

需求或见顶，绕行影响消退缓慢

走势评级：欧线（震荡）
报告日期：2024年6月28日

★节奏紊乱，需求或见顶

美联储降息迟迟未定，经济前景制约补库空间。降息对经济的提振效果需要后续政策配合，欧洲本轮库存去化幅度有限，补库难以支撑需求的趋势性增长。二季度需求淡季不淡是对远期需求的透支，7-8月需求或见顶回落。下半年需求不乐观，但中美贸易摩擦升级的风险较大加上补库托底，美线需求回落幅度有限，中欧贸易风险不大，欧线下半年需求压力较大，关注贸易摩擦升级对需求节奏的潜在影响。

★绕行影响淡化缓慢，年内供应宽松难落地

巴以冲突难以解决，绕行大概率将持续到年底。新船交付对绕行的淡化略显缓慢，原因在于欧线不论从盈利性还是供应紧缺性角度，优先级都不靠前。上半年1.2-1.7万TEU的新船投入到美线、南美和地中海的规模较大，投入欧线1.7万+TEU的新船运力多以置换为主，并未带来运力100%净增。欧线船队维持周班仍需要更多运力，如果下半年欧线优先级继续低于其他航线，运力恢复速度将继续不及预期，年底前供应都不会太过宽松。需要关注拥堵造成的船期延误，以及进一步的运力损失。

★行情展望与投资建议：

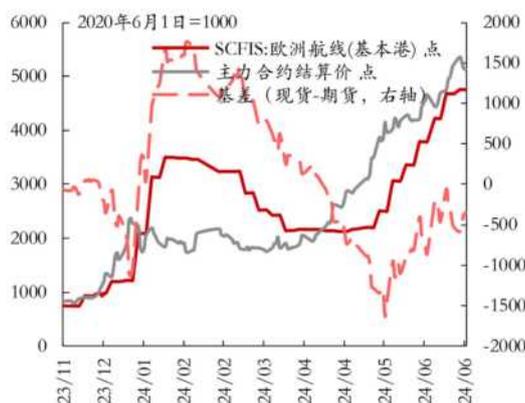
价格见顶，拐点临近，但短期回落速度不会太快。只有班轮揽货压力一致偏高才会看到价格的断崖下跌，但短期装载率压力有限，见顶后挺价概率更高。EC2408合约估值相比7月上旬船期报价有所低估，短期看易涨难跌。即便8月现货价格走弱，08合约向下的空间也相对有限，如果短期并未出现需求见顶的信号，08向上的空间依然可观。10、12月合约的绝对估值取决于运价见顶后的回落速度，有待市场确定性回升、才有可操作空间，短期建议关注10-12反套策略。

★风险提示：

巴以停火，贸易摩擦升级，美东码头罢工等

兰浙 高级分析师（航运）
从业资格号：F03086543
投资咨询号：Z0016590
Tel: 8621-63325888
Email: xi.lan@orientfutures.com

集运欧线走势图



目录

1、节奏紊乱，需求或见顶.....	5
1.1、经济前景并不乐观，补库强度有限.....	5
1.2、旺季前置透支远期需求.....	8
2、绕行影响淡化缓慢，年内供应宽松难落地.....	11
2.1、年内绕行逻辑不变.....	11
2.2、绕行影响消退缓慢.....	11
2.3、欧线难现宽松，美线扩张迅速.....	14
2.4、继续关注拥堵造成的船期延误.....	15
3、行情展望与投资建议.....	18
4、风险提示.....	20

图表目录

图表 1: 疫情期间的超额储蓄已耗光.....	5
图表 2: 美国就业市场热度不减.....	5
图表 3: 美国居民消费强劲走势不改.....	6
图表 4: 美国 PCE 物价指数.....	6
图表 5: 美国零售端持续补库.....	6
图表 6: 美国批发库存见底.....	6
图表 7: 欧洲经济体 GDP 环比折年率.....	7
图表 8: 欧盟和英国核心 CPI.....	7
图表 9: 欧元区库存调查指数.....	7
图表 10: 欧元区库存调查指数-分行业.....	7
图表 11: 欧元区库存调查指数-分行业.....	8
图表 12: 德国企业破产情况.....	8
图表 13: 亚欧集装箱贸易季节性.....	8
图表 14: 亚洲到北美集装箱贸易季节性.....	8
图表 15: 中国对美国新三样出口规模.....	10
图表 16: 中国对美国老三样出口规模.....	10
图表 17: NRF 北美集装箱进口预测.....	10
图表 18: NRF 北美集装箱月度进口变化率.....	10
图表 19: 中国对欧洲主要国家新三样出口规模.....	11
图表 20: 中国对欧洲主要国家老三样出口规模.....	11
图表 21: 中日韩月度新船交付规模.....	12
图表 22: 2024 年以来 1.7 万 TEU+新船交付跟踪.....	12
图表 23: 2024 年以来 1.2-1.7 万 TEU+新船交付跟踪.....	13
图表 24: SCFI 部分航线指数变化.....	13
图表 25: 广义欧线船队运力划分.....	13
图表 26: 1.2-1.7 万 TEU 船型按航线分布比例.....	13
图表 27: 联盟欧线船队部署情况.....	14
图表 28: 联盟在运营 1.7 万+TEU 船队航线分布.....	14
图表 29: 欧线周均运力规模.....	15
图表 30: 美线周均运力规模.....	15
图表 31: 加通潮水位图 (含预测).....	15
图表 32: 巴拿马运河新船闸集装箱船通行情况.....	15
图表 33: 东南亚港口集装箱船拥堵规模.....	16

图表 34: 新加坡、巴生港集装箱船周均等泊时间.....	16
图表 35: 中国港口集装箱船拥堵规模.....	17
图表 36: 主要中国港口集装箱船周均等泊时间.....	17
图表 37: 欧洲港口集装箱船拥堵规模.....	17
图表 38: 主要西北欧港口集装箱船周均等泊时间.....	17
图表 39: 美洲港口集装箱船拥堵规模.....	18
图表 40: 亚欧航线班轮收发货准班率.....	18
图表 41: 欧线期货期现货走势.....	19
图表 42: 欧线期货月间价差.....	19

1、节奏紊乱，需求或见顶

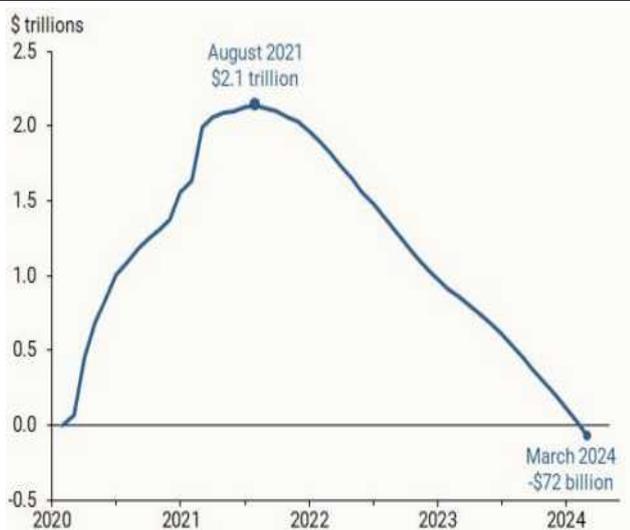
1.1、经济前景并不乐观，补库强度有限

降息潮开启，全球经济临近拐点，但谈论复苏为时尚早。目前欧美经济痛点各有不同。

就业表现强劲，通胀反复，美联储降息预期在推迟和不降息间摆动。即便下半年降息，年内降息幅度和频率有限，高利率环境的维持必然推动劳动力市场进一步降温。四季度以来，疫情期间超额储蓄对美国消费的支撑作用式微，在一季度超额储蓄耗尽后，就业成为居民消费的主要驱动。但随着劳动力市场退温，可支配收入延续下行，消费或受到更多抑制。年初以来，美国开启新一轮库存周期，但不论消费前景还是高利率环境，都将限制本轮补库的高度。

