下载日志已记录，仅供内部参考

华创证券 HUA CHUANG SECURITIES

证券研究报告

农林牧渔 2026 年 06 月 30 日

华创农业农产品系列报告一

厄尔尼诺再临：农产品供给侧扰动与价格重估

推荐（维持）

- **厄尔尼诺再临，农产品供给侧扰动与价格重估值得关注。**NOAA 于 6 月 11 日宣布热带太平洋已出现厄尔尼诺现象并发布预警，中国气象局预计夏秋季将发展成为一次中等及以上强度的厄尔尼诺事件。厄尔尼诺通常给东南亚、澳大利亚带来高温干旱，并改变印度季风与美洲降水格局，叠加农作物生理传导滞后，其冲击往往滞后数月乃至次年显现。**我们认为，棕榈油、天然橡胶、白糖、棉花等主产区高度集中于厄尔尼诺事件影响核心地带的农产品，供给侧弹性与价格重估机会值得重点跟踪。**
- **棕榈油：气候扰动与生产周期滞后叠加，供给弹性或居油脂之首。**棕榈油产地高度集中于印尼和马来西亚，两国均处厄尔尼诺干旱核心区。油棕全年连续结果，干旱对花序分化和果实发育的损伤自受旱起即在各阶段上累计，但因临近成熟果占比有限，**减产在总量上通常滞后于时间确认 9-12 个月**。历史来看，印尼树龄更年轻，修复更快，与马来西亚形成减产节奏和幅度的非对称。此外，干旱诱发火灾构成影响产量的第二路径，厄尔尼诺将大幅增加火灾潜在风险。**我们判断本轮影响或于 26 年末至 27Q1 初步显现、27Q2-Q3 明显减产，叠加主产国树龄老化与种植面积管控，为棕榈油价格构筑较坚实底部。**
- **天然橡胶：厄尔尼诺叠加树龄老化支撑价格，主产国减产节奏错位或形成天然对冲。**全球天然橡胶超五成产自泰国、印尼和越南，产业集中度较高且位于干旱影响核心地带。极端气候变化或在即期恶化割胶环境，迫使割胶推迟，影响生产节奏和产量。同时，橡胶树生产依赖潮湿气候，受旱到生产修复需约 9-12 个月。**我们认为，厄尔尼诺或为本轮供给扰动的核心驱动，**而当前主产区平均树龄上涨令供给结构抗冲击与恢复能力下降，**放大了气候对产量的冲击，实质性减产概率提升，对价格形成支撑。**从历史来看，**三国单产降幅在时间上或形成天然对冲，叠加新兴产地快速扩张，能部分平滑全球产量波动，**故在未出现其他重大利好的情况下短期价格急涨概率较低，**价格上涨仍有较好支撑**。
- **白糖：天气扰动叠加政策与能源因素，糖价底部支撑较强。**核心产销国为巴西、印度、泰国。巴西中南部在厄尔尼诺背景下往往呈现天气影响分阶段传导的特征，前期降水改善有利于甘蔗生长，而后期若降雨偏多则可能压制甘蔗含糖率（ATR）并扰动压榨进度；印度季风降雨异常可能影响甘蔗产量，而出口配额及出口限制政策则可能进一步放大全球贸易流偏紧预期；泰国甘蔗对干旱高度敏感，历史上减产概率较高，对区域现货供给影响更为直接。此外，国际油价通过影响巴西糖醇比，进一步增强糖价与能源市场的联动性。**我们判断，本轮厄尔尼诺或对白糖全球总产量影响整体有限，但可能通过扰动市场对主产区供给的预期，为糖价提供阶段性支撑。未来糖价能否能演变为上涨趋势，仍取决于巴西糖醇比、印度出口政策以及全球贸易流变化等因素的共同作用。**
- **棉花：区域分化下供给不确定性提升，市场波动或进一步放大。**中国、印度、巴西、美国四国合计约占全球产量 76%，厄尔尼诺对各国影响路径分化。美国德州旱地棉对干旱和极端降雨敏感，弃耕率波动可能影响美棉供给；印度棉区易受季风异常影响，单产存在下行风险；巴西棉花面积预计维持高位，但产量表现取决于主产区天气及单产变化。**我们判断，全球总产量或呈弱稳特征，供应增长空间相对有限，主要出口国产量及品质的不确定性仍可能阶段性放大市场波动，增强价格向上弹性。**
- **投资建议：强厄尔尼诺预期下，建议关注棕榈油、橡胶、白糖、棉花产业的供给侧扰动与价格重估机会。**需求增长与供给受限下，棕榈油价格可能因气候减产预期进一步抬升；橡胶需求较稳定，价格可能受高温干旱导致的推迟割胶推升而走高；在全球消费刚性、印度出口政策不明及主产区天气风险之下，国际糖价具备较强底部支撑；棉花区域分化加强供给不确定性，天气扰动或放大市场波动。标的方面，推荐棕榈油板块的赞宇科技；重点关注中粮糖业、百隆东方、冠农股份。
- **风险提示：**厄尔尼诺强度变化导致实际增产/减产不及预期；极端天气风险；政策波动风险。

华创证券研究所

证券分析师：张皓月

邮箱：zhanghaoyue@hcyjs.com

执业编号：S0360524070009

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	101	0.01
总市值(亿元)	11,137.30	0.85
流通市值(亿元)	8,662.48	0.83

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	-8.8%	-24.2%	-13.3%
相对表现	-9.5%	-30.4%	-39.0%



相关研究报告

《华创农业 5 月白羽肉禽月报：毛鸡价格高位持稳，鸡苗价格震荡上调》

2026-06-21

《华创农业 6 月 USDA 农产品跟踪报告：USDA 上调全球玉米产量预测，下调全球大豆产量预测》

2026-06-21

《动保行业 5 月跟踪报告：5 月多数疫苗批签发继续同比下降，兽药原料药价格偏弱势运行》

2026-06-19

下载日志已记录，仅供内部参考

投资主题

报告亮点

本报告的突出价值在于超越“厄尔尼诺必然导致减产，从而推高价格”的简单线性框架，从厄尔尼诺事件影响在地域上的非对称性与时间上的非同步性入手，深度解析厄尔尼诺事件对不同产区农产品生产影响的主要及次要路径。报告指出，厄尔尼诺事件对农产品的冲击受到事件强度、产区地理区位、产区种植结构等多因素调节，其最终影响可能受作物生产特点影响，呈现出滞后性。报告重点剖析了强厄尔尼诺预期下，棕榈油、天然橡胶、白糖和棉花主产区受气候变化直接影响和次生影响而导致的产量变化。报告同时指出，天气因素可能不造成实质性产量变化，但仍可能通过交易预期推高相关品种价格。

