

旧世界的宿命与反抗（天风宏观+ESG）

证券研究报告

2022年4月9日

作者

全球能源供需矛盾突出、价格上涨，表面上存在中国能耗双控、美国页岩油资本开支纪律、俄罗斯油气设施中断等个性因素，背后的共性因素是新能源建设加速推进，而传统能源在 ESG 和疫情供给侧改革的影响下，长期资本开支不足。

新旧能源的矛盾，促使各国在旧世界的安全稳定和新世界的清洁低碳之间寻找再平衡。历史将在反复中波浪式前进，最终建立在旧世界体系上的旧秩序瓦解，新世界主宰秩序。

风险提示：ESG 政策支持不及预期；ESG 概念发展不及预期；ESG 投资者认知度低于预期

宋雪涛

SAC 执业证书编号：

S1110517090003

songxuetao@tfzq.com

郭微微

guoweimei@tfzq.com

分析师

联系人

相关报告

- 1 《宏观报告：现行 ESG 评价在中国有效吗？（天风宏观+ESG）》 2022-02-13
- 2 《宏观报告：A 股 ESG 评价体系的比较、现状与问题（天风宏观+ESG）》 2022-02-26
- 3 《快速发展的 A 股 ESG 投资：现状与特点（天风宏观+ESG）》 2022-03-12
- 4 《海外主流 ESG 投资策略的比较与启示（天风宏观+ESG）》 2022-03-12

新世界从旧世界中孕育，依赖旧世界的营养来源和安全保障。但新世界又吸引走旧世界的资本开支，加速替代旧世界。这构成了一对矛盾。从去年下半年开始，新旧世界的矛盾到了突出爆发的时间。涨价是旧世界对新世界的反抗。

全球能源供需矛盾突出、价格上涨，表面上存在中国能耗双控、美国页岩油资本开支纪律、俄罗斯油气设施中断等个性因素，背后的共性因素是新能源建设加速推进，而传统能源在 ESG 和疫情供给侧改革的影响下，长期资本开支不足。

新旧世界的矛盾不止体现为旧能源价格上涨，也体现为新旧秩序之争，旧秩序的效率下降，加剧内部分配矛盾和外部政治矛盾。以欧盟代表的新能源革命和以俄罗斯代表的传统能源既得利益，成为外部矛盾爆发的断裂面。

站在欧盟的角度，新能源革命是对俄罗斯传统能源利益的瓦解。站在俄罗斯的角度，疫情后坚挺的油气价格是反抗欧洲能源革命的底气，并希望借欧盟对俄的油气依赖，一举解决自己在乌克兰问题上的诉求。新冠疫情像一面镜子，照出了各国内部的经济结构问题和社会治理问题。俄乌战争戳破了旧秩序的窗户纸，把冷战后国际秩序、货币体系和能源供应体系的问题统统暴露出来。

即使新世界是万众瞩目的焦点，但其对旧世界的替代是细微积累的量变最终引发相变的过程，进程总有反复，没有旧世界作为支撑，新世界容易营养不良。新世界要加速发展，也需要确保旧世界的秩序稳定，不能过快退出。

