

红海供应链危机对于集运周期意味着什么？

作者： 陈宇灏

期货交易咨询从业信息： Z0019939

联系方式： 021-58304077

时间： 2024/2/27



历史报告的总结

2023年8月18日-2023年10月1日：**坚决的空头策略**

2023. 8. 18 【建投航运专题】如何看待八个月后的运费-集运指数期货上市初日点评

2023. 9. 5 【建投航运专题】无根之水还是成竹在胸-如何看待现货单边下行时的强势涨停？

2023年10月1日至12月下旬：**顺应船司旺季涨价进行多头策略，红海事件大幅放大了现货的强势预期**

2023. 10. 1 【建投航运专题】Yes and No-简析集运市场与传统大宗商品的异同暨市场前景展望（空单止盈）

2023. 10. 13 【建投航运双周报】集运市场节奏第一步-等待11月初的涨价落地

2023. 11. 14 【建投航运专题】现货的强势是否是昙花一现-期货市场缘何对于现货跳涨如此冷淡？

2023. 11. 24 【建投航运专题】认正考虑性价比，第三轮涨价将进一步延长现货的强势期

2023. 12. 3 【建投航运双周报】如何解读下周一或以平稳为主的SCFIS 标的指数

2023. 12. 16 【建投航运快评】天鹅初振翅-关注绕行的影响能否长久

2023年12月下旬至今：**整体等待盘面出现偏离的机会**

2024. 1. 5 【建投航运专题】尴尬等待运费回调幅度兑现的04合约与云里雾里的远月合约（给出了4月交割结算价的预期）

2024. 1. 8 【建投航运快评】1月运费初见高度，如何看待4月合约交割结算价（该周的交易日里便出现了偏离）

2024. 1. 16 【建投航运专题】春节前现货高峰将至，辩证看待盘面价格

一

集运周期本应重新回到3~5年的痛苦挣扎期

二

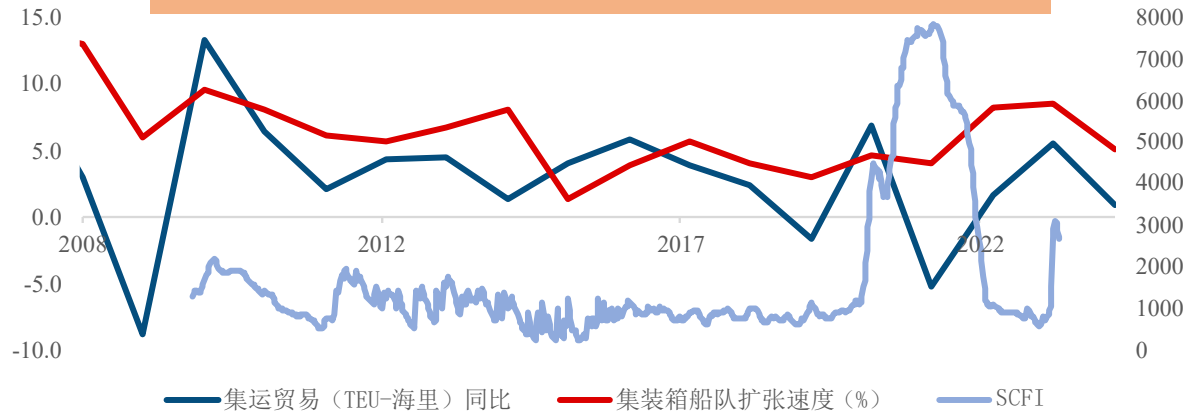
红海供应链危机的影响是什么？

三

早已进入宽幅震荡时间的近月合约与远月合约的
risk&return

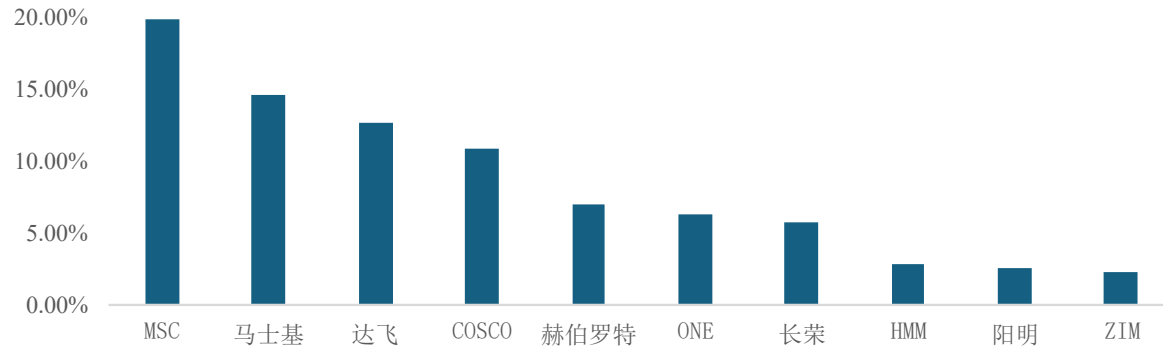
集运整体的供需结构-高集中度与供大于求格局

集运市场的整体供需格局与全航线运费的刻画



前10大班轮公司运力占全球船队份额

CR4 = 58.5%, CR10=84.5%



班轮行业在2008年来多年的非景气期中始终围绕着价格进行竞争，并伴随着着并购与重组。

规模效应使得主干航线要求使用超大型集装箱船，对于成本、揽货、运营能力要求更高。对于小规模班轮公司来说，以东南亚等非主干航线为代表的支线航线成为其差异化竞争的主要途径。

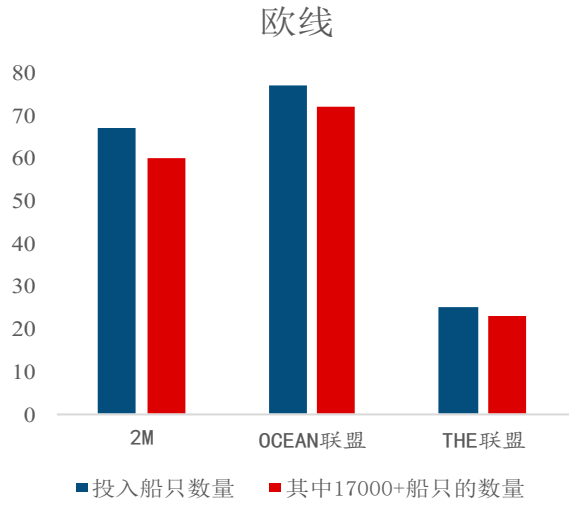
集运有着非常有趣的特点：**长期供大于求，但集中度极高**，对于主干航线（中欧、中美、欧美）来说，几大班轮龙头存在较明显的垄断性。