投资逻辑

厄尔尼诺背景下的农产品价格上涨，实质是对于相对稳定甚至扩张的需求下，对供应短缺风险的重新定价。供给端，四类农产品主产区高度集中于厄尔尼诺影响的核心与次核心地带，对气候扰动高度敏感。棕榈油、天然橡胶主产国普遍存在的树龄老化问题放大了厄尔尼诺的减产效应；印度出口约束与东南亚天气风险抬升白糖供给不确定性，巴西增产难以完全对冲全球白糖减量风险；棉花主产区增减产变化不一，供给量维持弱稳，价格波动放大。**因此，本轮厄尔尼诺或成为供给端风险定价的核心驱动，**区域间与品种间的产量、质量分化，以及能源价格和政策调控的交织，将成为阶段性放大市场波动的重要变量。推荐关注品种：棕榈油、天然橡胶、白糖、棉花；标的方面，推荐棕榈油板块的赞宇科技；重点关注中粮糖业、百隆东方、冠农股份。

下载日志已记录，仅供内部参考

目 录

一、 厄尔尼诺再临，发展成为中等及以上强度概率较大 6
（一） 厄尔尼诺现象成因 6
（二） 厄尔尼诺监测指标及类型 6
（三） 厄尔尼诺历史复盘 8
（四） 当前厄尔尼诺形势 8
二、 厄尔尼诺对农产品的影响分析 9
（一） 棕榈油：气候扰动与生长周期滞后叠加，供给弹性或居油脂之首 9
1、 世界棕榈油产区位于厄尔尼诺所致干旱的核心影响区域 9
2、 干旱影响油棕生长的传导逻辑 10
3、 历史减产与价格行情复盘 11
4、 26-27 年棕榈油供需价格展望 12
（二） 天然橡胶：干旱叠加树龄约束，价格具备支撑 13
1、 世界天然橡胶产区分布 13
2、 高温干旱对割胶、树势的双重压制 13
3、 历次厄尔尼诺橡胶产量复盘 15
4、 本轮橡胶价格或因厄尔尼诺形成的潜在供应缺口得到较强支撑 16
（三） 白糖：南北半球气候反向对冲，糖价震荡运行 17
1、 巴西、印度和泰国是影响全球糖市供需平衡的关键国家 17
2、 厄尔尼诺对巴西、印泰甘蔗影响不同 17
3、 厄尔尼诺对糖市影响的历史复盘 19
4、 新榨季白糖价格能否形成上涨趋势受多因素互相制约 22
（四） 棉花：各国产量分化，棉价波动抬升 23
1、 世界棉花产区分布 23
2、 厄尔尼诺分国别扰动棉花单产与品质 24
3、 厄尔尼诺对各产地影响的历史复盘 25
4、 供给端影响有限，厄尔尼诺引起的产量与品质不确定性或可为价格提供支撑 27
三、 投资建议 28
四、 风险提示 28

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图表 1 厄尔尼诺机制示意图 6
图表 2 厄尔尼诺强度等级及典型年份 7
图表 3 1950 年以来厄尔尼诺事件强度及类型 7
图表 4 6 月 NOAA 厄尔尼诺强度概率分布预测图 9
图表 5 6 月 NOAA 厄尔尼诺强度概率分布预测表 9
图表 6 2026/27 全球棕榈油产量（预测）分布情况 9
图表 7 棕榈树生长周期示意图 10
图表 8 1997 印尼大火卫星云图 11
图表 9 2015 印尼大火烧毁林地 11
图表 10 印尼和马来西亚棕榈果单产环比变化图 11
图表 11 马来西亚棕榈油产量 YOY 变化图 12
图表 12 印尼棕榈油产量 YOY 变化图 12
图表 13 厄尔尼诺指数与棕榈油价格变化图 12
图表 14 原油价格与棕榈油价格变化图 12
图表 15 2025 年天然橡胶产量分布 13
图表 16 天然橡胶生产周期示意图 14
图表 17 印尼火灾风险上升 14
图表 18 泰国天然橡胶单产 YOY 变化图 15
图表 19 印尼天然橡胶单产 YOY 变化图 15
图表 20 越南天然橡胶单产 YOY 变化图 15
图表 21 天然橡胶主产国产量变化图 16
图表 22 厄尔尼诺指数与天然橡胶价格变化图 16
图表 23 原油价格与天然橡胶价格变化图 16
图表 24 2025/26 榨季全球白糖生产国家或地区分布情况 17
图表 25 甘蔗生长周期具体情况 18
图表 26 2015/16 年度印度降雨异常 19
图表 27 2023 年巴西降水异常 19
图表 28 FRP 刺激下一季度扩种 19
图表 29 印度单产变化 19
图表 30 2015 年四季度巴西甘蔗出糖率同比下降 20
图表 31 2023 年巴西桑托斯港口拥堵 20
图表 32 2015 年、2023 年 6-9 月西南季风平均降雨量异常 21
图表 33 印度全国白糖产量（单位：万吨） 21

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 34 2023 年印度库存压力 21
图表 35 2023 年印度食品 CPI 同比升高 21
图表 36 2015/16 及 2023/24 榨季泰国糖单产大幅受挫 22
图表 37 泰国原糖升贴水飙升 22
图表 38 2025/26 产季全球各国棉花产量分布 23
图表 39 棉花的生长周期 24
图表 40 2023/24 厄尔尼诺周期新疆春季遭遇干冷寒潮，夏季降水严重偏少叠加高温形成干热风胁迫 25
图表 41 2015/16、2023/24 印度棉花单产、产量受创 26
图表 42 全美及西南部（主德州）弃耕率情况 26
图表 43 厄尔尼诺周期总产量萎缩 26
图表 44 巴西籽棉单产及产量 27

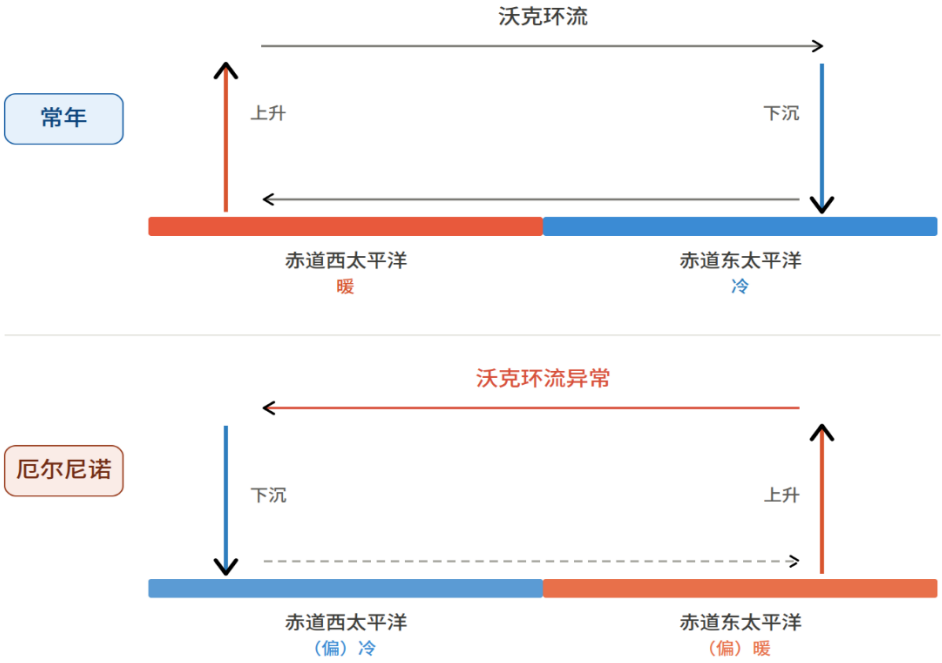
下载日志已记录，仅供内部参考

一、厄尔尼诺再临，发展成为中等及以上强度概率较大

（一）厄尔尼诺现象成因

厄尔尼诺是指赤道太平洋上常年吹的东风（信风）减弱，原本被堆积在西太平洋的表层暖水向东回流、铺展至中东太平洋，使该海域海温异常偏暖的事件。海温变暖会进一步削弱信风，信风减弱又让更多暖水东移——海洋与大气彼此放大，事件得以发展增强。其影响通过降雨中心东移和大气环流移位向全球传导，但在不同地区方向各异：**通常给东南亚、澳大利亚带来高温干旱，给南美部分地区带来多雨，并改变印度季风与美洲的降水格局，从而对各主要农产品的主产区产生差异化影响**。该现象大致每 2–7 年循环一次，通常春季萌发、秋冬达峰，故对农作物的冲击往往滞后数月乃至次年显现。

