

# 宏观

证券研究报告

2023年04月19日

## 解开出口的谜题

### 作者

**宋雪涛** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110517090003  
songxuetao@tfzq.com

**孙永乐** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110523010001  
sunyongle@tfzq.com

谜题一：空置的集装箱

谜题二：低迷的航运价格

谜题三：韩国出口暴跌

谜题四：与越南进口不一致

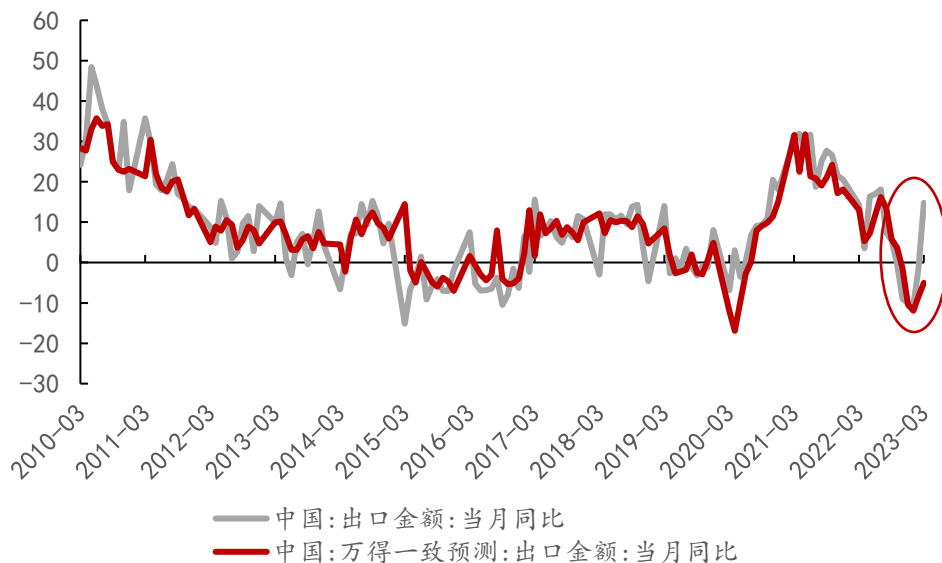
### 相关报告

- 1 《宏观报告：宏观-大类资产风险定价周度观察-4月第3周》2023-04-17
- 2 《宏观报告：宏观-信贷资金流去了哪儿》2023-04-17
- 3 《宏观报告：宏观-从美债期限结构看衰退的新视角》2023-04-11

**风险提示：**出口数据持续超预期，海外需求修复不及预期，转口贸易继续高增导致数据相关性进一步减弱

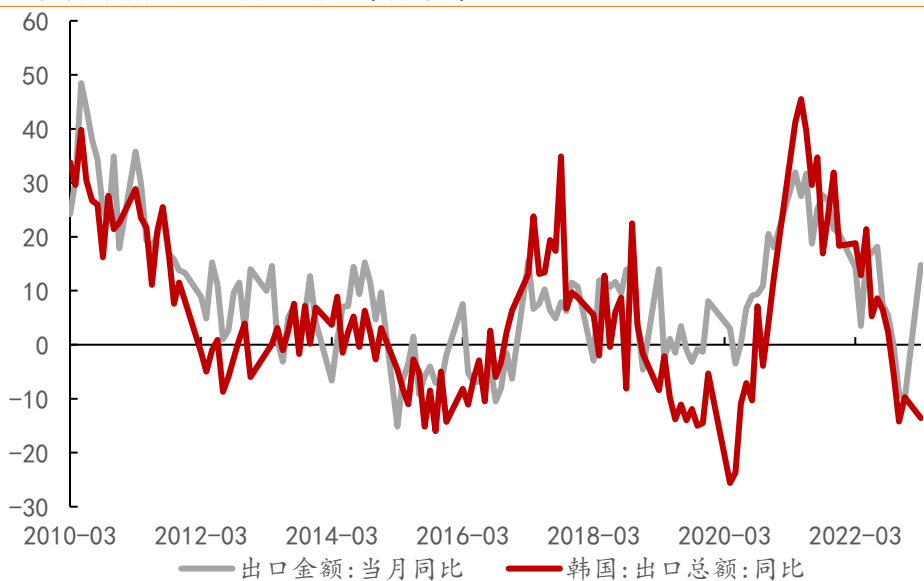
为何年初以来出口持续超预期，既和企业的微观感受不同，也和航运价格、集装箱吞吐量等高频数据也不一致？为什么年初以来市场对中国出口的预测会频频出现大幅偏离呢？

