

空窗期仍在持续，避免倒果为因式的讨论

作者： 陈宇灏

期货交易咨询从业信息： Z0019939

联系方式： 021-58304077

时间： 2024/8/29

历史报告的总结

2024年春节至2024年4月：现货侧下行（马士基的定价策略较为激进），等待盘面低估

2024. 3. 1 【建投航运专题】Uncharted-集运市场当前的矛盾与机会（因马士基激进定价策略下调SCFIS演化预期）

2024. 3. 15 【建投航运点评】如何看待3月多轮调降运费给市场带来的压力？

2024年4月至2024年7月中旬：红海供应链危机收紧等效运力与货运需求改善，现货季节性旺季逐步以颇为理想的高度完成年内季节性顶

2024. 5. 8 【建投航运专题】集运主要矛盾与次要矛盾的讨论

2024. 5. 28 【建投航运专题】Liner Say Maybe-震荡格局何时、如何得到突破

2024. 6. 11 【建投航运专题】Vega Risk-如何看待各类消息面扰动带来的市场波动？——“我们对于本日期货市场给出的“地缘政治冲突出现明显缓和，使得红海绕行解除，造成运费水平逐步正常化”的逻辑抱持较为怀疑的态度。”

2024. 7. 8 【建投航运点评】不畏浮云遮望眼，如何看待市场风云再起

2024年7月中下旬至今：旺季因船司追求利润投入超预期规模加班船而承受较大压力，时间切换至传统淡季，现货侧季节性下行：

2024. 7. 19 【建投航运点评】如何看待班轮公司态度的微妙变化

2024. 7. 23 【建投航运专题】A Nay Vote, 期货市场如何看待对欧洲出口前景？

2024. 8. 6 【建投航运专题】积极坐井观天-如何在空窗期的波动里看待现货的交割终点

2024. 8. 14 【建投航运专题】2404会否重演？漫长窗口期潜在演化展望

2024. 8. 21 【建投航运专题】如何看待囚徒困境般的传统定价范式



期货市场高度关注的电商平台情况如何？

数据来源：Geek Rate、上海航运交易所，中信建投期货整理

我们在《【建投航运专题】2404会否重演？漫长窗口期潜在演化展望》已经介绍过，**SCFIS反映了现货市场平均水平，电商平台的价格变化不完全能反映SCFIS的变化（见图表1）。**

但同时，由于SCFI、SCFIS两大重要现货指标以周度更新，我们不是不能理解市场对于高频数据的急切盼望。

那么电商平台价格变化如何？

- 高频变化的马士基对37周二次降价（约300\$/FEU），而对于第36周（9.2，9.6等班次）则上调了约200~300\$/FEU。
- 价格偏稳健的COSCO在电商平台上销路可能不错（小箱售罄），当然我们也认为其在电商平台上分配的舱位可能较少。

时间节点	SCFIS	马士基电商平台大致报价
春节前的运费高峰	3509	5156\$/FEU (1/13)
3月底，4月初运费的大致水平	2174.19 (4/1, 反映了3/28该周运费)	2676\$/FEU (3/28)
变化幅度	38%	48%

MAERSK 09-02 SHANGHAI SHANGHAI 33天 10-06 ROTTERDAM ROTTERD... Total Base \$3,718.00 \$3,563.00 \$6,215.00 \$5,906.00 \$6,315.00 \$6,006.00

船名: MOSCOW MAERSK 航次: 434W 航线代码: AE1 更新时间: 2024.08.29 09:10

COSCO SHIPPING 09-01 SHANGHAI SHANGHAI 37天 10-08 ROTTERDAM ROTTERD... Total Base \$4,925.00 \$4,900.00 \$7,825.00 \$7,800.00 \$7,825.00 \$7,800.00

船名: COSCO SHIPPING ARIES 航次: 030W 航线代码: AEU3 更新时间: 2024.08.29 09:04

COSCO SHIPPING 09-04 SHANGHAI SHANGHAI 50天 10-25 ROTTERDAM ROTTERD... Total Base \$4,925.00 \$4,900.00 \$7,825.00 \$7,800.00 \$7,825.00 \$7,800.00

