



供应趋松，运价中枢持续下移

走势评级：欧线（看跌）
报告日期：2024 年 12 月 25 日

★需求力竭，前景故态复萌

降息周期推进，利率持续调低驱动储蓄行为正常化，消费增长趋势将逐渐向可支配收入靠拢。但贸易紧张局势加剧或增加经济增长的不确定性，对经济前景的担忧将成为消费意愿回升的主要掣肘。需求前置，透支补库动能，2025 年补库对欧线需求的支撑将逐渐淡化。

★波诡云谲，不改供应宽松

不确定性其一，复航节点未知。但绕行影响基本出清，新船交付推动供应转为过剩；而一旦复航，过剩幅度将被推高。不确定性其二，联盟重组或改变供应格局，MSC 补充部分运力至欧线，船次稳定性有所提升，但运力上限被推高。不确定性其三，关税抢运及美东港口罢工的潜在风险可能会增加美线供应压力，有一定可能性溢出至欧线，但目前预期可控。不确定性其四，港口扰动因素无法完全排除，联盟更迭或对部分关键港口运营施加压力。

★运价中枢持续下移

需求缺少驱动，供应趋增，欧线供需宽松基调未变，运价中枢下移。绕行前提下，过剩的展开取决于新船交付节奏。需求的季节性变动仍会在运价上体现。旺季例行提涨、落地的可能性仍然较高，淡季班轮采取降价揽货的竞争性行为的可能性，高于一致性空班挺价的策略。运价波动率仍偏高。

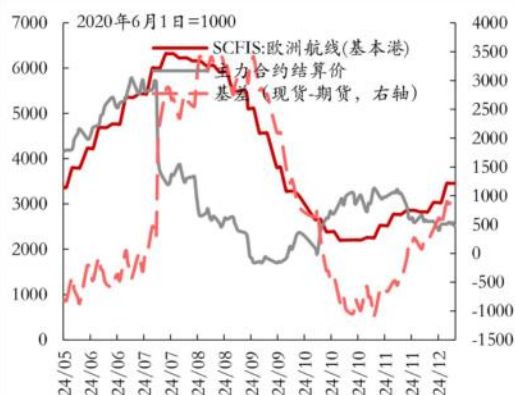
但如果复航，供应压力骤增，季节性不再显著，相反，运价将进入稳定下行周期，直至跌至成本线附近震荡。

★风险提示：

红海复航，美东码头罢工持续时间过长，欧洲消费超预期或不及预期等

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、需求力竭，前景故态复萌.....	5
2、波谲云诡，不改供应宽松.....	7
2.1、地缘决定过剩比例高低.....	7
2.2、联盟重组增加运力供应上限.....	9
2.3、评估美线的潜在溢出风险.....	12
2.4、港口扰动项难以消除.....	14
3、展望：25 年运价中枢持续下移.....	16
4、风险提示.....	16

图表目录

图表 1: 欧元区隔夜存款利率水平.....	5
图表 2: 欧盟消费恢复滞后于可支配收入.....	5
图表 3: 欧盟家庭储蓄率提高.....	6
图表 4: 欧盟对中国、美国出口占总出口比.....	6
图表 5: 欧元区商品库存调查指数.....	6
图表 6: 欧洲主要零售商库存水平.....	6
图表 7: 亚欧集装箱贸易规模-月度值.....	7
图表 8: 欧线离港船只装载率（中国）.....	7
图表 9: 欧线船队平均周转天数.....	8
图表 10: 欧线周度运力季节性-2 期平滑.....	8
图表 11: 欧线船队船型占比结构.....	8
图表 12: 1.2w+TEU 集装箱船队年度规模变化.....	8
图表 13: 1.7w+TEU 船 2024/2025 实际/预期交付量.....	9
图表 14: 1.2-1.7wTEU 船 2024/2025 实际/预期交付量.....	9
图表 15: 中日韩所有船型新造船交付趋势.....	9
图表 16: 1.2w+TEU 2025 年待交付量-按造船国划分.....	9
图表 17: 2025 联盟欧线服务挂靠港口情况（中国）.....	10
图表 18: 联盟重组前后在运营 1.2w+ 船型结构变化.....	10
图表 19: 1.7w+ 集装箱船四季度投入航线结构.....	10
图表 20: 欧线航线产品数量变化.....	11
图表 21: 航线主导船司及部署船队情况.....	11
图表 22: 2025 年欧线投入需求与大型船实际规模.....	12
图表 23: 稳定周班下欧线周均运力规模.....	12
图表 24: 美西和美东港口进口集装箱吞吐规模.....	13
图表 25: NRF 美国进口集装箱规模（含预测）.....	13
图表 26: 2024 年 NRF 美国进口集装箱规模修正路径.....	14
图表 27: 亚洲-北美集装箱运输规模.....	14
图表 28: 美国零售批发库存同比变化.....	14
图表 29: 美线周度运力规模.....	14
图表 30: 中国重点集装箱港口船舶平均在港时长.....	15
图表 31: 东南亚重点集装箱港口船舶平均在港时长.....	15
图表 32: 西北欧重点集装箱港口船舶平均在港时长.....	15
图表 33: 集装箱船舶在港运力占比.....	15

图表 34: 2025 联盟欧线服务挂靠港口统计 (中国)	16
-------------------------------------	----

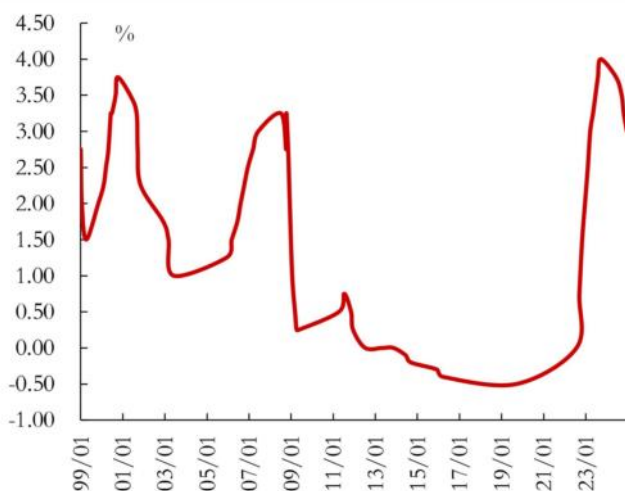
1、需求力竭，前景故态复萌

降息对欧洲消费的拉动效果有限。今年4月，欧盟票选通过《稳定与增长公约》，标志着欧盟再次严肃财政纪律，根据公约，成员国“财政赤字不超过GDP3%、公共债务不超过GDP60%”。加上俄乌战争对欧洲财政的拖累，降息政策孤掌难鸣，未能为欧洲经济注入强心针。高能源成本下的产业困局始终无法打破，奠定了经济修复缓慢的基调。2022-2023年加息周期持续推高欧洲央行存款利率，降息前夜，欧元存款利率高达4%，是千禧年有记录以来的利率高点。高利率刺激储蓄意愿回升，并对消费形成挤出效应，也是可支配收入和消费趋势劈叉的主要原因。6月以来，欧央行累计降息四次，最新12月议息会议降息25bp，利率水平下调至3.0%。然而3.0%的利率水平仍处于历史相对高位，消费短期继续承压。

