

快速了解

通膨仍頑固

比預期還更加頑固的通膨走勢可能提升市場對於利率預期的看法，並有助於天然資源等具有價值的產業表現優於大盤

商品需求憂喜參半

美國和歐洲經濟前景堪憂，但中國重新開放和低碳轉型推動原物料需求

大宗商品供給面臨限制

大宗商品生產商的資本紀律成為限制大宗商品供給的關鍵因素之一

天然資源股票共同基金經理人：



Alastair Bishop

董事總經理兼投資組合經理人



Tom Holl

董事總經理兼投資組合經理人

介紹

天然資源產業在 2022 年展現強勁報酬後，2023 年上半年的表現則相對平穩，但整體表現落後大盤，主要原因是科技股上漲提振股票市場表現*。我們認為天然資源股票的資產評價水準已反應未來衰退的總體經濟環境，而且程度比整體股票市場還高，這也代表著天然資源股票未來可望有優異的表現空間。

投資人可能會認為大宗商品在一段時間內維持不變的原因是：通膨水準的發展、多元分散和上行週期期間的報酬潛力，但這些因素帶來的影響力會根據總體經濟環境以及供需狀態而有所變化。

投資人可以通過多種方式投資大宗商品，每種方式都有各自的優缺點，包括購買實體資產、交易所交易的大宗商品和天然資源公司的股票，其中我們的團隊聚焦於最後一項的投資方式，即管理只做多 (long-only) 的天然資源股票投資組合，該投資組合具有三項主要優勢：

1. 受股票風險貼水影響，天然資源股票的長期表現通常優於大宗商品的價格走勢**。
2. 大宗商品生產商可以通過增加產量或成功探勘等行動來增加企業價值（請注意，這樣的行為也可能會衝擊企業價值，不過我們透過嚴謹的基本面分析，力求辨別並避免高風險的企業）。
3. 天然資源公司的股票走勢變動相對高於大宗商品價格 (beta 值高於1)。如果您看好大宗商品的表現，透過布局天然資源公司的股票是個更有效的方式。

*資料來源：DataStream，2023年6月30日。標普全球天然資源 TR 指數在 2023 年上半年的報酬率為 -3.5%，而 MSCI 世界資訊科技指數則上漲 +35.5%。

**資料來源：DataStream，2023年6月30日。截至 2023 年 6 月，在過去 20 年期間，標普全球天然資源 TR 指數的報酬率為 +343.2%，而標普高盛大宗商品 TR 指數則下跌 -16.7%。

僅用於說明目的，過去的表现並不能指導未來的報酬

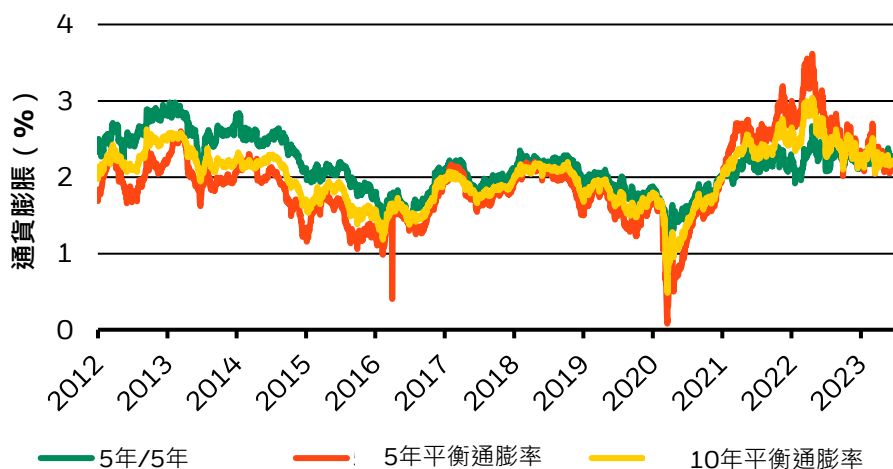


通貨膨脹

從 2020 年 3 月到 2022 年 4 月，通膨預期大幅上升，之後走勢有所回落（請參考圖 1）。

我們認為有兩個主要因素使得通膨走勢比目前市場預期更加具有「黏性」。其中值得關注的是，大宗商品的價格往往與通膨預期呈正相關。同時，黏性通膨可能導致升息路徑高於目前市場預期，這將支撐天然資源等價值型產業的中期表現優於大盤。

