

北溪一号扰动频发，欧洲天然气、电力和大类资产价格何去何从？

报告要点

本篇文章详细解读了北溪一号减量及断供的潜在影响，并对后市欧洲天然气价格、电价及大类资产等产生的一系列影响进行展望。若北溪一号输气量有所好转，气价重心仍有回落空间；然在全面断供情境中，欧洲能源价格持续高位，加深高通胀伤害，限制家庭及企业消费与投资，欧洲衰退或加速到来。

摘要：

地缘冲突、事故等突发事件频发导致欧洲进口天然气资源量波动较大。近期导致欧洲进口资源减量的原因有：1) 地缘冲突背景下，俄罗斯对欧洲供应持续减量，北溪一号停供引发市场担忧。2) 美国自由港爆炸导致长时间停运限制美国对欧出口。3) 本土生产场地、出口装置事故、检修密集导致本土供应不稳定。

北溪一号检修结束，但供气量维持偏低水平：北溪一号已于 21 日结束年度检修，20 日普京表示北溪一号将如期恢复供应，但若核心部件不能按时归还，供气量最多可恢复至 20%；而从市场订单和 Gazprom 的信息显示，首日北溪一号供气量可恢复至 30-40%。

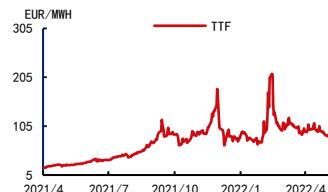
欧洲整体库存水平尚可，但地域性差异较大。当前 GIE 欧洲库容率约 62.93%，距离欧盟委员会制定的 11 月前补足 80%库容率的目标已较为接近，但各地区库存水平分化较明显。1) 英国、波兰库存已基本补满，法国、意大利、西班牙库存水平已超 70%；2) 德国、中欧及东欧国家对俄依赖度偏高且无 LNG 进口装置，相对水平较低。

若北溪一号彻底断供，补库目标或将无法达成。1) 乐观情况下，北溪一号 21 日检修结束逐步恢复至 1.56 亿立方米/日正常水平，欧洲库容率将在 9 月底达成 80%目标，预计后期天然气价格将明显回落，70-90 EUR/MWH 存支撑。2) 中性情况下，俄方在检修结束后维持 40%产能运行北溪管道，预期刚好在 10 月底达成 80%库容目标，而局部资源紧张或导致气价震荡偏弱，预计震荡区间在 100-120 EUR/MWH。3) 悲观情况下，北溪彻底断供，则欧洲以当前条件无法如期完成补库目标，需要争夺更多 LNG 资源或是快速寻求其他来源管输气进口，气价或再度大幅飙升。

欧洲电价跟随气价高位震荡，能源价格高企或加速欧元区衰退到来。极端情况下，消费缺口将持续推高气价，而欧洲电价与气价相关度较高，电价易涨难跌；高气价、高通胀或加速欧元区衰退到来，一方面欧洲资产承压明显，不利于大宗商品需求；另一方面美元相对走强，压制大宗商品金融属性。

风险因素：地缘冲突加剧，北溪一号彻底断供

重要提示：本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。



能源与碳中和组

研究员：
朱子悦
从业资格号 F03090679
投资咨询号 Z0016871

天然气系列研究

【中信期货能源与碳中和】全球 LNG 贸易上限在哪——专题报告 20220505

【中信期货大宗商品策略】欧洲天然气 2022 年还会短缺吗？——专题报告 20220216

目录

摘要:	1
一、供应扰动下欧洲气价连续上涨.....	4
1、俄乌冲突大背景下，俄罗斯输气量连连下滑.....	4
2、Freeport LNG 事故影响美国对欧洲出口.....	5
3、挪威生产场地与出口装置事故频发，供应量难以保持稳定.....	6
二、欧洲整体库存水平尚可，但存在结构性差异.....	6
1、欧洲整体库存水平尚可，但补库速度边际下滑.....	6
2、欧洲各国库存水平存在明显结构性差异.....	7
三、几种情景下库存水平的推演.....	9
四、不同情景下，欧洲能源市场将如何演变	11
1、若非全面断供，预计三季度欧洲气价仍有一定下行空间.....	11
2、高气价推动煤炭持续反向替代天然气，电价仍随气价波动.....	12
3、四季度需求预期季节性上行，关注天气、政治与宏观风险.....	14
免责声明.....	16

图目录

图 1:	北溪一号输气量.....	4
图 2:	亚马尔管道输气量.....	5
图 3:	乌克兰通道输气量.....	5
图 4:	美国 LNG 出口产能利用率.....	5
图 5:	2022 年欧洲从美国进口 LNG 数量.....	6
图 6:	挪威对欧洲管道气输气量.....	6
图 7:	GIE 欧洲天然气库容率.....	7
图 8:	欧洲天然气库容率环比变化.....	7
图 9:	英国天然气库容率.....	7
图 10:	波兰天然气库容率.....	7
图 11:	德国天然气库容率.....	8
图 12:	法国天然气库容率.....	8
图 13:	意大利天然气库容率.....	8
图 14:	西班牙天然气库容率.....	8
图 15:	奥地利天然气库容率.....	8
图 16:	匈牙利天然气库容率.....	8
图 17:	保加利亚天然气库容率.....	9
图 18:	克罗地亚天然气库容率.....	9
图 19:	欧洲再气化装置检修计划.....	10
图 20:	欧洲各国重启燃煤电厂计划.....	10
图 21:	三种情境下欧洲库容率推演.....	11
图 22:	GIE 天然气库容率走势预测.....	12
图 23:	德国 Clean Dark&Spark Spread (7 日平均)	13
图 24:	欧洲含碳税发电成本.....	13
图 25:	欧洲煤炭发电量.....	13
图 26:	欧洲天然气发电量.....	13
图 27:	2021 年荷兰电价与 TTF 气价.....	14
图 28:	2022 年荷兰电价与 TTF 气价.....	14
图 29:	欧盟天然气消费量.....	14
图 30:	欧洲气温预测.....	14
图 31:	欧盟天然气消费结构.....	15

