

集装箱运价：传统旺季不旺，运价低迷难改

观点

展望后市，中国经济复苏弱于预期，欧美经济下行压力仍存，供给端不论是静态运力亦或是动态运力都难改宽松局面，目前欧线的超低报价已经延用至 10 月底，11 月欧线一年一度的长协签约谈判即将开始，预计船公司在年底挺价意愿会增强，配合年底旺季提涨可能性较大，但以今年的货量情况来看，如果年未年初无递延补货潮，运价提涨后的支撑同样有限，欧线运价走势震荡偏弱格局不改。

风险提示：美联储政策变化、欧美经济衰退、运力调控策略变化

核心逻辑

供给端：

静态运力供给整体而言非常的宽松，大量的订单和新造集装箱船等待下水服役，即使交付量不及预期，拆船量也有所回暖，依然无法扭转静态运力供给宽松的格局。动态运力供给整体而言 3 季度相比 2 季度有所宽松，与我们在半年报中判断的 3 季度的动态运力调控有望优于 2 季度吻合，配合着旺季进行提涨，涨价后美线相对站稳过一度时间的 2k（美西）和 3k（美东）价位，但欧线由于静态运力的压制，运力的短期调节能力正在受到挤压，虽然船司已通过降速、增加闲置率，增加停航率等手段对冲新船不断下水，但依然无法完全对冲，后续调节空间受限。

需求端：

欧美经济下行压力仍存，虽然美国就业市场依旧强劲，但居民的消费难以继续维持过去的高位，欧洲经济体由于俄乌冲突等多种因素的影响，自身的经济情况和前景甚至弱于美国，欧洲经济体仍将在较为痛苦的环境下挣扎相当长的时间。经历了从去年 4 季度至今的去库，总体库存去化仍旧道阻且艰，但部分于集装箱运价关系密切的商品去库表现相对有效，同时采购商也已经在今年 3 季度传统旺季进行常规进货，欧美需求仍没有看到明显改善，阶段季节性的货量回升不能理解为欧美需求的改善。

航运衍生品·季度报告

2023 年 10 月 8 日 星期日

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

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、EC 上市以来行情回顾

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。

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】，

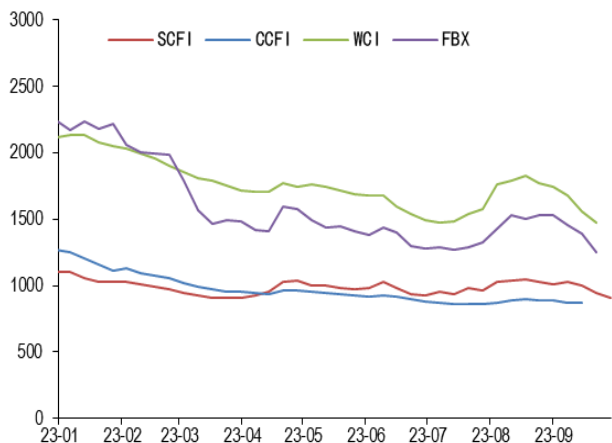
8.29~9.5，盘面回调至低位后反弹，盘面在 840 附近支撑较为强烈，反弹过程中近月较强，9.5 日主力合约一度涨停，创下新高 971.1 点。【逻辑：资金面上，与近期商品市场多头情绪浓厚，资金活跃有关。基本面上，船公司黄金周停航讯息陆续发布，同时欧线班轮公司在目前现货运价下运营都是赔钱跑，加上十一长假前按往年经验预估会有一小波放量出货，船公司停航保价的动力较强，市场对船司在旺季末趁势提涨一波的预期加大】

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

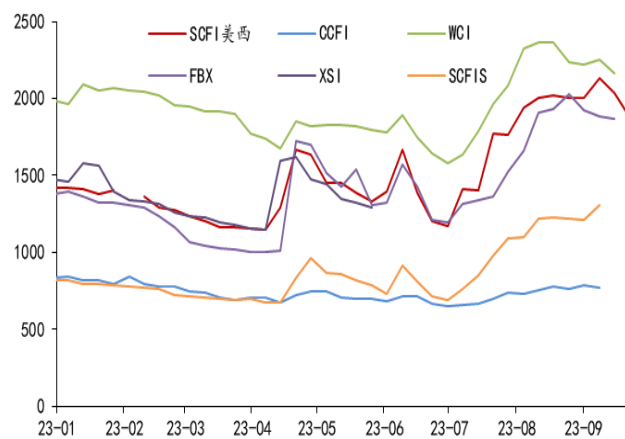
水于旺季现货运价极不合理的现象亟待修复，以弱基本面作为交易逻辑的空头力量开始占据主导将运价快速打压至 730 点，接近最新一期 SCFIS 欧线指数 704】。

