

主题及行业团队

2024年自然资源股票行业投资展望

重点

在目前的环境下，自然资源的股市似乎对负面的总体环境反应过度，投资性价比相对较高。

地缘政治的紧张局势不断升温，推高供应中断的风险，同时也为大宗商品价格带来支撑的可能性。

我们预期，在这个行业中，严格控制资本支出将持续限制大宗商品的供应量，这不仅有利于维持中期价格稳定，也对财务回报带来正面的支撑。

贝莱德广泛自然资源策略联席基金经理：



Alastair Bishop



Tom Holl, CFA

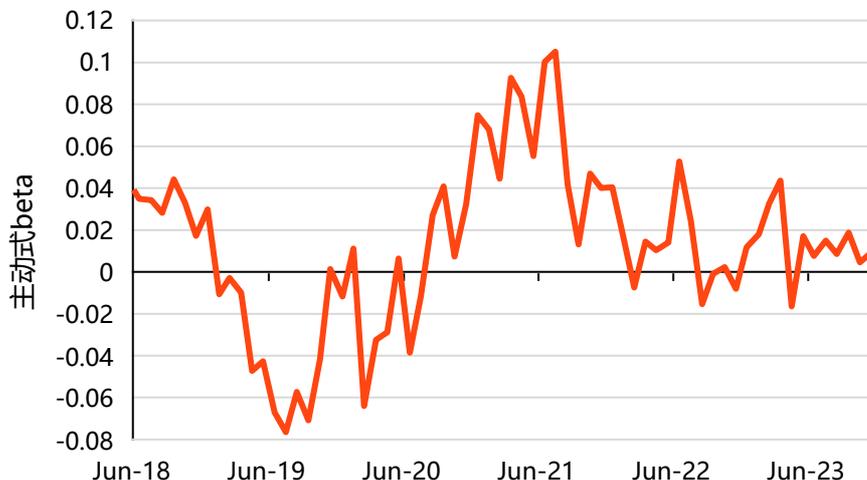
介绍

在2023年，自然资源行业的表现并未能跟上整体股市。这在一定程度上是因为中国经济“重启”未能达到市场预期，以及中国以外的市场需求因受到高利率压制而放缓。与此同时，全球股票市场则因有关人工智能的少数大型科技股集体上涨而被推升。

随着2024年到来，总体经济环境依然充满不确定性。对于自然资源行业今年的整体表现，我们持相对中性的态度。我们对整体的自然资源投资组合设定贝塔值约为1的投资策略。

然而，从目前的情况来看，自然资源行业的市值似乎已反映出一个比整体股市更加消极的总体经济环境。因此，目前对该行业投资不足的投资者或许可以重新考虑投资布局的可能。我们认为，地缘政治紧张局势加剧也为大宗商品价格带来了潜在风险。与此同时，我们预计在2024年，该行业将会出现差异性扩大和不同子行业间波动加大的可能，这可能为主动股票投资者提供潜在机会。

BGF自然资源基金与S&P全球自然资源指数相比的主动式beta值



资料来源：贝莱德，2023年11月30日

BlackRock
贝莱德

自然资源的投资范围

我们将那些参与传统大宗商品生产和分销的公司归类为自然资源类型的股票。自然资源的投资范围可以细分为三个主要行业：能源、矿业及农业

公司的类型：

农业行业与能源和矿业的不同之处在于，上市公司直接参与生产核心基础大宗商品的机会相对较少。这主要是因为玉米、小麦和大豆三种主要农作物的生产大多在单独的农场层面进行。

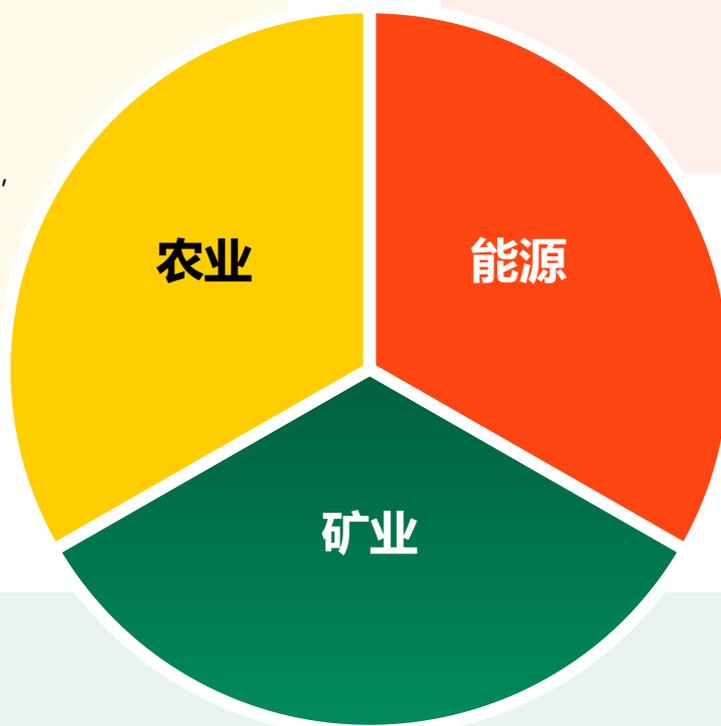
因此，我们会在供应链的其他环节中寻求农作物相关的潜在投资机会，包含上游子行业，例如：

