

2024 天然資源股票投資展望

快速了解

在目前的环境下，天然資源類股似乎對負面的總體環境有點反應過度，市值較被低估。

地緣政治的緊張局勢不斷升溫，增加供應中斷的風險，同時也為大宗商品價格帶來不確定性。

我們預期，在這個產業中，嚴格控制資本支出將持續限制大宗商品的供應量，這不僅有利於維持中期價格穩定，也對財務報酬帶來正面的支持。

天然資源股票
團隊共同基金
經理人：



Alastair Bishop
董事總經理兼投資組合
經理人



Tom Holl, CFA
董事總經理兼投資組合
經理人

介紹

在2023年，天然資源產業的表現並未能跟上整體股市。這在一定程度上是因為中國經濟「重新開放」效益不如市場預期，以及中國以外的市場需求受到高利率所壓制而放緩。與此同時，全球股票市場則受到少數大型、與人工智慧相關的科技股集體上揚而被推升。

進入2024年，總體經濟環境仍充滿不確定性。對於天然資源產業今年的整體表現，我們持中立的態度，以此反映我們對市場抱持觀望態度。

然而，從目前的情況來看，天然資源產業股票似乎對總體經濟情境的波動反應過度，市值較被低估。因此，目前對該產業投資不足的投資人或許可以重新考慮投資布局的可能性。我們認為，地緣政治緊張的局勢加劇也為大宗商品價格帶來潛在風險。與此同時，我們預計2024年，該產業將會出現差異性擴大和不同次產業間波動加劇的可能，這可望為積極的股票投資人提供潛在機會。

資料來源：貝萊德，2023年11月30日

天然資源的投資範疇

我們將那些參與傳統大宗商品生產和分銷的公司歸類為天然資源類型的股票。天然資源的投資範疇可以細分為三個主要產業：能源、礦業及農業。

公司類別：

農業產業與能源和礦業的不同之處在於，上市公司直接參與生產核心基礎大宗商品的機會相對較少。這主要是因為三種主要農作物：玉米、小麥和大豆的生產大多單純在農場層面進行。

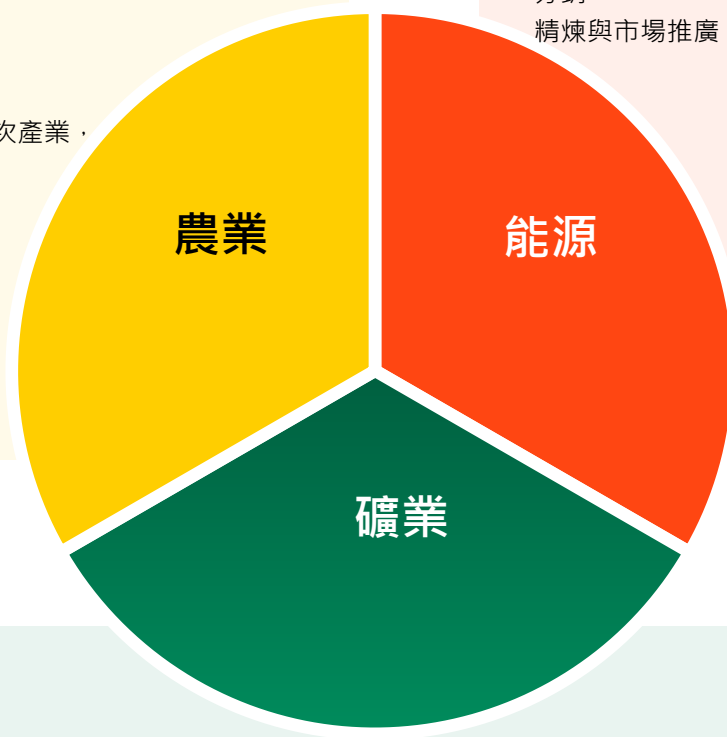
因此，我們會在供應鏈的其他環節中尋求農作物相關的潛在投資機會，包含上游次產業，例如：