图 1：出口的实际值与预期值（单位：%）



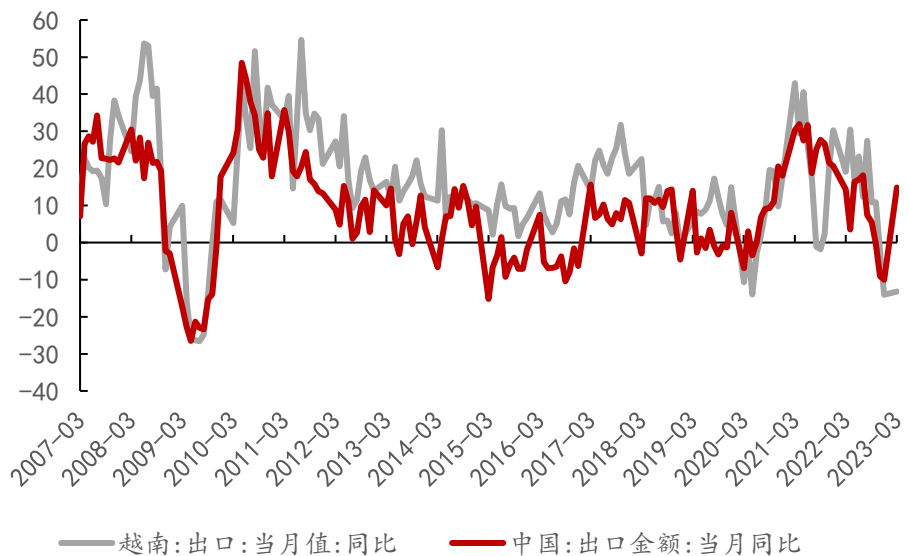
资料来源：wind，天风证券研究所（春节影响，1-2月的出口数据会出现明显的波动，故此为看清趋势，这里我们删去1-2月数据）

图 2：中国和韩国的出口数据相关性高（单位：%）



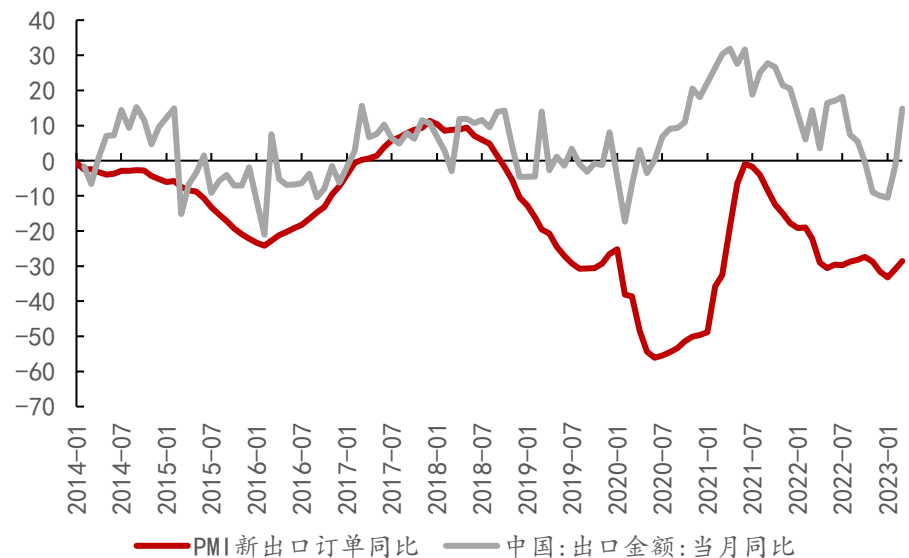
资料来源：wind，天风证券研究所（注：为看清趋势，去除2020年2月和2021年2月的出口数据）