图表 1　厄尔尼诺机制示意图



资料来源：中国气象局，华创证券

（二）厄尔尼诺监测指标及类型

厄尔尼诺的判断主要依赖对赤道太平洋四个地理区域的海表温度（SST）异常值的监测。根据 NOAA（美国国家海洋与大气管理局）的标准，连续 5 个月的 NINO3.4 区海温指数的 3 个月滑动平均值≥0.5℃定义为一次厄尔尼诺事件。此外，衡量东西太平洋气压差的南方涛动指数（SOI）也用作辅助判断，澳大利亚气象局将 SOI 指数持续≤-7 时视作厄尔尼诺的强信号。厄尔尼诺的强度根据 ONI 绝对值划分为弱（+0.5°C≤峰值 ONI <+1°C）、中等（+1°C≤峰值 ONI <+1.5°C）、强（+1.5°C≤峰值 ONI <+2°C）以及超强（+2°C≤峰值 ONI）四个等级。2026 年 2 月开始，NOAA 使用 RONI（相对海洋尼诺指数）以代替 ONI，新指数剔除了热带海洋整体增暖的背景干扰。在此标准下，最近的 2023-2024 年厄尔尼诺事件从 ONI 标准的“超强”下调至 RONI 标准下的“强”。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 2 厄尔尼诺强度等级及典型年份

强度等级	ONI 范围（℃）	典型厄尔尼诺年份
弱（Weak）	+0.5℃≤峰值 ONI <+1℃	1977-1978、2004-2005
中等（Moderate）	+1℃≤峰值 ONI <+1.5℃	1968-1969、2002-2003
强（Strong）	+1.5℃≤峰值 ONI <+2℃	1991–1992、1986-1987
超强（Very strong）	+2℃≤峰值 ONI	1982-1983、1997–1998、2015–2016

资料来源：NOAA，华创证券

由于不同类型厄尔尼诺造成的影响具有较大差异，中国国家气象局在 2017 年制定发布了《厄尔尼诺/拉尼娜事件判别方法》国家标准，对厄尔尼诺事件进行区分。该标准将海温异常暖中心出现在赤道东太平洋区域的厄尔尼诺事件定义为东部型厄尔尼诺，将海温异常暖中心出现在赤道中太平洋日界线附近的厄尔尼诺事件定义为中部型厄尔尼诺。

我国采用东部型指数（IEP）和中部型指数（ICP）来判定事件的类型。如果 IEP 的绝对值达到或超过 0.5℃且持续至少 3 个月的类型判定为东部型事件；事件过程中，ICP 的绝对值达到或超过 0.5℃且持续至少 3 个月的类型判定为中部型事件；若一次事件中同时包含上述两种情况、存在两种类型间的转换，则将事件峰值所在类型定义为事件主体类型，另一种为非主体类型，整个事件的类型以事件主体类型为准。该指标对事件的监测结果与中国气候异常对应关系好于其他指标。

图表 3 1950 年以来厄尔尼诺事件强度及类型

序号	起止年月	长度（月）	峰值时间	峰值强度（℃）	强度等级	事件类型
1	1951.08—1952.01	6	1951.11	0.8	弱	东部型
2	1957.04—1958.07	16	1958.01	1.7	中等	东部型
3	1963.07—1964.01	7	1963.11	1.1	弱	东部型
4	1965.05—1966.05	14	1965.11	1.7	中等	东部型
5	1968.10—1970.02	17	1969.02	1.1	弱	中部型
6	1972.05—1973.03	11	1972.11	2.1	强	东部型
7	1976.09—1977.02	6	1976.10	0.9	弱	东部型
8	1977.09—1978.02	6	1978.01	0.9	弱	中部型
9	1979.09—1980.01	5	1980.01	0.6	弱	东部型
10	1982.04—1983.06	15	1983.01	2.7	超强	东部型
11	1986.08—1988.02	19	1987.08	1.9	中等	东部型
12	1991.05—1992.06	14	1992.01	1.9	中等	东部型
13	1994.09—1995.03	7	1994.12	1.3	中等	中部型
14	1997.04—1998.04	13	1997.11	2.7	超强	东部型
15	2002.05—2003.03	11	2002.11	1.6	中等	中部型
16	2004.07—2005.01	7	2004.09	0.8	弱	中部型
17	2006.08—2007.01	6	2006.11	1.1	弱	东部型

下载日志已记录，仅供内部参考

18	2009.06—2010.04	11	2009.12	1.7	中等	中部型
19	2014.10—2016.04	19	2015.12	2.8	超强	东部型
20	2018.09—2019.06	10	2018.11	1.0	弱	中部型
21	2019.11—2020.03	5	2019.11	0.6	弱	中部型

资料来源：中国气象局，华创证券整理

注：由于不同国家采用的厄尔尼诺事件判定标准不同，同一事件可能被判别为不同强度

通常来说，东部型厄尔尼诺的强度较中部型更强。在**东部型厄尔尼诺事件**中，赤道东太平洋海温异常升高，其上空的对流活动变得活跃，导致这一地区降水增多，**南美沿岸国家也因此异常多雨**。同时，对流区的东移又使得西太平洋地区降水大大减少，从而导致**印度尼西亚、澳大利亚东部及周边国家出现干旱**。通过大气环流作用，厄尔尼诺将热带地区大气和海洋的异常信号传给了其他地区，从而对全球气候带来了不同程度的影响。中部型厄尔尼诺事件不仅在发展演变机制上与东部型厄尔尼诺不同，其对全球大气环流、西北太平洋台风和大西洋飓风活动以及北美、澳大利亚和东亚的气温和降水影响也都表现出与东部型厄尔尼诺显著的差异。当**中部型厄尔尼诺发生**时，由于最大海温异常暖中心位于赤道中太平洋日界线附近，对流活跃区较东部型厄尔尼诺偏西，**对南美、北美西海岸，甚至日本和新西兰气候的影响与东部型厄尔尼诺的影响可能完全相反。**

对我国而言，**当东部型厄尔尼诺发生时，从当年秋季到次年夏季，我国东部地区都有显著的降水异常，降水异常的区域在不同的季节有变化。**但是当**中部型厄尔尼诺发生时，我国大部分地区与厄尔尼诺的关系并不显著、季节差异性大。**

