

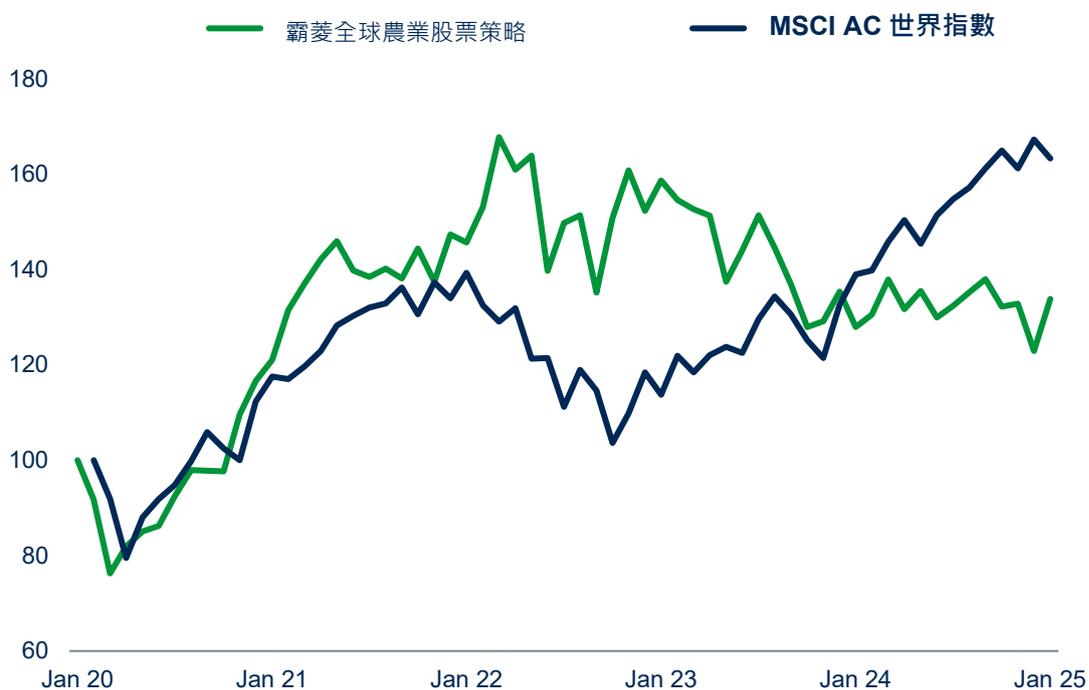
霸菱全球農業股票策略更新：春回大地

2025 年 3 月

進入 2025 年，我們認為農業股票(在先前表現不佳之後)已經來到轉折點。先前表現不佳主要是因在 2022 年烏克蘭戰爭發生達到高點(此期間穀物價格因供應中斷而顯著上揚)之後，經歷了景氣循環下滑。令人振奮的是，我們現在已看到幾個農業次產業出現最終落底的情況，且市場信心正在逐漸恢復。

農業股票的優勢在於其與更廣泛全球股票表現間相關性較低，因此帶來了分散風險的優勢。此等情況在市場表現不佳時通常更加明顯，在市場所有股票走勢都相似的情況下，農業股票的走勢則明顯與整體經濟循環有所歧異。其中原因在於人類存在對食物的既有需求，食物需求並未減少，因此並未與其他產業一樣感受到經濟緊縮所帶來的需求破壞。這樣的態勢在今年一月已部分呈現，當時美國科技股出現明顯的下跌，同時期農業則呈現上漲。

