

从能源危机到英国财政闹剧：故事是否还会重演？

——海外宏观札记 1017

报告发布日期

2022年10月18日

研究结论

- 继能源问题之后，近期欧洲财政风波和主权债承受的压力，也开始成为市场聚焦。
- **能源风险：临近考验时刻**
- 欧洲的风险发端于能源问题。10月份，欧洲即将正式步入冬季，但能源供给问题仍然没有得到解决。从最近更新的数据来看，天然气供给确实仍然没有看到上行空间，9月份至今输送至EU气量较8月份不升反降。除此之外，12月初对俄罗斯石油制裁大限临近，年中制裁俄油时预期的OPEC增产、伊朗解禁等均未兑现，目前看不到EU对俄油供给的替代方案。欧洲目前正在无力应对能源供给短缺的情况下步入这个冬天。在显见的能源风险敞口下，欧洲正在出台更多能源量价调控政策。
- **财政刺激：英国之后，趋势正在欧洲泛化**
- 当前欧洲能源和经济尾部风险较为严重。通胀和加息风险，已经给欧洲主权债带来下行压力。经济衰退风险则引诱欧洲国家政府作宽财政的政策尝试。在英国的案例当中，英债之所以发生如此严重的问题，跟财政刺激方案质量堪忧脱不开干系：收入端，这份财政方案没有给出融资来源，市场只能理解为债务融资在未来的大幅上量；支出端，方案并没有为冬季的能源问题和经济压力设计定向的支出领域，而是采取大水漫灌式的企业、个人减税，加重通胀担忧。
- 英国的财政冒进，最终以科瓦滕下台，财政方案撤回修正的闹剧收场。但是英国之后，我们更加担心的是——巨大的经济压力是英国财政刺激的冬季，而在今年冬天面临压力的远不止英国一个。现在，更多迹象表明宽财政的政策尝试正在欧洲泛化。近期在EU成员国当中，德国、意大利也相继推出了财政刺激方案或表达了相应政策意愿。
- 在欧洲范围，如果再出现冒进式的财政刺激方案，有可能复刻英国的国债市场风波。冲击的幅度，也将取决于财政方案的具体内容，这方面欧盟成员国情况可能较英国案例稍好：支出更加定向、有潜在的欧盟融资来源。
- **主权债务风险担忧加重**
- 现在欧洲多数国家的财政条件现状（赤字率、主权债务规模）并不明显好于10余年前欧债危机酝酿爆发的阶段。伴随通胀和加息，年初以来欧洲主权债市场已经呈现出显著跌幅。
- 从主权债下跌幅度来看，现在压力主要集中在：-1）东欧国家；-2）财政条件糟糕的国家；-3）尝试财政刺激国家。
- 今天欧央行政策工具箱中的选项更多。在市场波幅过大、陷入负面螺旋时刻（可能性并不小），欧央行或许也需要考虑出手“兜底”主权信用，维持金融稳定。而这可能让加息控通胀的任务更加艰巨，8月以来，欧洲终点利率预期大幅攀升。
- 因此，在应对接下来宏观风险的过程当中，欧洲或者以容忍更高的通胀中枢、更加松弛的财政纪律、更大规模的央行资产负债表等为对价，帮助压力更大、条件更差的成员国应对本轮危机，或者在共识缺失的情形下，面临再次走向经济甚至政治的碎片化的风险。

风险提示

地缘政治形势发展存在不确定性。

证券分析师

王仲尧	021-63325888*3267 wangzhongyao1@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860518050001 香港证监会牌照：BQJ932
孙金霞	021-63325888*7590 sunjinxia@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860515070001
曹靖楠	021-63325888*3046 caojingnan@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520010001

联系人

吴泽青	wuzeqing@orientsec.com.cn
-----	---------------------------

相关报告

意大利新政府开局，中右翼将面对能源、通胀、赤字难题：极简政经史 146	2022-10-12
能源危机：现况、测算、欧洲宏观环境关键变化前瞻	2022-10-03

目录

复盘	4
1 能源风险：临近考验时刻	4
2 财政刺激：英国之后，趋势正在欧洲泛化.....	7
3 主权债务风险担忧加重.....	9
总结	11
风险提示.....	12

