

# 郑州商品交易所尿素交割规则优化后带来的积极作用， 对两广地区尿素期现联动市场将产生长远影响

广发期货 苗扬

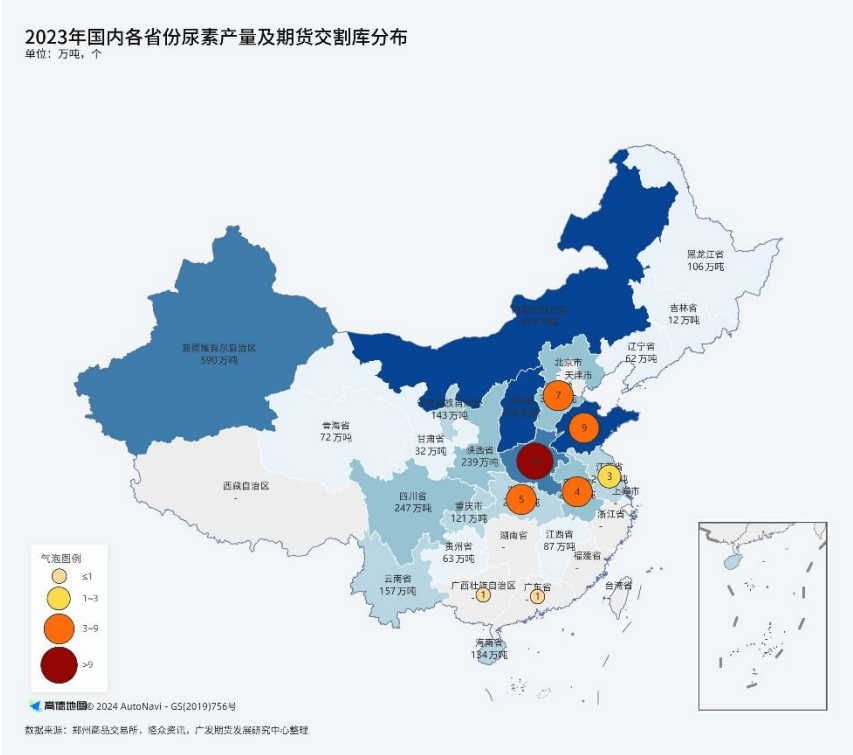
随着郑州商品交易所尿素期货交割政策的优化，尿素期货市场面临着新的发展机遇。最近，郑商所宣布实施“集团交割、就近提货”机制，以更好地满足不同地区产业企业参与尿素期货交割的需求。这一举措标志着尿素期货市场在为实体经济服务、推动全国统一大市场建设方面迈出了重要的一步。

作为我国农业产业链中不可或缺的一环，尿素期货市场的稳健运行对于保障农业生产、推动农业现代化具有至关重要的意义。本次交割政策的优化，将不仅有助于降低产业企业的交割成本，提高市场效率，还将为尿素市场注入新的活力，推动尿素期现业务模式发生变革，中长期来看将促进现货市场对风险管理意识进一步增强。

一、根据交割政策的变化，我们认为将对尿素市场产生多方面的积极作用：

一是交割制度的灵活性和便利性增加，为后续全国范围内的尿素交割基础设施铺开提供理论借鉴。从细则上看，新政规定“交割厂库在部分非基准交割区域增加一处提货点，同时公布对应基准交割区域的已有提货点，非基准交割区域提货点的升贴水由交割厂库根据现货实际动态调整”。是在原来交割库基础上延伸的政策性尝试，打破了原有期货交割升贴水不变的制度。新政策让尿素上下游企业、贸易商等参与者可以在非基准交割区域的新提货点以及已有的基准交割区域提货点之间做出选择，这意味着参与者能根据自己的地理位置和成本考虑，在尿素期转现或交割过程中匹配最适合自身的提货点。在非基准交割地，尿素期货新交割规则，允许尿素上下游在交接时能够增加博弈空间，一定长度上提升了下游的议价地位。而上游厂家在非基准交割区域也能够通过灵活调整升贴水来促进库存的去化。

