

年末旺季不宜过分悲观，关注预期外扰动



东方证券
ORIENT SECURITIES

期货

走势评级：欧线（震荡）
报告日期：2024 年 9 月 26 日

★年底旺季需求是否还有支撑

保守估计，年末旺季或提前到 11 月中下旬启动。虽然今年春节相比去年略有提前，12-1-2 月的货量夹角理论更小，但货量前置一定程度上将平抑春节因素的影响，实际 12-1-2 月的货量夹角或相对平缓。基于模型，加入季节性异常修正，中性情景下，10-2 月货量分别为 137、141、155、158 和 113 万 TEU；悲观预期下，分别为 127、130、143、144 和 105 万 TEU；乐观预期下，分别为 141、147、160、165、118 万 TEU。

★绕行缺口何时补足

交付问题和配置优先级问题无法忽视。船舶交付不及预期叠加美洲线潜在扰动，欧线供应缺口的补足或将推迟到明年年初，但随着新船不断交付，绕行对供应的削弱正逐步减轻。分联盟看，虽然 2M 欧线缺口基本补足，但不稳定性高，如果北美供应扰动外溢，不排除对欧线造成冲击的可能；OA 和 THE 稳定性高，但缺口补足节点略迟。

★预期之外的潜在扰动

美东码头劳资纠纷已引发的求前置和货量转移对北美港口的实际影响目前尚可控制，但仍有不确定性。一旦港口陷入螺旋式拥堵的困境，运力持续投入也无法根源性改善供应紧缺，反而会加速港口问题溢出，对全球供应造成冲击。届时欧线也无法避免被波及，部分运力或被调离、支援美线。

★四季度市场展望

短期情绪压制，反弹需等待，建议关注现货企稳临近节点、欧线做多或价差反套的机会。值得关注的是，美东码头罢工一旦失控将扩大欧线向上空间，需要持续跟踪。

★风险提示

政府介入罢工、欧洲经济衰退等

兰浙 高级分析师（航运）

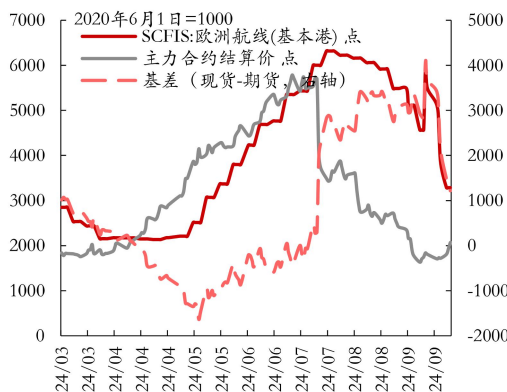
从业资格号：F03086543

投资咨询号：Z0016590

Tel: 8621-63325888

Email: xi.lan@orientfutures.com

集运欧线走势图



目录

1、年末旺季需求是否还有支撑.....	4
2、绕行缺口何时补足.....	6
3、预期之外的潜在扰动.....	9
4、四季度行情展望.....	11
5、风险提示.....	13

图表目录

图表 1: 亚欧集装箱贸易规模季节性.....	5
图表 2: 12-1-2 亚欧货量夹角与春节前天数分布关系.....	5
图表 3: 12-1 月货量变化率与春节前天数分布关系.....	5
图表 4: 11-12 月货量变化率与春节前天数分布关系.....	5
图表 5: 亚欧货量预测模型与实际贸易规模拟合度高.....	6
图表 6: 基于预测模型对亚欧贸易规模变化的情景假设.....	6
图表 7: 2024 年 1.7 万 TEU+新船交付跟踪.....	7
图表 8: 2024 年 1.2-1.7 万 TEU+新船交付跟踪.....	7
图表 9: 2024 年联盟欧线交付新船情况.....	7
图表 10: 1.2-1.7 万 TEU 新船投放流向.....	7
图表 11: 联盟欧线船次部署情况.....	8
图表 12: 2024 年联盟大型船订单待交付数量.....	8
图表 13: 中日韩月度新船交付规模.....	9
图表 14: SCFI 部分航线指数变化.....	9
图表 15: NRF 美国集装箱月度进口量.....	10
图表 16: NRF 预测值调整路径.....	10
图表 17: 美国主要集装箱港口月度进口重箱量.....	10
图表 18: 14 年谈判期间怠工引发美西货物转移.....	10
图表 19: 全球重点集装箱港口船舶周均在港时长.....	11
图表 20: 主要中国港口集装箱船周均在港时间.....	11
图表 21: 主要西北欧港口集装箱船周均在港时间.....	11
图表 22: 主要美国港口集装箱船周均在港时间.....	11
图表 23: 2022-2024 年装载率与运价涨跌对应关系.....	12
图表 24: 欧线船队中国离港装载率季节性.....	12
图表 25: 运价下跌情形下装载率分布图.....	13
图表 26: SCFI (欧线) 国庆前后运价变化.....	13
图表 27: 欧线主力结算价和基差.....	13
图表 28: 欧线合约间价差.....	13

1、年末旺季需求是否还有支撑

亚欧贸易 7 月环比减量，旺季前置逻辑兑现，欧线装载率回落，需求拐点得到验证。但需求演绎路径分化较大，市场核心分歧有两点，一是季节性是否会消失，二则如果季节性趋势存在、旺季需求强度几何。

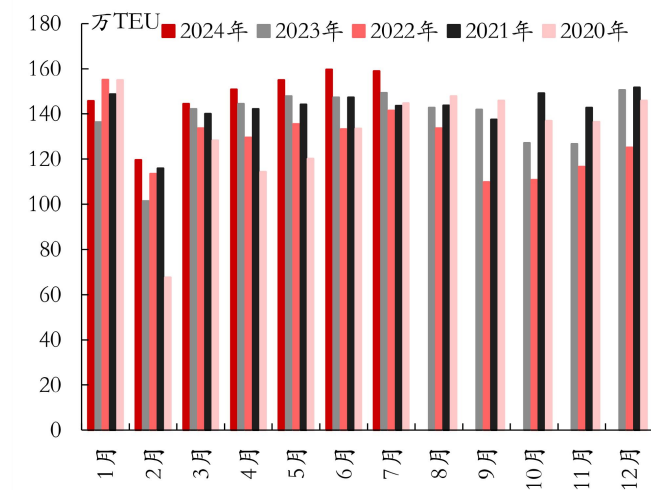
地缘冲突衍生供应链担忧，媒体渲染叠加船东运作，担忧情绪迅速外扩，7-8 月传统旺季前置到 5-6 月启动。5-6 月淡季不淡实则是对远期需求的提前透支。但需求拐头不代表季节性失效。即便需求惨淡的 2022 年下半年和 2023 年，季节性特征依然明显。因此，否认季节性缺少充分理由，2024 年底旺季的趋势性仍然很强。强度方面，抢运对远期需求的透支将削弱旺季幅度。节奏扰动因素则更多，绕行叠加春节影响，四季度旺季将小幅偏离传统节奏。