欧央行6月将三大政策利率下调25BP、率先开启降息，但对降息的短期效果不应抱有太强预期。欧元区降息落地，一方面在于通胀回落相对顺畅为降息提供了充分条件，更重要的是，欧洲经济疲弱的现状增加了降息的必要性，而降息也从侧面证实了经济弱势的事实。政策传导需要时间，对实体经济的拉动也需要后续政策配合，但目前薪资增速和地缘风险都为后续降息路径增加了不确定性。短期通胀回升压力仍然存在，年内降息幅度和频率都不会太高，而欧元区“财政赤字率上限3%、政府债务率上限60%”的财政约束或在2024年恢复，潜在的财政紧缩风险也将压制降息的实际效果。欧洲本轮库存去化幅度有限，工业库存水平自去年以来持续改善，但相比历史库存周期底部位置仍然偏高；零售库存四季度小幅去化，但年初以来有所反弹。有关欧洲进入强补库周期的观点缺乏有效逻辑和数据支撑，即便补库已然启动，但以欧洲经济前景和库存现状评估，补库幅度和持续时间都将非常有限。

图表1：疫情期间的超额储蓄已耗光



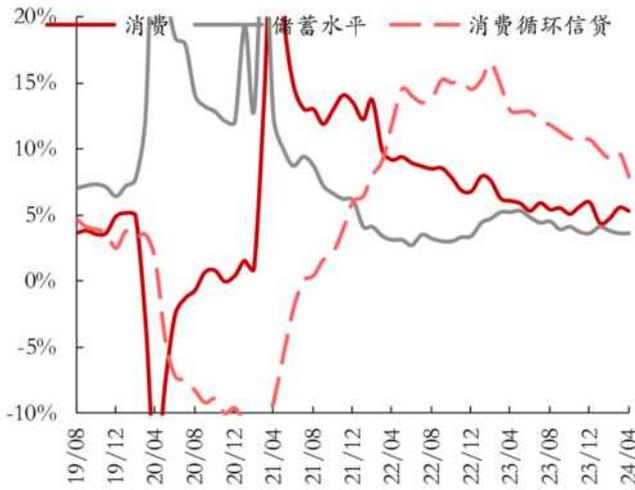
资料来源：美联储，东证衍生品研究院

图表2：美国就业市场热度不减



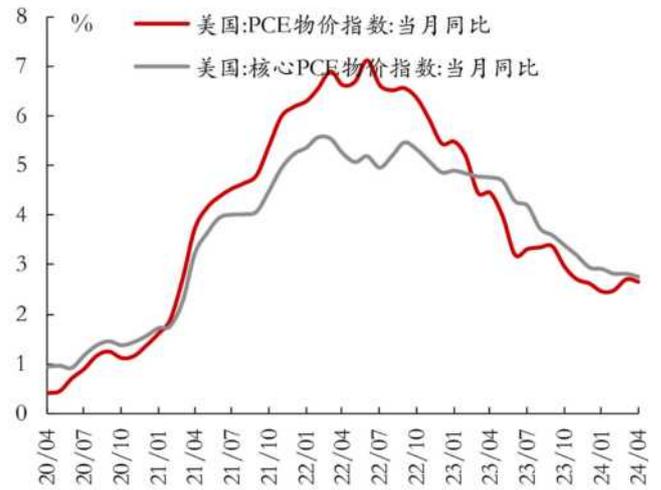
资料来源：iFind，东证衍生品研究院

图表 3: 美国居民消费强劲走势不改



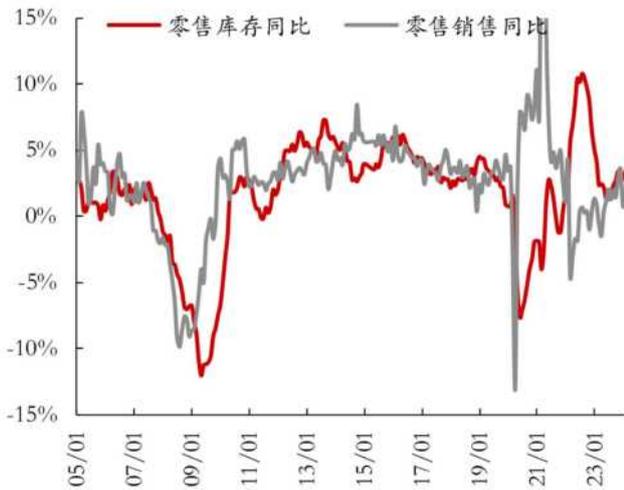
资料来源: iFind, 东证衍生品研究院

图表 4: 美国 PCE 物价指数



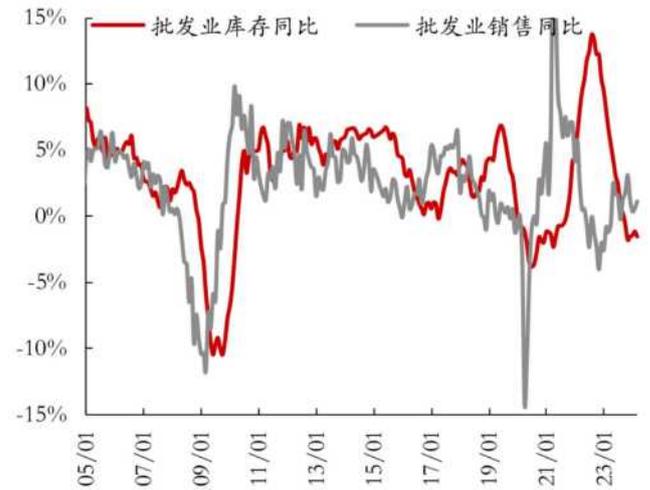
资料来源: iFind, 东证衍生品研究院

图表 5: 美国零售端持续补库



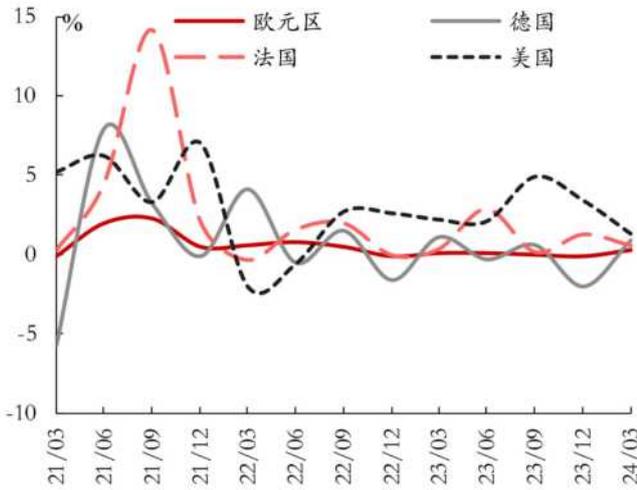
资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

图表 6: 美国批发库存见底



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

图表 7：欧洲经济体 GDP 环比折年率



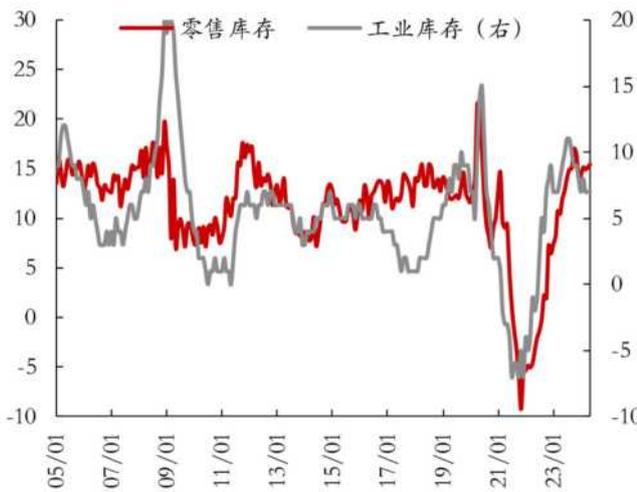
资料来源：iFind，东证衍生品研究院

图表 8：欧盟和英国核心 CPI



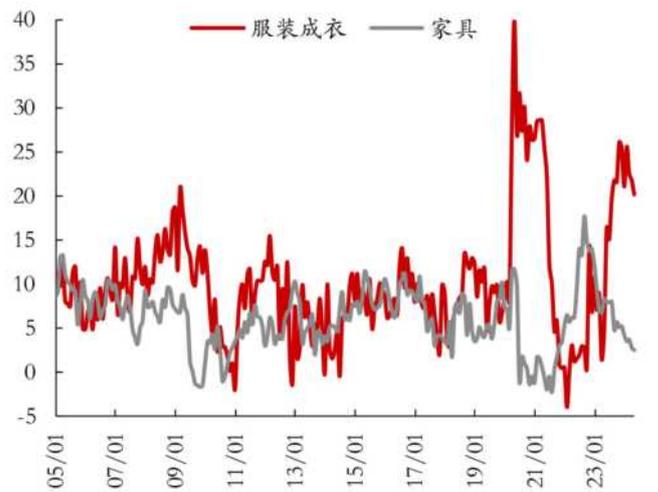
资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

