



黄大智：机构为何大举加仓传统能源？

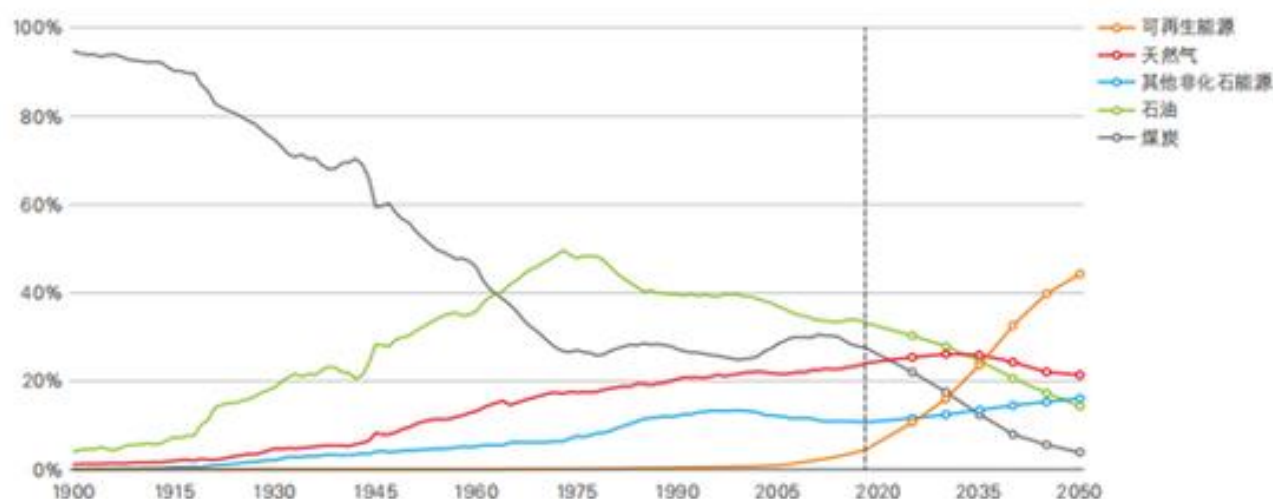


文/意见领袖专栏作家 黄大智

在过去的三年中，能源是资本市场中绕不过去的一个关键词。特别是2020年疫情爆发之始，全球经济的重挫使得石油价格一度跌至负值，资本市场对室友的定价也史无前例的出现负值。同时，2020年又是全球碳中和的关键一年，能源转型革命之下，全球对石油、天然气、煤炭的长期需求下降是确定的，三大化石能源也阶段性的大幅度下跌。

根据BP能源的统计数据，未来30年内，石油、天然气、煤炭三大传统化石能源在全球能源消费中的占比将从2020年的95%跌至40%左右。然而，和长期需求下降相悖的是，过去的三年中，主要的化石能源不仅价格在波动中上涨，在资本市场中也表现出了甚至不输于新能源的走势。这样的市场行情显然不是传统能源长期需求下降的逻辑所能解释的。

全球能源消费结构



数据来源：BP 能源，星图金融研究院

注：2020年后数据为预测数据

与此同时，碳中和大趋势下，新能源的逻辑也出现了新的变化。光伏、风电、储能、新能源车等轮番上涨。本来长期相互替代的新旧能源，为何却在资本市场呈现“新旧共舞”的情况？又该如何理解当前表现强势，但长期需求又确定下降的传统能源呢？

1

从商品的属性上来看，包括煤炭、石油、天然气、有色金属等在内的上游资源品，具有十分典型的周期性变化特征。经济上行期间，需求上升带动商品价格和数量提升，企业利润呈现爆发式增长。经济下行期间，需求的下降又会使得价格和数量双降，企业利润断崖式下跌。这种企业利润的暴涨暴跌，反映到资本市场上，叠加估值的影响，又会进一步放大，因此这类资源属性的行业，资本市场上的表现在多数时间往往不是在暴涨就是在暴跌。