图 3：中国和越南的出口数据（单位：%）



资料来源: wind, 天风证券研究所 (注: 为看清趋势, 去除 1、2 月的出口数据)

图 4: 出口与 PMI 新订单指数出口同比 (单位: %)



资料来源: wind, 天风证券研究所 (注: 为看清趋势, 删去往年 1-2 月同比数据, 使用 1-2 月累计同比近似; 以 50 为基准计算环比, 然后通过环比累乘法来计算同比)

我们无法解释和出口有关的全部谜题, 选择解答其中几个比较常见的问题。

#### 谜题一: 空置的集装箱

出口数据与集装箱吞吐量数据略有背离。3 月集装箱吞吐量同比增长 8.5%, 虽然低于出口同比增速, 但是表现并不弱。

高频的集装箱吞吐量同比增速与出口同比增速的历史相关性较弱, 原因是集装箱吞吐量既不区分进出口方向, 也不去区分内外贸方向 (2022 年外贸集装箱吞吐量占比为 57%<sup>1</sup>), 也无法显示集装箱中商品的具体价值。历史上看, 集装箱吞吐量同比和出口同比之间的相关性为 23%/49% (剔除异常值/不剔除异常值)。

而受到供应链等因素影响, 集装箱吞吐量同比与出口同比的相关性进一步减弱, 2022 年两者之间的相关性为 -0.08。过去三年中国集装箱产量比疫情前三年增长了 66%, 2022 年集装箱已经开始供过于求<sup>2</sup>。因为中国存放成本较低, 去年末大量集装箱空箱回流, 导致

<sup>1</sup> <https://mp.weixin.qq.com/s/oNPA3ZFasKZPdUFFkDlnMQ>

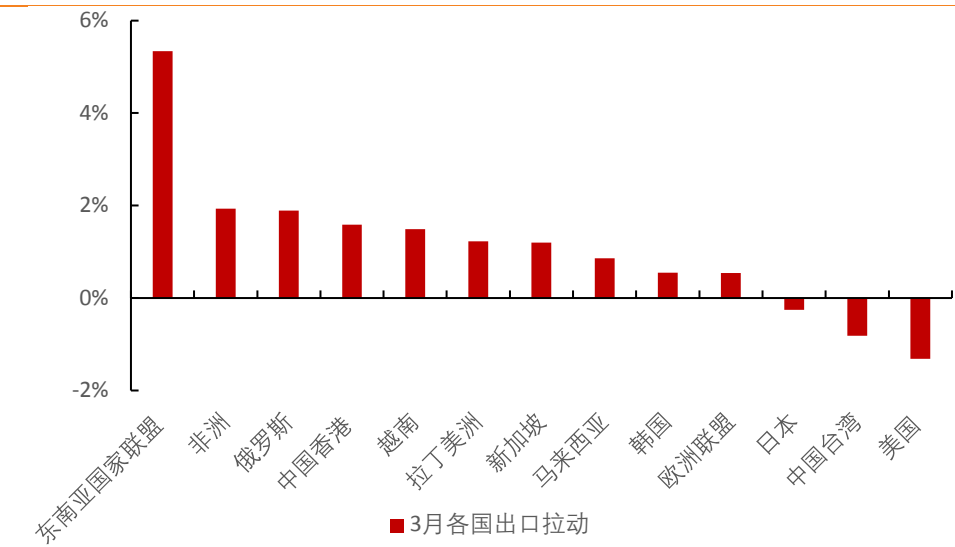
<sup>2</sup> [https://mp.weixin.qq.com/s/90JqUg8KZLn\\_Y9W7bpAmlQ](https://mp.weixin.qq.com/s/90JqUg8KZLn_Y9W7bpAmlQ)

