



BARINGS

公募股票

天然資源股票 展望

霸菱洞察

天然資源股票有機會在通膨環境中提供一定的保護效果，並協助投資組合分散風險；在通膨升溫、地緣政治風險上升、以及能源需求增加的情境下，可能成為相對具吸引力的配置選項。



James Govan

投資經理人，
全球資源股票團隊主管



Philip Nicholass

董事總經理，
客戶投資組合經理

摘要

從歷史經驗來看，天然資源股票在對抗通膨方面表現不俗，同時也能為更廣泛的股票投組帶來分散效果。過去20多年，天然資源股票的抗通膨能力普遍優於許多其他固定收益與股票。另外，作為「實體資產」的一環，即使全球政府債務水準偏高，商品仍可能在一定程度上對抗通膨，並降低市場對財政赤字擴大的疑慮。我們認為，在人工智慧與資料中心用電需求帶動下，下一階段的全球成長很可能更偏向「高耗能」型態。這樣的成長將推升對主要原物料(如銅、鋁)的結構性需求；但同時，新供給端的投資卻相對不足。

就「如何最有效配置這個資產類別」來看，從歷史資料看，天然資源股票的報酬表現往往明顯優於商品期貨。原因在於，天然資源股票可以反映企業現金流的成長與股利回饋，同時也能避免持有實體商品或期貨部位所可能產生的較高持有成本。再者，考量全球股市集中度偏高、少數超大型科技股占比過重，使得整體市場面臨較高的產業與個股集中風險，天然資源股票也可作為全球股票投組中更有效的分散工具。

我們認為，參與天然資源股票較務實的方式，是投資於一個分散配置的資源股票投組。

歷史上，主動管理的天然資源股票投組不僅有機會優於廣泛的全球股票與多個資源子產業，同時在這段期間的最大回檔通常也較低¹。

在當前市場集中度提高、通膨壓力持續，以及地緣政治風險升溫的環境下，投資天然資源股票的結構性投資價值不僅相當具吸引力，且長期以來明顯被市場低估。這一投資論點可清楚歸納為以下三大核心支柱：

通膨防護

天然資源股票歷史上在通膨期間，表現優於整體股市，並能為投資人提供具實質購買力的報酬。

分散效果與低相關性

在全球股市指數高度集中的情況下，天然資源股票可作為投組中具效率的分散配置工具，有助於降低整體風險。

投資方法至關重要

從歷史經驗來看，天然資源股票的表現明顯優於商品期貨，並具備結構性優勢。

1. 資料來源：霸菱、彭博、MSCI；資料截至2025年10月31日。

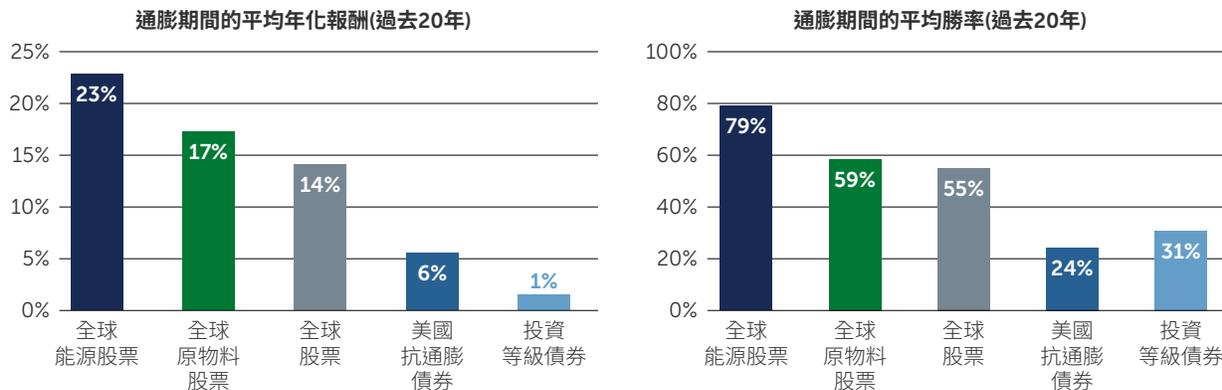
通膨防護

在評估通膨壓力對全球的影響時，我們認為其背後的驅動因素可能會延續，甚至在某些情況下逐步轉變成為結構性趨勢。在新興市場人口成長與生活水準提升的帶動下，能源需求仍持續增加。不過，近年更值得注意的是幾個大型主題轉變：交通運輸電動化、電力與資料中心基礎建設擴張，再加上人工智慧持續加速發展，都將推升對礦產類商品的結構性需求；但中長期的新供給投資卻相對不足。以銅為例，因其物理特性使其成為電氣化的關鍵金屬，預估到2050年，銅的年消耗量將成長70%以上，來到超過5,000萬噸²。此外，較少被討論的是，這些趨勢也會影響鋼鐵、水泥等日常建材以及其他能源形式(包含再生能源、天然氣與石油)—這些都是支撐未來成長所需的天然資源。

