

集装箱上市系列专题（三）

集装箱运价特征与价格形成机制

报告日期：2023 年 6 月 2 日

★集装箱报价模式与分类：

CY-CY 整箱运输是最常见和最具有参考性的集装箱海运报价模式。集运市场价格通常分为三类，货代价格、即期运价和长协价格。货代价格通常是货代对中小型货主的即时报价。即期运价是船公司针对中小货代、或直客的非长协舱位的短期/即期价格。即期价格是反映市场即时供需波动最有效的价格，通常也是狭义集装箱运费指代的对象。长协价格通常是船公司与大型货主或货代签订的中长期的、具有合同约束的价格。其中，即期运价是长协价格和货代价格的基础，也是海运市场供需变化的风向标。

★集装箱价格形成机制：

供需决定价格趋势，成本对价格形成支撑。通常情况下，集装箱运费由供需基本面决定，只有在市场对供需变化不敏感的情况下，运费对成本的敏感度才会上升。

供需定价模式下，供需过剩，集装箱运价下跌，供需偏紧，运价上涨。集装箱需求受欧美宏观较为直接，库存周期的变化会加剧集装箱需求的波动幅度，此外受政治因素或突发事件影响，集装箱海运距离变化也会影响集装箱需求。集装箱供应受产业层面因素影响较大，船队规模是运力的中长期约束，船舶周转效率赋予短期运力一定弹性。

集装箱海运成本可以划分为运输成本、人力成本和资金费用，占比分别为 83%、6%和 11%。运输成本占海运成本的大头，成本通常与航线、航程以及货量直接相关，按费用主体可以划分为船舶航程费用、集装箱成本、货物管理费用以及燃油成本。

★集装箱运价走势特征：

集装箱运价同时具备周期性和季节性两大特征。周期性主要受到造船周期影响，供需错配程度较大，周期长且周期性强。季节性则主要受到需求的季节性影响，每年 7-9 月和 12-1 月通常是每年运价峰值。



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

相关报告：

集装箱上市系列专题（一）：从供应链角度看集装箱海运_20220722

集装箱上市系列专题（二）：集装箱航线概况与发展_20230301

目录

| | |
|----------------------|----|
| 1、集装箱报价模式与分类..... | 4 |
| 1.1、集装箱即期运价与构成..... | 4 |
| 1.2、集装箱长协定价模式..... | 4 |
| 2、集装箱价格形成机制..... | 5 |
| 2.1、供需决定运价趋势..... | 6 |
| 2.1.1、集装箱需求影响因素..... | 6 |
| 2.1.2、供应影响因素..... | 10 |
| 2.2、成本提供价格支撑..... | 12 |
| 3、集装箱运价走势特征..... | 13 |
| 3.1、周期性..... | 13 |
| 3.2、季节性..... | 14 |

图表目录

| | |
|------------------------------|----|
| 图表 1: 集装箱价格影响因素..... | 6 |
| 图表 2: 美国居民消费与可支配收入..... | 7 |
| 图表 3: 美国居民消费与储蓄和信贷..... | 7 |
| 图表 4: 美国商品消费占比..... | 8 |
| 图表 5: 欧美通胀变化趋势..... | 8 |
| 图表 6: 美国社会库存同比变化..... | 9 |
| 图表 7: 美国主要零售企业库存规模..... | 9 |
| 图表 8: 亚洲-欧洲集装箱贸易量季节性..... | 10 |
| 图表 9: 亚洲-北美集装箱贸易量季节性..... | 10 |
| 图表 10: 集装箱船舶闲置率与贸易变化..... | 12 |
| 图表 11: 集装箱船舶航速与贸易变化..... | 12 |
| 图表 12: 集装箱海运成本构成..... | 13 |
| 图表 13: 运输成本中各类费用占比..... | 13 |
| 图表 14: SCFI 综合指数趋势因子..... | 14 |
| 图表 15: 各类商品价格波动率对比..... | 14 |
| 图表 16: SCFI 欧洲航线季节性因子..... | 15 |
| 图表 17: 亚洲-欧洲集装箱贸易量季节性因子..... | 15 |
| 图表 18: SCFI 美西航线季节性因子..... | 15 |
| 图表 19: 亚洲-北美集装箱贸易量季节性因子..... | 15 |

1、集装箱报价模式与分类

按交接方式和交接地地点划分，集装箱运输形式多样，报价模式也存在不同。集装箱运输分为整箱和拼箱两种，按交接方式划分可以大致分为四类，整箱交-整箱接 (FCL/FCL)、整箱交-拼箱接 (FCL/LCL)、拼箱交-整箱接 (LCL/FCL)、拼箱交-拼箱接 (LCL/LCL)。交接地点可以划分为门 (发货人或收货人工厂或仓库, Door)、站 (港口集装箱货运站, 即负责集装箱货物拆箱或拼箱的仓库, CFS)、场 (港口集装箱堆场, CY)。通常而言, 门和场的集装箱交接通常适用于整箱交接, 而集装箱货运站意味着拼箱交接。CFS 涉及额外的拼箱费用, 而涉及门交接的集装箱运输则需要支付额外的陆运费。因此, CY-CY 整箱运输是最常见和最具有参考性的集装箱海运报价模式, 也是各大集装箱指数的采集和编制的对象。我们对集装箱运费的讨论仅针对 CY-CY 整箱运输。

集运市场价格通常分为三类, 货代价格、即期运价和长协价格。货代价格通常是货代对中小型货主的即时报价, 但因货代体系繁杂, 价格波动较大、难以进行有效追踪。目前各大集装箱价格指数中, 针对货代价格进行采集和编制的指数只有 FBX 指数。