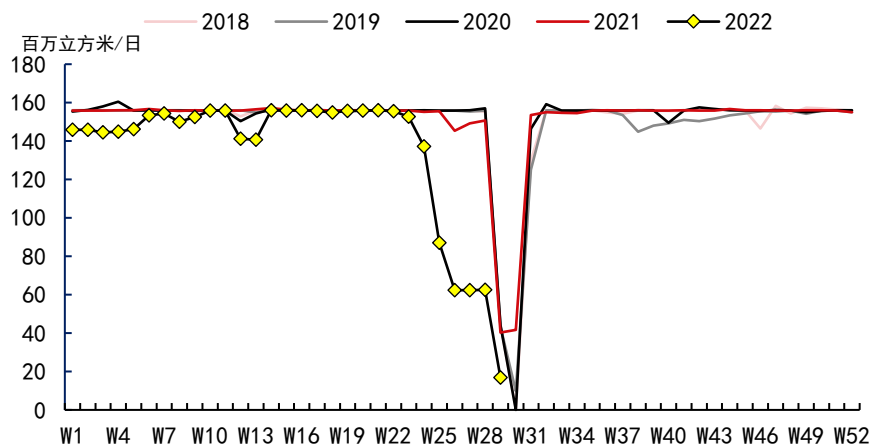
一、供应扰动下欧洲气价连续上涨

夏季为北半球国家天然气消费的相对淡季，气价往往季节性回落，但从6月上旬起，TTF天然气价格已连续一个月维持在120 EUR/MWH以上，最高时一度突破180 EUR/MWH，供应端的扰动是导致欧洲气价反季节性上涨的主要驱动力，其中北溪一号的停供的影响最大。

1、俄乌冲突大背景下，俄罗斯输气量连连下滑

检修导致北溪一号输气量大幅下滑。2022年以来，北溪一号是唯一保持正常输气量的俄罗斯管道。6月上旬，俄罗斯开始对北溪一号管道进行检修，随后称其所需涡轮机因制裁原因被扣押于加拿大，检修无法完成，北溪一号输气量仅能维持于常规水平的40%，即0.6亿立方米/日，较常规水平下降约0.9亿立方米/日。7月11日，北溪一号开启年度大检修，输气量归零，检修将持续至7月21日，在此期间，俄方多次表示，如果持续受到制裁，将影响后期正常供气。

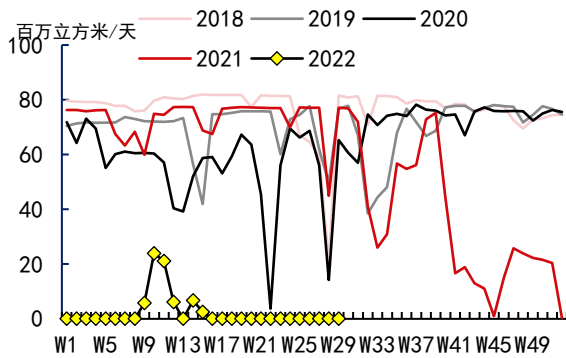
图1： 北溪一号输气量



资料来源：Bloomberg 中信期货研究所

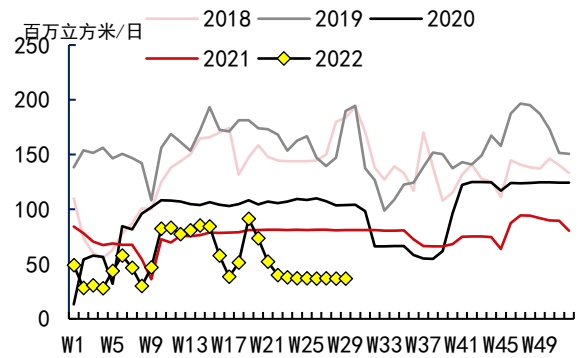
亚马尔与乌克兰管道输气量长期保持低位。亚马尔管道的输气量于2021年四季度开始下滑，进入2022年后长期保持归零状态。而今年以来受俄乌冲突影响，乌克兰管道保持低位，5月中旬，乌克兰方宣布因战事关停卢甘斯克地区的一个输气阀门，导致乌克兰通道输气量下滑至0.4亿立方米/日，同比与环比均下滑0.4亿立方米/日左右。

图 2: 亚马尔管道输气量



数据来源: Bloomberg 中信期货研究所

图 3: 乌克兰通道输气量

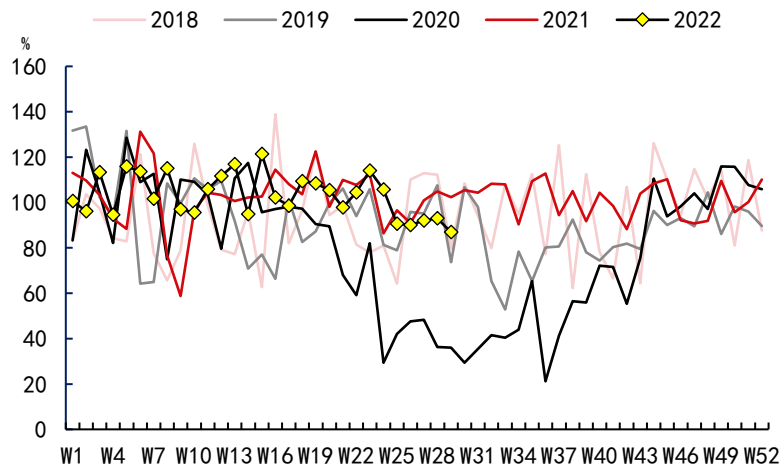


数据来源: Bloomberg 中信期货研究所

2、Freeport LNG 事故影响美国对欧洲出口

Freeport LNG 出口装置故障导致美国损失 20%的出口产能。6 月初美国 Freeport LNG 出口装置发生事故，全线停工检修，停工将持续至 9 月末，且 9 月后仅能部分恢复。Freeport LNG 的出口产能为 20 亿立方英尺/日，占美国 LNG 出口产能的近 20%，1-6 月出口量为 19.8 亿立方英尺/日，基本处于满负荷状态。而其他美国 LNG 出口站的产能利用率基本维持在 100%以上，难以承接额外的出口，因此美国 LNG 出口将不可避免地下降。6 月末起，美国 LNG 出口装置的产能利用率环比下降 16%-20%，基本等于 Freeport LNG 的产能占比。

