



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，加我为朋友。

## 运河拥挤加征费用 支撑运价短线回升

### 摘要

集运指数（欧线）期货价格本月震荡上行，多空博弈强，合约振幅在 12-19% 之间，集运行业景气度企稳回升。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。11 月欧元区 PMI 收于 43.8，经济景气度仍未好转，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。若再度加息，欧元区料进一步加速衰退进程。而随着海外“被动收紧”货币政策负面影响持续发酵，我国外贸压力较大，我国 10 月出口同比在基数走低的背景下降幅进一步扩大，表现不及预期，，航运市场料继续承压。且由于未来 9 个月内全球集运市场运力过剩的格局确定性比较高，箱量过剩幅度大，不利于运价上涨。并且运费持续上涨会严重抑制国际贸易，导致成本增加，因此在货量减少的背景下，运费上涨多是短期影响，长期来看终要回归基本面。从汇率来看，美国 10 月核心通胀超预期回落，改变了对美联储货币政策方向的想法，目前美联储已暂停加息，但大概率在一段时间内维持较高利率，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。而人民币的相对升值，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。

总的来看，我国经济缓慢复苏，而海外经济体尤其是欧洲经济体下行压力较大，集运市场供给端运力难改宽松格局。欧线一年一度的长协签约谈判启动，船公司挺价意愿强，配合年底旺季提涨、巴拿马拥挤导致船公司加征费用，短期对期价有一个正向支撑。但需要看到，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，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，运价易跌难涨。

## 目录

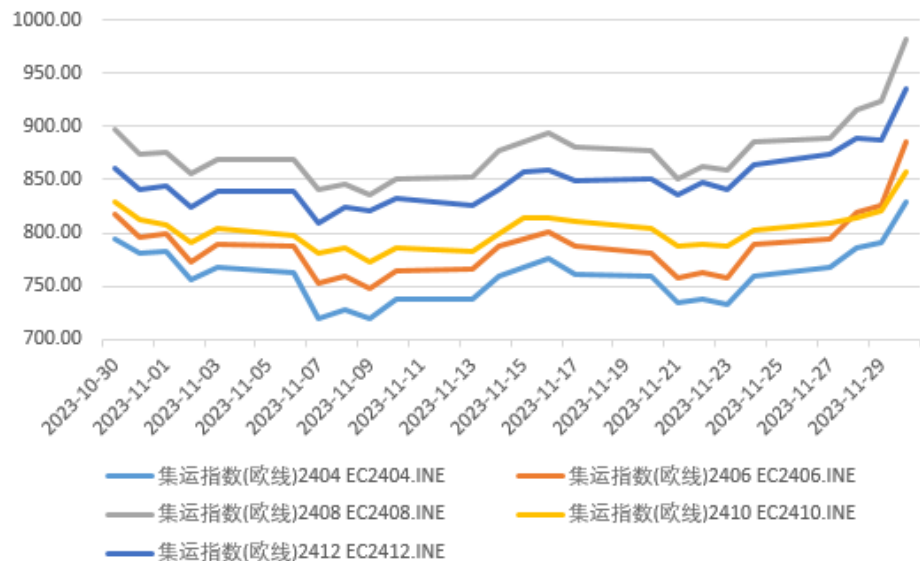
一、11月集运指数（欧线）期货行情回顾.....	2
图 1 集运指数（欧线）期货收盘价.....	2
图 2 上海出口集装箱结算运价指数（SCFIS）.....	3
图 3 集运指数（欧线）期货主力成交量.....	3
图 4 集运指数（欧线）期货主力持仓量.....	3
图 5 集运指数（欧线）期货主力价差.....	4
二、基本面分析.....	4
图 6 主要经济体 PMI.....	5
图 7 我国出口同比增速（%）.....	5
图 8 我国对主要经济体出口累计同比增速.....	6
图 9 中国出口同比增速分解.....	7
图 10 全球集装箱运力.....	7
图 11 欧洲集装箱运力.....	7
图 12 波罗的海干散货指数（BDI）.....	8
图 13 中国出口集装箱运价综合指数及欧线指数（CCFI）.....	8
三、汇率分析.....	9
图 14 人民币兑美元中间价.....	10
四、12月集运指数（欧线）期货投资建议.....	10
免责声明.....	12

