

【ITF-航运衍生品】上市首周行情及市场交易逻辑分析

观点

本期专题，主要探讨上市初期集运指数（欧线）期货的盘面价格走势及市场交易逻辑分析。

随着市场参与者的不断成熟和多元，以及越来越临近年底越临近年底，市场交易远期基本面的可能性越大。从上周五挂牌上市至今市场表现活跃，上市初期以基差修复逻辑为主的多头引导市场，本周淡季合约开始出现分化，随着交易的深入市场逐步回归理性，明年供大于求的格局基本确立，现货运价逐步回落，后续或将进一步拉低集运指数期货市场价格中枢。

航运衍生品 · 专题报告

2023年8月25日 星期五

国贸期货 · 研究院

能源化工研究中心

林丙红

从业资格证号：F0247654

投资咨询证号：Z0000222

助理研究员 卢钊毅

从业资格证号：F03101843

欢迎扫描下方二维码
进入国贸投研小程序



期市有风险，入市需谨慎



国贸期货研究院
ITF RESEARCH INSTITUTE

一、近期行情回顾

集运指数（欧线）期货于 2023 年 8 月 18 日（周五）在上海国际能源交易中心挂牌上市，合约基准价设置在 780 点，挂牌合约包括 EC2404、EC2406、EC2408、EC2410、EC2412 共计 5 个合约。挂牌基准价公布之后，市场可能出现两种行情，以多头主导的锚定当基准价贴水 30%来做基差修复行情，和以空头主导远期基本面预期偏弱行情。上市首日开盘各合约也是一路走高，显然多头情绪占据主导，基差修复逻辑成为市场最大的声音。首日除主力合约 EC204 日未触及 20cm 涨停（收涨 17.47%录得 916.3 点），其余 4 个合约均涨停，收涨 20%录得 936 点。

图表 1：上市首日集运指数期货（点）

欧线集运2404 ec2404	915	+17.27%	135
欧线集运2406 ec2406	936	+20.00% 涨停	156
欧线集运2408 ec2408	936	+20.00% 涨停	156
欧线集运2410 ec2410	936	+20.00% 涨停	156
欧线集运2412 ec2412	936	+20.00% 涨停	156
欧线集运连续 ec7777	915	+17.27%	135
欧线集运指数 ec8888	917	+17.61%	137
欧线集运主连 ec9999	915	+17.27%	135

数据来源：同花顺

周一市场开始出现较为明显的分化，主流合约 EC2404 下跌-1.43%，其余远月合约均继续上涨，EC2408 旺季合约涨幅最大达到 8.69%，淡季合约区别显著，价差走扩。经过上市首日的基差修复行情，市场开始关注锚定更为合理的现货运价指标（SCFI），在开盘消化完上周五 SCFI 欧线指数下跌 8% 的利空消息后，以基差修复逻辑为主导的多头再度反攻，随后多空双方博弈，日内剩余时间表现主要以震荡为主。SCFI 欧线上周五发布的价格出现明显大跌，实际 SCFI 欧线自从 8 月初经历了超 30% 的提涨后，已经连续三周出现下跌，但由于 SCFIS 数据的滞后原因，在周一收盘前还未体现在最新一期的 SCFIS 欧线指数上。

图 2：集运指数期货 EC2404（点）



数据来源：文华财经

周二市场整体呈现冲高回落的走势，低开下跌-1.66%，受到昨日收盘后最新一期 SCFIS 公布。SCFIS 欧线环比上周下跌-6.4%，市场开盘交易此信息，盘中远月合约开始炒作明年欧美央行降息，经济复苏，需求端回暖叠加旺季效应，远月合约逐步走强直至封涨，远月合约封住涨停板强烈拉升市场资金的情绪，带动近月合约同步上涨，盘中一度升至 956.5 点，创下该合约挂牌以来的最高价。956.5 点以今年的平均换算系数来计算约为 903\$/TEU，而根据目前 SCFI 显示欧线最新订舱价为 852\$/TEU，在基本面没有好转的情况下明年淡季运价升水今年旺季运价并不合理，因此随着远月涨停板打开，市场情绪消退，午盘后盘面价格震荡下修收于 895.1 点。

图 3：集运指数期货 EC2410（点）



数据来源：文华财经

周三市场持续分化，盘中走势和周二有所类似，主力合约均是低开高走，而后震荡下行，收涨 0.73% 报 901.6 点，远月表现依旧强于近月，比较意外的是 EC2408 作为一年中最旺的旺季合约表现弱于 EC2410 和 EC2412，主要原因在于今年 8 月基本盖棺定论，市场锚定今年 8 月的市场作为参考交易 EC2408 合约，而今年 8 月只在月初经历一波大幅提涨，随后便出现连续下跌，大概率本周五收盘发布的 SCFI 欧线依然是环比下挫，因此多头把交易重心放在更远的 EC2410 和 EC2412 合约，去交易明年年底欧美经济复苏带动海运需求增长的预期，理论上 EC2412 应强于 EC2410，但目前离两个合约都还很远，两者作为炒作明年需求端回复预期的标的来说 EC2410 的流动性相对更好，因此 EC2410 表现最为强劲。市场仍在对集运指数期货的定价逻辑进行摸索，901.6 点以今年的平均换算系数来计算约为 851.3\$/TEU，与 SCFI 欧线最新价近似，但明年淡季基本面预期相对悲观，同时近期即期市场运价逐步下行，据悉地中海航运公司 9 月初从上海到鹿特丹港 20 尺柜的运价已经跌至 720\$，继续压缩期货盘面价格继续上行的空间。

