



绕行常态化的确定性和不确定性

走势评级：集运（欧线）：偏强震荡

报告日期：2024 年 1 月 18 日

兰浙 高级分析师(黑色与航运部)

从业资格号：F03086543

投资咨询号：Z0016590

Tel: 8621-63325888-2722

Email: xi.lan@orientfutures.com

★红海局势混沌，绕行常态化已成定局

红海冲突背后各方势力盘根错节，在英美联合空袭也门之后，红海危机进一步升级。班轮公司已经就绕行好望角的替代方案达成共识，在红海危机完全解除之前，绕行是唯一的选择。绕行后亚欧航线单边航距增加近 30%，对运价造成的影响主要体现在两方面：成本和供需。但相比于成本推升，绕行对欧线定价的影响更多是通过扰动供需来实现的。

★绕行或带来供应缺口，但缺口幅度与节奏变化存在不确定性

如果排除运力补充的可选项，绕行对欧线基本面最直接的影响就是造成 30% 的运力下降。但考虑到红海事件前，欧线市场运力过剩的基调，以及后续新船交付的情况，缺口的存在毋庸置疑，但幅度应当在 15% 以内，新船交付的节奏和及其在欧线的投放情况会影响缺口变化的节奏以及最终的缺口幅度。对运价的影响来看，节后随着缺口问题逐渐显现，即期运价调整将取决于缺口变化节奏。但运价的上限很难再达到 2021 年苏伊士运河“搁浅”事件引发的高度。

★近期盘面交易逻辑与行情展望

红海危机能否解决、如何解决、何时解决，虽然存在较大不确定性。但从目前事态演变来看，04 合约受到影响的确定性相对较高，并随着合约月份后移、这种确定性逐步递减。在即期供需偏弱，节后基本面不确定性较高的背景下，节前盘面维持震荡走势，春节前班轮调价空间相对有限，加上当前盘面深度贴水现货指数的状态下，盘面向下深跌的概率较低；如果节后红海局势仍然维持混乱或者进一步向更无序的方向发展，盘面或开启新一轮上涨行情，04 的确定性仍然高于其他合约。建议重点关注近月的单边策略。

★风险提示

红海危机解除，节后需求恢复不及预期等

重要事项：本报告版权归上海东证期货有限公司所有。未获得东证期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成交易建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

有关分析师承诺，见本报告最后部分。并请阅读报告最后一页的免责声明。

红海地缘冲突发酵以来，局势仍然混沌且向着更无序的方向发展。在冲突发展前期，美国领导下 OPG 联盟的形成，阶段性重燃了船东回归红海的期望。然而事实却是，红海冲突背后各方势力盘根错节，在英美联合空袭也门之后，红海危机进一步升级、并有向战争冲突转化的趋势。班轮公司已经就绕行好望角的替代方案达成共识，在红海危机完全解除之前，绕行是唯一的选择。船东快速回归红海的期望正式破灭。

1、绕行对运价的扰动路径

相比于传统的红海-苏伊士通行方案，绕行后亚欧航线单边航距增加近 30%，对运价造成的影响主要体现在两方面：成本和供需。单边航行时间延长，油耗增加，并带来人力、资本等其他开支的增长，但考虑到苏伊士运河通行费用的免除，实际对成本带来的提升幅度只有 150 美元/TEU 左右，影响相对有限。绕行对欧线定价的影响更多是通过扰动供需来实现的。

正常情况下，亚欧航线单边航行只需要 5-7 周的时间，绕行后将延长 1-2 周，往返则延长 2-4 周。集装箱运输作为典型的定期船市场，服务的稳定性和连续性是衡量服务质量最为重要的标准。作为最为成熟的集运细分市场，亚欧航线也是如此。以保障服务质量为前提，往返通行时间每增加一周，每一航线服务都应当额外增加一艘船来保证船期的稳定。因此，如果排除运力补充的可选项，绕行对欧线基本面最直接的影响就是造成 30% 的运力下降。（虽然缺箱的问题仍然存在，但集装箱生产周期短，供应弹性相对较高，缺箱的约束是相对短期的，而目前集装箱也在加紧排单生产，预计 1-2 个月的时间就将逐步改善，对供应的约束力相对较小。）