图表 1：国内尿素 2023 年产量分布及交割库设立情况

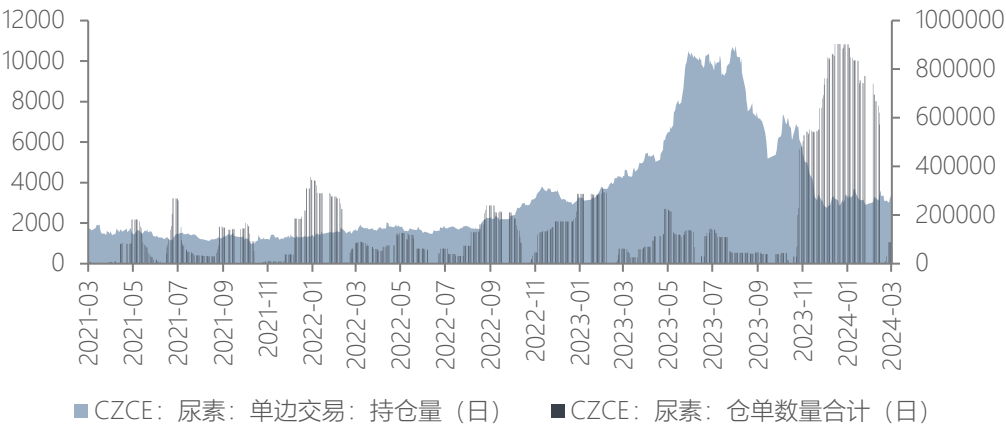


数据来源：郑州商品交易所，隆众资讯，广发期货发展研究中心整理

二是新的非基准交割区制度将减少尿素下游接货成本。通过就近提货，尿素下游企业或贸易商可以选择就近的交割区域，并通过各类物流优惠措施显著降低自己的尿素物流成本，提升交割效率。这对尤其在非基准交割区域的工业企业来说，更加具有吸引力。在华东和华南地区，尿素工业占比较高，下游工业企业，如复合肥、板材厂、火电厂、或其它化工下游对于尿素物流边际成本较敏感。通过扩大交割库覆盖区域，并提供动态升贴水调整，将有力降低华东华南工业下游参与期货交割难度，增加相关企业参与尿素期现联动交易的积极性。

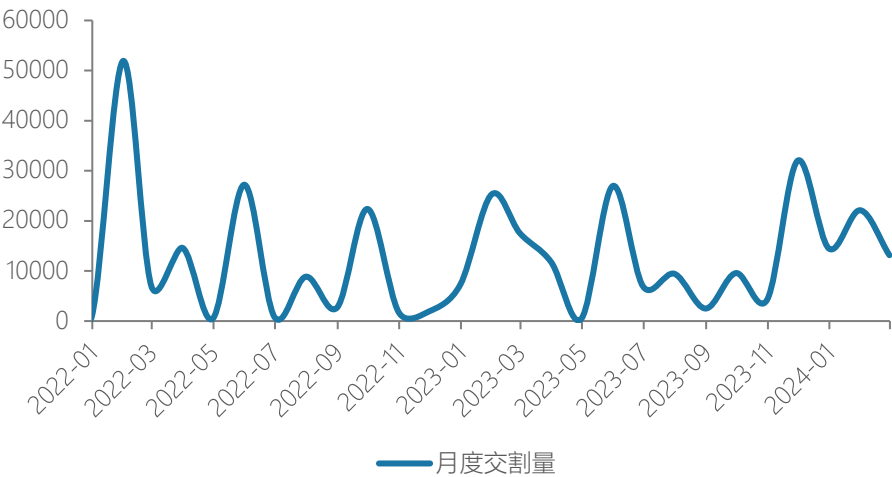
三是非基准交割仓库的扩张将显著提升尿素现货企业参与度。升贴水的动态调整有助于更准确地反映现货市场价格与期货市场定价之间的关系，提高了尿素市场的定价透明度，升贴水公允度得到市场认证，有益于价格发现功能的发挥。同时，降低下游企业或贸易商的交割成本和增加交割点可能吸引更多的观望群体进入期货市场，提升产业链实体企业占比，尤其是对于那些以前因为地理和物流限制而不愿意涉足期货市场的企业来说，新的交割政策以及交割库的扩张可能增加尿素期货市场的流动性。