肥料
農業設備
農業科學
林業
以及位於產業鏈下游的次產業，
比如：
供應鏈管理
食品加工業
紙品與包裝業

公司類別：

能源產業包括從事石油與天然氣生產和分銷的公司。最大型的企業通常是綜合性的石油和天然氣公司，涵蓋了價值鏈中每一個環節。此外，從上游到下游，此產業也涵蓋以下次產業：

石油服務
勘探與生產
分銷
精煉與市場推廣



公司類別：

該產業中最大的企業通常是多元化的礦業公司（即生產多種礦產的大宗商品企業）。此外，還有聚焦於特定礦產的大宗商品生產商，可以分為五大類：

1. 基本金屬，如銅、鋅和鎳
2. 大宗商品，如鐵礦石、焦煤和熱煤
3. 貴金屬，如金、銀和鉑
4. 工業礦物，如稀土和鋰
5. 合金，如鋼鐵

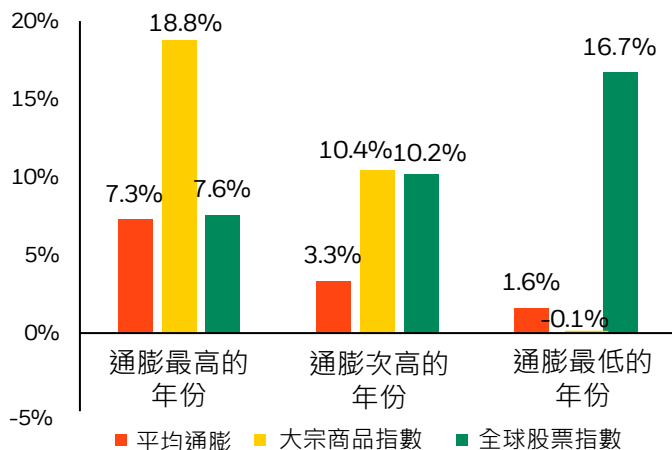
除了傳統的生產商外，還包括勘探公司、收取土地開採的公司和礦業設備供應商。

資料來源：貝萊德，2024年1月，僅供說明之用。

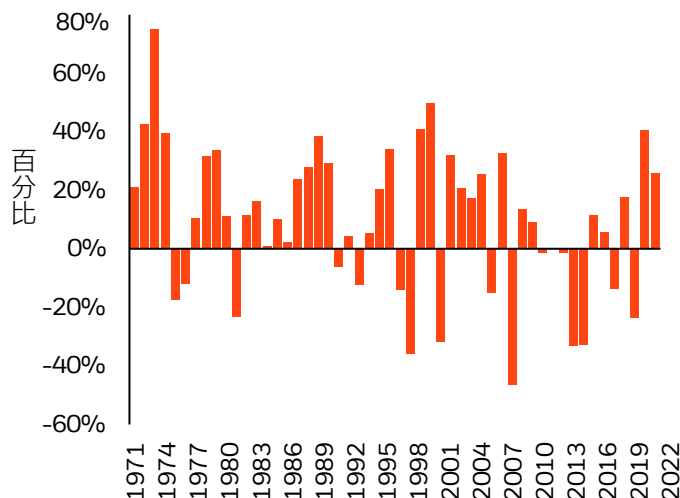
大宗商品與天然資源類股在投資組合中扮演的角色

投資人持續關注大宗商品的理由不變：

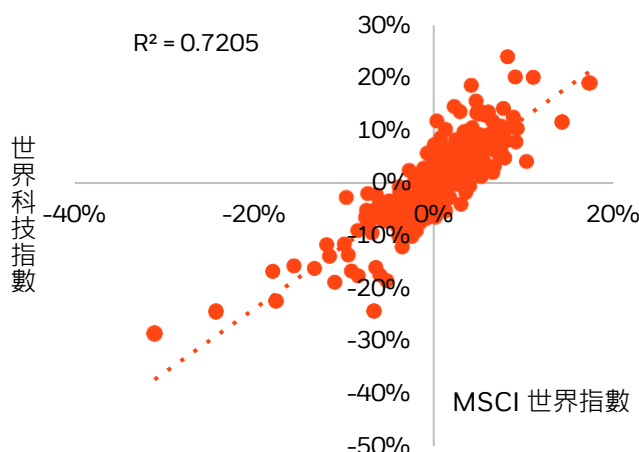
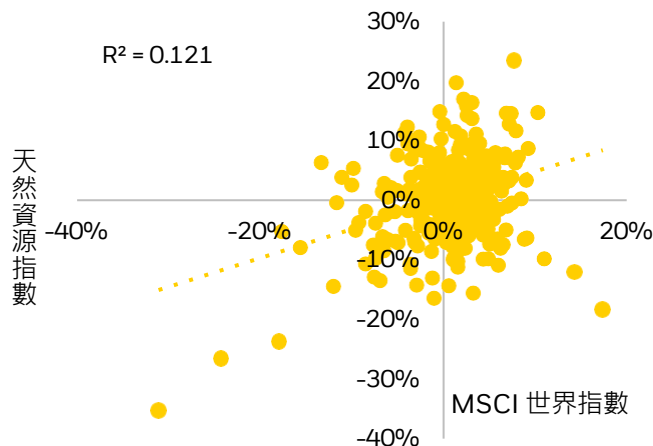
1. 對抗通膨：自1970年起，大宗商品與全球股市的平均年度報酬



2. 經濟繁榮期間的投資報酬機會：大宗商品指數 - 年度報酬表現



3. 分散風險：自1991年2月起，每月的投資報酬相關性分析



以上數據與過去表現相關。過去的表现不是當前或未來結果的可靠指標，也不應該是選擇產品或策略時的唯一考慮因素。指數報酬率非指基金報酬率，投資人不可直接投資該指數。指數表現報酬不包括任何管理費用、交易成本或費用。指數不受管理的。所有圖表的資料來源：DataStream，2023年7月31日。圖1的全球股票指數指的是MSCI All Country World Index。