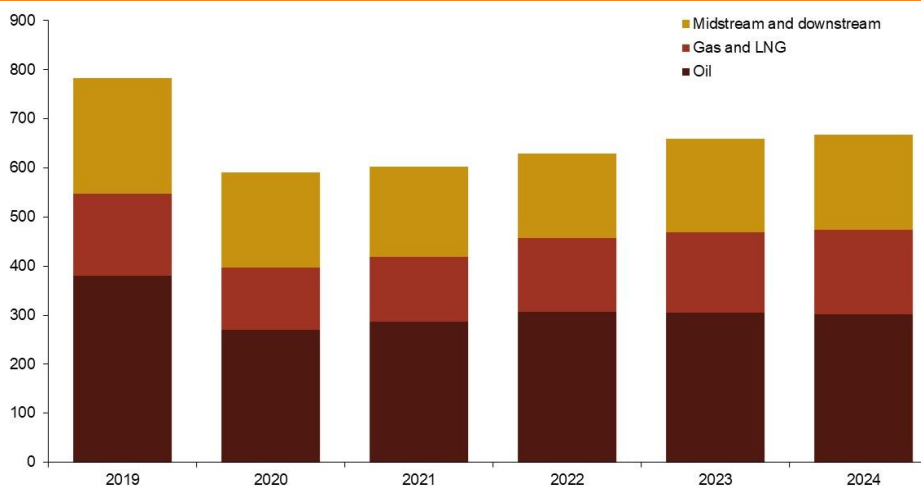
新旧世界的矛盾爆发，促使各国在旧世界的安全稳定和新中国世界的清洁低碳之间寻找再平衡。中国今年两会政府工作报告将能耗考核从每年一次变成五年一次，将钢铁行业碳达峰时间较之前意见稿延后了 5 年，并增加了俄油（10 年供应 1 亿吨）和俄气（增加供应天然气 100 亿立方米/年）的长期供应保障。欧盟将满足特定条件的核电和天然气归为可持续投资的过渡性绿色能源，法国时隔 20 年重启新核反应堆建设，德国将煤炭使用延长到 2030 年后并规定了天然气的最低储量水平。

根据 Rystad Energy 预测，今年全球石油投资将增长 7%至 3070 亿美元，页岩油气生产商投资将增长 18%至 1020 亿美元；今年全球天然气上游投资增长 14%至 1490 亿美元，2022-2024 年年均投资增速 9.3%。

OPEC 产能下滑的趋势从 2020 年四季度以来有所转向，产能出现了平缓抬升。非 OPEC 产油国的一些新项目正在建设。非洲能源商会预测 2022-2025 年非洲能源资本支出将逐年增加 16.4%。

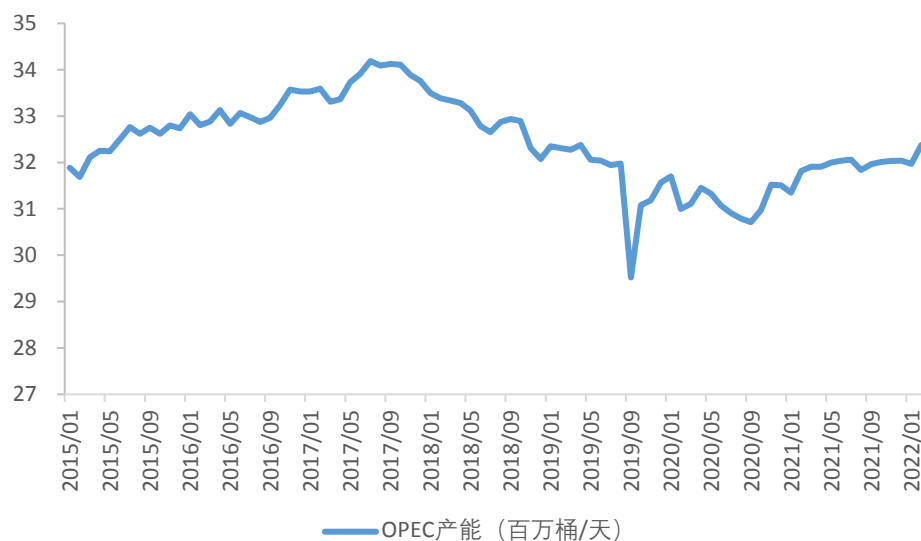
Exxon、Chevron、Shell、PetroChina、Equinor、BP 等大型石油公司均调高了 2022 年资本开支指引（公司没有披露指引数据的用卖方一致预期代替），增长幅度在 5.2%-28.6%之间。我们统计的 13 家石油公司 2022 年总资本开支指引较 2021 年增长了 12.2%，其中只有 Sinopec（中国石化）出现下滑。