这种经济上对于上游资源的需求周期，也就传导到了企业的产能周期。一般而言，当行业进入上行周期时，企业盈利能力好转，市场需求不足，行业内会普遍进行投资扩张产能，在产能扩张到一定程度时，行业进入供过于求的阶段，落后及低效产能被淘汰，市场自发的进行产业升级。而当产能的收缩到一定程度时，又会重新引发一轮新的扩张周期，如此循环。

但是在全球倡导碳中和的趋势下，传统能源的这种产能周期被打乱了。从 2019 年以来，全球各国开始普遍性的提出碳中和的目标，并将其作为本国的长期发展目标。

世界各国碳中和目标

国家和地区	承诺提出时间	碳排放目标	目标日期年份
印度	2021 年 11 月	碳中和	2070
美国	2020 年 12 月	碳中和	2050
日本	2019 年 6 月	碳中和	2050
加拿大	2019 年 10 月	碳中和	2050
芬兰	2019 年 6 月	碳中和	2035
法国	2019 年 6 月	碳中和	2050
德国	2019 年 12 月	碳中和	2050
韩国	2020 年 10 月	碳中和	2050
西班牙	2020 年 5 月	碳中和	2050
瑞典	2017 年	碳中和	2045
瑞士	2019 年 8 月	碳中和	2050
英国	2019 年 6 月	碳中和	2050

数据来源：公开资料整理，星图金融研究院

基于对传统能源的长期需求下降的预期，对于这些传统能源的资本开支显著减少。根据 Bloomberg 数据，全球主要产油国的资本开支由疫情前的近 3000 亿美元，到 2020 年跌至不足 2000 亿美元，虽然近两年在油价上涨的驱动下资本开支有所增加，但距离 2019 年的高点仍有较大差距。

全球主要产油国资本开支



数据来源：兴业证券，星图金融研究院

资本开支的下降，导致石油的供给增产不足，特别是美国作为全球最大的产油国，其页岩油增产幅度非常有限。与此同时，全球第一波疫情后经济的复苏又带来了能源需求的显著增长，石油价格与 2020 年初触底反弹。

布伦特石油价格走势



数据来源: Wind, 星图金融研究院

总体来看,从能源的供求角度而言,需求是快变量,经济运行的情况会迅速地反馈到对于能源的需求上。而能源供给的增加是慢变量,从资本开支到产能的释放要经过几年的时间。

因此,在碳中和驱动的能源转型初期,供求的不匹配驱动传统能源价格在短期内强劲的上漲动力,也是包括石油在内的传统能源价格上涨的重要原因之一。

2

在能源转型革命之外,地缘政治冲突带来的供给变化,以及大国能源安全的需求,是驱动传统能源上涨的第二个重要因素。

从 2 月末俄乌冲突爆发开始，全球能源的价格开始围绕这场战争而波动。在全球三大化石能源的供给中，俄罗斯在石油、天然气等能源供给方面占据重要地位。石油方面，2021 年俄罗斯原油出口总量约 2.3 亿吨，约占全球石油总供给的 11%，是仅次于美国和沙特的全球第三大原油生产国和出口国。天然气方面，2021 年俄罗斯共计出口天然气 55.5 万亿立方米，是全球第四大天然气出口国。

而战争毫无疑问会给这部分供给带来不确定性，因此在战争爆发的初期，俄罗斯出口量较大的石油、天然气、部分有色金属的价格都经历一波脉冲式的上涨。这种不确定性也再次强化了供求不匹配的矛盾。

这种能源供需缺口直接表现为能源价格及电力价格的飙升，其中以欧洲面临的能源危机状况最为严峻。俄罗斯供应了欧盟近四分之一的石油和近一半的天然气，而在整个欧盟的能源消费结构中，天然气又占据最重要的地位。当欧盟加入对俄制裁后，欧盟的能源危机开始凸显。

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_47909

