

集运（欧线）：期现背离逻辑与合约博弈路径

国投期货|航运专题

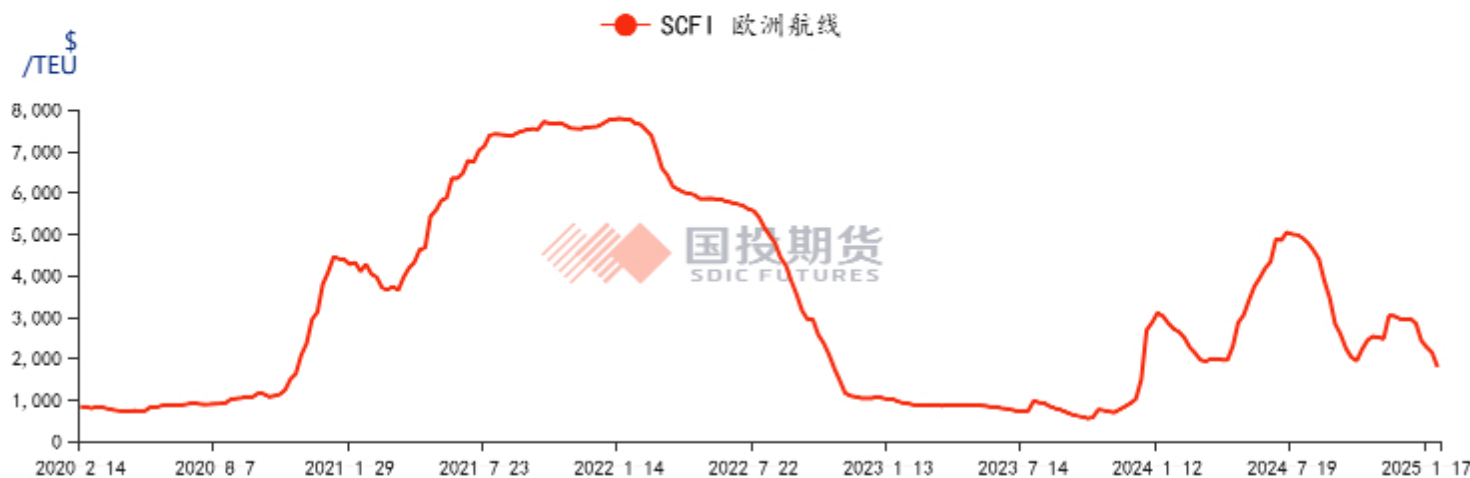
现货价格受春节后供需错配压制持续探底，SCFI欧洲航线较节前回落16%，而期货市场节后强势反弹，主力合约EC2504涨幅超20%，远月升水加速走扩。期现背离本质源于市场对“运价淡旺转换路径”的再定价，以及旺季合约地缘预期与需求强度的权重转换。本文从期现背离驱动切入，推演04/06/08合约博弈关键点。

一、近期市场异动解析：期现价格背离的底层驱动

1. 现货端持续疲软

春节前货量不及预期，航司揽货压力下，现货价格自年初以来走弱，又因2024年春节期间的停航规模较往年显著缩减，因而航司超接策略储备的“甩柜”货量难以填补节后首周复工缺口，导致节后现货中枢延续下行趋势，SCFI欧洲航线较节前回落16%。

图1：SCFI 欧洲航线运价



数据来源：上海航交所

2. 期货端逆势走强的驱动要素

然而就在现货市场持续下行的同时，集运欧线的期货市场在节后第二日便出现强势上行，多个合约连续封板，截至2月11日收盘，节后主力合约涨超20%，期现走势的背离源于预期差与风险溢价的重构，具体体现为三大驱动：

（1）基差修复动能

主力合约EC2504节前定格于1400点，折合现货价格不足\$2000/FEU，较同期现货贴水幅度超\$500/FEU，已击穿多数航司长协价格，距离市场成本中枢也仅有\$500/FEU（折合盘面约350点），主力合约偏弱走势正是对节后运价会继续下行的演绎。但当现货价格逼近成本时，航司可能通过主动空班收缩有效运力

以维持价格中枢，因而成本价格可看做淡季最低价的阶段性下沿。且回溯历史季节性规律，4月通常处于欧线运价由淡季向旺季切换的窗口期，EC2504合约的定价还需隐含相对淡季低点的溢价。鉴于此，节后空头策略的风险收益比不佳，基差修复动能积蓄。

（2）宣涨预期前置

2025年初运价“旺季不旺”超预期下行，叠加长协价与即期价倒挂压力，倒逼航司提前挺价。上周五HPL率先宣涨3月报价至\$4100/FEU（原\$3000/FEU），较往年提前近1个月。触发市场对“运价提前触底”的预期交易，催动上行行情。

