

# [ 航运指数期货上市 ]

## 集运指数（欧线）期货上市的意义与展望

银河期货有限公司党委书记、董事长 杨青

2020 年新冠疫情发生后，国际集装箱海运市场经历了一轮波荡起伏的周期。从 2020-2021 年的“一箱难求”、运价暴涨，到 2022 年下半年的集装箱运价出现崩塌式下跌，目前市场逐渐回归理性，集装箱运输供需格局实现了再平衡。

进入 2023 年，欧美主要经济体通胀虽然有所回落但依然顽固，全球经济增长仍充满不确定性，给全球集装箱海运贸易带来了潜在挑战。中国作为全球最大的集装箱货物出口国，是全球集装箱疏运中心，在世界集装箱运输物流网络中有着不可替代的作用。过去 20 年，中国作为全球制造业工厂，向欧美等发达国家出口了大量集装箱货物。然而，一直以来，尽管航运产业链少数参与方能通过长协价和远期运费协议等国际衍生品合约锁定运价，但由于中国海运费风险管理工具缺失，相关航运产业链企业、外贸企业经营面临较大的风险敞口，经常处于被动承受运费波动风险的境地。在此背景下，集运指数（欧线）期货品种的推出对现货产业和整个航运市场均有重

大意义。

### 一、集运指数（欧线）期货上市的背景

#### （一）全球集装箱海运贸易量持续增长，中国是名副其实的航运大国

从 1956 年第一个海运集装箱诞生至今，全球集装箱海运市场已经有 67 年的发展历史。集装箱出现后，其标准化、便捷化极大地促进了国际贸易的发展。过去的几十年，集装箱海运贸易量持续增长，尤其是在中国加入 WTO 之后，随着全球化时代的到来，全球集装箱海运贸易量迅速增加。1996-2019 年间，除 2009 年因全球金融危机贸易量出现阶段性回落外，其余年份均实现了增长。2020 年新冠疫情发生后，集装箱贸易量出现较大波动，2021 年全球集装箱贸易量创下历史新高。根据 Clarksons 数据，2022 年全球集装箱航线年贸易量超过 2 亿 TEU<sup>1</sup>，仅次于 2021 年（图 1）。从渗透率来看，2022 年集装箱海运量占全球贸易量的比重达到 15.2%，目前集装箱海运渗透率已逐渐达到相对稳定的水平。

<sup>1</sup> TEU 是英文 Twenty-foot Equivalent Unit 的缩写，是以长度为 20 英尺的集装箱为国际计量单位，也称国际标准箱单位。

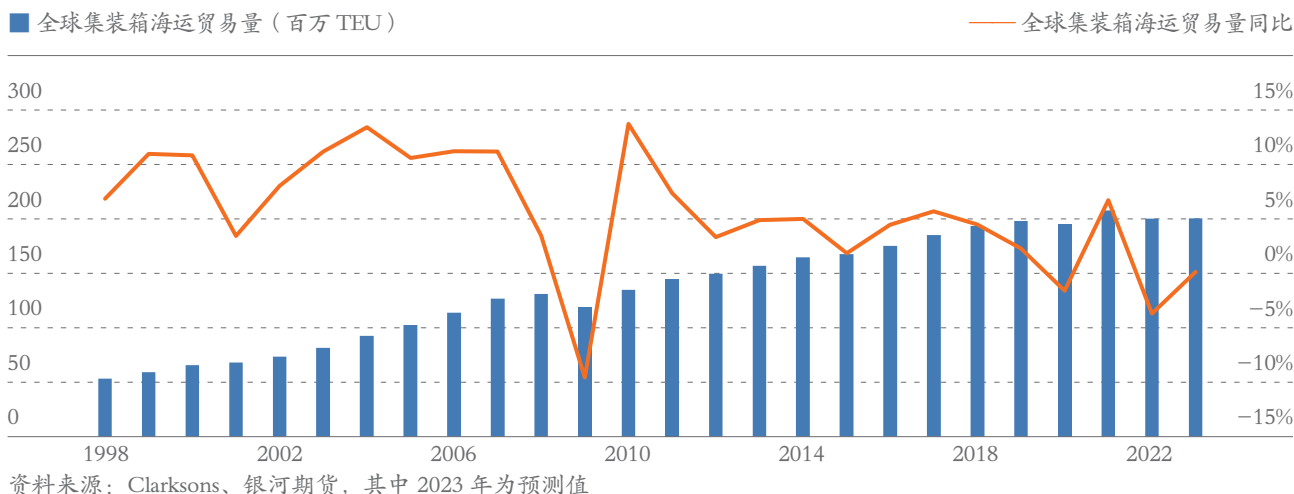


图 1: 1998 年至今全球集装箱贸易量 (百万 TEU)

