



宏观研究

【粤开宏观】复盘本轮欧洲能源危机：特点、成因及影响

2022年09月18日

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001
电话：010-83755580
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

分析师：方堃

执业编号：S0300521050001
电话：010-83755575
邮箱：fangkun@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】“六省一市养全国”的表象与真相》2022-09-09

《【粤开宏观】8月CPI同比略有回落，但结构性通胀压力仍存》2022-09-09

《【粤开宏观】弱复苏背后的隐忧：8月金融数据点评》2022-09-10

《【粤开宏观】力挽狂澜：地方财政的困境与自救》2022-09-10

《【粤开宏观】8月经济何以超预期，兼论稳增长政策的力量与边界》2022-09-16

摘要

当前西方世界与俄罗斯之间的制裁仍持续升级，加剧全球能源短缺风险。凛冬将至，脆弱的欧洲经济正面临新一轮能源危机。本轮欧洲能源危机特点有哪些？表层与深层次原因在哪？未来对欧洲政治经济造成哪些影响？对我国又有何启示？

一、本轮欧洲能源危机的特点

本轮欧洲能源危机集中表现为缺气缺电，与去年相比，出现时点更早、价格涨幅更高、影响范围更广。

1、欧洲本轮能源危机始于6月，通常这是淡季但今年此时天然气受极端高温和欧盟加快天然气储备的影响，需求不弱。

2、欧洲本轮气价和电价涨幅高于去年，8月末英国天然气价格同比涨幅359%，创出历史新高；天然气价格对电价的传导显著，两者高度正相关。

3、今年能源危机影响范围更广，供给冲击更加严重。天然气对欧盟企业生产和居民生活至关重要，欧盟国家约1/5的电力、1/3的热量来自于天然气，导致欧洲多国出现能源短缺，多个行业受到能源冲击。

二、本轮欧洲能源危机的成因

欧洲本轮能源危机的根源在于能源体系脆弱，既有能源供应的长期结构性因素制约，也有地缘、天气等短期事件性因素冲击。

1、长期结构性因素：一是欧洲传统化石能源对外依赖度较高，且进口来源集中。欧洲超过八成的天然气依赖进口，2021年度欧盟从俄罗斯进口天然气占全部供应量的32%，容易受到地缘政治风险冲击。二是欧洲长期推崇清洁能源，造成了能源供应稳定性下降，脆弱性上升。欧洲能源体现了“退煤退核、风光并进”的趋势，但风力、光伏等新能源高度依赖天气状况，发电不稳定。

2、短期事件性冲击：一是欧盟推动对俄能源制裁过于激进，招致俄罗斯断供天然气反制。二是极端高温干旱天气既限制了传统能源运营，也冲击了清洁能源的生产。欧洲干旱使得航道水位线下降，德国煤炭等货运量减少，造成煤电供给不足。高温导致河流蒸发加剧，水库水位下降，“欧洲电池”挪威的水电发电量同比减少10%。法国核电面临设备老化和天气困扰，法国1-8月累计核电发电量同比下降20%。

三、欧洲应对本轮能源危机的政策

欧洲能源危机积重难返，本质上是内部能源结构失衡与外部地缘博弈的产物，短期无法根本性扭转。近期欧洲出台限制价格、征收暴利税、削减需求、增加供给四大措施应对危机。



四、本轮能源危机对欧洲的影响

- 1、**能源价格高企和生产瓶颈持续推高通胀。**欧元区 CPI 同比增速约一半由能源涨价贡献，预计四季度欧元区 CPI 同比大概率升至 10% 以上。
- 2、**加剧欧洲经济衰退风险，加速欧元与英镑贬值。**
- 3、**高通胀加速加息周期，欧债危机或将重演。**意大利等南欧国家出现债务危机的概率加大，债务风险可能向银行体系蔓延。
- 4、**碳中和进程受挫，能源转型让位于能源安全。**德国被迫重新启动停运的煤电厂，将无法保证在 2035 年就完成电力行业的碳中和。
- 5、**政府治理失序，民粹主义盛行加深欧盟裂痕。**能源危机加剧民众对政府的不满，意大利、法国、德国政府遭遇信任危机。今年欧洲政治格局更不稳定，右翼民粹主义政党支持率提升，反欧盟势力壮大。

五、欧洲能源危机对中国的影响与启示

- 1、**外溢影响：欧洲能源危机会对我国产生外溢作用，造成外需放缓、汇率贬值、资产价格承压三大不利影响。**一是我国出口面临结构性压力，成本优势的支撑或难以对冲外需放缓的冲击。短期看，欧盟生产受限利好高耗能的化工、金属、玻璃等中间品出口；长期看，欧洲能源危机或引发长时间经济衰退，经济需求整体性放缓，对我国出口的冲击将更严重。二是欧元英镑汇率贬值，推动美元指数再次冲高，在岸人民币兑美元仍有贬值压力。三是欧洲能源危机压制风险偏好，推动市场避险，国内权益资产价格仍有下行风险。
- 2、**政策启示：全球能源系统不稳定的背景下，我国应当统筹好发展和安全，做好初级产品保供稳价，保障能源供应安全。**

风险提示：欧盟继续加码对俄制裁加速能源价格上涨；地缘冲突长期化致使管道天然气无法恢复。



目 录

一、本轮欧洲能源危机的特点	4
二、本轮欧洲能源危机的成因	7
1、长期结构性因素：传统能源对外依赖，清洁能源供应不稳定	7
2、短期事件性因素：地缘冲突和极端天气集中暴露了能源供应风险	8
三、本轮能源危机对欧洲的影响	10
1、欧洲能源危机的四大政策应对措施	10
2、欧洲能源危机对经济社会的五大影响	13
四、欧洲能源危机对中国的影响与政策启示	16
1、外溢影响：外需、汇率、资产价格三重压力	16
2、政策启示：统筹发展和安全，实事求是地开展双碳行动	18

图表目录

图表 1：6-8 月通常是欧洲天然气消费淡季	4
图表 2：今年欧盟天然气补库存快于去年	4
图表 3：今年欧洲天然气价格与电力价格高度正相关	5
图表 4：德国、法国电价今年 6 月开始大幅涨价	5
图表 5：欧盟电力结构中天然气发电占比稳定在 20%左右	6
图表 6：欧洲热力供应 1/3 以上依赖天然气	6
图表 7：意大利、荷兰、德国能源结构中天然气占比较高	7
图表 8：欧洲高度依赖于俄罗斯进口天然气	8
图表 9：欧盟对俄罗斯加码制裁，俄罗斯断供天然气予以反制	8
图表 10：今年上半年欧洲多国水电发电量大幅下降	9
图表 11：今年法国核电的发电量创纪录大幅下降	9
图表 12：欧盟发电成本曲线示意图	10
图表 13：实现价格上限后的西班牙电价涨幅远低于意大利	11
图表 14：欧洲国家针对能源企业加征暴利税一览	12
图表 15：欧盟电力消费中工业部门占比最高	12
图表 16：欧盟对美国液化天然气进口上升	13
图表 17：欧元区调和 CPI 同比涨幅一半由能源贡献	14
图表 18：欧洲能源危机冲击消费者和消费者信心	14
图表 19：欧元汇率达近 20 年新低，英镑汇率创近 40 年新低	15
图表 20：意大利政府负债率远高于欧元区平均水平	15
图表 21：德国煤电占比在下行中出现回升	16
图表 22：今年中国对欧盟出口增速快于出口整体	17
图表 23：今年欧洲主要货币相对美元大幅贬值，人民币贬值幅度相对温和	17
图表 24：中国石油、天然气自给率近十年处于下降趋势	18