绕行持续到年底的概率超过九成，船期延长、航次延误，货主考虑提前备货的可能性仍然很高。但国内春节才是年底旺季节点的主要约束，而非来自海外，加上年中抢运对远期需求的削弱，并且随着新船交付，供应压力缓和，供应链失控的可能性降低，需求前置程度有限。保守估计，年末旺季或提前到 11 月中下旬启动。

此外，春节日期变化是影响旺季发运节奏的重要因素，除夕落在 1 月和 2 月对需求影响有所不同。如果春节假期提前到 1 月，节前发货的窗口期缩短，但相反 1 月货运压力上升，2 月货量骤降趋势更加明显；另一方面，春节推迟到 2 月，节前窗口期拉长，1 月发运压力缓和、2 月货量下降存在缓冲。以 2012-2019 年春节前后样本为基准，1-2 月货量下降速度和节前窗口期长短呈反比。但春节通常不会造成旺季起始时点的前移或后推，12-1 月货量变化率和窗口期长短相关性不强。虽然今年春节相比去年略有提前，12-1-2 月的货量夹角理论更小，但货量前置一定程度上将平抑春节因素的影响，实际 12-1-2 月的货量夹角或相对平缓。

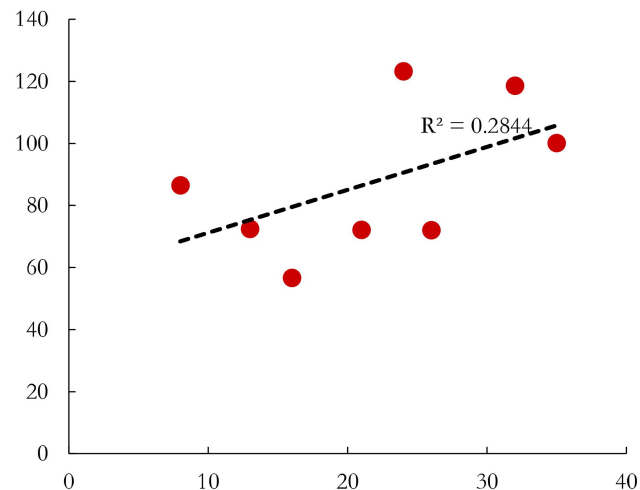
以 2012-2019 年亚欧月度贸易数据为样本建立货量预测模型，模型拟合度高达 85.2%。通过模型预测 2024 年贸易数据，1-7 月贸易规模趋势和模型预测结果总体一致，其中 1 月实际值和预测数据间的较大差异，可以由运力损失和运价的负反馈进行解释，而 2-7 月数据间的小幅差异，也基本符合今年淡旺季的反常表现。可以得到的结论是模型预测结果有一定参考性。基于模型，加入季节性异常修正，由此可以对四季度需求进行预测。中性情景下，10-2 月货量分别为 137、141、155、158 和 113 万 TEU；悲观预期下，分别为 127、130、143、144 和 105 万 TEU；乐观预期下，分别为 141、147、160、165、118 万 TEU。

图表 1：亚欧集装箱贸易规模季节性



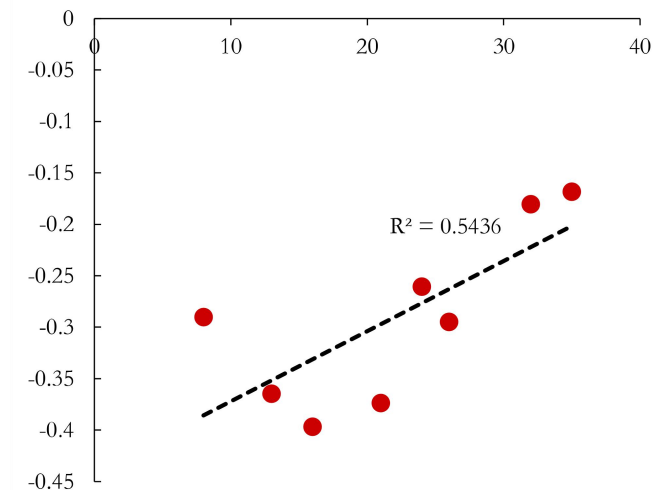
资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

图表 2：12-1-2 亚欧货量夹角与春节前天数分布关系



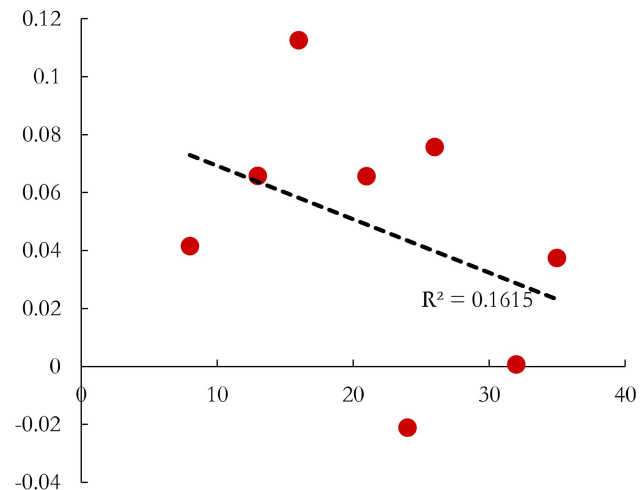
资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院（注：春节前天数为公立1月15日与农历新年的日期间隔）

