



尿素期限结构转变后对交易策略有何影响？

长江期货股份有限公司交易咨询业务资格：鄂证监期货字【2014】1号

能化产业服务中心 张英

执业编号：F03105021 投资咨询号：Z0021335

2024-11-11



汇聚财智 共享成长

Gathering Wealth And Wisdom Achieving Mutual Growth

目录

01 尿素期限结构变化

02 尿素供需格局变化

03 期限结构变化对交易策略的影响





01

尿素期限结构变化

*Changjiang
Securities*

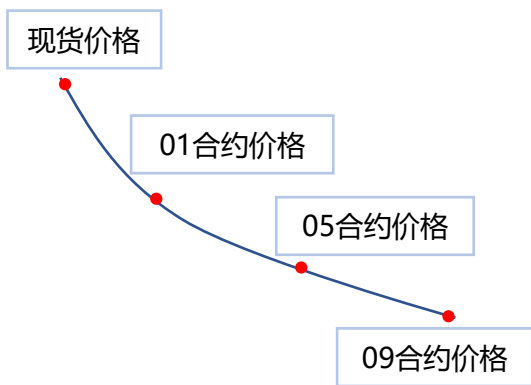


汇聚财智 共享成长

Gathering Wealth And Wisdom Achieving Mutual Growth

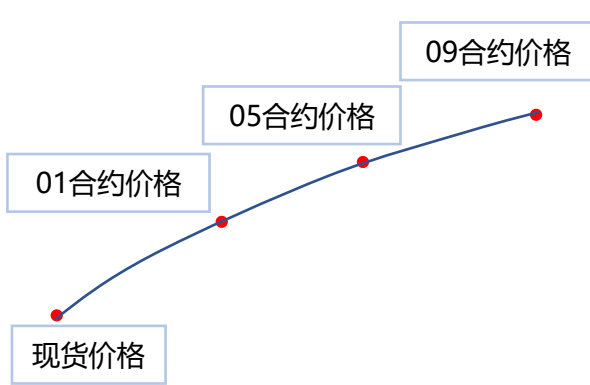
- ❑ 商品期货中不同的价格分布形态，反映了不同的市场预期和供需关系变化。
- ❑ back结构特征为现货价格高于期货价格，近月合约价格高于远月合约价格，形成近高远低的价格结构。
- ❑ contango结构特征为现货价格低于期货价格，近月合约价格低于远月合约价格，形成近低远高的价格结构。

back结构（期货贴水）



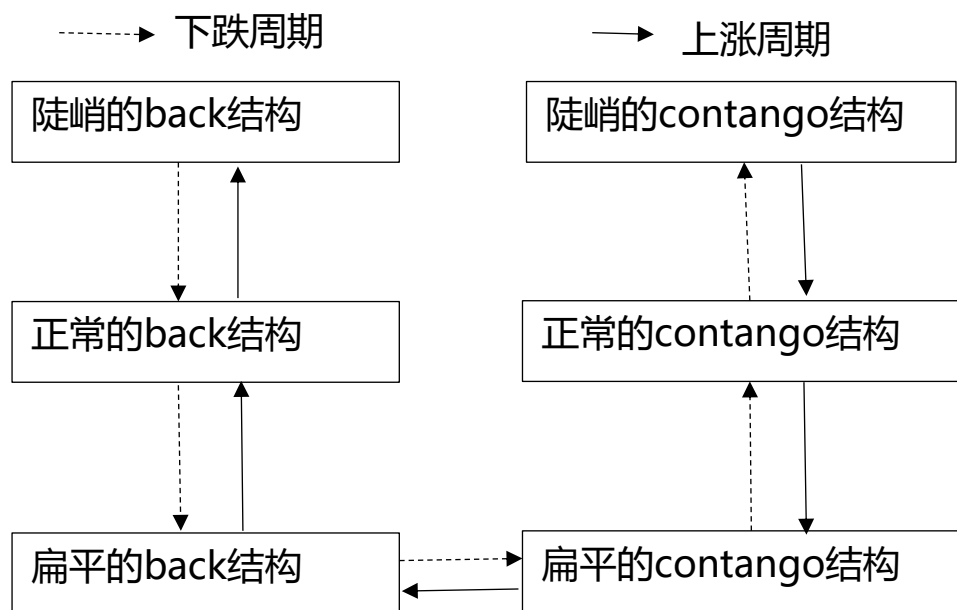
- 货源较紧张，现货市场价格高，市场预期未来供应将增加或需求将减少，远期价格低。

