

尿素期货服务实体经济多元化发展

制作日期：2023年10月15日

2023年，尿素期现货价格出现了大幅的波动，背后既有宏观因素的影响，又有基本面因素的左右。面对复杂多变的市場，尿素企业如何规避市場风险，又如何在多变的市場中提高竞争力，期貨行业市場是西药选择之一。

一、尿素价格的波动幅度明显加大

1、库存节奏导致价格季节性错乱，企业辨别价格趋势难度加大

2022年四季度至2023年二季度，尿素价格出现了淡季上涨，旺季下跌的行情，导致这一季节性错乱的主要原因是库存需求节奏的变化，而出现这一变化，还是有其自身历史因素的影响，2021年以来尿素在上半年普遍出现较为强势的上涨，令农业终端使用成本抬升；受此影响，2022年四季度，各省份淡季储备以及下游终端用户的采购积极性较高，淡季备货令淡季走强；而高库存再度抑制了需求旺季的采购规模积极性，即便有成本端波动等因素干扰，价格仍出现了较为明显的下挫。

当然，尿素旺季大幅下挫，除了基本面主导外，外围经济形势恶化，美联储加息导致大宗市場普遍承压，国际能源价格加速下挫，全球尿素价格更是跳水下行，价格折合国内出厂价格甚至更为低廉，悲观情绪主导，国内尿素价格扩大回调幅度，甚至跌至成本线下方。

下半年，需求迎来淡季，价格反而大幅上行。极度低迷的行情也带来极度低迷的采购需求，在市場还在预期价格不知跌向何方之际，尿素的库存已经悄然被旺季消耗的所剩无几，但是市場并未意识到这

一点，当夏季追肥刚性需求支撑，印度招标开始，低库存叠加需求端的配合，价格就已经有了反弹的动力，特别是尿素装置出现一波集中检修，国际尿素价格反弹走高配合下，尿素开启了反弹之路。尤其是8月份印标招标，成交规模与成交价格远超出市场预期，中国成交超过百万吨，加剧了行情的走势，现货价格大幅上涨。

面对错综复杂的环境，如果依靠传统等待旺季销售的模式，无疑将令企业承受压力。这里面尤为需要关注的是2022年复合肥企业曾因高位采购而出现较大的亏损，那么企业如何寻找市场的脉络？如何规避价格大幅波动风险，期货市场可以说是非常好的选择。

2、尿素期货价格发现功能发挥

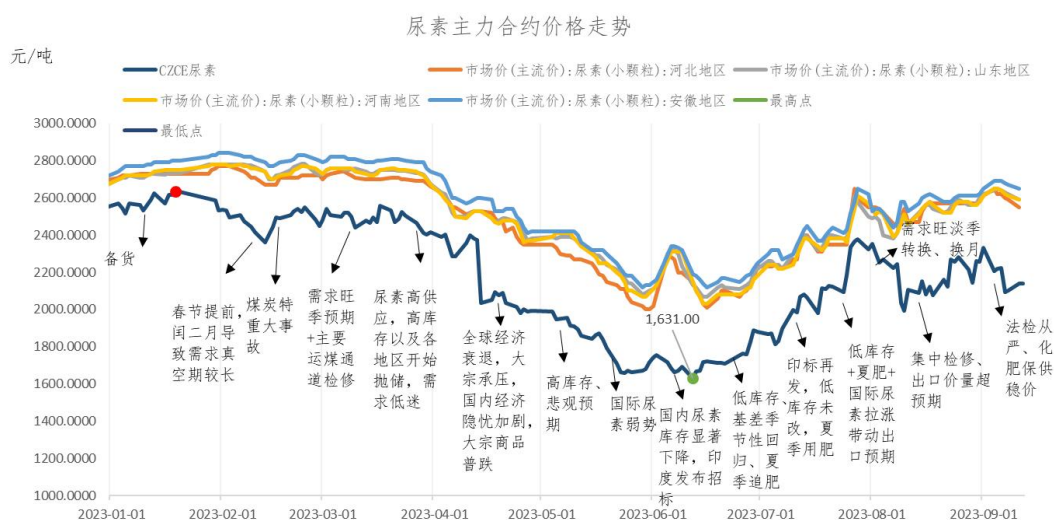
1) 集中化的交易令市场高度关注

期货价格主要体现未来供求关系和价格变动趋势的作用，是集中于交易所内部以公开竞争的方式实现，交易者可以通过传播媒介及时掌握市场信息，及时反映在期货价格走势上，相较于现货价格更为灵敏，是供需双方通过公开竞争而形成的价格，即能连续不断反映供求关系和变动趋势，又有其权威性。