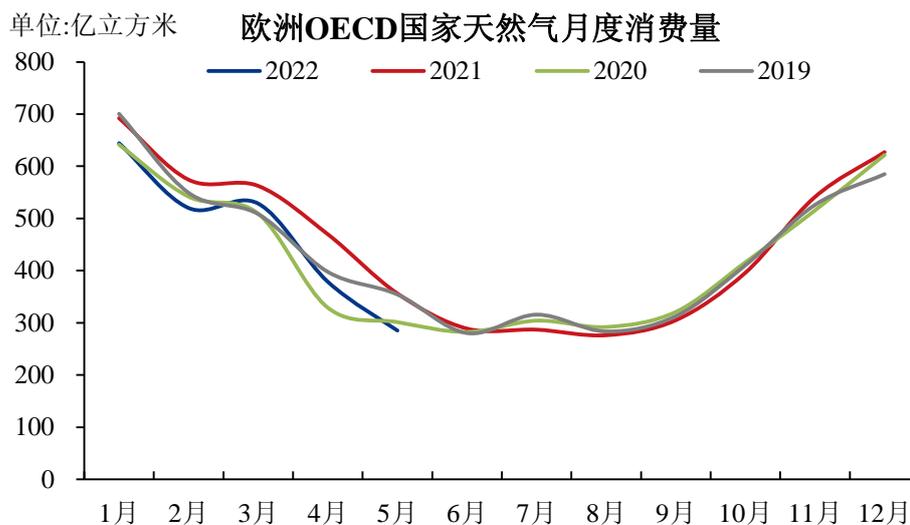


一、本轮欧洲能源危机的特点

本轮欧洲能源危机集中表现为缺气缺电，与去年相比，出现时点更早、价格涨幅更高、影响范围更大。

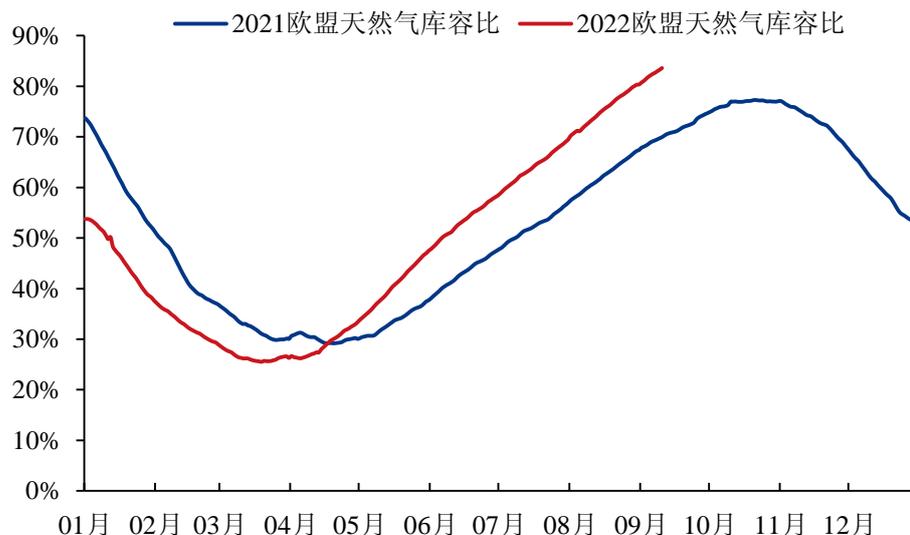
第一，欧洲本轮能源危机始于夏季，需求淡季不弱。去年气价自 9 月开始出现大涨，而本轮危机则始于 6 月，夏季正值度假时节，欧洲能源需求季节性下降，但天然气和电价却双双飙升。一是今年夏季欧洲出现极端高温，用电增加带动天然气发电需求。二是欧盟天然气快速补库存，今年欧盟加快储备天然气，9 月初库容比已经超过 80%，远高于去年同期的 70%。天然气淡季需求并不弱，供应短缺叠加，市场涨价行情启动更早。

图表1：6-8 月通常是欧洲天然气消费淡季



资料来源：OECD、粤开证券研究院

图表2：今年欧盟天然气补库存快于去年



资料来源：GIE、粤开证券研究院

第二，欧洲本轮气价和电价涨均幅高于去年，气价对电价传导显著。去年秋冬季采



暖需求回升，天然气、煤炭价格同步上涨。而今年欧洲天然气价格涨幅远高于其他能源价格。今年6月以来，国际原油、煤炭价格震荡下行，但欧洲天然气价格仍继续攀升，创出历史新高。截至8月末，布伦特原油、鹿特丹煤炭、英国天然气价格近一年同比涨幅分别为32%、139%、359%。根据北欧电力市场数据，8月德国、法国、荷兰日前交易电价最高甚至突破600欧元，远高于去年末和今年一季度的高点。欧洲电价期货的涨幅更高，德国和法国明年交付的电价格在8月底上升至1000欧元附近。当前欧洲气价成本直接影响电价，这是基于边际成本定价。因为当前欧盟电力市场针对不同的发电商按统一的出清价格支付（Pay as Clear）。发电商按边际成本报价，市场优先选择发电边际成本较低的可再生能源，然后选择成本偏高的化石能源。最后满足市场需求的是天然气发电商，因此，天然气的边际发电成本决定市场电价，气价和电价走势高度正相关。