图表 1：综合航线指数（点）



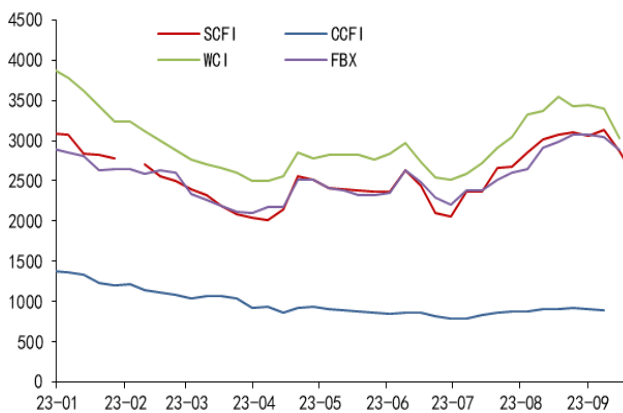
数据来源：Wind、Drewry、上海航运交易所

图表 2：美西航线价格（美元/FEU&TEU）



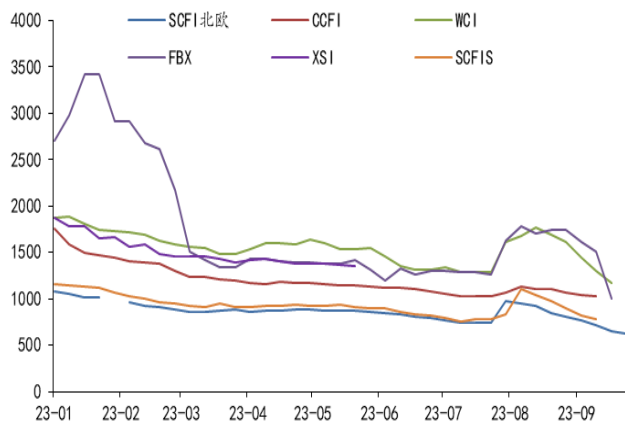
数据来源：Wind、Drewry、上海航运交易所

图表 3：美东航线价格（美元/FEU&TEU）



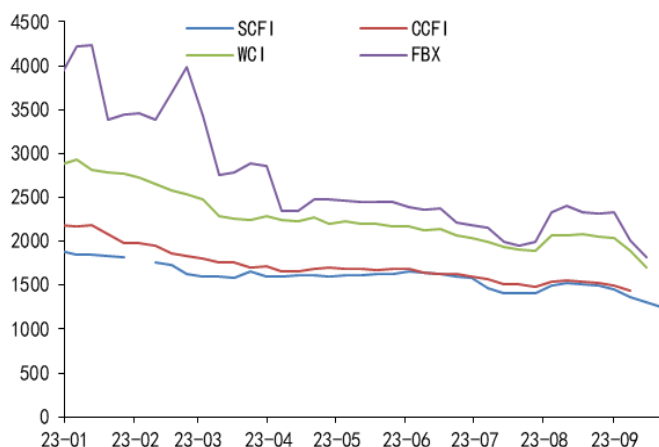
数据来源：Wind、Drewry、上海航运交易所

图表 4：欧洲航线价格（美元/FEU&TEU）



数据来源：Wind、Drewry、上海航运交易所

图表 5：地中海航线价格（美元/FEU&TEU）



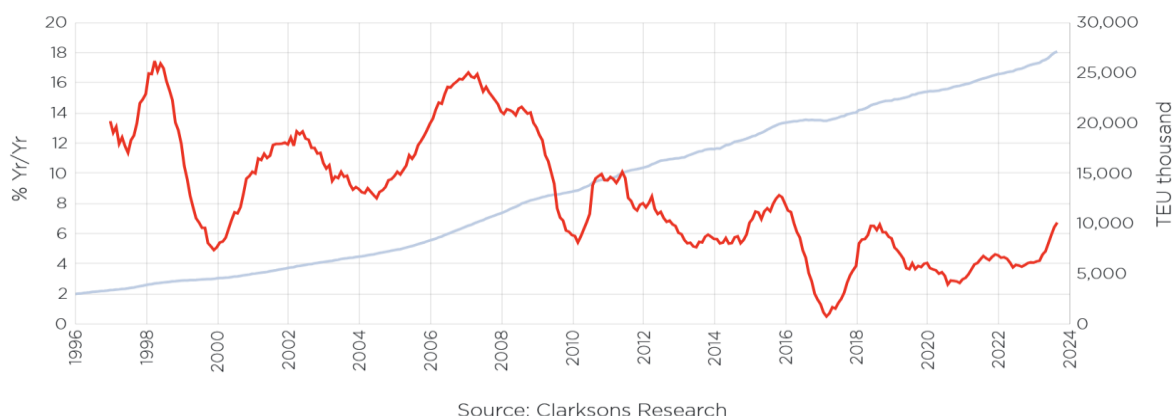
数据来源: Wind、Drewry、上海航运交易所

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 10 月 1 日共有 2702 万 TEU, 同比增长 6.7%, 22 年平均同比新增仅有 4%左右, 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



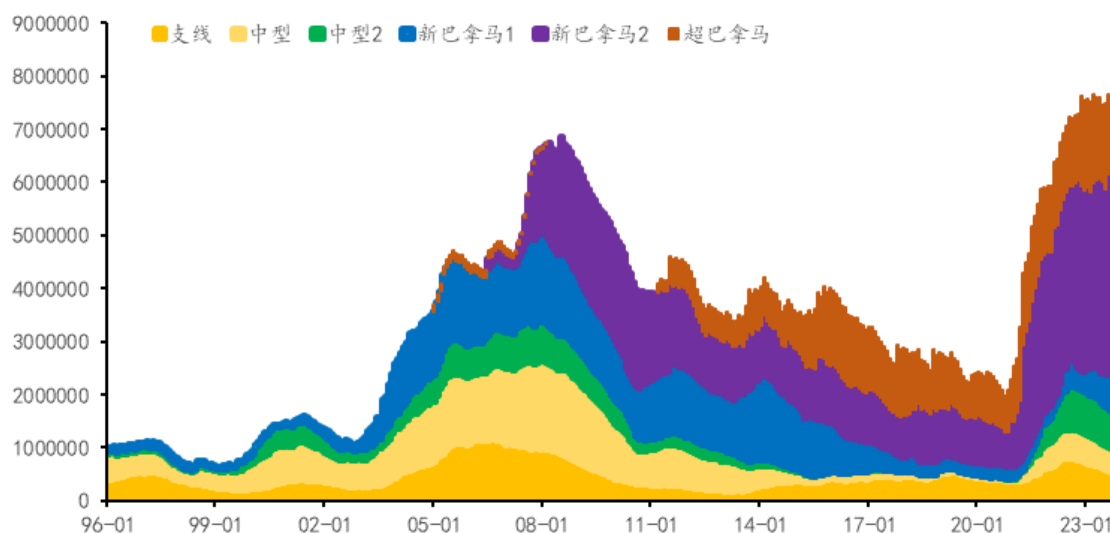
Source: Clarksons Research

数据来源: Clarksons

目前集装箱船手持订单处于历史最高位水平, 约 760 万 TEU, 同比增加 4.9%, 今年交付量明显增加的情况下, 手持订单并没有明显的下滑, 与新接订单同时增加有关。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同期最高水平，但相比年初有明显下降（167 万 TEU→143 万 TEU）。

