

## 集运指数（欧线）：供强虚弱格局不变，供给端扰动决定运价高度

### 观点

中国经济复苏弱于预期，欧洲经济下行压力仍存，但有关欧洲央行政策转向的猜测开始，欧洲可能率先于美国进入降息周期实行宽松的货币政策以刺激经济的发展，对 2024 年下半年及旺季需求端构成利好。但长远来看受欧版制造业回流（本质中西方形态意识对抗）的影响，我们对欧线长期需求并不乐观。供给端静态运力基本明牌，2024 年供给增速加快，全年必将创下交付量新高，上半年压力尤为明显，将持续压制运价的上行。动态运力供给短期内受到地缘冲突事件的影响快速收缩，地缘冲突短时间看不到根治的解决方案，护航方案指标不治本，短期可能有部分班轮公司选择回归苏伊士运河，但一旦有受护航的船只再次受到攻击，各大班轮公司大概率仍会以船员人身安全为首要考虑，再次重启绕航计划，对现货及盘面形成利多。目前我们倾向冲突难以在短时间得到解决，绕行将影响多条航线，船公司的运力投放规模增加同时成本上升，中短期内航运市场反而是供大于求的格局，相比 2023 年，欧线运价中枢将被抬升，但仍有淡旺季分化直至地缘冲突得到解决，运价中枢再逐步下移。

**风险提示：地缘冲突、极端气候变化**

航运衍生品·季度报告

2023 年 12 月 28 日 星期四

国贸期货·研究院  
能源化工研究中心

叶海文

从业资格证号：F3071622

投资咨询证号：Z0014205

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



## 一、EC 行情回顾

8 月 18 日，我国第一个航运期货品种集运指数（欧线）期货在上海国际能源交易中心挂牌交易，共挂牌 5 个合约，分别是 EC2404，EC2406，EC2408，EC2410，EC2412，上市以来 EC 交投活跃，投机度和波动相比普通商品高。

8.18~8.23，上市首日开盘各合约一路走高，首日除主力合约 EC2404 合约未触及 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，后三日资金通过拉涨远月，带动主力合约在周二（8.22）冲高至 957 点【逻辑：上市当周标的指数 SCFIS 欧线录得 1110 点，而挂牌基准价仅为 780 点，理论上基差高达 330 点，现货升水期货超 40%，多头情绪占据主导，基差修复逻辑成为市场主旋律，同时远月由于缺乏产业客户参与，持仓较少更容易拉动，并且远月的需求预期暂时无法去证伪，使得投机多头借助拉涨盘面】。

8.24~8.28，远月冲高回落，2410 合约一度涨至 1138.8 点，周四开始远月跌停带动近月下跌，主力合约一度创下新低 826.2 点【逻辑：今年 SCFIS 欧线最高 1110 点对期货盘面价格形成压制，随着 SCFI 和 SCFIS 逐步回落，投机情绪降温，交易逻辑从基差修复切换至弱基本面，多头止盈离场，盘面减仓下行】，

8.29~9.5，盘面回调至低位后反弹，盘面在 840 附近支撑较为强烈，反弹过程中近月较强，9.5 日主力合约一度涨停，创下新高 971.1 点。【逻辑：资金面上，与近期商品市场多头情绪浓厚，资金活跃有关。基本面上，船公司黄金周停航讯息陆续发布，同时欧线班轮公司在目前现货运价下运营都是赔钱跑，加上十一长假前按往年经验预估会有一小波放量出货，船公司停航保价的动力较强，市场对船司在旺季末趁势提涨一波的预期加大】

9.6~9.20，旺季 08 合约涨至 1099 点，今年 SCFIS 欧线最高为 1110 点，对盘面形成一定程度上的压制，市场投机情绪放缓，盘面持续回调，在 870~920 之间震荡。【逻辑：资金面多头平仓，交易所方面公布上调交易手续费和平今仓手续费，上调后，市场投机度快速下降，这段期间成交量均小于 20 万手，成交持仓比普遍在 5 以下，上调前该数值普遍在 10 以上。同时现货运价持续下跌，基差逐步拉大，盘面下跌挤出升水】。

9.21~9.27，集运指数连续五日走低，跌近 20%。【逻辑：自 8 月 1 日提涨以来，欧线运价 8 连跌，从 975\$/TEU 跌至 623\$/TEU，跌幅超-35%，并且从现货企业获取消息，未来半个月运价仍将下跌，随着黄金周的临近，之前预期的节前出货潮被证伪，今年旺季不旺已成定局，需求端迟迟无法得到

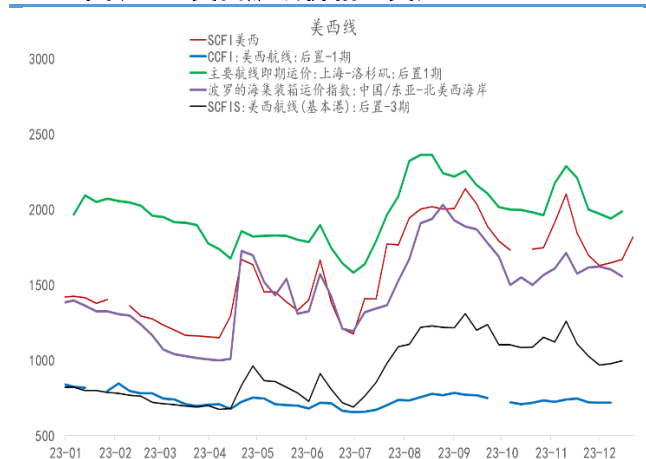
改善在一步步的消磨市场的情绪，到 9.22，理论上基差已经达到 180 点，出现淡季期货运价大幅升水于旺季现货运价极不合理的现象亟待修复，以弱基本面作为交易逻辑的空头力量开始占据主导将运价快速打压至 730 点，接近最新一期 SCFIS 欧线指数 704】。

10.9~11.24，国庆后现货已跌破 600\$/TEU，但国庆节假日期间多家头部船公司宣涨 11 月 1 日运价，将运价宣涨至 1000/1800 的水平，此轮涨价有两大意义，一是根据往年经验，国庆长假过后，货量会在 11 月初有所回升，船公司此时涨价，可以尝试找到“合适的运价区间”；二是抬高现货运价，为即将到来的欧线长约谈判做准备。

11.27~12.15 船公司连续宣涨 3 次（12 月上旬中旬及 1 月上旬），现货层面货量随着旺季的到来逐步上升同时班轮联盟对于次轮涨价的默契和协同性高度一致都给期货盘面带来的强有力的支撑，推动盘面从 750 点涨至 900 点。

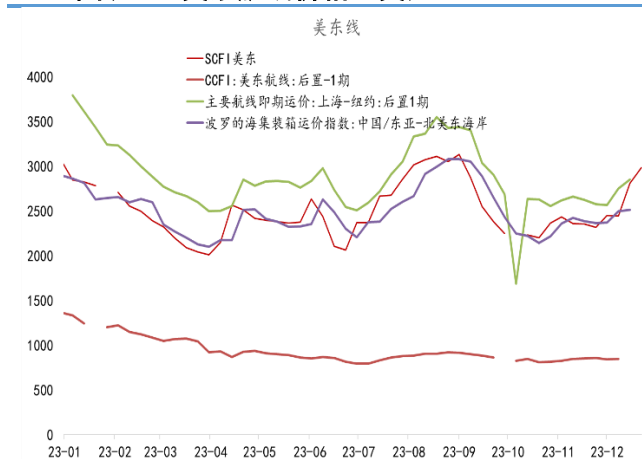
12.18~12.23 红海冲突持续发酵，大型头部班轮公司于 12 月 16 日周末时间纷纷宣布暂停红海航线，同时绕行好望角海峡，这突如其来的黑天鹅事件对供给侧和成本端形成了极大的利好，同时盘面在远期供应过剩预期被显著计价后，市场形成一种讨论供应新增的速率放缓的叙事，在影响供应的外生变量突发之时，供应增速的纠偏叙事被市场显著放大，市场情绪一下子将 EC 主力合约推升至 1400 点，同时第一次出现 Back 结构，说明市场认为红海事件持续时间不会太长，影响将局限在近月合约上。