集装箱吞吐量明显走高，如去年 11 月份中港协主要枢纽港口外贸集装箱重箱吞吐量同比下滑 9.7%，而外贸集装箱空箱吞吐量<sup>3</sup>同比增加 23.7%<sup>4</sup>。受此影响，2022 年四季度集装箱吞吐量同比增长 7%，和去年四季度受国内疫情和外需走弱双重影响而出现明显下行的出口明显背离。在这样的情况下，市场对 3 月维持 8.5%同比增长的集装箱吞吐量不够重视。

还有一点被市场忽视的是，商品出口的运输方式不仅有海运，也有陆运和航空，运输不仅用集装箱装载，也可以通过干散货、油轮和管道。而今年 3 月出口高增的商品主要有汽车（拉动出口 1.5 个百分点）、钢材（拉动出口 1.3 个百分点）和成品油（拉动出口 0.3 个百分点）。其中汽车的海运使用滚装船，陆运通过中欧班列；钢材使用干散货船运输；成品油则使用专门的油船运输。

同时，拉动中国出口的国家不少是“一带一路”沿线国家，货物是使用陆路运输的。今年以来中国和俄罗斯、东盟、中欧等陆上接壤国家的通关口岸效率明显加快，陆路运输复苏有望大幅好于海运，这也会导致市场低估出口。如 1 月 8 日中方对中缅、中老、中越多个边境口岸全面恢复通关业务<sup>5</sup>。霍尔果斯<sup>6</sup>、满洲里、二连浩特等主要陆上口岸的效率大幅提高，霍尔果斯截止 3 月 27 日中欧班列同比增长 8.1%，二连浩特前两个月载货量同比增长 13.4%<sup>7</sup>。这也对应于 3 月东南亚国家、俄罗斯等对中国出口拉动大幅提高。

图 5：俄罗斯、东南亚等陆上接壤国家对出口出口的拉动幅度靠前



资料来源：wind，天风证券研究所

## 谜题二：低迷的航运价格

3 月在出口高增时，国内航运价格持续回落，中国出口集装箱运价指数（CCFI）3 月均值同比下滑 70%，环比下滑 9.3%。其中，美东航线和地中海航线的 CCFI 运价指数同比分别下滑 59.7%和 71.6%，环比分别下滑 9.2%和 8.7%。上海出口集装箱运价指数（SCFI）3 月同比下滑 80%，环比下滑 6.6%。

出口集装箱运价指数是出口集装箱供需情况在价格上的体现，但也会受到运输成本（主要是油价）、航次运输效率等因素的影响。从相关性上看，2020 年前 CCFI 指数同比与出口同比之间的相关性为 58%/54%（剔除异常值/不剔除异常值）。2020 年后，受供应链等因素影响，运价数据与实际出口数据存在明显偏离，两者之间的相关性系数下滑为 48%/42%（剔除异常值/不剔除异常值）。

<sup>3</sup> 外贸集装箱空箱、重箱吞吐量数据仅偶尔公布，并无时间序列

<sup>4</sup> <https://mp.weixin.qq.com/s/K-Qs7RQRhLhelft8KYJERg>

<sup>5</sup> [https://mp.weixin.qq.com/s/dikRjfbYbAUEaDc\\_SfSSYQ](https://mp.weixin.qq.com/s/dikRjfbYbAUEaDc_SfSSYQ)

<sup>6</sup> [https://mp.weixin.qq.com/s/cxiyZYHVftuYQ7BN\\_sUyA](https://mp.weixin.qq.com/s/cxiyZYHVftuYQ7BN_sUyA)