肥料
农业设备
农业科学
林业
以及位于行业链下游的子行业，
比如：
供应链管理
食品加工业
纸品与包装业

公司类别：

能源行业包括从事石油与天然气生产和分销的公司。最大型企业通常是综合性的石油和天然气公司，涵盖了价值链中每一个环节。此外，从上游到下游，此行业也涵盖以下子行业：

石油服务
勘探与生产
分销
精炼与市场推广



公司类别：

该行业中最大的企业通常是多元化的矿业公司（即生产多种矿产的大宗商品企业）。接着，还有专注于特定矿产的大宗商品生产商，可以分为五大类：

1. 基本金属，如铜、锌和镍
2. 大宗商品，如铁矿石、焦煤和热煤
3. 贵金属，如金、银和铂
4. 工业矿物，如稀土和锂
5. 合金，如钢铁

除了传统的生产商外，还包括勘探公司、从事土地开采的公司和矿业设备供应商。

资料来源：贝莱德，2024年1月，仅供说明之用。

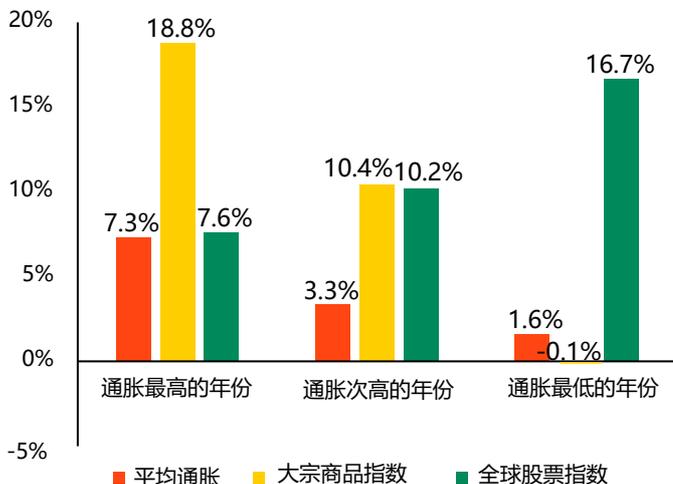
BlackRock
贝莱德

大宗商品与自然资源股在投资组合中扮演的角色

投资者持续关注大宗商品的理由不变：

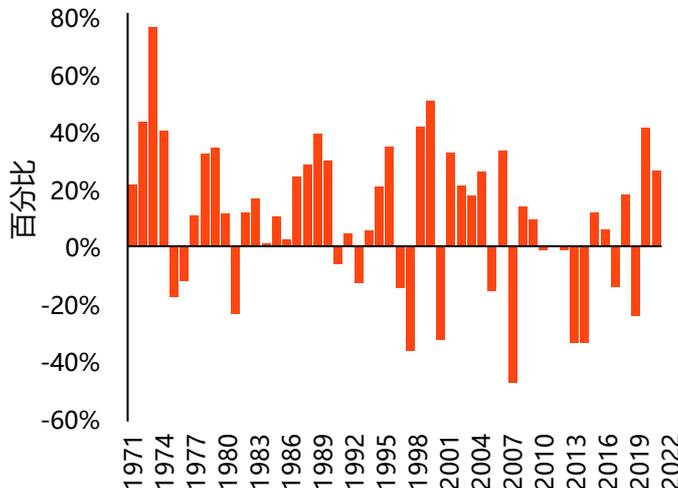
1. 抵御通货膨胀：

自1970年起，大宗商品与全球股市的平均年度回报

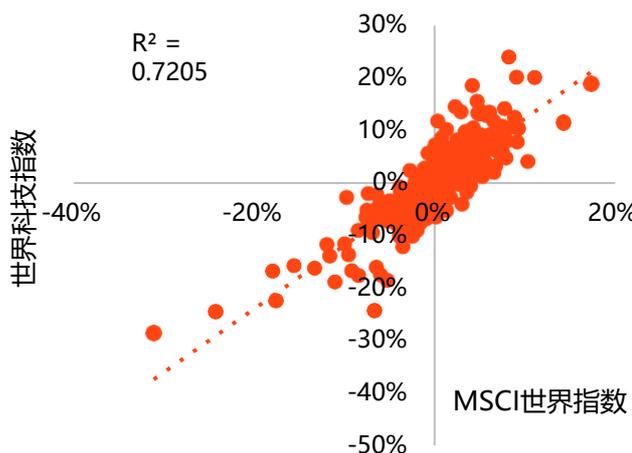