图表 3：12-1 月货量变化率与春节前天数分布关系



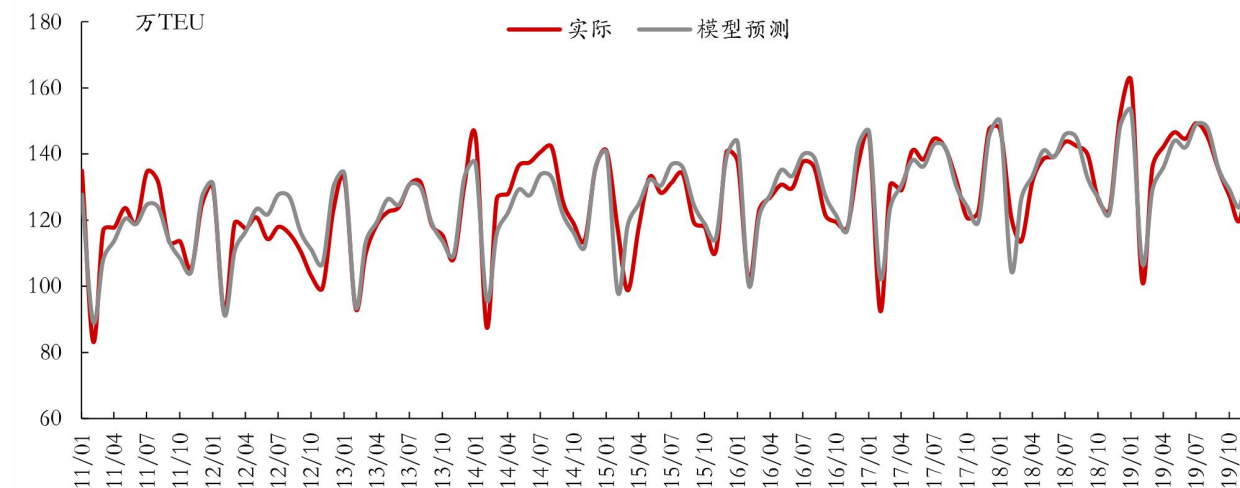
资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院（注：春节前天数为公立1月15日与农历新年的日期间隔）

图表 4：11-12 月货量变化率与春节前天数分布关系



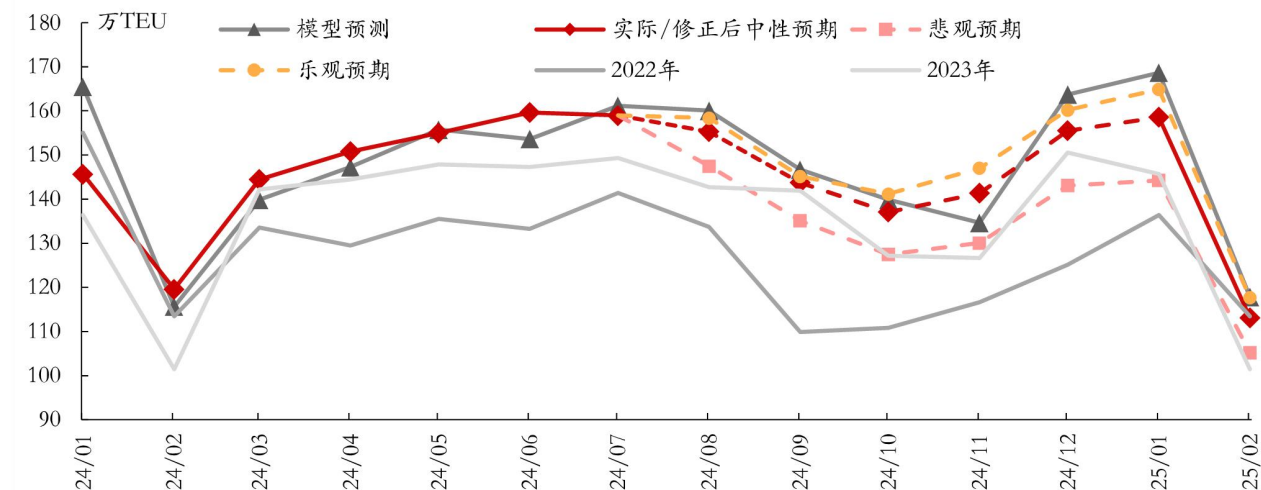
资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院（注：春节前天数为公立1月15日与农历新年的日期间隔）

图表 5：亚欧货量预测模型与实际贸易规模拟合度高



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

图表 6：基于预测模型对亚欧贸易规模变化的情景假设



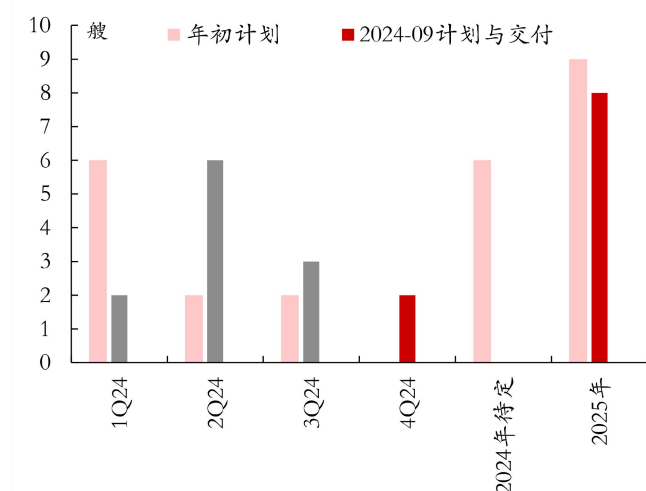
资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

2、绕行缺口何时补足

中东局势僵持之下，绕行难以终结。春节前继续受绕行影响的可能性偏高。但随着新船投放，绕行造成的供应缺口逐步缩小，预计明年年初左右影响将完全出清。截至9月下旬，2024年已交付1.7w+TEU、1.2-1.7wTEU新船11艘、73艘。其中1.7w+的集装箱完全投入欧线运营，几乎都是OA和THE的航线，而1.2-1.7w的新船有18艘投入到欧线、占比约为25%。新船交付、叠加运力调度，和年初相比，欧线船队缺口已经大幅收缩。

