

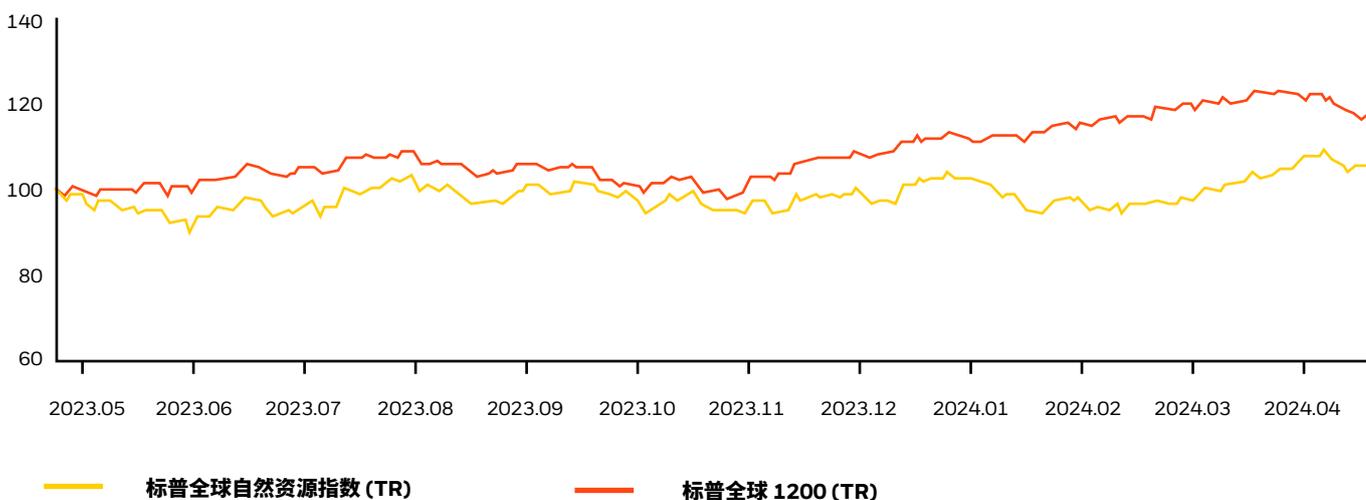
# 自然资源行业： 投资性价比高，在不确定中捕捉机遇

今年全球经济环境的不确定性仍存，但目前整体呈现出温和复苏趋势，大宗商品价格也屡创历史新高。与之相对，自然资源股票表现看似平淡，不过随着美联储货币政策的逐渐放松，自然资源股票或将相应获得机遇，当前投资性价比相对较高。

## 01 投资组合的有益选择

在过去一年里，自然资源行业的表现未能跟上整体股市。这在一定程度上是因为美国相对紧缩的货币政策以及中国经济实现全面复苏仍需要耐心和时间，中国以外的市场需求因受到高利率压制而放缓。与此同时，资本显然被“人工智能”等创新话题吸引，短时间布局到了一些增长性板块。

图表 1: 近一年标普全球自然资源指数与标普全球 1200 指数对比<sup>1</sup>



但长期来看，商品的需求仍然殷实。能源转型对新能源基建的需求提升，以及人工智能对数据中心和电力需求的拉动，都将带动商品的需求。而同时因为环保要求和地缘政治等因素，我们认为全球商品的供给将十分受限。在这种背景下，自然资源股票有潜力成为投资组合的有益组成部分，其优势包括抵御通胀，分散风险，而且表现往往超越大宗商品本身的价格走势。目前自然资源股票的估值远低于市场均值，并拥有远超市场平均水平的分红收益，我们也预计该行业今年将会出现差异性扩大和不同子行业间波动加大的可能，这或为主动型股票投资者带来潜在机遇。