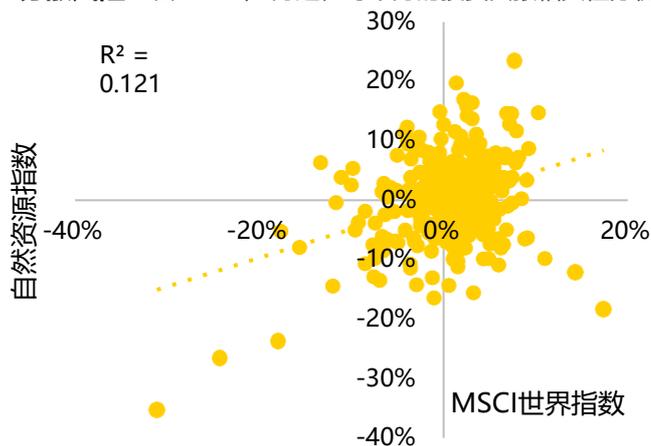


2. 经济繁荣期间的投资回报机会：

大宗商品指数 - 年度回报表现



3. 分散风险：自1991年2月起，每个月的投资回报相关性分析



以上数据与过去表现相关。过去的表现不是当前或未来结果的可靠指标，也不应该是选择产品或策略时的唯一考虑因素。指数业绩回报不包括任何管理费用、交易成本或费用。指数不受管理，且投资者无法直接投资于指数。所有图表的资料来源：DataStream，2023年7月31日。

通过自然资源股票来投资大宗商品市场：

投资者有多种方法可以投资于大宗商品市场，包括购买实体大宗商品、交易所交易的大宗商品和自然资源公司的股票。我们的投资团队专注于最后一项方法，管理只做多（long-only）的自然资源股票投资组合，主要有以下三个优势：

1. 长期来看，自然资源股票因股票风险溢价的特性，表现通常会超越大宗商品本身的价格走势。
2. 生产大宗商品的公司可以通过扩大生产或探矿成功等方式创造价值（但需注意，管理不当也可能摧毁价值。因此，我们通过基本面分析来辨别并避开可能面临挑战的企业）。
3. 这些大宗商品股票对于大宗商品的价格波动超过一（贝塔值大于一），这使得它们在大宗商品市场看好的时期，成为更加有效的投资方式。