1.1、集装箱即期运价与构成

即期运价是船公司针对中小货代、或直客的非长协舱位的短期/即期价格。即期价格是反映市场即时供需波动最有效的价格, 通常也是狭义集装箱运费指代的对象。即期价格相对公开, 是目前各大集装箱指数重点追踪的对象, 如 SCFI 指数、WCI 指数等, 都是针对即期运价进行采集和编制的指数。

集装箱海运费由基础海运费和附加费两部分构成。基本费率指每一计费单位货物收取的基本运费, 即航线内基本港之间对每种货物规定的必须收取的费率, 也是其他一些按百分比收取附加费的计算基础, 是海运费的重要组成部分。基本运费的确立基本可以反映海运的各项成本, 如船舶租金/折旧、燃油费用、维护成本、港口使用费、管理费、人力成本等。但在实际航行中, 由于船舶、货物、港口及其他原因, 航运成本存在波动。因此, 附加费是在保持基本费率相对稳定的基础上, 班轮公司在基本费率之外, 为了弥补损失而收取的各种额外加收的费用。附加费种类繁多, 会随着情况变化, 取消或者制定新的附加费, 附加费在海运费中的占比并不低, 因此附加费影响海运费波动的重要因素。常见的附加费包括燃油附加费 (BAF/FAF/LSS)、紧急燃油附加费 (EBS/EBA)、综合费率上涨附加费 (GRI)、旺季附加费 (PSS)、运河附加费 (SCS/SCF/PTF/PCC)、集装箱不平衡附加费 (CIC)、币值附加费 (CAF/YAS)、港口拥挤附加费 (PCS)、战争附加费 (WRS) 等。

1.2、集装箱长协定价模式

长协价格通常是船公司与大型货主或货代签订的中长期的、具有合同约束的价格。对于长约期限, 市场一般定义为 6 个月以上、1 年为主, 根据需求也可以一季或两年一签, 也存在部分船公司给出超过 3 年的长约合同, 但并不多见。对于期限较长的合同, 费率

通常会定期（季度或月度）参考市场指数或贸易情况进行调整，如 XSI 指数和 CTS 贸易和价格数据。因此，长协价格的制定是在即期价格基础上，参考未来一年供需预期制定的，是对未来半年到一年市场预期的反映。

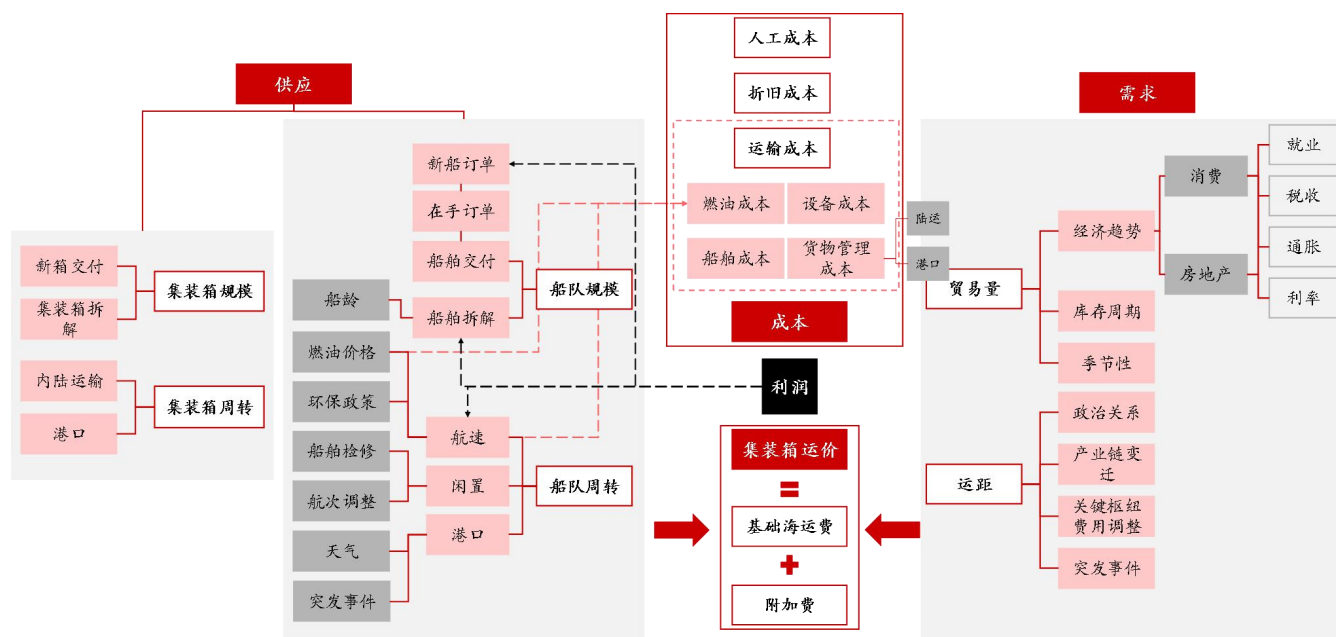
对于船企而言，长协的签订主要以锁定客户和保障运输货量为目的。但由于公司理念和经营上的差异，各大船企长协比例并不统一。大型班轮公司在欧美航线上长协占比约为 50%，其中马士基长协比例高达 70%，而中小型班轮企业长协占比则更低。在长协的定价上，马士基、中远和 CMA 有绝对的主导权，其他船企只能决定是否跟随定价。对于货主而言，长协的吸引力则在于舱位保障和相对低价。对于货主或货代而言，可以根据自身的生产计划，调整锁量锁价（带亏舱协议）和锁量不锁价（随行就市）两种合约配置比例。

