



供应扰动退潮，基本面趋于平衡

走势评级：欧线（震荡）
报告日期：2024 年 3 月 22 日

★欧美格局再分化，二季度需求改善

随着库存水平降低，高库存对进口需求的负反馈作用有所减轻，美国集装箱进口需求持续改善。但经济侧依然面临下行风险，补库周期的启动存在约束，前期补库速度预计不会太快。欧洲处于衰退边缘，但通胀压力有回升的风险，降息不会太快来临。二季度需求淡季，但相比节后需求仍然存在改善的空间，由于目前北美需求存在补库的支撑，美线需求改善幅度好于欧线。

★供应冲击衰减，供需趋于平衡

供应扰动趋于平稳，通过新船投放和针对船期、航线以及航速的调整，市场受到的冲击正在淡化。二季度扰动因素预计依然存在，但对供应的干扰效果将进一步减轻。欧线船队如果维持提速行驶，超大型集装箱船的新增量基本可以抹平绕行对运力的削弱幅度，二季度达到供需平衡。美线供应调节的能力较强，二季度预计很难出现极端的供应短缺或不足的情况。

★二季度展望与投资建议：

在 4 月运价企稳的逻辑下，04 估值在 1900-2000 相对合理，目前欧线主力已经切换到 06 合约，04 单边交易的空间有限。二季度供应扰动持续的可能性增加，对盘面形成支撑，通常 5-6 月货量进一步回升、班轮提涨落地的概率较大，但供应冲击的影响在减弱、加上高位运价的利空压制，预计 6 月运价相比 4 月上浮的空间不大。当前 06 重心已经上移至 1800 附近，继续向上的空间有限，短期或维持震荡，建议重点关注 4-6 反套策略，在巴以冲突确定性解决前，可适当关注 06 低多的机会。

★风险提示：

巴以达成一致，巴拿马地区降雨超预期，需求恢复不及预期等。

兰浙 高级分析师（航运）

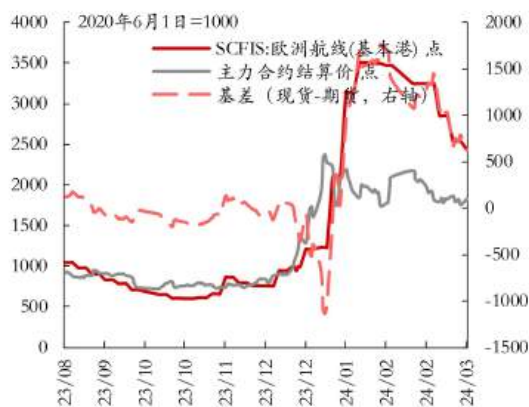
从业资格号：F03086543

投资咨询号：Z0016590

Tel: 8621-63325888

Email: xi.lan@orientfutures.com

集运欧线走势图



目录

1、欧美格局再分化，二季度需求改善.....	5
1.1、美国：下行风险仍存，补库支撑进口.....	5
1.2、欧洲：濒临衰退，进口承压.....	8
1.3、二季度集装箱需求环比改善.....	10
2、供应冲击衰减，供需趋于平衡.....	11
2.1、绕行影响正被逐渐吸收.....	12
2.2、运河通行受限，美西航线的替代性需求回升.....	15
2.3、欧美航线供需趋于平衡.....	17
3、二季度展望与投资建议.....	19
4、风险提示.....	21

图表目录

图表 1: 美国消费维持韧性.....	6
图表 2: 疫情期间累计的超额储蓄预计在 2024 年耗尽.....	6
图表 3: 美国社会商品库存库销比.....	6
图表 4: 纺织、服装行业或将进入补库阶段.....	6
图表 5: 家庭耐用消费品行业或将进入补库阶段.....	7
图表 6: 电气设备行业或将进入补库阶段.....	7
图表 7: 塑料与橡胶制品有待进一步去库.....	7
图表 8: 机械设备行业有待进一步去库.....	7
图表 9: 美国大型零售企业库存水平.....	8
图表 10: NRF 北美集装箱进口预测.....	8
图表 11: 欧美主要经济体 GDP 环比折年率.....	9
图表 12: 欧美主要经济体公共投资水平 2022 年.....	9
图表 13: 欧盟和英国核心 CPI 仍然偏高.....	9
图表 14: 人均可支配收入实际值.....	9
图表 15: 发达国家工业用电成本.....	10
图表 16: 德国企业破产数及受影响人数.....	10
图表 17: 欧盟对外及对中美进出口贸易比.....	10
图表 18: 欧盟对中国进出口贸易比-主要行业.....	10
图表 19: 亚洲-欧洲集装箱贸易季节性.....	11
图表 20: 亚洲-北美集装箱贸易季节性.....	11
图表 21: 2012-2019 年集装箱贸易 4 月环比.....	11
图表 22: 2012-2019 年集装箱贸易 5 月/6 月环比.....	11
图表 23: 苏伊士运河集装箱通行情况.....	13
图表 24: 亚欧航线周度运力.....	13
图表 25: 美东航线周度运力.....	13
图表 26: 17000+TEU 集装箱船计划与实际交付情况.....	13
图表 27: 12000-16999TEU 船型计划与实际交付情况.....	14
图表 28: 集装箱船舶航速.....	14
图表 29: 中日韩月度造船交付水平.....	14
图表 30: 中日韩月度新造船接单水平.....	14
图表 31: 集装箱船预计交付和实际交付季度值.....	15
图表 32: 主要船型年度交付量.....	15
图表 33: 加通湖水位季节性.....	16

图表 34: 巴拿马运河新船闸集装箱船通行情况.....	16
图表 35: 巴拿马地区降雨季节性.....	16
图表 36: 巴拿马运河管理局加通湖水位预测.....	16
图表 37: 美国主要港口月度进口集装箱量.....	17
图表 38: 美西/美东美湾主要港口分国别进口集装箱比.....	17
图表 39: 分航线船队构成船型占比.....	18
图表 40: 航线季度船队规模变化.....	18
图表 41: 亚欧航线船型规模变化.....	18
图表 42: 跨太平洋航线船型规模变化.....	18
图表 43: 12000-16999TEU 船型航线占比变化.....	19
图表 44: 8000-11999TEU 船型航线占比变化.....	19
图表 45: SCFI (欧线) 春节前后趋势变化.....	20
图表 46: SCFI (美西) 春节前后趋势变化.....	20
图表 47: SCFI (美东) 春节前后趋势变化.....	20
图表 48: EC 期货价格与基差.....	20

1、欧美格局再分化，二季度需求改善

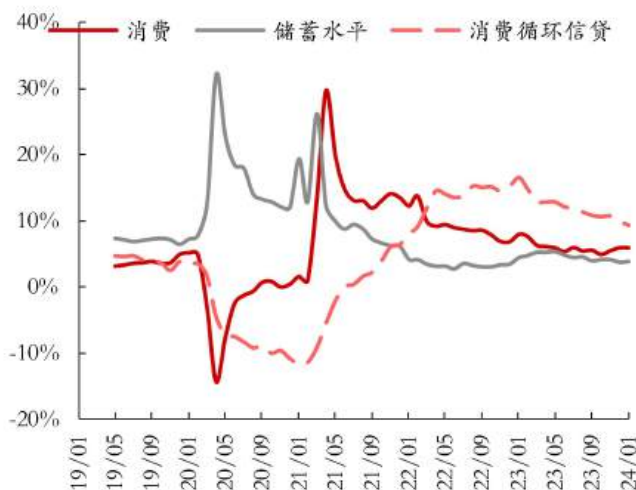
1.1、美国：下行风险仍存，补库支撑进口

加息以来，美国经济维持韧性，软着陆概率有所提升。如果如美联储所料，经济实现软着陆，联储最早将在6月开始降息，预计2024年降息75个基点，分三次降息。虽然加息周期结束，但货币政策传导存在滞后期，而部分家庭、企业贷款期限延长可能进一步强化了滞后效果，加息对实体经济的影响并未完全显现。此外，美国经济的韧性很大程度上受疫情期间超额储蓄的支撑，但这部分储蓄极有可能在2024年上半年某一时点消耗殆尽，一旦超额储蓄告罄，消费是否会维持强劲存疑；加上降息对实体经济传导同样存在滞后，高利率环境下，消费趋势难以持续。因此，美国经济仍然无法完全排除衰退的可能性。

四季度以来，随着库存水平降低，高库存对进口需求的负反馈作用有所减轻，美国集装箱进口需求持续改善。由于高通胀对消费需求产生抑制，加上加息初期市场预期转向，21年四季度到22年一季度期间，零售库存压力迅速回升，倒逼零售商主动去库。库存压力沿产业链向上传导，造成批发环节和生产端库存迅速囤积。加息以来，消费表现整体超出市场预期，零售去库逐渐过渡到被动去库阶段。截至12月底，零售库销比已经低于疫情前相对低点，零售商在四季度陆续开始补库。伴随零售库存改善，批发库存压力也得到释放，本轮去库周期效果显著，部分行业库存接近见底，或将过渡到主动补库阶段，特别是消费类商品，如服装和纺织行业、家庭耐用消费品以及其他日用消费品等，投资类商品库存压力仍然偏高，向补库的过渡还需要时间。此外，考虑到经济侧依然面临下行风险，补库周期的启动存在约束，前期补库速度预计不会太快，集装箱进口需求修复的节奏或放缓。