图表 9：欧元区库存调查指数



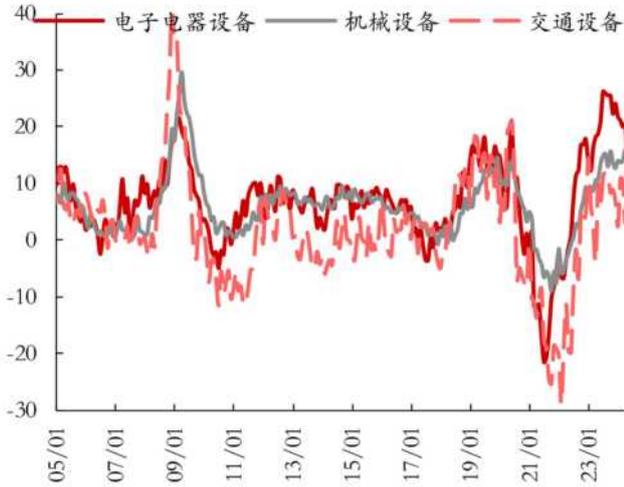
资料来源：欧盟，东证衍生品研究院

图表 10：欧元区库存调查指数-分行业



资料来源：欧盟，东证衍生品研究院

图表 11: 欧元区库存调查指数-分行业



资料来源: 欧盟, 东证衍生品研究院

图表 12: 德国企业破产情况

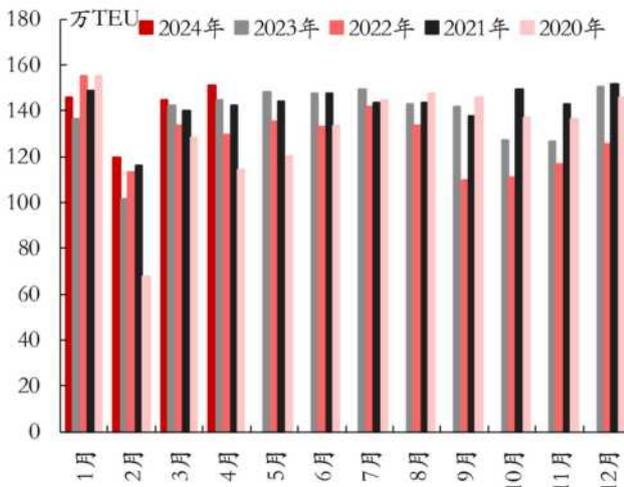


资料来源: 公开信息整理, 东证衍生品研究院

1.2、旺季前置透支远期需求

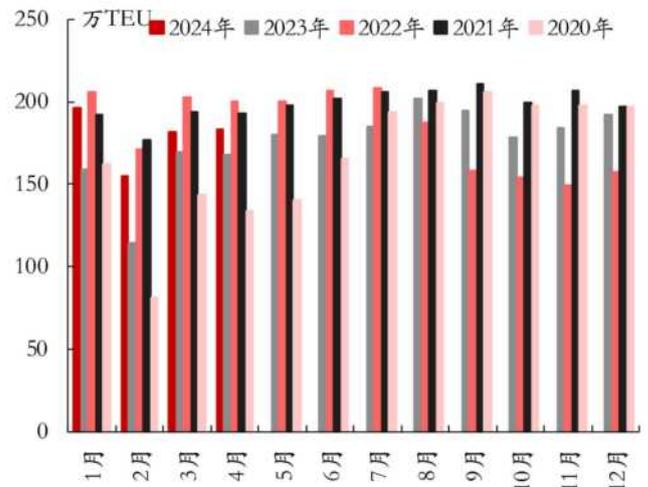
需求演绎节奏超预期, 5、6月传统淡季实际表现淡季不淡, 现货火爆程度媲美旺季。市场一度认为欧美需求出现了趋势性修复的迹象, 并对需求持续性抱有强烈预期, 对这一现象的佐证包括, 全球降息周期启动、欧美补库、以及货量充足的事实等。但除了现实货量充足外, 不论从政策趋势、经济前景还是库存角度评估, 很难因此断定新一轮集运需求周期已经启动。对此, 更加合理的解释是, 市场对供应链的担忧情绪上升到极致, 叠加贸易保护主义浪潮再起, 引发了需求大规模前置以及旺季前移。集运需求的昙花一现其实是对远期需求的提前透支。

图表 13: 亚欧集装箱贸易季节性



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

图表 14: 亚洲到北美集装箱贸易季节性



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

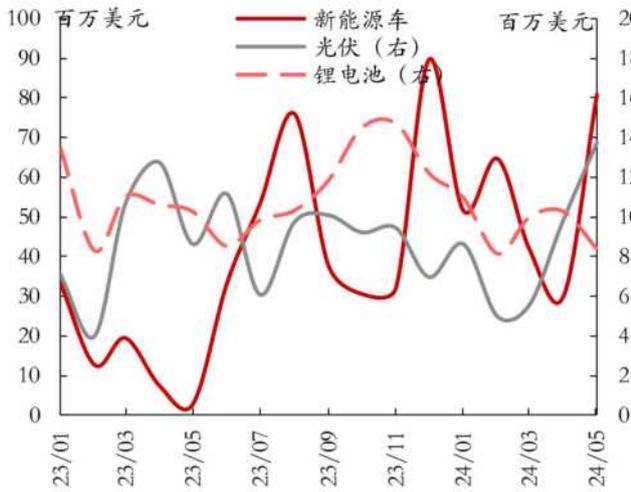
但美线和欧线存在差异。美线需求前置背后影响因素，按重要性高低，主要有美东码头劳工合同到期、贸易保护主义抬头、巴拿马运河以及红海危机下担忧情绪的蔓延。红海危机对美线的实际影响有限，经由苏伊士运河的美东航线占比不高，而巴拿马运河通行预期在逐渐改善，因此，两大关键枢纽通行问题对美线需求的影响更多是对情绪面的扰动。

拜登政府5月发布对华加征301关税四年期复审结果，将在原有301关税的基础上，提高多项对华进口商品税率，包含以新能源汽车、锂电池、光伏电池为主的近180亿美元的货品。该项关税政策主要针对中国具有优势的出口行业，对于拜登政府政治意义大于实际意义。而加征关税涉及到的商品价值相比中国对美出口总量，体量较小，加上部分商品存在2年豁免期，对国内出口的短期影响有限，目前仅在光伏上看到明显增量。但美国大选临近，贸易争端升级的风险存在，不排除进一步刺激补库需求前置的可能性。

当前阶段，对需求节奏影响最直接、权重最大的因素，莫过于美东码头劳工合同谈判。国际码头工人协会（ILA）和美国海事联盟（USMX）的合同谈判在6月上旬宣布暂停。双方合同将于9月30日到期，合同分为地方合同和主合同两部分，地方合同达成一致后才会开启主合同协商。有关地方协议的谈判早在去年就已启动，此前市场一度传言地方协议有望在要求节点——5月17日之前顺利达成，但6月上旬谈判仍未结束、且出现了意料之外的暂停。虽然ILA有长达30年未发生罢工的优良记录，但关于港口自动化的争论由来已久，加上近年来集运市场火爆、劳资薪资矛盾有所扩大，而此前西岸PMA和ILWU的前车之鉴也让市场很难不忧虑东部港口合同到期的潜在风险。谈判暂停的消息或加剧市场担忧情绪，加速囤货需求提前释放，但一旦合同临近到期，对需求前置的影响幅度将逐步减弱。

