

镜像风暴-2022 年与本次天然气危机的异同和启示

研究院 能源化工组

研究员

潘翔

☎ 0755-82767160

✉ panxiang@htfc.com

从业资格号: F3023104

投资咨询号: Z0013188

康远宁

☎ 0755-23991175

✉ kangyuaning@htfc.com

从业资格号: F3049404

投资咨询号: Z0015842

李祖智

☎ 0755-24865721

✉ lizuzhi@htfc.com

从业资格号: F03159002

投资咨询号: Z0024469

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289 号

内容摘要

■ 两次天然气危机价格走势差异

两次危机均因地缘断供引爆，但走势节奏不同：22 年价格经三次冲击冲至 300 欧元极值后快速回落至 75 欧元，年内主要震荡于 100-150 欧元；26 年价格定价后置、温和上行，TTF 8 月底突破 70，9 月仍在进一步走强，绝对水平远低于 22 年，但市场仍处危机中前期，四季度低库存或推动价格冲击 100 欧元以上区间。

■ 两次天然气危机政策与供需面差异

22 年欧盟及各国政策全面主动采取了 RePowerEU 一揽子计划和储气、节能、限价、暴利税等强制措施；26 年欧盟高度被动观望，未重启任何强制政策，仅临时援助框架与协调会议应对。供需上，22 年供应和需求均快速收缩，但高价在淡季内的压制和政府政策发力实现了 95%结束累库的较安全水平，取暖季内持续风险出清；26 年供应缩减仅 2.4 亿方/月远低于 22 年，但需求刚性强、政策缺位，9 月初库容率仅 67%，基本面风险累积至取暖季内。

■ 22 年危机的启迪和今年的展望

22 年极端情形落地早、市场应对充分；26 年风险定价后置，已经形成了低库存的既成事实。中性情形取暖季供应减约 117 亿方，需消费压减约 100 亿方或推迟俄 LNG 禁令（最多降 66 亿方）方能守住安全线。关注 10 月末累库结束与 12 月冬季压力两个节点，气价有望运行至 100 欧元以上激进区间；政策转向或亚洲停止跟涨或成阶段性拐点。

目录

内容摘要	1
价格走势与节奏	3
政府政策动向	6
市场供需变化	9
22 年危机的启迪与后续展望	11

图表

图 1: 2021-2022 年 TTF 天然气价格走势 单位: 欧元/兆瓦时	4
图 2: 2026 油气价走势 单位: 美元/桶, 欧元/兆瓦时	5
图 3: 油气价涨幅 (以 26 年 2 月 28 日为基期) 单位: %	5
图 4: TTF-JKM 走势 单位: 美元/MMBTU	6
图 5: TTF 跨季合约价差 单位: 欧元/兆瓦时	6
图 6: 欧洲库容率对比 单位: %	9
图 7: 欧洲累库速度对比 单位: %	9
图 8: 俄罗斯管道气对欧输送量 单位: 亿方	10
图 9: 欧洲 LNG 到岸量 单位: 亿方	10
图 10: 22 与 26 年欧洲供应环比变化 单位: 亿方/月	10
图 11: 欧洲总供应量 单位: 亿方	10
图 12: 欧洲气电发电量 单位: 吉瓦时	11
图 13: 欧洲总消费量 单位: 亿方	11
表 1: 2022 年欧盟主要能源政策	6
表 2: 2022 年欧洲各国主要能源政策	7
表 3: 26 年取暖季欧洲供应缩减量 (亿方)	12

8月31日，TTF价格突破70欧元/兆瓦时，为2023年以来首次。今年2月中东爆发冲突，导致了全球LNG供应突然大幅下降，而2022年2月末战争爆发则导致俄罗斯管道气大量退出市场。从爆发的时间节点和高度不确定性的地缘事件带来供给收缩这两个特点来说，今年与2022年行情的核心驱动是高度相似的，但其价格走势和市场主体的应对却似乎截然相反。因此本文对比这两轮行情的价格、供需面和政府政策等方面，对比两场危机的异同，并以2022年为参考，分析后续危机可能走势。