透過天然資源股票來投資大宗商品市場：

投資人有多種方法可以投資於大宗商品市場，包括購買實體大宗商品、交易所交易的大宗商品和天然資源公司的股票。我們的投資團隊專注於最後一項方法，管理只做多（long-only）的天然資源股票投資組合，主要有以下三個優勢：

1. 長期來看，天然資源股票因股票風險溢價的特性，表現通常會超越大宗商品本身的價格走勢。
2. 生產大宗商品的公司可以通過擴大生產或探礦成功等方式創造價值（但也需注意，若管理不當亦可能摧毀價值。因此，我們通過基本面分析來辨別並避開可能面臨挑戰的企業）。
3. 這些大宗商品股票對於大宗商品的價格波動超過1（Beta值大於1），這使得它們在大宗商品市場看好的時期，成為更加有效的投資方式。

BlackRock

評價水準

與貝萊德智庫的觀點一致，目前整體股市的評價並不便宜。標普500指數的席勒本益比¹目前為32.0倍，高於過去十年的平均水準29.6倍²。全球股市風險溢價也接近自2007年以來的最低點³。

不過，對於那些尋求相對價值的投資人而言，天然資源產業可能是個相對具吸引力的選擇。本節我們將探討能源和礦業股票的企業價值對息稅折舊攤銷前利潤的比率（EV/EBITDA）、相對本淨比和股息收益率。由於缺乏能夠提供長期且足夠追蹤紀錄的代表性指數，該圖表中並未包含農業。

根據過去12個月的EV/EBITDA計算，能源和礦業的倍數約為6倍，遠低於整體市場的10倍以上。在相對本淨比方面，這兩個產業的表現也顯著低於長期平均水準。如果這些產業回歸到長期平均水準，相比於整體股票市場，分別有43%和41%的超額報酬。而且，在此期間，投資人還能享受到礦業和能源產業分別提供7%和4.5%的股息收益率，遠超整體市場的2.4%⁴。

