

大江东去，海浪声沉

申银万国期货研究所 柴玉荣

从业资格号：F03111639

交易咨询号：Z0018586

2024年12月19日

大江东去，海浪声沉

——2025年集运欧线期货投资策略展望

- **核心观点：**周期向下，把握季节性波动。
- **长周期：**2024年由于绕行好望角对于集装箱海运有效运力的吸收，使得运价继2020年-2022年的超级大周期后，又迎来了第二轮较为疯狂的上涨周期。在即将到来的2025年中，即使我们维持继续绕行好望角的前提下，全球集装箱海运大概率仍将面临供给过剩格局，预计运价步入下行周期中。如果巴以实现停火，可能下行的速率会有所加快。
- **中短周期：**由于集运受到海运需求的季节性影响，运价呈现较为显著的季节性特征，在全年的淡旺季切换中，运价和集运指数（欧线）期货均会呈现季节性波动的规律。因此，在2025年中，仍需在周期向下的大趋势下，把握季节性的中短期波动节奏。
- **波动性：**在2025年，整个集装箱海运面临的不确定性因素较多，包括但不限于新联盟的形成、中东地缘局势变化、特朗普上台后的全球政治经济局势变化等等，或使得运价的可预测性进一步下降。由于运价的相对价格中枢降低，或使得波动性较今年也有所下降，但盘面由于受到资金、预期等多重影响，波动性预计仍相对较大。
- **风险点：**中东地缘局势超预期升温；美东港口罢工超预期使得风险外溢；欧基港及其他重要中转港口的超预期拥堵、特朗普上台后的贸易关税政策给海运需求带来的不确定性

主要内容

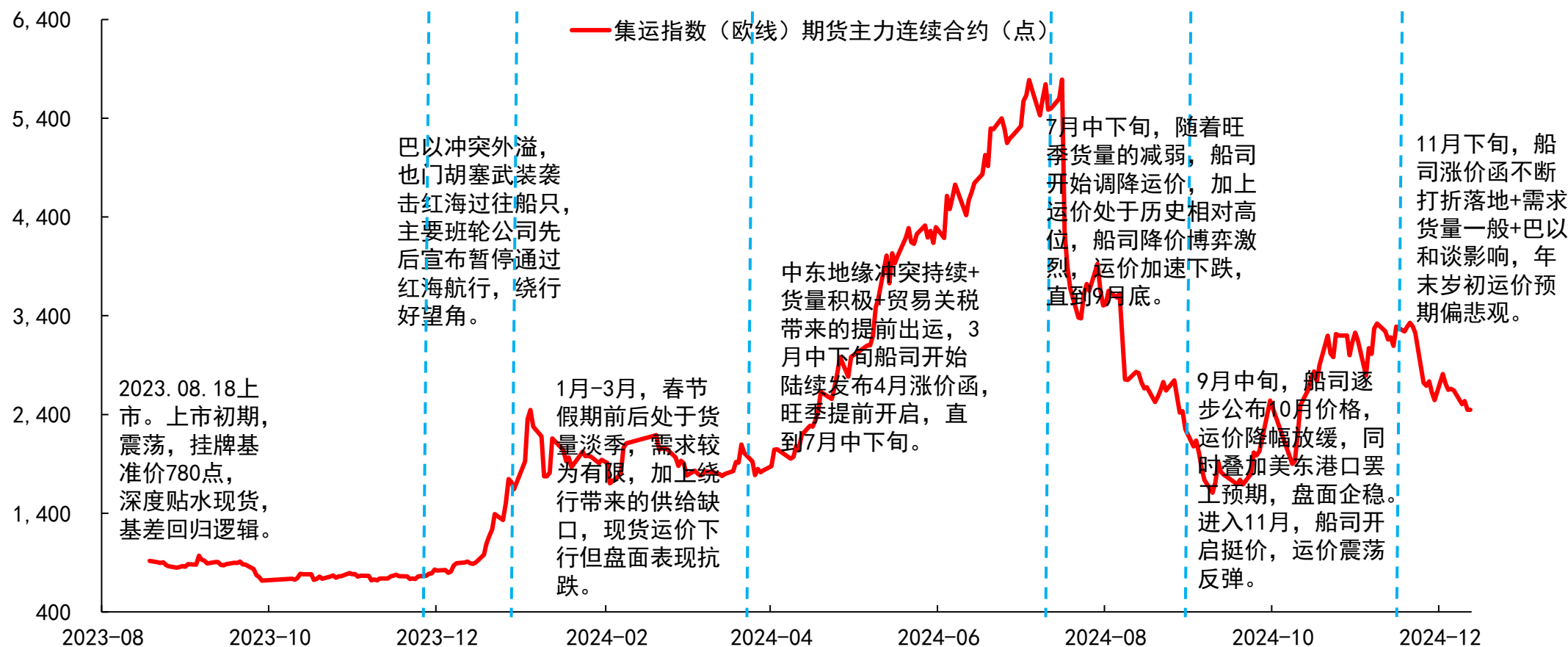
● 高低起伏，期价波动性放大

● 联盟重塑，2025六大新变化

● 周期向下，把握季节性波动

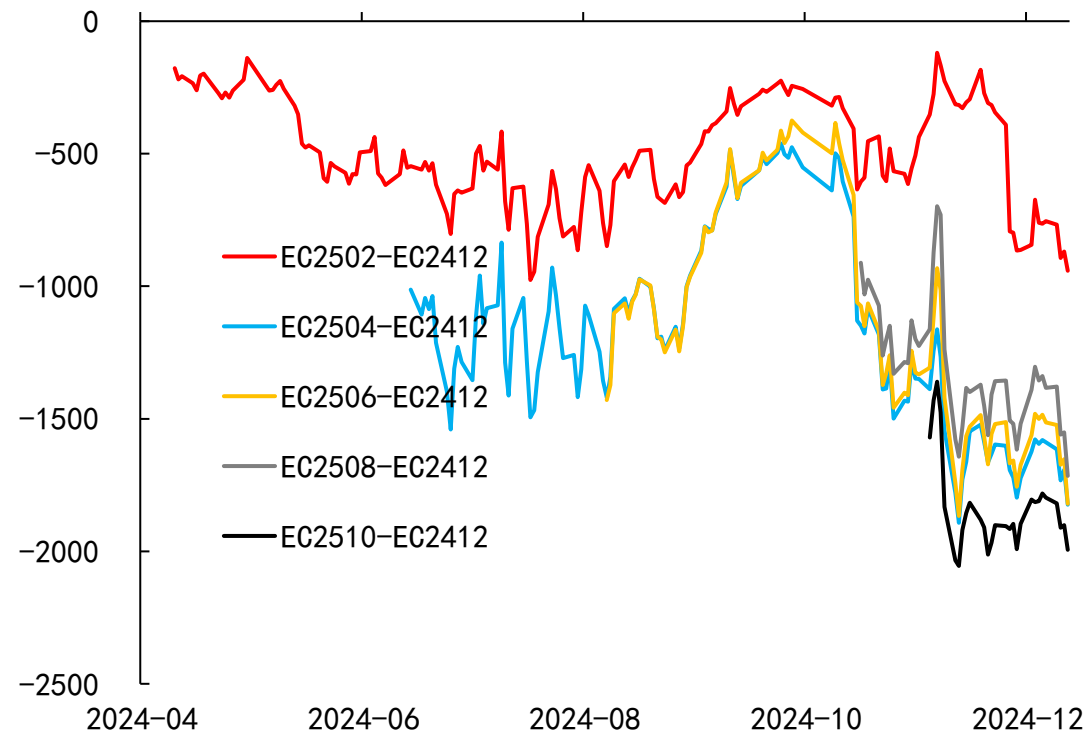
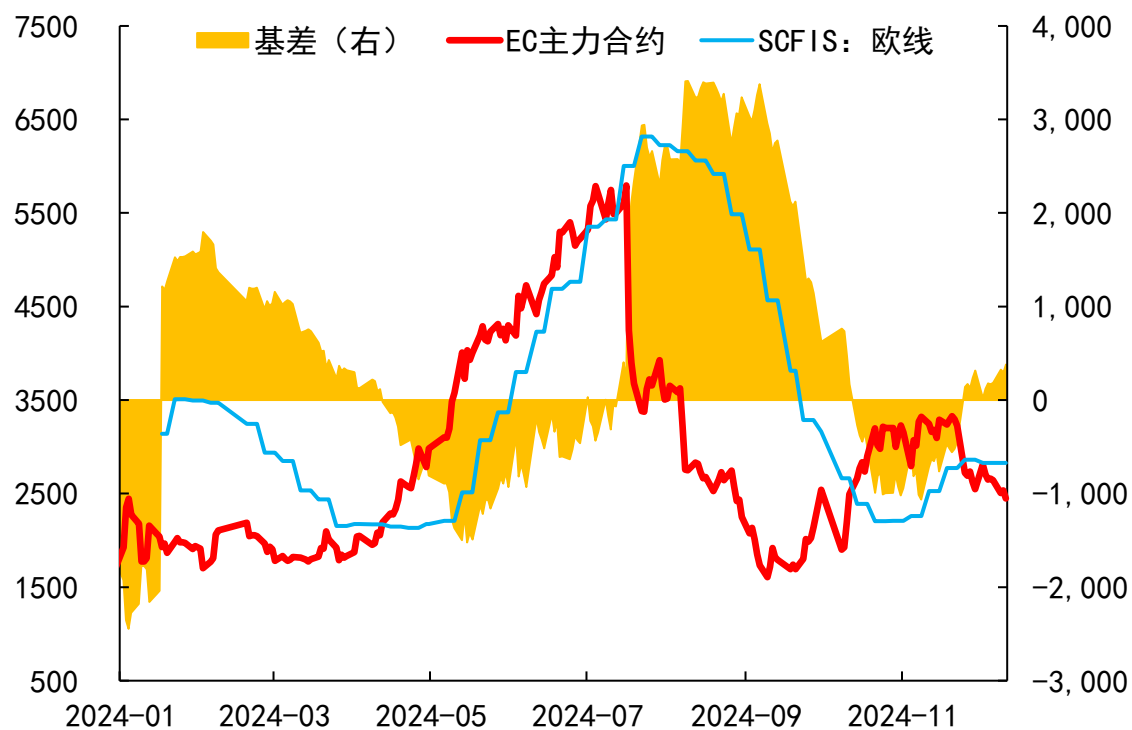
2024年，集运指数（欧线）期货波动放大，全年收涨

