

## 天然气：持续高压的欧洲市场近忧舒缓为远虑

——李祖智 投资咨询号：Z0016599

国投安信期货研究院

2022 年 2 月 22 日

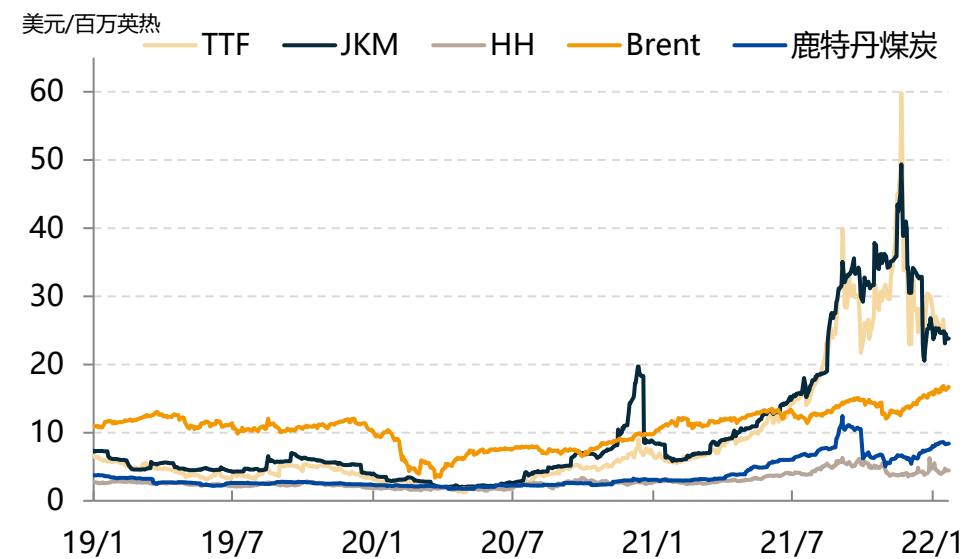
### 摘要：

欧洲 1 月 LNG 到岸量剧增后，随着当地气温转暖、需求回落，价格有所走弱。俄气供应维持在绝对低位，使得政治事件边际影响较小，近期价格近期较过去有所缩窄，高位区间支撑较强但重现四季度暴涨可能性较低，短线近端有回落压力。美国 1 月以来产量和出口均维持稳定增长，国际旺盛的 LNG 需求对其形成强势底部支撑，持续震荡偏强。

### 市场焦点：

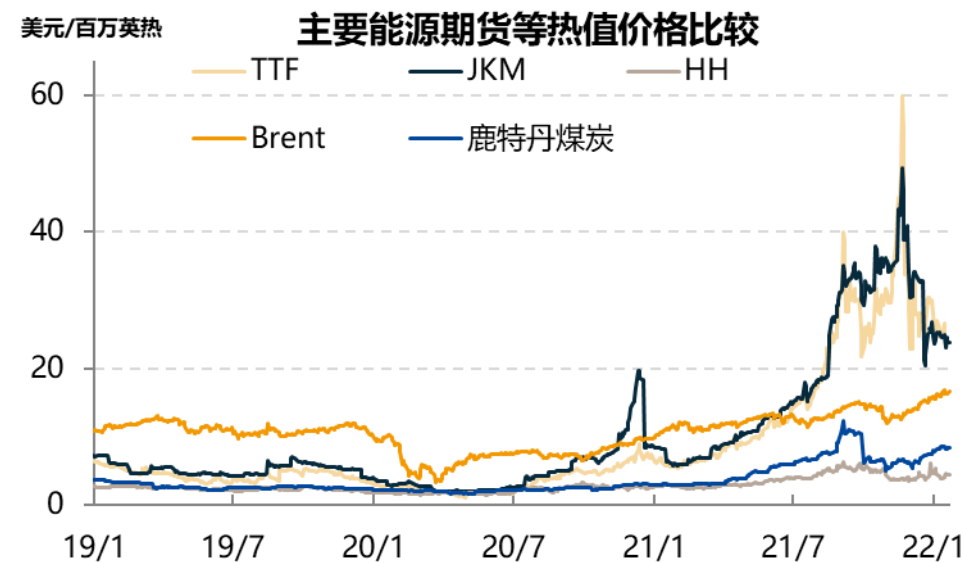
在 21 年 12 月欧洲天然气市场暴涨至史无前例的高价后，市场极端化程度有所削弱，亚太和欧洲价格均较高位有明显回落，近期振幅也大大缩窄。随着去库季接近尾声，欧洲市场的持续高价或对政治风险已较为充分定价，刚需降低后基本面进一步恶化的可能性得以缩小。因此在东欧冲突目前斗而不破的预期下，旺季末期的欧气短线受季节性压力，或以在高位区间内震荡下行为主，其最大风险为如果政治事件快速得到解决，俄气供应规模逐步打开，那么当前全球市场区域失衡程度将会迅速缩减，市场存暴跌可能。尽管美国市场因出口产能瓶颈限制其价格向进口国高价进一步靠拢，而即使俄气进入欧洲市场，现在已产生的较大淡季补库缺口仍有望推动欧洲持续吸纳北美货源，因此旺盛出口需求对美气底部支撑较强，短期其市场会多次触底反弹、震荡偏强。