图表目录

图 1: 天然气对欧洲供给: 挪威/俄 (mcm/d)	5
图 2: 天然气对欧洲供给: 北非 (mcm/d)	5
图 3: 天然气对欧洲供给: 英/荷 (mcm/d)	5
图 4: 天然气对欧洲供给: 海运 LNG (mcm/d)	5
图 5: EU 天然气存储量: 17-22 年 (bcm)	5
图 6: EU 天然气存储率: 17-22 年 (%)	5
图 7: 欧洲各国近期出台的能源量价调控政策	6
图 8: TTF 天然气期货价格 vs 俄乌冲突前的天然气价格 (欧元/兆瓦时)	6
图 9: 10yGILT 收益率近期继续上行.....	7
图 10: 英镑兑美元汇率在约 1.10 位置低位震荡.....	7
图 11: 意大利执政联盟领袖的主要政治立场和主张	8
图 12: 欧洲主要国家赤字率: 德国、意大利、希腊、英国	9
图 13: 欧洲主要国家政府债务规模: 德国、意大利、希腊	9
图 14: EU27+英国: 赤字率 vs 债务规模 (2022Q1)	9
图 15: EU27+英国: 10y 国债收益率 vs 年初至今变化 (bp)	9
图 16: 欧洲银行业资本指标改善.....	10
图 17: 欧洲主要大型银行 5 年期 CDS 定价	10
图 18: ECB 控制主权债务和碎片化风险的主要相关政策工具	10
图 19: 欧央行 PEPP 资产净购买	11
图 20: 欧洲 2023 年 6 月远期利率	11
图 21: 欧洲主权信用风险发展现状与前瞻	12

复盘

继能源问题之后，近期欧洲财政和主权债市场波动成为市场聚焦。在此背景下，10月上旬（9.30-10.14），欧洲股市震荡走平，同期欧洲主权债则普遍继续下跌，市场整体涨跌幅有限，但波动仍然剧烈，财政风波反复拉扯英镑走向，欧元在兑美元平价之下继续走贬。

股市：

德国 DAX +2.67%，法国 CAC +2.94%，意大利 FTSE +1.32%，英国 FTSE100 -0.51%。

债市：

BUND+7bp, BTP+6bp, GILT+23bp。

汇率：

英镑兑美元 +0.12%，欧元兑美元 -0.84%。

1 能源风险：临近考验时刻

欧洲的风险发端于能源问题。我们曾经在第三季度的研究当中，详细分析过欧洲今年冬天面临的能源风险敞口和潜在的经济、政策冲击影响（《能源危机：现况、测算、欧洲宏观环境关键变化前瞻》）

10月份，欧洲即将正式步入冬季，但能源供给问题仍然没有得到解决。

从最近更新的数据来看，天然气供给确实仍然没有看到上行空间，9月份至今输送至EU气量较8月份不升反降（图1-4）：

俄罗斯：输气量继续下降。9月份至今，俄气供给欧洲下降至约70mcm/d（vs 8月份约120mcm/d）

-1) NS1：输气能力约150mcm/d。8.31停气检修，9.22爆炸，9月以来输气量为0。

-2) 中东欧：输气能力约200-300mcm/d。目前约36mcm/d。以过境费争端为由，俄罗斯正在威胁停气。

-3) 东南欧：输气能力约30-40mcm/d，过境土耳其。基本没受影响。

挪威：略有下行。日输气量最大值358mcm/d。目前280mcm/d（vs 8月份约320mcm/d）

其他气源：基本稳定在输气能力区间上沿。

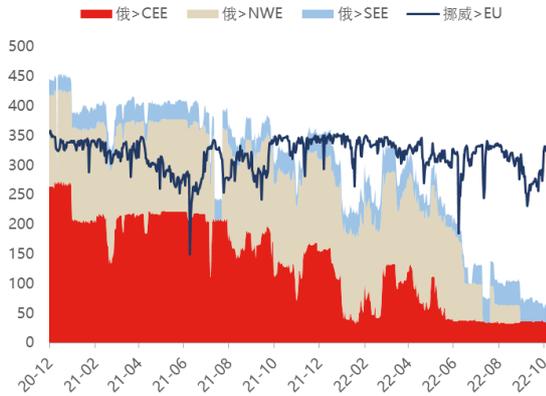
北非：约100mcm/d（vs 8月份约92mcm/d）。

英/荷：约115mcm/d（vs 8月份约103mcm/d）。

LNG：约360/mcm/d（vs 8月份约330mcm/d）。

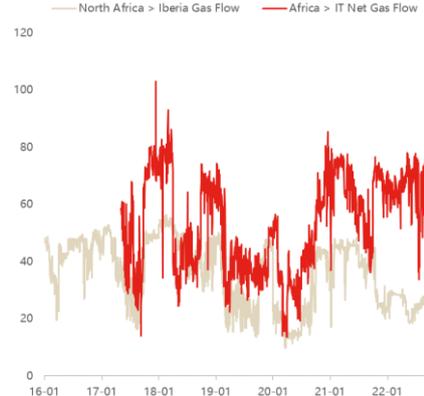
存储方面，截至9月份，EU存储率88%，合储量约92bcm。均略超历史均值。

图 1：天然气对欧洲供给：挪威/俄 (mcm/d)



