



## 现货运价超预期调降，EC2404 再估值

走势评级：集运（欧线）：震荡

报告日期：2024 年 3 月 8 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

### ★现货超预期调降，盘面重心下移

供需偏紧、淡季不淡的逻辑并未如期兑现，节后即期运价超预期走弱，造成盘面中枢持续下移。复工以来，马士基连续三次调降 3 月船期报价，其他船司跟进马士基降价节奏。现货调整幅度、节奏均超出市场预期，复工以来 EC2404 盘面中枢由 2100 持续下移至 1700-1800 附近。

### ★欧线 4 月运价大概率延续弱势

不论以 2023 年 12 月还是 2024 年 3 月为供需平衡参考，4 月供需都存在不同程度的过剩。只要 4 月欧线运力维持当前计划水平，运价走势将延续 3 月走弱趋势。当前运价水平相较盈亏平衡点仍然偏高，如果存在过剩，班轮大概率会维持降价揽货的策略，即便提涨，在缺乏需求支撑的情况下，涨幅落地且维持的难度较大。通常情况下，节后 8-10 周左右才能看到跌势放缓、价格企稳的迹象，参考历史趋势，4 月运价逆势上涨的可能性不大。虽然近期市场有声音认为班轮会在 4 月提涨，但不论从基本面还是价格角度评估，提涨且落地的可能性都相对较低，4 月运价大概率会维持偏弱走势。

### ★EC2404 再估值及投资建议

随着交割月份临近，地缘消息对盘面走势的影响逐步趋弱。现货持续走弱和基差收敛交易逻辑之间的博弈或增加。最新 EC2404 成交价约为 1830，为中性估值区间的偏低位置，继续向下的空间相对有限，向上缺乏有效驱动，预计盘面短期维持震荡走势，建议以震荡思路对待行情，重点关注 4 月船期报价变化。

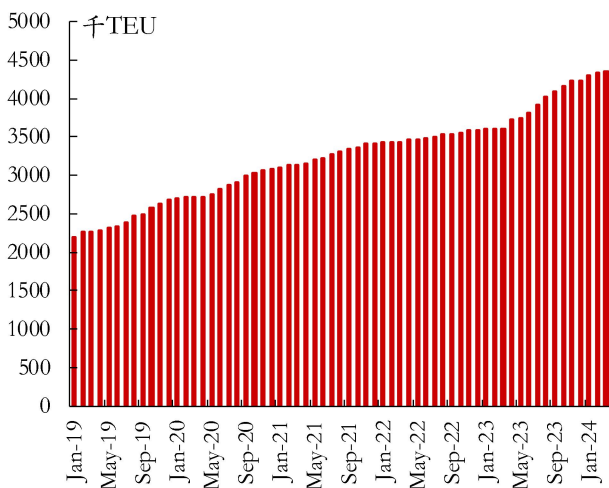
### ★风险提示

班轮 4 月提涨、4 月船期报价快速上涨或下跌、出口表现超预期等。

## 1、即期运价超预期调降，盘面重心下移

供需偏紧、淡季不淡的逻辑并未如期兑现，节后即期运价超预期走弱，造成盘面中枢持续下移。复工以来，马士基连续三次调降3月船期报价。以40英尺集装箱报价为例，week9和week10较2月末下调300美金，至3700美元/FEU，week11进一步下调500美金，至3200美元/FEU，week12报价降400美金至2800附近。其他船司跟进马士基降价节奏，即期运价存在不同幅度的调整，但3月下旬船期运价相较马士基仍偏高，均未跌破3100美元/FEU。现货调整幅度、节奏均超出市场预期，复工以来EC2404中枢由2100持续下移至1800附近。节前市场预期绕行对供应的滞后影响将在节后显现，但3月中下旬开始运力加速回升，到4月欧线单周运力供应基本恢复至12月水平。节后供应紧缺情况不及预期，主要原因在于，一方面，春节前后停航比例增加，为船期调整提供了充足时间。另一方面，去年12月以来，共计交付5艘2万标箱的超大型集装箱，且均已投入欧线运营。此外，1月以来，集装箱航行速度明显加快，1.7万+TEU超大型船航速提升幅度接近10%，有效消化了部分绕行带来的影响。