这也是为什么我们始终强调：

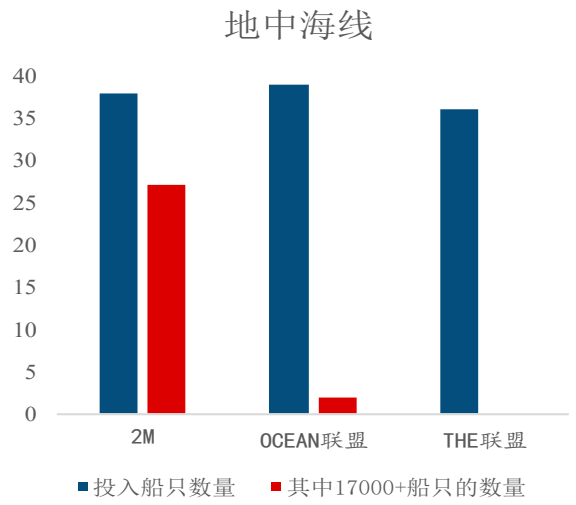
班轮公司是价格的制定者。但是由于长期供大于求的格局，货量不足时，货主可能无法接受过高的价格。班轮公司往往会敏锐地**自行积极调整价格去揽货**（目的为实现高装载率）。但是，一旦运输需求良好，班轮公司**容易形成支撑价格的默契**。此时，为了完成出口的运输过程，货主不得不去接受这一价格。

集运的供需结构-局部航线的特殊性

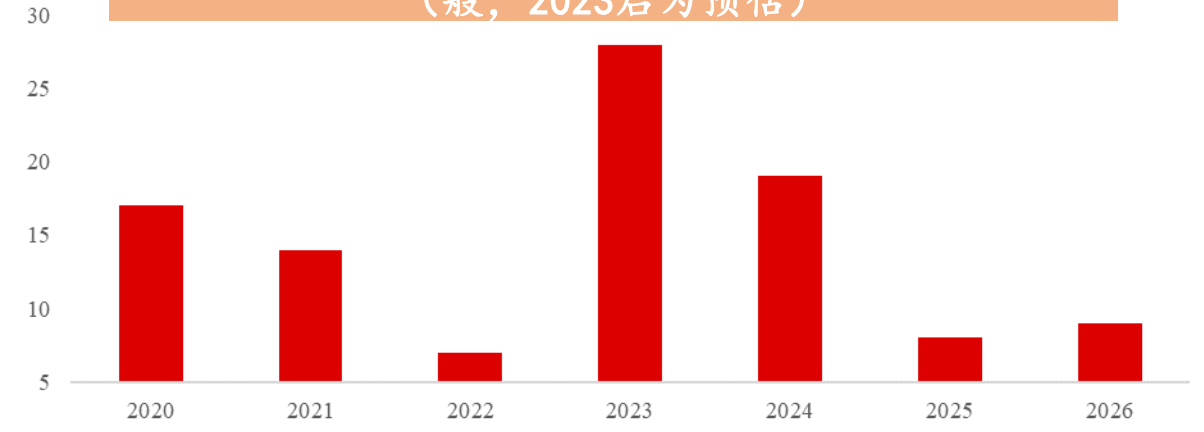
三大联盟在欧地线上的正常周转船队与航线安排



欧线	
联盟名	航线数
2M	5
OCEAN联盟	7 (一条不停西欧基本港)
THE联盟	2 (未计入两条涉及美国港口的航线)
地中海航线	
联盟名	航线数
2M	3
OCEAN联盟	4
THE联盟	3



2020~2023年17000+TEU的超大型集装箱船交付情况 (艘, 2023后为预估)



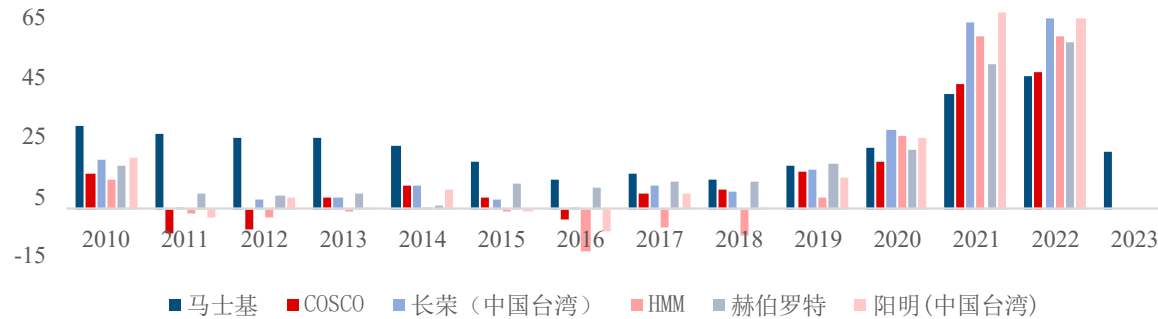
以17000TEU以上超大型集装箱船为例 (无法通过巴拿马运河), 2024整年是船队规模自205艘到219艘的过程。

而计入2023年交付高峰后, 现有的205艘已经全部投入使用, 闲置率忽略不计。

对于此类航线, 供给侧的压力并没有整体航线般巨大。

集运整体的供需结构-为什么我们不认为班轮公司会进入价格战

EBITDA利润率



参考中国航务周刊的报道（达飞三季度业绩报告）：

达飞集团首席财务官Ramon Fernandez在接受媒体采访时进一步表示，由于供需关系不佳，运费将持续下降，他呼吁船公司不要打价格战。

“很难说2024年会发生什么，这取决于船公司的行动。预计2024年市场运力将增长9%，我们可能会通过拆解老旧船舶更新船队。”

Ramon Fernandez强调，在运费相对较低的情况下，每个市场参与者都必须致力于维护市场稳定。他说：“打价格战不仅会伤害挑起战争的人，也会伤害所有人，包括客户，因为无法实现稳定的服务。”