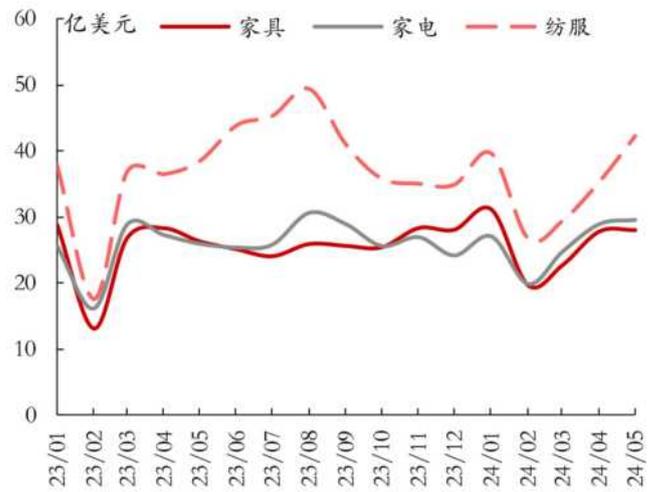
美国零售协会NRF最新数据显示，2024年美国集装箱进口峰值预计在8月达到，而后9月和10月进口规模呈走弱态势，环比跌幅分别为5.1%、2.4%。剔除船期影响，美线需求或在7月下旬-8月上旬见顶后走弱。根据NRF预测，8-10月进口规模的累计降幅约为7.3%，为过去五年第二大降幅，仅次于2022年、牛熊逆转阶段的下跌幅度。虽然补库周期并未结束，贸易摩擦也面临升级风险，美线需求依然受到支撑，但考虑到经济前景以及供应链趋于缓和的预期，加上二季度需求前置已经提前透支了部分远期需求，对下半年美线运输规模的预估不应过分乐观。但下半年不无变数，年底旺季是否会复现年中抢运的盛况有待观察，此外，一旦特朗普再度当选，对华贸易政策必然全方位升级，届时或再度刺激出口需求的提前释放，扰乱集装箱出口节奏。但一旦贸易摩擦出现缓和迹象，需求将迅速回归常态，更加悲观的情况是关税政策加码落地后，需求跌幅或进一步扩大。

图表 15: 中国对美国新三样出口规模



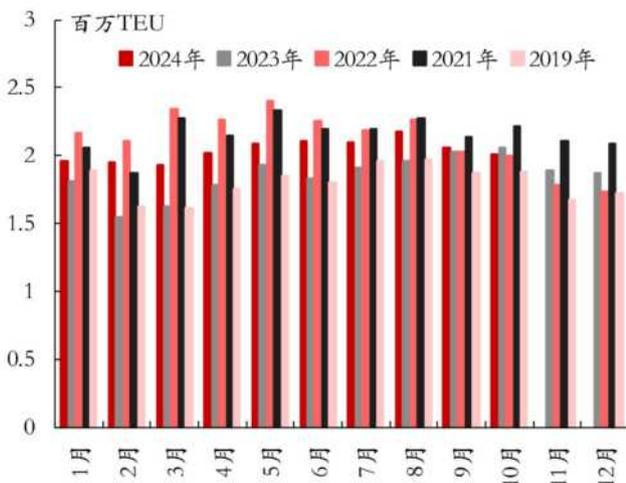
资料来源: iFind, 东证衍生品研究院

图表 16: 中国对美国老三样出口规模



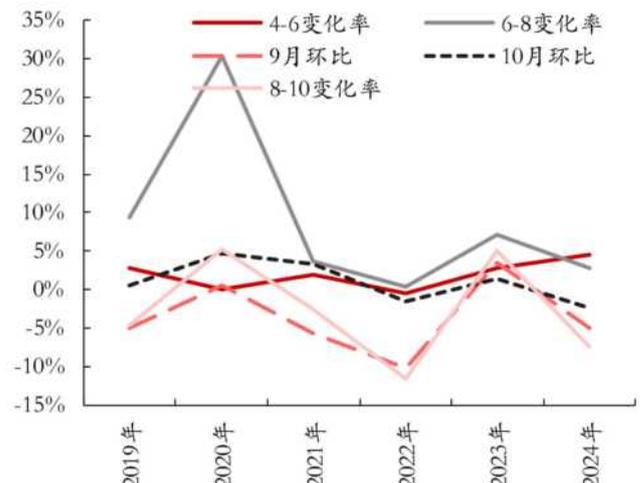
资料来源: iFind, 东证衍生品研究院

图表 17: NRF 北美集装箱进口预测



资料来源: NRF, 东证衍生品研究院

图表 18: NRF 北美集装箱月度进口变化率

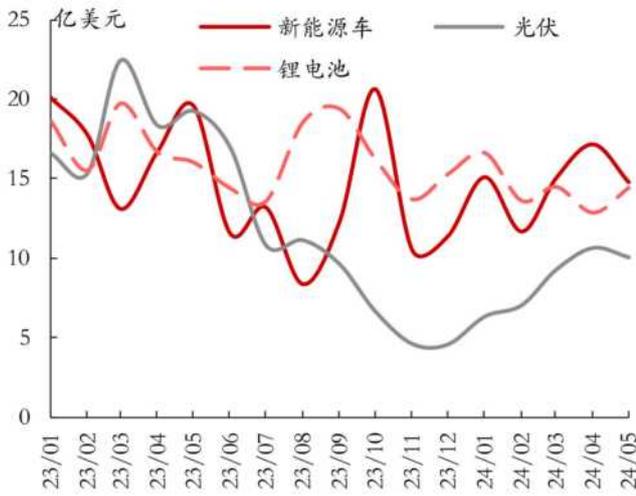


资料来源: NRF, 东证衍生品研究院

欧洲需求前置的核心是，供应链问题引发的担忧。欧线船队几乎都在绕行，航程增加削弱有效供应，虽然紧缺程度已经缓和，但市场对旺季的担忧情绪并未减轻，加上媒体渲染，忧虑情绪扩大，进一步推动需求提前释放。欧洲对华贸易政策也有所收紧，但幅度有限。6月欧盟宣布拟对中国进口电动车加征关税，比亚迪、吉利等企业税率在20%左右，而上汽和其他企业税率高达37.6%，略超市场预期，但关税幅度仍不足以影响中国电动车的出口优势。欧盟政策预计将从7月4日开始执行，留给抢运的时间有限，加上中欧贸易关系密切，短期看贸易摩擦升级的可能性较低，贸易风险造成的需求增量不

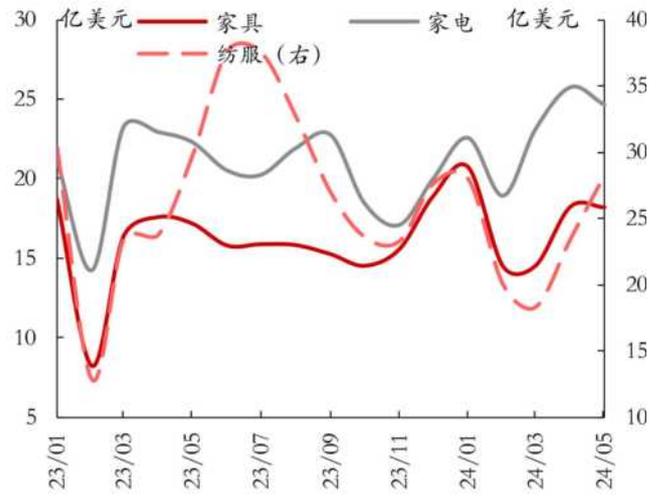
大。和美线相比，欧洲经济更加惨淡，而补库对需求的托底力度更轻，下半年需求走弱的可能性极高，而需求前置将压制年末旺季需求高度。即使对供应链的担忧仍在，情绪带动的抢运规模相对有限。欧盟对中国的贸易政策还在收紧，目前影响有限，但需要关注贸易摩擦是否有进一步升级的可能，届时或会再度刺激抢运需求增加。

图表 19：中国对欧洲主要国家新三样出口规模



资料来源：iFind，东证衍生品研究院

图表 20：中国对欧洲主要国家老三样出口规模



资料来源：iFind，东证衍生品研究院

2、绕行影响淡化缓慢，年内供应宽松难落地

2.1、年内绕行逻辑不变

供应侧关注的核心还是围绕红海问题。有关巴以和谈的新闻在二季度反复扰动市场，但双方关系并未取得任何实质缓和。以色列面临的舆论压力增加，其内部分歧日渐扩大，但内塔尼亚胡政府的强硬立场并未改变局势走向，加上近期以色列和黎巴嫩之间的摩擦加剧，地缘风险面临升级、巴以短期和谈的可能性不高。但不无变数，拜登大选前迫切需要解决巴以问题以挽回民众支持率，不排除拜登政府进一步向以色列施压，以达到停火的目的。按照最新联合国通过的停火方案，在完成至少 6 周的一阶段谈判后，巴以才有可能达成二阶段的永久停止敌对状态，即永久停火。只有永久停火、甚至三阶段对加沙地区重建启动后，胡塞武装对红海地区的袭击才有望完全平息，更进一步的红海地区通行风险完全回落后，班轮才会重新评估欧线复航的可行性，加上船期调整必须的时间，红海通行至少需求 2 个月才能完全恢复到冲突前状态。因此，即便停火方案以最快的速度得到巴以同意，受复航影响最早的合约最大可能是 EC2412。如果 8 月初巴以局势仍然僵持不下，12 月合约价格将继续计价绕行影响。

