

附带伤害：日本和韩国

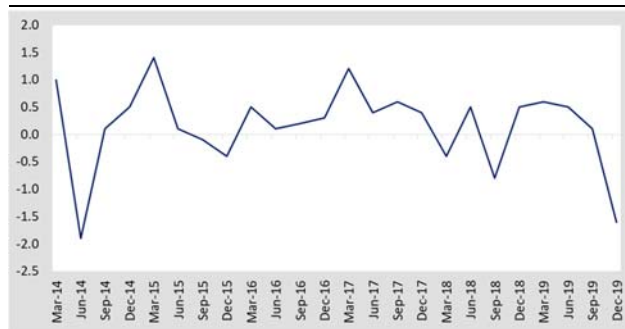
Joel Ng/ 65 6202 1192 / joel.ng@kgi.com

Chen Guangzhi, CFA/ 65 6202 1191 / guangzhi.chen@kgi.com

- 日本和韩国是中国的第三和第四大贸易伙伴。两国都严重依赖中国作为出口目的地和进口来源。
- 我们在这份报告中强调的一个关键风险是，这两个国家的感染病例数量都在上升，这可能会进一步扰乱全球汽车（日本最大的出口产品）和电子相关行业（韩国最大的出口产品）的供应链。
- 此外，作为亚洲第二大和第四大经济体，它们国家的经济放缓将对世界其他地区产生连锁效应。
- 金融市场基本上没有受到冠状病毒的影响。然而，我们还没有摆脱困境。随着即将公布的经济数据开始显现出影响，风险资产与经济之间的脱节将受到考验。
- 我们建议谨慎行事，不要追逐反弹。坚持投资优质公司（资产负债表强劲、股息收益率稳定的公司；参考我们的二月 5 日股息投资组合）。我们重申买入黄金和白银，目标价格分别为每盎司 1,700 美元和 25 美元。

一颗定时炸弹绑在日本身上。 2 月 17 日，日本公布第 4 季度国内生产总值（GDP）同比下降 1.6%，低于负 0.9% 的市场预测。低于预期的经济表现主要是由于私人消费疲软，这是由于 2019 年 10 月销售税上调导致私人消费同比下降 2.9%。此外，这一时期的企业支出同比下降 3.7%，为 18 年第三季度以来的最大降幅。政府支出增长 0.2%，公共投资增长 1.1%，两项数据均低于预期。1 月份出口同比下降 2.6%（低于预期），进口同比下降 3.6%。

图 1：日本季度 GDP 同比增速（%）



来源：CEIC，凯基研究

19 年第四季度宏观经济数据显示日本进入技术性衰退的风险更高。根据过去五年的历史平均水平，私人消费对总产出的贡献超过 50%，对外贸易占日本 GDP 的 35% 左右。进入 20 年第一季度后，消费税对该行业的负面影响持续抑制。随着冠状病毒的爆发继续打断供应链，中国的对外供及内部需自由落体，预计日本外贸将大幅下滑。

在中国持续爆发的 COVID-19 可能已经达到顶峰的背景下，日本的感染率看起来可能刚刚开始指数级增长。截至 2 月 20 日，全国共有 634 例感染病例，其中 542 例来自钻石公主号游轮，其余为国内感染。到目前为止，只有一人死亡。

汽车业面临失速。 我们在之前的报告中提到，由于中国经济部分停摆，全球供应链正面临暂时中断。中国是仅次于美国的日本第二大贸易伙伴，过去五年平均每年占日本进出口总值的 18% 和 24%。中日之间的贸易价值增长（包括进口和出口）一直呈下降趋势，我们认为这与中国汽车销售的疲软需求密切相关。更重要的是，日系车在中国的市场份额高达 17.8%。此外，国内几家最畅销的汽车制造商仍在安装日本制造的发动机。

根据最新的新闻媒体报道，丰田在广州和长春的工厂于 2 月 17 日和 2 月 18 日恢复生产，但目前只有一半的产能恢复，剩余的成都工厂将于 2 月 24 日恢复生产。本田在广州的工厂（两家工厂中的一家）已恢复生产，但武汉的三家工厂至少仍将停工至 3 月 10 日。继 2 月 17 日日产广州工厂恢复生产后，其大连工厂将于 2 月 21 日恢复生产，襄阳和郑州工厂将于 2 月 24 日恢复生产。

中国乘用车协会的数据显示，2020 年 2 月上半月的汽车销量同比下降 92%，预计整个月的销量将下降 70%。因此，我们可以估计，这将大大拖累中国和日本之间的汽车零部件贸易。

