

史上最高运价和出口，何去何从？

宏观专题报告

2021年12月8日

报告摘要：

● 11月集装箱运价和出口同比创新高，一再刷新市场认识

今年运价持续高涨，SCFI（上海集装箱出口运价指数）和CCFI（中国集装箱出口运价指数）涨幅史无前例，引发市场对于其压缩出口利润、降低海外需求的担忧。10月与11月的出口数据不断打破市场忧虑。即便涨幅如此之高，出口同比仍在上行，运价似乎也并未封顶。

为何持续高涨的运价没有影响出口？未来运价与出口将何去何从？

● 考虑长协价，真实运价涨幅可能低于集装箱运价读数

尽管上海集装箱出口运价指数和中国集装箱出口运价指数分别达到疫情前的4倍和6倍，但一个反直觉的事实却是真实运价涨幅或许没有那么高。原因在于今年长协价大幅低于即期运价。

出口集装箱运价指数多以即期运价为锚，单看集装箱运价指数可能高估了航运成本。

根据我们的估算，今年船运环节的成本是2019年的1.7倍左右，远低于SCFI和CCFI的涨幅。

● 高运价对于总体出口影响有限，对中国出口有结构性影响

需求是驱动出口的核心因素，而价格上涨尚未抑制需求。扣除价格上涨后，出口量的同比仍在上行，证明需求仍然处于高位。

在价格上涨的因素中，运价成本也并不算高。一方面，运价上涨远低于出口商品的价格上涨。另一方面，海运成本也低于海外国内物流、运输、贸易商等成本。

考虑集装箱运价的结构，中小企业与低货值、大体积商品受集装箱涨价的影响更大。中小客户则由于生产经营不稳定，难以获得长协价，一般通过货代签订即期价格。集装箱运价通常采用“包箱费率”计价。

货值越高、体积越小的商品分摊的单位货值运价就越低。家具、机械等体积大、货值低的商品，运价加成也就越高。

● 若未来外需仍然旺盛，集装箱运价高景气与高出口可以并存

趋势上疫情终归逐渐消退，生产生活修复带动全球贸易共振，集装箱航运市场需求旺盛。航运运力市场供给缺乏弹性，新船3年之内难以交付。海外港口运营效率或在疫情完全解除后才会显著提高。

综合评估，我们认为短期内集装箱运价指数暴跌的概率非常小。高出口和高运价（撇除港口拥堵扰动之后），本质上都是海外需求的共同印证。所以值得反复强调，高运价依然不构成未来出口的约束条件。

● 风险提示：

海外需求波动超预期，疫情持续时间超预期。

民生证券研究院

分析师：周君芝

执业证号：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

相关研究

目录

1	11月集装箱运价和出口再创新高	3
2	真实运价上涨比集装箱运价指数读数低.....	3
3	高运价对出口影响几何?	4
4	未来运价和出口走势	5
5	风险提示	7
	插图目录	8

1 11月集装箱运价和出口再创新高

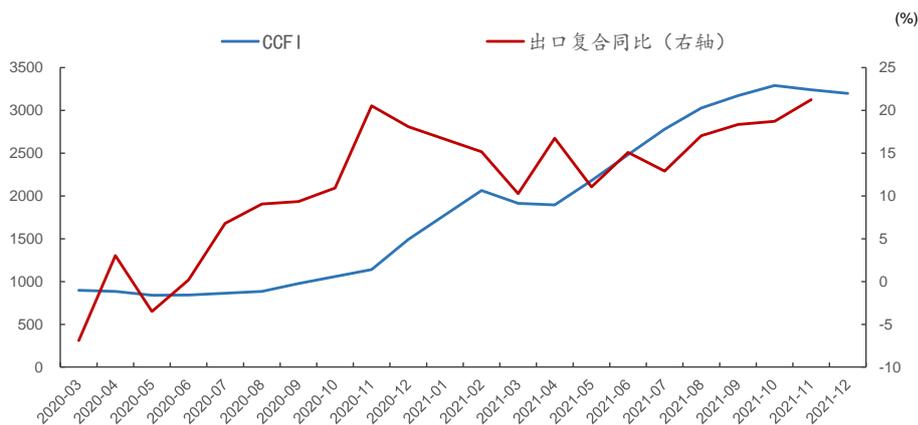
今年出口持续超预期，是国内经济最重要支撑。出口集装箱运价的持续高涨也反映了出口的火热。10月，SCFI（上海出口集装箱运价指数）和CCFI（中国出口集装箱运价指数）突破历史新高，分别达4648和3315点，是疫情前（2019年同期）4.3倍和6.2倍。

