



BARINGS

公募股票

天然資源股票 展望

霸菱洞察

天然資源股票可抵禦通脹及提供投資組合多樣化，因此在通脹升高、地緣政治風險增加以及能源需求增加的環境下，天然資源股票可能是引人注目的投資選擇。



James Govan

投資經理人，
全球資源股票團隊主管



Piers Aldred

投資經理人，
已開發股票-資源部門



Philip Nicholass

董事總經理，
客戶投資組合經理

摘要

天然資源股票歷來都是有效的通膨避險工具，同時也能在更廣泛的股票投資組合中提供分散投資的效益。過去20多年來，天然資源股票的通膨避險能力優於許多其他固定收益和股票。此外，作為一種「實質資產」，即使全球政府債務總額上升，商品仍可繼續抵禦通膨並對沖財政赤字上升的陰影。短期通膨預期目前仍偏高，這從近期美國公債殖利率的變動可見一斑，而唐納·川普(Donald Trump)總統的擴張性財政政策、美國進口關稅和移民政策則放大了此一預期。更長期而言，在人工智慧和資料中心電力需求上升的帶動下，下一階段的全球成長很可能是能源密集型。在對新供給投資不足之情況下，這種成長將導致對包括銅和鋁在內的重要原物料之結構性需求。

在評估配置此資產類別最有效的方法時，值得注意的是長期以來天然資源股票的報酬遠高於商品期貨，因為天然資源股票可受惠於公司的相關現金流量，並可避免持有相關商品的龐大成本。鑒於全球股票市場的高度集中風險，以及少數超大型科技股的主導地位，導致全球資金池面臨較高的產業與公司風險，因此天然資源股票也可作為全球股票投資組合的有效分散工具。

在這個市場集中度提高、通膨持續以及地緣政治風險升溫的世界，投資天然資源股票的結構性理由既令人信服且被嚴重低估。以下三個主要訴求最能說明這一點：

抵禦通膨

天然資源股票的歷史表現優於整體股票市場，並在通膨期間提供實質報酬。

分散投資與低相關性

天然資源股票可有效分散投資組合的風險，尤其是在全球股票指數高度集中的情況下。

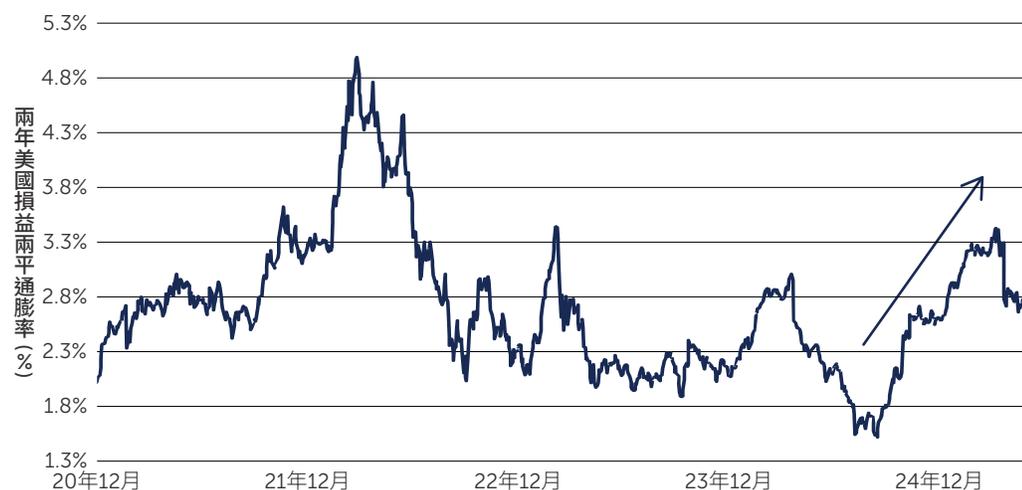
投資方法是關鍵

從歷史上看，天然資源股票的表現明顯優於商品期貨，同時也具有結構性優勢。

抵禦通膨

美國的通膨持續處於高檔，美國消費者物價指數(CPI)和個人消費支出(PCE)指數(美國聯邦準備理事會偏好的衡量指標)持續高於聯準會2.0%的目標。市場對未來通膨的預期也在上升，即使聯準會已降低短期利率，2年期公債的隱含通膨率穩步上升。