三大联盟间（涉及全部前几大班轮公司）如何竞争，如何博弈是我们研究疫情后集运市场绕不过的问题。

疫情期间的超高度景气期一定程度上为三大联盟的班轮公司带来了足够厚的资金垫。使各大班轮公司有着多年未有的强劲资产负债表，对于价格战的承受能力极强。

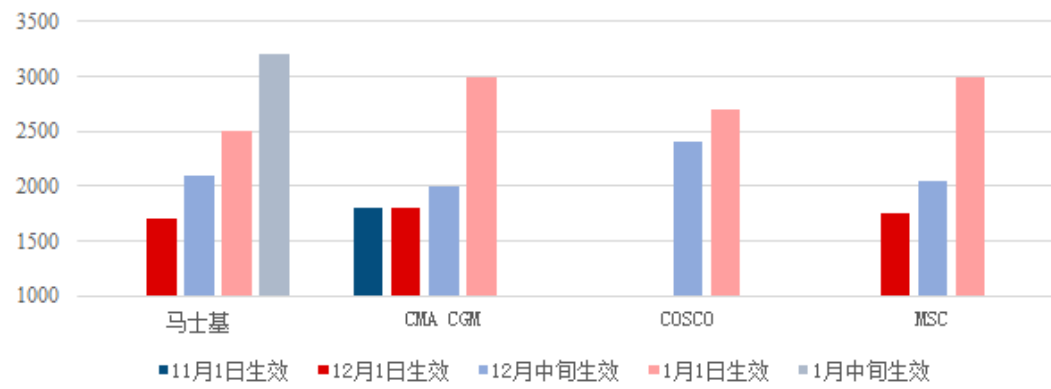
一旦进入价格战，其持续时间（直到某家班轮公司如韩进海运般破产倒下）将远超想象。对于货运业可能是灭顶之灾。

故，我们认为理性人假设下，具有高度垄断性的班轮公司进行价格战是不值得的。

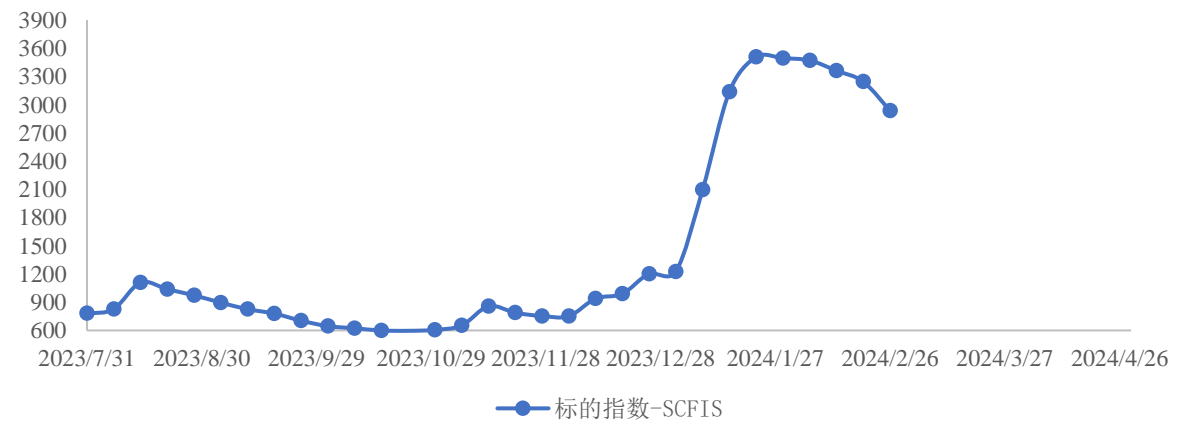
2022年高度景气期后，班轮公司本应以存在一定基础默契的价格竞争模式度过多年的不景气期。

何为有一定基础默契的价格竞争模式？以2023年下半年为例

红海供应链危机前，西北欧航线的涨价公告价格



红海供应链危机后，班轮公司顺势涨价



2023年的上半年是自2022年高度景气期继续回落的过程，一定程度上依旧存在一定的过高溢价。（2022年末，市场普遍预期2023年将进入价格战）

而在2023年8月欧线非常失败的涨价尝试（马士基、达飞牵头，但其余班轮公司缺乏默契）后，运费持续萎靡。

参考ONE在季度报告中的表述（在欧洲，长期通货膨胀导致个人消费停滞，加上中东局势的不确定性，货物运输尚未全面复苏。），10月、11月运价的低迷导致了四季度的亏损。