1- 图表 1: MSCI 指数。指数是不受管理的，且投资者不能直接投资于指数中。

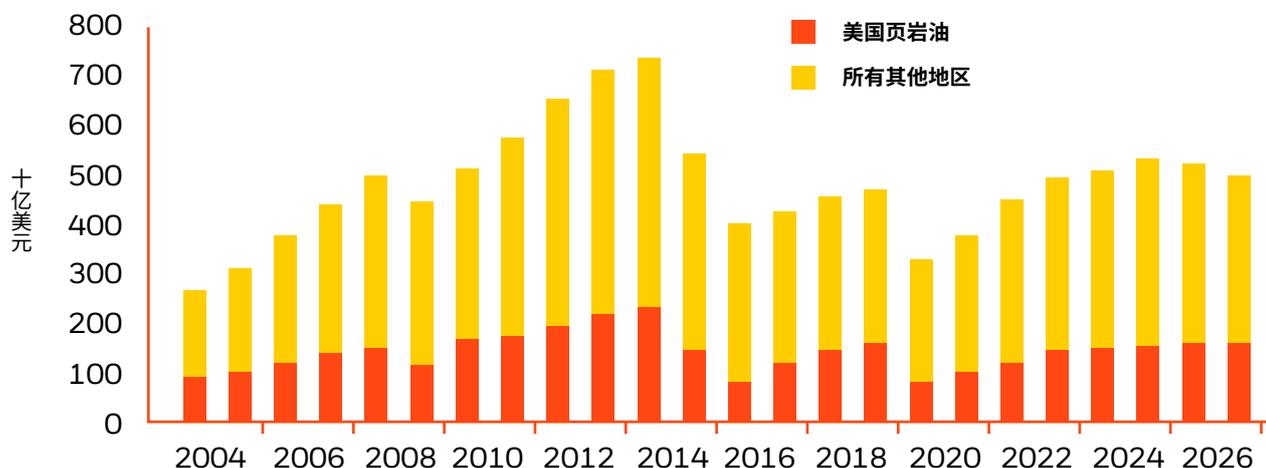


## 聚焦一 能源股, 受益于资本纪律

资本纪律是指公司在资本配置上进行严格管控，重视财务价值而非单纯追求产量增长。此原则自 2019 年起在能源行业中得到更为普遍的运用。

在矿业和能源行业，资本纪律已大幅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%，原油部分尤其受到石油输出国组织（OPEC）近年的政策影响，成员国自身的石油生产策略受到限制。同时，在能源行业，OPEC 对产量上限的调整，也反映出其认为美国页岩油行业也将持续遵循资本纪律。这些对于投资而言都是利好消息。

图表2: 全球上游能源的资本支出概况<sup>2</sup>



另外，推进绿色低碳发展固然是全球经济体的重要任务，然而，向可持续能源转型无法一蹴而就，所以我们也不会因此对石油持消极态度。相反，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。



## 聚焦二 黄金市场或有良好表现

2023 年黄金表现出色，以每盎司 2065 美元的价格收官，全年累积上涨 13.8%。受全球股市波动和地缘政治风险上升的影响，避险需求增加，实物黄金的需求相当稳健。全球央行对黄金的持续买进也促成了黄金价格的上行，且这一行为仍在持续。2024 年初至今，黄金价格表现良好，3 月以来国际金价更是屡创新高，尽管存在一定波动，预计 2024 年黄金的良好表现仍将持续。

然而，去年黄金股票的表现未如人意，FTSE Gold Mines TR 指数的回报率仅为 +12.4%。成本通胀对利润边界的压力不断增加，黄金的平均总维持成本（AISC）上升至每盎司 1344 美元，相比三年前不到每盎司 1000 美元的水平上浮显著。对此，我们认为成本通胀压力已见顶，我们的基本假设是 2024 年的平均总维护成本将逐渐下降。

2- 图表 2: Wood Mackenzie, 2023 年 9 月 18 日。仅作为示例说明，所有预测未必会实现。

另一个问题是投资者看似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。

### 2024年黄金可能表现良好的5个理由：

全球经济增长充满不稳定

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。

## 02 地缘政治形势的影响

地缘政治形势是自然资源板块的关键风险因素之一，它带来了更多的复杂性和不确定性。例如，俄乌冲突和中东地区的冲突，使全球地缘政治紧张局势升温，可能会推高大宗商品实质性供应链中断的风险，但同时也为其价格带来了支撑的可能性。不过截至目前，这些事件对大宗商品供应的影响仍然相对有限。

全球民族主义兴起是一个较少被提及的问题，例如由加拿大知名矿企第一量子矿业控股、全球最大的铜矿之一——巴拿马科布雷铜矿（Cobre Panama mine），去年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，此类事件使公司在考虑新投资项目时变得更加谨慎。

这凸显了主动投资筛选和风险管理的重要性——通过聚焦于最具潜力并且处于理想进入窗口的子行业，并且及时追踪地缘政治对于个股的影响，自然资源行业有潜力为投资者带来优越的回报机会。