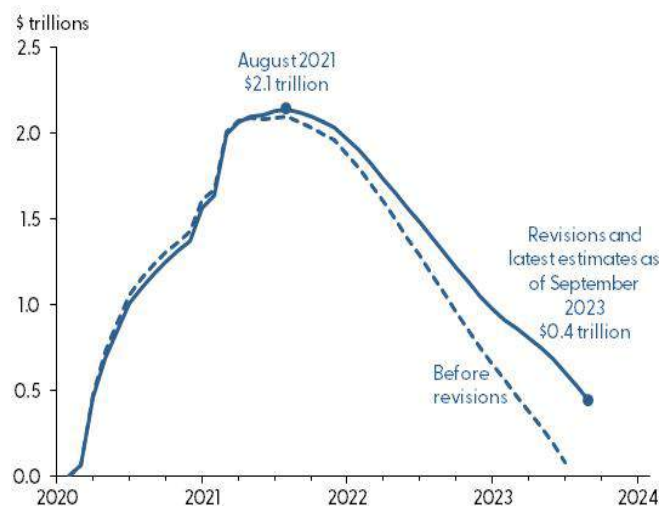
另一方面，零售补库的动力一部分是出于对供应链问题的担忧，导致备货节奏被打乱。巴拿马运河通行状况在去年下半年进一步恶化，叠加年末突发红海事件的影响，市场对供应链中断的担忧情绪上升到极点，备需库存需求再度增加。但1月以来，巴拿马运河降雨状况有所改善，通行限制有所放开，加上经过春节假期的缓冲，班轮通过船期、航速、运输方案等多方面的调整，关键枢纽通行受限对航线运营的扰动正被逐步吸收，随着二季度新船交付的推进，供应扰动的影响预计也将逐步减轻。因此，二季度美国零售采购节奏或逐步恢复常态。根据美国零售联合会（NRF）最新预测，2024年上半年进口集装箱同比增幅或可达7.9%，其中一季度增长约13.1%，二季度约为4.7%。

图表 1：美国消费维持韧性



资料来源：iFind，东证衍生品研究院

图表 2：疫情期间累计的超额储蓄预计在 2024 年耗尽



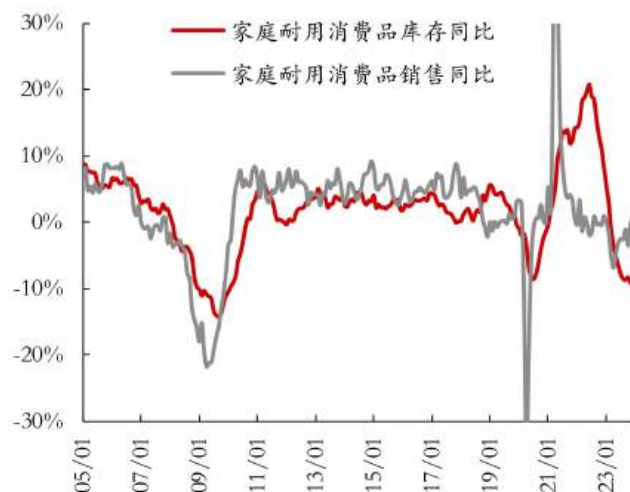
资料来源：美联储，东证衍生品研究院

图表 3：美国社会商品库存库销比



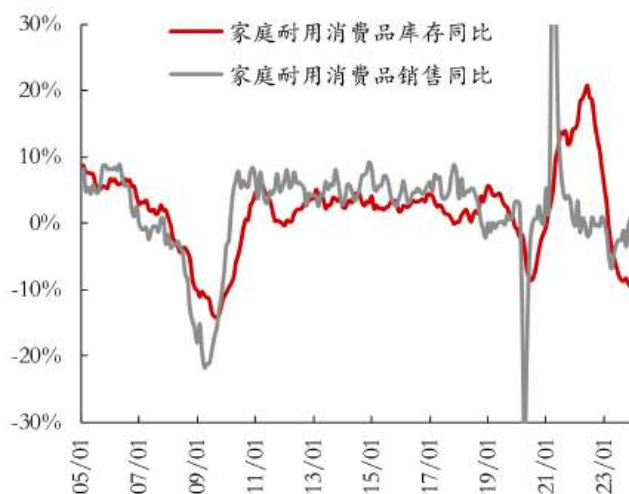
资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

图表 4：纺织、服装行业或将进入补库阶段



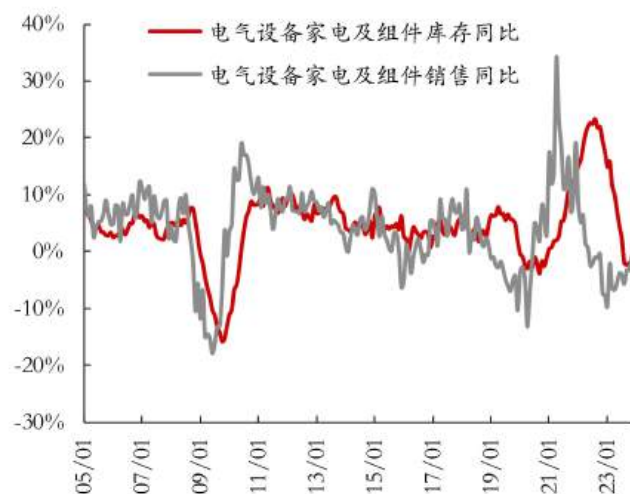
资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

图表 5：家庭耐用消费品行业或将进入补库阶段



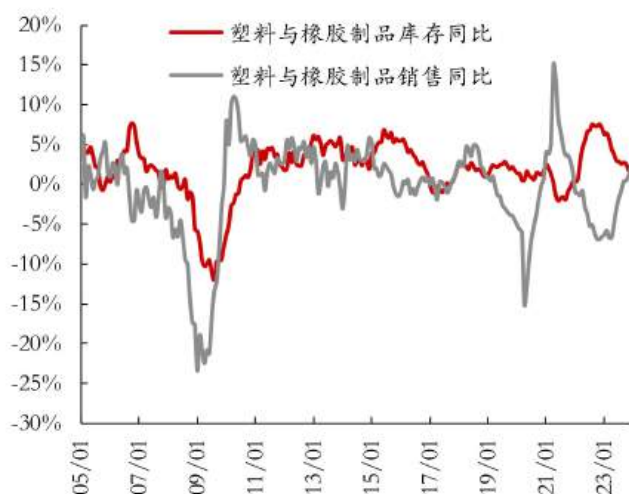
资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

图表 6：电气设备行业或将进入补库阶段



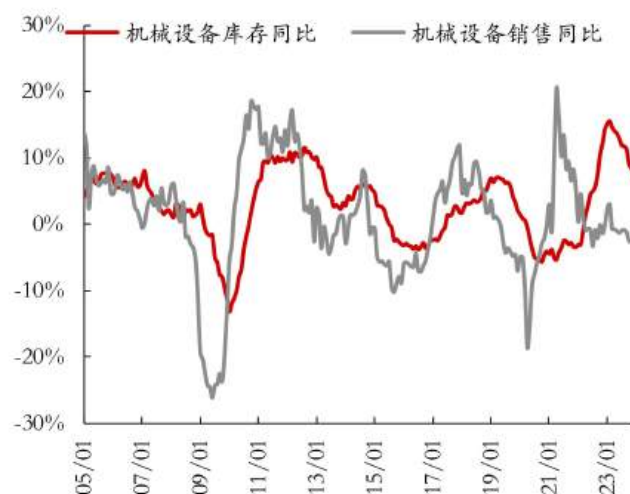
资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

图表 7：塑料与橡胶制品有待进一步去库



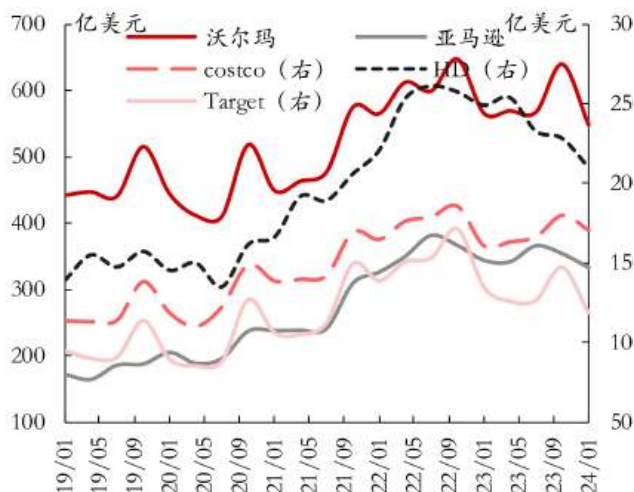
资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

