

# 欧洲能源危机的现状及影响

**太平洋证券宏观组：尤春野**

**执业编号：S1190522030002**

**2022年11月1日**

### ➤ 短期影响：

- 可能是新一轮全球经济衰退的导火索。
- 可能会引发美元的阶段性冲高和人民币贬值。

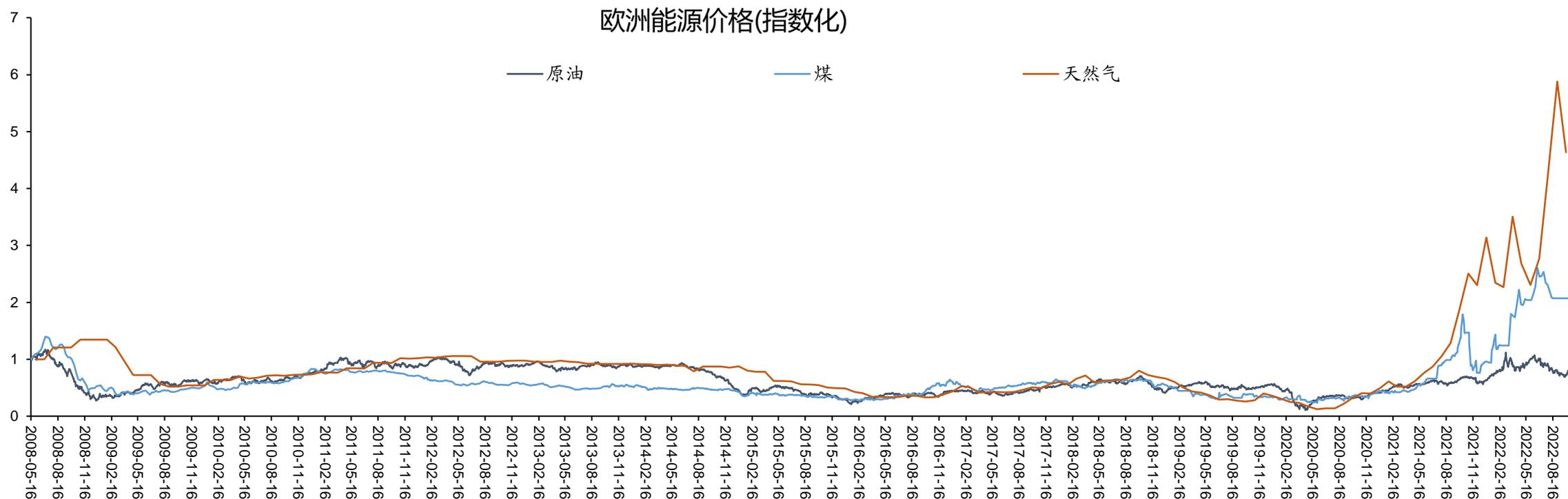
### ➤ 中期影响：

- 全球通胀中枢正在抬升。
- 极宽松的货币政策不再会是常态。

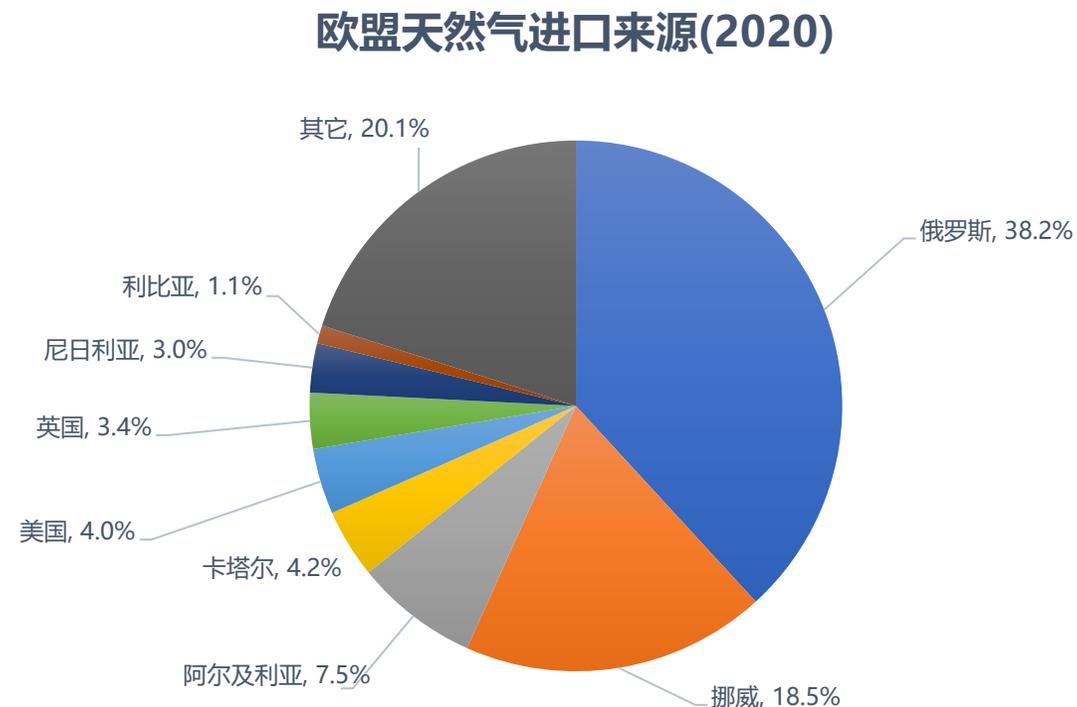
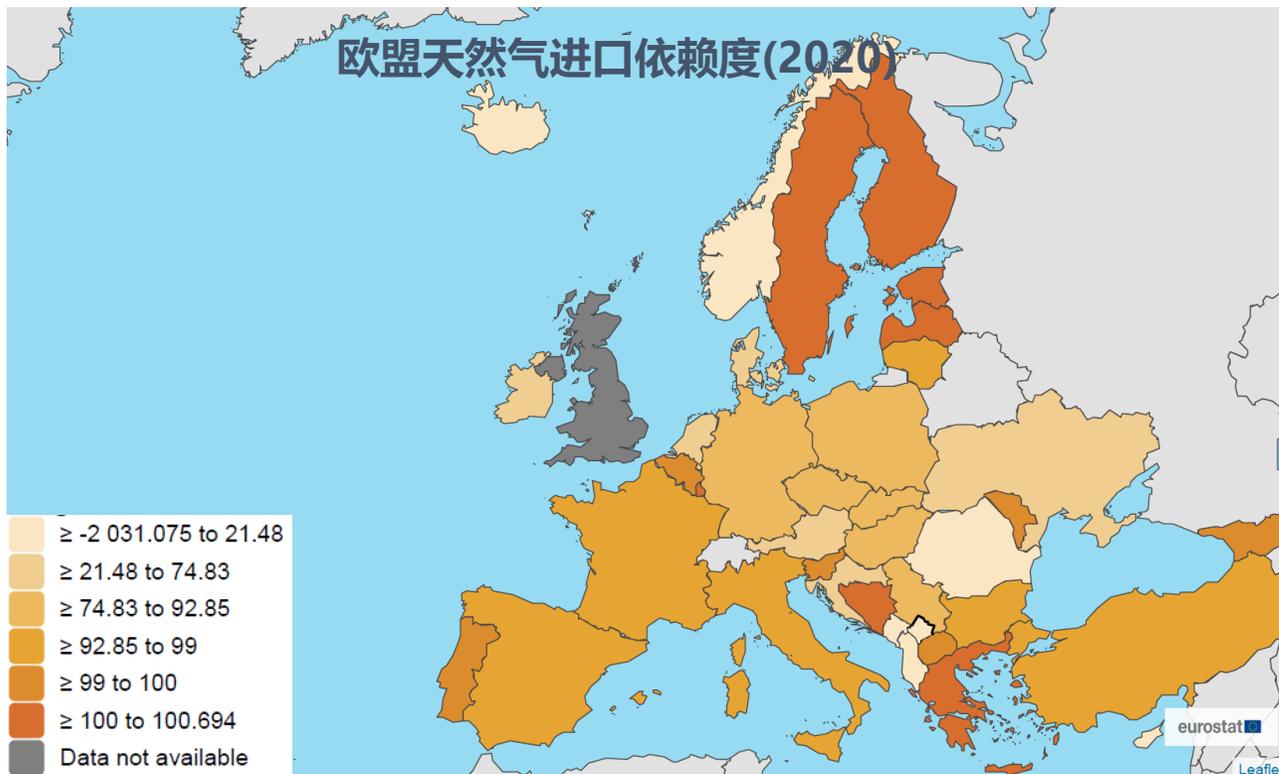
### ➤ 长期影响：