contango结构（期货升水）



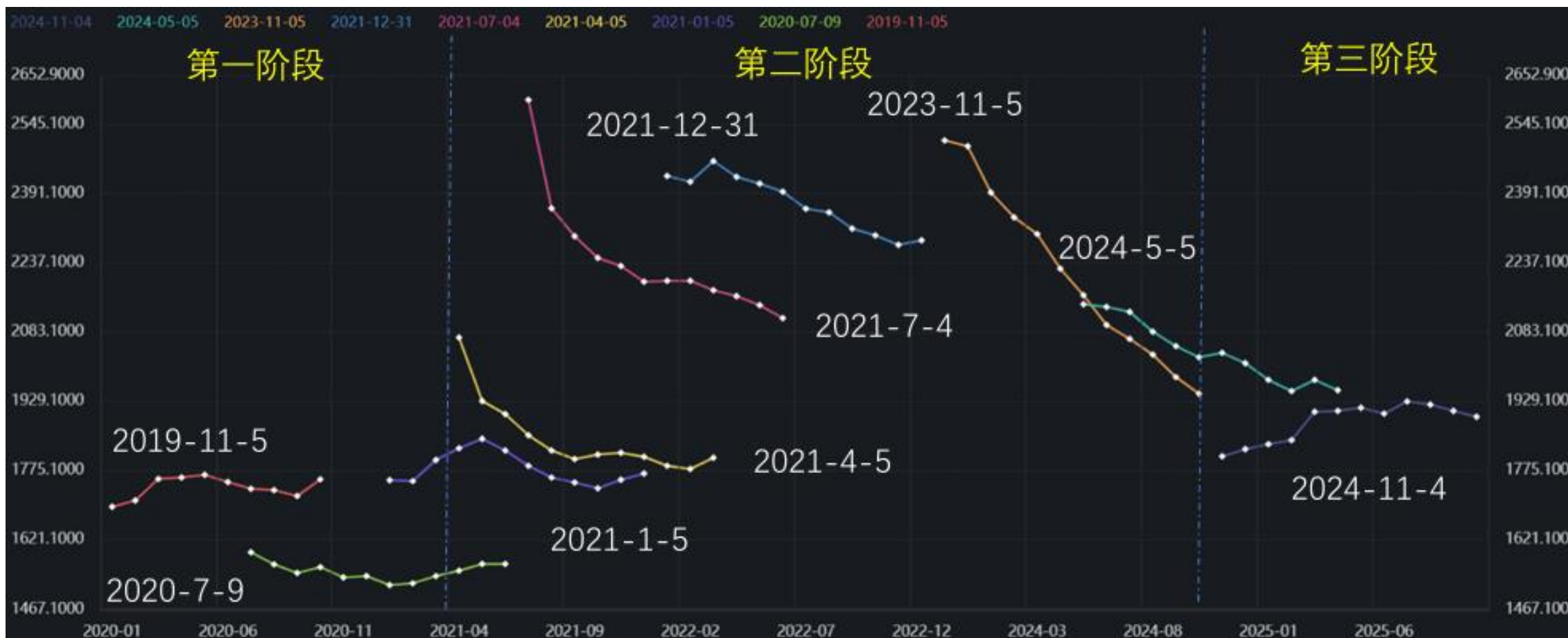
- 库存充足，过剩库存需要支付仓储费、资金等成本，远期价格高。

不同价格变动周期商品期限结构的演绎路径



- 产业周期、库存周期、季节性等因素影响商品的期限结构动态变化。

- 第一阶段(2019年8月至2021年2月初): 无序状态为主, 现货及各期货合约月份之间的价差结构变化规律性不明显。
- 第二阶段(2021年2月初至2024年9月底): 供需紧平衡状态, 远期有尿素产能投放预期, 以近强远弱的back结构为主。
- 第三阶段(2024年9月末至今): 日均产量不断创下新高, 叠加出口政策持续收紧, 库存水平明显提升, back结构不断弱化, 转变成扁平的contango结构。





02

尿素供需格局变化

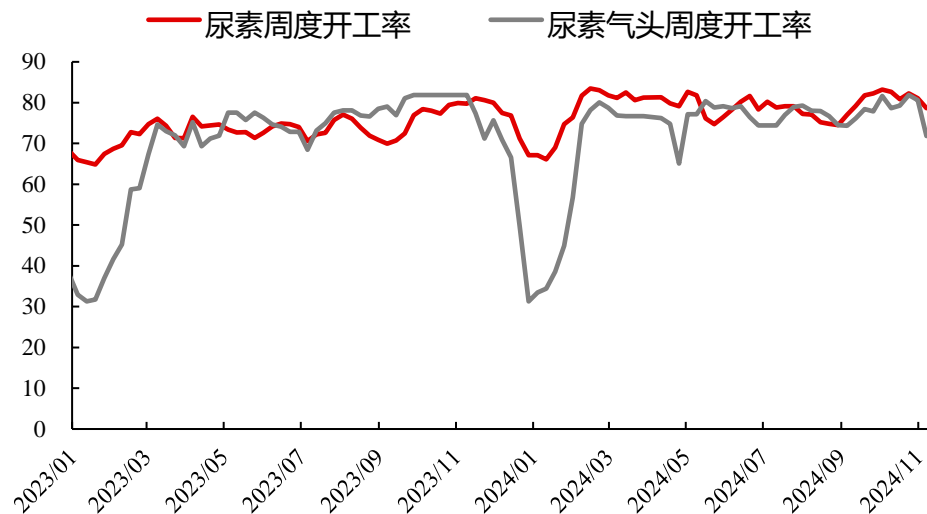
*Changjiang
Securities*



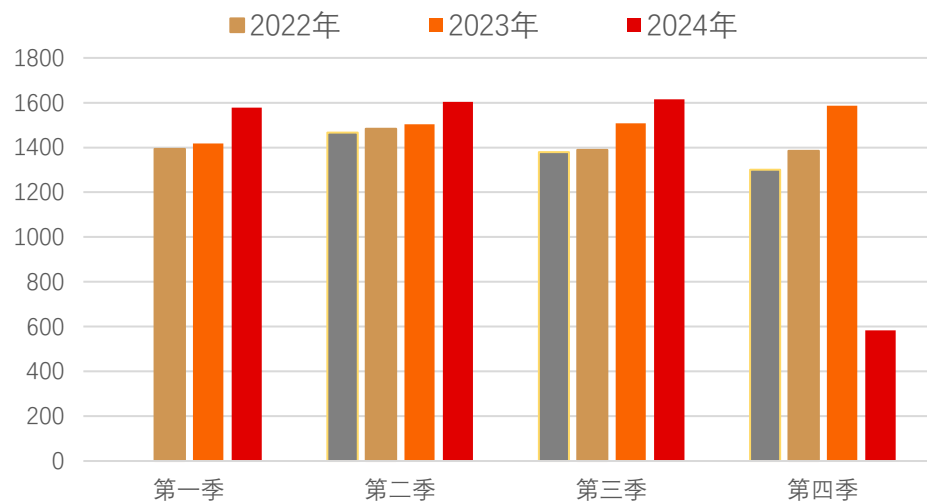
汇聚财智 共享成长

Gathering Wealth And Wisdom Achieving Mutual Growth

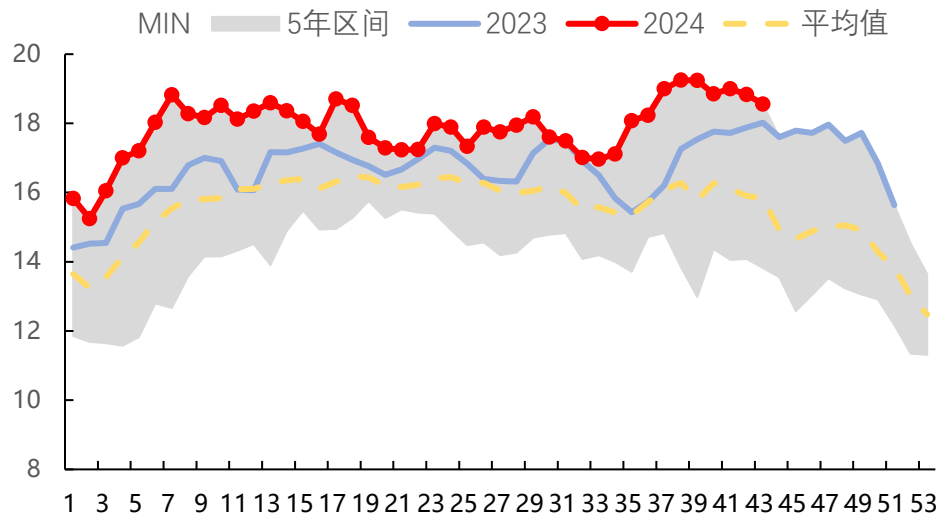
尿素周度开工负荷率 (%)



