



五矿期货有限公司
MINMETALS FUTURES CO.,LTD

专题报告

2025-04-25

尿素：波动特性及基本面简介

刘洁文

能化研究员

从业资格号：F03097315

交易咨询号：Z0020397

☎ 0755-23375134

✉ liujw@wkqh.cn

报告要点：

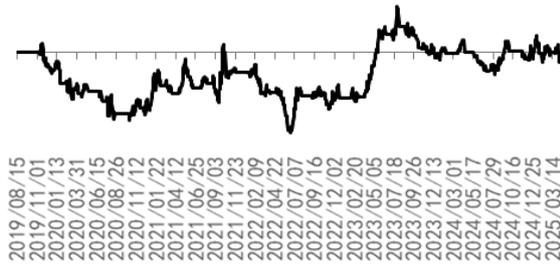
尿素最大的下游农业需求有明显的季节性特征，这导致尿素现货价格、库存、基差以及波动率有着明显的季节性变化，可以通过分析季节性特征可以挖掘不同时间段尿素的交易机会。

当前基本面来看，现货价格高于固定床现金流成本，水煤浆工艺仍有较好利润，预计当前高开工能够持续。2025 到 2026 仍有较大产能投放，且新增工艺成本边际走低，整体压力逐步显现。需求端国内农业需求旺季，复合肥在出口走高以及国内需求支撑下预计后续维持较高开工，复合肥仍是国内尿素需求增量的一个重要来源。后续大概率维持供需双旺格局，尿素价格仍有支撑，关注逢低多配以及月间正套机会。

各种策略收益曲线

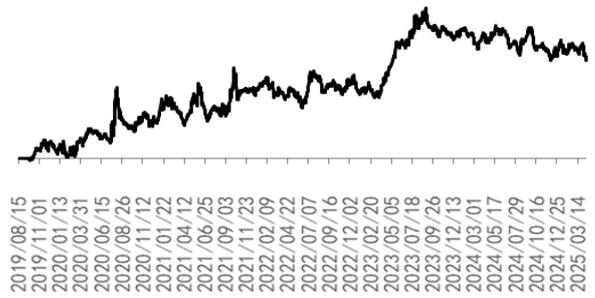
我们先用几个简单的趋势策略对尿素历史数据做一个回测，由此来大致观察尿素价格的波动特性。首先第一个是突破类策略，策略逻辑为突破前高或者前低进场做多或做空，其进场要求较为苛刻，交易次数较少，需要有大级别的趋势行情才能有较好的收益，优点是其在震荡行情中的损耗较少。第二个策略是均线交叉策略，用5日与20日均线的金叉死叉作为做多与做空的条件，该策略的进场特点是进场要求相对较低，但是在震荡行情中容易反复开平仓，震荡行情中的损耗较大。第三个策略是通道类策略，突破上下轨的时候进场做多与做空。总体来看，三个策略都有正向收益，第一个表现最差，第二个表现最好，第三个次之。由此可以看出，尿素的行情运行具有比较明显的趋势性，但其趋势的流畅性往往较差，且持续时间较短，出现持续单边流畅上涨或下跌的时候并不多。因此在实际交易中应该在价格上涨或者下跌的早期开始介入，或者在上涨中的回调或者下跌中的反弹中去介入，追高或追低的胜率较低且风险较大。

图 1：收益曲线-突破高点类策略



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

图 2：收益曲线-双均线策略



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

图 3：收益曲线-通道突破



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

规律特征

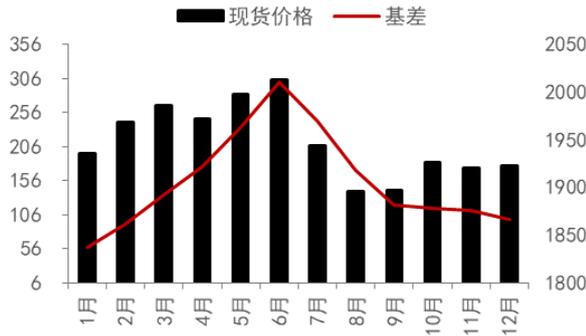
从尿素企业库存的走势规律来看，年底到次年年初库存呈现去库格局，其主要因为冬季供应端开工季节性走低，特别是气头装置的大幅停产使得供应出现明显缩量，库存呈现去化。春节期间累库主要是由于春节期间下游需求基本停滞，而企业开工逐步回升导致春节期间库存出现季节性回升。春节后到六月中旬库存去化，这段时间为全年最主要的农业需求旺季，用肥量大幅增加，使得库存持续去化。6月中下旬到11月中下旬库存累积，这段时间农业需求逐步回落，特别是8、9月之后农业需求明显转淡导致企业库存开始出现累积。多数时候在季节性累库阶段价格会表现相对偏弱，而在季节性去库阶段会表现偏强。很多时候价格反映更多的是累库或者去库的斜率变化，但当库存走势与季节性走势相悖时，往往会催生较大的单边行情。

从现货的季节性特征来看年初到6月份现货价格基本处于上行周期，这与国内的农业需求旺季

相对应，4月份有价格的短暂回落，主要对应农业需求空档期，6月份现货价格一般达到年内的高点，随后7月淡季之后国内现货价格出现明显下行，三季度对应国内现货低点，这段时间国内处于农业淡季，部分需求靠出口提供。四季度国内有储备肥需求且供应端收缩，价格季节性回升。