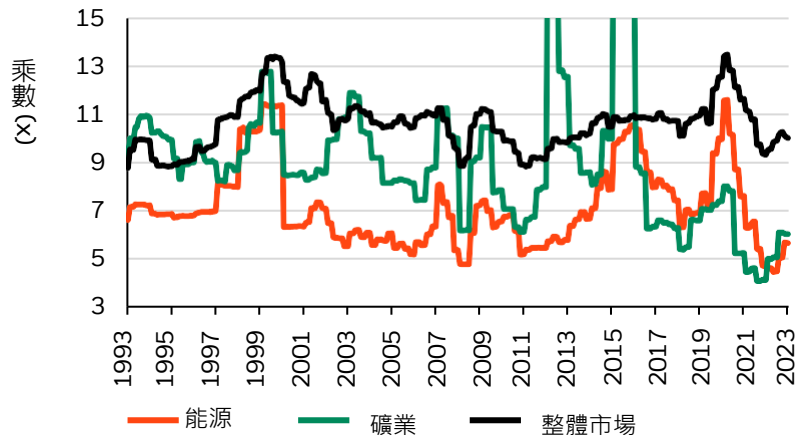
我們認為，近年來天然資源的產業評價不斷下降，部分原因是投資人更加注重永續性，避開投資於碳排放量較高的產業。但在2023年，我們觀察到這項態度出現轉變：部分投資人開始考慮透過投資於高碳排放但轉型中的公司來實現永續性投資。我們認為這種方法特別適用於礦業，因為礦業在提供邁向低碳技術所需的原物料方面扮演著關鍵角色。如果這種方法在今年變得更加主流，我們可能會看到市場評價出現調整。

那麼，天然資源產業究竟是一個具有相對價值的投資機會，還是一個價值陷阱？這將取決於中長期大宗商品價格是否會超出或低於目前市場共識。這最終將受到供需基本面的影響。在下一節中，我們將深入探討供應端的情況。

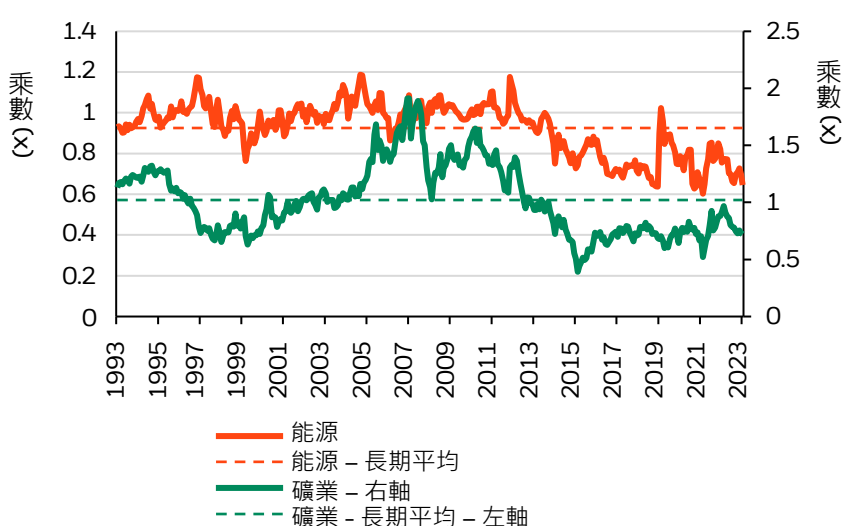
資料來源：

1. 席勒本益比依據過去十年通膨調整後獲利的平均值計算得出。
2. DataStream，2023年12月31日。
3. DataStream、MSCI、美國勞工部統計局、貝萊德智庫，2023年1月。
4. DataStream，2023年12月31日。