图表3: 贝莱德地缘政治风险指标<sup>3</sup>



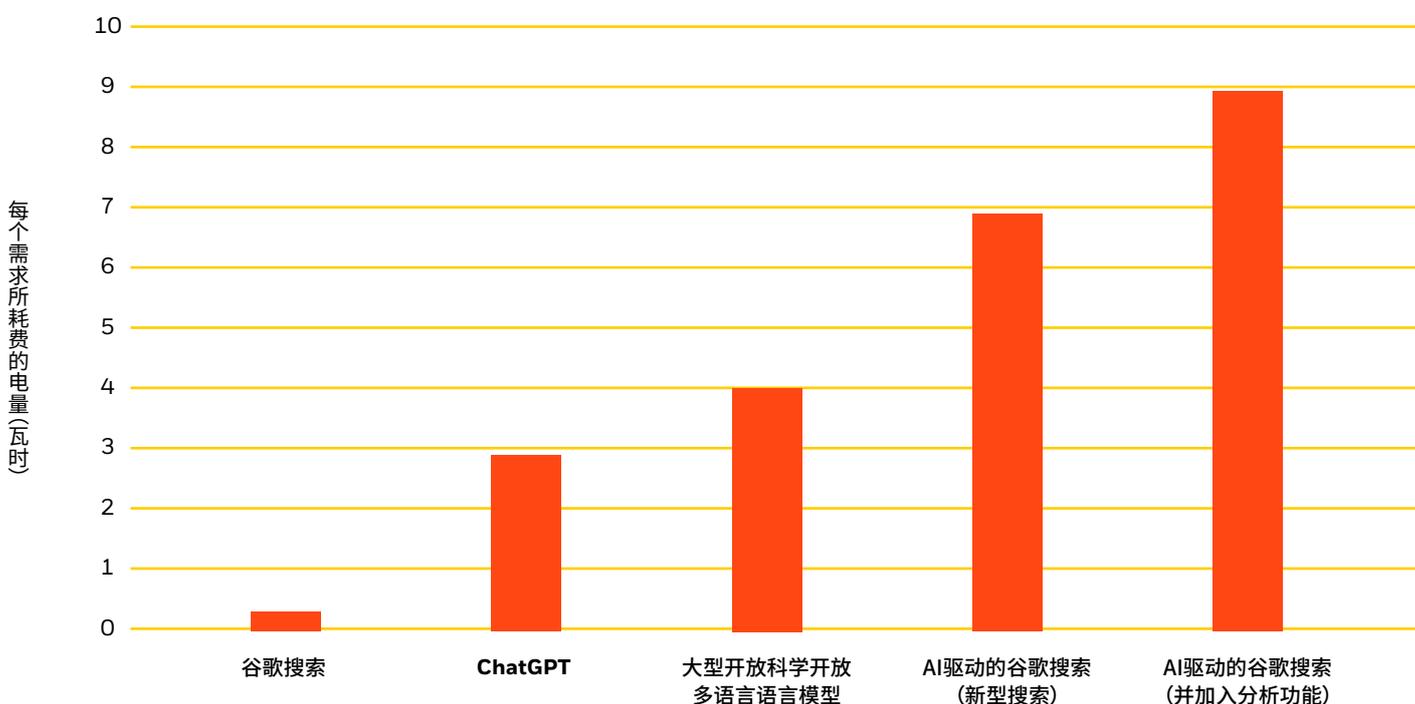
3 - 来源：贝莱德智库，2023年12月。贝莱德地缘政治风险指标（BGRI）追踪特定地缘政治风险在券商报告（路孚特）和金融新闻（道琼新闻）中的相对频率。

# 03 人工智能发展下的能源需求

当前快速发展的人工智能 (Artificial Intelligence, 下文简称 AI) 正不断渗透至各行各业,进而带来了电力需求的激增。

如图表 4 所示, AI 驱动的运算需求所消耗的电量远超传统互联网。据国际能源署 (International Energy Agency) 估测, 全球数据中心在 2022 年的用电量约 460 太瓦时, 而这一数字在 2026 年可能达到 1000 太瓦时以上, 相当于日本一年的用电总量。

图表4: AI驱动的运算需求与传统互联网运算的耗电量对比<sup>4</sup>



AI 基础设施及应用或将成为全球重要的电力需求增长的关键来源。我们认为这会释放电力供应链中的投资机会, 电力基础设施承建商和与发电、输电、配电相关的工业企业可能从中受益。

在能源需求的增长和低碳发展目标的推动下, 科技巨头正逐渐将视线转向核能、地热能、太阳能、风能等清洁能源。通过签署电力购买协议 (Power Purchase Agreement) 为不断扩张的数据中心提供动力, 并加大对无碳能源发电技术的研究投入。不过, 短期来看这些能源可能不足以完全满足科技公司发展 AI 的电力需求, 天然气仍将在弥补电力缺口上发挥至关重要的作用。

4- 图表 4: Joule, The growing energy footprint of artificial intelligence, 数据截至 2024 年 3 月底。

## 重要披露

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。往绩并非未来表现的指引。投资者或未能取回投资的全部本金。

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。

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2024年4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。

所载信息并不构成提供或赖以作为金融、税务、法律或会计建议，阁下应该就此类问题咨询阁下的顾问。贝莱德不保证任何特定投资的适用性或潜在价值。投资涉及风险，包括损失本金。国际投资涉及风险，包括与外币有关的风险，流动性有限，政府监管较少，以及由于政治，经济或其他不利因素的不利影响而导致的大幅波动。对新兴市场或发展中国家或较小资本市场的投资往往会增加这些风险。

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. 或其附属公司版权所有。Aladdin, iShares 安硕® 及 BlackRock® 乃 BlackRock, Inc., 或其附属公司的注册商标。任何其他商标归属于其各自的所有人。