

俄罗斯对欧“合理断气”影响几何？

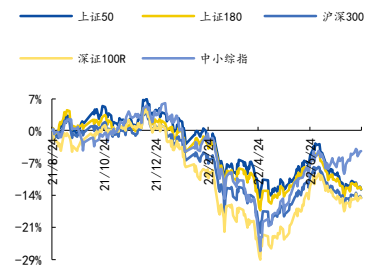
报告要点：

- 受俄罗斯本月底暂停北溪管道供气3日的消息影响，荷兰TTF天然气近月合约再度冲高。而受天然气暴涨拉升的还有欧洲电力市场合约价，引发市场对于欧洲能源局势演变的强烈担忧。
 - 应该说，从去年冬季的欧洲电荒到今年的俄乌冲突，北溪事件升级以及当下的俄罗斯“合理断气”威胁，天然气价格持续大幅上涨的驱动仍主要由供应端主导。
- 1) 背后进一步暴露的仍然是欧洲能源结构的脆弱性。受制于本土油气资源匮乏以及能源安全的战略诉求，欧洲多年来致力于发展可再生清洁能源以降低能源的对外依赖程度。只是风光发电具有明显随机波动性以及间歇性的特点，受天气环境等影响因素扰动较大，在当前储能技术以及储能建设仍不完备的背景下仍然依赖于传统能源以及天然气发电的填峰削谷。
 - 2) 数据上看，欧盟天然气发电占总发电量18.86%，仅次于核电。趋严的环保政策以及天然气清洁能源的属性，使得天然气在整个欧洲能源系统中的压舱石地位不言而喻。
 - 3) 只是，欧洲天然气主要依赖进口，俄罗斯作为传统的供气大国，对欧洲的天然气出口一度占欧洲总进口量的40%以上。而近年来政治博弈愈演愈烈，俄对欧主要输气管道问题频发，尽管暂停供气3天的短期事件对整体供需局面的影响微乎其微，但俄罗斯供气不稳定的消极信号仍极为挑战市场的神经，拉升了风险溢价。
- 需求方面，入夏的持续高温干旱则是给能源困局再点了一把火，加剧了短时矛盾。
- 1) 一则，高温持续引发的干旱和河流水位下降影响了水电和核电的供应。
 - 2) 二来，来势汹汹的热浪推升的额外夏季制冷消耗，也对当前各国天然气的补库节奏造成干扰，进一步加剧了能源紧张的局势。
- 而对欧洲而言，比当下热浪更令人担忧的应是冬季集中供暖后新一轮“电荒”来袭概率正在加大。
- 1) 复盘去年欧洲电荒的成因主要有三：一是双拉尼娜现象引发的干旱加剧和 水位偏低以及超高压下的海上风速下降，导致风电和水电量低于往年同期；二是极寒天气的供暖需求大增；三是俄罗斯限制对欧洲天然气的供应。
 - 2) 尽管今冬会否有“三重”拉尼娜现象带来的气候波动性目前依然是概率性事件，但欧洲和俄罗斯的能源切割从目前各方反馈来看确有持续升级的风险。因此，借鉴去年的路径，Q4的“缺气”和“电荒”仍然是悬在欧洲上方的达摩克里斯之剑。
- 不容乐观的是，能源成本高企加剧的不仅是通胀情形，还有切实的经济衰退风险。
- 1) 欧洲整体的通胀形势相较美国以及新兴经济体更加严峻，能源和食品价格的上涨压力暂未得到有效纾解。当前食品价格以及居民电价持续上涨，在能直接感知的生活成本显著提高的情况下，工人基于工资增长明显落后于生活成本的变化对高薪有更多诉求。日前英国的费利克斯托港口工人罢工事件已经初现端倪：欧洲这一轮仍未刹车的能源电力通胀也许会反作用客

主要数据：

上证综指：	3276.22
深圳成指：	12455.15
沪深300：	4161.08
中小盘指：	4383.60
创业板指：	2780.31

主要市场走势图



资料来源：Wind

相关研究报告

报告作者

分析师	杨为敦
执业证书编号	S0020521060001
邮箱	yangweixue@gyzq.com.cn
电话	021-51097188

观世界，重新造成“薪酬-通胀”这一链条的螺旋上升，加剧通胀粘性。

- 2) 为应对高通胀，7月欧央行时隔11年首次加息，开启了货币收缩周期。而通胀或延续高粘性的风险可能在一定程度上削弱其后续货币政策的灵活性，超预期的加息节奏对于经济增长以及就业情况的副作用，将大概率加剧经济硬着陆的风险。
- 整体看来，受供应紧张的消息面扰动，天然气价格后市仍可能多见脉冲式行情。而鉴于欧洲能源困顿的格局短时间未有实质性解决方案，气价中枢在年内或也难以大幅下行。此外，受电力紧张辐射的海外煤炭价格在中短期也将大概率维持强势局面；而工业金属在库存下行周期，受海外或有限电的影响较去年应是边际缓解的。

风险提示：地缘政治冲突超预期，限电规模超预期等。

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数20%以上	推荐	预计未来6个月内, 行业指数表现优于市场指数10%以上
增持	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数5-20%之间	中性	预计未来6个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来6个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来6个月内, 行业指数表现劣于市场指数10%以上
卖出	预计未来6个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路18号安徽国际金融中心A座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路1199号证大五道口广场16楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188