11月~12月中旬前，我们看到了什么？四大龙头在共同立场（支撑长协谈判）下展现出了明显强于第三季度的默契。

而12月中旬红海供应链危机后，班轮公司也展现了较为明显的一致性。

数据来源：公开数据整理，上海航运交易所，中信建投期货

陈宇灏 期货交易咨询从业信息：Z0019939
 期货交易咨询业务资格：证监许可〔2011〕1461号

一

集运周期本应重新回到3~5年的痛苦挣扎期

二

红海供应链危机的影响是什么？

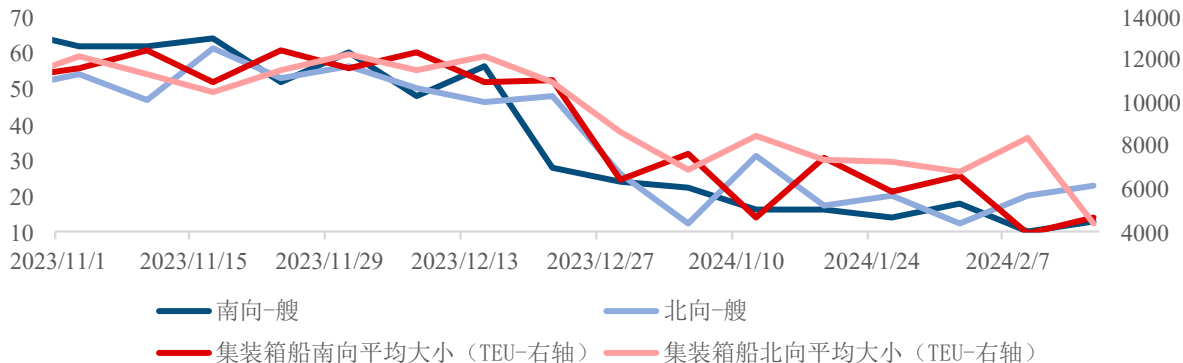
三

早已进入宽幅震荡时间的近月合约与远月合约的
risk&return

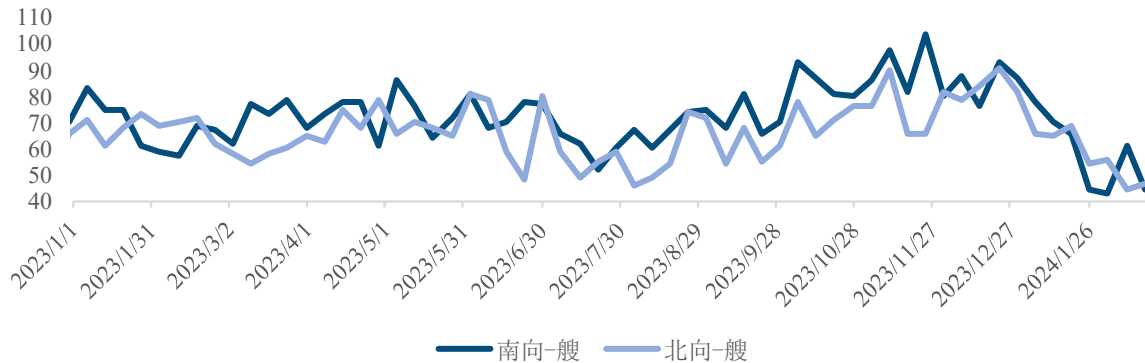


红海供应链危机的第一步影响已经完成-主干大型集装箱船全部绕行

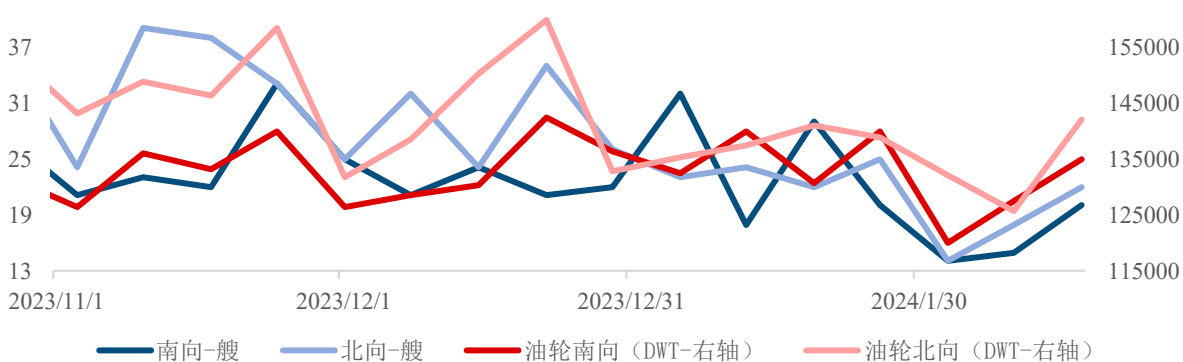
集装箱船苏伊士运河通行情况



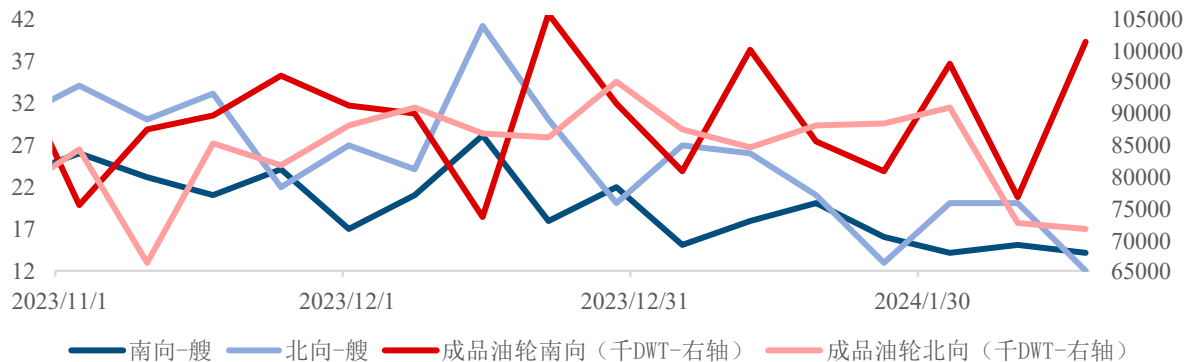
干散货船苏伊士运河通行情况



原油油轮苏伊士运河通行情况



成品油油轮苏伊士运河通行情况



从集装箱船绕航的角度来看，红海供应链危机的兑现已经基本完成。然而与此同时，绕行的影响尚未彻底兑现。

绕行好望角如何影响集装箱船供给：理论/逻辑侧

苏伊士运河是主干航线-欧地线，及中东-欧洲等支线航线的传统通道，节省了大量的航程。**绕行好望角**将不可避免地造成航程、航线耗时的增加，使运力周转率明显降低。周转率的问题可见右图，**这一影响尚未完全发酵（要用船的时候得另外调配）**。

以10天（取决于海况、航速等多方面因素）的额外航程耗时估算，欧地周转率的下降幅度可能在30%左右。

这一影响已经体现在班轮公司的船期预计中如2M的AE55航线（耗时约40天）、OCEAN联盟的FAL1（耗时约47天）

绕行好望角对于全球运力及成本的整体影响（Lloyd's list报道）：

Vespucci Maritime的Lars Jesen评估为：为了维持现有的班轮覆盖率，需要额外投放140~170万TEU的运力，从而吸收5~6%的全球运力。

Xeneta的Peter Sand将燃油成本的影响评估为：需要额外增加100万美元。若以24000TEU满载的集装箱船计算，单箱成本在40\$/TEU以上。（集装箱船市场往往不会围绕成本去定价）

班轮周转率的问题概述

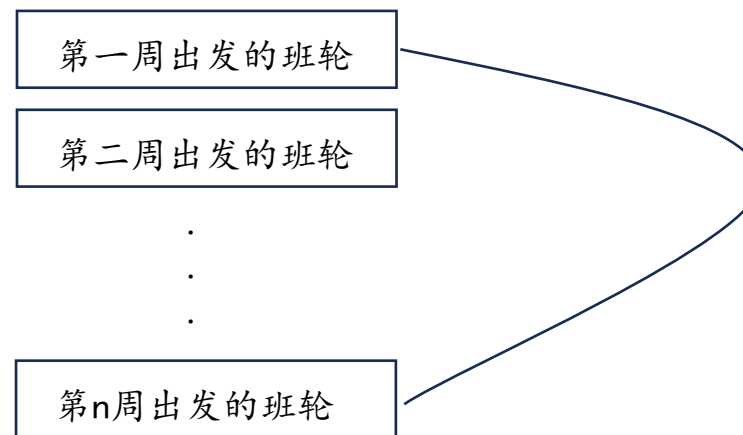


图 12：部分受到绕行好望角的航线运力投放情况及可能需要的额外运力

航线	耗时	2023 年大致的运力投放规模（周内运力）	以绕行多耗时 10 天（较为保守）估算所需的额外运力
中国-西北欧	约 31~40 天	约 27~32 万 TEU	约 9~11 万 TEU
中国-地中海	约 30~37 天	约 14~18 万 TEU	约 4~6 万 TEU
中东-欧洲（非主干航线）	约 2 周	/	/