BlackRock

贝莱德

评价

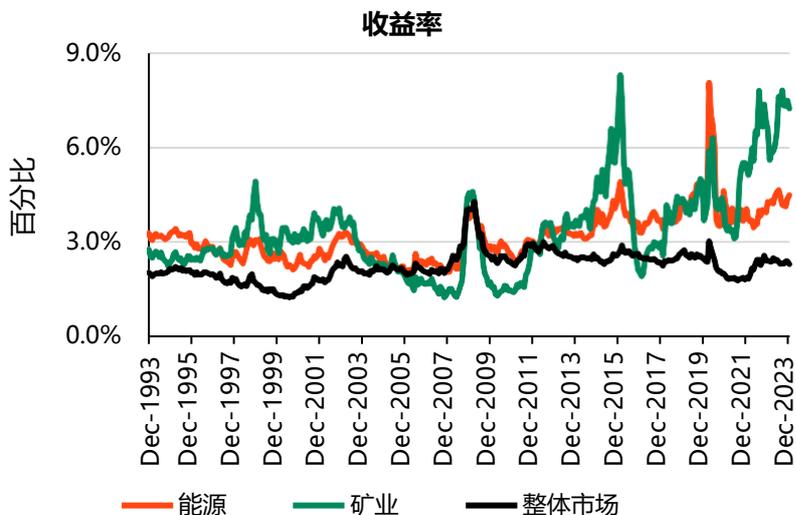
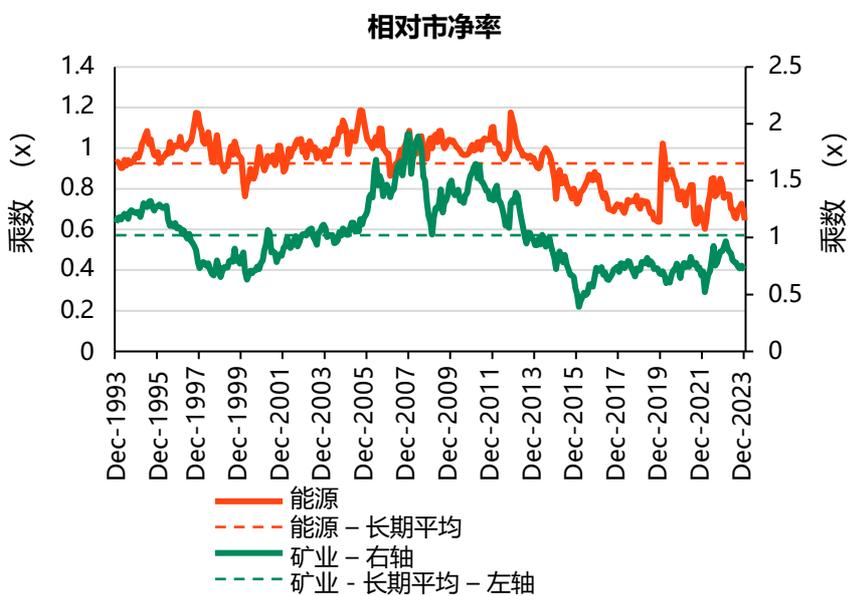
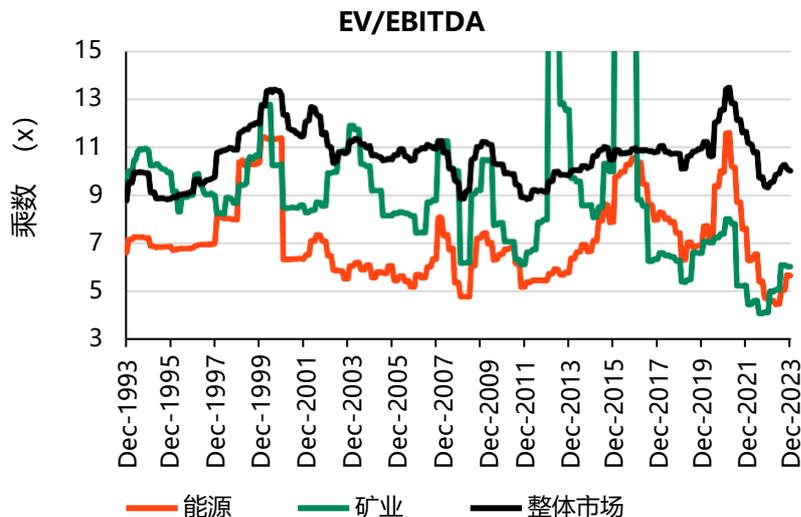
与贝莱德智库的观点一致，目前整体股市估值不低。标普500指数的未来12个月预期市盈率目前为32.0倍，高于过去十年的平均水平29.6倍。全球股市风险溢价也接近自2007年以来的最低点。

不过，对于那些寻求相对价值的投资者而言，自然资源行业可能是个相对具吸引力的选择。本节我们将探讨能源和矿业股票的企业价值对EBITDA的比率（EV/EBITDA）、相对市净率和股息收益率。由于缺乏能够提供充足追踪记录的长期代表性指数，该图表中并未包含农业。

根据过去12个月的EV/EBITDA计算，能源和矿业的倍数约为6倍，远低于整体市场的10倍以上。在相对市净率方面，这两个行业的表现也显著低于长期平均水平。如果这些行业回归到长期平均水平，相比于整体股票市场，分别有43%和41%的超额回报。而且，在此期间，投资者还能享受到矿业和能源行业提供的7%和4.5%的股息收益率，远超整体市场的2.4%。

我们认为，近年来自然资源的行业评价不断下降，部分原因是投资者更加注重可持续性，避开投资于碳排放量较高的行业。但在2023年，我们观察到这项态度出现转变：部分投资者开始考虑通过投资于高碳排放的转型阶段公司来实现可持续性投资。我们认为这种方法特别适用于矿业，因为矿业可以发挥关键作用，提供迈向低碳技术所需的原材料。如果这种方法在今年得到进一步推广，我们可能会看到市场评价出现调整。

那么，自然资源行业究竟是一个具有相对价值的投资机会，还是一个价值陷阱？这将取决于中长期大宗商品价格是否会超出或低于目前市场共识。这最终将受到供需基本面的影响。在下一节中，我们将深入探讨供应端的情况。



过去的表现并不是当前或未来表现的指南，也不应该是选择产品时的唯一考虑因素。

所有图表的资料来源：DataStream，2023年12月15日。能源以World DataStream Energy Index表示，矿业以World DataStream General Mining Index表示，整体市场以World DataStream Total Market Index表示。

