

2026年05月19日

策略专题研究

研究所：  
 证券分析师：赵阳 S0350525100003  
 zhaoy05@ghzq.com.cn  
 证券分析师：袁野 S0350525030001  
 yuany03@ghzq.com.cn

## 厄尔尼诺来袭：大类资产配置与交易推演

### 最近一年走势



### 相关报告

《高油价时代的日本启示：寻找跨周期的核心资产》\*赵阳，袁野——2026-04-19

《金属之外，涨价链还能买什么？》\*赵阳，袁野——2026-03-12

《日美错位下的信用重构：告别增长定价》\*赵阳，袁野——2026-01-26

《信用重启与双峰共振——2026年海外年度策略》\*袁野，赵阳——2026-01-12

《全球流动性“祛魅”，中国资产“重估”》\*赵阳，袁野——2025-12-20

本篇报告核心解决了厄尔尼诺背景下的大类资产配置问题。具体包括分析其对宏观经济及商品的影响，揭示金融风险传导机制，并构建实战交易与避险策略。

- **宏观主线：增长承压与结构性通胀交织。**厄尔尼诺带来的旱涝不均会对全球实际经济增长形成负向拖累。同时，气候冲击引发的供应链扰动会推升大宗商品实际价格，制造的“天气通胀”，对高食品权重的经济体构成严峻考验。相反，原油等能源资产则因“暖冬预期”削弱取暖需求而承压，在宏观总量上对冲了部分农产品通胀。
- **商品分化：旱涝反转重塑供需。**气候对商品供需的影响呈现区域分化。农产品受“亚洲旱”与“美洲涝”博弈影响，东南亚生产的棕榈油、白糖等易因干旱减产而涨价，而美洲大豆则因丰产预期面临价格压制。能源方面，暖冬削弱需求叠加飓风减少稳固供给，致使原油价格面临下行压力。工业金属则处于“宏观需求收缩”与“微观开采受限”的拉锯之中，波动率放大。
- **涟漪效应：股债映射与避险情绪。**气候风险会产生跨市场的“涟漪效应”。固收端，强厄尔尼诺会导致新兴市场（如拉美）主权债券息差在冲击后1-6个月内走阔（超调），随后在6-10个月向均值收敛。权益端，风险传导存在时滞：行情初期做多上游农业股（赚取天气风险溢价）；但拉长周期看，原料涨价必将侵蚀中下游利润，因此长线需回避食品加工板块。避险端，在通胀脉冲期，白银的实际收益率上行斜率优于黄金，具备更高的赔率。
- **交易推演：大类资产配置四大策略。**（1）**商品：**农产品跨区套利（多棕榈油/食糖，空美豆/豆粕）；低配或做空原油。（2）**固收：**初期规避新兴市场主权债，转配发达国家高质量国债；6-10个月后左侧布局超跌新兴市场债。（3）**权益：**短线超配抗早上游种业与化肥，长线规避承压的下游食品制造板块。（4）**避险：**黄金底仓防守抗通胀，战术增配白银博取高弹性超额收益。
- **风险提示：**气候演变不及预期、历史比较法的局限性、全球经济波动超预期、关税和货币等政策不确定性、中美贸易摩擦加剧、经济政策超预期变化、通胀显著超预期、地缘冲突升级及持续时间超预期。

## 内容目录

1、 宏观主线：总量增长承压，结构通胀抬升 .....	4
2、 商品分化：旱涝格局反转下的供需重估 .....	7
3、 影响传导：跨资产风险映射与避险重估 .....	12
4、 交易推演：厄尔尼诺预期下的配置策略 .....	15
5、 风险提示 .....	18

## 图表目录

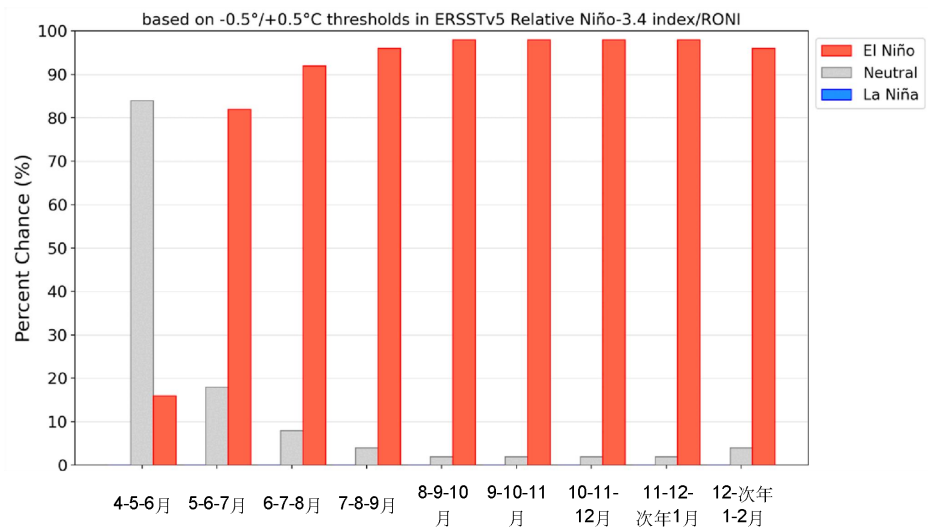
图 1: 厄尔尼诺 - 南方涛动概率预报 (2026 年 5 月)	4
图 2: 厄尔尼诺与降雨量	5
图 3: 厄尔尼诺事件造成的全球经济损失	5
图 4: 强厄尔尼诺现象开始后的价格效应	6
图 5: CPI 篮子中食品权重越高, 受厄尔尼诺冲击后通胀上行幅度就越大	6
图 6: 厄尔尼诺现象对大宗商品价格的影响分化	7
图 7: 厄尔尼诺年份大豆单产波动情况 (吨/公顷)	8
图 8: 厄尔尼诺加剧对植物油价格的影响	8
图 9: 各大宗商品价格通胀对海表温度 (SST) 意外冲击的脉冲响应	9
图 10: 厄尔尼诺现象下油价期货价格反应	10
图 11: 厄尔尼诺现象下油价现货价格反应	10
图 12: 受海表温度影响最大的主要大宗商品	11
图 13: 厄尔尼诺 - 南方涛动概率预报 (2026 年 5 月)	12
图 14: 强厄尔尼诺冲击的累积局部投影 (LP) 脉冲响应 (未加入宏观经济控制变量)	13
图 15: 强厄尔尼诺冲击的累积局部投影 (LP) 脉冲响应 (已加入宏观经济控制变量)	13
图 16: 厄尔尼诺对农食产业链股票的风险转移强度	14
图 17: 黄金实际收益率对厄尔尼诺冲击的脉冲响应	15
图 18: 白银实际收益率对厄尔尼诺冲击的脉冲响应	15
图 19: 厄尔尼诺现象下商品配置策略	16
图 20: 厄尔尼诺现象下固收配置策略	16
图 21: 厄尔尼诺现象下权益配置策略	17
图 22: 厄尔尼诺现象下避险配置策略	18