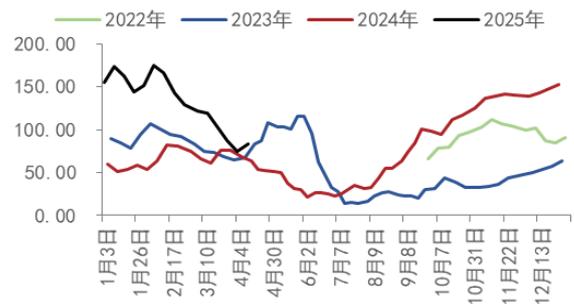
从盘面主力合约基差的季节性来看，年初到6月之前，基差呈现逐步上行，旺季时候基差最大，淡季时候较小，也就是说市场实际在不同合约上对于淡旺季的预期整体较为充分。

图 4：现货价格季节性（元/吨，元/吨）



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

图 5：库存季节性（万吨）



数据来源：钢联、五矿期货研究中心

从月间价差与价格的关系来看，两者之间呈现比较明显的正相关关系，前面说到尿素现货价格存在明显的季节性变化，因此在期货市场往往提前定价这种季节性，因此如果在旺季去库阶段有低位的月间价差，则可以考虑择机关注正套的机会，反之淡季的时候关注高位价差的回落机会。

企业库存与生产利润存在明显的负相关关系。当前企业库存处于历史分位的 80%以上，绝对水平依旧偏高，后续旺季持续，预计企业库存仍有去化的空间，企业生产利润有望进一步改善。在此背景下，后续依旧可以关注月间价差的正套机会。

图 6：尿素月间价差（元/吨）



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

图 7：库存与价格（万吨，元/吨）



数据来源：钢联、五矿期货研究中心

从价格波动率来看，年内的波动率高点往往出现在三季度。回顾历史行情可以发现，三季度国内进入农业需求淡季，这个时候往往对应出口旺季。国内的季节性淡季往往都预期较为充分，但是出口量的多少，印标价格的高低以及出口政策的变动往往都是预期外的东西，因此此类信息更能拉动市场的情绪，使得价格在短期内出现大幅变动，带动波动率的大幅走高。

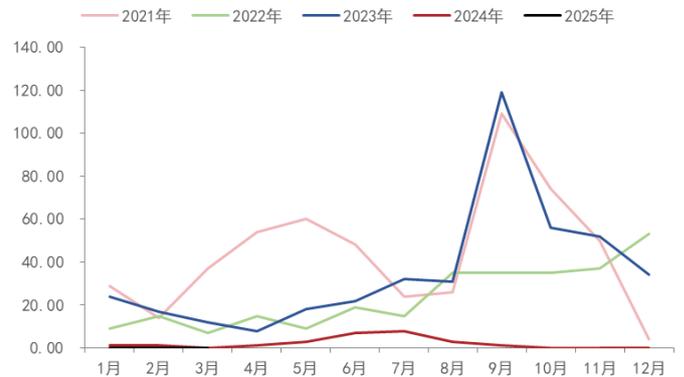
由于波动率衍生出来的交易策略主要包括两方面，一方面波动率的抬升往往伴随单边行情走势，可以关注单边跟随趋势做多或者做空。另一方面当前波动率处于历史相对低位，要是低波动率进入三季度，则可以在关键信息或者关键事件发生和公布之前关注期权做多波动率的机会。

图 8：期货价格波动率季节性



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

图 9：尿素出口量（万吨）



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

当前基本面

供应端（偏空）：现货价格高于固定床现金流成本，水煤浆工艺仍有较好利润，预计当前高开工能够持续。2025 到 2026 仍有较大产能投放，且新增工艺成本边际走低，整体压力逐步显现。

需求端（偏多）：国内农业需求旺季，复合肥在出口走高以及国内需求支撑下预计后续维持较高开工，后续仍是国内尿素需求增量的一个重要来源。

尿素受国内产能的持续增加以及生产成本的边际回落，大周期下供需仍逐步走向宽松。但需要注意的是，当前内外价差仍在，虽尿素无法直接出口但其他含氮化肥出口的大幅增加间接提升了氮元素的需求，小氮肥价格的上涨也将支撑尿素价格。另外，当前企业开工高位，虽按目前利润水平企业可以持续生产，但煤炭经历前期的持续下跌后风险已大幅释放，若后续原料价格上涨或供应端出现意外停车扰动，仍有可能对尿素价格造成上行驱动。

结合尿素的波动特性来看，旺季背景下适合回落到支撑位时去逢低关注多配，盘面大幅冲高后追高的风险较大，且当前基本面较难支撑尿素走出大级别单边行情，因此不适合抓大级别趋势行情。

09 合约对应国内农业需求淡季，但对应着出口旺季，虽然目前未有出口放开的消息，但不排除后续若价格持续走低，市场仍有可能反复交易潜在的出口可能性，只是现在为时尚早。

从波动率的特性来看，三季度为尿素价格波动较为剧烈的时候，届时若价格处于相对高位或低位，且波动率偏低，则可以在印度招标节点提前布局做多波动率的策略。当前尿素波动率处于上市以来 60%左右的分位值，已经从底部出现明显上行，但市场并没有表现出明显的趋势性走势，因此认为当前波动率整体中性偏高，后续或有再度回落的压力，当前期权买方性价比较低。

免责声明

五矿期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备有**商品期货经纪、金融期货经纪、资产管理、期货交易咨询**等业务资格。

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的交易建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。五矿期货研究团队建议交易者应独立评估特定的交易和战略，并鼓励交易者征求专业财务顾问的意见。具体的交易或战略是否恰当取决于交易者自身的状况和目标。文中所提及的任何观点都仅供参考，不构成买卖建议。

版权声明：本报告版权为五矿期货有限公司所有。本刊所含文字、数据和图表未经五矿期货有限公司书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其它任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。未经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。

研究报告不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。

公司总部

深圳市南山区粤海街道3165号五矿金融大厦13-16层

电话：400-888-5398

网址：www.wkqh.cn