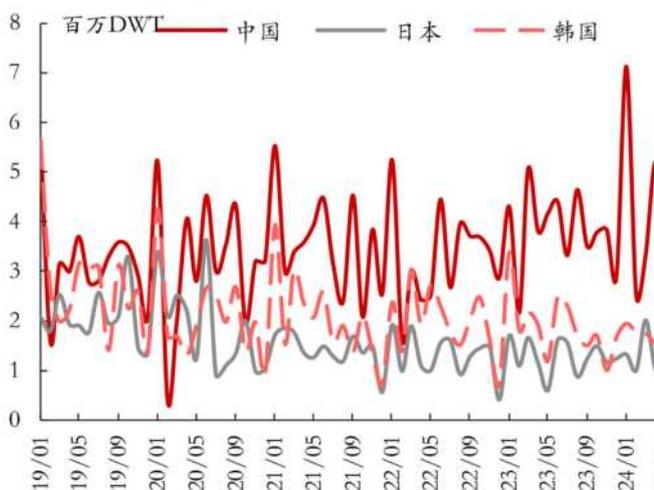
2.2、绕行影响消退缓慢

新船交付持续对冲绕行的影响，但供应紧缺的情况短期仍难完全改善。一方面，船舶延

期的情况依然存在，截至6月中旬，17000+TEU和12000-16999TEU的新船分别交付7艘和50艘左右，完成年初计划额度的87.5%、82%。韩国造船业依然是上半年交付不及预期的主要源头。虽然韩国造船业通过海外招工补缺了部分劳动岗位，相比去年，多家船厂利用率显著回升，但海外劳工生产效率低下，新船交付并没有看到明显的改善迹象。1-5月，韩国月均交付船舶177万DWT，和2023年月均191万DWT的水平相比存在差距。而2024年下半年和2025年，17000+TEU和12000-16999TEU量大船型的待交付订单中，韩国造船业占比均接近50%，新船订单延期的现象或继续造成交付不及预期。

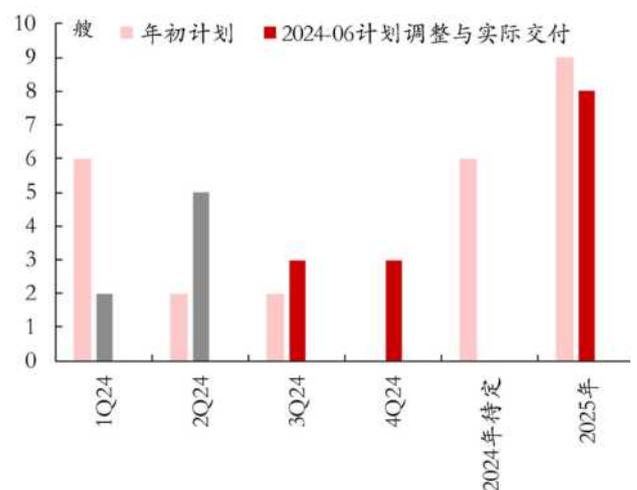
另一方面，即使所有新船订单都按期交付，供应增量未必都能100%在欧线上体现。欧线供应的紧迫性不及其他航线。地中海航线受绕行影响更大，绕行方案相比经过苏伊士运河增加近一倍的航程，而欧线绕行只增加30%。因此，地线因绕行出现的供应缺口相比欧线更大。此外，二季度以来，贸易摩擦带动美线和南美需求出现井喷式增长，南美尤为明显，有关航线运价上涨的斜率接近疫情水平。而从船司的角度考虑，新船投放到南美和北美的回报率相对更高，不难理解二季度以来，1.2-1.7万TEU的新船投放到美线和南美比重的显著增加。即便在运营的船舶，再调度到地线的性价比也相对有限。地线供应主要以1.2-1.7万TEU的船为主，二季度实际分配到地线的新船规模有限，船东只能将目光转移到供应相对更为不紧迫的欧线上。红海危机前，欧线本就面临严重过剩问题，红海危机以来，欧线暂停两趟服务，释放的船队规模已经有效缓和了部分船期稳定性问题。1.7万+TEU的船舶在欧洲外区域运营受限，新船交付几乎只能投入到欧洲地区，新船投放欧线后，置换下来的1.2-1.7万TEU的船舶可以为地线补足运力。因此，此种情况，1.7万+TEU的新船交付对欧线供应的实质影响只有交付运力的50%左右。另一情况是，OA联盟通过将欧线FAL8和地线AEM1的船队进行置换，地线船队升级的同时，欧线船队降级、运力被削弱。

