

2023年全球農糧產品暨軟性商品 展望

國泰期貨◎廖玉完

俄烏戰爭帶來農糧價格大波動

2022年全球農糧市場發生的黑天鵝事件非俄烏戰爭莫屬，俄羅斯與烏克蘭都是全球穀物最重要的出口國之一，以2021年美國農業部（以下稱USDA）資料統計來看，俄羅斯為全球第一大小麥出口國，烏克蘭則為第五大出口國，俄烏2021年小麥出口加總占全球出口高達25.6%；而烏克蘭是全球僅次於美國、巴西、阿根廷的第四大玉米出口國，占全球出口總額的13.4%。2月底俄烏戰爭開始小麥價格即快速飆升，至3月初價格狂升78%至每英斗14.25美元的歷史新高價，玉米價格也不惶多讓，隨著烏克蘭戰火蔓延，玉米價格在4月底也攀升至每英斗8.27美元直逼2012年8月8.43美元的歷史高價，而黃豆也跟著水漲船高，6月初創下每英斗17.84美元距離2012年9月17.94美元歷史高價位也僅一步之遙。另外，天氣因素也對價格產生推波助

瀾的效果，南美洲反聖嬰氣候帶來的乾旱導致巴西、阿根廷黃豆、玉米產量減少，歐洲百年大旱也推升小麥、玉米的價格。

下半年隨著全球冬小麥陸續進入收成季節，期貨價格自高檔回落，加上俄羅斯聲稱並無阻礙烏克蘭穀物出口，小麥、玉米價格面臨沉重回檔壓力，7月22日俄羅斯、烏克蘭、土耳其與聯合國簽署黑海運糧協議，小麥價格快速回跌至8美元以下，已經回到俄烏戰爭開始的起漲點附近。此外，黃豆在美國夏季天氣正常導致美國黃豆新作預估產量增加，加上中國買氣不如預期，黃豆期貨價格一度回到今年以來低點附近，玉米更是承受全球供給增加以及中國進口大幅減少的雙重壓力，7月22日創下5.61美元的今年新低。9月以後美國黃豆、玉米新作開始收成，庫存增加的壓力累積，加上中國嚴守防疫清零政策導致農糧進口減少，第四季黃小玉價格呈現弱勢整理走勢（參見圖1）。

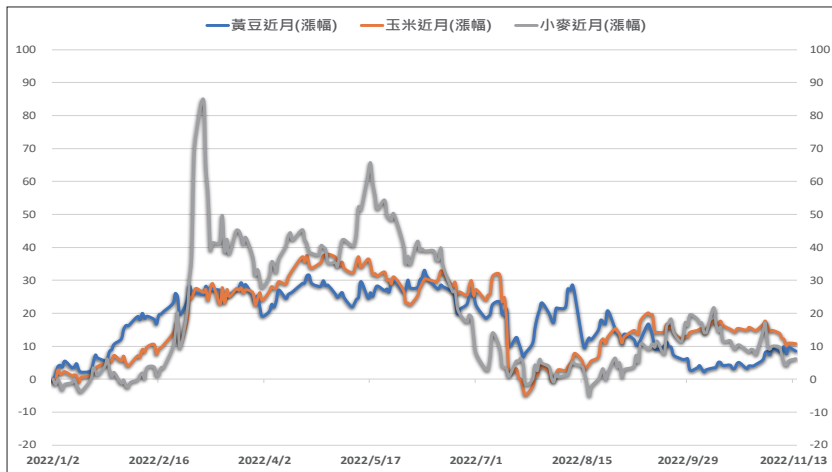
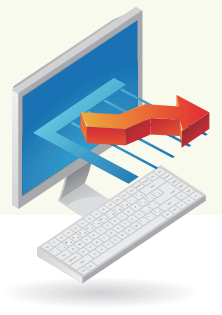