图表 1：美西航线价格（美元/FEU&TEU）



数据来源：Wind、Drewry、上海航运交易所

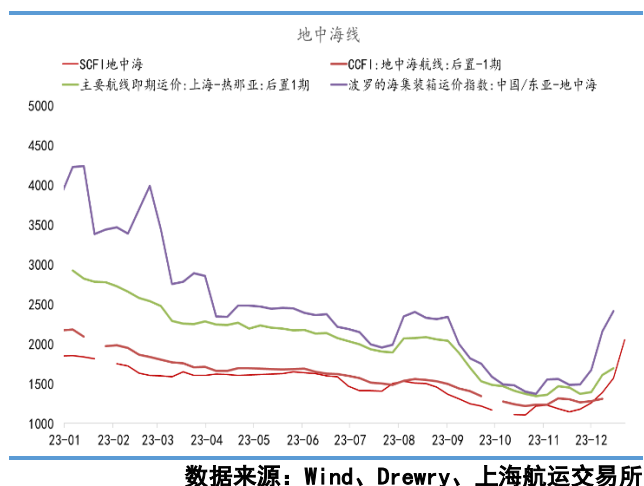
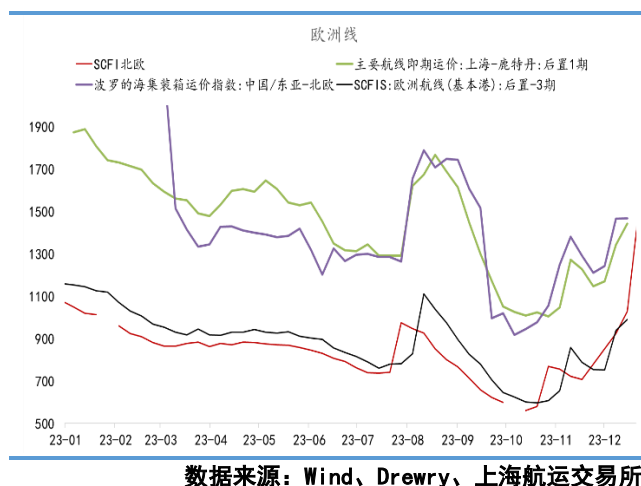
图表 2：美东航线价格（美元/FEU&TEU）



数据来源：Wind、Drewry、上海航运交易所

图表 3：西北欧航线价格（美元/FEU&TEU）

图表 4：地中海航线价格（美元/FEU&TEU）

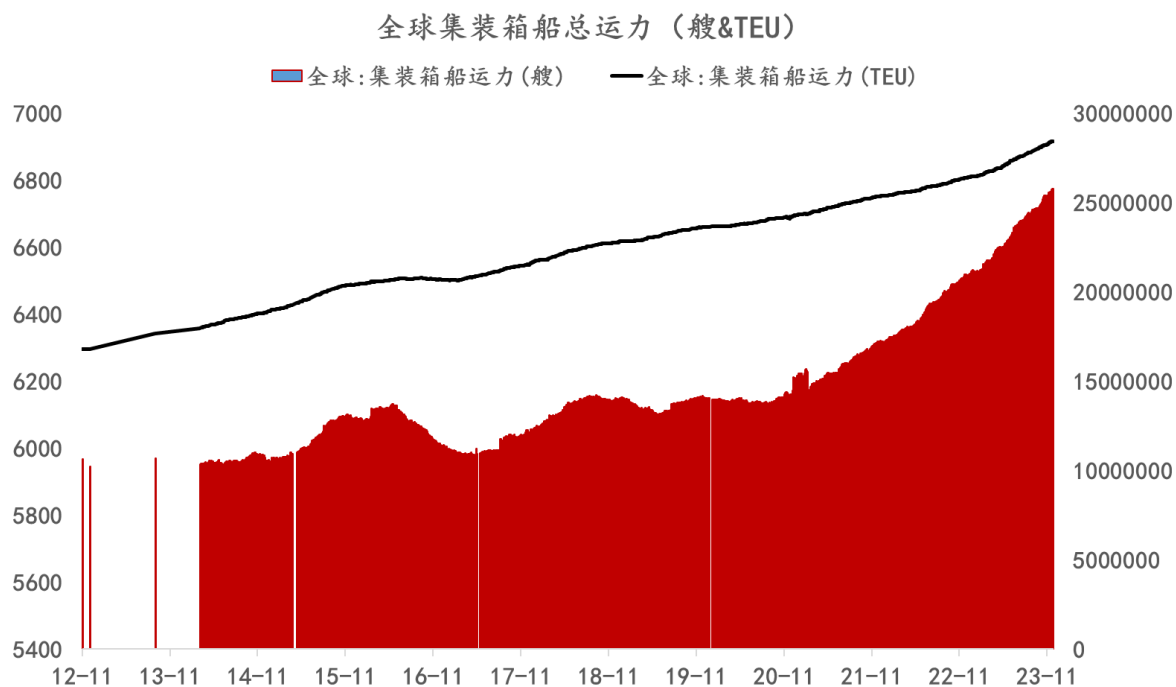


## 二、供给篇

### 2.1 静态运力

根据 Clarksons 的数据, 全球集装箱船运力截至 2023 年 12 月 25 日约有 2800 万 TEU, 同比增长 7.75%, 22 年平均同比新增仅有 4.1%, 可见 2023 年开始新造集装箱船下水的速度开始加快。

图表 6: 全球集装箱船运力&同比



数据来源：Wind

目前集装箱船手持订单仍处于历史高位，约 713 万 TEU，今年交付量明显增加的情况下，手持订单有所下滑但并没有明显的下滑，与新接订单在 4 季度前仍保持在去年水平有关。其中与欧线相关度最高的超巴拿马型船舶手持订单仍处于历史高位，但随着今年下半年大型集装箱船陆续交付，相比年初已有明显下降（167 万 TEU→130 万 TEU）。