- 欧洲的影响力会趋于减弱。
- 中国供应链优势会更加明显。
- 中俄关系趋于向好，中欧关系稳定发展，中美关系难以改善。

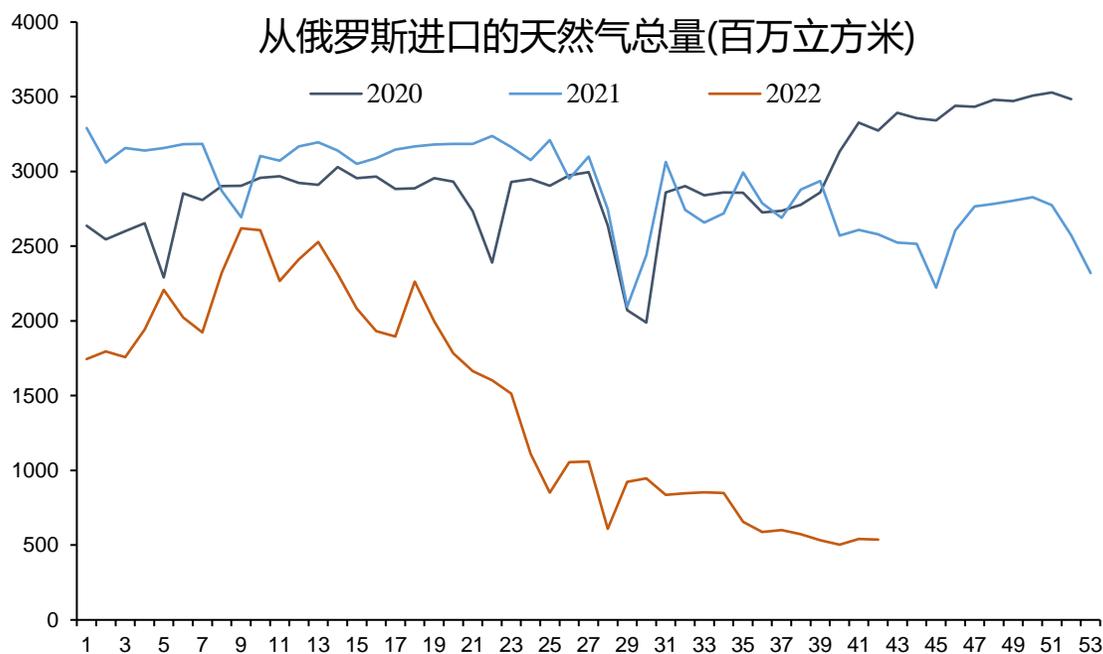
- 欧洲能源危机主要由俄乌战争导致。
- 化石能源主要有三种，煤、石油、天然气。
- 天然气首当其冲。因为欧洲来自俄罗斯的天然气管道主要通过管道运输，一旦中断，没有通往其它地区的管道可以代替。
- 煤受到的影响其次。因为煤是天然气发电的替代品，所以价格跟随天然气价格上涨。
- 石油受到的影响相对轻。因为石油与天然气的替代性较低，而且可以通过其它渠道补充供给。



- 欧盟国家对天然气进口的依赖度极高。2020年数据显示，欧盟整体对天然气进口的依赖度（净进口量/总用量）达到83.6%。主要国家如德国（89.1%）、法国（94.7%）、意大利（92.8%）对天然气进口依赖度更高。
- 欧盟的天然气进口来源中，俄罗斯所占比重最大。2020年欧盟进口的天然气中俄气接近40%。俄罗斯的天然气供给对欧盟至关重要。



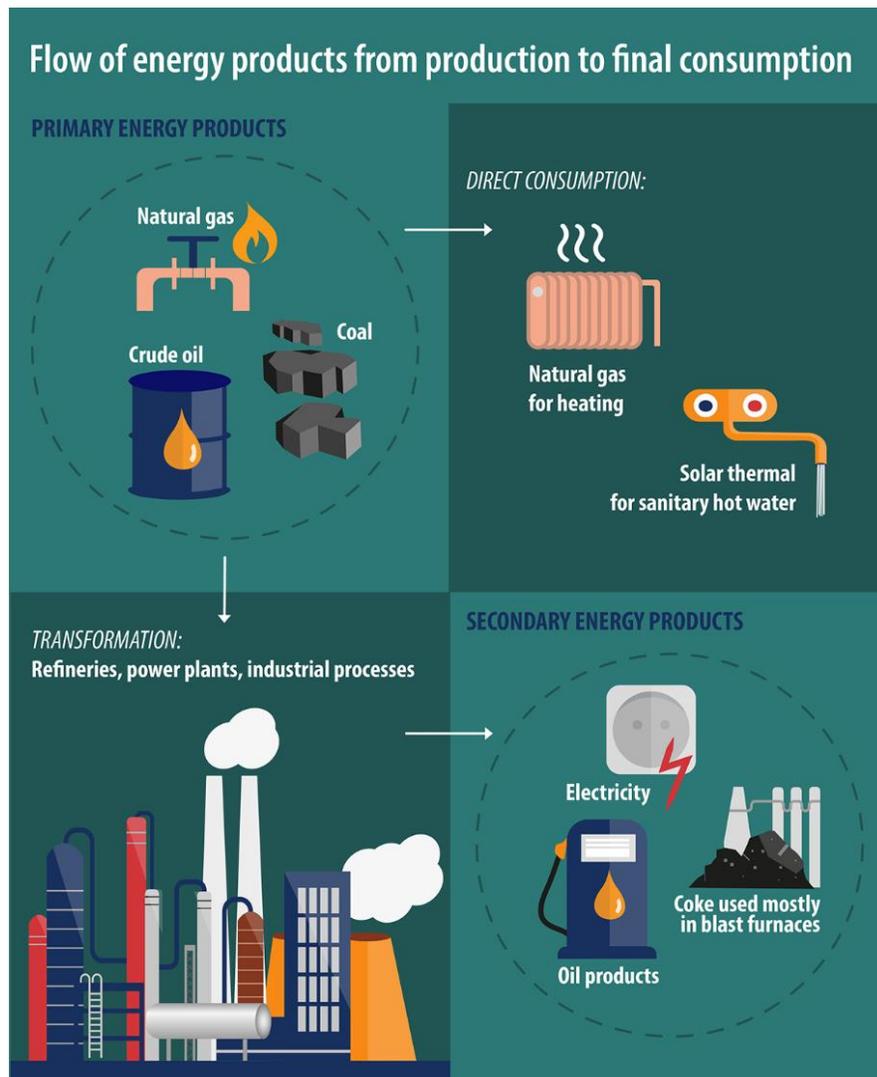
- 今年俄乌冲突爆发之后，欧盟从俄罗斯进口的天然气总量快速下滑，近期欧盟进口自俄罗斯的天然气总量已经同比下降80%。
- 今年1-9月欧盟天然气总需求较前三年同期均值下降了7%。欧盟内部一致决议为今年8月至明年3月将总需求压缩15%。



## 欧盟今年1-9月天然气需求较2019-2021年同期变化

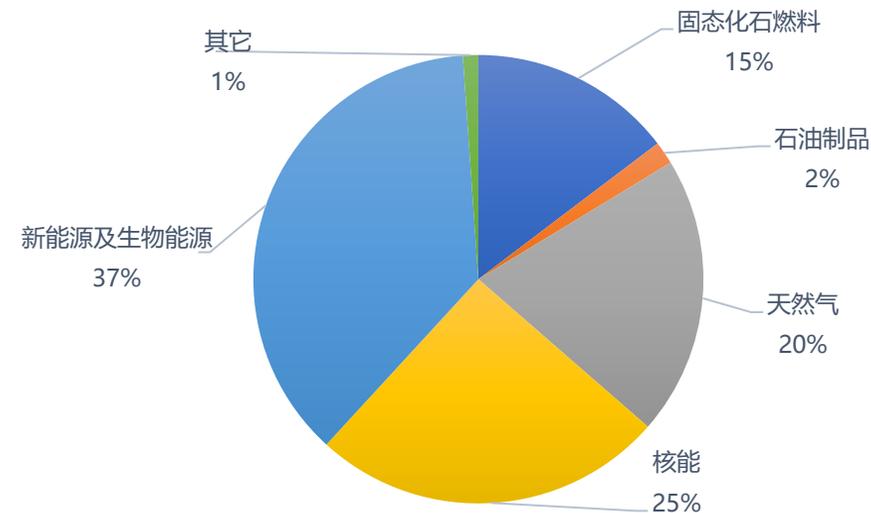
	Total	Power	Industry	Household
Austria	-4%	23%	-10%	** -10%
Belgium	-14%	-18%	-18%	-10%
Bulgaria	-9%	16%	-13%	** -13%
Czechia	-9%	-1%	-10%	** -10%
Germany	-11%	-3%	-16%	-9%
Denmark/Sweden	-20%	-11%	-21%	** -21%
Estonia	-20%		-21%	** -21%
Spain	2%	21%	-8%	** -8%
Finland	-53%	-58%	-50%	** -50%
France	-1%	46%	-12%	-3%
Greece	3%	9%	-5%	** -5%
Croatia	8%	36%	3%	** 3%
Hungary	-5%	-15%	* -15%	-1%
Ireland				
Italy	-2%	2%	-10%	-3%
Lithuania	-25%	-62%	-22%	** -22%
Luxembourg	-18%	-28	* -28	-10%
Latvia	-30%	-70%	-7%	** -7%
Netherlands	-19%	-21%	* -21%	-17%
Poland	-10%	-21%	-8%	** -8%
Portugal	-4%	8%	-39%	-8%
Romania	-11%	9%	-63%	** -4%
Slovenia	-5%	11%	-6%	** -6%
Slovakia	4%	-40%	10%	** 10%
<b>EU</b>	<b>-7%</b>			