圖 1、黃小玉期貨價格今年以來漲跌幅比較

供應鏈與天氣問題拉抬軟性商品

俄烏戰爭影響全球供應鏈，也導致能源價格急速上揚，除了黃小玉外，棉花、糖、可可上半年走高，咖啡則在乾旱與供應鏈問題下8月之前都維持在10年高價區之上。軟性商品的產出受到天氣影響很大，南美洲是咖啡、糖的重要產區與出口區，2020年8月反聖嬰的異常氣候開始降臨，最主要的表現在南美洲的乾旱與北美洲的大雨和颶風，而反聖嬰造成巴西乾旱氣候影響咖啡產量最為明顯，也造成咖啡期貨價格自2020年7月的每磅1.09美元上揚至2022年2月中的每磅2.60美元10年高點。不過，由於FED 3月開始啟動升息循環，4月以來美元強勁走勢使得巴西里爾幣出現明顯貶值也利於咖啡的出口競爭力，加上反聖嬰天氣對咖啡影響在下半年減弱，8月底咖啡價格自高點迅速滑落，10月中旬跌破2.04美元的中期頸線支撐

後再一波狂跌至1.50美元附近的一年四個月低點。

糖價的震盪也是相當劇烈，由於巴西甘蔗可轉製乙醇燃料的替代能源，上半年油價的上沖下洗也帶動糖價劇烈波動，而下半年在歐洲百年乾旱大幅減低甜菜糖產量，蔗糖價格也因此受到拉抬，再度

重拾漲勢並挑戰20.5美分的年度高點，不過泰國、印度的糖增產壓抑糖價走勢。棉花上半年受到俄烏戰爭與供應鏈影響價格走高，下半年隨著經濟成長趨緩、油價回檔以及美元走強，再加上美國基於人道精神在6月底開始實施禁止有關新疆棉製品進口更是重挫棉價，棉價回跌至兩年低點附近。可可則聚焦於象牙海岸的供給與西非的天氣，下半年由於西非天氣適宜生長，10月份又是可可新年度開始，供給增加壓力使可可價格一度下挫，而10月底受到象牙海岸港口工人罷工的影響，可可價格低點反彈至2,500美元以上的半年新高。綜觀2022年至今，軟性商品以糖表現最好、可可其次，咖啡和棉花表現差（參見圖2）。

美元價格與農糧商品關係

2022年美元指數在FED強力升息下氣勢如虹，一路突破100、110的大關卡，9月底上揚至114.75並創下10年5個月新高。美元走

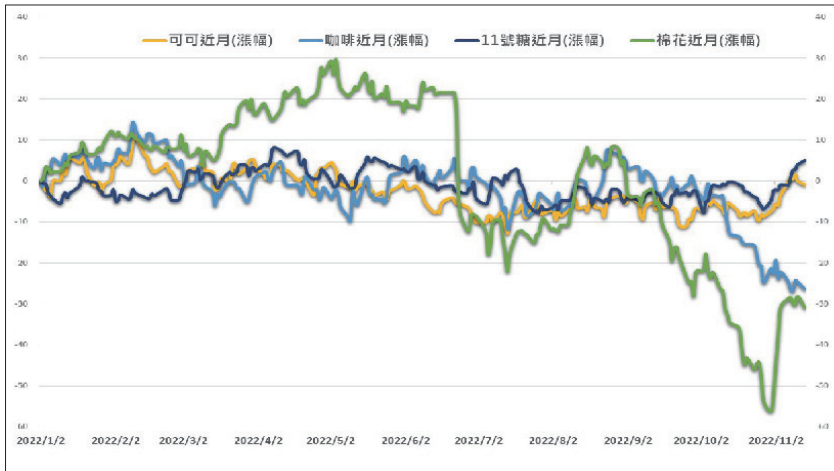
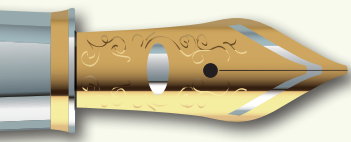