圖 1：美國通膨預期¹



資料來源：彭博、霸菱。截至2024年12月31日。

更長期而言，這些通膨壓力有可能持續。在開發中國家人口成長與生活水準提升的帶動下，能源需求持續增加。新供應的投資不足以維持中長期的需求時，運輸、電力的電氣化和資料中心的建設，加上人工智慧的持續擴展，將推動對礦產商品的結構性需求。例如：由於銅的物理特性，它是電氣化的關鍵金屬，因此2050年時銅的年消耗量預計將成長70%以上，超過5000萬噸²。較少人注意到的是這些趨勢也會影響鋼鐵和水泥等日常建築材料，以及其他形式的能源，包括再生能源、天然瓦斯和石油，這些都是推動成長所需的天然資源。

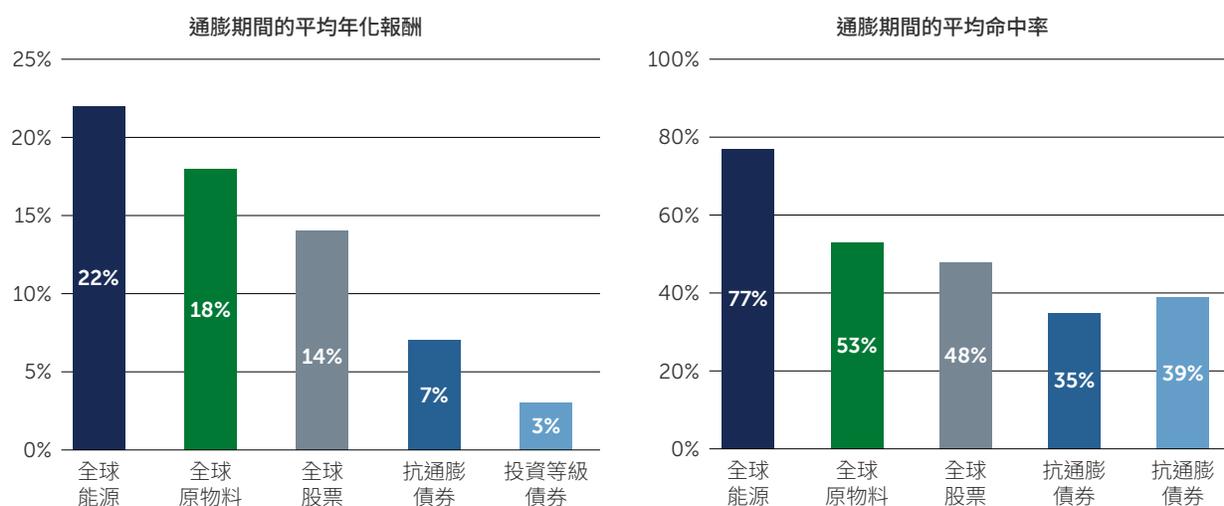
1. 資料來源：彭博、霸菱。截至2025年5月。市場隱含通膨率的計算方式是將名目公債到期曲線減抗通膨債券曲線的「實質」殖利率。
 2. BHP 2025年預估。

通膨的衝擊及其對「實質」報酬的影響是投資人面對的最大風險之一。通膨衝擊可能因幾種原因而發生在商品上，包括政府政策改變、需求強勁或供應進一步受限。為了衡量這些衝擊在一段時間內的影響，我們檢視了自2003年以來通膨高檔期間不同資產類別的「平均報酬」與「命中率」(「命中率」的定義是資產類別在這些期間提供「實質」報酬高於通膨之機率)。我們發現天然資源股票(包括「全球能源」和「全球原物料」股票)歷來都能產生具吸引力的平均報酬，與許多主要資產類別相較，更能抵禦通膨(圖2)。此外，天然資源股票的「命中率」較高，顯示提供高於通膨之「實質」報酬的可能性較高。我們相信結合能源與原物料股票也能為投資人帶來進一步的風險調整後報酬優勢。

