian.zhang@bocigroup.com

- 目前 A 股市场的诸多“灾难”概念中，除了核泄漏危机可能引发的对核电的重新审视之外，其他方面可能很难对相关上市公司的主营业务形成实质性的影响。我们认为，未来一段时间，地震的影响将更为明显的在传统领域内渗透至中国经济和资本市场，这也是目前值得我们关注的问题。
- 本次地震导致的财产损失将大于 1995 年的阪神地震。另外同阪神地震相比，本次灾后重建将面临更多的挑战，最主要的方面来自于电力的缺乏和核污染的影响。预计本次地震以后日本灾后重建的速度慢于 1995 年。
- 地震导致的产能下降可能在一定程度上降低对大宗商品的需求。但由于近年来日本经济对商品需求新增量的贡献较小，因而实际影响可能较为有限。中长期中日本的灾后重建可能推高大宗商品的需求，从而使商品需求出现先抑后扬的“J”型走势。
- 货币环境可能放大商品需求的影响。由于短期内面临不确定性，部分资金开始回流日本。但在日本公共债务和央行资产负债规模不断扩大的情况下日元很可能趋势性走弱，从而为息差交易提供更大的空间。未来一段时间全球流动性环境也可能呈现出“J”型的走势，在提升全球的流动性环境的同时推高商品价格。
- 在 A 股市场的方向性判断上，我们认为高企的大宗商品价格可能推高输入型的通货膨胀并由此损伤企业的盈利能力和终端需求。而从结构上说我们继续看好未来一段时间具有资源属性的行业在 A 股市场的走势，价格上涨的预期可能继续为我们提供把握结构性行情的主线。非核可替代能源也将受益于对核电安全性的重新审视，预计在未来相当长的一段时间保持较高的景气度。

\*张戡为本报告重大贡献者

中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

日本东北部海域发生的地震以及海啸因其所引发的核泄漏危机而持续发酵。虽然目前福岛核电站的危机还没有得到有效控制,但我们倾向于相信事件不会最终走向导致日本经济大面积瘫痪的极端状态。核泄漏事件的进一步发展将主要影响日本灾后重建的进度。因此我们认为,短期来看,本次灾难对资本市场所引发的直接冲击和恐慌应该已近尾声。随着事件走向稳定,地震对于日本及全球经济的实质性影响将逐步浮出水面。

灾后的几个交易日内,A股市场波动剧烈。除了整体上受到事件不确定性的压力而大幅波动以外,医药、钢材及钢结构、防辐射、非核新能源等“灾难概念”横行于市。诸多概念中,除了核泄漏危机可能引发的对核电的重新审视之外,其他方面可能很难对相关上市公司的主营业务形成实质性的影响。我们认为,未来一段时间,地震的影响将更为明显的在传统领域内渗透至中国经济和资本市场,这也是目前值得我们关注的问题。

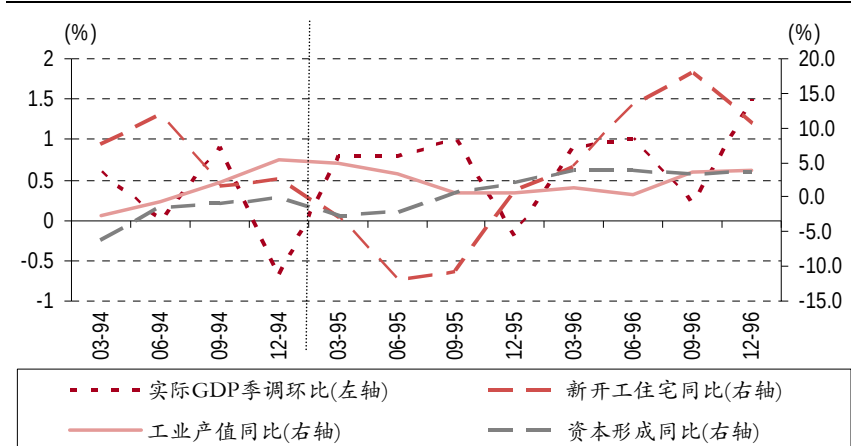
### 重建速度可能慢于 1995 年

日本东北工业区在本次地震中遭受重创。直接受损的地区主要包括宫城县、岩手县和福岛县。该地区主要集中了汽车、核电、石化和半导体等产业工厂。三个县占日本总国土面积约 9.5%,占日本总人口的 4.5%,约占日本 GDP 总量的 8%。