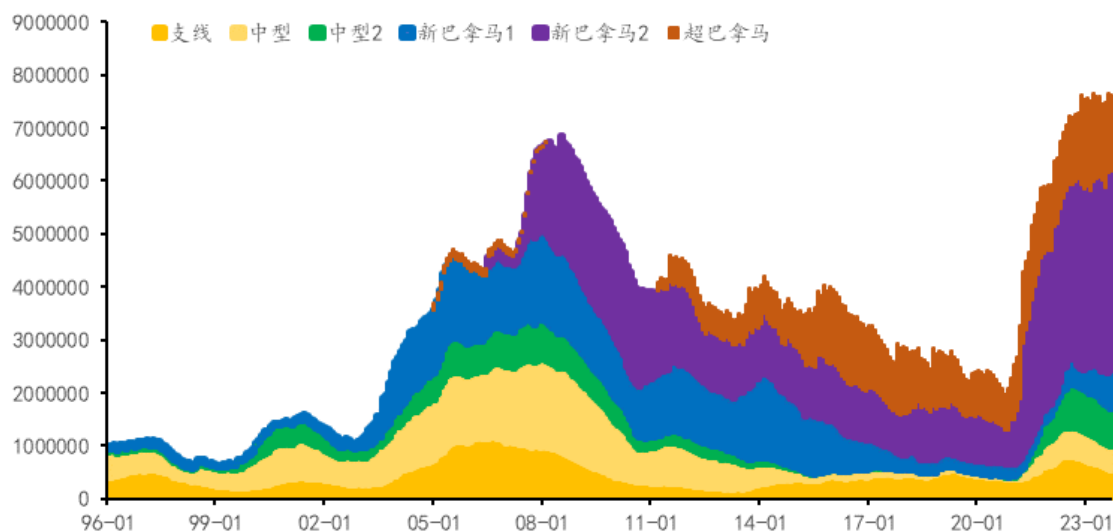
图表 3：西北欧航线价格（美元/FEU&amp;TEU）

图表 4：地中海航线价格（美元/FEU&amp;TEU）

数据来源：Wind、Drewry、上海航运交易所

数据来源：Wind、Drewry、上海航运交易所

图表 7：全球集装箱船订单量（TEU）

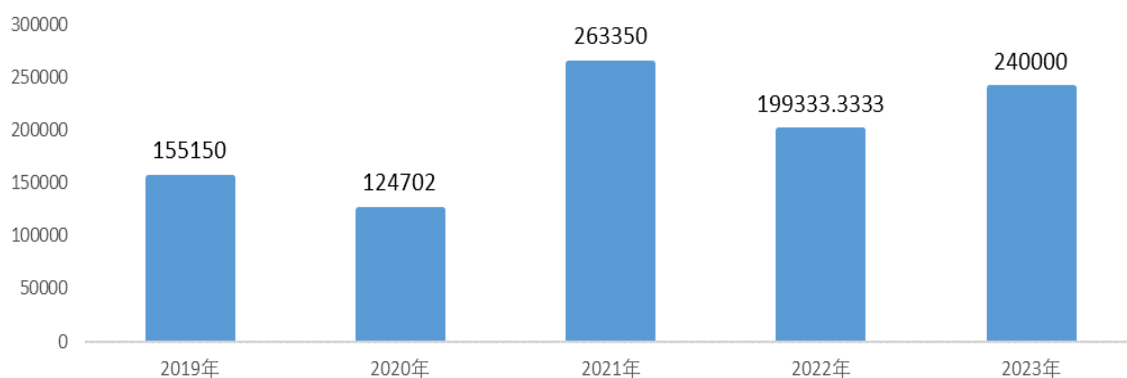


数据来源：Clarksons

目前集装箱船订单量已经足以证明 2024 与 2025 年运力供给依然宽松，再从 4 季度新接订单数据来看，最新数据是 10 月和 11 月的船厂新接集装箱造船订单，10 月和 11 月，分别新接 0.25 万 TEU 和 0 万 TEU 订单，9 月开始新接订单大幅下滑，4 季度更是没有接到 12000+TEU 集装箱船的新订单，但纵观 2023 年全年，全年集装箱船新接订单量仍是高于疫情前的正常年份（2016~2019 年）1 倍，主要仍是集中在 8000+TEU 大小的集装箱船，这些订单对于 2025~2026 年运价形成压制。

图表 8：超巴拿马船新接订单量（TEU）

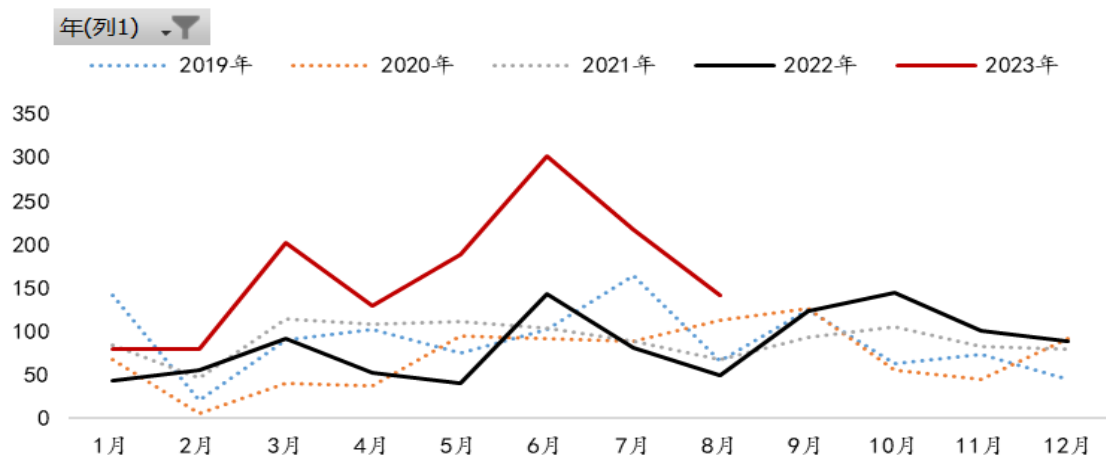
超巴拿马船新接订单量 (TEU)



数据来源: Clarksons

不论是手持订单还是新接订单，都是对未来几年运力供给的一个大致判断，而新交付的订单量与今年或者说目前的运价关联度则更高。9、10、11 月份分别交付 22.7 万 TEU、21.7 万 TEU 和 16.3 万 TEU，根据上季度 Clarksons 研究机构的预估 2023 年 4 季度交付量将达到 87.8 万 TEU，因为运价不理想、未来海内外经济扑朔迷离，许多的交付订单被推迟延后了。交付延后不及预期，是目前运价低迷情况下班轮公司能做的努力之一，但运力的交付只是延后而并没有奇效。根据交付计划，明年 1 季度有 71.1 万 TEU 集装箱船运力下水，其中 17000+TEU 的超巴拿马船 15.5 万 TEU，这些运力绝大部分将投入到欧线，也就是保底有 7 艘船将在 1 月投入到欧线上服役，这是在没考虑新造的 8000~17000TEU 的船的情况下，这部分还有 35 万 TEU 的运力，其中一部分也将在欧线服役。因此明年特别是明年上半年运力交付的压力依然很大。

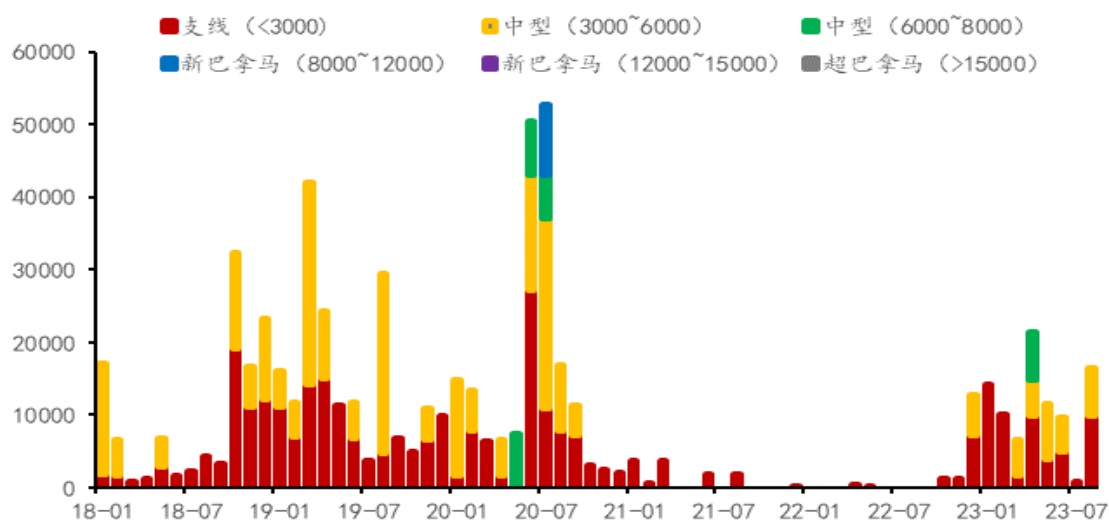
图表 9：新交付船季节图（千 TEU）



数据来源: Clarksons

4 季度中 10 月和 11 月的拆船量分别为 1.4 万 TEU 和 1.1 万 TEU, 相比较过去两年, 今年拆船量明显增多, 但主要还是以小型集装箱船为主。拆船的平均年龄在 25~30 年左右, 超过 25 年船龄的集装箱船不足 80 万 TEU, 目前的拆除量与新接造船订单量、新船下水量相比九牛之一毛, 且超巴拿马船目前大多都服役不到 10 年, 少数 14.3 万 TEU 在 15~20 年, 离被拆船龄还有 5 年以上, 很难期待在未来 5 年拆船市场会对欧线运价起到多大的影响。

图表 10: 集装箱船拆船量 (TEU)



