

# 贝莱德自然资源股票团队

## 2023下半年投资展望

BlackRock  
贝莱德

### 重点概览

#### 通胀仍顽固

比预期还更加顽固的通胀走势可能提升市场对于利率预期的看法，并有助于自然资源等具有价值的行业表现优于大盘

#### 商品需求忧喜参半

我们对于美国和欧洲经济前景持审慎观点，然而中国重新开放和低碳转型带动原材料需求

#### 大宗商品供给面临限制

大宗商品生产商的资本纪律成为限制大宗商品供给的关键因素之一

### 自然资源股票 基金经理:



**Alastair Bishop**

董事总经理兼投资组合经理



**Tom Holl**

董事总经理兼投资组合经理

### 简介

自然资源行业在 2022 年展现强劲回报后，2023 年上半年的表现则相对平稳，但整体表现落后大盘，主要原因是科技股上涨提振股票市场表现\*。我们认为，相比整体股票市场，自然资源股票的资产估值水平反映的是对未来宏观经济前景过于悲观的估计，不过这也代表着自然资源股票未来可望有优异的表现空间。

投资者或考虑投资大宗商品的不变原因是：在上行周期中对通胀、分散风险和回报潜力等因素进行资产配置，但这些因素带来的影响力会根据宏观经济环境以及供需状态而有所变化。

投资者可以通过多种方式投资大宗商品，每种方式都有各自的优缺点，包括购买实物、交易所交易的大宗商品和自然资源公司的股票，其中我们的团队聚焦于最后一项投资方式，即管理只做多 (long-only) 的自然资源股票投资组合，该投资组合具有三项主要优势：

1. 由于股票风险溢价，自然资源股票的长期表现通常优于大宗商品的价格走势\*\*。
2. 大宗商品生产商可以通过增加产量或成功勘探等措施来增加企业价值（请注意，这样的行动也可能对企业价值带来冲击，不过我们通过严谨的基本面分析，力求识别并避免高风险的企业）。
3. 自然资源公司的股票走势变动相对高于大宗商品价格（贝塔值高于1）。如果您看好大宗商品的表现，通过布局自然资源公司的股票是更有效的投资方式。

\*数据源：DataStream，2023年6月30日。标普全球自然资源总回报指数在2023年上半年的回报率为-3.5%，而MSCI世界信息科技指数则上涨+35.5%。

\*\*数据源：DataStream，2023年6月30日。截至2023年6月，在过去20年期间，标普全球自然资源总回报指数的回报率为+343.2%，而标普高盛大宗商品总回报指数则下跌-16.7%。

仅用于说明目的，过往绩效并非未来回报的指标。

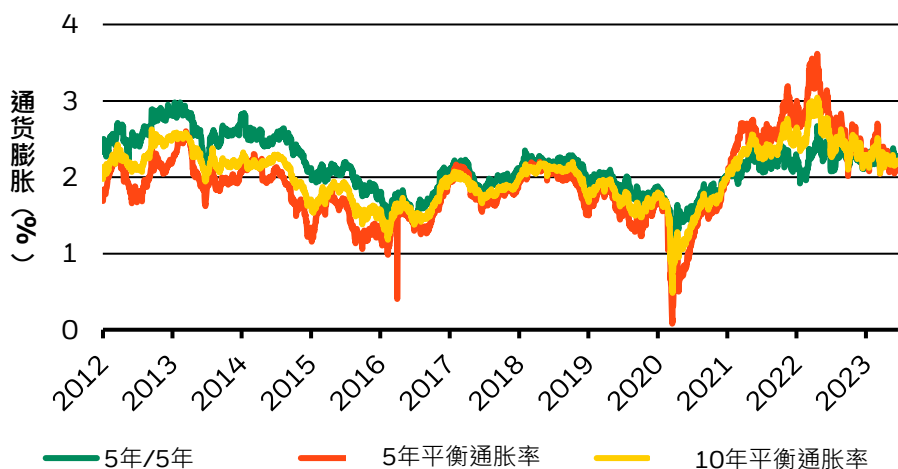


# 通货膨胀

从 2020 年 3 月到 2022 年 4 月，通胀预期大幅上升，之后走势有所回落（请参考图 1）。

我们认为有两个主要因素使得通胀走势比目前市场预期更加具有“黏性”。其中值得关注的是，大宗商品的价格往往与通胀预期呈正相关。同时，黏性通胀可能导致加息路径高于目前市场预期，这将支撑自然资源等价值型行业的中期表现优于大盘。