此外，对于不同航线，长协签订有所不同，欧美航线长协占比远高于其他非主流航线。欧线和美线也存在差异，欧线习惯在新年开始之前即四季度末进行签约，美线签约则通常放在二季度进行。欧美航线一般一年一签，但欧线会按季对费率进行调整，而且习惯签订锁价不锁量的全球性合约，当货量达到一定阈值后，船公司会针对性的退还费用。此外，欧线长协签订比例小于美线，欧线长协占比一般在 20%-40%、美线则高达 50%。

2、集装箱价格形成机制

即期运价是长协价格和货代价格的基础，也是海运市场供需变化的风向标。和其他商品类似，供需关系决定价格变化趋势，成本只是定价的参考和支撑。集装箱运价由供需基本面决定，而通常情况下，成本对价格趋势的影响相对有限。只有在市场对供需变化不敏感的情况下，运费对成本的敏感度才会上升。典型场景是，市场供需过剩，价格持续下跌、在不断趋近成本线的过程中，价格对供需的敏感度不断降低、对成本的敏感度不断抬升，换言之成本对价格的支撑增强。进一步地，当运价跌至或跌破成本线之后，即便供需继续恶化，运价也难以持续向下，甚至当成本上升的时候、运价也将随之回升。

图表 1：集装箱价格影响因素



资料来源：东证衍生品研究院

2.1、供需决定运价趋势

海运价格的标的是服务，但和其他商品一样，也取决于供需基本面的变化。供需过剩，集装箱运价下跌，供需偏紧，运价上涨。不同的是，集装箱供需面对宏观因素的敏感度异常高，可以说集装箱需求几乎完全由宏观决定。

2.1.1、集装箱需求影响因素

集装箱运输的标准化意味着对运输对象特征的淡化，可以说绝大多数能够想到的商品都能进行集装箱海运，包括大宗商品。但由于成本制约，加上便捷性考量，集装箱运输通常用于非大宗类的散货运输，以制造业成品、半成品为主，同时包含部分小宗原料。由于运输的“非特异性”，集装箱运输标的无法定位为某一具体行业或某一具体商品，因此传统的产业供需逻辑无法适用于对集装箱需求的分析，取而代之的是更加宏观的分析框架。

考虑到欧美和亚洲在全球集装箱贸易中的重要地位，欧美和亚洲经济体经济政治变化是影响集装箱需求变化的关键。集装箱贸易可以简单地划分为跨区域贸易和区域内贸易。跨区域贸易按始发地划分，亚洲是全球集装箱出口最为密集的区域，亚洲出口的集装箱占到全球跨区域集装箱贸易的 50%，其次是欧洲和北美，占比分别为 19% 和 12%。按目的地划分，北美和欧洲是全球集装箱需求最大的区域，北美自全球进口的集装箱贸易量占到全球跨区域贸易的 28%，欧洲占比达到 23%，其次是亚洲和南半球。而区域内贸易地规模和跨区域贸易不相上下，亚洲和欧洲是区域内贸易相对活跃地地区。按航线划分，

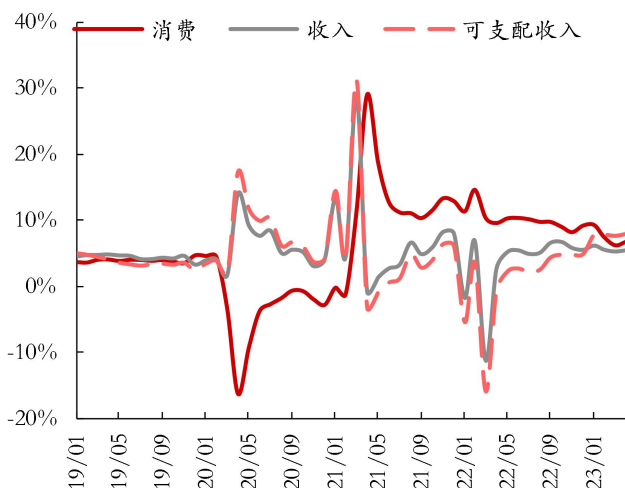
跨太平洋和亚欧航线是全球贸易量最大、发展最成熟的航线，也是全球运价走势的风向标。

(1) 消费和地产是影响需求趋势的决定性变量

从全球产业链分工来看，欧美是核心消费国。以美国为例，按规模大小划分的集装箱进口货物，依次为家具、机械设备、塑料、玩具、橡胶钢铁制品、纺织服饰等。因此，欧美商品消费和房地产市场的变化是影响集装箱需求趋势的直接原因。但本质而言，引起消费和地产变化的根本实则在于经济政策的调整。

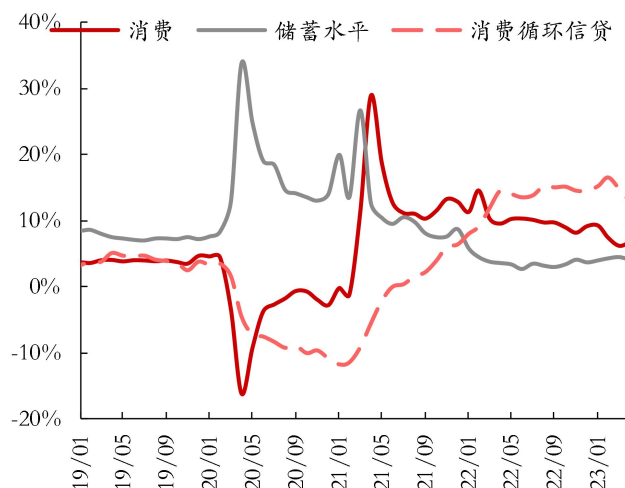
财政或货币政策调整或直接或间接带来居民可支配收入和预期变化，进一步对消费造成影响。消费的变化趋势并不完全与可支配收入一致。一方面，通胀的变化影响消费者实际购买力，进而对实际消费造成影响，极端通胀之下，消费端受到的负反馈会被无限放大。另一方面，储蓄和信贷在收入和消费之间起到缓冲作用，从而平滑消费的变化。比如，疫情初期，在宽松政策的推动下，欧美居民收入大增对消费形成了正向拉动；2022年，欧美通胀和加息的影响下，就业市场逐步降温，居民收入增速放缓，但由于对储蓄和信贷的透支，消费仍然维持有一定韧性。此外，从消费结构来看，欧美以服务消费为主，通常而言，商品和服务消费之间的关系维持稳定，但消费者习惯受到疫情影响出现了一定不可逆转的变化、加上电商平台发展，欧美商品消费占比有所提高、但仍低于服务类消费占比。目前来看，欧美政策环境仍旧偏紧，欧洲通胀僵持难解，美国银行危机、债务危机若隐若现，加上政策传导的滞后性，欧美经济前景堪忧，居民收入增速难以为继。而储蓄和信贷的透支空间已经被消耗殆尽，加上信贷成本不断上升的影响，其对消费的缓冲将不断趋弱，消费增速将逐步与收入趋同，集装箱需求前景并不乐观。