- 2024年，集运指数（欧线）期货整体冲高回落，但波动中枢上移。截至12月12日，全年涨幅53.37%（+856点）。
- 具体走势基本跟随季节性规律，可分为以下五个阶段：



基差波动区间走阔，价差呈现近高远低

- 基差：宽幅震荡，波动区间基本在-2500点至3500点之间，但相较2023年波动区间走阔，一是由于标的指数SCFIS欧线的滞后性和EC的前瞻性，使得两者对应的运价期间通常相差2-3周，二是由于运价的波动性放大。
- 价差：尽管年内亚欧航线绕行好望角呈现常态化，但在进展曲折的巴以和谈影响下，远月合约基本都会将复航红海计价在内，使得年内价差基本呈现back结构。



波动性放大下，EC维持高保证金、高涨跌停板和限仓

	2023. 08. 18	2023. 10. 26	2023. 12. 20	2023. 12. 22	2023. 12. 25	2023. 12. 27	2024. 01. 03	2024. 01. 04	2024. 03. 20	2024. 02. 23	2024. 06. 20	2024. 08. 22
保证金	12%	-	04、06保证金比例14%	-	04、06保证金比例为19% 08、10、12保证金比例为17%	04、06保证金比例为22% 08、10、12保证金比例为20%	-	08、10、12保证金比例为22%	06、08、10、12保证金比例为18%	2502保证金比例为17%	2502、2504交易保证金比例调整为18%	新上市合约交易保证金比例为18%
涨跌停板	10%	-	04、06涨跌停板幅度12%	-	04、06涨跌停板为17% 08、10、12涨跌停板为15%	04、06涨跌停板为20% 08、10、12涨跌停板为18%	-	08、10、12涨跌停板为20%	06、08、10、12涨跌停板为16%	2502涨跌停板为15%	2502、2504涨跌停板幅度调整为16%	新上市合约交易涨跌停板幅度为16%，首日涨跌停板幅度为其2倍
交易限额	根据持仓的阶梯交易限额	04日内开仓500手	-	04日内开仓200手 06、08、10、12日内开仓500手	06日内开仓200手	04、06日内开仓50手 08、10、12日内开仓100手	08、10、12日内开仓50手	-	06、08、10、12、2502日内开仓100手	-	-	新上市合约日内开仓交易的最大数量为100手
手续费	万分之零点一 平今仓免收手续费	-	5个合约日内平今仓手续费调整为成交金额的万分之四	5个合约交易手续费为万分之六，平今为万分之十二	-	-	-	-	-	-	-	新上市合约交易手续费为成交金额的万分之六，套期保值交易手续费为成交金额的万分之三，日内平今仓交易手续费为成交金额的万分之十二，日内平今仓套期保值交易手续费为成交金额的万分之六

