

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。

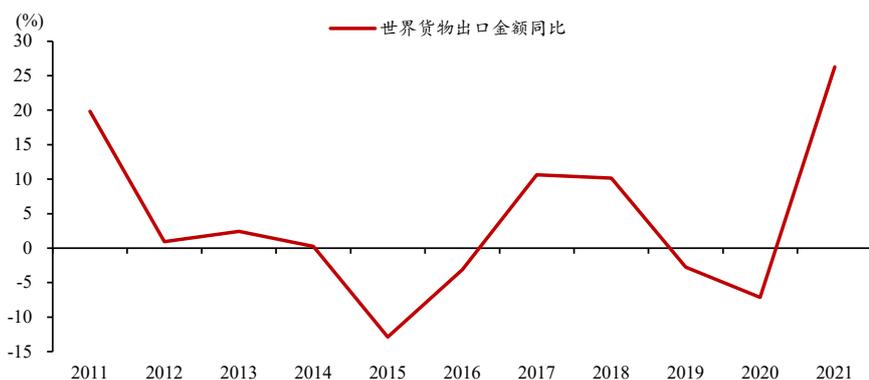
建造一艘集装箱船，通常需要 2-3 年。这就意味着短期之内（至少 2 年之内）集装箱船只数量很难大幅增长，即短期内集装箱船的运力是有限的。根据 Alphaliner 统计，过去十年，集装箱船运力复合增速只有在 3% 左右。

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。

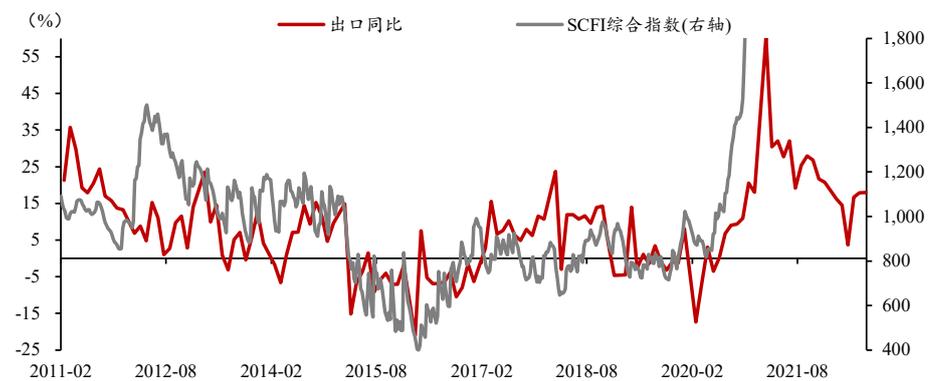
2017 以来，集装箱运价变化基本上和出口同比同向变动。故而很多研究将集装箱运价作为出口走势的判断指标。