在全球集装箱航运体系中, 中国过去作为全球的制造业中心, 是名副其实的航运大国, 在世界航运舞台上扮演着不可替代的角色。根据 Clarksons 统计显示, 2000 年以前中国占全球集装箱吞吐量比重不超过 10%, 经过二十多年发展, 2023 年中国占全球集装箱吞吐量比重上升至 34.84%。首先, 从中国港口排名来看, 2022 年, 劳氏船级社公布的全球 100 大集装箱港口排名中, 中国港口占到 27 个。在 2022 年全球前十大集装箱港口中, 中国占据了七席, 其中, 上海港以 4730 万 TEU 的吞吐量位列第一, 连续 13 年蝉联榜首。其次, 从船队规模来看, 中国已成为世界最大的船东国。根据 Clarksons 数据显示, 截至 2023 年 8 月 12 日, 中国船东所持有的船队规模已达到 2.492 亿总吨 (GT), 市场份额占比为 15.9%。与之相比, 希腊船东的船队规模为 2.49 亿 GT, 市场份额为 15.8%。按总吨位计, 目前中国已经以微弱优势超过希腊成为了世界最大的船东国。另外, 从港口码头等基础配套设施的建设来看, 上海港洋山四期集装箱

码头作为全球智能化程度最高的码头, 以科技赋能明显提高了码头的作业效率。此外, 2022 年国际航行船舶保税液化天然气 (LNG) 加注业务“中国首单”落地洋山港, 上海港成为全球第三个具备 LNG“船对船”加注能力的港口, 港口服务能级再次提升。随着中国经济的快速增长, 对海上贸易运输的需求也在不断增加, 在如此大的贸易体量下, 中国对全球集装箱航运市场的稳定发展有着迫切诉求。

## (二) 远东 - 欧洲航线在全球集装箱航线中占据重要地位

根据 Clarksons 数据, 2022 年全球集装箱航线贸易量超过 2 亿 TEU。其中, 集装箱贸易航线主要干线包括跨太平洋航线东向、跨太平洋西向、远东 - 欧洲、欧洲 - 远东、欧洲 - 北美、北美 - 欧洲航线。其中, 跨太平洋东向航线 (主要为远东 - 北美) 2022 年贸易量为 2203 万 TEU, 占全球集装箱航线贸易量的比重为 11%, 2022 年远东 - 欧洲航线贸易量 1502 万 TEU, 占全球集装箱航线贸易量的 7.7%, 是全球最重要的集装箱

干线之一（图 2）。此外，在亚欧航线上投入的多为 15000TEU 以上的大型集装箱船型，市场进入门槛较高，该航线运营船东和航线运营特点相

对较为稳定，且欧线运费市场规模较大，适合作为集装箱运费期货品种的标的航线。

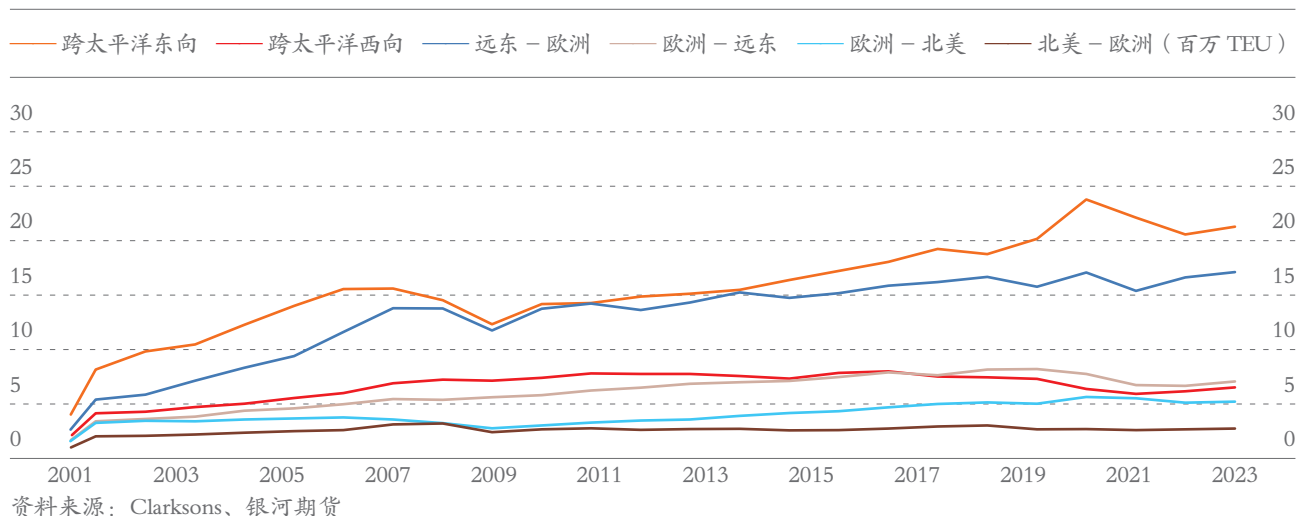
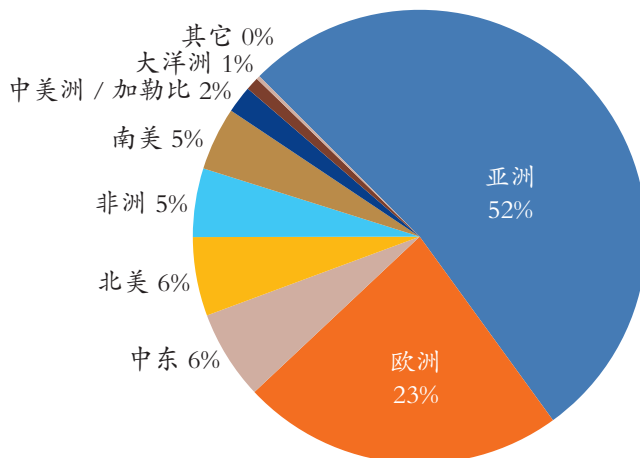


