

## 宏观风险：欧盟能源危机

欧洲能源危机与宏观面的风险持续发酵，扰动着全球市场。本文将会从北溪一号断供以来的欧洲天然气供给、消费、储存情况及未来趋势作出解读，对欧洲冬季的存储储备，以至能源危机是否提早出现进行推算，由此推断欧洲未来宏观经济基本面和政策的未来方向。

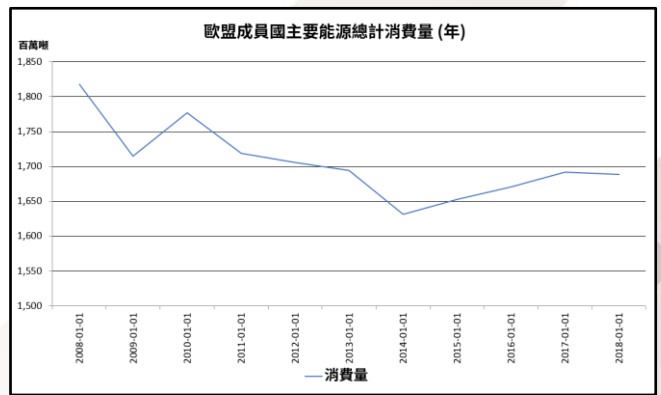
### (一) 欧盟冬季能源危机

欧洲能源格局、现状及趋势：

#### (I) 俄罗斯及欧洲的能源联系

→ 欧盟能源需求极大程度依赖三大传统化石能源。其中，天然气占比约24%，石油约36%，煤炭约11%。在欧盟发电结构中，天然气约20%，煤炭约15%，风光水核能约65%。

同时，三大化石能源欧盟亦存在对俄罗斯的供给依赖。在俄乌冲突之前，欧盟三大化石能源的第一进口来源国一致为俄罗斯，总进口来自俄罗斯的分别占比：煤炭约五成、天然气约三成、石油约二成。



数据源：Choice、研究部

俄乌冲突后，煤炭及石油陆续出现禁运制裁，欧洲首先完成了对俄罗斯煤炭、石油的禁运制裁决策。

#### (II) 欧盟角度

能源大宗行业是俄罗斯国民经济支柱，在战后各国对俄启动的经贸及金融等制裁下，俄罗斯高度依赖能源生产和出口为经济带来增长。

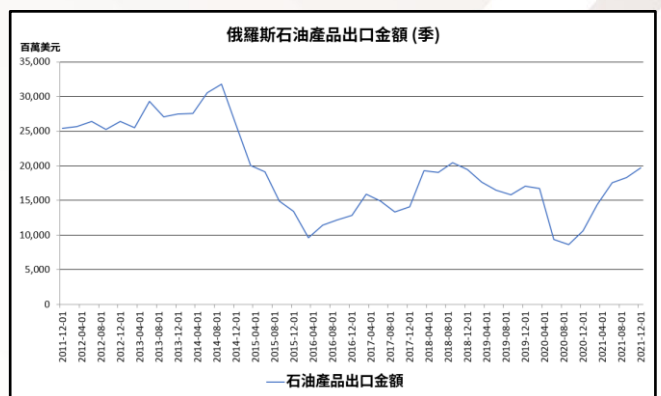
事实上，今年第一季欧盟已经相继对三大化石能源中两项（俄罗斯煤炭及原油）作出制裁。

- 1) 煤炭：欧盟于4月决策禁止进口俄罗斯煤炭，8月正式生效。
- 2) 石油：欧盟于6月决策禁止俄罗斯海运石油进口，管道石油暂时豁免。12月（原油、保险和金融服务）生效，明年2月（石油产品）生效。
- 3) 金融：欧盟于6月决策禁止为俄油海运提供保险和金融服务，6月正式生效。

针对煤炭、石油的制裁，导致贸易流量的区域性重构。

各能源而言，

- 1) 煤炭：虽然制裁8月份才正式生效，但是俄罗斯煤炭供给已经退出。另一方面，欧盟来自澳大利亚、哥伦比亚、美国、南非的煤炭进口增加。煤炭的区域重构和供给替代大致顺畅。
- 2) 石油：欧盟进口海运俄油数量明显减少，但是规模仍然不少。欧盟减少进口的俄油，主要由印度接手。



数据源：Choice、研究部

## 小结

煤炭及石油方面，尽管来自俄罗斯的进口占比大，供给缺口替代难度较高，但是至少这两项化石能源的供给格局存在理论上的重构可能性。因此，欧盟才主动完成了对俄罗斯煤炭、石油的禁运制裁。