通膨及其對「實質」報酬的影響，是投資人常見的主要風險之一。商品市場可能因多種原因出現通膨衝擊，包括政府政策改變、需求走強，或供給端限制加劇。為衡量這些衝擊的長期影響，我們觀察自2005年以來，在通膨偏高期間各資產類型的平均報酬與「勝率」(此處的「勝率」定義為：在這些期間，資產類型提供高於通膨的「實質」報酬之機率)。我們發現，天然資源股票(包含「全球能源股票」與「全球原物料」股票)在歷史上不僅平均報酬具吸引力，與許多主要資產類型相比，也更有機會對抗通膨(見圖一)。此外，天然資源股票的「勝率」偏高，代表其更可能提供高於通膨的「實質」報酬。我們也認為，將能源股票與原物料股票搭配配置，有機會為投資人帶來額外的風險調整後報酬。

通膨期間的報酬

圖一：策略效益：天然資源股票在通膨環境下相對有利



資料來源：霸菱及MSCI。截至2025年10月31日。數據日期從2005年11月30日至2025年10月31日。全球能源股票由MSCI所有國家全球能源指數代表，全球原物料股票由MSCI所有國家全球原物料指數代表，全球股票由MSCI世界所有國家指數代表，美國抗通膨債券由ICE美銀美國抗通膨債券指數代表，投資等級債券由彭博美國全球綜合指數代表。

2. 資料來源：BHP預估；截至2024年。

商品價格會直接影響經濟體系中許多產品與服務的定價。在某些情況下，原物料帶來的通膨壓力若大到一定程度，也可能間接推升薪資，進而形成更持久的通膨。例如，1973年的石油禁運使油價飆升至原來的四倍，為20世紀70年代長期且廣泛的通膨提供了重要背景。類似地，俄羅斯入侵烏克蘭所造成的重大供給衝擊，推升能源價格，並直接帶動更全面的通膨。其他原物料也有相似案例，以食品為例，食品在家庭支出中占比不低，尤其在新興市場更是如此；穀物價格上漲會沿著食品供應鏈擴散，從麵包到肉類等品項價格都可能連帶上揚。穀物同時也是動物飼料與生質燃料(特別是玉米乙醇)的關鍵原料。

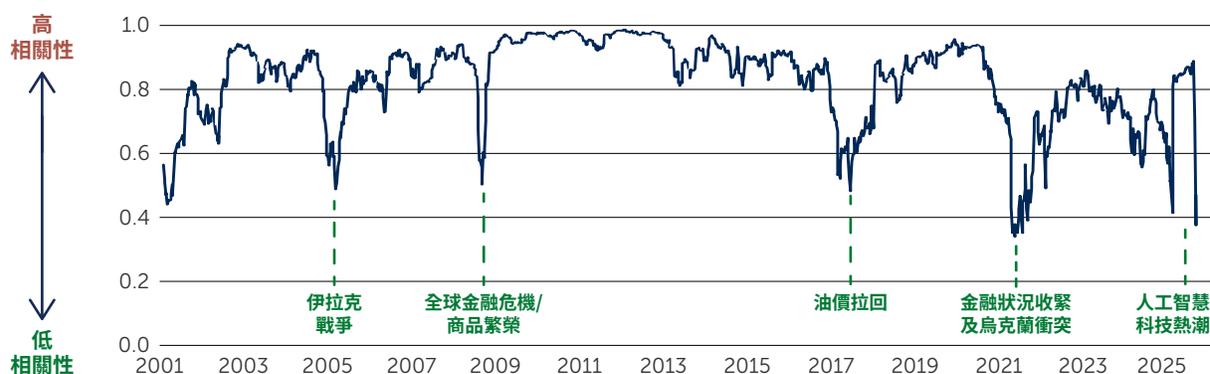
圖二：策略效益：天然資源股票可作為分散工具



資料來源：霸菱與MSCI；截至2025年10月。以1999年12月31日至2025年10月31日之間，5年年化平均報酬與MSCI所有國家全球指數的相關係數計算。

比較特別的是，在市場不確定性升高的階段，天然資源股票往往更能展現分散效果，因為商品價格走勢可能與整體景氣循環不同步。這點在地緣衝突期間尤其明顯，衝突可能讓商品市場供給實質趨緊，例如伊拉克戰爭或俄烏戰爭等情境。