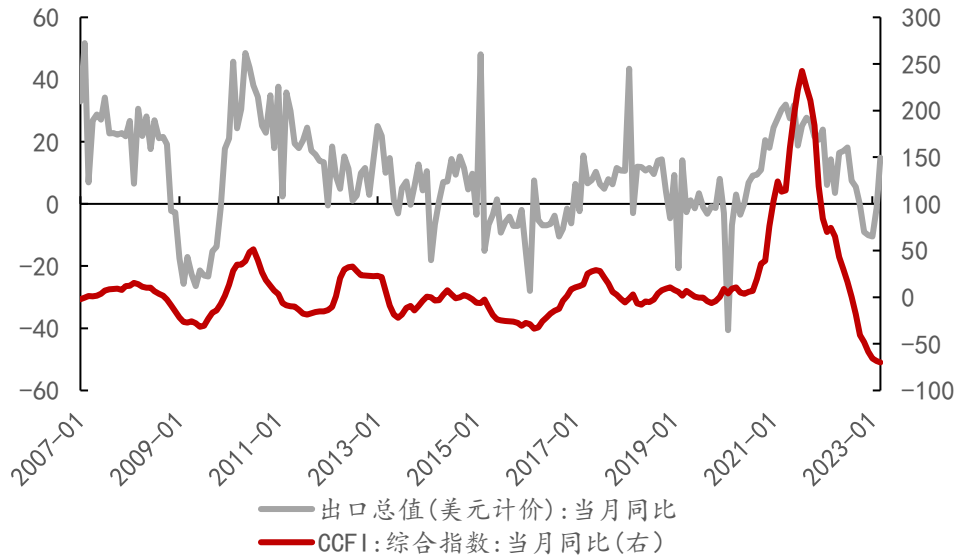
<sup>7</sup> <https://mp.weixin.qq.com/s/b2UKf89woGG7VoG94MZYwg>

2020 年下半年开始，受供应链不畅等因素影响，各大航线效率大幅下滑，2020 年全球各大航线准班率仅为 22.93%，大幅低于此前 60%左右的平均准班率<sup>8</sup>。叠加旺盛的出口和后续上行的油价，CCFI 指数同比增速一度超过 200%。

但 2021 年下半年开始，情况开始逆转，随着原油价格回落、全球供应链压力逐渐缓解以及需求开始下行，集装箱市场从原先的“一箱难求”变成了“空箱堆积”，叠加去年高基数，CCFI 运价指数同比一度出现-70%左右的降幅。

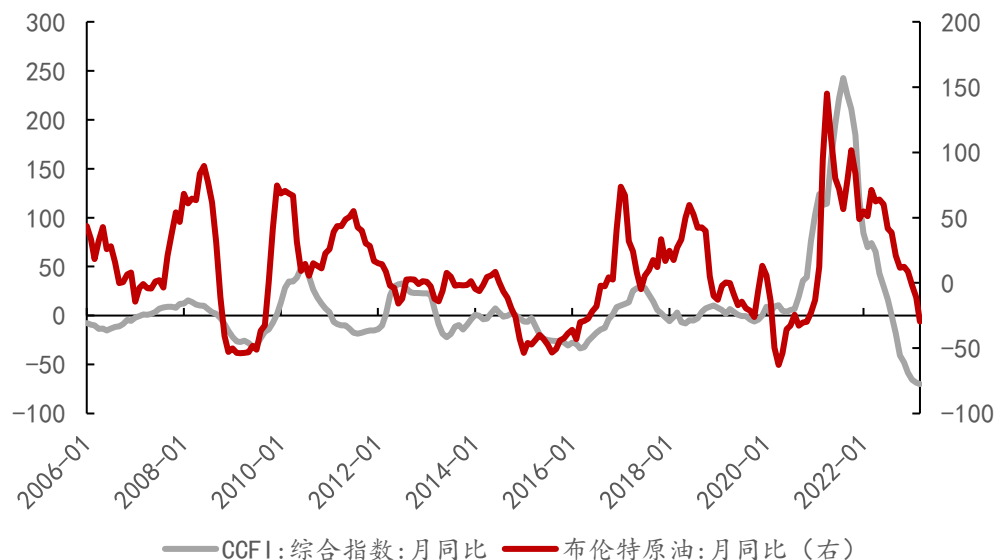
出口集装箱运价指数开始于 2020 年的周期行情也就导致了其与出口同比增速的相关性回落。市场或许需要等到这一轮运价周期结束之后，或才能够再次通过跟踪 CCFI 等运价指数来跟踪出口行情。