### \*天然气：俄主动的天然气武器化策略与欧洲能源危机的关系

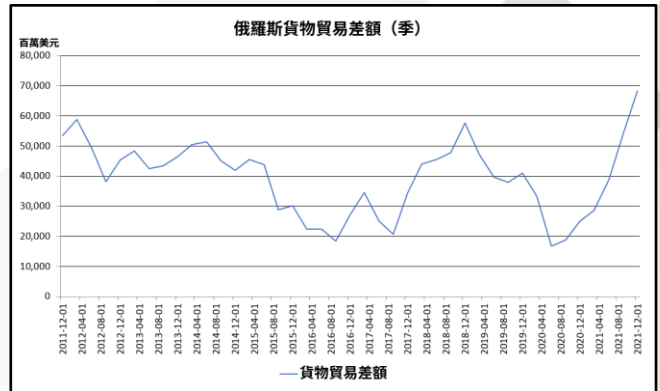
管道天然气与地缘政治绑定。地缘政治的发酵，欧盟无法凭空创造同其他天然气产量国家的管道。

在海上，海运液化天然气（LNG）受制于液化、海运、再气化的一连串环节的约束。另外，产能扩建的周期不短于管道天然气，建设周期约为8年至10年，液化天然气运输船建设周期为30个月至50个月，进口接收站再气化项目建设周期约7年至9年。

以上关系可见，欧盟并未主动封锁俄罗斯的天然气供给。

值得注意的是，由秋天开始，俄罗斯在天然气供给上频繁断气，直通往德国的北溪一号管道大幅减少天然气数量。在今年三季度，北溪一号仅实现正常输气能力约20%的供给。

俄罗斯财政方面，今年8个月止的累计经常帐户盈余已经超出了往年贸易盈余。虽然俄罗斯联邦政府财政其后开始见赤字但其规模有限，短期来看俄罗斯经济压力仍然可控。



数据源：Choice、研究部

## 供给、消费、储存的基本格局及供给变化

俄罗斯为欧盟第一大天然气进口来源国，年供给量约1300亿立方米。除俄罗斯外，欧盟天然气其他供给来源先后次序为：

- 1) 挪威：欧盟第二大进口来源 - 年供给量约1150亿立方米（2021年）。
- 2) 英国、荷兰：除挪威外的欧洲主要天然气产量国。年供给量约630亿立方米。
- 3) 北非：来自阿尔及利亚、利比亚等国家 - 年供给量约310亿立方米。
- 4) 阿塞拜疆：年供给量约80亿立方米。
- 5) 海运天然气（LNG）：来自澳大利亚、卡塔尔、美国等国家，海运至欧盟沿海国家。年供给量约800亿立方米。

俄乌冲突后，供给面大变。

### 1) 俄罗斯供给大降

- ① 至西北欧：北溪一号经波罗的海由俄罗斯直通德国。从秋天开始供气量大幅缩减。目前仅维持2成约30mcm/d（正常输气量约150mcm/d），其后8月31日停气检修至今。
- ② 至中东欧：受俄乌冲突的影响，战争后输气量大减至约40mcm/d（正常输气量总计约200至300mcm/d）。
- ③ 至东南欧：供给土耳其和东南欧国家。输气量未受明显影响（维持约40至50mcm/d）。

2 整体而言，俄罗斯供给欧洲的气量总量已经较正常水平下降近70%至约120mcm/d。

俄罗斯以外的主要气源从俄乌冲突以来，普遍加大了对欧洲的天然气供给：

- 1) 挪威：从21年底以来一直维持高输气量，成为了欧盟第一天然气来源。目前约320mcm/d，处在历史输气量区间上限。
- 2) 英国/荷兰：约100mcm/d。不过有关地区受制于投资不足、地质灾害，产量长期下行，短期内供给量上升的可能性较低。
- 3) 北非：往意大利、奥地利输气量正在历史区间上限运行，约60mcm/d。
- 4) 海运LNG：今年欧盟最重要的供给增加源头，短期填补俄罗斯管道气缺口的关键。俄乌冲突以来，欧洲大力扩张LNG进口（目前约300mcm/d），不过当前LNG出口总量的提升空间已经不大。

## （二）经济基本面

欧洲经济下半年，经济压力和风险点或逐步暴露。22年欧洲经济的上下半场将表现出明显的差异性。市场预期欧洲经济可能在今年第四季度进入负增长。

### 1. 消费

服务消费复苏是欧洲居民消费增长的来源。相比之下，欧洲商品消费已经受高通胀侵蚀，并处在萎缩区间。事实上，上半年欧洲主要国家零售及销售逼近环比负增长，高通胀导致居民工资收入实际值负增长，以上数据作为领先指针，欧洲居民消费前景或未见乐观。