船名: EVER LIVING 航次: 066W 航线代码: AEU9 更新时间: 2024.08.29 09:04

COSCO SHIPPING 09-05 SHANGHAI SHANGHAI 50天 10-21 ROTTERDAM ROTTERD... Total Base \$5,325.00 \$5,300.00 \$8,625.00 \$8,600.00 \$8,625.00 \$8,600.00

船名: CMA CGM GRACE BAY 航次: 002W 航线代码: AEU2 更新时间: 2024.08.29 09:04

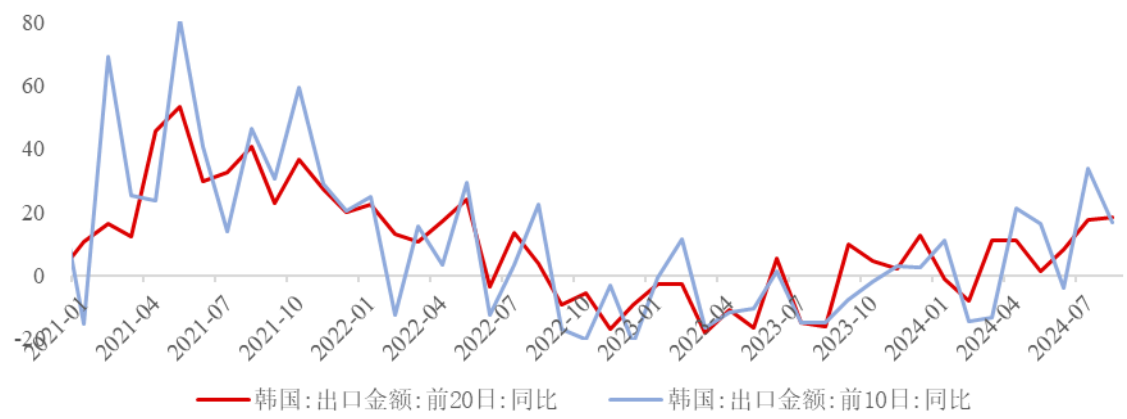
COSCO SHIPPING 09-07 SHANGHAI SHANGHAI 37天 10-12 ROTTERDAM ROTTERD... Total Base \$4,925.00 \$4,900.00 \$7,825.00 \$7,800.00 \$7,825.00 \$7,800.00