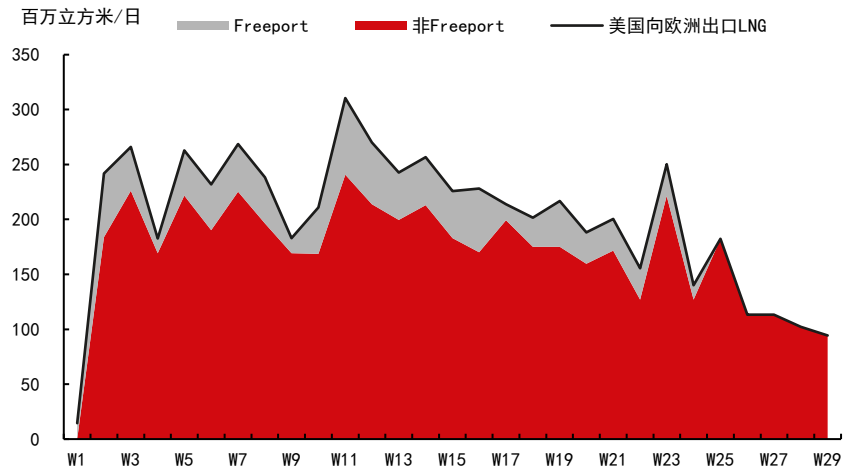
图 4: 美国 LNG 出口产能利用率



资料来源: Bloomberg 中信期货研究所

Freeport 事故的减量逐步开始体现。Freeport 出口的 LNG 约三分之二运输至欧洲，即 14 亿立方英尺/日，或折合为约 0.4 亿立方米/日。而从 Freeport 运输至欧洲船期大约需要二至三周，因此从 6 月末起，Freeport 向欧洲出口 LNG 数量归零。

图 5: 2022 年欧洲从美国进口 LNG 数量

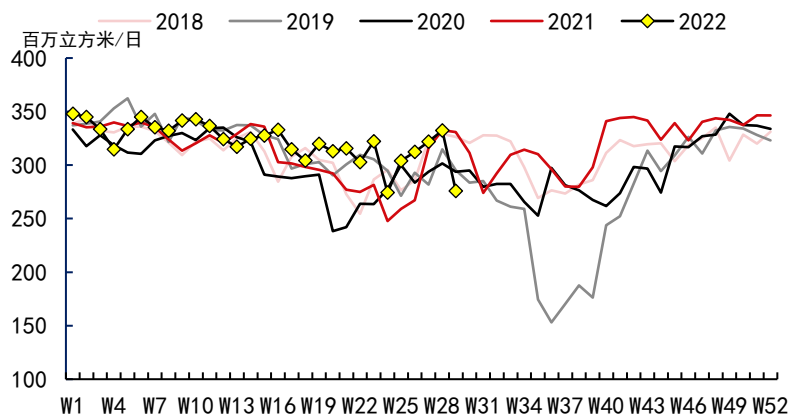


资料来源: 路透 中信期货研究所

3、挪威生产场地与出口装置事故频发，供应量难以保持稳定

生产事故导致挪威出口量大幅波动。在俄罗斯供气量下滑后，挪威成为欧洲大陆最大的管道气供应者，但挪威的生产场地设备老旧，频繁的事故与检修导致挪威输气量难以保持稳定。6 月上旬，运营商 Gassco 旗下一系列装置检修导致挪威周度输气量环比下滑 0.5 亿立方米/日；而 7 月上旬，Sleipner 气田发生事故，并引发 Kollsnes 和 Nyhamna 加工厂停电，导致挪威周度输气量再次环比下滑 0.6 亿立方米/日。

图 6: 挪威对欧洲管道气输气量



资料来源: Bloomberg 中信期货研究所

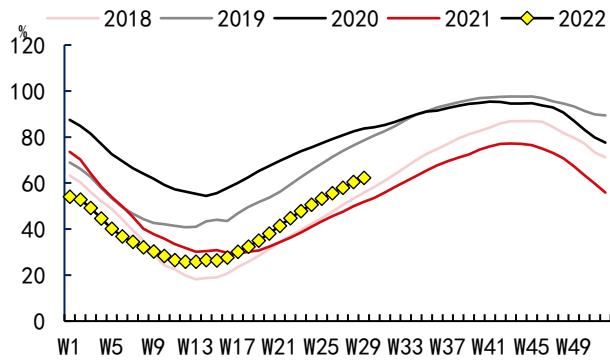
二、欧洲整体库存水平尚可，但存在结构性差异

1、欧洲整体库存水平尚可，但补库速度边际下滑

欧洲整体库存水平尚可，但补库速度边际下滑。经历了 2021 年的天然气危

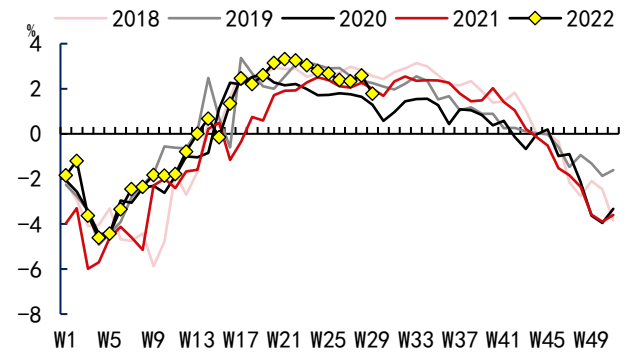
机后，欧洲诸国均加大了对补库的重视程度，GIE 欧洲天然气库容率从 3 月中旬的 25.5%左右上升至 7 月中旬的 62.9%左右，距离欧盟委员会制定的 11 月前补足 80%库容率的目标已较为接近。但近期供应扰动频发，补库速度从 5 月末的 3.3%/周下滑至 7 月中旬的 1.8%/周，引发市场对四季度旺季库存的担忧。

