

## 欧洲能源价格上涨特征及影响探讨

投资咨询业务资格：  
证监许可【2012】669号

能源价格上涨推升欧洲通胀，降低实际可支配收入；程度差异取决于不同国家的能源结构区别。预计 2022 年使居民生活成本平均增加约 7%，对于低收入人群影响相对更大。从去年夏季开始的减税和补贴等支持政策，在部分国家财政支出已占到 GDP 的 1.5%以上；后期或需考虑政策目标与经济效益之间的平衡。不同国家对于企业支持存在差异：对化石能源生产商征收暴利税需谨防导致供应减少的负面效应；对新能源鼓励政策则有利于增强长期能源安全。本文主要介绍 IMF 相关工作论文研究成果，结论仅供参考。

撰写人：

桂晨曦 CFA 原油研究负责人  
从业资格号：F3023159  
投资咨询号：Z0013632

【中信期货原油】系列专题报告

【原油方法论】

原油期货风险管理 0906  
原油实货计价公式 0901  
原油定价体系演变 0831  
原油研究方法论 0325  
原油简史：石油市场如何演变至今 0322  
原油简史（二）：石油编年大事记 0323

【商品方法论】

大宗商品百年回顾：能源篇 0823  
大宗商品百年回顾：金属篇 0824  
大宗商品百年回顾：农产品篇 0825  
大宗商品下跌周期中的主导因素 0816  
不同时间维度因素对商品价格周期影响 0817

【商品属性】

全球原油供需平衡表 0812  
中国油品供需平衡表 0823  
中国原油期货与汽柴价格关联特征分析 0728  
美国页岩油增产前景的调研评估 0722  
美国页岩油企业资本开支及产量进展 0518  
欧佩克增产潜能的多维评估 0715  
俄罗斯原油供应进展 0804  
China Oil Market Report 0506

【地缘属性】

欧洲能源价格上涨特征及影响探讨 0908  
欧洲对俄罗斯天然气断供调节能力分析 0906  
伊核协议外交年谱 0818  
沙特与美国的半世纪和离 0706  
欧盟对俄制裁增强印度石油供应安全 0601  
欧盟对俄罗斯石油制裁影响分析 0606  
中美油品安全比较之库存变化 0530  
供应风险缓解的五种可能路径 0522  
欧盟对俄罗斯石油进口依赖度详解 0511  
欧美出口制裁对俄罗斯原油供应影响 0309

【金融属性】

经济周期中的原油价格 0718  
全球大滞胀 0630  
能源冲击对全球经济影响 0629  
从汽油视角看美国通胀 0613  
从经济增长看油品需求 0420  
全球贸易展望-增速放缓 0426  
全球经济热点解读-多重风险 0421