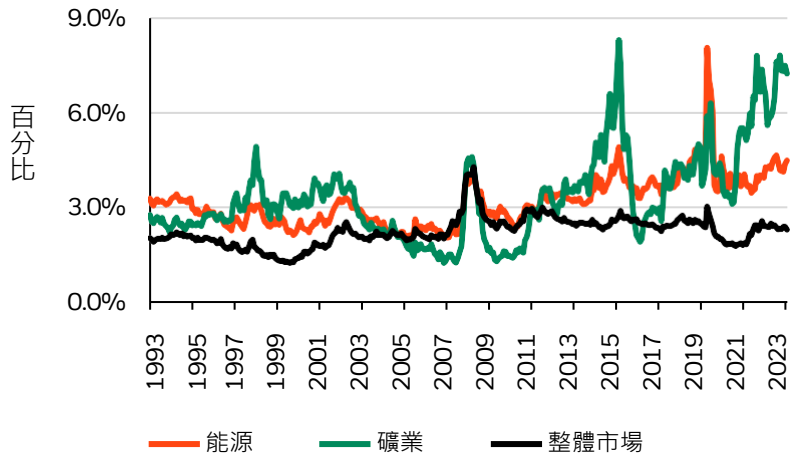
企業價值/息稅折舊攤銷前利潤 (EBITDA)



相對本淨比



股息率



過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。指数报酬率非指基金报酬率，投资人不可直接投资该指数。

大宗商品的供應面分析

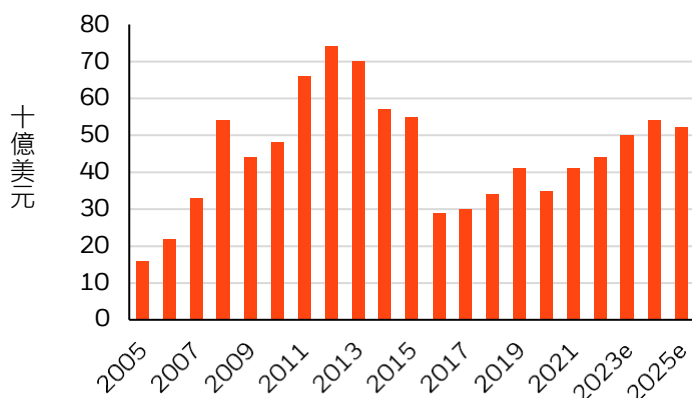
市場參與者在預測大宗商品價格時，往往更加聚焦於需求面，但我們應謹記，供應面同樣至關重要。目前，正是供應面的因素強力支撐大宗商品的價格。

資本紀律

所謂的資本紀律是指公司在資本配置上進行嚴格控管，重視財務價值而非單純追求產量成長。此原則自2014年以來成為礦業的核心，並自2019年起在能源產業中也變得更為普遍。農業方面則略有不同，因為生產端主要在集中在個別的農場層面，受天氣和種植條件的影響較大。在礦業和能源產業，資本紀律已嚴重限制多種大宗商品的供應成長。以銅和原油為例，過去十年這兩者的全球產量年均複合成長率分別僅有 +2.1%和+0.9%¹，尤其是原油部分近年則受到 OPEC 的策略所影響。我們對企業在遵循資本紀律方面的積極表現感到十分振奮，但礦業似乎正進入一個資本支出較高的階段。同時，在能源產業，OPEC對產量上限的調整反映出，他們也認為美國頁岩油產業將持續遵循資本紀律。