（三）厄尔尼诺历史复盘

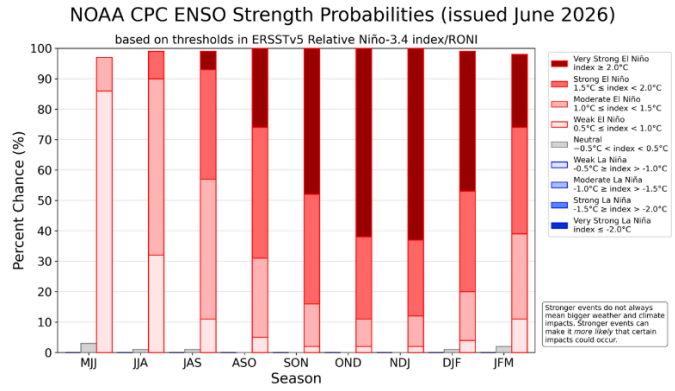
从历史来看，1980 年以来总共出现 3 次极强厄尔尼诺事件，分别发生在 1982-1983、1997-1998、2015-2016，三次事件均为东部型厄尔尼诺。1）1982/83 期间，澳大利亚遭遇严重干旱并引发丛林大火，印尼、东南亚同步干旱；秘鲁、厄瓜多尔和美国加州出现灾难性洪水;印度季风偏弱、南部非洲干旱。2）1997/98 期间，印尼及东南亚极端干旱直接诱发大规模森林火灾；秘鲁、阿根廷暴雨成灾，东非洪涝；澳大利亚、中美洲干旱。3）2015/16 期间，全球极端高温频繁；巴西、澳大利亚、菲律宾等国出现严重干旱；美国中西部、印度半岛等地暴雨；南非、埃塞俄比亚等国干旱。

（四）当前厄尔尼诺形势

NOAA 于 6 月 11 日宣布，**热带太平洋地区已出现厄尔尼诺现象**，并发布了厄尔尼诺预警。其在 6 月发布的 ENSO 强度可能性预测结果显示，**今年 11 月-次年 1 月峰值达到强及以上厄尔尼诺的可能性约为 88%，发展为超强厄尔尼诺事件概率约为 63%。**中国气象局预测本轮厄尔尼诺事件**夏秋季将发展成为一次中等及以上强度的厄尔尼诺事件**，发生强事件的概率在增大，**于秋冬季达到峰值，预计明年春季衰减。**

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 4 6 月 NOAA 厄尔尼诺强度概率分布预测图



资料来源：NOAA

图表 5 6 月 NOAA 厄尔尼诺强度概率分布预测表

Season	Index ≤ -2.0°C	-1.5°C ≥ Index > -2.0°C	-1.0°C ≥ Index > -1.5°C	-0.5°C ≥ Index > -1.0°C	−0.5°C < Index < 0.5°C	0.5°C ≤ Index < 1.0°C	1.0°C ≤ Index < 1.5°C	1.5°C ≤ Index < 2.0°C	Index ≥ 2.0°C
MJJ	0	0	0	0	3	86	11	0	0
JJA	0	0	0	0	1	32	58	9	0
JAS	0	0	0	0	1	11	46	36	6
ASO	0	0	0	0	0	5	26	43	26
SON	0	0	0	0	0	2	14	36	48
OND	0	0	0	0	0	2	9	27	62
NDJ	0	0	0	0	0	2	10	25	63
DJF	0	0	0	0	1	4	16	33	46
JFM	0	0	0	0	2	11	28	35	24

资料来源：NOAA 华创证券

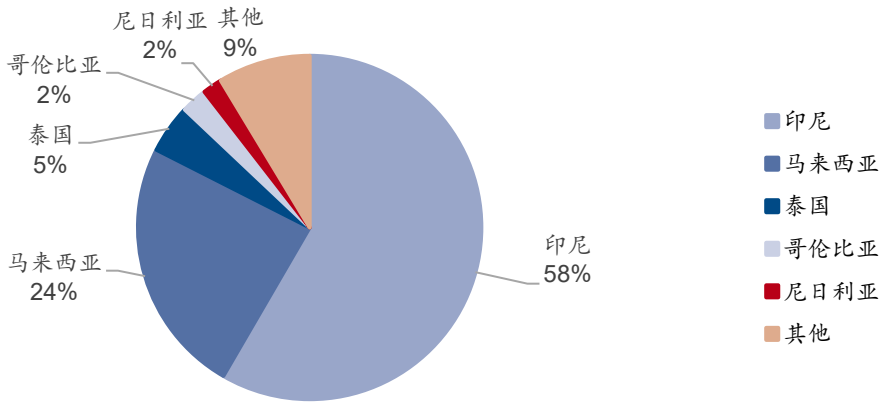
二、厄尔尼诺对农产品的影响分析

（一）棕榈油：气候扰动与生长周期滞后叠加，供给弹性或居油脂之首

1、世界棕榈油产区位于厄尔尼诺所致干旱的核心影响区域

当前世界棕榈油产地集中在东南亚。USDA 数据预测 26/27 产季，印度尼西亚棕榈油供给 4750 万吨，约占总供给 58.4%；马来西亚供给 1960 万吨，约占总供给 24.1%。两国均在厄尔尼诺所导致干旱的核心影响区域，使得全球棕榈油市场对降水变化导致的产量波动更为敏感。**我们认为，产能格局和地理条件叠加下，一旦厄尔尼诺兑现，全球棕榈油产量弹性或将明显高于其他主要油脂。结合油棕生产过程的滞后，厄尔尼诺对单产的抑制可能会在事件确认后 9-12 个月集中体现，存在供给端紧缩风险。**