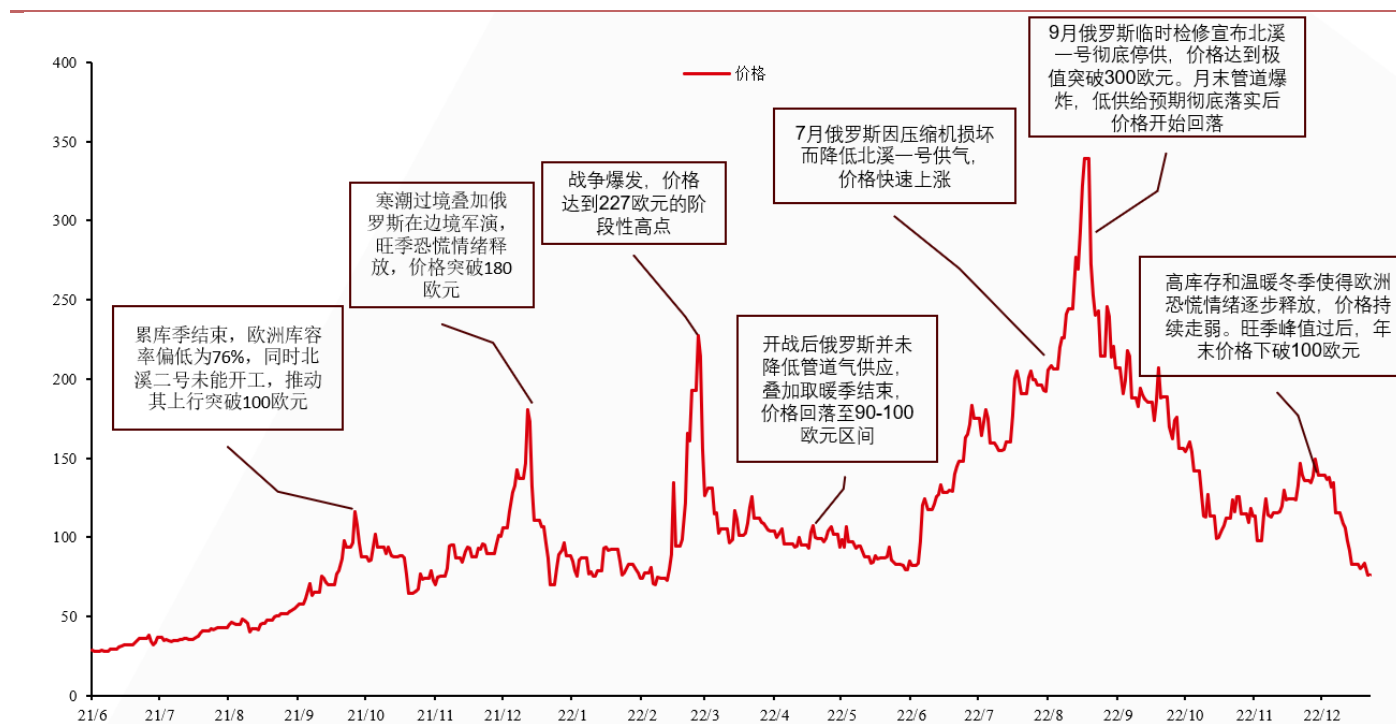
价格走势与节奏

对于欧洲市场而言，2022年行情的前奏在2021年夏季已经开始。由于疫情带来的需求不景气，欧洲在21年夏季选择降低进口，并转抛LNG长协货，最终导致21年累库季结束时，欧洲库容率偏低。进入四季度，原定开工的北溪2号管道受政策影响而未能开工，同时俄欧外交争端下，白俄罗斯管道缩减供应量，市场开始紧张，价格逐步走高。

2022年2月24日，战争爆发，危机全面点燃，价格快速拉涨，达到阶段性极值。但二季度俄管道气并未继续降量，同时高价吸引LNG增供，价格反而快速回落，直到6月俄罗斯宣布管道检修而带来市场二次恐慌，价格开始上行，并在9月初宣称北溪1号管道彻底停运而价格达到300欧元/兆瓦时的极值。此后北溪1号管道在月末发生爆炸，但此时俄罗斯管道气缩供预期已彻底落实，另一方面则是欧洲的累库季以95%库容率高位水平结束，恐慌情绪在充分释放后价格重新关注即期基本面，因此反而开始持续回落，并伴随冬季偏暖的影响而进一步走弱至75欧元左右的22年初价格水平。

可以看到，2022年天然气危机的节点主要为12月冬季寒潮、2月战争爆发、8月北溪彻底断供三次事件冲击，导致价格迅速上升至极端水平，但由于涨幅过大和即期基本面暂未恶化，价格又快速回落。尽管极端峰值价格数次突破200欧元，年内震荡区间主要集中于100-150欧元/兆瓦时左右。

图 1：2021-2022 年 TTF 天然气价格走势 单位：欧元/兆瓦时



资料来源：彭博 华泰期货研究院

针对今年的天然气危机，年初美伊冲突已开始酝酿，价格部分定价地缘风险。但相比油价在冲突爆发前已震荡偏强来定价地缘风险，气价则是受 26 年供应过剩预期影响，2 月取暖季进入尾声后价格持续回落，市场下行预期较强。2 月末海峡冲突爆发，油气出口受到影响价格连续拉涨，3 月 18 日，卡塔尔 LNG 项目受到导弹袭击，其 18% 产能损坏，市场价格达到阶段性高点。油气价格均在开战最初两周快速上行后，伴随双方释放谈判可能而逐步回落，此后由于没有实质性进展而有所反弹。6 月达成初步谅解备忘录，同时海峡开始通航，价格回落至开战以来低位水平。但 7 月这一协议被打破，随着累库季步入尾声，同时通航并未恢复，油气价格再度持续上涨至今。