图 2: 2000 年至今全球东西航线集装箱贸易量情况

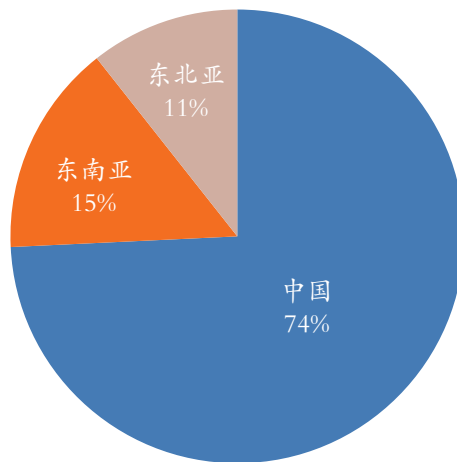
分区域来看，亚洲是欧洲主要的集装箱发运地，2022 年，欧洲进口集装箱量为 3614 万 TEU，其中，1898 万 TEU 来自亚洲，占比 52%（图 3），中国在亚洲发运区域中占比超过 7 成

（图 4）。据统计，2022 年，亚洲 16 国 / 地区（中国、东盟、南亚等）发往欧洲（53 国 / 地区）的集装箱量合计 1539 万 TEU，其中，中国占比 74%，东南亚占比 15%，东北亚占比 11%。按



资料来源: CTS、银河期货

图 3: 2022 年欧洲集装箱进口来源分布



资料来源：CTS、银河期货

图 4：2022 年亚洲 16 国 - 欧洲 53 国集装箱发运地占比分布

目的地来看，亚洲到欧洲的集装箱主要发往了北欧，占比 64.3%，西地中海地区和东地中海地区分别占比 17.2%、16.6%。可以看到，中国 - 欧洲的集装箱航线承载了亚欧市场的主要部分，集运指数（欧线）期货的推出有助于稳定整个亚欧航线的市场运营。

另外，同样作为远洋航线，从历史走势看，欧线和美西线运价具有较强的相关性，集运指数（欧线）期货上市将给美西航线的经营者和产业参与方带来运价交叉套保的可能性。

## 二、集运指数（欧线）期货上市的必要性和迫切性

### （一）集运需求和经济周期息息相关，导致运价具有高波动属性

集装箱运输需求和经济周期息息相关，全球经济发展水平直接决定了海运贸易量的增速（图 5）。从数据看，全球集装箱海运量增速和全球 GDP 增速的相关系数在 0.7 以上，具有较强的相关性。分国家看，中国和东南亚等国家是主要的集装箱出口国，欧美等发达国家是主要的集装箱

进口国，发达经济体的经济增速对全球集装箱运输需求影响较大。

经济周期的波动性导致了运价的高波动属性。集装箱海运运价受经济周期、需求端冲击、供应链周转效率、贸易政策、汇率等多方面影响，历史波动较为剧烈。从长周期的角度来看，集装箱海运市场至今共历经两轮完整的长周期。1966-1990 年是第一轮周期，其中 1966-1984 年为景气周期，1985-1990 年为萧条周期。1990-2019 年是第二轮周期，其中 1990-2008 年为景气周期，2008-2019 年为萧条周期。2020 年受新冠疫情背景下集装箱海运市场供需错配的影响，集装箱运价开启了新一轮前所未有的涨价周期，后续随着欧美宽松政策的退出和供应端的再调节，集装箱供需市场逐渐实现再平衡，2022 年逐渐回归至理性区间。当前欧洲制造业生产复苏缓慢，欧元区 PMI 已经连续数月处于荣枯线以下，乌克兰危机背景下欧洲通胀高企，叠加金融环境的不稳定导致居民消费信心不足，导致目前欧线集装箱运输市场持续低迷。