图表 8：机械设备行业有待进一步去库



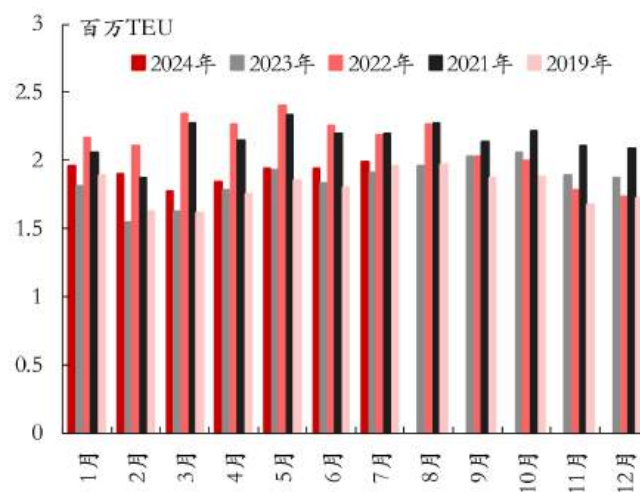
资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

图表 9：美国大型零售企业库存水平



资料来源：公开信息整理，东证衍生品研究院

图表 10：NRF 北美集装箱进口预测



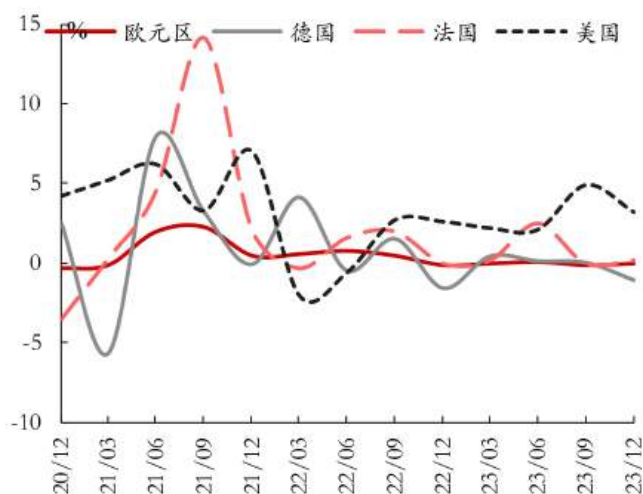
资料来源：NRF，东证衍生品研究院

1.2、欧洲：濒临衰退，进口承压

欧洲处于衰退边缘，特别是德国经济面临衰退和停滞。欧央行加息节点较迟且力度弱，但欧元区企业融资大部分来自银行，经济对货币政策的反应更加直接、快速。此外，自08年金融危机以来，空前的紧缩政策导致欧元区总体投资水平下滑，欧洲各国公共投资水平较美国偏低，德国尤其明显，欧洲经济本就困顿难行，加息无异雪上加霜。虽然欧洲通胀高点大幅回落，但核心CPI仍然高于3%，欧洲国家也在陆续取消能源补贴和税收减免政策，能源成本上升可能导致通胀压力回升，欧央行火灾高利率水平维持较长时间，降息节点不会太快来临。此外，欧盟正在考虑恢复“财政赤字不超过GDP3%、公共债务不超过GDP60%”的财政纪律，虽然何时恢复存在不确定性，但一旦陷入衰退，进一步的财政紧缩可能会迫使欧洲陷入更深的经济泥沼。

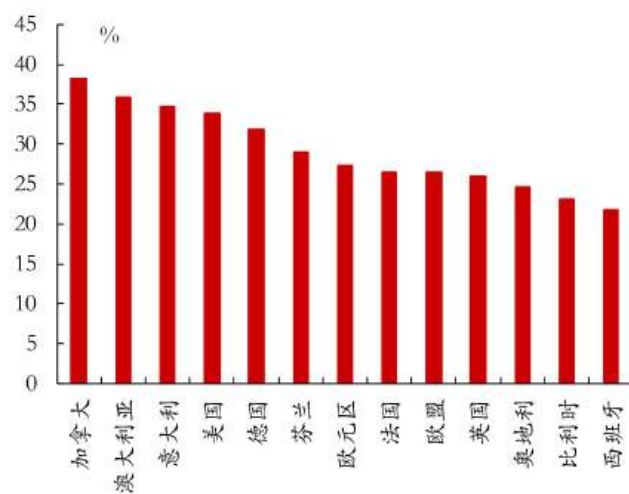
另一方面，由于欧洲持续推行能源转型，但财政支撑不足，企业电力成本攀升，转型过程并不顺畅，欧洲部分企业濒临破产，部分高耗能行业被迫迁出。能源危机放大了能源转型和经济发展的矛盾，期间破产范围扩大、产业转移速度急加快。虽然欧盟也出台了能源补贴政策，但对企业而言无异杯水车薪。德国企业破产数量和受影响人员规模仍在不断增加，最新2月数据已经超过疫情前。能源危机已过，但欧洲产能受到的永久性损伤和产业转移持续对欧洲经济的影响依然存在，欧盟进出口劈叉的程度虽有改善、但相较能源危机前仍然严重，高耗能行业尤为明显，如化工、金属加工和造纸行业。虽然进口依赖度的提升有助于缓冲经济下行对需求的冲击，但无法逆转制造业低迷对经济的拖累。

图表 11: 欧美主要经济体 GDP 环比折年率



资料来源: iFind, 东证衍生品研究院

图表 12: 欧美主要经济体公共投资水平 2022 年



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

图表 13: 欧盟和英国核心 CPI 仍然偏高



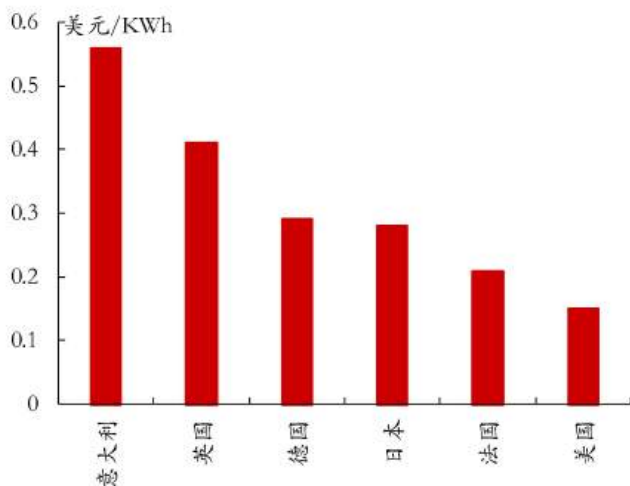
资料来源: iFind, 东证衍生品研究院

图表 14: 人均可支配收入实际值



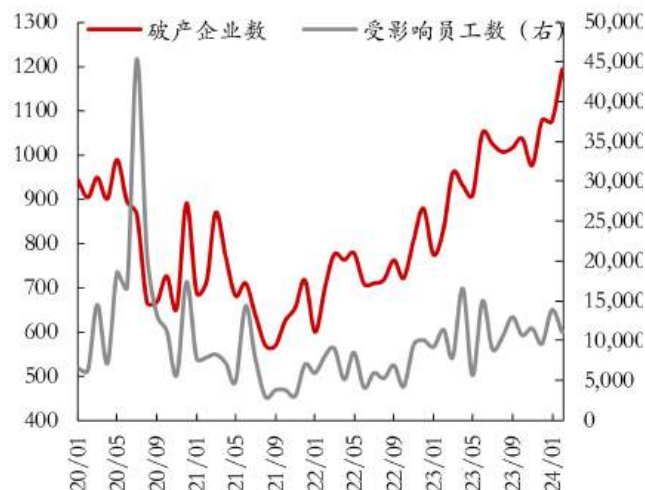
资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