图 6: CCFI 运价指数与出口同比增速 (单位: %)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 7: CCFI 运价指数与原油价格 (单位: %)



资料来源: wind, 天风证券研究所

### 谜题三: 韩国出口暴跌

在中国出口同比增速走高时，3 月韩国出口同比增速下滑 6.1 个百分点至 -13.6%，这也是

<sup>8</sup> <https://mp.weixin.qq.com/s/oVhg1cc2LnvHeOa6paRIRg>

韩国出口连续 6 个月处于负增长区间了。

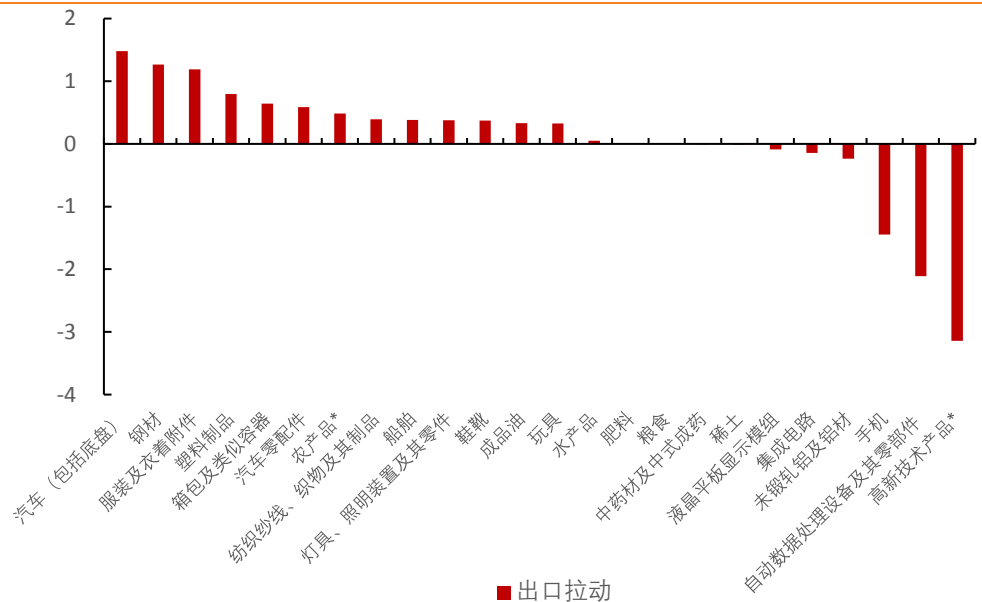
往年韩国和中国的出口增速走势接近，在剔除 1-2 月（春节因素）的情况下，中国和韩国出口同比的相关性能够达到 76%。原因是中韩出口结构相似，其中机电类商品（HS 口径第 84、85 类）在中韩出口里的占比均为 43%（中国 HS84 高于韩国，韩国 HS85 高于中国）。中韩出口金额占比前五的商品中有四类商品一致，占比前十的商品中有七类商品一致（均为 HS 一级口径）。

但在细分口径上，中韩出口也存在明显差异，比如韩国机电类出口主要集中在半导体产业链，其中集成电路出口占比达到 17%，而中国机电类出口里的半导体占比较低，集成电路占比仅为 4.6%。