尿素季度产量对比 (万吨)



尿素周度日均产量 (万吨)



2024年尿素新增/置换产能变化

| 企业 | 产能 (万吨) | 预计投产时间 |
|-------------------------|---------|-----------|
| 兖矿鲁南 | 40 | 2024年4月投产 |
| 陕西龙华集团煤业科技发展有限公司 | 80 | 2024年6月投产 |
| 安徽泉盛 | 80 | 2024年7月投产 |
| 河南延化化工有限责任公司 | 80 | 2024年8月投产 |
| 甘肃刘化(集团)有限责任公司白银新天化工分公司 | 35 | 预计2024年 |
| 江苏晋煤恒盛化工有限公司 | 60 | 预计2024年 |
| 山东润银 | 40 | 预计2024年 |
| 华鲁恒升荆州 | 52 | 预计2024年 |
| 总计 | 467 | |

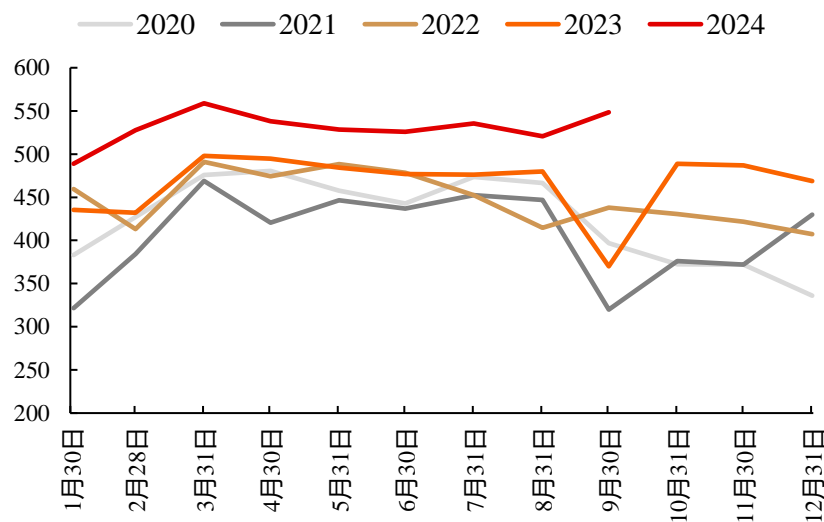
□ 尿素开工负荷率在今年4-5月装置检修降低, 其他时间维持高位, 日均产量同比均高于2023年, 目前维持18-19万吨水平。

□ 季度产量来看, 从2023年三季度产能集中投放延续至2024年尿素产量同比增量明显。截止目前, 2024年尿素产量同比增加406万吨左右。

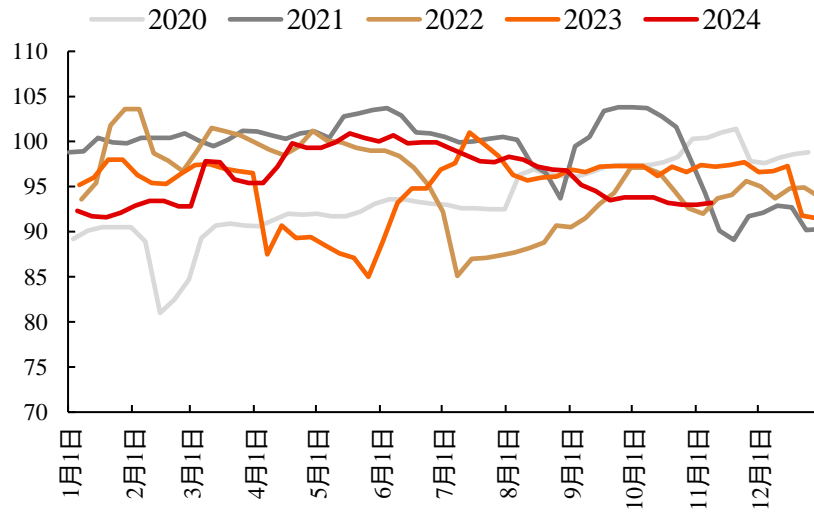
□ 新增产能方面, 已投产280万吨, 近期华鲁恒升荆州拟出产品, 还有部分投产计划延迟。

- 2024年1-9月尿素表观消费量4772万吨左右，同比增加625万吨左右，同比增幅15.08%。
- 2024年尿素产销率先增后降，4-6月维持高位，自7月以来连续下降，目前产销率水平93.2%，处于历史低位，产销压力增加。
- 2024年1-9月尿素出口总量25.4万吨左右，同比减少258万吨左右，同比减幅91.05%。

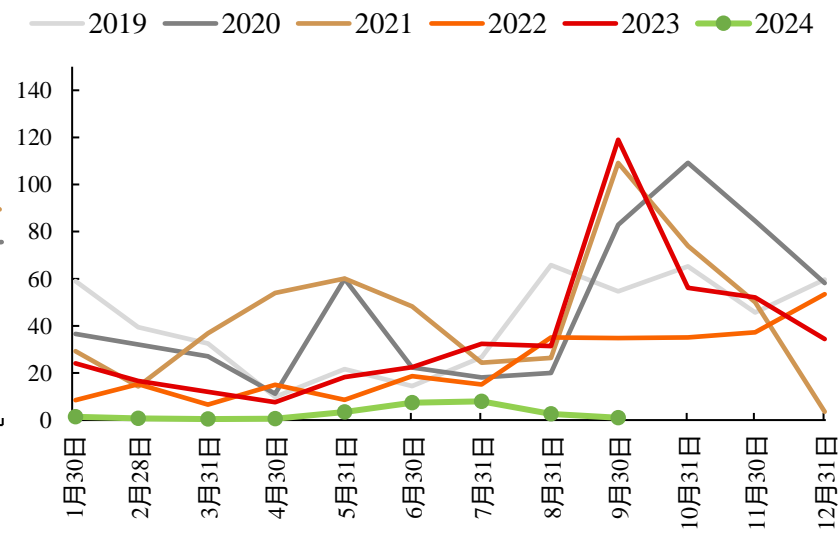
尿素月度表观消费量 (万吨)



尿素产销率 (%)