船名: EVER GIVEN 航次: 022W 航线代码: AEU5 更新时间: 2024.08.29 09:04

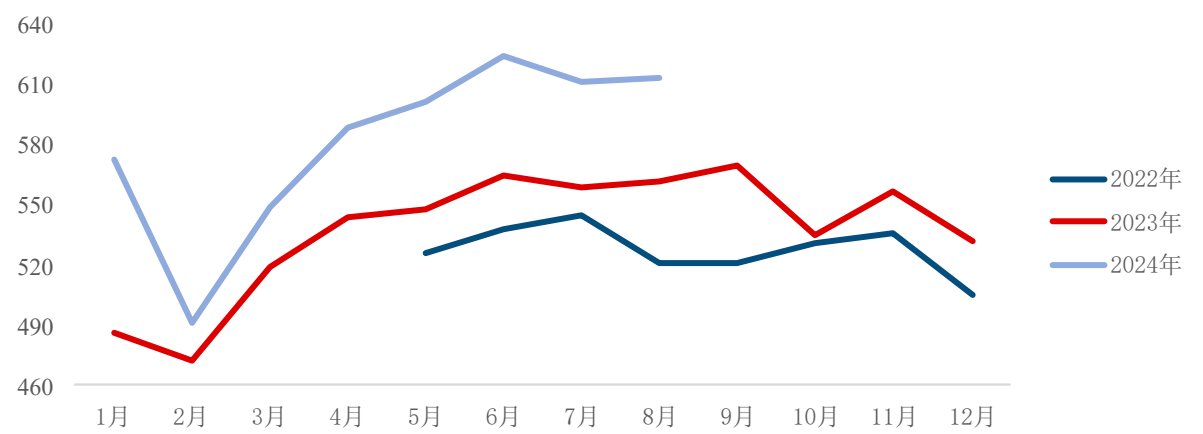
需求崩塌的结论似乎有些武断

数据来源：Wind，中信建投期货整理

“金丝雀”韩国出口表现维持整体强势



我国港口完成集装箱吞吐量（月内的周度均值）

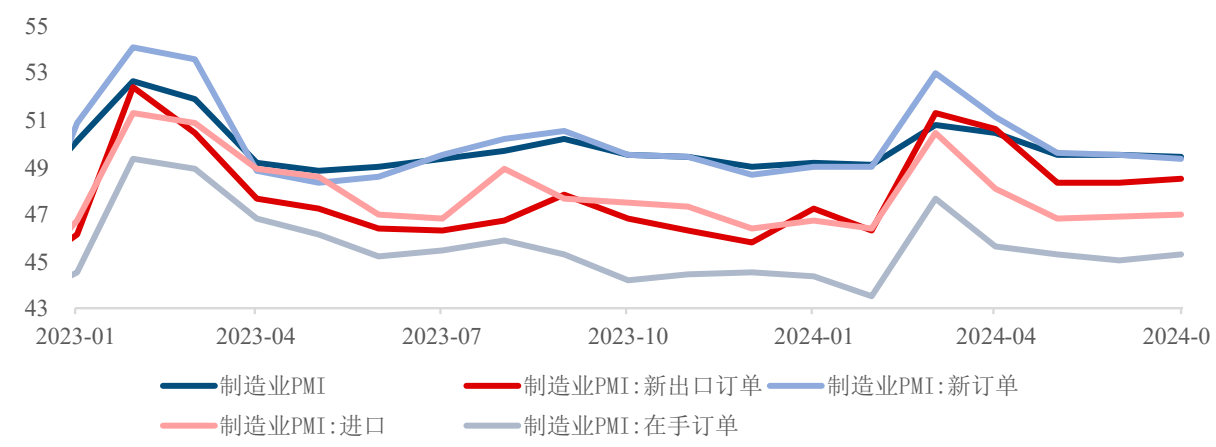


目前的交易主轴与春节后至3月颇为类似：市场已经在3月基于线上平台报价变化得出需求崩塌，适宜逢高沽空等结论，具体细节可参考2404合约的走势演化。

而从眼下的各类偏先行、偏滞后统计数据结合（包括前一页内容）来看，当前的传统货运淡季暂时并未发生太多与3月不同的超预期崩塌。

故我们认为目前暂时没有理由推翻“2024年内出口需求偏强，不会重复2022般崩塌”的假设。

我国制造业PMI在2024年整体表现相对平稳



8月为何降价压力高于预期？眼下正在进行供给侧的调整

辩证看待8月加班船带来的降价压力：

- 在7月已经明确的达飞French Peak Service以及MSC的Britannia以外，包括ONE、COSCO、马士基在内的班轮公司都在8月安排了独立的加班船。
- 而赫伯罗特则与MSC类似，可能正为25年2M解体，Gemini联盟构成做市场份额的准备，故恢复了CGX航线。
- 自然，纷纷投入加班船的班轮公司在8月面临着高于前期预期的降价压力，但这同时也意味着市场货运需求并不如运费下行幅度带来印象般差，**毕竟很难想象班轮龙头们在没有订单数据支撑情况下便决定开设加班船。**