圖表 1. 霸菱全球農業股票策略與 MSCI AC 世界指數比較圖¹



¹資料來源：MSCI、霸菱，2025 年 2 月。

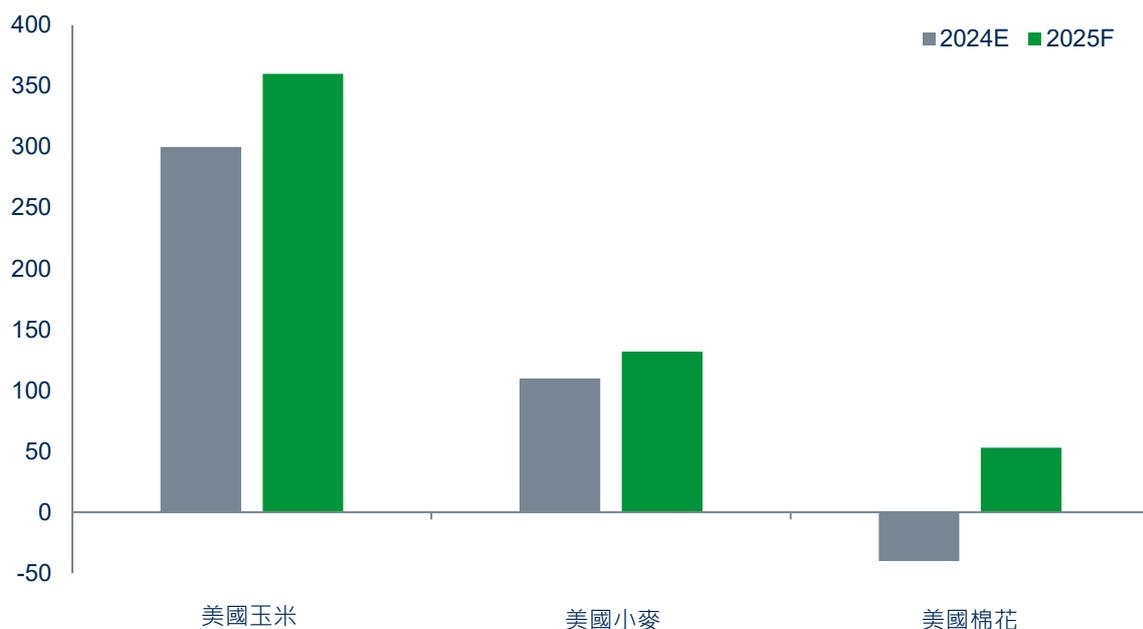
春回大地：從冬眠中醒來？

| 農夫獲利率持續改善 | 氣候變數 | 正面看待的子產業 |
|---|---|-----------|
| 基本上來說，農夫獲利率是「上游」農業股票的關鍵驅動因素，因為較高的作物價格代表較高的農夫獲利率，且農夫因此會提高機械、種子與作物保護等方面的支出。 | 需求的結構性增加，仰賴產量的持續提高，惟產量非常容易遭到破壞。 氣候導致的破壞程度，成為作物價格的關鍵考量因素。 | 肥料 |
| | | 機械 |
| | | 再生柴油 |
| | | 原料、香料與調味料 |

農夫獲利率

隨著時序邁入 2025 年，我們預期美國與巴西(全球最大的玉米與黃豆出口國)農夫獲利率將會改善，且玉米、小麥與棉花等多種作物的利潤亦將大規模上揚。農夫可透過期貨鎖利，獲得更好的獲利前景。

圖表 2：主要作物生產商利潤(美元/英畝)²



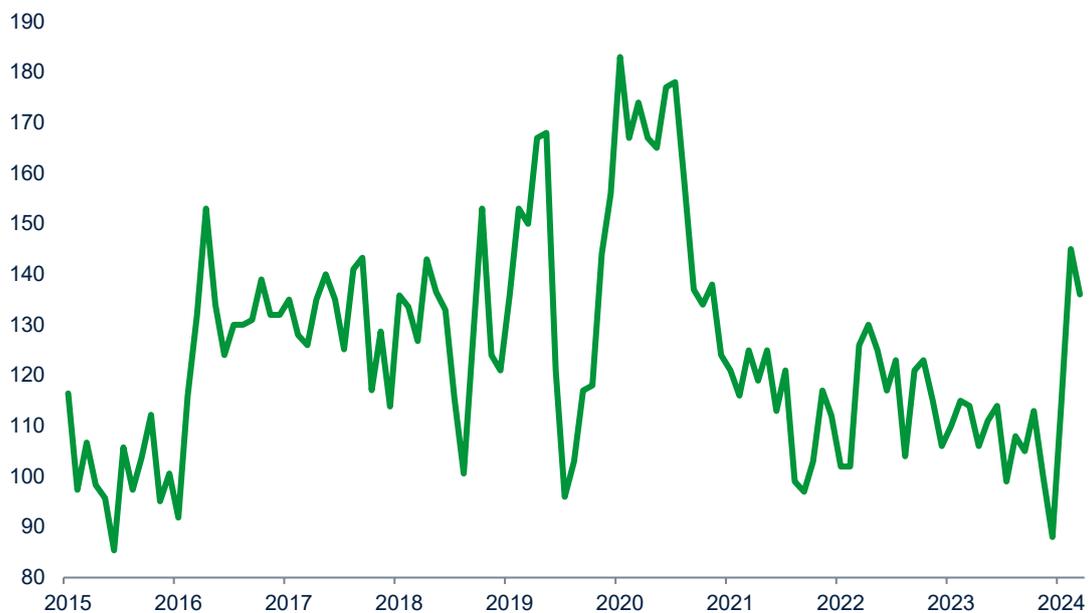
²資料來源：Nutrien、IMEA、彭博、洲際交易所集團(ICE)、聯合國糧農組織(FAO)、IFA，2024年11月

圖表 3：美國芝加哥玉米期貨價格(美元/蒲式耳)³



美國普渡大學調查顯示，美國農夫信心指數這項關鍵的全球指標，在川普總統當選後呈現大幅度上揚趨勢(圖表 4)。其中原因在於人們認為川普當選後對農夫的直接支付或其他款項可能增加，而且監管環境可能變得較為寬鬆。