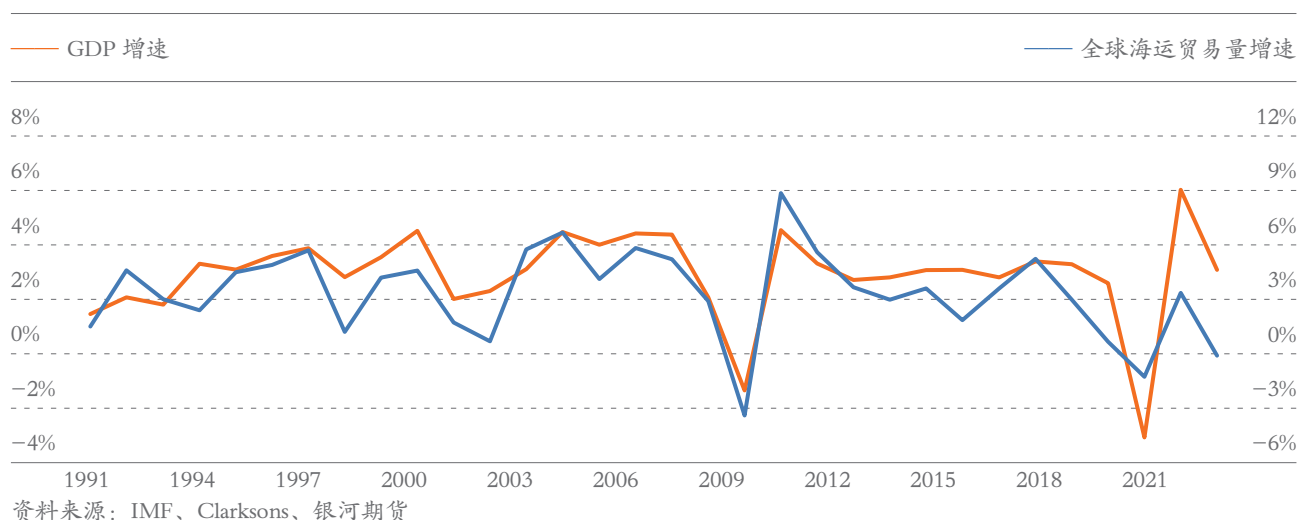


图 5: 1991-2022 年全球 GDP 增速和全球海运贸易增速情况

从历史运价的波动幅度来看, 2009-2019 年, 金融危机过后的市场需求缓慢复苏, 过剩运力不断修复, 此时欧线运价多在 500-2000 美元 /TEU 的区间波动, 年度均值波动较大, 位于 617-1772 美元 /TEU 之间。2020 年以来, 新冠疫情发生后, 港口拥堵叠加集装箱海运市场供需

失衡, 全球集装箱运价出现暴涨, 其中, SCFI 欧线运价于 2022 年 1 月最高涨至 7797 美元 /TEU, 是 2019 年欧线运价均值的 10 倍有余 (图 6); SCFI 美西航线运价于 2022 年 2 月最高涨至 8117 美元 /FEU<sup>2</sup> (图 7), 是 2019 年美西航线运价均值的 5 倍有余。从终端的实际运费成