2、如何评估绕行造成的运力缺口

但现实并非如此。如果没有红海事件的冲击，就不存在绕行，也不存在运力短缺。相反，由于需求疲软以及大量新船投放影响，亚欧航线所面临的其实是严重的过剩问题。

而 2024 年仍然存在较大规模的待交付运力，特别是亚欧航线，大部分待交付订单是超过 2 万标箱的超大型集装箱船。这类超大型集装箱船除了投放至亚欧航线别无他法。那么在此基础上，绕行所带来的运力缺口必然难以达到 30%。最新数据显示，欧线船队运力的 70% 由 1.7 万标箱以上的后巴拿马型船构成，这一比例还在持续增加，20% 为 1.2-1.7 万标箱的新巴拿马型船。去年以来，欧线运力的规模增长也主要来依赖于后巴拿马型船的交付，而其他船型不论是占比还是绝对规模都有不同程度的削弱。

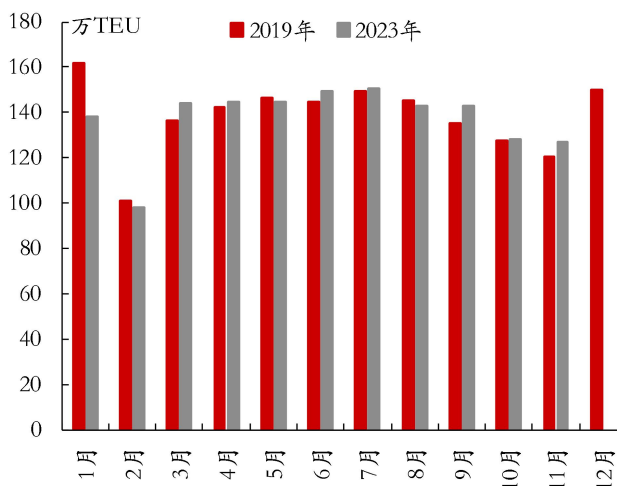
以 2019 年为基准（2019 年处于产能出清的尾部，供需基本平衡），2023 年运输需求总体持平，欧洲经济仍然面临较大下行风险，2024 年欧线运输需求改善空间有限。供应方面，2023 年末欧线船队规模相较 2019 年平均水平存在约 15% 的增幅。如果不考虑 2024 年新增运力和其他补充运力的手段，欧线实际运力缺口预计只有不到 15%。但即便考虑 2024 年 1.7 万标箱以上的船型订单投入欧线，但大约只能弥补 7-8% 的运力缺口。如果进一步假设 1.2-1.7 万标箱的船型订单完全投入亚欧航线，缺口才有弥补的可能。然而实际的补

缺口问题并不简单。

一方面，参考订单排期，2024年新船分散交付于一至四季度，虽然上半年预计交付规模较大，但延期依然存在。韩国造船业缺工问题持续干扰交付节奏，船舶订单存在被动推迟的情况。此外，在红海冲突发酵之前，市场面临的是严重的过剩问题，船东也在主动推迟订单的交付。虽然红海造成的绕行趋势已经成为常态，但持续性时间存在不确定性，如果影响周期不超过1年，随着红海通行恢复，市场将再度面临严重的过剩问题。只有绕行的长期性得到确认，船东主动推迟订单的趋势才有望缓解。因此从订单交付的情况来看，通过新造船弥补运力缺口的方式只能是渐进式的，节奏上依赖于新船交付的情况，更多地取决于船厂排期。

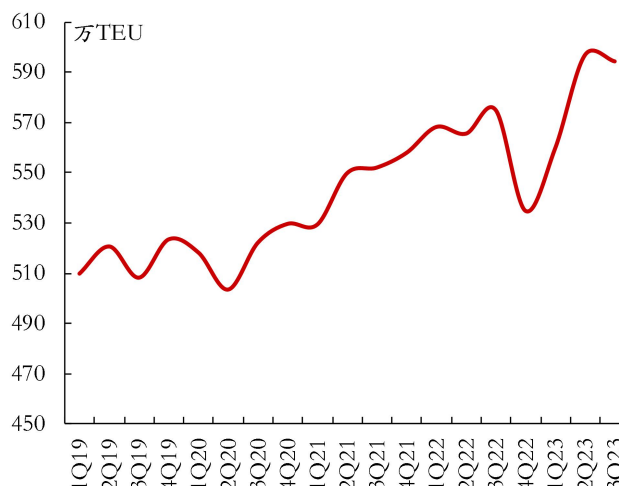
另一方面，欧线是船舶大型化趋势下的领头兵。从过去几年的欧线船队的变化趋势来看，超大型集装箱船的投入逐步增加，并在不断取代其他船型。而1.2-1.7万标箱的船型订单更多来自于其他航线，特别是美东航线。美东航线受巴拿马运河和红海的双重钳制，同样也面临运力短缺的风险。加上部分订单为非联盟班轮公司或租船公司所有，能否顺利调度到由联盟垄断的欧线上也存在一定难度。而即便所有空班航次由1.2-1.7万大小的集装箱船来补缺，但单从船舶大小评估，单一航次存在严重的舱位损失、放大到区间内的运力缺口也依然存在。