图 1：美国通胀预期——整体市场



数据源：Refinitiv DataStream，图表由贝莱德智库提供，2023年6月23日

## 通胀可能高于预期的两个原因：

### 01 去全球化/企业回流趋势

俄乌事件带来的影响之一在于：世界各国政府开始重新评估供应链和降低对其他国家的依赖。全球主要经济体正将海外生产线移转回国内，这背后隐含着更高的成本，或引起通货膨胀。中美之间的贸易紧张局势尤其加剧这一趋势。我们看到这样的趋势也被纳入政策决策当中，例如美国的降低通胀法案规定，如企业希望获得补助，需满足使用国产或于国内组装零件的最低比重要求。

### 02 供给侧受限

我们认为地缘政治风险可能居高不下，随之而来可能是供应链中断的状况。同时，尽管全球经济增长恶化，但劳动市场仍相当紧缺，推升工资上涨。我们持续看到石油、天然气和煤炭等能源商品供给侧的投资不足，我们认为这将长期推动能源价格走高，这也是通胀上涨的关键因素。





# 拖累需求增长的因素：经济增长不如预期

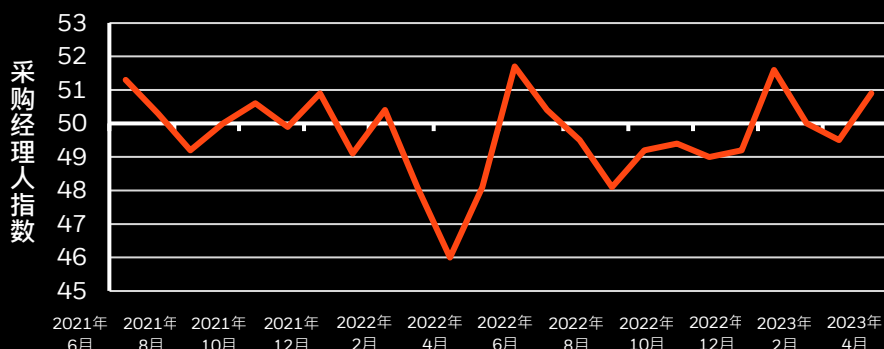
美国和欧洲的经济增长正逐渐下跌

图 2：路透社的经济学家调查(中位数)：GDP 每季度变化（年化百分比）

|     | 2023<br>第一季度 | 2023<br>第二季度 | 2023<br>第三季度 | 2023<br>第四季度 | 2024<br>第一季度 | 2024<br>第二季度 | 2024<br>第三季度 | 2024<br>第四季度 |
|-----|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 美国  | 1.3          | 1.0          | -0.4         | -0.5         | 1.0          | 1.5          | 1.8          | 1.9          |
| 欧元区 | 0.1          | 0.2          | 0.2          | 0.2          | 0.3          | 0.4          | 0.4          | 0.4          |

到目前为止，中国经济重启状况不如预期令人欣喜

图 3：中国制造业 PMI 指数 — 高于 50 代表经济正处于扩张阶段



中国在经历疫情封控措施和 2022 年清零政策后，市场对中国经济重新开放抱持高度期待，但到目前为止尚未达到令人欣喜的水平。

图 3 显示，今年以来中国制造业 PMI 数据的均值仅略高于 50。

我们认为中国政府可能会在 2023 年下半年采取刺激措施，这将有助于刺激需求，但目前后续效益仍有待深入观察。

表格和图表的资料来源：路透社、DataStream、贝莱德智库，2023 年 6 月 26 日。无法保证上述任何预测皆会实现。

# 刺激需求增长的因素：低碳转型

低碳转型将对大宗商品带来结构性需求

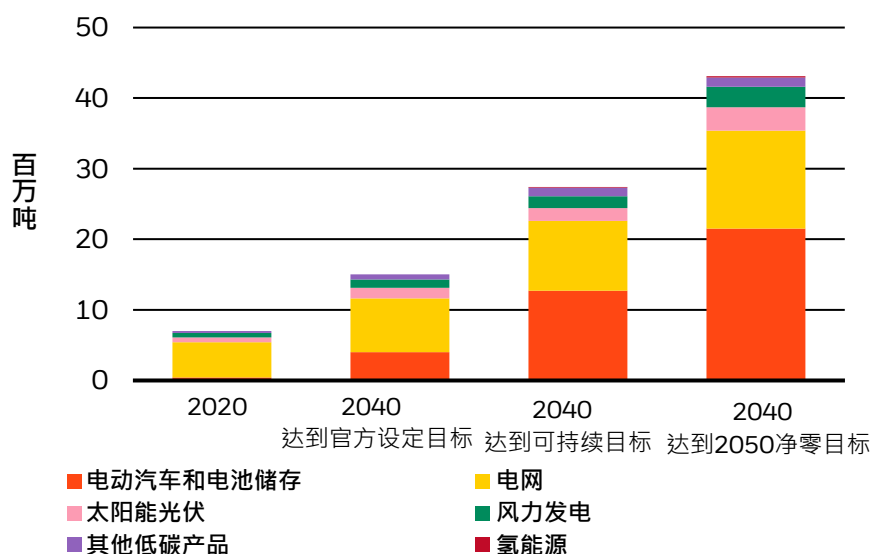
与过去经济衰退时期形成鲜明对比的是，各国政府宣布一系列刺激经济增长的基础建设计划，其中更是以低碳和绿色转型为核心，例如降低通胀法案和 REPowerEU 计划。