从一个相对水平来看，以开战前夕价格作为基数，6 月备忘录达成之前油气涨幅基本一致，地缘风险溢价对油气价格的影响程度整体相近。但由于卡塔尔产能受到破坏，天然气的供给损失较原油更有持续性，二季度天然气的回落幅度已开始偏低。进入三季度后，补库偏低的担忧大幅增强，气价更为坚挺的趋势性走强，涨幅分化，远超油价水平。四季度迫在眉睫的低库存压力导致气价进入一个相对更为极端的行情。

图 2:2026 油气价走势 单位: 美元/桶, 欧元/兆瓦时



资料来源: 彭博 华泰期货研究院

图 3:油气价涨幅（以 26 年 2 月 28 日为基期）单位: %

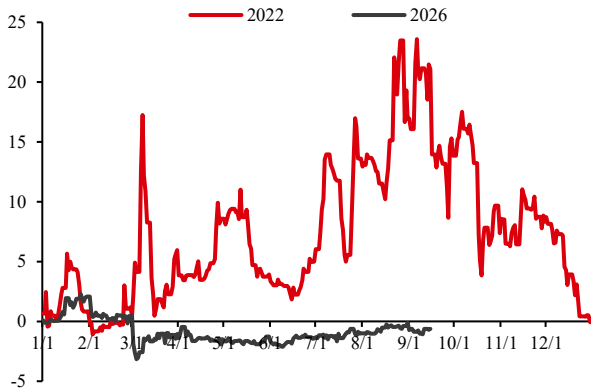


资料来源: 彭博 华泰期货研究院

从跨区价差和月间价差来看, 市场在 26 年的上半年也对本次断供的影响评估为一个相对短期的冲击, 较之 22 年的预期达到极端后随现实快速修正, 今年更多的呈现一个观望-预期落地-市场调整-再度观望的循环。首先跨区价差方面, 在 22 年事件爆发初期, TTF 快速从取暖季尾声的平水暴涨至 15 美元以上, 此后随着恐慌情绪释放虽有所缓和, 但始终高于 1.5 美元水平, 维持着对亚洲的套利窗口。三季度随着俄气断供预期的落实而不断走高, 最终 10 月欧洲库容率达到 90%以上而降低 LNG 进口量, 溢价不断收缩, 在年末出现了 TTF-JKM 为 0 的现象, 全年过程中该价差基本跟随 TTF 单边价格为主。26 年的跨区价差则波动性更低。卡塔尔断供后亚洲市场更为敏感, 叠加南亚旱季短期发电需求竞争, 二季度内该价差震荡偏弱, 反映了欧洲较弱的补货意愿。进入三季度后 6 月备忘录被废止, 年内长期断供和欧洲低库存的风险开始受到市场重视, 价差开始上行收缩, 但近日价格大涨中亚洲市场提前冬储打断了这一进程, 价差波动体现了亚欧补库节奏的错配, 和单边价格联动相对较小。

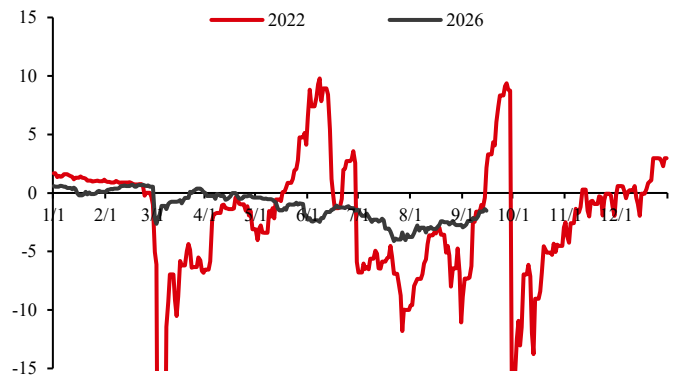
从欧洲市场自身的淡旺季价差来看,上半年 Q4-Q3 价差中, 22 年的预期在 6 月北溪缩供后恐慌情绪达到极限, 冬季远月价格迅速拉升, 转而对绝对值已经不低的夏季合约达到升水, 此后冬季维持偏高价格, 直至进入取暖季极端预期的修正才让季间价差趋平。而今年上半年抬升过程中市场月间价格相对趋平, 6 月短暂复航后更是抱有恢复供应的预期而 Q4 贴水走阔。进入 8 月后欧洲对补库压力的定价使得 27 年 Q1 价格开始跟涨, 市场开始从预期 26 年高价行情结束转向整个取暖季内面临高价, 27 年 Q2 供应紧张才能得到缓解。