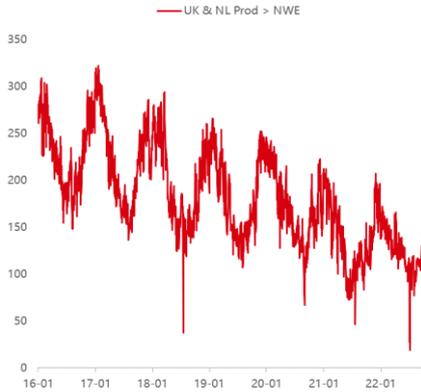
数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

图 2：天然气对欧洲供给：北非 (mcm/d)



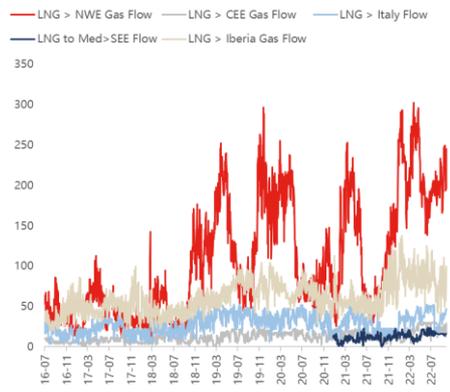
数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

图 3：天然气对欧洲供给：英/荷 (mcm/d)



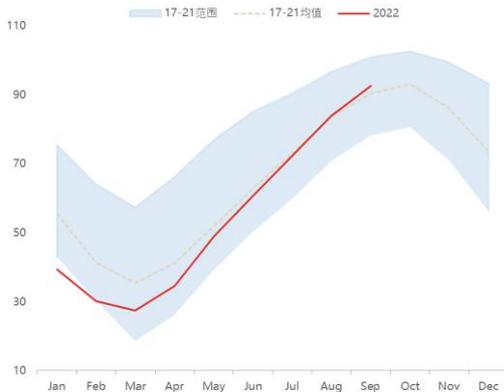
数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

图 4：天然气对欧洲供给：海运 LNG (mcm/d)



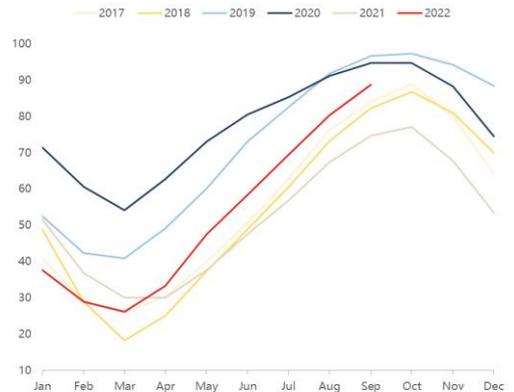
数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

图 5：EU 天然气存储量：17-22 年 (bcm)



数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

图 6：EU 天然气存储率：17-22 年 (%)



数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

结合供给、存储现状来看，未来 6 个月的冬天对 EU 来说，意味着约 120bcm 供给（忽略再出口）+约 92bcm 存储，而参照往年年份，EU 过冬需要消耗约 260bcm 天然气，意味着约 40-50bcm 缺口。

除此之外，12 月初对俄罗斯石油制裁大限临近，年中制裁俄油时预期的 OPEC 增产、伊朗解禁等均未兑现，目前看不到 EU 对俄油供给的替代方案。可以说，欧洲目前是在无力应对能源供给短缺的情况下步入这个冬天。