图表 21: 中日韩月度新船交付规模



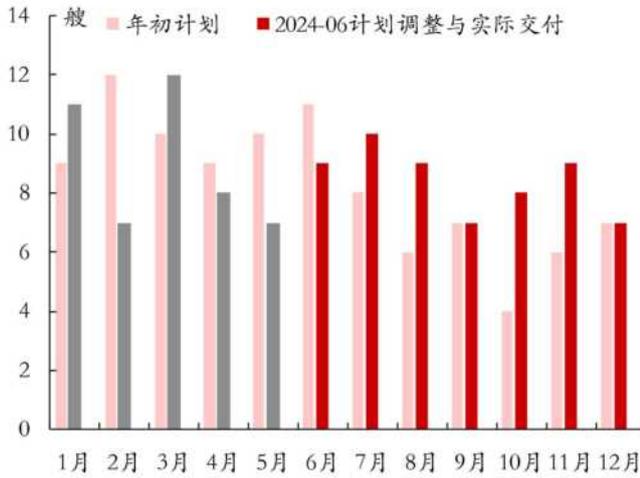
资料来源: Clarksons, 东证衍生品研究院

图表 22: 2024 年以来 1.7 万 TEU+新船交付跟踪



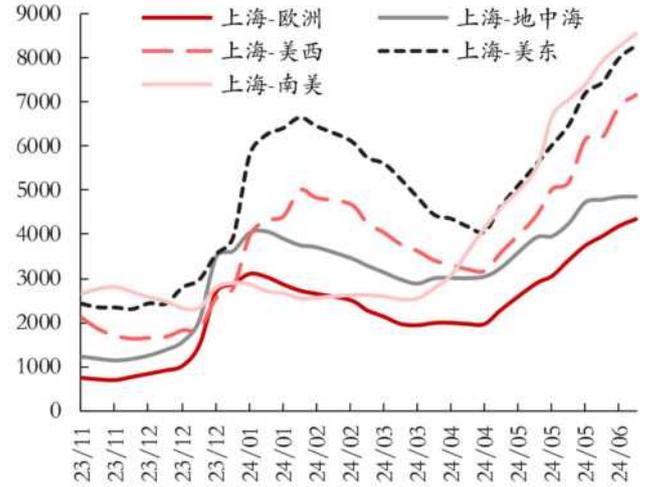
资料来源: Clarksons, 东证衍生品研究院

图表 23: 2024 年以来 1.2-1.7 万 TEU+新船交付跟踪



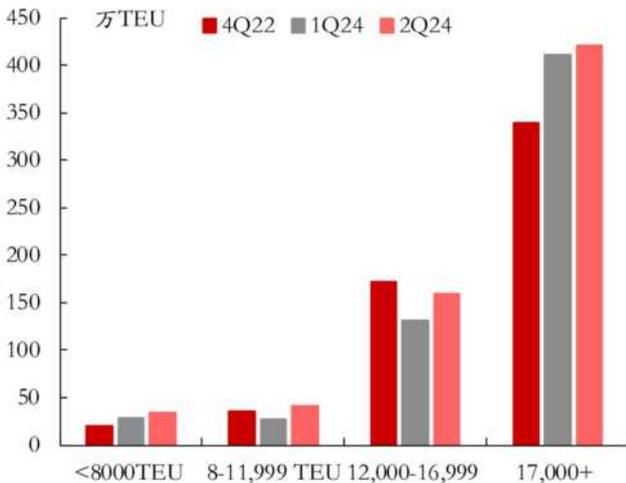
资料来源: Clarksons, 东证衍生品研究院

图表 24: SCFI 部分航线指数变化



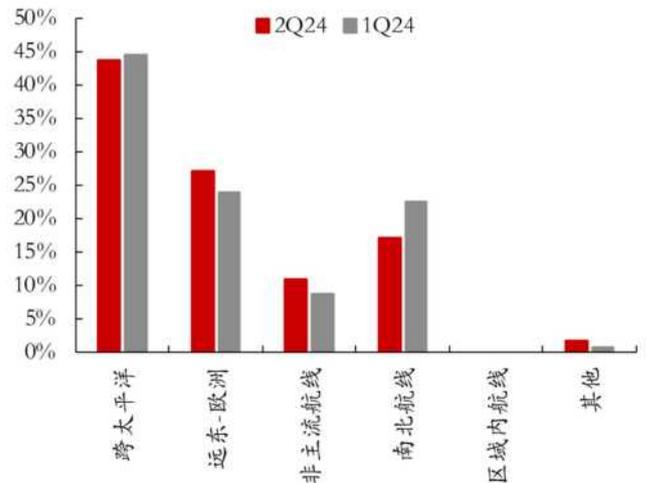
资料来源: Clarksons, 东证衍生品研究院

图表 25: 广义欧线船队运力划分



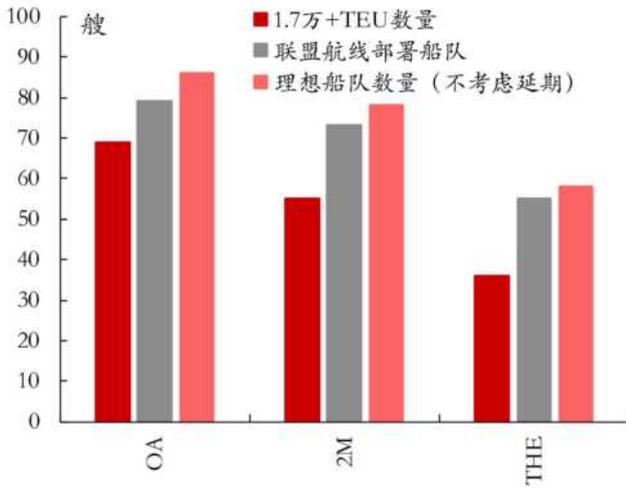
资料来源: Clarksons, 东证衍生品研究院

图表 26: 1.2-1.7 万 TEU 船型按航线分布比例



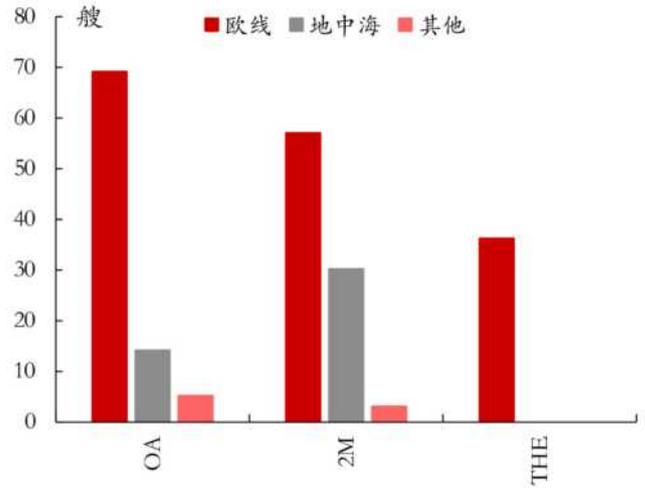
资料来源: Clarksons, 东证衍生品研究院

图表 27: 联盟欧线船队部署情况



资料来源: Clarksons, 东证衍生品研究院

图表 28: 联盟在运营 1.7 万+TEU 船队航线分布



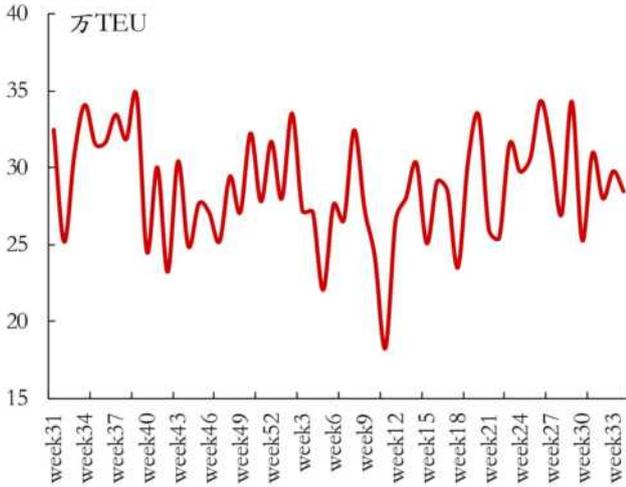
资料来源: Clarksons, 东证衍生品研究院

2.3、欧线难现宽松，美线扩张迅速

欧线服务在绕行的情况下维持正常周班，单条航线至少需要部署 14-15 艘船，对于部分挂靠港口较多的航线，往返时间更长、额外多加 1-2 艘船才能保证服务的连续性。目前联盟运力仍然存在缺口，按照官方公布的船期测算，欧线已部署船队只占到维持周班合理规模的 93.8%，至少还要补充 14 艘船。二季度以来欧线准班率指数相较正常水平大幅下降，船期延误将加剧供应紧缺，运力缺口实际远不止 14 艘船，按照目前延误预估至少还需要 20 艘左右。此外，船队平均运力规模也面临损失，地线对欧线供应存在挤出效应，当前欧线上部署的 1.7 万+TEU 的集装箱船仅为 164 艘，少于红海冲突前的规模，余下 48 艘目前大部分部署在地中海航线。加上当前欧线船队数量多于冲突前水平，船队的平均规模相应出现缩水。展望下半年，7-12 月 1.7 万+TEU 和 1.2-1.7 万 TEU 的待交付规模分别为 6 艘和 50 艘，其中近一半为韩国船厂订单，假如下半年欧线的盈利性和供应紧迫性依然落后于其他航线，欧线供应缺口的收敛仍不会太快。预计年底前欧线供应都不会太过宽松。

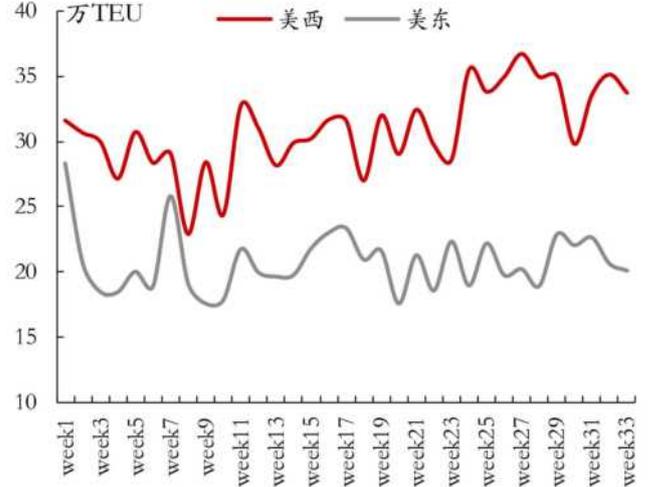
下半年美线供应压力较大。近期美线复航和新开航服务较多，特别是美西，粗略估计 7-8 月美西周均运力同比去年的增幅接近 10%。另一方面，巴拿马运河的扰动逐步消退，6 月以来降雨高于预期，加通湖水位回升较快，预计 8 月中旬水位将修复至历史平均水平。6 月开始巴拿马运河新船闸船舶通行额度进一步增加为 8 艘/天，中旬起新船闸吃水限制从 44 英尺增加到 45 英尺，而此前 44 英尺的限制标准已经执行一年，随着雨季持续、水位进一步修复，吃水限制有望进一步放开。对集装箱船而言，巴拿马运河通行受限带来的影响更多体现在水位限制造成的舱位损失，以及起到的成本抬升作用，随着厄尔尼诺事件减弱，运河通行问题逐渐缓解，美东航线供应也将出现改善。

图表 29: 欧线周均运力规模



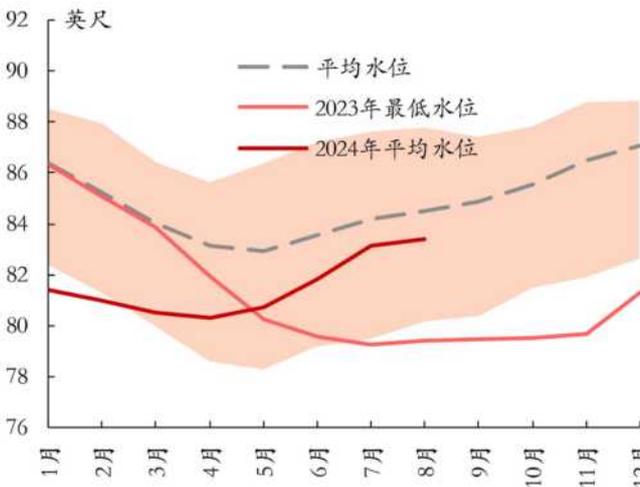
资料来源: Clarksons, 东证衍生品研究院

图表 30: 美线周均运力规模



资料来源: Clarksons, 东证衍生品研究院

图表 31: 加通湖水位图 (含预测)