## 欧盟能源需求流向

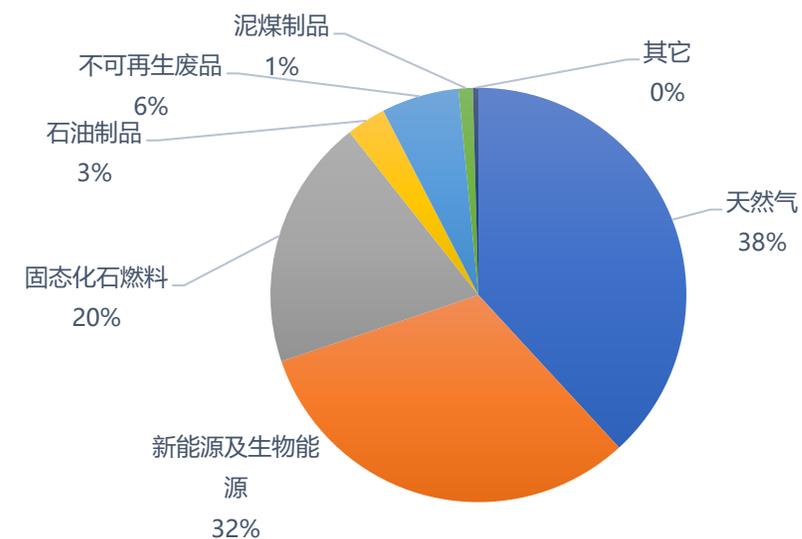


- 天然气的主要用途是发电和取暖。
- 欧洲电力能源结构中，天然气占比为20%，超过其它化石燃料。
- 欧盟取暖能源结构中，天然气占比为38%，超过其它所有类别能源。

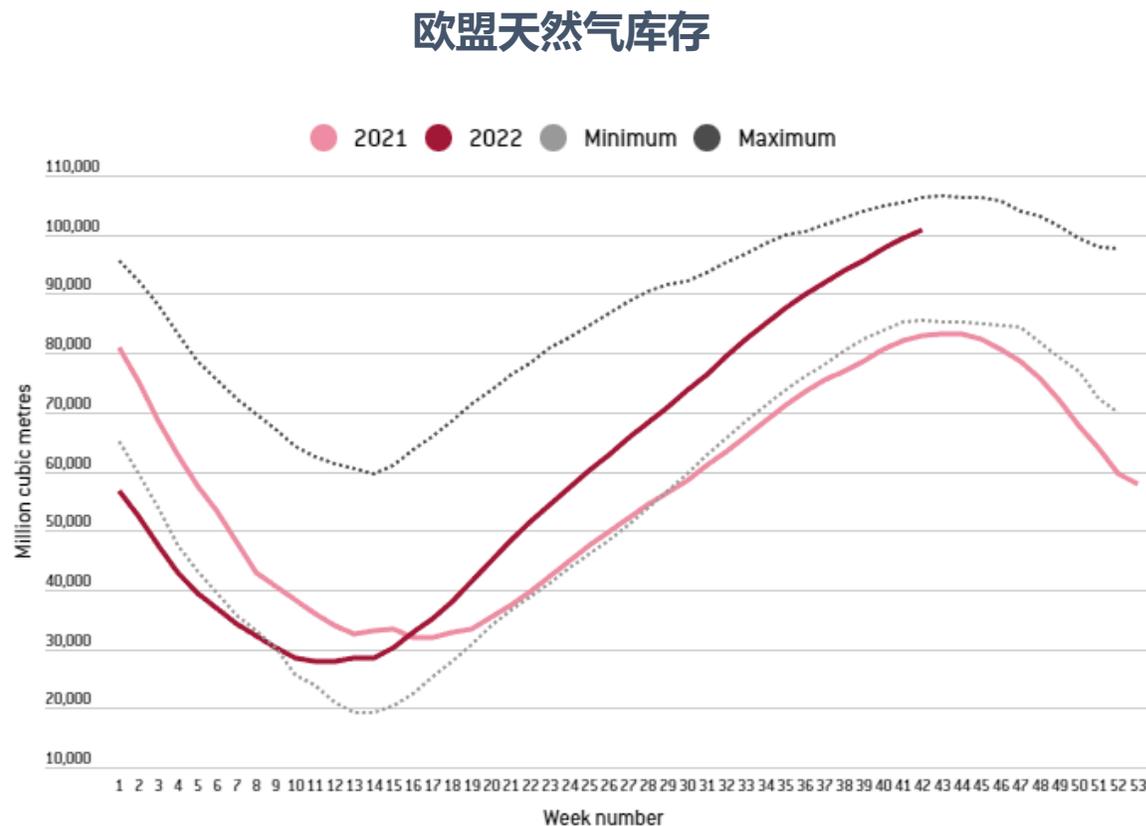
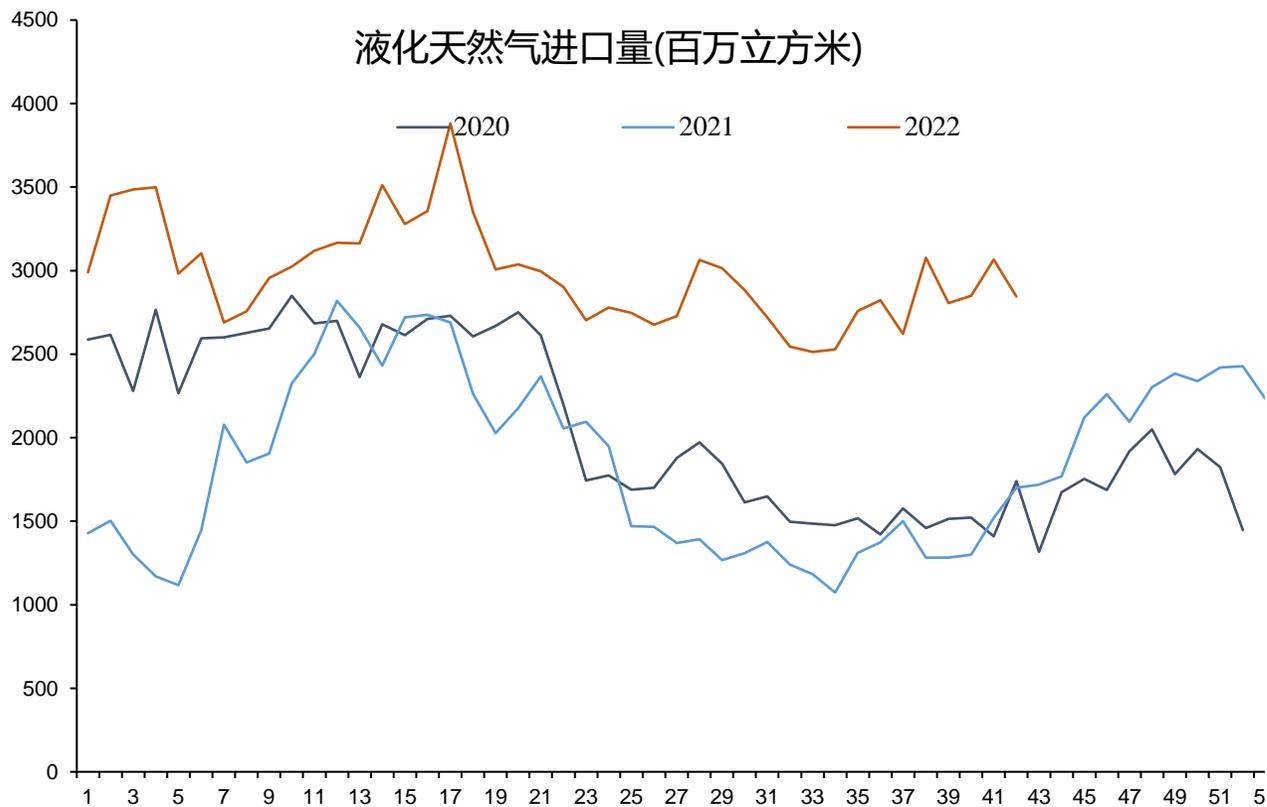
## 欧盟发电能源结构(2021)