图：主要能源期货按热值计价



数据来源：路透，国投安信期货

国投安信期货  
SDIC ESSENCE FUTURES



数据来源：路透，国投安信期货

国投安信期货  
SDIC ESSENCE FUTURES

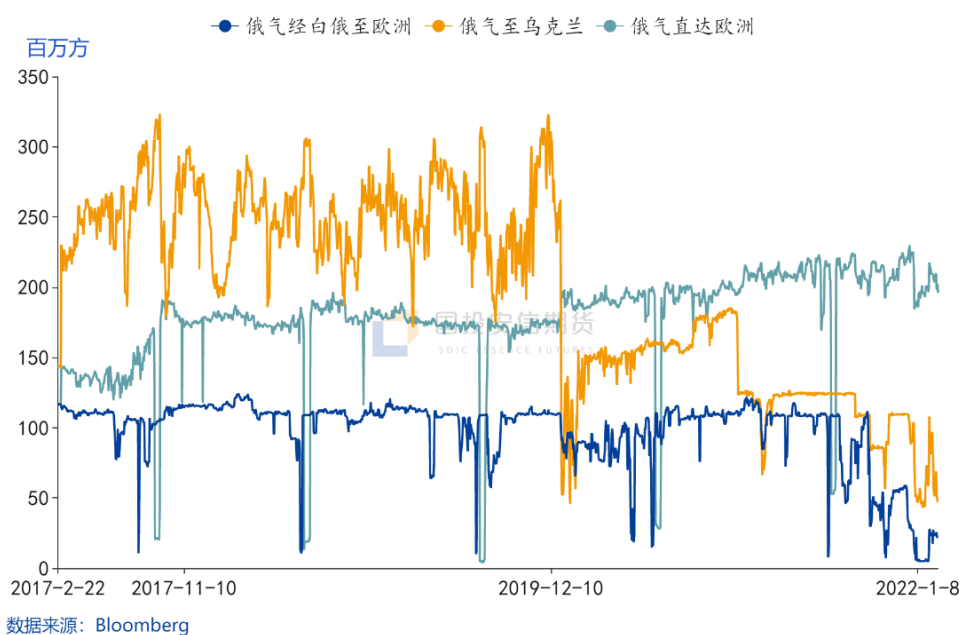
## 一、政治事件为欧洲市场持续注入高压，极端价格吸引全球资源再平衡

在我们之前的报告《天然气：失衡市短期拐点仍难出现》中提到，冬季刚需较强的大背景下，北美出口产能在上半年已达到极限，而主要供应增量的北溪-2 又被不断推后，因此 21 年下半年的天然气市场或处在一个失衡程度持续放大，并且单纯通过价格来调节基本面较为困难的格局中。

