

棕榈油专题报告： 从估值角度看当前棕榈油的价格水平

农产品事业部 姜颖

F3063843 Z0013161

2024年11月18日

棕榈油破万之后，市场对其高价产生了一定的恐惧心理，导致一点风吹草动便引发了油脂高位跳水，进入到调整阶段。目前市场聚焦的问题在于：回调还是反转？10344 是否是顶？

要回答这个问题，我们从驱动和估值两个角度来看。

驱动角度，棕榈油基本面目前没有发生任何变化，仍然是供需紧张格局。一方面，减产情况在未来 4-5 个月内还是会持续，翻种问题也会在长周期内压制产量；另一方面需求的长期韧性仍在，增量预期没有发生变化。也就是说，棕榈油目前没有向下驱动。

剩下的问题，就是估值的高低。万元的价格是否被高估？基于目前基本面，棕榈油的合理价位在什么水平？本篇文章旨在围绕此问题进行分析。

1、历史行情比对视角

图 1 棕榈油主力合约月线图



数据来源：文华财经、国联期货农产品事业部

国内棕榈油期货上市以来，剔除上市之初，从完整牛熊周期中可以提取出三次牛市，这三次牛市的价格特征及驱动要素如下表：

表 1 三次牛市价格特征及驱动因素

	第一次	第二次	第三次（本轮）
时间	2009-2010	2020.6-2022.5	2024
最高点位	10296	12796	?（目前最高 10344）
驱动（供）	产地减产	产量偏低(前期干旱、施肥不足、疫情劳动力短缺) 俄乌战争，葵油供应受阻 原油涨价 印尼出口禁令	翻种叠加干旱(去年以及年初)，印尼产量下降，马来正常
驱动（需）	中、印需求强劲	美豆天气炒作	2025 年实施 B40，2026 年实施 B50
驱动（宏观）	美元救市，通胀抬头，美元指数进入下跌通道。	全球疫情，美国降低利率，量化宽松	美元加息周期结束，开始降息，但降息预期不顺畅