图表 2：美国居民消费与可支配收入



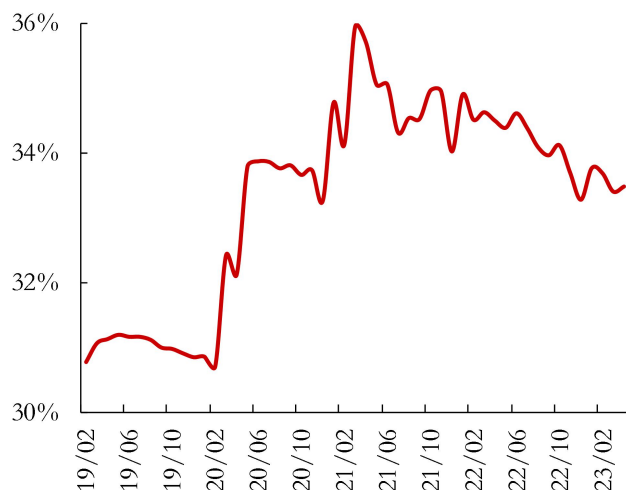
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 3：美国居民消费与储蓄和信贷



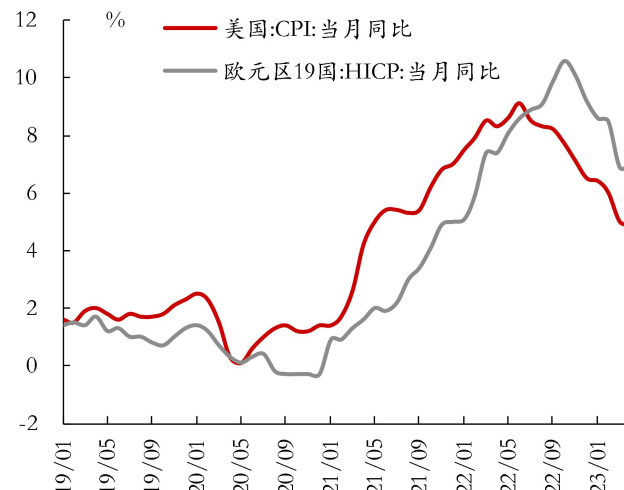
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 4：美国商品消费占比



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 5：欧美通胀变化趋势



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

(2) 库存周期是需求波动的放大器

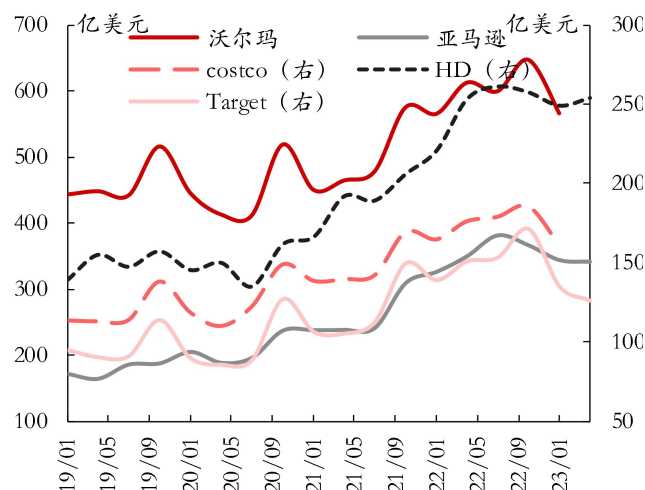
然而，集装箱需求的变化趋势并不完全同商品消费一致，需求的波动率远高于商品消费。其原因在于库存周期在其间起到的放大作用，牛鞭效应能对此现象作出解释。牛鞭效应指的是需求的微小变化在通过供应链传导的过程中被逐级放大。如 2020 年下半年-2022 年上半年之间，欧美商品消费的繁荣带来库存变化，进而催生的补库需求通过供应链逐级加强，最终放大至进口端，强化了集装箱需求的变化。2022 年二季度以来，随着消费端渐向疲软，欧美终端消费的悲观情绪沿供应链逐渐放大至进口端，补库向去库的逆转对集装箱需求造成了较大冲击。截至 2023 年 5 月，海外库存压力仍然较大，去库仍然是压制集装箱需求的重要因素。预计随着库存压力的逐渐缓和，集装箱需求走势将逐步向消费走势靠拢。