图 4: TTF-JKM 走势 单位: 美元/MMBtu



资料来源: 彭博 华泰期货研究院

图 5: TTF 跨季合约价差 单位: 欧元/兆瓦时



(为增强连续性 1-6 月均为 Q4-Q3, 此后为 Q1-Q4, Q2-Q1)

资料来源: 彭博 华泰期货研究院

政府政策动向

2022 年天然气危机爆发后, 欧盟议会在当年 5 月推出了一揽子的 RePowerEU 法案, 其中主要着力于降低总能源消费、增加天然气供应渠道和促进可再生能源替代三个方向来对应天然气短缺。该法案具有长期效力, 核心纲领是计划在 2030 年彻底摆脱俄罗斯化石能源, 并成为后续欧盟能源政策的战略核心。此后, 针对天然气市场, 欧盟还提出累库季末强制储气目标的储气条例、电价干预条例、TTF 价格上限条例等阶段性政策。这些阶段性政策在危机后陆续到期结束, 不再形成政策约束。

国家层面, 欧洲各国的能源政策在供给方面包括推动 LNG 进口基础设施建设、暂缓关闭旧气田, 在需求方面重启或推迟关停煤电与核电、设立强制节能政策等等。以德国为例, 在 22 年, 其原计划彻底关停最后的核电机组, 这一举措推迟至 23 年, 当年原定关停的部分煤电机组也有所推迟。同时德国还推出节能方案、储气库目标等政策, 并开始建设浮式接收站, 首度直接进口 LNG。

表 1: 2022 年欧盟主要能源政策

政策	通过日期	主要内容	后续调整
----	------	------	------

RePowerEU 计划	2022.5	长期方针：2030 年前摆脱对俄化石燃料依赖。三大支柱：节约能源、天然气供应多元化、加速可再生能源	持续生效，25 年和 26 年投票修改并通过了退出俄气路线图
储气条例	2022.6	储气库 2022/11/01 前填充至 80%，此后每年 11 月 1 日前达 90%；成员国共享储气、跨境协调	生效延期至 2027 年，储气目标维持 90%，但允许有困难的国家最多下调至 80%
节能 15% 条例 (Save Gas)	2022.8	2022/08/01-2023/03/31 期间自愿削减天然气消费 15%（较 2017-2021 五年均值），紧急时可强制	2023 年延迟一年，2024 年到期失效
电价紧急干预/暴利税条例	2022.10	边际发电机组收入上限 180 欧元/MWh、油气煤企业 2022-2023 超额利润征至少 33% 团结税、高峰电力需求削减 5%	2023 年到期失效
TTF 价格上限机制	2022.12	TTF 近月连续 3 个工作日 > 180 欧元/MWh 触发动态上限	颁布后市场价格未触发该条例。延长至 2025 年 1 月后到期失效
联合采购/团结条例	2022.12	建立 Aggregate EU 联合采购平台，汇总参与国家和企业需求，统一进行采购	持续生效，25 年 7 月进行了最新一轮联合采购
可再生能源许可加速条例	2022.12	加速可再生能源项目审批	持续生效

资料来源：EU commission 华泰期货研究院

表 2：2022 年欧洲各国主要能源政策

政策	通过日期	主要内容
德国	煤电厂重启	重启已封存的硬煤/褐煤机组；原计划 2022 年退役的煤电推迟至 2024；RWE、LEAG 褐煤机组重新并网发电。
法国	重启圣阿沃尔德煤电厂	Saint-Avold 煤电厂（原定 2022/03 关闭）重启，冬季满负荷运行
意大利	推迟煤电退出计划	原定 2025 年退出煤电的计划推迟，延长 Enel 等煤电厂运行时间
英国	煤电备用合同	国家电网与 Drax 等电厂签备用合同，原计划退役的 West Burton A 等机组冬季待命
荷兰	格罗宁根气田推迟关闭	原定 2022 年 10 月关闭的格罗宁根气田维持运行至 2023 年
德国	《能源安全法》+ 节能条例	紧急时可限制供气；公共建筑供暖上限 19°C、公共设施关灯停热水
意大利	供暖限制法令	公共建筑供暖温度下调 1°C、供暖时长缩短

法国	Sobriété节能计划	冬季商场空调/供暖限制为 19 度、Ecowatt 限电预警
德国	《天然气储气法》	储气目标严于欧盟：2022/11/01 前填充至 95%
德国	《LNG 加速法》	威廉港浮式 LNG 终端 2022/12 投运（德国首个），布伦斯比特尔等后续跟进
意大利	提前填库+新签供气长约	储气库 2022/11 达 90%以上；与阿尔及利亚、卡塔尔、安哥拉等签署新供气协议
法国	EDF 完全国有化	政府收购 EDF 剩余股份完成全资国有化（斥资约 97 亿欧元），全力保障核电出力