数据来源：公开数据整理，中信建投期货

绕行好望角如何影响集装箱船供给：实践侧

以OCEAN联盟的FAL2/NEU2航线为例

正常周转时间	77天	船队数量	12艘		
船名	离开上海港时间	到达鹿特丹港时间	去程大致耗时	自上海港再次前往西行航程时间(预计)	回程大致耗时
COSCO SHIPPING VIRGO	2023/11/12	2023/12/13	31	2024/2/4	53
COSCO SHIPPING TAURUS	2023/11/21	2023/12/20	29	2024/2/12	54
COSCO SHIPPING UNIVERSE	2023/11/27	2023/12/27	30	2024/2/19	54
前述三班仅在回程时需要绕行好望角，下列三班船去程绕行，刚刚进入回程，回港时间基于绕行假设与AIS信息进行估计					
COSCO SHIPPING SOLAR	2023/12/4	2024/1/27	54	2024/3/17	50
COSCO SHIPPING LIBRA	2023/12/10	2024/1/18	39	2024/3/9	51
COSCO SHIPPING Gemini	2023/12/17	2024/1/28	42	2024/3/16	48
下列船只去程绕行，尚未到达欧洲基本港，返程时间参考12月前三班船只进行估算					
COSCO SHIPPING Leo	2023/12/24	2024/2/4	42	2024/3/23	48
COSCO SHIPPING SCORPIO	2024/1/5	2024/2/13	39	2024/4/1	48
COSCO SHIPPING SAGITTARIUS	2024/1/11	2024/2/19	39	2024/4/7	48
COSCO SHIPPING VENUS	2024/1/20	2024/2/28	39	2024/4/16	48
COSCO SHIPPING CAPRICORN	2024/1/27	2024/3/6	39	2024/4/23	48

第一种情形属于在11月至今的出发班次当中几乎未停航，船队中几乎全部船只已经投入，红海供应链危机对于此类情形影响最为明显。

若12月头三班船回程时需要绕行好望角（巴以停火以及胡塞解除封锁不能在短期内实现），则可能**需要在2月最后一周以及3月的头一到两周内投放额外的船只，否则便需要停航。**

类似的情况（程度可能有所不同）出现在OCEAN的FAL6、FAL5，2M的Lion/AE6，Griffin/AE55等航线上。

供给侧问题如何影响运费？

为何我们认为不宜过分强调抽调船只对运费的影响？

班轮公司总是可以通过停航货量较少的航线将船只匀到货量较为充足的航线，或者将美西、地中海的其他船只抽调过来，同时也有助于其他航线的稳价。

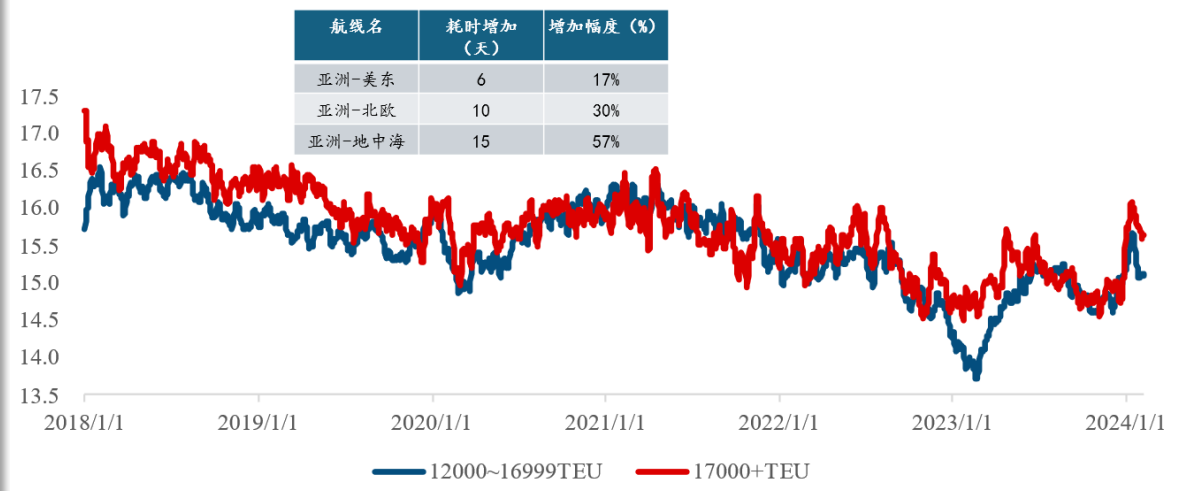
但该问题终究是几大班轮公司在制定运费策略时纳入考虑的共同问题，有助于**共同立场/默契**的形成：

我们认为红海供应链通过影响主干航线上大型集装箱船的周转率，从而为三大联盟创造了较为类似的情况/立场：在进行停航/船只安排决策时，欧地、美东线航程的增加及周转率的下降将不得被纳入考虑。

红海供应链危机为班轮公司缓解了一定的运力控制压力，甚至在一定条件下可能造成船队不足的格局。

终究，我们始终不能排除班轮公司依旧选择杀价揽货的可能。

大型集装箱船航速的边际性增加幅度无法匹配相关航线耗时的增加



一

集运周期本应重新回到3~5年的痛苦挣扎期

二

红海供应链危机的影响是什么？

三

早已进入宽幅震荡时间的近月合约与远月合约的
risk&return

对于近月04合约观点总结

班轮公司在眼下可能较容易形成类似2023年11月~1月的默契，尽可能通过各种形式确保一定的利润水平。即便我们不考虑潜在的稳运费手段，以较为悲观/保守预期展望淡季的运费回调（见右图），4月交割结算价也落在我们前期的预期内。