图表 6：美国社会库存同比变化



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 7：美国主要零售企业库存规模



资料来源：公开信息整理，东证衍生品研究院

(3) 运距是影响需求的关键因素

除贸易量以外，运距是影响集装箱需求的关键变量。海上运输并非在海上漫无目的的漂泊，港到港的货物运输需要提前进行线路规划。航线，实则是在多重考虑之下，制定的最安全、最经济的海上行驶路线。海运运输发展已经非常成熟，单一航线航程通常不会出现大幅调整，除非极端情况发生，如战争、海盗、自然灾害等。此外，关键枢纽通行状况和成本也是影响航线规划的重要考量因素。比如，2021 年苏伊士运河突发搁浅造成运河拥堵，部分船舶选择绕行好望角；巴拿马运河水位下降期间，超大型船舶难以通行的情况下，也会选择绕行；当运河通行费用远超绕行所需的额外燃油成本和时间成本时，船舶也绕行以减少成本。

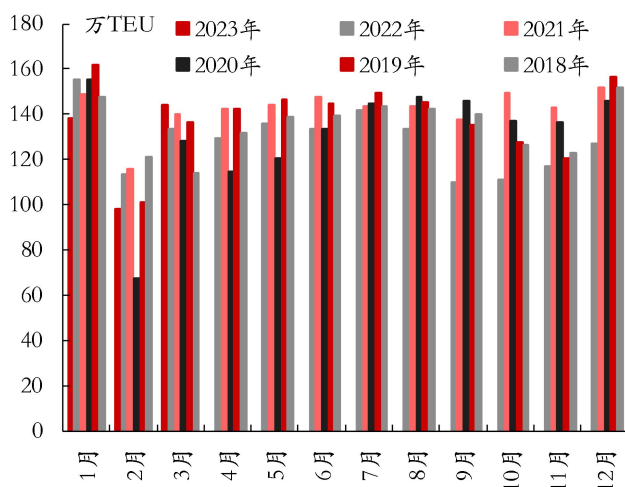
但不同航线运距不同，航线间货量分配差异也会造成平均运距的波动，进而影响集装箱需求。全球贸易格局的调整带来航线间货量分配的变化。全球产业链转移趋势和政治因素，是影响集装箱贸易平均运距中长期变量。如当前产业转移趋势之下，东南亚、南亚等地区对中国低端制造业的替代，将影响亚洲到北美的平均运距。而 2018 年中美贸易摩擦加深，阶段性的加速了海外对中国制造业的替代。但产业替代并非一蹴而就，平均运距调整是一个缓慢的过程。

(4) 需求的季节性表现

受欧美航线贸易季节性波动的影响，全球集装箱需求也呈现出一定季节性特征。欧美冬季购物节（11-12 月）和返校季（8-9 月）是欧美最大的两大消费节，加上国内节假日和运输周期影响，每年 7-9 月和 12-1 月是欧美集装箱需求的旺季。虽然 2020-2022 年期间，受运力不足、供应链不畅等问题扰动，季节性特征出现了扭曲，其中美线需求季节性扭

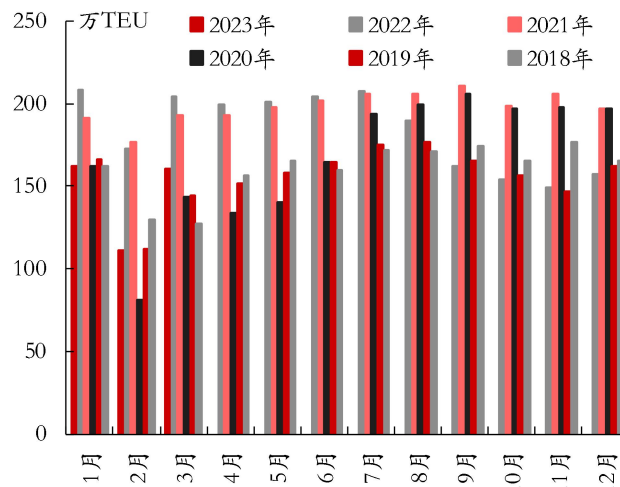
曲的程度更为明显，但随着需求降温，季节性表现逐渐回归常态。

图表 8：亚洲-欧洲集装箱贸易量季节性



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

图表 9：亚洲-北美集装箱贸易量季节性



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

2.1.2、供应影响因素

相比于需求的宏观性，集装箱供应则表现出强烈的产业属性。集装箱供应，简单来讲就是集装箱运力，即集装箱的运输能力，是固定时间内集装箱运输的最大承载量，不只取决于静态的船舶和集装箱存量，也取决于船舶闲置比率、集装箱船和箱子的周转效率。集装箱运力由一对互补变量决定，船舶周转量和集装箱周转量，二者中的短板是决定运力供应的关键。船舶周转取决于船舶载重、船舶闲置比率和船舶周转次数，集装箱周转量由集装箱存量和周转次数决定。运量影响因素众多，按影响的时间维度进行划分，长期运力变化取决于船队规模和集装箱量，短期运力主要受闲置率、航速、港口周转等因素影响。

(1) 船队规模是运力的中长期约束

船队规模和集装箱量作为一对互补变量，二者中的短板是运力的长期约束。箱船比是衡量集装箱和船队规模强弱关系的重要指标，即集装箱存量和船队存量的比值。通常来说，集装箱数量只有超过船舶载重，才能保证集装箱周转与船舶周转相匹配。主要原因在于集装箱运输不仅涉及海运、还包括陆运，如铁路和卡车运输，因此集装箱周转通常比船舶周转更慢。集装箱数量只有超过船队规模，即箱船比大于1，才有可能保证运力不被集装箱规模约束。

但船舶和集装箱生产周期差异，导致运力的短板通常来自于船队，而非集装箱。船舶制造一般需要2-3年，包括设计、材料加工、组装、试验下水、交付等流程，新船订单至

少需要2年才能实现交付，并对船队规模产生实质影响。对比而言，集装箱生产通常只需要几个小时，包括钢壁组装和涂漆、烘干等过程，即便加上下订单、排班到投入使用的时间，也只需要6周左右。因此如果箱船比偏低，运力的短板通过集装箱增产就能快速弥补，相反，如果箱船比过高，运力的短板想要补足至少需要2年。但正式由于船舶建造周期的影响，供应通常滞后于需求波动。如2020-2022年间，集装箱需求表现超预期，造成新造船订单激增，而2023年二季度开始，订单才将逐步交付，但彼时需求已经跌至谷底。