## 一、11月集运指数（欧线）期货行情回顾

集运指数（欧线）期货价格本月震荡上行，多空博弈强，合约振幅在 12-19%之间，集运行业景气度企稳回升。最新 SCFIS 欧线结算运价指数为 754.34 点，较上月上升 147.29 点，环比上涨 24.26%，现货端改善在短期内支撑运价筑底回涨。总的来看，结算运价指数在多船公司挺价意愿加强的背景下震荡上行，本周虽环比上周小幅回落，但处于上升通道中。

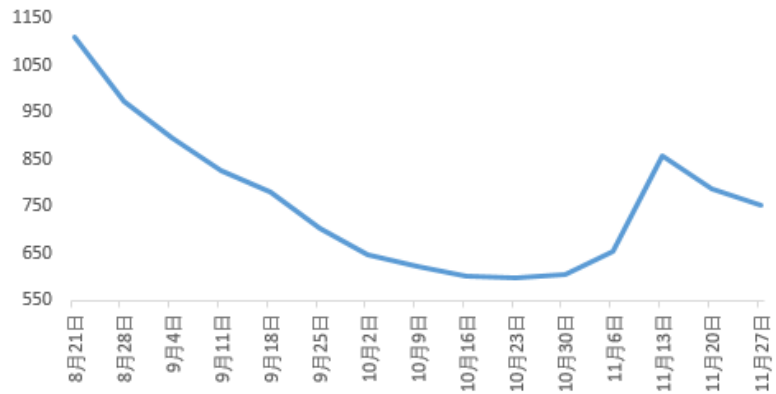
自上月上海国际能源交易中心调整集运指数（欧线）期货 EC2404 合约交易手续费后，集运指数期货整体运行更趋平稳，交易逻辑逐步回归基本面，市场参与积极性也在不断提升。截止 11 月 30 日收盘，集运指数（欧线）期货主力合约报 829.0，月度上涨 6.38%，所有合约共成交 418.88 万手，日均持仓 67899 手，EC2404 持仓手数以及成交量较上月有所回落，但需要看到，在月底几个工作日内，成交量大幅上涨，也点燃了一波上涨行情，市场博弈随之增加。从价差上看，EC2404 与 EC2406、EC2408 合约价差均收窄，近远月合约预期差减少。

图 1 集运指数（欧线）期货收盘价



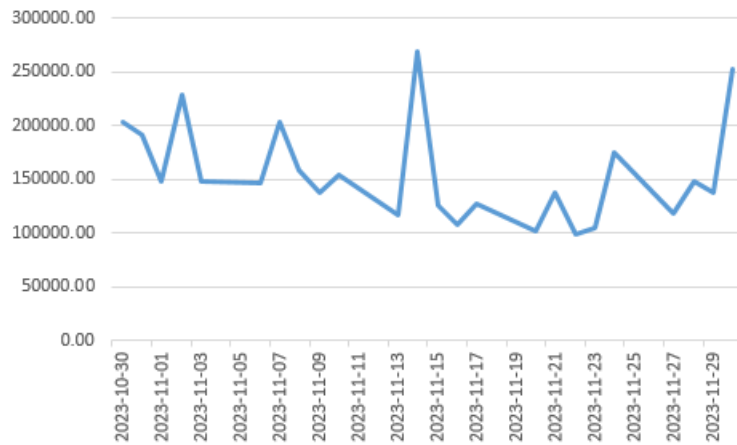
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 2 上海出口集装箱结算运价指数 (SCFIS)



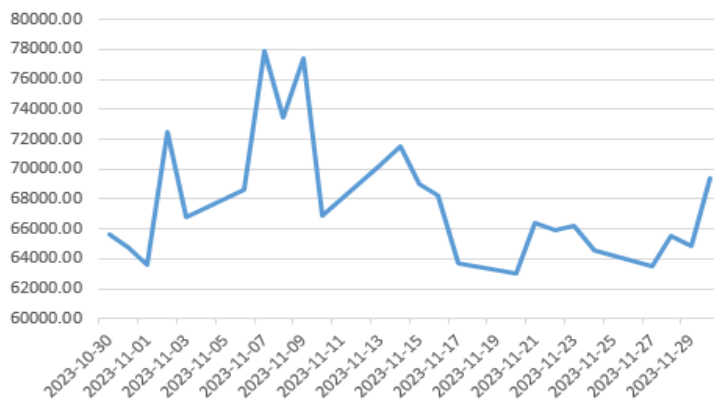
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 3 集运指数 (欧线) 期货主力成交量