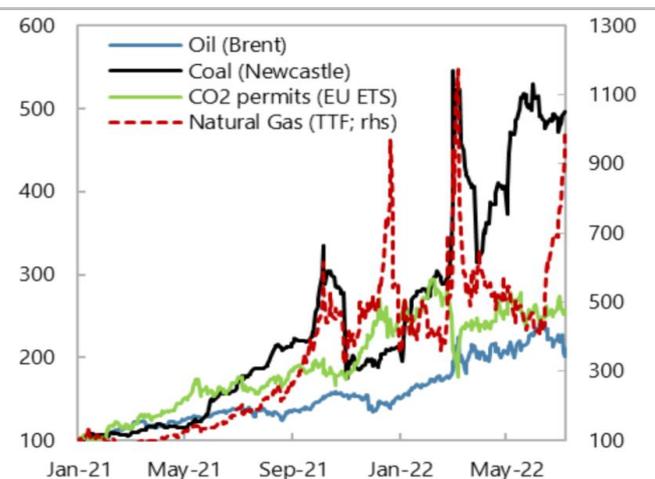
【原油价格】

三重属性分化，综合动能趋弱 0626  
三重属性推动的原油重心漂移 0320

## 一、欧洲能源价格

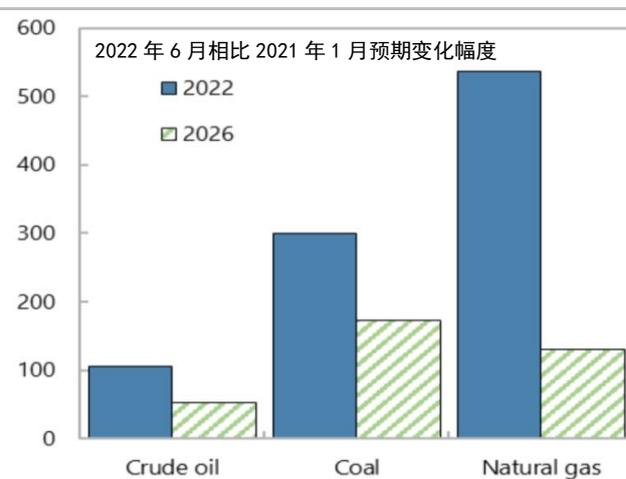
1. 过去一年全球化石能源价格攀升。2020 年疫情后海外超常规经济刺激计划的推动下，需求复苏高于供应，能源价格持续回升。2022 年春季地缘冲突进一步加剧价格涨幅；俄罗斯在全球天然气、煤炭、石油出口份额占比约 20%、10%、5%。截至一季度末，石油、煤炭、天然气价格分别上涨约 2 倍、3 倍、5 倍。

图 1： 主要能源商品价格涨幅 (%)



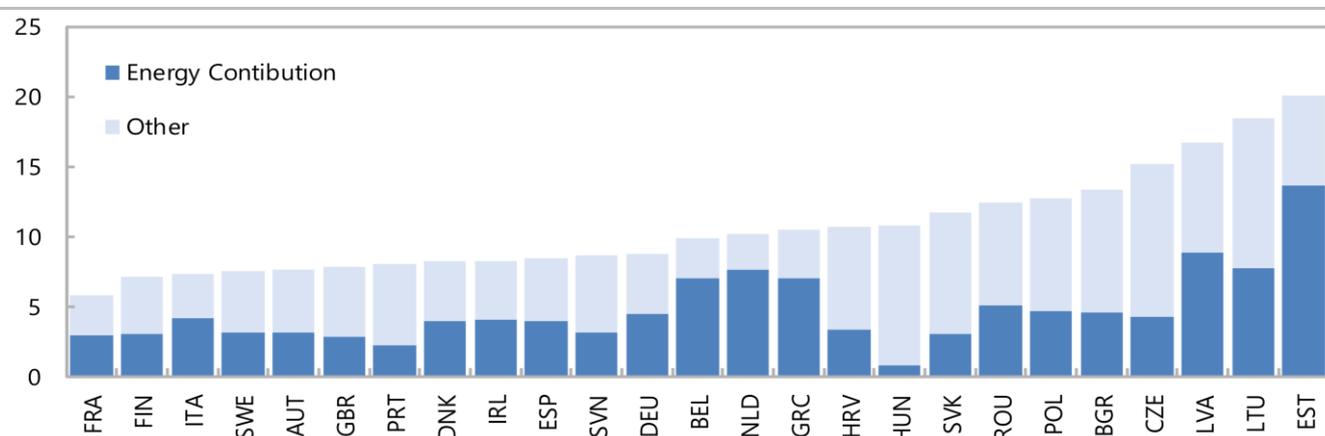
资料来源：IMF 中信期货研究所

图 2： 对 2022 年和 2026 年能源价格预测变化 (%)



2. 能源价格上涨推升欧洲通胀高位。能源商品和服务在大部分欧洲国家的消费者物价指数组成占比在 5-15%之间。尽管占比不大但涨幅过大，能源价格对欧洲 CPI 同比增幅贡献约一半以上。