(2) 船舶周转效率赋予短期运力一定弹性

集装箱短期运力主要取决于船舶周转效率。由于集装箱生产周期短，集装箱周转的短板可以通过集装箱生产进行弥补，相反，船舶周转受限则无法通过新造船得到快速解决。因此，短期运力的弹性更多的取决于船舶周转效率。因此，影响运力的短期因素包括船舶闲置、航速和港口效率。

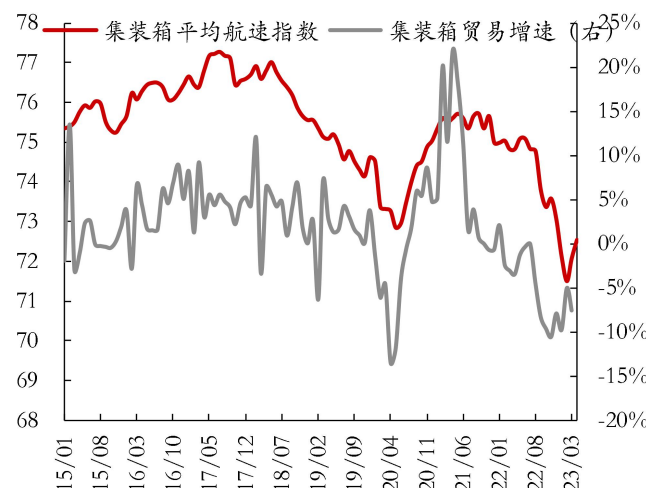
通常情况下，短期运力通常是富有弹性的，通过调节船舶闲置和运输效率，可以促使供应配合需求进行调整。当运输需求增长或下滑时，船东可以减少或增加船舶闲置，从而增加或减少市场运力投放。船舶闲置的调整手段多样，既可以通过调节航次或者港口挂靠，也可以通过调整船舶的检修计划实现。而运输效率的调整更加复杂，取决于运输效率和港口效率。港口和船队并未统一的运营主体，从经营维度而言对船东并不可控，其次港口同样受到诸如设施、劳动力和天气等不确定性因素的扰动，即便对港口方而言也难以完全把控。此外，加上航距相对固定，因此，对船东而言，航速是调节运输效率的唯一可控因素。理论而言，航速提升或下降1%就能释放或减少1%的运力，但对集装箱运输来说，提速和降速对运力的影响效果并不平衡。集装箱周班服务的特性决定了，提速只有累积到一定规模才能对运力带来有效影响，相反降速的效果则会被加倍放大。此外，航速的调节还需要考虑经济性，除船舶设计航速的限制以外（通常为18-25节），航速变化意味着油耗和运输效率的变化，只有在航速调整带来的边际收益大于边际成本时，调速才有可能落实。

图表 10: 集装箱船舶闲置率与贸易变化



资料来源: Clarksons, 东证衍生品研究院

图表 11: 集装箱船舶航速与贸易变化



资料来源: Clarksons, 东证衍生品研究院

(3) 运力调控与决策冲突

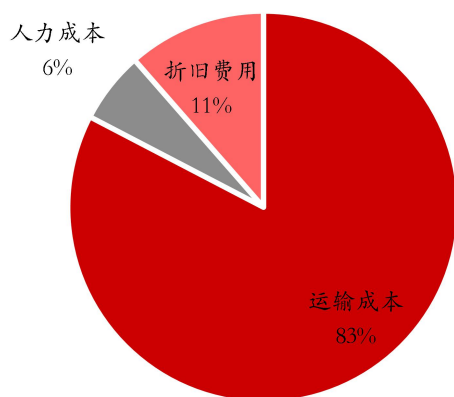
虽然理论而言,船东可以通过调节运力,来实现调节供需的目的。但现实却是,船东无法时刻保持对市场的准确判断,因此在决策时,通常会出现超调或调节不足的情况,从而造成市场超预期的波动。此外,在极端情况之下,往往不可控因素才是供应侧面临的最大扰动。如港口,2021年-2022年,在多重因素冲击下,欧美供应链失序波及到港口,造成了史无前例的港口大拥堵,大幅削弱了有效的运力供应量,即便船东采取各项措施,如运力调动、提速和减少闲置等,也无法有效改善供应紧缺的现状。随着2022年下半年以来,港口拥堵的持续缓和,到2023年,港口效率的恢复释放了大量拥堵,带来前所未有的供应宽松,对集装箱供需无疑是雪上加霜;而2022年年末以来,船东对市场判断失误,直接推动了运价一泻而下不可挽回的局面。

2.2、成本提供价格支撑

供需决定价格趋势,成本对价格形成支撑,这种支撑作用随着利润波动而变化。利润收缩、支撑增强,在价格接近盈亏平衡点或者出现亏损的情况下,支撑的效用将完全取代供需波动的影响。但集装箱海运的成本也并非一尘不变。集装箱海运成本可以简单划分为运输成本、人力成本和资金费用,几项成本占比分别为83%、6%和11%。由于集装箱运输机械化和自动化程度较高,因此,集装箱运输过程涉及到的直接人工成本有限,而资金成本主要为固定资产的折旧费用,船舶或集装箱的长期租赁成本也被调整在内。运输成本占海运成本的大头,运输成本通常与航线、航程以及货量直接相关,按费用主体可以划分为船舶航程费用、集装箱成本、货物管理费用以及燃油成本。其中船舶航程费用包含船舶短期租赁费用、港口费、运河通行费、船舶维护费,与集装箱相关的费用