圖表 4：普渡大學農業經濟指標⁴



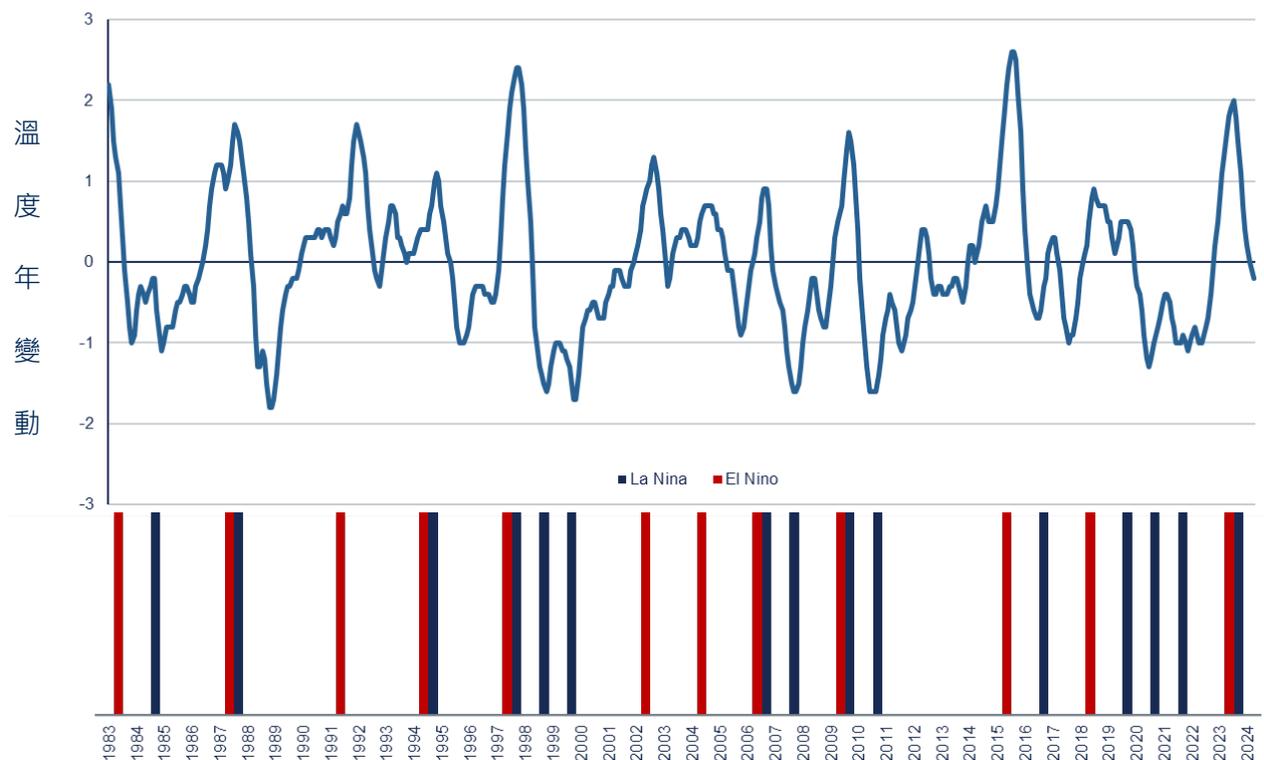
³ 資料來源：彭博，2025 年 1 月

⁴ 資料來源：普渡大學、彭博，2025 年 1 月

氣候變數

放眼全球，獨特的氣候事件出現的頻率變得更多，而且更嚴重。從軟性大宗商品的特性來看，此點非常重要。軟性大宗商品受單一年度生長季節的影響非常大，與其他大宗商品不同。亦即其產出非常容易受到氣候的影響。全球氣候的一個自然特色是反聖嬰與聖嬰氣候的交替，主要受到海洋溫度所影響，會將更乾燥與更潮濕的氣候帶到全球主要作物生長地區，因此影響作物的產量。近期的一個例子是持續三年至 2023 年夏季為止的前一次反聖嬰現象，導致全球穀物與食用油產量不佳與價格高漲的情況。

圖表 5：美國國家海洋暨大氣總署氣候預報中心海洋聖嬰指數(NOAA Climate Prediction Centre Oceanic Nino Index · ONI)⁵



美國國家海洋暨大氣總署(NOAA)表示，我們目前正經歷反聖嬰天候事件，導致巴西去年第四季降雨嚴重延遲，以及阿根廷與美國南部的乾燥天氣。因此可能導致巴西等國家玉米產量減少，以及玉米價格進一步上揚。

