

集运指数（欧线）期货年报

2023 年 12 月 20 日



金融投资专业理财

瑞达期货股份有限公司
投资咨询业务资格
许可证号：30170000

研究员：许方莉
期货从业资格证号 F3073708
期货投资咨询从业证书号 Z0017638
助理研究员：
廖宏斌 期货从业资格号 F3082507
王世霖 期货从业资格号 F03118150
曾奕蓉 期货从业资格号 F03105260

联系电话：0595-86778969
网 址：www.rdqh.com

扫码关注客服微信号

 研究服务



扫一扫上面的二维码图案，加我为朋友。

地缘风险提振运价 航运供需依旧未改

摘要

在疫情三年内，航运迎来上行周期，景气度迅速上行，运价高涨、新船订单不断，集运市场盈利程度大幅上行，作为行业关键指标的上海出口集装箱运价指数 SCFI 也一路高涨，最高涨至 5109.6。而在经历了上行周期之后，今年航运业总体延续了去年下半年以来的偏弱趋势，多数行业指标回落，市场转冷。进入 12 月后，集运现货市场伴随年底欧美圣诞节拉货需求提高、船公司在长协合同签订前挺价意愿加强，叠加地缘冲突及巴拿马运河干旱影响，运价水平回升迅速。这也促使集运指数（欧线）期货在上市以来经历了震荡下行、横盘震荡以及持续高涨三大阶段。

展望明年，欧洲集运市场运力格局未改变，仍处于供需缺口大、供需严重失衡的状态。在此背景下，我们对于集运市场关注点，应更侧重于需求端的改变。首先，海外货币政策的转向、执行力度以及经济环境的变化对需求的影响几何为核心内容。其次，巴拿马运河拥堵情况边际缓解的时间点需要关注。接着还有地缘冲突问题以及碳排放方面的变动。供给端新增船只投放仍未结束，宽松格局未能发生变化，而需求复苏不易，供过于求预期不改，集运指数（欧线）期价持续上行空间有限。而在策略方面，集运指数期货上市至今波动较强，可通过淡旺季特征来进行近远月间套利。

目录

一、2023 年集运指数（欧线）期货行情回顾	3
（一）集运指数（欧线）期货价格回顾.....	3
（二）现货价格指数回顾	5
二、基本面分析	6
（一）全球衰退预期不变	6
（二）出口端承压明显	7
（三）供给端扩张迅速	9
（四）上游利润压缩	11
（五）航运巨头挺价意愿强	12
（六）地缘冲突再度升温	12
三、汇率分析.....	13
四、2024 年集运指数（欧线）期货展望投资建议	14
免责声明	16

图 1 集运指数（欧线）期货收盘价	4
图 2 上海出口集装箱结算运价指数（SCFIS）	5
图 3 集运指数（欧线）期货主力成交量	6
图 4 集运指数（欧线）期货主力持仓量	6
图 5 主要经济体 PMI	7
图 6 我国出口同比增速（%）	8
图 7 我国对主要经济体出口累计同比增速	8
图 8 中国出口同比增速分解	9
图 9 全球集装箱运力	10
图 10 欧洲集装箱运力	10
图 11 波罗的海干散货指数（BDI）	10
图 12 中国出口集装箱运价综合指数及欧线指数（CCFI）	11
图 13 各船型租船价格水平	11
图 14 多艘货轮于红海海域遇袭	13
图 15 中美利差收窄支撑人民币汇率走强	14

一、2023 年集运指数（欧线）期货行情回顾

（一）集运指数（欧线）期货价格回顾

集运指数（欧线）期货于 2023 年 8 月 18 日在上海国际能源交易中心挂牌上市，是我国首个航运服务型衍生品，标的为上海出口集装箱结算运价指数（欧洲航线），由上海航运交易所编制公布，公布时间为每周一 15:05。其与更早的上海出口集装箱运价指数（SCFI）的核心差别在于前者统计对象是在样本采集范围内实际离开上海港的班轮，上集装箱的实际提单价格，而后者 SCFI 则是更接近未来预期订舱价格。

截止至 12 月 19 日，通过对主力合约 EC2404 收盘价的观察，我们可以将今年上市以来期价走势分为三个阶段：**震荡下行、横盘震荡以及持续高涨三大阶段。**