图表 15: 发达国家工业用电成本



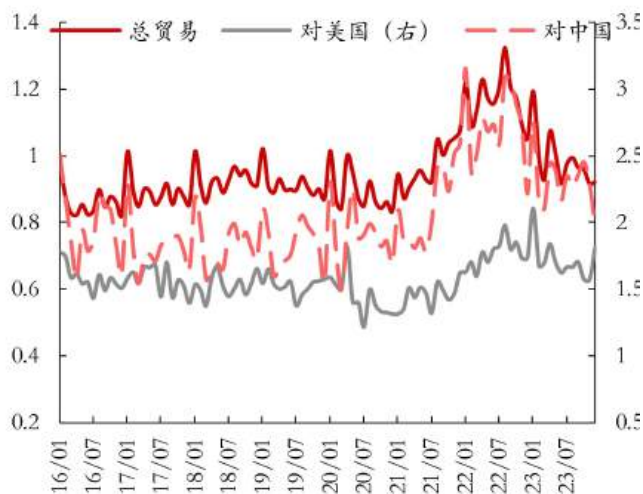
资料来源: 公开信息整理, 东证衍生品研究院

图表 16: 德国企业破产数及受影响人数



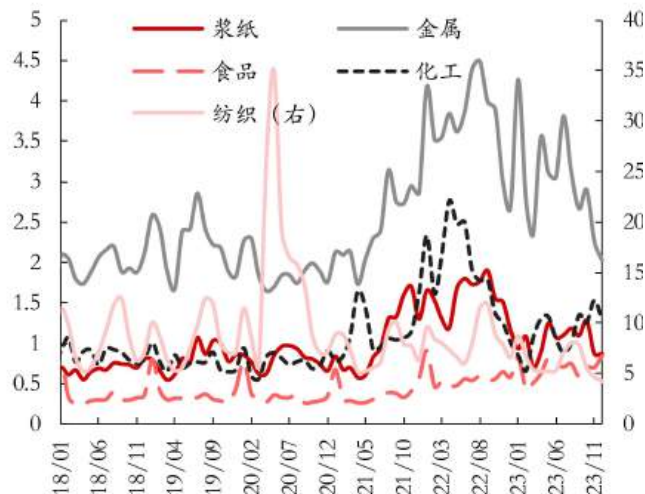
资料来源: 公开信息整理, 东证衍生品研究院

图表 17: 欧盟对外及对中美进出口贸易比



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

图表 18: 欧盟对中国进出口贸易比-主要行业



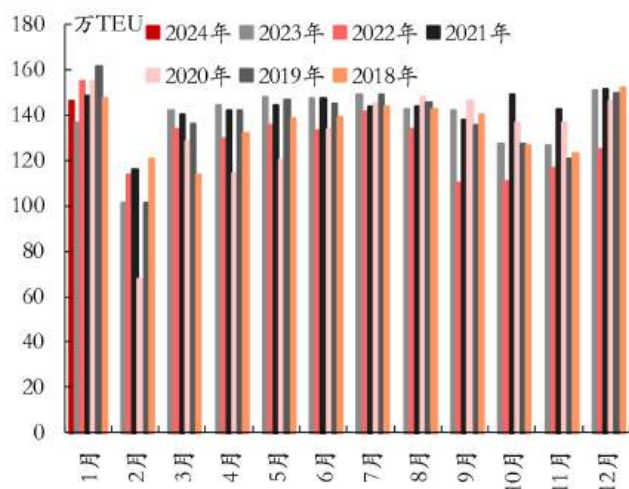
资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

1.3、二季度集装箱需求环比改善

二季度淡季, 但相比一季度需求总体存在改善。4 月货量环比 3 月有所回升, 5-6 月货量将进一步增加。2012-2019 年历史数据显示 (剔除 2020-2023 年疫情期间数据), 和 3 月相比, 4 月亚洲出口货量通常呈现修复趋势, 而 2017 年一季度受汇率影响、出口基数相对较高, 4 月货量小幅回落。根据历史数据, 亚欧贸易规模 4 月环比增幅在-1%-16%内波动, 其中 2019 年为 4.5%; 亚洲到北美贸易规模 4 月环比增幅为-3%-23%之间, 2019 年为 4.9%。4 月之后, 货量基本回升, 5 月和 6 月基本相当, 亚欧贸易 5-6 月平均规模

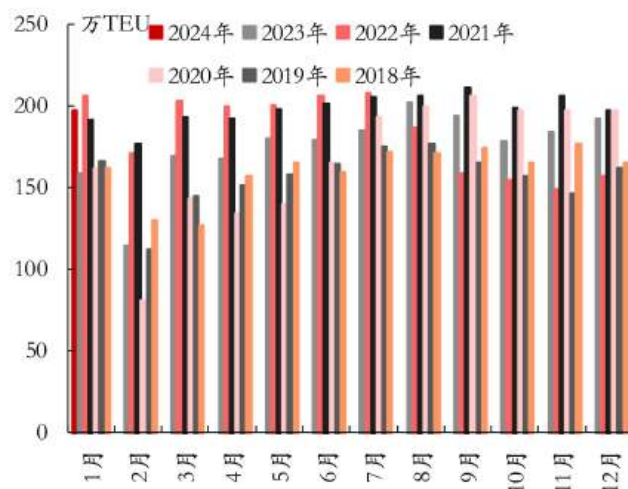
相比4月增长幅度通常在0%-11%，2019年为2.3%；亚洲到北美5-6月货量比4月增长0%-7%，2019年为6.4%。因此，从季节性来看，二季度需求淡季，但相比节后需求仍然存在改善的空间，考虑到目前北美需求存在补库的支撑，美线需求改善幅度好于欧线。

图表 19：亚洲-欧洲集装箱贸易季节性



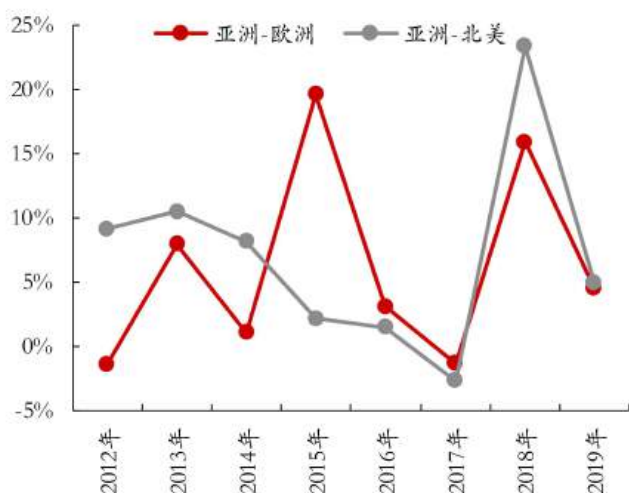
资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

图表 20：亚洲-北美集装箱贸易季节性



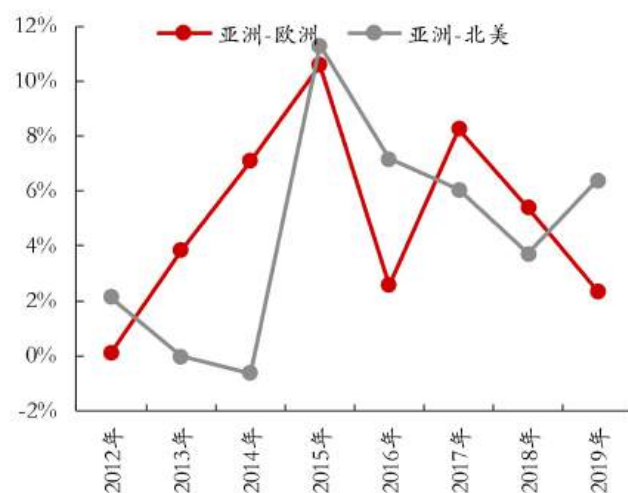
资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

图表 21：2012-2019 年集装箱贸易 4 月环比



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

图表 22：2012-2019 年集装箱贸易 5 月/6 月环比



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

2、供应冲击衰减，供需趋于平衡

春节后，供应扰动趋于平稳，通过新船投放和针对船期、航线以及航速的调整，市场受到的冲击正在淡化。巴以分歧较大，永久停火短期达成的可能性有限。在此之前，胡塞

武装在红海的袭击活动很难平息，近期红海通行风险进一步增加，复航短期难以实现。但是绕行常态化对供应的冲击，已经随着时间推移，通过新船交付、船期排布、航速调整等方式，逐渐被吸收。此外，巴拿马地区降雨近期有所增加，运河通行船只限制有所放开，加上海转陆的替代运输方案支撑，跨太平洋海运贸易形势趋于改善。

2.1、绕行影响正被逐渐吸收

巴以局势的不确定性较高，谈判过程曲折不断，根本在于双方分歧较大，短期难以达成一致。哈马斯寻求永久停火，以及以军全面撤军；目前战局和军事优势均向以色列倾斜，以方撤军意愿不强，但迫于人道主义舆论压力，以色列迫切需要解决人质问题，但同意全面停火的可能性有限。在谈判达成哈马斯想要的停火结果前，胡塞武装对商船的袭击活动可能还会持续。3月商船遇袭首次出现人员伤亡，胡塞扩大打击范围至印度洋海域、以阻止英美和以色列船只绕行好望角，红海通行风险有所增加，短期恢复的可能性不大。绕行集装箱船只在印度洋遇袭的情况目前还未出现，二季度集装箱船继续绕行的概率较高。绕行常态化对供应的削弱影响随着时间推移，正被逐渐消化，主要原因在于，一方面，春节前后停航比例增加，为船期调整预留了充足时间。另一方面，去年12月以来，已经交付6艘2.2万标箱的超大型集装箱以及30艘1.2-1.7万标箱的大型集装箱船，分别投入欧线、地中海航线和美线的运营。此外，1月以来，集装箱航行速度明显加快，大型船航速提升幅度接近10%，有效消化了部分绕行带来的影响。假设二季度绕行持续，在提速状态下，随着新船陆续下水，绕行带来的供应压力将进一步缓解。

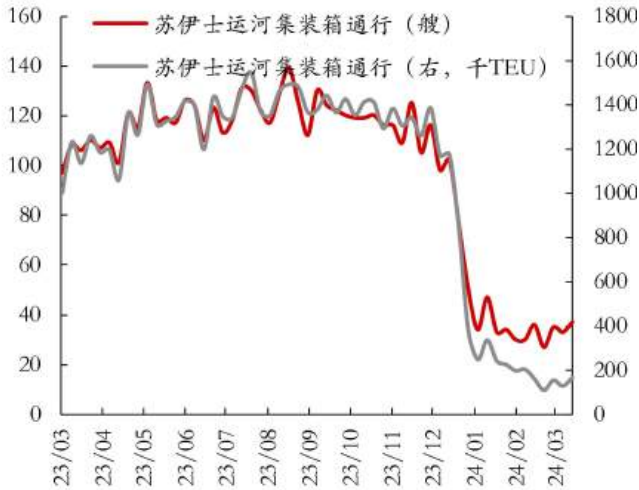
对二季度船队增速的评估，首先要考虑的是韩国造船业缺工的问题。韩国面临的问题并非单纯的周期性错配问题，而是由社会发展、人口结构和技术更新不调和引发的更深层次的、必然的产业发展矛盾。虽然通过引进外籍工人的方式，缺工程度有所缓和，但无法根源上解决韩国造船业面临的瓶颈问题，短期而言，新造船交付延期的情况依然存在，中长期来看，韩国造船市场必然会出现接单量下滑、行业萎缩的趋势。