图表 6 2026/27 全球棕榈油产量（预测）分布情况



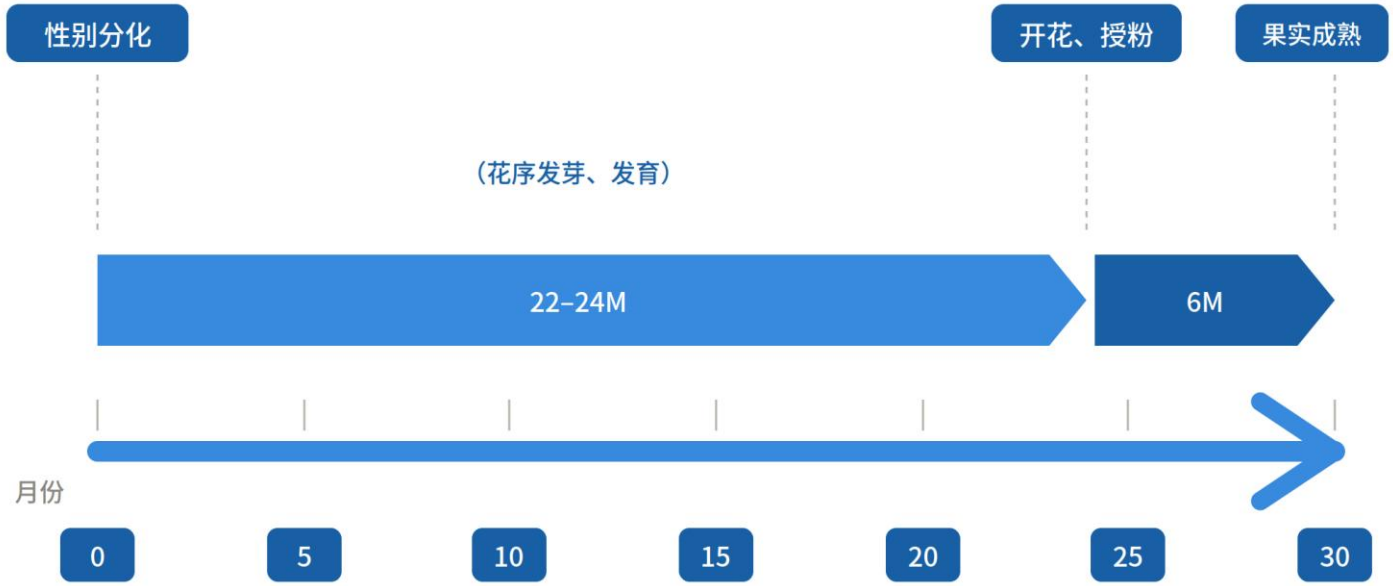
资料来源：USDA，华创证券

下载日志已记录，仅供内部参考

2、干旱影响油棕生长的传导逻辑

厄尔尼诺对成年棕榈树生产的影响主要集中在两个阶段：性别分化与花序发育——棕榈树的花序发芽与发育阶段长达 22 个月，**这一阶段决定了植株的性别比例与后续开花结果的能力，是影响单产的关键时期**；开花授粉与果实成熟——花序发育完成后，棕榈树进入开花授粉阶段，授粉成功后果实发育至成熟需要约 6 个月，**这一阶段的气候条件（如降雨量、温度）直接影响果实的饱满度与含油率。**

图表 7 棕榈树生长周期示意图



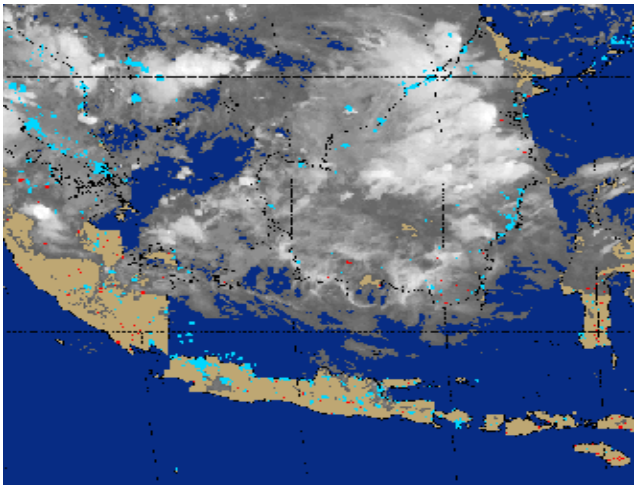
资料来源：胡体嵘《油棕商业种植》，Ngombo Clément Eya'a 等，《A Review of Main Factors Involved in the Maturation of Oil Palm (Elaeis guineensis Jacq.) Fruit Bunches》，华创证券整理

厄尔尼诺导致的干旱将在同一时间对不同生长阶段内的棕榈树造成影响。对于性别分化与花序发育期的棕榈树而言，干旱条件将提高雄花比例，从而降低后期结果概率。即使是已经分化的雌花也会因为降水不足，败育、流产率上升；对于已经进入发育果实阶段的棕榈树而言，降水不足和高温条件将会直接导致成熟后果实含油率下降、重量不及预期。由于棕榈树具备全年连续生产的特性，种植园内的果序在任意时点都分布在花序分化与果实发育的各个阶段，**这意味着干旱发生后，损伤从第一个月起就已开始在不同阶段的果序上累积，并非如季节性集中成熟作物那样存在一个单一的滞后窗口。**但由于厄尔尼诺早期受影响的（临近成熟果）在种植园果序总量中占比有限，其对总产量的拖累幅度初期容易被正常波动掩盖；随着更大规模的、处于花序分化阶段的果序陆续完成周期并进入收获，减产效应才在总量数据上变得清晰可辨，**历史复盘显示这一窗口通常落在厄尔尼诺事件确认后 9-12 个月左右。此外，干旱气候还可能导致火灾风险上升，增加火灾后扑救难度，构成了影响棕榈油生产的第二路径。**在 1997-1998 超强厄尔尼诺期间，火灾在印度尼西亚各地频频发生，其中最严重的是进入 8 月的苏门答腊、加里曼丹两岛的森林大火。这场山火最后几乎成了不可控制的态势，以致产生的“烟雾风暴”波及马来西亚、新加坡等周边国家，成为当年人们关注东南亚地区的两大热点之一。大火焚烧

下载日志已记录，仅供内部参考

林地，雾霾影响劳工生产，导致**印尼 1997 年棕榈油产量同比下降 7.15%，超过了马来西亚同期 5.52%的降幅。**2015 年，印尼再遭大火，约 300 万公顷的土地受损，棕榈油、天然橡胶生产商损失惨重。

图表 8　1997 印尼大火卫星云图



资料来源：WorldRainforest

图表 9　2015 印尼大火烧毁林地

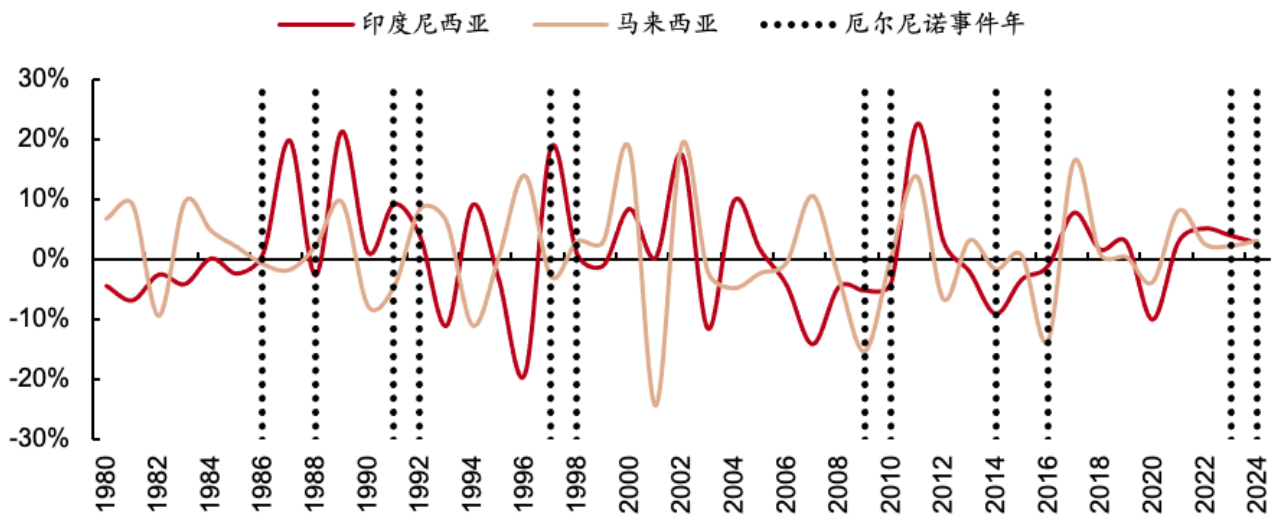


资料来源：TIME

3、历史减产与价格行情复盘

复盘历史上厄尔尼诺现象发现，**厄尔尼诺最终将会导致棕榈油减产，但印尼和马来西亚地区减产节奏和幅度不同。**印尼整体树龄较马来西亚年轻，减产幅度更小，修复更快。同时，受到土壤保水及人为干预影响，厄尔尼诺所导致的干旱对单产的抑制可能会被局部修复。