2025年随着降息周期推进，经济修复带动居民收入增长、利率持续调低驱动储蓄行为正常化，消费增长趋势将逐渐向可支配收入靠拢。然而贸易争端再起，不宜对消费过分乐观。特朗普大选获胜，贸易保护主义卷土重来。特朗普曾多次公开表态，将对所有外国制造商品普遍征收10%的进口关税，欧洲商品也在贸易打击之列。美国是欧洲的重要出口地区，对美国出口占欧盟总出口的20%左右。美欧贸易摩擦，将对欧洲经济形成直接冲击，拖累经济修复节奏。根据高盛预测，关税政策或导致欧盟GDP下降约1%。其次，贸易紧张局势加剧或增加经济增长的不确定性，对经济前景的担忧将成为消费意愿回升的主要掣肘。

欧洲商品库存去年末、今年初迎来阶段性低点，补库与供应扰动引发需求前置，上半年集运贸易呈放量增长态势。但本轮库存周期底部位置偏高，补库动能略显不足。截至11月末，工业库存水平明显回补，零售库存水平小幅改善。根据财报披露，二、三季度末，欧洲大型零售贸易商库存增量显著。四季度以来，欧线需求疲态初显，预计2025年补库对欧线需求的支撑将逐渐淡化。

图表1：欧元区隔夜存款利率水平



资料来源：iFind，东证衍生品研究院

图表2：欧盟消费恢复滞后于可支配收入



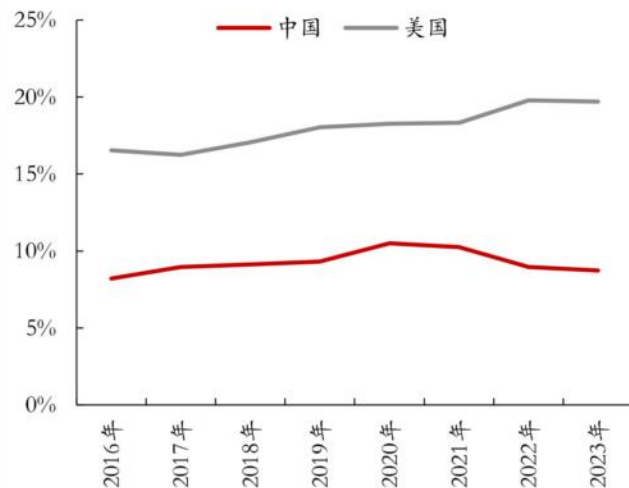
资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

图表 3：欧盟家庭储蓄率提高



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

图表 4：欧盟对中国、美国出口占总出口比



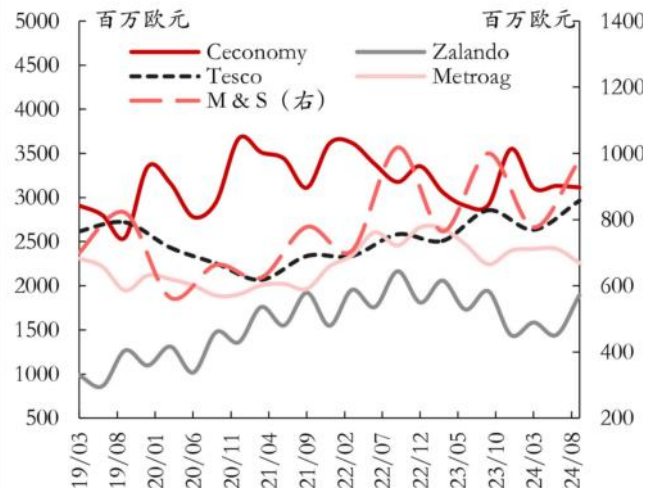
资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

图表 5：欧元区商品库存调查指数



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

图表 6：欧洲主要零售商库存水平

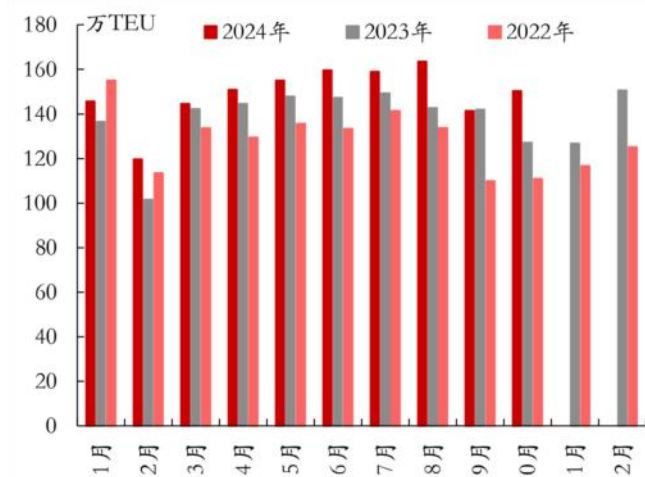


资料来源：公司官网，东证衍生品研究院

24 年年中季节性节奏紊乱。船期延长、供应缺口存在、需求放量等因素影响，叠加情绪加成，7-8 月旺季前移，5-6 月淡季不淡，旺季需求超预期。但随着运力补充，以及需求透支，8 月下旬开始市场迅速转淡。四季度季节性表现正常，虽然部分原因在于年末旺季对货物抵港时效性的要求不如年中，但趋势来看，随着需求转弱，供应缺口弥合、并转向过剩，欧线需求的季节性将逐渐恢复为常态节奏。即便明年绕行持续的情况下，季节性异常的概率大幅降低，即使船期仍有延长，7-8 月旺季前移的区间不会太长、预计

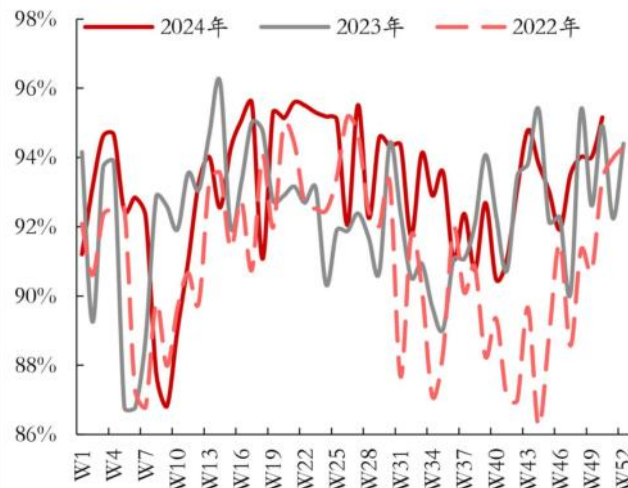
至多半个月。

图表 7：亚欧集装箱贸易规模-月度值



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

图表 8：欧线离港船只装载率（中国）



资料来源：船视宝，繁微，东证衍生品研究院

2、波谲云诡，不改供应宽松

2.1、地缘决定过剩比例高低

中东局势混乱依旧，明年复航与否、何时复航尚难定论。23年末，地缘冲突的爆发阻断了红海正常通行，欧线船队几乎完全改道。绕行航程增加、船期延长，对船队的需求骤增，短期内补充至欧线的船队规模有限，2024年前三季度，欧线供应缺口凸显。缺口主要体现在两点，一是船次缺口，表现为船期连贯性问题，由此引发阶段性的被动空班，二是平均运力缺口，补充至欧线的船型占比差异，改变了原有的欧线船队结构，由此造成船队平均规模的收缩。