主要内容

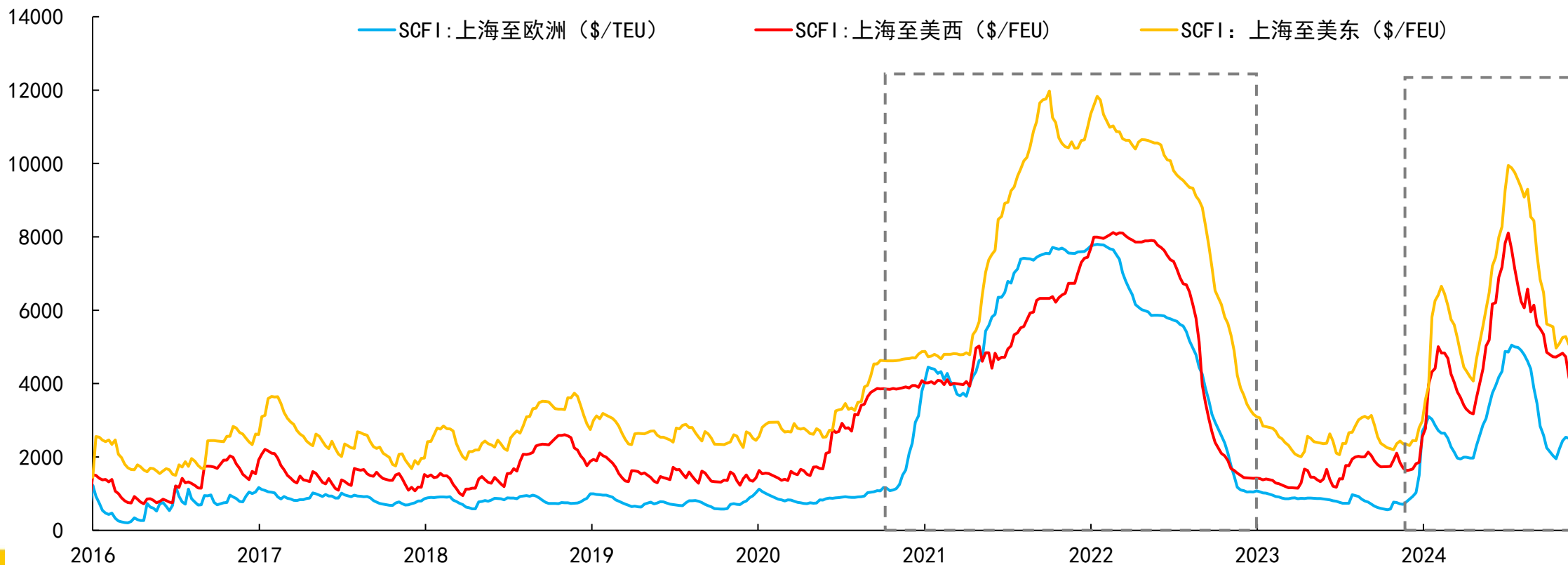
● 高低起伏，期价波动性放大

● 联盟重塑，2025六大新变化

● 周期向下，把握季节性波动

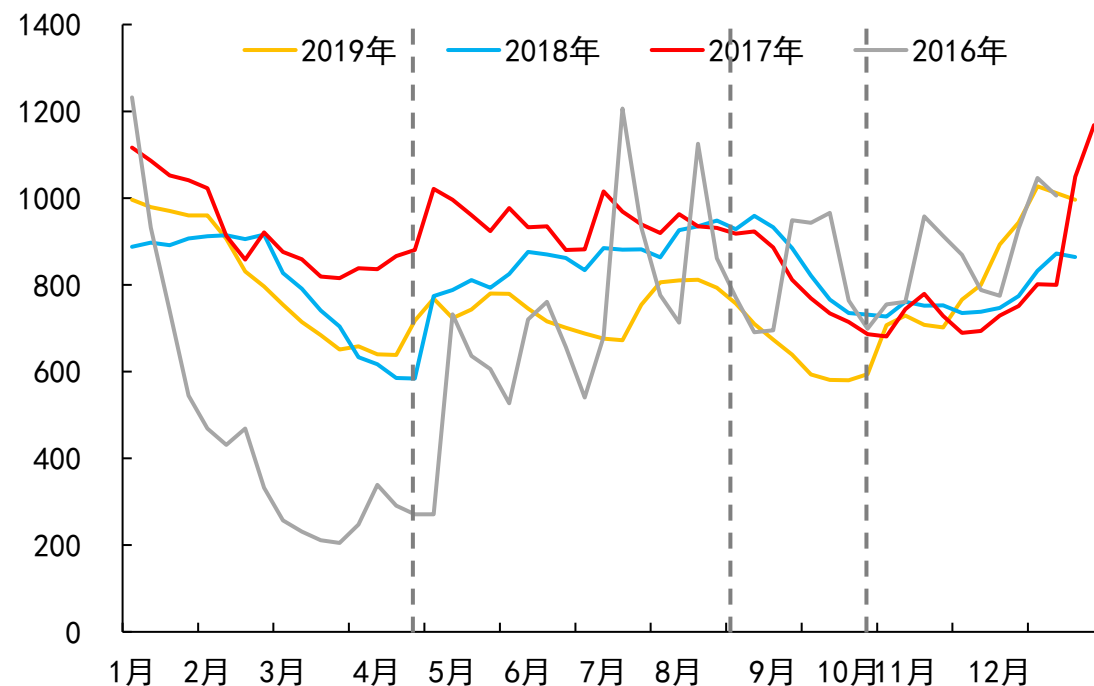
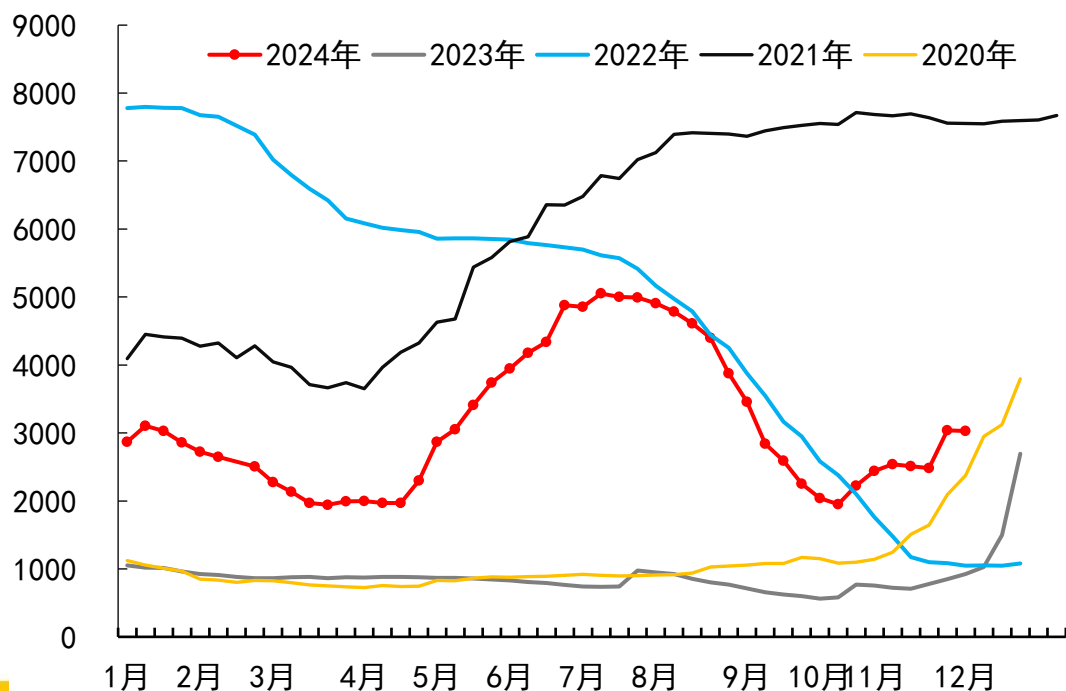
运价：处于第二轮较为疯狂的周期中，已步入下行通道

- 2024年，由于巴以冲突外溢，亚欧航线多数集装箱船绕行好望角，使得供需出现缺口，集运欧线运价继2020年-2022年的大波动周期后，出现了第二轮较为疯狂的上行周期。
- 相较于前一轮，2024年的运价也呈现了不同的特点：①周期性时间缩短，由前一轮的2年左右缩短至1年左右；②运价高点降低，前一轮SCFI欧线最高至7797\$/TEU，2024年运价最高至5051\$/TEU；③供需矛盾有限下，运价季节性波动特征更为明显。



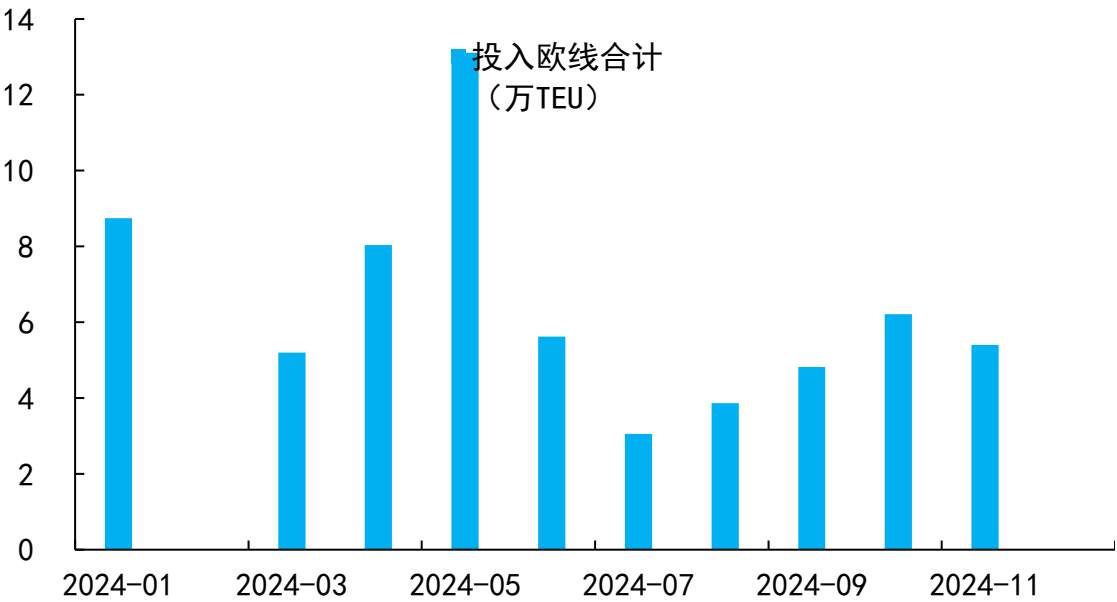
运价：季节性波动特征明显，旺季前置，淡季加速走弱

- 【1月-3月底】需求淡季对应运价的下行期。【4月-7月】欧洲年底圣诞节、新年等货物发运的传统旺季，需求旺季同时也对应着运价的上行期。3月中下旬，船司相继开始涨价，2024年由于贸易关税征收以及绕行带来的航行时间增加，放大了牛鞭效应，旺季较往年正常波动时期前置了一个月左右。【7月中下旬-10月】需求淡季对应运价的下行期，2024年由于运价较高叠加旺季过后需求走弱，船司降价博弈较为激烈，运价在9月加速走弱。【11月-12月】欧线长协签订期，船司开启挺价，运价震荡上行。