图 7: GIE 欧洲天然气库容率



数据来源: Bloomberg 中信期货研究所

图 8: 欧洲天然气库容率环比变化

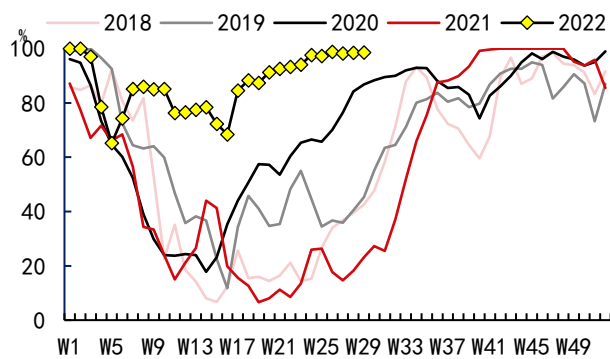


数据来源: Bloomberg 中信期货研究所

2、欧洲各国库存水平存在明显结构性差异

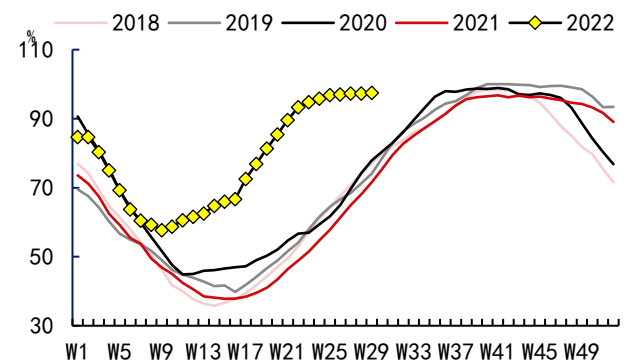
英国、波兰库存已基本补满。截至 7 月中旬，英国与波兰的天然气库容率均已接近 100%。英国自身为天然气产出国，且有大量管道气与 LNG 进口来源，补库情况较好，而波兰则有充足的 LNG 进口产能与长协满足其需求。这两国在对俄制裁方面表现较为坚决，均拒绝使用卢布结算方式购买天然气。

图 9: 英国天然气库容率



数据来源: Bloomberg 中信期货研究所

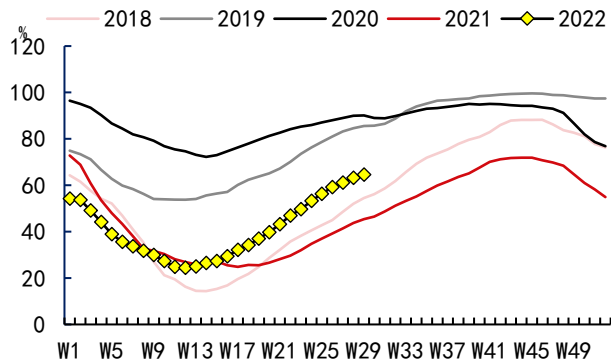
图 10: 波兰天然气库容率



数据来源: Bloomberg 中信期货研究所

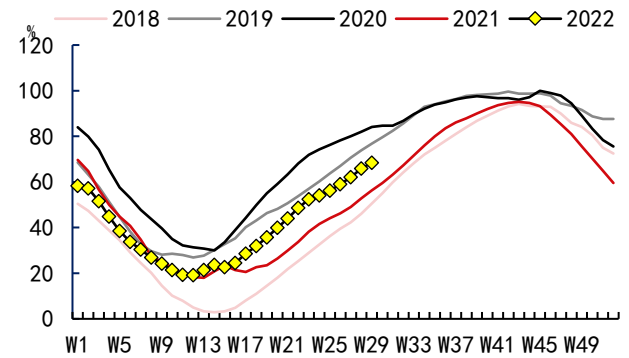
主要国家库存水平均较好，德国补库压力相对较大。在欧洲主要国家当中，法国、意大利与西班牙的库容率均已超过 70%，意大利与西班牙均有来自北非的管道气供应，且三国均有充足的 LNG 进口接收站，补库压力较小。德国库存水平相对较差，截至 7 月中旬库容率仍未达到 65%。德国对俄气的依存度高达 50%，且没有可用的 LNG 进口产能，因此，在北溪一号输气量下滑后，德国补库速度下滑较为明显，近日已开始去库。若后续北溪一号输气量无法恢复正常，德国补库压力将不断上升。