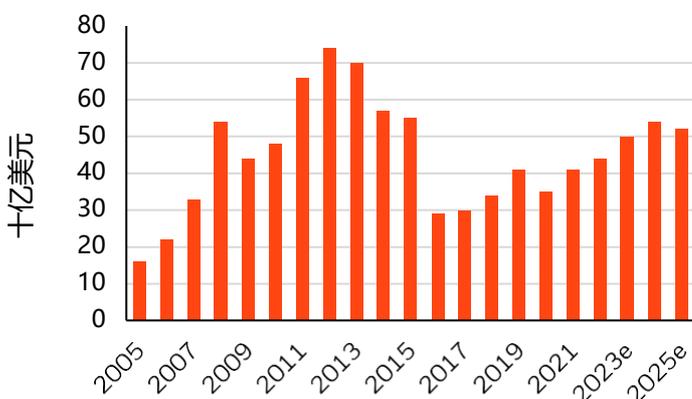
大宗商品的供给侧分析

市场参与者在预测大宗商品价格时，往往更加专注于需求侧，但我们不应忘记，供给侧同样至关重要。目前，正是供给侧的因素强力支撑大宗商品的价格提振。

资本纪律

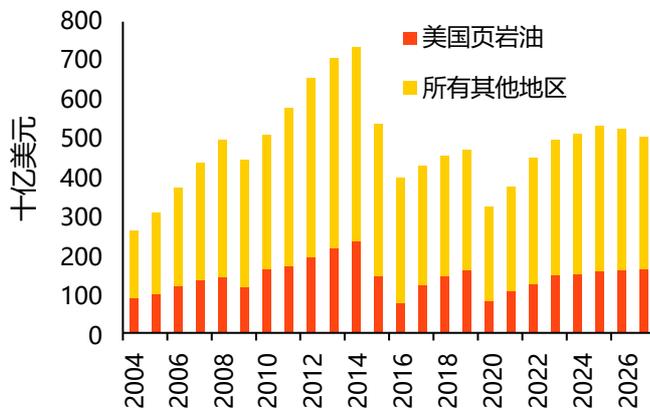
所谓的资本纪律是指公司在资本配置上进行严格控管，重视财务价值而非单纯追求产量增长。此原则自2014年以来成为矿业的核心，并自2019年起在能源行业中变得更为普遍。农业方面则略有不同，因为生产端主要集中在个别的农场层面，受天气和种植条件的影响较大。在矿业和能源行业，资本纪律已严重限制多种大宗商品的供应增长。以铜和原油为例，过去十年这两者的全球产量复合年均增长率分别仅有+2.1%和+0.9%，尤其是原油部分近年受到OPEC的策略影响。我们对企业积极遵循资本纪律感到十分振奋，但矿业似乎正进入一个资本支出较高的阶段。同时，在能源行业，OPEC对产量上限的调整反映出，他们也认为美国页岩油行业将持续遵循资本纪律。

欧洲金属和矿业的总资本支出



来源：摩根士丹利，2023年12月。
仅作为示例说明，所有预测未必会实现。

全球上游能源的资本支出概况



来源：Wood Mackenzie，2023年9月18日

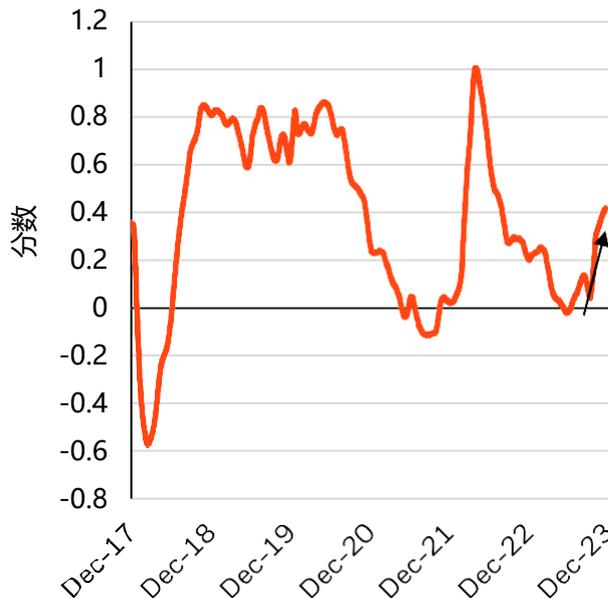
地缘政治形势

近几个月地缘政治的紧张局势有所升温。俄罗斯与乌克兰之间的危机看似无法在短期内获得解决，中东地区的紧张局势也在哈玛斯于10月和以色列发生武装冲突后进一步加剧。

不过，到目前为止，这些事件对大宗商品的供应端所造成的影响相对有限。《黑海谷物倡议》依然有效，并确保小麦和玉米能够从俄罗斯和乌克兰运出。同时，尽管以色列和巴勒斯坦不是重要的石油生产国，但如果局势进一步升级，我们可能会见到实质性供应链中断的情况。在我们看来，投资于大宗商品及相关自然资源股票是对抗此类地缘政治风险的有效策略。