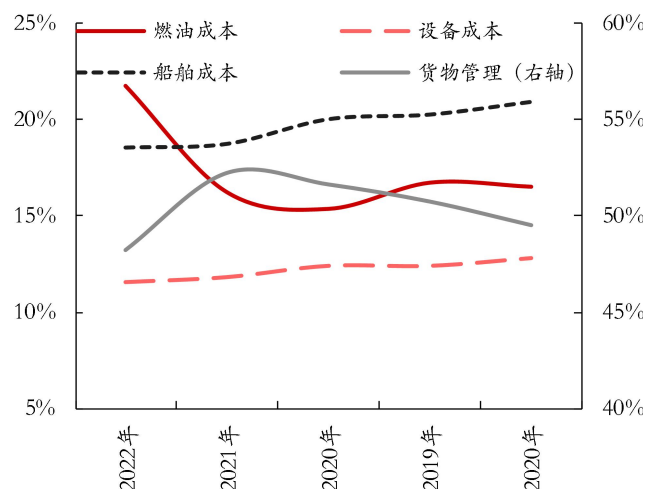
包含集装箱短期租赁成本、管理和调配成本，货物管理费用则包含集装箱内陆运输和港口装卸成本。燃油成本通常是造成航运成本波动的最大原因，航速（燃油的单位航速消耗量是船舶航速的三次函数）、船舶设计、船体状况造成油耗差异，而燃油价格变动加剧燃油成本波动，燃油成本在运输费用中的占比在 15-25% 间不等。

图表 12: 集装箱海运成本构成



资料来源：公开信息整理，东证衍生品研究院

图表 13: 运输成本中各类费用占比



资料来源：公开信息整理，东证衍生品研究院

3、集装箱运价走势特征

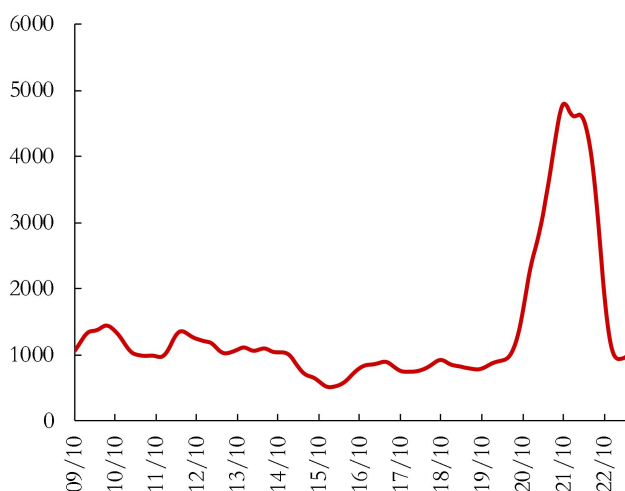
3.1、周期性

万物皆周期，航运也不例外。周期，本质是供需错配与再平衡的过程。需求波动，但供应调整滞后，供需节奏难以匹配，这种不平衡的关系加剧了价格波动，是商品周期性的源头。相比于传统商品，航运周期维度长、周期性更强。造成这一现象的原因是多方面的。航运，特别是集装箱运输，需求受宏观驱动，在库存周期的影响下，也表现出明显周期性特征。另一方面，造船周期长，大型船舶从下单到交付通常需要 2-3 年时间，因而造船供应弹性的缺失。虽然前文提到，通过航次或航速的调整，可以对有效运力进行调节，但静态运力弹性的缺失限制了短期有效运力的上限，特别是需求上升阶段，有效运力上调一定幅度后，其弹性将逐渐降低、并趋于零。其次，船舶的重资产属性意味着过剩运力的退出难度大，当需求下滑，虽然理论上可以通过调节航速、航次来调节有效运力，从而达到平抑运价波动、优化利润的目的，但事实上，固定成本占比较高、资本开支大，当运输量大幅下降，营业收入无法覆盖折旧开支的情况下，平抑运价波动的意义缩小，船东的策略会从保价切换至保量，因此市场极度低迷的情况下，船舶降价揽货的现象十分常见。

但和其他海运市场比较，集装箱的周期性相对更弱。其原因在于市场集中度和业务模式的差异。和干散货趋于完全竞争的市场分布不同，集装箱市场集中度相对更高，加上航

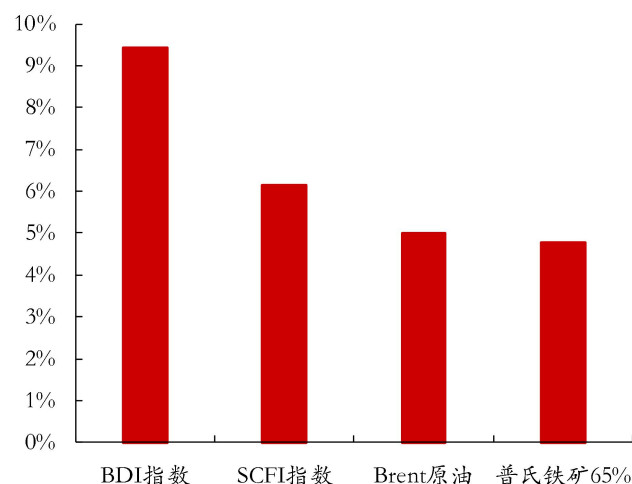
运联盟的存在，当市场发生变化，班轮企业采取一致行动的概率更高，从而可以极大地避免陷入囚徒困境。此外，班轮市场壁垒相对更高，周班运作模式发展成熟，各大船企主打差异化的服务模式，有能力也有需要追求更加稳定的经营效益和保证功能更稳定的客户关系。因此，从这一角度而言，班轮企业有能力通过调节有效运力从而达到平抑短期运价波动的目的，一定程度上降低了集装箱运价的波动性。