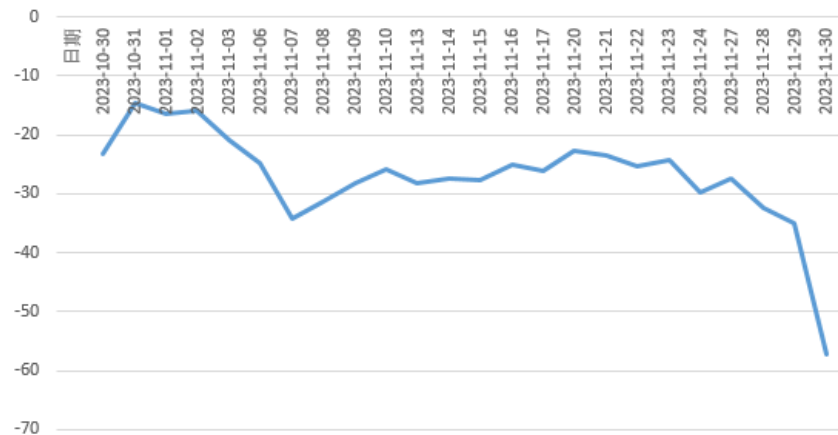
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

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

图 5 集运指数（欧线）期货主力价差



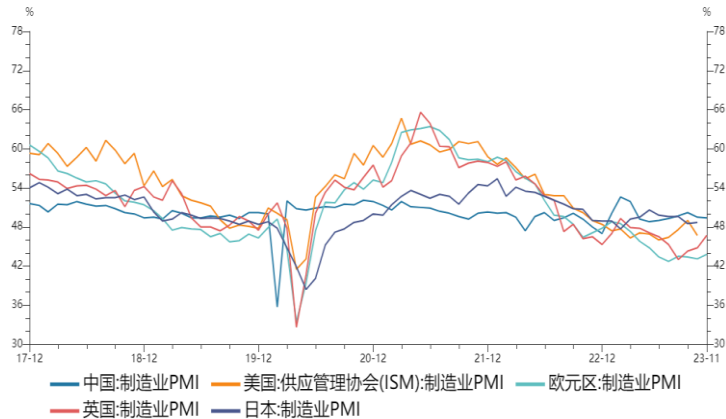
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

## 二、基本面分析

美国多数指标放缓，核心通胀超预期回落。10月美国CPI同比同比上涨3.2%，较9月份的3.7%水平明显放缓，同时低于市场预期的3.3%水平。美国10月份核心CPI同比上涨4%，是2021年9月份以来最小涨幅。环比上涨0.2%，增速较前两个月均有所下滑。美联储11月暂停加息，符合市场预期，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，美联储后续加息的概率和必要性都在下降。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。11月欧元区Markit制造业PMI收于43.8，经济景气度仍未好转，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。

11月29日，经合组织（OECD）发布最新经济展望报告，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。

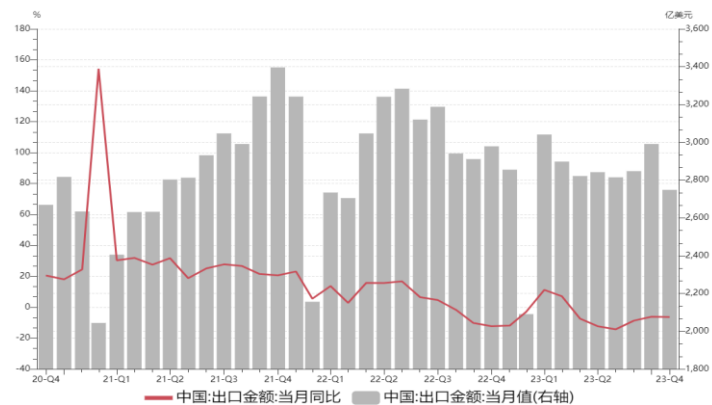
图 6 主要经济体 PMI



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

我国 10 月出口同比-6.4%，在基数走低的背景下降幅进一步扩大 0.2 个百分点，表现不及预期，外贸压力始终较大。在我们看来，本月出口超预期下调的原因可能有三方面：一是中秋节假期移位影响。今年中秋较往年来看向后推移，与国庆齐放，放假时间更长，或对出口产生一定负面影响。二是欧美需求走弱影响。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，并且美联储加息或已结束，后续对经济的负面影响或持续体现。三是价格端带来的影响。今年以来，CRB 商品指数始终呈现低位运行的趋势，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 7 我国出口同比增速 (%)