9月加班船影响为何将减小/班轮公司正在如何调整运力供给节奏

- 随着传统淡季的到来，类似ONE（ONE Manuver）、COSCO、达飞的旺季加班船大概率将结束。从当前安排来看，MSC与赫伯罗特的CGX航线都较8月使用了明显更小的船只。
- 此外MSC已经将Griffin等航线的部分超大型集装箱船（如MSC Eloane）投入周转时间更短，收入偏高的美西航线。这也意味着班轮公司不完全是简单的利润驱动下一股脑地增加供给，其供给侧调整是较为灵活的。
- 根据目前的安排，MSC与THE联盟在十一假期前后安排了较为积极的停航。其中THE联盟全部三条航线在十一假期内（FE2），十一假期后（FE4、FE3）各安排了一轮停航。
- **MSC本年度针对十一假期的停航规模明显小于2023年同期（MSC侧暂停了5班联盟航线，2023年共11班，5班联盟航线，6班自营的SWAN航线）。这一差别可能类似3月时我们介绍过的，出于船司认为需求并不那么差的预期。**

什么是EC期货市场的空窗期？

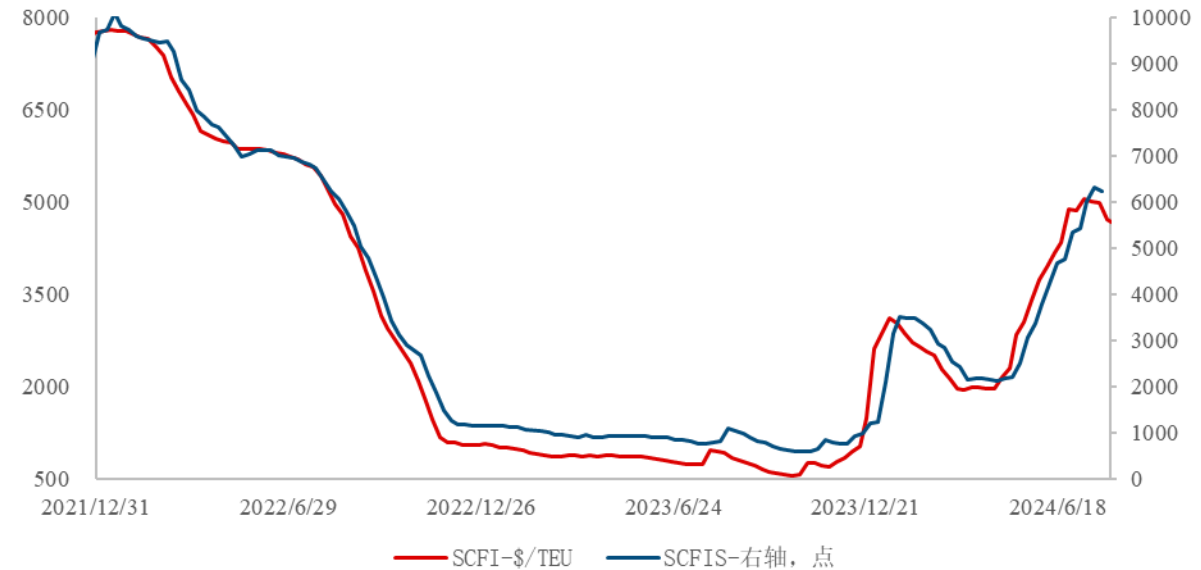
标的指数为SCFIS采集范围（实际离港时间（ATD）为上周一 0:00（北京时间）至上周日 24:00（北京时间）的航班。）反映了前一周的平均运费水平。**自然相较于各类电商平台的报价信息存在着天生的滞后性。**

即便有着SCFI这样相对领先的指数，但由于其周度更新的特性，市场对于更高频的各类电商平台报价及其边际变化有着偏高的关注度，尤其是**以算法自动报价的班轮公司。**

此类差别便构成了较长的空窗期：

1. **在进入交割月前，市场往往更加关注各类电商平台高频报价及其变化，即便标的指数更新了，也由于其滞后性缺乏太多修正市场的能力。**
2. **即便进入交割月后，直至第一期纳入交割结算价计算的指数公布前，市场依旧无法对基于电商平台高频变化的各类交易逻辑进行证实/证伪。**