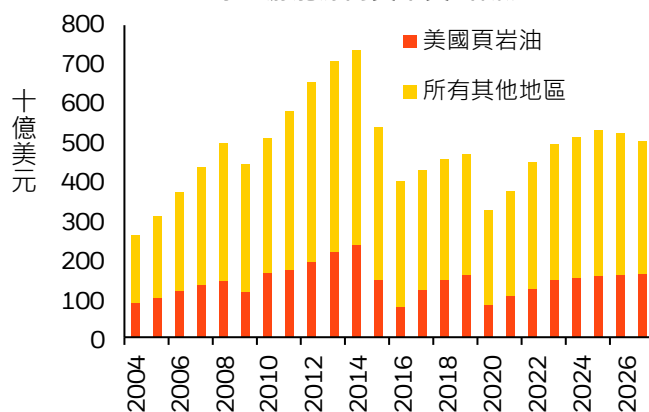
資料來源：1. DataStream，2023年12月31日。

歐洲金屬和礦業的總資本支出



資料來源：摩根士丹利，2023年12月。僅作為示例說明，所有預測未必會實現。

全球上游能源的資本支出概況



資料來源：Wood Mackenzie，2023年9月18日

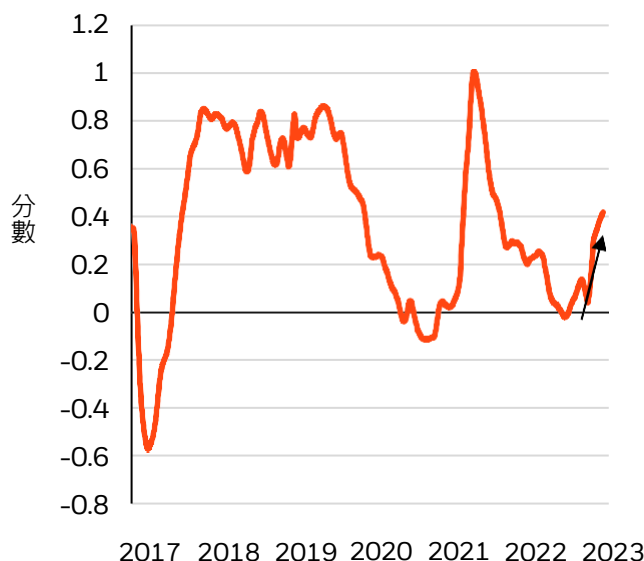
地緣政治局勢

近幾個月地緣政治的緊張局勢有所升溫。俄羅斯與烏克蘭之間的衝突看似無法在短期內獲得解決，中東地區的緊張局勢也在哈瑪斯於10月對以色列發動恐怖襲擊後進一步加劇。

不過，到目前為止，這些事件對大宗商品的供應端所造成的影響相對有限。中國和印度仍在持續從俄羅斯購買石油和天然氣，黑海穀物協議依然有效，並確保小麥和玉米能夠從俄羅斯和烏克蘭輸出。同時，儘管以色列和巴勒斯坦不是重要的石油生產國，但如果局勢進一步升級，我們可能會見到實質性供應鏈中斷的情況。在我們看來，投資於大宗商品及相關天然資源股票是對抗此類地緣政治風險的有效策略。

此外，全球民族主義高漲也是一個較少被提及的問題。2023年最引人注目的事件是巴拿馬科布雷銅礦(Cobre Panama mine)因巴拿馬最高法院裁定其經營許可違憲而被迫關閉。這不僅立即切斷全球1-1.5%的銅供應量，而且此類事件及其他類似案例也使得公司對新投資項目望之卻步。

貝萊德地緣政治風險指標



資料來源：貝萊德智庫，2023年12月。貝萊德地緣政治風險指標 (BGRI) 追蹤特定地緣政治風險在券商報告 (通過 Refinitiv) 和金融新聞 (道瓊新聞) 中的相對頻率。

