

运价指数可高频跟踪，统计特性比较好，被认为是中国出口的晴雨表。

运价指数走高，意味着出口向好；运价指数走低，意味着出口转差。这几乎是不证自明的“常识”。然而事实并不尽然，今年上半年集装箱运价和出口同比发生了明显的趋势背离。

如何理解“常识性”规律背后的“反常识”逻辑？

➤ **直觉上运价能够反映出口，因为出口决定了集装箱需求。**

建造一艘集装箱船，通常需要 2-3 年，集装箱船供给短期内缺乏弹性。根据 Alphaliner 统计，过去十年，集装箱船运力同比年均增速只有在 3% 左右。

短期内集装箱船供给相对刚性，然而集装箱需求被出口确定，呈现典型的周期性波动。数据显示，2012 年以来，全球出口贸易年度增速在 -12%—26% 之间波动。

一个典型的全球贸易周期中，集装箱价格受需求牵制，集装箱价格也就能够有效反映出口走势。

出口扩张，集装箱供不应求，运价上涨。反过来，出口萎缩，集装箱供过于求，运价下跌。

➤ **反直觉的是，今年运价和出口明显背离，用运价判断出口“失灵”。**

年初以来，上海出口集装箱运价指数（SCFI）持续回落。截至 8 月初，SCFI 较年初下降 27%。SCFI 降幅如此之大，持续时间如此之长，是疫情后首次。

中国出口表现与 SCFI 截然相反。1-7 月出口累计同比依旧高达 15%，读数甚至高于去年同期复合同比。

➤ **“直觉”规律背后的两点“反直觉”原因：运力扰动和欧美航运特殊性。**

过去两年全球运力深受疫情冲击，防疫降低港口作业速度，港口因此拥堵；港口卸货慢，空箱回流困难，集装箱船缺箱；因为疫情感染和隔离，海员缺乏。**疫情扰动之下，航运周转效率大幅降低，运价直线飙升。**

而在今年上半年，疫情冲击逐步消退，运力投入增加，航运效率改善。截止 6 月初，全球集装箱运力箱位同比增长 3.8%，欧美航线周转效率改善尤为显著。**集装箱有效运力大幅改善，上半年集装箱运价持续走低。**

更有意思的是，主流运价指数中欧美航线权重占比非常高（超过 50%），例如上海集装箱运价指数（SCFI）和德鲁里世界集装箱运价指数（WCI），欧美航线权重占比分别接近 60% 和 70%。事实上今年上半年中国对欧美出口占比下降（降至 30%），欧美航线价格又在持续走低。

权重设置与真实出口情况不相称，最终欧美航线价格下跌被放大，导致总航运价格表现出“超跌”。

➤ **下半年还能用运价判断出口走势么？意义有限。**

先看运价走势：下半年运力投入增加，港口作业效率改善，有效运力改善。预计下半年集装箱运价继续回落，延续上半年趋势。

再看出口走势：海外需求将保持较强韧性，出口依旧较强。而在外需韧性前提下，出口运价下行，出口成本因此下调，边际利好出口。

综合判断，下半年出口和运价仍大概率背离——出口保持韧性，运价继续回落。

风险提示：疫情发展超预期风险；美联储加息节奏超预期；海外地缘政治风险。



分析师 **周君芝**

执业证书：S0100521100008

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

相关研究

1. 全球大类资产跟踪周报：流动性定价继续内松外紧-2022/08/09
2. 7月出口数据点评：看空中国出口，再度被证伪-2022/08/07
3. 美国就业强劲验证经济韧性——美国7月非农数据点评-2022/08/07
4. 宏观专题研究：纾困基金的前世今生-2022/08/07
5. 宏观专题研究：隔夜利率破1%之后-2022/08/03

目录

引言	3
1 直觉上：可用集装箱运价观察出口走势	4
2 反直觉：两个原因引致今年运价和出口背离	6
2.1 原因之一，疫后国际运力变化大，干扰运价表现	6
2.2 原因之二，欧美线路运价下降过快，扰乱总体运价表现.....	8
3 运价对下半年出口指示意义有限.....	10
3.1 运力继续改善，下半年运价回落	10
3.2 外需韧性支撑出口表现强于运价	10
4 风险提示	12
插图目录	13