图 11: 德国天然气库容率



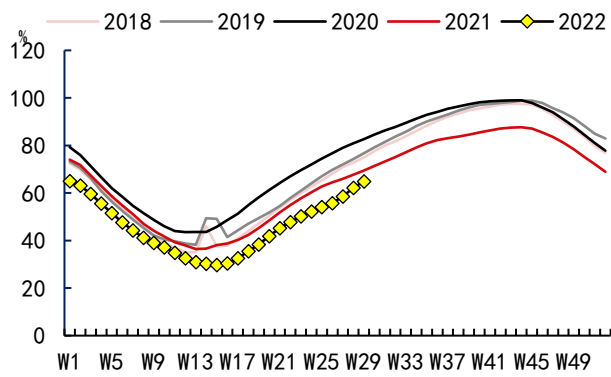
数据来源: Bloomberg 中信期货研究所

图 12: 法国天然气库容率



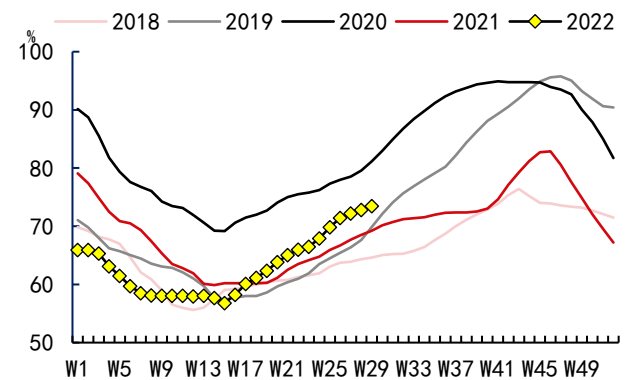
数据来源: Bloomberg 中信期货研究所

图 13: 意大利天然气库容率



数据来源: Bloomberg 中信期货研究所

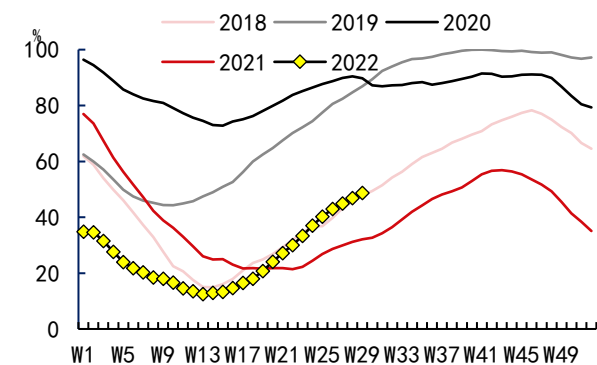
图 14: 西班牙天然气库容率



数据来源: Bloomberg 中信期货研究所

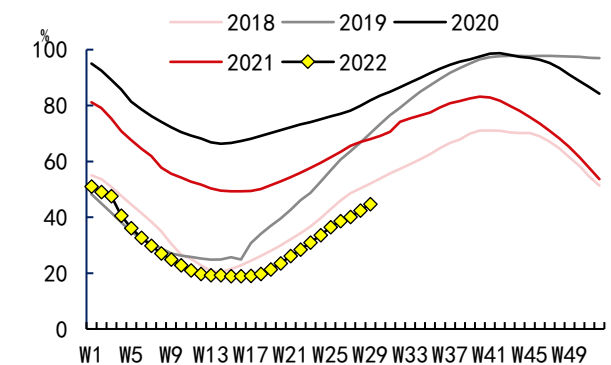
内陆与东欧国家库存水平较低，后期补库压力大。内陆与东欧国家受地理、历史等因素影响，较为依赖俄罗斯管道气的供应，奥地利、保加利亚、克罗地亚等国对俄气的依赖度均超过 60%。受俄罗斯减供等因素影响，当前奥地利、保加利亚、克罗地亚、匈牙利、拉脱维亚以及罗马尼亚的库容率均低于 50%，最低的保加利亚仅为 40%左右。除克罗地亚以外，其余众国均无法直接接收 LNG，若俄罗斯供应量下滑，该国仅能接受其余欧洲国家救济，补库难度相对更大。若后续俄罗斯切断对欧天然气供应，小国爆发天然气危机的概率相对更高。

图 15: 奥地利天然气库容率



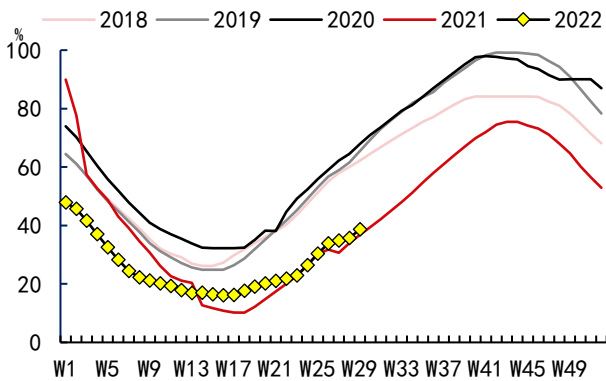
数据来源: Bloomberg 中信期货研究所

图 16: 匈牙利天然气库容率



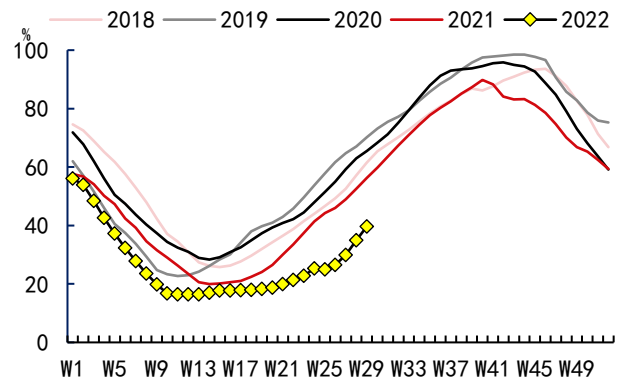
数据来源: Bloomberg 中信期货研究所

图 17: 保加利亚天然气库容率



数据来源: Bloomberg 中信期货研究所

图 18: 克罗地亚天然气库容率



数据来源: Bloomberg 中信期货研究所

三、几种情景下库存水平的推演

距离 80%补库目标仍有 188 亿立方米的差距。援引 4 月各方扰动还未发生时的供需数据作为基准水平，欧洲各国日供应量约为 12.06 亿立方米，消费量约在 9.6 亿立方米。截至 7 月 16 日，欧洲整体库容率达 62.93%，按 1100 亿立方米的库容水平，距离 80%补库目标，仍需约 188 亿立方米。

三季度环比 4 月的扰动主要集在四个方面。1) 北溪一号检修结束后可能无法回到 1.56 亿立方米/日的正常水平；2) 自由港 LNG 出口资源三季度持续掉线；3) 欧洲本土 LNG 再气化装置检修；4) 北非对欧洲增加供应。

北溪方面假设三种情景。1) 悲观情景：7 月 21 日检修结束，俄方政府仍以天然气为政治筹码，断供欧洲，则管输量持续为零，仅存乌克兰一条管道约 0.4 亿立方米/日出口至欧洲。2) 中性情景：检修结束后，北溪复工供气，但只维持 40%的产能，约 0.6 亿立方米/日输气量。3) 乐观情景：检修结束，涡轮机问题得以妥善解决，日均输气量恢复至平均水平 1.56 亿立方米。

自由港资源持续掉线。美国自由港出口装置进一步延长停运周期至 9 月末，且 9 月末后预期部分恢复，则环比 4 月，将造成约 0.4 亿立方米/日减量。

本土 LNG 接收站检修，少量限制进口。汇总 10 月底前所有预计 LNG 接收站检修计划，粗略估算该部分所导致的日均减量 0.088 亿立方米/日。

图 19: 欧洲再气化装置检修计划

装置及所属国	检修开始时间	检修结束时间	检修天数	影响产能 (百万立方米/日)
Dragon, UK	2022/8/8	2022/8/8	1	21
Dragon, UK	2022/8/9	2022/8/9	1	10.4
Dragon, UK	2022/8/11	2022/8/11	1	10.4
Fos Cavaou, France	2022/9/6	2022/9/6	1	24.6
Fos Cavaou, France	2022/9/6	2022/9/6	1	0
Montoir, France	2022/9/9	2022/9/9	1	10
Zeebrugge, Belgium	2022/9/9	2022/9/17	9	24.4
Zeebrugge, Belgium	2022/9/9	2022/9/17	9	0
Montoir, France	2022/9/10	2022/9/25	16	7.45
Dragon, UK	2022/9/13	2022/9/13	1	10.4
Zeebrugge, Belgium	2022/9/16	2022/9/17	2	14.5
Montoir, France	2022/9/18	2022/10/7	20	0
Toscana, Italy	2022/9/23	2022/9/30	8	10
Montoir, France	2022/9/26	2022/9/30	5	6
Montoir, France	2022/10/1	2022/11/15	46	7
Montoir, France	2022/10/26	2022/10/26	1	29.8
Montoir, France	2022/10/26	2022/10/26	1	0
合计				916.4