故对于04合约，我们观点自1月以来未发生改变：我们当前认为04合约交割结算价的

保守情形在1600~1800点

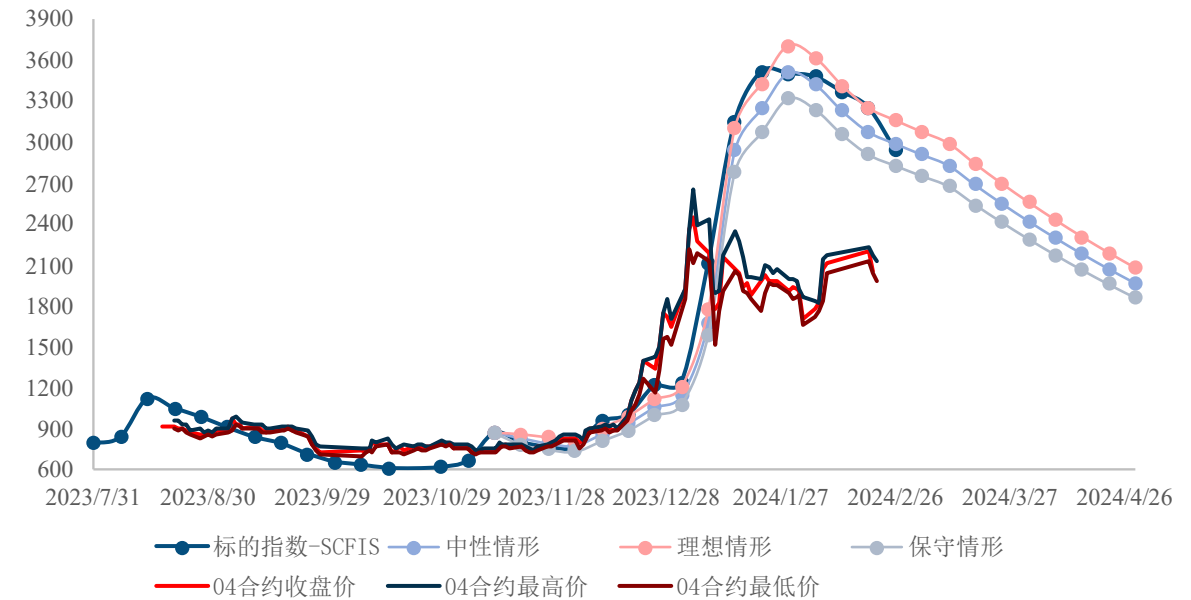
中性情形为2000~2200点，

理想情形为2400~2700点。

EC2404向上收窄基差的机会已经过去，在1月初以来便围绕交割结算价交易。我们认为整体可能以宽幅震荡市为主，在1800~2800点区间高抛低吸。

4月合约潜在的超预期风险：欧洲需求远不及预期，造成欧线运费严重缺乏支撑。体现为现货侧出现：“3月周转率下降体现在船队上（开始抽调其他航线船只或干脆停航）却依旧出现明显降价促销”（3月内运费出现10%~20%的降幅属于正常季节性情况）。

基于运费每周下跌超过100美元/TEU的保守预期下SCFIS的演化预期



对于远月合约观点总结-基调-摘自1月报告

核心假设

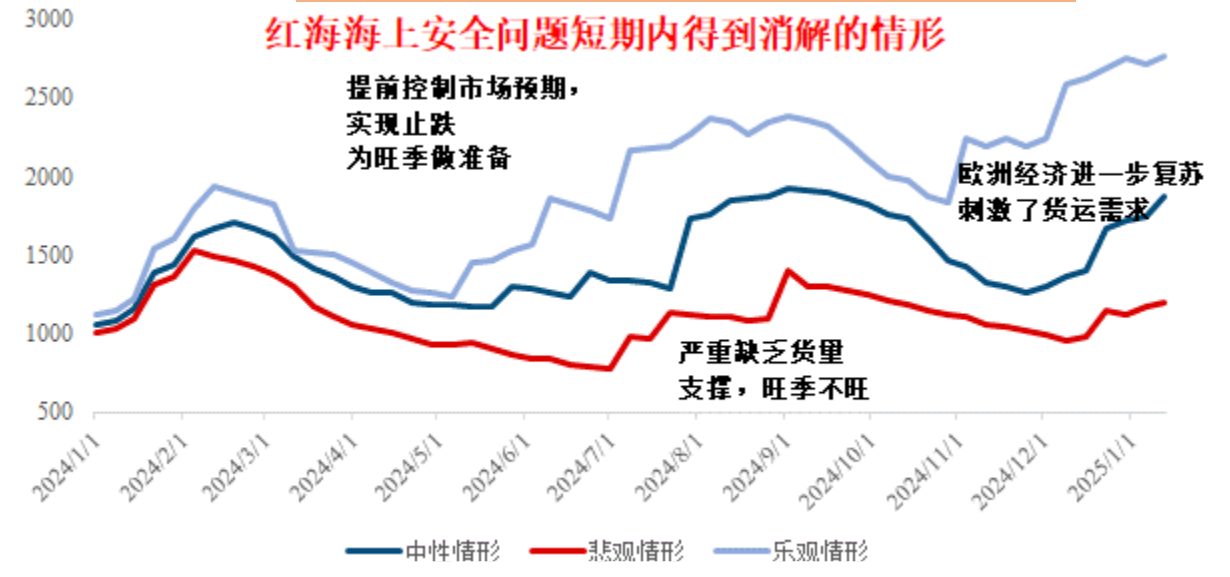
1. 红海事件短期内不会结束，甚至可能兑现为地区局势可能进一步升级。
2. 船公司如我们年报中分析的一般：在理性假设下，由于价格战持续时间极长，经济效益不好；船公司存在一定默契。
3. 基于2，运力供给不会大幅放松。
4. 欧洲进口需求出现在2023年基础上边际性好转。