图表 1：17000+TEU 集装箱船队变化趋势



资料来源：Clarksons，东证衍生品研究院

图表 2：17000+TEU 集装箱船航速



资料来源：Clarksons，东证衍生品研究院

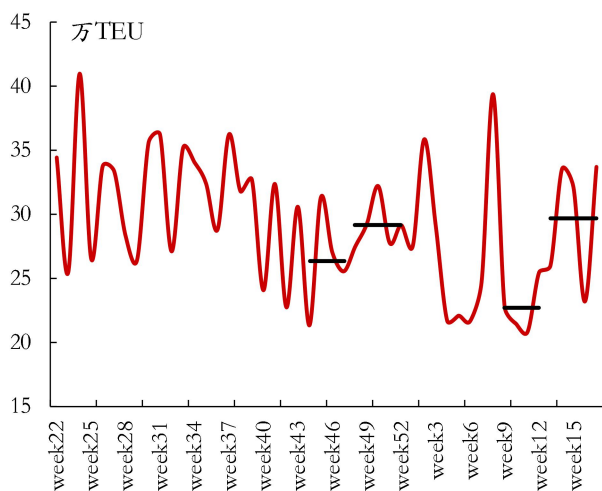
## 2、欧线4月运价大概率延续弱势

2024年4月欧线的供需状况究竟如何，可以从两个角度评估。第一，以2023年12月为参考。去年11和12月，随着旺季临近，班轮配合收紧运力，欧线运价成功止跌回升。虽然12月中旬，红海事件发酵，班轮纷纷开启绕行，但绕行并未影响到12月后半月的需求，因此假设去年12月欧线供需基本平衡。根据亚欧历史贸易情况，4月作为传统淡季，相较前一年12月传统旺季，集装箱贸易规模通常存在不同程度的下滑，2012-2019年间下滑幅度在2%-13%之间，其中2019年4月相较2018年12月下滑幅度为6%。（2020-2022年间受疫情和供应链扰动较大，不在参考之列。）而当前欧洲经济环境并未发生较大变化，4月需求环比改善、但仍是淡季是目前市场一致预期，在假设4月欧线

实际供应和当前已知的计划数据保持一致的情况下，不论以何种降幅评估 4 月集装箱贸易规模的变化，和去年 12 月相比，4 月供需依然面临不同程度的过剩。第二，如果以 2024 年 3 月为参考。3 月船期三次调降，意味着欧线实际揽货并不理想，3 月供需偏紧的逻辑被证伪，而乐观的推断最多是 3 月供需平衡。4 月欧线周均运力环比 3 月增幅超 30%，从季节性来看，4 月需求环比 3 月通常出现改善，但即便以 2012-2019 以及 2023 年中最乐观——20% 的历史增幅来评估，4 月基本面也并不乐观。

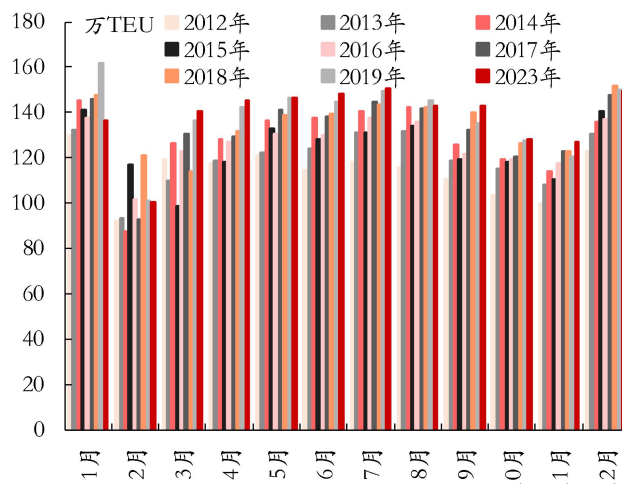
因此，只要 4 月欧线运力维持当前计划水平，运价走势将延续 3 月走弱趋势。但 4 月班轮是否会提涨？从定价角度看，3 月船期报价相较盈亏平衡点仍然偏高，如果存在过剩，班轮大概率会维持降价揽货的策略，即便提涨，在缺乏需求支撑的情况下，涨幅落地且维持的难度较大。从价格趋势看，春节后需求转淡、运价开启淡季下跌走势，通常情况下，节后 8-10 周左右才能看到跌势放缓、价格企稳的迹象，而最新 week12（节后第 7 周）报价环比跌幅仍然不低，参考历史趋势，4 月运价逆势上涨的可能性不大。虽然近期市场有声音认为班轮会在 4 月提涨，但不论从基本面还是价格角度评估，提涨且落地的可能性都有限，因此，4 月运价大概率会维持偏弱走势。