图 3： 能源价格对欧洲国家通胀同比增幅贡献 (%)，2022 年 5 月

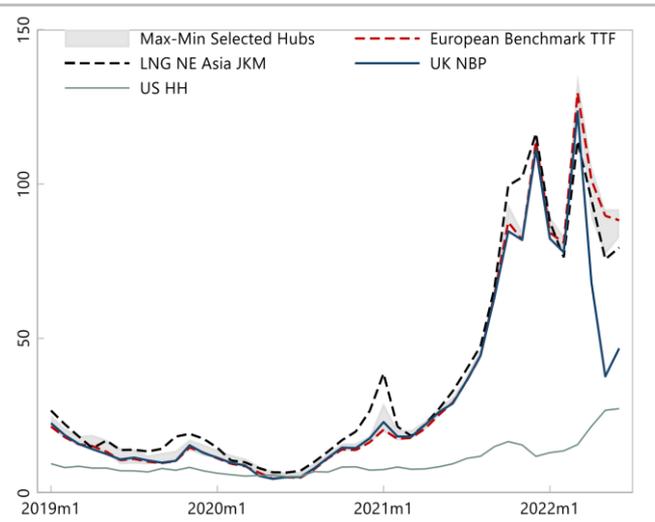


资料来源：IMF 中信期货研究所

3. 不同国家消费者能源价格差异主要来自零售机制、法规、政策等影响。

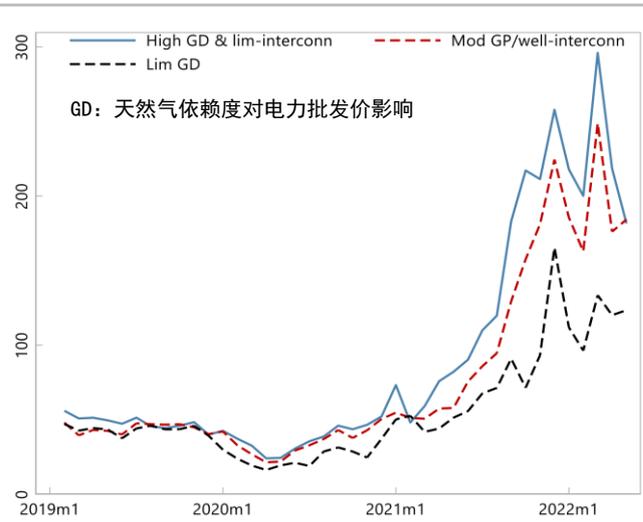
虽然欧洲国家石油和天然气批发价格高度联动；但电力批发价差异较大。从原油成本到汽柴油零售价格传递，比天然气成本到电力零售价格传递更加顺畅。发电能源结构、定价机制、合同条款、政府干预、补贴政策等都会影响终端电力价格。

图 4： 欧洲天然气批发价（欧元/兆瓦时）



资料来源：IMF 中信期货研究所

图 5： 欧洲电力批发价（欧元/兆瓦时）



4. 欧洲天然气现货批发价格联动程度高于电力。截至目前欧洲天然气价格

联动程度仍然较高。但是不排除在全面断供情况下，有替代气源和没有替代供应的国家短缺风险存在较大差异，有可能导致局部价格分化。天然气依赖度较高国家电力批发价涨幅更大，如爱尔兰、英国、意大利、葡萄牙、西班牙等。北欧等使用可再生能源占比较高国家，电价涨幅相对更低。

5. 批发到零售价格传递在不同国家存在较大差异。首先，批发成本在零售

价格中占比不同。基础税收、减税政策、传输费用等都会影响终端价格。其次，定价机制、调价频率、政府干预也会影响传递效率。例如，芬兰、瑞典、西班牙等国终端零售价月度调整，而波兰、匈牙利、保加利亚等国可能半年调价一次。第三，能源分销商的合同形式不同，例如现货和长约比例也影响对价格动态响应。

6. 石油批发到零售价传递速度快于天然气和电力。主要来自调价机制差异。成品油通常都采用较为动态的调价方式；而只有个别欧盟国家电力零售价格中包含动态定价成本。天然气和电力零售价格调整频率较低，因此就需要更长时间反映批发价格变化；在批发价上涨趋势中则会加剧分销商和政府成本压力。

7. 能源价格上涨增加部分能源生产商收益，同时导致其他能源公司亏损。一方面，本土产量较高国家的上游生产公司可能产生超额盈利，如挪威、英国等。因气价上涨推升电价，则可能使低成本新能源发电商利润增厚。另一方面，部分与下游签订长期固定价合同的能源分销商则可能产生较大亏损，例如德国部分天然气公司已经陷入财务困境。因此政府政策需要兼顾居民成本和企业利润。