本篇报告核心解决了厄尔尼诺背景下的大类资产配置问题。具体包括分析其对宏观经济及商品的影响，揭示金融风险传导机制，并构建实战交易与避险策略。

## 1、宏观主线：总量增长承压，结构通胀抬升

**气候切换已成市场明牌。**根据美国国家海洋和大气管理局气候预测中心的预测，赤道太平洋的海表温度将在 2026 年 5 月至 7 月间出现上升，至夏季发展为厄尔尼诺 (El Niño) 的概率已达 82%，并将持续到 2026-27 年北半球冬季 (2026 年 12 月至 2027 年 2 月有 96% 的概率)<sup>1</sup>。在大类资产配置层面，投资操作无需等待气象学意义上的最终定论。气候模式切换的明确预期本身，已经成为主导下半年大宗商品波动节奏及宏观风险溢价重估的核心驱动力。

图 1：厄尔尼诺 - 南方涛动概率预报 (2026 年 5 月)

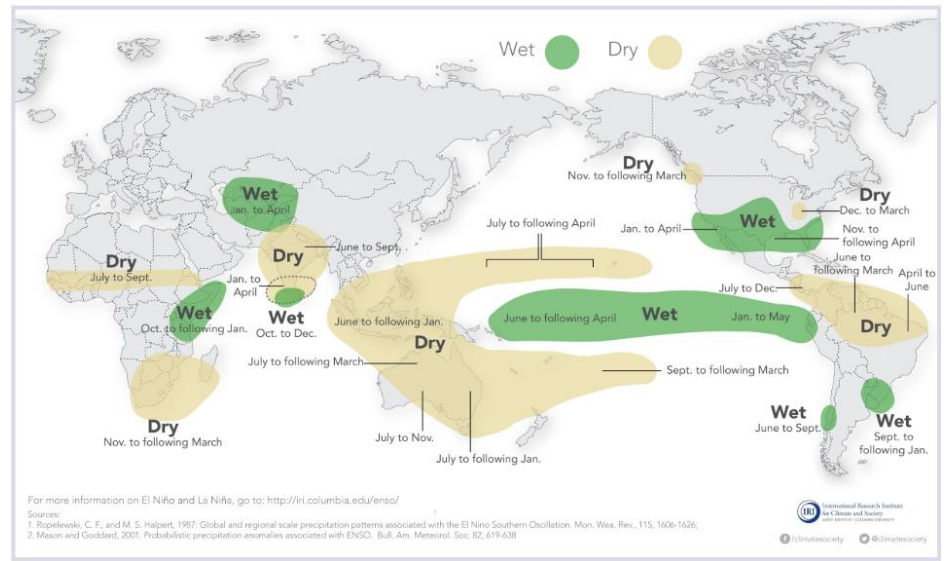


资料来源：美国国家海洋和大气管理局气候预测中心

厄尔尼诺现象是一种发生在赤道附近中东太平洋海域的气象现象，其特征是该海域水温高于正常水平。厄尔尼诺现象每 2-7 年发生一次，每次持续 9-12 个月。这种现象是所谓的厄尔尼诺-南方涛动 (ENSO) 的一部分，其中厄尔尼诺、拉尼娜和中性阶段交替出现。厄尔尼诺的核心影响，在于改变湿度、降水量与干旱周期这两组相互依存的气候条件。它会导致拉丁美洲部分地区（如巴西北部 and 哥伦比亚）、澳大利亚、印度和南部非洲出现干旱天气。相比之下，拉丁美洲南部地区、美国和东非则往往降雨量较大。

<sup>1</sup> 《El Niño/Southern Oscillation (ENSO) Diagnostic Discussion》 (Climate Prediction Center/NCEP/NWS)

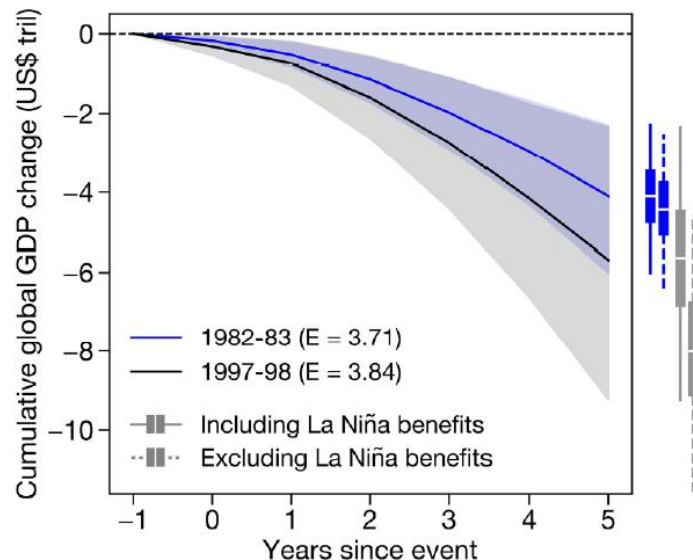
图 2：厄尔尼诺与降雨量



资料来源：MSM Ocean、国际气候与社会研究所

厄尔尼诺带来的旱涝不均不仅是物理层面的气候异常，更是宏观经济账本上的实质性减项，对全球实际经济增长形成负向拖累。气候异动通过破坏农业产出与阻断物流等路径，造成长尾的经济损耗。1982年至1983年以及1997年至1998年的两次强厄尔尼诺事件，分别造成了高达4.1万亿美元和5.7万亿美元的全局收入损失。<sup>1</sup>这种庞大的绝对损失规模构成了当前大类资产定价中偏向收缩的宏观底色，提示我们在评估大类资产风险偏好时，必须将宏观经济总量的折损幅度计入考量。

图 3：厄尔尼诺事件造成的全球经济损失

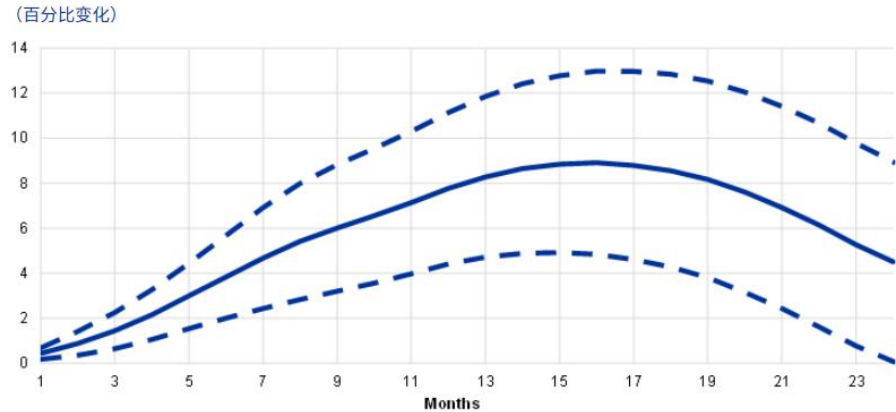


资料来源：《Persistent effect of El Niño on global economic growth》（Christopher W. Callahan and Justin S. Mankin）

<sup>1</sup> 《Persistent effect of El Niño on global economic growth》（Christopher W. Callahan and Justin S. Mankin）