图表3：今年欧洲天然气价格与电力价格高度正相关



资料来源：ICE、NordPool、粤开证券研究院

图表4：德国、法国电价今年6月开始大幅涨价

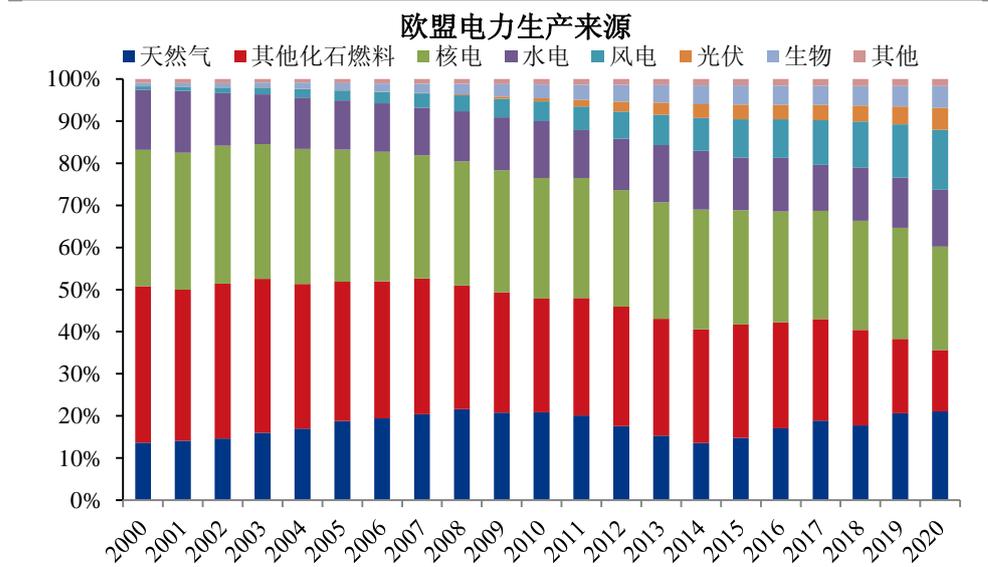


资料来源：NordPool、粤开证券研究院



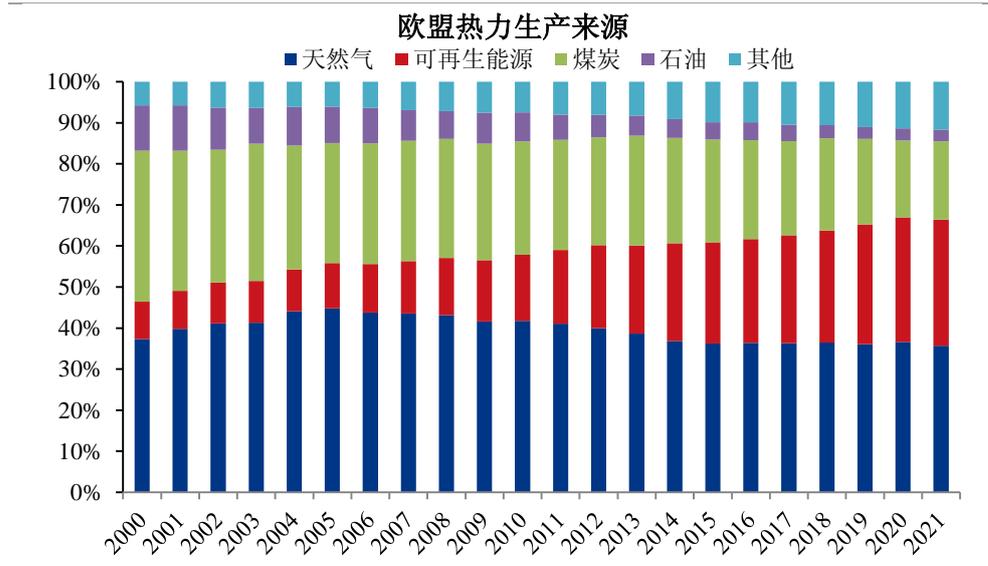
第三，本轮能源危机影响范围更广，供给冲击更加严重。去年欧洲经济复苏，供给冲击主要体现为风电减少，电力供不应求因而涨价。而今年俄乌冲突引起的欧洲天然气供给冲击更加严重。天然气对欧洲企业生产和居民生活至关重要，欧盟国家约 1/5 的电力、1/3 的热力来自于天然气。天然气不仅是欧盟主要的燃料，也是重要的工业原料，天然气严重短缺将造成化工产业链危机。目前欧洲多个高耗能行业受到高电价和高气价冲击，出现了不同程度的减产和停产，有色、化工、化肥、造纸等行业受冲击最为严重。近期欧洲最大的锌冶炼企业 Nyrstar、挪威最大的铝制品企业海德鲁（Norsk Hydro），先后宣布因电力成本因素关闭旗下的锌、铝冶炼厂。

图表5：欧盟电力结构中天然气发电占比稳定在20%左右



资料来源：eurostat、粤开证券研究院

图表6：欧洲热力供应 1/3 以上依赖天然气



资料来源：eurostat、粤开证券研究院



二、本轮欧洲能源危机的成因

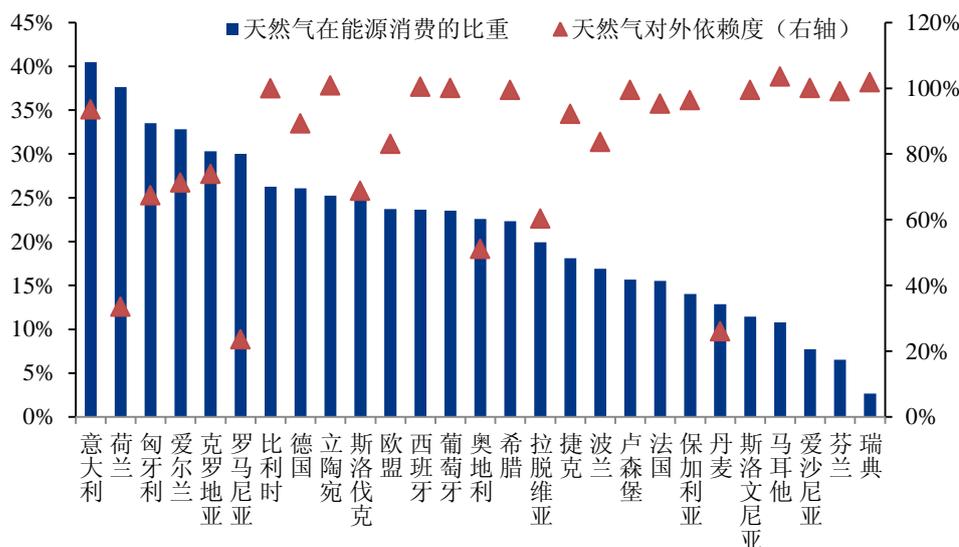
欧洲本轮能源危机的根源在于自身能源体系脆弱，长期因素在于传统能源自给率较低而清洁能源供应相对不稳定。短期因素在于地缘冲突、高温干旱加剧了欧洲能源短缺，加速能源危机的爆发。

1、长期结构性因素：传统能源对外依赖，清洁能源供应不稳定

欧洲传统化石能源对外依赖度高，天然气供应难以自主可控。天然气是欧洲最主要的化石能源，由于其热值高、污染少而备受青睐，欧盟能源消费结构中，天然气占24%。然而，欧盟天然气对外依赖度高达83%，除了荷兰、丹麦少数国家以外，其他国家的天然气主要来自进口。欧洲天然气进口集中度较高，使得能源体系更加脆弱，2021年度欧盟从俄罗斯进口天然气占全部供应量的32%。

欧洲长期推崇清洁能源，造成能源供应稳定性下降，脆弱性上升。长期以来，欧洲能源体现了“天然气为支柱、退煤退核、风光并进”的趋势。电力供应方面，欧洲较早推动电力清洁化，清洁能源在欧盟电力和热力生产中的地位愈发重要。化石能源在电力结构中的比重从2000年的50.8%下降至2020年的35.6%，核能占比也明显下降，而可再生能源占比则从16.4%上升至39%，其中水电相对平稳，而风力、光伏等新能源发电占比显著提高。水力、风力、光伏等清洁能源高度依赖天气状况，发电不稳定。