在此基础上，06、08、10、12合约的相对高度预期，02(2502)>08>12>06>10

06、08、12等合约可考虑伴随市场情绪近日的释放逢低试多。

届时由于2404合约已经结束，基于交割结算价统计时可能发现当前的back结构并不合理。

SCFIS指数在2024年的情景分析



红海海上安全问题短期内得到消解的情形

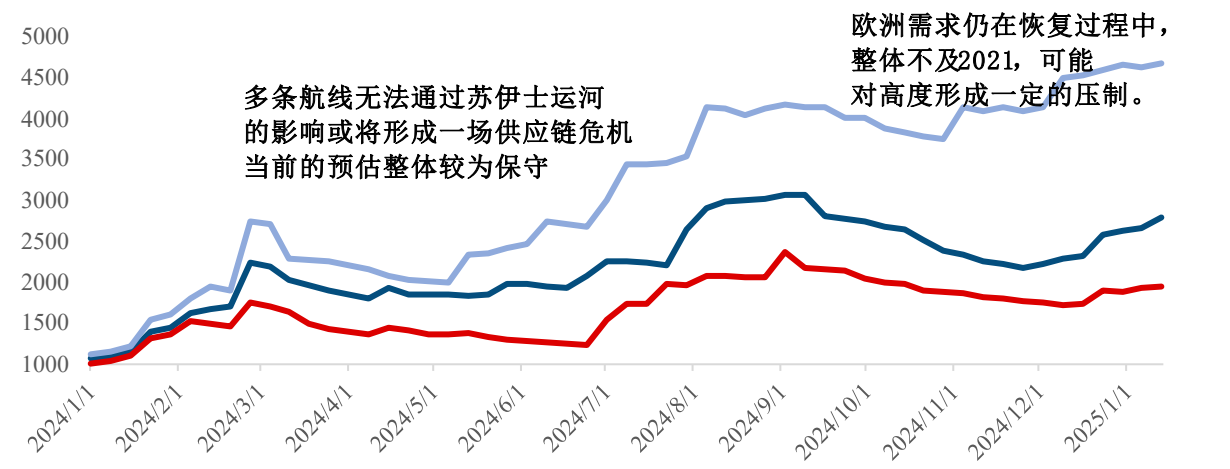
提前控制市场预期, 实现止跌为旺季做准备

欧洲经济进一步复苏刺激了货运需求

严重缺乏货量支撑, 旺季不旺

— 中性情形 — 悲观情形 — 乐观情形

红海海上安全问题长期化的情形



多条航线无法通过苏伊士运河的影响或将形成一场供应链危机 当前的预估整体较为保守

欧洲需求仍在恢复过程中, 整体不及2021, 可能对高度形成一定的压制。

— 中性情形 — 悲观情形 — 乐观情形

种种围绕巴以停火的信息提示了我们市场可能随着消息面而发生的较大波动。**同时我们需要认真考虑红海供应链危机在2~3个月及更长时间后消解的可能性**

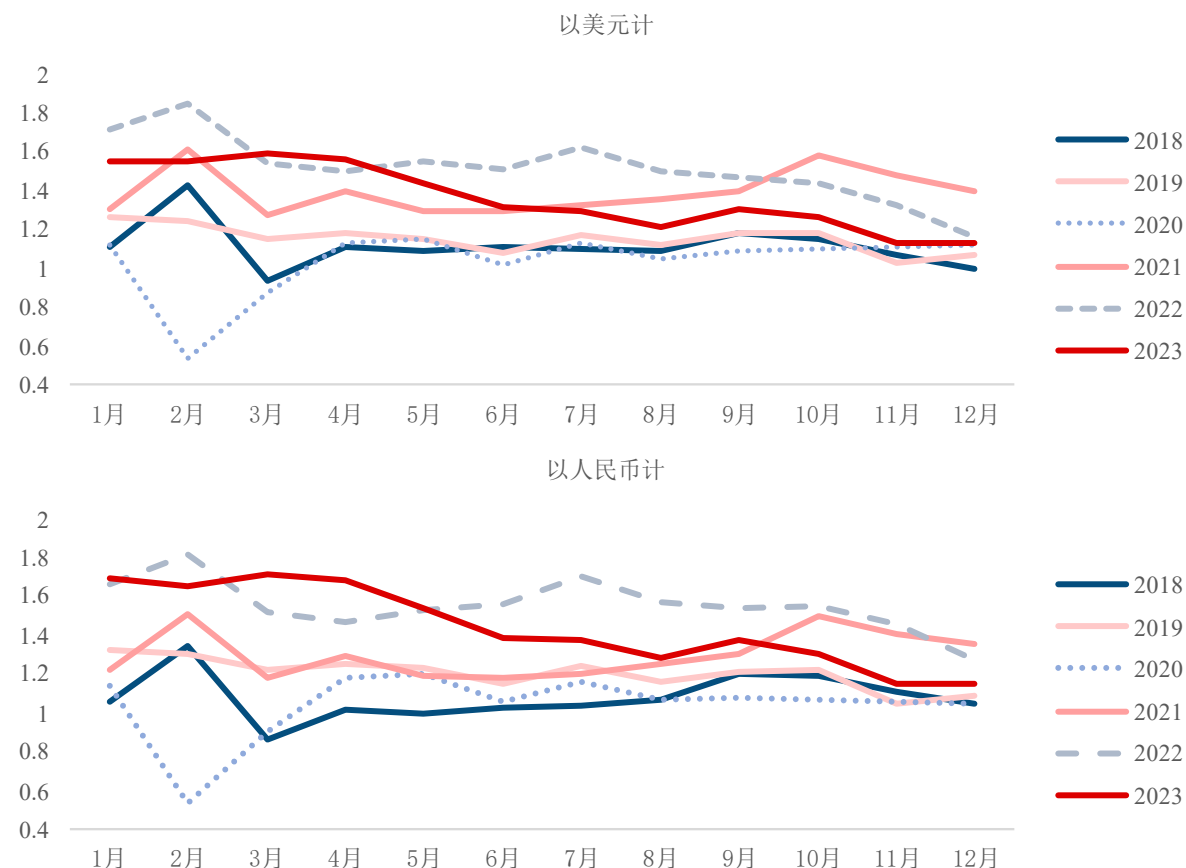
然而参考2023年8月涨价明显失败的格局下，**2023年8月最后三周SCFIS指数的平均水平为1041点。**

而在红海供应链危机发酵前，2023年12月最后三周SCFIS指数的平均水平为1044点。

我们对于欧洲的需求较为保守。但考虑到欧洲降息预期升温及产业对于库存压力的态度有所好转（见后页），不能排除2024年出现小规模补库周期的可能。从而为旺季形成一定的货量支撑。