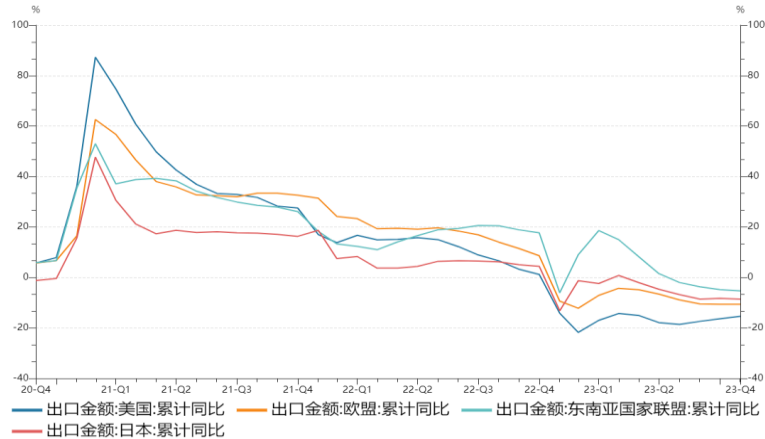
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

从出口经济体看，本月对主要地区出口均边际回落，但国别和地区之间存在分化。10 月对美出口增速仍底部运行，同比增速为-8.2%，两年复合增速维持在-10.4%的低位。对欧盟出口同比增速下降至-12.6%，两年复合增速则从-3.4%回落至-10.8%，显示欧盟需求不强。

而对亚洲产业链相关国家和地区的出口总体走弱，或受电子产业链需求下行影响。

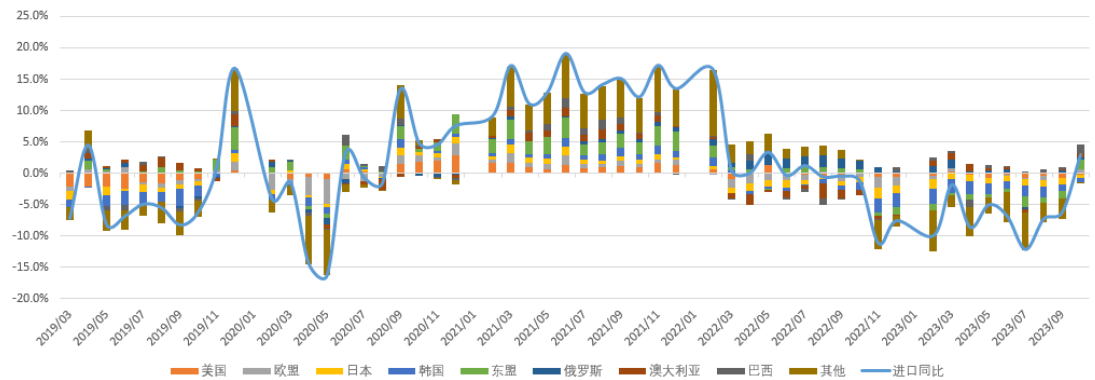
10月全球制造业PMI较前月回落0.9个百分点至47.8，连续13个月运行在荣枯线以下，全球制造业景气度下行压力较大，我国出口端不具备大幅回升的条件。叠加各经济体持续“被动收紧”货币政策所带来的副作用，在年底乃至明年年初或逐步体现，届时将掣肘我国对各经济体的出口增速。