周度的SCFI指数对SCFIS指数的领先关系



TCI、NCFI等其他航交所/类似机构的指数的领先性并不明显优于SCFI

眼下时间节点属于窗口期的哪个阶段？

基于前文试图论证的两条假设：

- 需求不会出现类似2022年的崩塌
- 班轮公司正在调整运力供给节奏以控制运费下跌速度，乃至为年末年初长协谈判做准备

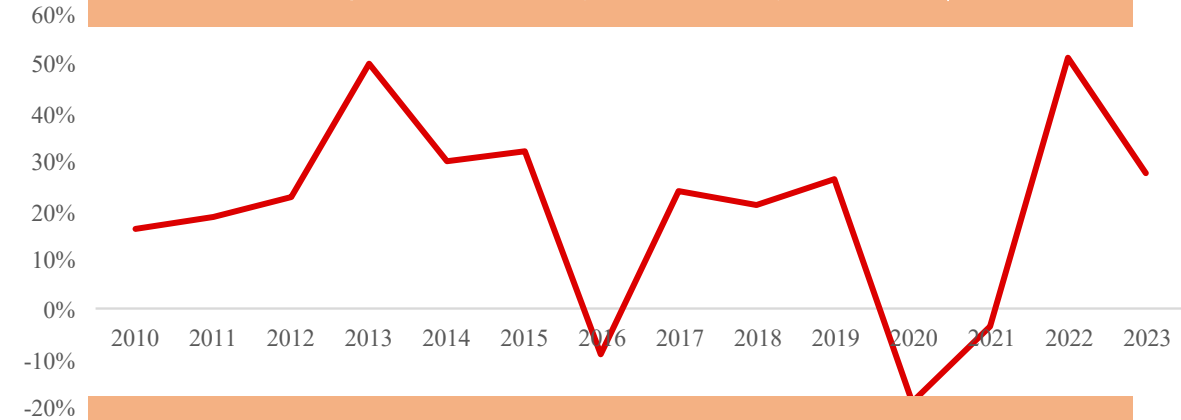
对于10合约：

- 我们预期窗口期大致将持续至9月中旬，毕竟9月16日将公布SCFIS，而10月初的运费报价也将陆续通过SCFI或电商平台得到公布。我们目前预期10月本身可能运费依旧以弱稳为主。

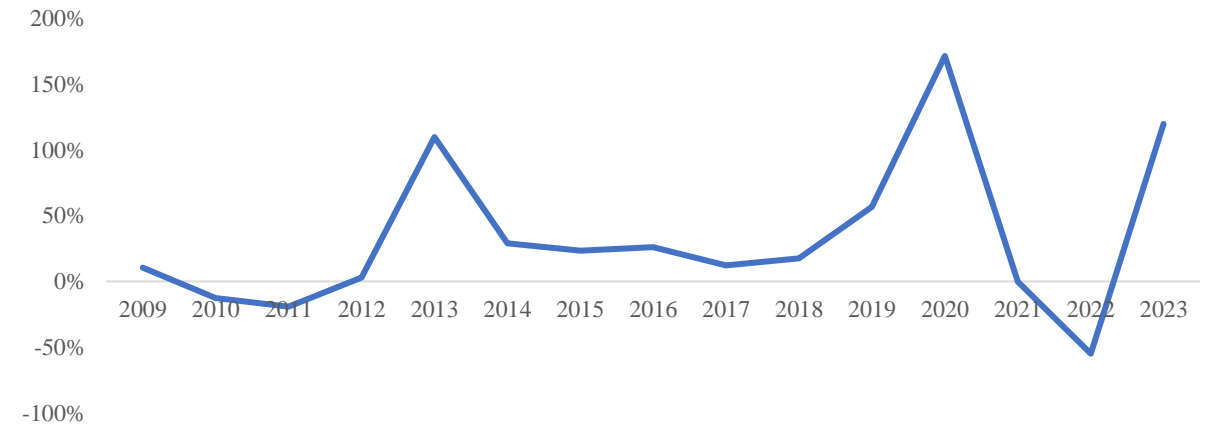
对于12、02的年末年初传统旺季合约：

- 12、02本质都在刻画2025年春节前的出口情况。参考08合约的节奏，依旧可能在10月中下旬公布11月涨价后（11月公布12月的继续涨价前）继续交易“涨价无法落地，需求不足”等逻辑。
- 当然，12合约也可能随着班轮公司在接下来的时间点内出台各类稳价策略进行偏提前的修正。