（3）地缘风险压力重构

近期地缘局势再生变数，特朗普“接管加沙”言论冲击巴以停火谈判，红海危机长期化预期增强，削弱远月合约复航压力。

二、后续博弈关键点推演

1. EC2504合约：淡旺季切换的估值博弈

正如前文所述，往年4月运价处于淡旺季切换的时间点，因而淡季运价触底的时间和位置成为该合约博弈的关键点，我们仍尝试通过供需两方面的变化描摹此间运价变化路径。

需求端：季节性规律主导。

就往年规律而言，欧线货量通常在春节后8周完成季节性修复，2025年因春节偏早，货量恢复时点将前移至3月下旬。回溯可比年份（2017/2023年，春节同样落于1月），3月货量环比2月增幅均达40%，显著高于非春节前置年份约20%-35%的均值水平，预计今年货量修复仍将遵循传统路径。但欧洲经济恢复偏弱、贸易保护主义抬头等因素的存在，或使实际环比增幅略有收窄。

供给端：控舱执行力决定挺价成效

尽管3月上旬在一些航次晚到和空班的影响下，运力出现回落（W10运力21万TEU），但3月欧线周均运力预计仍将环比2月上升22%。加之当下现货市场反馈2月下旬装载率水平较差，或较难囤货以备在提价时“甩柜”，因而若后续空班规模不再上升，则宣涨兑现度或偏弱。此外自今年2月起，欧线新联盟格局开启，新联盟间存在价格战可能。不过考虑到长协阻力和成本支撑，预计航司降价的节奏相对克制。

整体而言，目前04合约已突破1800点，折现货\$2550/FEU左右，本轮上行的基差修复动能已耗尽，后续则是对于年后首轮宣涨兑现成色的考验，尽管目前航司有跟涨3月1日运价的趋势，但最终兑现的成色更多依赖航司的控舱执行力，需持续观察航司空班力度，以及宣涨对于货量的催逼效果。

