

全球 经济观察

香港, 3月16日, 2011

经济分析

Economic Scenarios Unit

Juan Ruiz
Chief Economist
juan.ruiz@grupobbva.com

Asia Unit

Stephen Schwartz
Chief Economist
Stephen.schwartz@bbva.com.hk

Fielding Chen
Fielding.chen@bbva.com.hk

Financial Scenarios Unit

Cristina Varela Donoso
cvarela@grupobbva.com

Maria Martínez Álvarez
maria.martinez.alvarez@grupobbva.com

日本地震对经济的影响

人员伤亡巨大；暂时性的经济影响是适度的，但是附带有核风险导致的不确定性

- **大地震和海啸所造成的死亡人数要比 1995 年的神户地震更大，但经济影响可能更小**

受灾区域的贡献约占日本 GDP 的 7%（神户地震区域为 12%），尽管基础设施的直接损失初步估计为 GDP 的 3%，是神户地震的 1.5 倍。然而，放射性污染扩散至更大地区的潜力仍十分不确定。

- **灾难对经济增长的负面影响将集中在第二季度，并在之后的第三季度大幅反弹。2011 年的增长率将降低 0.2%，2012 年的增长率反将增加 0.3%。**

灾难对经济活动的影响将遵循一般模式，即短期内经济活动微减，接着在重建时随着耐用品的购买量和投资的增加而激增。通货膨胀率将随着供给减少而暂时被推高。放射性污染和持久性停电是导致一般增长模式放缓的重要风险。

- **升值将受到政策制定者的抵制**

至本财政年度末，回流的资本将增加日元升值的压力。但是，这将在很大程度上被日本央行注入流动性的举动以及稳定日元的不懈努力给阻止。

- **重建将有碍于控制公共债务，但是对长期利率的压力应该是可控的**

从国内投资者的强劲需求以及日本央行注入的流动性中应当可以看出，长期利率将略有增加。

- **全球长期利率感受到了无形的上升压力。油价将在短期内被下压但将在长期进行上升回调。**

市场可能出现一定量的对美国国债的抛售，但这只是暂时的。由于炼油活动减少，原油需求将在短期内减少，但此后将增加，因为核动力的未来尚不明朗。

- **只要没有大规模的核污染，相比巨大的人力成本，灾难对经济的影响将是比较适中的。**

大地震和海啸

有史以来最大的地震和随后的海啸对日本造成了巨大的破坏

日本正试图从大地震和海啸的影响中恢复, 3月11日的这场灾难给该国东北部地区造成了毁灭性的破坏。这次的离岸地震, 震级达9.0, 是该国有史以来的最高记录。随之而来的海啸造成了大规模的财产破坏和成千上万人的流离失所。死亡人数有可能迅速增加, 并可能达到数万。这场灾害还破坏了核电设施, 到目前为止, 已有三个反应堆爆炸, 第四个反应堆失火, 另两个反应堆存在冷却问题, 当然还有明显的大量核辐射泄漏, 这些引发了大规模的撤离计划。下面, 我们列出了本次灾难的主要影响。

对比 1995 年的神户地震

1995 年的神户地震提供了一个相关参考

该国最具可比性的事件可能是 1995 年 1 月的神户地震。该次地震的震级与本次地震接近, 而且发生在不久以前, 能够为上周五地震的效应提供一个相关的评估基准。尽管如此, 这两个地区的经济特长不同。本次受地震和海啸影响最大的地区是一个重点农业区, 并且涉及一些重要的原材料工业(如石油、钢铁和纸浆); 而神户则是一个主要的港口和制造业中心。

2011 年的人员伤亡和财产损失有可能高过 1995 年, 虽然受灾区域对 GDP 的贡献比例较低

1995 年的地震造成超过 6000 人死亡, 一个主要港口被破坏, 地区贡献占日本 GDP 的 12%。其直接损失估计约为日本 GDP 的 2%, 这包括了对建筑物(GDP 的 1.2%)、港口(0.5%)和商业设施(0.3%)的破坏。此外, 若不计抵消, 间接损失包括对初始订单需求的破坏, 占 GDP 的 0.5%。