资料来源：公开资料整理华泰期货研究院

2026 年欧洲再度面临天然气供应问题，但欧盟层面并未就此推出强力政策或者制定出对天然气领域的一揽子方案，目前也没有进行过实质性推出结果的联合会议。上一轮危机中强制性的限价、节能和征收能源税政策均没有重启。而另一方面，在危机爆发前落实的 RePowerEu 的退出俄气路线图，明确了在 27 年 1 月 1 日彻底停止俄罗斯 LNG 进口，在 27 年的 9 月 30 日结束俄罗斯所有剩余管道气的进口。无疑在旺季内结束进口俄罗斯 LNG 这一政策，会对今年紧张的基本面造成较大压力。截至 9 月 15 号，欧盟仍未对该政策做出调整。

2026 年欧盟未重启 2022 年的强制限价或者节能条例，较为立竿见影的重启其他电厂或者旧气田均没有发生，也并没有在欧盟或国家层面制定强制性节能措施或者启动紧急状态预案。9 月 3 日，欧盟天然气协调小组会议后表示，欧洲能源系统有能力在库存低于往年的情况下应对冬季，当前没有立即采取干预措施的必要，但 9 月 23 日将开展下一次会议。因此本轮危机中欧洲在政策上采取了相当保守和克制的态度，只采取了少量制度化协调和定向援助的政策，例如在 4 月欧盟通过了一个临时性的国家援助框架政策，允许成员国政府在中东危机背景下对受能源价格上涨冲击较大的行业提供支持，可对相关行业因燃料和化肥价格上涨产生的额外成本提供补偿、简化小额援助方案，以及在应对电价上涨方面提供更具灵活性和更大力度的援助。9 月 7 日德国政府正与本国两家国有能源企业就天然气储存项目的补助进行协商。

总体来看，本次危机中欧盟的政策态度和 22 年可以说是截然相反的，展现了高度的被动和观望态度。22 年欧盟在危机爆发后立刻采取了较为主动和全方面的干涉态度，不但有较长期的对能源转型和天然气资源安全的一揽子政策，还采取了一些较快影响供需的临时性政策，如维持气田开放和重启煤电等等。今年欧盟几乎没有采取对天然气领域的针对性政策，几乎把应对完全交付给市场行为。对于旧政策中会较快影响天然气安全的停止进口俄气决议，目前也暂未表达出修订的意愿。在这种保守态度下，夏季欧洲企业面对高价选择了降低进口和观望事态发展的态度，同时非城燃需求也没有重现 22 年那样迅速压减的情形。进入 9 月，欧洲低库存和取暖季高风险已是既成事实，

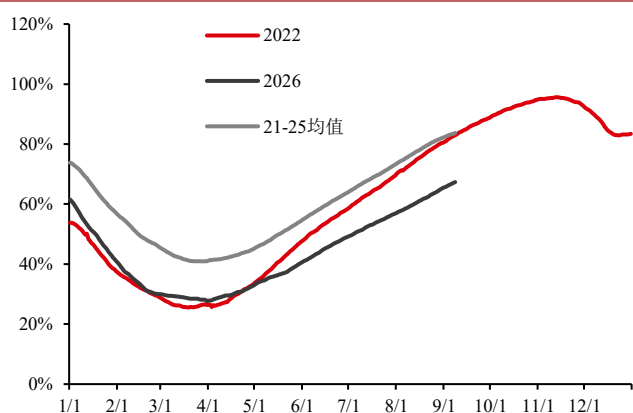
难以完成储气目标后企业和政策开始密集表达对这一问题的关切，政策转向的可能开始值得关注。

市场供需变化

库容率水平是供需面紧张程度最直观的体现。两轮危机均在取暖季末期爆发，并出现了供给的快速缩减，基本面的开局相似。但今年二三季度市场对危机的预期和基本面反馈持续不足，库存缺口被不断累积，导致风险溢价被大大后置。

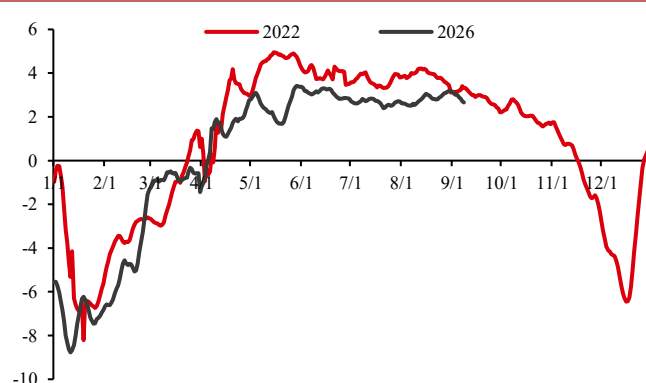
22 年与 26 年由于前一年取暖季的消耗较大，补库季初期都以较低的 28% 左右开始，较近五年平均 40% 的水平显著偏低。在 3-4 月由于高价对供需的调节还不明显，且 22 年欧盟各种政策主要在 5 月后陆续出台，两者的累库速度整体近似。但进入二季度后，今年欧洲没有采取强力政策和 TTF 价格并未达到极端水平的影响开始显现，累库速度出现较持续的偏低。进入 9 月初，欧洲已实现了 82% 的较高水平库容率，与五年均值的 83% 基本持平，成功在累库季内化解了低库存问题，并在 10 月初就实现了 11 月之前的 90% 库容率目标，最终以 95% 的绝对高位进入取暖季。今年 9 月初库容率为 67% 左右，目前预估 10 月末累库结束库容率在 73% 左右，低库存问题没有得到明显缓和。