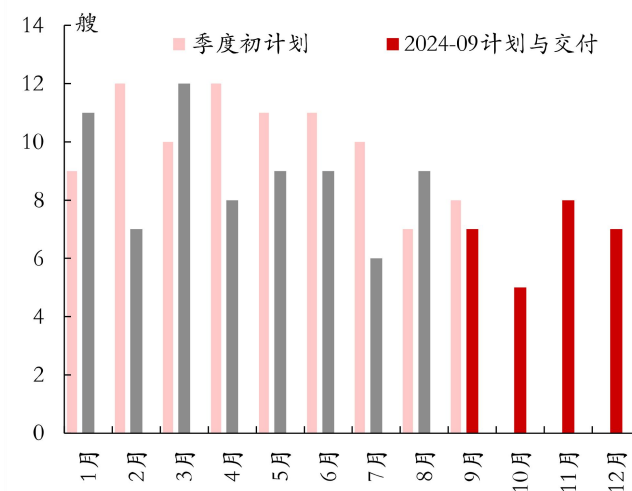
目前联盟间运力情况差异较大，2M 欧线运力相对充裕、缺口基本补足，THE 联盟欧线船队仍然存在 4 艘左右的缺口，而 OA 缺口至少还需 5 艘船才能填补。此外，船队稳定性存在分化，2M 欧线船只存在频繁调入和调出的情况，特别是 AE55 航线；THE 船队稳定性更强，航线间反复调度的情况有限；OA 稳定性居中。2024 年余下待交付订单中，1.7w+ 订单余 2 艘，均为 THE 订单，1.2-1.7w 新船订单余 26 艘，OA 5 艘、2M 19 艘、THE 2 艘。如果不考虑交付不及预期和新船航线分配问题，预计到年底，THE 和 OA 的缺口基本能够补足，而 2M 欧线则会出现过剩。