图 6: 石油批发和零售价格相关性

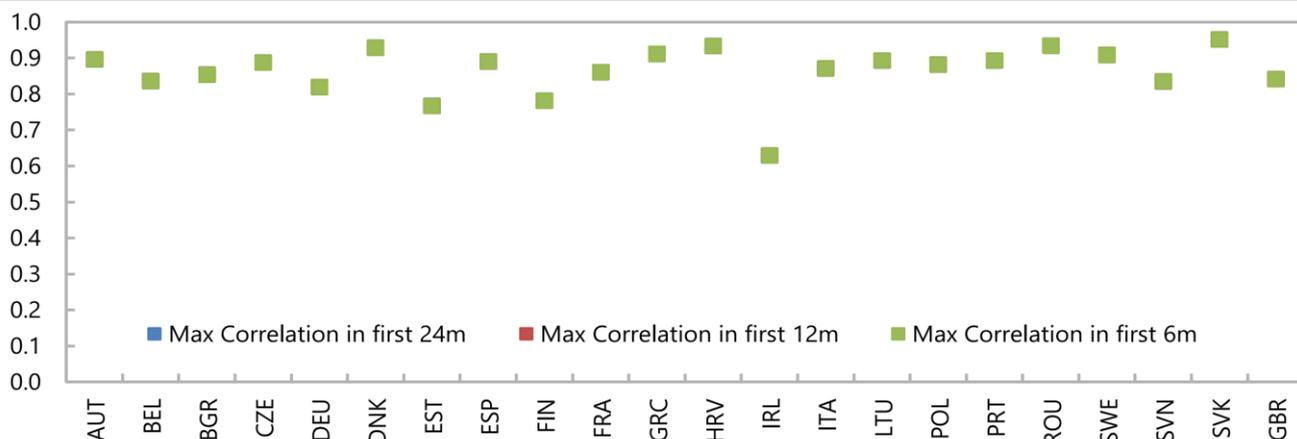
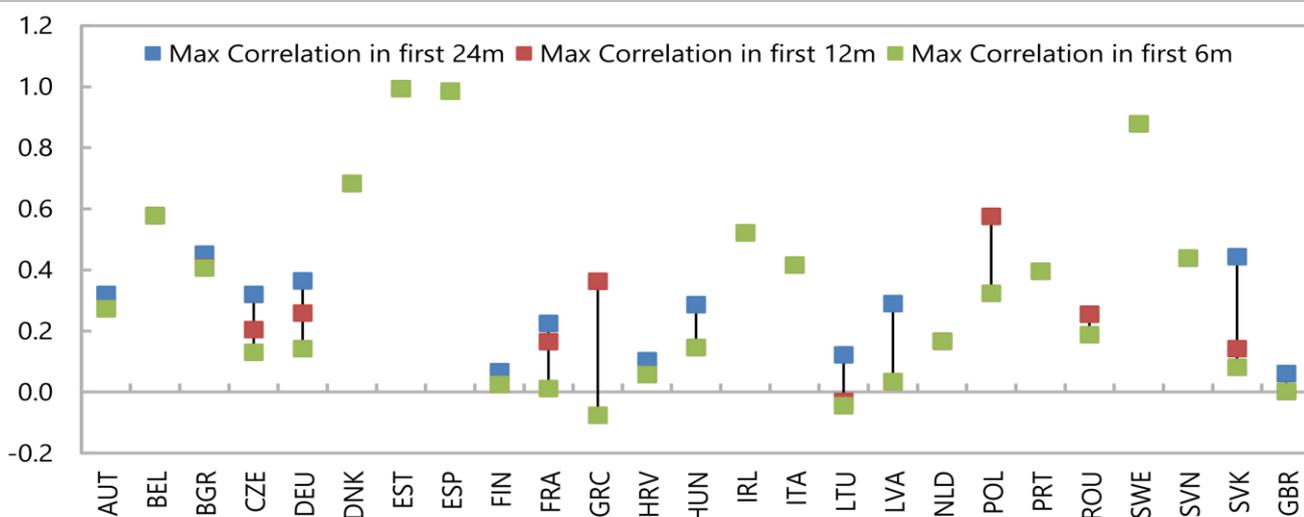


图 7: 电力批发和零售价格相关性



资料来源：IMF 中信期货研究所

## 二、高能源价格对居民成本影响

8. 能源价格上涨对居民生活成本会产生显著但不均衡的影响。对具体家庭影响取决于能源在消费中直接占比，和受到能源价格影响的其他商品占比；以及高能源价格使实际消费能力下降后对其他商品需求的减少程度。

9. 模型推算显示今年高能源价格导致欧洲家庭消费负担平均增加约 7%。能源产品（交通燃油、电力、天然气）在欧洲居民消费平均占比约 10%。富余国能源消费占比相对较低，如芬兰仅 6%，相对低收入国家占比较高，如捷克约 15%。