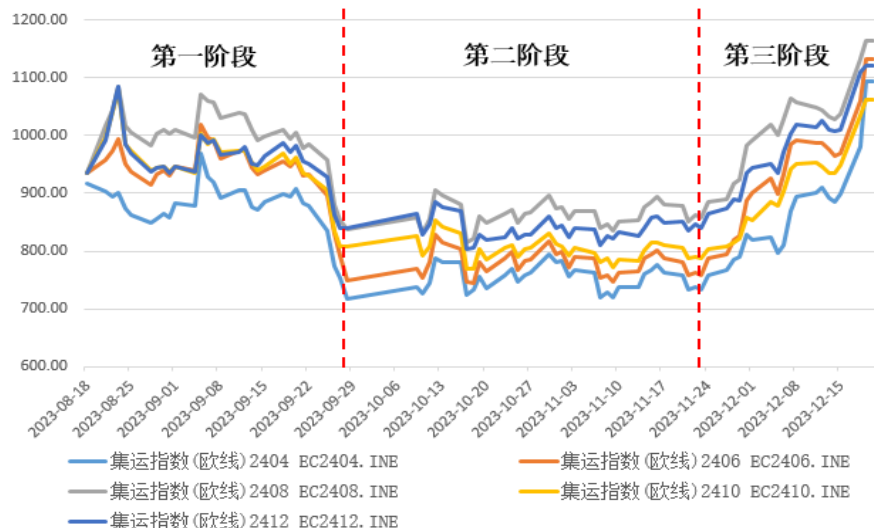
第一阶段即是上市初期，上海能源中心对集运指数（欧线）期货定价为 780 点，主要是以 6-7 月份平均运价做为参考依据。6-7 月份上海结算运价指数（欧线）普遍在 700-800 点内波动，总体较为稳定。直至 8 月份，多家船企如马士基、达飞、赫伯罗特、MSC 等上调运价，从而带动结算指数连续上行四周。此番运价上涨是船公司人为调整，而非单纯取决于供需端影响，大概率不可持续。而当周的上海出口集装箱结算运价指数（欧洲航线）受现货提涨影响达到今年高位 1110.02 点。在基差巨大的前提下，期价首日高涨，多数合约纷纷涨停。而在上市初期市场博弈减弱后，整体运行更趋平稳，交易逻辑逐步回归基本面而非单纯投机，至国庆节前期价一直维持震荡下行趋势。此间，上海国际能源交易中心在 9 月 7 日上调集运指数（欧线）期货交易手续费，平抑市场情绪的大幅波动，促使市场回归理性。集运行业景气度较为疲弱，促使期价迅速回落，一度下探至低点 716.9。值得注意的是，9 月 5 日巴拿马航线运输不畅通，船公司增加停航、空白航班，导致短期运费成本提升，进而提升运输难度，导致当日航运期货集体大幅高涨，但随着压力逐步缓解，后续涨幅回吐。

第二阶段集运指数（欧线）期货价格以区间震荡为主，持续时间主要由十月初至十一月中下旬。从市场情绪来看，品种上市两月后，多空博弈减弱，市场对于新品种的交易热情边际消减，交易频率下降、期货价格振幅缩减。10 月 24 日上海国际能源交易中心再度调整集运指数（欧线）EC2404 合约交易手续费，进一步平抑市场情绪，逐步回归理性。而从基本面来看，以往传统三季度为船运旺季，但今年航运市场“旺季不旺”的特征尤为显

著，船公司总体承压。而受本轮美联储货币政策持续加息影响，多数经济体不得不“被动加息”，欧元区也不例外，而长期加息对经济的负面影响是缓慢体现并且持续久远的，多数经济体衰退预期升温，导致需求端疲态尽显，我国出口数据表现低于预期，整个航运市场前景并不乐观，在未发生重大事件前，期价呈宽幅震荡形式。

第三阶段则是从十一月底开始至今的持续高涨阶段。欧线一年一度的长协签约谈判开始，船公司在年底挺价意愿增强。此前，达飞、赫伯罗特两大航运公司二度抬升欧洲航线运费，而后在12月15日，两大航司MSC和达飞宣布第三轮提价计划。在多次船公司集体挺价的支撑下，航运景气度回升，但由于欧洲经济衰退未改，未来供需格局没有发生重大变化，因此期价上涨幅度不大。12月初，巴拿马运河持续干旱的问题促使运价加速上行。运河船舶通行限制要求继续收紧，每日通过运河的船舶持续减少，加上今年早些时候运河通行费上涨，已极大增加了班轮公司的运营成本。鉴于此，地中海航运（MSC）和达飞集团近日均宣布，将收取巴拿马运河附加费，以缓解经营压力。叠加年底欧美圣诞节拉货需求提高，共同提振集运指数（欧线）期货价格。近日，由于多艘船只行至红海水域时遭到也门胡塞武装袭击，国际航运巨头马士基、赫伯罗特、MSC和达飞纷纷宣布暂停途径红海海域航线。红海海域是途径苏伊士运河的重要区域，而苏伊士运河又是亚欧航线的重要通道，如今亚欧航线集装箱船被迫绕道好望角进行运输，航距拉长，运费大幅上涨。受到地缘冲突短期扰动影响，主力合约EC2404于18日、19日共上涨21.75%。