史无前例的运价涨幅引发市场对于其后续抑制出口的两点担忧：其一，大幅上涨的运费增加出口企业成本，压缩企业利润，抑制生产。其二，高运费提高进口国的产品价格，降低海外需求。

10月与11月的出口数据不断打破市场忧虑。即便涨幅如此之高，出口同比仍在上行，11月出口复合同比再次突破上月的最高值，达到21.2%。运价似乎也未封顶，SCFI确实在10月中下旬短期回落。但11月以来运价再次反弹，SCFI在12月3日达到历史最高值的4727点。

持续高涨的运价未来是否会影响出口？未来运价与出口将何去何从？为了回答上述疑问，本报告从航运运价的底层出发，结合详细的数据，分析去年以来运价波动与出口的核心矛盾，进而展望后续集装箱运价与出口。

图1: 运价与出口不断创新高（单位：点）



资料来源：Wind，民生证券研究院。注：CCFI为月度平均值。

2 真实运价上涨比集装箱运价指数读数低

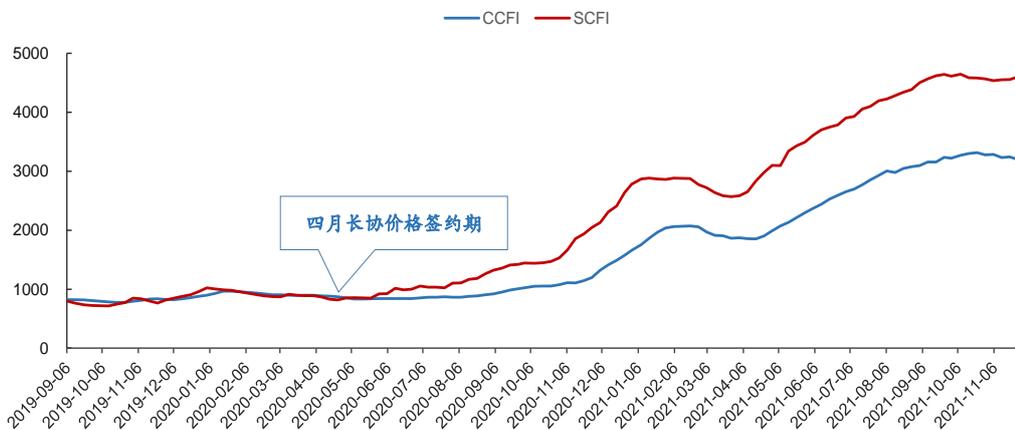
集装箱运价有两类：一类是长协价，一类是即期运价。所谓长协价格，是船公司为了保证淡季舱位的稳定，通常会与一些潜在长期客户签订长期合约价格，通常一年一签。长协价相对稳定，并不会像即期运价一样在淡旺季大幅波动。

今年长协运价远低于即期运价，集装箱运价指数无法反映真实运价情况。CCFI（中国出口集装箱运价指数、包含长协价）与SCFI（上海集装箱运价指数）在2020年4月（长协运价签约期）后明显偏离，反映疫情后长协运价低于即期运价。今年CCFI和SCFI的偏离进一步扩大。