图表 7：全球集装箱船订单量（TEU）

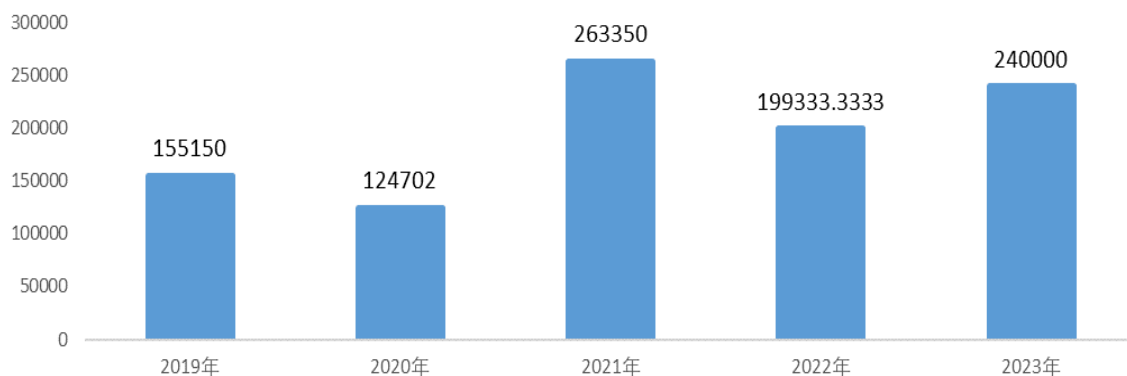


数据来源：Clarksons

目前集装箱船订单量已经足以证明未来两三年运力供给依然宽松，再从 3 季度新接订单数据来看，最新数据是 7 月和 8 月的船厂新接集装箱造船订单，7 月和 8 月，分别新接 38.8 万 TEU 和 10.3 万 TEU 订单，主要订单都来自 12000~17000TEU 的新巴拿马船型（此类船主要走美地线），6~8 月总的新接订单量略有增加，超过去年同期水平。服务于欧线的超巴拿马型船今年前 8 个月新接订单量就已经超过去年全年新接订单量，因此未来两三年供给仍旧宽松。

图表 8：超巴拿马船新接订单量（TEU）

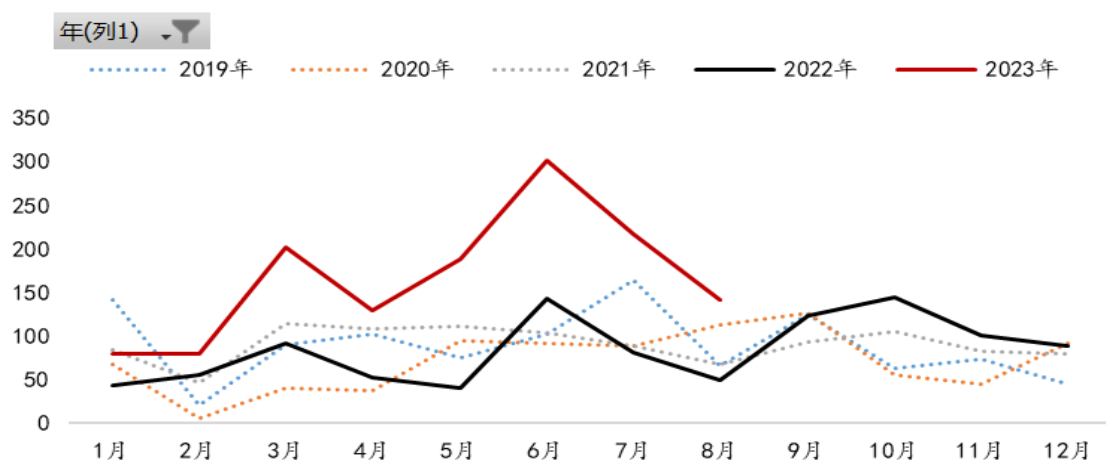
超巴拿马船新接订单量 (TEU)



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。6、7、8月分别交付30.1万TEU、21.7万TEU和14.2万TEU，根据上季度Clarksons公司的预估2023年3季度交付量将达到39.6万TEU，明显因为运价不理想、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，4季度有72.8万TEU集装箱船运力下水，其中超巴拿马船16.9万TEU，这些运力绝大部分将投入到欧线，因此后续运力交付的压力依然很大。

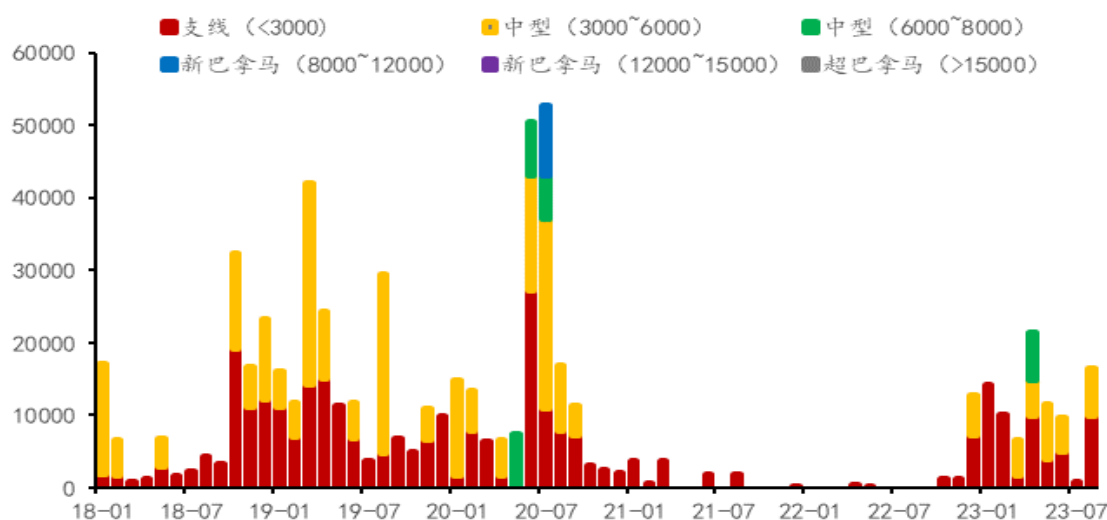
图表9：新交付船季节图（千TEU）



数据来源: Clarksons

3 季度中 7 月和 8 月的拆船量分别为 0.8 万 TEU 和 16.43 万 TEU，相比较过去两年，今年上半年拆船量明显增多，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