此外，全球民族主义高涨也是一个较少被提及的问题。2023年最引人注目的事件是巴拿马科布雷铜矿（Cobre Panama mine）因巴拿马最高法院裁定其经营许可违宪而被迫关闭。全球1-1.5%的铜供应量因此中断，此类事件及其他类似案例使得公司对新投资项目望而却步。

贝莱德地缘政治风险指标



来源：贝莱德智库，2023年12月。贝莱德地缘政治风险指标（BGRI）追踪特定地缘政治风险在券商报告（路孚特）和金融新闻（道琼新闻）中的相对频率。

BlackRock

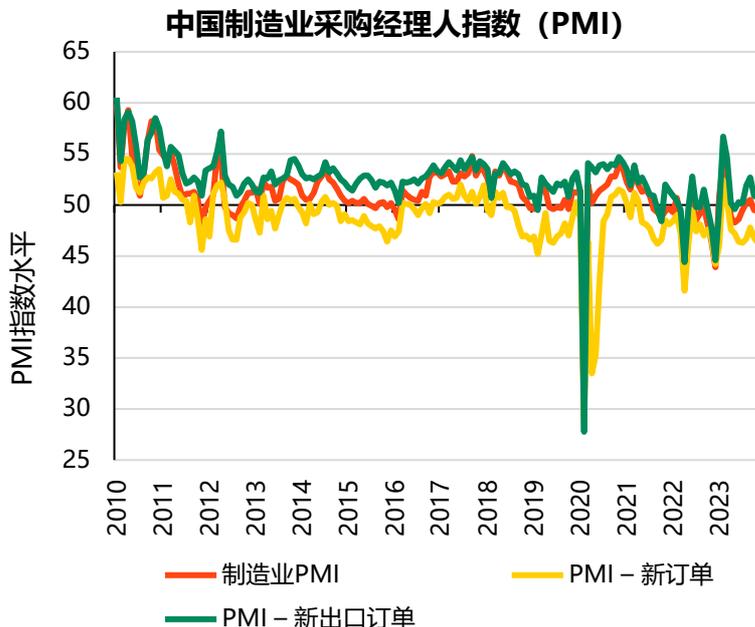
贝莱德

大宗商品的需求侧分析

中国：无明显迹象显示经济状况正在好转或恶化

在大宗商品需求方面，尤其是矿业，中国依然是全球最重要的经济体。2023年中国经济重新开放的效果不及预期，让市场感到十分失望。中国的制造业采购经理人指数（PMI）*数据维持在50左右，这显示自从2022年受到疫情封锁影响至今并无明显经济扩张的现象。此外，中国房地产市场的数据显示市场格外疲弱，意味着目前零散的政策无法解决眼前的结构性问题。

尽管我们观察到中国政府正在逐步推出支持措施，但这些措施并未达到2016年初那种大规模的“火箭筒”式刺激效果。就目前而言，我们既没有看到经济数据明显好转的迹象，也没有看到转趋恶化的信号。因此，2024年我们对中国持中立的观点，但同时也意识到情况依然充满不确定性。从中长期角度来看，我们预计随着全球基础建设增加，尤其是低碳转型相关的投资，中国在全球大宗商品需求中的比例将相对降低，因为这是一个全球性趋势而非局限于某个特定国家的现象。



以上数据反映过去的表现。过去的表现并不是当前或未来表现的可靠指标。
资料来源：贝莱德和DataStream，截至2023年11月15日。PMI = 采购经理人指数

基础建设的支出情况

美国投资2,200亿美元在清洁技术项目上

金融时报，2023年8月15日
一年前，拜登总统开启了一个新的工业政策时代.....

欧洲经济学家表示，欧盟政策优于美国通胀减免法案

金融时报，2023年9月28日

为了让英国经济再次起飞，工党将审查每个主要的基础建设项目

天空新闻，2023年11月10日

印度在最需要的行业进行大量投资，以追赶中国

华尔街日报，2023年11月10日
该国正在迅速建设，以解决其基础建设的差距.....