引言

中国出口商品绝大多数通过集装箱运输，所以集装箱运价通常作为中国出口的晴雨表。

过去两年，集装箱运价屡创新高，与出口高景气相契合。

若认为运价能够有效指示出口，那么今年运价持续回落，意味着未来高景气出口或将难以为继。再者海外衰退预期交易再起，市场对中国出口下滑的担忧加剧。

然而今年上半年集装箱运价和出口同比发生了明显的趋势背离。

上海出口集装箱运价指数（SCFI）年初以来持续回落，截至 8 月初，较年初下降 27%。降幅如此之大，持续时间如此之长，是疫情后的首次。

尽管上半年运价持续回落，然而出口表现却持续超预期。1-7 月出口累计同比依旧高达 15%，读数甚至高于去年同期复合同比。

运价与出口究竟有何关系，未来我们还能否利用集装箱运价判断中国出口趋势？这是本文旨在回答的问题。

1 直觉上：可用集装箱运价观察出口走势

中国工业制成品绝大多数通过集装箱运输出口。集装箱航运市场通常也作为观察出口的重要窗口。运价统计特性好，能够综合反映市场信息，是观察出口的重要指标。

集装箱船供给缺乏弹性，运价通常取决于需求。集装箱船的需求主要受出口驱动，因而逻辑上集装箱运价能够指示出口走势。

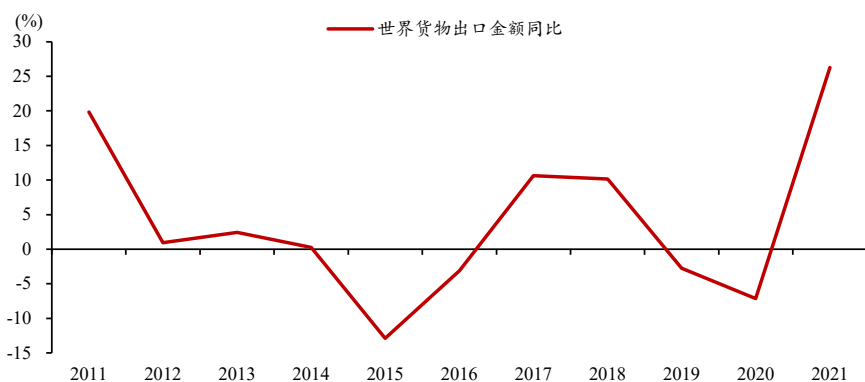
建造一艘集装箱船，通常需要 2-3 年。这就意味着短期之内（至少 2 年之内）集装箱船只数量很难大幅增长，即短期内集装箱船的运力是有限的。根据 Alphaliner 统计，过去十年，集装箱船运力复合增速只有在 3% 左右。

然而集装箱船的需求取决于出口量规模，出口量会明显波动，波动周期很短，波动幅度很大。也就是说，集装箱需求会明显周期波动。数据显示，2012 年以来，全球出口贸易年度增速在 -12%—26% 之间波动。

短期内集装箱供给相对刚性，然而集装箱需求会周期性波动。如此一来，集装箱价格基本上就被出口走势决定。出口扩张，集装箱供不应求，运价上涨。反过来，出口萎缩，集装箱供过于求，运价下跌。

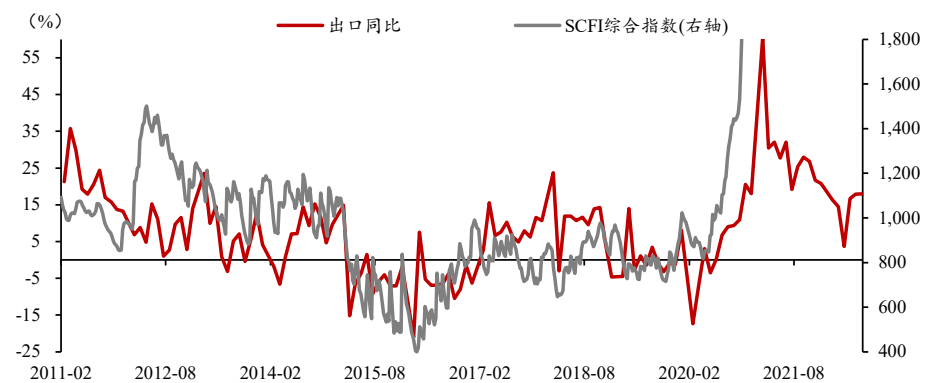
2017 以来，集装箱运价变化基本上和出口同比同向变动。故而很多研究将集装箱运价作为出口走势的判断指标。