数据来源: Clarksons

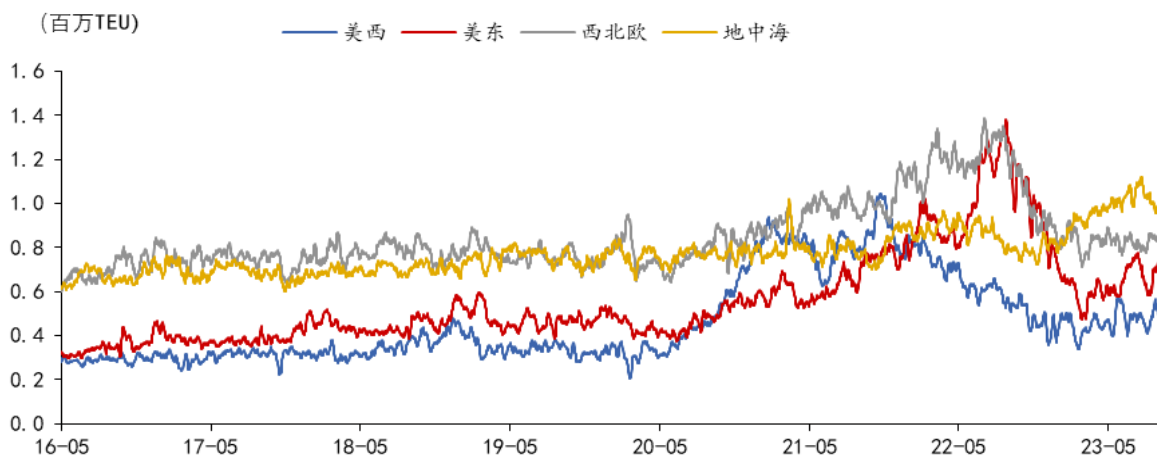


## 2.2 动态运力&成本

港口拥堵方面：

集装箱船在港运力，从全球角度看，在港运力全年季度保持在占比 31%上下浮动，同比去年跌幅明显，全球在港运力已经完全回到了疫情前水平。

图表 11：集装箱船在港运力



数据来源：Clarksons

运河方面：

苏伊士运河：苏伊士运河是世界经济的大动脉，和巴拿马运河以及马六甲海峡合称为全球最重要的三大航运通道，根据 Clarksons 的数据显示，2023 年全球集装箱的贸易量约为 2.1 亿 TEU，通过苏伊士运河的集装箱货运量 6400 万 TEU，约占全球集装箱运输量 3 成。对于全球集运贸易的重要性不言而喻。

远东到欧洲的行船路线主要有两条，一条是苏伊士运河路线（路线：中国-马六甲海峡-印度洋-阿拉伯海-曼德海峡-红海-苏伊士运河-地中海-直布罗陀海峡-北大西洋-欧洲），另一条是好望角海峡路线（路线：中国-马六甲海峡-印度洋-好望角海峡-南大西洋-西非海岸-北大西洋-欧洲），苏伊士运河是便捷的一条路线，事实上大多数时候船只也都是走这条路线。而要从印度洋进入苏伊士运

河需要依次穿过阿拉伯海、曼德海峡以及红海才能到达苏伊士运河，因此在这三个地方发生战争动乱或是袭击事件都会影响欧线船舶的运营。

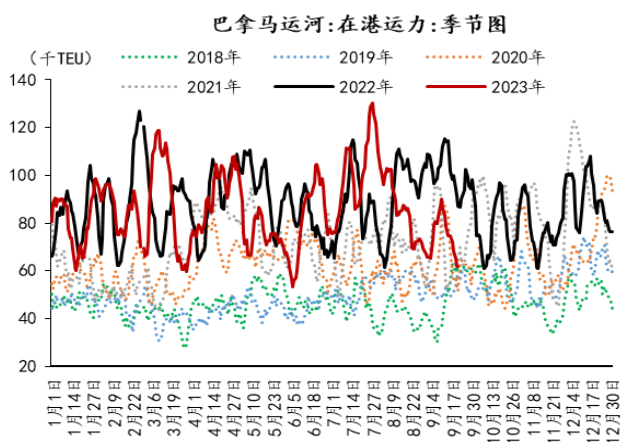
无法或难以进入红海然后通过苏伊士运河进入地中海进入欧洲，就需要选择绕行好望角海峡，从上海到鹿特丹为例，走苏伊士运河的海运距离 10500 海里，而走好望角海峡则需多绕行 3250 海里，时间上以目前大型船舶的平均速度 15 海里/小时计算，绕行好望角海峡需多走 9 天，来回都需绕则需多 18 天左右的时间（77 天→95 天）。同时绕行也会带来额外的燃料费用，可谓是耗时耗财。目前来看多出 2 周多的时间需要每条 service 新投入至少 2 条新船，才足以保证原本周班的状态和服务水平，要投入新船，对于供给来说收缩有效运力供给，粗略估算该航线上目前有 22 条 services，以每条 service 增加 2.5 条新船来看，如果事件超过 2 个半月，要保持周班就需要新投放 55 条新船到欧线以维持原本的运营服务，欧线如今平均每条船的平均装载量已达到 16000TEU，因此预计需要新投放约 88 万 TEU，目前欧线投放约 410 万 TEU 的运力，大致估算如红海完全无法通行，运力的缩减程度超过 20%，目前受影响绕行的船只约 1/3，因此短期供给影响在 7~8%。

根据 2024 年苏伊士运河官方公布的最新价格表计算，一艘 1.5 万 TEU 的集装箱船满载通过苏伊士运河需支付 56 万美元的过河费，而通行红海新增的保费费率目前已经从 0.1% 增加到 0.2%，由于每个箱子的货值高低不一，难以计算每一船新增的保费金额，这仍然意味着对于一次七天的航程来说（周班），额外成本可能增加数以万计的美元。粗略估算一条 1.5 万 TEU 绕行好望角多出的油费： $200 \text{ 吨/天} \times 3250 \text{ 海里} \div 15 \text{ 节/小时} \div 24 \text{ 小时} \times 350 \text{ 美元/吨} = 63 \text{ 万美金}$ （采用新加坡 HSFO 价格，也用 MGO，MGO 价格多一倍，因此这个计算结果偏小），在假设苏伊士运河目前依旧能走，且仅考虑走哪条航线的角度来看，绕行好望角后的燃料成本和保险成本的增加基本和走苏伊士运河通行所需要支付的过河费相当，只是绕行好望角时间更长同时需要投入更多的船舶以保证周班状态。当然这其中还有许多成本没有考虑到，譬如新投入船舶的成本，虽然目前供给过剩，绕行可以吸收过剩的运力支撑运价，但造船和维护船舶的成本并不是一个小数目，最终仍会转嫁到货主身上。

同为世界三大运河之一的巴拿马运河受厄尔尼诺现象影响导致地区降雨量骤减，运河通过能力随之下滑，平均等待时长从平均 15 个小时升至 12 月初最多目前 61 个小时，突破历史最高水平，去年是历史上平均等待时长最长的年份（15.8 个小时），为减缓严重干旱的冲击，巴拿马运河管理局（ACP）日前再次更新限航令，这条全球主要海上贸易航道的每日船舶通过数量，从 11 月起将从 32 艘次再减少到 31 艘次。鉴于明年将更加干旱，此前，巴拿马运河管理局还计划从 2024 年 1 月起，将船舶通行量进一步下调至 20 艘，2 月则下调至 18 艘。但随着近期降雨、加通湖水位下降小于预期

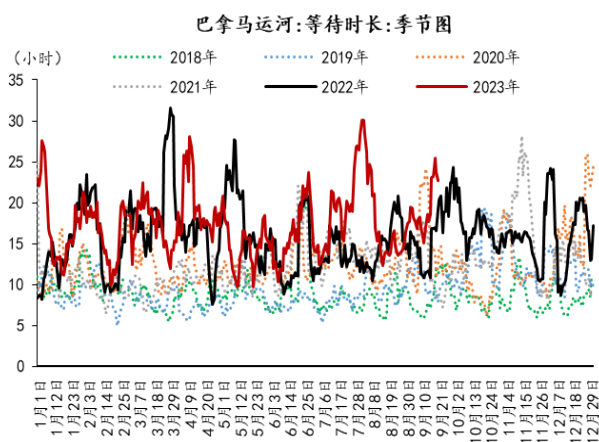
以及运河节水措施取得成效，等待时长已降至 24 小时，巴拿马运河管理局也在 12 月中旬宣布，从 2024 年 1 月 16 日起，巴拿马运河每日船舶通行数量，从目前的 22 艘增加至 24 艘。一般来说，正常的每日航运量可达 36 艘次。巴拿马运河的通行影响美线特别是美东线的航行，因此许多货物转而走美西再走内陆运输或者走苏伊士运河，然而现如今苏伊士运河也的通行也出现问题，两条世界经济的大动脉同时出现问题，使得大量美东线和欧地线的船舶不得不选择绕行好望角，四大航线中三大航线的运价也受此影响逐步抬升。