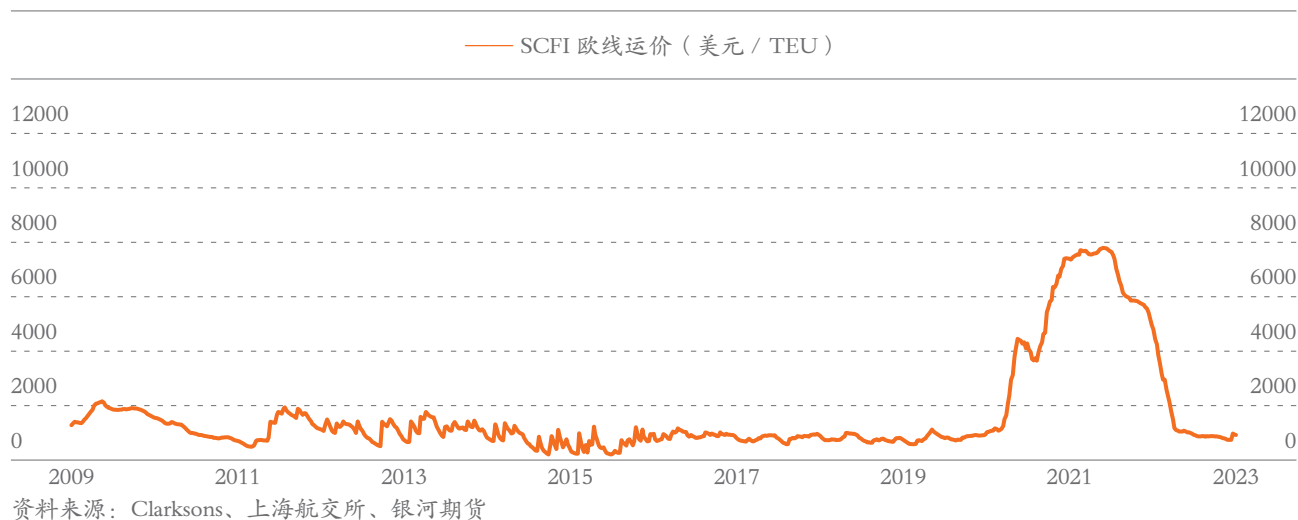


图 6: 2009-2023 年 SCFI 欧线运价走势

<sup>2</sup> FEU 是英文 Forty-foot Equivalent Unit 的缩写, 是以长度为 40 英尺为国际计量单位的集装箱。通常用来表示船舶装载集装箱的能力, 也是集装箱和港口吞吐量的重要统计、换算单位。



图 7：2009-2023 年 SCFI 美西航线运价走势

本来看，市场更是出现了美西航线 20000 美元 / FEU 的天价运费，极大地增加了货主的进出口成本。

从每年集装箱运价波动的规律和特征来看，欧线市场呈现出明显的淡旺季波动特征。一般来说，第三季度为欧线市场的传统备货旺季（为万

圣节、圣诞节等节日提前备货），运价受提前备货的推动会逐渐走强。而 12 月是欧线长协的签约季，班轮公司往往倾向于在此时停航挺价以签订一个更优的长协价格，因此运价在年底前也会倾向于上涨（图 8、图 9）。