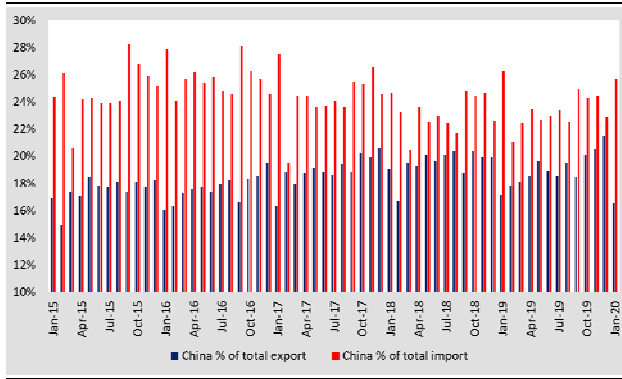
图 2：中日贸易额增长呈下降趋势



蓝线：出口中国额增长同比；红线：中国进口额增长同比

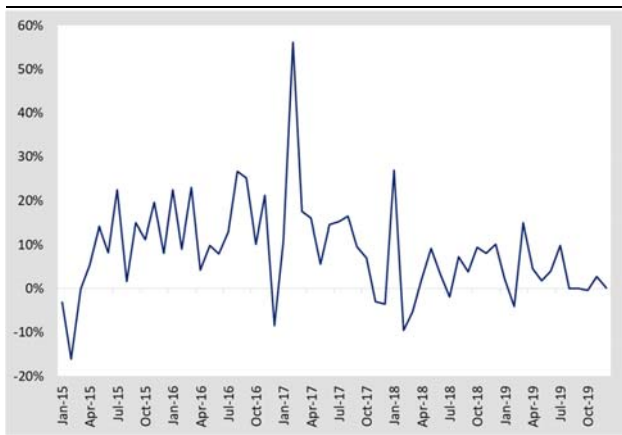
来源：CEIC，凯基研究

图 3：中日贸易占比



蓝柱：出口中国额占比；红柱：中国进口额占比
来源：CEIC, 凯基研究

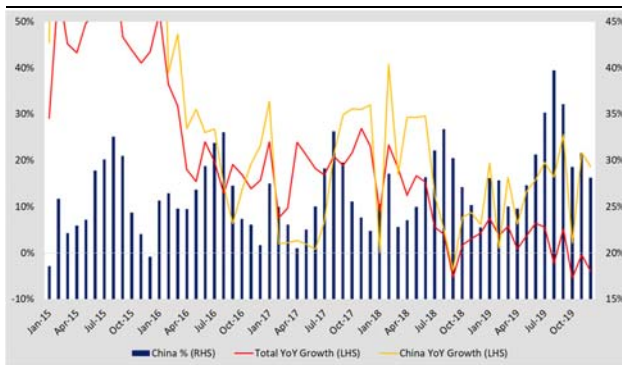
图 4：日系车在华销售同比增长



来源：CEIC, 凯基研究

旅游业受挫。近年来，旅游业对日本 GDP 的贡献超过 7%。过去两年，中国游客已经成为日本旅游业增长的主要驱动力，因为中国游客的增长速度超过了整体旅游业的增长速度。然而，由于 COVID-19 的疫情，不仅中国游客被限制在国内，而且其他地区游客对日本不断上升的感染病例也越来越担忧。因此，我们预计第一季度中国游客的减少将对日本 GDP 产生 0.4%到 0.5%的潜在影响。

图 3：中国游客是日本旅游业的增长动力



蓝柱（右）：中国游客人数占比；红线（左）：总体游客人数同比增长；黄线（左）：中国游客人数同比增长
来源：彭博, 凯基研究

隐形的爆发。日本的感染病例一直在增加，当局还没有完全绘制出感染者集群追踪图。虽然已经从钻石公主号游轮上下来的日本乘客已经被检测出没有病毒，但是这种检测的准确性并不能完全证明。中国的病例显示，最初检测结果为阴性的患者，在经历了较长的潜伏期后，实际上感染了病毒。因此，对于那些下船的人成为潜在传播者的可能性仍然存在大量的不确定性。目前可以肯定的是，人们对认为疫情已得到控制的当局信心正在下降，就像中国当局在武汉疫情爆发初期所宣称的那样。

追踪外汇市场。外汇市场反映出对日本经济前景的悲观情绪。传统上，日元一直被视为一种避险资产，几乎相当于黄金。不过，自日本 19 年 10 月份上调销售税以来，这一同步已被打破。这显示市场对日本经济随后将出现疲弱的预期。第四季度 GDP 年化后 6.3%的下降是很好的证明。由于更多负面新闻成为关注焦点，使得日元在 2 月 19 日至 2 月 20 日两日内贬值 2.7%。因此，日本很有可能进入技术性衰退，即国内生产总值在去年第四季和今年第一季连续下滑。