运力供给：全年交付64.07万TEU，静态运力缺口基本补齐

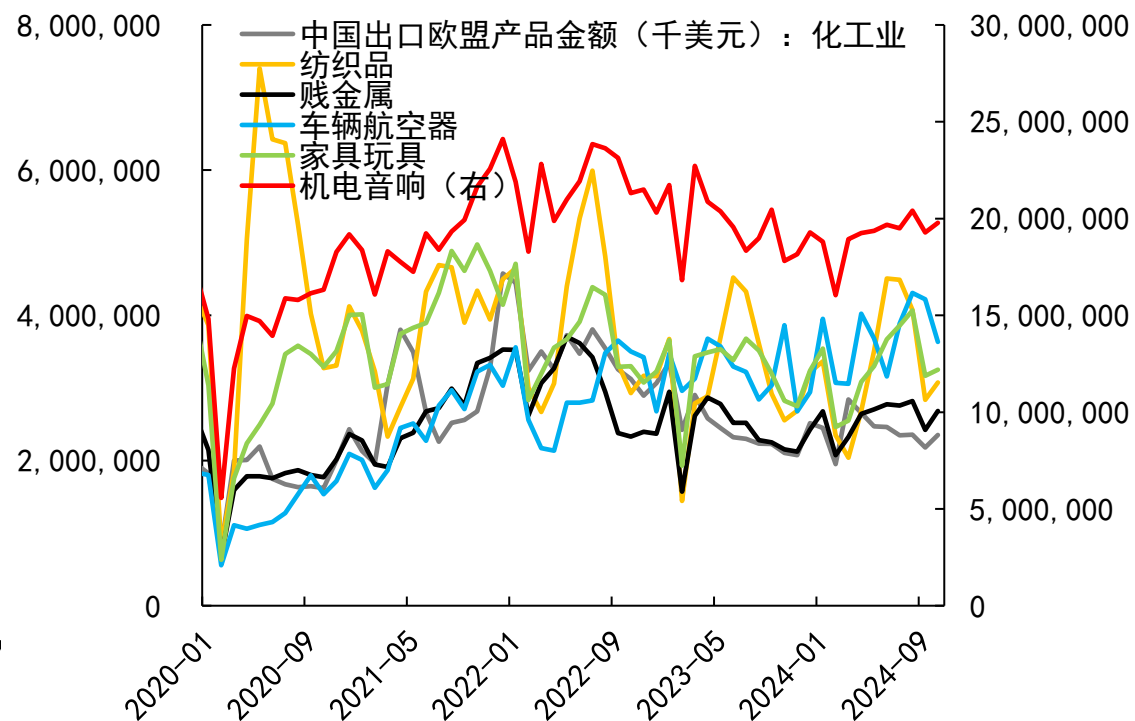
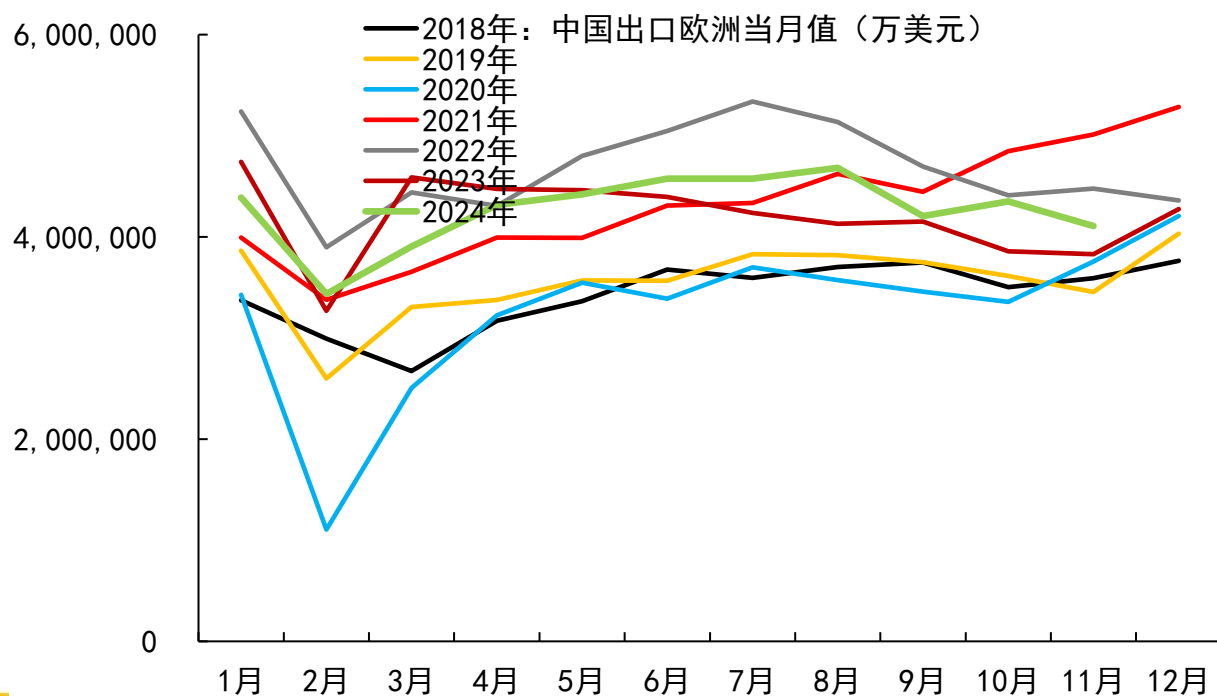
- 2024年年初，由于绕行好望角亚欧航线周班单条航线需新增3艘船，从上海&宁波港出发的航线共计15条（不考虑下半年增加的BRITANNIA和CGX航线），以平均派船大小在15000TEU左右计算，则总计静态运力缺口在67.5万TEU。
- 2024全年，新增交付17000+TEU集装箱船12艘，12000-16999TEU集装箱船91艘，以平均投入欧线比例27%计算，全年合计交付运力64.07万TEU，基本补齐运力缺口。



时间	17000+TEU交付数量（艘）	17000+TEU交付运力（TEU）	17000+TEU投入欧线（艘）	17000+TEU投入欧线（TEU）	12000-16999TEU交付数量（艘）	12000-16999TEU交付运力（TEU）	12000-16999TEU投入欧线（艘）	12000-16999TEU投入欧线（TEU）	投入欧线合计（万TEU）
2024年Q1	2	47848	2	47848	30	447948	6	91644	13.95
2024年Q2	6	144072	6	144072	26	378148	8	123588	26.77
2024年Q3	3	71688	3	71688	18	261528	3	45672	11.74
2024年Q4	1	23500	1	23500	17	256958	6	92672	11.62

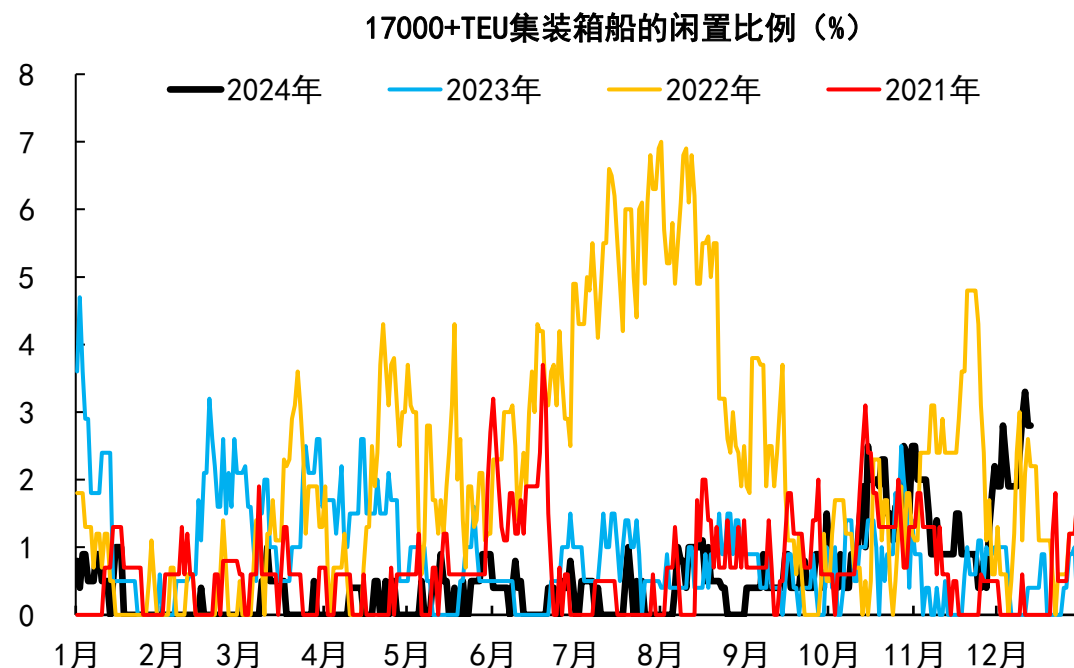
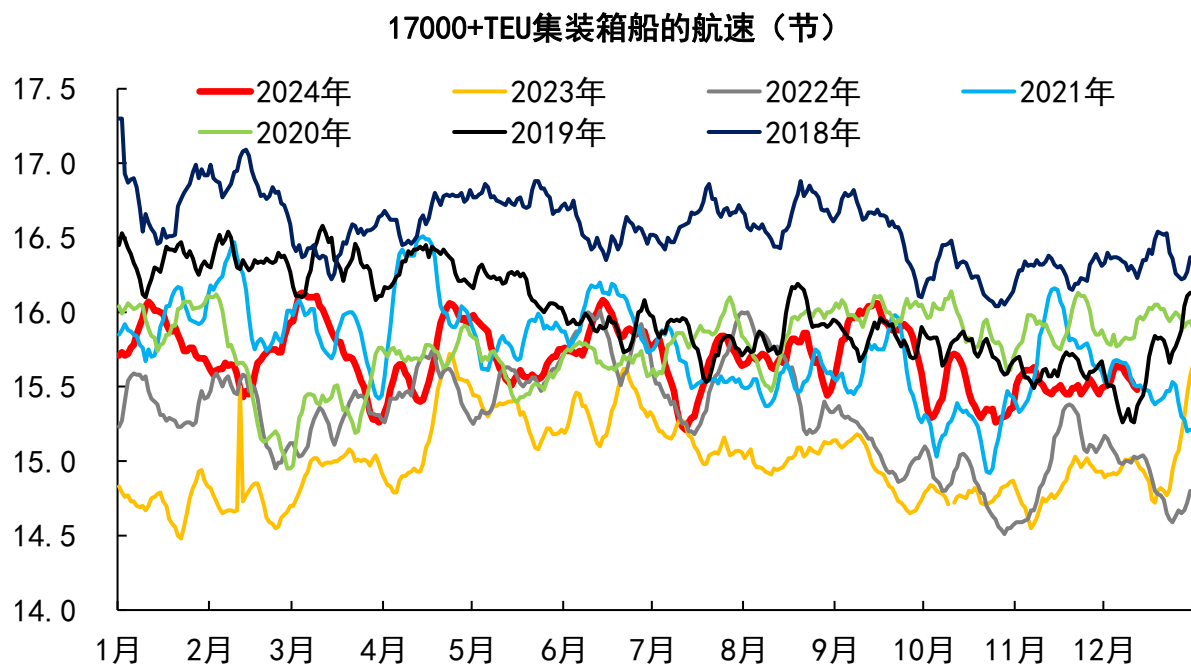
需求：好于2023年，季节性波动特征较为明显