图 8： 能源价格在居民消费中占比（%）

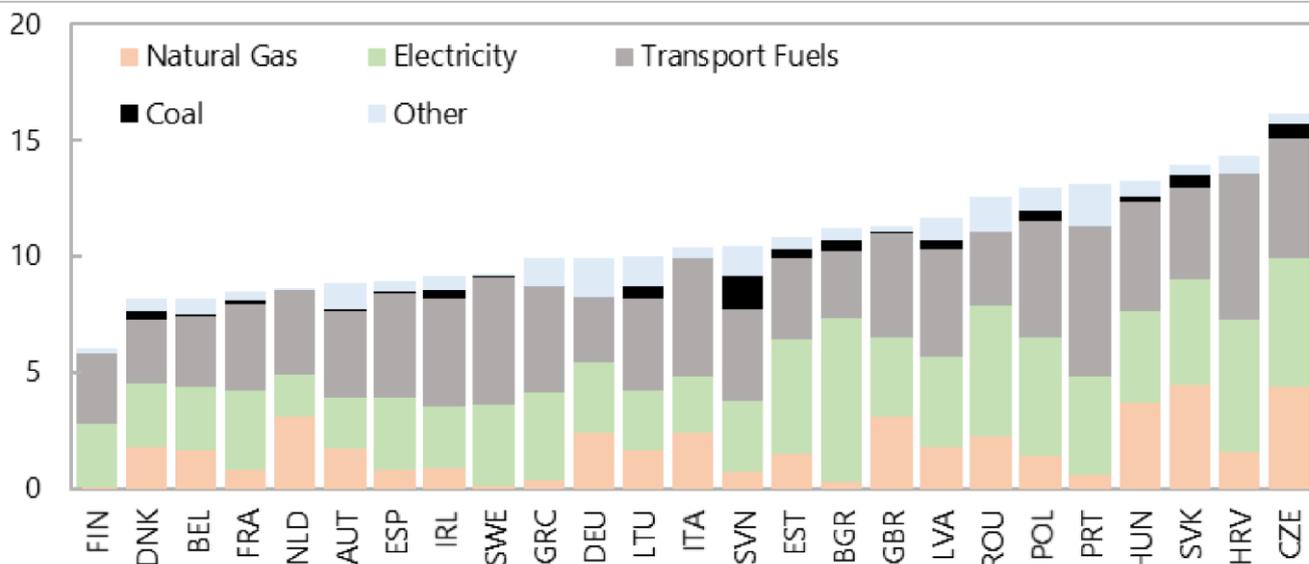
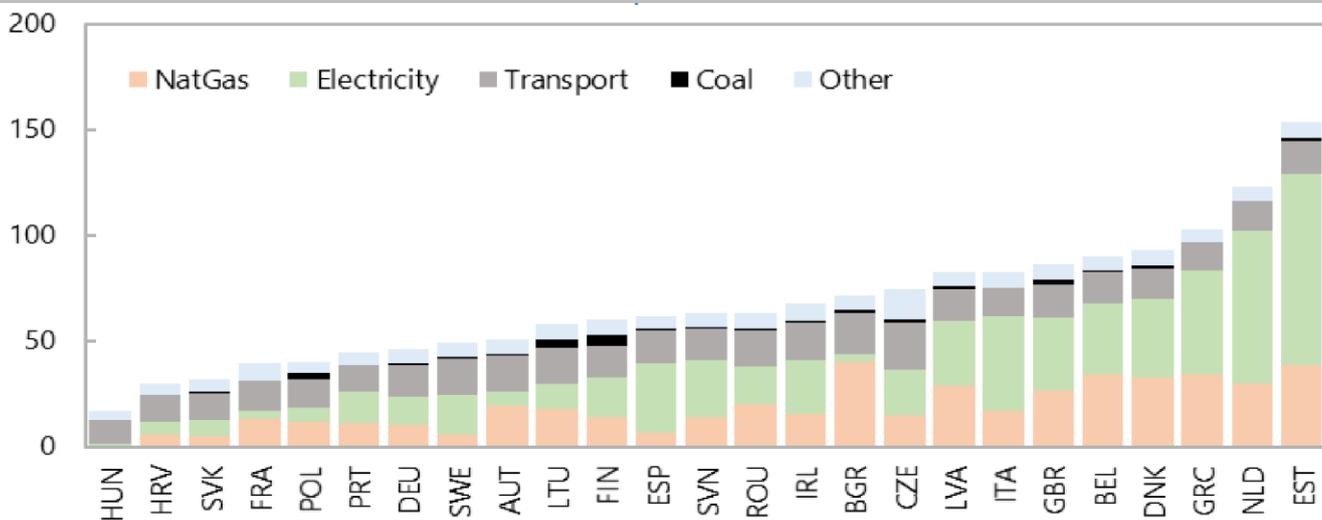


