

宏觀風險：歐盟能源危機

歐洲能源危機與宏觀面的風險持續發酵，擾動著全球市場。本文將會從北溪一號斷供以來的歐洲天然氣供給、消費、儲存情況及未來趨勢作出解讀，對歐洲冬季的存儲儲備，以至能源危機是否提早出現進行推算，由此推斷歐洲未來宏觀經濟基本面和政策的未來方向。

(一) 歐盟冬季能源危機

歐洲能源格局、現況及趨勢：

(I) 俄羅斯及歐洲的能源聯繫

→ 歐盟能源需求極大程度依賴三大傳統化石能源。其中，天然氣占比約24%，石油約36%，煤炭約11%。在歐盟發電結構中，天然氣約20%，煤炭約15%，風光水核能約65%。

同時，三大化石能源歐盟亦存在對俄羅斯的供給依賴。在俄烏衝突之前，歐盟三大化石能源的第一進口來源國一致為俄羅斯，總進口來自俄羅斯的分別占比：煤炭約五成、天然氣約三成、石油約二成。

俄烏衝突後，煤炭及石油陸續出現禁運制裁，歐洲首先完成了對俄羅斯煤炭、石油的禁運制裁決策。

(II) 歐盟角度

能源大宗行業是俄羅斯國民經濟支柱，在戰後各國對俄啟動的經貿及金融等制裁下，俄羅斯高度依賴能源生產和出口為經濟帶來增長。

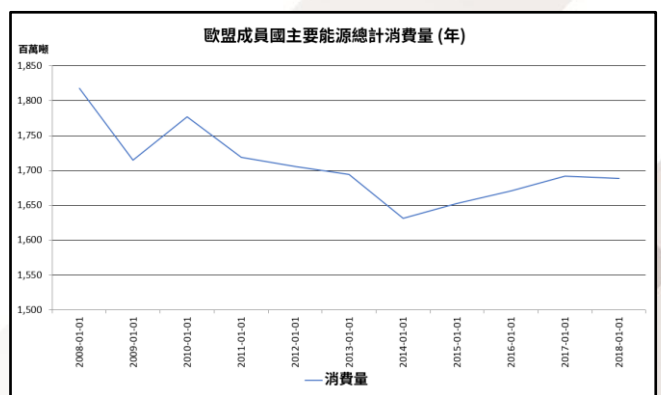
事實上，今年第一季歐盟已經相繼對三大化石能源中兩項（俄羅斯煤炭及原油）作出制裁。

- 1) 煤炭：歐盟於4月決策禁止進口俄羅斯煤炭，8月正式生效。
- 2) 石油：歐盟於6月決策禁止俄羅斯海運石油進口，管道石油暫時豁免。12月（原油、保險和金融服務）生效，明年2月（石油產品）生效。
- 3) 金融：歐盟於6月決策禁止為俄油海運提供保險和金融服務，6月正式生效。

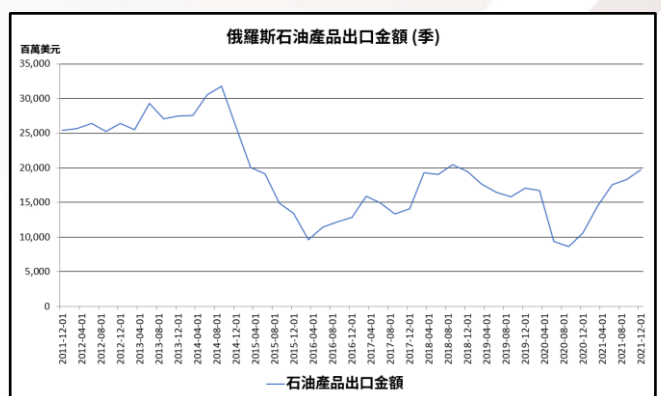
針對煤炭、石油的制裁，導致貿易流量的區域性重構。

各能源而言，

- 1) 煤炭：雖然制裁8月份才正式生效，但是俄羅斯煤炭供給已經退出。另一方面，歐盟來自澳大利亞、哥倫比亞、美國、南非的煤炭進口增加。煤炭的區域重構和供給替代大致順暢。
- 2) 石油：歐盟進口海運俄油數量明顯減少，但是規模仍然不少。歐盟減少進口的俄油，主要由印度接手。