圖 1：美國通膨預期——整體市場



資料來源：Refinitiv DataStream，圖表由貝萊德智庫提供，2023年6月23日

通膨可能高於預期的兩個原因：

01 去全球化/企業回流趨勢

俄烏戰爭帶來的影響之一是世界各國政府開始重新評估供應鏈和降低對其他國家的依賴。全球主要經濟大國正將海外生產線帶回國內，這背後影含著更高的成本且勢必引發通貨膨脹。中美之間的貿易緊張局勢尤其加劇這項趨勢發展。我們看到這樣的趨勢也被納入政策決策當中，例如美國的降低通膨法案中，頒布使用國產或於國內組裝的最低比重，作為提升供給的措施，這相當諷刺。

02 供應端限制

我們認為地緣政治風險可能居高不下，隨之而來可能是供應中斷的狀況。同一時間，儘管全球經濟成長惡化，但勞動市場仍相當緊俏，推升工資上漲。最後，我們持續看到石油、天然氣和煤炭等能源商品供應端的投資不足，我們認為這將長期推升能源價格走高，這也是通膨上漲的關鍵因素。



拖累需求成長的因素：經濟成長



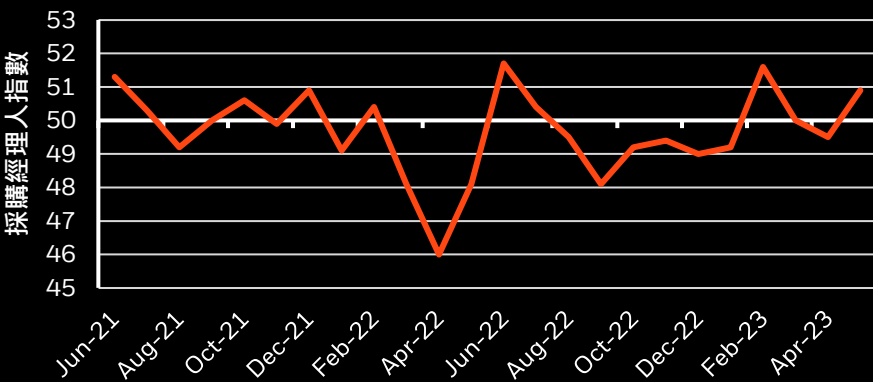
美國和歐洲的經濟成長正逐漸衰退：

圖 2：路透社的經濟學家調查 (中位數)：GDP 每季變化 (年化百分比)

	2023 第一季	2023 第二季	2023 第三季(e)	2023 第四季(e)	2024 第一季(e)	2024 第二季(e)	2024 第三季(e)	2024 第四季(e)
美國	1.3	1.0	-0.4	-0.5	1.0	1.5	1.8	1.9
歐元區	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4