图表 10　印尼和马来西亚棕榈果单产环比变化图

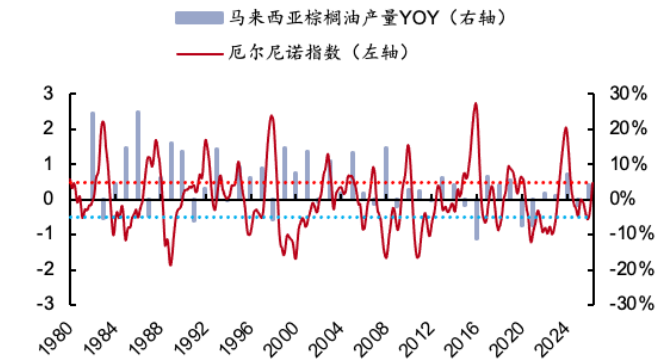


资料来源：FAOSTAT，NOAA，华创证券

下载日志已记录，仅供内部参考

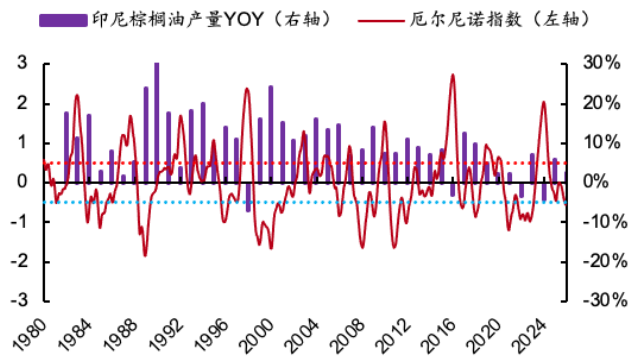
此外，尽管厄尔尼诺能够导致棕榈树单产波动，棕榈油总产量可能并未显著下降。这是由于过往周期油棕树种植面积的扩张一定程度上对冲了厄尔尼诺对单产的负面影响，降低了总产量波动。

图表 11 马来西亚棕榈油产量 YOY 变化图



资料来源：iFinD，华创证券

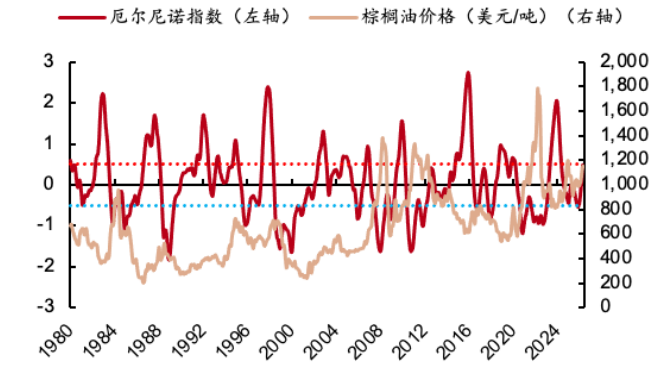
图表 12 印尼棕榈油产量 YOY 变化图



资料来源：iFinD，华创证券

从历史来看，**厄尔尼诺事件的发生能够推高棕榈油价格，并且有明显的时滞性**。需要注意的是，**厄尔尼诺事件的强度与价格涨幅之间并不具有强对应关系。**如 1997/1998 超强厄尔尼诺事件后，棕榈油价格虽有所上涨但在随后的年份中快速回落，涨幅低于 1982/83 事件期间变化。此外，棕榈油价格还受到**国际油价、主产国政策、劳动力供给等多重因素影响**。

图表 13 厄尔尼诺指数与棕榈油价格变化图



资料来源：iFinD，华创证券

图表 14 原油价格与棕榈油价格变化图



资料来源：iFinD，华创证券

4、26-27 年棕榈油供需价格展望

2026 年 6 月开始的厄尔尼诺事件，**其影响可能会在 26 年末至 27Q1（即滞后 6 个月）初步显现**。这一阶段反映的是**受旱时已处于果实发育阶段的果序**所构成减产的早期信号，信号强度可能有限。**预计在 27 年 Q2-Q3 期间（即滞后 9-12 个月）出现明显减产。**这一

下载日志已记录，仅供内部参考

阶段对应 2026 年**花序分化期受损的果序**陆续完成周期并进入收获，雌花败育率上升、雄花比例提高带来的减产效应释放。

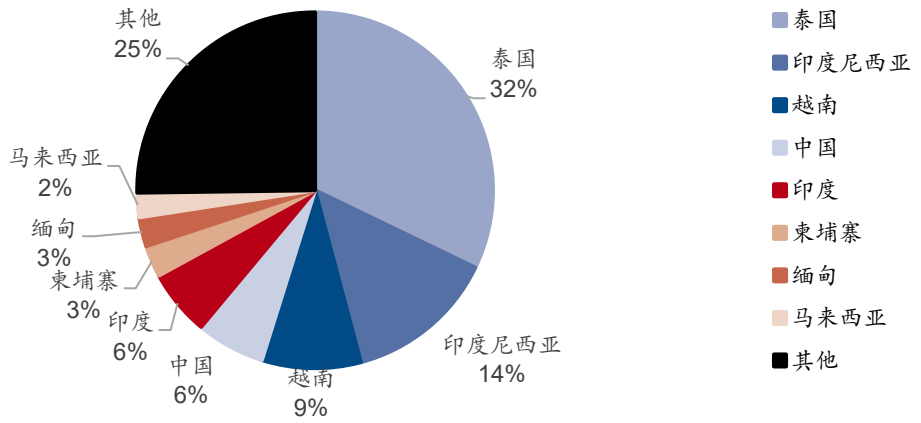
与此同时，主产国树龄老化问题将导致棕榈树产能和抗病能力下降，进一步加剧厄尔尼诺对单产的负面影响。此外，印尼和马来西亚都对棕榈树种植面积进行管控，部分新增棕榈树尚需 3-4 年方能结果，进一步约束了棕榈油的供给。上述因素为棕榈油价格构建了较为坚实的底部。