图1：全球贸易需求波动较大（单位：%）



资料来源：wind，民生证券研究院

图2：集装箱运价与出口走势一致（单位：%）



资料来源：wind，民生证券研究院

2 反直觉：两个原因引致今年运价和出口背离

疫情扰动之下，正常经济活动节奏被打乱。理论上能够有效指示出口的运价，今年表现反而有所失灵，我们认为背后主要有两点原因。

2.1 原因之一，疫后国际运力变化大，干扰运价表现

疫情之中国际运力收缩，大幅抬高运价，这一点在过去两年被市场低估。

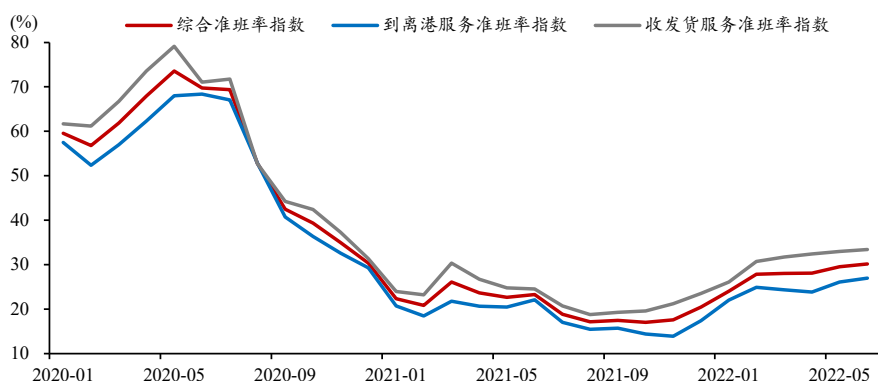
过去两年全球航运市场在面临三重困难。

其一，防疫降低港口作业速度，港口拥堵；其二，港口卸货慢，空箱回流困难，集装箱船缺箱；其三，海员因为感染、隔离而缺员。

受这些因素影响，航运周转效率大幅降低。

2021 年，集装箱船美线平均周转天数是疫情前的 2 倍，准班率也降至疫情前的 1/4。2021 年，全球主干航线综合准班率指数长期低于 20%，而疫情前准班率一般为 70%以上。

图3：疫情以来，集装箱航线准班率大幅下降（单位：%）



资料来源：wind，民生证券研究院

今年以来上述运力约束因素得到缓解。运力投入增加和航运效率改善后，运价就开始回落。故而今年上半年运力而非出口，成为主导今年上半年运价的因素。

据 Alphaliner 统计，截至 6 月初，全球集装箱运力箱比增长 3.8%。主要班轮公司在远东至北美航线投入的周运力更是同比增长 17%。

欧美港口运行效率持续改善，已经超过去年的最好水平。

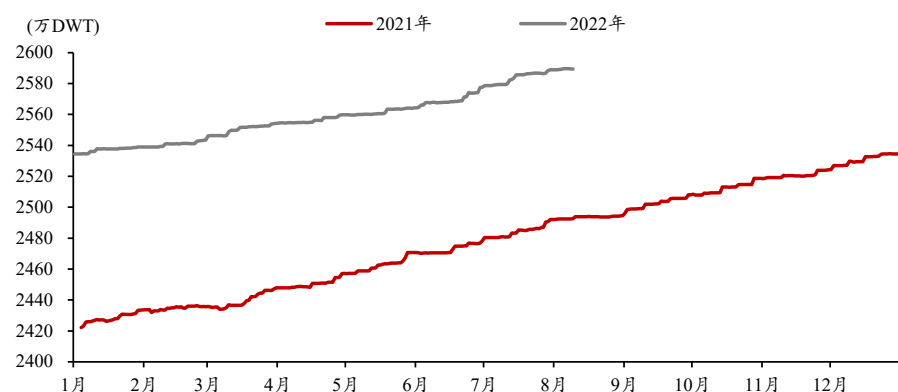
欧美今年不断放松疫情管制，他们的物流就业持续恢复，港口运行效率不断改善。准班率和船舶在港时间显示，当前运行效率已经超过去年。