图 1 集运指数（欧线）期货收盘价

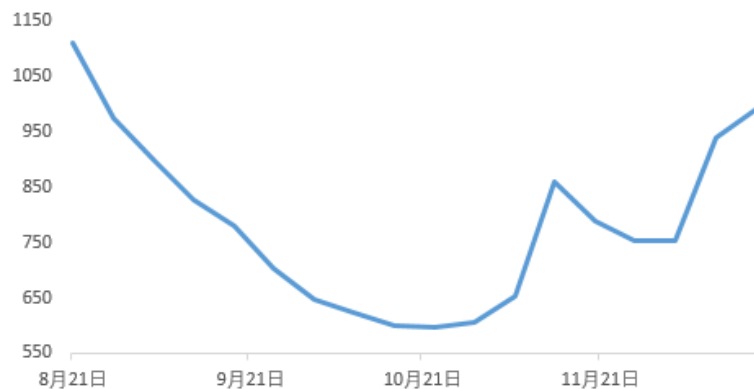


资料来源：Wind，瑞达期货研究院

（二）现货价格指数回顾

从现货指数来看，在疫情三年内，航运迎来上行周期，景气度迅速上行，运价高涨、新船订单不断，集运市场盈利程度大幅上行，作为行业关键指标的上海出口集装箱运价指数 SCFI 也一路高涨，最高涨至 5109.6。而在经历了上行周期之后，今年航运业总体延续了去年下半年以来的偏弱趋势，多数行业指标回落，市场转冷。截至 11 月底，上海出口集装箱运价指数 SCFI 均值约为 980 点，较去年大幅回落 70%左右，较 2019 年均值上涨约 20 个百分点。SCFI 指数截至今年上半年，仍维持下降趋势，但降幅有所波动，叠加三季度船公司涨价预期落空，“旺季不旺”特征显著，运价进一步回落，欧线运价均值逐步回归疫情前水平；而自四季度以来，随着各航运巨头多轮提涨运价和地缘冲突的影响，景气度迅速回暖，但较上行周期相比相差甚远，并且在逻辑上长期持续的可能性较低，供需格局较为确定决定了整体航运景气度。分航线而言，主干航线表现较弱。其中，上海-欧洲运价平均 827 美金/TEU，同比下跌 84%，几乎回归 2019 年水平（即疫情前水平）；上海-美东和上海-美西运价分别为 1575 美金/FEU 和 2497 美金/FEU，同比下跌 71%。除此之外，集运指数（欧线）期货现货标的指数—上海出口集装箱结算运价指数 SCFIS，由于报价口径差别，通常落后上海出口集装箱运价指数 1-2 周。截至 2023 年 11 月底，SCFIS 欧线平均为 886.2 点，同比下降 85%；美西指数 3842.4 点，同比下降 74%。进入 12 月后，集运现货市场伴随年底欧美圣诞节拉货需求提高、船公司在长协合同签订前挺价意愿加强，叠加地缘冲突及巴拿马运河干旱影响，运价水平回升迅速，但从持续时间来看，由于欧洲经济景气度迅速回升可能性不大，因此仍有待观察。

图 2 上海出口集装箱结算运价指数（SCFIS）



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 3 集运指数（欧线）期货主力成交量



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 4 集运指数（欧线）期货主力持仓量



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

二、基本面分析

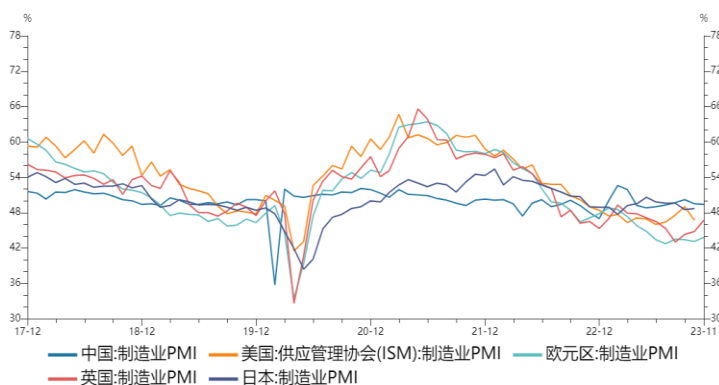
（一）全球衰退预期不变

美联储本轮加息，目前已有所成效，多数指标放缓，核心通胀超预期回落。11月美国CPI同比上涨3.1%，较年初的6.4%水平下降幅度大，同时低于市场预期水平；核心CPI同比也下降了1.6个百分点，同时是2021年9月份以来最小涨幅。美联储如市场所料，连续三次利率决议按兵不动，这一轮美债利率的上行或替代了加息对总需求的抑制作用。结合此前美国非农就业数据的超预期下行，美联储2024年首次降息的预期也进一步提前。近期欧洲公布的经济数据显示，持续的加息已经使得欧洲经济疲态尽显。12月欧元区制造业PMI