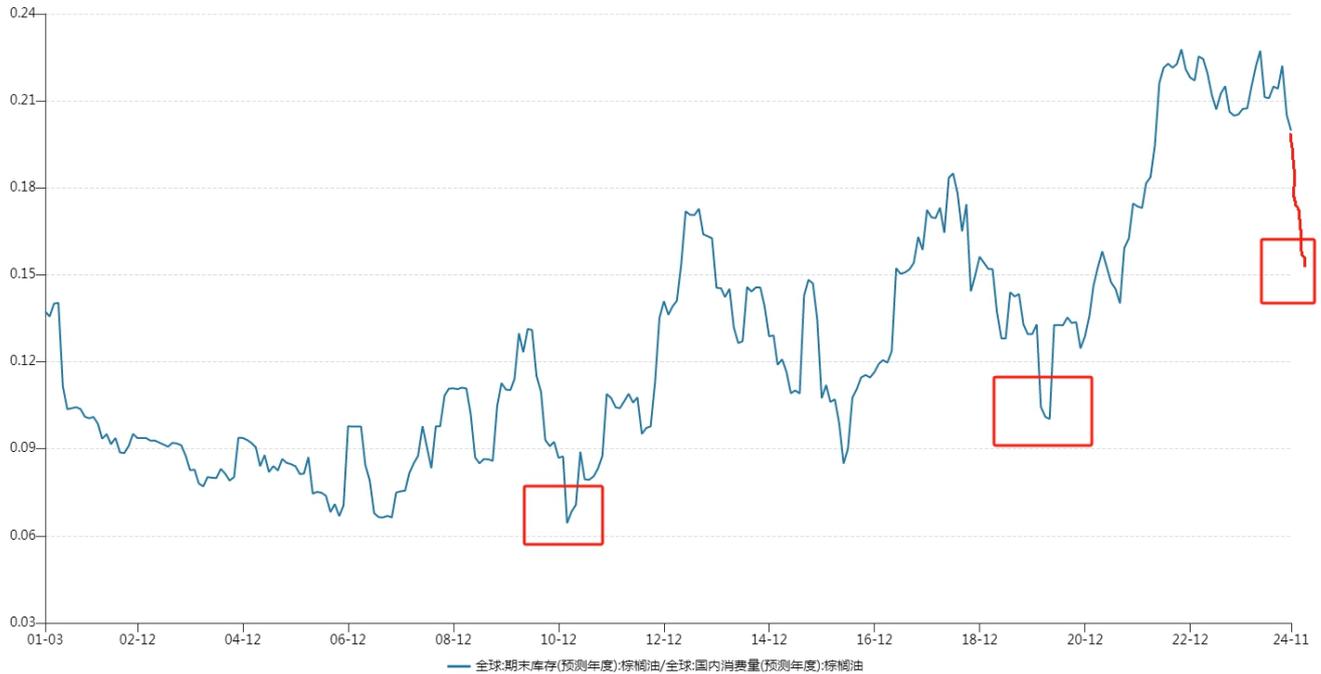
数据来源：公开资料、国联期货农产品事业部

将驱动进行归纳，可见三次上涨均来自于两方面，一是自身基本上供需紧张，二是全球宏观环境宽松。本次上涨的驱动强度如何，我们分基本面和宏观两个角度与前两次进行比对。

宏观方面，前两次的宽松环境均来自于美联储放水，第一次是次贷危机，第二次是公共卫生危机，两次危机后美联储大水漫灌，宽松的货币环境是棕榈油牛市的催化剂。而本次宏观不具备这个条件，也就是说货币环境并没有前两次宽松，在**宏观驱动上，弱于前两次**。宏观驱动不强同样带来的是原油价格低位徘徊，原油若长期低位是否会对棕榈油价格上涨形成掣肘，则取决于印尼财政补贴的持续性。我们后续会针对此问题展开另一篇专题报告，此处不作详细分析。

供需方面，三次均呈现供需紧张局势，均有减产加持，不同的是本次的供需紧张是长期局势的转变，其影响要更强、更广。20 年前油棕种植面积大幅扩张，使得大批量油棕树进入老龄化，这也是油棕产业第一次遭遇如此大规模的翻种，而进度缓慢严重制约了未来几年的棕榈油产量。需求上，印尼为了摆脱能源进口依赖，快速提高生物柴油掺混比例，这也是长期趋势所在。两者共同作用导致供需紧张预期增强且预计长期维持。三次牛市的供需紧张程度我们用供需平衡表中的库消比这一指标来进行衡量。下图是根据 USDA 供需平衡表计算的库消比数据：

图 2 全球棕榈油库消比



数据来源：USDA、国联期货农产品事业部

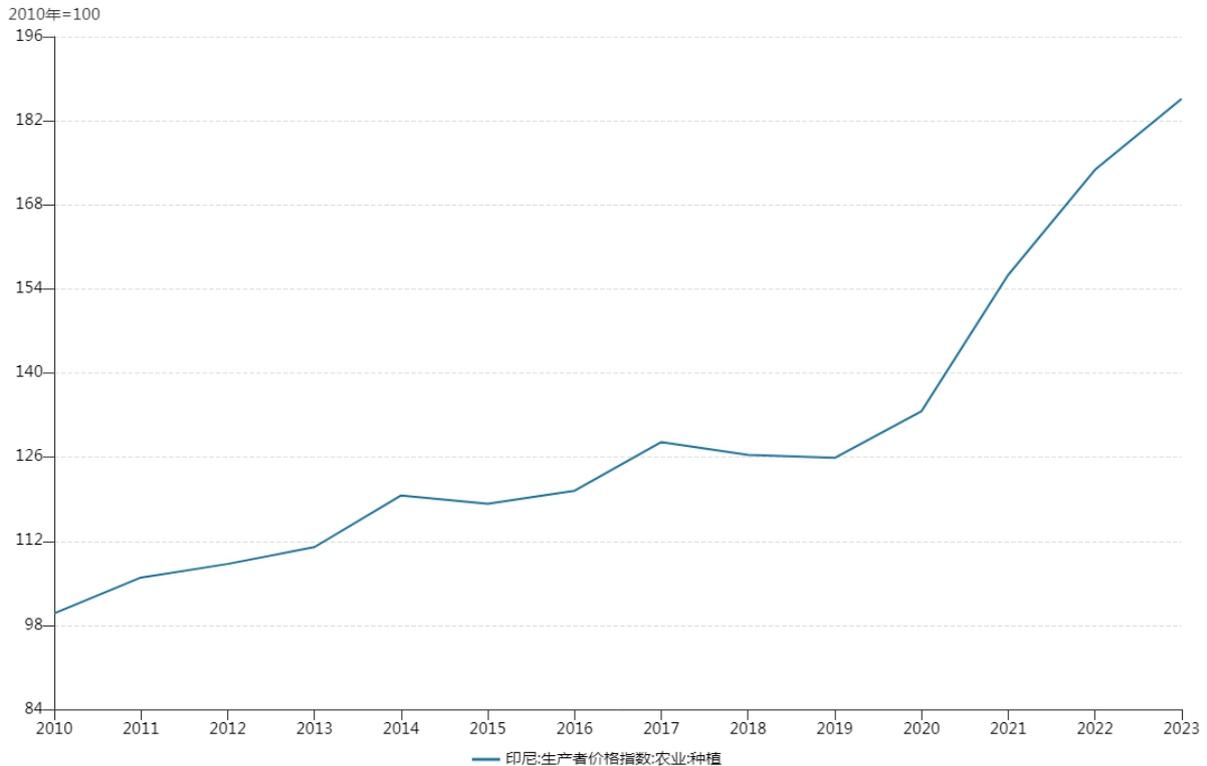
在前两次牛市中，棕榈油库消比都达到了阶段性低位，而本次库消比似乎处于高位。主要原因在于印尼的减产情况并没有反映在 USDA 的数据中。对此，根据今年印尼情况加以修正。印尼今年减产情况预计有 300 万吨，将产量修正后，库消比为 0.16。往后实施 B40、B50 后需求增加，而产量修复缓慢，库消比预计将继续下滑。因此本轮供需基本面的紧张程度强于前两次。