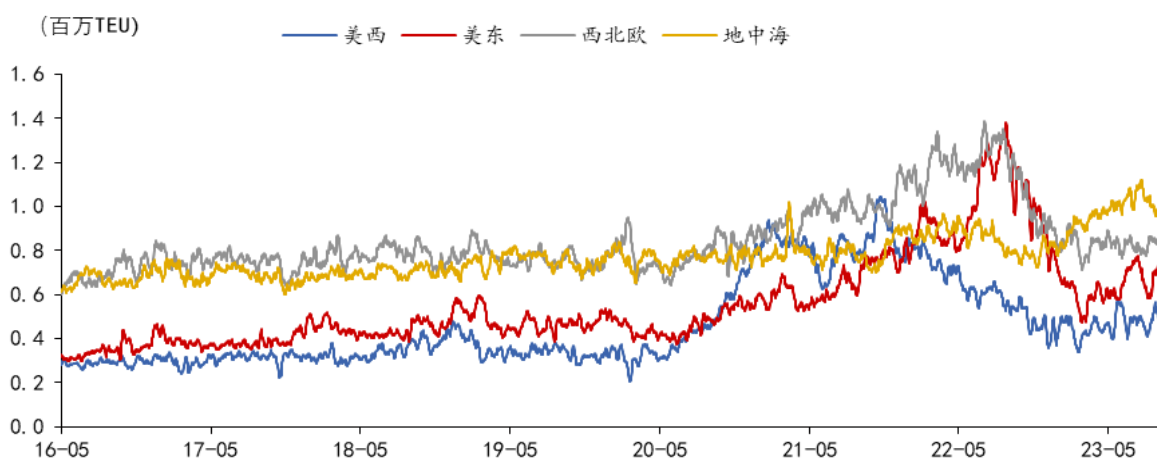
静态运力供给整体而言非常的宽松，大量的订单和新造集装箱船等待下水服役，即使交付量不及预期，拆船量也有所回暖，依然无法扭转静态运力供给宽松的格局。

2.2 动态运力

集装箱船在港运力，从全球角度看，在港运力 3 季度保持在占比 31% 上下浮动，同比去年跌幅明显，全球在港运力已经回到了疫情前水平，下跌缓解港口拥堵的主要贡献来自欧美港口。细分到具体航线，美西欧洲略高于疫情前水平，美东高于疫情前但远低于去年同期水平，地中海的在港运力则逆势走高创出历史新高，达到过去 5 年的峰值，近期维持在 100 万 TEU 上下。国际码头和仓库联

盟（ILWU）6月中旬表示，该工会的普通成员们最终群体投票批准了一份为期六年的合同，该合同提高了包括最繁忙港口长滩/洛杉矶等美西 29 个港口 22000 名员工的工资和福利。ILWU 成员以 75% 的投票赞成批准将于 2028 年 7 月 1 日到期的美西码头劳工协议。值得一提的是美东的 ILA 工会的协议将于 2024 年 9 月底到期，如果谈判不顺利，供应链问题可能同样会影响明年的旺季货物。由于 ILA 坚决反对自动化，很可能这将不是一个顺利的过程。"ILA" (International Longshoremen's Association) 是一个主要在北美的大西洋和墨西哥湾沿岸工作的码头和相关工人的工会。它成立于 19 世纪初，已经有着很长的历史。这个工会一直在为其成员争取工资、工作条件、健康福利和其他相关权益。由于各种因素，如自动化和全球化等，码头行业经历了许多变革。ILA 和其他码头工人工会继续在这些变革中起到了关键作用，努力确保其成员的权益得到维护。美西码头劳资谈判尘埃落定，港口拥堵回归常态化，目前港口的作业和拥堵情况在预期之中，暂不会像疫情期间供应链锻炼，码头工人罢工等事件对运价波动产生大幅的影响。

图表 11：集装箱船在港运力

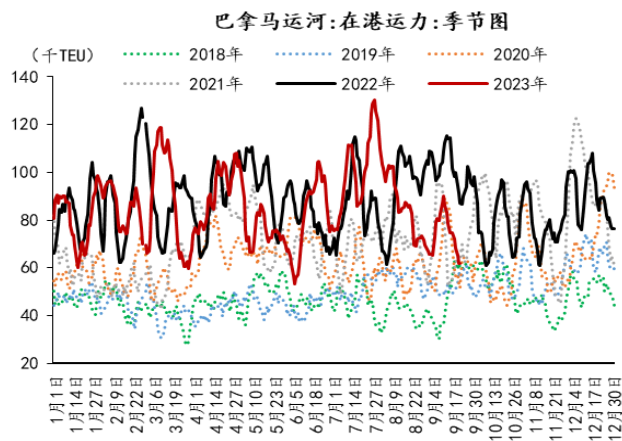


数据来源：Clarksons

运河方面，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，但巴拿马运河拥堵情况从 8 月初开始持续缓解，平均等待时长从 8 月初的 30 个小时降至目前的 15 个小时，在历史上处于中等偏高水平，去年是历史上平均等待时长最长的年份（15.8 个小时），由于美西码头劳资谈判悬而未决，美东货量不断攀升，且这个趋势在未来或将不断提高，可以说未来巴拿马的等待时长很难回到疫情前 9 个小时的水平，因此目前 13 个小时的等待时长可以

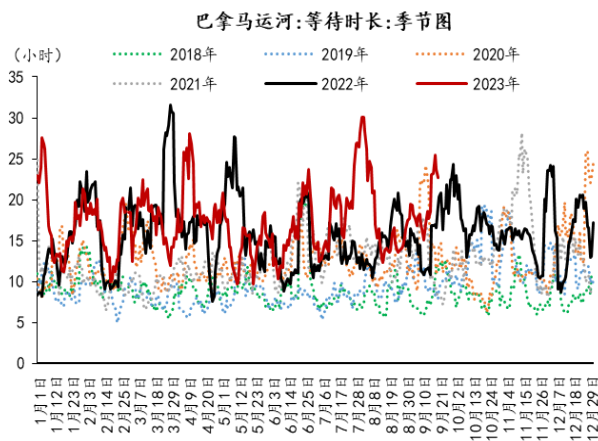
算是恢复常态化，巴拿马运河拥堵的利好因素慢慢消退，近期美东线运价承压，但厄尔尼诺现象影响或有反复，巴拿马运河“限行”措施实行至明年9月底，因此拥堵情况仍有反复的可能。由于巴拿马运河近期拥堵通行的情况有所改善，美东运价开始承压。