SCFI-欧线（\$/TEU）-10月均值较8月均值的降幅（%）



SCFI-欧线（\$/TEU）-12月均值较10月均值的涨幅（%）



春节时间点对2月运费有着较明显的影响

春节日期	2月均价与前一年12月均价增幅 (%)
2009/1/26	
2010/2/14	43.47%
2011/2/3	-7.67%
2012/1/23	36.69%
2013/2/10	5.91%
2014/1/31	-5.72%
2015/2/19	-10.19%
2016/2/8	-29.40%
2017/1/28	-10.68%
2018/2/16	15.56%
2019/2/5	3.51%
2020/1/25	-9.46%
2021/2/12	36.90%
2022/2/1	-0.34%
2023/1/22	-13.40%

从2019年前的正常10年来说，春节越早（放假越早），2月运费越有可能低于12月均值水平，但实际差距并不算太明显。

故我们认为2025/1/29的春节可能意味着2502合约最终结算价格略低于2412合约。

FAK市场对于欧洲船司的特殊性质

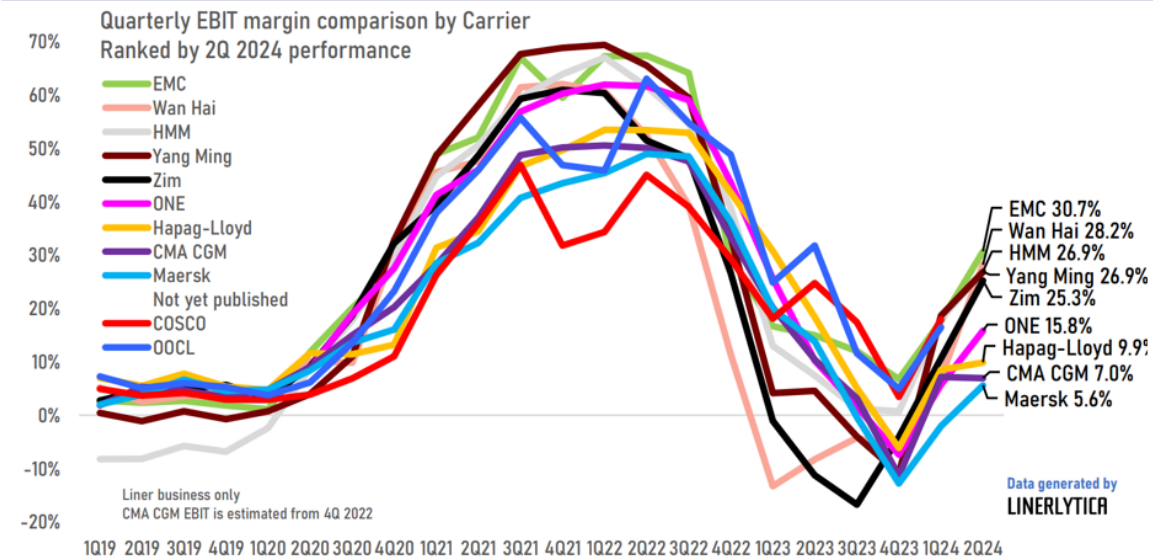
SCFIS针对的是FAK即期市场，而对于马士基、赫伯罗特等欧洲船司来说，其在此市场商的敞口相对有限：参考马士基CFO Patrick Jany在2022年Q4财报介绍电话会议中的数据，其年度长协比例（annual contracts）约为70%。