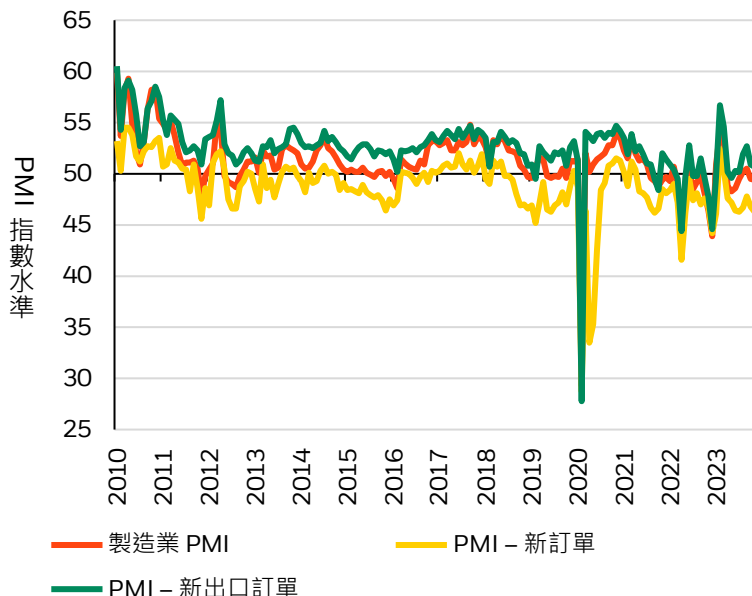
大宗商品的需求面分析

中國：無明顯跡象顯示經濟狀況正在好轉或惡化

在大宗商品需求方面，尤其是礦業，中國依然是全球最重要的需求來源國。2023年，中國經濟重啟效益不如預期，因而打擊市場信心。中國的PMI*數據維持在50左右，這顯示從自從2022年受到疫情封鎖影響至今並無明顯經濟擴張的現象。此外，中國房地產市場的數據顯示市場格外疲弱，意味著目前零散的政策無法解決眼前的結構性問題。

儘管我們觀察到中國政府正在逐步推出支持政策，但這些措施並未達到2016年初那種大規模的「火箭筒」式的刺激效果。就目前而言，我們既沒有看到經濟數據明顯好轉的跡象，但也未看到轉趨惡化的訊號。因此，2024年我們對中國持中立的觀點，但同時也意識到情勢依然充滿不確定性。從中長期角度來看，我們預計，隨著全球基礎建設，尤其是低碳轉型相關的投資增加，中國在全球大宗商品需求中的比例將相對降低，因為這是一個全球性趨勢而非局限於某個特定國家的現象。

中國製造業採購經理人指數 (PMI)



以上數據反映過去的表現。過去的表現並不是當前或未來表現的可靠指標。資料來源：貝萊德和DataStream，截至2023年11月15日。PMI = 採購經理人指數

基礎建設的支出情況

美國在潔淨科技方面投資了 2200 億美元

金融時報 · 2023年8月15日

一年前，拜登總統開啟了一個新的工業政策時代，...

中國將在北京主辦一帶一路論壇

路透社 · 2023年10月11日

中國將在下週舉辦第三屆一帶一路論壇，其外交...

歐洲經濟學家表示：歐盟政策優於美國通膨減免法案

金融時報 · 2023年9月28日

工黨將審查每個主要的基礎建設項目，為了讓英國經濟再次起飛

天空新聞 · 2023年11月10日

印度在最需要的產業進行大舉投資，以追趕中國

華爾街日報 · 2023年11月10日

該國正在迅速建設，以解決其基礎建設的差距...

我們認為財政刺激在推動全球經濟成長中的角色日益突出，這將是今年核心議題，特別是在面臨通膨壓力的限制下，這壓制央行採取降息的空間。全球各地都在推出聚焦於低碳技術的基礎建設計畫，這些計畫都對大宗商品的需求極高。我們預估這將成為未來數十年各類大宗商品需求的主要動力。考量各國實現淨零碳排放的時間，我們期待在此背景下市場對大宗商品的結構性需求成長，將遠超過一個典型的經濟週期。

向永續能源轉型意味著我們將從依賴碳氫化合物的能源系統轉型到以金屬為核心的系統。舉例來說，相比煤炭發電，離岸風力發電的銅需求量是煤炭的 2.4 倍，對鋼的需求是 3.3 倍¹。然而，這並不表示我們對石油持悲觀態度，反而由於供應端面臨的限制，我們相信石油價格將長時間保持在一個相對高的水位。

資料來源：1. BHP Analysis，截至2023年8月。

資料來源如上所述

焦點大宗商品：黃金



2023年黃金的關聯性出現變化：

去年對黃金市場來說是一個相當異常的一年，其與傳統的解釋因素出現分歧的狀況。

截至2023年10月初，美國10年期實質利率從年初的1.29%升至2.41%，DXY美元指數從103.5升至107.0，以實物支撐的黃金ETF持倉量也從2926噸減少至2740噸。若在年初就能確知這些情況，人們本可預料黃金價格會大幅下挫。但實際上，黃金價格保持在每盎司大約1850美元的水準¹。