尿素期货上市后，吸引了大规模的投资者以及行业现货人士的多方关注，现货市场信息充分交流。

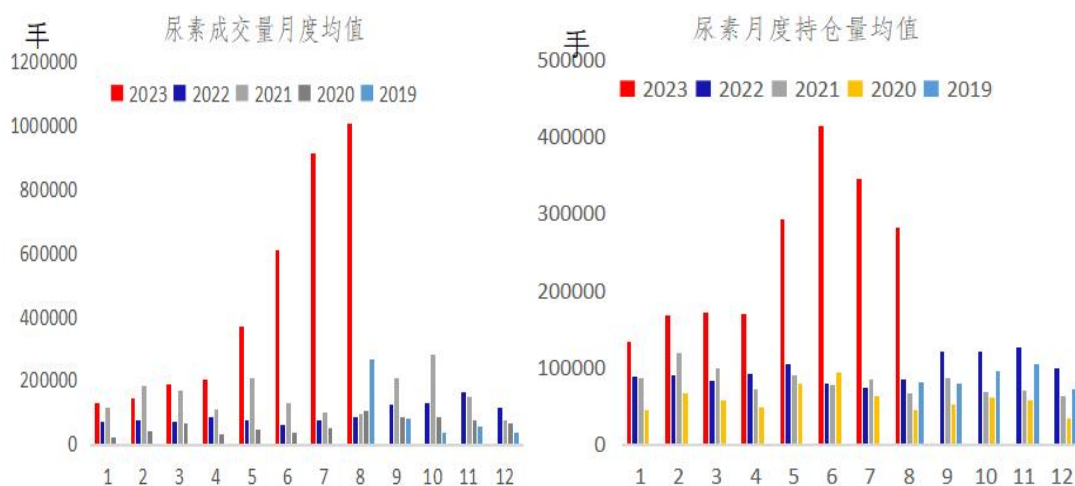
面对2023年大开大合的行情，尿素期货流动性进一步提高，值得注意的是，尿素旺季不旺、库存加剧消耗的情况，库存远低于往年同期的同时，基差也处于高位，这些异常被市场关注，成交量持仓量迅速扩张，已经出现了行情变化的信号。

图 1、2023 年期现货价格大幅波动



资料来源：Wind、冠通期货

图 2、尿素期货月度成交量、持仓量



资料来源：Wind、冠通期货

2) 期货价格发现功能

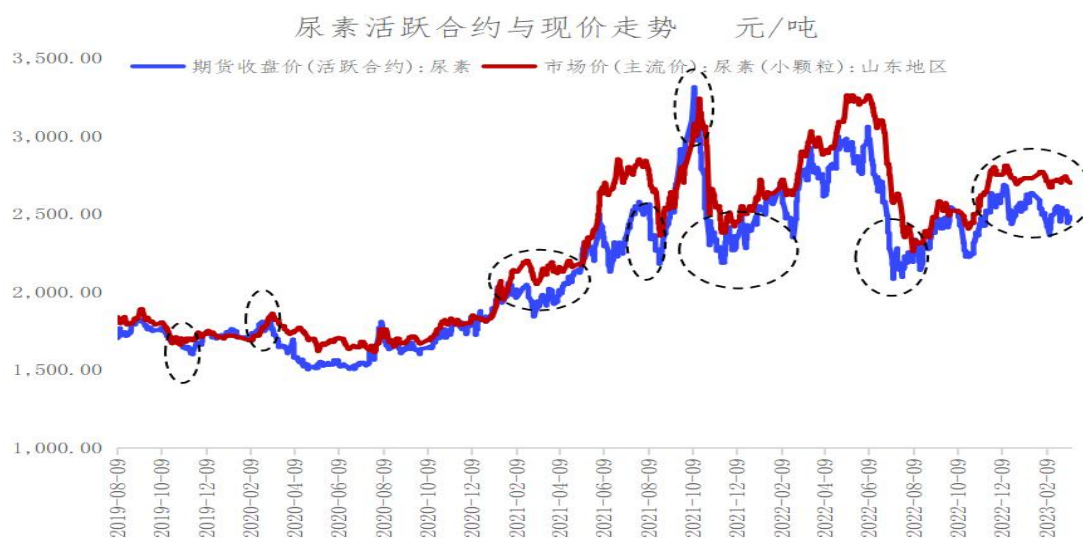
从 2019 年，尿素期货上市以来，为企业经营者提供了重要参考意义。期货价格是市场在充足流动性背景之下形成的较为合理的预期价格，可以说反映了未来供求关系变动方向，企业经营者可以参考期货价格运行来调整未来的生产或采购计划，避免出现盲目的生产和消费，并且，期货市场是连续不断反映供求关系及其变化趋势，具有