图 9： 能源零售价格同比涨幅（%）



资料来源：IMF 中信期货研究所

10. 高能源价格对低收入家庭影响更大。在欧洲所有国家，电力和天然气消费在低收入家庭中占比更高，价格上涨对生活负担影响，随收入增加边际递减。交通燃油成本占比则受更多因素影响：高收入家庭因为汽车保有率高，因此可能总消费占比更高；而有车的低收入家庭，汽柴油可能占家庭支出较大比例；城市居民出行距离短而需求少，郊区居民因远距离出行较多，而交通燃油需求更高等。

11. 欧洲冬季能源零售价格可能继续上涨。由于欧洲天然气和电力批发价对零售价格较低的传导效率，即便是国际能源价格不继续上涨情况下，欧洲能源零售价格可能延续上行。而俄罗斯对欧洲天然气供应减少，将进一步加剧天然气消费占比较高国家的能源价格涨幅。

图 10： 2022 年欧洲能源价格上涨对平均生活负担的直接和间接影响 (%)

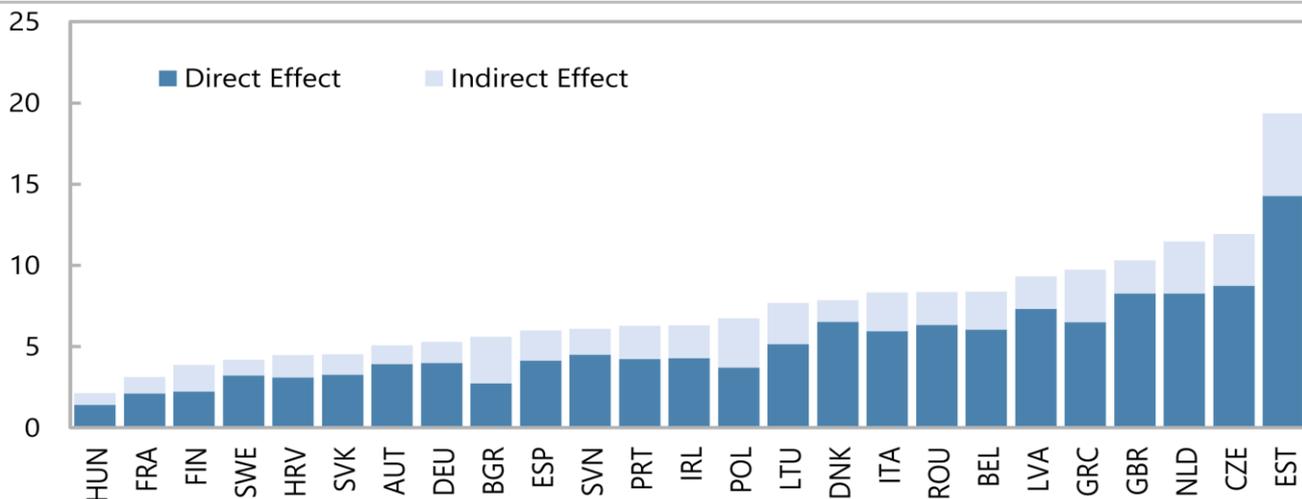
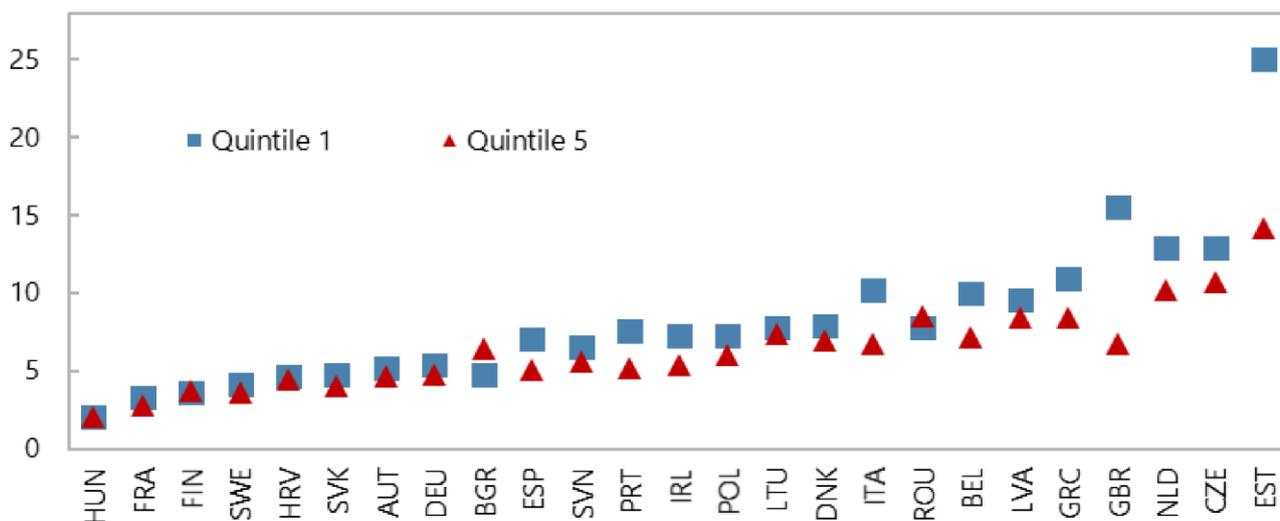