年初，17000+TEU的集装箱船总计划交付38.1万TEU，截至3月，已有7.1万TEU的订单延期到2025年，年内交付计划也存在不同规模的推迟，绝大部分来自韩国订单的递延。根据最新交付计划，如果均按期交付，二季度17000+TEU的集装箱将交付9.6万TEU，17000+TEU集装箱船队较一季度末将增长2.7%，较12月增长5%；如果考虑交付推迟的情况，二季度实际交付规模如果仅为计划的75%，环比一季度增长1.6%，相比12月增长3.9%。12000-16999TEU集装箱订单交付也出现了不同程度的延迟，年初预估一季度将成为全年交付高峰，但最新排期来看，一季度实际交付或仅为年初预估量的85%，2024全年交付峰值推迟到二季度。而二季度待交付订单中约一半为韩国造船订单，二季度部分订单继续递延也是大概率，假设二季度递延规模为15%，二季度12000-16999TEU集装箱船队环比一季度将增长6.7%。总的来说，二季度大型船交付压力依然偏高。

突发事件扰乱班轮船期节奏，为保证服务稳定，大型船大幅提速以应对供应侧冲击。和12月相比，3月17000+TEU船队平均航速达到16节，增幅为10%；12000-16999TEU大小的集装箱船受红海影响的比例有限，平均速度在15-15.5节之间，提速幅度稍小、约