相比之下, 估计上周五的地震和海啸造成的人员伤亡更大, 因为约有 15000 人仍下落不明(官方公布的死亡人数迄今已接近 3000 人, 仍在不断增加)。但是, 经济损失可能较小。尽管最初的估计表示直接损失约占 GDP 的 3%(神户地震的 1.5 倍), 灾区贡献约占日本 GDP 的 7%(略超过神户地震的一半)(见图 1)。这些数字仍受很多不确定因素左右, 特别是有关放射性污染的程度, 该污染可能给该国的大片区域带来持久的影响。

2011 年地震对经济活动的影响

地震来袭时, 日本正经历经济的缓慢复苏

在地震和海啸之前, 日本经济已经慢慢走上复苏的轨道。2010 年的增长率从 2009 年的 -6.3% 反弹至 3.9%。震前的最新指标证实日本正回复其 1.5% 左右的潜在经济增长率, 增长缓慢的原因有国内需求疲软, 人口老龄化, 以及其他各种结构性问题。

通常, GDP 会经历短期的微减, 并在之后激增

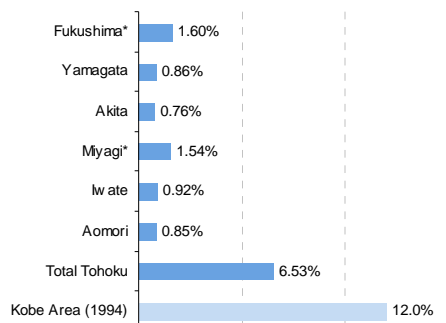
对地震和海啸的损失估计是非常不准确的, 特别是在事发后的最初阶段, 有关灾难实际波及范围的信息仍然是粗糙的。按照典型的模式, 由于企业和商店关闭, 运输、供应网络和能源、通信等重要服务中断, 经济产出会在短期内略微减少。然而, 通常随之而来的是 GDP 的反弹, 因为消费者支出甚至在重建工作开始前就逐步恢复了。重建将拉动固定资产投资, 同样有助于刺激进口, 因为受灾国为重建买入重要物资, 虽然这可能削弱整体 GDP 增速的反弹。随之而来的供给减少往往会在最初推高通胀, 本次地震尤为明显, 因为受灾区域还是一个重要的全国食品供应区。预计将持续到 2012 年中期的通货紧缩可能会在今年提前结束。

... 但是有关核泄露和能源中断的规模尚存在很多的不确定性

在日本, 对经济增长造成的负面影响将集中在 2011 年的第一、二季度, 特别是第二季度。但其影响将是有限的, 因为充足的剩余产能可以填补灾区的部分生产任务。此外, 即将展开的恢复灾区基础设施的重建工作最终将于今年年中刺激到经济活动。在日本政府和央行的帮助下, 预计经济将于 2011 年下半年超过此前的预期。

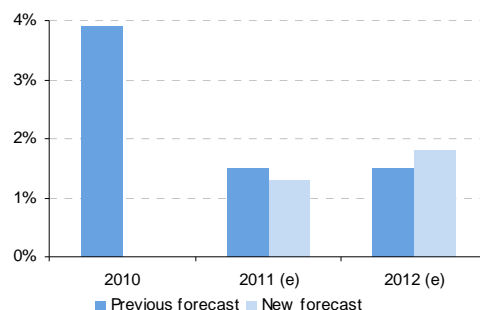
最大的不确定性来源于核辐射的后患, 由于核电厂受损而导致的核辐射在最坏的情况下, 可能会超越日本国界。至少, 对发电的影响可能会很严重, 因为日本高度依赖核能(总发电量的 28%), 并且有约四分之一的核能发电将中断很长一段时间。

图1
受灾地区 GDP (占总量百分比%)



* 受核泄漏和地震最严重的地区
来源: Economic and Social Research Institute, Cabinet Office and BBVA Research