资料来源如上所述

我们认为财政刺激在推动全球经济成长中的角色日益突出，这将是今年核心议题，特别是在面临通胀压力的限制下，这会压制央行采取降息措施的空间。全球各地都在推出聚焦于低碳技术的基础建设计划，这些计划都对大宗商品的需求极高。我们预估这将成为未来数十年各类大宗商品需求的主要驱动力。考虑到各国实现净零排放的时间，我们期待在此背景下市场对大宗商品的结构性需求增长将远超过一个典型的经济周期。

向可持续能源转型意味着我们将从依赖碳氢化合物的能源系统转型到以金属为核心的系统。举例来说，相比煤炭发电，海上风力发电的铜需求量是煤炭的2.4倍，对钢的需求是3.3倍。然而，这并不表示我们对石油持消极态度，反而由于供应端面临的限制，我们相信石油价格将长时间保持在一个相对高的水平。



大宗商品焦点：黄金

2023年黄金的关联性出现变化：

去年对黄金市场来说是相当异常的一年，其与传统的解释因素出现分歧。

截至2023年10月初，美国10年期实际利率从年初的1.29%升至2.41%，DXY美元指数从103.5升至107.0，以实物支撑的黄金ETF持仓量也从2,926吨减少至2,740吨。若在年初就能确知这些情况，本可预料黄金价格会大幅下跌。但实际上，黄金价格保持在每盎司大约1,850美元的水平。

随着市场开始预计2024年将降息，这些不定因素在年底有所缓解，黄金价格最终强劲收官，达到每盎司2,065美元，全年累计上涨13.8%。然而，但最值得关注的是金价在此之前的表现如何。

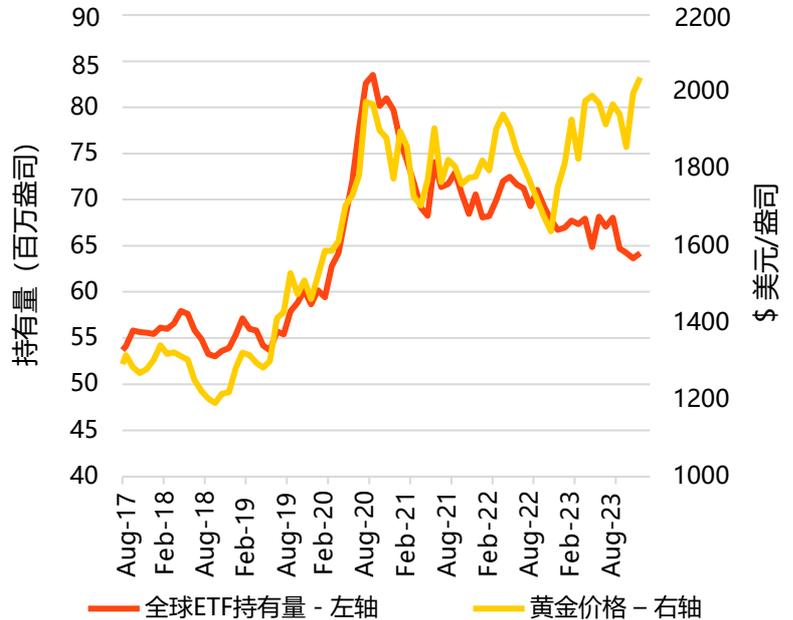
对于去年黄金的正面驱动因素，央行的需求仍然强劲，前三季度净购买量达780吨。实物黄金的需求也相当稳健，似乎反映在全球股市充满波动和地缘政治风险上升的情况下，“避险”需求增加。

然而，2023年黄金股票的表现令人失望，FTSE Gold Mines TR指数的回报率仅为+12.4%。成本通胀持续对利润边际造成负面影响，平均总维持成本（AISC）上升至每盎司1,344美元，而三年前此数字还不到每盎司1,000美元。然而，展望未来，我们认为成本通胀压力已经达到峰值，我们的基本假设是2024年的平均总维护成本将逐渐下降。

另一个问题似乎是投资者对黄金矿业股票的兴趣不高，这反映在主动型和指数黄金股票基金的流动性上。然而，我们认为这可能是一个值得关注的信号，因为根据我们过去的经验，当没有人想要谈论黄金股票时，通常是投资黄金股票的最佳时刻。