到目前為止，中國經濟重啟的狀況相當令人失望：

圖 3：中國製造業 PMI 指數 — 高於 50 代表經濟正處於擴張階段



中國在經歷一年的疫情封措施和 2022 年清零政策後，市場對中國經濟重新開放抱持高度期待，但到目前為止的狀況仍相當令人失望。

圖 3 顯示，今年以來中國製造業 PMI 數據的平均值僅略高於 50。

我們認為中國政府可能會在 2023 年下半年採取刺激措施，這將有助刺激需求，但目前無法確認帶來的影響力有多大。

表格和圖表的資料來源：路透社、DataStream、貝萊德智庫，2023 年 6 月 26 日。e 表示預估值，無法保證上述任何預測皆會實現。

刺激需求成長的因素：低碳轉型

低碳轉型將對大宗商品帶來結構性需求

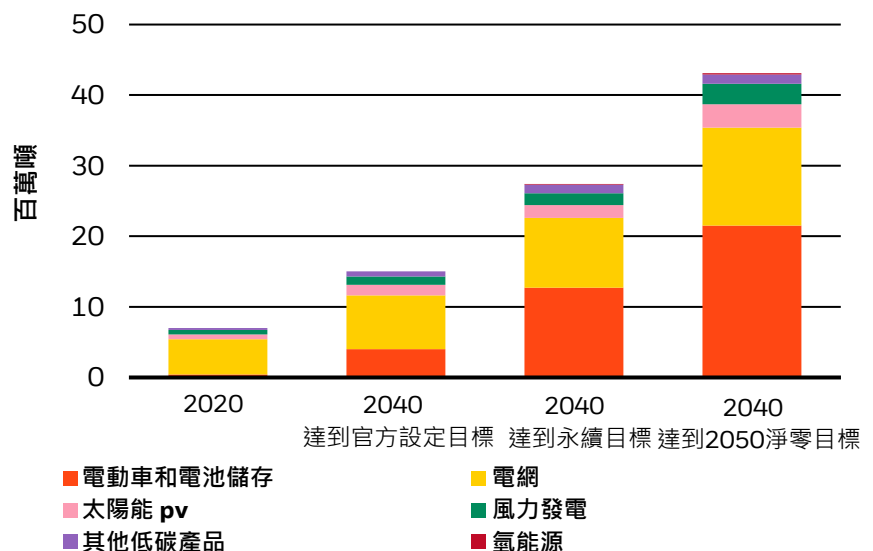
與過去經濟衰退時期形成鮮明對比的狀況是，各國政府宣布一系列刺激經濟成長的基礎建設計劃，其中更是以低碳和綠色轉型為核心，例如降低通膨法案和 REPowerEU 計劃。

風力發電機、太陽能電板和電動汽車等低碳科技都需要使用大量的大宗商品，背後需要用到不少的鐵礦石、鋼、銅、鋰和鎳等。

這說明自 2002 年至 2011 年中國主導的超級週期以來，大宗商品產業從未出現過如此結構性需求的成長故事。

此外，根據淨零碳排放的時間表我們可以預期這種需求端的結構性成長故事可望持續數十年之久。

圖 4：根據 IEA 情景分析，未來潔淨能源對礦物的需求量，2022 年 12 月



無法保證上述任何預測皆會實現。資料來源：貝萊德智庫和 IEA，2022 年 12 月。註：圖表說明 IEA 在三種情景下的需求估計，其中比較部分選定的礦產在 2040 年的需求與 2020 年比較。本資料代表在特定時間對市場環境的評估，並非對未來事件的預測或未來表現的保證。讀者不應依賴有關資訊作為研究、投資建議或推薦。