在显见的能源风险敞口下，欧洲国家开始陆续出台能源量价调控政策（图 7）——

价格的调控方面：削减能源税费、限制能源价格。无论何种形式，大概率意味着政府财政买单。

量的调控方面：目前欧委会获得授权的调控措施，将在气量告急情况下触发“欧盟预警”，介入干预。但目前仍以各国各自的强制/非强制性政策倡议为主。

图 7：欧洲各国近期出台的能源量价调控政策

国家	时间	发布部门	政策内容
德国	9/30	联邦议院	批准暂时降低天然气以及集中供暖的增值税，从2022年10月到2024年3月，此举将为消费者减轻总计超过130亿欧元的负担，增值税率将从19%降至7%
	9/29	总理朔尔茨	到2024年，德国政府将投入2000亿欧元应对能源危机，并为能源价格设置上限 取消原计划在10月生效的对终端客户征收2.4欧分/千瓦时的天然气附加费
	9/27	德国环境项目援助部	呼吁城市与个人放弃使用圣诞灯饰，以减少圣诞期间的电力消耗
法国	10/7	马克龙	正在为天然气制定一系列的价格上限，希望能在未来几周降低天然气、电力价格；将建立机制，确保欧盟在能源购买方面的财政团结
	10/6	总理博尔内	推出全国节能计划，涉及公共行政部门、经济领域和家庭生活等多个方面，减少不必要的能源消费，最终实现未来两年内全国能源消费减少10%的目标
意大利	10/7	生态转型部长罗伯托·辛格拉尼	2022年至2023年的中央供暖天数减少15天，一些地区的住宅暖气温度将下调1摄氏度
英国	10/6	英国国家电力公司电力系统运营分公司	英国今冬部分地区或拉闸限电，单次最长停电3小时
	9/21	英国政府	将对企业用户使用的电力和天然气设定价格上限，执行时间为10月1日至明年3月31日，电力价格上限为每千度（MWh）211英镑，天然气价格上限为每千度75英镑
波兰	9/15	波兰总理莫拉维茨基	从2023年起固定家庭用电价格为能源密集型企业提供支持，如家庭年用电量不超过2000千瓦时，电价固定在当前水平
挪威	10/8	挪威石油和能源大臣泰耶·奥斯拉	今年冬季不会对民众实施限电，但或会在明年4至5月开始限电，商户将首先受影响
荷兰	10/5	荷兰政府	为每户家庭能源消费按照平均数设定了上限，每年燃气1200立方米/电力2900度 对于低于该上限的消费，用户在天然气（每立方米2.8欧元变为1.45欧元）和电力（每度电0.75欧元变为0.40欧元）的费用将大大减少
欧盟	9/30	欧洲理事会	全欧盟成员国实施节电：在今年12月1日至明年3月31日期间主动减少10%的用电量，其中在用电高峰时段减少5%的用电量 设定过高收入上限：将欧盟发电企业的收入上限设定为每兆瓦180欧元，这个限额适用于使用可再生能源、核能和褐煤发电的企业 团结机制：对石油、天然气、煤炭和炼油部门产生的超过2018年以来年平均利润的20%的超额利润征收33%暴利税

数据来源：各国政府网站、Bloomberg、东方证券研究所

需求担忧结合量价调控政策，能源市场定价显示：虽然能源价格中枢（TTF 天然气期货）较高位有所回落，但是期货曲线仍在今年的整个冬天，甚至 2023 全年稳定维持高位（约冲突前价格 3 倍）。意味着市场仍然警惕欧洲冬季在能源问题上的风险和考验。

图 8：TTF 天然气期货价格 vs 俄乌冲突前的天然气价格（欧元/兆瓦时）



数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

2 财政刺激：英国之后，趋势正在欧洲泛化

为了应对能源风险和经济压力，欧洲国家政府蠢蠢欲动，试图通过各种财政刺激和救济方案托底经济民生，捱过这个艰难的冬天。

但是在通胀高企+利率上行的环境下，贸然尝试财政扩张带来以下问题：

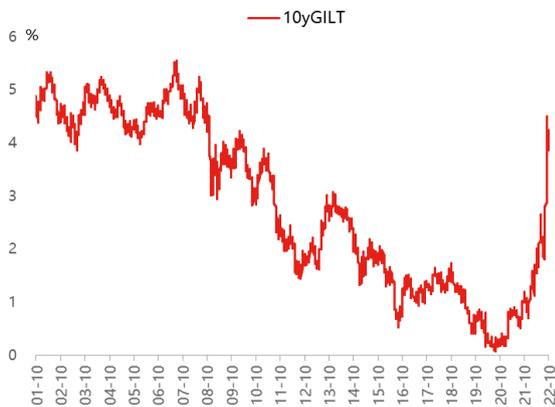
- 1) 扩大国债供给；
- 2) 放大通胀居高不下的风险，抬高中长期通胀预期，也可能会进一步加重央行治理通胀（加息）的任务；
- 3) 上述两项结合，恶化潜在主权信用风险。