粗略估算今年集装箱航运成本是2019年的1.7倍左右。我们以某国有集装箱航运巨头的

集装箱航运业务营收占中国出口额的比值来代理单位货值商品的航运成本。2019 年这一比值为 0.84%，2020 年为 0.93%，2021 年（前三季度）为 1.44%。也就是说今年出口单位货值的运费成本是 2019 年的 1.7 倍，明显低于 SCFI 和 CCFI 的涨幅。

图2：即期运价与长协价格价差扩大（单位：点）



资料来源：Wind，民生证券研究院。

3 高运价对出口影响几何？

3.1. 高运价对于出口整体影响有限

需求是驱动出口的核心因素，价格上涨尚未抑制需求。

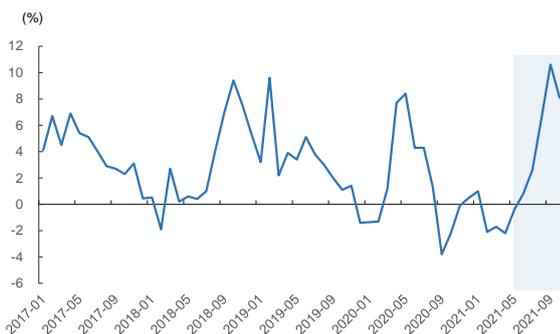
海外需求没有随价涨而回落。大宗商品价格传导叠加海外高需求，出口商品价格上涨。但扣除价格因素外，出口量同比仍在上涨。7-10 月，中国出口量同比分别为 5.6%、6.6%、6.5% 和 8.2%。美国进口商品价格指数也达到 2015 年以来的历史最高值。剔除食品和燃料后，1-10 月美国商品进口价格指数同比平均也高达 4.8%。中国对美出口同比仍在上行区间，11 月复合同比高达 24%。

即便在价格因素中，运价成本也并不算高。

运价上涨远低于出口商品的价格上涨。出口统计口径中，已经扣除了运价。10 月中国出口商品价格同比上涨 8.1%，折算成美元后，同比上涨 13.7%。相较而言，运价的影响小得多。正常年份，海运运价不超过货值的 2%，即便今年运价上涨 4 倍。单论海运运价，最多只会导致进口价格上涨 5.9%。

海运成本也低于海外国内物流、运输、贸易商等成本。各国国内供应链受疫情冲击，物流成本显著增长。以美国为例，国内仓储、交运就业仍未恢复至疫情前，就业薪资却不断破新高。即便在运价高涨的当下，国内物流成本甚至可能更高。