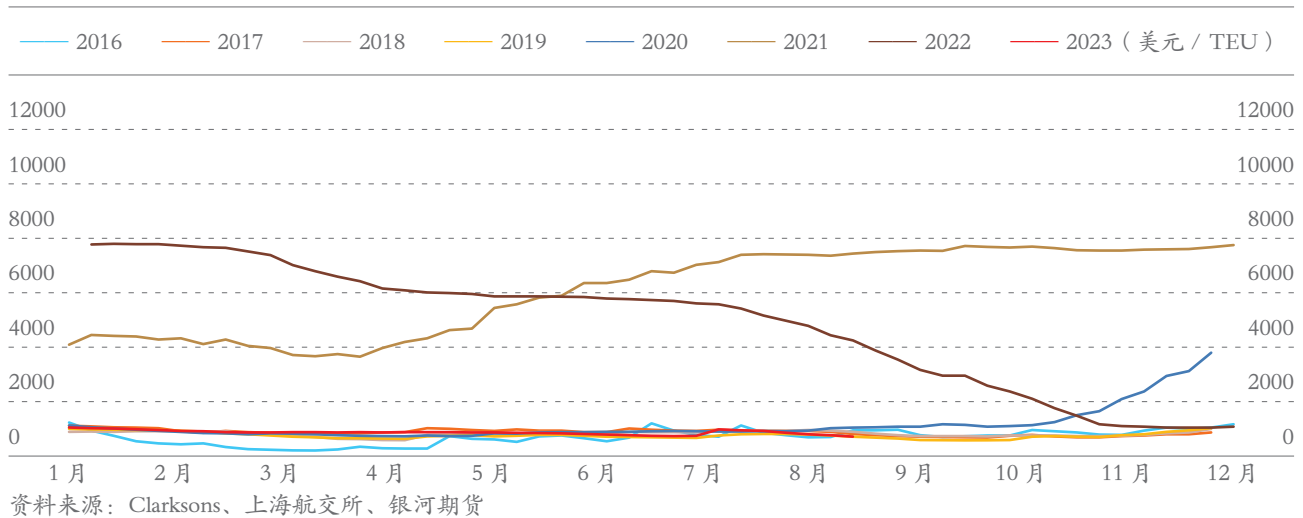


图 8：2016-2023 年 SCFI 欧线运价情况

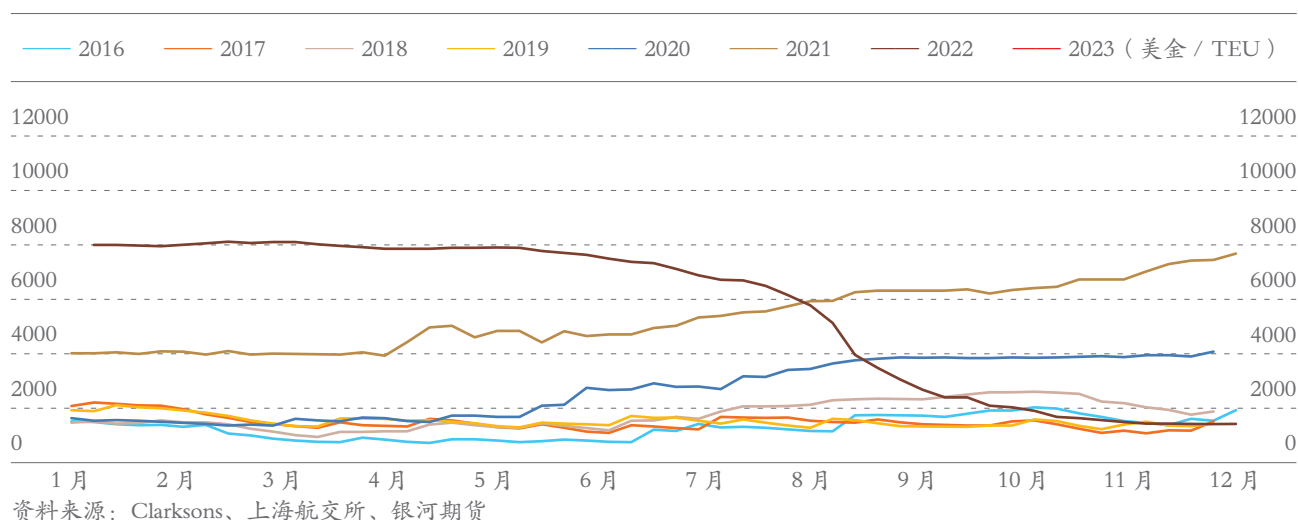


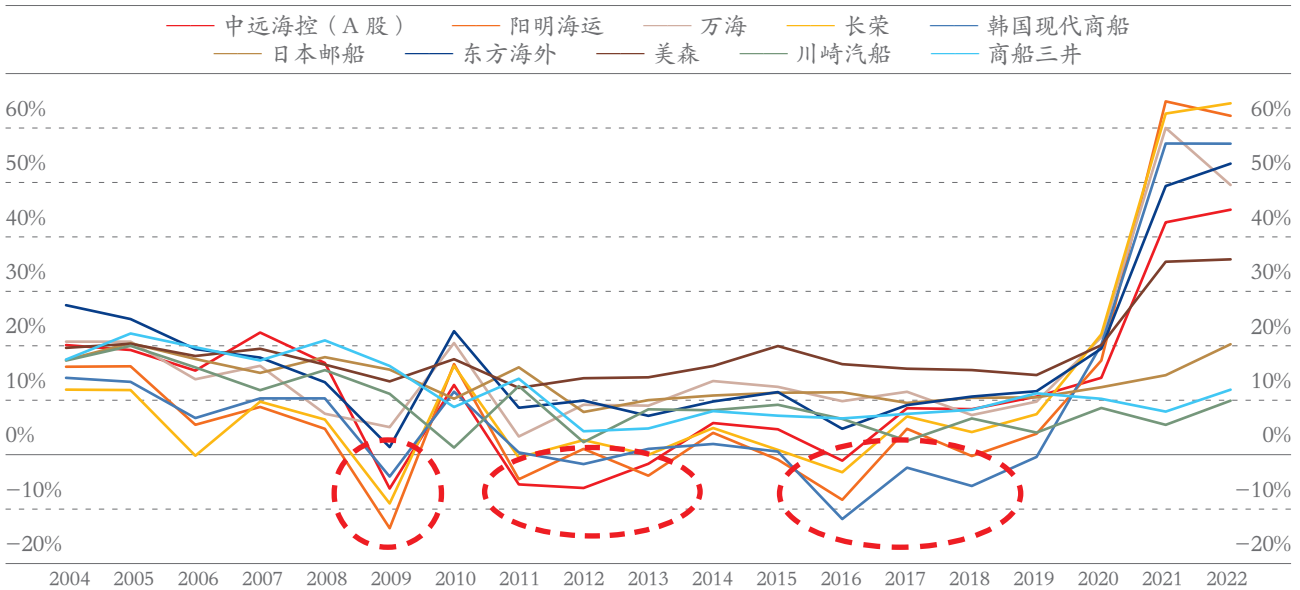
图 9：2016–2023 年 SCFI 美西航线运价情况

## （二）运价的高波动导致行业盈利的脆弱性

以船公司为例，历史上运价的高波动性造成了船公司盈利能力的的不稳定性。2008 年，全球金融危机后，全球集装箱航线运输量明显下降。船公司面临货源不足或者无货可运的局面，叠加同年为新船交付量的高峰时期，过剩的运力以及货量增长疲弱造成了集装箱海运市场的低迷，运价持续下跌，班轮公司毛利率跌至负值，集装箱班轮公司出现亏损状态（图 10）。

2015 年之后，受行业竞争加剧的影响，各大班轮公司价格战频现，集装箱海运运价再次跌入谷底，集装箱船公司毛利率再度呈现负值，部分企业濒临破产。在此期间为稳定市场运价，各大船公司开始进行收购重组：2015 年，达飞收