图表 12：巴拿马运河在港运力



数据来源: Clarksons

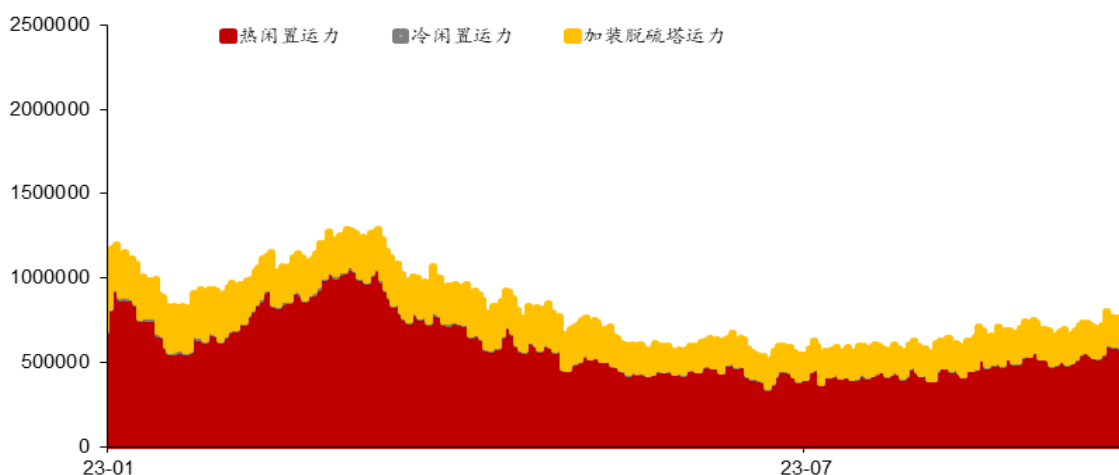
图表 13：巴拿马运河等待时长



数据来源: Clarksons

闲置运力3季度同停航率类似，整体呈现上升态势，1季度维持在占比总运力的4%左右的水平，3月初闲置运力达到今年高点129万TEU，随后在年中不断下滑至50万TEU，占比总运力比重也从4.8%跌到近5年的最低点1.7%。

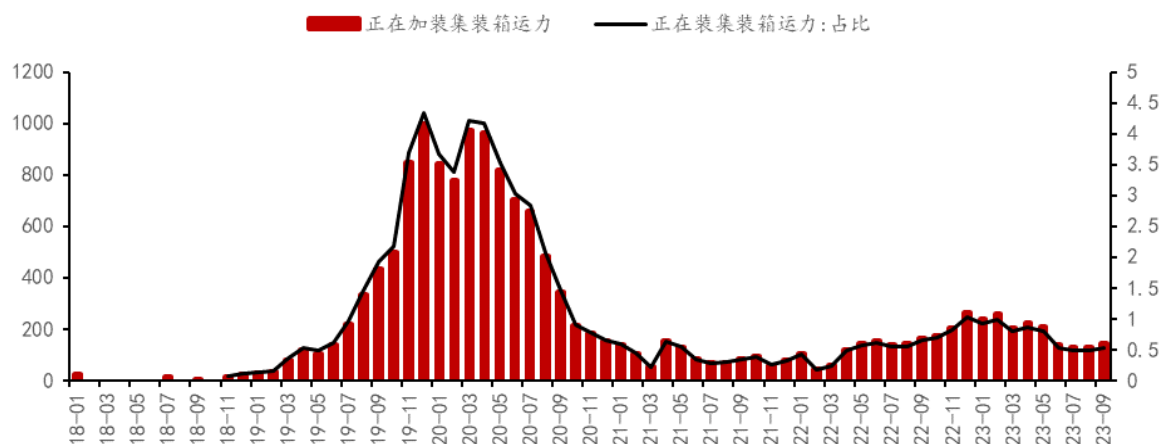
图表 14：闲置运力 (TEU)



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，要么进场加装脱硫塔，正在加装脱硫塔的船舶比例与闲置运力走势一致，从年初的 24 万 TEU 跌至现在的 14.3 万 TEU。

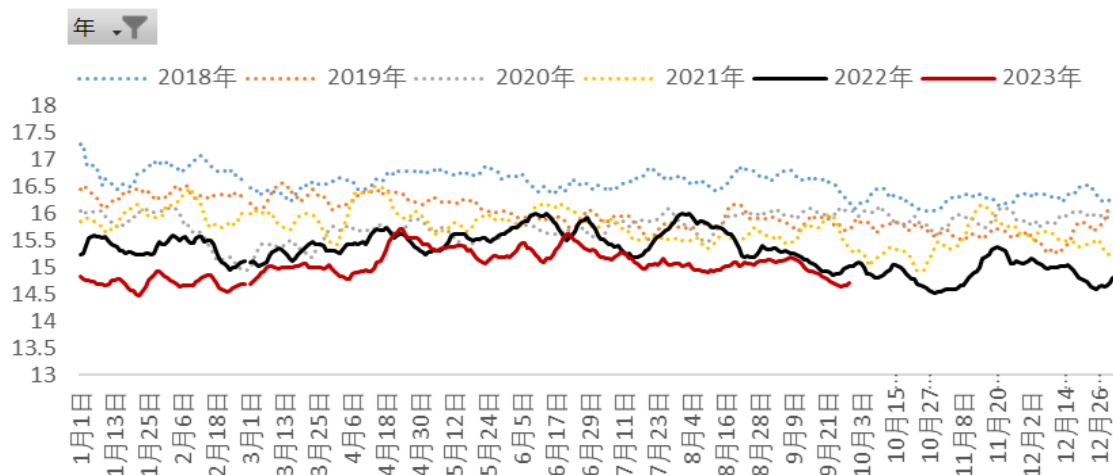
图表 15：集装箱船正在加装运力&占比（千 TEU & %）



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 14.48 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 14.65 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。