图表 12：巴拿马运河在港运力



数据来源：Clarksons

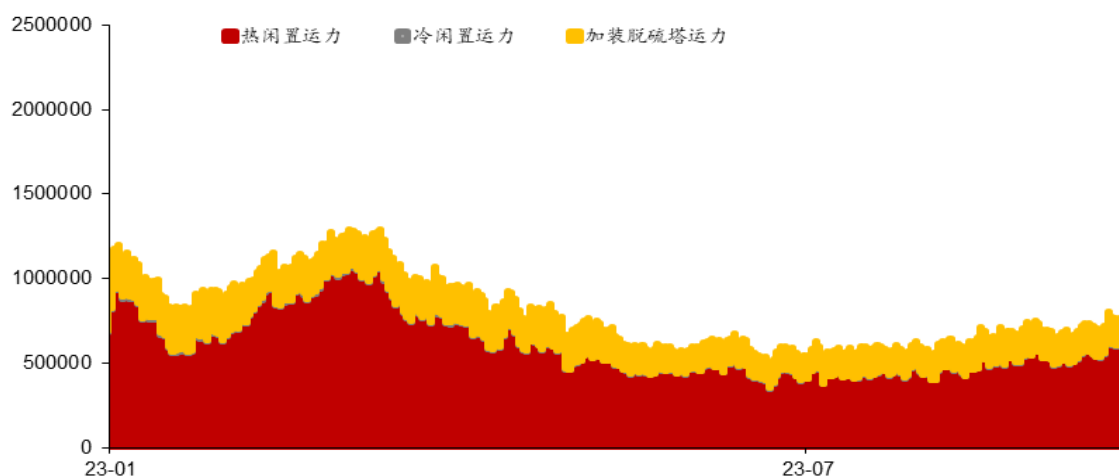
图表 13：巴拿马运河等待时长



数据来源：Clarksons

红海冲突事件发生后，闲置运力开始下滑，说明船公司开始重新启用闲置运力去弥补短期市场动态运力供给快速收缩的局面。针对欧线我们主要关注 12000~16999TEU 及 17000+TEU 的船舶情况，可以看到 12 月 19 日 17000+TEU 的船舶闲置艘数达到 6 艘，处于年内高位，目前（12.25）则仅剩 3 艘；12000~16999TEU 的船舶在 11 月下旬闲置运力达到 11 艘下半年新高，先后受到巴拿马运河及苏伊士运河通行不畅的影响闲置艘数快速下降到 4 艘，目前闲置运力已经回归常规水平，如果两大运河特别是苏伊士运河问题无法在春节前解决，短时间闲置运力的船只是不够弥补缺失的运力。

图表 14：闲置运力 (TEU)



数据来源：Clarksons

随着碳排放要求越来越严苛，新能源转换势在必行，许多老旧、排放量不达标的船要么降速，要么进船坞加装脱硫塔，目前已加装脱硫塔的船只比例达到 42.2%。同时 欧盟排放交易体系中（EU ETS）的立法已经正式生效，该法律生效时间为 2024 年 1 月 1 日。欧盟此举在于减少航运业对环境的影响。具体细则是所有在欧盟区域内运营的班轮公司被要求报告其排放量，并购买排放配额，按照规定要求，到 2024 年班轮公司需购买报告排放量的 40% 的排放配额，到 2025 年这一比例将提高至 70%，到 2026 年这一比例将提至 100%，届时班轮公司将其报告的全部排放量购买配额。具体 EU ETS 碳税计算方式，5000 总吨以上的船舶整个航线中只要有一个航段是位于欧盟国家区域内，将被要求计算排放量，其中欧盟港口间的航段将计入 100% 的排放，欧盟与非欧盟港口之间的航段将考虑 50% 的排放。举个例子，假设航线设置为上海-宁波-鹿特丹-汉堡-上海，那么去从上海至鹿特丹的碳税应为（假设上海至鹿特丹实际排放 1000 吨二氧化碳，碳配额 90 欧元/吨）

$1000 \times 0.4 \times 0.5 \times 90 = 18000$  欧元，从鹿特丹至汉堡的碳税应为（假设鹿特丹至汉堡实际排放 100 吨二氧化碳，碳配额 90 欧元/吨） $100 \times 0.4 \times 1 \times 90 = 3600$  欧元，从汉堡至上海的碳税应为（假设汉堡至上海实际排放 1000 吨二氧化碳，碳配额 90 欧元/吨） $1000 \times 0.4 \times 0.5 \times 90 = 18000$  欧元。欧盟排放交易体系

（EU ETS）是一种限额和交易计划，船公司需要从中购买排放配额，1 个配额可以排放 1 吨的二氧化碳。每年年底，船公司需要交出足够的配额，来支付当年其船舶的碳排放量。未能遵守相关规定的企业，可能会被拒绝进入欧盟港口，直至其履行义务。如果配额超过船公司所需，可以将其出售给其他有需要的公司，或者保留至来年进行使用。

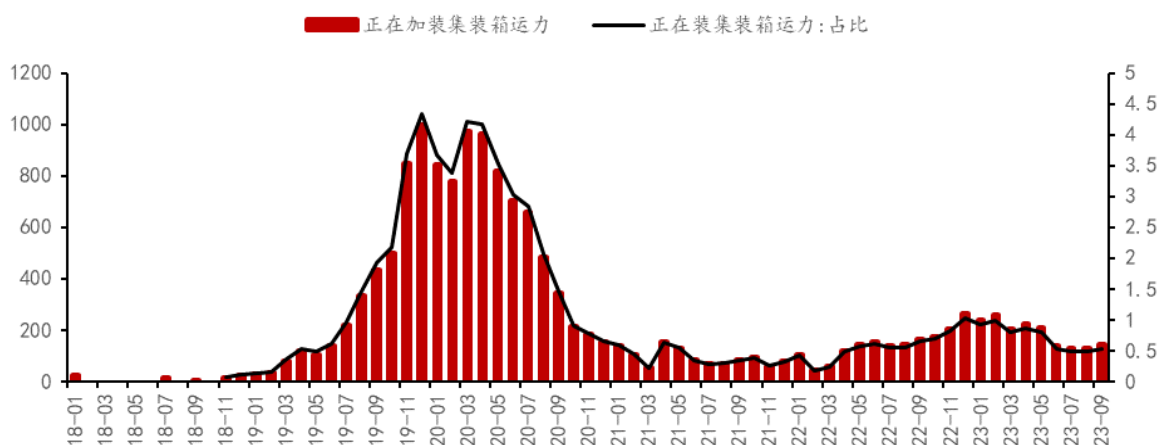
目前所有欧线班轮公司都将征收 EU ETS 附加费，有效期从明年 1 月 1 日起，将欧盟碳税转嫁到货主头上，目前头部公司普遍征收 25\$/TEU，以此标准推算（在碳税价格不变的情况下），理论上 2025 年将涨 45\$/TEU，2026 年则会涨到 65\$/TEU，这对于常态化的欧线运价依然是一个一笔不小的数目。