图3: 中国出口价格今年大幅上涨



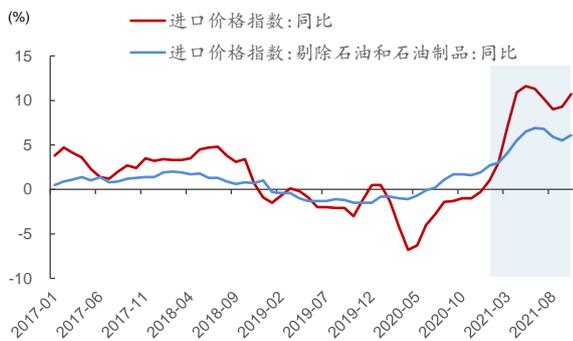
资料来源: Wind, 民生证券研究院。注: 价格变化基于出口价格指数计算。

图4: 美国运输仓储就业薪资持续上涨



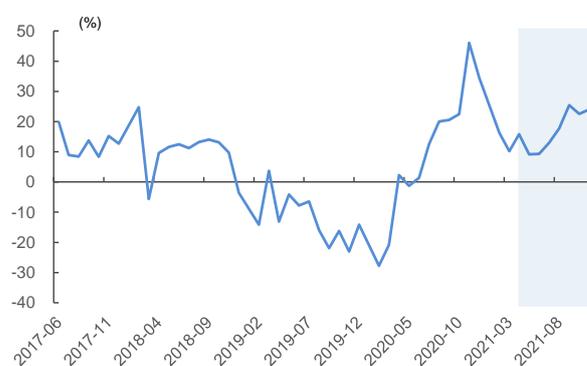
资料来源: Wind, 民生证券研究院。注: 周薪 4 周移动平均值同比。

图5: 美国进口商品价格持续上涨



资料来源: Wind, 民生证券研究院。注: 价格变化基于出口价格指数计算。

图6: 中国对美出口同比仍在扩张



资料来源: Wind, 民生证券研究院

3.2. 中小企业与低货值、大体积商品受影响更大

船公司倾向于与出口订单长期稳定的客户签订长协价以保证舱位稳定。大客户更容易获得船东价与长协价。中小客户则由于生产经营不稳定, 一般通过货代签订即期价格。今年长协价与即期运价的差价在两倍以上, 这种差异导致总体来说, 中小企业受到运价冲击比大企业更大。

集装箱运价通常采用“包箱费率”计价。货值越高、体积越小的商品分摊的单位货值运价就越低。例如, 手机、电脑等体积小、货值高的商品受运价影响相对较小。相反, 家具、机械等体积大、货值低的商品, 运价加成到最终售价中也就越高。

4 未来运价和出口走势

4.1. 近期航运市场运价回调为哪般?

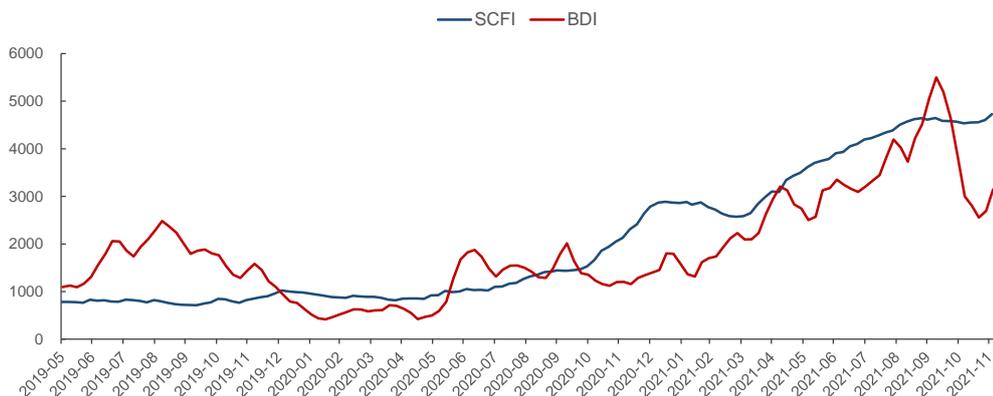
近期航运市场运价已现回调迹象，主要是干散货运价下跌。干散货运价大跌，BDI 指数一个月的时间内跌了接近一半，从 10 月 7 日的 5650 点一路下跌至（11 月 17 日）的 2430 点。

对出口来说更应关注集装箱运价，毕竟集装箱运输对应制造业制成品，而干散货船主要运输的是矿石、粮食、煤炭等大宗。10 月中下旬开始，集装箱运价小幅回调，但幅度不大，SCFI（11 月 5 号）仍有 4536 点，与最高值相差不大（4648 点）。

集装箱运价的小幅回落或与部分航线拥堵缓解有关，近期重新已反弹，并再次突破历史新高。美国长滩、洛杉矶港口因为港口运行效率提高，拥堵缓解。或与此相关，10 月中下旬集装箱运价小幅回落。但在疫情好转之前，部分航线运力的边际改善治标不治本。11 月开始，集装箱运价再次反弹。

前期船运公司冻涨集装箱运价没有缓解运力的供需矛盾。集装箱航运市场为寡头垄断市场，前 5 家航运巨头的运力份额为 58%，对市场价格有较强的控制力。9 月以来，多国加强航运市场监管，多家船公司陆续宣布停涨运费至明年。但实际可订的舱位本就不多，一舱难求没有缓解。船公司虽然停止涨价，但市场旺盛需求反映在货代提供的运价上。除部分航线外，集装箱运价指数在 10 月仍然在上涨。