图 1：全球石油天然气资本开支预测（十亿美元）



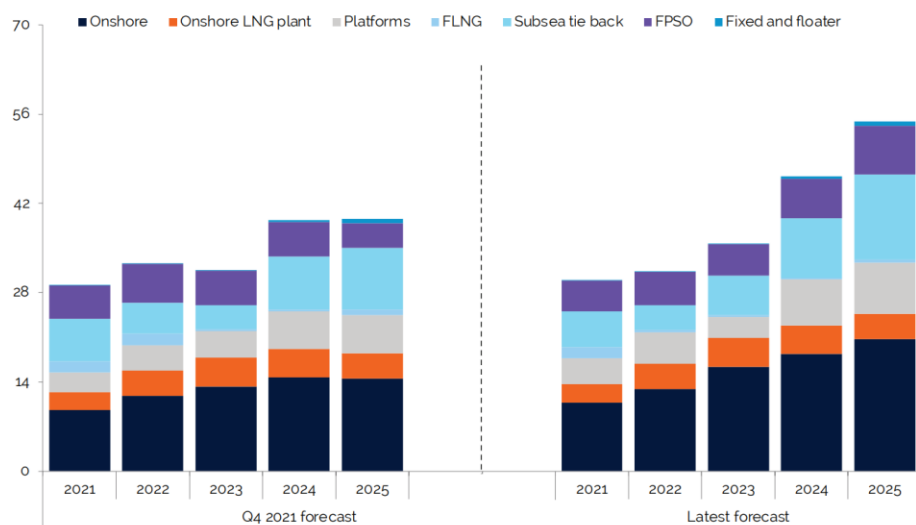
资料来源：Rystad Energy，天风证券研究所

图 2：OPEC 产能平缓抬升



资料来源：EIA，天风证券研究所

图 3：2022-2025 年非洲能源资本支出将逐年增加 16.4% (十亿美元)



资料来源：非洲能源商会，天风证券研究所

图 4：重要石油公司的资本开支指引 (亿美元)

公司名称	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E (指引)	2021E (一致预期)	2022E (指引)	2022E (一致预期)	变动趋势
Exxon Mobil Corp	161.63	154.02	195.74	243.61	172.82	175.00	128.03	225.00	182.61	
Chevron Corp	181.09	134.04	137.92	141.16	89.22	125.00	82.15	160.00	116.93	
Royal Dutch Shell PLC	221.16	208.45	230.11	229.71	165.85	200.00	-	-	234.41	
PetroChina Co Ltd	285.25	351.11	404.42	473.12	360.35	-	375.74	-	395.41	
Equinor ASA	121.91	107.55	113.67	102.04	84.76	80.00	83.60	95.00	97.42	
BP PLC	167.01	165.62	167.07	154.18	123.06	130.00	120.42	145.00	140.85	
Petroleo Brasileiro SA	142.34	136.64	119.94	86.36	58.70	-	90.84	-	116.83	
Sinopec	109.70	105.11	155.85	204.96	190.98	-	262.85	-	234.42	
Eni SpA	100.36	95.91	103.68	90.29	50.32	70.07	65.72	85.68	79.63	
Suncor Energy Inc	49.72	50.50	41.73	41.89	29.30	32.99	34.52	36.98	38.53	
Cenovus Energy Inc	7.81	12.87	10.63	8.92	6.41	20.16	19.08	22.07	22.67	
Imperial Oil Ltd	8.10	7.66	11.51	12.33	6.48	10.96	8.36	11.03	11.24	
Repsol SA	22.17	25.98	31.43	36.13	21.53	33.52	31.17	41.52	41.16	

资料来源：彭博，天风证券研究所

新世界的快速发展，吸引走了旧世界的长期资本开支，新旧世界的矛盾爆发，反而限制了新世界的发展。旧世界的反抗，缓解了短期的供需矛盾，确保了新世界的安全，反而加速了旧世界的消亡。

新世界的激进限制了新世界的发展，旧世界的反抗加速了旧世界的消亡。世界就是阴阳相生，物极必反的矛盾体，历史在反复中波浪式前进，最终建立在旧世界体系上的旧秩序瓦解，新世界主宰秩序。

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_40140