图 8 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 9 中国出口同比增速分解



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

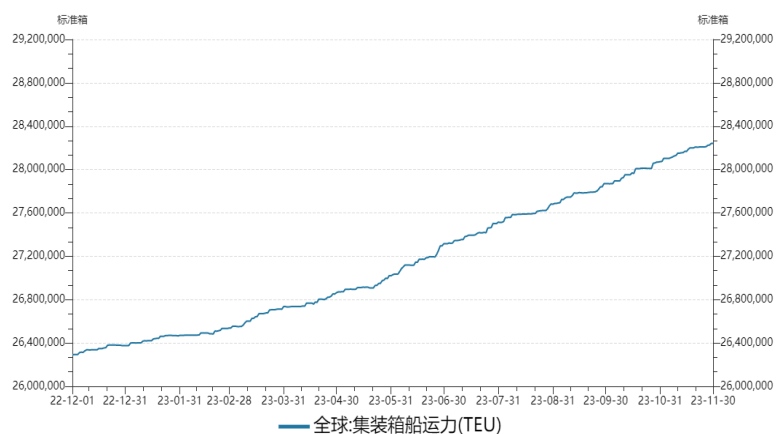
克拉克森最新发布的新造船市场系列报告显示，2023年以来全球新造船市场活动保持活跃，新造船价格指数达到176.22点，是自2018年12月177.97点以来的最高水平，比2020年年底增加了36%，相比今年年初也增长了9%。未来运力供给预计维持宽松，不支持运价的持续上涨。值得注意的是，欧洲集装箱运力低位运行，或反映近期欧线货量持续低迷的状况。



11 月份，欧美的在港运力有所回落，占比全球运力降至 31.31%，由于巴拿马运河管理限行越发严苛的原因，在港运力居高不下，其他三条航线则由于淡季、闲置和停航增多导致在港运力下滑。

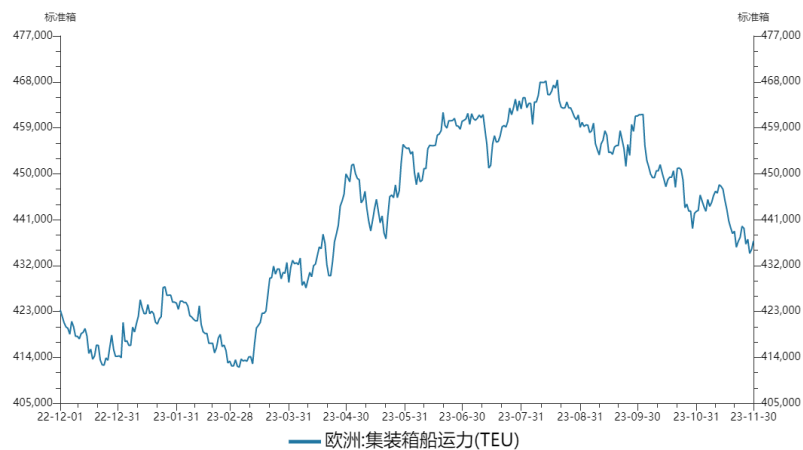
与欧线相关度最高的超巴拿马型船船速自 7 月初后不断下滑，今年大多数时候一直维持在近 5 年最低值，近期一度创出 14.65 节的最低航速。欧线船东有意用降速的行为来对冲掉新部署到欧线的运力，但供给依然形势严峻。

**图 10 全球集装箱运力**



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

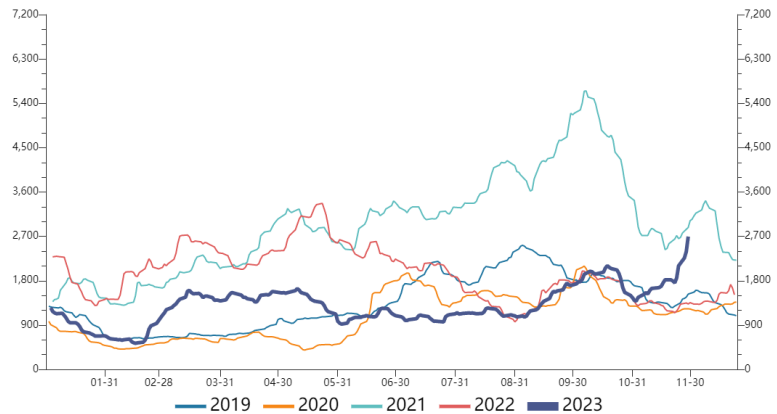
**图 11 欧洲集装箱运力**



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

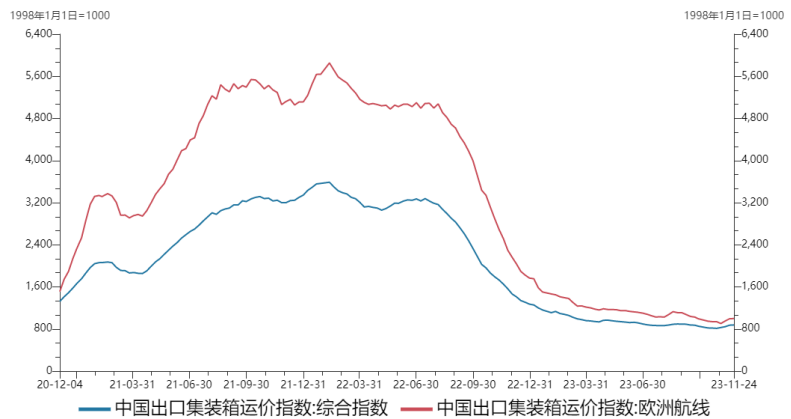


图 12 波罗的海干散货指数 (BDI)