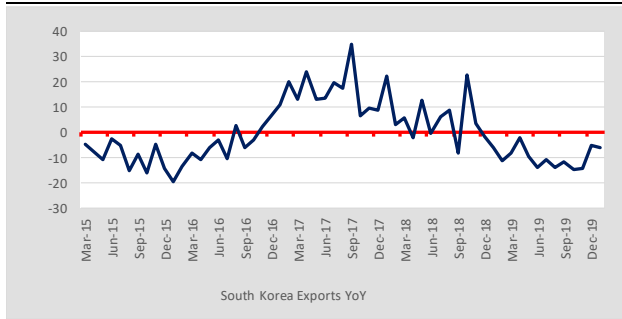
图 6：日元相对黄金在贬值



蓝线（左，美元每盎司）：金价；红线（右，每美元）：日元对美元价格
来源：彭博, 凯基研究

韩国——还没走出 2019 泥潭，现在又遭困。除了日本，韩国也是值得一看的，因为它是亚洲第四大经济体，也是世界第 12 大经济体。2019 年，由于中美贸易紧张、中国经济放缓和存储芯片市场的周期性下滑三大因素，韩国出口下滑（2019 年同比下降 10%）使得韩国经济遭受重创。由于出口占韩国 GDP 的 24%，中国供应链的延期中断最终将对韩国经济的其他领域产生连锁反应。这甚至还没有考虑到该国可能爆发的疫情。这将进一步打断其内部供应链，并对严重依赖该国半导体出口的全球科技制造业产生重大影响。

图 7: 韩国出口同比增长



来源: 彭博, 凯基研究

图 8: 中国最大的贸易伙伴 (占 2018 年出口总额的百分比)



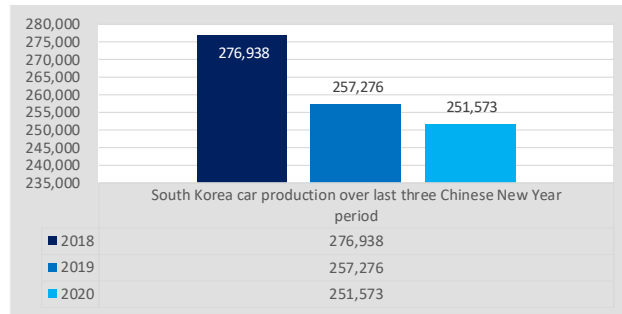
前五名分别为: 美国、香港、日本、韩国、越南

来源: Trading Economics

早期的指标正在发出警告信号。早前公布的 1 月份经济数据已经指出了冠状病毒疫情对韩国经济的影响。中国是韩国最大的出口目的地, 占韩国出口总额的 25%, 出口产品主要是科技相关产品。另一方面, 韩国是中国第四大出口市场, 占中国出口总额的近 5%。中国对韩国的出口约有三分之一是中间产品。因此是韩国经济的重要组成部分。

迄今最明显的消息是韩国汽车业, 由于来自中国的零部件短缺, 起亚和现代等关键汽车制造商不得不暂时停产。这是自 1997 年亚洲金融危机以来, 两家汽车制造商首次被迫关闭所有国内工厂。从宏观上看, 韩国在 2020 年春节前 (1 月份) 的汽车产量比 2019 年同期下降了 2%, 比 2018 年同期下降了 9%。

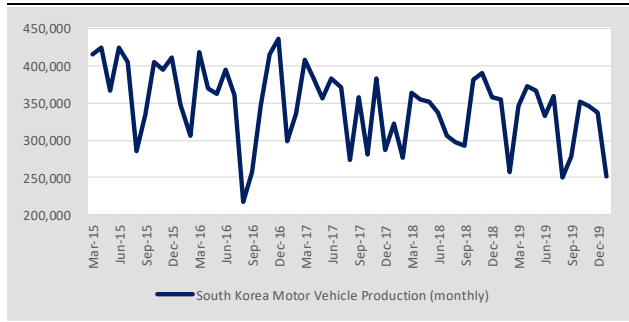
图 8: 过去三个中国新年期间 (2018 年至 2020 年) 韩国的汽车产量



从深到浅分别为: 2018 年、2019 年、2020 年

来源: 彭博, 凯基研究

图 9: 韩国月度汽车产量 (最近一个月的数据是 2020 年 1 月, 这是 5 年来最低的月份之一)



来源: 彭博, 凯基研究

对科技产业的影响。在科技行业, 供应链中断将对手机和电脑等高端电子产品的零部件造成最大影响, 特别是三星和 SK 海力士等公司的技术产品供应链; 因为它们在中国大量生产 LED 和内存芯片等关键部件。