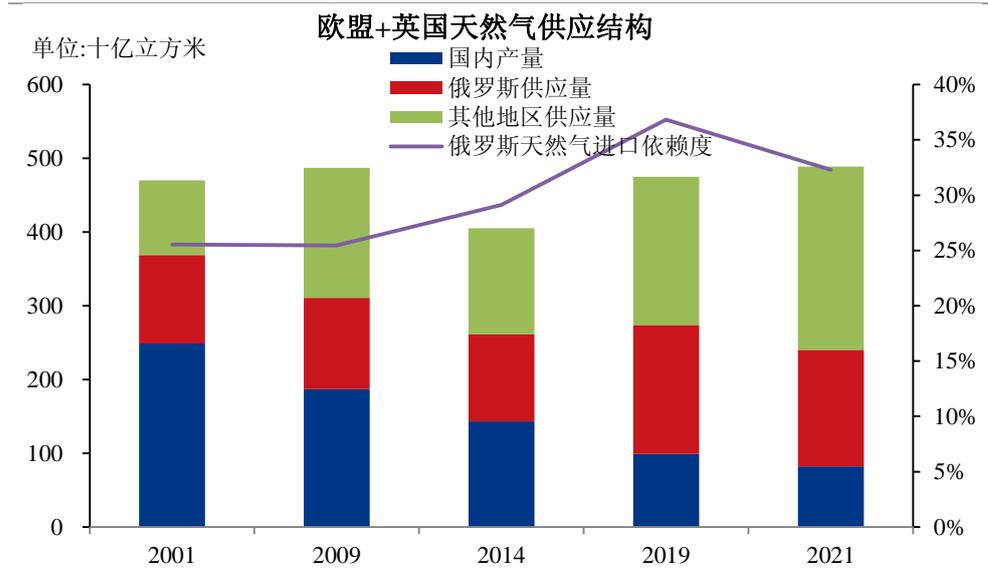
图表7：意大利、荷兰、德国能源结构中天然气占比较高



资料来源：eurostat、粤开证券研究院



图表8：欧洲高度依赖于俄罗斯进口天然气

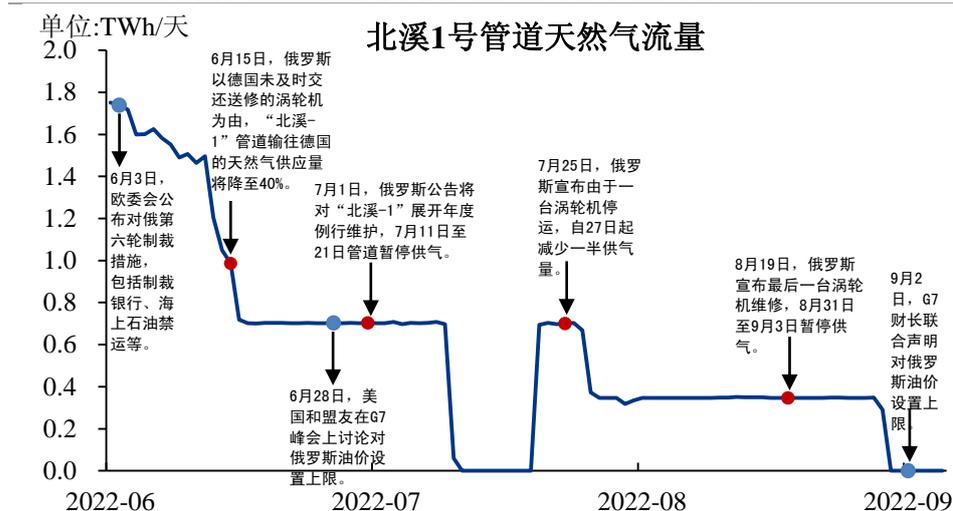


资料来源：IEA、粤开证券研究院

2、短期事件性因素：地缘冲突和极端天气集中暴露了能源供应风险

欧盟对俄制裁加剧地缘政治紧张，面临天然气断供风险。俄罗斯对欧洲供应的天然气主要依靠“北溪1号”管道。自6月欧盟公布新一轮对俄制裁措施以来，俄罗斯逐步暂停向欧洲“不友好国家”供应天然气，“北溪1号”管道供气量不断下降，从正常时期的40%降至20%，直至近期俄罗斯以设备维修为由无限期关闭管道。“北溪1号”断供风险发酵，首当其冲的就是西欧与北欧国家。尽管欧盟今年天然气补库存速度快于往年，但当前天然气储备或难以满足冬季激增的需求。若四季度局势还无法缓和，新增天然气来源不足，欧盟或面临无气可用的困境。

图表9：欧盟对俄罗斯加码制裁，俄罗斯断供天然气予以反制



资料来源：nordstream、粤开证券研究院

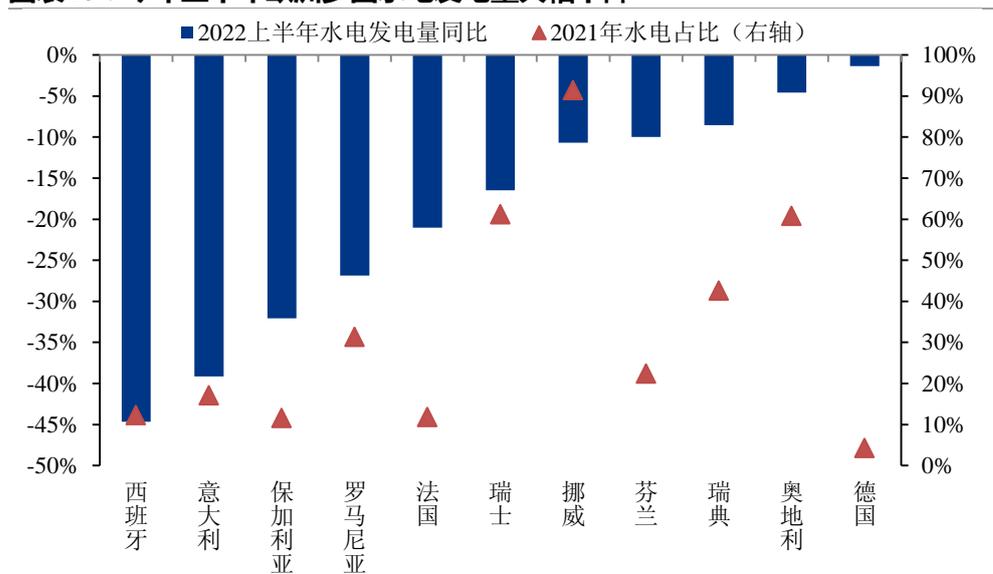
今年夏季，欧洲经历五百年一遇的高温干旱天气，极端天气进一步暴露了欧洲能源体系的脆弱性，既限制了传统能源运营，又冲击了清洁能源的生产。



一是欧洲高温干扰河道运输，煤炭运输受限造成煤电供给不足。德国莱茵河水位降至适航线以下，使得煤炭运输船载货量大幅减少，造成了煤炭运输延误。煤电是德国最大的电力来源，部分煤电厂燃料不足，德国 Uniper 公司宣布削减煤电厂供电量。

二是欧洲水电发电量大幅萎缩，加剧电力危机。高温导致河流蒸发加剧，水库水位下降，欧洲水电发电量同比大幅减少。素有“欧洲电池”之称的挪威，90%的电力依靠水电，今年上半年挪威水电发电量同比下滑超 10%。意大利、西班牙上半年水电发电量同比萎缩 40%、45%。

图表10：今年上半年欧洲多国水电发电量大幅下降



资料来源：IEA、粤开证券研究院

三是受设备老化和不利天气困扰，核电发电量大减。核电大国法国冷却核反应堆的河流水位下降，水温升高导致冷却困难，核电站被迫减产。据法国电力集团 EDF 报告，法国国内目前核电反应堆产能利用率不到 50%，远远低于历史同期水平。2022 年 8 月核电发电量下滑至 181 亿千瓦时，当月同比-37.6%，1-8 月累计核电发电量同比-20.2%，预计全年核电发电量将创近三十年新低。

图表11：今年法国核电的发电量创纪录大幅下降



资料来源：EDF、IEA、粤开证券研究院

三、本轮能源危机对欧洲的影响

欧洲陷入能源危机和经济滞胀的泥潭，欧洲多国政府纷纷开启政策援助应对危机。欧洲能源危机积重难返，本质上是内部能源结构问题与外部地缘博弈的产物，短期无法根本性扭转。欧洲能源危机仍将反复，将对欧洲经济社会产生五大影响。

1、欧洲能源危机的四大政策应对措施

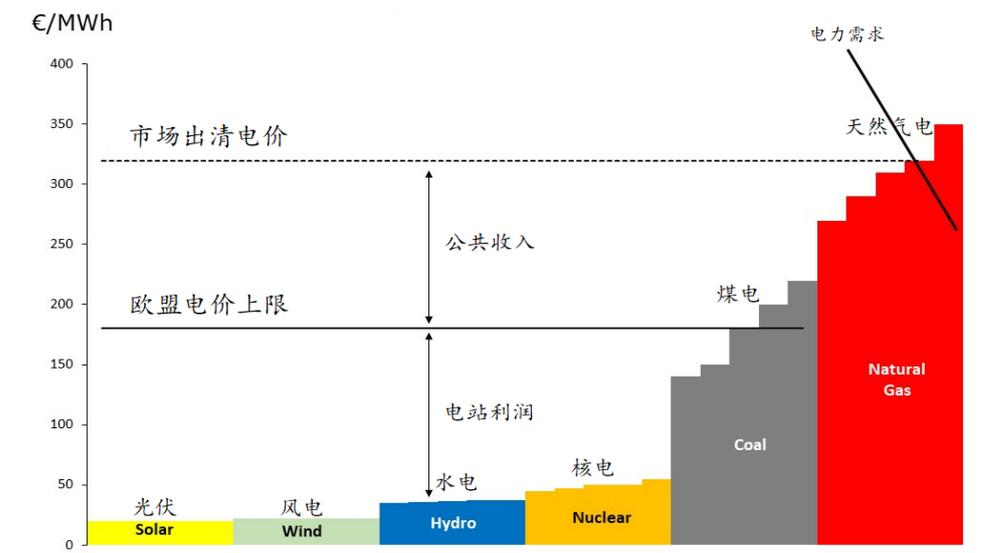
为了缓解能源危机，近期欧洲多国政府密集出台措施，包括限制价格、征收暴利税、削减需求、增加供给四大手段，目前来看收效甚微。9月9日，欧盟各国能源部长召开紧急会议，提出包括对化石能源企业征收超额利润税、对俄罗斯天然气设定价格上限等建议。¹9月14日，欧委会宣布紧急干预能源市场，提出设置电价上限、加税与补贴等措施。²