资料来源: Refinitiv Eikon 中信期货研究所

北非与阿塞拜疆为欧洲提供少量供应增量。保加利亚天然气管道项目开通,未来几周来自阿塞拜疆的天然气将通过这条短道输送至保加利亚,每年将向保加利亚提供 10 亿立方米天然气;7 月 15 日阿尔及利亚表示将向意大利增加额外供应 40 亿立方米;合计约 50 亿立方米的增量约合日均增加 0.14 亿立方米。

2022 年 8 月-2023 年 3 月期间欧盟需求或减少 15%。为应对俄罗斯停止燃料供应,欧盟计划从 8 月开始资源减少 15%的天然气使用量,具体措施包括减少供暖和制冷以及其他基于市场的措施,同时该项举措还将包括强制性触发机制以应对能源形式恶化而成员国自愿的限制措施力度不够的情况。

煤炭将额外替代约 914 万立方米天然气/日。受制裁导致能源进口下降这一客观因素影响,欧洲各国逐步放宽环保条件,重新启用煤炭能源以及燃煤发电厂,这将进一步支撑下半年煤炭对于天然气的替代。当前官方宣布重启煤电计划合计年发电增量为 17.95TWh,日发电量约在 49.18GWh。据 EIA 转换公式计算,49.18GWh 约合 0.17 万亿英热单位/日,按天然气 50%效率计算,约需天然气 0.34 万亿英热单位/日,即 914 万立方米/日。

图 20: 欧洲各国重启燃煤电厂计划

国家	相关新闻
德国	计划重启10GW封存的煤电装机容量,以加强能源安全
法国	重启一座位于圣阿沃尔德的燃煤电厂
奥地利	重启位于南部城市梅拉赫的一家废弃煤电厂
希腊	褐煤产量从5Twh增至10Twh
捷克	延长Coal Mining Company OKD运营至2023年底
英国	同意延长West Burton A 2座500Mw煤电机组,原本关停计划为今年9月,预计延期到明年3月31日
荷兰	更改之前对于煤电站35%负荷的限制,允许2024年前均可满负荷运行

资料来源:公开资料搜集 中信期货研究所

图 21: 三种情境下欧洲库容率推演

	乐观情况	中性情况	悲观情况
亿立方米			
起始库存 (a)	692.23		
百万立方米/日			
4月日供量	1205.78		
北溪减量 (-)	0	100	156
乌克兰减量 (-)	50		
自由港减量 (-)	40		
本土检修减量 (-)	8.8		
北非增量 (+)	13.7		
7-10月日供量 (b)	1120.68	1020.68	964.68
亿立方米			
4月日消费量	960.72		
本土消费减量 (-)	144.11		
煤炭替代 (-)	9.140		
7-10月日消费量 (c)	806.78		
供应-需求 (d=b-c)	313.90	213.90	157.90
天数 (e)	102		
亿立方米			
合计累库 (f=d*e)	320.18	218.18	161.06
10月31日库存水平 (g=a+f)	1012.41	910.41	853.29
库存产能	1100.00		
10月31日预计库容率	92%	83%	78%

资料来源: Eurostat 路透 公开资料搜集 中信期货研究所

乐观情况下, 北溪一号 21 日检修结束逐步恢复至 1.56 亿立方米/日正常水平, 欧洲库容率将在 9 月底达成 80% 目标。

中性情况下, 俄方在检修结束后维持 40% 产能运行北溪管道, 则欧洲补库节奏将维持在谨慎乐观层面, 刚好在 10 月底达成 80% 库容目标。

悲观情况下, 北溪彻底断供, 则欧洲以当前条件无法完成补库目标, 需要争夺更多 LNG 资源或是快速寻求其他来源管输气进口。

四、不同情景下, 欧洲能源市场将如何演变

1、若非全面断供, 预计三季度欧洲气价仍有一定下行空间

1) 乐观情况下, 随着北溪一号管输量逐步修复, 预计最迟 9 月底将完成 80% 补库目标, 补库压力被大大缓解; 同时在今年欧洲暖冬预期叠加煤电替代, 天然气需求偏弱, 预计后期天然气价格将明显回落, 70-90 EUR/MWH 存支撑。

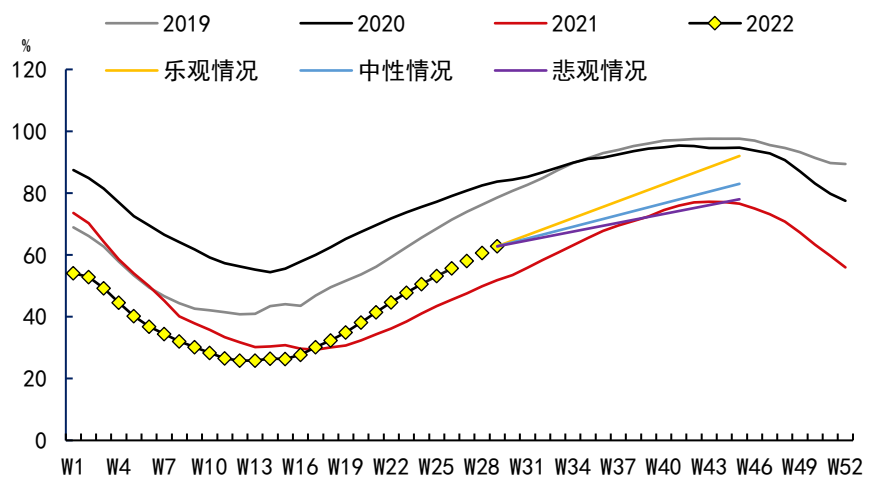
2) 中性情况下, 欧洲整体能于 10 月底完成补库, 但不同国家补库情况存在差异, 局部资源紧张或导致气价震荡偏弱, 预计震荡区间在 100-120 EUR/MWH。

3) 悲观情况下, 10 月底之前难以完成 80% 补库目标, 气价或再度大幅飙升。

全面断供将对欧洲经济产出造成严重负面影响。根据 IMF 的研究显示，极端情况下，在中欧、东欧一些受影响最严重的国家（匈牙利、斯洛伐克和捷克），天然气消费缺口可能高达 40%，而 GDP 的降幅可能高达 6%。奥地利和德国受到的影响相对小一些，预计对 GDP 影响为 1%，但整体飙升的价格加剧对总消费与投资的限制，严重冲击欧洲经济产出。