连续性，在平滑供求变化的同时，也减缓价格大幅波动的风险。

当然，我们对上市以来尿素期现货价格走势来看，二者具有非常强的相关性，截止到9月底，尿素主力活跃合约收盘价格与山东地区小颗粒尿素市场主流价格的相关系数0.9556，这也为套期保值提供了重要的基础；特别是对比期现货价格走势来看，期货价格的拐点通常较现货价格提前出现，这也为企业利用期货市场规避风险提供方向性的指引。

此外，期货价格作为政策决策提供参考。尿素是我国最大的化肥产品，在农业生产中发挥着不可替代的作用，关系到我国粮食安全稳定，作为重要农资，我国化肥供应高度重视。期货市场为政策决策提供了重要参考以及调节手段，有序引导行业健康发展。

图3 尿素期现价格走势对比



资料来源：Wind、冠通期货

3) 期价波动幅度基本覆盖现价波动

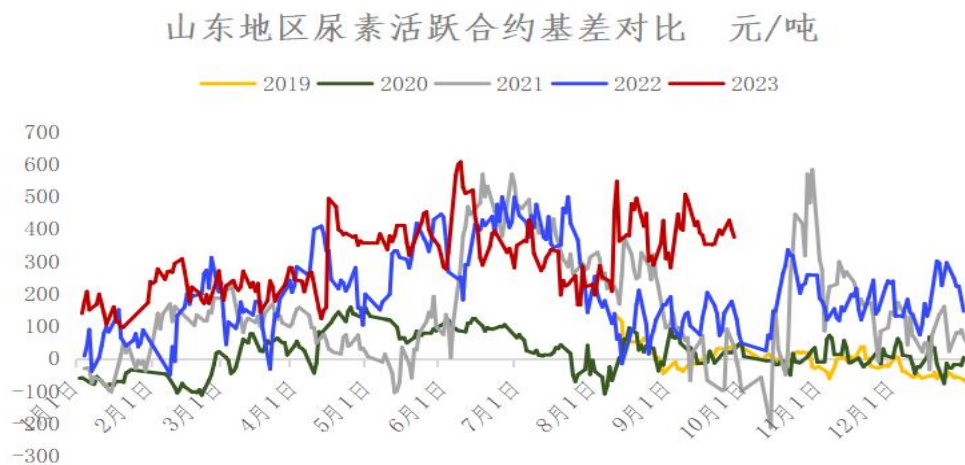
2023年以来，尿素期货大部分处于深贴水的状态，基本处于上市

以来同期偏高水平运行，这反映出煤炭保供工作取得良好进展，成本预期回落、尿素产能持续扩张后，市场对于远期价格走势谨慎的心态。近强远弱格局仍在持续，截止到9月底，尿素活跃合约基差仍处于往年同期高位，相对于现价高位运行，期价仍保持深贴水的状态，可以说，相对于现货市场，期货价格更为谨慎。

当然，远期持续贴水且贴水幅度较高，为卖保操作带来一定的难度，但从波动幅度来看，期货市场价格的波动幅度基本可以完全覆盖现货市场：2023年初高点至6月初低点，期货价格跌幅约38%，同期山东、河南等地现价跌幅均在25-26%左右；而下半年反弹过程中，期货价格的从低点到高点的涨幅达到45%左右，同期山东、河南等地现货低至高涨幅30%左右。