第一，价格限制措施“治标难治本”。一是限制非天然气电价与补贴消费者结合，或引起供给收缩和需求增加。欧委员最新提出对非天然气电价设置上限，对“边际以下”的可再生能源、核电以及煤电生产商设置180欧元的价格上限，超过上限的收入将由成员国政府征收并用于补贴能源消费者。虽然欧委员对低成本的可再生能源限价，预计会增加高达1170亿欧元财政收入，但可再生能源的发电收益受损，将限制未来新能源电力供应，并且补贴消费者，电力需求会增加，反而加剧电力短缺。**二是直接限制天然气电价与补贴发电商相结合，可持续性不强。**今年5月，西班牙获得欧盟批准对天然气发电商予以补贴，并设置天然气电价上限为40欧元/MWh。限价短期压制了西班牙的市场电价，电价涨幅远低于其他国家。但本质上依靠财政补贴维持低价，推广该政策要考虑财政可持续问题，尤其是天然气发电占比较高的意大利等国，补贴将进一步加剧财政困难。如果只针对俄罗斯天然气限价，只具有象征性意义，因为目前俄罗斯天然气供给已经大幅萎缩，限价实际作用有限。**三是改革电价定价机制困难重重。**欧盟还可以采用不同机组不同上网电价的模式，或者将天然气发电机组排除在报价体系之外，实现电价与气价脱钩。此举直接调控电价，效果最为直接，但涉及到欧盟各个成员国发电商利益平衡以及电力交易市场之间的协调，改革落地难度较大。

图表12：欧盟发电成本曲线示意图

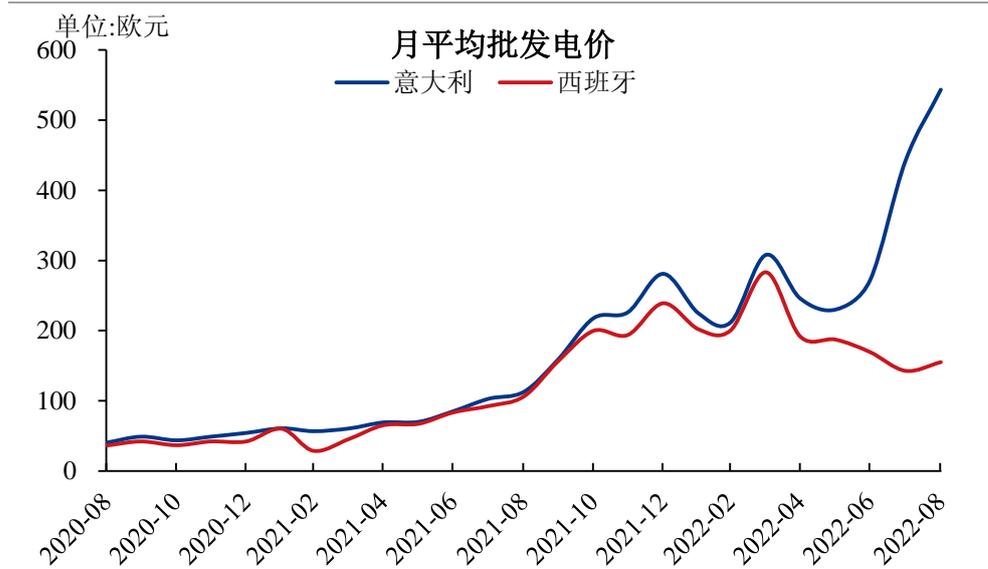
¹ https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/speech_22_5426

² https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_22_5489



资料来源：RystadEnergy、粤开证券研究院

图表13：实现价格上限后的西班牙电价涨幅远低于意大利



资料来源：Ember、粤开证券研究院

第二，加税“劫富济贫”难解燃眉之急。欧委会提出，针对化石能源公司 2022 年利润中超出过去 3 年平均水平 20% 以上的部分征收 33% 的“团结税”，预计筹资 250 亿欧元资金，将重新分配用以减轻消费者负担、支持遭受能源冲击的企业。今年意大利、英国等多个欧洲国家已出台了不同范围不同税率的能源暴利税（windfall tax），有的针对化石燃料企业，有的针对电力企业。欧洲对传统能源征税“劫富济贫”，属于政治正确，容易拉拢选民支持。预计该法案将于 9 月 30 日的由欧盟成员国能源部长投票表决通过。但是，征税何时落地以及产生效果依然存疑。一是征税时效性不足，若德、法等主要成员国的征税立法进程较慢，则无法快速降低电力价格。二是征税后的分配方案难以保证公平，不确定性大，预计各个成员国或难以达成一致，难以缓解当前日益严峻的能源危机。三是征税可能产生副作用，加税会抑制企业投资，引起煤炭、石油涨价。



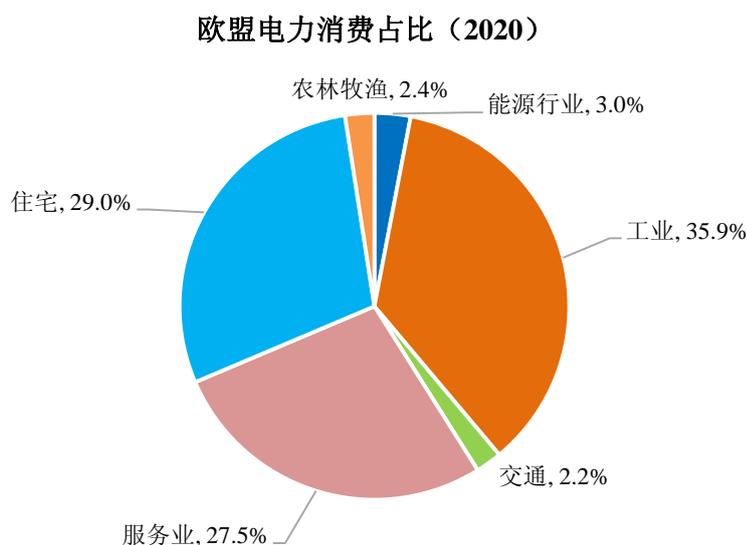
图表14：欧洲国家针对能源企业加征暴利税一览

表格表头	宣布时间	表格表头
意大利	2022/03	对能源公司（电力、天然气和石油产品的生产商和销售商）征收一次性 10% 的税，适用于 2021 年 10 月至 2022 年 4 月期间与去年同期相比增长超过 500 万欧元的公司利润。5 月宣布该税税率提升至 25%。
希腊	2022/05	对 2021 年 10 月至 2022 年 3 月期间国内电力生产商的意外利润征收 90% 的税。
英国	2022/05	能源暴利税于 2022 年 7 月推出，将于 2025 年底到期，是在现有税收基础上对石油和天然气利润征收 25% 的额外税，使得合并税率达到 65%。该税不适用于发电行业。
匈牙利	2022/05	宣布在 2022 年和 2023 年对能源公司的“额外利润”征收临时暴利税。该税适用于世界市场石油价格与从俄罗斯进口石油产品的实际价格之间的差异产生的收入，税率为 40%。
西班牙	2022/07	宣布对电力公司在 2022 年和 2023 年赚取的超常利润征收临时暴利税。去年 9 月已宣布对可再生能源发电企业征收暴利税。
罗马尼亚	2022/08	根据平均销售价格与每兆瓦时 450 列伊之间的月差计算，对电力生产商实现的额外净收入征收 80% 的暴利税；对每兆瓦时 85 列伊（约 18 美元）以上的天然气价格的额外收入征收 15% 至 70% 的累进税。

资料来源：IMF、粤开证券研究院

第三，削减能源需求或加速衰退。 欧盟电力结构中，工业用电占大头，其次是住宅与服务业用电。欧盟提出了“省气省电”目标，成员国自行减少高峰时段用电量，争取将总体用电量减少 10%，天然气使用量减少 15%。但是，冬季居民部门需求相对刚性，为实现需求削减目标，工业部门或将面临更多行业限产或停产。目前能源价格高企已经开始抑制经济需求，继续压降电力需求会增加居民生活困难，加剧生产约束，加速欧洲经济滞胀与衰退。