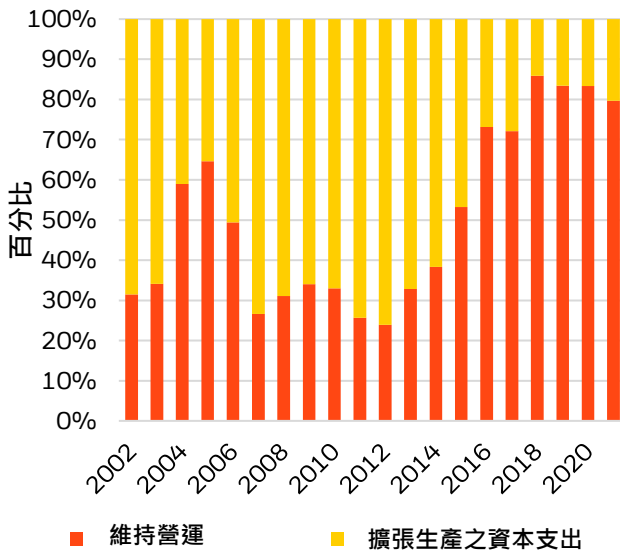
供應端面臨限制

資本紀律：

多年來，我們一直在談論天然資源公司聚焦於提升資本紀律和改善股東報酬。此外，我們還留意到管理階層失焦並重回舊方法的風險一直都存在。不過我們很高興地跟各位分享，這種情況並未發生，我們依舊對管理團隊的進展感到相當有信心。

天然資源企業不僅降低支出且提升維護日常營運的資本支出比重，而非提升整體產出（請參考圖 5 - 以礦業為例）。支出減少限制大宗商品的供應力道，我們認為這將支撐價格走勢。

圖 5：全球礦業的資本支出：維持營運與擴張生產之比較



資料來源：左：摩根士丹利，22年12月31日。右：Wood Mackenzie，2023年2月28日。標準化為2004-05資本成本結構。BOE=每桶石油當量。貝萊德估計。僅供於說明使用。所有金額均以美元計算。無法保證上述任何預測皆會實現。

需要考慮的其他供應端因素：

地緣政治緊張局勢加劇，持續對供給端帶來多重威脅

舉例來說：俄羅斯和烏克蘭的小麥產量合計佔全球 27%

石油供應受到供給方的有心操縱

舉例來說：OPEC 4 月份降低產量上限。這說明，OPEC 不再擔心美國頁岩油增產奪取市佔率

礦業公司正面臨著重大挑戰

舉例來說：開採許可的糾紛、ESG、企業財務變化、礦山開採資源耗盡、地緣政治風險以及缺乏可立即行動的項目

庫存正處於相當低的水準

示例：美國戰略石油儲備量正處於40年來的低點

“

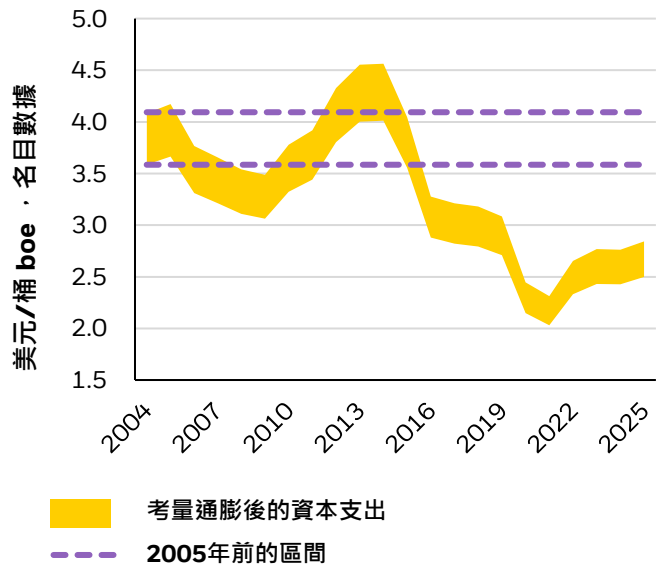


Alex Foster

執行副總經理兼產品策略師

大宗商品的週期分別由需求端和供給端所主導。2002年至2011年，在中國經濟高度成長的背景，顯然需求端扮演主導的角色。然而，現在我們認為供應端是支持大宗商品價格的因素。