图表 2：国内尿素期货单边交易规模与仓单注册情况



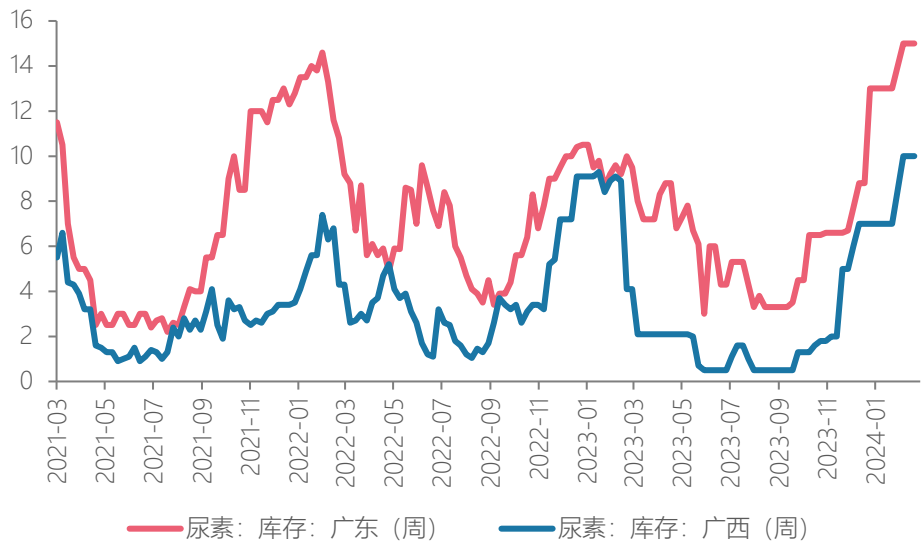
数据来源：郑州商品交易所，广发期货发展研究中心整理

图表 3：国内尿素期货仓单月度交割规模



数据来源：郑州商品交易所，广发期货发展研究中心整理

图表 4：近年来两广地区尿素库存规模变动情况（万吨）



数据来源：隆众资讯，广发期货发展研究中心整理

**四是新政策的推出会持续优化尿素期货期权工具价格发现机制。**期货市场的一个核心功能是价格发现，即通过市场参与者的买卖活动来揭示商品的当前及未来价格信息。价格发现机制的优化是指提高期货市场价格对现货市场实际情况的敏感性和准确性。当尿素交割厂库可以根据现货市场的实际供求状况、运输成本及其他相关条件动态调整升贴水时，它实际在做的是让期货合约的交割价格更准确地反映现货市场的实际价格。这种调整是基于实时数据和市场反馈，比起固定的升贴水制度，郑商所的非交割基准地升贴水制度能够为市场参与者提供了更真实、更紧密地与现实市场情况链接的价格信号。通过动态调整升贴水促进国内尿素主产区以外的仓单交割，尿素期货价格能够更敏感且及时地反映国内普遍的现货市场的价格变动，避免了个别区域主导的单一性，这自然提高了尿素期货价格的准确性。由于期货价格是市场参与者基于预期未来国内尿素供需状况的共识，更准确的尿素期货价格意味着更有效的价格发现。此外，准确的期货价格有助于降低市场的不确定性，提高整个市场的效率，并且有助于为各省化肥淡季储备及合理调拨氮肥资源提供参考。

**五是新的交割制度将提升尿素产业链企业风险管理能力，并且提高监管透明度，有助于防范和化解金融市场风险。**对于主要经销商和尿素下游企业而言，更灵活便捷的交割机制有助于他们更有效地利用尿素期货进行风险管理，保障农资供应的稳定性。特别是在农业需求

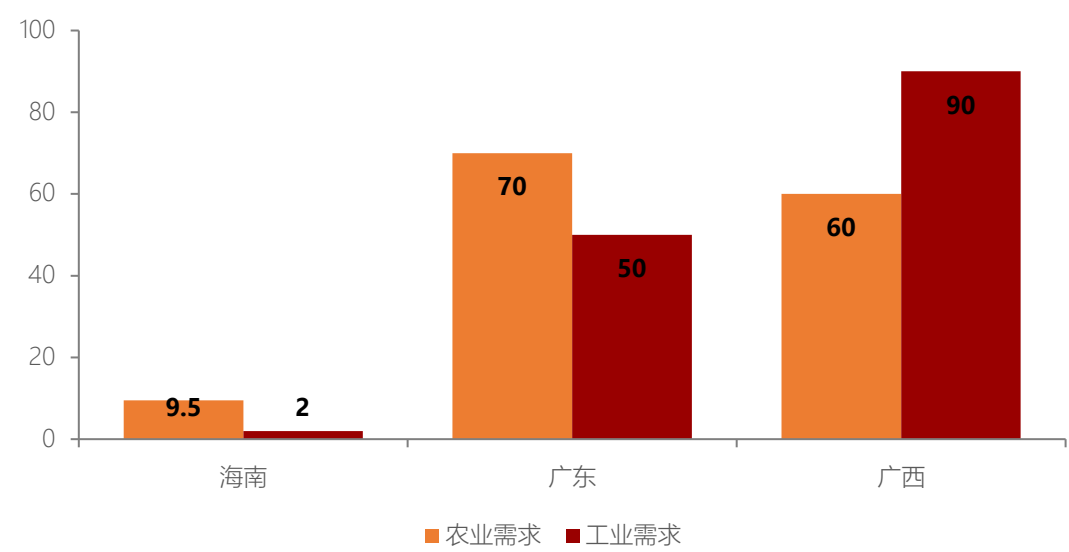
旺盛的季节，这种就近提货的安排能更好地保证局部尿素的供应，增强区域尿素供应链的稳定性，落实保供稳价目标。从监管角度出发，新的交割制度有利于提升监管透明度：1）信息披露更加完善。新的交割制度要求尿素交割厂库根据现货市场的实际情况进行升贴水的调整，这需要有一套完善的信息收集和披露机制，确保所有的调整都建立在公开透明的数据上。这种信息的公开可以让监管部门更轻松地跟踪市场动态，从而及时发现并处理潜在的问题。2）规则更明确，透明的交割规则使监管部门能够更好地监测尿素期货市场动向并判断是否存在重度投机或者区域性操纵市场等风险行为。3）数据追踪链路延伸。动态的升贴水调整机制能够提供大量有关市场行情和运作的的数据，有助于监管机构实现更加精准的市场监控和分析。通过引入新的交割制度，尿素期货市场的整体透明度提高，市场参与者的行为规范，监管工作具体可操作性增强，所有这些因素共同作用将有效地预防和降低市场操纵、价格非正常因素波动等导致的金融风险。同时，这也进一步提升了市场的整体信心和健康性，有助于实现可持续的市场发展。