在拖累经济总量的同时，气候冲击制造了明显的结构性通胀难题。气候引发的供应链扰动会对非能源类大宗商品价格形成上行推力，ENSO 出现 1 个标准差的正向冲击，会推动大宗商品实际价格通胀上升约 3.5~4pct<sup>1</sup>。强厄尔尼诺现象通常导致全球非能源大宗商品价格出现约 5% 的上涨，且该影响往往维持 6 至 16 个月之久<sup>2</sup>。

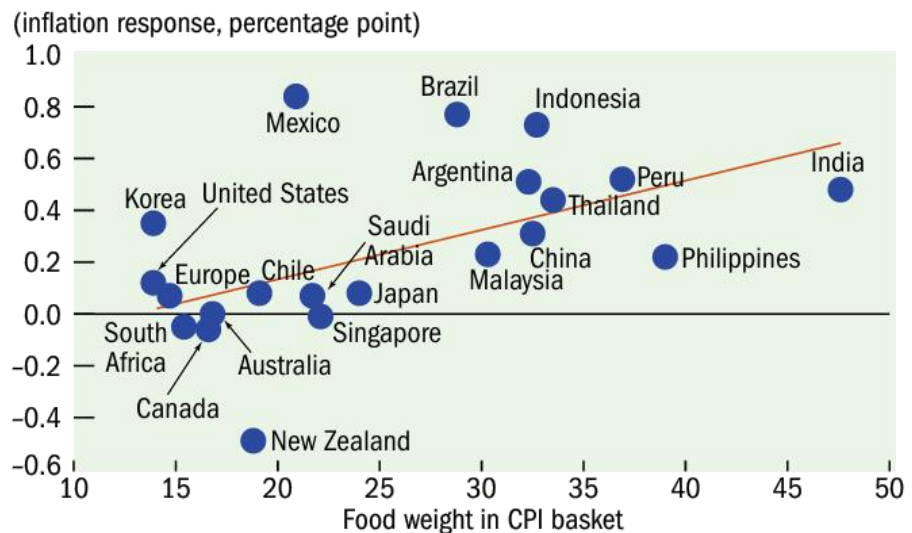
图 4：强厄尔尼诺现象开始后的价格效应



资料来源：Haver、美国国家海洋和大气管理局、欧洲央行

厄尔尼诺现象对高食品权重的经济体构成严峻考验。这种“天气通胀”在不同国家的表现分化较大，其弹性高度取决于各国消费者物价指数（CPI）中食品的权重比例。当核心农产品价格走高时，高食品权重国家（如印度的食品在 CPI 篮子中权重高达 47.6%，印度尼西亚和泰国也分别达到 32.7% 和 33.5%<sup>3</sup>）的通胀数据将迅速攀升，迫使相关央行陷入稳增长与控通胀的两难境地，进而推升相关主权债券和汇率的风险溢价。

图 5：CPI 篮子中食品权重越高，受厄尔尼诺冲击后通胀上行幅度就越大



资料来源：IMF

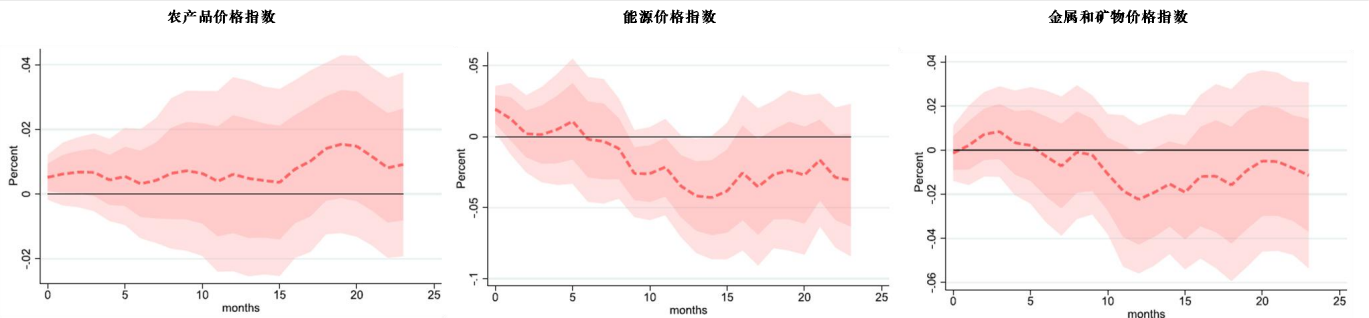
<sup>1</sup> 《El Niño and World Primary Commodity Prices: Warm Water or Hot Air?》（Allan D. Brunner）

<sup>2</sup> 《Risks to global food commodity prices from El Niño》（ECB Economic Bulletin, Issue 6/2023.）

<sup>3</sup> 《El Niño Good Boy or Bad?》（Paul Cashin, Kamiar Mohaddes, and Mehdi Raissi）

与农产品面临的通胀压力不同，原油等核心能源资产受厄尔尼诺“暖冬预期”压制。尽管夏季高温与干旱水电减产引发了制冷耗电激增，但这部分需求主要由天然气和煤炭填补。原油核心需求集中在交通与工业，难以从中实质受益。相反，市场对北半球暖冬的前置定价，削弱了远期更为庞大的冬季取暖用油刚需。因此，能源端通胀压力的降温难以被夏季耗电增量扭转，并在宏观总量上有效对冲了强劲的农产品通胀。

图 6：厄尔尼诺现象对大宗商品价格的影响分化



资料来源：《Climate change impacts on commodity price stability through changing ENSO patterns》（Gilles Dufrenot, William Ginn, Marc Pourroy）

## 2、商品分化：旱涝格局反转下的供需重估

宏观层面的“天气通胀”并非普涨，其在微观商品端的映射，高度依赖于极端气候在不同纬度的空间分布。这就决定了我们不能盲目做多所有大宗商品，而必须深究其旱涝格局的分化。以下我们基于基准假设（2026年厄尔尼诺现象中等偏强），从五个角度展开讨论，并增加对于厄尔尼诺现象进一步走强的尾部风险的讨论。

**涝局定调：美洲大豆丰产压制与波动博弈。**厄尔尼诺通常为美洲大豆主产区带来充沛降水。全球大豆平均单产提升幅度达 2.1%至 5.4%<sup>1</sup>，美国和阿根廷大豆单产平均增幅可达 10%和 30%<sup>2</sup>。长线供应趋松对大豆远期价格中枢施加下行压力。但局部降水的不确定性可能会推高风险溢价，2024年夏季，大豆期权隐含波动率曾因此扩大 24%，驱动盘面出现达 12%的短线脉冲上涨<sup>3</sup>。

<sup>1</sup> 《Exploring the effect of climate risk on agricultural and food stock prices: Fresh evidence from EMD-Based variable-lag transfer entropy analysis》（Zouhaier Dhifaoui, Rabeh Khalfaouib, Sami Ben Jabeur, Mohammad, Zoynul Abedin）

<sup>2</sup> 《厄尔尼诺及拉尼娜现象对全球大豆单产的影响》（张宏，王东伟）

<sup>3</sup> 《Risks to global food commodity prices from El Niño》（ECB Economic Bulletin, Issue 6/2023.）