收于 44.2，已连续十八个月位于收缩区间，经济景气度尚未好转，生产活动持续收缩。在未来至少两年时间里，高通胀、高利率还将继续拖累欧元区经济的复苏。欧央行表示，欧元区经济增长前景面临下行风险，可能弱于预期，再次加息的可能性并不小于降息的可能性。

最新经济展望报告显示，预计 2023 年全球 GDP 将增长 2.9%，2024 年小幅下滑到 2.7%，并在 2025 年随着主要央行降息等因素回升至 3%，三年均远低于 3.8% 的历史（2000-2019 年）平均水平；预计美国将于 2024 年下半年开始降息，欧元区则要到 2025 年春季。预计美国今年 GDP 增速约为 2.4%，明年将下滑至 1.5%；欧元区今明两年增速分别为 0.6% 和 0.9%。可以看出，市场对未来三年全球经济总体唱衰，各经济体继续面临通胀高企、贸易疲软的问题。欧美经济显疲弱，不利于航运业复苏。

图 5 主要经济体 PMI



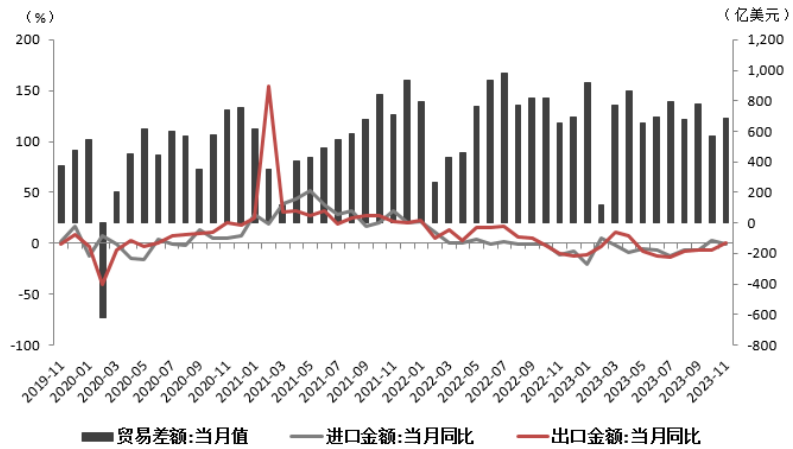
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

（二）出口端承压明显

今年以来，我国出口增速仅有两个月落于正向区间，外贸压力始终较大。在我们看来，主要原因可能三个方面：一是内需仍在缓慢恢复。社零同比好转，但扣除基数效应后仍有上升空间，仍未达到市场预期，多项“稳经济”、“扩内需”政策还未完全显效。二是欧美需求持续不振。海外主要经济体衰退预期并未降温，需求端表现弱，居民购买力仍待改善，随着美联储进入收尾阶段，货币政策紧缩周期结束后将逐步向宽松周期转变，后续对经济的负面影响或持续体现。三是价格端持续影响。今年以来，CRB 商品指数始终呈现下行趋势，目前已回落至 21 年 4 月份水平，对出口增速缺乏支撑效果，复苏进度慢，“量价齐

跌”对出口端产生的影响依旧存在。

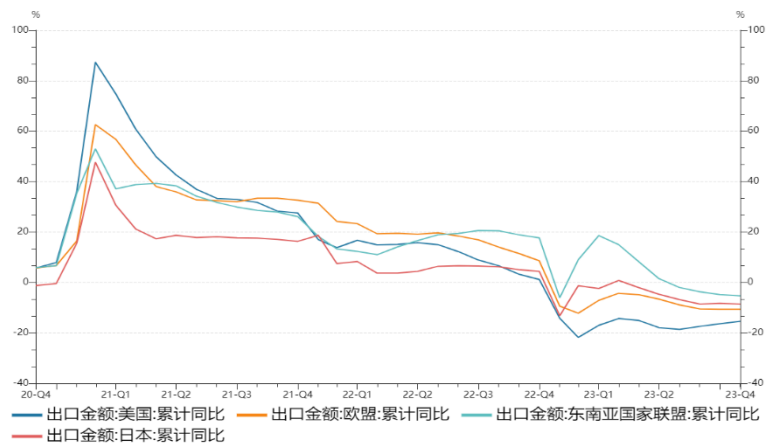
图 6 我国出口同比增速 (%)