图 6: 欧洲库容率对比 单位: %



资料来源：彭博 华泰期货研究院

图 7: 欧洲累库速度对比 单位: %



资料来源：彭博 华泰期货研究院

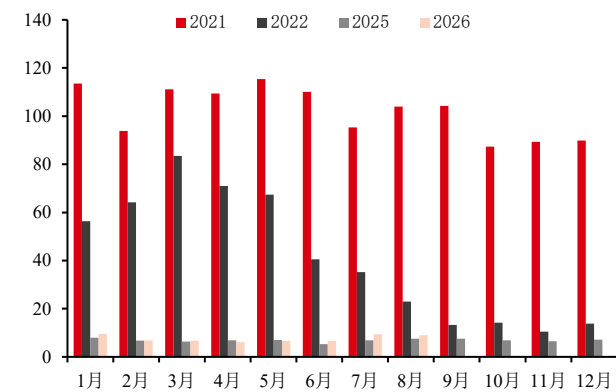
在供应环节，22 和今年主要变量分别是俄罗斯管道气和 LNG。俄罗斯管道气方面，由于白俄罗斯管道降量在 21 年下半年已经发生，一季度欧洲较 21 年同期已有明显下降，3 月战争爆发后更是由于价格暴涨而带来采购量环比上升，同时二季度内俄罗斯方面也没有刻意控制出口，1-5 月进口虽同比减少 102 亿方，但这一降量水平已被开战前的涨幅所定价，因此战争带来的极端利多落地后，价格反而持续回落。但 6 月开始北溪检修标志着俄罗斯主动控制出口，至 9 月北溪彻底停供后，供应缩量达到极限并推动价格达到峰值，最终全年管道气环比减少 730 亿方左右。残存的乌克兰管道气长协和土耳其其出口量维持至今，在 7-9 亿方/月左右窄幅波动，边际影响极小。

LNG 方面，22 年欧洲价格大涨拉动 LNG 进口迅速增长，全年环比增加 470 亿方，填

补了近 70% 的供应缺口。进入 2025 年，全球 LNG 新增产能不再完全出口向欧洲，较 22 年仅仅微增 13 亿方。2026 年一季度由于美国出口增长的影响，欧洲 LNG 仍然保持同比增长，但二季度开始中东断供影响显现，欧洲到岸量开始同比转负，且降量不断增大，低于 22 年水平。最终 1-8 月，26 年欧洲 LNG 同比降量 30 亿方。

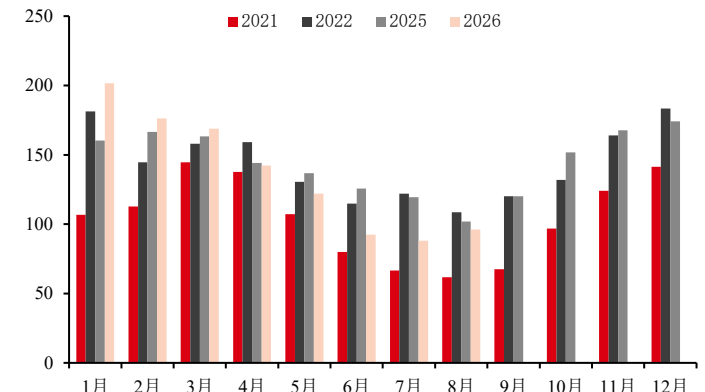
总体来看，今年欧洲供应冲击程度远小于 22 年。22 年供应量缩减为 17.7 亿方/月，而 26 年 1-8 月缩减为 2.4 亿方/月。其余渠道变化虽小，但 22 年挪威主动降低检修量，荷兰推迟关停格罗宁根气田，使得欧洲本土产量和挪威管道贡献了 6.6 亿方/月的增量。但今年如上文所分析，欧盟在上半年对供应风险评估偏低，始终保持较保守的政策态度，因此这两个欧洲相对能自主调节的渠道合计在 26 年仍然贡献了 -0.4 亿方/月的减量。