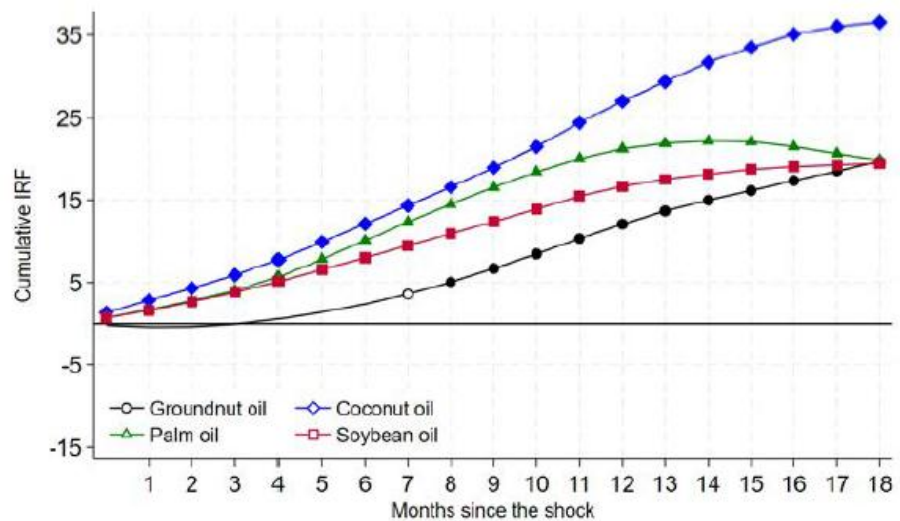
图 7：厄尔尼诺年份大豆单产波动情况（吨/公顷）

时间	强度	巴西		美国		阿根廷		中国	
		单产	同比	单产	同比	单产	同比	单产	同比
2002年6月~2003年2月	中	2.82	6%	2.56	-4%	2.82	7%	1.89	16%
2004年7月~2005年2月	弱	2.31	-3%	2.84	25%	2.71	15%	1.82	10%
2006年9月~2007年1月	弱	2.85	11%	2.88	-1%	2.99	12%	1.62	-5%
2009年7月~2010年3月	强	2.94	11%	2.96	11%	2.93	47%	1.63	-4%
2014年10月~2016年4月	强	3.03	6%	3.2	8%	3.18	15%	1.79	2%
2018年9月~2019年6月	弱	3.36	-4%	3.4	3%	3.33	44%	1.9	2%
2023年5月~2024年4月	强	3.32	-9%	3.4	2%	2.95	70%	1.99	1%
单产上升年份		4年	8%	5年	10%	7年	30%	5年	6%
单产下降年份		3年	-5%	2年	-2%	0年	-	2年	-5%

资料来源：《厄尔尼诺及拉尼娜现象对全球大豆单产的影响》（张宏，王东伟）

**旱局定调：软商品及油脂产地高度集中，干旱驱动价格上涨。**气候异动致东南亚降水规律性减少。该区软商品及油脂产能集中，印尼、马来西亚和泰国占全球棕榈油总产量超 95%，缺乏其他产区对冲<sup>1</sup>。气候冲击会导致国际植物油价格实质性上涨 6%至 10%<sup>2</sup>。

图 8：厄尔尼诺加剧对植物油价格的影响



资料来源：《"El Niño" and "La Niña": Revisiting the Impact on Food Commodity Prices and Euro Area Consumer Prices》（Fructuoso Borrallo, Lucía Cuadro-Sáez, Corinna Ghirelli and Javier J. Pérez）

**旱涝博弈：多空双向拉扯，缺乏单边缺口。**食糖定价受“亚洲旱”与“美洲涝”双重博弈影响。亚洲主产区降雨不足，但巴西降水增加适度利于甘蔗生长。跨半球物理对冲使供需难以形成顺畅单边趋势。两半球高频天气交替影响放大盘面波动率，

<sup>1</sup> 《厄尔尼诺及拉尼娜现象对全球大豆单产的影响》（张宏，王东伟）

<sup>2</sup> 《"El Niño" and "La Niña": Revisiting the impact on food commodity prices and euro area consumer prices》（Borrallo, Fructuoso, Cuadro-Saez, Lucia, Ghirelli, Corinna Perez, Javier J）

单次标准差冲击可导致食糖出现高达 14.7% 的波动脉冲<sup>1</sup>。跨半球对冲使食糖难走单边。交易节奏易随两岸气象预报切换，呈现高波动特征，适合依托关键阻力支撑位做区间波段策略。

图 9：各大宗商品价格通胀对海表温度（SST）意外冲击的脉冲响应

大宗商品	+0 季度	+1 季度	+2 季度	+3 季度	+4 季度	+5 季度	+6 季度
小麦	2.4%	-5.6%	2.6%	2.4%	7.3%	3.1%	4.4%
玉米	-1.9%	-2.8%	7.1%	4.8%	6.7%	3.8%	2.4%
大米	-2.4%	-0.9%	8.9%	13.5%	2.5%	1.2%	2.0%
大豆	-7.4%	3.1%	9.7%	4.8%	6.0%	-1.1%	-1.8%
豆粕	-8.3%	1.3%	7.4%	7.0%	2.1%	-1.0%	-3.6%
豆油	-5.5%	-1.1%	10.6%	5.9%	7.0%	7.3%	5.0%
棕榈油	-2.4%	-1.6%	9.7%	6.7%	12.1%	10.7%	4.0%
椰子油	-4.8%	3.1%	10.1%	5.5%	11.1%	12.1%	11.3%
鱼粉	0.9%	3.9%	5.7%	6.5%	3.4%	0.2%	-5.9%
花生油	-5.6%	-2.2%	1.8%	-5.3%	2.1%	7.7%	5.2%
牛肉	0.7%	0.3%	3.3%	1.4%	4.4%	0.1%	-1.2%
羊肉	-0.1%	-0.9%	-1.5%	-2.3%	0.1%	1.7%	-0.2%
食糖	-5.1%	5.4%	14.7%	-4.2%	1.7%	2.1%	1.3%

资料来源：《El Niño and World Primary Commodity Prices: Warm Water or Hot Air?》(Allan D. Brunner)，国海证券研究所

**温度与替代：暖冬压制原油需求，制冷与替代利好气煤。** 能源定价核心在于气温与燃料替代。需求端，暖冬预期削弱北半球取暖用油需求；一个标准差的厄尔尼诺冲击会在 6-12 个月内对 WTI 原油期现价格施加 1.0%-1.5% 的下行压力<sup>2</sup>。同时，夏季极端高温带来的制冷增量主要由天然气和煤炭吸收，原油难以实质性受益。供给端，气象规律显示厄尔尼诺通常会抑制大西洋飓风生成/大幅削弱北美原油市场的“飓风风险溢价”，降低了墨西哥湾海上钻井撤离及沿岸炼厂关停的概率。

<sup>1</sup> 《El Niño and World Primary Commodity Prices: Warm Water or Hot Air?》(Allan D. Brunner)