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

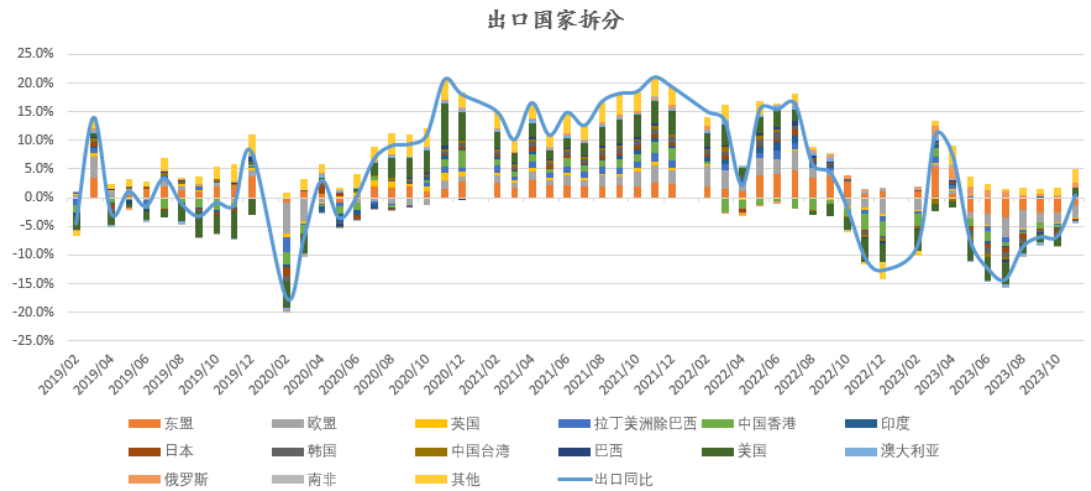
全球制造业 PMI 全年运行在荣枯线以下，海外经济下行压力大，此轮美联储加息带动其余各经济体纷纷被动“收紧货币政策”，不断冲击着各国供需端，而直至 12 月，鲍威尔罕见表态，美联储释放降息信号。他提到“美联储正在思考、讨论何时降息合适：降息已开始进入视野”，这也代表着美联储货币政策逐步转入新阶段——降息，而紧缩的货币政策，将会使得经济衰退预期持续升温。在未来时间里，拖累各经济体发展，这也导致 2024 年我国出口端不具备大幅回升的条件，从而掣肘航运景气度回升，前景不容乐观。

图 7 我国对主要经济体出口累计同比增速



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 8 中国出口同比增速分解

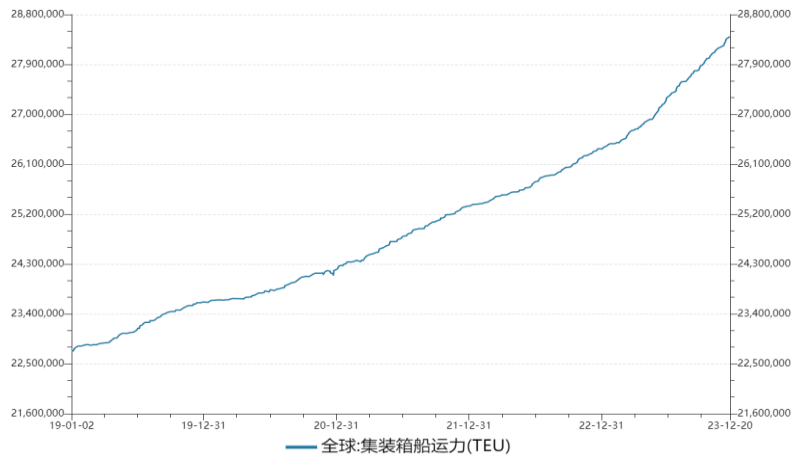


资料来源：Wind、瑞达期货研究院

（三）供给端扩张迅速

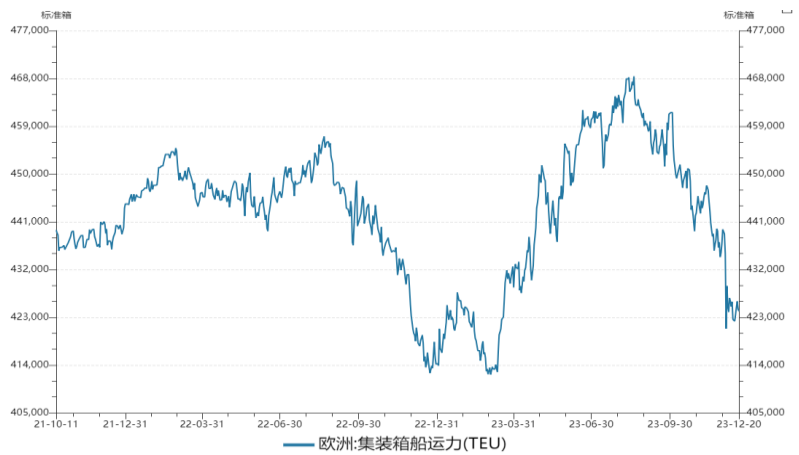
经历了此前超级周期后，集运上游扩张速度迅速，2021年以后大量船舶订单投放目前已经逐步进入交付期。据克拉克森最新发布的新造船市场系列报告显示，2023年以来全球新造船市场活动保持活跃，新造船价格指数达到176.22点，是自2018年12月177.97点以来的最高水平，比2020年年底增加了36%，相比今年年初也增长了9%。此外，运力水平也达到高位。截至12月初，集装箱船队规模达到6088艘，运力规模达2763.11万TEU，总运力年增长率约7.52%。运力继续保持增长，预计全年增速为7%附近，现有集装箱船的平均船龄约14.2年。在航运下行周期下，全球运力供给仍维持上涨，在需求未能显著改善的背景下，限制了明年航运景气度的回升空间。值得注意的是，欧洲集装箱运力低位运行，或反映欧线货量持续低迷的状况。