## 欧盟取暖能源结构(2021)



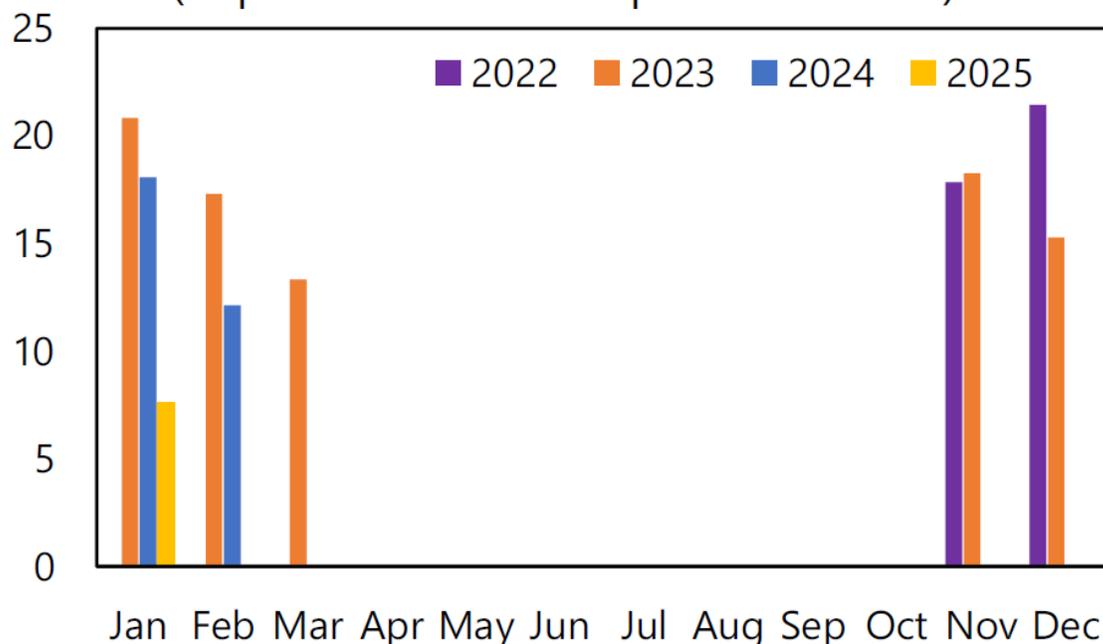
➤ 为了应对天然气供给的短缺，欧盟采取了多种措施，比如增加液化天然气进口、补充库存等。



- 但是相对于俄罗斯天然气供给量的减少，欧盟可替代和储存的天然气量仍然不足。根据IMF测算，俄气断供导致的欧盟天然气短缺会持续到2025年。
- 欧盟的各种措施无法完全弥补天然气供给的缺口，所以在今年冬天到来之际，欧盟必然会受到两方面冲击：
  - 必须减少天然气的需求，尤其是工业需求。
  - 不得不面临持续高价的天然气。

## Gas shortages

(in percent of consumption in month)



## 欧盟天然气替代方案 (2022.6-2023.6)

单位：十亿立方米

<b>能源供给增加</b>	<b>90</b>
新增液化气进口	60
新增非俄管道进口	20
电力部门	10
其它能源替代	14
<b>能源需求削减</b>	<b>17</b>
家庭	4
工业	13
<b>总和</b>	<b>107</b>

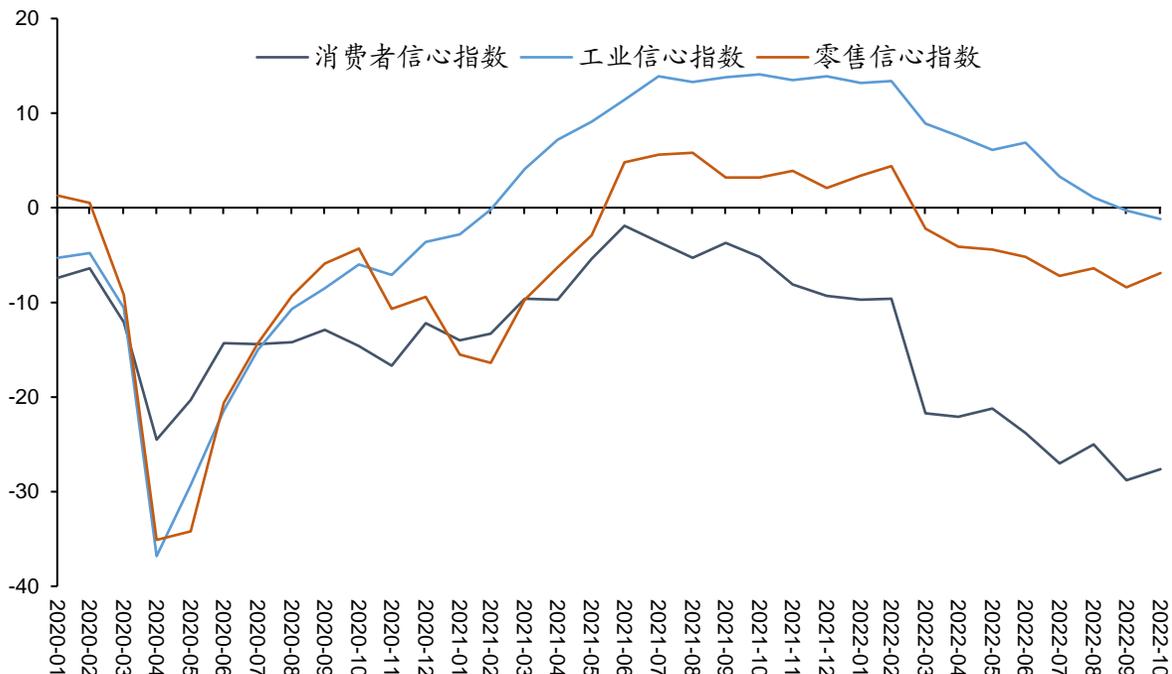
- 能源危机在削弱生产的同时太高通胀，是一个典型的“滞胀”型冲击。
- 测算结果普遍显示经济受冲击最大的年份为2023年。

### 海外主要机构及学者对能源危机影响的估算

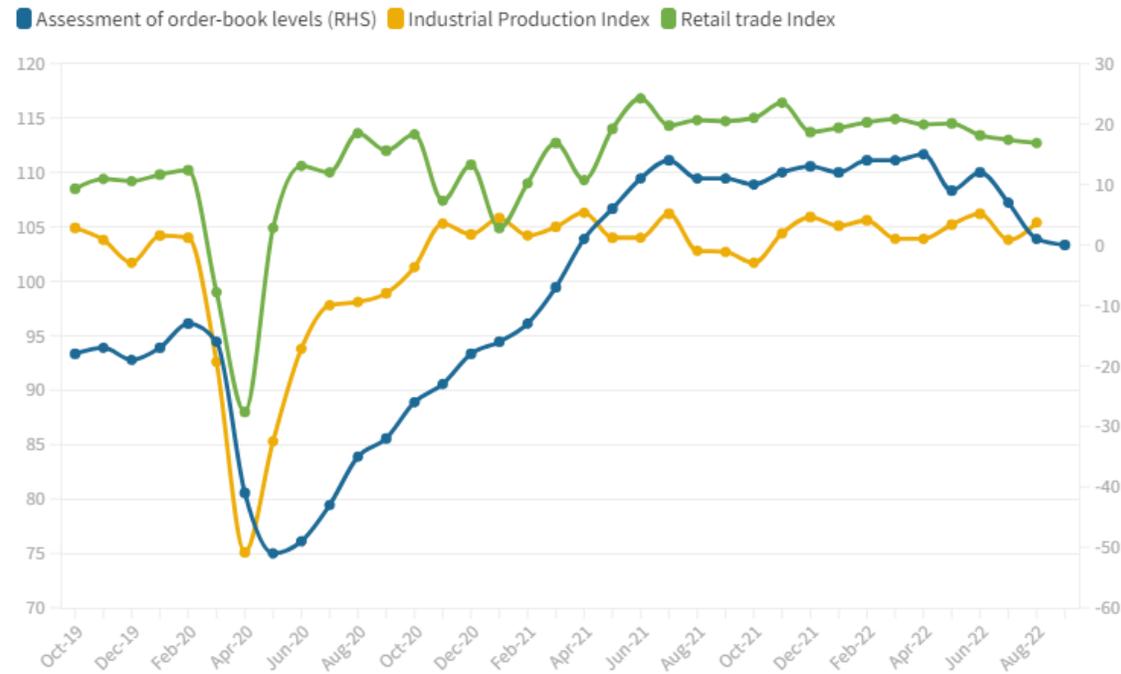
研究机构/人员	对GDP损失的测算(%)
ECB (2022)	0.7
OECD (2022)	0.9
IMF(2022)	1.5(2022), 2.7(2023), 0.4(2024)
Schnittker et al. (2022)	1.5-3.4
German Council of Economic Experts (March 2022)	2
Joint Economic Forecast (2022)	0.8(2022), 5.3(2023)
Bundesbank (June 2022)	1.5(2022), 6.75(2023), 4.5(2024)
Di Bella et al. (2022)	3

- 欧洲经济已经出现较大的下行压力。
- 居民与企业的预期迅速恶化，消费者信心指数已经下滑至历史最低位。
- 欧元区当前的经济数据也开始走弱，尤其是具有前瞻性的订单指数。