<sup>2</sup> 《Not All Climate Shocks Are Alike: How ENSO Impacts Oil Prices》(Marco Gallegati, William Ginn, Jamel Saadaoui, Solomos Solomou, Kun Tian)

图 10: 厄尔尼诺现象下油价期货价格反应

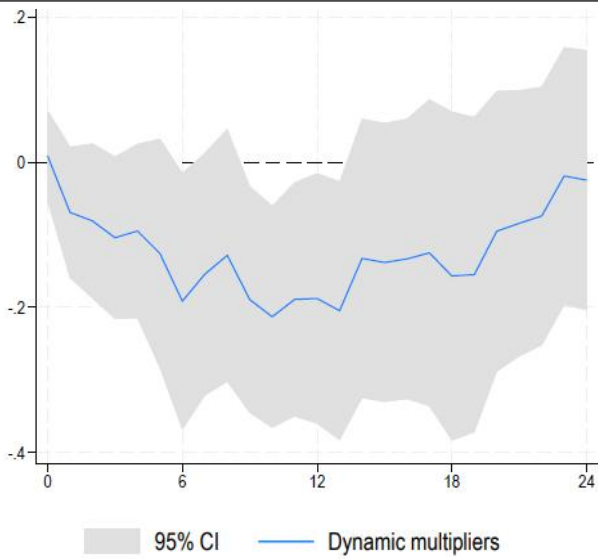
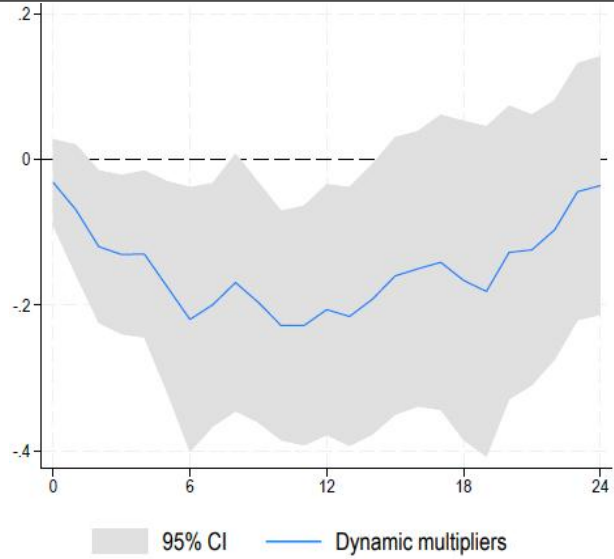


图 11: 厄尔尼诺现象下油价现货价格反应



资料来源：《Not All Climate Shocks Are Alike: How ENSO Impacts Oil Prices》（Marco Gallegati, William Ginn, Jamel Saadaoui, Solomos Solomou, Kun Tian）（注：纵轴为价格变动百分比，横轴为月数）

资料来源：《Not All Climate Shocks Are Alike: How ENSO Impacts Oil Prices》（Marco Gallegati, William Ginn, Jamel Saadaoui, Solomos Solomou, Kun Tian）（注：纵轴为价格变动百分比，横轴为月数）

**宏微观拉锯：宏观需求压制，微观开采受限托底。**工业金属与全球经济周期深度绑定。宏观上，气候冲击拖累部分地区经济增长，向基本金属传导需求收缩压力。但微观上，天气异动易干扰拉美及印尼等核心矿区的开采与运输，区域干旱亦屡次引发巴拿马等国际关键航道拥堵，形成供给托底。宏微观拉锯放大了金属价格波动，气候异动对铜、锌价格的长期（冲击发生后的 16 个季度）方差贡献度分别达 15.0%和 16.0%，对铁矿石的短期（冲击发生后的 4 个季度）方差贡献更达 16.7%<sup>1</sup>。

<sup>1</sup> 《El Nino and World Primary Commodity Prices: Warm Water or Hot Air》（Allan D. Brunner）

图 12: 受海表温度影响最大的主要大宗商品

	气候冲击对其价格波动的方差贡献度			
	短期视角:冲击发生后的4个季		长期视角:冲击发生后的16个季度	
椰子油	9.8%	-4.8%	33.7%	-9.4%
烟草	13.8%	-6.4%	27.3%	-9.4%
鱼粉	8.7%	-5.0%	26.1%	-9.9%
棕榈油	8.4%	-4.2%	23.1%	-7.5%
大米	16.3%	-6.4%	20.8%	-6.8%
豆油	11.3%	-4.8%	19.7%	-7.1%
铁矿石	16.7%	-5.6%	19.1%	-5.9%
天然橡胶	3.9%	-2.5%	18.8%	-7.9%
小麦	6.6%	-3.6%	18.8%	-6.4%
大豆	13.7%	-5.4%	17.4%	-5.5%
玉米	8.5%	-4.5%	17.3%	-6.4%
锌	4.6%	-3.0%	16.0%	-6.8%
细羊毛	10.9%	-6.0%	15.6%	-7.2%
花生油	5.8%	-3.5%	15.1%	-6.4%
铜	8.3%	-3.9%	15.0%	-5.5%

资料来源:《El Nino and World Primary Commodity Prices: Warm Water or Hot Air》(Allan D. Brunner) (注:浅绿色标注为标准误,加粗代表在 5% 显著性水平下显著。)

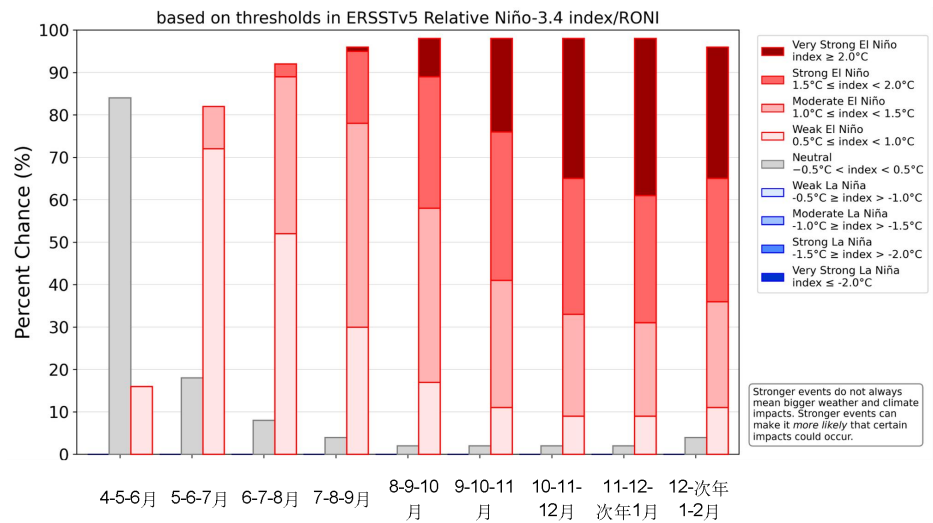
**尾部风险:强厄尔尼诺状态下的定价逻辑反转。**当前对 2026 年厄尔尼诺现象的基准定价是中等偏强,但向“强状态或超级厄尔尼诺”切换的尾部风险不容忽视。2026 年 5 月,美国国家海洋和大气管理局(NOAA)预测,此次厄尔尼诺现象增强为“强”事件的概率约为 50%,到秋季海洋异常温度达到或超过 2 摄氏度时,其发展为“超级厄尔尼诺”的概率约为 25%<sup>1</sup>。这可能导致部分大宗商品底层逻辑将发生反转。