圖 2、軟性商品期貨價格今年以來漲跌幅比較

強對農作物與原物料價格造成打壓，當下半年俄烏戰事影響力逐漸式微，美元強勢更是壓抑國際農糧與飲品原料價格的向上動力。而11月中旬美國勞工部公布的CPI月增率大幅低於市場預期，FED升息力道暫緩的預期使得美元指數快速回檔。市場預期2023年第一季美國升息應至尾聲，此對於農糧產品而言是利多，但是一年以來全球各大央行持續升息已對經濟成長造成負面影響，尤其是美國明年進入經濟衰退的機率非常地高，全球商品需求減少的預期將在明年更被重點討論。

以往美元指數與商品價格走勢大部分呈現非常明顯的負相關，不過今年上半年至5月份，兩者走勢卻呈現高度正相關（正相關性達87%），而6月份至今由於原物料價格下滑、美元指數持續向上，兩者

又恢復高度的負相關（負相關達-75%），其中主要原因是受到俄烏戰爭攪局以及美國強力升息影響的特殊事件影響（參見圖3）。不過值得關注的是，中國可能是2023年原物料商品價格變動一個大變數，由於中國政府已經釋出放寬防疫政策的訊息，假如明年確定擴大放寬防

疫政策，對經濟成長應有正面影響，如此將可減輕全球經濟衰退帶來原物料需求減少的壓力，使得農糧食品價格有上揚的機會。

全球經濟衰退以及農產品原物料需求

美國FED自3月以來開始升息，截至11月中為止，每次的FOMC會議皆決議升息，最近四次更是激進的連續升息3碼，總計今年以來已經升息15碼，聯邦基金利率來到3.75~4.0%的水位，為2007年金融海嘯以來



圖 3、美元指數與 CRB 指數走勢比較



最高。FED急速升息最直接導致債券殖利率與美元的飆升，而前者對股市與經濟成長不利，國際貨幣基金會（以下稱IMF）自2021年10月以來已經連續四次大幅調降美國2022年GDP成長率預估，GDP成長預估從5.2%持續調降至最近的1.6%，2023年美國經濟成長預估已經持續下修至1.0%。2023年全球經濟成長也自3.8%下修至2.7%，此成長預估為2001年以來最疲弱的一年。

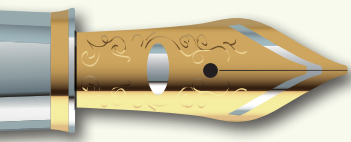
現階段全球穀物期貨價格仍在5年來的相對高檔附近，目前供給端已經漸漸恢復正常，假如明年原物料需求因經濟衰退而疲弱，穀物價格可能有更大的回檔空間。美國在2022年前兩季GDP季增率皆為負成長，呈現所謂技術性的經濟衰退，而隨著FED升息幅度擴大，長短債的殖利率已經長時間呈現逆價差（殖利率倒掛），尤其是兩年期與10年期債券殖利率倒掛幅度已經擴大至1981年8月以來最大，當時美國經濟正走入衰退區間。因此2023年第二季美國進入經濟衰退的機率很高，而小麥價格季節性的高檔往往在第二季，玉米與黃豆季節性高檔在第三季，假如天氣因素無重大變化與影響，穀物價格可能在上半年悲觀預期下出現較大的跌幅。

反聖嬰現象對穀物和軟性商品價格影響

東西太平洋反聖嬰天氣自2020年8月開始到2021年5月稍歇，2021年8月又延續這一波反聖嬰天氣一直到最近的2022年11月尚未結束。一般而言，聖嬰或是反聖嬰的極端天氣每3~7年發生一次，通常是冬季開始次年

秋季結束，而此波反聖嬰天氣延長三年已經超越2010年6月開始那一波維持22個月的反聖嬰，是1998年7月以來最長的一次。以聖嬰和反聖嬰天候對農作物影響來看，反聖嬰現象會帶來更不利生長的天氣條件，尤其是穿越赤道的南美洲重要作物產區影響最大，因為反聖嬰較暖的水溫由赤道向南移，通常造成赤道以南天氣乾旱，赤道以北有暴雨洪水之患。巴西剛好橫跨赤道因此反聖嬰帶來南部乾旱、北部暴雨的極端氣候，而阿根廷整個在赤道以南遭受乾旱的影響更大。以巴西重要經濟作物而言，黃豆主要生產區偏北部，玉米主要產區在西南部，而咖啡、甘蔗糖主要產區在中南部與東南部，所以這兩年巴西的咖啡和糖受到反聖嬰氣候乾旱影響造成產量減少。阿根廷則是在2020、2021年黃豆產量連續兩年減少5%，玉米產量則沒有太大變化。另外，澳洲是全球小麥第三大出口國，2019/20年也受到乾旱影響小麥產量創12年新低。