东欧政治冲突对天然气市场的影响已从去年开始就持续落实在了俄罗斯通过白俄的亚

马尔管道和乌克兰管网的管输量上，而从俄罗斯直达德国的北溪一号则供应量基本维持稳定。在 2020 年欧洲因疫情影响天然气需求后，大幅削减了俄气长协量，俄罗斯通过乌克兰供应量开始持续下滑。而 21 年下半年开始，以白俄罗斯难民问题为引子，东欧地区政治冲突开始加剧，同时俄方表示需预留出口额为北溪 2 号备货，9 月起白俄管线输送量也开始明显下滑，成为欧气价格起飞的契机。因此进入 2022 年后，俄罗斯对欧供应几乎完全只通过位于波罗的海的北溪一号管线。首先若爆发冲突，最可能受影响的乌克兰管道输气量已占比极小，其次在之前的政治摩擦中，俄罗斯主要通过缩减白俄的亚马尔管道运量来进行施压，该管道供应量也处于绝对低位，因此我们认为冲突加剧对供应量的边际变化影响较小，市场当前高价已实质上部分反映了冲突导致俄气断供带来的基本面压力。

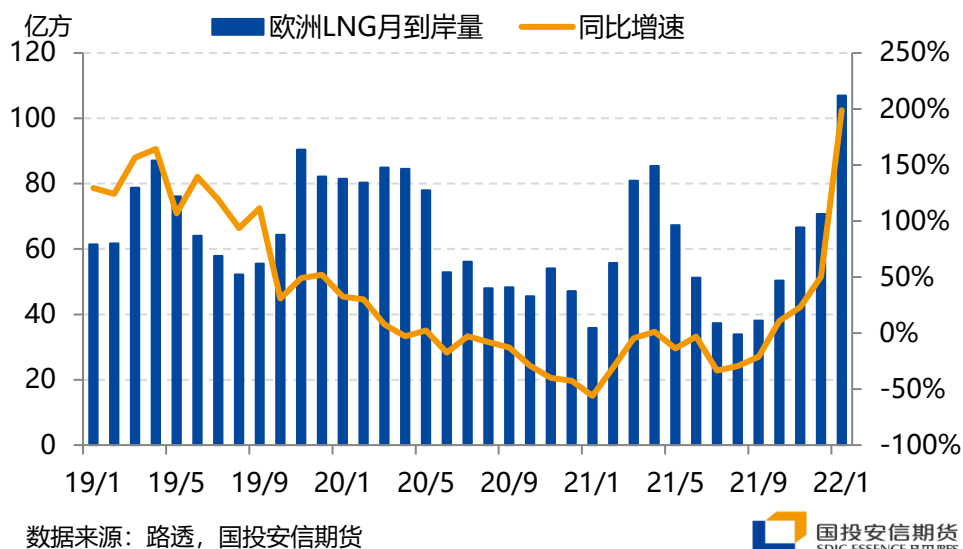
图：俄罗斯对欧天然气管输量



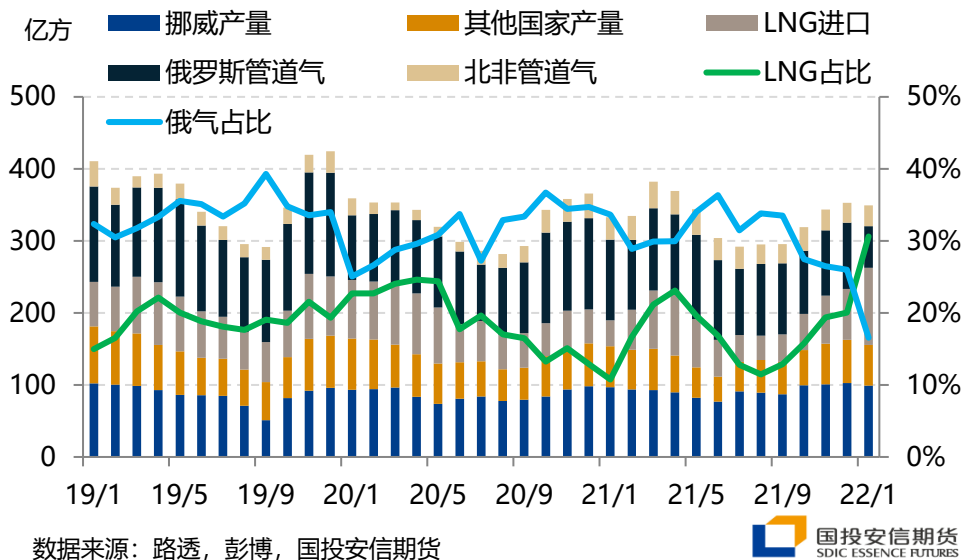
在管道气无法填补欧洲缺口的情况下，全球 LNG 货源开始向欧洲市场转移。