图表 15： EU ETS 2026 年后碳税计算案例



数据来源：Clarksons

图表 15：集装箱船正在加装运力&占比（千 TEU & %）

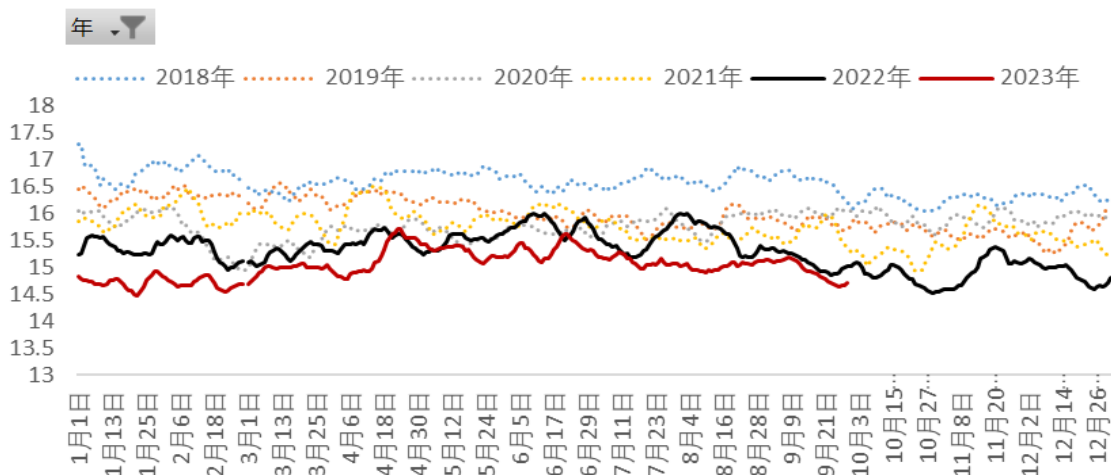


数据来源：Clarksons



2023 年起中大型船明显提速，新巴拿马型船（8000~12000TEU）从 2 月最低速 14.5 节不断升至 9 月初的 15 节，新巴拿马型船（12000~16000TEU）更是从 2 月最低速 13.7 节攀升至 9 月初的 15.2 节，涨幅达到 10%，与欧线相关度最高的超巴拿马型船船速 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 14.55 节的最低航速。欧线船东今年一直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。目前在黑天鹅事件影响下供给快速收缩，理论上增速可以在一定程度上缓解供给紧缩，但集运是定期服务，也就是周班班轮，在正常的市场条件下，如果通常的速度是 15 节，加速 1 节可以节省 2~3 天的时间，但这并不能给你在每周的服务增加运力，按照船期需要节省 7 天的时间能够对供给形成实际性的影响，因此至少需要将船速从 15 节升至 18.35 节才能够影响供给，增加约 7% 的供给（前提是所有欧线班轮公司同时提速）。但提速的同时会带来燃料成本的增加，根据大部分标准船型来说当排水量一定的时候，1 海里的油耗和速度平方成正比，因此油耗将增长 50%。根据前文的假设，粗略估算在没有提速的情况下油费在 260 万，提速后油费将达到 325 万，简单平摊到每个箱子上，一个 20 尺箱成本将增加 40 美金。从过往数据来看，2018 年以来最高速记录是在 2018 年年初的 17.3 节，随后逐年下滑，近两年都维持在 15 节的速度。我们将提速的好坏处进行解剖，将船速提升到 18 节以上在对船公司来说短期是能够弥补一部分运力的损失维持周班保证口碑、服务及市占率，同时也能够减少船舶的投放，购买或租赁一艘船舶并保养维护等的成本并不是一个小数目，但需要付出的是更多的燃料成本、同时现货和长协运价将受到压制，不同的船公司需要去权衡利弊做出各自的决策，预计红海冲突持续的情况下，明年提速将成为部分公司的选择。同时目前 15 节的航速远低于欧线大型集装箱船 18 节的经济航速，目前的航速已经没有太多降速空间了，因此预计在航速方面利多明年运力供给利空运价。

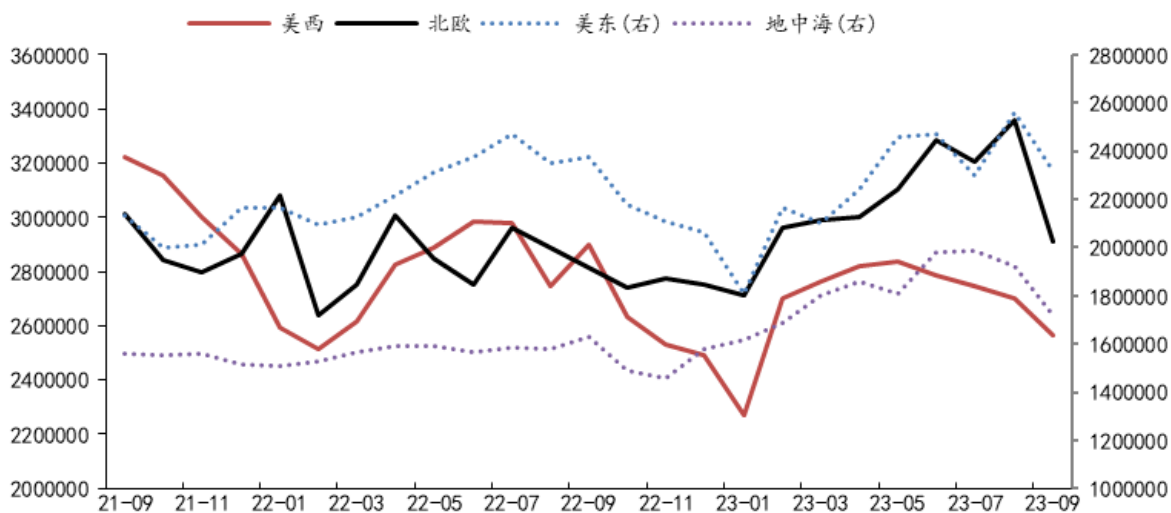
图表 16：超巴拿马型船航速（节）



数据来源：Clarksons

根据容易船期的停航数据，欧线 2023 年平均实际停航率在 15.2%，国庆以来停航力度逐步降低，12 月初更是跌至不到 6%，虽然船公司短暂甚至暂时关闭掉几条航线，变相增加停航，但我们可以看到随着新船下水，实际的运力供给量中枢在国庆后依旧在不断抬升，配合上货量需求萎靡，导致现货价格一度跌破 500\$/TEU。

图表 17：航线实际运力部署（TEU）



数据来源：Clarksons

### 三、需求及政治篇

#### 3.1 欧洲经济

在过去 4 年，欧洲的进口需求跟随货币政策的步伐，在疫情初期宽松货币政策的背景下，经济一路向好，商品需求旺盛，但同时伴随着逐渐升高的通胀水平，在 2022 年下半年需求见底，通胀处于高位，年初俄乌冲突带来的影响开始显现，能源供应问题本就是欧洲的致命短板，欧俄间的能源贸易原本互惠互利，但欧洲在没有找到替代来源的情况下主动制裁自己最大的能源供应方，等于自断一臂，在高通胀的基础上又加了一把火，同时也加速了欧洲的去工业化，自此至今欧洲经济开始陷入收缩区间，欧洲经济从未出现过如此长时间的“低增长甚至负增长”。根据欧盟统计局数据显示，2023 年前三季度欧洲经济同比增速为 1.3%、0.2%、-0.2%，较去年同期均有显著下滑。欧盟委员会对欧盟 2024 年的经济增长预期为 1.3%，但大部分经济学家则认为明年欧元区 GDP 增速仅略高于 0.6%，虽然都认为欧洲经济依然能够维持增长不至于衰退，但增长疲软。欧洲仍面临许多的不确定性，俄乌冲突带来的能源市场动荡风险，巴以冲突地缘政治不稳定下欧线运输成本增加最终仍将转嫁到欧洲消费者头上带来通胀的反复，因此欧洲经济仍有面临衰退的可能。从近期欧洲 PMI 数据可以观察到，虽然欧元区制造业 PMI 已经筑底回升，但仍不及市场预期，同时服务业 PMI 以及综合 PMI 全面下滑。主要国家德法两大经济体更是疲弱，2023 年下半年基本处于枯荣线下甚至是深度收缩区间，法国制造业 PMI 录得 42，创下 37 月以来新低，PMI 仍未触底，德国则初步反弹的迹象，这一系列数据表明，欧洲两大经济体都在面临严峻的经济挑战，欧元区经济仍没有显示出任何复苏的迹象。好消息是目前欧洲在高利率大背景下，主要国家的通胀都进入下行区间，欧元区调和 CPI 已跌至 2.4%、核心 CPI 同样降至 3.6%，欧央行预测 2024 年和 2025 年欧元区 CPI 平均增长率为 2.7%及 2.1%，叠加欧元区 PMI 数据低迷欧洲经济持续萎缩，有关欧洲央行转向的猜测浮现，欧洲可能率先于美国进入降息周期实行宽松的货币政策以刺激经济的发展。