- 2024年，我国至欧洲的月均出口额为426.9亿美元，高于2023年但不及2021年和2022年。需求季节性波动特征较为明显，同时今年也受到欧洲对我国出口电动汽车加征高额反补贴关税的阶段性影响，上半年的货量需求要明显好于下半年，这也印证8月至9月运价的加速走弱。
- 从具体的货物出口情况来看，出口保持相对平稳的主要是机电音响和贱金属，全年基本处在下行走势中的则是化工品，季节性波动性比较明显的主要是纺织品、车辆等运输设备以及家电家具，尤其是纺织品和家电家具和整体欧线集运的季节性波动较为吻合。



周转：年底闲置比例反弹，全年航速基本保持平稳

- 从运力闲置规模来看，2024年1月至8月，亚欧航线主要的集装箱船17000+TEU的闲置比例基本保持在零轴附近，零星出现的反弹主要也是集装箱船的检修。到了9月之后，闲置比例逐渐反弹，最高闲置比例突破3%。
- 从集装箱船的航行速度来看，全年17000+TEU的集装箱船航速基本保持平稳，维持在15节-16节之间的区间震荡，一方面是供给存在缺口下，船司没有进一步调降航速的主动性调控意愿，另一方面欧盟碳税的征收也使得船司对于提升航速的积极性有限。



2025年供给新变化（一）：美东码头罢工可能性

- 美东时间10月1日凌晨0点，因续约合同谈判破裂，美东港口码头工人正式举行近50年来首次罢工。三天后，随着工资问题达成一致，罢工结束，市场在10月1日前后对该事件进行过短期的交易。目前关于港口码头自动化问题仍悬而未决，达成协议的最后时间节点在2025年1月15日，在谈判破裂及特朗普公开表示支持工会后，二次罢工的可能性似乎在逐渐增加，若罢工时间较长，主要是影响美线港口运作效率及运力供给，对EC或带来情绪性的影响，这也是岁末年初值得关注的事件。

【第一轮罢工开始】

美东时间10月1日午夜凌晨0点后开始，ILA工会宣布，“在午夜钟声敲响的那一刻，国际码头工人协会正式开始罢工！”

【为期三天的罢工结束】

美东时间10月4日凌晨，ILA与USMX联合发表声明宣布双方就工资问题达成一致，6年61.5%的增长，并同意将合同延长至2025年1月15日，以敲定主合同协议，并于11月启动新一轮谈判。

【第二轮罢工可能性增加】

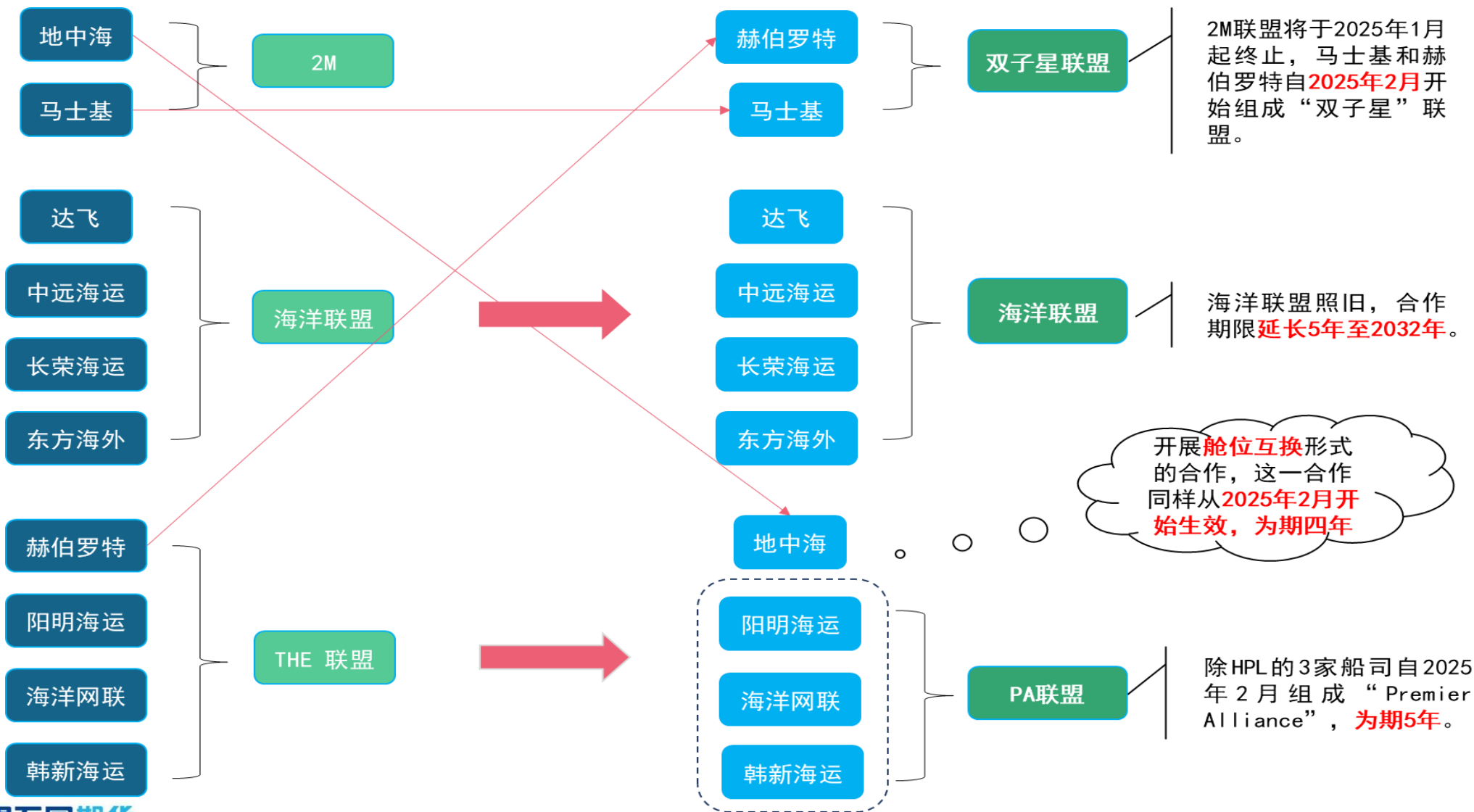
国际码头工人协会（ILA）于美东时间2024年11月12日星期二下午中断了与美国海事联盟（USMX）的谈判，原因是ILA表示代表船公司和直接港口运营方的雇主协会USMX继续推动自动化和半自动化条款，工会认为这些条款将导致ILA会员失业。

【第二轮罢工可能性进一步增加】

12月13日，美国当选总统特朗普在社交平台发推表示明确支持美东码头工会ILA，他表示“我研究过自动化，对它的一切几乎了如指掌。节省的资金远远不足以弥补对美国工人，尤其是我们的码头工人造成的痛苦、伤害和损害。”