图表15：欧盟电力消费中工业部门占比最高



资料来源：eurostat、粤开证券研究院

第四，增加能源供给空间有限。 疫情之后，全球能源供给偏紧，欧佩克谨慎增产，而美国页岩油、气钻井产量仍未完全恢复，短期扩大能源供给的空间有限。一是欧盟自身天然气产量不足，荷兰、丹麦早已逐年降低北海天然气开采量，短期无法扩产。二是欧盟加大从美、澳等国进口 LNG，市场竞争抬高进口价格。今年上半年，欧盟进口美国



LNG 的占比从去年 28%提升至 50%，而进口俄罗斯 LNG 比重则小幅下降。三是欧盟多国重启传统能源发电，德国、奥地利启动多个煤炭火力发电厂，法国电力公司 EDF 则承诺将在 2022 年底之前重启多个核反应堆。

图表16：欧盟对美国液化天然气进口上升



资料来源：eurostat、粤开证券研究院

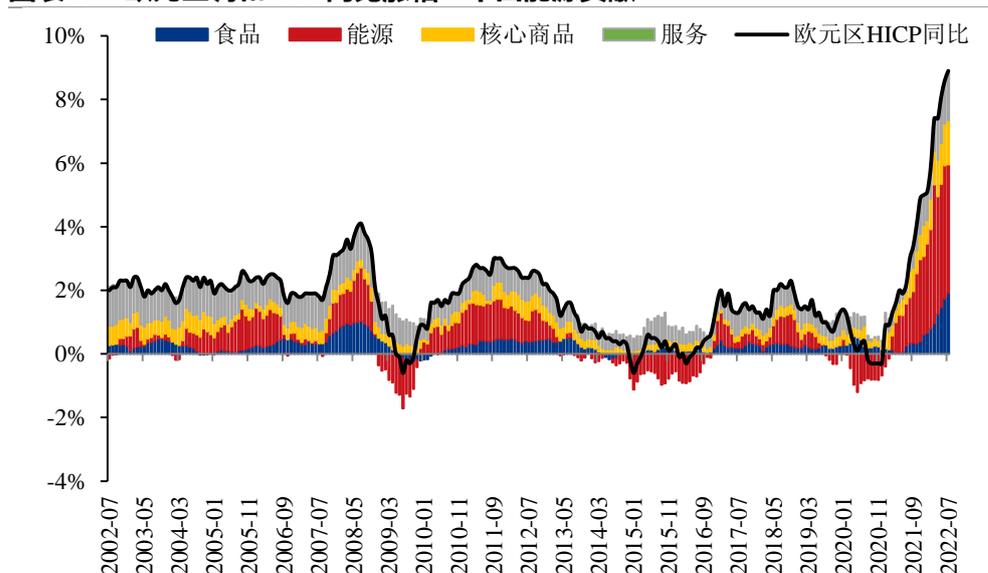
2、欧洲能源危机对经济社会的五大影响

今年欧洲能源危机愈演愈烈，不仅会加剧经济滞胀，还会引发金融风险，并对政治与社会造成一系列影响。

第一，能源价格飙升和生产瓶颈持续推高通胀。一方面，能源价格直接抬高居民生活成本。8月欧元区调和CPI同比高达9.1%，其中能源涨价拉动了一半的增速，多国CPI同比超10%，且还在继续创新高。凛冬降至，欧洲能源价格易涨难跌，四季度欧元区CPI同比大概率升至10%以上。居民电费、油费、取暖费成本激增，能源危机或将转化为民生冲击。另一方面，欧洲高电价逐步限制工业生产，供给约束会推动工业品涨价，并向中下游行业传导通胀。如化工厂关停导致化肥产量减少、价格飙升，成本驱动食品涨价，化工化纤减产可能引发服装价格上涨。



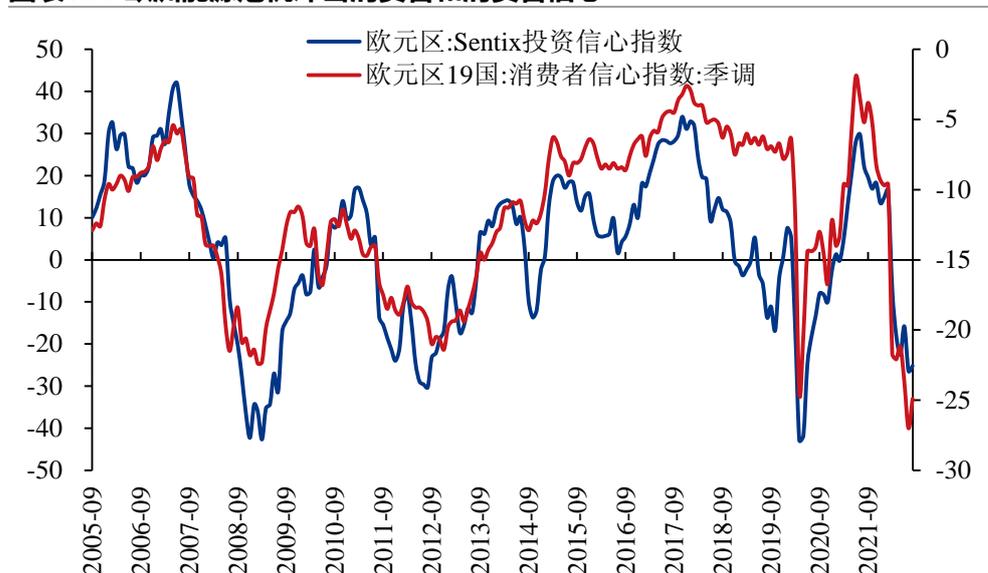
图表17：欧元区调和 CPI 同比涨幅一半由能源贡献



资料来源：eurostat、粤开证券研究院

第二，加剧欧洲经济衰退风险，加速欧元与英镑贬值。能源短缺问题难解，欧洲经济三驾马车都将放缓。能源通胀侵蚀居民购买力，并限制制造业和服务业复苏，欧洲消费者和投资者信心均跌至历史低位，消费和投资双双下滑。而且能源涨价使得欧洲贸易条件变差，欧盟货物贸易逆差持续扩大，国际收支不平衡加剧。今年欧洲货币相对美元大幅贬值，欧元兑美元汇率已跌至平价线以下，英镑兑美元汇率持续贬值至 1984 年以来的低点。今年德国央行、英国央行均预测四季度经济将出现衰退，基本面拖累欧元和英镑汇率走弱。