那对于采取类似经营策略的船司来说，FAK市场地位较为特殊：

- FAK市场大涨时，此类船司的财报表现难以追及敞口往往更大的亚洲船司，当然，反之亦然，在FAK市场如2022年般快速下跌时，此类船司的财报将更为稳健。淡季到来时积极降价吸引货主发货对其来说可能也是稳赚不赔的买卖。

- 然而在此类船司为年末年初长协集中谈判阶段准备时：持续萎靡的FAK市场很难使货主愿意为长协支出更高的费用（直接影响未来一年的财报数据）。毕竟2024年有着外部性危机对等效运力的直接冲击以及需求的明显好转，自乱阵脚可能更不利于那些长协比例偏高的欧洲船司与VIP货主谈判中改善境况。

图表 3: 各班轮公司季度财报中 EBIT 的演化



数据来源: Linerlytica

观点总结:

目前我们认为需求并未出现季节性以外的明显崩塌、而船公司在运力供给上业已开始布局，为年末年初争取更多长协谈判筹码作准备。

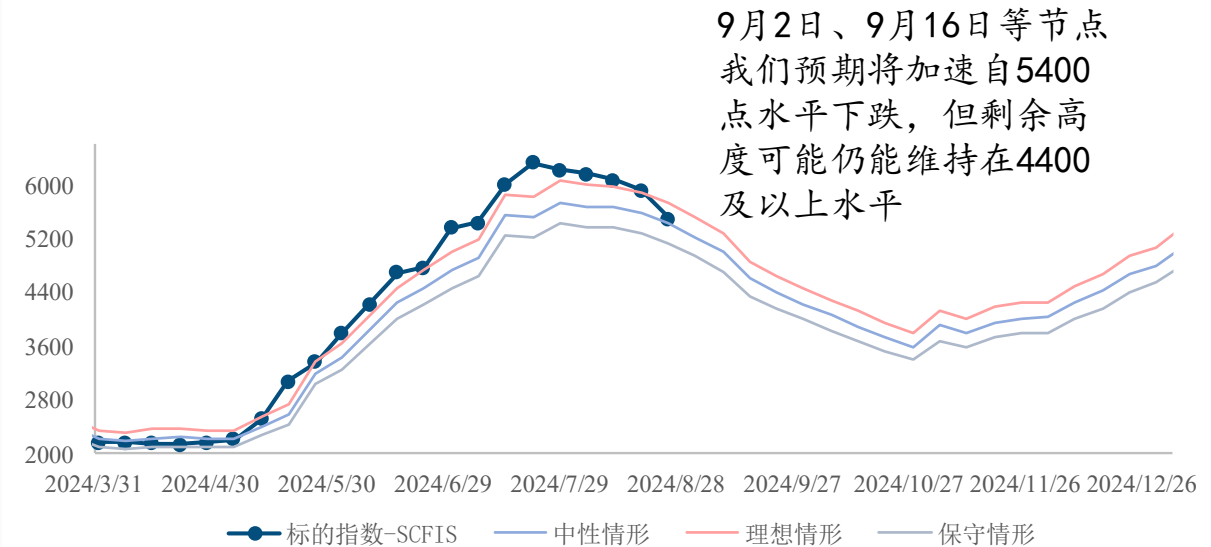
我们对全年运费预期如右图：

- 08合约交割结算价可能在5700~5900点区间（8月中上旬的运费占比偏高，甩货、前期船只延误或有向上影响）-基本兑现了
- 10合约交割结算价保守情形约3600
- 12合约交割结算价保守情形约4300

需意识到EC盘面有着持仓量偏低/流动性不足、空窗期漫长、以及波动偏大的特点。

- 10合约可考虑在2800~3000乃至波动带来的更低的区间内逢低试多。
- 12合约可考虑在2300~2500区间内逢低试多。02合约：1500~1700的低估区间内逢低试多。
- 套利策略：10-12反套、02-04正套、04-06反套，估值差来自于旺季被低估，而非淡季被高估。（但从时间角度来说，10可能先回归现实）

核心风险：欧洲经济明显萎靡，货量断崖式下降



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。