图表 3：亚欧航线周度运力投放



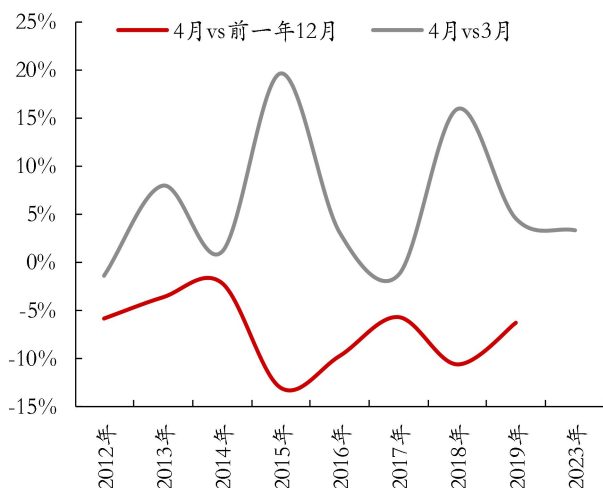
资料来源：Clarksons，东证衍生品研究院

图表 4：亚欧贸易季节性图



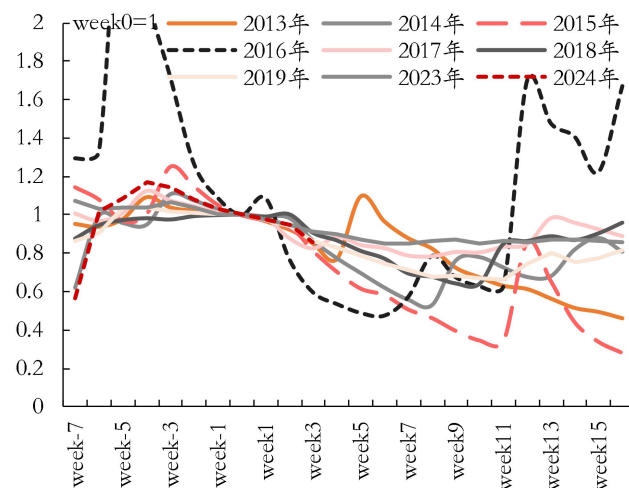
资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