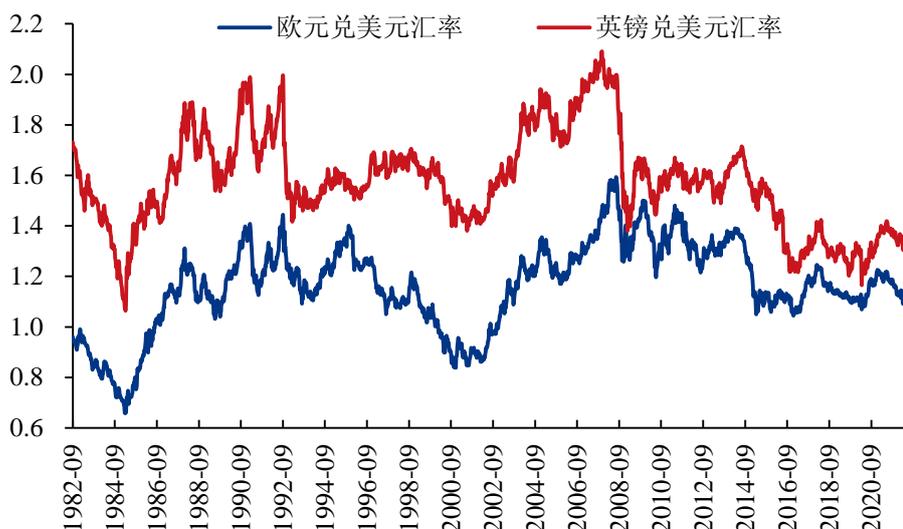
图表18：欧洲能源危机冲击消费者和消费者信心



资料来源：wind、粤开证券研究院



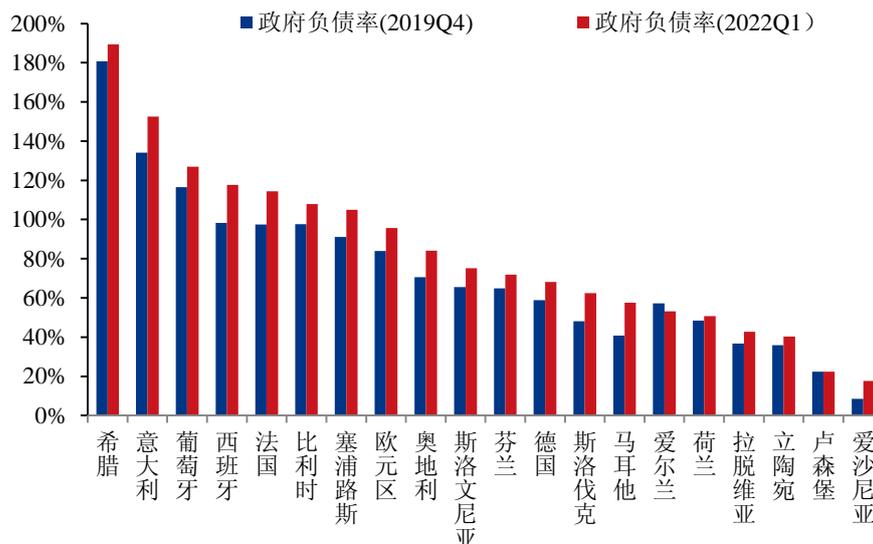
图表19：欧元汇率达近 20 年新低，英镑汇率创近 40 年新低



资料来源：wind、粤开证券研究院

第三，高通胀加速加息周期，脆弱国家或将面临债务危机。 欧央行货币政策目标是维持通胀稳定在 2%，而为了打压通胀预期，欧央行被迫加快加息的步伐。但欧元区仅仅是货币同盟，并非财政同盟。2011 欧债危机爆发后，欧洲长期维持零利率与负利率环境，但财政一体化迟迟未有进展。疫情后欧元区实施大规模财政刺激政策，欧元区 2022Q1 政府负债率 95.6%，较 2019 年末抬升 11.7 个百分点，意大利、西班牙等国负债率出现大幅攀升。高通胀推动欧央行或持续加息，9 月欧央行罕见加息 75bp，意大利等南欧国家出现债务违约风险加大，脆弱国家与核心国家国债利差进一步走阔。由于欧债的最大持有者是欧洲各国银行，个别国家的债务风险会蔓延到欧洲内部银行体系，欧债危机或将重演。

图表20：意大利政府负债率远高于欧元区平均水平



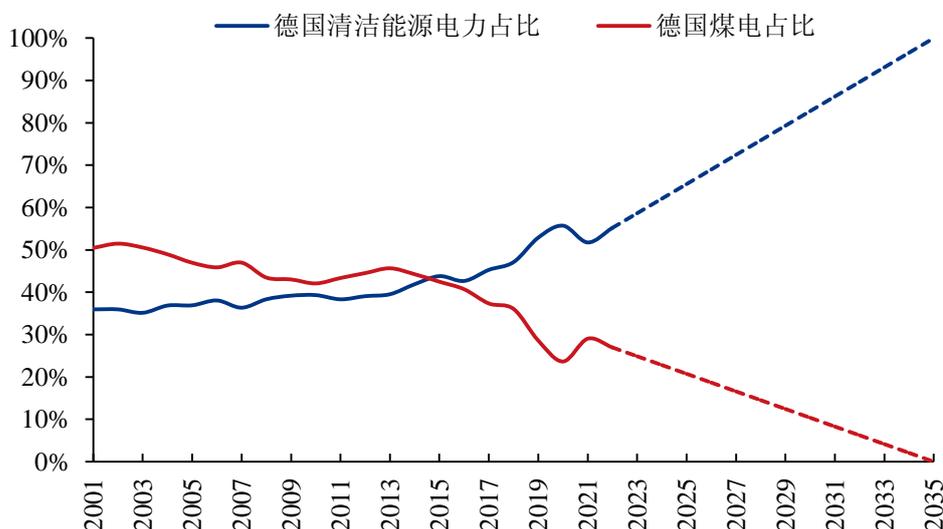
资料来源：wind、粤开证券研究院

第四，能源危机改变碳中和进程，能源转型让位于能源安全。 欧洲能源危机也是欧洲长期主张环保“政治正确”的代价，欧洲过于激进的“退煤退核”政策反而招致了能源供应风险。今年 4 月，德国总理朔尔茨提出，要实现 2030 年禁用煤炭、2035 年禁用



化石能源并实现 100%的可再生能源发电。但俄罗斯天然气断供引发能源危机，德国被迫重新启动停运的煤电厂，将无法保证在 2035 年就完成电力行业的碳中和。7 月 5 日，德国下议院获得通过修订法律草案，撤销“在 2035 年之前能源行业实现碳中和”的目标。随着能源危机不断冲击欧洲经济，能源安全的重要性加强，欧洲整体的电力脱碳进程都将受阻，欧盟碳中和战略面临波折。

图表21：德国煤电占比在下行中出现回升



资料来源：Ember、粤开证券研究院

第五，政府治理失序与民粹主义盛行，加深欧盟政治格局不稳定。欧洲能源危机加大居民生活负担，居民对政府的不满加深，政府支持率大幅下滑。今年意大利总理因政治分歧而辞职，法国和德国政府也遭遇执政风波，欧洲政治格局也更加不稳定。意大利政局分裂，能源危机正在演变为政府信任危机。意大利总统解散议会后将于 9 月将迎来大选，当前右翼民粹主义政党支持率较高，而右翼政党基本都持有反欧盟立场，欧盟的裂痕或将进一步加深。德国总理朔尔茨在如何缓解居民能源负担方面莫衷一是，先是宣布 10 月开始对居民征收天然气附加税，遭到民众批评后又宣布下调天然气增值税，摇摆不定的政策使得总理的民意支持率持续下滑。今年法国议会选举中，总统马克龙阵营未获得绝对多数席位，而勒庞领导的极右翼政党获得席位数大增，加大了法国政局的变数。

四、欧洲能源危机对中国的影响与政策启示

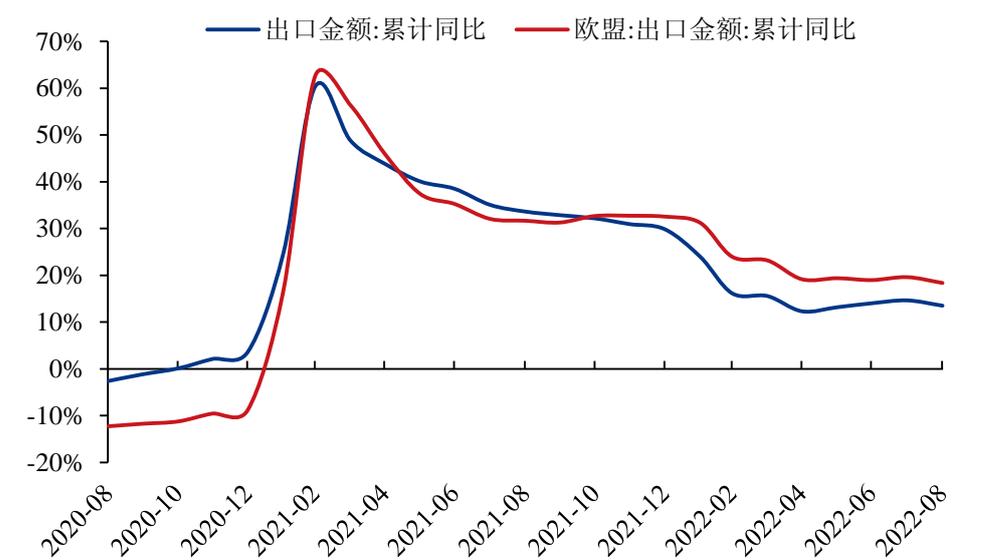
1、外溢影响：外需、汇率、资产价格三重压力

欧洲能源危机引发的经济衰退和金融风险，也会对我国产生外溢效应，造成外需放缓、汇率贬值、资产价格承压三大不利影响。

第一，我国出口面临结构性压力，成本优势的支撑或难以对冲外需放缓的冲击。今年全球高通胀环境下，受益于国内保供稳价政策，我国生产成本的优势支撑了出口的韧性。欧洲能源危机限制能源密集型产品生产，带动了我国化工中间品以及电力设备订单的增长。短期看，欧盟生产受限带动我国工业品需求，利好高耗能的化工、金属制品、玻璃等中间品出口；长期看，欧洲能源危机或引发长时间经济衰退，经济需求整体性放缓，将对占比更高的消费品和资本品产生更大的下行压力，对我国出口的冲击将更严重。