（二）天然橡胶：干旱叠加树龄约束，价格具备支撑

1、世界天然橡胶产区分布

全球天然橡胶大多数产自东南亚。ANRPC 报告显示，2025 年泰国天然橡胶产量为 479 万吨，约占全球产量的 32.15%；印度尼西亚产量为 204.1 万吨，约占全球产量的 13.70%；越南产量为 133.7 万吨，约占全球产量的 8.97%。三国总计占比为 54.82%，产业集中度较高，主要产区均位于厄尔尼诺干旱影响的核心地带，对气候变化高度敏感。**我们认为，当前主产国面临树龄增长、总种植面积扩张速率放缓等约束，厄尔尼诺事件导致实质性减产概率提高，从而对橡胶价格形成支撑。另一方面，三大产国单产降幅或在时间上形成天然对冲，能够在一定程度上平滑全球产量波动，在未出现其他重大利好情况下，橡胶价格短期飙升可能较低。**

图表 15　2025 年天然橡胶产量分布



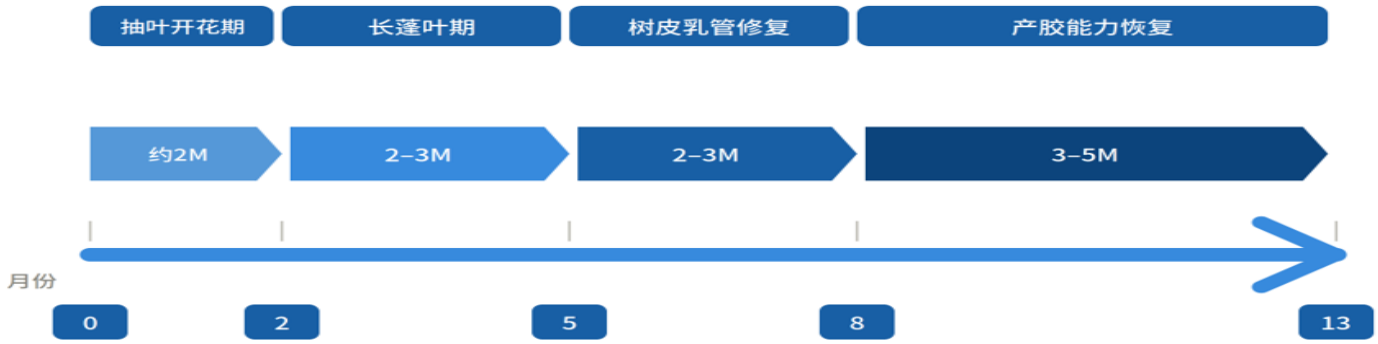
资料来源：ANRPC 转引自中国热带农业科学院橡胶研究所，华创证券

2、高温干旱对割胶、树势的双重压制

橡胶树是一种经济寿命约 25-35 年的多年生乔木，生长依赖全年湿润的气候，通常要求年降雨量在 1500-2000mm 之间且全年分布均匀。一旦遭遇长时间的高温、**少雨与低空气湿度，橡胶树的代谢活动会受到抑制，乳管的胶乳合成与分泌随之减弱**。值得注意的是，橡胶树受旱后的恢复并非立竿见影:从新梢抽发、叶片成熟，到树皮乳管系统重新发育、产胶能力回稳，**整个生理修复与产能传导过程往往要经历 9-12 个月。**

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 16 天然橡胶生产周期示意图



资料来源：华南热带作物学院《橡胶栽培学》，赖虹燕等，《气候变化背景下橡胶树物候研究进展》，华创证券

厄尔尼诺对橡胶供应的影响存在时间差异，兼具即期与滞后两条路径。**即期来看**，厄尔尼诺带来的高温少雨会抑制胶树代谢、降低乳管的胶乳分泌活性，**直接表现为割胶时胶乳含水率下降、干胶产量走低、有效割胶天数减少乃至提前停割，当季供应随之收缩，推动橡胶价格抬升。滞后来看**，持续干旱可能进一步损伤树体本身——加剧落叶、阻碍新梢萌发、削弱整体树势，而新蓬叶成熟与乳管系统修复**直至产胶能力回稳需经历数月恢复周期，使得严重旱情对产量的压制可能延续至后续乃至次年。**此外，天然橡胶主产区与棕榈油主产区存在较高的重合，因此**干旱导致的潜在火灾风险同样会威胁天然橡胶生产节奏**。除了火灾导致的植株受损，天然橡胶收获相较于棕榈果采摘更依赖劳动力，一旦发生火灾，烟雾导致的能见度下降、空气质量恶化**可能会触发劳工被迫停工停产，从而阻碍正常割胶节奏，影响天然橡胶产量。**

图表 17 印尼火灾风险上升


Haze threat looms as Indonesia battles early forest fires ahead of El Nino

Sign up now: Get insights on Asia's fast-moving developments

Indonesian firefighters working to contain the blazes and prevent them from spreading further on March 25.
PHOTO: THE RIAU ISLANDS' DISASTER MANAGEMENT AGENCY

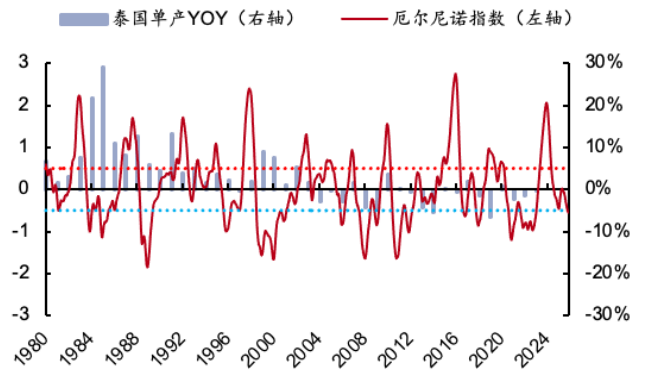
资料来源：Strait Times

下载日志已记录，仅供内部参考

3、历次厄尔尼诺橡胶产量复盘

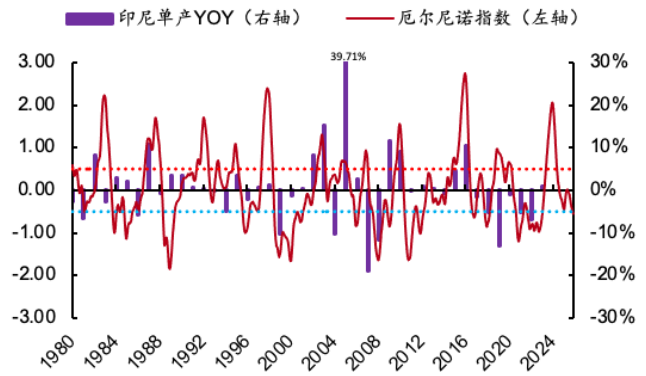
从历史来看，**厄尔尼诺事件可能会导致天然橡胶单产降低，且不同产地受影响幅度和事件节奏不同**。1982/83、1997/98 以及 2015/16 三次超强厄尔尼诺期间，印尼天然橡胶单产即期反应强烈，同比增速明显走弱甚至转负。泰国受影响相对温和，两国单产均在事件次年逐渐修复。越南天然橡胶单产则未在事件期内表现出显著降低，而是在次年显现气候事件对单产的负面作用。**综合来看，泰国、印尼天然橡胶单产更易受天气影响，波动率更较高，系其所属地域更近厄尔尼诺影响核心区域。**