所以韩国出口受全球半导体下行周期的影响更加明显，3 月韩国信息和通信技术行业出口同比下滑 32.2%，其中半导体下滑 33.9%，手机下滑 49.3%，计算机下滑 52.5%<sup>9</sup>。

而中国的“新三样”机电类商品对出口的支撑明显，一季度中国新能源车、锂电池、太阳能电池合计出口 2646.9 亿元，同比增长 66.9%，拉动出口 2 个百分点左右。

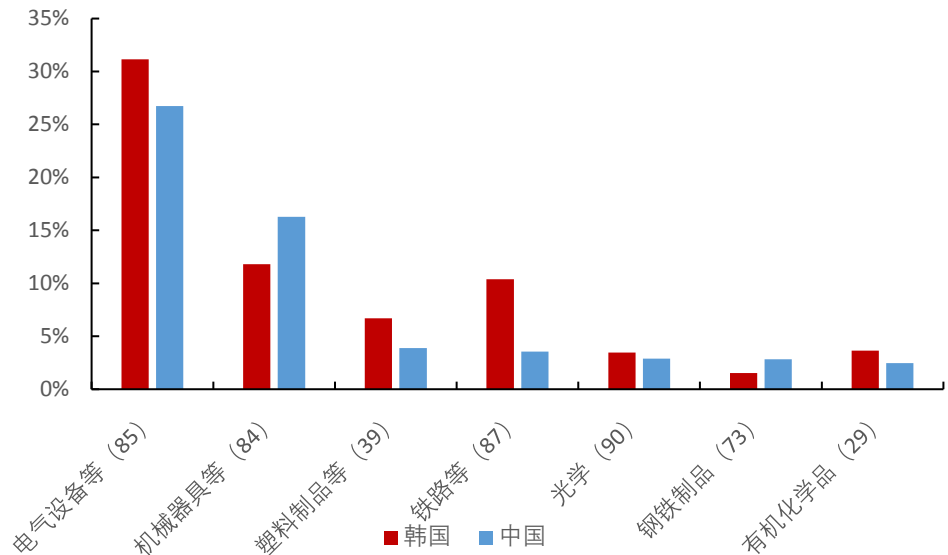
图 8：2023 年 3 月中国部分出口商品对出口的拉动（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 9：中韩出口结构接近（单位：%）

<sup>9</sup> [Trade/Investment | Ministry of Trade, Industry and Energy \(motie.go.kr\)](https://www.motie.go.kr)



资料来源：ITC，天风证券研究所（数据为 2021 年数据，括号中为 HS 口径）

#### 谜题四：与越南进口不一致

市场还有一个关注点是中国对各国出口和各国自中国进口的数据不一致，其中代表性的是 3 月中国对越南出口同比增长 38.2%，越南进口自中国同比增长 7%，且绝对量存在明显差异。

中国对外国出口和外国自中国进口的数据存在差异是正常现象，通常差异和原产地认定规则（比如中国大陆出口商品到中国香港，再加工后转运到美国，中国大陆计入对中国香港出口，美国则可能计入自中国大陆进口）、计价规则（离岸价、到岸价等）、在途时间（中国出口了但是进口国还没收到货）等因素有关。