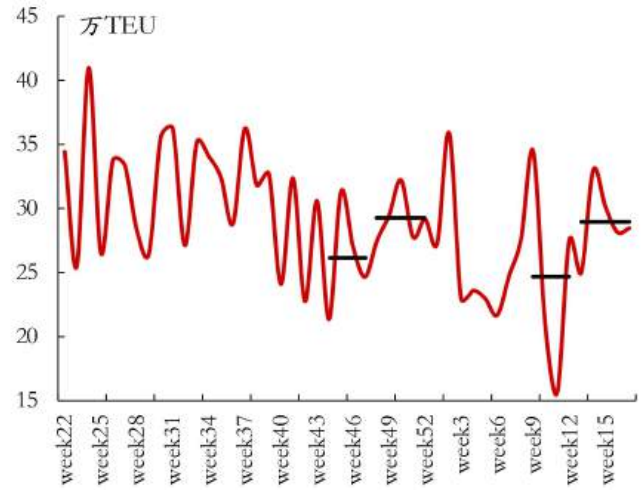
为6%。如果二季度，红海通行仍未恢复，集装箱船或维持提速行驶。

图表 23：苏伊士运河集装箱通行情况



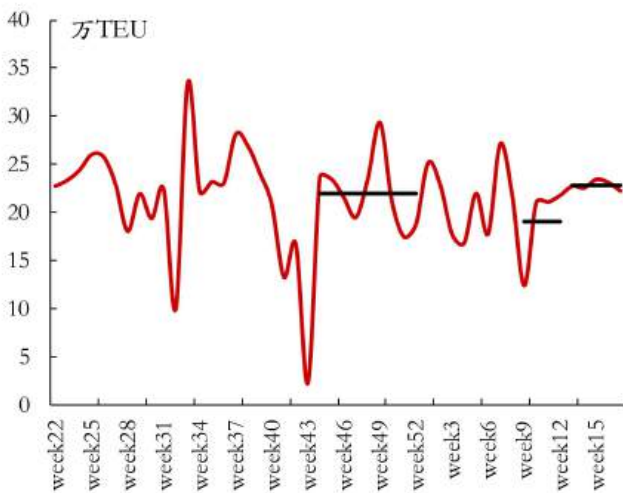
资料来源：Clarksons，东证衍生品研究院

图表 24：亚欧航线周度运力



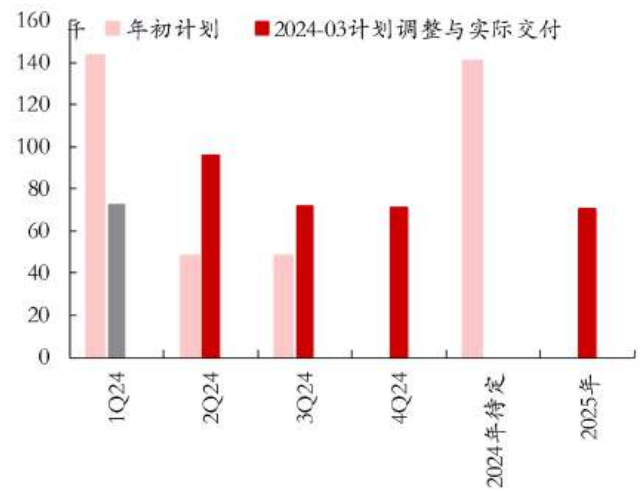
资料来源：Clarksons，东证衍生品研究院

图表 25：美东航线周度运力



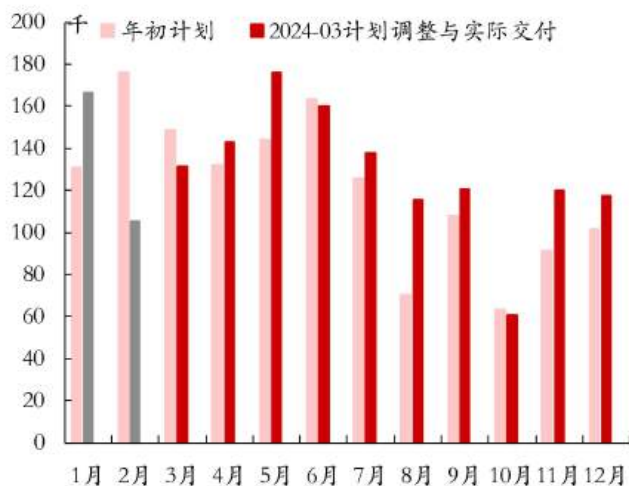
资料来源：Clarksons，东证衍生品研究院

图表 26：17000+TEU 集装箱船计划与实际交付情况



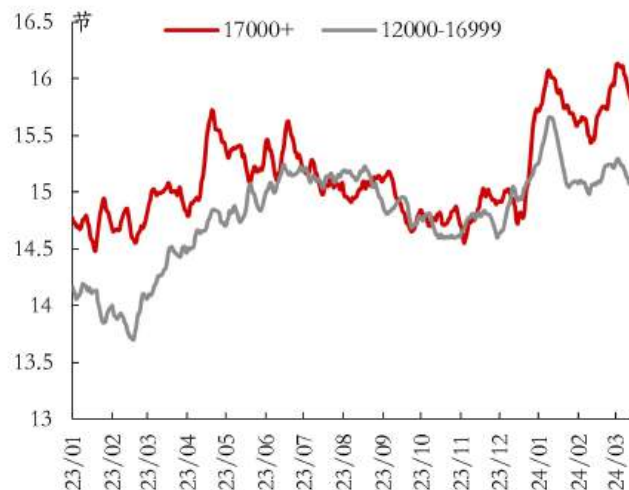
资料来源：Clarksons，东证衍生品研究院

图表 27: 12000-16999TEU 船型计划与实际交付情况



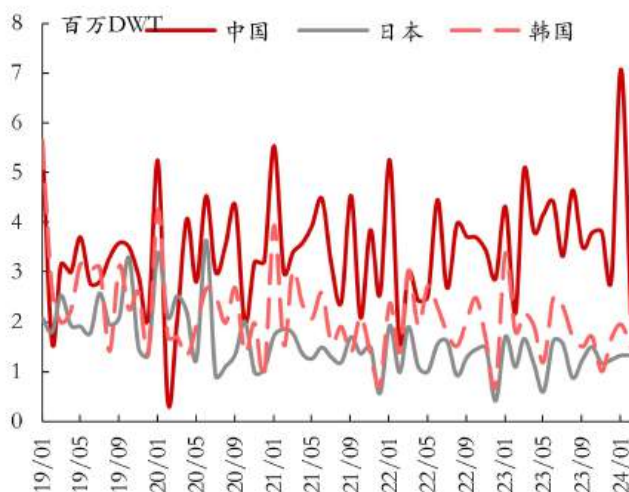
资料来源: Clarksons, 东证衍生品研究院

图表 28: 集装箱船舶航速



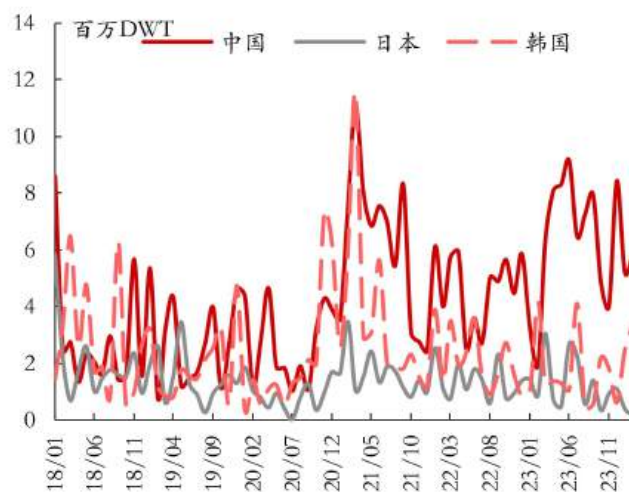
资料来源: Clarksons, 东证衍生品研究院

图表 29: 中日韩月度造船交付水平



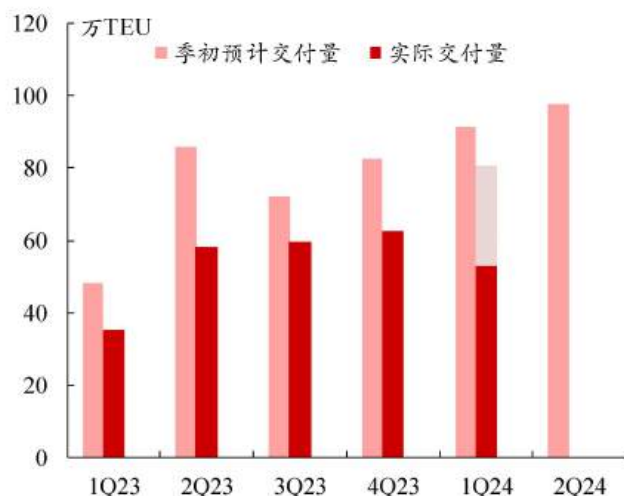
资料来源: Clarksons, 东证衍生品研究院

图表 30: 中日韩月度新造船接单水平



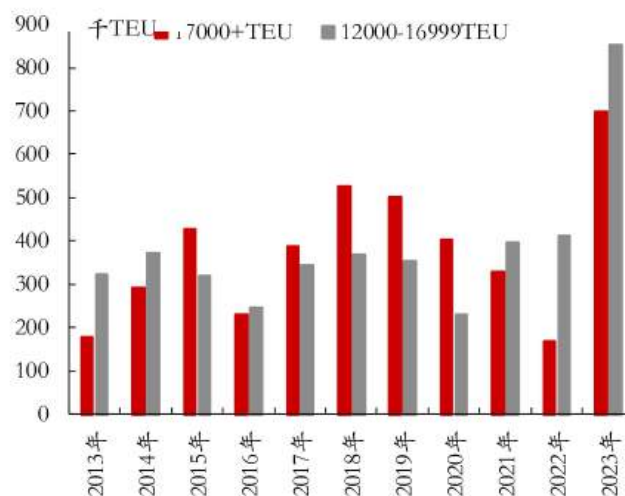
资料来源: Clarksons, 东证衍生品研究院

图表 31: 集装箱船预计交付和实际交付季度值



资料来源: Clarksons, 东证衍生品研究院

图表 32: 主要船型年度交付量



资料来源: Clarksons, 东证衍生品研究院

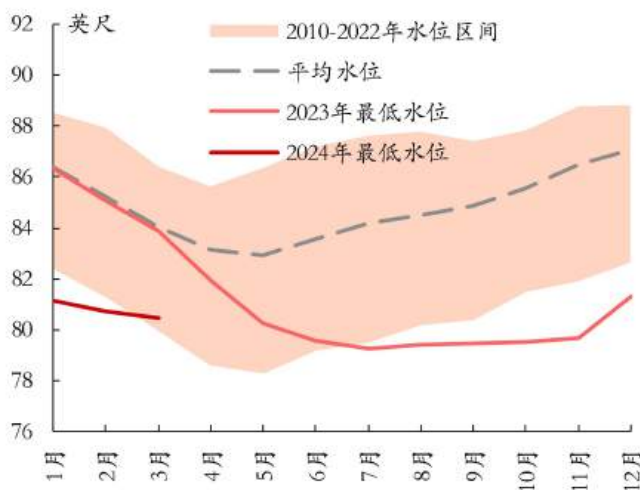
2.2、运河通行受限，美西航线的替代性需求回升

去年7月以来，厄尔尼诺现象造成巴拿马运河通行状况持续恶化，12月开始巴拿马地区降雨改善，运河管理局因此1月和3月接连增加船舶通行量，3月底新旧船闸每日通行量将增至27艘，而12月仅为22艘。但相比正常通行状态仍有差距，满负荷状态下通行船只可达40艘；另一方面，目前加通湖水位仍然偏低，过境征收的淡水附加费、以及水位限制造成的舱位损失依然增加通行成本；此外，为了减少排队造成的船期延误，仍需通过运河的船只能花费高昂的拍卖费，“插队”通过巴拿马运河，新船闸中标价格通常高达上百万美元，加上常规费用，运河使用费多达几百万美元。

巴拿马地区旱季通常持续到4月结束，而去年受厄尔尼诺影响，雨季推迟到6月才开始。厄尔尼诺事件强度预计将逐渐降低，年底或将形成拉尼娜事件，对巴拿马地区气候的极端影响或减弱，但目前厄尔尼诺强度仍然偏高，旱季运河通行状况大幅改善的空间有限，根据巴拿马运河管理局预测数据，5月运河供水并没有太改善，预计最早6月才能看到实质性好转、7-8月通行才有望正常化。在此之前，美东航线的替代方案仍然存在较大需求。

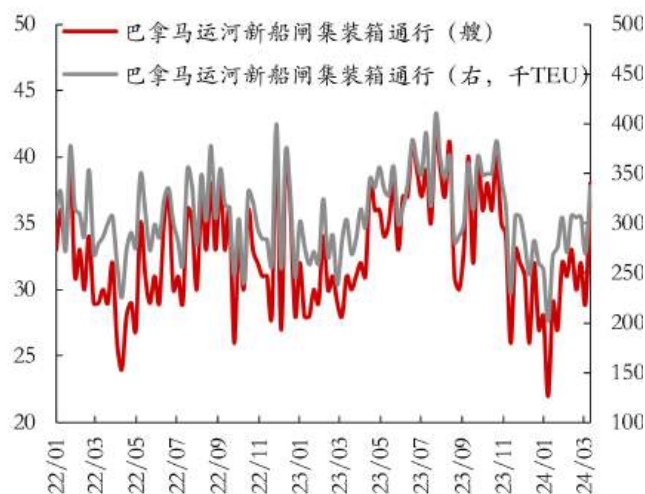
在红海事件发酵前，自东向西经苏伊士运河以及美西海运+陆运替代方案，缓和了部分巴拿马运河通行受限带来的影响。而红海事件发酵后，经苏伊士运河的替代方案也受到波及，因此美西运输需求骤增，美西港口吞吐规模持续回升，进口集装箱规模持续超出美东港口。预计在巴拿马运河通行状况显著好转，以及红海问题解决前，美西港口进口集装箱规模将持续维持高位。美国目前运输行业仍旧存在劳动力紧缺的问题，但运输压力和疫情期间相比已经大幅降低，美西港口以及内陆运输出现拥堵的可能性仍然偏低，特别是二季度需求淡季，供应链状况依然可控。