## 欧元区居民与企业预期全面恶化



## 欧元区主要经济指标开始走弱

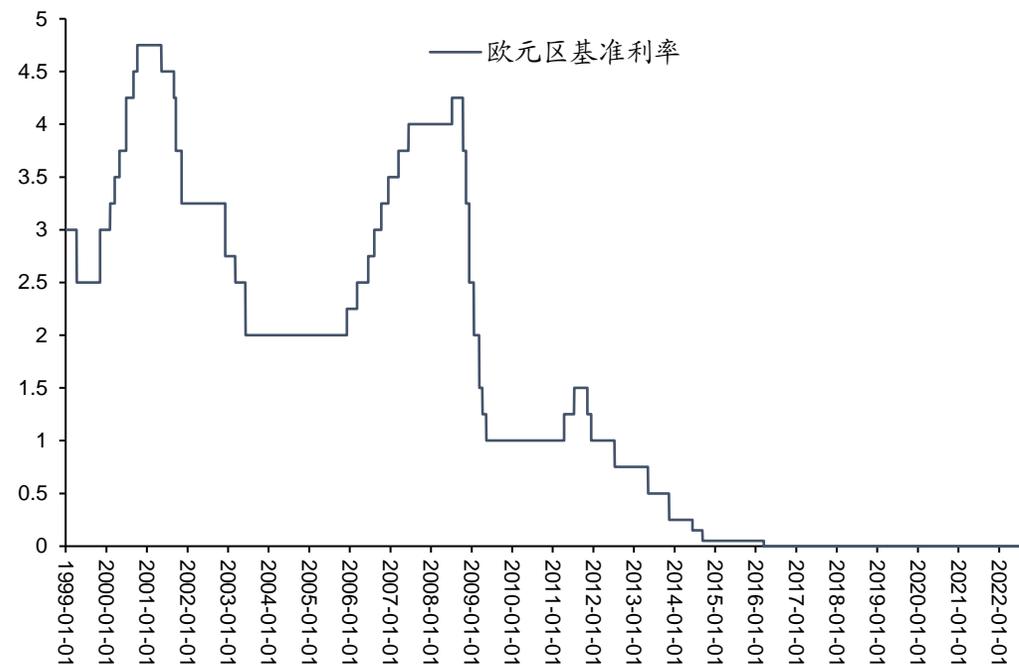


- 而与此同时，欧洲各国通胀高企，较美国更为严重。欧元区10月CPI同比已经叨叨10.7%，为有数据统计以来的最高点。
- 为了遏制居高不下的通胀，欧洲央行不得不在经济基本面很差的情况下，结束了维持6年的零利率，并以前所未有的速度大幅加息，未来加息进程将持续。

### 欧元区通胀为有记录以来最高

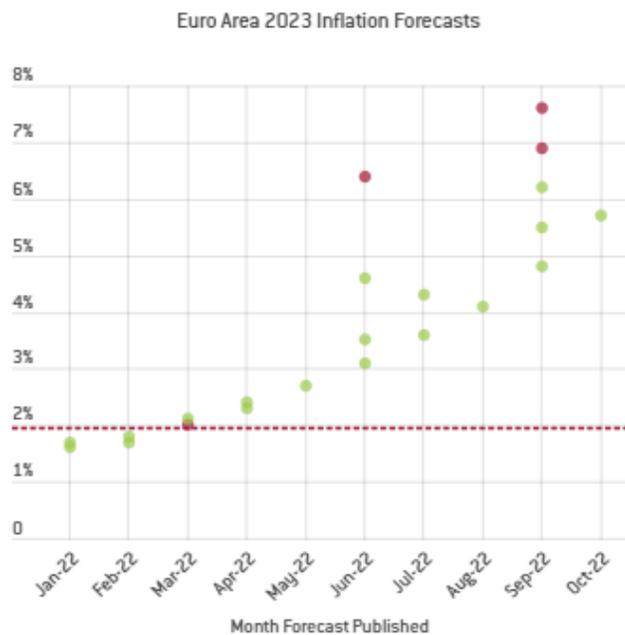
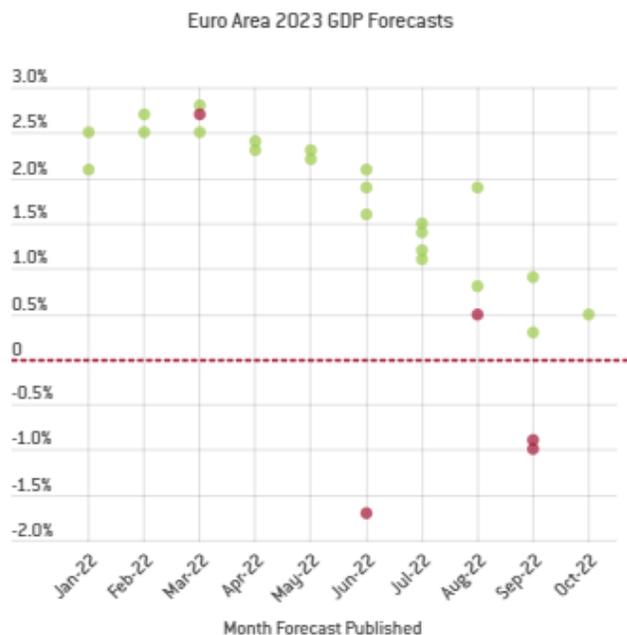


### 欧元区被迫大幅加息

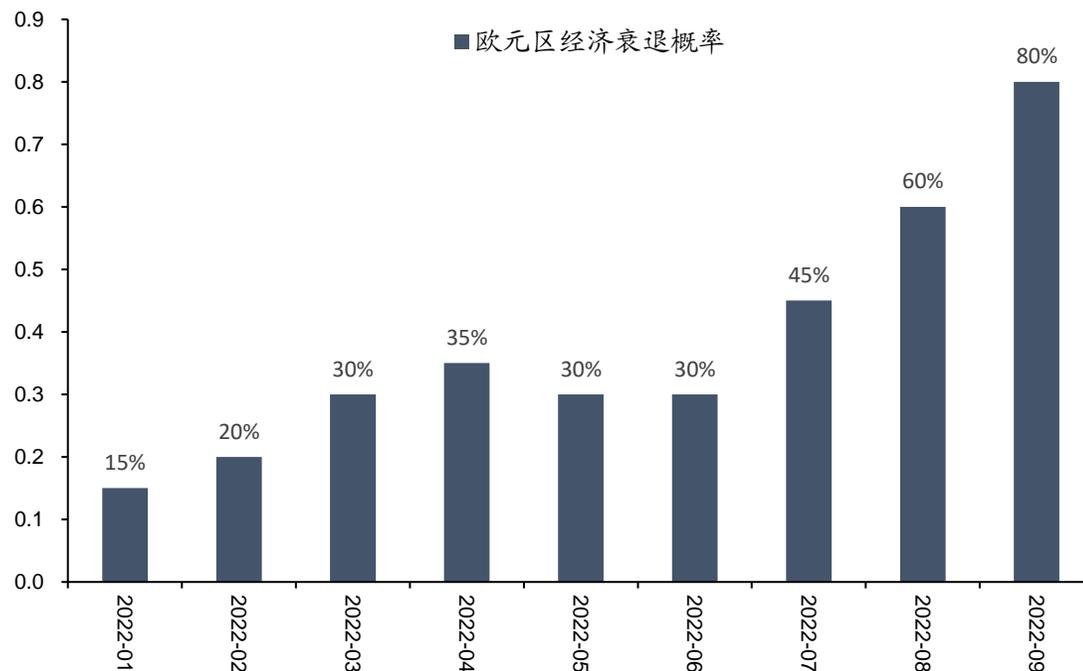


- 能源短缺给工业生产和居民消费带来的冲击，叠加货币政策收紧，欧元区经济衰退的风险很大。
- 欧洲央行、欧盟委员会、IMF等主要机构不断下调对欧元区明年的经济预期，同时上调对明年的通胀预期。
- 根据彭博社的调查，经济学家对欧洲经济衰退的概率预期已经达到80%。