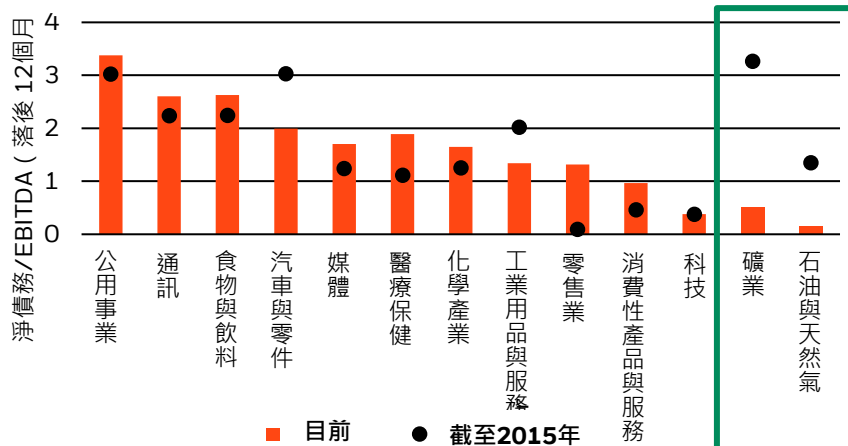
圖 6：能源產業 - 標準化資本支出



評價水準



圖 7：歐洲產業 - 淨債務 / EBITDA (過去 12 個月) - 目前與 2015 年底相比



近年來，採礦和能源產業注重資本紀律和償還債務，現在擁有全球最強勁的資產負債表（請參考圖 7）

這與 2015 年底的情況差距相當大，但假設現在經濟邁入衰退，目前的狀況相對有能力抵禦潛在風險。

在其他條件相同的情況下，由於債務水準較低，應該有助推升該公司的交易評價。

然而，實際情況是，相對於過去歷史水準和整體股票市場，目前的交易評價正處於歷史低點附近。

因此，我們認為潛在投資機會浮現。

圖 8：企業價值 / EBITDA (過去 12 個月)

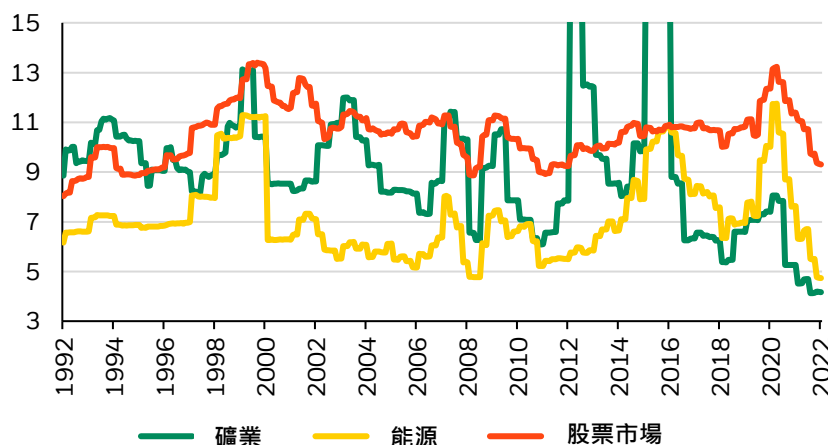


圖7與圖8的資料來源：DataStream · 05/06/2023

貝萊德的主動式天然資源股票商品

我們的商品適合尋求透過天然資源股票來投資大宗商品的投資人。投資組合經理人透過嚴謹的基本面研究來慎選投資標定，並盡可能提升風險調整後報酬機會。

貝萊德世界礦業基金
(基金之配息來源可能為本金)

貝萊德世界黃金基金
(基金之配息來源可能為本金)

貝萊德世界能源基金
(基金之配息來源可能為本金)

貝萊德證券投資信託股份有限公司獨立經營管理。台北市信義區松仁路100號28樓，電話：(02)23261600。本文所載之任何意見，反映本公司資料製作當時情況之判斷，可能因其後的市場變化而調整。投資人不應視為投資決策依據或投資建議。基金經金管會核准或同意生效，惟不表示絕無風險。基金經理公司以往之經理績效不保證基金之最低投資收益；基金經理公司除盡善良管理人之注意義務外，不負責基金之盈虧，亦不保證最低之收益，投資人申購前應詳閱基金公開說明書。本文提及之經濟走勢預測不必然代表基金之績效，基金投資風險請詳閱基金公開說明書或投資人須知。有關基金應負擔之費用（境外基金含分銷費用）已揭露於基金之公開說明書或投資人須知中。投資人可至公開資訊觀測站 (<http://mops.twse.com.tw>) 或境外基金資訊觀測站 (<http://www.fundclear.com.tw>) 中查詢。