图 8: 俄罗斯管道气对欧输送量 单位: 亿方



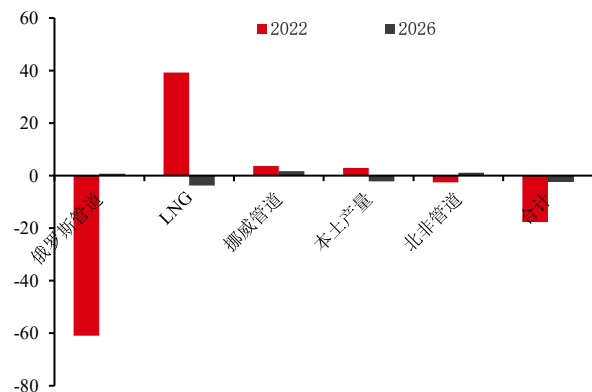
资料来源: 标普大宗 华泰期货研究院

图 9: 欧洲 LNG 到岸量 单位: 亿方



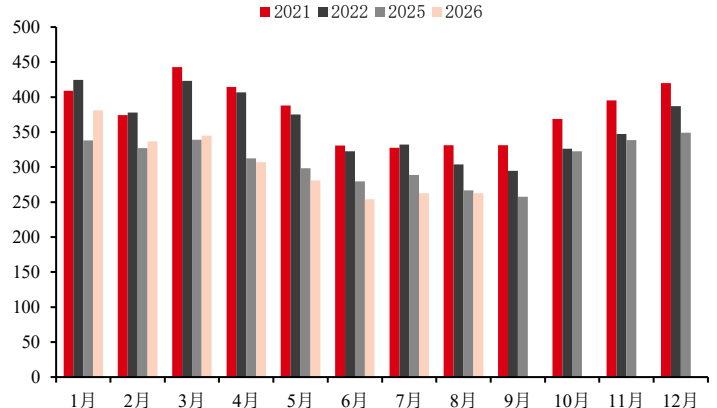
资料来源: 标普大宗 华泰期货研究院

图 10: 22 与 26 年欧洲供应环比变化 单位: 亿方/月



资料来源: 标普大宗 华泰期货研究院

图 11: 欧洲总供应量 单位: 亿方

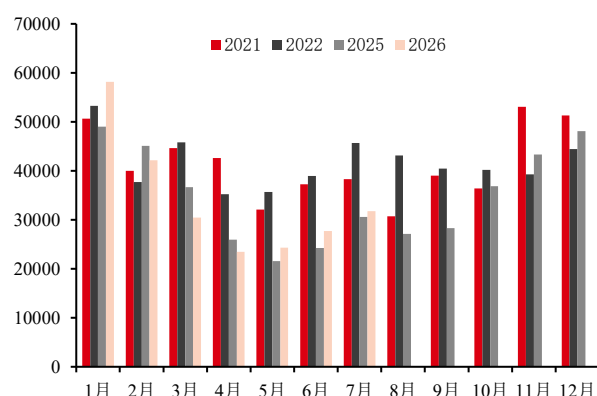


资料来源: 标普大宗 华泰期货研究院

在需求侧，22 年欧洲制定 RePowerEu 计划开始压减需求和确立天然气消费减量目标后，逐年确实有需求下降的趋势，但近年来弹性需求快速出清后，剩余天然气消费刚需性质增强，降量更不明显。可以看到 22 年欧气价格攀升后，非取暖季的 4-9 月消费量锐减 30.6 亿方/月，此后冬

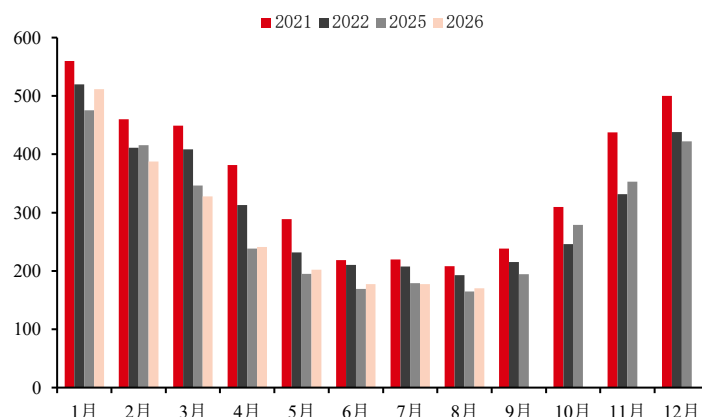
季受暖冬影响保持这一水平，全年消费减少 45.4 亿方/月，远高于供应 17.7 亿方/月的缩减量，从而实现了库存持续高于同期的结果。今年来看，尽管全年气价持续高于 25 年同期，但刚需性质和欧盟的保守政策导致需求端完全没有发力。1-8 月欧洲表观消费增加 1.4 亿方/月，即使不考虑年初寒潮影响，大幅涨价且城燃需求不占主导的 3-8 月，欧洲消费依然同比增加 0.5 亿方/月，其中对价格较为敏感的气电需求更是在 5 月以来维持着同比正增长的态势，反映出了 8 月末突破新高前的欧气价格，远远不足以起到压制需求的作用，且目前天然气消费在数年的调整后，当下消费量的刚需性质已大大加强。