图 9 全球集装箱运力



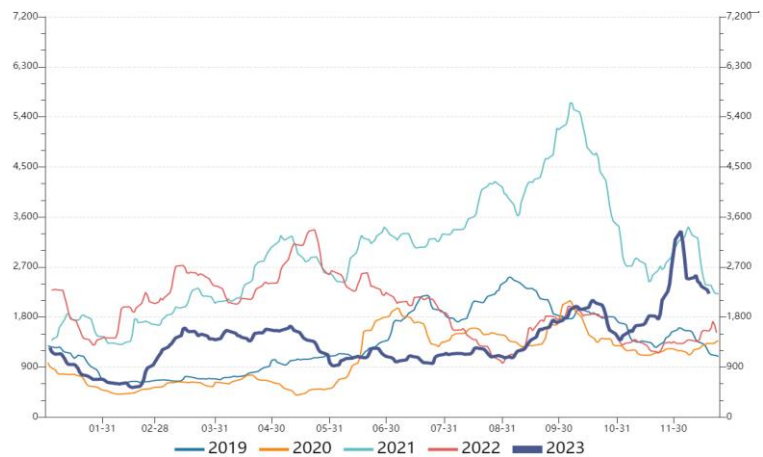
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 10 欧洲集装箱运力



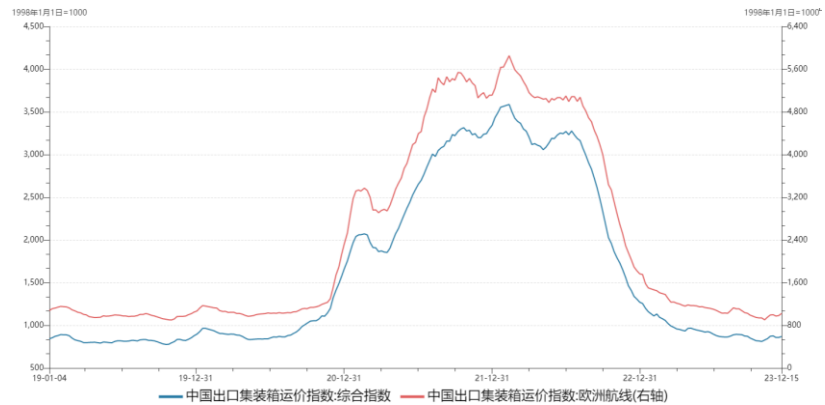
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 11 波罗的海干散货指数（BDI）



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 12 中国出口集装箱运价综合指数及欧线指数（CCFI）