2022 年上半年，美国最大的两个进口港（洛杉矶港和长滩港），船舶在港时间

分别较 2021 年同期下降 2.6 和 2.9 天，降至 7.4 和 7.1 天。

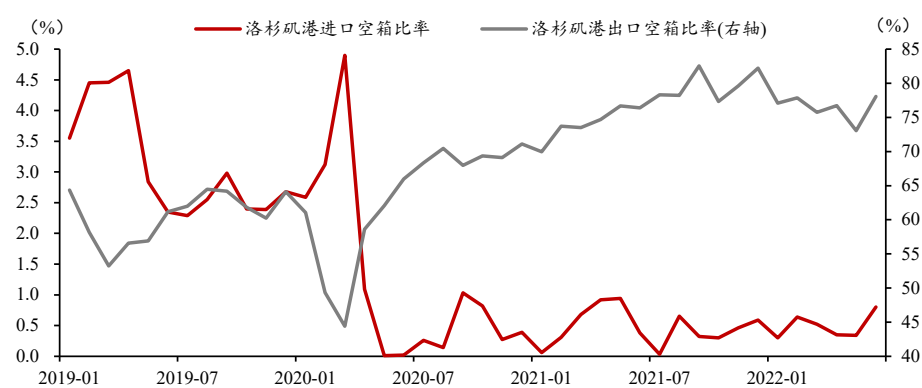
2022 年 2 月开始，美线航线的准班率已经超过去年同期。6 月长滩港准班率 (45.5%) 高于 2021 年全年最高值 (27.8%)；洛杉矶港准班率也从个位数升至 28.3%。

图4：2022 年全球集装箱运力投入同比改善 (单位：万 DWT)



资料来源：iFind，民生证券研究院

图5：2022 年美国洛杉矶港的空箱率降低 (单位：%)



资料来源：wind，民生证券研究院

2.2 原因之二，欧美线路运价下降过快，扰乱总体运价表现

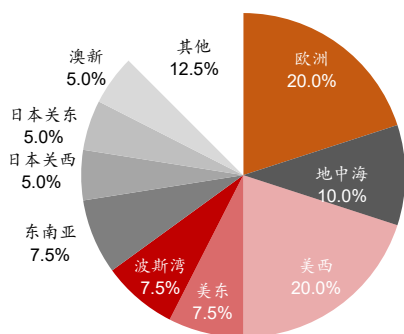
疫情以来中国对欧美出口占比持续下降，然而欧美航线在总运价指数中被设置了较高权重。最终欧美航线价格下降，引发总运价指数超幅下滑。

主流运价指数中欧美航线权重占比非常高。上海集装箱运价指数 (SCFI) 中，欧美航线权重占比接近60%。德鲁里世界集装箱运价指数 (WCI)，欧美航线权重指数占比超过70%。

疫情以来，中国对欧美出口的实际占比远低于权重设置。2021年开始，欧美对于中国总出口的贡献逐渐下降。2022年上半年中国对欧美出口占总出口比重，已经降至30%。

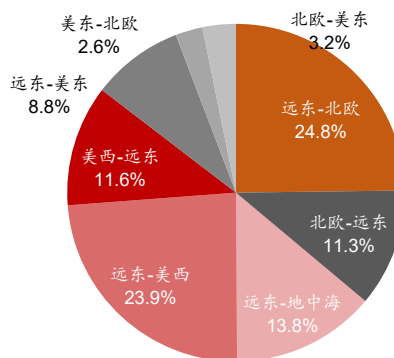
今年五月以来，欧美航线运价下降，中东、南美、印巴等航线的运价明显走强。而欧美航线设置的权重过高，必将导致总航运价格超额下降。

图6: SCFI 各航线权重 (单位: %)