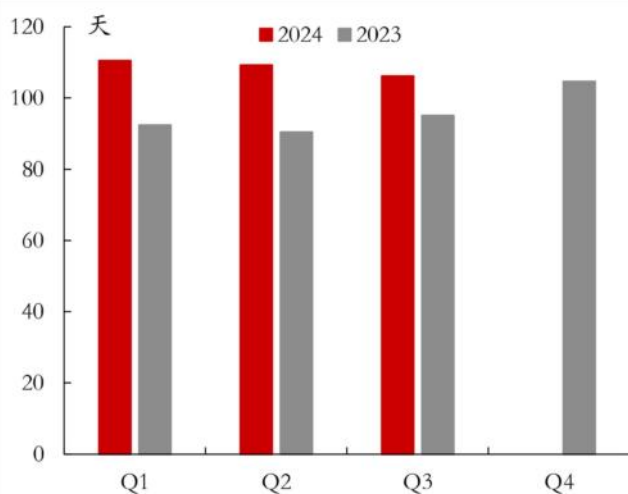
截至四季度末，供应侧缺口问题已经显著改善，虽然个别航线的连贯性仍然无法保证、且平均船队规模尚未回升，但缺口存在对市场的影响已经基本出清。在此基础上，明年新船的持续交付将进一步推动供应转化为过剩。虽然大型船交付峰值已过，但明年待交付新船量仍然可观，1.7w+TEU的船型明年将交付13艘、船队年增长6%，1.2-1.7wTEU的船型明年待交付80艘，年增速维持高位、达16%。假设1.7w+的船型完全投入欧线，1.2-1.7w的新船按15%-25%的比例投入欧线，不考虑船舶调度和置换的情况下，明年欧线船队数量增速将达10%-13%，静态运力增速预估为9%-11%。

但2025年大型船待交付订单中，韩国船厂比重不低，77%的1.7w+船型订单和44%的1.2-1.7w船型订单。韩国造船业面临的困境持续约束船厂生产和交付效率，造船周期延长，交付不及预期的情况普遍存在，欧线供应压力增速放缓。明年欧线船队数量预估增速修正为7%-11%，静态运力增速预估为6%-9%。

如果红海明年复航，被绕行吸收的运力将重新释放，对欧线供应形成更大冲击。运力至

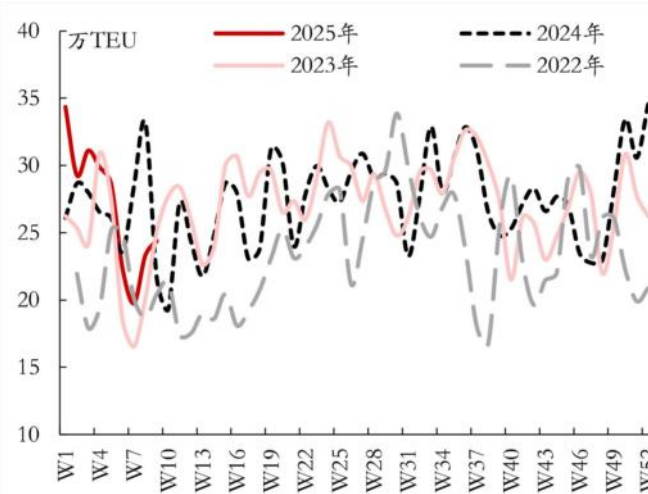
少增加 30% 的额外过剩幅度。此外，地中海航线供应受红海影响程度更大，24 年存在部分欧线运力向地线抽调的情况。一旦绕行结束，地线供应脉压更甚，或对欧线供应形成溢出影响。虽然 24 年供应短缺，大型船提速的情况普遍存在，绕行结束，运力过剩、船队航速存在回落空间，但空间有限，额外至多对冲 8%-10% 的过剩运力，难以逆转扭转严重过剩的局面。另一方面，其他航线目前并无严重紧缺的情况，欧线船只往其他航线调度的空间不大，即便调出，超大型船调离欧线的可能性不高，届时船队结构恢复，亦将拉动周均运力水平回升。