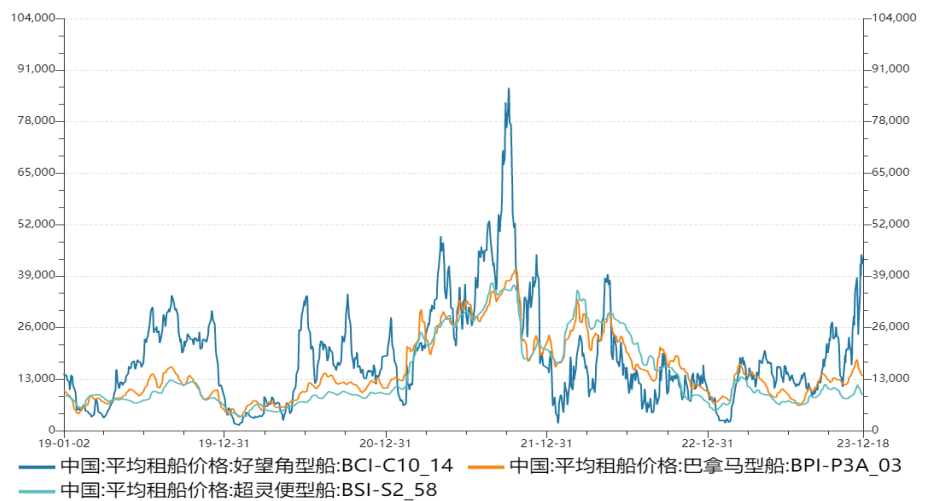


资料来源：Wind，瑞达期货研究院

（四）上游利润压缩

从租金来看，今年集装箱船租金呈“先升后降”趋势，上半年较高区间运行，随后在第三季度后明显回落。根据克拉克森调查显示，今年集装箱船租金自5月开始转弱，下半年后船舶租金水平持续偏弱至今仍未有明显改善。从盈利方面来看，克拉克森数据显示，目前集装箱船日均盈利为1.7万美元/天，盈利水平持续下滑，2019-2020年盈利平均约1.39万美元/天，而在2021-2022年迅速升至5.98万美元/天。供需矛盾缓和后行业利润开始大幅下滑，如今回落至峰值的四分之一水平，并且回落趋势仍未停止。集装箱船期租价格持续下调，行业低景气区间上游利润有压缩。由于航运周期较其余行业来说整体较长，因此目前来看迅速复苏的可能性不大。

图 13 各船型租船价格水平



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

（五）航运巨头挺价意愿强

欧线一年一度的长协签约谈判启动，船公司挺价意愿强。11月23日，两大航司MSC和达飞宣布将于12月15日再度上调欧线运价。随后，中远海和赫伯罗特上也宣布上调远东至北欧费率，成为了四季度运价迅速回升的关键因素。

除挺价因素外，巴拿马运河持续干旱的问题也促使运价不断上行。运河船舶通行限制要求继续收紧，每日通过运河的船舶持续减少，加上今年早些时候运河通行费上涨，已极大增加了班轮公司的运营成本。但从全年来看，集装箱运力拥堵情况较去年已有所改善。截至12月初，今年全球集装箱港口拥堵运力均值约为843万TEU，同比下滑4.8%，拥堵运力约占所有船队运力的31.54%，较22年均值35%有所回落，运力拥堵状况逐步回归平稳。

（六）地缘冲突再度升温

近日，由于多艘船只行至红海水域时遭到也门胡塞武装袭击，国际航运巨头马士基、赫伯罗特、MSC和达飞纷纷宣布暂停途径红海海域航线。红海海域是途径苏伊士运河的重要区域，而苏伊士运河又是亚欧航线的重要通道，集装箱船被迫绕道好望角进行通行，航行时间平均将增加一至两周，航行距离大约增加3200海里，运力供应受到冲击，运费随之上涨。若后续红海局势进一步加剧，或对国际航运供应链将会造成较大负面影响，有可能会推动航运价格疫后再度暴涨，后续仍需继续观察。但需要注意的是，受影响波动大的主要为近月合约EC2404、EC2406，因为空头投资者对于该地缘冲突的持续时间多数预估不会超过半年，因此不同月份合约价格出现分化，EC2404、EC2406两份合约涨势较强，价格已超过远月合约；而半年以后的合约EC2408、EC2410、EC2412逻辑回归基本面，供过于求格局较为确定，期价进入调整。

总的来看，集运指数（欧线）期货四季度在多数船公司挺价意愿增加以及征收运河附加费、地缘冲突所导致停航的共同影响下大幅上涨，叠加圣诞节来临，欧美需求回暖，在短期促进航运景气度位于一个较高水平。但同时也要看到，欧洲集运市场运力格局未改变，仍处于供需缺口大、供需严重失衡的状态。宏观经济和地缘政治充满不确定性，巴以冲突仍有可能再度升温、全球经济衰退预期升温明显，欧线供需基本面低迷，长期来看终要回归基本面，外加新交付的运力不断涌入市场，若无特殊事件影响，上行空间有限。

图 14 多艘货轮于红海海域遇袭



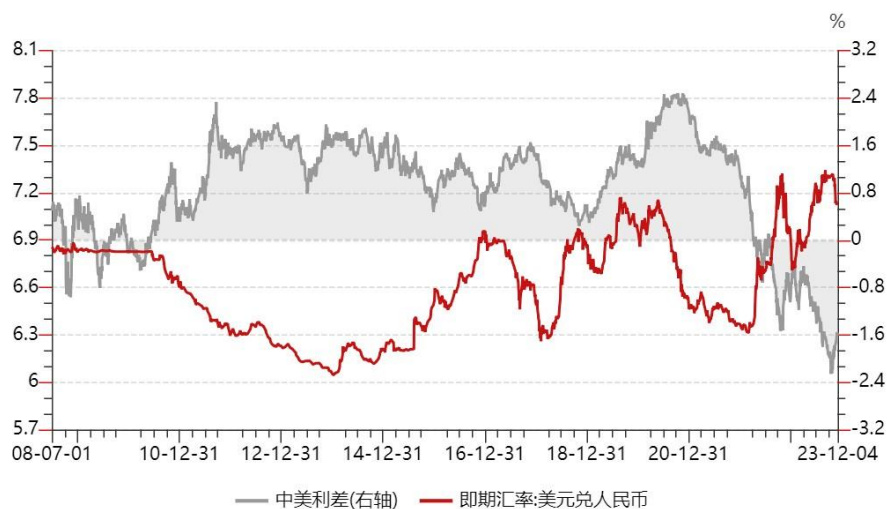
资料来源：央视新闻，瑞达期货研究院

三、汇率分析

汇率方面，今年以来人民币兑美元贬值幅度较大，主要受外部的美元指数、中美利差和内部的经济复苏状态影响，其背后反映的主要是中美经济的相对强弱和货币政策的同步程度。美国经济以及通胀或将温和下行，明年有望开启降息周期。