- **棕榈油与食糖转为单边多头:** 干旱天气导致马来西亚棕榈油大幅减产,泰国食糖曾减产近百万吨。这打破了食糖原有的“旱涝博弈”震荡平衡,确立了二者的单边看涨逻辑。
- **铜供给缺口加大:** 拉美地区的极端暴雨频发,阻断智利等核心产铜国的矿区运输及供应链。微观断供的破坏力在极端天气下呈非线性放大,大幅推高了盘面脉冲式做多的确定性。
- **原油跌幅扩大:** 暖冬压制效应急剧放大, 2 个标准差以上的强冲击会将 WTI 原油跌幅扩大至 2%~3%<sup>2</sup>, 而夏季电价将在美国东西海岸普遍上涨。

<sup>1</sup> 《A Super El Niño Is Heating Up Your Energy Bill》(National Oceanic and Atmospheric Administration's (NOAA) )

<sup>2</sup> 《Not All Climate Shocks Are Alike: How ENSO Impacts Oil Prices》(Marco Gallegati, William Ginn, Jamel Saadaoui)

图 13: 厄尔尼诺 - 南方涛动概率预报 (2026 年 5 月)



资料来源：美国国家海洋和大气管理局气候预测中心

### 3、影响传导：跨资产风险映射与避险重估

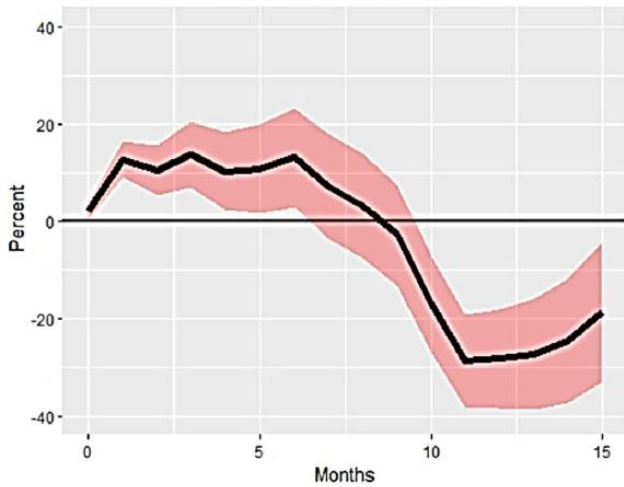
#### 1. 新兴市场资产风险溢价：主权债息差的脉冲与超调

厄尔尼诺带来的极端天气与大宗商品贸易条件恶化，宏观经济受损及财政支出增加会迅速引发投资者对主权债务可持续性的担忧，尤其是对气候和金融具有“双重脆弱性”的新兴市场（如拉美地区）。

强厄尔尼诺冲击会导致拉美等新兴市场国家的主权债息差在短期内出现较大波动，冲击发生后的前 6 个月内息差会出现高达约 15% 的跳升<sup>1</sup>。然而，这种上涨往往伴随着市场面对高不确定性时的“过度反应”。在冲击发生后的第 6 至第 10 个月，息差会经历急剧的向下修正，并最终向冲击前的水平收敛。因此，对于新兴市场固收投资者而言，在气候冲击初期索取更高的风险补偿后，需敏锐把握第半年至一年的均值回归交易窗口。

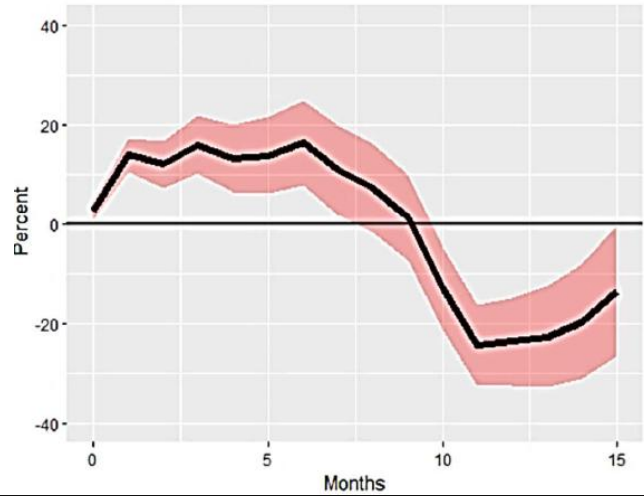
<sup>1</sup> 《Climate and sovereign risk: the Latin American experience with ENSO events》（Olivier Damette, Clement Mathonnat and Julien Thavard）

图 14: 强厄尔尼诺冲击的累积局部投影 (LP) 脉冲响应 (未加入宏观经济控制变量)



资料来源: 《Climate and sovereign risk: the Latin American experience with strong ENSO events》(Olivier Damette, Clément Mathonnat and Julien Thavard)

图 15: 强厄尔尼诺冲击的累积局部投影 (LP) 脉冲响应 (已加入宏观经济控制变量)



资料来源: 《Climate and sovereign risk: the Latin American experience with strong ENSO events》(Olivier Damette, Clément Mathonnat and Julien Thavard)

## 2. 农业与食品板块股票: 基于时间与频段的冲击分化

极端气候带来的农产品价格上涨, 将通过供应链成本向上市公司的现金流与利润率传导, 气候异常信息向股票市场的传递具有时滞性。

- **短期冲击聚焦上游:** 在短期时间尺度内, 厄尔尼诺风险主要向 MSCI 全球农业指数等“上游农业板块”产生直接影响。此时, 干旱扰动叠加粮价上行预期, 往往会提振市场对于具备耐热、耐旱及抗逆性高的优质种子需求, 为种业及种植板块带来短期的结构性看多机会。
- **长线冲击向中下游蔓延:** 在长期时间尺度上, 厄尔尼诺的破坏性影响将深度渗透至标普食品饮料等“中下游产业链指数”。此时, 原料成本的实质性攀升及供应链断裂, 将挤压包装食品及分销商的毛利率, 导致这些股票的价格波动率大幅放大并持续承压。应在短期顺势做多上游农业, 而在中长期对中下游食品制造企业进行风险规避。