图表 9：欧线船队平均周转天数



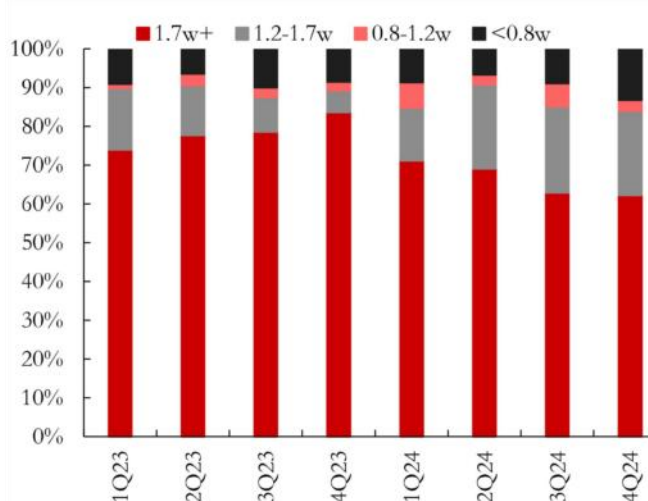
资料来源：繁微，东证衍生品研究院

图表 10：欧线周度运力季节性-2 期平滑



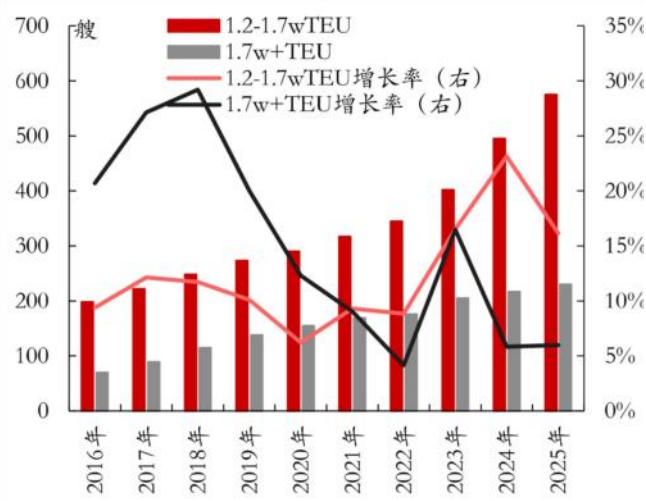
资料来源：公开信息整理，东证衍生品研究院

图表 11：欧线船队船型占比结构



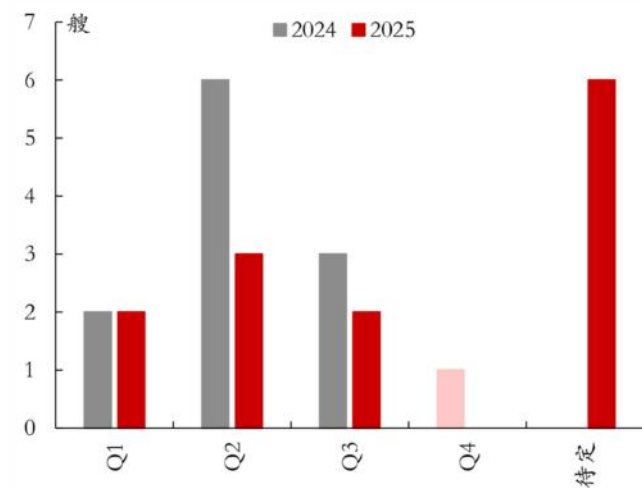
资料来源：繁微，东证衍生品研究院

图表 12：1.2w+TEU 集装箱船队年度规模变化



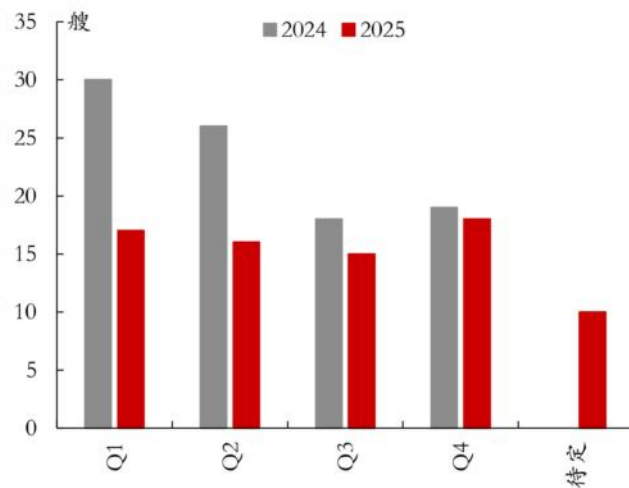
资料来源：Clarksons，东证衍生品研究院

图表 13: 1.7w+TEU 船 2024/2025 实际/预期交付量



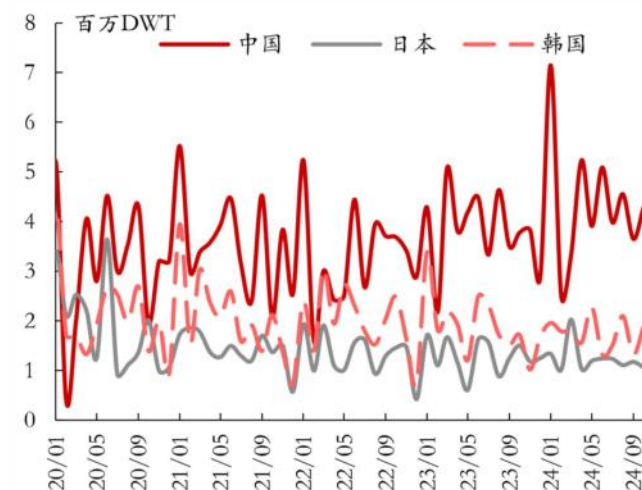
资料来源: Clarksons, 东证衍生品研究院

图表 14: 1.2-1.7wTEU 船 2024/2025 实际/预期交付量



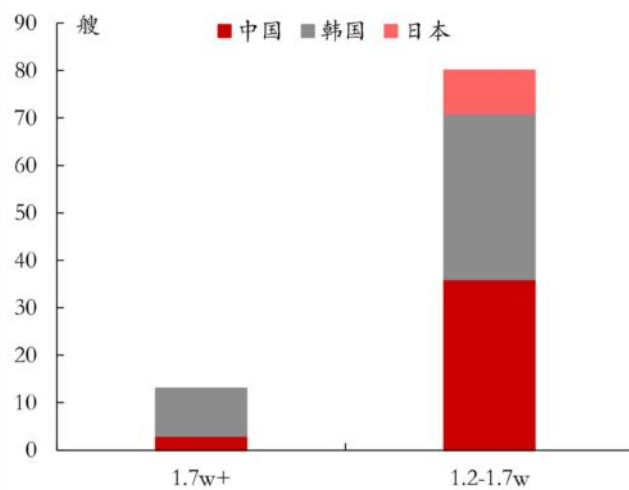
资料来源: Clarksons, 东证衍生品研究院

图表 15: 中日韩所有船型新造船交付趋势



资料来源: Clarksons, 东证衍生品研究院

图表 16: 1.2w+TEU 2025 年待交付量-按造船国划分



资料来源: Clarksons, 东证衍生品研究院

2.2、联盟重组增加运力供应上限

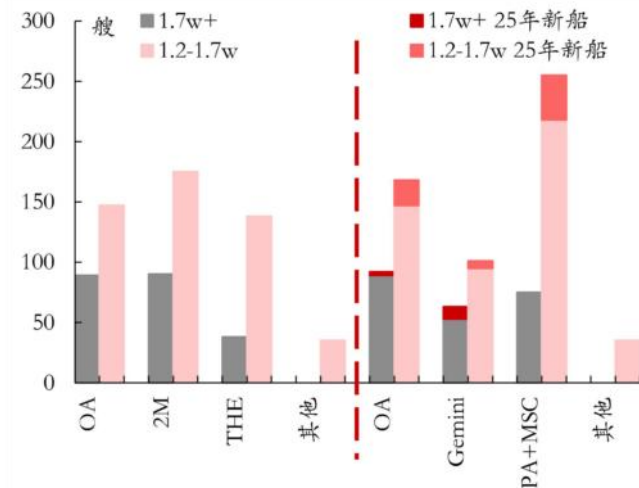
2025 年航运联盟重组增加了供应的不确定性。2M 联盟合作到期, 马士基联合赫伯罗特开展 Gemini Cooperation, ONE、HMM 和阳明更名 Premier Alliance (简称 PA)。而 MSC 和 PA 将在欧线上采取舱位互换的合作模式。新联盟航线规划、部分船期已经更新, 欧线供应格局会有何变化? 从几个角度分析。OA 尚未发布 25 年产品变更通知, 因此假设 2025 年将延续 2024 年服务。