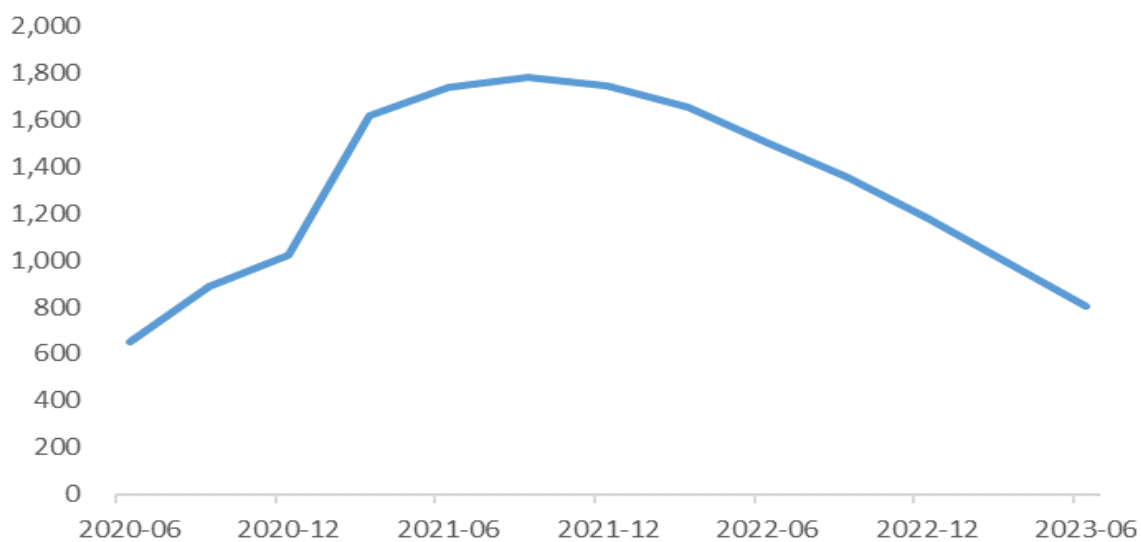
图表 18：美国联邦基金目标利率





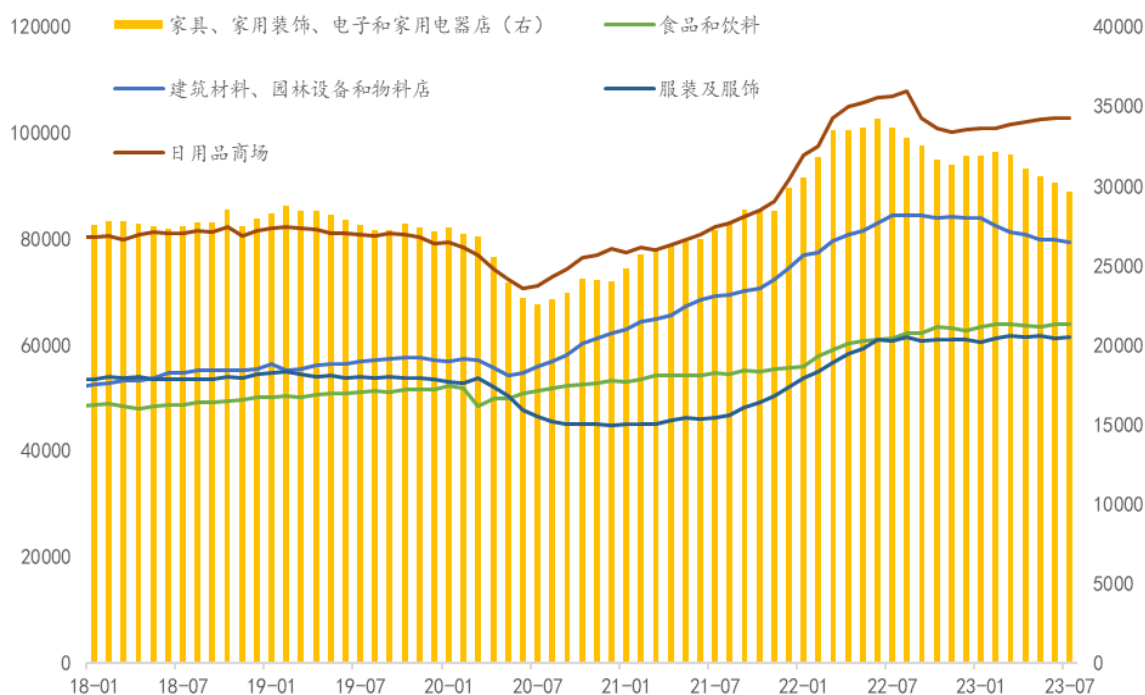
数据来源：Wind

图表 19：美国超额储蓄（十亿美元）



数据来源：Wind

图表 20：美国零售库存分商品（百万美元）



数据来源：Wind

### 3.2 亚欧贸易

根据 CTS 数据显示，亚欧集运贸易在 1-10 月份同比 2022 年同比增长 10.2% 至 1390 万 TEU，表面上看今年的货运需求量还不错，同比增长率甚至可以媲美疫情期间，但我们再将目光转向与欧线高度相关的 12000~16999 TEU 及 17000+ TEU 船舶的同比增长率可以发现，17000+ TEU 船今年的同比增长率高达 18.1%，自从 2013 年以来年化增长率达到惊人的 40.3%，12000~16999 TEU 的船今年同样有 7.3% 的增长，并且每年都能有稳定的增长。根据 Clarksons 的预测，2024 及 2025 年亚欧集运贸易的同比增长率将继续保持在 1.5%，但供大过于求的局面让亚欧贸易量的增长显得力不从心，未来运价的波动仍要聚焦于供给侧的变动。

欧盟及欧洲各国在 2023 年先后在多项制造业领域推出一系列扶持产业政策，同时也颁布了一些针对中国新能源的反倾销反补贴调查，目的在于通过撬动大规模投资逐步减少欧洲关键领域的对外依赖，同时创造更多就业机会也能够避免资本的外流。欧洲在尝试复制美国版制造业回流的计划，

但短期内因为欧洲的体制结构以及产业链地位原因，欧版制造业回流效果远不如美国。但这个动作将会在长期逐步缓慢地影响欧线的贸易量，从欧洲主要进口国进口金额月度数据可以看出作为欧洲第一和第二大进口伙伴，欧洲从中国的进口金额在 2022 年后有非常显著的下滑（总体同比下滑 11%，欧洲从中国进口同比下滑 31%），其中一点原因与欧洲经济不振有关，但更主要的还是欧洲开启制造业回流计划以及欧洲由于政治原因开始减少从中国的进口。具体到细分品种上看，欧洲从中国进口的货品也出现了结构上的变化，早期低附加值的传统商品正在随着中国工业结构的转型逐渐淡出中国出口欧洲的商品中，而高附加值的商品正在逐步走入欧洲人的视野，譬如近几年在海外非常畅销的中国新能源汽车，当然中国的传统强项机械器具及电机电气依然是欧线出口的主力商品，在欧洲制造业回流的大背景下中国出口新三样（电动载人汽车、锂电池、太阳能电池）的受到的影响不小，后续新三样出口欧洲的增长势头能否延续今年的表现存疑。

### 3.3 国际政治

胡塞武装方面：本次行情的导火索红海冲突是巴以冲突的衍生，巴以冲突的原因相信大家都有所耳闻，以色列以消灭哈马斯为由对加沙走廊的巴勒斯坦人民及哈马斯武装进行惨无人道的攻击，同时对加沙走廊采取封锁，停水停电禁止物资进入，理由是哈马斯会从中夹带运送武器及物资。以色列的举动引起了和巴勒斯坦人民同信仰伊斯兰教的伊斯兰世界国家的不满，也门的胡塞武装就是其一。胡塞武装在声明中称，他们只针对与以色列有关的货轮进行军事行动，不会影响其他国家的船只，且他们的诉求是“支持面临以色列侵略和封锁的巴勒斯坦人民”，而不是针对其他各方的“武力展示或挑战”。他们是什叶派，他们的背后是美国的死对头伊朗和俄罗斯。从 11 月开始，也门胡塞武装就开始对与以色列有关的船只在经过该海域的时候进行打击，但随着加沙局势的进一步恶化，胡塞武装开始越来越趋向无差别攻击，因为他们并不担心袭击的准确性，而是寻找任何与以色列有关的证据来证明袭击的正当性。之后越来越多的船只在经过此处时遭受到袭击，但并没有对这些没有直接证据的船下死手，因为他们的目的是通过切断运往以色列商品等的航线让对外依存度极高的以色列的经济受到巨大打击，从而让以色列停止对巴勒斯坦的侵略或者至少让物资能够进入加沙。