过去亚太地区 LNG 价格通常略高于欧洲市场，维持所谓的“亚太溢价”，这是由于日韩的天然气需求只能由进口 LNG 满足，欧洲则更加多元化的同时拥有挪威国产气、俄罗斯管道气、北非管道气、进口 LNG 等途径，加工成本较高的 LNG 通常在淡季时进口量才会有所上升。但 21 年由于政策影响俄气供应，挪威和英国等欧洲主要产气国气田产量呈逐年萎缩状态，LNG 成

为欧洲市场的唯一供应增量。我们观察到欧洲 LNG 进口增速在秋季逆势上行，随着 12 月以来亚洲市场相对饱和后，更是在 1 月持续攀升至历史高位。预计 1 月欧洲天然气供应中 LNG 占比上升到 30.6%，而俄罗斯管道气仅占 16.6%，两者占比几乎对调。

图：欧洲 LNG 到岸状况



图：欧洲天然气供应结构变化



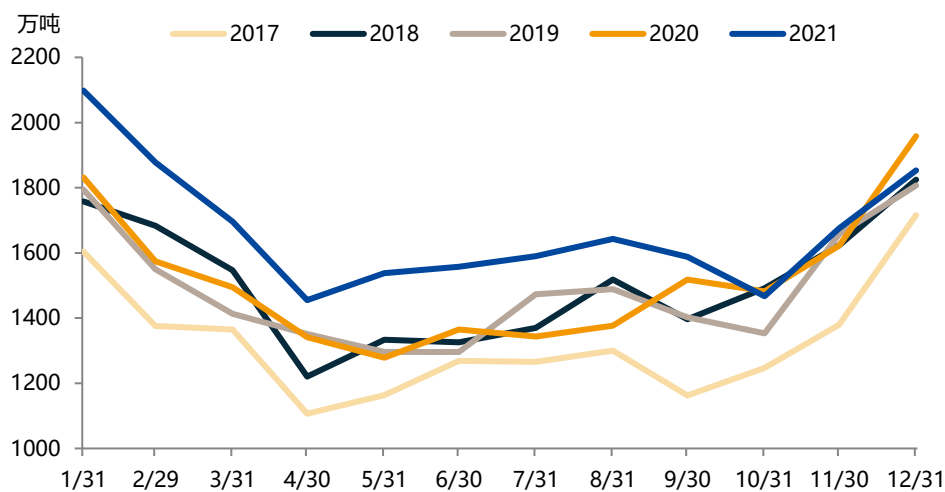
在欧洲 LNG 进口量攀升的同时，我们看到 JKM-TTF 价差多次出现倒挂的现象，这一方面是因为今年天然气上行的核心驱动来自欧洲市场，另一方面年末亚太地区天然气消费出现降速，限制了亚太市场的跟涨力度。中国四季度天然气表观消费增速从第三季度的 14.5%

下滑为 7.8%，12 月表观消费增速仅为 3.1%，导致持续高位的东亚地区 LNG 进口增速在 12 月同比由正转负，为-5.4%。进入 2022 年，中国出口增速预期放缓，导致制造业的工业燃气需求较 21 年坚挺程度下滑，欧洲市场相对偏紧的局面仍会延续到淡季。