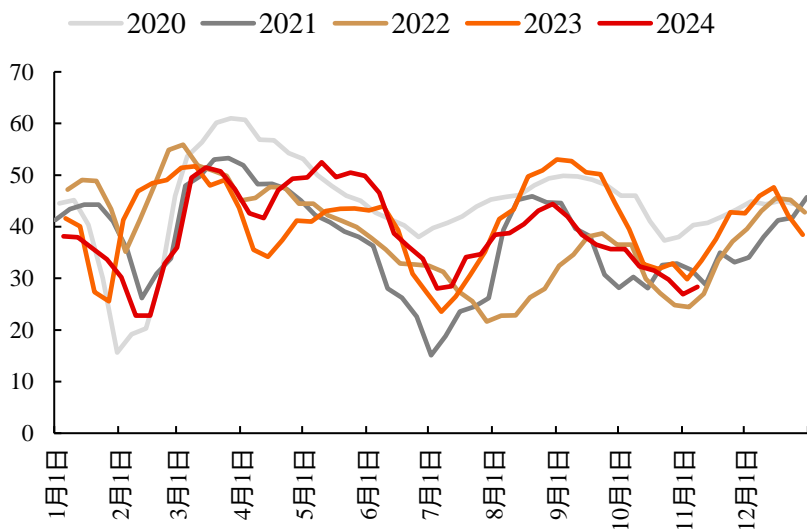


尿素月度出口量 (万吨)

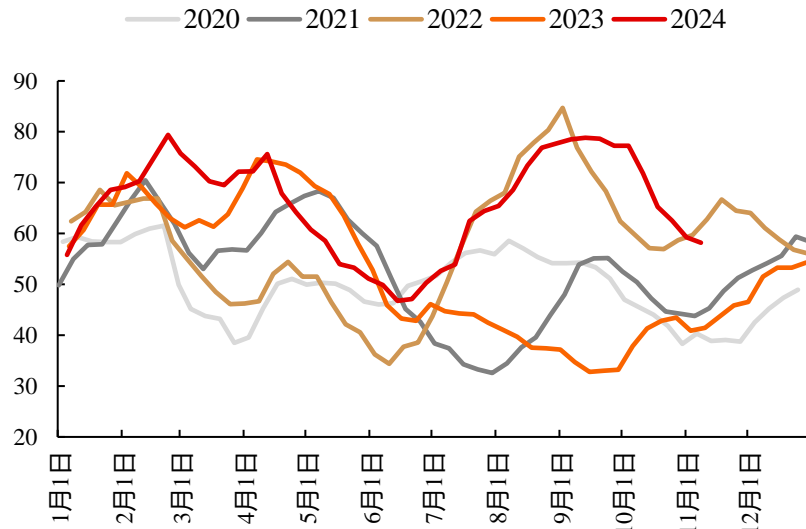


- 2024年复合肥开工仍然呈现季节性变化，但5月开工同比提升，后复合肥库存持续累库，也导致8-9月开工高峰未达到2023年水平。目前开工率29.74%，11月中下旬至12月有提升预期。
- 三季度后复合肥库存表现与2023年完全相反，趋势接近2022年，累库高位后回落。
- 2024年复合肥1-10月产量4223万吨，同比减少124万吨，主要为8-9月减少。

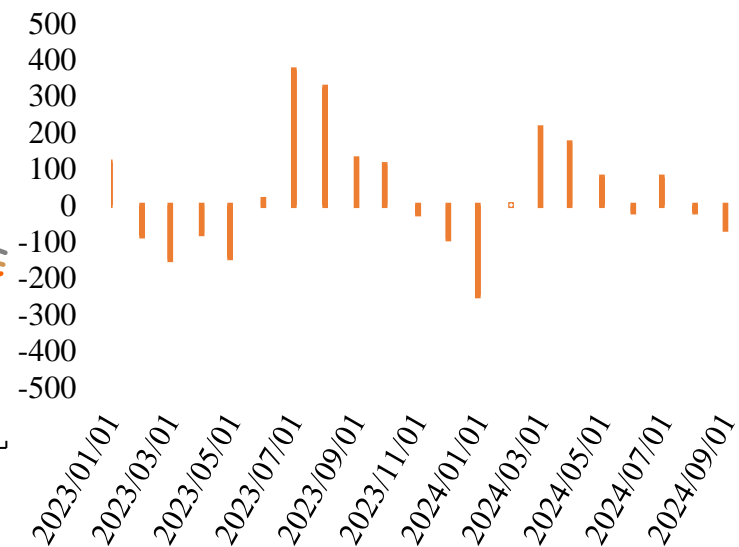
复合肥开工负荷率 (%)



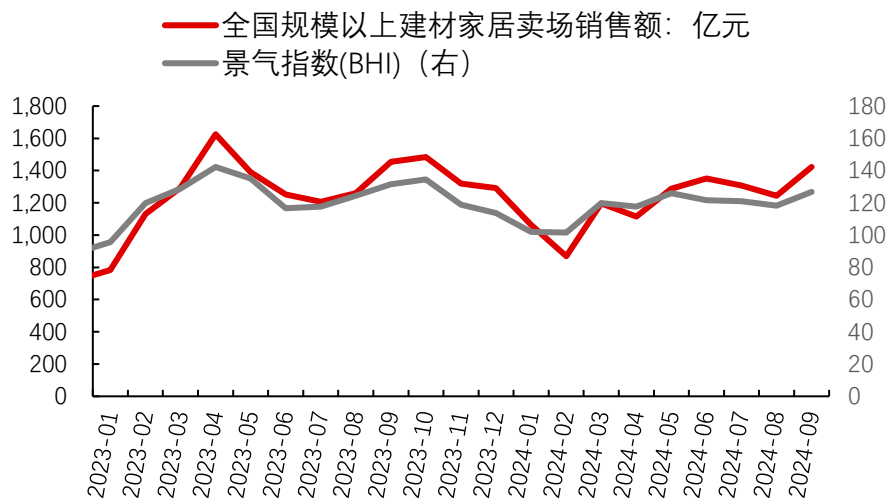
复合肥库存 (万吨)