其實反聖嬰氣候不僅在南半球造成影響，北半球也是災害頻傳，2021年下半年以來，歐洲遭受百年大旱，中國、印度也飽受洪水和乾旱之苦，極端氣候助長全球食品價格上揚並加深通膨的壓力。不過，持續第三年的反聖嬰氣候在2022年下半年至今並沒有對作物持續帶來不利的影響，巴西黃豆新作產量預估甚至比前一年大幅成長20%。現階段根據氣象專家研判，由於全球氣候正處於太平洋反聖嬰現象與印度洋負偶極氣候的共構期，可能是兩者互相影響而減弱南美洲的極端氣候型態。



從歷年來的聖嬰與反聖嬰極端氣候發生時對農作物的價格影響來看，聖嬰現象發生時豐沛雨量使農作物豐收，價格有走低趨勢，反聖嬰現象發生時乾旱氣候使價格有向上的趨勢，其中以黃豆、玉米的反應較大，小麥走勢則不明顯，不過黃小玉之間還是有需求替代性存在，所以價格走勢大致上方向是相同的（參見圖4）。在咖啡、糖方面，對於聖嬰與反聖嬰的價格反應較黃小玉不明顯，最近一次反應較大的是2010年6月開始為期近兩年的反聖嬰氣候，當時一度將咖啡價格推升至每磅3.06美元、糖價每磅36美分的歷史新高（參見圖5）。

2023年農糧與軟性商品行情展望

若物價持續下滑，歐美大國升息循環最快將在明年第一季結束。不過，萬一原油價格因寒冬或其他因素再度上揚，加上美國工資上漲持續，通膨數據將不會快速下降，將導致明年結束升息的時間延後。無論如何，各大央行在2022年以來過度積極的貨幣緊縮政策，使得明年上半年全球經濟衰退的機率增加，尤其是美國除就業市場以外的各項經濟數據已經轉差，美元指數在2023年將面臨較大的回檔壓力，屆時原物料有價格優勢，不過經濟衰退導致需求減少的壓力也會使原物料需求下滑。以農作物而言，需求減少的基本面會大過於美元弱勢的利多，另一方面，反聖嬰若能在今年底或明年初結束，將不會影響美國玉米、黃豆3月開始的播種，黃小玉價格在上半年可能會處於較疲弱走勢，而下半年可能會迎來中國防疫放寬的政策執行效果，中國將漸漸增加農產品進口的胃納量，農作物價格有上揚的空間。