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。

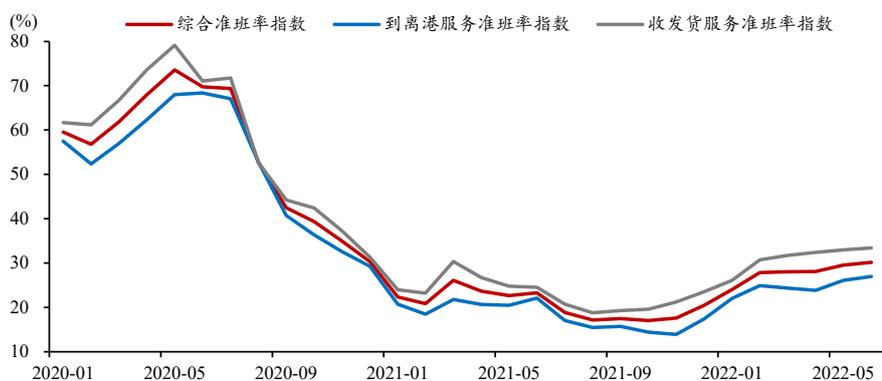
过去两年全球航运市场在面临三重困难。

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。

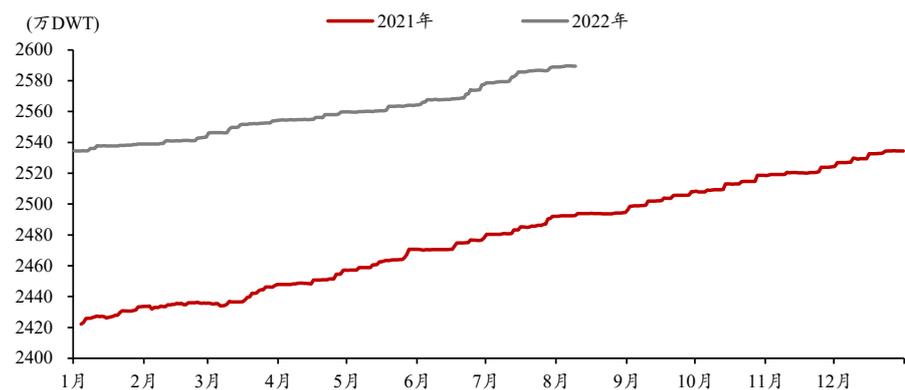
欧美今年不断放松疫情管制，他们的物流就业持续恢复，港口运行效率不断改善。准班率和船舶在港时间显示，当前运行效率已经超过去年。

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。

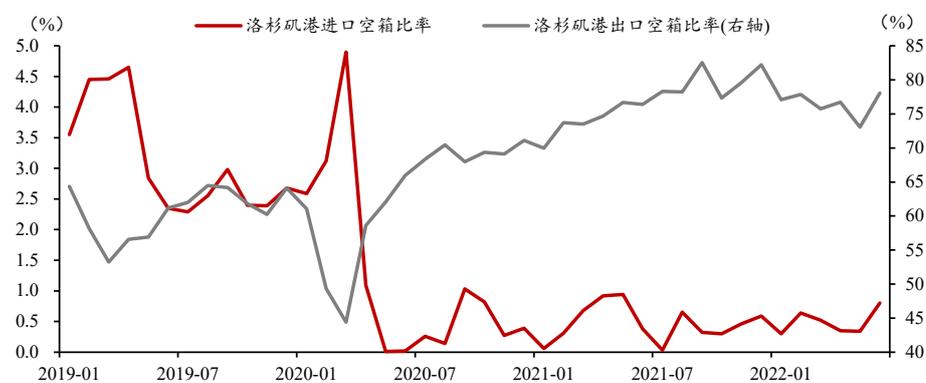
2022 年 2 月开始，美线航线的准班率已经超过去年同期。6 月长滩港准班率 (45.5%) 高于 2021 年全年最高值 (27.8%); 洛杉矶港准班率也从个位数升至 28.3%。

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

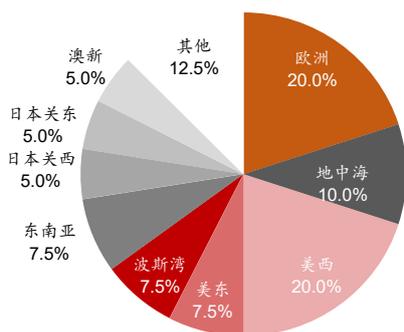
疫情以来中国对欧美出口占比持续下降，然而欧美航线在总运价指数中被设置了较高权重。最终欧美航线价格下降，引发总运价指数超幅下滑。

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%。

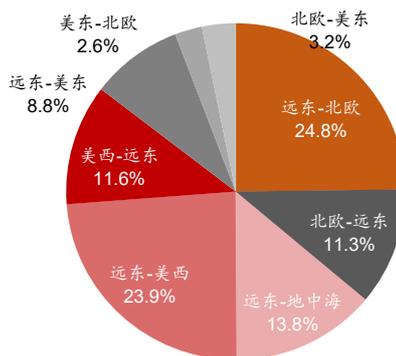
今年五月以来，欧美航线运价下降，中东、南美、印巴等航线的运价明显走强。而欧美航线设置的权重过高，必将导致总航运价格超额下降。

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: %)

(%) — 欧美出口贡献 — 其他国家出口贡献

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_45009