图表 7：2024 年 1.7 万 TEU+新船交付跟踪



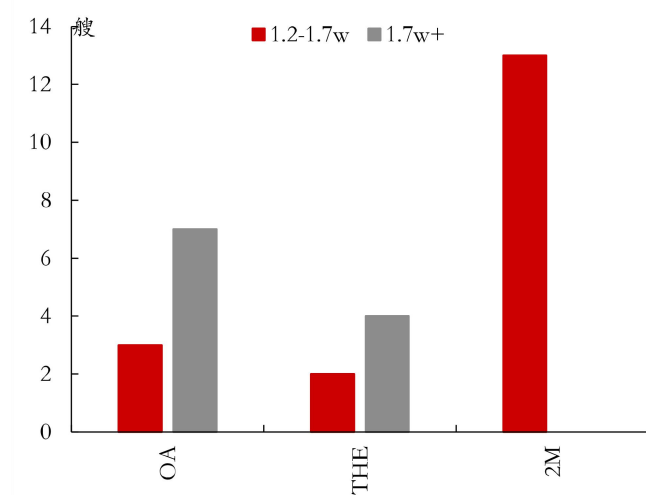
资料来源：Clarksons，东证衍生品研究院

图表 8：2024 年 1.2-1.7 万 TEU+新船交付跟踪



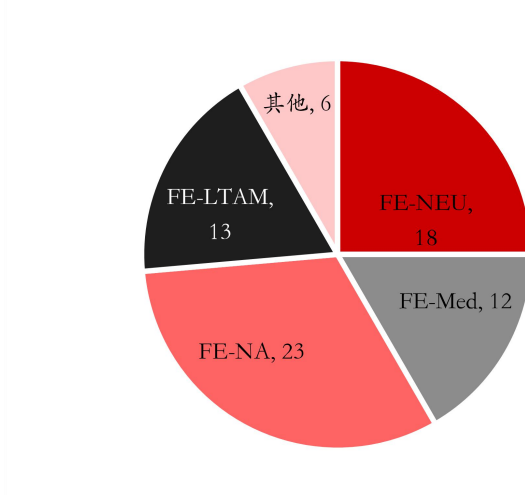
资料来源：Clarksons，东证衍生品研究院

图表 9：2024 年联盟欧线交付新船情况



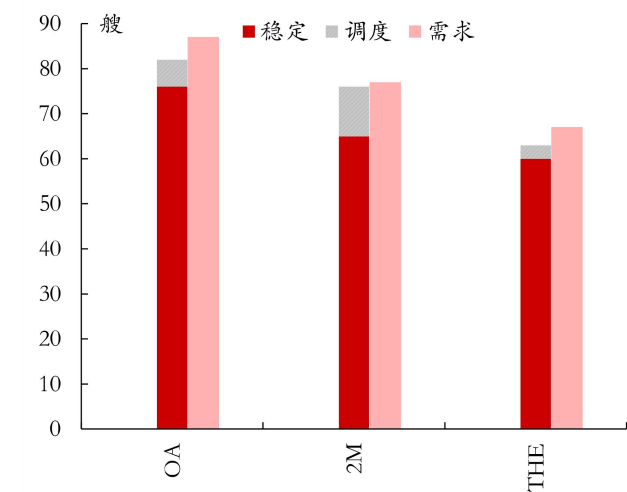
资料来源：Clarksons，东证衍生品研究院

图表 10：1.2-1.7 万 TEU 新船投放流向



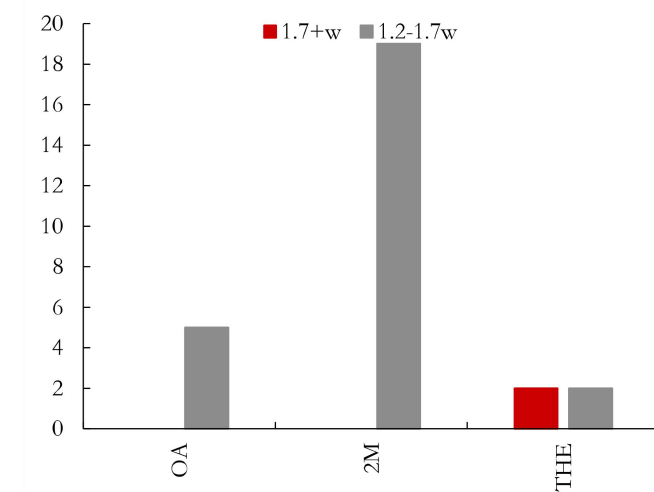
资料来源：Clarksons，东证衍生品研究院

图表 11: 联盟欧线船次部署情况



资料来源: Clarksons, 东证衍生品研究院

图表 12: 2024 年联盟大型船订单待交付数量



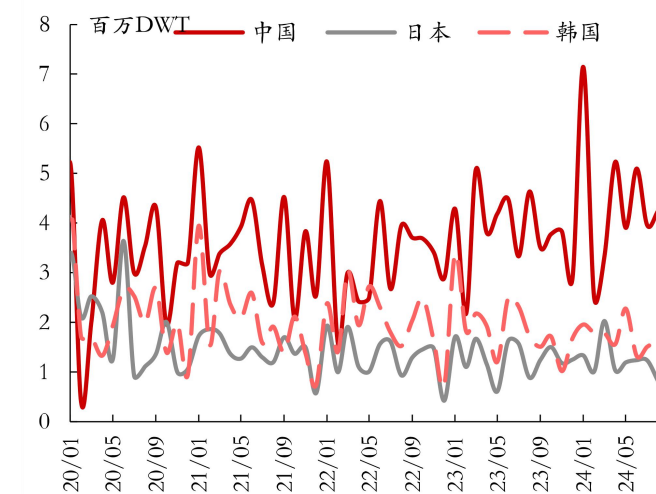
资料来源: Clarksons, 东证衍生品研究院

但交付问题和配置优先级问题无法忽视。引入外籍劳工未有效改善韩国船厂效率低下的现状，叠加劳资纠纷和安全事故频发，韩国造船行业订单积压、交付延期额问题持续存在。四季度余下待交付订单中，1.7w+、1.2-1.7w 韩国订单占比高达 67%、54%，新船交付不及预期的情况将继续。

欧线运力的补充也受航线优先级排序左右，上半年南美和北美地区集运需求火爆、地线供应缺口更大，由此导致欧线优先级排序更为靠后、劣后于北美、南美和地线。目前地线供应缺口已经缩小，但美线和南美航线的潜在扰动不可忽视。三季度需求拐点确认，集运逆势下行。前期美线和南美运价下跌较快，主要受供应放量影响，但需求前景本质不差。南美需求强劲且颓势未现，北美劳工谈判、大选以及补库支撑，短期需求仍有韧性。此外，美东码头罢工箭在弦上，如果罢工短时间无法结束，港口周转影响船舶效率，进而造成运力损失，美线供应将再度收紧。过去几年南美货量持续超出港口承载范围，港口效率不断恶化，并不断削弱有效运力供应。美洲线供需存在支撑，故不应对四季度运价太过悲观，且近期运价下跌速度明显放缓，相反欧线运价走势更为疲软。如果四季度南美和美线盈利继续好于欧线，船东在新船投放和船舶调度上将继续向美洲线倾斜。

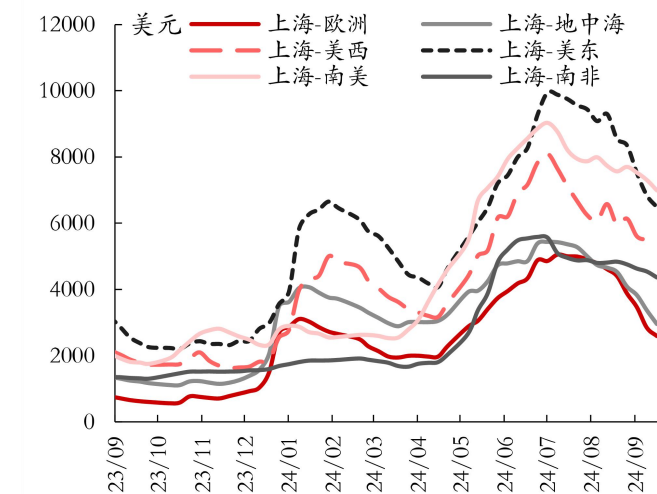
因此，船舶交付不及预期叠加美洲线潜在扰动，欧线供应缺口的补足或将推迟到明年年初，但随着新船不断交付，绕行对供应的削弱正逐步减轻。分联盟看，虽然 2M 欧线缺口基本补足，但不稳定性高，如果北美供应扰动外溢，不排除对欧线造成冲击的可能；OA 和 THE 稳定性高，但缺口补足节点略迟。

图表 13: 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 14: SCFI 部分航线指数变化



资料来源: Clarksons, 东证衍生品研究院

3、预期之外的潜在扰动

美东码头罢工箭在弦上。9月30日合同将到期, 双方谈判仍僵持不下, 工会声明将于10月1日正式罢工。但目前罢工持续时长以及政府是否会采取强制措施尚不明确。不过劳资纠纷对美线的影响路径相对清晰, 可观察的需求前置和货量转移, 以及潜在的拥堵及运力损失。

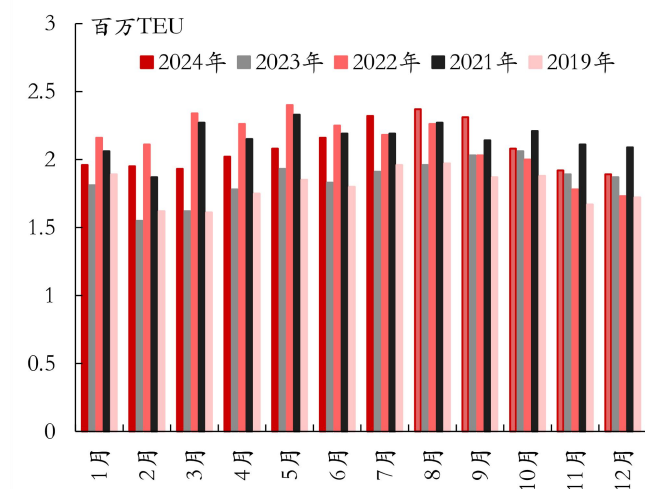
NRF 对美国进口集装箱的最新预测, 修正了劳资纠纷对下半年进口规模的影响。9月作为合同到期前的最后谈判节点, NRF 针对9月及之前的数据进行了上修, 同时下调了9月之后的数据, 需求前置趋势明显。另一方面, 6月以来, 美西进口比重显著回升, 货流持续向西转移。

已发生的需求前置和货量转移对北美港口的实际影响目前尚可控, 但仍有不确定性。由于ILWU完全覆盖美东和美湾的码头及工人, 罢工一旦发生, 将直接造成港口瘫痪, 影响船舶正常周转, 进一步造成运力损失。据信德海事预估, 罢工1天积压的货物需要至少4-5天才能清理完成, 如果罢工持续2周, 港口至少到2025年才能恢复正常, 而2002年美西罢工11天, 港口花费了6个月才处理完积压货物。因此, 罢工持续时间越长、后果越严重, 港口压力越大、运力缺口越大, 货量转移趋势或受到进一步推动、而后拥堵外溢至美西港口。此外, 罢工不只是对港口的挑战, 包括卡车、铁路运输和仓储也将受到冲击。因此, 一旦港口陷入螺旋式拥堵的困境, 运力持续投入也无法根源性改善供应紧缺, 反而会加速港口问题溢出, 对全球供应造成冲击。届时欧线也无法避免被波及, 部分运力或被调离、支援美线。