在軟性商品方面，巴西里爾幣的升貶關係巴西重要作物的出口競爭力，今年以來里爾再度貶值並

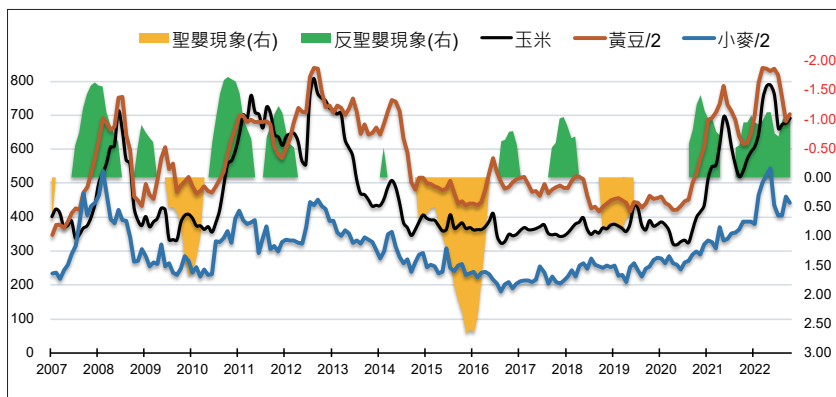


圖 4、極端氣候下黃小玉價格走勢

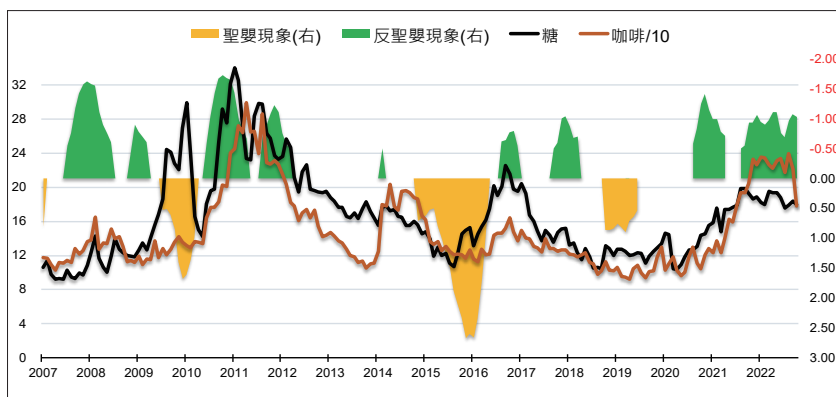
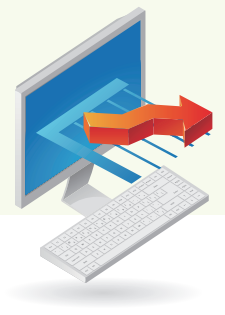


圖 5、極端氣候下咖啡、糖價格走勢



接近三年來的歷史低點，明年隨著美國升息循環結束與經濟衰退的高度預期，里爾幣有走強機會，咖啡、糖與黃豆、玉米的出口競爭力將會減弱導致對全球出口減少，對咖啡或是糖期貨價格有拉抬作用。此外，巴西甘蔗有近55%是轉製乙醇替代燃料，只有40~45%是用來生產蔗糖，若是能源價格看升轉製乙醇的比例將會增加，相對糖產出減少也會拉升糖價。根據世界糖協會的預估，2022/23年糖產量預估將創新高紀錄，因此也會使糖供過於求明顯增加，而經濟衰退預期可能讓糖的需求更疲弱，明年糖價可能從今年第四季的高檔震盪滑落至2021年的平均水準。巴西是全球最大的阿拉比卡咖啡生產和出口國，巴西咖啡為兩年生植物，也就是一年開花少產量較低、次一年開花多產量較高的兩年一輪植物。而2023年是咖啡產量較豐碩的一年，由於反聖嬰影響降低，市場預估明年產量將比今年增加11%並形成市場供過於求，對咖啡價格較為不利，不過現階段全

球咖啡豆庫存處於歷史低點，只要南美天氣出現乾旱或是有霜害發生，咖啡價格都會產生巨大波動。

結語

2022年第二季以來，不管是農作物或軟性商品都經歷15%~55%不等的回檔整理，其中以棉花跌幅55%最深，小麥也有45%回檔。現階段農產品以小麥最為弱勢，軟性商品則以咖啡最弱，而棉花和咖啡都在年度低點附近整理。根據最新的USDA 11月作物供需報告，以年度的全球庫存消費比來看，2022/23年全球預估小麥因俄烏戰爭庫存減少導致庫消比下降，黃豆和玉米庫消比都小幅增加。儘管如此，目前黃小玉的庫消比仍在長期下滑趨勢線上，其中以玉米和小麥逐年減少最為明顯，而且都是七年以來的相對低點（參見圖6）。