图 12: 欧洲气电发电量 单位: 吉瓦时



资料来源: 标普大宗 华泰期货研究院

图 13: 欧洲总消费量 单位: 亿方



资料来源: 标普大宗 华泰期货研究院

22 年危机的启迪与后续展望

在对比了价格走势、政策应对、供需变化三个方面后，我们看到今年与 22 年天然气危机中，一方面是客观上今年欧洲供给缩减确实更小，另一方面主观应对上由于时间节奏不同，22 年在 6 月就已较充分落地极端情形，市场在累库季内有更充分时间去应对；而今年则是中东断供预期被逐步调整，6 月还出现了一个月复航的短暂回调，市场对风险的定价更为后置和逐步升级。两方面原因共同发力，导致了欧洲溢价和政府政策发力显著低于 22 年水平，持续的低累库速度使得目前已非常确定性地会以一个较为危险的库存水平进入取暖季。

进入取暖季后，城燃需求占比将会从总需求的 40% 左右骤升至 60% 以上，这一部分是较为刚性且不可控的，低库存下城燃需求的波动将会导致价格上行弹性显著提高。我们预期 10 月底库容率约在 73%，库存在 760 亿方左右，那么要在 27 年 3 月末保证库容率在 20% 的极限水平之上，今年取暖季的去库量需要低于 550 亿方，从 22-25 年来看，取暖季去库量在 400-600 亿方，25-26 取暖季由于欧洲降低 LNG 采购，去库量更是达到了 538 亿方，那么从静态视角来看，目前欧盟确实踩在一个安全线的边缘。

目前来看，除了较不可控的冬季温度以外，最直接影响欧洲市场的是两个事件。其一是中东局势，其二是欧洲已通过政策要求 27 年 1 月 1 日起停止进口俄罗斯 LNG，但 26 年 1-8 月欧洲进

口量仍在同比增长，已达 19.4 亿方/月，占到了欧洲 LNG 的 14.6%。目前卡塔尔预估生产恢复到 80%产能的上限水平，大约需要 2 个月时间，目前局势下我们预期乐观情形是 10 月卡塔尔开始恢复，中性情形是 12 月开始恢复，悲观情形为取暖季内卡塔尔无法恢复供应。相对可能性最大的维持对俄制裁，且中性情景下，不考虑 LNG 以外供应渠道的变化，今年取暖季欧洲供应也会面临近 117 亿方的减量，占到了去年同期供应量的 5.6%，在此基础上，要求欧洲消费压减近 100 亿方以实现在安全线上结束取暖季，或者欧洲推迟对俄罗斯 LNG 的禁令，最大能降低 66 亿方左右的供给缩量。因此如果局势向悲观情形演化，我们需要格外关注欧盟推迟俄罗斯 LNG 进口禁令的可能性。

表 3：26 年取暖季欧洲供应缩减量（亿方）

中东情形	俄 LNG 停止进口	俄 LNG 继续进口
乐观	101	34
中性	117	51
悲观	132	66

资料来源：标普大宗 彭博 华泰期货研究院

总体来看，今年卡塔尔冲击对亚洲直接影响更大，且市场在事件发酵过程中抱有较乐观心态，3 月至 8 月的大半个累库季内，欧洲方面完全没有采取较直接的政策干预供需，市场主体的进口也并未预防性的拉高溢价吸纳资源，使得累库速度持续低于 22 年，并确定性的无法达成 90%累库目标。后市来看，22 年在 9 月北溪彻底停供后边际利多已基本释放，后续暖冬的逐步确定使得市场从激进的 100-150 欧元区间逐步回落，并在年末逐步下行至 75 欧元左右。

反观今年，价格在夏季内维持 40-60 欧元区间震荡，近日随着低库存风险和冲突加剧断供时间延长的双重发酵，价格上破 75 欧元，回到了 22 年危机尾声时的水平。由于这两个问题短期难以解决，目前天然气市场较之 22 年，相对处于危机中前期的水平。后续两个时间节点，10 月末累库结束，低库存风险被彻底定价，以及 12 月冬季压力初步定位，都有可能助推市场达到峰值，届时欧气价格或有望运行在 22 年危机的 100 欧元以上的激进区间以压制需求。这一过程中对欧盟能源政策或者中东冲突双方形成施压，政策调整与外交谈判引发供给预期的调整，或者亚洲市场确保库存安全放弃跟涨，使得 TTF 维持稳定溢价时，会成为本轮危机的阶段性拐点，缓解价格继续冲高的风险。

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com