資料來源：Choice、研究部



資料來源：Choice、研究部

小結

煤炭及石油方面，儘管來自俄羅斯的進口占比大，供給缺口替代難度較高，但是至少這兩項化石能源的供給格局存在理論上的重構可能性。因此，歐盟才主動完成了對俄羅斯煤炭、石油的禁運制裁。

*天然氣：俄主動的天然氣武器化策略與歐洲能源危機的關係

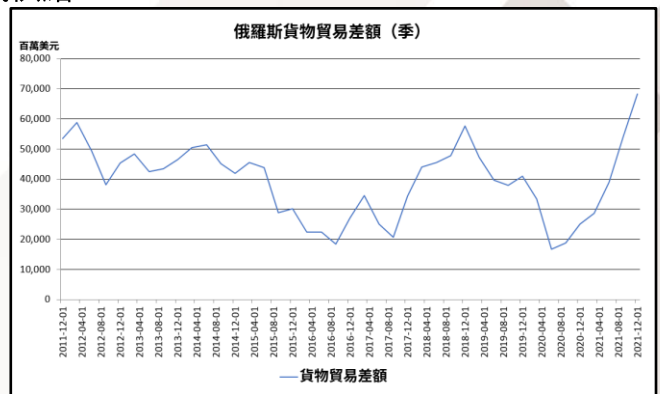
管道天然氣與地緣政治綁定。地緣政治的發酵，歐盟無法憑空創造同其他天然氣產量國家的管道。

在海上，海運液化天然氣（LNG）受制於液化、海運、再氣化的一連串環節的約束。另外，產能擴建的週期不短於管道天然氣，建設週期約為8年至10年，液化天然氣運輸船建設週期為30個月至50個月，進口接收站再氣化項目建設週期約7年至9年。

以上關係可見，歐盟並未主動封鎖俄羅斯的天然氣供給。

值得注意的是，由秋天開始，俄羅斯在天然氣供給上頻繁斷氣，直通往德國的北溪一號管道大幅減少天然氣數量。在今年三季度，北溪一號僅實現正常輸氣能力約20%的供給。

俄羅斯財政方面，今年8個月止的累計經常帳戶盈餘已經超出了往年貿易盈餘。雖然俄羅斯聯邦政府財政其後開始見赤字但其規模有限，短期來看俄羅斯經濟壓力仍然可控。



資料來源：Choice、研究部

供給、消費、儲存的基本格局及供給變化

俄羅斯為歐盟第一大天然氣進口來源國，年供給量約1300億立方米。除俄羅斯外，歐盟天然氣其他供給來源先後次序為：

- 1) 挪威：歐盟第二大進口來源 - 年供給量約1150億立方米（2021年）。
- 2) 英國、荷蘭：除挪威外的歐洲主要天然氣產量國。年供給量約630億立方米。
- 3) 北非：來自阿爾及利亞、利比亞等國家 - 年供給量約310億立方米。
- 4) 亞塞拜然：年供給量約80億立方米。
- 5) 海運天然氣（LNG）：來自澳大利亞、卡達、美國等國家，海運至歐盟沿海國家。年供給量約800億立方米。

俄烏衝突後，供給面大變。

1) 俄羅斯供給大降

- ① 至西北歐：北溪一號經波羅的海由俄羅斯直通德國。從秋天開始供氣量大幅縮減。目前僅維持2成約30mcm/d（正常輸氣量約150mcm/d），其後8月31日停氣檢修至今。
- ② 至中東歐：受俄烏衝突的影響，戰爭後輸氣量大減至約40mcm/d（正常輸氣量總計約200至300mcm/d）。
- ③ 至東南歐：供給土耳其和東南歐國家。輸氣量未受明顯影響（維持約40至50mcm/d）。