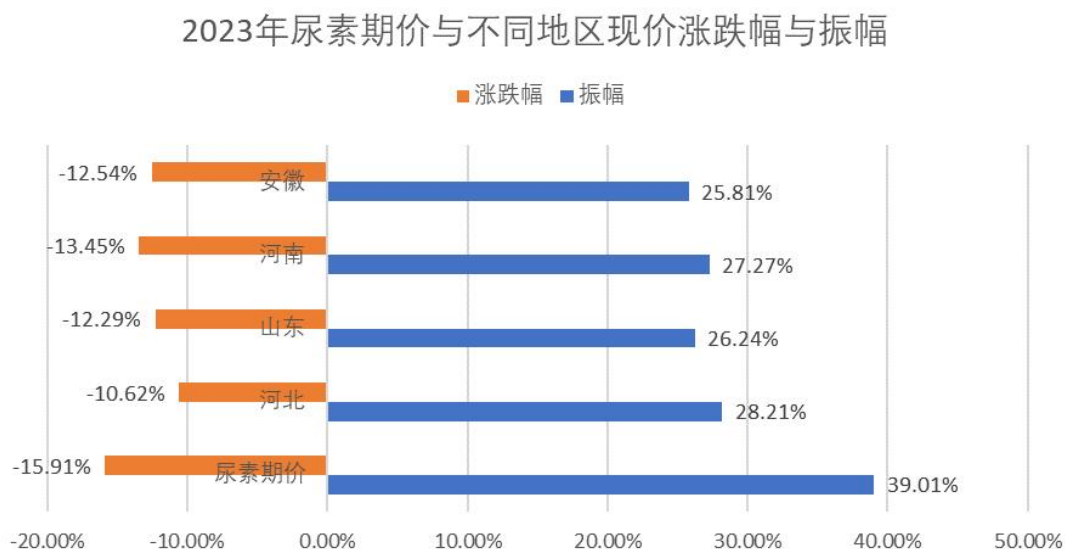
总体而言，虽然期价持续处于深贴水的状态，但期价的波动幅度完全可以覆盖现价波动，可以有效规避市场风险。

图4 山东地区尿素活跃合约基差对比



资料来源：Wind、冠通期货

图 5 2023 年尿素期价与不同地区现价涨跌幅与振幅对比



资料来源：Wind、冠通期货

二、尿素行业市场情况以及发展方向

（一）供应产能过剩，结构调整压力迫在眉睫

1、供应仍在加速释放

近年来，化肥保供工作持续深入开展，尿素新产能增长迅猛，2023年尿素新增产能或超过700万吨，截止到10月上旬，已经投产的新增产能已经超过400万吨，2023年尿素产能继续扩张，达到7800万吨以上水平。

关系到粮食安全问题，特别是外围市场地缘冲突不断加剧，贸易摩擦加剧，我国粮食安全工作可谓重中之重，国家领导人曾多次强调粮食安全是关系经济发展和社会稳定的全局性重大战略问题，是国家安全的重要基础。作为“粮食的粮食”，化肥的保供稳价政策不会发生明显的调整。

2、尿素产能过剩，却持续利润高企

近年来，高利润模式促进了尿素产能加速释放，供应能力显著增强；但相对于尿素的需求端，种植面积近年来虽有增长，但“十四五”推广农药化肥减量增效，整体农需增长规模非常有限；工业需求受到终端房地产掣肘，也很难有亮眼表现。总体而言，供应高速增长，需求增幅有限，尿素行业产能过剩。

市场规律告诉我们，产能过剩与高利润很难长时间并存，供应增加下，价格重心无疑会有多下移，后续长达三年的高利润模式或难以维继下去。那么对于尿素工业端而言，未来产能优化，结构性调整势必会加剧。

3、能耗管控工作将加快结构化调整进程

“十四五”能耗管控工作已经进程过半，根据部分地区能耗双控工作的进展来看，较目标仍有一定的差距，下半程能耗管控的工作压力仍不可忽视。

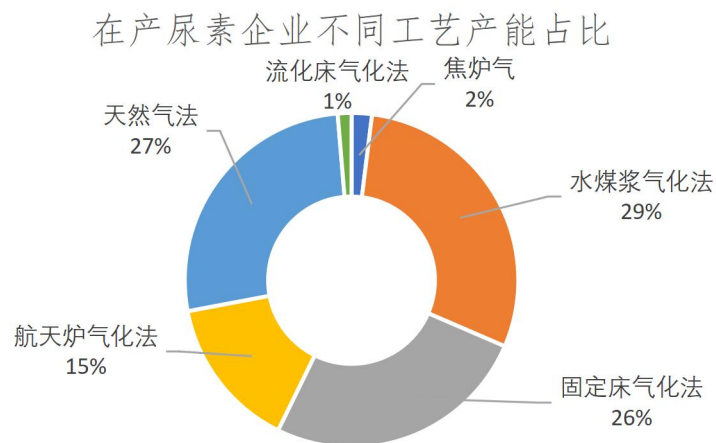
长周期来看，尿素供应还是要面临一定的考验，环保等因素限产将加大产业结构调整压力加大。2023年6月份，国家发展改革委等六部门发布《关于推动现代煤化工产业健康发展的通知》，要求从严从紧控制现代煤化工产能规模和新增煤炭消费量；2023年7月份，国家发改委等部门发布《工业重点领域能效标杆水平和基准水平（2023年版）》通知，将尿素等11个中电力与纳入工业重点领域节能降碳改造升级范围，并明确确定出新增包括尿素在内的11个领域，原则上要在2026年完成技术改造或淘汰进程。