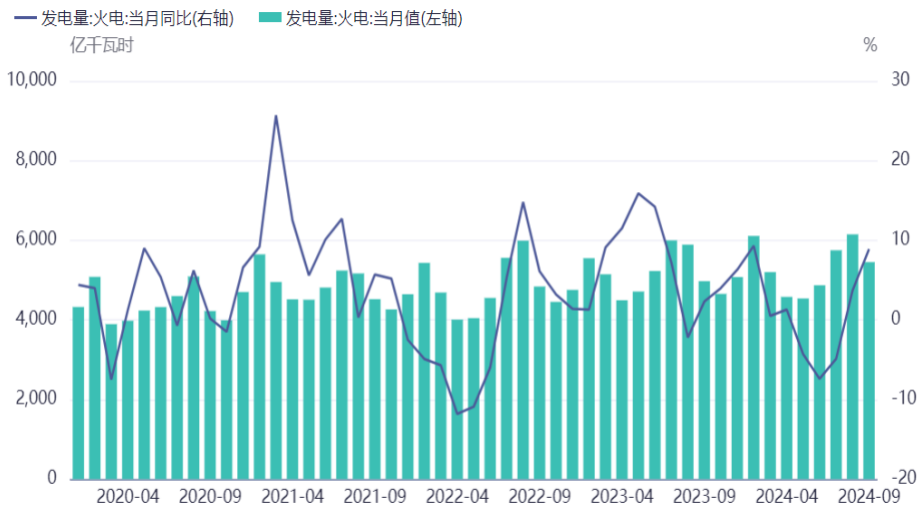
复合肥月度增减 (万吨)



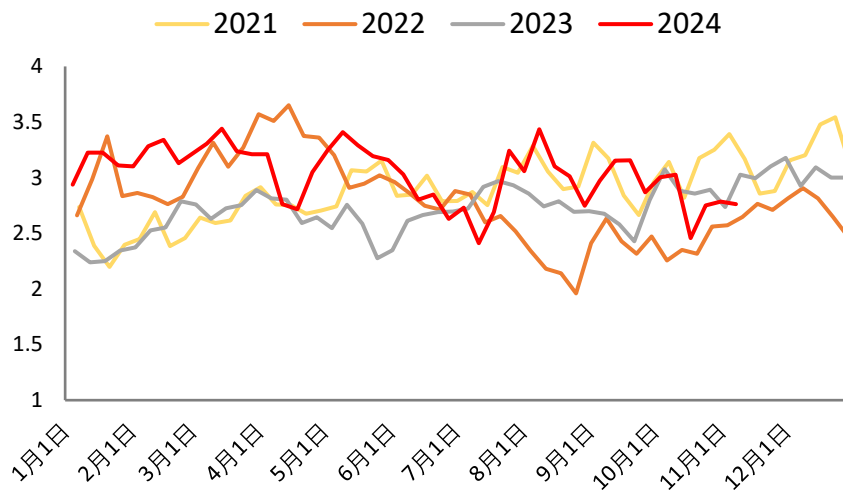
全国建材家居卖场消费额及景气指数



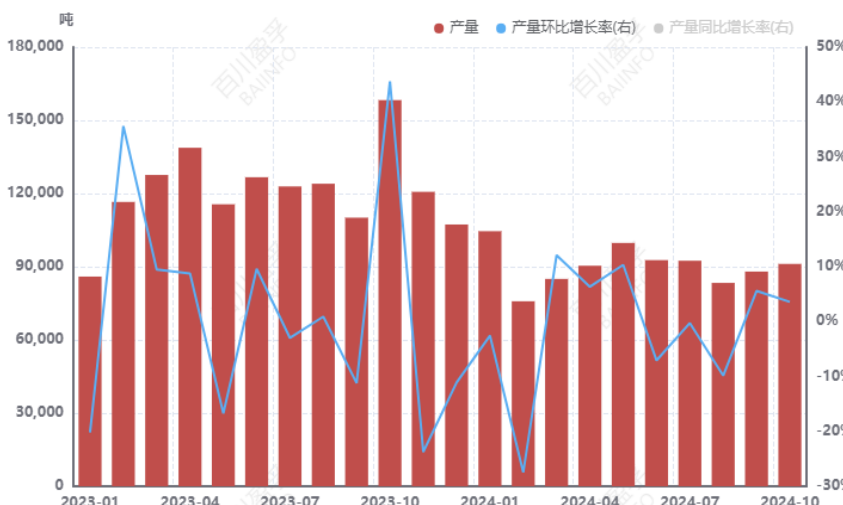
火力发电量当月值 (亿千瓦时)



三聚氰胺周度产量 (万吨)



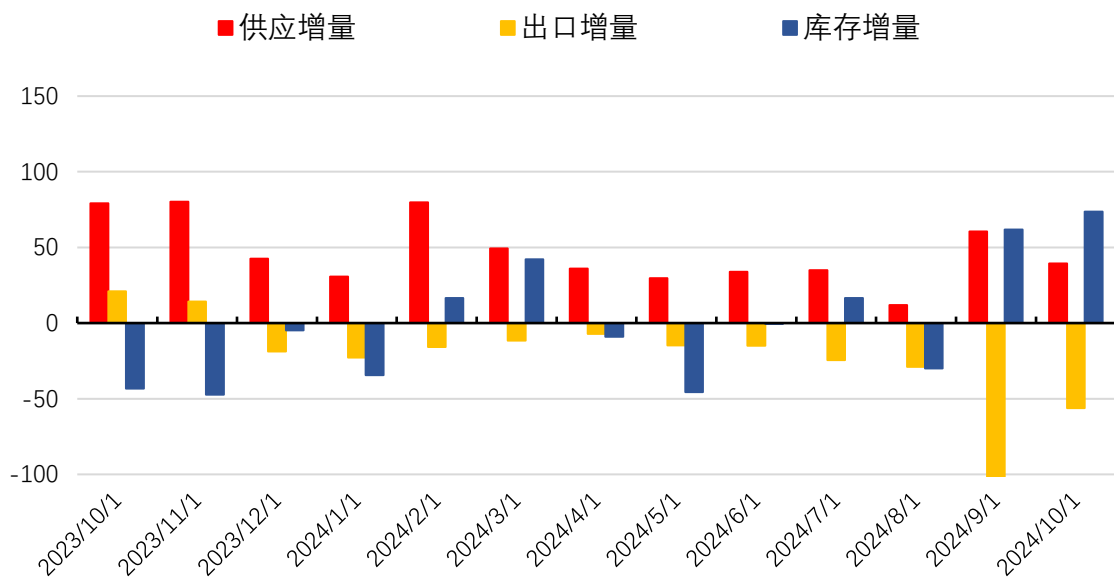
车用尿素产量 (吨)