购南亚最大的集运公司东方海皇；2016 年 1 月，中远集团与中海集团重组成立中国远洋海运集团有限公司；同年 10 月，日本邮船、商船三井和川崎汽船达成协议，将原三家公司的集装箱班轮运输业务（包括海外码头业务）合并成立一家新的联合企业，即海洋网联船务（Ocean Network Express, ONE）；同年 12 月，马士基航运宣布计划收购德国集装箱航运公司汉堡南美船务集团（Hamburg Sud）。2020 年后，受新冠疫情冲击和海外货币超发等多个因素影响，集装箱海运运价市场迎来周期高点，长荣、阳明等船公司的毛利率一度高达 60%。由此可见运价的波动直接导致船公司盈利的剧烈变化，维持运价的稳定性对航运企业的长期可持续发展至关重要。



资料来源：Bloomberg，银河期货

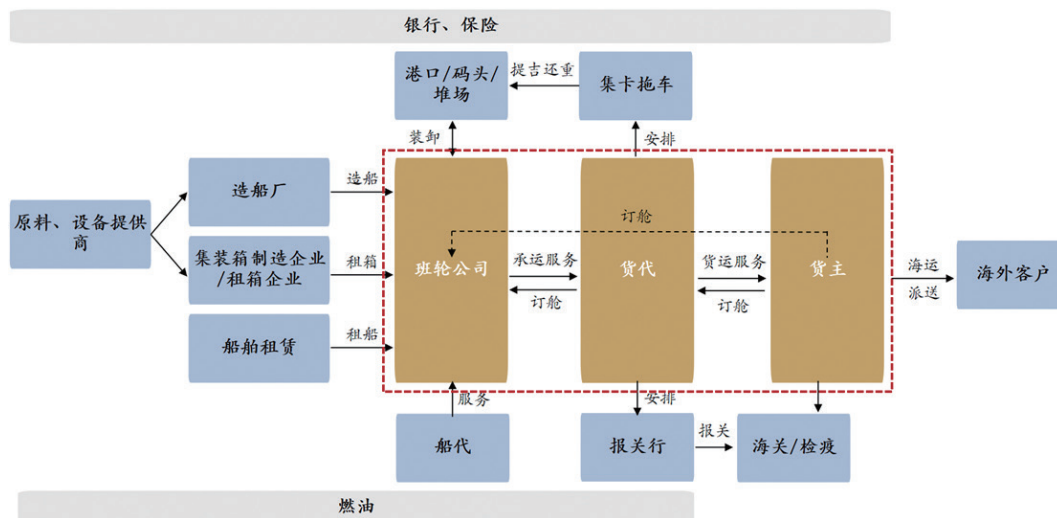
图 10：2004-2022 年集装箱船公司毛利率

### (三) 国际集装箱海运市场参与主体众多，稳定行业经营极其重要

1. 国际集装箱海运市场产业链较长，参与主体众多。

当前，国际集装箱海运市场参与主体众多，

产业链复杂，包括上游的船箱制造环节（涉及造船和造箱企业），中游的航运环节（涉及班轮公司、独立船东、金融租赁公司、船舶经纪、船舶拆解公司），以及下游的贸易环节（涉及进出口贸易公司、货代公司、跨境平台等）（图 11）。其中，



资料来源：银河期货

图 11：国际集装箱市场主要参与主体



订舱环节是航运产业链的核心环节，稳定订舱产业链核心参与主体（班轮公司、货代、货主）的经营对整个航运市场的健康稳定发展至关重要。

2. 订舱环节各产业链主体均承受较大的运费波动风险。

从上游的船公司来看，近几年由于班轮公司形成了稳定的班轮联盟，其行业集中度较高，属于寡头垄断市场，掌握较强的议价权。尽管龙头班轮公司长协运费占比较高，可以通过长协价锁定运费下跌风险，但大部分中国的中小船司仍面临运费波动给经营业绩带来的扰动。

从中游的货代环节来看，货代入门槛相对不高，竞争较为激烈，仅中国备案的 NVO<sup>3</sup> 就有 2 万多家，非 NVO 货代数量更是众多。货代环节利润波动较大，且缺乏履约保证，尤其是本土货代的抗风险能力要弱于全球性货代，更需要运费风险管理工具锁定自身经营利润。

从下游的货主来看，运费作为货主直接成本的一环，和货主的经营利润息息相关。尽管部分大货主（如宜家、亚马逊、沃尔玛等大企业）可通过签订长约的方式向船公司直接订舱，锁定自身发运成本，但大部分下游中小货主需要通过货代向船公司订舱，且缺乏相应的议价能力和锁定运费的渠道。过去，由于中国海运费风险管理工具的缺失，国内大部分货主企业不愿意承担大幅波动给企业经营带来的风险，所以更倾向于选择 FOB<sup>4</sup> 这种贸易方式，这便导致了我国出口贸易中 FOB 占比较高。但实际上，相较于 FOB，采