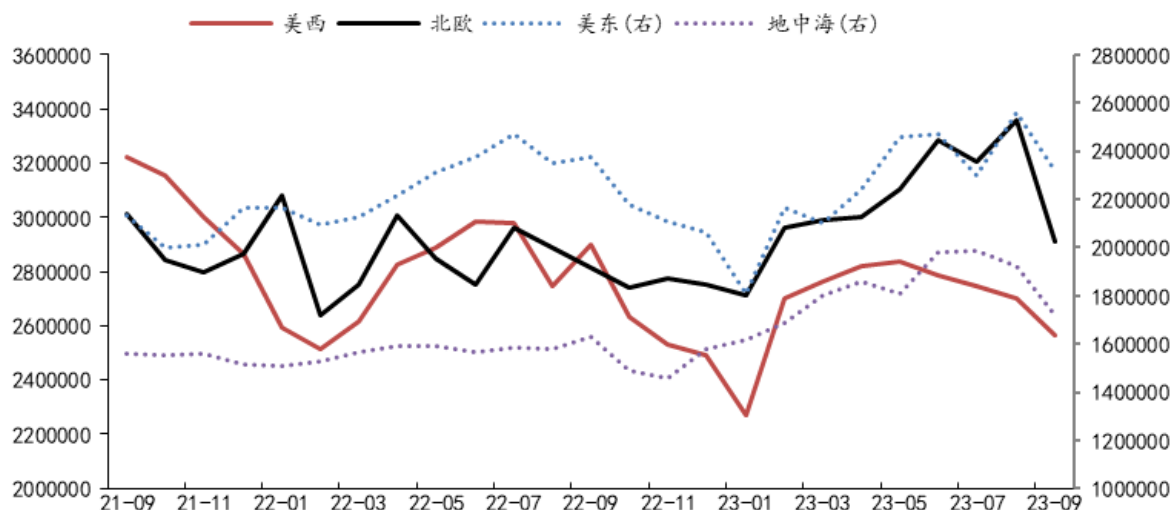
图表 16：超巴拿马型船航速（节）



数据来源：Clarksons

从国内外不同数据源的停航数据来看，WCI 主动停航率环比上周小幅下滑，在第 39 周（9 月 25 日至 10 月 1 日）到第 43 周（10 月 23 日至 10 月 29 日）的 5 周间停航班次为 101，停航率从小幅下滑（15.6%→15.3%）。容易船期数据显示四大航线 8 月总计划运力相比 7 月有所上升（1110 万 TEU→1121 万 TEU），增加 11 万 TEU，增长主要来自美东，地中海航运将 Santana 航线（美东）上月均 7000TEU 左右的船在本月换成了 13000TEU 的船，其余三条航线的计划运力相比 7 月同样有所增长。实际运力增加更为显著（1023.5 TEU→1053.8TEU），增加约 30 万 TEU，增长主要来源。美东线和北欧线，分别增加 26 万 TEU 和 15 万 TEU，值得一提的是地中海的实际运力反而是下降的。美东运力增长主要来自上文提到的 Santana 航线大船换小船以及马士基在美东的多条加班船，使得美东的计划停航率跌至历史新低（2%），北欧计划停航率同样处于历史最低（4%）。回顾 8 月的停航，美西线和地中海线在 8 月出现了较多的临时停航，这也是这 2 条航线相比另外 2 条航线运价更抗跌的因素之一。美西线临时停航 17 班，停航班数增长超 4 倍，地中海线临时停航 12 班，停航班数增长 5 倍，美东线和欧线停航班数增长约 2 倍。美西航线由于航程较近航时较短，临时停航相比另外三条航线偏多是普遍现象，但地中海航线本月超预期的停航表现支撑了运价，使运价下跌速度趋缓。8 月计划停航相比 7 月总体偏少，7 月计划停航 40 班，8 月计划停航仅 18 班，虽然实际临时停航数量上差距不大，但最终实际停航数依旧相差 28 班（59 班 vs 87 班）。因为总计划航班数上仅有美西出现下降（减少 6 班），因此可以排除 8 月份计划停航的减少并不是因为航司考虑到总计划航班数减少而去减少计划停航班数。总体而言，停航率中枢今年以来呈现下行趋势，虽然近两个月停航率有所回暖，但看不出班轮公司坚定通过抽舱稳定住欧线运价的决心。

图表 17：航线实际运力部署（TEU）



数据来源：Clarksons

动态运力供给整体而言 3 季度相比 2 季度有所宽松，与我们在半年报中判断的 3 季度的动态运力调控有望优于 2 季度吻合，配合着旺季进行提涨，涨价后美线相对站稳过一度时间的 2k（美西）和 3k（美东）价位，但欧线由于静态运力的压制，运力的短期调节能力正在受到挤压，虽然船司已经通过降速、增加闲置率，增加停航率等手段对冲新船不断下水，但依然无法完全对冲，后续调节空间受限。

三、需求篇

3.1 美国

从去年 3 月份开启加息周期，美联储已经累计加息 500BP（目标利率区间：5.25%~5.5%），9 月美联储议息会议按下暂停键符合市场预期。但美联储主席鲍威尔表态仍偏鹰，从点阵图来看，与会者认为今年剩下的两次议息会议至少还将加息 25BP，并且明年降息的预期从 6 月份的 100BP 下调至 50BP。3 季度美国经济仍具韧性，但就业市场依然在持续降温中，学生贷款偿还重启对消费起到抑制作用，同时预算问题导致政府仍有停摆的可能，美联储后续加息有较大的可能在下一议息会议继