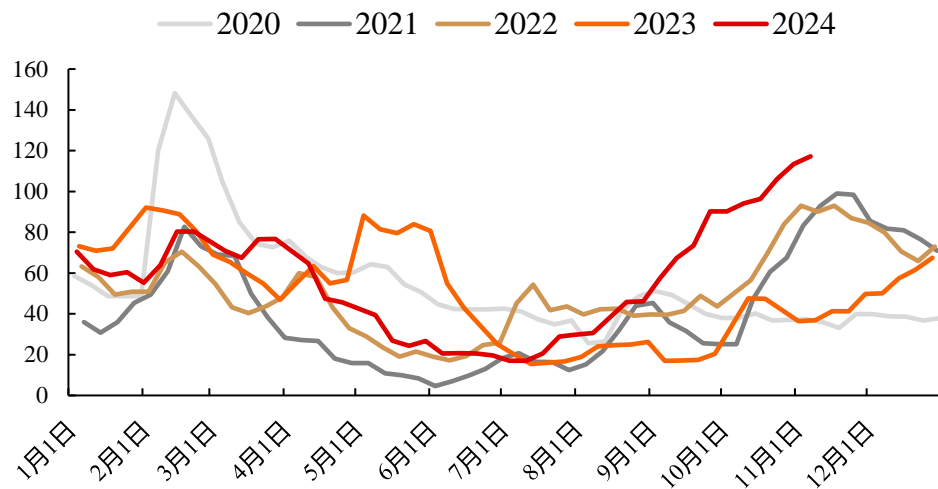
- 建材家居卖场消费额和景气指数小幅抬升，人造板市场以刚需采买为主。
- 三聚氰胺需求端未有实质性改观，且后市信心不足，所以厂家对尿素按需采购，囤货意愿不强。
- 火力发电量维稳，尿素脱硫脱硝需求有支撑，但增量有限。
- 车用尿素方面，二三季度同比出现减少。

□ 尿素企业库存水平117.2万吨，近期累库速度放缓。库存主要集中在内蒙古、新疆，这两地占全国尿素企业库存近60%，其他河北、安徽、山西、湖北和四川等地少量库存。尿素港口库存22.2万吨，变化不大。

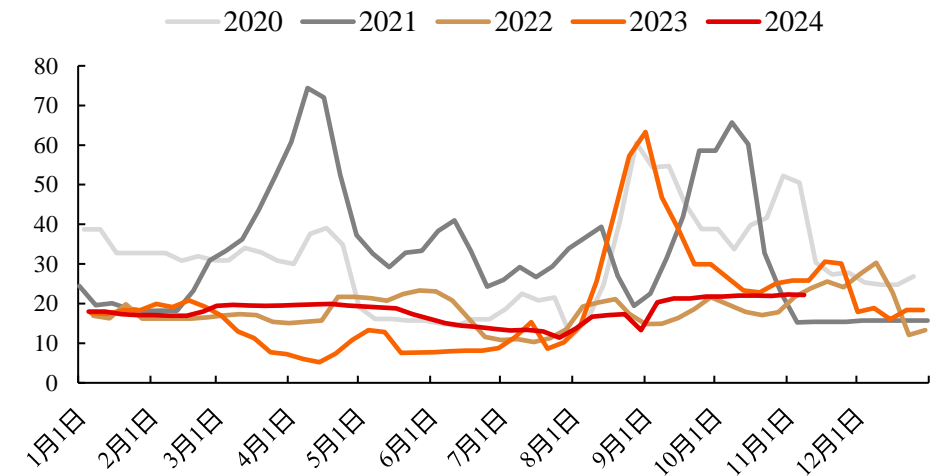
尿素供需及库存同比增量 (万吨)



尿素周度企业库存 (万吨)



尿素周度港口库存 (万吨)





03

期限结构变化对交易策略的影响

Changjiang
Securities

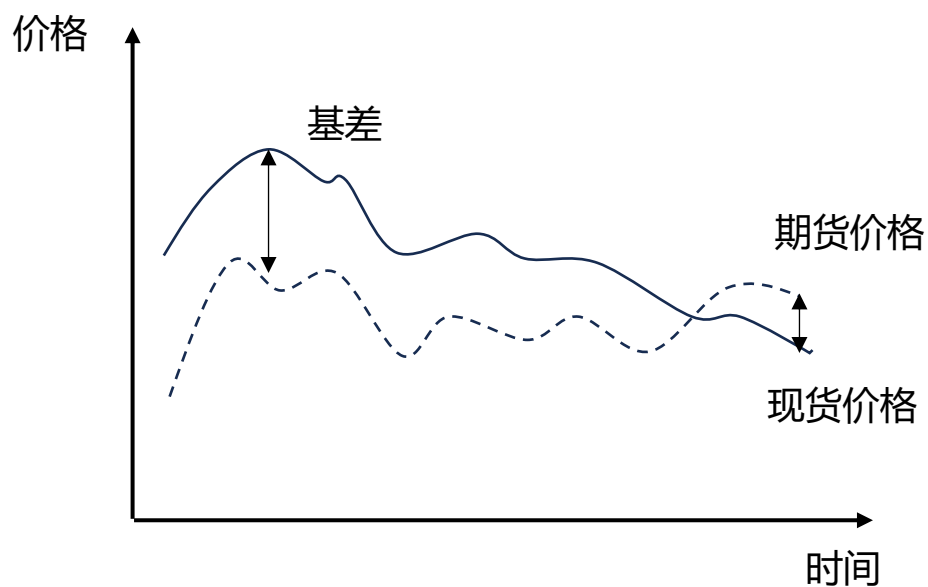


汇聚财智 共享成长

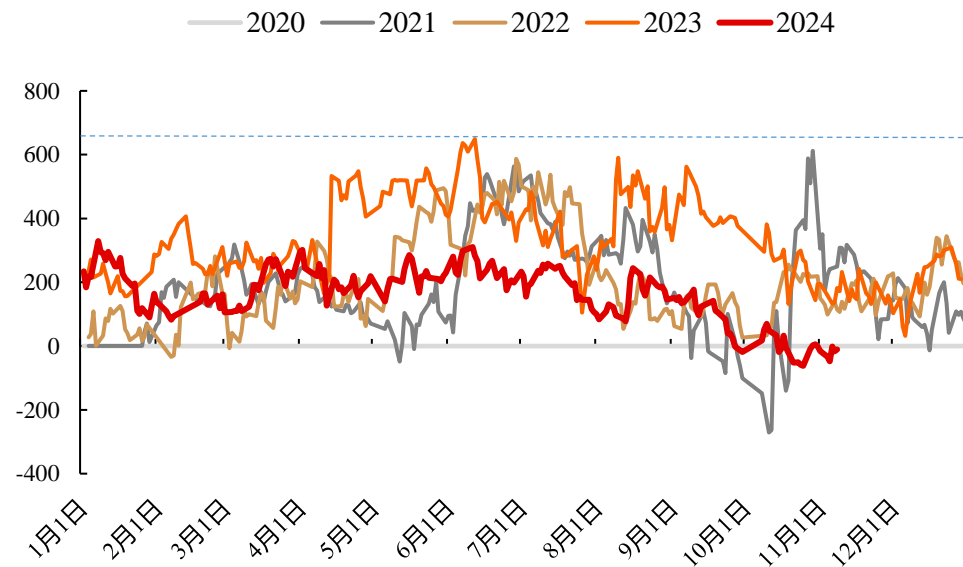
Gathering Wealth And Wisdom Achieving Mutual Growth