图表 17：2025 联盟欧线服务挂靠港口情况（中国）

Gemini		港口数
AE1/NE2	上海-盐田-丹戎帕拉帕斯-鹿特丹-汉堡-伦敦-丹吉尔	7
AE2/NE1	宁波-上海-丹戎帕拉帕斯-丹吉尔-威廉港-不来梅哈芬-鹿特丹	7
AE3/NE3	上海-宁波-丹戎帕拉帕斯-阿尔赫西拉斯-伦敦-鹿特丹	6
AE5/NE4	青岛-盐田-丹戎帕拉帕斯-伦敦-不来梅哈芬-汉堡-鹿特丹	7
MSC+PA（含 MSC 独立航线）		港口数
Albatros（MSC 独立）	天津-大连-光阳-宁波-上海-盐田-新加坡-费利克斯托-不来梅哈芬-格但斯克	10
Lion	青岛-釜山-宁波-上海-盐田-新加坡-锡尼什-安特卫普-汉堡-鹿特丹-勒阿弗尔-伦敦	12
Swan	宁波-上海-厦门-新加坡-勒阿弗尔-鹿特丹-哥德堡-奥胡斯-汉堡-安特卫普	10
Britannia（MSC 独立）	上海-宁波-盐田-头顿-费利克斯托-安特卫普-格但斯克-格丁尼亚-克莱佩达-勒阿弗尔-伦敦	11
Griffin	东京-神户-上海-宁波-盐田-新加坡-丹吉尔-南汉普顿-安特卫普	9
Condor	青岛-釜山-上海-厦门-新加坡-阿尔赫西拉斯-鹿特丹-汉堡-南汉普顿	9
Silk	上海-宁波-高雄-盐田-头顿-新加坡-达米埃塔-鹿特丹-汉堡-勒阿弗尔-阿尔赫西拉斯	11
OA		港口数
FAL2/AEU3/NE3	大连-青岛-上海-宁波-新加坡-鹿特丹-汉堡-安特卫普	9
FAL6/AEU5/CEM	青岛-上海-宁波-台北-盐田-新加坡-鹿特丹-费利克斯托-汉堡	10
FAL1/AEU2/FAL1	上海-盐田-新加坡-丹吉尔-勒阿弗尔-汉堡-格但斯克-鹿特丹	9
FAL3/AEU6/FAL3	上海-宁波-盐田-新加坡-敦刻尔克-鹿特丹-南汉普顿-安特卫普-勒阿弗尔	10
FAL5/AEU1/NE1	上海-宁波-盐田-厦门-新加坡-费利克斯托-泽布吕赫-格但斯克-威廉港	10
FAL8/AEU9/CES	宁波-上海-盐田-新加坡-科伦坡-安特卫普-汉堡-鹿特丹	9

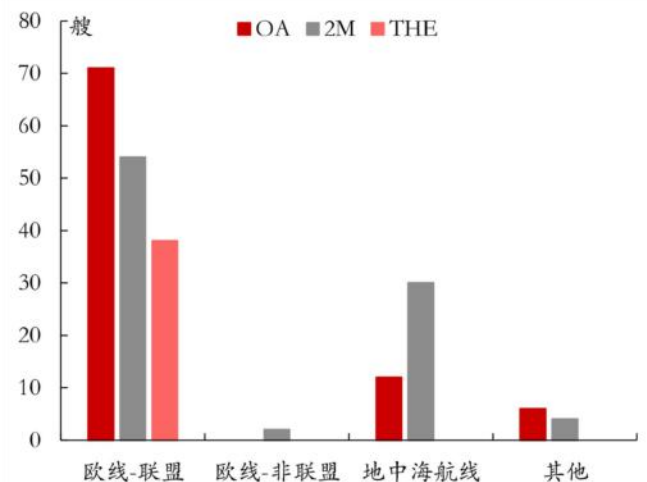
资料来源：船司官网，东证衍生品研究院

图表 18：联盟重组前后在运营 1.2w+ 船型结构变化



资料来源：Clarksons，东证衍生品研究院

图表 19：1.7w+ 集装箱船四季度投入航线结构



资料来源：公开信息整理，东证衍生品研究院

图表 20：欧线航线产品数量变化

亚洲-西北欧								
	2025-02 前				2025-02 后			
	OA	2M	THE	合计	OA	Gemini	PA+MSC	合计
联盟运营	6	5	3	14	6	4	5	15
非联盟运营		2	1	3			2	2

资料来源：船司官网，东证衍生品研究院

从航线数量来看，2025 年 2 月前后，中国到欧洲航线数量总和一致，但共舱航线数量相比重组前增加 1 条、独立航线目前仅有 MSC 的 2 条。其次，从船队配置来看，Gemini 和 OA 都倾向在欧线上部署 1.7w+ 的超大型船。但运力约束，OA 在 FAL8 航线上部署了相对多的 1.2-1.7w 的船来保证船期连续。而 Gemini 现有 1.7w+ 船队、加上明年上半年待交付的 4 艘 1.7w+ 新船，大致可以满足欧线配置需要，但 Gemini 地线 AE11 存在超大型船的部署倾向，虽然配比尚不清楚，但一定程度上将影响欧线船队布局，目前 AE1 航线上 1.2-1.7w 和 1.7w+ 两种船型混杂部署，拉低了 AE1 的平均运力配置规模。

图表 21：航线主导船司及部署船队情况

2024			2025（预估）		
主导企业	航线	船型大小	主导企业	航线	船型大小
MSC	AE6/Lion	1.7+	MSC	Albatros	1.7+
	AE55/Griffin	1.2-1.7		Lion/FE5	1.7+
	Swan	1.2-1.7		Swan/FE6	1.2-1.7
	Britannia	0.8-1.5		Britannia	1.2-1.7
MSK	AE5/Albatros	1.7+	MSK	AE3/NE3	1.7+
	AE7/Condor	1.2-1.7		AE5/NE4	1.7+
	AE10/Silk	1.7+	MSK+HPL	AE1/NE2	1.7+
CMA	FAL1/AEU2/FAL1	1.7+	HPL+MSK	AE2/NE1	1.7+
	FAL3/AEU6/FAL3	1.7+	CMA	FAL1/AEU2/FAL1	1.7+
COSCO	FAL2/AEU3/NE3	1.7+		FAL3/AEU6/FAL3	1.7+
OOCL	FAL5/AEU1/NE1	1.7+	COSCO	FAL2/AEU3/NE3	1.7+
Ever	FAL6/AEU5/CEM	1.7+	OOCL	FAL5/AEU1/NE1	1.7+
	FAL8/AEU9/CES	1.2-1.7	Ever	FAL6/AEU5/CEM	1.7+
HPL+ONE	FE2	1.2-1.7		FAL8/AEU9/CES	1.2-1.7
ONE+HPL	FE3	1.7+	HMM	Condor/FE3	1.7+
HMM	FE4	1.7+	ONE	Silk/FE4	1.7+
HPL	CGX	<0.8	YM	Griffin/FP2	<1.2