图7：近期干散货运价回调，集装箱运价未大幅变化（单位：点）



资料来源：Wind，民生证券研究院

4.2. 未来外需仍然旺盛，运价高景气将持续

全球经贸复苏趋势向上，航运需求依旧旺盛。2021 年全球经贸没有完全从疫情冲击中走出。各国不平衡的复苏拖累了整体恢复进程。但疫情影响的趋势减弱，主要国家疫苗接种率不断提高，口服特效药或将推出。全球贸易不断超预期，10 月，WTO 进一步上调 2021 年和 2022 年全球贸易预期。

航运运力供给短期内难有增量。当下航运市场有效运力不足是运价持续上涨的主要原因，但是集装箱新船供给短期难以放量。船的建造周期通常需要 3—5 年。尽管上半年订单数量提升至 2005 年以来的高位，但是形成集装箱运力至少要到 2023 年以后。

海外港口运营效率或在疫情完全解除后才会显著提高。防疫隔离、工人短缺、港口拥堵、国内供应链不畅等因素共同造成港口装卸的低效。但是这些因素目前仍未看到趋势拐点。这些制约因素可能要在疫情完全解除、就业市场正常化后才会得到有效缓解。近期部分港口拥堵边际缓解，但对运价的长期影响有待观察。

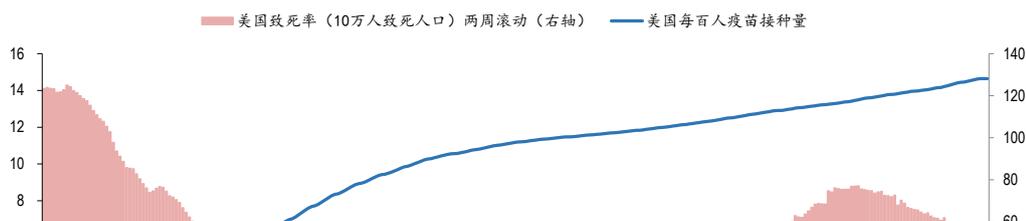
运力好转后，出口或进一步提高。运力而非运价是短期出口的主要制约因素。出口的需求端在短期内仍然有空间，欧美发达经济体仍处于经济修复通道，东盟近期受疫情影响需求整体偏弱。一旦港口拥堵缓解、周转效率提高，有效运力提高。前期被运力所压制的部分出口有进一步提升的可能性。

图8: 11月集装箱航运市场运力份额

Ra...	Operator	Teu	Shar...	Existing fleet	Orderbook
1	Maersk	4,251,478	17.0%		
2	Mediterranean Shg Co	4,197,515	16.8%		
3	CMA CGM Group	3,106,994	12.4%		
4	COSCO Group	2,951,141	11.8%		
5	Hapag-Lloyd	1,779,604	7.1%		
6	ONE (Ocean Network Express)	1,567,264	6.3%		
7	Evergreen Line	1,455,466	5.8%		
8	HMM Co Ltd	826,792	3.3%		
9	Yang Ming Marine Transport Corp.	638,327	2.6%		
10	Wan Hai Lines	420,691	1.7%		
11	Zim	400,835	1.6%		
12	PIL (Pacific Int. Line)	263,903	1.1%		
13	KMTC	167,568	0.7%		
14	IRISL Group	150,040	0.6%		
15	X-Press Feeders Group	145,718	0.6%		
16	SITC	141,175	0.6%		
17	UniFeeder	136,429	0.5%		
18	Zhonggu Logistics Corp.	134,024	0.5%		
19	Sinokor Merchant Marine	105,541	0.4%		
20	TS Lines	100,755	0.4%		

资料来源: Alphaliner, 民生证券研究院

图9: 美国国内疫情影响在降低 (单位: 人)



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_30864