01 套期保值：

- 套期保值的核心原理是期货市场价格与现货市场价格有同向性和趋合性，套期保值的效果与现货价格和期货价格的涨跌幅度是否一致相关。
- 在尿素back结构时，基差波动范围较大，对基差的判断给套期保值操作带来考验，尤其是初期尝试套期保值的企业。今年以来尿素基差的波动范围明显收窄，将会更有利于套期保值操作，另外在供大于求的期限结构下，产业做空套保的需求更大。

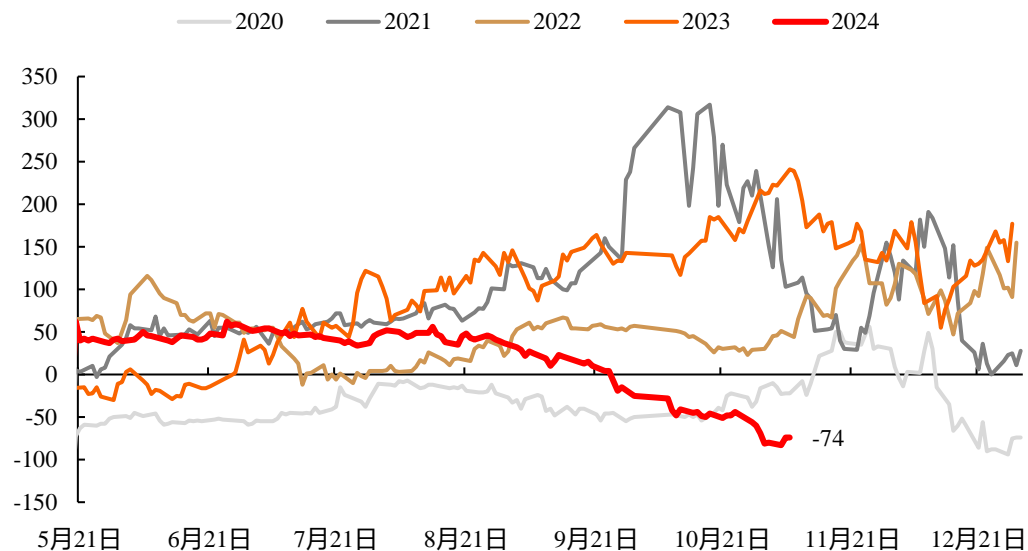


尿素主力基差（河南）

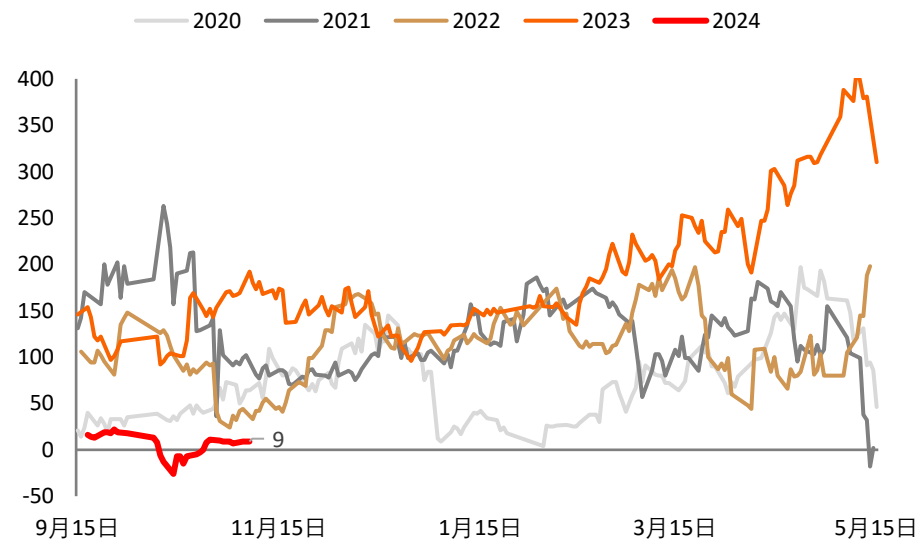


- 尿素期货上市初期，主力合约价差呈现季节性特征，5月为尿素传统需求旺季，期货合约价格预期更高。2020-2021年尿素出口放量，国内尿素进入低库存水平，现货货源偏紧张，叠加2021年尿素重新进入产能投放周期，市场对尿素近强远弱预期较为一致，因此1-5月间价差、5-9月间价差基本为正值，波动区间0-300。
- contango结构正套的盈利逻辑在于近月的合约价格大幅上涨盈利，远月小幅上涨或不动，远月与近月的价差缩小，这样期限结构变得更平滑，而back结构正套盈利需要期限结构更陡峭。

尿素1-5月间价差



尿素5-9月间价差



03 期现套利:

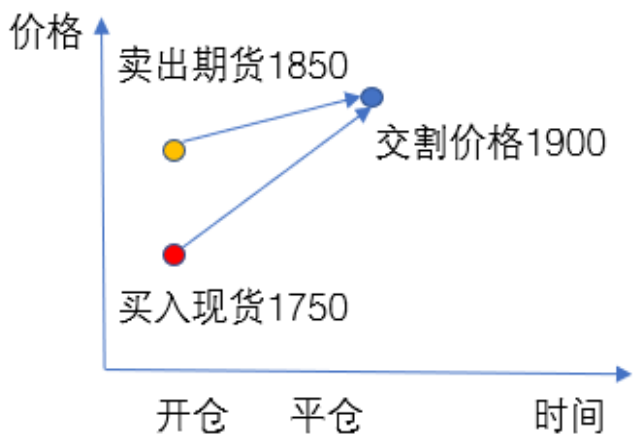


□ 基差理论上应该等于该商品的持有成本，一旦基差与持有成本偏离较大，就出现了买现货卖期货或者买期货卖现货的期现套利机会。期现套利的收益为：（建仓期货合约价格-现货价格）-（资金成本+仓储费+手续费+其他费用）

□ contango结构下远期合约价格更高而近期合约价格更低，现货价格会比期货价格便宜，如果是陡峭的contango结构，那么现货价格与期货价格的价差会更大，因此这种结构更适合买现货卖期货套利。