资料来源: 路透, 东证衍生品研究院

图表 32: 巴拿马运河新船闸集装箱船通行情况



资料来源: Clarksons, 东证衍生品研究院

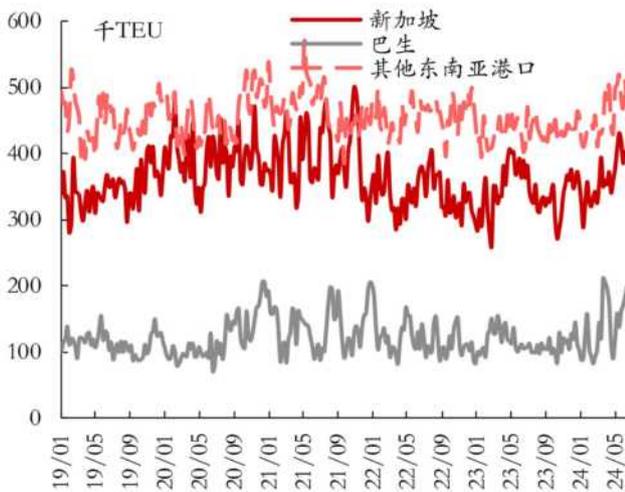
2.4. 继续关注拥堵造成的船期延误

对港口的焦虑情绪被放大。6月新加坡拥堵引发市场焦虑, 加上欧美多地罢工风险回升, 加剧了市场对港口拥堵的担忧。6月下旬以来, 新加坡拥堵在周边港口的分流下已经得到缓解, 目前巴生港小幅拥堵、但总体可控, 而新加坡港务局已经着手提高港口处理能力, 旺季临近结束, 东南亚拥堵状况很难出现进一步恶化。对欧洲港口不用过分担忧, 欧洲港口全天候作业、码头自动化程度也相对较高, 疏港能力强也意味着拥堵很难向失

控的方向演变。近年来，欧洲交通行业劳资纠纷频发，即便部分纠纷演变为罢工、持续时间并未太长，6月法国港口出现间断式罢工，但罢工累计时长有限，德国港口罢工持续时间更短，当前欧洲拥堵仍在港口承载范围内、并未看到拥堵持续恶化的趋势。需要警惕美东港口罢工的风险，美东劳资纠纷的辐射面广，ILA代表美国东岸、墨西哥湾、五大湖等区域港口的近8.5万名码头工人，而西岸ILWU仅涉及2万多名工人，一旦黑天鹅事件发生，即使罢工持续时间不长，但航运市场有次产生的连锁反应难以估量。即便不出现罢工，但如果合同到期后，谈判陷入僵局，工人怠工对港口效率的影响仍然很大，进一步也会引发美东港口的持续性拥堵。不过短期风险有限，虽然美东谈判暂时中断，但合同还有3个月才会到期，风险事件发生最早只会在10月。综合而言，当前市场状况不同于疫情期间，需求相比疫情高点仍有差距，加上内陆端和港口端运营的健康程度远好于疫情，全球港口目前的拥堵状况仍然可控的范围内，不具备进一步恶化的基础，但需要警惕美东谈判黑天鹅事件的影响。

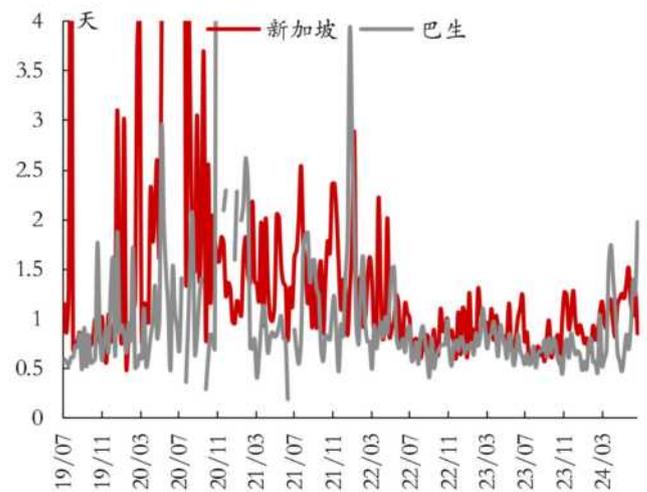
港口拥堵程度不高且可控，但供应在本就紧缺的情况下，对拥堵的敏感度会提升，因此港口影响无法忽视。拥堵造成的船期延误加剧运力短缺，但当前局势下，全球供应链很难迅速正常化，即使旺季需求回落，港口拥堵缓和，船期延误程度改善、但完全恢复到理想状态并非易事。重点关注船期延误程度，及其造成的供应缺口。