政府介入可能性高, 但大选增加不确定性。根据《塔夫脱-哈特莱法案》, 白宫可能向法院申请80天冷静期以结束罢工, 类似2022年美西码头劳资纠纷的情况。但即便罢工被叫停, 工人怠工影响港口效率的可能性也存在, 参考2014年, 届时对北美港口的影响

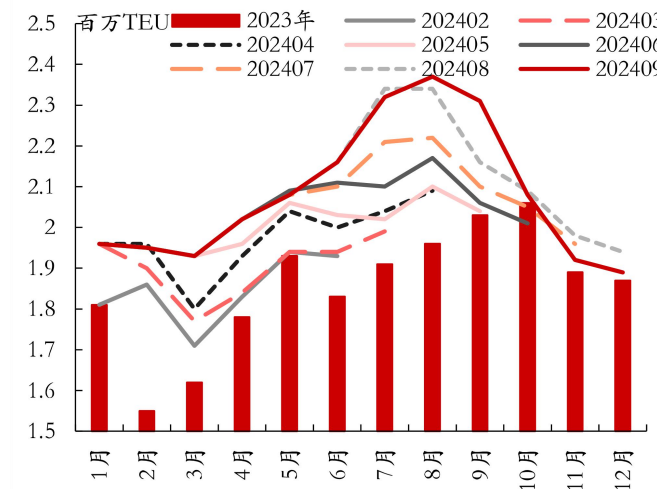
仍不可忽视，但外溢至其他航线的概率将降低。

图表 15: NRF 美国集装箱月度进口量



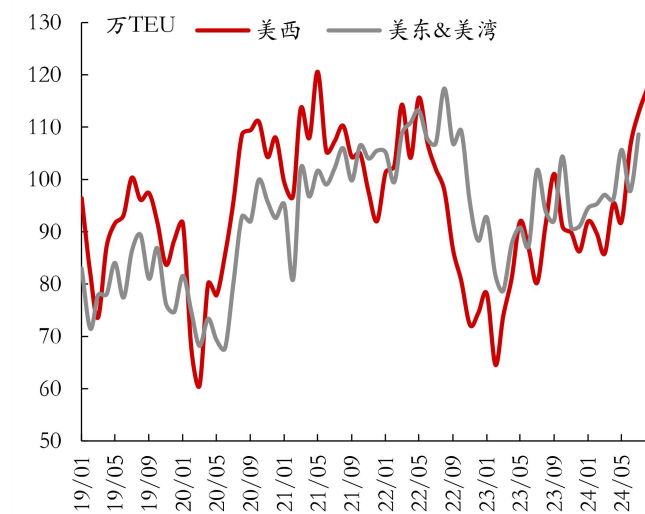
资料来源: NRF, 东证衍生品研究院

图表 16: NRF 预测值调整路径



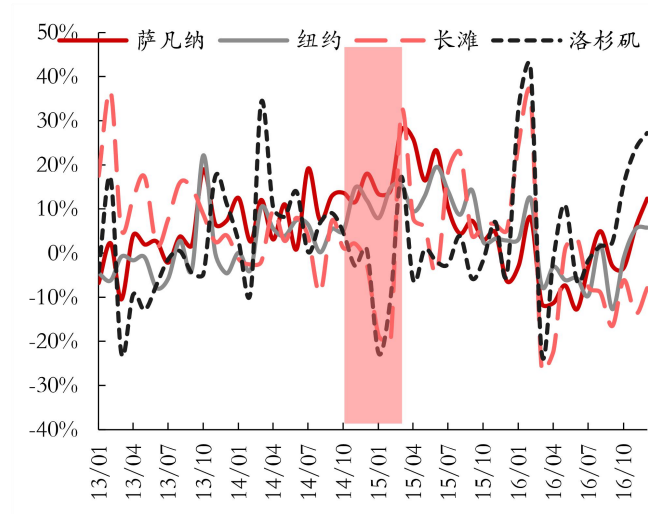
资料来源: NRF, 东证衍生品研究院

图表 17: 美国主要集装箱港口月度进口重箱量



资料来源: 公开信息, 东证衍生品研究院

图表 18: 14 年谈判期间罢工引发美西货物转移

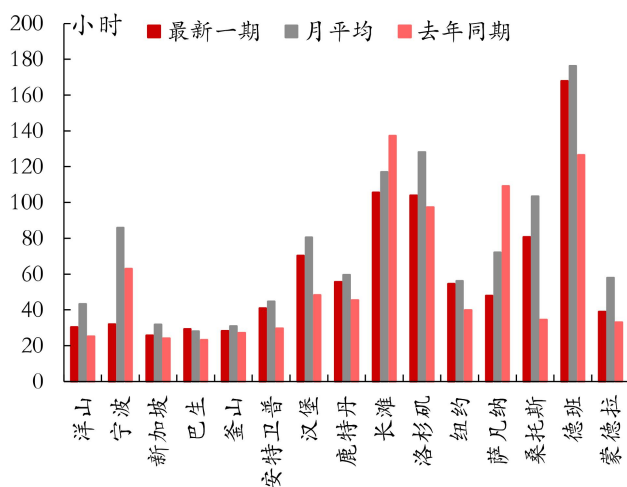


资料来源: 公开信息, 东证衍生品研究院

亚欧港口扰动或减轻。德国北部港口和 verdi 近期的谈判取得进展，德国码头罢工风险暂时解除，而英国火车司机协会也投票接受了新的薪酬协议，英国铁路行业结束了为期两年的劳资纠纷。欧洲罢工浪潮有所平息，对港口不确定性扰动减弱。9 月开始，夏台风退却、秋台风开始生成。历史来看，登录我国的秋台风数量相比夏台风偏少，秋台风