图2
日本: GDP 增长



来源: BBVA Research

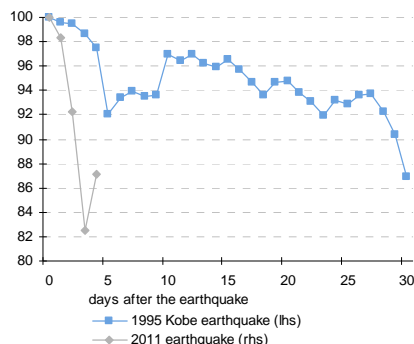
地震和海啸将减少
2011年的经济增长率
0.2-0.3个百分点, 但
将在2012年提高相近
的数值

考虑到这些因素, 初步估计灾难对2011年的GDP增长的影响约为0.2-0.3个百分点, 这在很大程度上集中于第二季度, 该季度的增长应该会减少0.4个百分点左右。随着耐用品需求增加, 加上重建工程蓄势待发, 第三季度经济增长率应增加约0.4个百分点, 至接近1%。这些积极的经济活动反应应当可以持续到2012年上半年, 使得对当年的增长预期也上升了0.2-0.3个百分点(见图2)。虽然对经济活动的影响估计相对较低, 但与此相反地, 日本的股市反应强烈。在1995年的神户地震中, 我们也观察到了类似的股市波动。自星期一以来的加速抛售(图3)似乎更多地是反映了受灾损害(包括对核设施的损害)的程度仍然是高度不确定的。

... 与1995年的模式
相似, 大幅下降之后
又迅速反弹

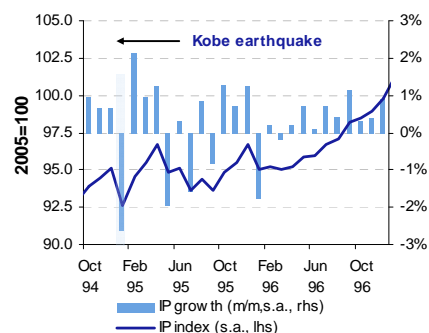
我们再次参考神户地震。该例中, 震后五年的公共工程总规模是GDP的3.2%, 工程创造的新增需求约为GDP的1.5%, 超过了损失总额。事实上, 1995年前两个季度(地震发生在1月)的实际GDP环比增长了0.6%, 第三季度则提高到了环比增长1.1%。消费和工业生产方面的下降只是暂时的, 工业生产于震后的那个月就强劲反弹了(见图4)。1

图3 日经指数在1995和2011年地震后的表现(指数, 地震前的当天=100)



来源: Bloomberg and BBVA Research

图4 日本: 神户地震前后工业制造情况



来源: Haver Analytics and BBVA Research

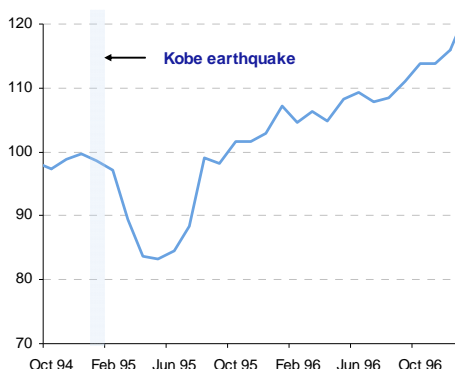
¹另一个快速反弹的例子是智利。继2010年2月份的8.8级地震, 当年第一季度的GDP增长率同比收缩了0.1%。经济损失估计为300亿美元左右, 重点出口产业损失惨重, 例如纤维素。然而, 接下来的一个季度GDP增长就大幅回升, 耐用品的消费开支及机器和设备的固定投资按实际值计算均比前一季度上涨了20%以上。