注意：所有价格均以美元（\$）表示。

实物黄金ETF的持有量和黄金价格



指数不受管理，且投资者无法直接投资于指数。过去的表现不保证未来结果。

来源：DataStream，2023年12月

2024年黄金可能表现良好的5个理由：

全球经济增长充满不确定

地缘政治风险提升

全球股市似乎评价过高

以实物支撑的黄金ETF出现资金流出现象，但这种趋势可能很容易就出现逆转

通胀压力可能持续下去

我们认为2024年黄金所面临的主要风险：

市场可能对未来的降息幅度过于乐观

仅供说明之用。投资涉及风险。此内容不应被解释为投资建议，也不是对任何特定情况的背书。

BlackRock 贝莱德

重要披露

数据源：贝莱德，截至2023年12月31日。以上数据仅供参考说明用途并可予更改。概不保证所作的任何预测将会实现。

本文件仅供派发于合格境内机构投资者及专业投资者使用，任何其他人士不应依赖本文。本文仅作参考资料和教育用途，在招揽或向任何人士分发属违法的任何司法管辖区，本文件并不构成与任何证券或贝莱德基金有关的招揽。此外，亦不构成与本文件收件人签订投资协议的要约，或透过提出签订投资协议的要约，邀请收件人作出响应。

基金的权益不得在中华人民共和国（“中国”，就本文件而言，不适用于香港、澳门和台湾）境内直接或间接地要约或销售。本文件或其中包含或援引的任何有关基金权益的信息在中国均不构成任何销售证券的要约或购买证券的要约邀请。本文件、其中包含的任何信息或基金权益尚未，且将不会，向中国的任何有关政府机关进行提交或登记，或经任何中国政府机关批准或核准，因此，其不得向中国的公众提供或用于与任何在中国销售基金权益的要约有关的行为。

基金权益只能由有权投资于此类基金的中国投资者投资。投资者负责自行从有关政府机关（包括但不限于：国家外汇管理局、中国证券监督管理委员会、中国银行业监督管理委员会以及其他相关监管主体）处获得所有相关的政府审批、核准、许可或登记（如有），且遵守所有适用的中国法规，包括但不限于任何相关外汇管理规定和/或境外投资规定。

本文所载的基金乃贝莱德全球基金的子基金。贝莱德全球基金是卢森堡的开放式投资公司，仅可于若干司法管辖区发售。不得于美国境内或向美国人发售贝莱德全球基金。不得于美国发布有关贝莱德全球基金的产品数据。有关上述警告的详情，载于现有基金章程内的基金特定风险中，阁下作出投资前应仔细阅读。本文件仅供参考用途，并不构成要约或邀请任何人士投资于任何贝莱德基金，亦非因任何有关要约而拟备。除非任何客户的个别投资管理协议列明或与管理基金有关的条文明文规定，否则我们不会就人事、架构、政策、流程、目标或（不限于）本文所载任何其他事宜出现任何变动而作出通知。详情请参考贝莱德全球基金章程，包括风险成份。

投资涉及风险，过往业绩并不代表将来的表现。投资价值及收益可升可跌，并不能保证。投资者可能无法取回原本投资金额。货币汇率变动亦可能导致投资价值减少或增加。波幅较高的基金表现可能尤为反复，投资价值可能突然大幅下跌。税务水平和基础亦可能不时更改。

本文件可能含有「前瞻性」信息。这些信息可能包括预测、预报、收益或回报估计及可能的投资组合构成。此外，本文包括其他投资工具或贝莱德所管理的综合账户之若干过往表现数据，该等表现数据仅作为举例用途。概无声明表示任何贝莱德基金将会取得所示的表现，或已考虑或列出拟备本文件期间就取得、计算或呈列前瞻性数据或往绩数据时所作的各项假设。若拟备本文件期间所作的假设出现任何转变，可能会对作为举例用途的所示投资回报构成重大的影响。

本文件并不构成对未来事件的预估、研究或投资建议，也不应该被视为购买、出售任何证券或采用任何投资策略的建议。本文件所载的任何意见，反映本公司截至2023年12月的判断，可因其后的条件转变而作出变动。本文件所载的信息及意见取自贝莱德认为可靠的专有和非专有来源，并不一定涵盖所有数据，亦不保证其准确性。概不保证所作的任何预测将会实现。贝莱德所管理的账户并不一定持有本文件所述的任何投资项目。是否依赖本文件所载的信息由阁下自行决定。有关观点不一定反映贝莱德集团旗下任何公司的全部或部分意见，且不保证其准确性。

文内所有分析均由贝莱德就其本身目的取得，并可能据此行事，所取得的任何研究结果仅属偶然。文内所述观点并不构成投资或任何其他建议，并可予以修改。有关观点不一定反映贝莱德集团旗下任何公司的意见或其意见的一部份，且不保证其准确性。未经贝莱德预先书面同意，不得复制、在检索系统储存，或以任何形式或任何方法（包括电子、机械印制、录制或其他方式）传送本文件任何部份的数据。

©2024 BlackRock, Inc. 版权所有。BlackRock®乃BlackRock, Inc., 或其附属公司在美国及其他地方的注册商标。任何其他商标归属于其各自的所有人。