商品直接影響經濟體中許多產品和服務的價格。有時候原物料的通膨壓力可能會夠大，間接導致工資需求上升，從而引起更持久的通膨。舉例來說，1973年的石油供應禁運導致石油價格提升四倍，為1970年代持續且廣泛的通膨埋下伏筆。同樣的，俄羅斯對烏克蘭的入侵也造成重大的供應衝擊，促使能源價格上漲，並直接造成更廣泛的通膨。其他原物料也提供類似的例子。舉例來說，糧食是一個重要的考量因素，因為糧食在家庭支出中占有相當大的比例，尤其是在新興市場。穀物價格上漲會對整個食品供應鏈產生廣泛的影響，從麵包到肉類等商品的價格都會間接上升。穀物也是動物飼料和生質燃料(特別是以玉米為原料的乙醇)的主要成分。

通貨膨脹期間的報酬率³

圖 2：策略優勢：天然資源受益於通膨環境



資料來源：霸菱、MSCI。截至2024年8月。2000年12月31日至2024年8月31日的資料。全球能源以MSCI AC世界能源指數表示，全球原物料以MSCI AC世界原物料指數表示，全球股票以MSCI AC世界指數表示，抗通膨債券以ICE BofA U.S. Inflation-Linked Treasury Index表示，投資等級債券以Bloomberg U.S. Global Aggregate Index表示。

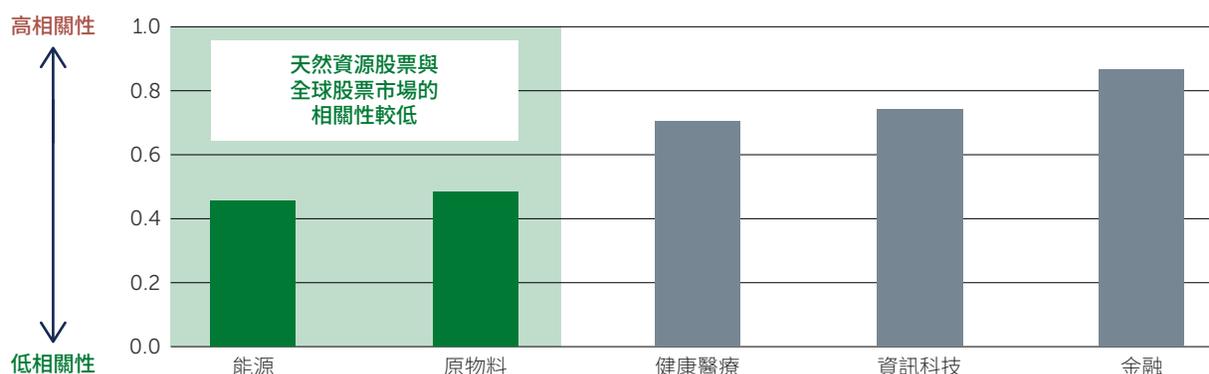
3. 資料來源：彭博、霸菱。截至2024年8月。

分散投資與低相關性

市場集中度日益提高，令人擔心報酬集中在太少的股票上，這可與網路泡沫時期相提並論，網路泡沫最終在2000年代初期破滅。

股票集中也導致資金湧入狹窄的市場領域，而推高倍數，但能源與原物料等產業在全球股票市場的占有率卻低於10%⁴。代表權和擁有權的下降導致該資產類別與全球指數的相關性越來越低，使其成為更廣泛股票投資組合中有效的潛在分散投資工具。

圖 3：策略優勢：天然資源是分散投資工具



資料來源：霸菱、MSCI。截至2024年8月。與MSCI AC世界指數的5年年化平均報酬相關性。上述產業指數基於MSCI AC世界能源、原物料、健康醫療、科技和金融指數

獨特的是，在不確定性增加的時期，天然資源股票往往能提供最強大的分散投資效益，因為商品的走勢可能與更廣泛的經濟週期不同。這在出現衝突的時期尤其明顯，因為衝突可能會使商品市場實質緊縮，例如伊拉克或俄羅斯與烏克蘭的戰爭。

圖 4：天然資源股票與全球股票的長期相關性⁵



資料來源：霸菱、MSCI。截至2024年8月。

4. 以 MSCI AC世界指數表示。截至2025年5月。
 5. 自2000年7月7日至2024年8月31日，天然資源股票包括50%的MSCI AC世界能源指數及50%的MSCI AC世界原物料指數，與MSCI AC世界指數6個月滾動報酬之相關性。