## 主要机构对欧洲明年经济及通胀的预期

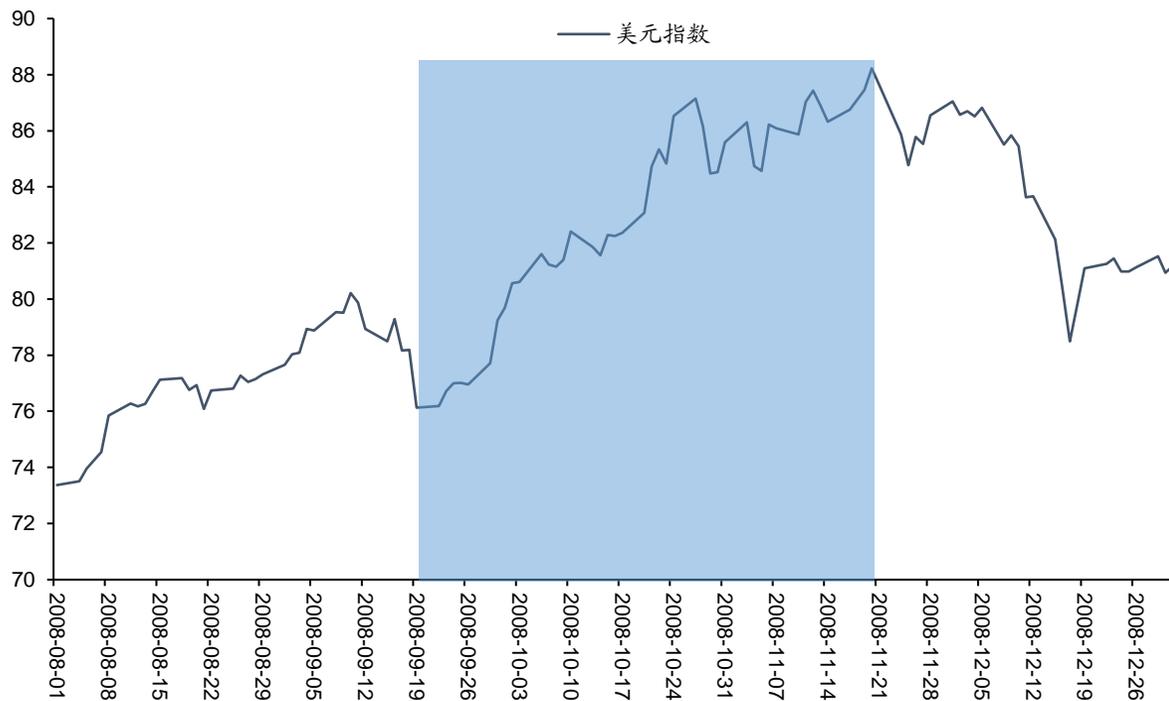


## 欧洲经济衰退的概率不断上升

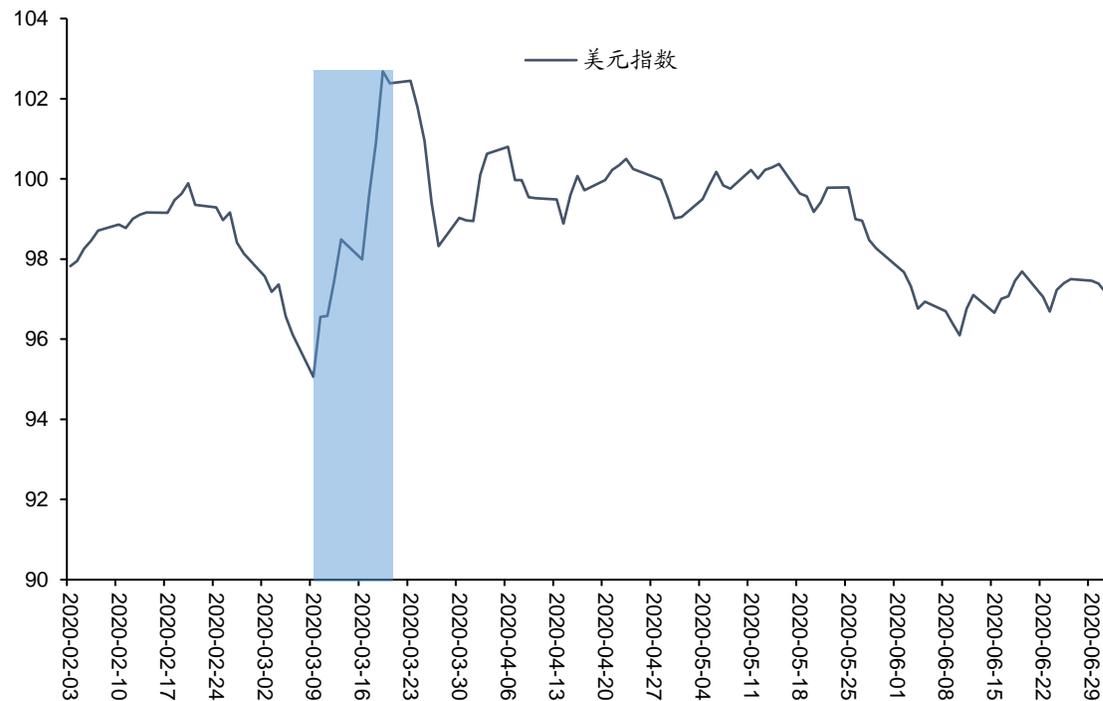


- 欧洲经济如果陷入较为严重的衰退，可能会引发美元新一轮冲高。
- 通常全球性的大衰退爆发时，会引发阶段性的流动性危机，作为储备货币的美元会受到追捧，而非美货币则有较大的贬值压力。
- 人民币兑美元贬值的趋势可能尚未结束。