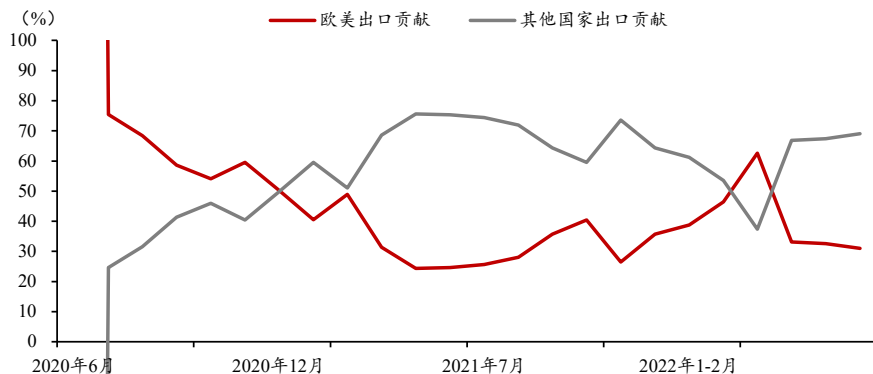
资料来源: wind, 民生证券研究院

图7: WCI 各航线权重 (单位: %)



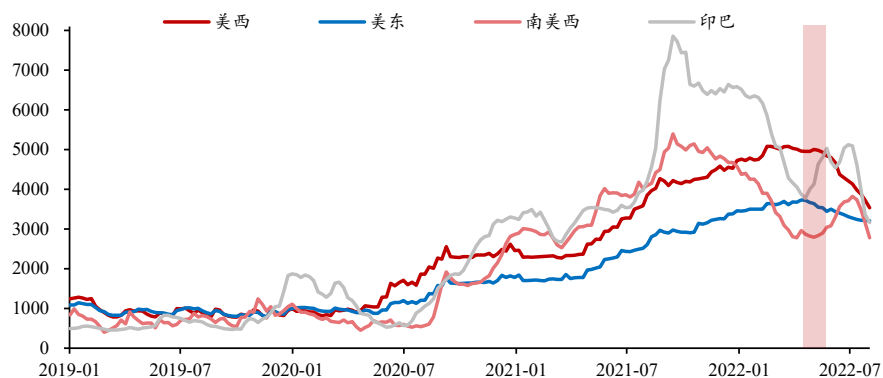
资料来源: wind, 民生证券研究院

图8: 欧美发达国家的出口贡献在降低 (单位: %)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图9：5月欧美航线和其他航线的运价分化



资料来源：wind，民生证券研究院。注：线条为上海集装箱运价指数（SCFI）。

3 运价对下半年出口指示意义有限

3.1 运力继续改善，下半年运价回落

高利润驱动船公司增加投入，下半年主干航线的运力进一步增加。

航运运价目前仍然是过去十年中的高位。8月初，SCFI指数是疫情前（2019年）的4.5倍。船运公司利润主要来自运价，高运价保障了船运公司的高利润。受到高利润驱动，船运公司会继续增加集装箱船运力投入。根据Alphaliner，2022年全年集装箱运力预计增长3.6%。

欧美港口正在修复，运行效率也会继续改善。

港口运行效率一方面取决于港口工人作业，另一方面与港口配套的仓储、交通等有关。随着欧美疫情的好转与管制的放开，港口生产作业逐渐正常化。美国劳工部数据显示，美国仓储、物流交通就业也在持续增加。

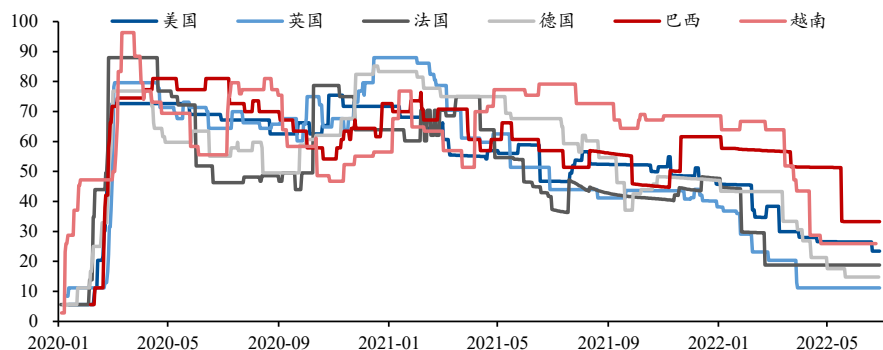
下半年运力投入增加和港口作业效率改善，可用运力改善。下半年集装箱运价继续回落，延续上半年趋势。