用 CIF 或 CFR<sup>5</sup> 这种贸易方式有助于船货衔接得当，更加便利，货主也能够更好地掌握发运货物的实际控制权，有利于增强企业的经营灵活性和综合竞争力，但 CIF 或 CFR 的出运方式需要货主承担一定的运费波动风险，对货主管理运费波动风险的能力和运费风险管理工具的使用提出了更高诉求。

### 三、集运指数（欧线）期货上市给行业带来的意义

#### （一）企业能够通过套期保值管理运价波动风险

集运指数（欧线）期货上市给班轮公司、货代、货主等产业链上下游企业带来了套期保值风险管理新工具，能够帮助现货企业规避运价波动风险。例如，货主可以根据自身出货安排情况，利用期货市场套期保值，锁定未来运价和运力，从而在保证货物能够及时出运的情况下，规避运价波动风险，更好地控制物流成本。另外，班轮公司和货代等参与方不仅能够通过衍生品工具（包括期货和场外期权衍生品）管理运价波动风险，还能够为上下游客户提供风险管理服务，提高客户粘性，减少资金占用。企业通过将生产经营和物流环节的风险管理相结合，能够进一步完善其风险管理体系，从而增强企业经营的稳定性和核心竞争力。

#### （二）期货的价格发现功能帮助企业优化决策和资源配置

众所周知，除了对冲风险之外，期货市场还具有另外一个基本功能：价格发现。目前虽然集

<sup>3</sup> NVO 全称 NVOCC (Non-Vessel Operating Common Carrier)，即无船承运人。无船承运人是指以承运人身份接受托运人（一般为货主）的运输委托，签发自己的提单或者其他运输单证，向托运人收取运费，通过国际船舶运输经营者（实际承运人）完成国际海上货物运输、承担承运人责任。

<sup>4</sup> FOB (Free On Board)，即船上交货（指定装运港），习惯称为装运港船上交货。FOB 也称“离岸价”。

<sup>5</sup> CIF(Cost Insurance and Freight)，即成本加保险费加运费，指货价包括从装运港至约定目的港的通常运费和约定的保险费；CFR(Cost and Freight)，即成本加运费，指在装运港船上交货，卖方需支付将货物运至指定目的港所需的费用。

装箱运输市场参与者众多，但大多数参与主体并不具备相关的专业分析和运价预判能力。未来随着集运指数（欧线）期货市场交易主体的不断成熟，期现联动性逐渐增强，使得航运产业链企业有望通过期货市场的价格发现功能来预测未来的运价走势，优化公司经营计划和资源配置，包括运力供应和部署、销售计划制定等等。例如，货主可以通过集运指数（欧线）期货的价格走势，及时了解集运市场的供需情况变化，合理安排货物出运时机，增强对国际物流成本的综合管理能力。

### （三）集运指数（欧线）期货上市后有望带来定价模式的变革

从过去定价模式看，集装箱市场的运价主要取决于班轮公司龙头（或联盟），即某一条航线上市场占比最高的班轮公司（或联盟）先定价，其他班轮公司多采用跟随策略。从运价决定机制看，班轮公司的定价通常可以分为成本定价和供需定价两种思路。其中，成本定价包括停航点定价和盈亏平衡点定价，通常在周期底部采用该定价方式；而供需定价则一般适用于周期高位时。整体来看，定价是一个不断博弈和试探的过程，整体效率较低。

从运价签订方式看，目前行业运价合同多以长协价和一口价模式签订，部分班轮公司定价以SCFI加升贴水的方式确定，整体来说定价缺乏效率，透明度较低。从目前已经上市的期货品种来看，成熟期货市场品种已普遍采用基差定价模

式，即“期货盘面+升贴水”的方式进行定价，促进了公平透明价格的形成，极大地提高了交易效率。集运指数（欧线）期货上市将为集装箱海运市场的定价提供新的参考，随着期货品种的不断成熟，有望给行业带来定价模式上的变革，使得行业定价更加高效和透明。

### （四）集运指数（欧线）期货有助于提升中国在国际航运市场的地位

对于中国航运市场发展而言，集运指数（欧线）期货作为国际化品种，通过引入境外交易者，能够扩大期货市场参与主体，加快期货行业对外开放，同时，有助于提高上海作为国际航运中心的地位。集运指数（欧线）期货上市将不断引导和优化集运业整体资源配置，逐步建立具有相关衍生产品保障的现代化国际航运市场体系，这有利于发展中国的航运业和保险业等航运配套服务，有助于提升中国在国际班轮运输市场的定价影响力，从而提升中国在航运市场的地位和竞争力。

（责任编辑：雷晓冰）

### 作者简介：

杨青，汉族，中共党员，东北财经大学工业经济专业学士、清华大学工商管理硕士，拥有三十年期货行业经验，现任银河期货有限公司党委书记、董事长，银河德睿资本管理有限公司董事长，曾获得北京期货商会“期货三十年杰出贡献奖”。