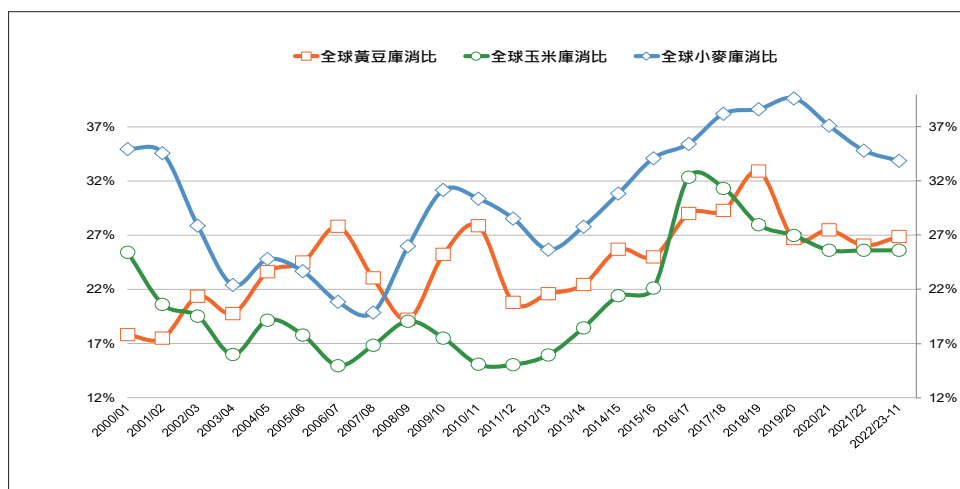
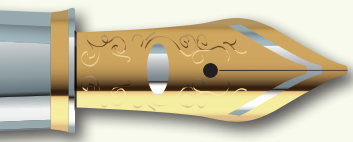


圖 6、全球穀物庫存消費比例



美國國家氣象局（以下稱NWS）11月最新預測反聖嬰現象將在北半球冬季持續，NWS預估今年12月~明年2月反聖嬰發生機率仍達76%，而明年2月~4月海洋聖嬰指數（ONI）將轉為中性機率為57%。如果預測正確，今年南美夏季的黃豆、玉米耕作仍受到乾燥天氣影響（尤其以阿根廷為最），2023年美國第二季天氣恢復正常，玉米、黃豆新作可以開始正常耕種，將使得包括小麥在內的穀物價格呈現弱勢。2023年下半年除天氣影響生長外，最大變數應該是中國的疫情解封與否，若是能順利解封，穀物進口需求增加的預期將使得農作物在明年第三季新作收割前有反彈的走勢。

軟性商品在2022年一貫維持高度的波動性，2022年儘管全球可可豆產量減少、研磨量增加，使得2022年的期末庫存預估降低至六年新低，此將是2023年價格的支撐。咖啡在預期巴西新作豐收的情況下，第四季面臨斷崖式下跌命運，預期上半年可見到年度低點，而下半年可能要視巴西新作產出量是否真如預期增加以及巴西秋冬季天氣是否有霜害發生而定。糖在2022年第四季出現回檔，亞洲國家包括印度與泰國蔗糖產量增加，印度糖出口今年創下歷史新高，第四季市場傳出印度政府為穩定國內物價，明年糖出口配

額設限從1,100萬噸大幅降低至600萬噸，不過隨後又傳出上調至800萬噸，現階段糖在高價區賣壓重。棉花在2022年是政治性的年度，美國2021年即聲稱基於人道精神，對新疆棉花作抵制，2022年6月21日為新疆棉製品抵制生效日，棉花期約價格在5月初開始大幅下滑，至10月底價格已出現腰斬，2023年棉花在大環境轉差的情況下也很難有表現。

2023年歐美經濟衰退的憂慮是商品期貨最大的利空，而油價在美元可能走跌和需求減少間拉扯，OPEC+的供給態度將是重點，由於俄烏戰爭全球原油庫存水準大幅偏低，油價不至於崩跌，對物價影響將減少。此外，明年商品市場最大的變數應該是中國防疫政策開放的速度，因為中國是農作物包含黃豆、小麥、玉米以及棉花的全球最大消費國，儘管USDA對2022/23年中國農產品進口都保守的下修，但是中國政府若有較大规模的防疫寬鬆政策，將可明顯拉抬農產品買氣，而較明朗的中國防疫開放時程可能落在明年3月初舉行的全國人大會議。綜合上述，2023年商品期貨價格可能呈現先下後上的走勢，明年下半年應該有較好的行情可期。