目前我们还无法准确估计本次地震的财产损失。1995 年阪神发生 7.3 级地震,事后估算的财产损失应当在 10 万亿日元左右,占当时日本 GDP 的 2.5%。其中,建筑物的损失超过财产损失的一半,达到约 5.8 万亿日元,其他损失则主要在于铁路、公路和港口等基础设施。结合此次地震强度及历史受损失经验,尤其是地震之后所引发的海啸,我们认为财产损失应当高于阪神地震。如果事态没有发生进一步的恶化,本次地震的财产损失可能会接近 20 万亿日元。

地震可能在多大程度影响日本今年的 GDP 更加难以计算,但在方向上可以确定的是今年日本 GDP 的表现将直接取决于灾后重建的速度。阪神地震后重建的启动速度较快。在地震发生后的 2-3 个季度里房地产投资、私人资本支出和消费均显著提高。在 1 月发生地震后,1995 年 1 季度日本 GDP 环比增长 0.8%,扭转了 1994 年四季度环比下滑 0.7% 的颓势,并在 2 季度和 3 季度分别达到 0.8% 和 1.0% 的增长速度。同上次相比,本次灾后重建将面临更多的挑战,最主要的方面来自于电力的缺乏和核污染的影响。预计本次地震以后日本灾后重建的速度慢于 1995 年。

图表 1.阪神地震前后的日本经济表现



资料来源：万得资讯，中银国际研究

## 大宗商品需求的“J”型变化

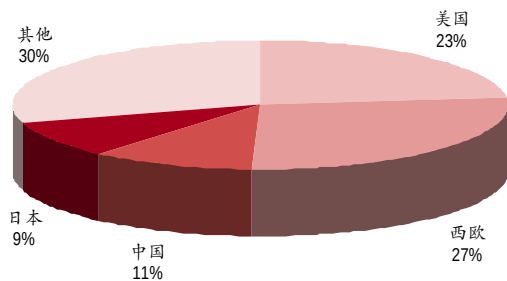
日本是资源需求大国，因而其经济的变动将直接影响大宗商品的需求和价格走势。短期内，受制于产能的损失，日本对大宗商品的需求将有所降低。华尔街日报称，日本部分大型炼油厂已经关闭，至少五家炼油厂在感应到地震时自动关闭，这些炼油厂日加工能力总计120万桶，相当于日本总炼油产能的四分之一左右。另据报道，日本已有两家铜炼厂因电力中断而停止运营，而相当一部分生产汽车及电子产品工厂的停产也将在一定程度上削弱钢铁和有色金属方面的需求。

图表 2.日本近年来的部分农产品消耗量

|           | 玉米       |          | 小麦       |          |
|-----------|----------|----------|----------|----------|
|           | 2009     | 2010     | 2009     | 2010     |
| 日本消耗量(万吨) | 1,600    | 1,610    | 590      | 585      |
| 全球消耗量(万吨) | 80,855.8 | 82,989.7 | 65,017.1 | 66,477.3 |
| 日本消耗占比(%) | 1.98     | 1.94     | 0.91     | 0.88     |

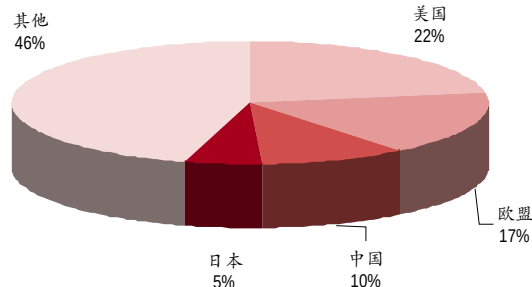
资料来源：彭博资讯，中银国际研究

图表 3. 日本的石油进口占比(2009 年)



资料来源：彭博资讯，中银国际研究

图表 4. 日本的石油消耗占比(2009 年)