续暂停加息。但具体是否加息我们与否取依旧决于每月的通胀和就业数据（数据依赖），因此美联储也是属于走一步看一步，实际加息与否还需要对后续的通胀数据进行观察。

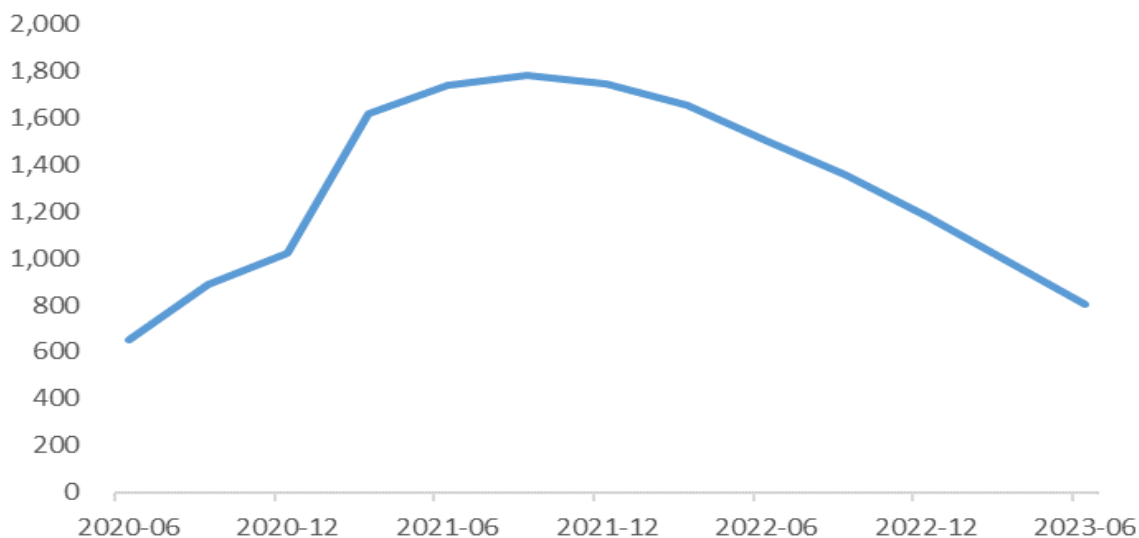
图表 18：美国联邦基金目标利率



数据来源：Wind

美国政府在疫情期间为刺激经济大放水，使得居民超额储蓄激增，于 2021 年 8 月达到顶峰（1.82 万亿美元），随后美国居民不断地消费，储蓄持续减少，2022 年月均减少接近 1000（1400）亿美元，2023 年 1 季度放缓至每月 700 亿美元，截止 2023 年 2 季度还有 7800 亿美元左右的超额储蓄，由于美国大部分消费支出出现在下半年，但考虑到目前经济形势和高利率环境下消费支出有所放缓，我们上半年按照 700 亿美元每月，下半年按照 1000 亿美元每月去计算，预估明年初超额储蓄将被完全消耗，但随着储蓄越来越少，人们对于消费和储蓄的天秤也将有所倾斜，更加倾向储蓄而非消费，因此超额储蓄存量大概率能维持到明年上半年，但一旦人们更加倾向储蓄而非消费时，超额储蓄对消费和进口的支撑将变得越来越弱。

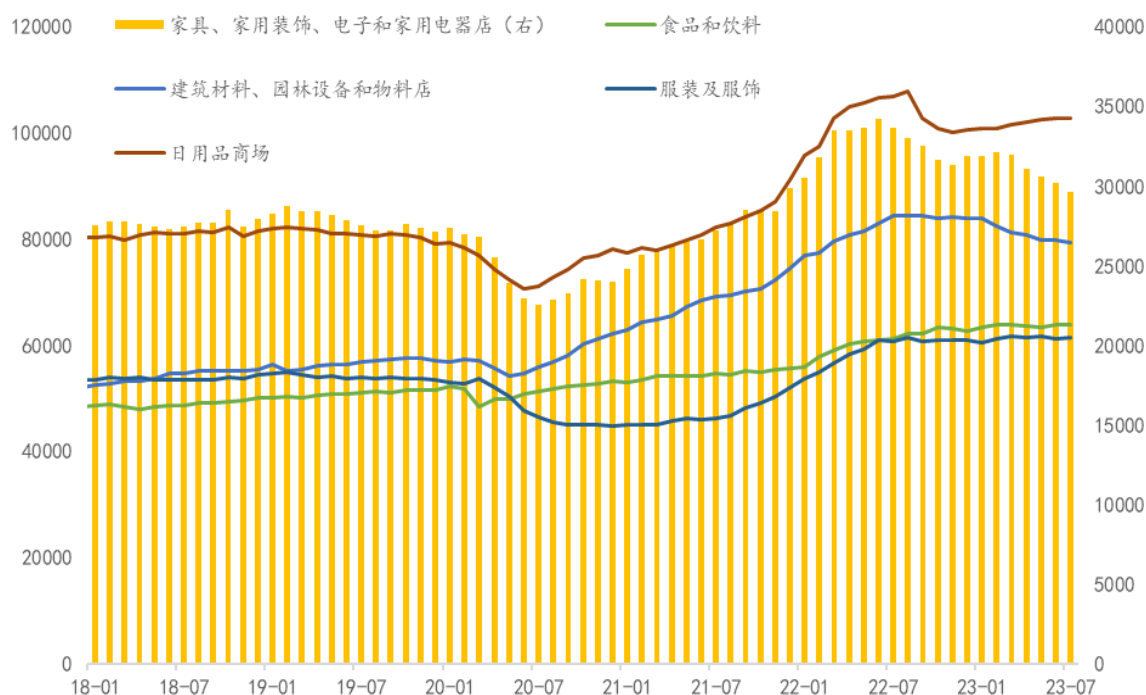
图表 19：美国超额储蓄（十亿美元）



数据来源: Wind

纵观三大商的库存和销售,美国目前处于一个主动去库阶段,库存和销售同比同时下降,目前美国零售库存同比增速持续下滑,分行业看,除服装饰品行业外,所有行业库存同比增速维持下降趋势。其中,家具家电电子、建材园林设备和物料的库存出现明显回落,并且几类商品都是美线集运的重要组成部分,对美线货量影响不容忽视;库销比方面,7月零售商库销比录得1.3,3月以来变化不大且连续三个月持平,分行业看,家具家电电子、服装服饰库销比出现边际回落现象。疫情前零售商的库销比要高于另外两者,疫情后零售商因处于下游最受益于居民消费快速回暖,库销比快速走低。但随着疫情好转供应链修复,制造商的库销比回至高位,而零售商库销比仍低于疫情以前,未来或仍有补库需求。

图表 20: 美国零售库存分商品 (百万美元)