根据尿素的生产工艺分类，尿素可以分为煤头尿素、天然气尿素

以及焦炉气尿素，目前我国尿素仍以煤头尿素为主；具体煤制尿素工艺又可以分为固定床、气流床和流化床工艺，其中流化床技术发展较慢，成功实现工业化应用的不多，因此国内煤制尿素工艺多为固定床和气流床。固定床工艺以无烟煤为原料，代表地区如山西晋城，气流床工艺多以烟煤为原料。在具体工艺能耗情况来看，煤头尿素能耗大于气头尿素，而固定床能耗大约水煤浆能耗。

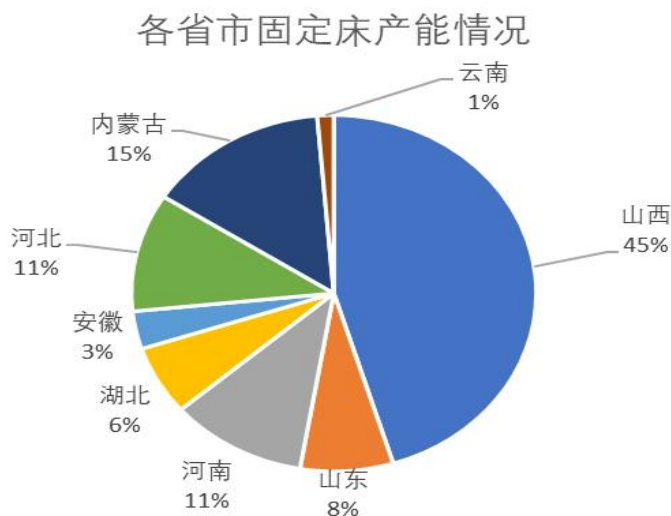
2023年9月份，山西晋城发布防污染排放清单，这一情况需要关注，山西固定床产能占据我国固定床产能45%左右，而晋城固定床产能在山西固定床产能中占比86%左右。山西晋城防污减排是否吹响了节能降碳的号角，是否会继续向其他地区扩展，是我们中长期需要尤为关注的点。（产能数据来自于隆众87家企业合计6783万吨产能统计，与全产能数据可能略有差异）

图6 尿素不同工艺产能占比



资料来源：Wind、冠通期货

图 7 各省市固定床产能情况对比



资料来源：Wind、冠通期货

二、需求情况错综复杂

1、需求既要粮食生产需求

尿素不管是作为氮肥直接施用，还是加工成复合肥再用于农业生产，最终的用途均流向农需，农业需求在尿素总需求占比在 65-70% 左右，可以说农需决定了化肥市场的总需求。

农业是我国立国之本，强国之基，民以食为天，粮食安全对我国的重要性不言而喻。2023 年，我国中央一号文件中，首要明确的就是保证粮食和重要农产品的稳产保供工作，自 2015 年提出退林还耕以来，我国农作物种植面积连年提升，也预示着化肥农业需求稳步增长。2023 年下半年尿素价格强势离不开农需超预期表现，种植面积或种植结构的调整，尿素农需仍有一定韧性，成为阶段性支撑价格走强的因素。农业农村部显示，2023 年秋粮面积 13.1 亿亩、同比增加约 700 万亩，其中高产作物玉米面积增加 1300 万亩。在习近平总书记强调粮食安全重要性，积极部署夯实粮食安全根基，着力化解国际

粮食市场不利影响，坚决守住国家粮食安全底线的背景下，长期角度而言，农需刚性支撑仍存。

2、尿素需求的减量增效行动

化肥确实在很大程度上保证了农产品产量的提高，但二者并非是持续完全的正向关系，当过量使用化肥后，农作物产量反而会出现品质降低，甚至造成环境污染、土壤板结的退化问题。“十三五”，农业部2015年制定了《到2020年化肥使用量零增长行动方案》，通过减量增效和有机肥替代等措施使国内化肥施用量逐年下降；2021年1月，根据《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》，十四五要开展农药化肥的减量行动。