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 13 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

SCFI 欧线继接连回落 3 周后迎来反弹, 报 779 美元/TEU 上涨 10.2%, 对应 12 月初订舱价的提涨; 其他航线上周五公布的 SCFI 数据中, 除地中海航线跟随欧线走势同步上涨及东南亚航线表现较强外, 其余航线出现回落。

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。在船公司持续挺价下, 短期 SCFI 有望位于较高水平, 或对期价形成较强支撑。

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。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。

总的来看，本月集运指数（欧线）期价在多数船公司挺价意愿增加以及征收运河附加费共同影响下回升，或在短期内使得 SCFI 现货位于一个较高水平。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，运价易跌难涨。

### 三、汇率分析

汇率方面，11月初至今，人民币对美元汇率迎来拐点，升值通道或逐渐打开。在岸、离岸人民币汇率一改此前两个多月的横盘整理走势，开启大幅反弹，升幅双双达到约2000个基点，分别大涨2.45%、2.78%，盘中一度升破了7.13，触及近期高位。随后在岸、离岸人民币汇率均小幅震荡，整体围绕7.14波动。

美国10月核心通胀超预期回落，改变了对美联储货币政策方向的想法。据联邦基金利率期货隐含数据显示，美联储12月加息的概率已经降至零。由于猜测美联储已完成加息并将于明年放松政策，市场对美联储可能结束紧缩周期的乐观情绪，正打压美元价格，这一趋势或在一定时间内延续，“稳外汇”目标也有所体现。**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。10月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。**从外部因素看**，目前美联储已暂停加息，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。而人民币的相对升值，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 14 人民币兑美元中间价



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

#### 四、12月集运指数（欧线）期货投资建议

集运指数（欧线）期货价格本月震荡上行，多空博弈强，合约振幅在 12-19%之间，集运行业景气度企稳回升。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。11月欧元区 Markit 制造业 PMI 收于 43.8，经济景气度仍未好转，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。若再度加息，欧元区料进一步加速衰退进程。而随着海外“被动收紧”货币政策负面影响持续发酵，我国外贸压力较大，我国 10月出口同比在基数走低的背景下降幅进一步扩大，表现不及预期，航运市场料继续承压。且由于未来 9个月内全球集运市场运力过剩的格局确定性比较高，箱量过剩幅度大，不利于运价上涨。并且运费持续上涨会严重抑制国际贸易，导致成本增加，因此在货量减少的背景下，运费上涨多是短期影响，长期来看终要回归基本面。从汇率来看，美国 10月核心通胀超预期回落，改变了对美联储货币政策方向的想法，目前美联储已暂停加息，但大概率在一段时间内维持较高利率，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。而人民币的相对升值，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。

总的来看，我国经济缓慢复苏，而海外经济体尤其是欧洲经济体下行压力较大，集运

市场供给端运力难改宽松格局。欧线一年一度的长协签约谈判启动，船公司挺价意愿强，配合年底旺季提涨、巴拿马拥挤导致船公司加征费用，短期对期价有一个正向支撑。但需要看到，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，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，运价易跌难涨。

### 操作建议：

#### 1、投资策略

现货指数 SCFIS 结算运价指数缓慢上行、多数船公司征收运河附加费，叠加后续船公司长协挺价可能性较大，集运指数（欧线）期货价格得到支撑。短期内建议投资者轻仓逢低做多，目前市场博弈较为剧烈，交易难度高。从中长期看，建议建议投资者谨慎偏空，注意操作节奏及风险控制。

#### 2、套利策略

由于期价上涨逻辑更多是短线因素，因此看在 EC2404 与 EC2406 价差处于-60 点时介入正向套利，建议目标参考价差-10 点，止损参考价差-35 点。

## 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。