与上半年稍有不同的是，下半年可用运力改善幅度或并不大，再者下半年是典型出口旺季，预计下半年集装箱运价的回落幅度可能略弱于上半年。

港口运行效率完全恢复需要较长时间。美国长滩港和洛杉矶港的准班率（平均37%）远未恢复至疫情前（70%）的水平。下半年港口立即恢复到疫情前的状态，可能性并不高。

进入9月之后，航运市场传统旺季来临。圣诞商品等出口会对运价形成一定支撑。

图10：2022年海外疫情防控放松



资料来源：wind，民生证券研究院。注：线条为严格指数。

3.2 外需韧性支撑出口表现强于运价

展望下半年，海外需求将保持较强韧性，出口依旧较强。

欧美发达国家“衰退”为时尚早。就业、通胀等经济“硬指标”反映美国需求韧性仍在。欧洲Q2的GDP增速甚至高于Q1。欧美发达国家的需求依旧不弱。

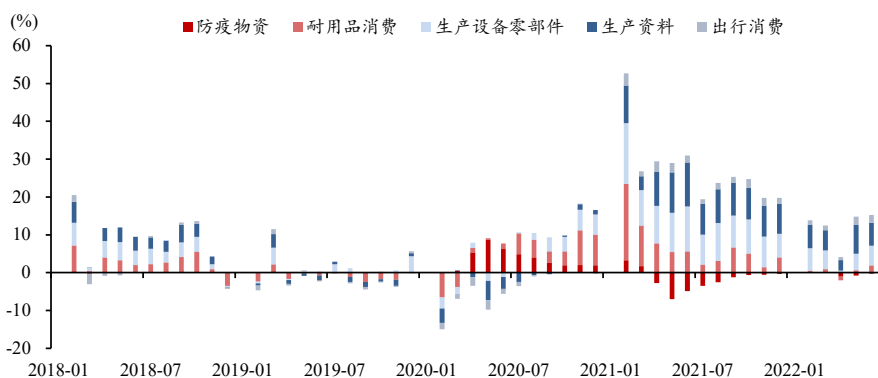
东盟等发展中国家的工业用品需求也将支撑中国的出口。1-6月，工业用品已经成为中国出口的最主要支撑，同比贡献超过8成。海外生产继续修复，工业用品需求继续支撑中国出口。

在外需韧性的前提下，出口运价下行降低了出口的成本，边际利好出口。

如果国内生产不再面临较大冲击，像今年4月疫情和2021年Q3限电限产那般大的冲击，初步预计Q3出口同比或许超过10%。

综合判断，下半年大概率出现出口强韧，而运价继续回落的现象。

图11：工业用品成为出口的最大贡献



资料来源：wind，民生证券研究院

4 风险提示

1) **疫情发展超预期。**若海外疫情再次反弹，对全球需求、大宗商品价格、美联储政策都会有深远影响。

2) **美联储加息节奏超预期。**若美联储加息节奏变化，海外需求可能会超预期。

3) **海外地缘政治风险。**若俄乌冲突深化导致大宗商品价格再度大幅上升，美联储可能加快紧缩步伐，海外需求环境可能发生变化。

插图目录

图 1: 全球贸易需求波动较大 (单位: %)	4
图 2: 集装箱运价与出口走势一致 (单位: %)	5
图 3: 疫情以来, 集装箱航线准班率大幅下降 (单位: %)	6
图 4: 2022 年全球集装箱运力投入同比改善 (单位: 万 DWT)	7
图 5: 2022 年美国洛杉矶港的空箱率降低 (单位: %)	7
图 6: SCFI 各航线权重 (单位: %)	8
图 7: WCI 各航线权重 (单位: %)	8
图 8: 欧美发达国家的出口贡献在降低 (单位: %)	8
图 9: 5 月欧美航线和其他航线的运价分化	9
图 10: 2022 年海外疫情防控放松	10
图 11: 工业用品成为出口的最大贡献	11

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026