假设持有成本为50，以下是不同场景：

情景一 交割价格在两者之上

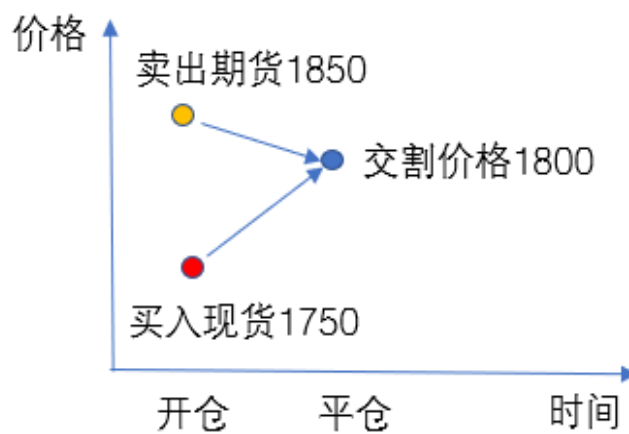


现货收益： $1900 - 50 - 1750 = 100$

期货收益： $1850 - 1900 = -50$

最终收益： $100 - 50 = 50$

情景二 交割价格在两者之间

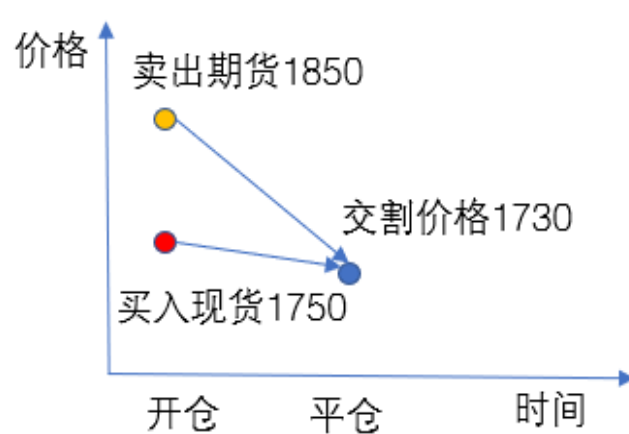


现货收益： $1800 - 50 - 1750 = 0$

期货收益： $1850 - 1800 = 50$

最终收益： 50

情景三 交割价格在两者之下



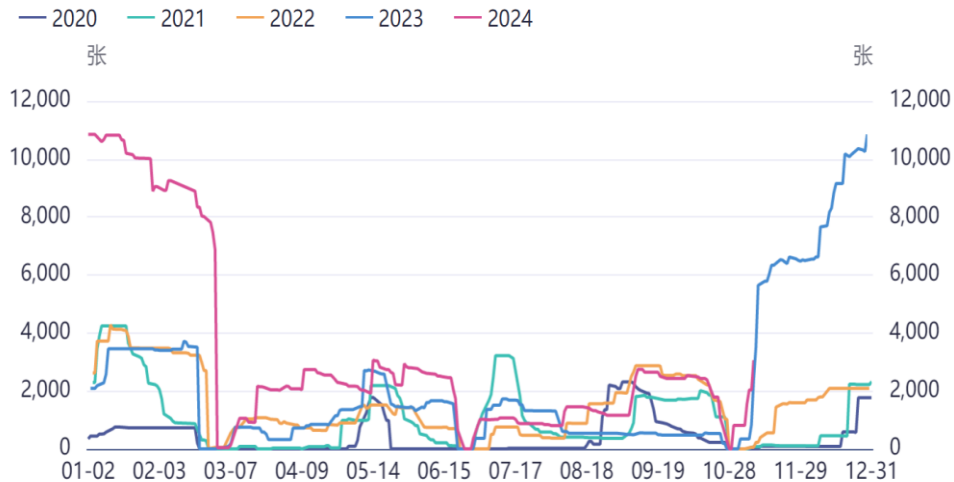
现货收益： $1730 - 50 - 1750 = -70$

期货收益： $1850 - 1730 = 120$

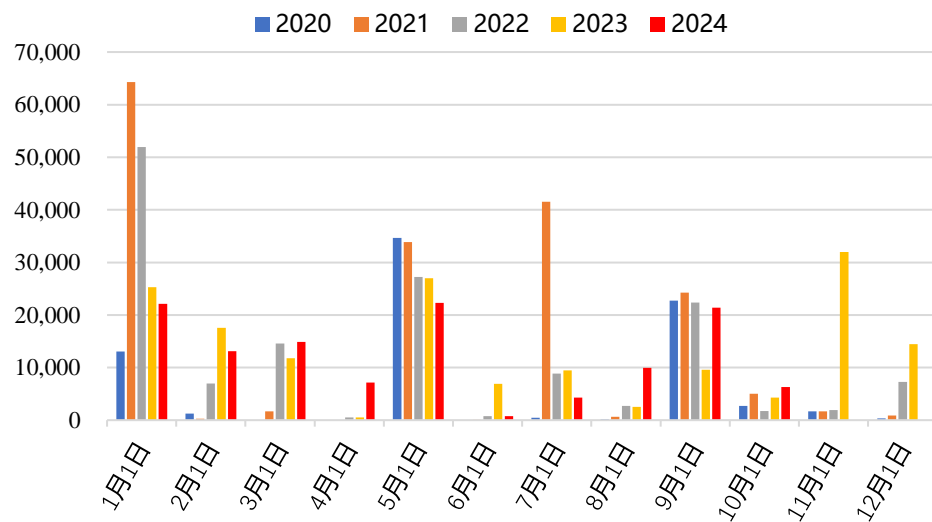
最终收益： $120 - 70 = 50$

04 期现套利:

尿素仓单数量



尿素历史交割量 (万吨)



尿素交割仓 (厂) 库及提货点分布



风险提示

本报告仅供参考之用，不构成卖出或买入期货、期权合约或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享投资收益或者分担投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应当充分了解报告内容的局限性，结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及员工对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

免责声明

长江期货股份有限公司拥有期货交易咨询资格。长江期货系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本报告所载资料、意见及推测仅反映在本报告所载明日期的判断，本公司可随时修改，毋需提前通知，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对期货价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述期货的买卖出价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的交易机会不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。本报告版权仅为本公司所有，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、引用或再次分发他人，或投入商业使用。如征得本公司同意引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“长江期货股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。



THANKS 感谢倾听

*Changjiang
Securities*

长江期货股份有限公司

Add / 湖北省武汉市武汉市江汉区淮海路88号13、14层

Tel / 027-65777137



汇聚财智 共享成长

Gathering Wealth And Wisdom Achieving Mutual Growth