数据来源：Wind

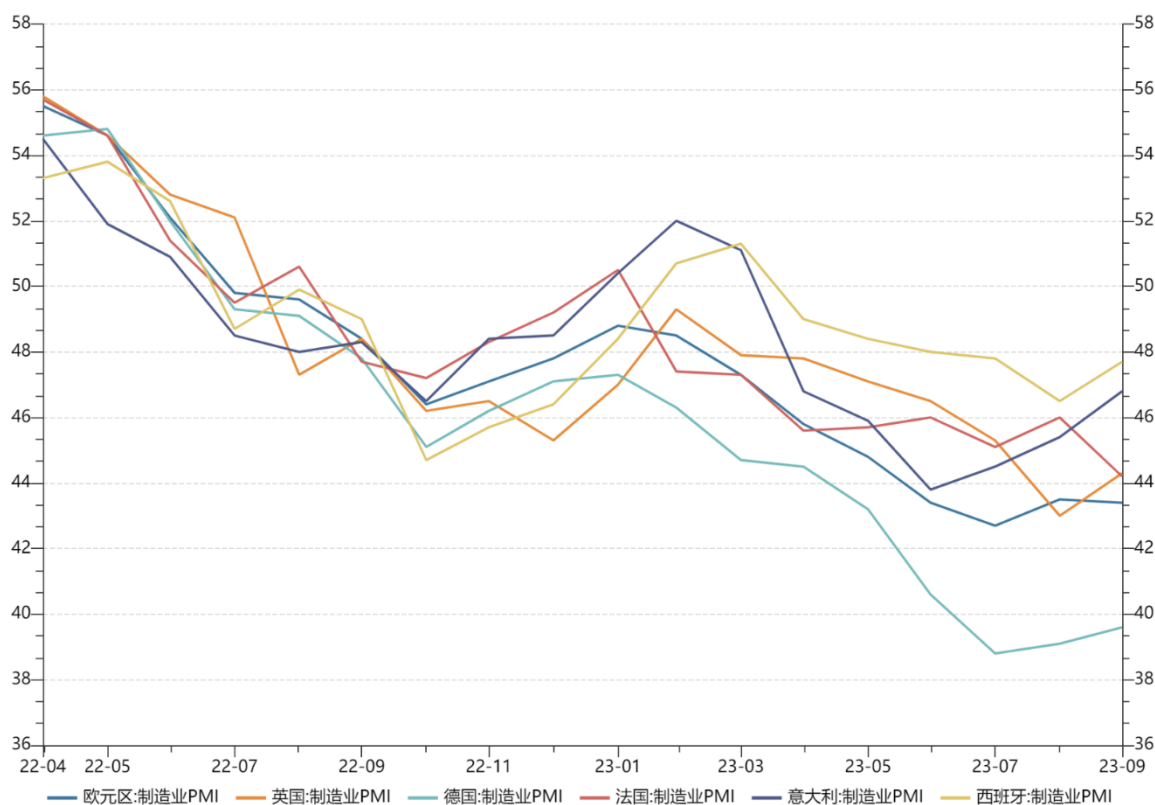
3.2 欧洲

9月欧洲央行决议再加息25BP，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，但通胀依然居高不下。欧元区8月通胀高达5.2%，并且目前油价和天然气价格反弹，欧洲受此影响可能更大。虽然欧央行表示当前利率可能已经足够高，但若未来经济数据变化超预期，下半年再加息也是有可能的。欧央行作为单一通胀目标的央行，核心在于抑制通胀，与美联储不同，经济走弱并非欧央行货币政策转向宽松的前提，而欧央行目前预测物价调和指数（HICP）将在2025年才能回到2%，因此在未来一段时间内维持利率高位仍是欧央行的策略。欧央行利率传导，通过抑制需求降低通胀，因为欧洲企业不同于美国，更依赖银行贷款融资，因此提高贷款利率能更有效的降低企业融资需求，企业贷款需求与GDP高度相关，所以欧央行加息相比美国对经济的冲击来得更为直接。

欧洲主要国家的制造业PMI纷纷陷入深度收缩区间，欧元区9月制造业PMI录得43.4，前值为43.4；法国9月制造业PMI录得44.2，前值为43.6；德国9月制造业PMI录得39.6，前值为39.8；

意大利 9 月制造业 PMI 录得 46.8，前值为 45.4；西班牙 9 月制造业 PMI 录得 47.7，前值为 46.5；英国 9 月制造业 PMI 录得 44.3，前值为 44.2。欧洲制造业相当疲软，新订单持续萎缩，欧洲经济萧条。造成欧洲国家经济增长缓慢的主因是近一年多以来欧央行采取紧缩的货币政策，给欧洲经济带来了负面效果。除此之外，俄乌冲突导致能源价格飙升也给欧洲国家经济带来了高通胀。由于欧央行短期内不会放松货币政策，扰动欧洲经济的一系列事件也难以在短期内找到有效的解决方案，因此欧洲经济体还将在较为艰难的环境下挣扎较长的时间，4 季度及 2024 年对于欧洲经济体的经济而言将是一段坎坷的旅程。

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，欧美经济下行压力仍存，虽然美国就业市场依旧强劲，但居民的消费难以继续维持过去的高位，欧洲经济体由于俄乌冲突等多种因素的影响，自身的经济情况和前景甚至弱于美国，欧洲经济体仍将在较为痛苦的环境下挣扎相当长的时间。经历了从去年 4

季度至今的去库，总体库存去化仍旧道阻且艰，但部分于集装箱运价关系密切的商品去库表现相对有效，同时采购商也已经在今年 3 季度传统旺季进行常规进货，欧美需求仍没有看到明显改善，阶段季节性的货量回升不能理解为欧美需求的改善。供给端不论是静态运力亦或是动态运力都难改宽松局面，静态运力方面班轮公司由于过去两年累计了大量现金流，在行情低迷时且已手持大量新造船舶订单的情况下仍在不断下新订单，同时拆船量也不及预期；动态运力方面港口常态化、闲置运力跌至历史低位、停航率同样没有惊喜。目前欧线的超低报价已经延用至 10 月底，11 月欧线一年一度的长协签约谈判即将开始，预计船公司在年底挺价意愿会增强，配合年底旺季提涨可能性较大，但以今年的货量情况来看，如果年末年初无递延补货潮，运价提涨后的支撑同样有限，欧线运价走势震荡偏弱格局不改。

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