投資方法是關鍵 - 公募股票

雖然擁有天然資源有獨特的優勢，但我們相信最佳的投資方式是透過公募股票，而非直接投資相關商品。

首先，天然資源股票的相關公司會產生現金流用於投資和成長，同時也會以股利和股票回購的形式將資金返還給股東。投資人經常提到「股票風險溢價」，或股票投資人要求高於無風險利率的報酬。報酬是多變的，但倫敦商學院和瑞士信貸(現為 UBS)的研究顯示，過去120 年來，全球股票的平均報酬率為每年超過通貨膨脹約5%，領先於其他主要資產類別。其次，擁有實物商品有其相關的財務成本，例如倉儲和運輸，以及接收大量石油或銅的不便成本。

圖 5：天然資源股票長期表現優於商品期貨



資料來源：霸菱、彭博。截至2025年2月。現貨指數=彭博商品現貨指數。期貨指數(扣除成本)=彭博商品總報酬指數。彭博商品總報酬指數由期貨合約組成，反映完全抵押的彭博商品指數投資之報酬。此結合了該指數的報酬與3個月國庫券的現金抵押報酬。

直接投資商品費用高昂

實際上，許多投資人選擇投資於商品「期貨」，即承諾在未來某個日期購買某種商品，或投資於以「期貨」為基礎的產品，例如某些商品指數股票型基金(ETF)。在這種方式中，投資人需要面對期貨的「滾動收益(roll yield)」，即在實物交割前賣出到期的「期貨」合約並買進日期更長的「期貨」合約。由於持有商品有額外的成本，例如倉儲和運輸，因此新的「期貨」價格比到期合約的價格高是比較常見的現象。實際上「低價賣出和高價買進」最終會侵蝕已實現的報酬。

「首先，天然資源股票的相關公司會產生現金流用於投資和成長，同時也會以股利和股票回購的形式將資金返還給股東。」

為了進一步說明持有商品期貨的成本，我們將商品現貨指數報酬與期貨指數進行了比較，其中期貨指數報酬已扣除滾動收益及其他相關成本。現貨報酬是指如果您今天可以購買實物商品，但沒有相關成本的理論報酬。根據這項分析，實際結果是遠低於理論上「現貨」市場表現的報酬。

圖 6：商品投資人並未從「現貨」商品市場的報酬中獲益

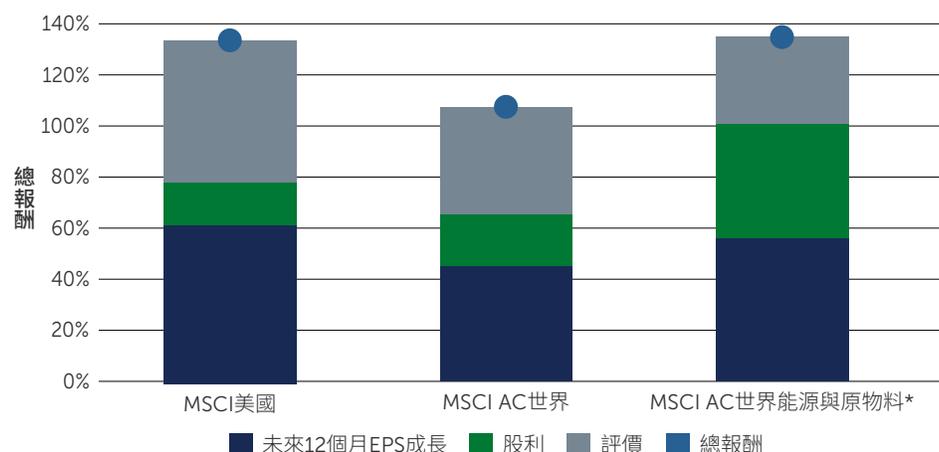


資料來源：霸菱、彭博。截至2025年2月。現貨指數=彭博商品現貨指數。期貨指數(扣除成本)=彭博商品總報酬指數。彭博商品總報酬指數由期貨合約組成，反映完全抵押的彭博商品指數投資之報酬。此結合了該指數的報酬與3個月國庫券的現金抵押報酬。

是什麼驅動了天然資源股票的報酬?