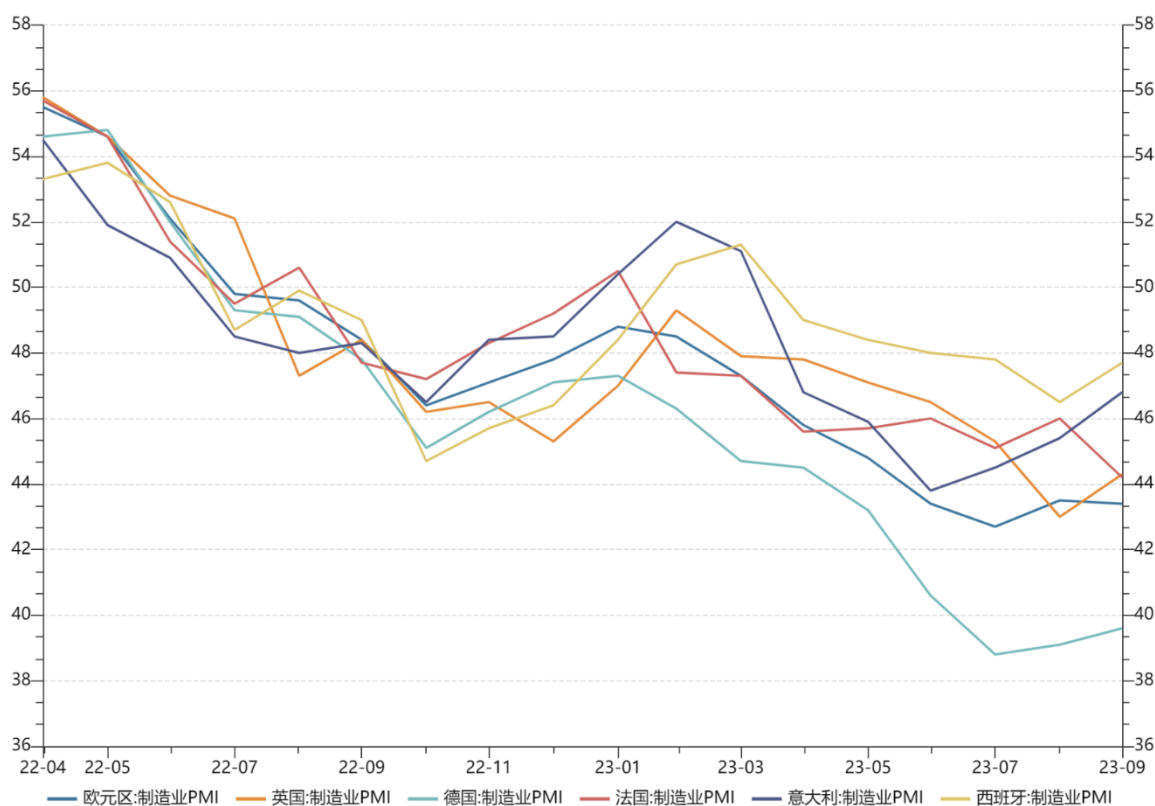
美以方面：以色列犹太族向来是有仇必报，同时他们根据圣经旧约认为巴勒斯坦所在的这片理所应当是属于他们犹太民族的，所以在受到哈马斯报复后，选择不计后果地攻击哈马斯所在的加沙地带，美国不得不支持以色列是因为以色列是美国的超级盟友，同时美国国内的政治金融领域已经被犹太人渗透，他们位居高位，美国总统的选举甚至都会受到他们的影响，因此美国人不得不选择派航母进入红海地中海保护协助以色列。转到此次红海冲突上来看，胡塞武装不让货轮前往以色列，那美国就让所有的船都不从这里通行。一方面是针对也门，也门想插手巴以冲突，那美国就要让你的国家的经济出问题。另一方面美国将红海冲突事件扩大，原本仅是以色列及以色列的船舶受到影响，现在直接停运，拿欧洲控制的供应链给全世界施压。可能大家会认为美国是世界第一军事强国，对抗也门胡塞武装易如反掌，但实际上美国有更多的利益的考量，由于以色列与阿拉伯世界的特殊关系，在处理与以色列有关的事务上，美国向来比较谨慎。这次的巴以冲突美国仍然要在以色列和阿拉伯国家之间做到相对平衡，不能太过于倾向以色列，一旦让阿拉伯国家极度不满，可能会点燃更大的火药桶，让美军深陷其中。总结起来，美国没有去攻打也门，有以下 4 方面的顾虑。一是战争扩大化，目前整个中东地区都处于战争大规模爆发的边缘，如果美国此时出兵，很可能产生“蝴蝶效应”，导致中东火药桶大爆炸。二是算盘打得精准，沙特和也门冲突多年，沙特最近与中国关系密切，越来越难以掌控，美国并不愿意看到这点，因此美国对打击胡塞武装方面一直不上心，希望胡塞武装给沙特上点眼药。三是还未准备好，胡塞武装在伊朗的支持下，拥有较为强大的远程打击能力，美国附近的军事基地导弹防御体系还未完成，若此刻开打，美军基地大概率遇袭，伤亡惨重，美国国内反战浪潮掀起对民主党连任不利，因此还不是开打的最好时间点。四是不想陷进去。一旦美国对胡塞武装动武，很可能引爆中东火药库，美国军队将全面陷入这个泥潭。一旦美国对胡塞武装动武，很可能引爆中东火药库，美国军队将全面陷入这个泥潭。从目前美国的总体战略来看，其并不想陷入中东等危机地域之中，更希望通过打代理人战争，让这些地方的人互掐，一旦陷入将消耗美军自身实力，对于东亚地区的战争准备工作就会产生拖延，一旦在给中国十年的战略机遇期，那么对美国来说，就算打败了也门胡塞武装，也得不偿失。

### 3.4 护航举措

航运巨头马士基 12 月 24 日公告准备恢复红海的海运线路，宣称对保护航运安全的新版躲过海事特别部队（“繁荣卫士行动”）表示感谢。但马士基仍表示如果认为有必要保护船员的安全，马士

基将不犹豫地重新评估形势，并再次启动改道计划，因为该地区的整体风险尚未消除。具体更多细节马士基将在未来几天公布。同为航运巨头的法国达飞船公司旗下 2 艘集装箱船正在全速驶向曼德海峡和红海，目前正在曼德海峡附近，据悉，上述两艘达飞轮船的集装箱船是在法国海军的护卫下经过曼德海峡，另有消息称，两艘悬挂美国船旗的船舶也在美国海军的护航下经过了曼德海峡。然而美国组织的繁荣卫士行动目前来看各国行动缺乏细节和一致性，组织内多方的利益和目的不同，同时其中一些国家还没证实他们参加新行动，另一些国家则表示，他们虽然派遣武装力量保护红海的交通安全，但这些行动只是本国军事计划的一部分，并不会加入美国主导的多国护卫舰队。这使得班轮公司对于是否恢复苏伊士运河的航行也举棋不定，毕竟护航属于治标不治本的解决方案，后期一旦有受护航的船只再次受到攻击，各大班轮公司大概率还是会以船员的人身安全为首要考虑，再次重启绕航计划，对运价及盘面形成利多。目前我们需关注年底马士基两艘服务于欧线的集装箱船南北向通行苏伊士运河及红海区域的全过程。

图表 21：美国零售库存分商品（百万美元）



数据来源：Wind

## 四、后市展望

展望后市，中国经济复苏弱于预期，欧洲经济下行压力仍存，但有关欧洲央行政策转向的猜测开始浮现，欧洲可能率先于美国进入降息周期实行宽松的货币政策以刺激经济的发展，对 2024 年下半年及旺季需求端构成利好。但长远来看受欧版制造业回流（本质中西方形态意识对抗）的影响，我们对欧线长期需求并不乐观。供给端静态运力基本明牌，2024 年供给增速加快，全年必将创下交付量新高，上半年压力尤为明显，将持续压制运价的上行。动态运力供给短期内受到地缘冲突事件的影响快速收缩，地缘冲突短时间看不到根治的解决方案，护航方案指标不治本，短期可能有部分班轮公司选择回归苏伊士运河，但一旦有受护航的船只再次受到攻击，各大班轮公司大概率仍会以船员人身安全为首要考虑，再次重启绕航计划，对现货及盘面形成利多。目前我们倾向冲突难以在短时间得到解决，绕行将影响多条航线，船公司的运力投放规模增加同时成本上升，中短期内航运市场反而是供大于求的格局，相比 2023 年，欧线运价中枢将被抬升，但仍有淡旺季分化直至地缘冲突得到解决，运价中枢再逐步下移。

### 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