能源价格高企或加速欧元区衰退到来。在悲观情况下，天然气价格高企将继续推高欧洲通胀水平，当前欧央行计划 7 月加息基本已成定局，若能源价格居高不下，或增加欧央行 9 月继续加息可能性。高通胀和强加息将强化市场对欧洲经济的衰退预期，导致欧元走弱而美元走强，压制大宗商品金融属性；同时，推高欧债收益率，资本被进一步吸引回流至美国，欧股或面临大幅抛售。然若北溪情况可控，天然气重心回落，则欧元区衰退交易或有所降温。

图 22: GIE 天然气库容率走势预测

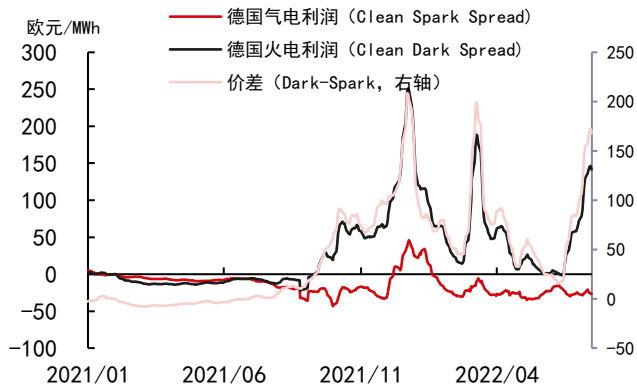


资料来源: Bloomberg 中信期货研究所

2、高气价推动煤炭持续反向替代天然气，电价仍随气价波动

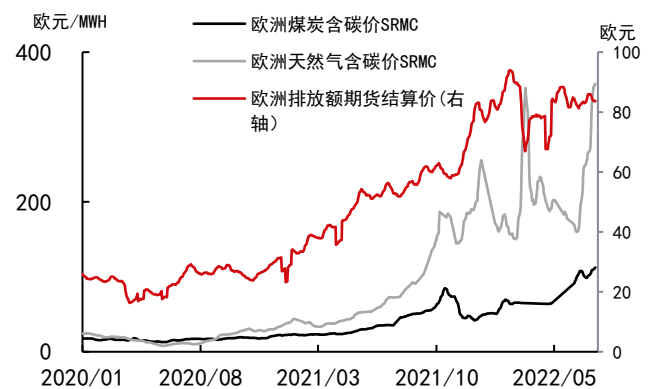
电力部门煤炭经济性远高于天然气。2021 年下半年，随着欧洲天然气价格的上涨，天然气与煤炭的含碳税发电成本开始大幅偏离，而俄乌冲突的爆发则加剧了价差的走阔。截至 7 月中旬，欧洲天然气的发电含碳税成本已突破 350 EUR/MWH，甚至高于俄乌冲突刚爆发的时期，而煤炭的含碳税发电成本仅为 110 EUR/MWH 左右。2022 年以来，德国气电发电利润长期维持在-30 EUR/MWH 左右，而煤电发电利润基本维持在正区间，而近期由于天然气价格推动电价上涨，煤电发电利润一度接近 130 EUR/MWH。

图 23: 德国 Clean Dark&Spark Spread (7 日平均)



数据来源: Bloomberg 中信期货研究所

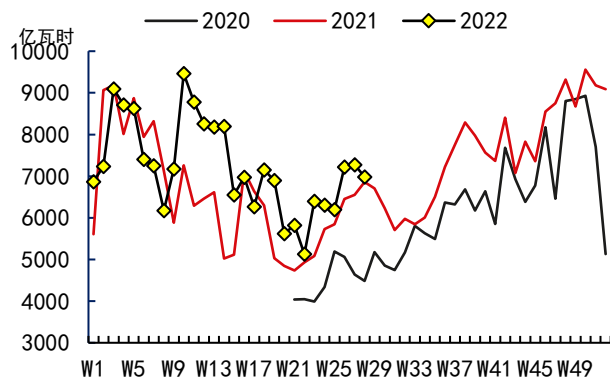
图 24: 欧洲含碳税发电成本



数据来源: Bloomberg 中信期货研究所

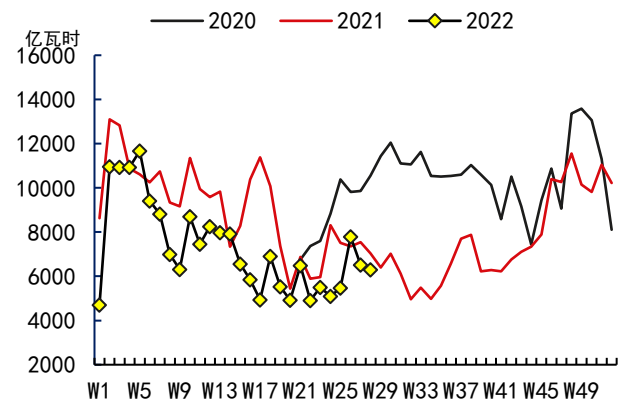
经济性驱动煤炭持续反向替代天然气。作为新旧能源的桥梁，天然气在电力领域对煤炭的替代已持续多年。2021 年能源危机的背景下，欧洲煤炭年度发电量不降反升，同比增加 20%，占比从 12.26% 升高至 14.21%，而天然气占比则从 2020 年的 15.43% 下降至 2021 年的 13.88%。今年以来，由于煤电利润显著好于气电利润，反替代延续，截至 2022 年 7 月中旬，欧洲煤炭发电量累积同比上升 10.6%，而天然气发电量累积同比下降 19.5%。在当前的高气价下，预计煤炭将在发电领域继续替代天然气。