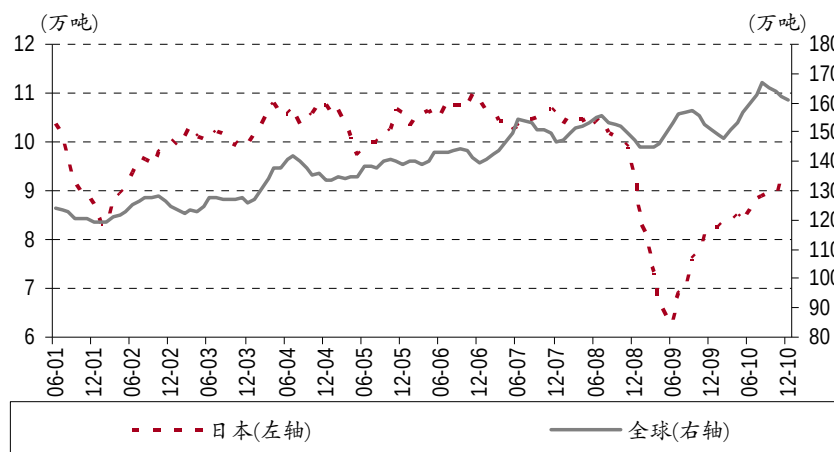
资料来源：彭博资讯，中银国际研究

图表 5. 日本近年来的石油进口量

|             | 2008  | 2009  |
|-------------|-------|-------|
| 日本进口量(万桶/日) | 407   | 355   |
| 全球消耗量(万桶/日) | 3,945 | 3,800 |
| 日本消耗占比(%)   | 10.32 | 9.34  |

资料来源：彭博资讯，中银国际研究

图表 6. 日本及全球的铜消耗量(6 个月平均)



资料来源：万得资讯，中银国际研究

图表 7. 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) | 1,815.64 | 1,824.35 | 1,923.38 |
| 日本消耗占比(%) | 6.52     | 4.80     | 4.73     |

资料来源：彭博资讯，中银国际研究

但中长期来看,由于日本对资源的消耗大多以制成品出口的方式转移至国外,因而这种需求不足的现象或因日本经济的迅速恢复而消失,或被其他国家所替代,难以持续。另外由于灾后重建的需求,大宗商品的消耗将高于震前。因此我们认为未来一段时间商品需求将沿着“J”曲线发展,从而在短期和中长期中体现出不同的方向。

日本的部分农产品对进口依赖程度较高。2010年玉米的消费全部依赖进口,小麦的进口依赖度也达到84%。但日本对于全球农产品消耗量增量的贡献非常小。2010年日本玉米消耗量仅增加了10万吨,占当年全球玉米新增消耗量的0.47%。小麦的消耗量更是出现了绝对量的下降。石油方面,2009年全球石油进口量从2008年的3,945万桶/日降至3,800万桶/日,降幅3.68%;而日本进口量则从407万桶/日降至355万桶/日,降幅高达12.78%。在铜的消耗方面,日本需求量在全球消费量的占比也逐步降低。可以判断,日本需求的变化对2009年以后的大宗商品价格上涨几乎没有正面的贡献。因此短期内大宗商品的需求所受到的负面影响应该较为有限。但从中长期看,如果日本灾区的重建确实能够有效提高商品需求,或者说日本成为大宗商品新增需求的贡献者,由于其庞大的基数,其边际效应不容忽视。

灾难仍在继续,所以目前还很难判断灾后重建的规模到底有多大。我们按照中国过去几年的基础设施建设的基础数据推断了不同重建规模对水泥、钢铁、煤炭和电力等主要基础材料的消耗,当然基础设施建设的结构不同,劳动力和产品价格也有所差别,因此并不可能完全照搬。但按照2009年的数据,日本粗钢生产1.1亿吨,消耗钢材0.54亿吨;生产水泥0.58亿吨,国内消费0.48亿吨;煤炭消耗量2亿吨;发电量1万亿千瓦时左右,那么即使按照1,000亿美元左右的中性的灾后重建规模,其对主要商品的冲击都是显而易见的。

图表 8.按不同规模灾后重建测算的商品耗费量

|           | 水泥(亿吨) | 钢铁(亿吨) | 煤炭(亿吨) | 电力(亿千瓦时) |
|-----------|--------|--------|--------|----------|
| 800 亿美元   | 0.63   | 0.26   | 0.58   | 950.40   |
| 1,000 亿美元 | 0.79   | 0.33   | 0.73   | 1,188.00 |
| 1,500 亿美元 | 1.19   | 0.50   | 1.09   | 1,782.00 |
| 2,000 亿美元 | 1.58   | 0.66   | 1.45   | 2,376.00 |