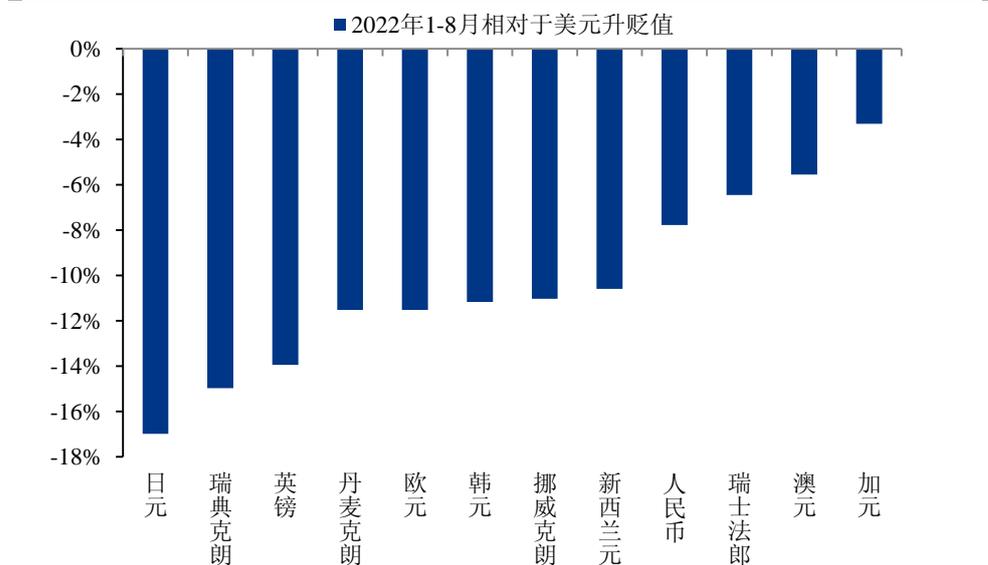
图表22：今年中国对欧盟出口增速快于出口整体



资料来源：wind、粤开证券研究院

第二，欧洲货币贬值将使得美元指数再次冲高，人民币仍有贬值压力。今年能源危机冲击下，欧美经济周期和货币周期预期差不断拉大，1-8月欧元兑美元汇率累计贬值11.5%、英镑兑美元汇率累计贬值13.9%。欧元、英镑在美元指数中分别是第一、第三大的权重货币，欧洲货币走弱推动美元指数持续走强。新兴市场汇率贬值和金融风险加剧，人民币汇率年内经历了两轮快速贬值，人民币汇率贬值压力仍存。未来人民币汇率走势取决于三方面因素：一是美元指数的强弱，二是国内经济恢复情况，三是维护汇率稳定的政策干预。

图表23：今年欧洲主要货币相对美元大幅贬值，人民币贬值幅度相对温和



资料来源：wind、粤开证券研究院

第三，出口与汇率承压使得资本市场预期低迷，国内权益资产价格仍有下行风险。今年出口的韧性支撑了国内制造业的相对景气，但接下来出口放缓风险可能使得内外需共振下行。一是欧洲能源危机在宏观上加大全球滞胀风险，出口放缓与内需不振使得基本面走弱；二是欧元金融风险蔓延，加剧全球市场波动，打压市场信心，进一步压制资本市场风险偏好，短期国内权益资产价格仍存下行风险。

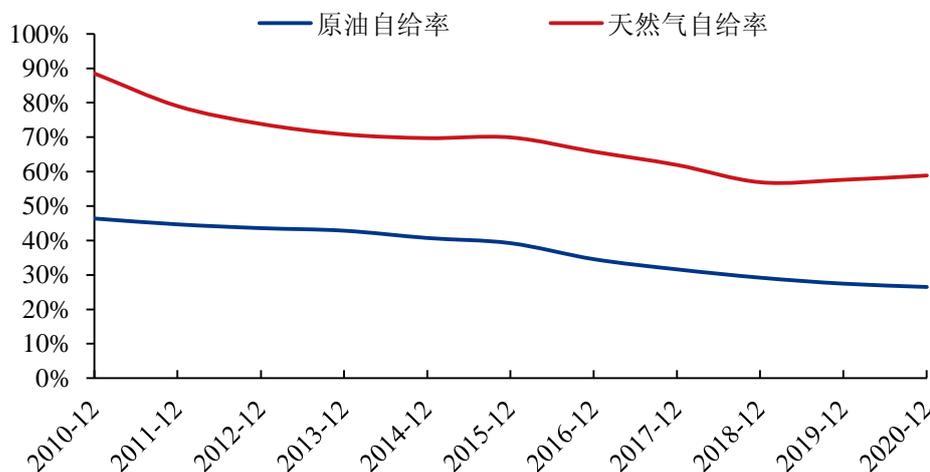


2、政策启示：统筹发展和安全，实事求是地开展双碳行动

全球能源系统不稳定的背景下，我国应当统筹好发展和安全，做好初级产品保供稳价，保障能源供应安全。今年国内夏季高温等极端天气对电力生产和运行带来挑战，“让电于民”等政策应急措施避免了民生冲击，但仍对国内工业生产和供应链造成了一定限制。全球碳中和的长期趋势已经确立，能源转型过程中能源供给不确定性加大，对于极端天气等冲击的响应能力不足，未来能源短缺或更加频发。

第一，以我为主发展能源贸易，加强天然气能源储备。我国是世界第一大能源消费国，但原油自给率不足 30%、天然气自给率不足 60%。天然气进口集中度较高，接近 40%的进口来自于澳大利亚。当前欧洲能源危机背景下，全球天然气进口争夺更加激烈，要维护与液化天然气出口国的经贸关系，签署大规模长期采购协议，同时以我为主发展对俄经贸关系，适当扩大对俄罗斯天然气进口，建设中俄天然气管道。此外，我国天然气消费量逐年攀升，但天然气储备略显不足，库存量仅占年消费量的 5%左右，远低于欧美，库存紧张或加剧价格波动，未来仍需要持续提升天然气储备和调节能力。

图表24：中国石油、天然气自给率近十年处于下降趋势



资料来源：中国能源统计年鉴、粤开证券研究院

第二，实事求是地开展双碳行动和能耗双控。去年“拉闸限电”事件显示出，地方政府在执行中央政策时存在一刀切的特征，运动式减碳以及突击完成能耗任务，未做到实事求是。我国的产业和能源结构决定了我国实现碳达峰碳中和是个相对漫长的过程，不能毕其功于一役，不能将中长期目标执行短期化，避免人为因素加大供需缺口，扭曲市场价格。

第三，统筹发展和安全，发展新能源技术需要兼顾能源安全。要辩证看待发展和能耗的关系，要在发展中通过技术创新降低能耗，而不是通过降低发展来降低能耗。既要发展和推广新能源技术需要循序渐进，不可急功近利，违背能源发展规律。



分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任首席经济学家兼研究院院长，证书编号：S0300520110001。

方堃，FRM，2021年4月加入粤开证券，现任宏观分析师，证书编号：S0300521050001。

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，保证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理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

广州经济技术开发区科学大道 60 号开发区控股中心 21-23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com