图表 33: 加通湖水位季节性



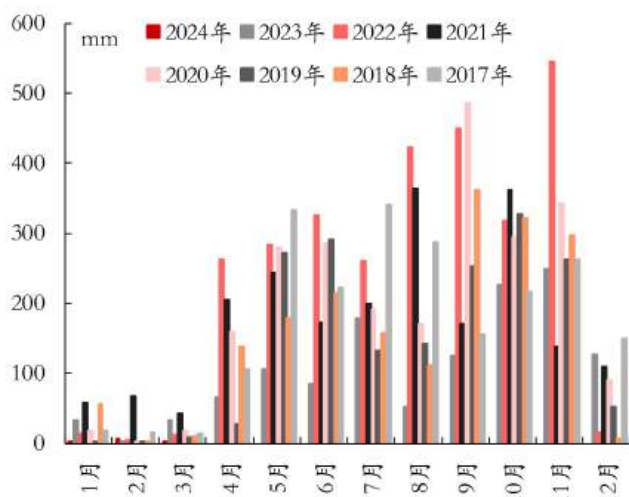
资料来源: 路透, 东证衍生品研究院

图表 34: 巴拿马运河新船闸集装箱船通行情况



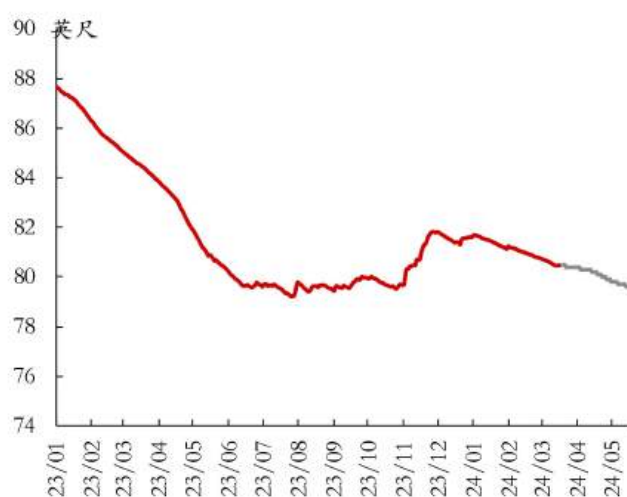
资料来源: Clarksons, 东证衍生品研究院

图表 35: 巴拿马地区降雨季节性



资料来源: 路透, 东证衍生品研究院

图表 36: 巴拿马运河管理局加通湖水位预测



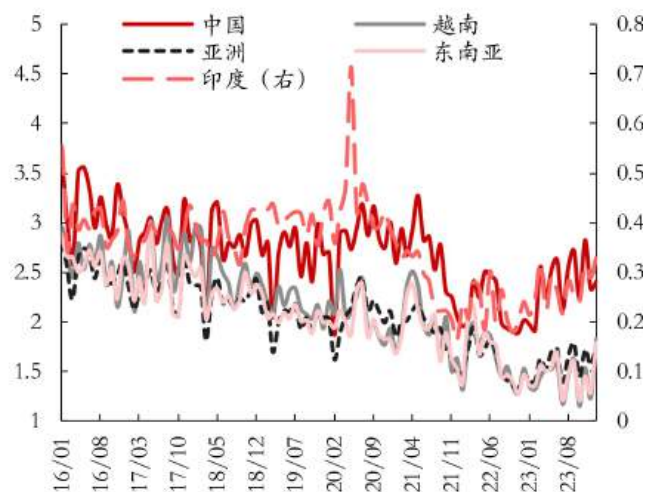
资料来源: 巴拿马运河管理局, 东证衍生品研究院

图表 37: 美国主要港口月度进口集装箱量



资料来源：公开信息整理，东证衍生品研究院

图表 38: 美西/美东美湾主要港口分国别进口集装箱比



资料来源：USITC，东证衍生品研究院

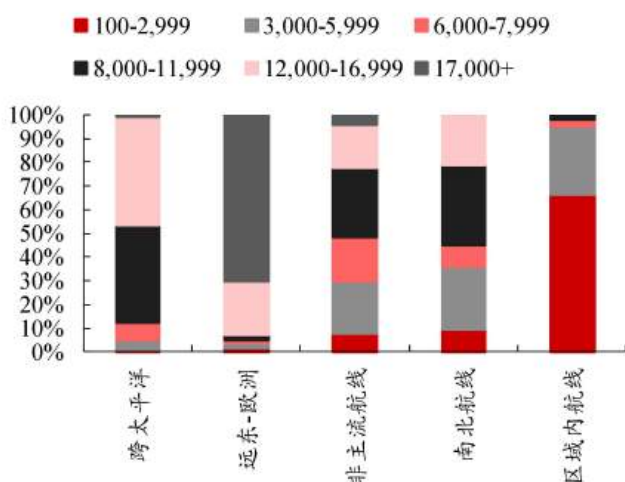
2.3、欧美航线供需趋于平衡

扰动因素对供应的干扰效果正在减轻。亚欧船队（包括地中海航线）中近 80% 是 17000+TEU 的超大型集装箱船，这类船不论从航线条件、港口设施还是规模经济来看，当下几乎只能用于亚欧航线，而当前待交付的 17000+TEU 集装箱船也几乎都是为欧线运输预备的订单。如果不考虑其他船型船队规模的变化，二季度末，亚欧船队规模相比 12 月保守估计将增加 3%-4% 左右，和 2019 年比增幅约为 19%。由于目前大型集装箱船整体提速幅度约为 10%，绕行对供应的削弱幅度有所减轻，由维持低速的 30% 下降到不足 20%。以 2019 为参考（2019 年供需基本平衡），2023 年亚欧贸易规模和 2019 年相比几乎持平，在此情况下，如果船队维持提速行驶，超大型集装箱船的新增量基本可以抹平绕行对运力的削弱幅度，二季度达到供需平衡。参考《现货运价超预期调降，EC2404 再估值》中的供需测算，如果以周均运力衡量，当前 4 月运力已经恢复至去年 12 月水平，以 12 月为供需平衡参考节点，4 月存在一定程度的过剩（4 月作为传统淡季，相较前一年 12 月传统旺季月份，集装箱贸易规模通常存在不同程度的下滑，2012-2019 年间下滑幅度在 2%-13% 之间），5 月/6 月运力增幅保守估计为 2%-3%，而 2012-2019 年间 5 月/6 月的贸易规模较 4 月存在 0%-11% 的增长，因此和 12 月比较，5-6 月供需仍然有小幅过剩的可能，但相比 4 月存在明显改善。

美线供应调节的能力较强，二季度预计很难出现极端的供应短缺或不足的情况。美线船队以 8000-11999TEU 和 12000-16999TEU 船型为主，特别是 12000-16999TEU 的船型在美线船队中的占比逐年提升，其二季度的待交付规模也相当可观。另一方面，这两类船型在其他航线的应用也较为普遍，特别是南美、南非航线，船型使用上和美线相比存在重合，当美线运力紧缺或不足的时候，可以通过向其他航线调配运力，来缓解或释放供应端压力。特别是 2022 年下半年开始，供需开始逐步转向过剩，以及 2023 年大量 12000-16999TEU 的集装箱船陆续交付，美线船队总体不升反降，由此可见美线船队供应

调节的灵活性。因此展望二季度，通过新船投放还是运力调配，美线船队完全可以灵活的增加或减少船队规模，来应对巴拿马运河以及红海危机的双重影响。而目前来看，美西海运+陆运的替代方案，加上巴拿马运河通行限制的小幅放开，美线供应将逐步趋于平稳。