图表 4：集运指数期货 EC2404（点）



数据来源：文华财经

周四、周五集运指数全线下跌，逻辑转向期货远期基本面。周三远月合约 EC2410 涨超 1110 点，最高达到 1138.8 点，市场对标本月 SCFIS 欧线最高值 1110 点附近存在压力，理论上的基差完全得到修复，市场逻辑从基差修复逻辑逐步转向基本面逻辑，昨日早盘冲高后下跌，随后多空博弈，市场呈现震荡格局，随着市场交易的深入，市场参与者的成熟和多元化，在震荡中市场逐渐转向锚定远期基本面。目前市场基本面较差，供给端过剩大量船只在未来两年内陆续交付，需求端周三晚上公布欧美 8 月 PMI 数据，美国 PMI 数据公布，制造业 PMI 录得 47，前值 49，远低于市场预期的 49，服务业 PMI 同样环比下跌且低于预期。美国 PMI 数据疲软加剧了市场对于美国经济的担忧。欧元区和英国的 PMI 数据同样不容乐观，欧元区 8 月制造业 PMI 录得 43.7，虽高于预期的 42.7，但依旧处于深度收缩区间，服务业 PMI 录得 48.3，该数值为 30 个月以来新低，是今年首次跌入收缩区间，英国的情况同样令人担忧，服务业和制造业 PMI 均落入收缩区间（48.7 & 42.5），且大幅低于预期。供需基本面较弱的情况下，可以看到现货旺季涨价后连续下跌，旺季不旺的特征，船公司挺价上涨难以持续，市场易跌难涨，SCFI 已经连续下跌 3 周，SCFIS 有所滞后，现货市场上 MSC 地中海航运报出上海→鹿特丹 720\$/TEU 的报价，主流报价也仅有 750\$，预计周五收盘后发布的 SCFI 欧线指数还将下跌 5%~10%。在逻辑转向后，以上多重利空导致周四开盘市场开始下探，盘中仍有小部分多头力量支撑，午后市场出现单边快速下跌直至跌停，多头和空头资金这两天在主导市场情绪时都会选择 EC2410 和 EC2412 合约，主导市场情绪，一是远月持仓量小，容易操纵，二是想象空间更大，以此来带动整个市场氛围的转向，带动近月主力合约下跌。交易逻辑转变后，周五继续延续下跌走势，与我们周四在日报中的预期一致，市场开始进入以空头为代表的锚定远期基本面及淡旺季逻辑的行情。

图表 5：8 月 24 日集运指数期货（点）

编辑	最新	涨幅	涨跌
欧线集运2404 ec2404	891.8	-1.98%	-18.0
欧线集运2406 ec2406	940.1	-6.03%	-60.3
欧线集运2408 ec2408	993.1	-8.76%	-95.3
欧线集运2410 ec2410	985.2	-10.00% 跌停	-109.5
欧线集运2412 ec2412	985.3	-10.00% 跌停	-109.5

数据来源：同花顺

图表 6：8 月 25 日集运指数期货（点）

编辑	最新	涨幅	涨跌
欧线集运2404 ec2404	861.5	-3.98%	-35.7
欧线集运2406 ec2406	937.4	-2.99%	-28.9
欧线集运2408 ec2408	1006.4	-2.96%	-30.7
欧线集运2410 ec2410	974.3	-5.13%	-52.7
欧线集运2412 ec2412	969.7	-5.37%	-55.0

数据来源：同花顺

二、市场交易逻辑

交易逻辑

1. 商品基差修复逻辑

- 现货指标锚定标的指数 SCFIS 欧线。
- 现货指标锚定 SCFI 欧线。

2. 服务类期货品种基本面和淡旺季波动

- 供给宽松的格面下，仍有大批集装箱船即将下水，欧美通胀有所下滑，但仍处高位粘性依然存在，下半年经济下行压力较大，资金可能抢跑提前布局交易四季度潜在利空。
- 越临近年底市场交易远期基本面的可能性越大。