风力发电机、太阳能电板和电动汽车等低碳科技都需要使用大量的大宗商品，背后需要用到不少的铁矿石、钢、铜、锂和镍等。

自 2002 年至 2011 年中国主导的超级周期以后，大宗商品行业已经很久没有看见如此大规模结构性需求的增长。

此外，根据净零碳排放的时间表，我们可以预期这种需求端的结构性增长趋势可望持续数十年之久。

图 4：根据 IEA 情景分析，未来洁净能源对矿物的需求量，2022 年 12 月



无法保证上述任何预测皆会实现。数据源：贝莱德智库和国际能源署 (IEA)，2022 年 12 月。注：图表说明 IEA 在三种情景下的需求估计，比较部分选定的矿产在 2040 年的需求与 2020 年的需求。本材料代表在特定时间对市场环境的评估，并非对未来事件的预测或未来表现的保证。读者不应依赖有关信息作为研究、投资建议或推荐。

# 供给端面临限制

## 资本纪律：

多年来，我们一直在谈论自然资源公司聚焦于提升资本纪律和改善股东回报。此外，我们还留意到管理阶层迷失方向并重回旧方法的风险一直都存在。不过这种情况并未发生在在我们所投资的公司中，我们依旧对所投公司的管理团队感到颇有信心。

自然资源企业不仅减少支出，且有更大的资本支出比重来自维护日常运营，而非来自进一步提升产能（请参考图 5 - 以矿业为例）。支出的减少限制了新的大宗商品供应，我们认为这将支撑价格走势。

# “

大宗商品的周期由需求端或供给端主导。2002年至2011年，在中国经济高速增长背景下，显然需求端扮演主导的角色。然而，现在我们认为供给端是支持大宗商品价格的因素。



**Alex Foster**  
贝莱德董事，产品策略师

图 5：全球矿业的资本支出：维持运营与扩张生产之比较

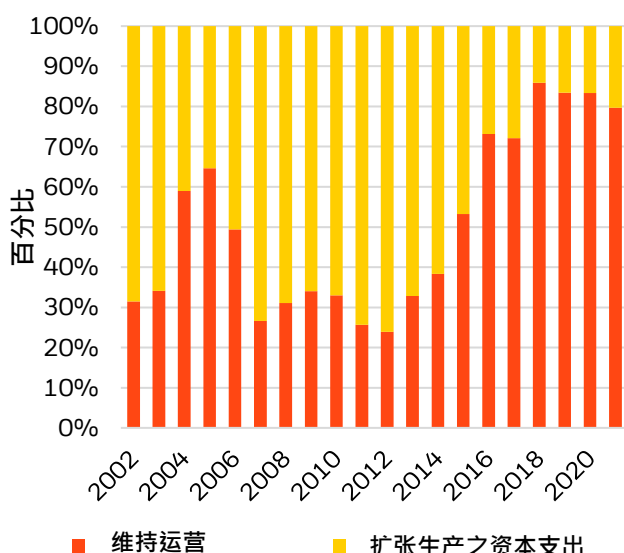
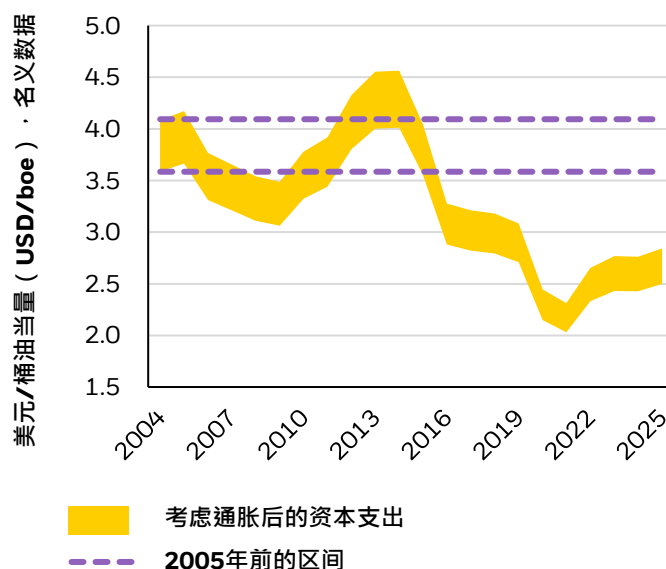