二、新的非基准交割区制度的实施可能会带来两广地区尿素市场新的演变：

一是未来基于地域分散化的交割模式在两广地区将逐渐成熟。两广地区的尿素下游或中小型贸易商可能更倾向于利用离他们地理位置更近的非基准交割点进行交割，这可能导致越来越多的地区参与到尿素期货的交割活动中来，从而减少整体的物流成本。同时，由于交割便捷度的提升，未来中小型贸易商可能减少对于上游经销的依赖性，采购呈现零散化，随采随买趋势可能会变得明显。但是这种模式会逐渐吸引更多的中小型实体参与到期现交易当中来，未来也将对现有的基差贸易模式进行升级，向着成熟市场交易形式过度。

二是政策端变化将引发两广地区尿素市场竞争加剧。两广地区每年尿素消费量在 380 万吨至 400 万吨波动，巨大的需求市场意味着灵活交割的非基准仓库规模会越来越大，由于各厂家品牌在灵活升贴水模式下可能争取更多的交割业务，交割库可能会在服务、效率以及降低升贴水等方面进行竞争。两广地区作为国内现货价格最高的地区之一，红海市场将由浅红向深红转化，对于两广地区贸易型企业来说，未来期现业务能力的强弱会显著影响利润。

图表 5：广东、广西及海南尿素产业链下游需求分布情况（万吨）



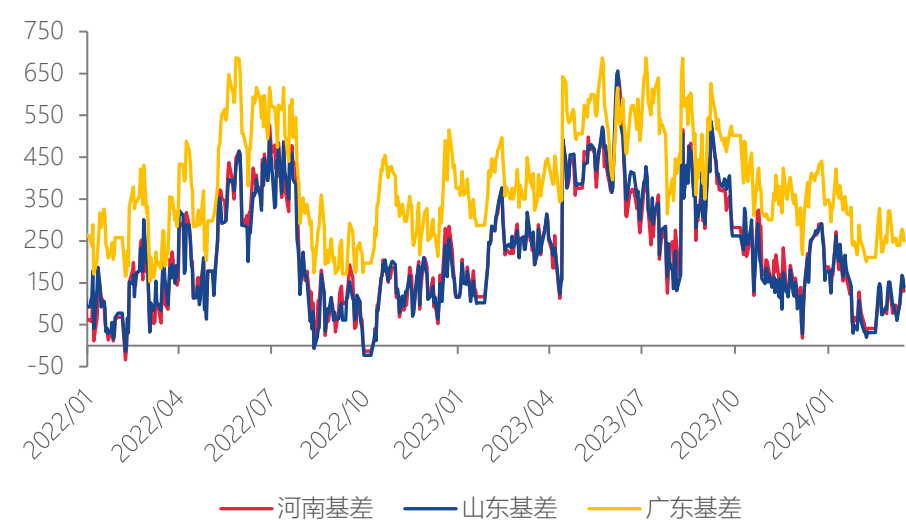
数据来源：公开的媒体资讯，广发期货发展研究中心整理

三是，区域性市场的价格差异缩小，尿素期现交易流动性的增加。在尿素市场中，价格差异主要是由供求关系、运输成本和地区性市场结构等因素决定的。当两广地区引入更多的非基准交割库，区域内企业进行就近交割时，这种变化可能会对两广尿素市场与主产区的价格差异产生收缩影响。目前河南、山东、湖北等地区是尿素的主产区，广东和广西由于相对远离产区，需要承担更高的运输成本。在这种情况下，广东和广西的尿素价格会由于运输成本的增加而高于主产区的价格。而未来两广地区可能因为新的交割制度引入更多交割库，一方面意味着尿素货源供应增加，本地的终端消费可以直接从就近的交割库进行期现业务，增加了市场上的尿素现货供应量，一定程度上降低了运输成本的影响；另一方面是可选货源增加后，原本因交通成本高而偏高的广东、广西市场上尿素价格会相应降低，竞争性会提高。