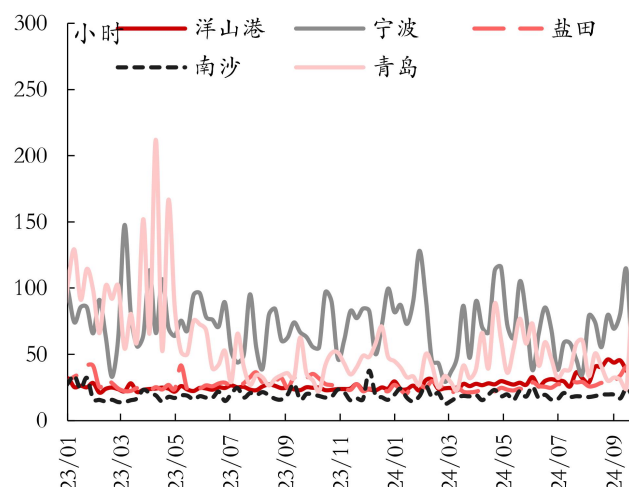
(9月至11月)平均每年生成11.38个,其中2.26个登陆我国;夏台风(6月至8月)平均生成11.62个,有4.36个登陆我国。加上秋台风路径相对偏南,四季度华东地区受台风影响的概率大幅降低。但秋台风通常容易发展的更强、影响范围更广,仍需警惕台风季对华南港口的影响。

图表 19: 全球重点集装箱港口船舶周均在港时长



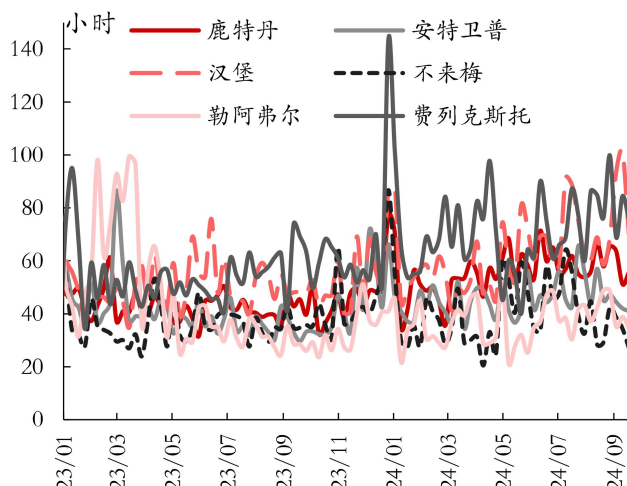
资料来源: 船视宝, 东证衍生品研究院

图表 20: 主要中国港口集装箱船周均在港时间



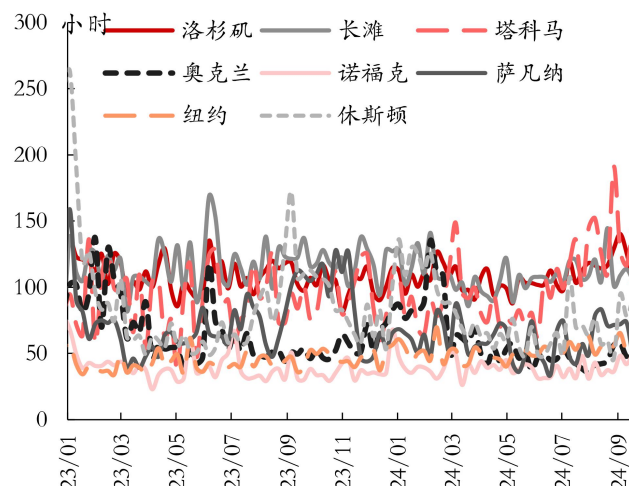
资料来源: 船视宝, 东证衍生品研究院

图表 21: 主要西北欧港口集装箱船周均在港时间



资料来源: 船视宝, 东证衍生品研究院

图表 22: 主要美国港口集装箱船周均在港时间



资料来源: 船视宝, 东证衍生品研究院

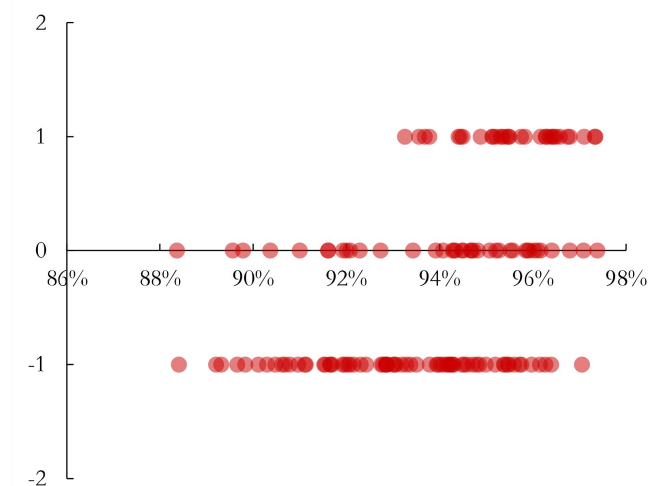
4、四季度行情展望

8月以来运价见顶回落, 运价跌幅超预期。主要原因在于, 需求提前释放, 降价揽货效

果有限，货主观望心态在运价调降过程中不断强化，由此现货陷入降价-预期减弱-需求不足-降价的负反馈循环。打破循环的方式有两种，一是需求改善带动装载率回升，二是运价跌至船东预期价位、停航增加直至运价止跌。前期大柜依次跌至 6000 和 4000 美元时，个别船东试图挺价，但未能在船东间形成一致挺价意愿，由此挺价失败，运价继续下挫。随着运价进一步调低，欧线 10 月停航比例小幅增加、和往年相比略高，3000 美元左右班轮挺价意愿再度增强，运价止跌可能性增加。但 3000 美元/FEU 的运价对船东而言利润颇丰，如果空班力度不足，无法推动装载率稳定在 94% 以上，欧线运价仍然面临下挫风险。而影响空班规模的因素包括，船东挺价意愿的强烈程度以及一致程度，对需求的乐观、悲观程度，预估的准确性等，然而但凡其一不及预期，挺价失败的可能性仍然存在。