就在昨天 (2 月 20 日), SK 海力士宣布其在韩国的 800 名工作人员已被隔离, 此前有消息称, 该公司一名培训生在韩国南部城市大邱与一名病毒患者有过密切接触。大邱现在是韩国疫情爆发的中心。SK 海力士是全球第二大存储芯片制造商, 为苹果和华为等主要手机制造商供货。

旅游业受到的冲击比日本要小。与日本类似, 韩国旅游业严重依赖中国游客。2019 年中国游客达 600 万人次, 占韩国入境游客总数的 33%。然而, 考虑到旅游业只占韩国经济的 2.7%, 其影响可能不会那么严重。

KGI's Ratings

Rating	Definition
Outperform (OP)	We take a positive view on the stock. The stock is expected to outperform the expected total return of the KGI coverage universe in the related market over a 12-month investment horizon.
Neutral (N)	We take a neutral view on the stock. The stock is expected to perform in line with the expected total return of the KGI coverage universe in the related market over a 12-month investment horizon.
Underperform (U)	We take a negative view on the stock. The stock is expected to underperform the expected total return of the KGI coverage universe in the related market over a 12-month investment horizon.
Not Rated (NR)	The stock is not rated by KGI Securities.
Restricted (R)	KGI policy and/or applicable law regulations preclude certain types of communications, including an investment recommendation, during the course of KGI's engagement in an investment banking transaction and in certain other circumstances.

Disclaimer

This report is provided for information only and is not an offer or a solicitation to deal in securities or to enter into any legal relations, nor an advice or a recommendation with respect to such securities. This report is prepared for general circulation. It does not have regard to the specific investment objectives, financial situation and the particular needs of any recipient hereof. You should independently evaluate particular investments and consult an independent financial adviser before dealing in any securities mentioned in this report.

This report is confidential. This report may not be published, circulated, reproduced or distributed and/or redistributed in whole or in part by any recipient of this report to any other person without the prior written consent of KGI Securities. This report is not intended for distribution and/or redistribution, publication to or use by any person in any jurisdiction outside Singapore or any other jurisdiction as KGI Securities may determine in its absolute discretion, where the distribution, publication or use of this report would be contrary to applicable law or would subject KGI Securities and its connected persons (as defined in the Financial Advisers Act, Chapter 110 of Singapore) to any registration, licensing or other requirements within such jurisdiction.

The information or views in the report ("Information") has been obtained or derived from sources believed by KGI Securities to be reliable. However, KGI Securities makes no representation as to the accuracy or completeness of such sources or the Information and KGI Securities accepts no liability whatsoever for any loss or damage arising from the use of or reliance on the Information. KGI Securities and its connected persons may have issued other reports expressing views different from the Information and all views expressed in all reports of KGI Securities and its connected persons are subject to change without notice. KGI Securities reserves the right to act upon or use the Information at any time, including before its publication herein.

Except as otherwise indicated below, (1) KGI Securities, its connected persons and its officers, employees and representatives may, to the extent permitted by law, transact with, perform or provide broking, underwriting, corporate finance-related or other services for or solicit business from, the subject corporation(s) referred to in this report; (2) KGI Securities, its connected persons and its officers, employees and representatives may also, to the extent permitted by law, transact with, perform or provide broking or other services for or solicit business from, other persons in respect of dealings in the securities referred to in this report or other investments related thereto; and (3) the officers, employees and representatives of KGI Securities may also serve on the board of directors or in trustee positions with the subject corporation(s) referred to in this report. (All of the foregoing is hereafter referred to as the "Subject Business".)

However, as of the date of this report, neither KGI Securities nor its representative(s) who produced this report (each a "research analyst"), has any proprietary position or material interest in, and KGI Securities does not make any market in, the securities which are recommended in this report.

Each research analyst of KGI Securities who produced this report hereby certifies that (1) the views expressed in this report accurately reflect his/her personal views about all of the subject corporation(s) and securities in this report; (2) the report was produced independently by him/her; (3) he/she does not carry out, whether for himself/herself or on behalf of KGI Securities or any other person, any of the Subject Business involving any of the subject corporation(s) or securities referred to in this report; and (4) he/she has not received and will not receive any compensation that is directly or indirectly related or linked to the recommendations or views expressed in this report or to any sales, trading, dealing or corporate finance advisory services or transaction in respect of the securities in this report. However, the compensation received by each such research analyst is based upon various factors, including KGI Securities' total revenues, a portion of which are generated from KGI Securities' business of dealing in securities.

Copyright 2019. KGI Securities (Singapore) Pte. Ltd. All rights reserved.