图表 5：4 月集装箱贸易规模对比



资料来源：Clarksons，东证衍生品研究院

图表 6：SCFI（欧线）春节前后趋势变化



资料来源：Clarksons，东证衍生品研究院（week0 为春节前指数最后发布周）

### 3、EC2404 再估值及投资建议

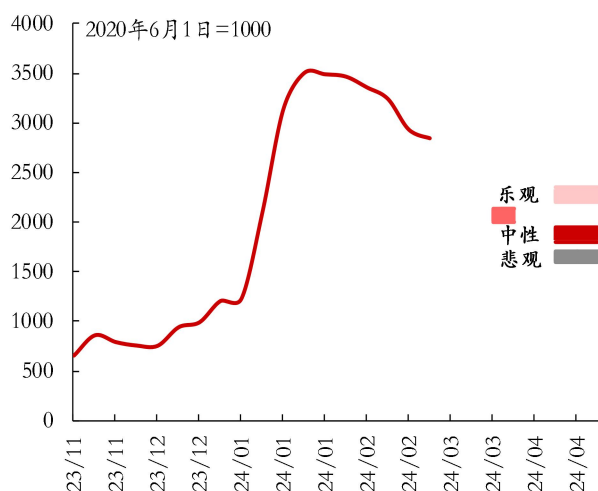
马士基 3 月下旬船期报价较 2 月底累计下调 30% 左右，其他船司降价幅度约为 25%。3 月 5 日最新 SCFIS（欧线）收于 2849.62 点，并未反映 week9 运价的下调，实际反映的价格仍是 2 月底运价水平。若以 25%-30% 的降幅推演，3 月 25 日/4 月 1 日当日公布 SCFIS（欧线）价格或在 1995-2140 点左右。EC2404 的交割结算价为 4 月 15 日、22 日和 29 日公布的 SCFIS（欧线）的平均值，交割结算价的大致水平预计到 4 月中旬船期（week16）报价公布后才有基本定调，最新报价只到 week12，余下 4 周报价的不确定性很高。分三种情形推演，假设 4 月中旬船期报价较 week12 的涨跌幅分别为 -20%、-10%、+10%，4 月 22 日 SCFIS（欧线）报价基本落在 1600-1700、1800-1950、2200-2350 三个区间范围内。

巴以双方分歧较大，永久停火协议达成的概率不高，而近期红海地区商船袭击活动造成人员伤亡，通行风险再度回升，随着交割月份临近，地缘消息对盘面走势的影响逐步趋弱。现货持续走弱和基差收敛交易逻辑之间的博弈或增加。最新 EC2404 成交价约为 1830，为中性估值区间的偏低位置，继续向下的空间相对有限，向上缺乏有效驱动，预计盘面短期维持震荡走势，建议以震荡思路对待行情，重点关注 4 月船期报价变化。

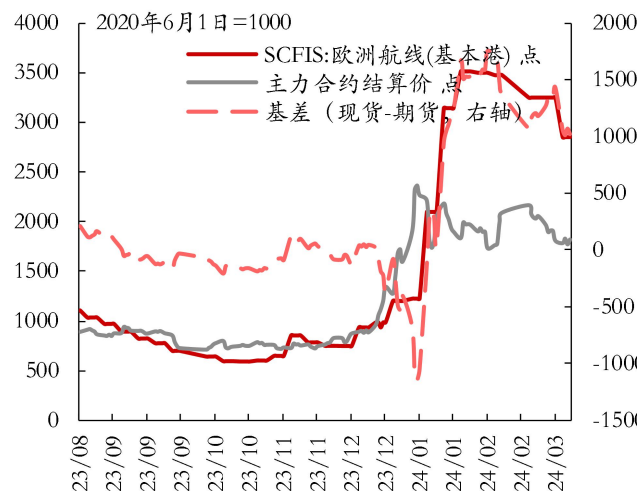
**图表 7：即期运价报价变化**

美元/箱	week8		week12		20GP降幅	40GP降幅
	20GP	40GP	20GP	40GP		
马士基MSK	2504	4002	1686	2846	-33%	-29%
ONE	2437	4304	1637	3104	-33%	-28%
地中海MSC	2480	4140	1940	3240	-22%	-22%
赫伯罗特HPL	2275	4350	1750	3300	-23%	-24%
东方海外OOCL	2250	4300	1775	3350	-21%	-22%
长荣EMC	2780	4310	2180	3310	-22%	-23%
达飞CMA	2401	4577	2201	4077	-8%	-11%

资料来源：Wind，东证衍生品研究院

**图表 8：SCFIS（欧线）趋势与预测**


资料来源：Wind，东证衍生品研究院

**图表 9：EC 期货价格与基差**


资料来源：Wind，东证衍生品研究院

#### 4、风险提示

班轮 4 月提涨、4 月船期报价快速上涨或下跌、出口表现超预期等。

### 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](http://www.orientfutures.com)

Email：[research@orientfutures.com](mailto:research@orientfutures.com)