资料来源：船司官网，东证衍生品研究院

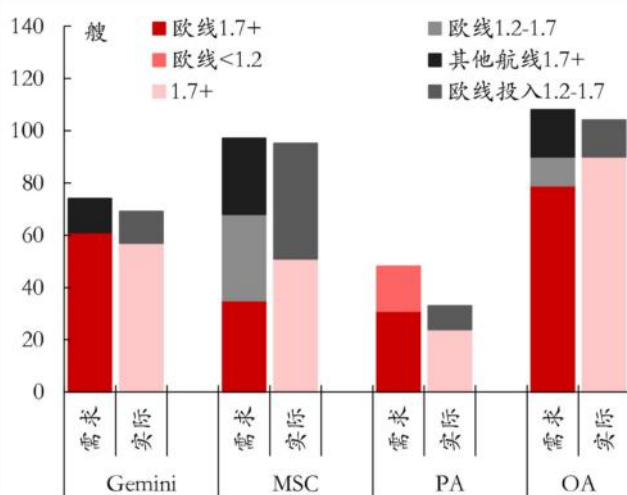
《初窥联盟重组的影响》中，我们曾谈到 MSC 和 PA 现有欧线船队或难覆盖新航线需求，预计存在较大的船次缺口。为保证服务稳定性，一方面，MSC 和 PA 选择牺牲部分航线的运力配置。从已公布船期来看，GRIFFIN 航线使用相对小型的船舶，以 1.2wTEU 以下船型为主，并由 PA 主导；SWAN 航线部署 1.2-1.7w 的船型，由 MSC 主导。

但另一方面，MSC 在独立航线上运力投入比重相对较大。ALBATROS 和 BRITANNIA 分别部署 1.7w+ 和 1.2-1.7w 的船型，相比 MSC 在 24 年两条独立航线——SWAN 和 BRITANNIA 上的船队配置，有明显升级。对比重组前，MSC 主导及独立运营的航线数量为 4，其中 2 条配置 1.7w+TEU 船型、2 条 1.2-1.7w 船型，重组后，航线总数为 4，部署 1.2-1.7w 船型的数量和重组前一致，而部署 1.7w+TEU 船型的数量则比之前多 1 条。

除 PA 增投小型船以外，如无更多船舶调度，MSC 和 PA 服务稳定性依然堪忧。因此，MSC 从地线撤出了部分超大型船，转入欧线以稳定服务。此前 MSC 在地线有两条航线配有 1.7w+ 超大型船，而重组后预计只余下 JADE 1 条服务、全配置 1.7w+ 船型，TIGER 保有少量超大型船、但 1.2-1.7w 船型为主，但地线超大型船撤出率有待更多船期信息以确认。总之，MSC 和 PA 欧线服务的潜在结构性问题通过船舶调度预计可以得到解决，船期稳定性风险大大回落。

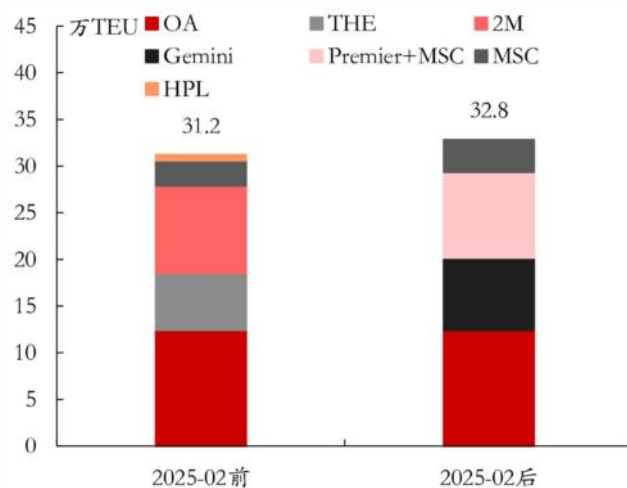
周度供应来看，在无空班、无加班船、稳定周班的前提下，重组后欧线周均运力水平可达 32.8 万 TEU，高于重组前 31.2 万 TEU 的平均水平，增幅为 5.3%。因此不论从何角度评估，重组后欧线供应上限提高，也为班轮后续提价增加了难度。而一旦红海通航，大型船占比回升将进一步推高周均运力上限，供应压力更甚。

图表 22：2025 年欧线投入需求与大型船实际规模



资料来源：公开信息整理，东证衍生品研究院

图表 23：稳定周班下欧线周均运力规模



资料来源：公开信息整理，东证衍生品研究院

2.3、评估美线的潜在溢出风险

2025 年供应的另一扰动来自美线。潜在的美线供需变化可能会对欧线形成溢出影响。一是美东码头劳资纠纷，二是关税抢运。

10 月美东码头为期 3 天的罢工，以达成薪资初步协议、主合同延长告一段落。合同延期至 25 年 1 月 15 日，随着到期日临近，双方就码头自动化问题仍然存在较大分歧。资方在薪酬方案上已经做出重大让步，而近期 USMX 就自动化争端表态强硬，难料是否会在

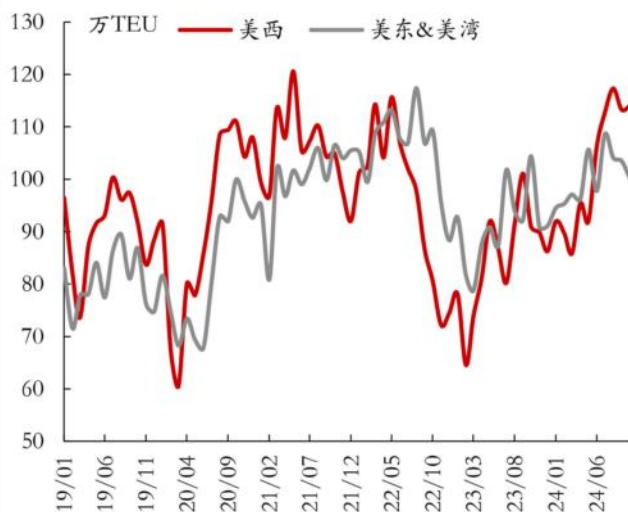
自动化问题上做出让步，不排除谈判破裂、ILA 再次罢工的可能性。特朗普曾表态支持ILA、反对美国建设自动化码头。如果罢工发生，正值特朗普就职前后，政府是否会介入以及以何种形式介入存在不确定性。USMX 覆盖美东和美湾码头及工人，罢工将导致港口全面瘫痪。船舶周转受到影响，有效运力供应将被削弱。正常情况下，罢工1天积压的货物至少需要4-5天才能完成清理，罢工持续时间越长，对供应链造成的连锁影响需要成倍时间才能完全消化，届时供应问题或传导至欧线，对欧线供应形成挤出。

但罢工节点临近春节，前后货量有减量趋势，加上空班、进口需求前置以及西岸分流影响，港口压力或不如预期，淡季之下，供应链容错率相对较高。如果罢工持续时间超过两周，供应链风险外溢的概率将大幅提升，加上船舶调度并不灵活，压力向欧线传导需要时间显现，至少二季度之前欧线供应不会受到太大冲击。劳资纠纷的演绎受诸多变量影响，目前难以判断罢工概率、持续时间和解决方式，但考虑到罢工发生后对供应链、社会稳定的重大冲击、政府介入可能性不低。因此，美东劳资纠纷对供应链的危害，及其对欧线潜在扰动，暂时评估为可控，持续关注劳资双方动向。