⁵資料來源：霸菱、彭博、ONI，2024 年 9 月。

上游「農場」- 肥料

隨著肥料價格下跌，我們預期肥料需求將更加強勁，尤其是在穀物與食用油價格上揚時，用於提高作物產量與品質的鉀肥與氮肥。同樣的道理，今年種子價格持續抗跌，而且有鑒於技術是獲得最高產量的關鍵因素，我們仍預期農夫會投資最好的技術。除了位於低檔的肥料價格外，相關個股的股票評價也低於歷史平均，因此市場任何基本面改善都可能讓評價向上推升。

上游「農場」- 農用機械

我們認為農用機械景氣循環將在 2025 上半年落底，且 2025 下半年將可看到獲利復甦。在全球各主要產業趕上人工智慧萌芽階段的同時，農業則已經悄悄的自行展開「精準農業」(Precision Agriculture)的革命。此等革命包括擴大提高產量的技術門檻，從最佳施用肥料技術達到最大化每英畝產量，到訓練攝影機辨識雜草並僅對雜草噴灑殺蟲劑(John Deere – 「先辨識後噴灑(See and Spray)」)。在科技為農夫帶來明顯成本利益的情況下，銷售額也快速成長，並因此對農用設備製造商獲利帶來結構性的提升。世界領先農用設備製造商 John Deere 指出，全球投入精準農業的土地英畝數在 2024 年成長 20%，達到 455 百萬英畝⁶，2024 年共有 100 萬英畝的農地採用了該公司的「先辨識後噴灑(See and Spray)」技術，平均減少將近 60% 的除草劑用量。此一「先辨識後噴灑」技術的採用率表現非常亮眼，該公司 2025 年迄今已收到超過 1,000 筆訂單。

圖表 6 : John Deere 獲利⁷



⁶ John Deere 作業中心(John Deere Operations Center)記載至少運作成功一次的英畝數。John Deere 作業中心是一套線上農場管理系統，為農夫提供各項有助於做成知情決策、降低投入成本與獲取更高產量的工具。

⁷ 資料來源：霸菱估計、Deere 獲利，2024 年 12 月

中游「儲存、加工與運輸」：再生柴油

我們正面看待再生柴油生產商的展望，例如美國上市公司 **Darling Ingredients**，該公司運用動物油脂、回收廢食用油與廚餘製作再生柴油。這些正面看法來自兩個關鍵因素：首先，加州政府最近設定了更為積極的碳減量目標，因此提高低碳燃料的需求，例如再生柴油；另外，歐盟目前規定 2025 年永續航空燃料的百分比必須從零提高到 2%，且預期 2030 年將成長到 6% 的目標(永續航空燃料是採用再生柴油與生質柴油所製造)。此等結構性支持應可讓 **Darling ingredients** 這樣的專業製造商受益，這些廠商已發展了大規模生產再生柴油的基礎架構與技術。

「消費者」：原料、香料與調味料

我們認為原料、香料與調味料製造公司在 2025 年應可持續創造高個位數至低雙位數百分比的穩健獲利成長，主要係因其持續進行創新以及市場對這些公司產品的強勁需求，消費者持續要求廠商提供更好的營養內容，包括維他命、礦物質以及更高密度的蛋白質。我們認為荷蘭上市營養品公司 **DSM** **Firmenich** 今年尤其可能提高維他命價格、進行企業重組，以及在蘇格蘭試運轉其「**Clean Cow**」工廠。「**Clean Cow**」是一項飼料添加劑，最多能夠減少牛隻所產生甲烷氣體達 30%，且市場對此產品的需求非常強勁，工廠所接獲的預購訂單從技術面上已使該工廠達到「產能滿載」狀態。此等產品的潛能非常巨大，已於多個國家取得許可且已授權動物健康公司 **Elanco** 進行生產，後者目前正在美國建造廠房當中。

霸菱全球農業策略

霸菱全球農業策略並未直接投資農業大宗商品，而是採用投資整個價值鏈，涵蓋農場、經銷與製造廠商。我們的投資集中於三大主要農業相關領域 – 上游、中游與下游

- 上游「農場」
 - 投入提供商 - 肥料、種子、機械
 - 農場經營 - 農場、林場
- 中游「儲存、加工與運輸」
 - 經銷 - 物流、穀物處理
 - 加工 - 作物與肉品加工

- 下游「消費者與零售商」
 - 製造商 - 消費性食品
 - 零售商 - 食品零售商

我們認為農業股票的評價目前具投資吸引力，特別是跟全球股票相比。我們認為目前提供一個非常好的切入點，長期而言將可創造結構性成長趨勢。

TW25-4305549

霸菱證券投資顧問股份有限公司 獨立經營管理

地址：台北市信義區信義路五段 7 號 55 樓 A 室(台北 101 大樓)。

核准字號：一百零六金管投顧新字第零零貳號。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。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。過去績效並非現在及未來績效之指標。績效資料並未考量基金單位發行及贖回所生之佣金及成本。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。