资本回流将推进日元升值，但将受到政策制定者的抵制

汇率和利率的影响

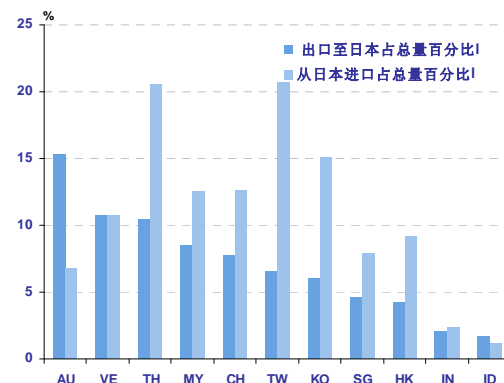
考虑到3月底为日本会计年度的终点，在这个时点出现季节性的日元流入并不稀奇，所以日元正面临着自然的升值。但是，由于上周五的灾难，日元的升值压力有增加的风险，因为在未来几周将有可能出现来自企业方面的必要的资金回流。作为应对新增压力的标准做法，也是在目前官方利率仅为0.1%的情况下唯一可用的手段，日本央行正试图提供充足的流动性。日本央行已经宣布注入3400亿美元，相当于日本GDP的5.8%。加上日本政府正努力确保经济复苏而不愿看到日元大幅升值，应当可以限制日元升值。1995年的神户地震后，日元对美元的汇率上升了约25%（见图5）。本次，我们并没有看到类似的升值现象，事实上，日元对美元的汇率不太可能突破80日元的重要关口。

图5
神户地震前后日元兑美元（日元每美元）



来源: Haver Analytics and BBVA Research

图6
亚洲国家对日本贸易往来（2010）



来源: CEIC, Haver Analytics, and BBVA Research

重建将有碍于控制公共债务，但是对长期利率的压力应当较小且是可控的

重建工作发生在财政空间已然非常有限的背景下，公共债务已约占GDP的200%，而在神户地震时却还不到100%。这次地震会要求额外的预算支持救灾工作，这可能会妨碍政府控制财政债务的努力。迄今为止，控制财政债务一直是中期财政计划的优先事项。公共债务的增加会对长期利率产生一些上升的压力，不过鉴于大部分公共债务都位于国内，这个影响应该比较小而且是可控的。此外，日本央行注入流动性意味着长期利率实际上在地震后就立即下降了。

国际影响：经济增长、利率和商品价格

区域及全球经济增长所受的影响理应较小

全球经济增长所受的冲击将是非常温和的。现阶段，其他亚洲经济体的经济影响也应当是有限的。随着灾后重建的开展，某些国家对日本的出口可能增长，以在核设备长期停工的情况下满足日本的能源需要，或填补国际市场暂时性的空白（见图6与日本贸易往来最密切的国家）。另一方面，供应链的中断和日本的投资流动可能带来负面的影响。该区域股市的大幅抛售现象是在提醒我们市场存在不确定性，经济影响尚需监测一段时间。

短期内可能出现抛售美国国债的现象

鉴于日本作为经合组织国家的债券持有人一角（日本持有美国国债的9%，并在最近有意增持欧洲债券），地震应该会将长期利率推高。市场上可能出现一些抛售美国国债的现象，但不会持续太久，因为日本央行可能会开始积累外汇储备并投资于国债以防止日元升值。事实上，10年期利率几乎没有变动，地震只使得票据利率净下降了4个基点。

由于工业及炼油活动的停歇，原油价格将在短期下降，但是由于对核能未来发展的质疑，油价将回升

至于石油价格，短期和中期的影响有可能背道而驰。在短期，日本的原油需求大幅减少，因为工业部门的经济活动继续减弱，而且炼油厂的需求也减少了约20%（虽然由于供给紧张，成品油价格应该增加）。这反映在周一开市时的油价下跌。然而，从中期和长期来看，我们并不意外看到很大一部分的核电产能将在很长时间内无法恢复。更重要的是，发生在福岛工厂的核事故促使其他各国政府调整继续扩大核电发电的计划，从而带动对燃油发电的额外需求，并将在长期推高油价。

DISCLAIMER

This document and the information, opinions, estimates and recommendations expressed herein, have been prepared by Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (hereinafter called "BBVA") to provide its customers with general information regarding the date of issue of the report and are subject to changes without prior notice. BBVA is not liable for giving notice of such changes or for updating the contents hereof.