图 11： 2022 年欧洲能源价格上涨对不同收入人群生活负担的影响 (%)，五分位



资料来源：IMF 中信期货研究所

### 三、为应对能源价格上涨的政策考虑

12. **支持政策需要考虑多重目标。**一方面，政策需要同时兼顾能源安全与环境目标。另一方面，还需考虑能源纾困政策的财政成本等。部分欧洲国家通过减税或者价格管控推迟批发价到零售价的传导。这类政策优点是成效较快，适用于财政空间较大的国家应对短期价格上涨；缺点是可能屏蔽价格信号，减缓高价对需求抑制的自发调节过程，无助于改善供需，而可能推升未来价格进一步上涨，加重中低收入国家负担。相当于把短期通胀上行压力转换为长期高通胀风险。

13. **支持政策的财政成本逐渐增加。**欧洲一些国家自去年夏天以来为应对能源价格上涨的财政支出已经超过了GDP的1.5%。大部分来自价格管控和补贴。如果高能源价格持续，导致政府需要额外融资或削减其他预算时，则可能要进行成本优化。例如，针对低收入人群的精准纾困是可能降低支出的方法之一。因此能源支持政策还需要兼顾宏观经济政策。

14. **对工业领域支持态度目前存在差异。**尽管所有国家都支持对于低收入居民的能源政策帮助，但对于工业领域支持态度并不统一。大部分欧洲国家选择通过减税、补贴、贷款等方式帮助企业，以防能源成本飙升导致公司破产、裁员等风险上行。也有国家认为，如果只是短期价格波动限制金融流动性，这种补贴可能是有效的；但如果是长期价格变化，此举反而可能推迟能源密集型行业自我调整和转型速度。此外需特别关注对由于价格政策导致亏损的能源进口分销商财务支持，防止相关公司退出导致供应短缺风险扩大。

15. **加速能源转型是增强长期能源安全的重要方式。**目前个别国家已开始或正在考虑对化石能源公司征收暴利税来补充财政支出；但应仅限于超额盈利部分，避免影响企业生产投资决策，反而造成供应减少的负面后果。而对可再生能源公司，则应加强保护和支持。长期来看，增加可能再生能源供应和提高能效是增强能源安全的重要方式。

参考资料：IMF Working Papers, Surging Energy Prices in Europe in the Aftermath of the War.

## 免责声明

除非另有说明，本报告的著作权属中信期货有限公司。未经中信期货有限公司书面授权，任何人不得更改或以任何方式发送、复制或传播此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，此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的商标、服务标记及标记。中信期货有限公司不会故意或有针对性的将此报告提供给对研究报告传播有任何限制或有可能导致中信期货有限公司违法的任何国家、地区或其它法律管辖区域。

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因接收人收到此报告而视其为客户。

中信期货有限公司认为此报告所载资料的来源和观点的出处客观可靠，但中信期货有限公司不担保其准确性或完整性。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。此报告不应取代个人的独立判断。本报告和上述报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司立场。

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。此报告并不构成给予阁下的私人咨询建议。

## 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

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>