资料来源:彭博资讯,中银国际研究

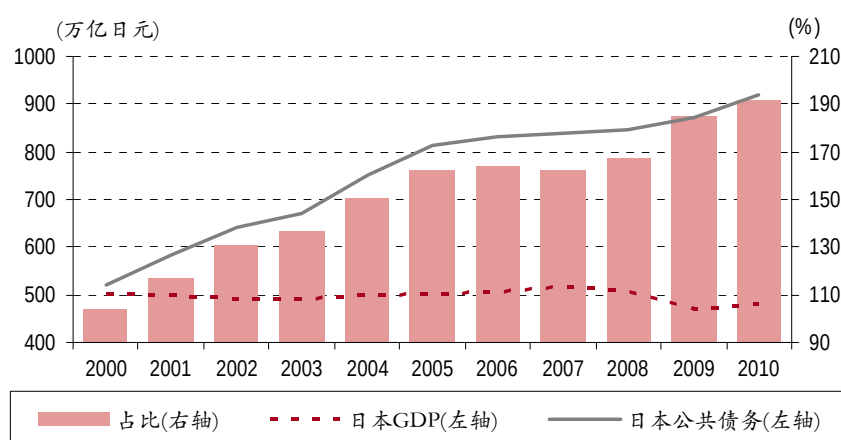


## 日元走势可能推动商品价格的波动

地震发生后日元迅速走高。日元对美元汇率从震前的 83 升至目前的 80.5 左右；美元指数也应声回落至去年 11 月以来的低点。短期内在日本企业面临一系列不确定性的条件下，资金回流日本的趋势较为明显。由于日元在息差交易中的地位，短期内全球流动性环境可能面临一定的紧缩，从而压抑大宗商品的走势。需求端放缓的效果可能因此得到放大。

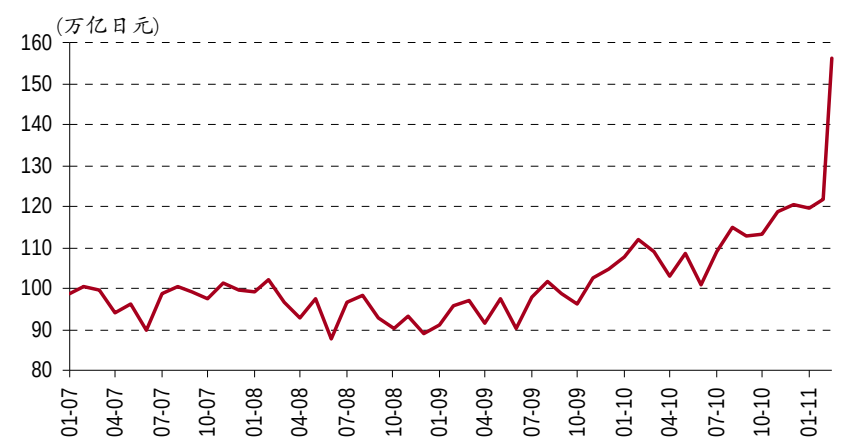
同时应当注意的是，日本央行在 14 日的议息会议结束后表示，决定将资产购买计划金额扩大 5 万亿日元至 40 万亿日元，并维持该国基准利率在零至 0.1% 的历史低位不变。到 16 日，日本央行注资累计已达 31 万亿日元。我们预计日本央行所持有的政府债券和再贷款总额已经达到创纪录的 156 万亿日元。另一方面，截至 2010 年底，日本公共债务总额已经达到 919 万亿日元，占当年 GDP 的 192%，为发达国家的最高水平。

图表 9. 日本的公共债务



资料来源：万得资讯，中银国际研究

图表 10. 日本央行所持有的政府债券和再贷款



资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

在此环境下日元可能很快改变目前的强势状态。趋势性的下滑和几乎毫无节制的货币发行可能进一步深化日元作为融资货币的地位, 从而使日元的泛滥渗透到全球的流动性体系中。因此我们认为日本政府和央行为救灾所做的努力可能进一步提高大宗商品价格上涨的压力。

### 地震对 A 股市场可能产生的影响

我们认为此次地震可能会推动大宗商品价格走出一轮先抑后扬的“J”型曲线。在 A 股市场的方向性判断上, 我们认为高企的大宗商品价格可能推高输入型的通货膨胀并由此损伤企业的盈利能力和终端需求。而从结构上说我们看好未来一段时间具有资源属性的行业在 A 股市场的走势, 价格上涨的预期可能继续为我们提供把握结构性行情的主线。非核可替代能源也将受益于对核电安全性的重新审视, 预计在未来相当长的一段时间保持较高的景气度。