圖三：天然資源股票與全球股票的長期相關性



資料來源：MSCI所有國家全球指數。以2001年3月6日至2025年10月28日之間，6個月滾動報酬與MSCI所有國家全球指數的相關係數計算。天然資源股票以50%的MSCI所有國家全球能源指數與50%的MSCI所有國家全球原物料指數組合代表。

投資方法至關重要—建議以公募股票為核心

雖然投資天然資源具備其獨特優勢，我們認為，相較於直接投資於原物料本身，透過公募股票取得天然資源曝險，才是更理想的方式。

首先，天然資源股票所代表的企業能夠產生現金流，用於再投資與成長，同時也可透過股利發放與庫藏股買回將資本回饋給股東。投資人常提及所謂的「股權風險溢酬」，亦即股票投資人相對於無風險利率所要求的額外報酬。儘管股市報酬具波動性，倫敦商學院與瑞士信貸(現為UBS)的研究顯示，過去120年來，全球股票的平均實質報酬率約為每年5%，表現優於其他主要資產類別。其次，持有實體原物料本身亦涉及各項隱含成本，例如儲存與運輸費用，以及實際接收大量石油或銅等商品所帶來的不便成本。

圖四：天然資源股票長期表現優於原物料期貨



資料來源：霸菱、彭博；資料截至2025年10月。彭博商品總報酬指數=期貨指數(扣除成本後)，彭博商品總報酬指數係由期貨合約所組成，反映對彭博商品指數進行完全擔保投資的報酬表現，並結合該指數的報酬與以3個月期美國國庫券作為現金擔保所產生的利息收益。

投資原物料成本高昂

在實務上，許多金融投資人選擇投資於原物料的「期貨」—亦即承諾在未來某一日期買進該原物料—或是投資於以這些期貨為基礎的產品，例如部分原物料指數股票型基金(ETF)。在此投資方式下，投資人必須面對期貨的「轉倉收益(roll yield)」問題，也就是在期貨合約到期、實際交割之前，先賣出即將到期的期貨合約，再買進到期日較遠的新期貨合約。

由於持有原物料本身涉及額外成本，例如儲存與運輸費用，新一期貨合約的價格往往高於即將到期的合約價格。這種實質上「低價賣出、高價買進」的過程，最終可能侵蝕投資人實現的整體報酬。

為進一步說明持有原物料期貨的成本，我們將原物料現貨指數的報酬，與一個已扣除轉倉收益(roll yield)及其他相關成本的期貨指數進行比較。所謂的現貨報酬，指的是在不考慮任何相關成本的情況下，假設投資人今天可以直接買進實體原物料，理論上所能獲得的報酬。