近年来，我国正在加强油料作物的自给能力，推动大豆作物的种植面积增加，后续农作物种植结构调整，特别是新年度种植面积公布有一定的迟滞性，无疑加大了需求研判的难度。

3、需求的议价能力相对较弱

虽然尿素产能集中度相对较低，但相对于更为分散的需求，尿素产业链中，上游生产与下游需求的议价能力是不匹配的。而这种情况，在上游供应结构调整，产业集中度逐渐提升的背景下，可能会进一步的失衡。

综合来看，尿素产业环境错综复杂。既要保供稳价，满足国家粮食安全对于化肥的需求，又要符合“十四五”规划化肥产品的减量增效，以及能耗管控工作要求的技术改造以及淘汰进程。尿素产业供给侧面临结构调整的需求，上游企业面临技术升级的考验，以及产能过

剩带来的价格调整压力；在整个产业链议价能力较弱的终端需求也将面临一定压力。结合错综复杂的市场，尿素企业如何在夹缝中求生存、求发展，可能是企业需要着重考量的问题。

三、企业运用期货风险正当时

期货市场作为一种重要的金融工具，不仅仅积极发挥的价格发现功能，也为企业提供了多种方式来管理风险。产业链企业可以通过利用期货衍生品工具，实现诸如套期保值、基差贸易、构建虚拟库存以及锁定加工利润等需求，从而有效地降低风险，实现稳定经营。郑商所在期货服务实体经济方面也做出了多项工作，为尿素期货服务实体提供了有利条件。

1、尿素“商储无忧”项目与化肥淡季储备相结合

化肥具有全年连续生产和季节集中使用的特点，存在天然的供需错配矛盾。为了改善这一情况，2004年国家相关部门发布了《化肥淡季商业储备管理办法》，开启了尿素的商业储备工作，简言之，即承储企业在淡季进行储备，在需求旺季加速出售，平缓尿素价格需求的季节性影响，稳定尿素价格的同时，也保证化肥的有效供应。

2021年，郑商所退出“商储无忧”试点项目，将期货市场与国家化肥商业储备制度相结合，为参与国家化肥储备并存在风险对冲需求的企业，提供相关支持。既帮助承储企业规避风险，又减轻企业资金压力。在复杂多变的市场环境中，为承储企业保驾护航，彰显期货市场风险管理的作用。

2022年，国家发改委、财政部发布关于印发《国家化肥商业储备管理办法》，要求蒙、吉、辽、黑四省的承储企业在9月1日至次年3月31日间选择连续6个月，其他省（区、市）为每年9月1日至次年5月31日间选择连续6个月，进行淡季储备，在年度储备时间内第三个月的月末库存量不低于承储任务量的50%。第四至六个月的月末库存量不低于承储任务量的100%，年度储备到期后，需要在30日内向社会出售。

四季度，承储企业的采购需求正在逐渐增加，目前2023-2024年度“商储无忧”试点工作已经开始，针对四季度情况，承储企业可以考虑结合自身采购计划，提前在期货市场进行保值，规避价格波动风险。

2、尿素“产业基地”建设

为进一步提高期货市场服务实体经济的能力，引导产业企业利用衍生品及相关市场实现稳健经营，郑商所于2019年2月启动服务实体经济“产业基地”活动。尿素龙头企业入住“产业基地”合作单位，依托“产业基地”平台，展开系统性的市场培育活动；龙头企业在丰富自身风险管理工具的同时，也为中小企业提供了更多的管理风险的经验；通过“产业基地”，行业内积极联动，不断创新期现货交易模式，助力实体产业，有利于全产业链的发展和进步。

3、期货服务实体多元化发展

期货上市后，正在发挥积极作用，服务实体多元化发展。服务三农方面，农民与农业合作组织既可以直接或间接地利用尿素期货规

避风险，又可以利用“保险+期货”等方式提前锁定种植成本，保障农民收益。在传统交易方面，改变此前传统固定价格交易方式，转为在期货市场上点价，降低交易风险的同时，交易也更为灵活、便捷。10月13日，郑商所已经发布了尿素期权合约有关事项的公告，期权上市后，将丰富企业规避风险的方式，较为尿素行业健康发展，贡献更大的力量。

冠通期货 研究咨询部王晓囡

执业资格证书编号：F0310200/Z0019650

本报告发布机构

—冠通期货股份有限公司（已获中国证监会许可的期货交易咨询业务资格）

免责声明：

本报告中的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，并不构成对所述品种买卖的出价或征价。我公司及其雇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。本报告仅向特定客户传送，版权归冠通期货所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。