2 整體而言，俄羅斯供給歐洲的氣量總量已經較正常水準下降近70%至約120mcm/d。

俄羅斯以外的主要氣源從俄烏衝突以來，普遍加大了對歐洲的天然氣供給：

- 1) 挪威：從21年底以來一直維持高輸氣量，成為了歐盟第一天然氣來源。目前約320mcm/d，處在歷史輸氣量區間上限。
- 2) 英國/荷蘭：約100mcm/d。不過有關地區受制於投資不足、地質災害，產量長期下行，短期內供給量上升的可能性較低。
- 3) 北非：往義大利、奧地利輸氣量正在歷史區間上限運行，約60mcm/d。
- 4) 海運LNG：今年歐盟最重要的供給增加源頭，短期填補俄羅斯管道氣缺口的關鍵。俄烏衝突以來，歐洲大力擴張LNG進口（目前約300mcm/d），不過當前LNG出口總量的提升空間已經不大。

(二) 經濟基本面

歐洲經濟下半年，經濟壓力和風險點或逐步暴露。22年歐洲經濟的上下半場將表現出明顯的差異性。市場預期歐洲經濟可能在今年第四季度進入負增長。

1. 消費

服務消費復蘇是歐洲居民消費增長的來源。相比之下，歐洲商品消費已經受高通脹侵蝕，並處在萎縮區間。事實上，上半年歐洲主要國家零售及銷售逼近環比負增長，高通脹導致居民工資收入實際值負增長，以上資料作為領先指標，歐洲居民消費前景或未見樂觀。

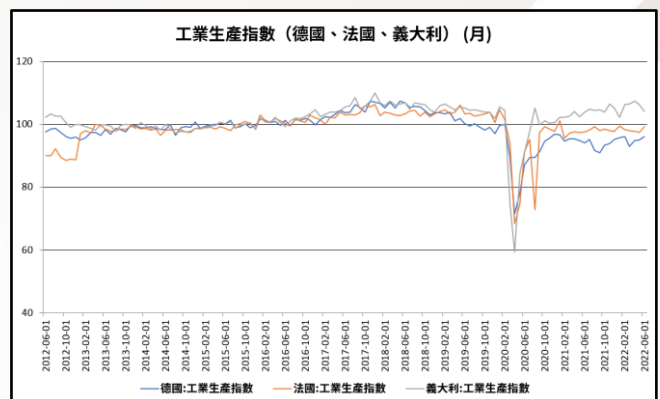
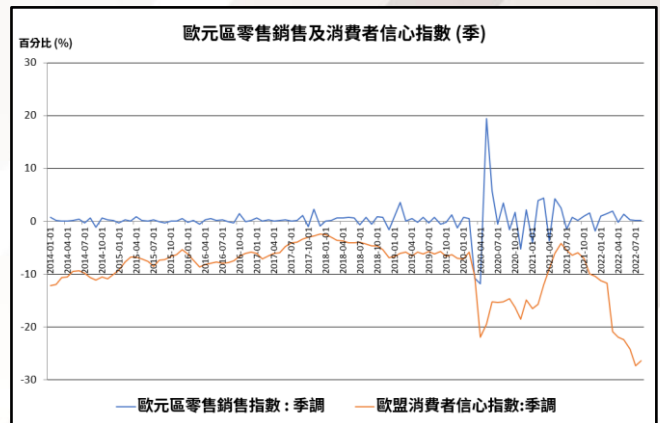
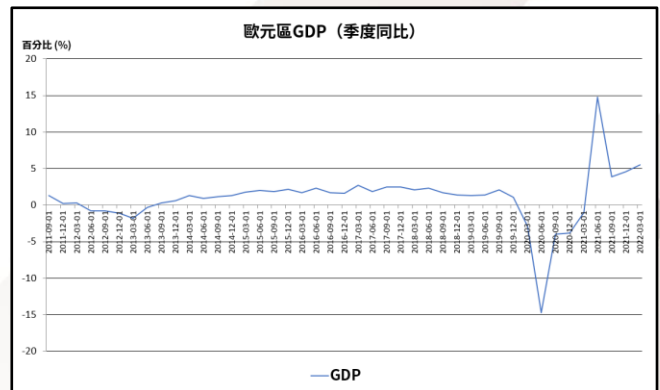
2. 工業生產