图：交通运输部重点港口集装箱吞吐量

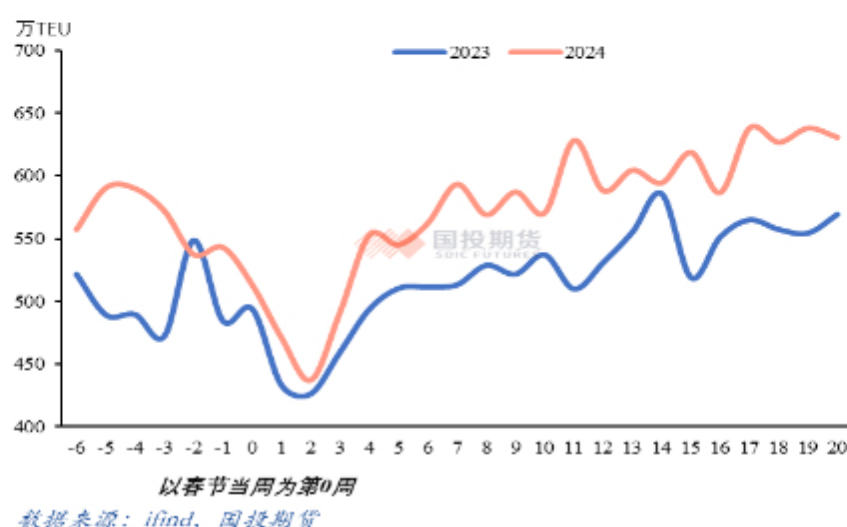


图2：华东-欧基港周度运力投放



2. EC2506/EC2508合约：旺季货量成色与地缘风险的双重考验

需求端：同比增速收敛，环比匹配季节性

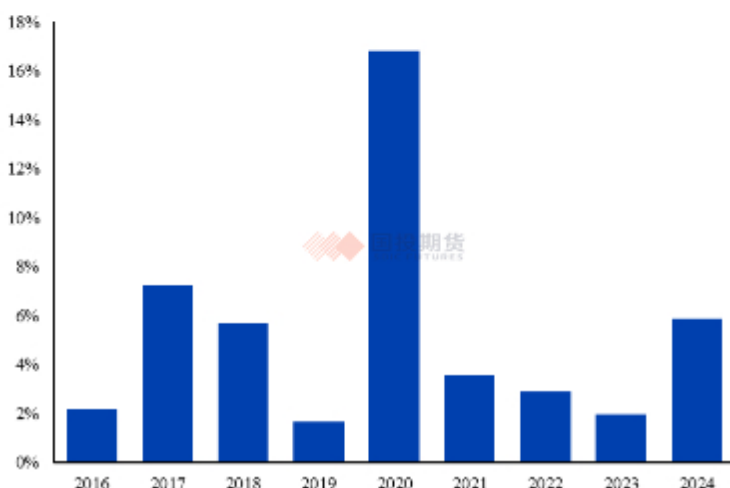
欧元区整体经济环境不佳，前期为控制通胀的高利率环境导致总需求和产出持续低迷、制造业表现羸弱，而俄乌冲突给经济前景持续带来不确定性。在此影响下，消费者信心整体偏弱，消费支出增长缓慢，制造业也持续承压。今年1月欧元区制造业PMI终值修正为 46.6，较 12 月的 45.1 有所回升，但仍处于收缩区间。欧洲央行1月30日宣布降息25个基点，欧央行执行连续性降息策略，有望对于包括居民消费及制造业投资在内的实体经济带来改善，但传导至集运需求有较长时间，预计今年旺季货量高度有限，同比增幅或仅有3%左右。

就环比而言，过往十年（除2020、2021年外）6月相较于4月的货量平均环比增幅在4%左右，预计今年环比增幅仍将延续季节性规律。

供应端：新船交付叠加航线重构，运力供应持续上行

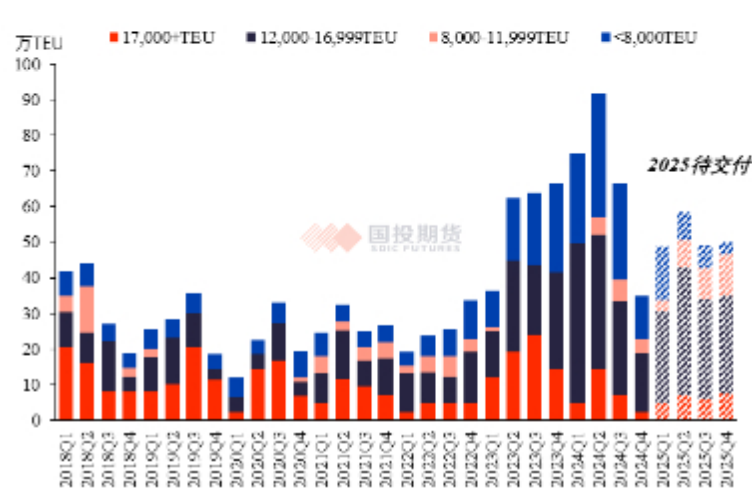
绕行后欧线运力已增25%，偏紧格局已有明显改善，目前周度供应在旺季（如去年12月和今年1月时）已经达到27-28万TEU的水平。此外OA联盟计划自3月末开启AEU7航线（2024年因绕行后运力不足以支撑7条航线所以退出运营）重新开启，粗略估算6月欧线周均运力有望同比大幅增加13.5%。另一方面，上半年仍将有5艘17000TEU新船计划交付入列，大船的加入将持续优化船队结构，增加单周供应规模。就环比而言，考虑OA联盟新增航线，以及大船替代效应，6月的理论运力供应环比4月上升5%左右，与需求环比增速相匹配，或将对冲货量提升给运价带来的提振作用。

图：亚洲-欧洲集装箱月度货量-6月较4月增幅



数据来源：彭博，国投期货

图：集装箱船季度交付



数据来源：克拉克森，国投期货

地缘端：红海危机长期化减缓复航压力

近期特朗普放话希望美国“接管”加沙言论加剧巴以局势复杂性。此举或可理解为在加沙停火协议第二阶段谈判的关键时期，向巴方施加极限压力。这一表态使得美国在巴以问题上的立场彻底倒向以色列，双方信任基础受损，第二阶段停火协议难产概率上升。红海危机长期化的预期显著削弱了复航预期对旺季合约的压力，06、08合约的地缘预期与旺季需求强度的边际权重发生转换，预计对04合约的升水会进一步走扩。

整体而言，C2506/08合约需定价“旺季+地缘溢价”的组合，预计后续走势以锚定主力合约，演绎“温和旺季”的预期为主，需关注地缘风险缓和以及新增运力投放超预期的风险。

李海群

F03107558 Z0021515

免责声明

国投期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备期货投资咨询业务资格。

本报告仅供国投期货有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。如接收人并非国投期货客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测只提供给客户作参考之用。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货或期权的价格、价值可能会波动。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。客户不应视本报告为其做出投资决策的唯一因素。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。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导致的任何损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，本公司不对其内容的真实性、合法性、完整性和准确性负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

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。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。