### 2008年全球衰退时美元大幅上涨

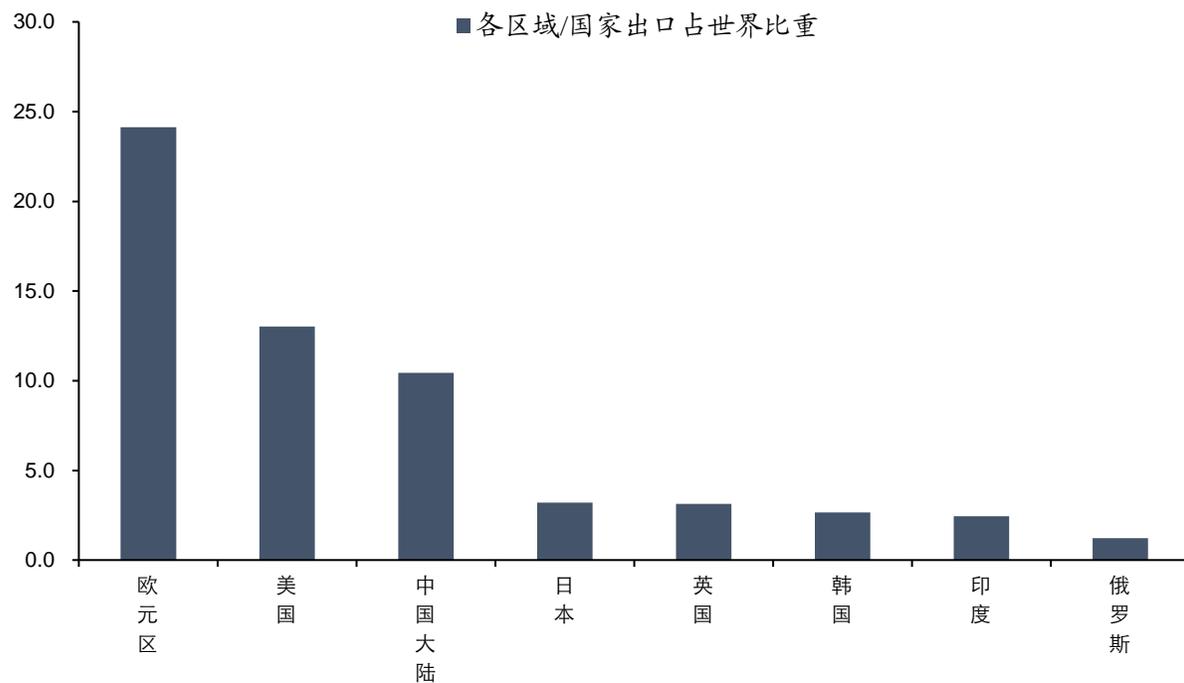


### 2020年全球衰退时美元大幅上涨



- 欧洲是全球制造业的重要生产地，在全球供应链中占据举足轻重的地位。
- 欧洲能源供应格局的重塑会系统性提高制造业成本，并通过出口向外传递通胀。

## 欧元区在全球贸易中非常重要



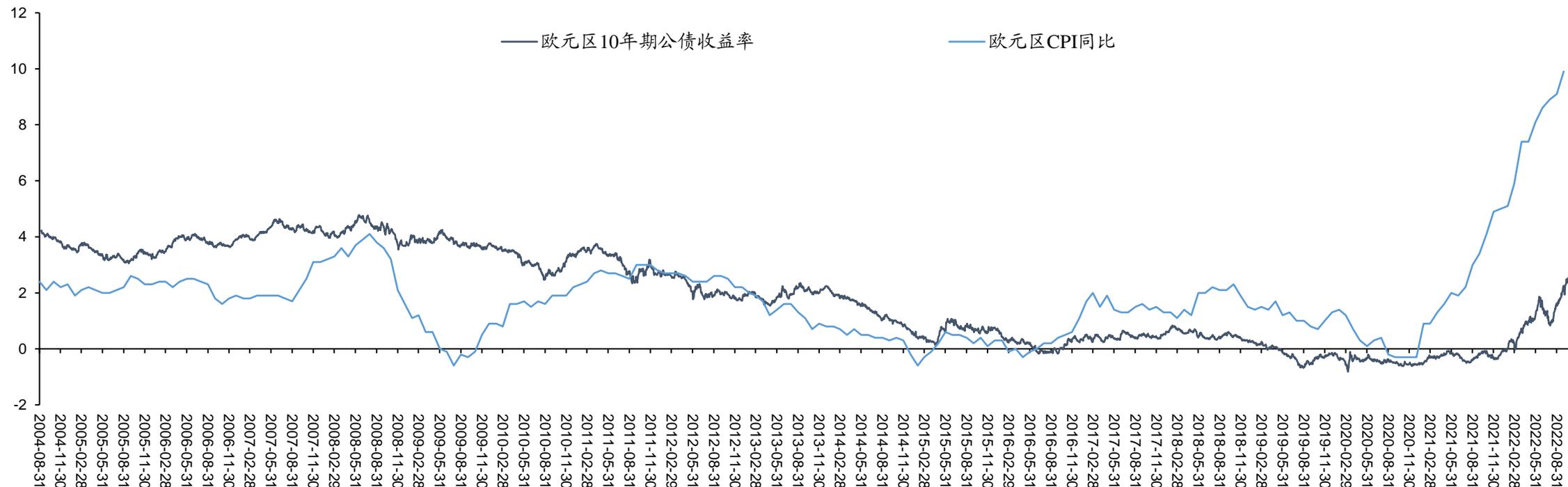
## 欧元区出口价格大涨



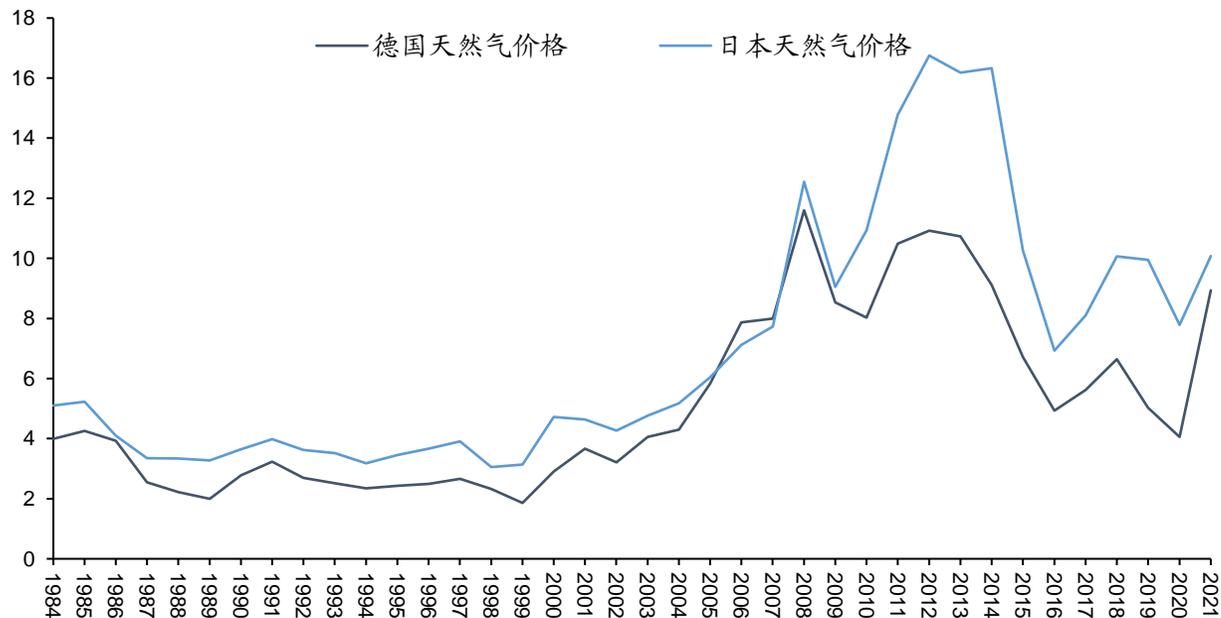
## 欧洲能源危机的中期影响

- 欧美在过去十多年之中采取极度宽松的货币政策，其前提条件在于低通胀。
- 而如今这一条件不再存在，随着欧美长期通胀中枢的抬升，零利率和QE可能不再是常态，对于欧洲及美国的股市估值也会产生较为长期的压制。

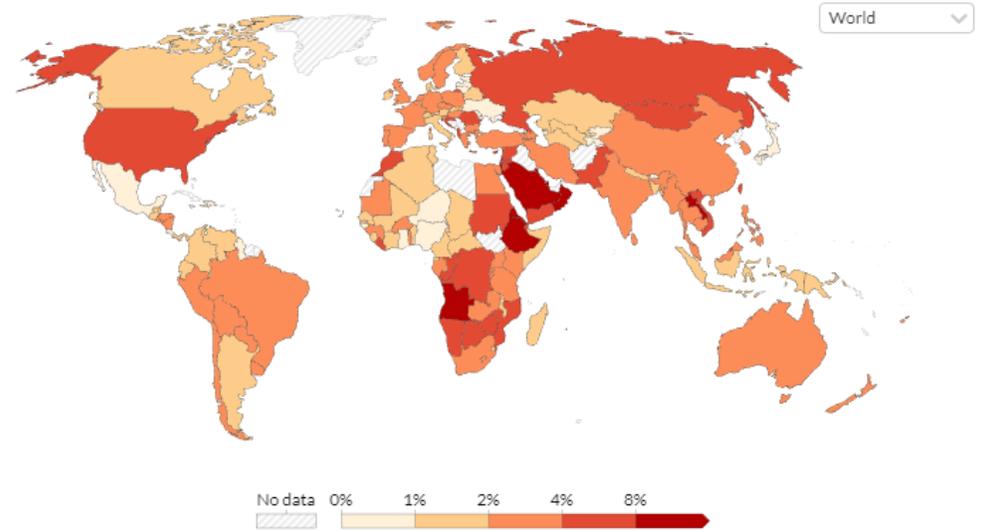
### 低通胀是零利率和QE的前提



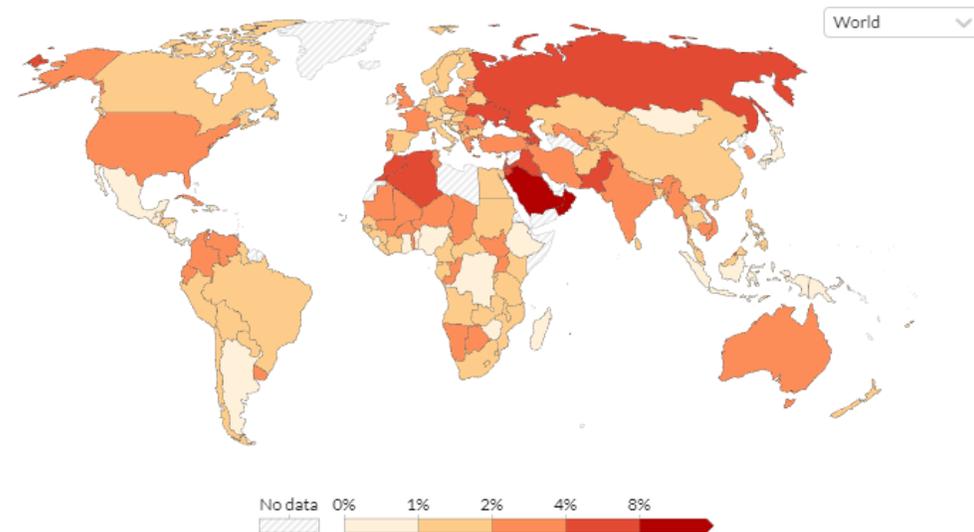
- 欧洲的影响力会趋于减弱
  - 长期以来，欧洲国家在能源价格上有较为明显的优势，而未来的能源供应体系重构将大大削弱这一优势，削弱欧洲制造业的竞争力。
  - 长期以来，借助北约的体系，欧洲国家军费支出非常低。而俄乌冲突之后，欧洲国家的军费支出将会有所增加，加重经济负担。