图表 33: 东南亚港口集装箱船拥堵规模



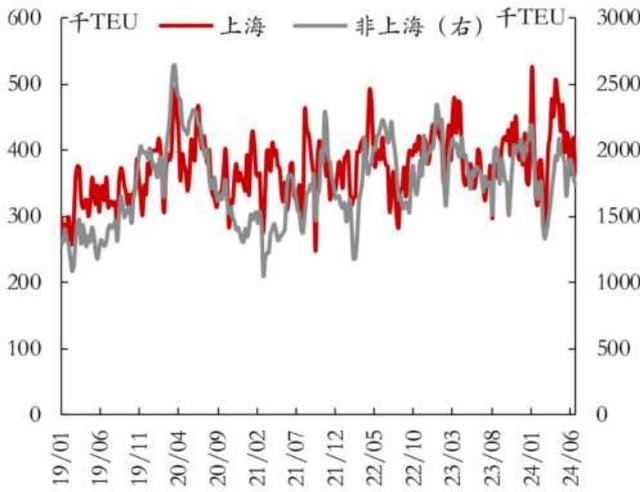
资料来源: Clarksons, 东证衍生品研究院

图表 34: 新加坡、巴生港集装箱船周均等泊时间



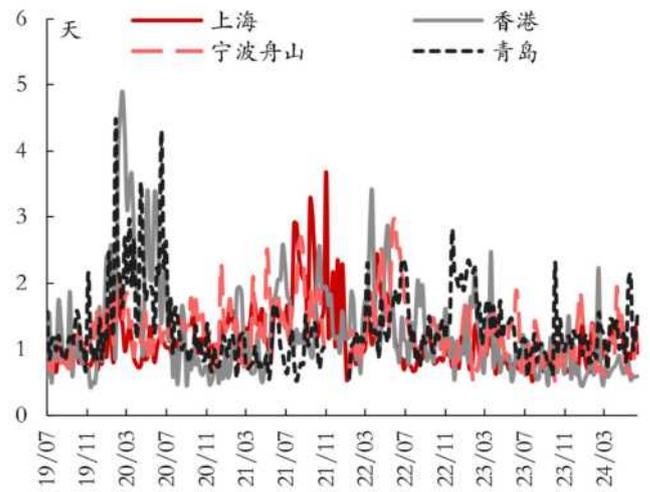
资料来源: 路透, 东证衍生品研究院

图表 35: 中国港口集装箱船拥堵规模



资料来源: Clarksons, 东证衍生品研究院

图表 36: 主要中国港口集装箱船周均等泊时间



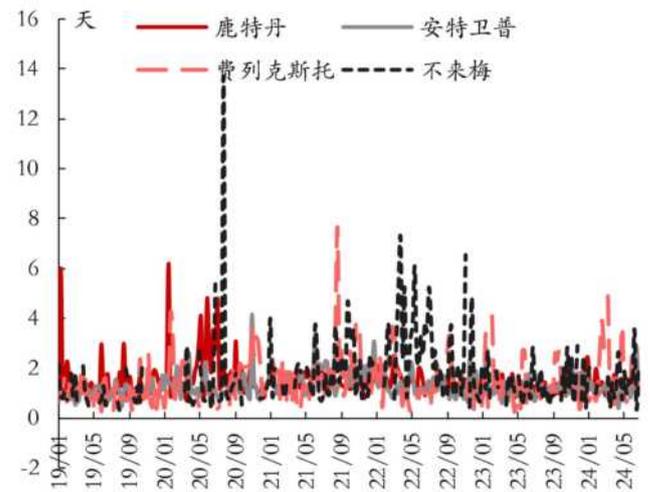
资料来源: 路透, 东证衍生品研究院

图表 37: 欧洲港口集装箱船拥堵规模



资料来源: Clarksons, 东证衍生品研究院

图表 38: 主要西北欧港口集装箱船周均等泊时间



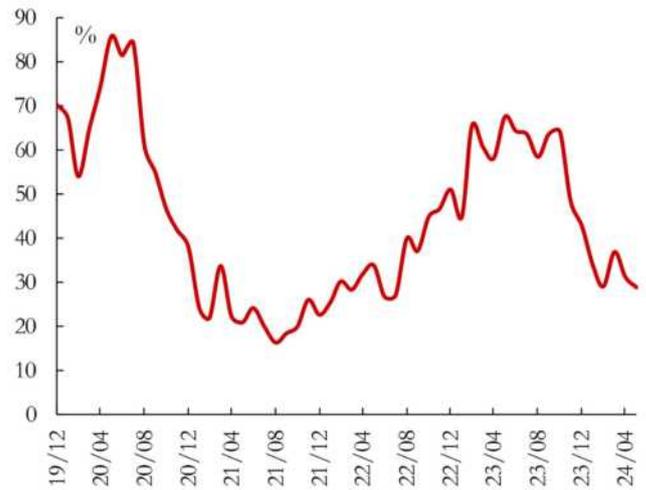
资料来源: 路透, 东证衍生品研究院

图表 39: 美洲港口集装箱船拥堵规模



资料来源: Clarksons, 东证衍生品研究院

图表 40: 亚欧航线班轮收发货准班率



资料来源: iFind, 东证衍生品研究院

3、行情展望与投资建议

二季度需求爆发来自对远期需求的透支, 贸易摩擦、供应链等引发市场担忧, 需求前置造成季节性异常。欧美经济状况以及库存周期变化, 都无法解释需求的持续性, 目前看来需求回落只是时间的问题。价格见顶的信号或早于需求拐点的到来, 7月以来现货价格上涨趋势有所放缓, 多家船司即期报价不及宣涨水平。根据 NRF 预测, 美线进口需求拐点预计在 8 月, 对应国内出口货量的拐点或在 7 月下旬-8 月上旬之间, 而欧线需求强度本就弱于美线, 拐点晚于美线的概率较低。下半年需求走弱是大概率, 但美线补库的确定性更高, 需求回落的幅度有限, 但北美需求仍然面临极大不确定性。美国大选是最大扰动, 对中贸易措施必然是选举的重要筹码。大选前如果不利信号持续释放, 将再度刺激需求前置, 而一旦特朗普上任的黑天鹅事件发生, 将刺激更大规模的抢运出现, 或强于二季度的需求幅度。而下半年欧线需求很难看到乐观的信号, 欧洲补库周期尚未启动, 担忧情绪引发的超额备货规模已经提前透支掉部分远期需求, 即便四季度供应链问题再度引发需求前置, 需求强度也很难和二季度一致。但欧线也需要警惕中欧贸易关系持续恶化风险下, 潜在关税政策出台对需求短期的支撑作用。

供应方面, 美线三季度新增运力规模较大, 随着巴拿马运河持续正常化, 供应有望进一步宽松。而欧线供应或相对乐观, 上半年其他航线对欧线供应存在挤出, 如果下半年其他航线的盈利性或供应紧缺性依然在欧线之前, 新船投放对欧线运力的贡献度不会太高, 年底前供应极端过剩的概率相对偏低。目前港口问题基本可控, 但需要关注船期延误造成的供应缺口, 此外, 美东码头劳工谈判或是下半年港口问题最大的黑天鹅。

现货涨势放缓, 运价出现松动。但即便见顶, 价格并不一定会立即拐头、且迅速回落。低货值商品对运价的敏感度更高, 高运价已经抑制部分低货值商品的出口, 一旦价格松动, 低货值商品需求反弹将补充需求下滑带来的货量空缺, 缓和运价跌势。从船东的角度看, 无较大装载率压力的前提下, 班轮主动降价揽货的情况并不多见, 只有货量下跌

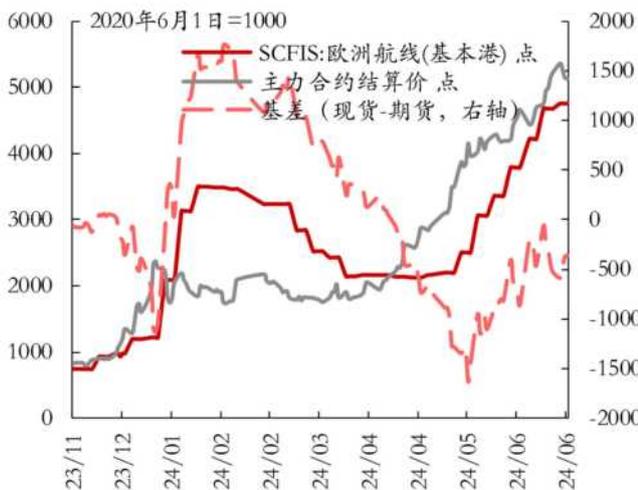
到一定程度，船东的一致目标从价转变为量以后，踩踏式的降价才会造成价格的断崖式下跌。7-8月仍处于旺季，加上低货值商品的潜在支撑，短期需求回落速度相对有限，加上供应本就存在缺口，船东短期的装载压力不会太大，挺价或小幅调低报价的概率较大，而留给8月的跌价窗口有限，即便价格下跌，跌幅不会太大。EC2408 合约估值相比7月上旬船期报价有所低估，短期看易涨难跌。即便8月现货价格走弱，08合约向下的空间也相对有限，如果短期并未出现需求见顶的信号，08向上的空间依然可观。

对于10月合约而言，当前的不确定性仍然较高，对于10合约定价的方向性需要先解决两个问题：一是7月中下旬需求是否会见顶，二是需求见顶后价格是否会快速下跌。只有在需求如期见顶、价格快速下跌的前提下，10合约才会有所高估，但只要需求拐点迟于7月下旬或班轮短期挺价，10合约还存在向上修复的空间，目前看10相对低估的概率会更高一些，但也需要观察后续市场变化，在确定性提高后，再考虑EC2410的操作机会才相对安全。目前10月贴水8月1000点，8-10价差的合理水平取决于价格见顶后的回落速度，建议继续关注市场边际变化，等待确定性回升后再考虑价差策略的方向。

目前看，12月绕行持续的概率非常高，目前EC2412贴水EC2410，从季节性角度考虑，如果10月合约低估，12月合约向上的空间会更大，加上去年底前欧线供应都不会太过宽松，EC2412做多的安全边际更为充足，但也需要等待10月合约方向性明确后，并且8、9月开始巴以问题仍未解决的信号出现，介入12合约的确定性和安全性才会更高。目前12月仍然贴水10月合约，正常季节性下，12月升水10月的概率较大，建议可以适当关注10-12反套策略。

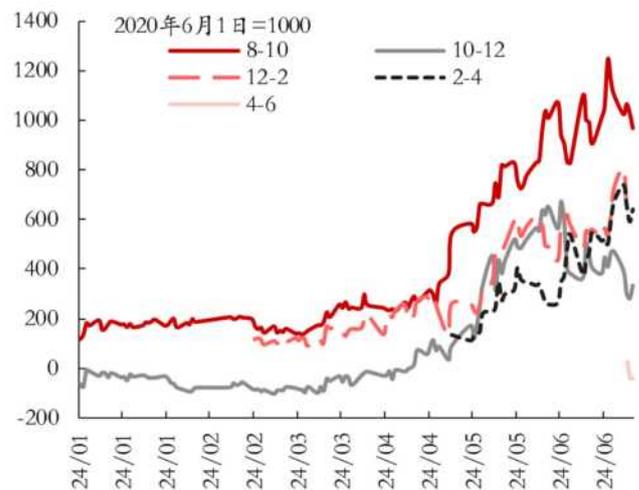
目前25年的合约不论是供需还是绕行都存在非常高的不确定性，市场波动相对较大，建议观望为主，但如果巴以问题得到解决，可以关注逢高空EC2504和EC2506的机会。

图表 41: 欧线期货期现货走势



资料来源: iFind, 东证衍生品研究院

图表 42: 欧线期货月间价差



资料来源: iFind, 东证衍生品研究院

4、风险提示

巴以停火，贸易摩擦升级，美东码头罢工等

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