图表 1：亚欧航线月度集装箱运输量



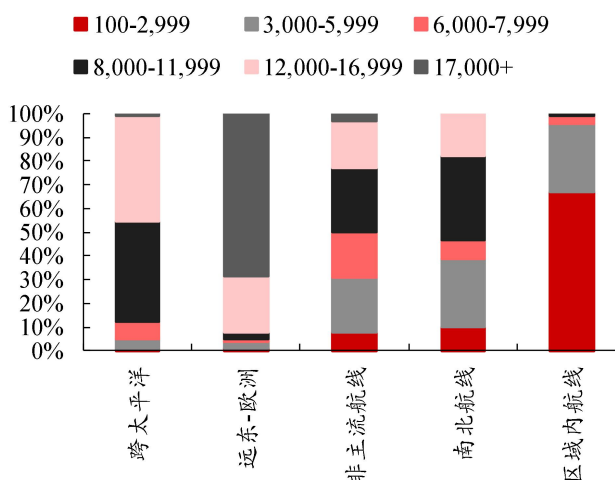
资料来源：Clarksons，东证衍生品研究院

图表 2：2019-2023 年欧线船队规模变化



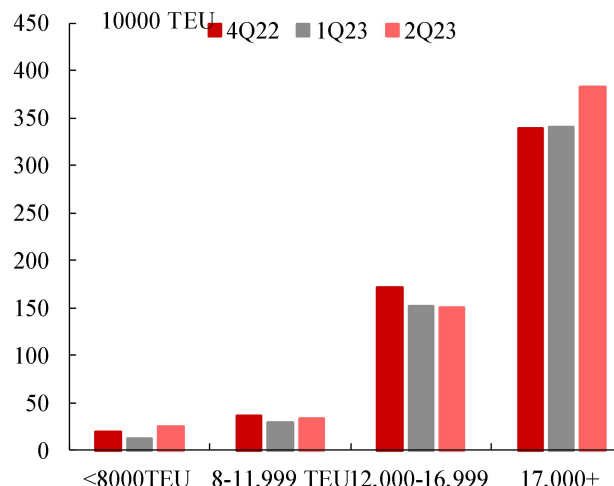
资料来源：Clarksons，东证衍生品研究院

图表 3：集装箱船型分航线构成



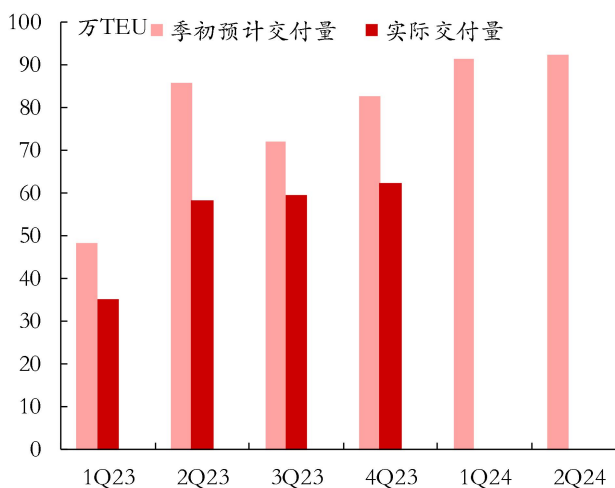
资料来源：Clarksons，东证衍生品研究院

图表 4：欧线船队变化分船型



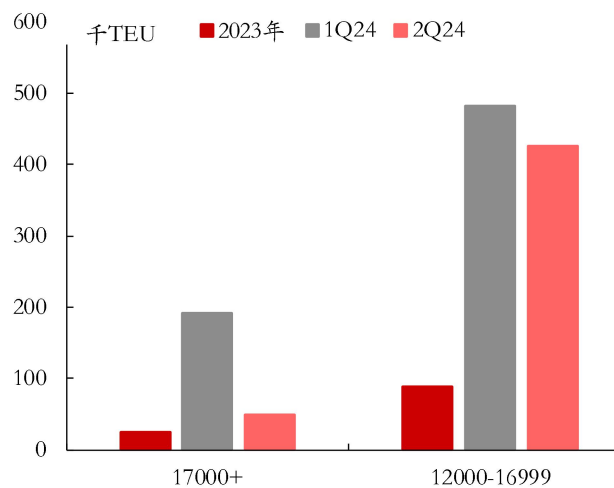
资料来源：Clarksons，东证衍生品研究院

图表 5：集装箱船交付延期的情况普遍存在



资料来源：Clarksons，东证衍生品研究院

图表 6：2024 年上半年待部分集装箱船订单排期



资料来源：Clarksons，东证衍生品研究院

3、供应缺口的不确定性仍然存在

因此，针对缺口的必然性并不存在过多疑问。但由于船舶航行周期长且进一步延长，第一批绕行好望角的集装箱船尚未回到国内，缺口问题需要等待时间逐步显现，至少在春节后才有显露的趋势，至于缺口表现如何、如何补、补的节奏以及缺口最终的幅度和持续性高度不确定。这将左右节后即期运价的调整节奏。至于运价的上限，和 2021 年苏伊士运河“搁浅”时间形成 1 万点的指数高点相比，最乐观的情况也难以达到。因为从

基本面对比，供需基调和供应链状况难以对等，2021 年处于疫情后期、政策推动下的需求快速释放阶段，供应相对紧缺加上港口和其他供应链环节面临的堵塞问题，搁浅事件进一步放大了供需矛盾，造成了运价的循环上涨，并将其推高至前所未有的峰值。而当前供需主调仍然是过剩，需求在欧洲经济疲软的背景下受到抑制，加上供应链相对健康的现状，绕行能带来的运价上限难以和 2021 年匹敌。

此外，红海危机能否解决、如何解决、何时解决，虽然存在较大不确定性。但从目前事态演变来看，04 合约受到影响的确定性相对较高，并随着合约月份后移、这种确定性逐步递减。目前看，巴以冲突难以快速平息，英美对胡塞武装的打击反向加剧了胡塞的报复性袭击，而且其他周边国家的冲突也在不断增加，红海地区地缘冲突在逐步向战争冲突的方向演化，冲突短期解决的难度较大，并随着事态的继续恶化，红海通行风险完全解除的时间点将不断推迟。但即便存在冲突快速平息的可能，但船队回归红海需要时间，且前期绕行船只带来的缺口问题仍然存在且需要时间逐步显现，4 月供需受到影响是大概率事件。

4、盘面交易逻辑和行情观点