【第二轮罢工】 2025年1月15日

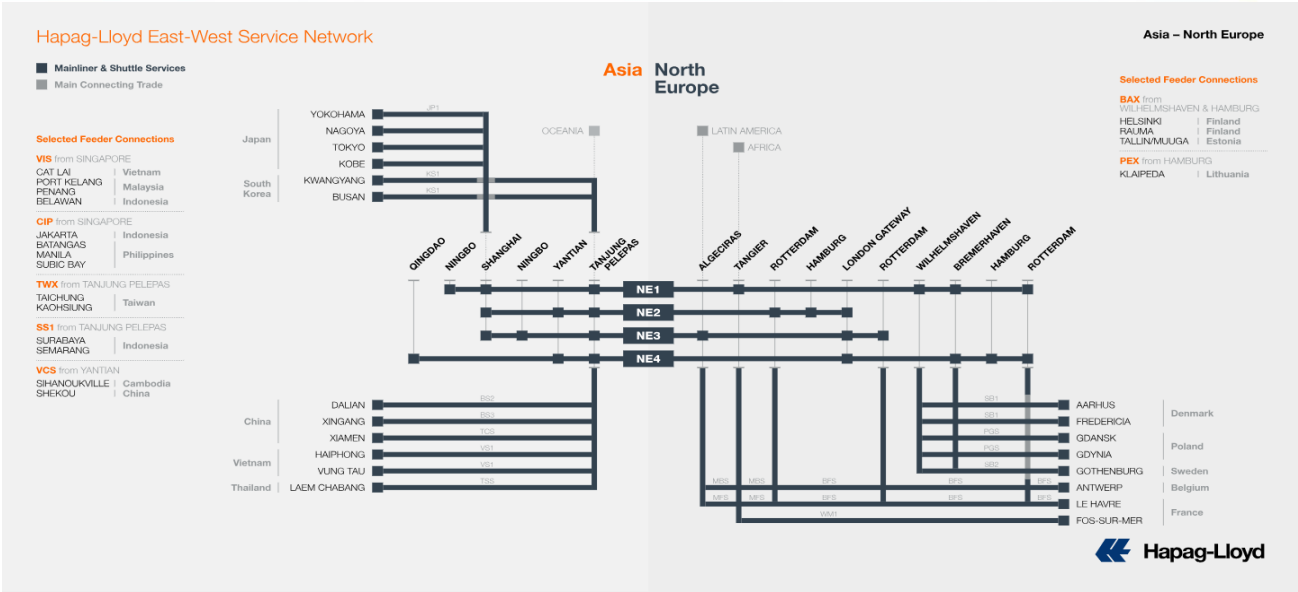
2025年供给新变化（二）：新联盟格局“3+1”



2025年供给新变化（二）：新联盟格局“3+1”，17条航线

2025年集运联盟【亚洲-西北欧】航线概览

GEMINI 【4条】	MSK	HPL		
	AE1	NE2		
	AE2	NE1		
	AE3	NE3		
	AE5	NE4		
OCEAN 【6条】	CMA	COSCO	EMC	OOCL
	FAL1	AEU2	LL4	FAL1
	FAL2	AEU3	LL2	NE3
	FAL3	AEU6	LL5	FAL3
	FAL5	AEU1	LL1	NE1
	FAL6	AEU5	LL6	CEM
	FAL8	AEU9	LL7	CE5
PA & MSC 【5条】	ONE	HMM	YML	MSC
	FE3	FE3	FE3	CONDOR
	FE4	FE4	FE4	SILK
	FE5	FE5	FE5	LION
	FE6	FE6	FE6	SWAN
MSC 【2条】	ALBATROS			
	BRITANNIA			
PA 【挂靠日本、印度港口】	ONE	HMM	YML	
	FP1	FP1	FP1	
	IOX	IOX	IOX	

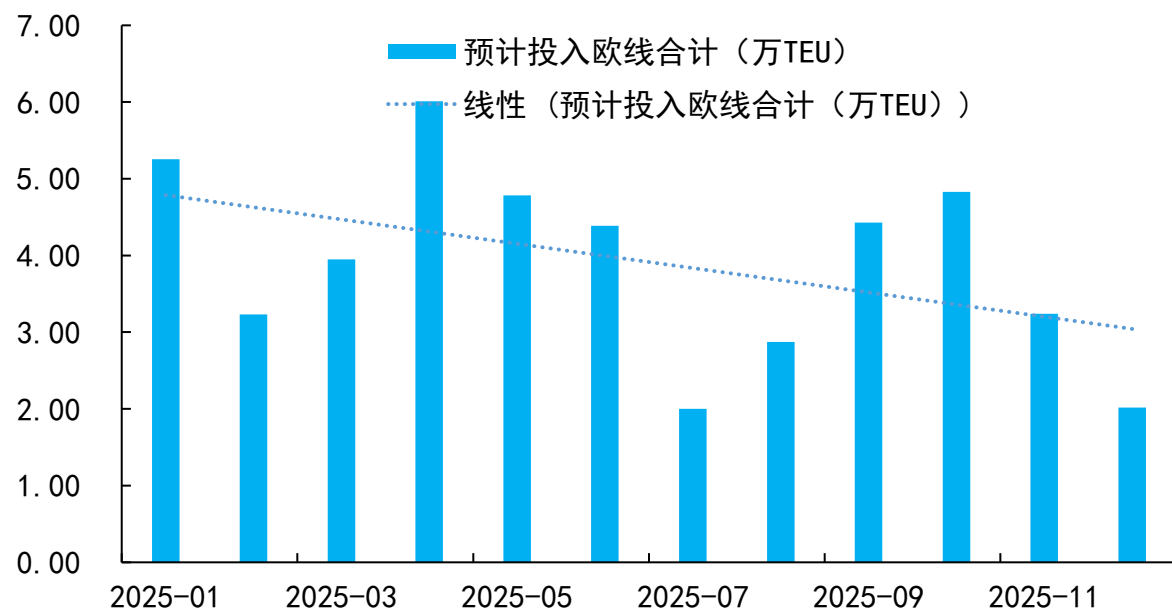
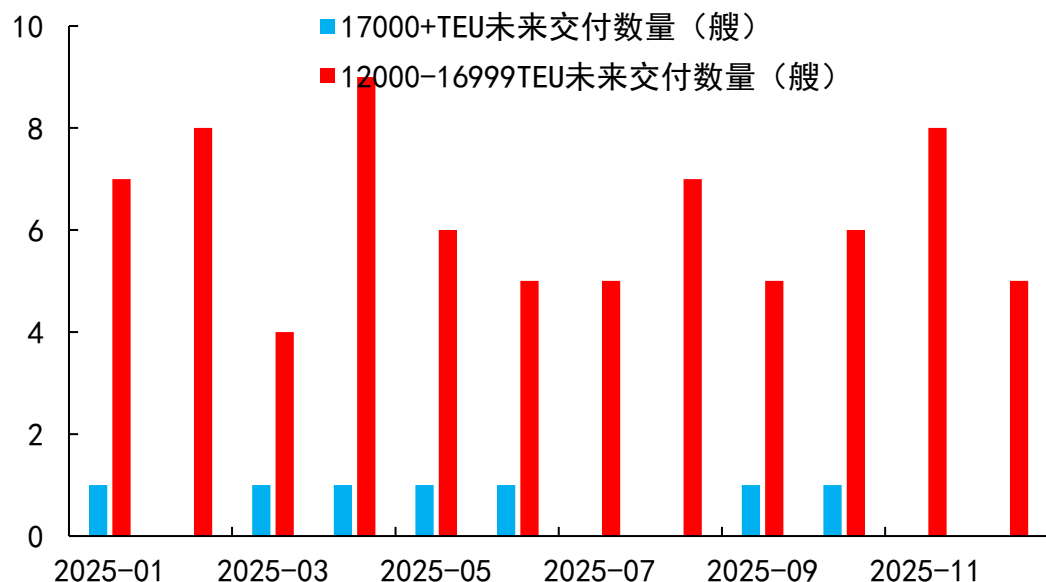


航运联盟	船司	运力占比	联盟运力合计
OA联盟	达飞	12. 20%	28. 40%
	中远海运	10. 60%	
	长荣海运	5. 60%	
	东方海外	注：已计入中远海运	
GEMINI 联盟	马士基	14. 20%	21. 70%
	赫伯罗特	7. 50%	
THE联盟	海洋网联	6. 30%	11. 50%
	阳明海运	2. 30%	
	韩新海运	2. 90%	
-	地中海	20. 20%	-

2025年供给新变化（三）：上半年较为集中的新船交付

- 2025年的运力交付较为集中，大概率上会使得亚欧航线即使在绕行好望角的情况下，仍将面临供给过剩。
- 2025年，17000+TEU集装箱船预计交付7艘，12000-16999TEU集装箱船预计交付75艘，按27%的比例投入欧线中，则2025年预计欧线将新增运力47.01万TEU。其中，上半年的新船交付更为集中，预计将交付27.32万TEU的新船。

时间	17000+TEU未来交付数量（艘）	17000+可能投入欧线（TEU）	12000-16999TEU未来交付数量（艘）	12000-16999TEU可能投入欧线（TEU）	预计投入欧线合计（万TEU）
2025年Q1	2	47000	19	77385	12.44
2025年Q2	3	70872	20	80933	15.18
2025年Q3	1	24000	17	69015	9.30
2025年Q4	1	23872	19	77024	10.09