图 6：能源行业 - 资本支出（标准化）



数据源：左：摩根士丹利，2022年12月31日。右：Wood Mackenzie，2023年2月28日。标准化基于2004-05资本成本结构。BOE=每桶石油当量。贝莱德估计，仅供于说明使用。所有金额均以美元计算。无法保证上述任何预测皆会实现。

## 需要考虑的其他供给端因素：

**地缘政治紧张局势加剧，持续对供给端带来多重冲击**

示例：俄罗斯和乌克兰的小麦产量合计占全球27%

**矿业公司正面临着重大挑战**

示例：开采许可的纠纷、ESG、企业财务变化、矿山开采资源耗尽、地缘政治风险以及缺乏可立即行动的项目

**石油供应受到供给方的控制**

示例：OPEC 4月份降低产量上限。这说明，OPEC不再担心美国页岩油增产夺取市占率

**库存正处于相当低的水平**

示例：美国战略石油储备量正处于40年来的低位

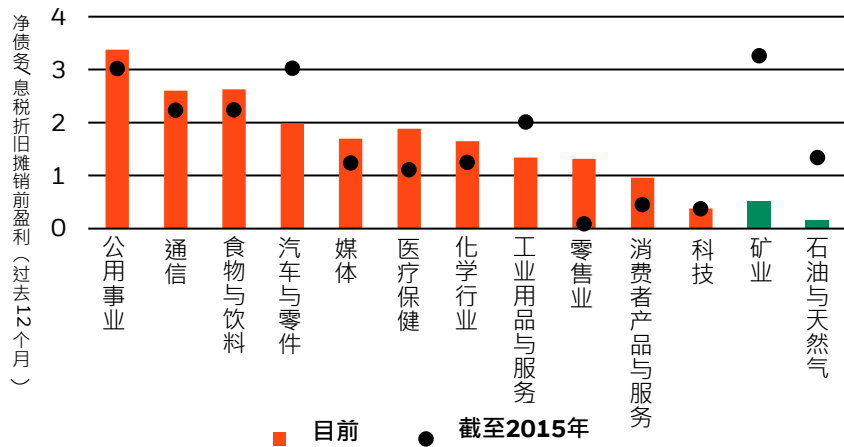


# 估值水平

近年来，采矿和能源行业注重资本纪律和偿还债务，现在拥有全球行业中最强劲的资产负债表（请参考图 7）

这与 2015 年底的情况差距相当大，但假设现在经济迈入衰退，目前的状况相对有能力抵御潜在风险。

图 7：欧洲行业 - 净债务 / 息税折旧摊销前盈利（过去 12 个月） - 目前与 2015 年底相比



在其他条件相同的情况下，由于债务水平更低，这些公司的估值倍数应该要更高。

然而，实际情况是，相对于自身的历史水平和整体股票市场，这些公司目前的估值倍数正处于历史低位附近。

因此，我们认为潜在投资机会浮现。

图 8：企业价值 / 息税折旧摊销前盈利（过去 12 个月）

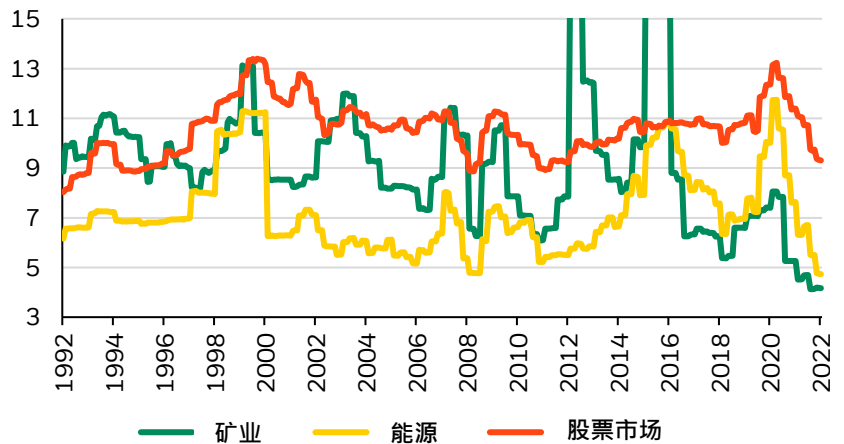


图7与图8的资料来源：DataStream · 05/06/2023

# 贝莱德主动型自然资源股票产品

适合希望通过投资自然资源股把握大宗商品机遇的投资者。基金经理运用基本面研究流程选股，致力实现风险调整后最大化回报。

**贝莱德世界矿业  
基金**

**贝莱德世界黄金  
基金**

**贝莱德世界能源  
基金**

**贝莱德可持续能  
源基金**

仅供说明

# 重要披露

数据源：贝莱德，截至2023年6月。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8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。

©2023 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。

**BlackRock**  
**贝莱德**

本文件仅供派发于合格境内机构投资者使用，不得对外公开(请参阅重要披露)