投資新興市場可能比投資已開發國家有較大的價格波動及流動性較低的風險；其他風險可能包含必須承受較大的政治或經濟不穩定、匯率波動、不同法規結構及會計體系間的差異、因國家政策而限制機會及承受較大投資成本的風險。

當該基金投資地區包含中國大陸及香港，投資人須留意中國市場之特定政治、經濟與市場等投資風險。依金管會規定，目前直接投資大陸證券市場之有價證券以掛牌上市有價證券及銀行間債券市場為限且不得超過境外基金資產淨值之20%。

基金配息率不代表基金報酬率，且過去配息率不代表未來配息率；基金淨值可能因市場因素而上下波動。於獲配息時，宜一併注意基金淨值之變動。

(穩定)配息股份，基金的配息可能由基金的收益或本金中支付。任何涉及由本金支出的部分，可能導致原始投資金額減損；且基金進行配息前未先扣除應負擔之相關費用。在未扣除費用之下支付股息，可產生更多可分配的收入。然而，從本金支付的股息可能等於投資人獲得部分原始投資金額回報或資本收益。所有支付股息均會導致股份於除息日的每股資產淨值立即減少。有關基金由本金支付配息之配息組成項目表已揭露於貝萊德網站，投資人可至- (<https://www.blackrock.com/tw>)查詢。收益分配金額由經理公司或基金董事決定，並預計定期檢視收益分配水準。惟如經理公司或基金董事認為有必要(如市況變化足以對相關基金造成影響等)則可隨時修正收益分配金額，故每次分配之金額並非一定相同。

股票型基金主要配息來源為股票 / 證券相關商品投資之已實現或未實現資本利得、股息收益或已實現權利金收入等，其中股息收益之概況可由年化股息率而得。基金每次配息金額之決定是根據已取得之資本利得及股息收益等配息來源狀況，並考量基金經理人對於未來市場看法，評估預定之目標配息金額是否需調整，若基金因為市場因素造成資本利得及股息收益等配息來源狀況不佳，將可能調降目標配息金額。詳細配息來源與情況請詳基金公開說明書或投資人須知之說明。投資人因不同時間進場，將有不同之投資績效，過去之績效亦不代表未來績效之保證。

申購境內基金N 類型受益權單位（即遞延手續費類型之受益權單位）之受益人，其手續費之收取將於受益人申請買回時支付，且該費用將依持有期間有所不同。其餘費用之計收與前收手續費類型完全相同，亦不加計分銷費用，請詳閱公開說明書。

申購手續費屬後收型之境外基金，手續費雖可遞延收取，惟每年仍需支付1.25%的分銷費，可能造成實際負擔費用增加。

投資人申購本基金係持有基金受益憑證，而非本文提及之投資資產或標的。本文所提及之有價證券僅供說明之用，不代表任何金融商品之推介或建議，亦不代表基金未來投資。本公司所代理的境外ESG相關主題基金，投資人應於申購前詳閱基金公開說明書或投資人須知所載之基金所有特色或目標等ESG資訊；該等資訊已依規定揭露，投資人可至【[FUND CLEAR 基金資訊觀測站之境外基金資訊公告平台-ESG基金專區](#)】或至【[貝萊德投信官網-ESG定期揭露資訊](#)】查閱。

© 2023 BlackRock, Inc. 或其附屬公司版權所有。BlackRock®乃 BlackRock, Inc., 或其附屬公司的註冊商標。任何其他商標歸屬其各自的商標權人