图：天然气跨区价差走势



图：中日韩 LNG 进口量



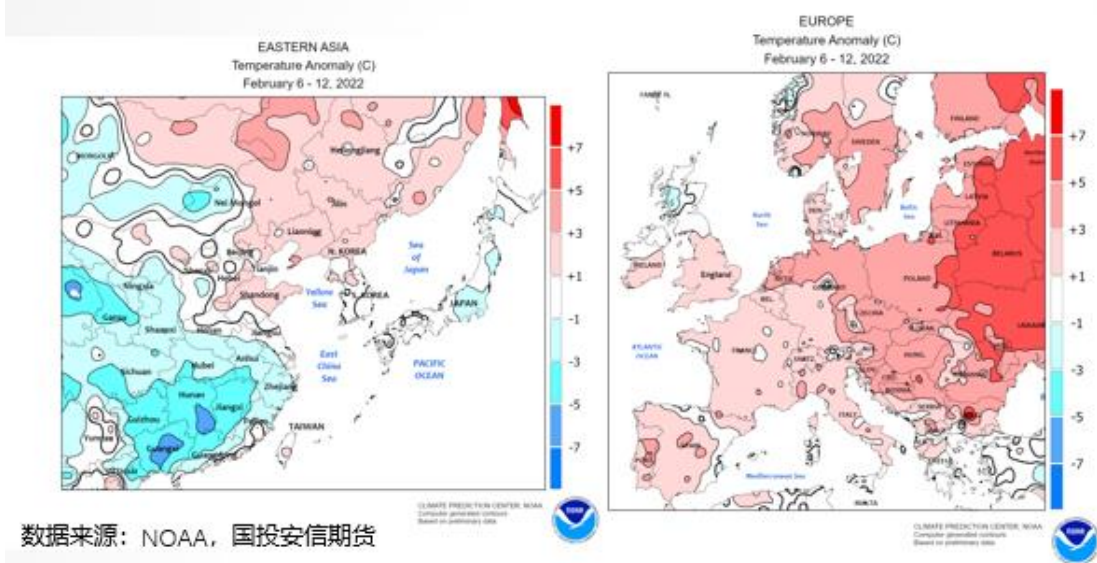
数据来源：彭博，路透，国投安信期货

## 二、边际影响虽然削弱，市场余震绵绵释放压力

目前政治风险在基本上已经通过俄气缩减至绝对低位和欧洲去库大部分兑现，在俄欧关系大幅好转推动北溪 2 号有实质性进展之前，冲突小幅加剧和仍然维持去年四季度以来的僵局两种情况下，对市场几无边际冲击。据路透估计欧洲 2 月 LNG 到岸量为 99.5 亿方，

同比增幅仍高达 78.36%。但 2 月初以来，欧洲地区全面转暖，而中国寒潮过境，欧洲后续能否保持如此高位进口水平仍存疑问，其市场库存近期有加速下滑的可能，推动其以比预期更低的库存水平进入淡季补库。短期内交易旺季尾声，政治风险缓释使得市场近端回落，但对今年淡季的行情仍保持谨慎，在 TTF 维持绝对高位的同时远端开始上升，高价向远月淡季市场传导。