This document and its contents do not constitute an offer, invitation or solicitation to purchase or subscribe to any securities or other instruments, or to undertake or divest investments. Neither shall this document nor its contents form the basis of any contract, commitment or decision of any kind.

Investors who have access to this document should be aware that the securities, instruments or investments to which it refers may not be appropriate for them due to their specific investment goals, financial positions or risk profiles, as these have not been taken into account to prepare this report. Therefore, investors should make their own investment decisions considering the said circumstances and obtaining such specialized advice as may be necessary. The contents of this document is based upon information available to the public that has been obtained from sources considered to be reliable. However, such information has not been independently verified by BBVA and therefore no warranty, either express or implicit, is given regarding its accuracy, integrity or correctness. BBVA accepts no liability of any type for any direct or indirect losses arising from the use of the document or its contents. Investors should note that the past performance of securities or instruments or the historical results of investments do not guarantee future performance.

The market prices of securities or instruments or the results of investments could fluctuate against the interests of investors. Investors should be aware that they could even face a loss of their investment. Transactions in futures, options and securities or high-yield securities can involve high risks and are not appropriate for every investor. Indeed, in the case of some investments, the potential losses may exceed the amount of initial investment and, in such circumstances, investors may be required to pay more money to support those losses. Thus, before undertaking any transaction with these instruments, investors should be aware of their operation, as well as the rights, liabilities and risks implied by the same and the underlying stocks. Investors should also be aware that secondary markets for the said instruments may be limited or even not exist.

BBVA or any of its affiliates, as well as their respective executives and employees, may have a position in any of the securities or instruments referred to, directly or indirectly, in this document, or in any other related thereto; they may trade for their own account or for third-party account in those securities, provide consulting or other services to the issuer of the aforementioned securities or instruments or to companies related thereto or to their shareholders, executives or employees, or may have interests or perform transactions in those securities or instruments or related investments before or after the publication of this report, to the extent permitted by the applicable law.

BBVA or any of its affiliates' salespeople, traders, and other professionals may provide oral or written market commentary or trading strategies to its clients that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed herein. Furthermore, BBVA or any of its affiliates' proprietary trading and investing businesses may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations expressed herein. No part of this document may be (i) copied, photocopied or duplicated by any other form or means (ii) redistributed or (iii) quoted, without the prior written consent of BBVA. No part of this report may be copied, conveyed, distributed or furnished to any person or entity in any country (or persons or entities in the same) in which its distribution is prohibited by law. Failure to comply with these restrictions may breach the laws of the relevant jurisdiction.

In the United Kingdom, this document is directed only at persons who (i) have professional experience in matters relating to investments falling within article 19(5) of the financial services and markets act 2000 (financial promotion) order 2005 (as amended, the "financial promotion order"), (ii) are persons falling within article 49(2) (a) to (d) ("high net worth companies, unincorporated associations, etc.") Of the financial promotion order, or (iii) are persons to whom an invitation or inducement to engage in investment activity (within the meaning of section 21 of the financial services and markets act 2000) may otherwise lawfully be communicated (all such persons together being referred to as "relevant persons"). This document is directed only at relevant persons and must not be acted on or relied on by persons who are not relevant persons. Any investment or investment activity to which this document relates is available only to relevant persons and will be engaged in only with relevant persons. The remuneration system concerning the analyst/s author/s of this report is based on multiple criteria, including the revenues obtained by BBVA and, indirectly, the results of BBVA Group in the fiscal year, which, in turn, include the results generated by the investment banking business; nevertheless, they do not receive any remuneration based on revenues from any specific transaction in investment banking.

BBVA is not a member of the FINRA and is not subject to the rules of disclosure affecting such members.

"BBVA is subject to the BBVA Group Code of Conduct for Security Market Operations which, among other regulations, includes rules to prevent and avoid conflicts of interests with the ratings given, including information barriers. The BBVA Group Code of Conduct for Security Market Operations is available for reference at the following web site: www.bbva.com / Corporate Governance".

BBVA is a bank supervised by the Bank of Spain and by Spain's Stock Exchange Commission (CNMV), registered with the Bank of Spain with number 0182.