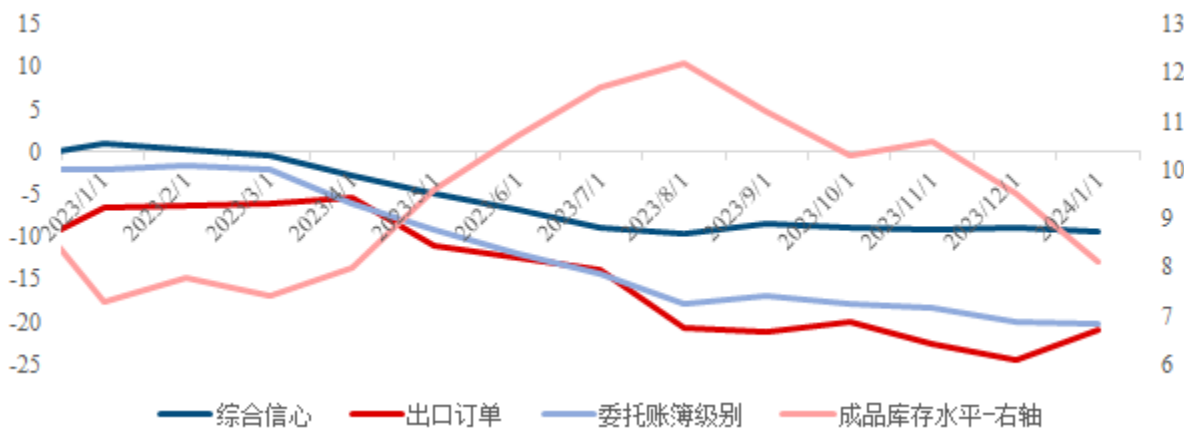
鉴于近期情绪波动较大，且远月旺季合约不确定性确实较多，暂时以观望为主。但需要指出情绪波动可能使08、12合约逼近2023年的实际兑现水平（（1300~1600、1200~1400）），给出相对低成本的做多区间。

以2017年为基数，我国对欧盟实际出口金额的演化

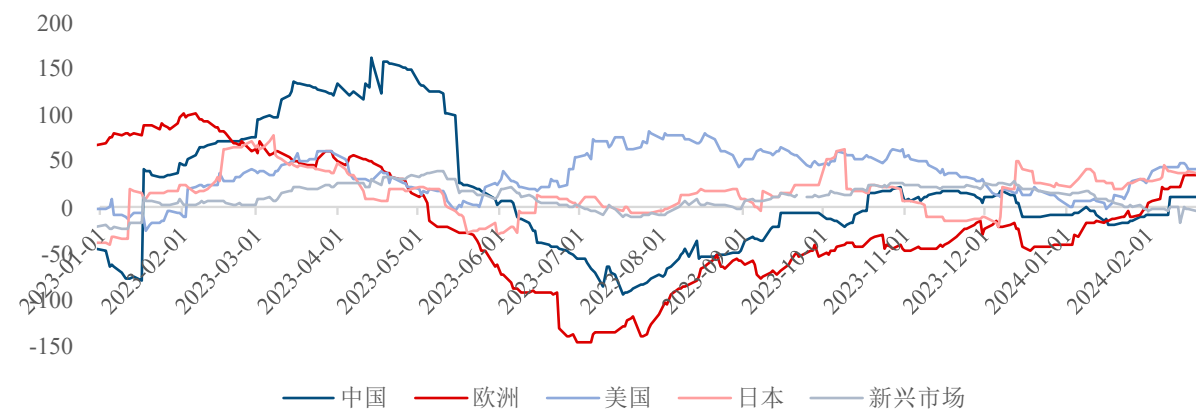


部分宏观数据-侧面刻画需求

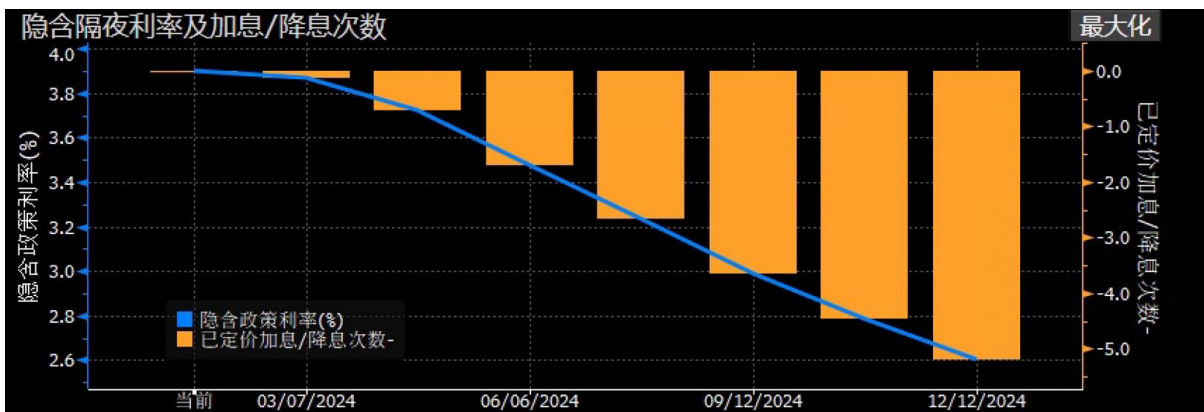
欧元区制造业信心调查 (皆为扩散系数)



各市场的经济意外指数



市场对欧元区降息的预期升温



联系我们

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：www.cfc108.com

获取更多投研报告、专业客户经理一对一服务、
了解公司更多信息，扫描右方二维码即可获得！



风险提示

本报告观点和信息仅供符合证监会适当性管理规定的期货交易者参考，据此操作、责任自负。中信建投期货有限公司（下称“中信建投”）不因任何订阅或接收本报告的行为而将订阅人视为中信建投的客户。

本报告发布内容如涉及或属于系列解读，则交易者若使用所载资料，有可能会因缺乏对完整内容的了解而对其中假设依据、研究依据、结论等内容产生误解。提请交易者参阅中信建投已发布的完整系列报告，仔细阅读其所附各项声明、数据来源及风险提示，关注相关的分析、预测能够成立的关键假设条件，关注研究依据和研究结论的目标价格及时间周期，并准确理解研究逻辑。

中信建投对本报告所载资料的准确性、可靠性、时效性及完整性不作任何明示或暗示的保证。本报告中的资料、意见等仅代表报告发布之时的判断，相关研究观点可能依据中信建投后续发布的报告在不发布通知的情形下作出更改。

中信建投的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见不一致的市场评论和/或观点。本报告发布内容并非交易决策服务，在任何情形下都不构成对接收本报告内容交易者的任何交易建议，交易者应充分了解各类交易风险并谨慎考虑本报告发布内容是否符合自身特定状况，自主做出交易决策并自行承担交易风险。交易者根据本报告内容做出的任何决策与中信建投或相关作者无关。

本报告发布的内容仅为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式对本报告进行翻版、复制和刊发，如需引用、转发等，需注明出处为“中信建投期货”，且不得对本报告进行任何增删或修改。亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告发布的全部或部分內容。版权所有，违者必究。