数据来源：Wind, Our World in Data, 太平洋证券研究院

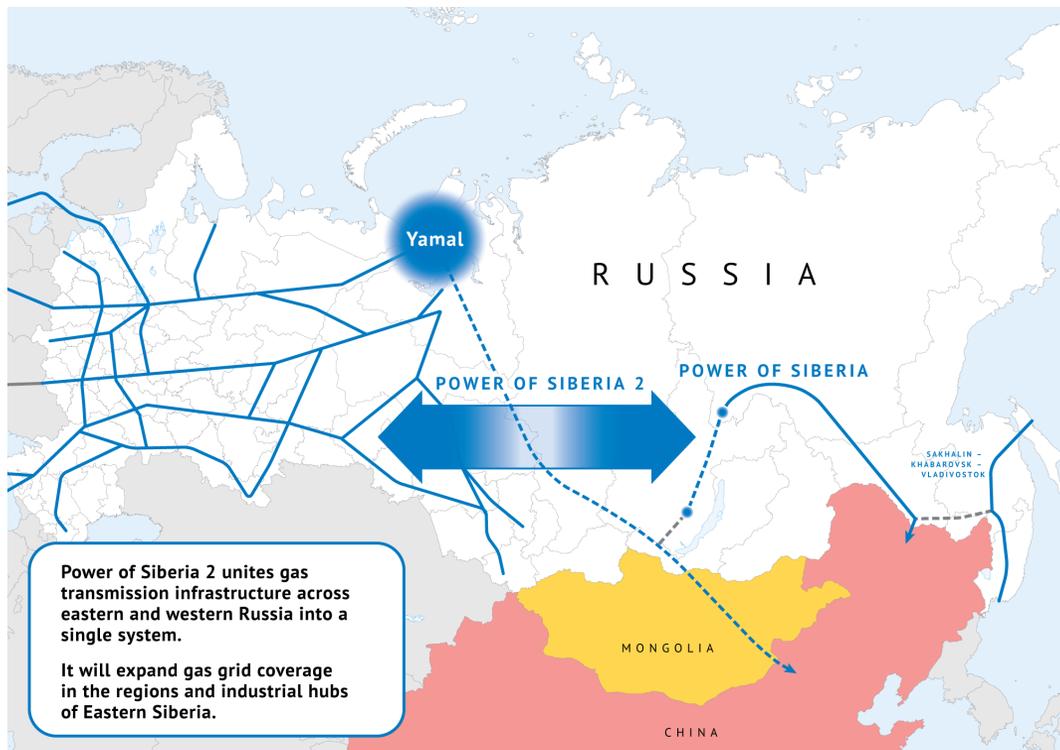


各国军费支出占GDP比重：  
1990 VS 2020

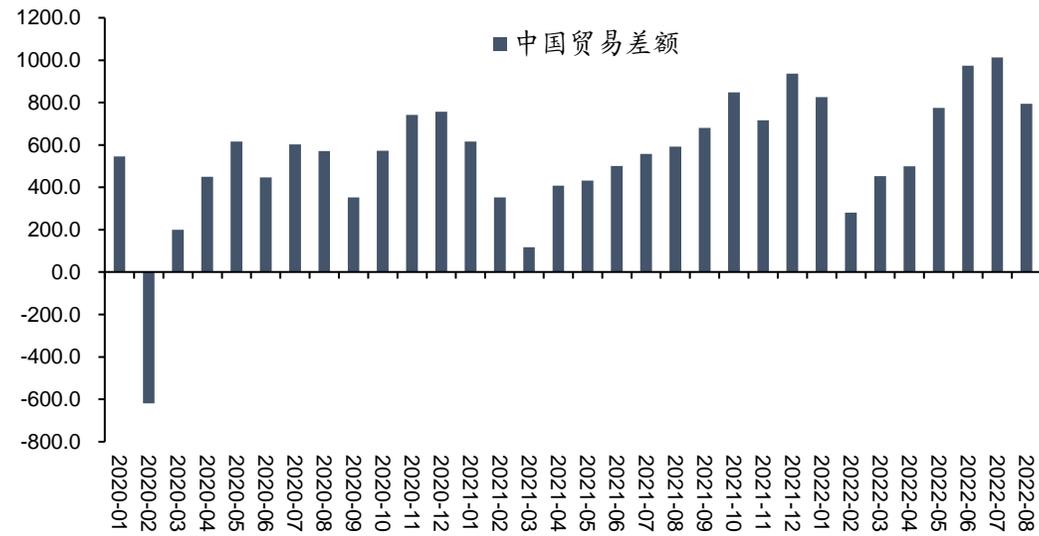
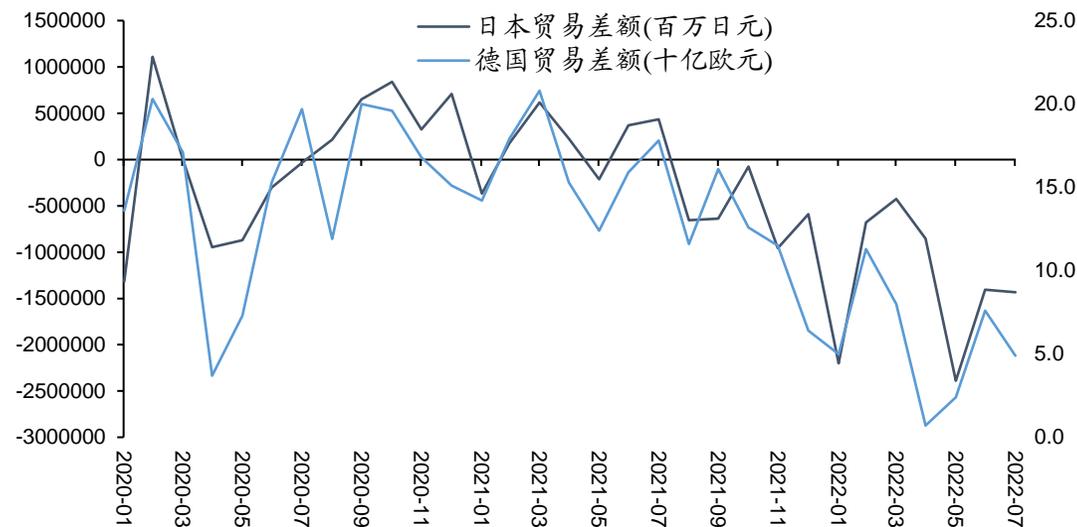


- 中国的供应链优势会更加明显
  - 中国能源供应受到的影响较小。
  - 能源供应体系重构后，俄罗斯与中国贸易关系更加密切，中国工业能源及原材料供应链反而更安全。

## 中俄新天然气管道即将建设

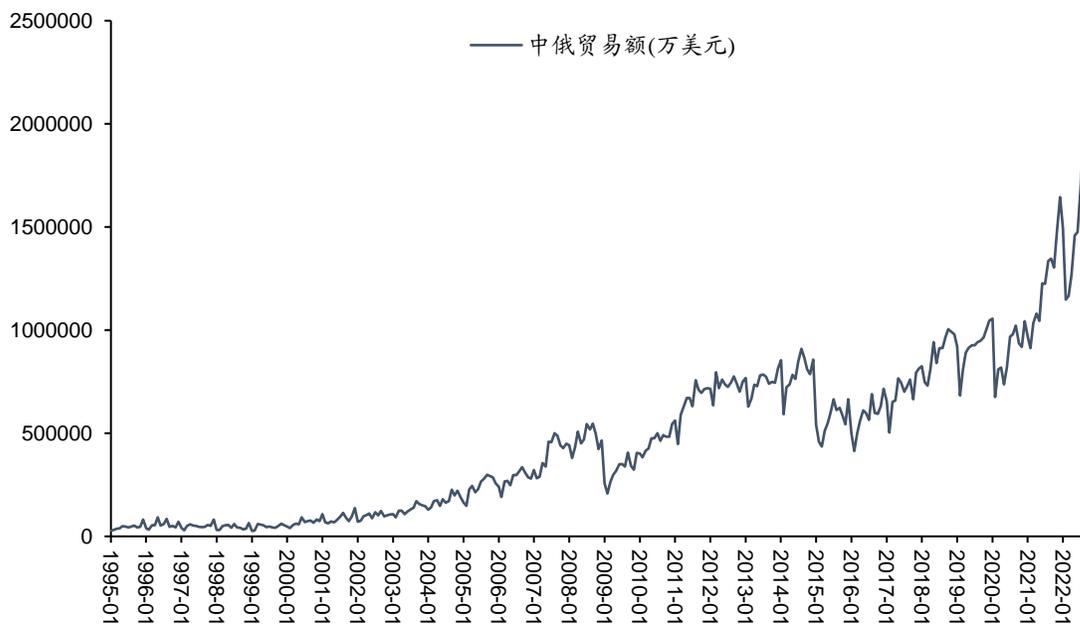


## 德日等传统制造业大国已经变为逆差 中国贸易顺差则大幅增加



- 中俄关系趋于向好，中欧关系稳定发展，中美关系难以改善
  - 中俄经贸关系更加紧密。
  - 欧洲供应链的问题客观上使得欧洲无法与中国脱钩。德国总理朔尔茨将于11月4日访华，释放一定积极信号。
  - 地缘政治格局及经济地位的变化将使中美关系更加紧张。

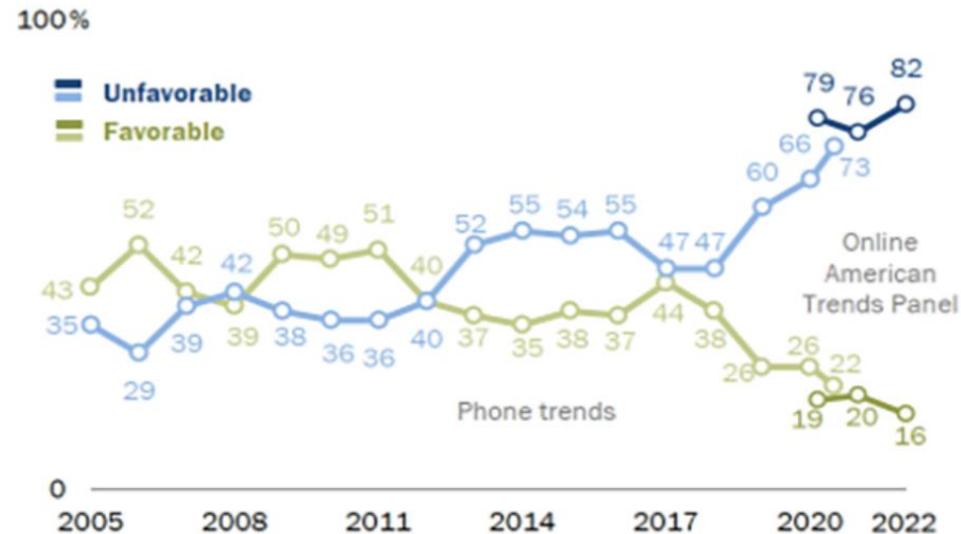
## 俄乌冲突后中俄贸易额大幅增加



## 美国大部分民众对华抱有很大敌意

### Negative views of China continue to grow in U.S.

% who say they have a(n) \_\_\_ opinion of China



- 俄乌战争继续升级。
- 欧债危机再度爆发。
- 通胀与加息引爆欧洲金融风险。



**感谢您的聆听**

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	巩赞阳	18641840513	gongzy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	陈宇	17742876221	cheny@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com



### 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务 资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。