图 16: 厄尔尼诺对农食产业链股票的风险转移强度

股票指数	产业链位置	短期冲击 (高频/数月内)	中期冲击 (低频/过渡期)	长期冲击 (残差趋势/跨年)	风险传导全周期演变轨迹与定性结论
MSCI 农业与化肥指数 (M2W00AGF)	上游农业	VL比率: 3.986; p 值: < 0.001 (显著)	VL比率: 0.741; p 值: 0.900 (不显著)	VL比率: 4.809; p 值: 0.030 (显著)	呈“N型”传导轨迹。灾害初期风险迅速计价(短期显著); 中期受库存周期调节, 显现阶段性“缓冲期”(中期不显著); 长周期下供给侧产量破坏的影响再度凸显。
彭博世界农业指数 (BWAGRI)	上游农业	VL比率: 2.195; p 值: 0.020 (显著)	VL比率: 2.336; p 值: 0.420 (不显著)	VL比率: 27.512; p 值: < 0.001 (极显著)	短期快速反应, 中期见缓冲, 长期风险弹性释放。进入长周期后风险暴露放大(比率跃升至27.512), 表明长线上游看多逻辑的确定性相对明确。
纳斯达克智能食品饮料 (NQSSFBI)	中下游食品	VL比率: 1.000; p 值: 0.666 (不显著)	VL比率: 31.849; p 值: < 0.001 (极显著)	VL比率: 1.000; p 值: 1.235 (不显著)	呈“倒V型”定向释放。冲击主要聚焦于产业链传导的中期。随着供应链受阻与运费上行率先向分销及包装环节发难, 中游环节阶段性承压明显。
S&P 食品与饮料指数 (SPSIFBN)	中下游食品	VL比率: 2.183; p 值: 0.680 (不显著)	VL比率: 0.204; p 值: 0.650 (不显著)	VL比率: 19.225; p 值: < 0.001 (极显著)	典型“滞后显性化”特征。中短期传导不显著; 但长周期下成本压力最终转嫁至下游终端, 长期基本面趋势逐步承压变盘。

资料来源:《Exploring the effect of climate risk on agricultural and food stock prices: Fresh evidence from EMD-Based variable-lag transfer entropy analysis》(Zouhaier Dhifaoui, Rabeh Khalfaoui, Sami Ben Jabeur, Mohammad Zoynul Abedin)、国海证券研究所(注: VL 转移熵比率大于 1 且 p 值 < 0.05, 即代表存在因果风险传导)

### 3. 贵金属避险防线: 抗通胀属性与白银的超额弹性

在厄尔尼诺引发的农产品、原油价格上涨(结构性通胀压力)以及宏观经济增长放缓的双重阴霾下, 贵金属展现出了良好的防御与对冲价值。

面对厄尔尼诺负面冲击所引发的通胀和罕见灾害风险, 黄金和白银的实际收益率均出现上涨。但值得注意的是, 白银在此类气候灾害冲击中表现出了远超黄金的对冲弹性。在遭遇一个标准差的厄尔尼诺意外冲击后, 在冲击发生后的 41 个季度内, 白银的实际收益率平均升幅可达 2.51 个百分点, 而黄金的平均升幅为 1.14 个百分点<sup>1</sup>。这表明, 在极端气候频发阶段, 利用贵金属平滑传统金融市场动荡时, 可战略性地向白银倾斜, 以获取对冲灾害风险与通胀压力的超额补偿。从择时上来看, 金银的实际收益率通常在冲击发生后的第 2-3 个季度展现出最强的超额弹性。

<sup>1</sup> 《The (Asymmetric) Effect of El Niño and La Niña on Gold and Silver Prices in a GVAR Model》(Afees A. Salisu, Rangan Gupta, Jacobus Nel and Elie Bouri)

图 17: 黄金实际收益率对厄尔尼诺冲击的脉冲响应

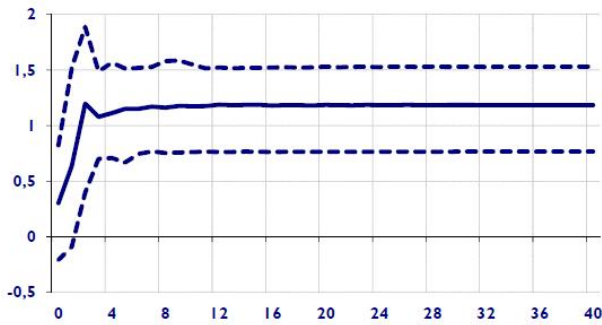
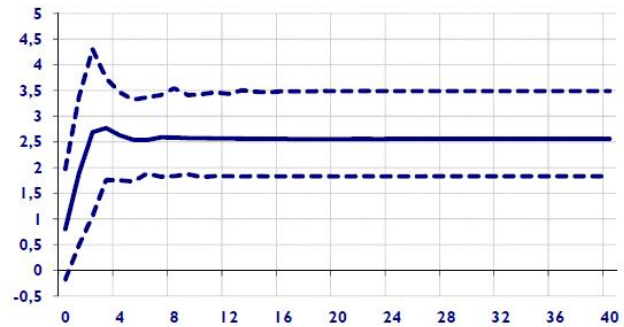


图 18: 白银实际收益率对厄尔尼诺冲击的脉冲响应



资料来源:《The (Asymmetric) Effect of El Niño and La Niña on Gold and Silver Prices in a GVAR Model》(Afees A. Salisu, Rangan Gupta, Jacobus Nel and Elie Bouri) (注:此处实际收益率 = 名义收益率 - 同期通胀率, (X轴): 冲击发生后的季度数 (Quarters after shock), (Y轴): 实际收益率 (real returns) 的脉冲响应值, 单位: 个百分点)

资料来源:《The (Asymmetric) Effect of El Niño and La Niña on Gold and Silver Prices in a GVAR Model》(Afees A. Salisu, Rangan Gupta, Jacobus Nel and Elie Bouri) (注:此处实际收益率 = 名义收益率 - 同期通胀率, (X轴): 冲击发生后的季度数 (Quarters after shock), (Y轴): 实际收益率 (real returns) 的脉冲响应值, 单位: 个百分点)

## 4、交易推演: 厄尔尼诺预期下的配置策略

厄尔尼诺预期已逐步成为下半年市场定价的关键变量。气候冲击对资产的影响具有明显的结构性与阶段性特征。本系列配置策略的启动, 建议紧盯 NOAA (美国国家海洋和大气管理局) 或中国国家气候中心发布的海表温度 (SST) 异常值。当 Niño 3.4 指数连续三个月偏高并确认趋势时, 即为右侧建仓信号。

### 1. 商品策略: 农产品跨区套利, 低配能源

大宗商品的供需受气候影响呈现区域分化, 建议在农产品端寻找确定性对冲, 并在能源端规避需求减量风险。

- **农产品 (跨品种套利):** 基于前文论证的旱涝分化格局, 农产品多空对冲胜率较高。建议在气候异动确立初期, 构建“多棕榈油/白糖、空美豆/豆粕”的头寸。在脉冲行情兑现 (约第 4-6 个月) 后逐步止盈。
- **能源 (偏空/低配):** 建议在商品组合中低配原油。宏观“暖冬预期”将实质性削弱北半球冬季的取暖用油需求; 同时, 大西洋飓风减少降低了海上钻井停产风险。在宏观总需求平稳且无额外地缘黑天鹅的前提下, 暖冬预期及飓风扰动的减少, 将作为边际利空因素, 对原油价格形成压制。

图 19: 厄尔尼诺现象下商品配置策略

农产品 (跨品种套利)



能源 (偏空/低配)