特朗普上任后将颁布关税政策，对美国进口商品全面征收关税。市场担忧关税政策落地前抢运发生概率较高，需求前置、货量激增或造成供应相对紧张，潜在的船舶调度风险，或导致压力传导至欧线。

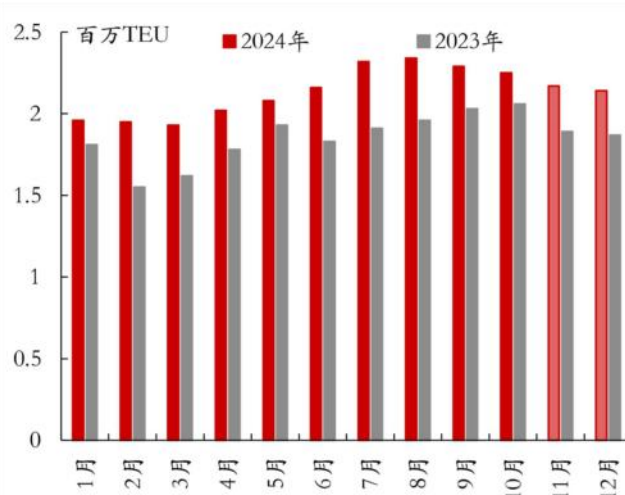
实际上，抢运潜在影响有限。一方面，“抢出口”现象24年二季度已经开始，美国进口需求到年底持续超预期。目前美国商品库存水平已有大幅回升。其次，关税政策从颁布到落地需要时间，落地节点或最早在二季度初，因此抢运时间窗口相对充裕，抢运压力将被平滑。加上国内工厂停工影响，抢运潜在需求也很难逆转传统季节性。另外，供应上，24年美线运力投放存在明显增量，“抢出口”发生造成供应偏紧、并传导至欧线的可能性偏低。

图表 24：美西和美东港口进口集装箱吞吐规模



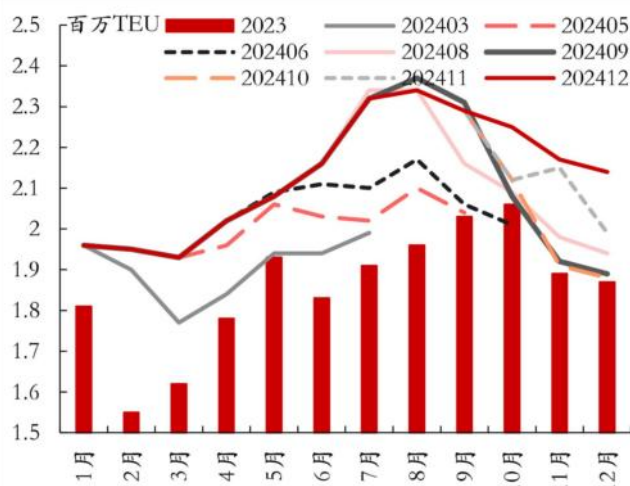
资料来源：公开信息整理，东证衍生品研究院

图表 25：NRF 美国进口集装箱规模（含预测）



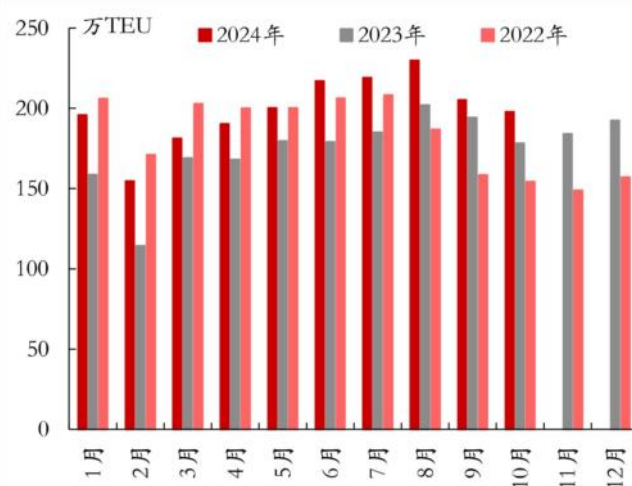
资料来源：NRF，东证衍生品研究院

图表 26：2024 年 NRF 美国进口集装箱规模修正路径



资料来源：NRF，东证衍生品研究院

图表 27：亚洲-北美集装箱运输规模



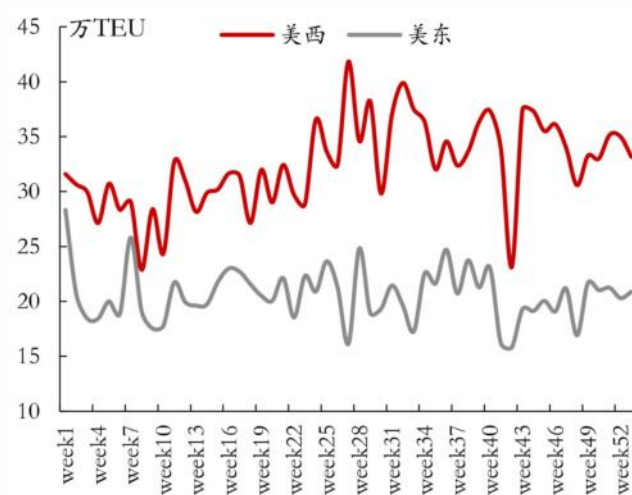
资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

图表 28：美国零售批发库存同比变化



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

图表 29：美线周度运力规模



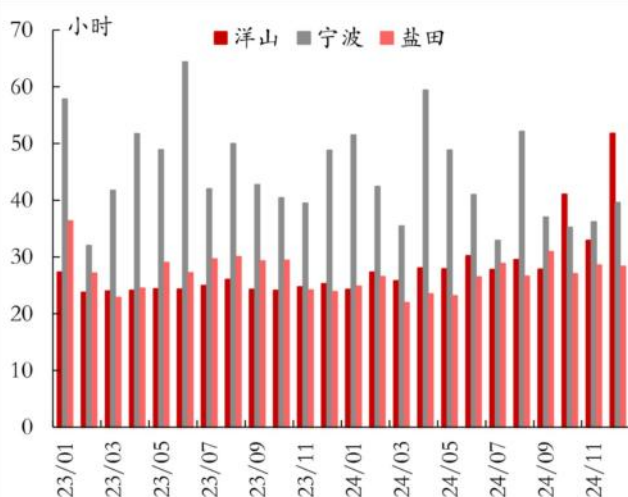
资料来源：公开信息整理，东证衍生品研究院

2.4、港口扰动项难以消除

船期混乱、劳资纠纷、极端天气接连扰动港口，船舶周转放缓、准班率受到挑战。港口问题放大了船次缺口，但随着供应放量、缺口弥合，港口对供应的扰动正逐渐减轻。但港口扰动因素众多且不可控，无法从根源上被排除，船期稳定性还会继续受到挑战。另一方面，联盟更新、服务更迭，可能会对港口营运施加额外压力，尤其是 Gemini 的核心枢纽港。Gemini 干线挂靠港口包括，中国的上海、宁波、盐田港，东南亚港口新贵丹戎帕拉帕斯港，欧洲门户港如鹿特丹、伦敦门户港等。干线和支线结合的服务模式，无疑会增加干线枢纽港的周转压力。欧洲港自动化程度低、加上罢工频繁扰动，港口调节