图表 11. 建议关注的个股

| 行业       | 公司    | 代码        | 每股收益 |       |       | 市盈率    |       |       | 目标价   | 评级   | 推荐理由                                                         | 收盘价<br>3月17日 |
|----------|-------|-----------|------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|------|--------------------------------------------------------------|--------------|
|          |       |           | 2010 | 2011E | 2012E | 2010   | 2011E | 2012E |       |      |                                                              |              |
| 煤炭       | 潞安环能  | 601699.SS | 2.60 | 2.93  | 3.69  | 23.14  | 20.56 | 16.31 | 73.17 | 买入   | 煤种优势较好，成长性较好（内生、外延、整合题材兼备），质地优秀（管理较好）。                       | 60.19        |
|          | 昊华能源  | 601101.SS | 2.38 | 3.17  | 3.57  | 19.68  | 14.78 | 13.12 | 63.49 | 买入   | 煤种优势较好，直接受惠于国外焦煤价格高企，高确定性内生式增长。                              | 46.84        |
|          | 兖州煤业  | 600188.SS | 1.46 | 2.04  | 2.09  | 21.40  | 15.40 | 14.96 | 34.62 | 买入   | 日澳2季度焦煤价格可能在300美元/吨以上，公司在澳洲有煤矿。                              | 31.33        |
| 钢铁       | ST 钒钛 | 000629.SZ | 0.18 | 0.45  | 0.97  | 72.22  | 28.89 | 13.40 | NA    | 未有评级 | 转型为铁矿石巨头，后续增长潜力大。                                            | 13.00        |
|          | 金岭矿业  | 000655.SZ | 0.83 | 1.10  | 1.30  | 26.93  | 20.32 | 17.19 | NA    | 未有评级 | 受益铁矿石价格上涨。                                                   | 22.35        |
| 有色金属     | 东方钽业  | 000962.SZ | 0.23 | 0.59  | 0.72  | 111.04 | 43.85 | 35.87 | 29.20 | 买入   | 供应受到限制以及下游电子行业需求上升导致钽价大涨，盈利可能大幅提升。                           | 25.65        |
|          | 株冶集团  | 600961.SS | 0.03 | 0.27  | 0.46  | 560.91 | 68.30 | 40.15 | 26.80 | 买入   | 全球铝业龙头；政府可能战略收储；有望获得铅锌资源注入。                                  | 18.51        |
|          | 驰宏锌锗  | 600497.SS | 0.46 | 0.73  | 0.78  | 65.09  | 40.95 | 38.46 | 36.00 | 买入   | 锌价和锗价乐观的预期以及公司铅锌矿储量增长潜力巨大。                                   | 29.81        |
|          | 金钼股份  | 601958.SS | 0.26 | 0.36  | 0.45  | 96.50  | 69.69 | 55.76 | 30.20 | 买入   | 公司钼矿自给率高，预计2012年在政策和需求推动下钼价有望走出低谷。                           | 25.09        |
| 化工       | 金瑞科技  | 600390.SS | 0.18 | 0.31  | 0.90  | 142.40 | 80.65 | 27.66 | 28.80 | 买入   | 将收购锰矿资源，矿产自给率大幅提升。五矿旗下唯一锰业平台，未来矿产注入潜力广阔。                     | 24.92        |
|          | 兴发集团  | 600141.SS | 0.51 | 0.85  | 1.25  | 45.90  | 27.54 | 18.73 | 31.25 | 买入   | 主营产品磷矿石和磷酸盐价格预计将持续上升，新建60万吨DAP项目将在2012年贡献利润，11-12年业绩将保持高速增长。 | 23.41        |
|          | 海通集团  | 600537.SS | 1.56 | 2.24  | 2.69  | 35.19  | 24.50 | 20.41 | 62.60 | 买入   | 垂直一体化光伏公司，价值被低估。                                             | 54.89        |
| 电力设备及新能源 | 大族激光  | 002008.SZ | 0.55 | 0.72  | 0.89  | 44.51  | 34.00 | 27.51 | NA    | 未有评级 | 日本核危机加剧，利好未来光伏行业。                                            | 24.48        |
|          | 乐山电力  | 600644.SS | 0.19 | 0.46  | 0.33  | 95.89  | 39.61 | 55.21 | NA    | 未有评级 | 地震后日本德山、三菱等传统晶硅供应商产能受到影响，公司多晶硅业务受益。                          | 18.22        |

资料来源：中银国际研究、万得

收盘价格3月17日



## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

根据中国证券监督管理委员会《发布证券研究报告暂行规定》等法律法规和监管规定，中银国际证券有限责任公司确认以下事项：在本报告首次发布时，中银国际证券有限责任公司证券自营账户持有本报告评论的上市公司股份未达到/或超过该上市公司已发行股份的 1%。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向客户发布。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映中银国际集团成员在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司 2011 版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 2867 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 2867 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 15 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号  
EC4N 6HA  
电话: (4420) 7022 8888  
传真: (4420) 7022 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371