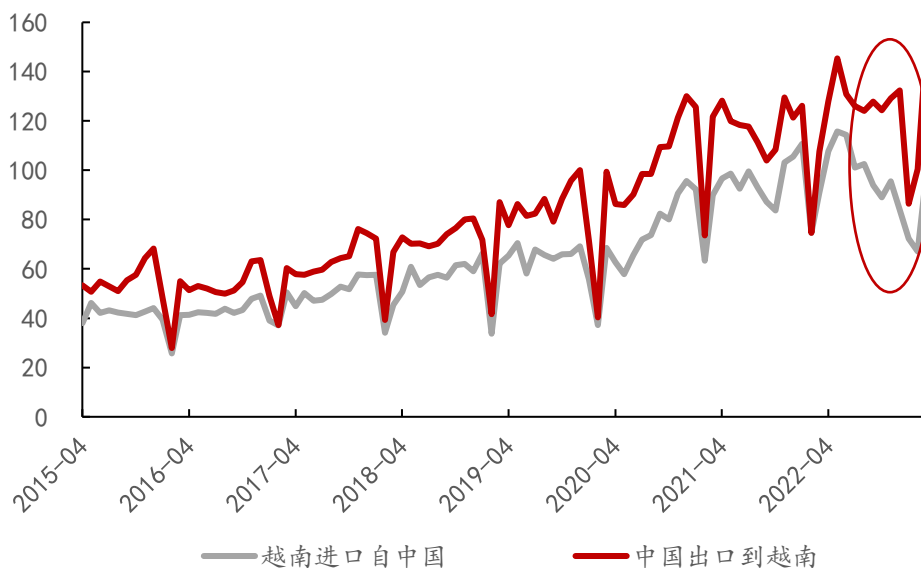
历史上看，中国对越南出口明显高于越南自中国进口，这或与转口贸易的存在有关。

在国际规则中，进口按照原产国统计，出口按照最终目的国统计。但在实际操作中，因转口贸易、中转运输、产品增加值确认等原因，货物的原产国和最终目的国并不容易确认。

比如中国贸易商出口商品至越南并申报为对越南出口，但是越南可能将其认定为转口商品，并不计入进口数据。类似情况也存在于中国香港，中国大陆对中国香港的出口高于中国香港自中国大陆的进口。

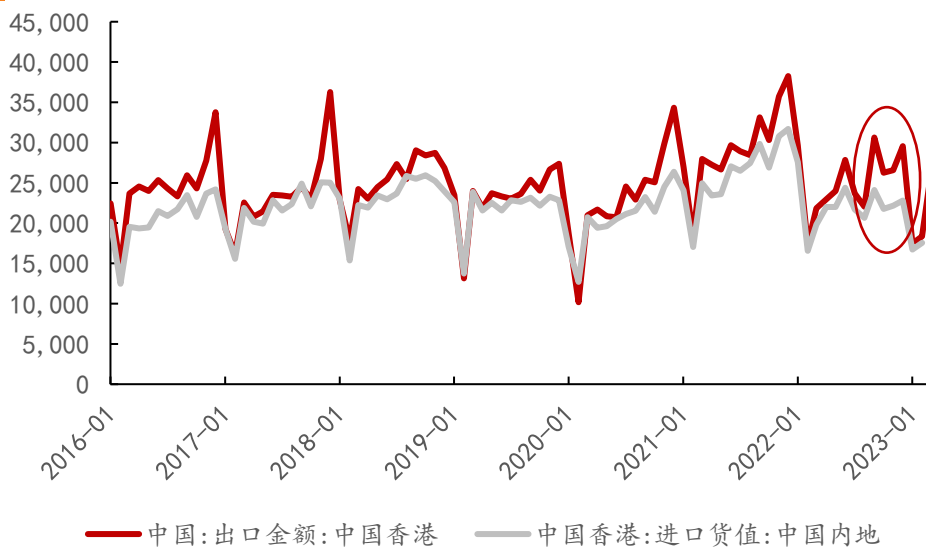
去年末，中国出口越南和越南进口中国的数据分化程度明显放大，去年末中国香港也出现了类似情况，或许与转口贸易的占比上升有关。

图 10：中国对越南出口金额与越南进口自中国金额（单位：百万美元）



资料来源：CEIC，天风证券研究所

图 11：中国对中国香港出口与中国香港进口自中国（单位：百万美元）



资料来源：CEIC，天风证券研究所



## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10% - 10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5% - 5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com