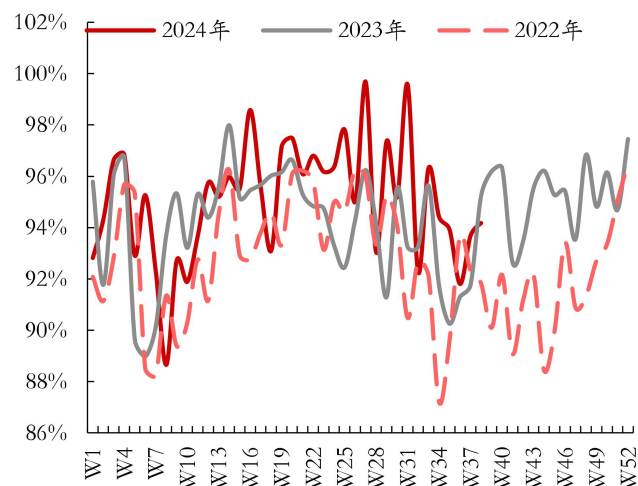
短期现货维持弱势，指数滞后使得情绪拐点进一步推迟。但一旦现货止跌迹象增多，情绪改善叠加估值修复需要，盘面反弹空间或打开。但即便 10 月挺价失败，随着 11 月中下旬逐渐过渡到旺季，货量回升也有望带动运价企稳向上。此外，年末进入欧线长协季，船东提涨意愿较强，即便货量不及预期，但届时空班力度或偏强，提涨落地的概率高。历史来看，欧线 12 月报价通常升水 10 月，目前盘面 12 仍贴水 10，存在修复的空间，但短期情绪压制，反弹需等待，建议关注现货企稳临近节点、欧线做多或价差反套的机会。值得关注的是，美东码头罢工如果失控将扩大欧线向上空间，需要持续跟踪。

图表 23：2022-2024 年装载率与运价涨跌对应关系



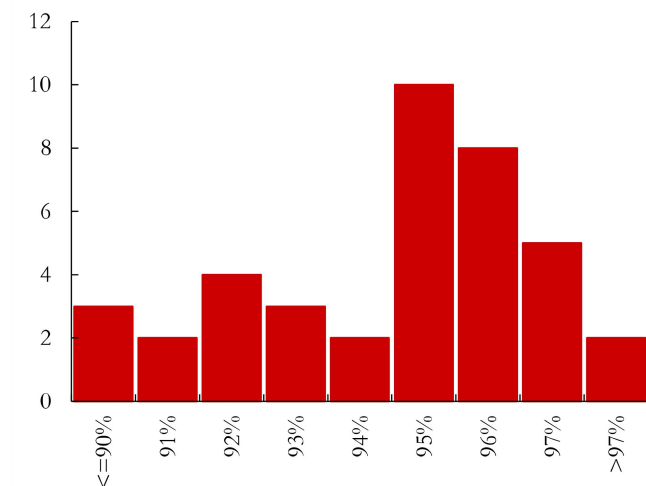
资料来源：Finoview，东证衍生品研究院（注：1 代表涨幅超过 3%，-1 代表跌幅超过 3%，0 代表变化率介于 -0.3%-0.3% 之间）

图表 24：欧线船队中国离港装载率季节性



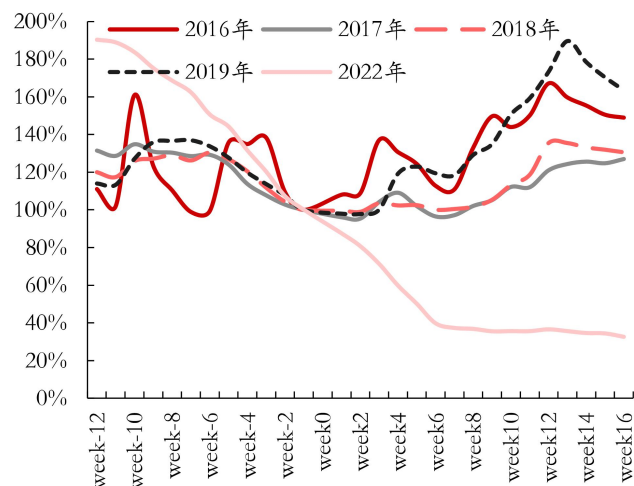
资料来源：Finoview，东证衍生品研究院

图表 25: 运价下跌情形下装载率分布图



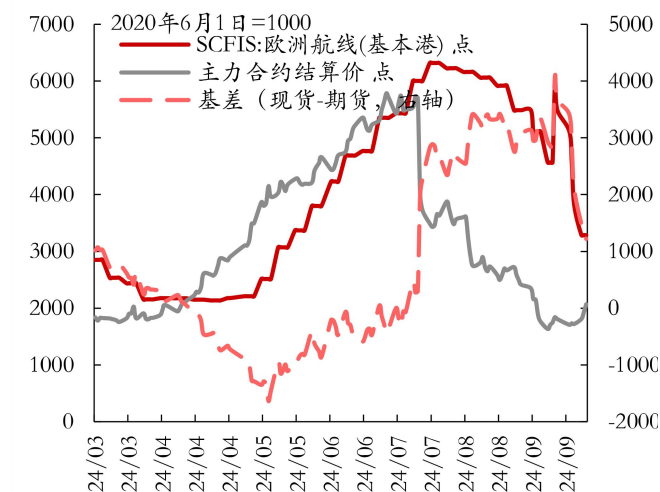
资料来源: Finoview, 东证衍生品研究院

图表 26: SCFI (欧线) 国庆前后运价变化



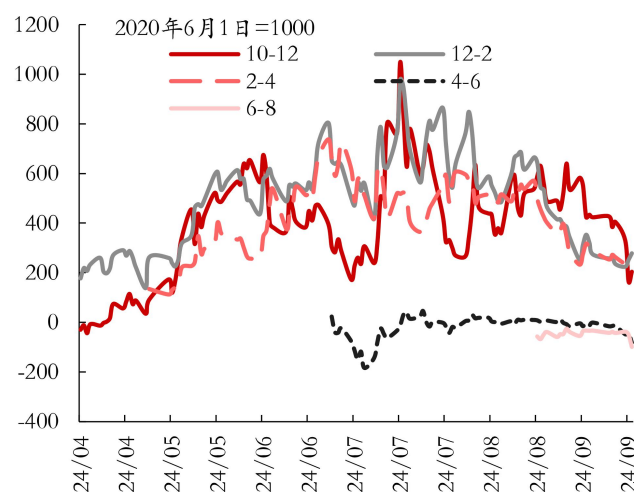
资料来源: Clarksons, 东证衍生品研究院 (注: week0 为国庆周)

图表 27: 欧线主力结算价和基差



资料来源: iFind, 东证衍生品研究院

图表 28: 欧线合约间价差



资料来源: iFind, 东证衍生品研究院

5、风险提示

政府介入罢工、欧洲经济衰退等

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