能力相对较差，货运压力增加的情况下，拥堵一旦发生、难以快速消化，势必会在较长一段时间内同时扰动干线和支线运输的稳定性，其他船司有关航线运营也将受到冲击。丹戎帕拉斯作为欧线新晋核心枢纽港，能否满足 Gemini 高效周转的需要，也值得持续关注。对于中国港口而言，虽然港口设施先进、周转效率较高，但短期的港口压力也会影响到部分船期稳定性。新联盟格局下，欧线服务的时效性依然面临较大挑战，Gemini 能否始终贯彻准时高效的服务理念，以及如何应对港口扰动对船期的影响，有待进一步观察。

图表 30：中国重点集装箱港口船舶平均在港时长



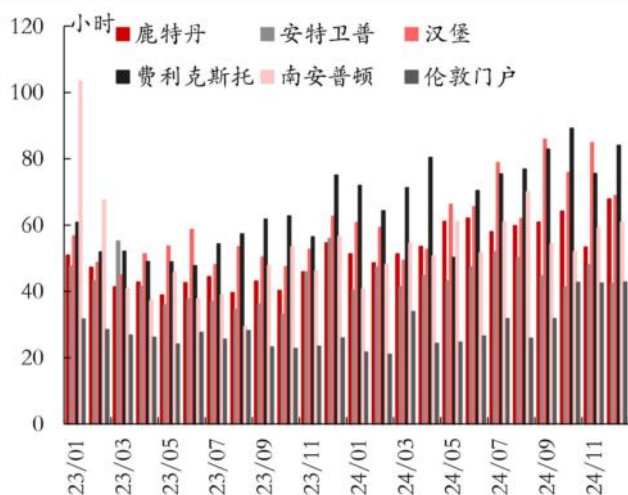
资料来源：船视宝，东证衍生品研究院

图表 31：东南亚重点集装箱港口船舶平均在港时长



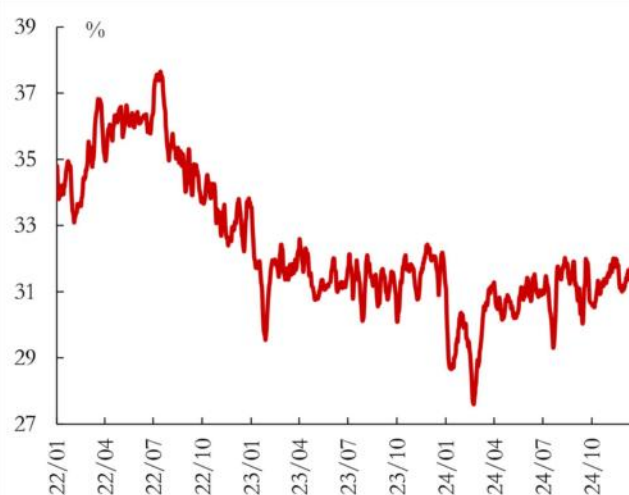
资料来源：船视宝，东证衍生品研究院

图表 32：西北欧重点集装箱港口船舶平均在港时长



资料来源：船视宝，东证衍生品研究院

图表 33：集装箱船舶在港运力占比



资料来源：Clarksons，东证衍生品研究院

图表 34：2025 联盟欧线服务挂靠港口统计（中国）

亚洲港口				欧洲港口			
现在		调整		现在		调整	
宁波	16	上海	16	鹿特丹	12	鹿特丹	12
上海	14	宁波	15	安特卫普	10	汉堡	9
盐田	13	新加坡	12	汉堡	9	安特卫普	6
新加坡	9	盐田	11	费利克斯托	6	勒阿弗尔	6
青岛	7	青岛	7	勒阿弗尔	6	伦敦	5
丹戎帕拉帕斯	6	丹戎帕拉帕斯	4	格但斯克	4	费利克斯托	4
天津	5	天津	3	威廉港	4	格但斯克	4
厦门	3	厦门	3	南汉普顿	3	丹吉尔	4
釜山	3	釜山	2	丹吉尔	3	南汉普顿	3
科伦坡	3	大连	2	伦敦	3	不来梅哈芬	3
大连	2	高雄	2	阿尔赫西拉斯	3	阿尔赫西拉斯	3
南沙	2	头顿	2	不来梅哈芬	2	威廉港	2
高雄	2	东京	1	泽布吕赫	2	泽布吕赫	1
头顿	2	神户	1	哥德堡	1	哥德堡	1
台北	1	光阳	1	奥胡斯	1	奥胡斯	1
光阳	1	科伦坡	1	锡尼什	1	锡尼什	1
		台北	1	格丁尼亚	1	格丁尼亚	1
				克莱佩达	1	克莱佩达	1

资料来源：船司官网，东证衍生品研究院

3、展望：25 年运价中枢持续下移

需求缺少驱动，供应趋增，欧线供需宽松基调未变，运价中枢下移。运价调整节奏受制于两方面，一是供需节奏的变化，二是班轮价格策略。

绕行前提下，供应过剩不会骤然显现，过剩的展开取决于新船交付节奏。需求的季节性变动仍会在运价上体现。供应压力短期内仍难完全压倒旺季需求规模，而近年长协比例增加，提升了班轮对旺季运价的调控能力，旺季例行提涨、落地的可能性仍然较高。空班是班轮应对淡季运价下跌的有效手段。25 年长协均价在 2500 美元/FEU 左右（折指数 1700-1800 点），长协价格托底、运价年内跌破成本的概率有限。运输利润不低的前提下，淡季班轮采取降价揽货的竞争性行为的可能性，高于一致性空班挺价的策略。淡季运价下跌斜率不会太过平缓，但短期跌破成本可能性较低，仍然存在跌破长协的可能。2025 年运价的季节性变化率不会太低。联盟重整，MSC 在欧线的份额提升，或许会进一步放大运价的波动率。

但如果复航，供应压力骤增，季节性不再显著，相反，运价将进入稳定下行周期，直至跌至成本线附近震荡。期间，淡旺季区别不过在于运价下跌斜率的高低。而长协价格也将面二次协商，即期运价受到的支撑也将随长协调整而下移，直至下移至不绕行的成本区间——1000-1200 美元/FEU（折指数 700-850 点）。

4、风险提示

红海复航，美东码头罢工持续时间过长，欧洲消费超预期或不及预期等

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

Email：research@orientfutures.com