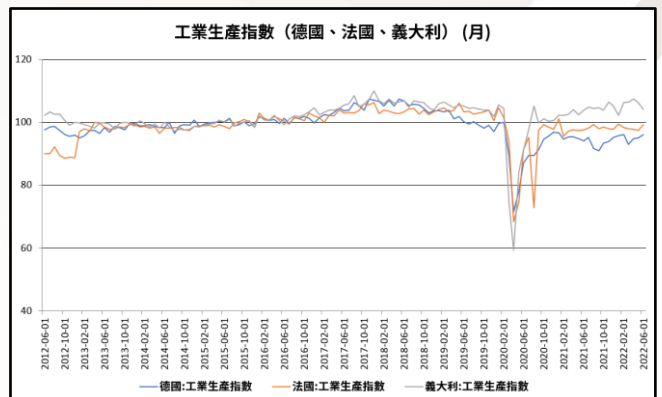
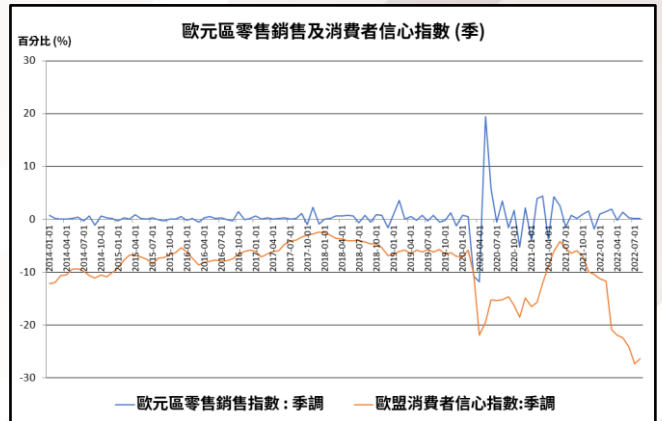
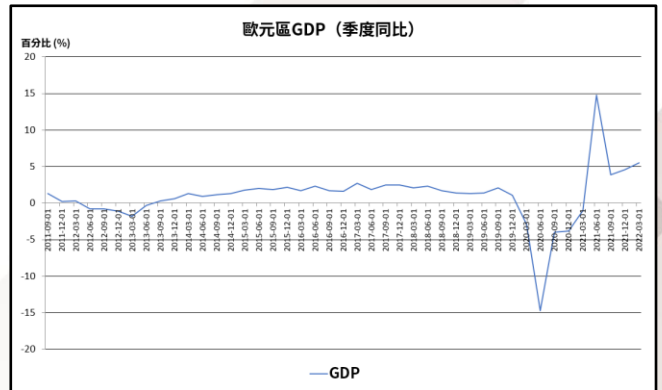
### 2. 工业生产

能源危机影响对工业生产带来最直接影响。

随着秋冬临近和天然气供给冲击持续，能源供需格局将会进一步趋紧。欧盟天然气消费占比最高的三大用途/部门分别是：发电、家庭及商业、工业。未来欧洲工业生产或在冬季面临强制性的减产或者停产。

### 3. 出口

生产能力及贸易条件恶化，导致上半年欧洲净出口大幅受挫。欧盟成立以来依靠德国的生产及出口能力，不过德国历史性逼近贸易逆差，预计出口转弱将会拖累未来欧洲经济增长。



数据源：Choice、研究部

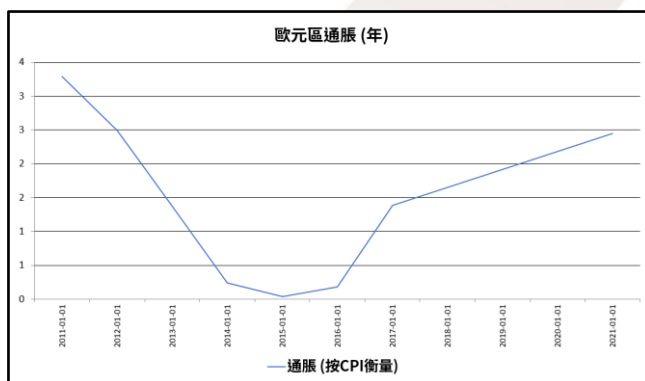
## 货币政策 - 加息紧缩

上半年欧洲经济尚未反映货币政策紧缩的影响，欧央行加息进程从下半年才刚刚开始启动，预计对欧洲经济构成进一步的下行压力。

事实上，欧央行坚持大幅加息的理由亦比较明确。欧洲通胀上升，且由单纯的输入性通胀（名义通胀，能源、食品）转至内生性通胀（商品、服务）。若然内生性通胀一旦启动，趋势黏性更强下持续周期或会延长。

现时，市场预期欧央行将会持续加息至2023年中，从欧洲债收益率上升，但欧元兑美元汇率下跌，或反映市场对欧洲加息周期的前景偏负面。

俄乌冲突发生以后，不少欧洲国家财政政策亦围绕能源问题的政策工具为主，例如能源公司国有化、设置电气价格上限、能源消费补贴以及扩大新能源投资/补贴。



数据源：Choice、研究部

### 总结

美国主要风险仍然在于内生性的核心通胀。

→ 8月美国CPI同比8.3%，自6月以来连续第3个月份走低，然而美国股债市场仍然承压，关键在于核心通胀仍然处于高位。

这样，9月美联储公开市场委员会(FOMC)进行了第3次75bp加息，并且预期第四季继续进行非常规的大幅加息。目前，美国对欧洲LNG出口放缓后，欧洲能源问题对美国国内能源供需格局影响有限。而在核心通胀之下的汽车及房租指标出现通胀下行，可能为美国通胀风险缓和的关键。

整体而言，在2022全年的大幅加息之后，预计2023年第一季美联储将见加息终点，美元流动性收紧有望接近尾声。