根據此一分析結果顯示，實際的投資成果遠低於理論上的「現貨」市場表現，突顯原物料期貨在扣除各項成本後，對投資報酬所造成的顯著侵蝕。

天然資源股票報酬的驅動因子是什麼？

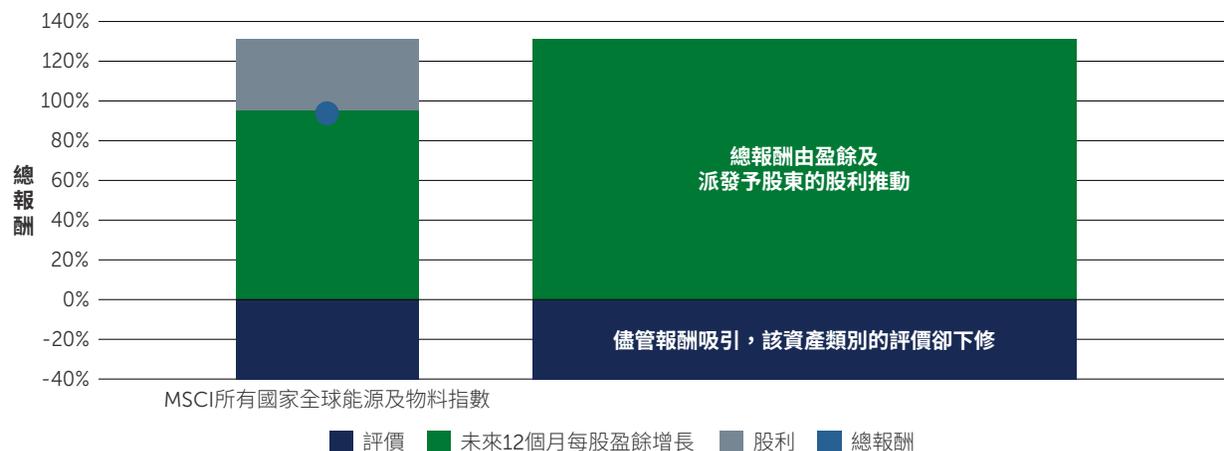
圖五：投資人透過原物料期貨，並未實際受惠於「現貨」原物料市場的報酬



資料來源：霸菱、彭博；資料截至2025年2月。現貨指數= 彭博商品現貨指數。期貨指數(扣除成本後)= 彭博商品總報酬指數。彭博商品總報酬指數係由期貨合約所構成，反映對彭博商品指數進行完全擔保投資的報酬表現，並將該指數的報酬與以3個月期美國國庫券作為現金擔保所產生的利息收益合併計算。

值得注意的是，將過去五年的天然資源股票報酬拆解來看³，總報酬的主要貢獻(90%以上)來自獲利成長與股利；但同期間該資產類型的評價則出現下修。我們認為，這一點有助於降低在大盤回檔時、該類股評價進一步下調的風險，同時也提供逢低布局此資產類型的機會。

圖六：天然資源股票報酬驅動因素是什麼？



資料來源：霸菱、Refinitiv、MSCI。資料截至2025年11月30日，幣別為美元。*MSCI所有國家全球能源與原物料指數各占50%。商品總報酬指數係由期貨合約所構成，反映對彭博商品指數進行完全擔保投資的報酬表現，並將該指數的報酬與以3個月期美國國庫券作為現金擔保所產生的利息收益合併計算。

3. 資料來源：Barings、Refinitiv、MSCI。資料截至2025年11月30日，幣別為美元。*MSCI所有國家全球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，我們的投資範圍涵蓋整個資源產業鏈，包括能源、礦業、化學品與農業等領域。憑藉廣泛且完整的投資能力，我們得以發掘多元投資機會，從礦業或石油等上游原物料的純生產商，到面向終端消費者的企業，例如香精香料產業中，為快速消費性商品公司提供關鍵原料的企業。

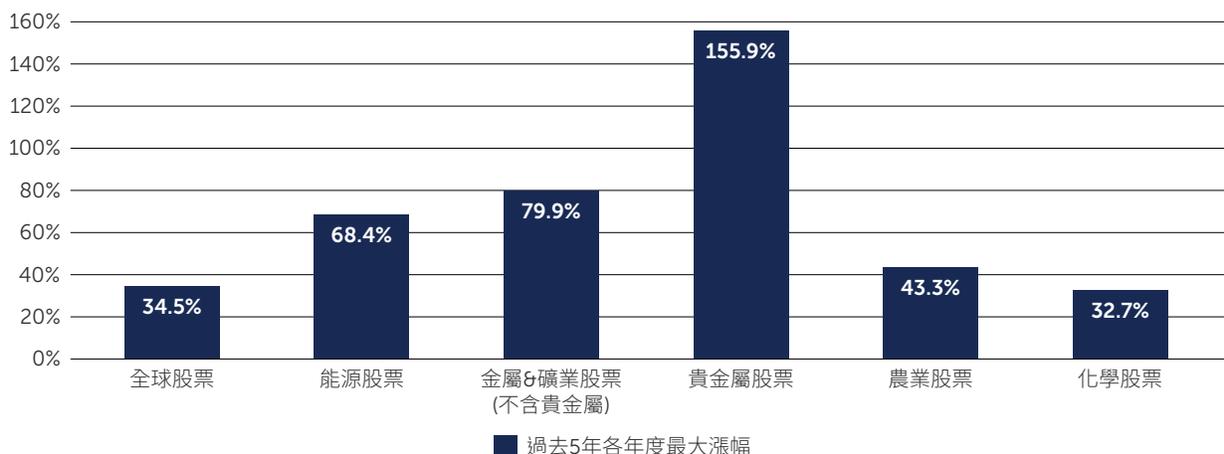
這種同時布局於受惠原物料價格上漲的上游企業，以及在原料成本下降時可能受益的下游加工產業之投資能力，使我們能在不同產業與各種經濟環境中，持續辨識投資機會。最終，這有助於打造多元化的投組報酬來源，並相較於傳統單一產業策略，在整個景氣循環中展現更低的回檔幅度與更高的穩定性。