這道逆風在年底前有所緩解，市場開始預計2024年將降息，黃金價格最終強勁收官，達到每盎司2065美元，全年累計上漲13.8%²。然而，更值得關注的是，在此之前黃金保持令人印象深刻的穩定性。

對於去年黃金的正面驅動因素，央行的需求仍然強勁，前三季度淨購買量達780噸³。

實物黃金的需求也相當穩定，似乎反映在全球股市充滿波動和地緣政治風險上升的情況下，「避險」需求增加。這種對黃金的實物需求在中國尤其強烈，在年中的上海，這表現為更高的實物溢價。

然而，2023年黃金股票的表現令人失望，FTSE Gold Mines TR指數的報酬僅為+12.4%。成本通膨持續對利潤邊際造成負面影響，平均總維持成本（AISCs）上升至每盎司1344美元，而三年前此數字還不到每盎司1000美元⁴。然而，展望未來，我們認為成本通膨壓力已經達到峰值，我們的基本假設是2024年的平均AISCs將逐漸下降。

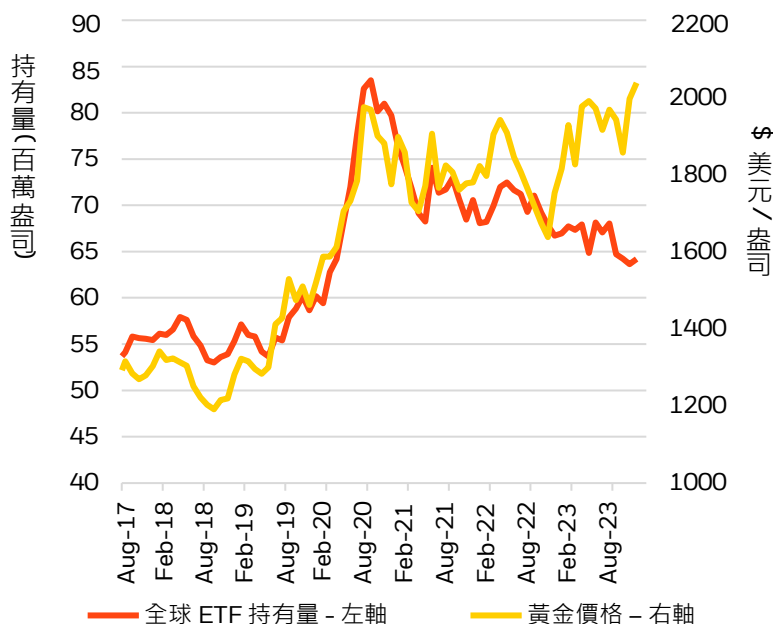
另一個問題似乎是投資人對黃金礦業股票的興趣不高，這反映在主動型和指數黃金股票基金的流動性上。然而，我們認為這可能是一個值得關注的訊號，因為根據我們過去的經驗，當沒有人想要談論黃金股票時，通常是投資黃金股票的最佳時刻。

資料來源：

1. 2. 3. DataStream，2023年12月31日。4. World Gold Council，2023年12月31日。

注意：所有價格均以美元（\$）表示。

實物黃金ETF的持有量和黃金價格



指數不受管理，且投資人無法直接投資於指數。過去的表現不保證未來結果。來源：DataStream，2023年12月

2024年黃金可能表現良好的5個理由：

全球經濟成長充滿不確定

地緣政治風險提高

全球股市似乎評價過高

以實物支撐的黃金ETF出現資金流出現象，但這種趨勢可能很容易就出現逆轉

通膨壓力似乎可能會持續下去

我們認為2024年，黃金所面臨的主要風險：

市場對於未來的降息幅度可能過度樂觀

僅供說明之用。投資涉及風險。此內容不應被解釋為投資建議，也不是對任何特定情況的背書。

BlackRock

貝萊德的主動式天然資源股票商品

貝萊德世界礦業基金
(基金之配息來源
可能為本金)

貝萊德世界能源基金
(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)

BlackRock

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。

© 2024 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