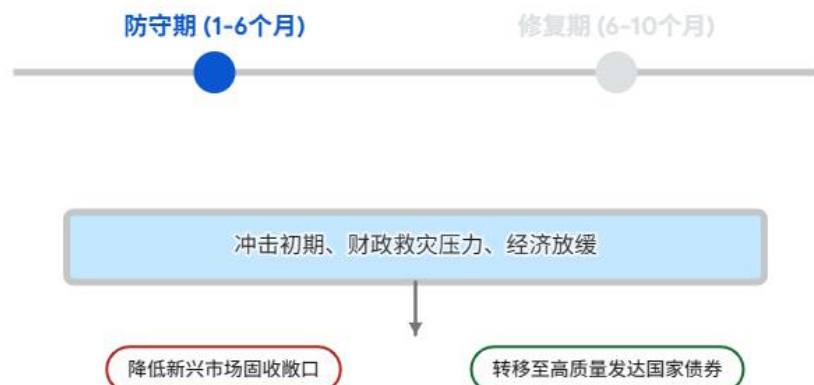
资料来源: 国海证券研究所

2. 固收策略: 规避敏感型主权债, 左侧把握均值回归

新兴市场固收资产对气候灾害的定价往往存在初期情绪超调与后期均值回归的特征, 配置上需把握好节奏。

- **防守期 (冲击后 1-6 个月内):** 气候扰动初期, 财政救灾压力与经济放缓预期将推升拉美等新兴市场的主权债务风险溢价。建议降低农业占比较高的新兴市场固收敞口, 将底仓转移至受气候影响较小、基本面稳健的发达国家高质量债券。
- **修复期 (冲击后 6-10 个月后):** 市场对灾害风险的计价往往会在中后期出现过度反应。随着情绪回稳, 前期因恐慌走阔的新兴市场主权债息差会向均值收敛。建议在此时左侧关注并布局被错杀的优质新兴市场债券, 博弈息差收窄的修复收益。

图 20: 厄尔尼诺现象下固收配置策略



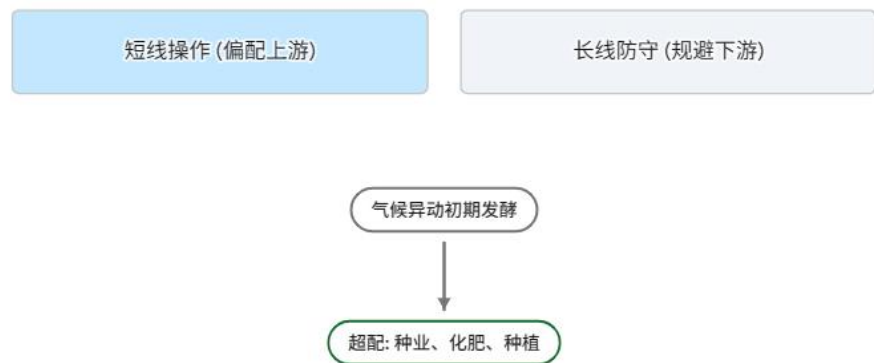
资料来源: 国海证券研究所

### 3. 权益策略：顺应产业链时滞，执行跨期轮动

气候风险向企业利润的传导存在时间差，权益配置不宜盲目全面做多农业，应依据风险传导节奏进行上下游轮动。

- **短线操作（偏配上游）**：气候异动初期，极端天气预期率先在上游发酵。建议阶段性超配具备耐旱、抗逆优势的种业、化肥及上游农业种植板块，获取天气风险溢价。
- **长线防守（规避下游）**：随着时间推移，上游农产品的涨价成本将逐步传导至中下游。缺乏定价权的食品饮料加工企业及分销商的毛利率将受挤压。中长期策略上，建议降低下游食品制造板块的仓位敞口，规避成本传导滞后带来的盈利下修风险。

图 21：厄尔尼诺现象下权益配置策略



资料来源：国海证券研究所

### 4. 另类与避险策略：黄金底仓防守，白银增强弹性

在农产品涨价引发通胀预期及宏观经济承压的背景下，贵金属是组合中重要的对冲工具。

- **配置重心（稳配黄金，增配白银）**：建议维持黄金的底仓配置，以发挥基础的抗通胀与避险功能。同时，在极端气候引发的通胀脉冲中，白银的实际收益率修复弹性表现优于黄金。可适当向白银倾斜，以增强应对滞胀风险的整体收益弹性。从择时上来看，在灾害确立后的前半年内持有并逢高止盈。

图 22: 厄尔尼诺现象下避险配置策略



资料来源：国海证券研究所

## 5、风险提示

**气候演变不及预期：**气象模型预测存在概率性误差，厄尔尼诺现象的实际发生时间、演变强度及持续周期可能不及预期，可能导致报告中基于极端气候对农产品和能源供需基本面的假设及相关结论存在偏差。

**历史比较法的局限性：**历史上历次厄尔尼诺时期的宏观经济与气候背景与当前环境存在差异，过往大宗商品涨跌、新兴市场主权债息差及金银避险的经验对比可能存在局限性风险，历史情形仅供研究参考，不能完全代表未来资产的实际表现。

**全球经济波动超预期：**全球经济超预期波动（如需求深度衰退）可能掩盖极端气候带来的结构性供需缺口，进而影响正常情况下的各类宏观经济活动与大类资产定价逻辑。

**关税和货币等政策不确定性：**美国关税、货币等政策仍存在较大的不确定性，美联储利率环境的超预期变化可能会对新兴市场主权债与贵金属等避险资产的估值产生额外影响，导致相关假设及结论存在偏差。

**中美贸易摩擦加剧：**中美贸易摩擦加剧可能影响国际大宗商品（尤其是大豆等农产品）的进出口贸易流向等，进而影响经济基本面，部分相关产业链及个股可能会有负面影响。

**经济政策超预期变化：**中国作为全球重要的大宗商品需求国，其宏观政策超预期变化可能带来相关商品需求预期的波动及资本市场交易行为的改变。

**通胀显著超预期：**极端天气引发的农产品价格上涨若叠加宏观因素，可能导致“天气通胀”超预期波动，对全球主要央行的货币收紧节奏以及中下游实体企业的利润传导等形成剧烈扰动。

**地缘冲突升级及持续时间超预期：**冲突规模升级与持续时间若超预期，可能引发粮食出口国采取贸易保护主义，加剧地缘政治风险，叠加气候因素将进一步冲击能源与大宗商品价格，扰动全球经济及市场风险偏好。

## 【策略研究小组介绍】

赵阳，国海证券研究所策略组首席分析师，9年策略研究经验，伯明翰大学货币银行金融硕士，南开大学金融学与行政管理双学士，2023-2024年新财富最佳分析师第1名、2022年新财富最佳分析师第3名、2021年新财富最佳分析师第2名团队核心成员。先后在广发证券、天风证券研究所从事策略研究。擅长行业轮动与市场情绪研究，在大势研判、风格和行业比较、组合构建等方面有独创研究。

李畅，策略分析师，华东师范大学世界经济硕士，侧重A股策略、大类风格、行业比较等研究。

袁野，策略分析师，香港大学硕士，侧重美股、美债、港股等海外市场研究。

李历，策略分析师，华南师范大学硕士，侧重A股数据挖掘、大类资产量化等研究。

## 【分析师承诺】

赵阳，袁野，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，请公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司的证券研究报告。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。