盘面来看，市场交易主线已经切换至基本面逻辑。节前工厂陆续放假，需求边际走弱，供应端的缺船问题尚未完全显性化，节前以及春节期间供需仍然偏弱且有进一步走弱的趋势。1 月下旬开始，班轮运价有所调降，且将持续到春节期间。但市场对于节后基本面的预期仍然存在分歧，一方面，市场不排除未来一个月内红海局势的利空走向，进而对集运市场带来颠覆性的影响，另一方面，从当前事点判断节后缺口幅度和节奏存在较大不确定性。因此，在即期供需偏弱，节后基本面不确定性较高的背景下，节前盘面维持震荡走势，春节前班轮调价空间相对有限，加上当前盘面深度贴水现货指数的状态下，盘面向下深跌的概率较低；如果节后红海局势仍然维持混乱或者进一步向更无序的方向发展，盘面或开启新一轮上涨行情，04 的确定性仍然高于其他合约。同样地，由于绕行的影响是否会持续到其他合约月份地不确定非常高，跨期策略的风险较大，建议重点关注近月的单边策略。

5、风险提示

红海危机解除，节后需求恢复不及预期等。

期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

走势评级	短期（1-3 个月）	中期（3-6 个月）	长期（6-12 个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于 2008 年，是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货交易咨询、资产管理、基金销售等业务，拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所、上海国际能源交易中心和广州期货交易所会员资格，是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司，上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际（新加坡）私人有限公司三家全资子公司。

自成立以来，东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨，坚持以金融科技助力衍生品发展为主线，通过大数据、云计算、人工智能、区块链等金融科技手段打造研究和技术两大核心竞争力，坚持市场化、国际化、集团化发展方向，朝着建设一流衍生品服务商的目标继续前行。

免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2011】1454号。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路318号东方国际金融广场2号楼21楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：www.orientfutures.com

Email：research@orientfutures.com