有趣的是，將過去五年的天然資源股票報酬分類時，對總報酬最大的貢獻來自盈餘成長與股利，整體報酬中只有一小部分是來自評價重估所帶動。這與美國及全球股市形成強烈對比，在美國及全球股市中，由評價重估(或投資人願意為每一美元盈餘支付多少金額的變化)帶動的總報酬比例顯著較高。我們相信這可降低該產業在股市調整時大幅下調評價的風險，同時也為該資產類別提供一個具吸引力的切入點。

圖 7：推動報酬的因子？



資料來源：霸菱、Refinitiv、MSCI。截至2025年3月31日，資料為美元，*等於MSCI AC世界能源與原物料指數各占50%。

為何選擇霸菱全球資源策略？

在霸菱，我們的投資遍及整個資源領域，包括能源、採礦、化工和農業。我們廣泛的投資實力使我們能夠發掘各種機會，從採礦或石油的純上游商品生產商，到香精香料產業中為快速發展的商品公司提供原料的面對消費者公司。投資於因商品價格走強而受惠的上游公司，以及可能因原物料價格下跌而獲利的下游加工產業，有助於我們在廣泛的產業與經濟環境中發掘投資機會。最終將推動多元化的投資組合報酬，並有助於創造比傳統單一產業策略更高的穩定性，在整個週期中的縮減幅度較低。

為了發掘投資機會，我們進行深入的商品分析，除了由下而上的基本面外，還考量供需動態、成本曲線及產業結構。我們將這些商品洞察力整合至特定公司分析中，以產生公司盈餘預測，並發掘具強大上升潛力及不對稱風險報酬機會的股票。我們的流程包括定期與公司管理團隊接觸，以便深化我們對業務風險與機會的評估。我們深厚的經驗豐富了我們的方法，使我們有能力瞭解資源股票在整個週期的驅動因素。

霸菱為一家管理4,566億美元*資產的全球投資管理公司，與機構、保險和中介客戶合作，並透過靈活的融資解決方案支持領先企業。作為美國萬通(MassMutual)的子公司，利用其全球規模以及公開和私募固定收益、實體資產和資本解決方案方面的能力，力求提供超額報酬。

【霸菱投顧 獨立經營管理】

霸菱證券投資顧問股份有限公司 一百一十四年金管投顧新字第零零捌號

地址：台北市信義區信義路五段7號55樓A室(台北101大樓) 電話：0800-062-068

本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，不負責本基金之盈虧，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。本基金無受存款保險、保險安定基金或其他相關保障機制之保障。基金投資可能產生的最大損失為全部本金，投資人需自負盈虧。如因基金投資產生紛爭，投資人可先向本公司提出申訴，投資人不接受本公司申訴處理結果或未在三十日內處理回覆時，投資人可在處理結果或期限屆滿之日六十日內再向「金融消費評議中心」申請評議。所提供之資料僅供參考，此所提供之資料、建議或預測乃基於或來自相信為可靠之消息來源。然而，本公司並不保證其準確及完整性。該等資料、建議或預測將根據市場情況而隨時更改。本公司不保證其預測將可實現，並不對任何人因使用任何此提供之資料、建議或預測所引起之損失而負責。本文提及之經濟走勢預測亦不代表相關基金之績效，基金投資風險請詳閱基金公開說明書。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，投資人可至境外基金資訊觀測站中查詢或向霸菱投顧索閱。本基金投資涉及投資於新興市場部份，因其波動性與風險程度可能較高，且其政治與經濟情勢穩定度可能低於已開發國家，也可能使資產價值受不同程度之影響。依法令規定，投資大陸地區證券市場之有價證券以掛牌上市有價證券為限(即A股及B股)，且投資前述有價證券總金額不得超過本基金淨資產價值之百分之二十。投資人亦須留意中國市場特定政治、經濟與市場等投資風險。本文所提及之個股或公司，並非推薦或勸誘投資該個股或公司。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。

了解更多詳情，請瀏覽 [BARINGS.COM](https://www.baring.com)

*截至2025年6月30日

TW25-4697920 出刊日期：2025年7月28日