2、成本比视角

在价格涨至高位时去谈论他的成本似乎并不合适，但本轮涨势很大程度上源自于产地报价强势的推动，成本端或许可以提供一定的参考价值。我们横向对比在过去的十五年内，棕榈油的生产成本、以及税收成本发生了怎样的变化，以此作为辅助参考。

生产成本方面，2010 年附近，棕榈油种植、压榨以及精炼成本约 2500 元/吨，2022 及 2024 年的种植、压榨与精炼成本根据印尼生产者价格指数的变动幅度来估算分别为 4350 元/吨、4650 元/吨。

（接下页）

图 3 印尼生产者价格指数：农业种植


数据来源：印尼统计局

税收方面，2015 年税收改革开始征收 LEVY，并按照价格阶梯式收取，而今年将阶梯式改为百分比，具体税收水平以及生产成本叠加税收后两者的综合成本如下表：

表 2 生产成本、税收成本及综合成本

年份	生产成本（元/吨）	出口税规定	生产叠加税收后的综合成本（元/吨）
2010	2500	TAX=3%，LEVY=0	2800 （出口价以高峰时 10000 计算）
2022	4350	TAX+LEVY，高峰时 375 美元	7000
2024	4650	TAX=124 美元（目前价格水平下），LEVY=7.5%	6150 （以当前 1200 美元出口价计算）

数据来源：公开资料、国联期货农产品事业部

从成本端来看，今年成本暂未超过 2022 年。映射至价格，也就是说，鉴于产业高利润的制约，目前成本下高点超过 2022 年 12796 元/吨的可能性不大，甚至考虑到成本差距后，高点超过 12000 的可能性都不大。但需要注意的是，若印尼提高 LEVY，则成本端将向 2022 年靠近。目前价格下 LEVY 按照 7.5% 计算为 90 美元，若

提高至 200 美元，则成本与 2022 年相当。基于印尼未来生柴补贴的资金需求增多，提高税收的可能性很大。

综合来看，目前成本虽低于 2022 年，但后续有向其逼近的趋势，供需格局的长期性和严峻性要甚于 2022 年，但宏观不具备 2022 年的宽松环境。

回到文章开头给出的问题，依据前述分析似乎并不能给出一个数字化的估值，我们只能给出定性结论：当前价格或许提前反映了未来的供需问题，但并没有被高估，未来棕榈油价格能否超越 2022 年的高点，一是取决于供需局势是否会进一步收紧，甚至阶段性的供需紧张也会导致价格拉升；二是印尼是否提高 LEVY、以及提升幅度有多少。未来印尼生物柴油的执行力度如何、能源转型能否顺利进行这些问题目前尚无法预判，但短期角度明年一季度供需有进一步趋紧的可能：3 月之前由于传统减产季以及斋月因素产量难以修复，同时 1 月份开始执行 B40，中、印也将面临季节性采购高峰，因此一季度若供需紧张加剧将继续推高棕榈油价格，10344 不会是顶。

联系方式

国联期货农产品事业部

地 址：无锡市金融一街 8 号国联金融大厦 6 楼(214121)

电 话：0510-82758631

传 真：0510-82757630

E-mail: glqhyfb@126.com



国联期货微信公众号

免责声明

本报告中信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述期货操作的依据。由于报告在撰写时融入了研究员个人的观点和见解以及分析方法，如与国联期货发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表国联期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司及其研究员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所提供资料、分析及预测只是反映国联期货公司在本报告所载明日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。

本报告版权归国联期货所有。未经书面许可，任何机构和个人不得进行任何形式的复制和发布。如遵循原文本意的引用，需注明引自“国联期货公司”，并保留我公司的一切权利。

期市有风险 投资需谨慎