当市场沿着上述逻辑定价，财政刺激方案就可能诱发主权债的大幅波动。

英国提供了警示性的案例：9 月份英国冒进的财政刺激方案，酝酿出严重的主权债市场风波：9.30-10.14，英债继续下跌，10y 英债收益率反复触及前高。英镑兑美元汇率在低位震荡。

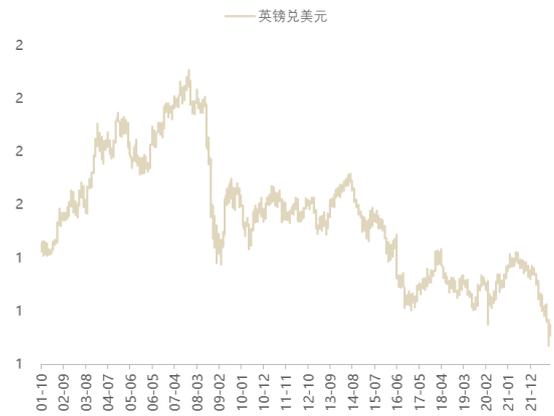
当然在英国的案例当中，英债之所以发生如此严重的问题，也跟特拉斯和科瓦滕的财政刺激方案质量堪忧脱不开干系：收入端，这份财政方案没有给出融资来源，市场只能理解为债务融资在未来的大幅上量；支出端，方案并没有为冬季的能源问题和经济压力设计定向的支出领域，而是采取大水漫灌式的企业、个人减税，加重通胀担忧。

图 9：10yGILT 收益率近期继续上行



数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

图 10：英镑兑美元汇率在约 1.10 位置低位震荡



数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

英国的财政冒进，最终以科瓦滕下台，财政方案撤回修正的闹剧收场。但是英国之后，我们更加担心的是——巨大的经济压力是英国财政刺激的冬季，而在今年冬天面临压力的远不止英国一个。现在，更多迹象表明宽财政的政策尝试正在欧洲泛化：

此前我们就曾经梳理过今年俄乌冲突以来欧洲主要国家的财政动向：首先是年初俄乌冲突爆发后，欧洲多国应激式地提高国防军费支出目标；而后欧洲通胀飙高，部分国家批准了一系列通胀纾困和补贴法案；到入秋的能源危机，各国政府开始围绕能源问题尝试扩大公共投资和补贴。

而近期在 EU 成员国当中，德国、意大利也相继推出了财政刺激方案或表达了相应政策意愿。

德国：

9月29日，德国总理朔尔茨表示，从现在到2024年，德国政府将投入2000亿欧元（约占2022年GDP预测值的5.2%），帮助家庭和企业免受能源危机冲击。此前，德国政府已经出台三轮总额约950亿欧元救济措施抑制物价。2000亿欧元财政刺激方案主要内容包括：

- 推广可再生能源，加快液化天然气基础设施建设，并推动扩大欧洲对氢兼容管道基础设施的投资。
- 对个人消费者和中小型企业的一定用量内电力费用设定上限，高于这一用量的部分将按照市场价格定价，能源供应商将获得国家补贴。
- 设置天然气价格上限，具体设计和指导方针将在专家委员会得出结果后确定，预计为10月中旬。
- 取消原定于10月开始征收的天然气附加税，将天然气增值税税率从19%下调至7%。
- 重启曾为应对新冠疫情而设立的“经济稳定基金”（WSF）。

意大利：

潜在的新任总理梅洛尼主张进一步的财政刺激，主要内容包括：

- 削减能源和其他必需品的增值税。
- 增加对家庭能源消费补贴，提高失业、养老保险的最低额。
- 支持航空、电信等行业国有化，支持扩大基础设施投资
- 支持欧盟的能源价格上限，并希望重启核能建设等。

具体细节有待后续政策出台，但总体而言，梅洛尼的这套政策倡也对应着显著的财政融资需求。

与英国财政刺激的差异性：

作为欧盟成员国，德国、意大利等国的财政方案具备通过欧盟进行融资的可能性。新冠后，欧盟设置了一系列基金，帮助成员国实现疫情后的经济复苏。梅洛尼在政策主张中也说明了希望欧盟申请复苏基金的意愿。如果通过欧盟基金融资，对国债市场的冲击可能好于英国（预期）依靠债务融资的情形。但是需要注意，欧盟的基金使用具有条件性，比如接受融资的国家财政方案当中较高比例需要投入气候变化、可再生能源等领域。这意味着即使是欧盟成员国，依赖欧盟资金融资渠道也不能得到保障，特别是在意大利执政联盟的能源政策立场同清洁能源相左的情况下。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_47333