从内部因素看，我国中央财政将在今年四季度增发 2023 年国债 10000 亿元，有利于提振我国经济基本面。中国多数经济指标均出现初步企稳的态势。国内基本面修复的态势进一步巩固将会稳定国内投资回报和跨境收支，这将为人民币汇率的回升打下良好基础。同时中央经济工作会议已为明年目标定调，“稳外汇”仍是其中之一，不容忽视。后续国内宽松的货币政策或逐渐向信用端传导，汇率贬值的压力也将减弱，人民币汇率升值动能或将增强。**从外部因素看**，目前美联储已偏向鸽派，叠加劳动力市场进一步放缓，加剧了人们对美联储明年将能够降息以防止经济衰退的预期，随着美联储加息进入收尾阶段，货币政策紧缩周期结束后将逐步向宽松周期转变，美债收益率和美元汇率将逆转向下，人民币汇率将持续走强，但全球流动性偏紧态势在美国降息时点来临之前难以有实质性改变，在温和回升过程中人民币汇率或仍有阶段性的上行压力。若明年下半年美联储开启降息通道，人民币将大幅升值，这将对我国出口产生负面影响，进而减少对集装箱运价的支撑。

图 15 中美利差收窄支撑人民币汇率走强



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

四、2024 年集运指数（欧线）期货展望投资建议

今年以来，集运市场总体延续去年下半年的偏弱趋势，在经历了此前 2021-2022 两年的超级周期后，景气度回落明显，运价回归疫情前正常水平企稳修复。航运业在供给水平较高以及需求持续显乏力的背景下，上游扩张速度继续增长，而空航、闲置和船舶降速等幅度也有了明显提升。而从租金盈利水平上可以看出，今年集装箱船租金自 5 月开始转弱，下半年后船舶租金水平持续偏弱至今仍没有明显改善，从而导致上游利润有压缩，集运盈利持续回落。

需求端看，海外多数经济体尤其是欧元区在持续的加息下已经疲态尽显。12 月欧元区制造业 PMI 收于 44.2，已连续十八个月位于收缩区间，经济景气度尚未好转，生产活动持续收缩。即使如此，美联储本轮加息对全球所产生的负面影响未完全显现，传递仍需时间。我们估计，在未来至少两年时间里，高通胀、高利率还将继续拖累各国经济的复苏，从而进一步影响我国外贸水平。今年以来我国出口增速仅有两个月落于正向区间，外贸压力始终较大。随着欧美加息周期逐步进入尾声，高利率将继续拖累经济复苏，外贸料低位运行，对集运期货支撑有限。此外，随着美联储货币政策紧缩周期结束后逐步向宽松周期转变，人民币汇率将持续走强，但全球流动性偏紧态势在美国降息时点来临之前难以有实质性改变，在温和回升过程中人民币汇率或仍有阶段性的上行压力。若明年下半年美联储开启降

息通道，人民币将大幅升值，这将对我国出口继续产生负面影响，进而减少对集装箱运价的支撑。

展望明年，我们对于集运市场关注点，应更侧重于需求端的改变。首先，海外货币政策的转向、执行力度以及经济环境的变化对需求的影响几何为核心内容。其次，巴拿马运河拥堵情况边际缓解的时间点需要关注，厄尔尼诺现象导致的加通湖水位走低影响巴拿马运河通行，部分美东航线集船不得已改从苏伊士运河通行，多重绕道提升运费上行空间。接着还有地缘冲突问题，“红海停航”事件主要由巴以冲突加剧所导致，虽起因于巴拿马运河拥堵不同，但同样影响着多航运巨头停止红海区域船只，从而改行苏伊士运河，从而抬升运费，短期内是影响期价波动最重要的原因。最后，应关注碳排放方面的变动，明年航运业将正式纳入欧盟碳交易系统，或有一定影响。**总的来看，供给端新增船只投放仍未结束，宽松格局未能发生变化，而需求复苏不易，供过于求预期不改，集运指数（欧线）期价持续上行空间有限。此外，集运指数期货上市至今波动较强，可通过淡旺季特征来进行近远月间套利。**

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，瑞达期货股份有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为瑞达期货股份有限公司研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。