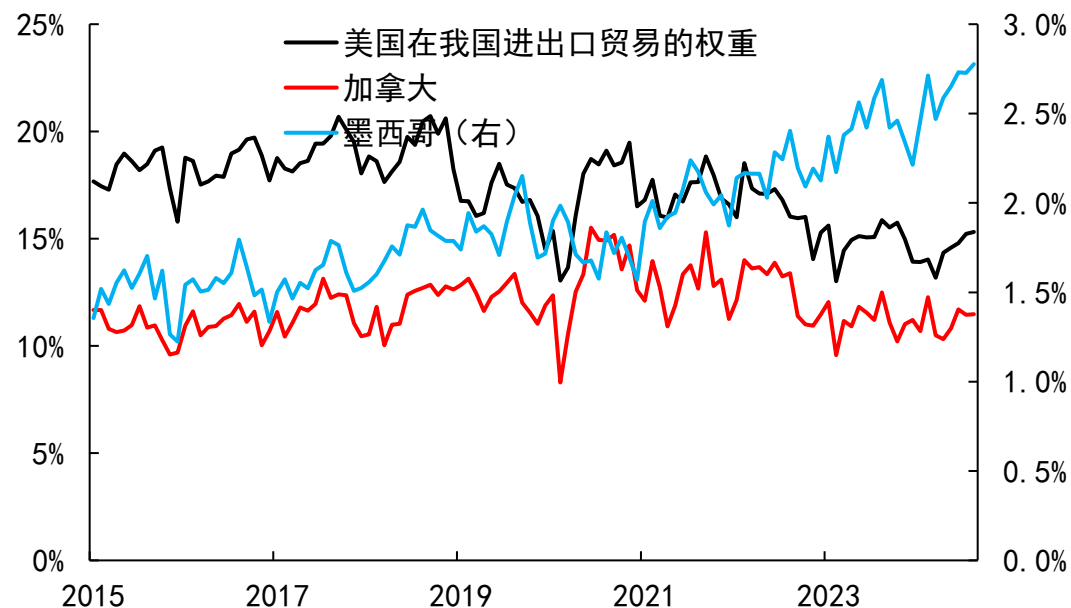
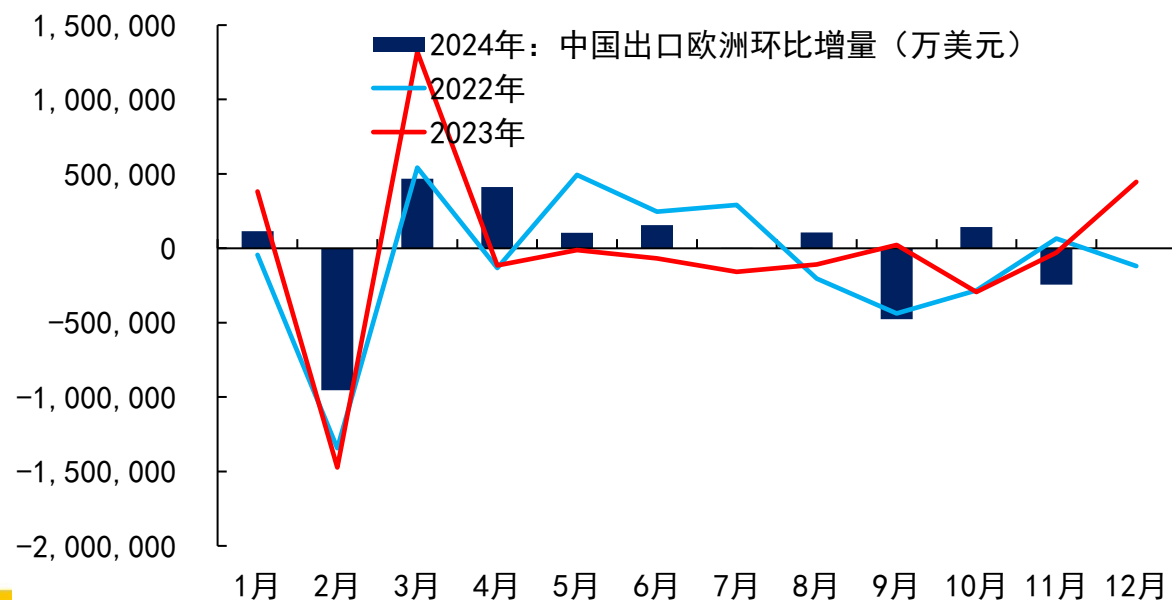
2025年供给新变化（四）：中东地缘冲突影响下的红海复航可能性

- 2023年10月7日， Hamas宣布对以色列采取代号“阿克萨洪水”的军事行动，新一轮巴以冲突开启→到2023年底巴以冲突风险外溢，也门胡塞武装袭击红海过往船只，亚欧航线多数集装箱船开始绕行好望角→再到黎以冲突，尽管2024年11月27日黎以停火协议正式生效，但之后不久双方均采取军事行动，违反停火协议→再到叙利亚局势突变。中东地缘局势趋于复杂化。
- 对于EC而言，目前市场主要的关注点还是在于加沙停火谈判进展，在年内反反复复的停火谈判后，年底停火谈判重启，出现了一些新的变化。
- 美国有线电视新闻网(CNN)援引知情人士报道称，美国总统拜登领导的政府正在与新政府的官员“日益密切地合作”，以便在特朗普**1月20日宣誓就职前**实现加沙停火。央视新闻报告，自以色列方面获悉，以色列与哈马斯被扣押人员交换协议很可能在**12月25日晚上之前**完成。但另据以色列媒体称，目前谈判因部分协议中释放的人员数量陷入僵局。哈马斯释放的人员数量远低于以色列的要求，而以色列不愿让步。



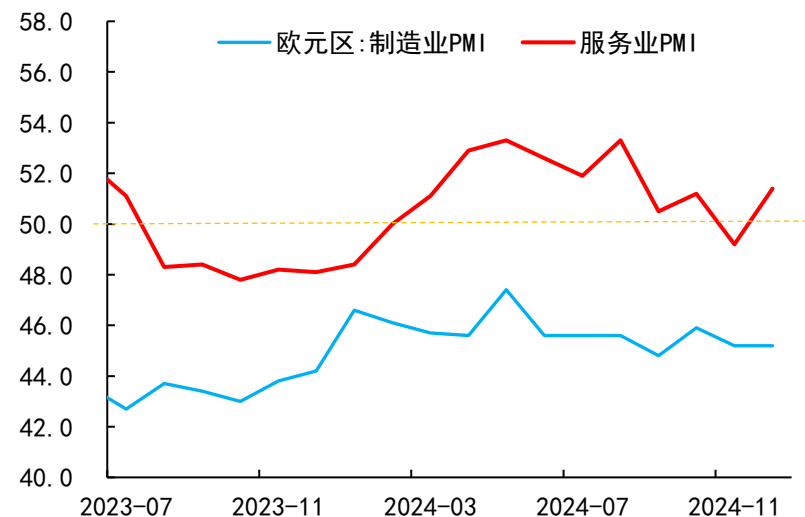
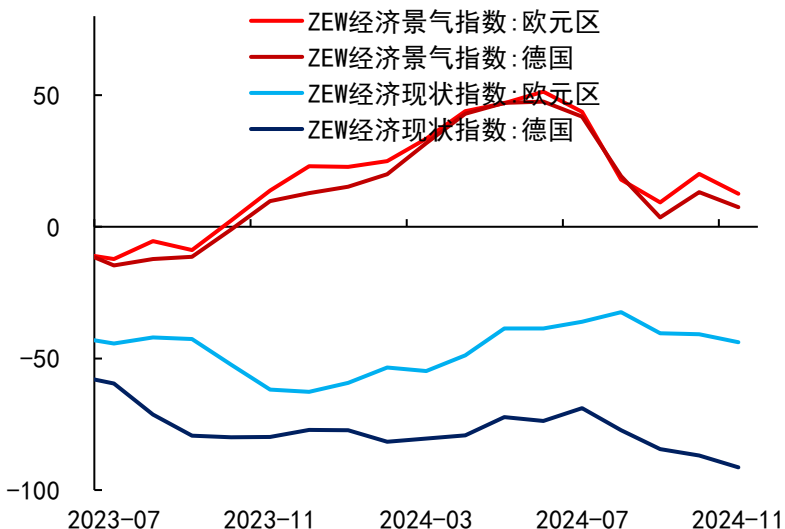
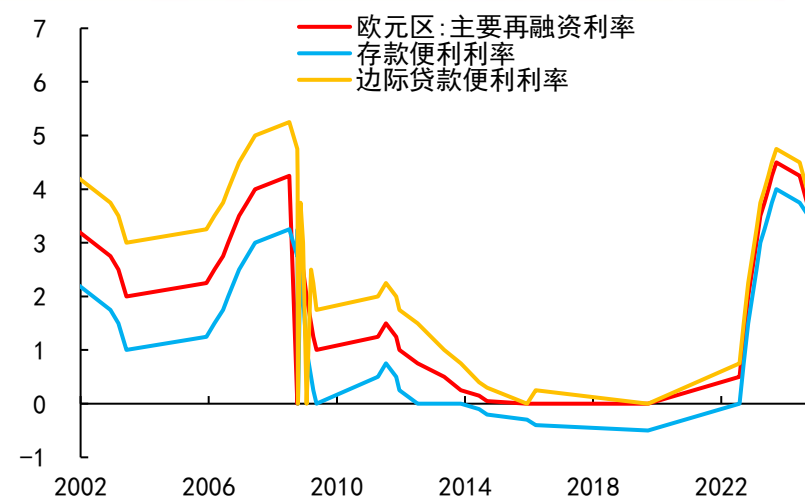
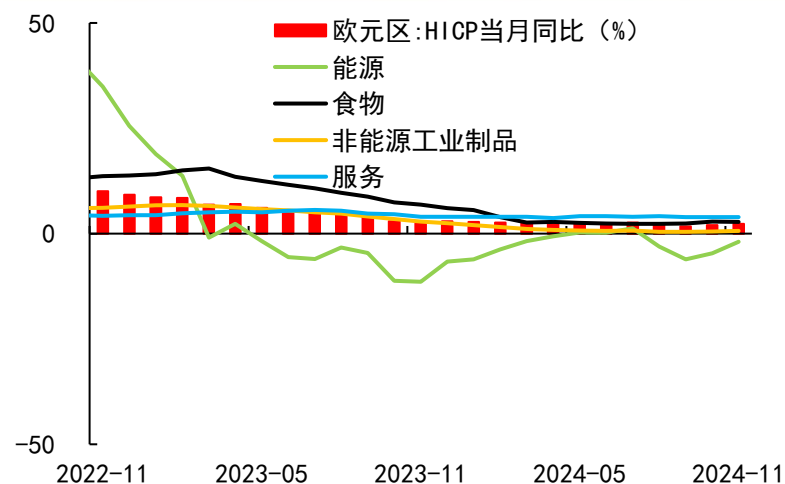
2025年需求新变化（一）：特朗普关税政策可能带来的需求变化