图表 39：分航线船队构成船型占比



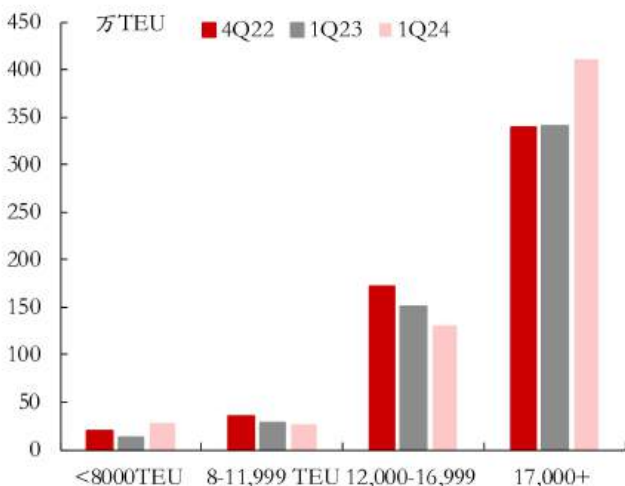
资料来源：Clarksons，东证衍生品研究院

图表 40：航线季度船队规模变化



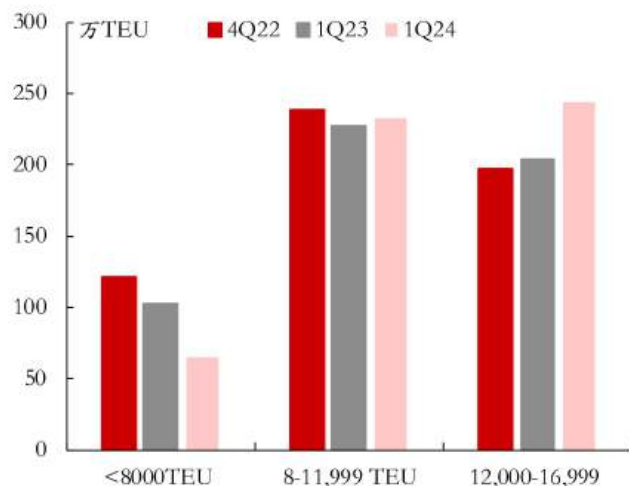
资料来源：Clarksons，东证衍生品研究院

图表 41：亚欧航线船型规模变化



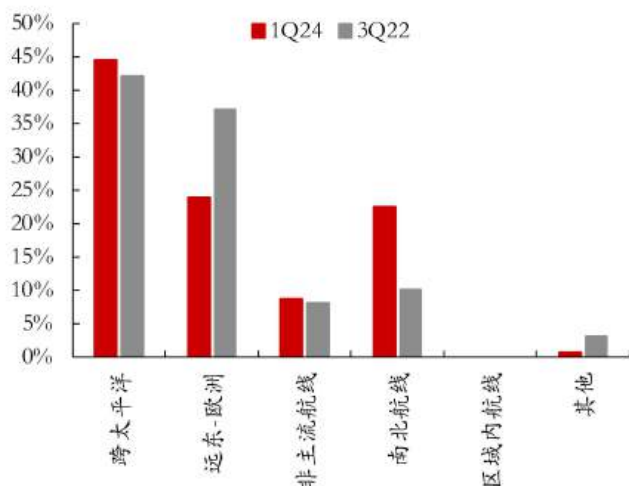
资料来源：Clarksons，东证衍生品研究院

图表 42：跨太平洋航线船型规模变化



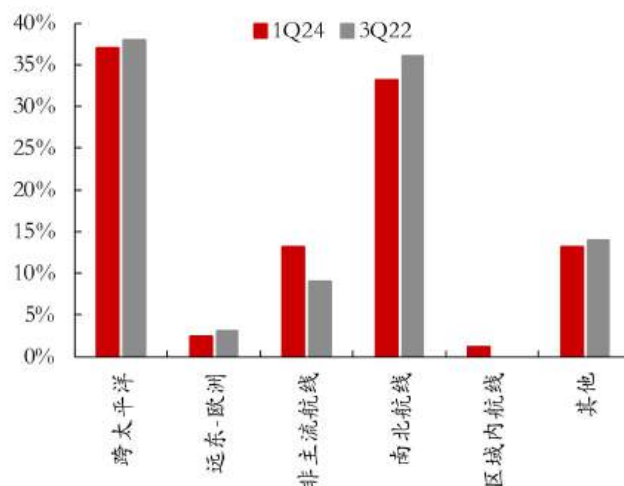
资料来源：Clarksons，东证衍生品研究院

图表 43: 12000-16999TEU 船型航线占比变化



资料来源: Clarksons, 东证衍生品研究院

图表 44: 8000-11999TEU 船型航线占比变化



资料来源: Clarksons, 东证衍生品研究院

3、二季度展望与投资建议

集运矛盾的关键依然在供应。中长期趋势下,扰动项对供应的冲击,最终都会随着新船下水,被不断消化,但当前不确定的是冲击平抑的时间点、以及扰动因素是否会提前回归常态。目前来看,二季度供应扰动大概率还会持续,一方面巴以矛盾短期难以调和,其次,巴拿马地区旱季还未结束、运河供水正常化至少三季度才能看到。以此为前提,随着新船交付,船队维持提速航行,二季度欧线供需基本能达到均衡状态,美线供应调节的上下空间非常充足,出现严重短期或过剩的可能性较低。

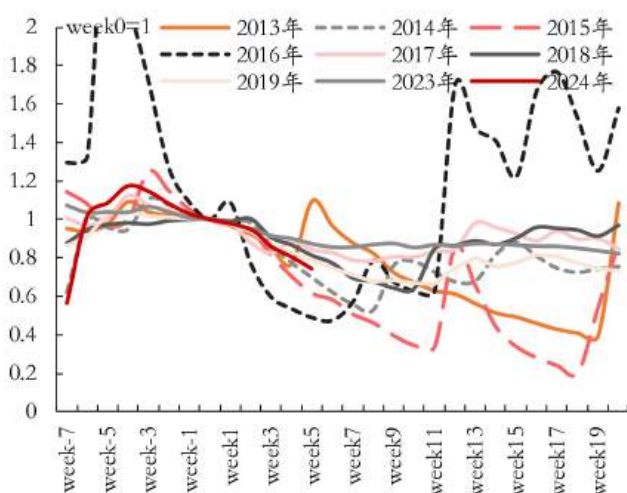
受供应扰动,单箱成本的抬升幅度在 200 美元以内,而当前运价水平远高于成本,在供需趋于平衡的状态,价格是当下最大利空。从节奏来看,4 月淡季,需求不足,提涨落地可能性低,运价通常维持弱势,但相比 3 月,跌势将会放缓、运价止跌企稳;5 月货量进一步回升,班轮会提前筹备涨价,但落地与否通常由实际装载率决定,如果需求不足,5 月运价将面临进一步下行,但通常情况下,运价重心相比 4 月存在小幅上移。而 6 月临近旺季,班轮通常会再次提涨,落地与否也和实际装载率有关,但通常而言 6 月运价走弱的概率偏低。总的来说,4 月通常是节后运价的阶段性低点,5-6 月运价水平较 4 月有所上浮,但和节前价位相比也存在差距。展望二季度,现有船期报价来看,4 月运价企稳的逻辑基本兑现,但由于供需趋于恢复、加上运价向下回归的趋势影响,5-6 月运价和 4 月相比持平的可能性相对较高。

但如果二季度供应扰动问题得以提前解决,比如巴以达成停火协议,或者巴拿马运河供水恢复超预期,欧美航线将重新应对过剩的问题。但船舶周转需要时间,运价向下回归的速度短期内只会有轻微加快。对比来看,美线供应调节能力更强,加上需求表现好于欧线,美线运价向下回归的速度或低于欧线。

现货指数还没有完全体现 3 月以来 30% 的跌幅,以致 04 合约仍然贴水现货指数,04 估

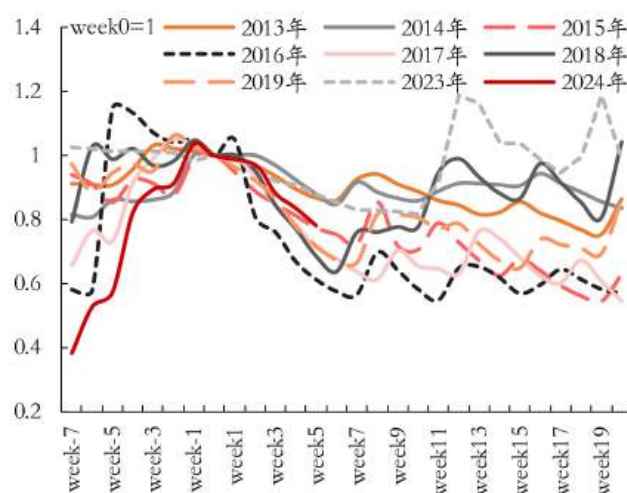
值在1900-2000左右相对合理，基差收敛将通过现货指数下跌来实现。4月运价企稳的逻辑下，04估值在1900-2000相对合理，目前欧线主力已经切换到06合约，04单边交易的空间有限。二季度供应扰动持续的可能性增加，对盘面形成支撑，通常5-6月货量进一步回升、班轮提涨落地的概率较大，但供应冲击的影响在减弱、加上高位运价的利空压制，预计6月运价相比4月上浮的空间不大。当前06重心已经上移至1800附近，继续向上的空间有限，短期或维持震荡，建议重点关注4-6反套策略，巴以冲突确定性解决前，可适当关注06低多的机会。

图表 45: SCFI (欧线) 春节前后趋势变化



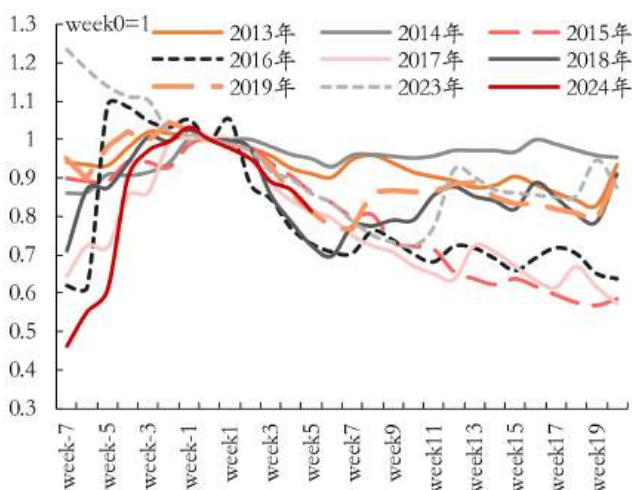
资料来源: Clarksons, 东证衍生品研究院 (week0 为春节前指数最后发布周)

图表 46: SCFI (美西) 春节前后趋势变化



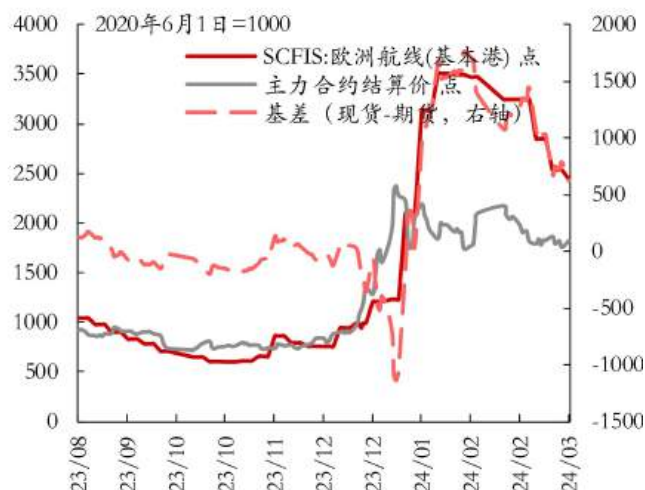
资料来源: Clarksons, 东证衍生品研究院 (week0 为春节前指数最后发布周)

图表 47: SCFI (美东) 春节前后趋势变化



资料来源: Clarksons, 东证衍生品研究院 (week0 为春节前指数最后发布周)

图表 48: EC 期货价格与基差



资料来源: iFind, 东证衍生品研究院

最后发布周)

4、风险提示

巴以达成一致，巴拿马地区降雨超预期，需求恢复不及预期等。

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