图：2 月第二周东亚与欧洲气温状况



欧盟 2 月 2 日将天然气和核能归为可持续投资的“过渡”能源，保障天然气长期需求。

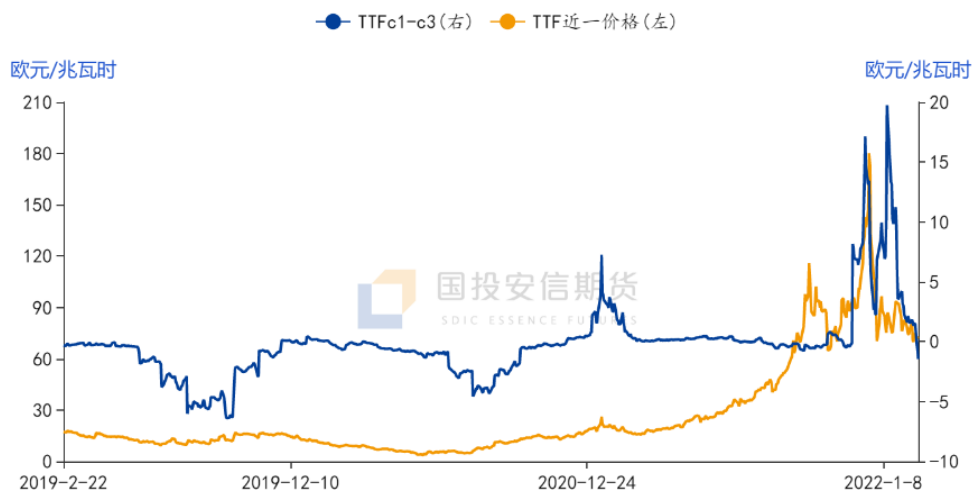
1 月以来德国电价随天然气价格持续波动，且始终维持在 9 月天然气暴涨以后的高位区间，体现需求端约束对高气价的反馈较为困难，而反映化石能源对新能源成本溢价的欧盟碳权价格更是持续暴涨，并未随着气价回落而下调，对淡季以发电需求为主的天然气市场形成良好支撑。

总体来看，天然气市场风险性已有所缓释，但补库需求和美欧巨大价差仍需时间去弥补。

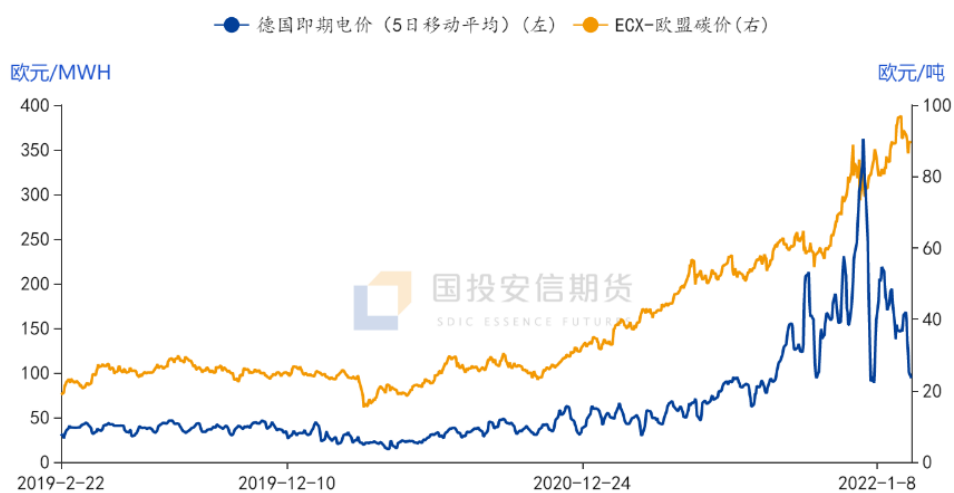
当前欧洲畸形的高价对需求端挤出或较为有限，若亚太溢价修复后限制 LNG 资源流向欧洲或电价成本向下游传导更为顺畅后，其淡季内仍能再度大幅上涨。近期亚欧市场因刚需程度降低有望高位回落，但俄气缺位带来的供给端问题不得到较好解决之前，其底部支撑较强，总体仍然在去年三季度以来的高位区间运行，以高位进入淡季市场。后续关注北美 LNG 出

口状况和俄欧关系大幅好转带动北溪 2 加速通过的可能。

图：TTF 月间价差 (C1-C3)



图：欧洲电价与碳税价





## 免责声明

国投安信期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备期货投资咨询业务资格。

本报告仅供国投安信期货有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。如接收人并非国投安信期货客户，请及时退回并删除。

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。本报告所载的资料、意见及推测只提供给客户作参考之用。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货或期权的价格、价值可能会波动。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。客户不应视本报告为其做出投资决策的唯一因素。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所导致的任何损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，本公司不对其内容的真实性、合法性、完整性和准确性负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。