图表 14: SCFI 综合指数趋势因子



资料来源: Clarksons, 东证衍生品研究院

图表 15: 各类商品价格波动率对比

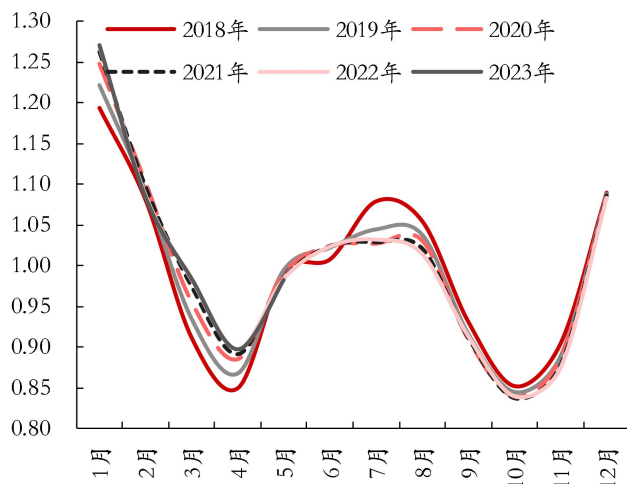


资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

3.2、季节性

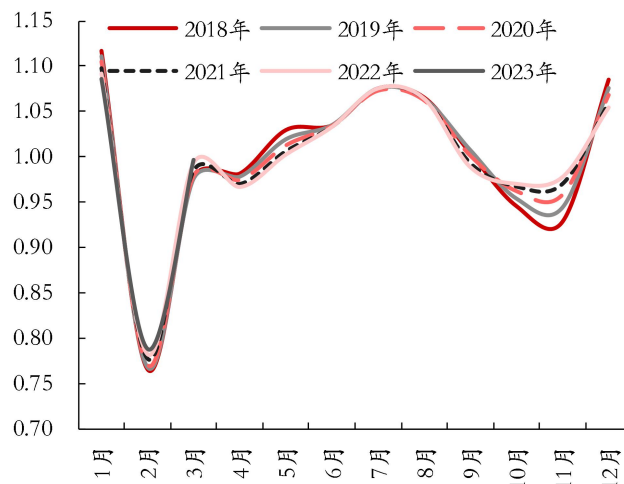
集装箱运价的季节性主要源自需求的季节性波动，运价的季节性表现和需求走势类似。亚洲-欧洲集装箱运费通常在每年7-8月和12-1月偏强，但由于年中旺季需求略弱于年末，7-8月运价峰值略低于12-1月，2-4月和9-11月运价进入下行区间，5-6月运价上涨的概率偏高。亚洲-美西集装箱运费在每年8-9月和12月表现偏强，美国年中旺季需求明显强于年末，8-9月运价通常是全年运价的峰值，2-3月和10-12月运价维持偏弱运行，4-7月运价处于修复回升阶段。而疫情期间，集装箱需求季节性特征的扭曲在运价上也有所体现。可以看到，2021和2022年，美西航线全年运价峰值从常态的8-9偏移向了7-8月。预计随着需求淡旺季的常态化回归，价格的季节性表现也将趋同于疫情前。

图表 16: SCFI 欧洲航线季节性因子



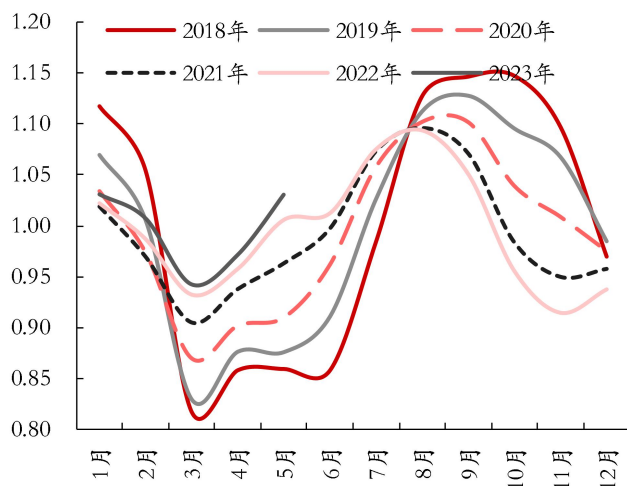
资料来源: Clarksons, 东证衍生品研究院

图表 17: 亚洲-欧洲集装箱贸易量季节性因子



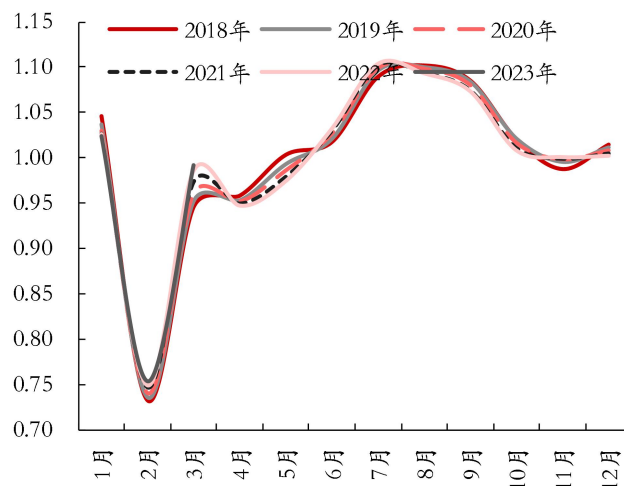
资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

图表 18: SCFI 美西航线季节性因子



资料来源: Clarksons, 东证衍生品研究院

图表 19: 亚洲-北美集装箱贸易量季节性因子



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

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