图 25: 欧洲煤炭发电量



数据来源: Bloomberg 中信期货研究所

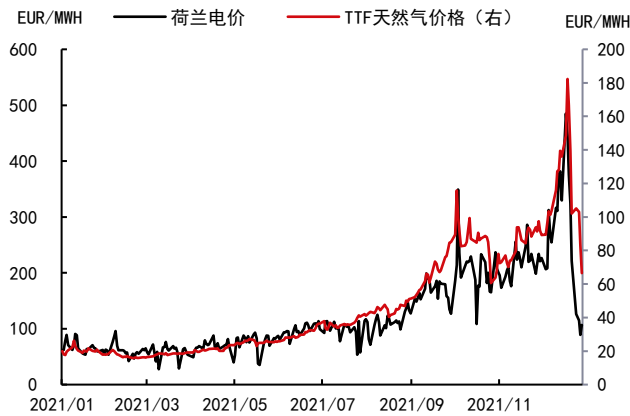
图 26: 欧洲天然气发电量



数据来源: Bloomberg 中信期货研究所

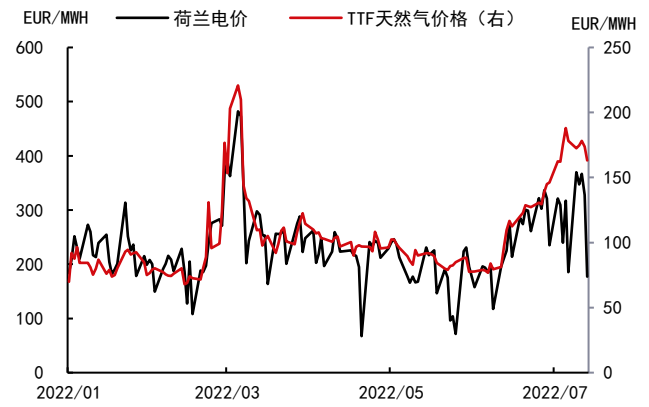
预期欧洲电价仍将随气价高位波动。欧洲电力市场采用了边际定价法，边际成本较低的电源优先并网，而天然气的成本相对较高，并网次序相对靠后，从而成为定价之锚，2021 年荷兰电价与 TTF 气价的相关性系数高达 0.94。进入 2022 年，随着天然气发电量占比的下降，气价对电价的影响力有所减弱，但荷兰电价与 TTF 气价的相关性系数仍有 0.74。若后期欧洲气价无法回落，预期欧洲电价仍将保持易涨难跌的格局。高电价将对欧洲工业生产带来进一步损害，或经济衰退的到来。

图 27: 2021 年荷兰电价与 TTF 气价



数据来源: Bloomberg 中信期货研究所

图 28: 2022 年荷兰电价与 TTF 气价

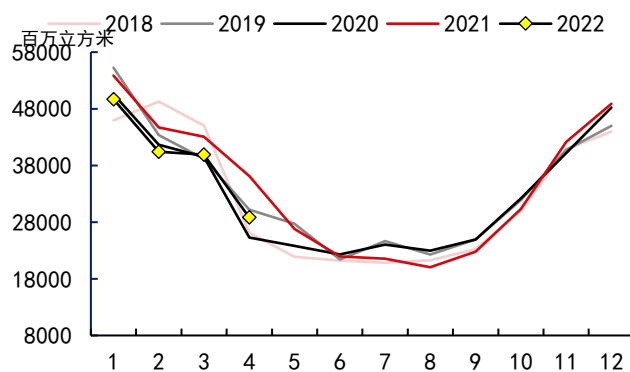


数据来源: Bloomberg 中信期货研究所

3、四季度需求预期季节性上行，关注天气、政治与宏观风险

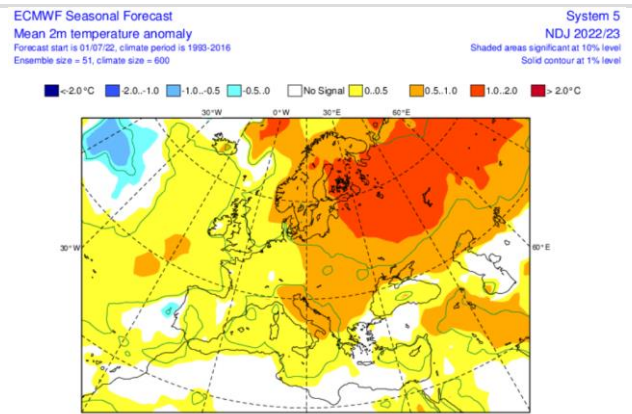
冬季为天然气消费旺季，预期价格将季节性上涨，但气温温和或导致涨幅有限。从消费结构来看，欧洲 23.5%左右的天然气由住宅部门消费，而住宅部门天然气消费主要为取暖需求，集中于冬季，因此冬季（四季度和一季度）是欧洲天然气消费的传统旺季，预计气价将较三季度季节性上升。从当前的气象预报来看，今年欧洲天气相对偏暖，叠加高价负反馈，预计四季度天然气消费同比偏弱，气价涨幅或相对有限。

图 29: 欧盟天然气消费量



数据来源: Eurostat 中信期货研究所

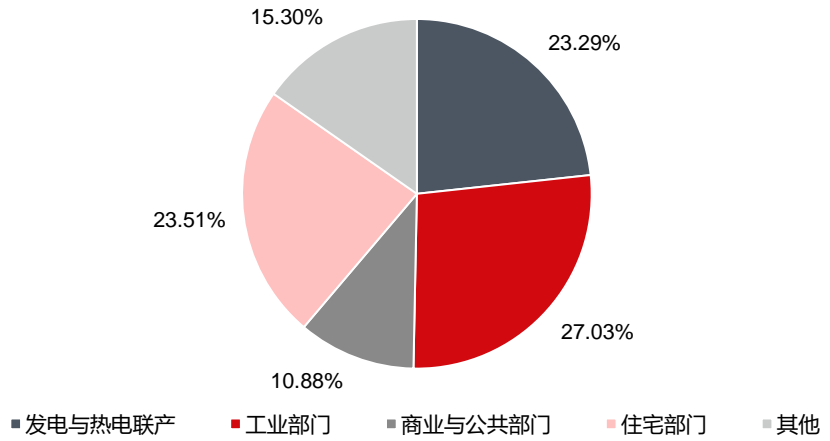
图 30: 欧洲气温预测



数据来源: ECMWF 中信期货研究所

关注地缘政治与宏观风险。目前北溪一号的供应已政治化，若俄罗斯执意断供，短期情绪与供应紧缺的冲击或驱使气价脉冲性上涨。为应对潜在的俄罗斯供应减量，欧盟正准备要求其成员国强制削减天然气消费量，全面保障供暖需求。从消费结构来看，欧盟天然气 30%-40%的消费集中在工业与其他部门，属于非刚性需求。但削减工业部门天然气消费量的代价是经济进一步下行，欧盟预计俄气供应的持续下降将导致欧盟 GDP 下降 1.5%。在经济下行与强制杀需求的双重压制下，气价或出现大幅冲高后回落的高波动行情。

图 31: 欧盟天然气消费结构



资料来源: Eurostat 中信期货研究所

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

中信期货有限公司

深圳总部 地址：深圳市福田区中心三路8号卓越时代广场（二期）北座13层1301-1305、14层

邮编：518048

电话：400-990-8826