「雖然投資天然資源具有其獨特優勢，但我們認為，取得相關曝險的最佳方式，是透過公募股票，而非直接投資於原物料本身。」

為了說明多元化天然資源股票投組的優勢，我們將各個天然資源子產業的報酬，與全球股票進行比較(見圖7)。然而，若進一步對照圖8所呈現的回檔分析，即可清楚看出，儘管原物料在某些期間能創造亮眼報酬，但其波動度仍然偏高，並可能因投資人進場時點不同，而侵蝕最終投資成果。

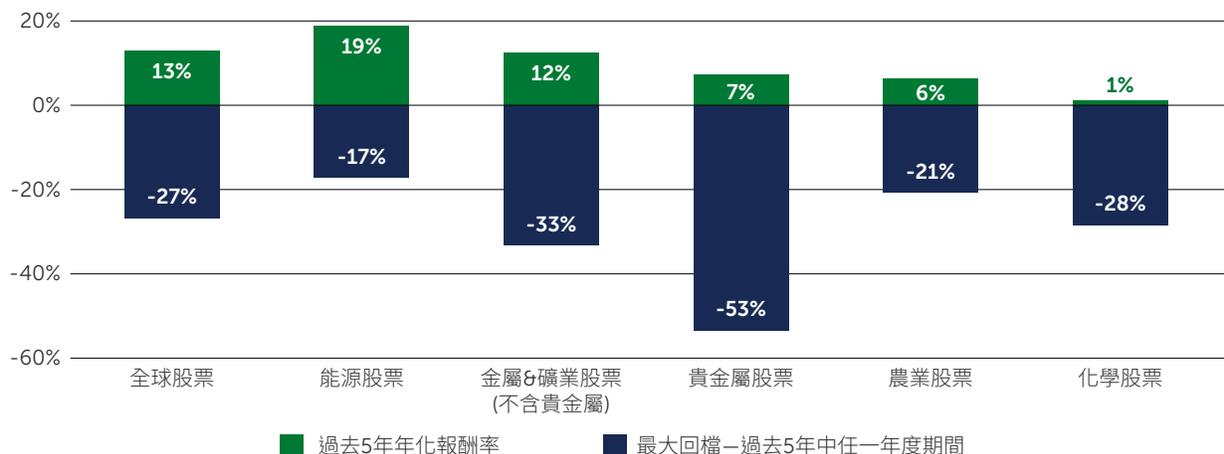
其中，以貴金屬產業最具代表性：該產業在2025年出現顯著漲幅，但由於2022至2024年間經歷大幅下跌，其五年期年化報酬反而落後於多個其他產業。相較之下，更為分散的天然資源投資策略，不僅能參與潛在的報酬機會，也能在整個投資循環中，有效降低大幅回檔對投組的衝擊。

圖七：天然資源股票有機會提供強勁報酬潛力



資料來源：霸菱、彭博、MSCI。資料期間：2020年10月31日至2025年10月31日。貴金屬股票為MSCI所有國家全球貴金屬淨報酬指數、能源股票為MSCI所有國家全球能源指數、化學=MSCI所有國家全球化學指數、金屬與礦業(不含貴金屬)=MSCI所有國家全球精選金屬與礦業生產商(不含黃金與白銀)IMI指數、農業=DAX 全球農業企業指數、全球股票=MSCI 所有國家全球股票指數。

圖八：天然資源資產具備強勁報酬潛力



資料來源：霸菱、彭博、MSCI。資料期間：2020年10月31日至2025年10月31日。幣別：美元。貴金屬股票為MSCI所有國家全球貴金屬淨報酬指數、能源股票為MSCI所有國家全球能源指數、化學=MSCI所有國家全球化學指數、金屬與礦業(不含貴金屬)=MSCI所有國家全球精選金屬與礦業生產商(不含黃金與白銀)IMI指數、農業=DAX 全球農業企業指數、全球股票=MSCI 所有國家全球股票指數。

最終而言，這凸顯出，若投資人希望在單一天然資源子產業中最大化投資效益，必須對自身判斷景氣循環、精準辨識並掌握最佳子產業進出時點具備高度信心，且在市場波動期間仍能維持投資部位的堅定信念。

相較之下，透過主動式管理的天然資源股票投組，投資人可在不同景氣循環中持續參與商品相關投資，並藉由投資團隊的經驗與研究，動態調整產業配置，有機會在提升穩定度的同時，爭取具吸引力的長期報酬。

霸菱為一家管理4,819億美元*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。基金配息不代表基金實際報酬，且過去配息不代表未來配息；基金淨值可能因市場因素而上下波動。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。

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

*截至2025年12月31日

TW26-5346789 出刊日期：2026年3月30日