主产区和非产区之间的价格差异会逐渐缩小。这可能会导致尿素下游企业或贸易商从更多的交割库拿到现货，促进尿素价格在两广地区与主产区之间的均衡。主产区的尿素品牌厂家可能会因非产区价格的下降而面临更大的市场压力，他们不得不在定价上做出调整，甚至亲自下场进行尿素期现交易，提高厂家自身的市场竞争力。为了应对新的市场形势，贸易商会想办法进一步优化运输路线和方法，以降低成本，进一步削减与山东等地



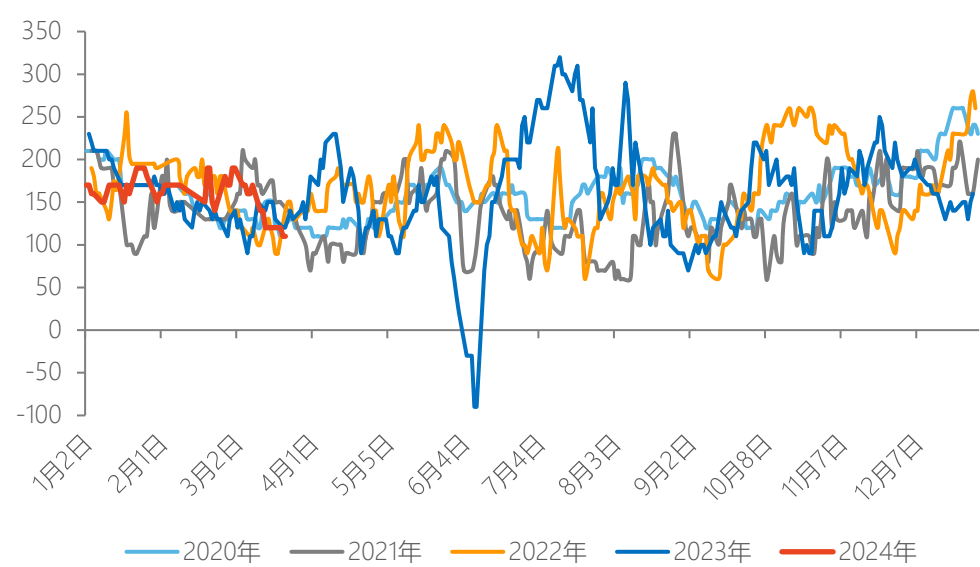
区域间的价格差异。

图表 6：河南、山东及广东尿素基差波动对比



数据来源：Wind，广发期货发展研究中心整理

图表 7：广东地区与河南基准区尿素价差季节性



数据来源：隆众资讯，广发期货发展研究中心整理

四是，以尿素为试点的交割库铺开，未来将向着其它工业品品种去延伸，促进交割和库存管理的专业化。随着更多的期货品种交割点的加入以及升贴水的调整，仓库和物流企业可能需要提升其专业化管理水平，以适应更加复杂的供应链需求。

五是，两广地区尿素市场交易模式向着基差和含权贸易转变，风险管理策略也会发生改变。随着尿素市场引进更广泛的交割网络，会产生两方面的显著影响：首先，基差贸易中参与者可能会面临较小基差波动，需要调整交易策略，关注更精细的价格变动以实现利润，并重新构思风险评估与管理手段；其次，相较于目前尿素市场流行的基差贸易模式，未来随着尿素交割库服务范围的扩张和制度优化，将有利推动两广地区尿素贸易流通和下游企业积极利用含权贸易进行风险管理。新的交割模式也将更加贴近两广地区尿素下游生产节奏，为相关企业开展含权贸易提供高度定制化的交易条件，促进下游工业企业经营结构进一步优化。总体而言，这些变化将提高尿素市场的效率和透明度，鼓励参与者采用更高级的交易和风险管理技术，同时也可能催生对新金融工具和服务的需求。