能源危機影響對工業生產帶來最直接影響。

隨著秋冬臨近和天然氣供給衝擊持續，能源供需格局將會進一步趨緊。歐盟天然氣消費占比最高的三大用途/部門分別是：發電、家庭及商業、工業。未來歐洲工業生產或在冬季面臨強制性的減產或者停產。

3. 出口

生產能力及貿易條件惡化，導致上半年歐洲淨出口大幅受挫。歐盟成立以來依靠德國的生產及出口能力，不過德國歷史性逼近貿易逆差，預計出口轉弱將會拖累未來歐洲經濟增長。



資料來源：Choice、研究部

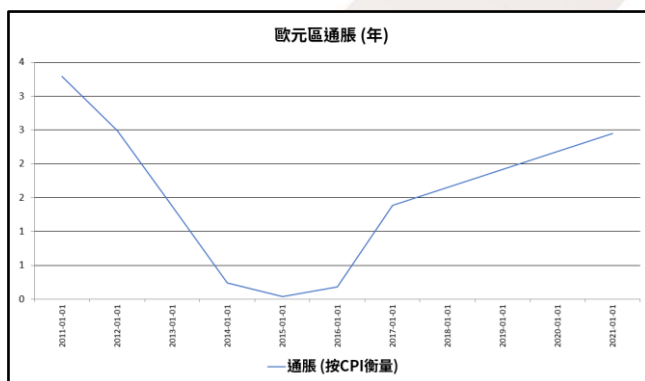
貨幣政策 - 加息緊縮

上半年歐洲經濟尚未反映貨幣政策緊縮的影響，歐央行加息進程從下半年才剛剛開始啟動，預計對歐洲經濟構成進一步的下行壓力。

事實上，歐央行堅持大幅加息的理由亦比較明確。歐洲通脹上升，且由單純的輸入性通脹（名義通脹，能源、食品）轉至內生性通脹（商品、服務）。若然內生性通脹一旦啟動，趨勢黏性更強下持續週期或會延長。

現時，市場預期歐央行將會持續加息至2023年中，從歐洲債收益率上升，但歐元兌美元匯率下跌，或反映市場對歐洲加息週期的前景偏負面。

俄烏衝突發生以後，不少歐洲國家財政政策亦圍繞能源問題的政策工具為主，例如能源公司國有化、設置電氣價格上限、能源消費補貼以及擴大新能源投資/補貼。



資料來源：Choice、研究部

總結

美國主要風險仍然在於內生性的核心通脹。

→ 8月美國CPI同比8.3%，自6月以來連續第3個月份走低，然而美國股債市場仍然承壓，關鍵在於核心通脹仍然處於高位。

這樣，9月美聯儲公開市場委員會(FOMC)進行了第3次75bp加息，並且預期第四季繼續進行非常規的大幅加息。目前，美國對歐洲LNG出口放緩後，歐洲能源問題對美國國內能源供需格局影響有限。而在核心通脹之下的汽車及房租指標出現通脹下行，可能為美國通脹風險緩和的關鍵。

整體而言，在2022全年的大幅加息之後，預計2023年第一季美聯儲將見加息終點，美元流動性收緊有望接近尾聲。