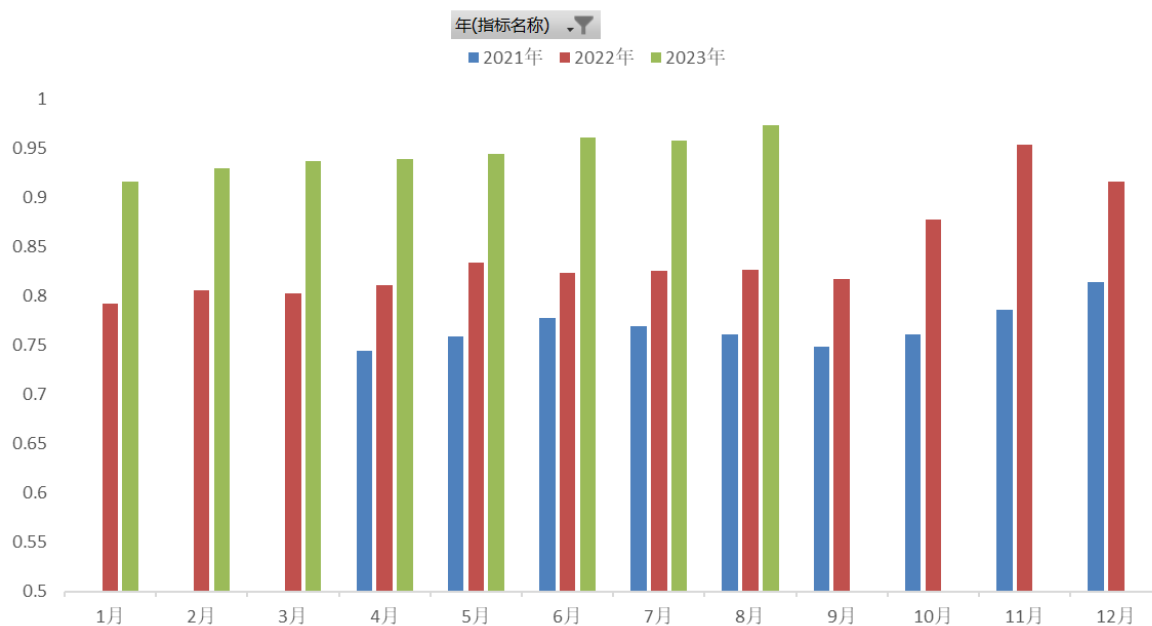
集运指数期货和传统商品有所区别，集运本质上是一种服务而非商品，它与商品间的区别在于它缺少库存，没有了库存作为缓冲垫，供给和需求一方短时间快速波动会使得运价剧烈震荡（通常是供给端短时间快速降低促使运价大幅上涨），因此我们可以看到运价在一段时间内可能波澜不惊，但随时会在短时间内大幅波动，集运指数期货将涨跌停板设置为 10%，相比其他期货品种较高，也是考虑到集运指数价格短期波动较大的因素。

集运指数作为国内第一个上市的商品类期货指数，同样也是第一个航运期货品种，目前全球也仅有芝加哥商品交易所和新加坡交易所挂牌了集装箱运价的相关期货，但成交量低迷，无法作为参考或者进行跨市场套利，因此市场上的参与者也属于摸着石头过河。

上市当周 SCFIS 欧线环比上周暴涨 33.9% 录得 1110.02 点，而首日挂牌价仅为 780 点，按照正常商品的逻辑，挂牌基准价贴水现货指数约 30%，首日涨跌停板为 20%，理论上存在较大的基差空间修复，但问题在于集运指数的现货难以确定，上海航运交易所目前有两个关于上海出口集装箱的运价指数，分别是上海出口集装箱运价指数 SCFI 以及上海出口集装箱结算运价指数 SCFIS，标的指数是 SCFIS，理论上现货应为 SCFIS 即期指数，但问题在于 SCFIS 在时间上是滞后的，SCFIS 在计算指数时录入的均为前一周发船的运价数据。SCFI 因为统计口径和方法不同，体现的是当下或者说未来一周的运价，能更好的反映即期市场的现货价格，因此我们认为集运指数（欧线）期货在计算基差时选择 SCFI 欧线指数更为合理。但选择 SCFI 欧线指数作为现货价格又会出现另一个问题，SCFI 与 SCFIS 欧线的计价单位分别为\$/TEU 和指数点，中间存在换算系数，同时这个换算系数并不是一个固定值。这与 SCFI 属于订舱价，SCFIS 属于结算价有关，在行情火热的时候，通常结算价涨幅会大于订舱价涨幅，而在市场萧条的时候，市场对于涨价接受度不高，通常结算价涨幅会则会低于订舱价涨幅。

随着市场参与者的不断成熟和多元，以及越来越临近年底越临近年底，市场交易远期基本面的可能性越大。当前市场逐步回归理性，明年供大于求的格局基本确立，现货运价逐步回落，后续或将进一步拉低集运指数期货市场价格中枢。

图表 7：SCFI 欧线/SCFIS 欧线比值季节图



数据来源：上海航运交易所

免责声明

本报告中的信息均源于公开可获得的资料，国贸期货力求准确可靠，但不对上述信息的准确性及完整性做任何保证。

本报告不构成个人投资建议，也未针对个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者需自行判断本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，据此投资，责任自负。

本报告仅向特定客户推送，未经国贸期货授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均构成对国贸期货的侵权，我司将视情况追究法律责任。

期市有风险，入市需谨慎