- 2024年11月6日，特朗普在2024年美国总统大选中获胜，并将于2025年1月20日宣誓就职。在其执政政策当中，对于集装箱海运影响较大的就是其关税政策。11月25日，特朗普宣布将在上任首日签署增加关税的法案，对来自墨西哥和加拿大的商品征收25%的关税，并对来自中国的商品额外征收10%的关税。
- **需求的脉冲式影响：**在高额的贸易关税要实质性加征落地之前，通常会带来相应产品海运需求的脉冲式上涨，外贸公司通常会选择在关税加征之前将产品集中出口至目的国家，以尽可能地减少关税加征所带来的额外成本，比如2024年欧盟对我国电动汽车加征高额反补贴税之前，也曾曾在3月、4月带来电动汽车集装箱出口的一波增长。
- **需求的长期影响：**从长期来看，当两国之间的贸易保护政策所带来的贸易壁垒增高后，通常会出现对应产品出口需求的转移，比如2018年之后，美国对我国实施贸易战以来，美国在我国进出口贸易的权重基本呈现逐月下降的趋势，而墨西哥的权重却在逐月向上，带来我国和拉美地区的集装箱海运需求的增加。



2025年需求新变化（二）：疲软的欧洲经济，下行的需求预期

- 欧元区12月制造业PMI初值45.2，低于预期45.3，延续在荣枯线之下的震荡；服务业PMI初值51.4，高于预期49.5，反弹重回扩张区间，不排除是圣诞节等假日效应的影响，持续性有待验证。
- 12月12日，欧央行将三大关键利率均下调25个基点，这也是欧洲央行在今年6月宣布降息后，年内第四次降息。
- 由于当前欧元区经济增长受到各国国内政治不稳定，特别是德国和法国等大型经济体以及可能面临美国当选总统特朗普威胁征收惩罚性关税的打击，欧洲央行可能在接下来仍将进一步降息。
- 从中长周期的视角来看，预计明年上半年欧线需求端较难形成向上驱动。



供需格局：供给增速高于需求增速 2.5%

- 供给：2023年、2024年集装箱船运力供给分别以8.2%和10.2%的增速在增长，2024年由于绕行好望角对有效运力的吸收使得较高的供给增速对于运价的实质性影响较为有限。但到了2025年，根据克拉克森研究的数据，预计供给增速将为5.4%，全年预计交付运力47.01万TEU，供给或面临过剩。
- 需求：尽管欧央行已从6月开始连续降息4次，但2024年欧洲经济整体复苏动力偏弱。根据克拉克森研究的数据，明年全年集装箱海运需求增速大概在5.4%左右，最新欧央行预计2024年GDP增速为0.7%（此前预计为0.8%），预计2025年GDP增速为1.1%（此前预计为1.3%）。

集运市场供需增速						
时间	2021	2022	2023	2024（F）	2025（F）	2026（F）
需求（%）	6.4	-3.6	0.7	5.4	2.9	2.6
供给（%）	4.5	4.0	8.2	10.2	5.4	3.2

主要内容

● 高低起伏，期价波动性放大

● 联盟重塑，2025六大新变化

● 周期向下，把握季节性波动

行情展望：大江东去，海浪声沉

- **核心观点：**周期向下，把握季节性波动。
- **长周期：**2024年由于绕行好望角对于集装箱海运有效运力的吸收，使得运价继2020年-2022年的超级大周期后，又迎来了第二轮较为疯狂的上涨周期。在即将到来的2025年中，即使我们维持继续绕行好望角的前提下，全球集装箱海运大概率仍将面临供给过剩格局，预计运价步入下行周期中。如果巴以实现停火，可能下行的速率会有所加快。
- **中短周期：**由于集运受到海运需求的季节性影响，运价呈现较为显著的季节性特征，在全年的淡旺季切换中，运价和集运指数（欧线）期货均会呈现季节性波动的规律。因此，在2025年中，仍需在周期向下的大趋势下，把握季节性的中短期波动节奏。
- **波动性：**在2025年，整个集装箱海运面临的不确定性因素较多，包括但不限于新联盟的形成、中东地缘局势变化、特朗普上台后的全球政治经济局势变化等等，或使得运价的可预测性进一步下降。由于运价的相对价格中枢降低，或使得波动性较今年也有所下降，但盘面由于受到资金、预期等多重影响，波动性预计仍相对较大。

风险提示

- 中东地缘局势超预期升温
- 美东港口罢工超预期使得风险外溢
- 欧基港及其他重要中转港口的超预期拥堵
- 特朗普上台后的贸易关税政策给海运需求带来的不确定性

投资策略：做空为主

推介一

趋势性做空

- 理由：在即将到来的2025年中，即使我们维持继续绕行好望角的前提下，全球集装箱海运大概率仍将面临供给过剩格局，预计运价步入下行周期中。如果巴以实现停火，可能下行的速率会有所加快。
- 注意点：季节性旺季运价的阶段性上行。

推介二

季节性做空

- 理由：在全年的淡旺季切换中，运价和集运指数（欧线）期货均会呈现明显的季节性波动规律，在周期向下的基础上，可关注季节性淡季的做空机会。
- 注意点：需求变化、贸易关税、港口拥堵等对季节性拐点、节奏等的影响。

投资策略：价差结构回归

推介一

多EC2502空EC2508

- 理由：事件型套利，由于近期巴以谈判重启，市场对于巴以停火可能性预期增强，对于明年复航红海的预期也在升温，而近月的2502合约受此影响较为有限，使得近强远弱。
- 注意点：市场情绪，地缘局势变化

推介二

多EC2508空EC2504

- 理由：季节性价差套利，目前EC2508和EC2504的价格基本相同，价差接近于0。从历年运价的季节性变化来看，4月常为淡季末，8月常为旺季末，8月运价常高于4月，可关注由于地缘扰动带来的价差低位后的回归机会。
- 注意点：市场情绪，地缘局势变化

本公司具有中国证监会核准的期货交易咨询业务资格
(核准文号 证监许可[2011]1284号)

研究局限性和风险提示

报告中依据和结论存在范围局限性，对未来预测存在不及预期，以及宏观环境和产业链影响因素存在不确定性变化等风险。

分析师声明

作者具有期货交易咨询执业资格，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者及利益相关方不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的不当利益。

免责声明

本报告的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，本公司对这些信息的准确性、完整性、时效性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。市场有风险，投资需谨慎。我们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所述品种的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。

本报告所涵括的信息仅供交流研讨，投资者应合理合法使用本报告所提供的信息、建议，不得用于未经允许的其他任何用途。如因投资者将本报告所提供的信息、建议用于非法目的，所产生的一切经济、法律责任均与本公司无关。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申银万国期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。