图表 18　泰国天然橡胶单产 YOY 变化图



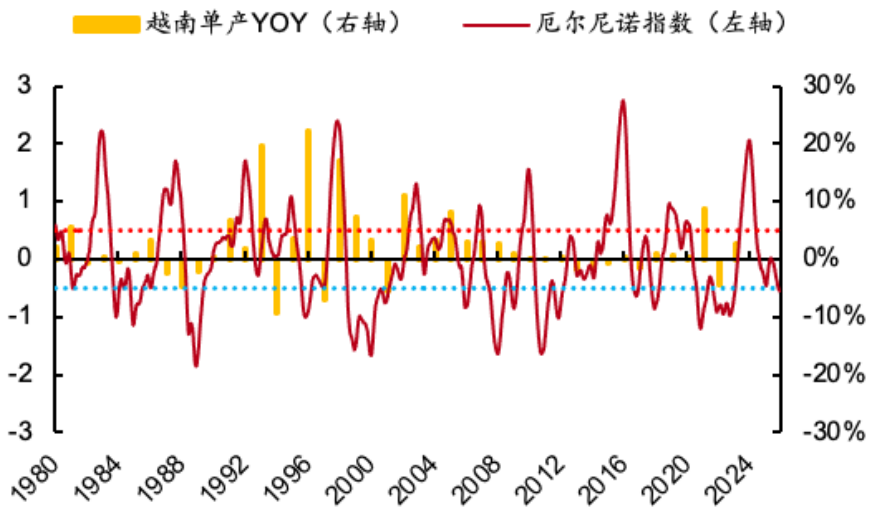
资料来源：iFinD，华创证券

图表 19　印尼天然橡胶单产 YOY 变化图



资料来源：iFinD，华创证券

图表 20　越南天然橡胶单产 YOY 变化图



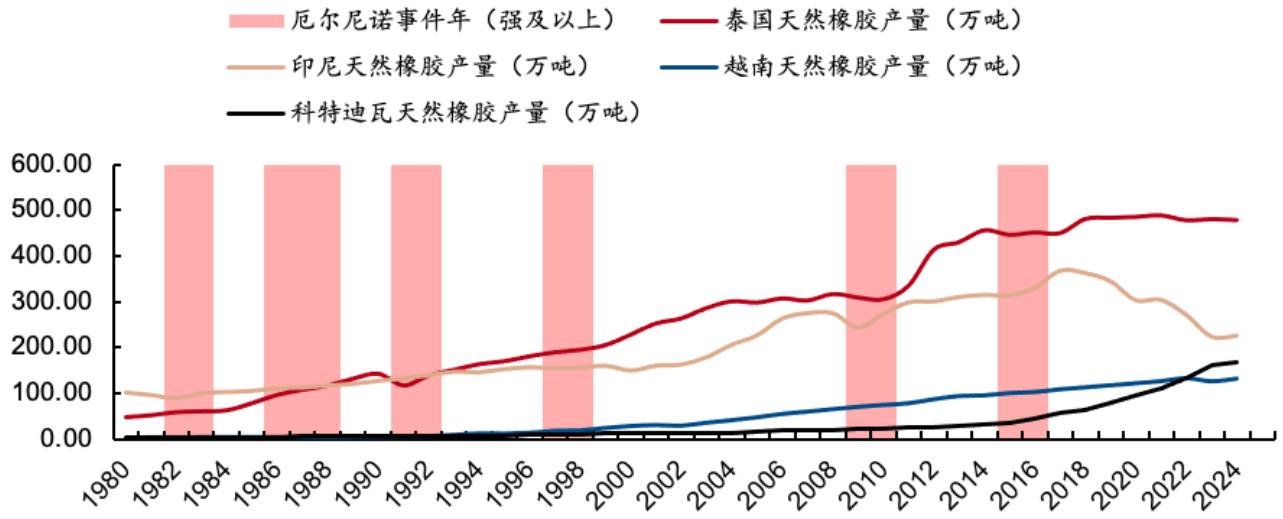
资料来源：iFinD，华创证券

从历史来看，**厄尔尼诺事件的发生并不必然导致天然橡胶的实质性减产，气候事件和橡胶价格之间的对应关系较弱**，系气候事件造成的天然橡胶减产受传统主产区种植面积扩张以及需求周期性波动等因素对冲，抑制了价格大幅抬升。另一方面，部分新兴天然橡胶产地快速扩张，科特迪瓦 2024 年天然橡胶产量约为 168.66 万吨，位居世界第三，增加

下载日志已记录，仅供内部参考

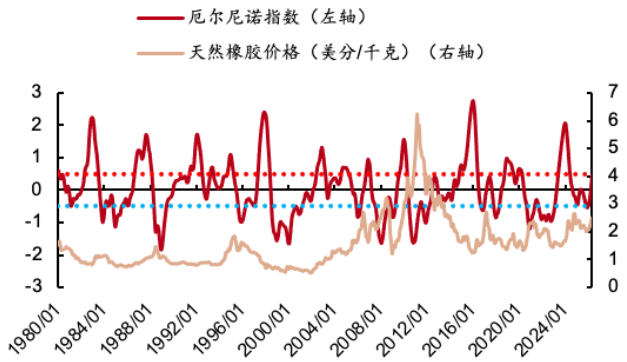
了全球天然橡胶供应，对价格上行形成压制。此外，天然橡胶价格还受到**国际油价、主产国政策、下游需求等多重因素影响。**

图表 21 天然橡胶主产国产量变化图



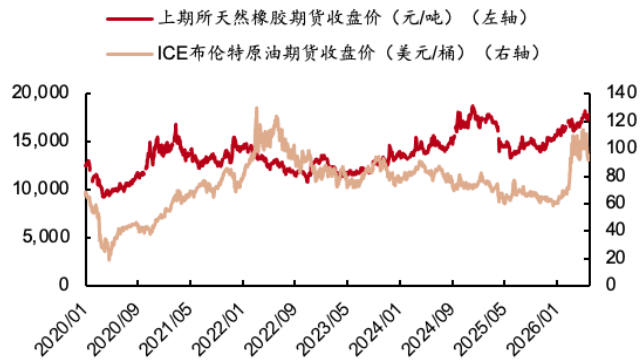
资料来源：iFinD，华创证券

图表 22 厄尔尼诺指数与天然橡胶价格变化图



资料来源：iFinD，华创证券

图表 23 原油价格与天然橡胶价格变化图



资料来源：iFinD，华创证券

人在草木间

4、本轮橡胶价格或因厄尔尼诺形成的潜在供应缺口得到较强支撑

新兴产地（以科特迪瓦为代表）的产能扩张虽提供部分对冲，但在规模体量上尚难完全替代传统主产区。在主产国（印尼）减少种植面积，橡胶树龄老化的背景下，**本轮厄尔尼诺造成天然橡胶实质性减产概率上升，全球潜在供应缺口可能成为橡胶价格上升的主要推动因素。**2026 年 6 月开始的厄尔尼诺事件，**即期可能观察到因干旱导致的橡胶产量的下降或产地割胶进度推迟，滞后影响大小仍有赖于本轮厄尔尼诺的强度和持续时间。**此外，主产地种植结构变化、劳动力短缺、树龄老化问题以及下游需求稳步复苏可能会共同为橡胶价格提供支撑。

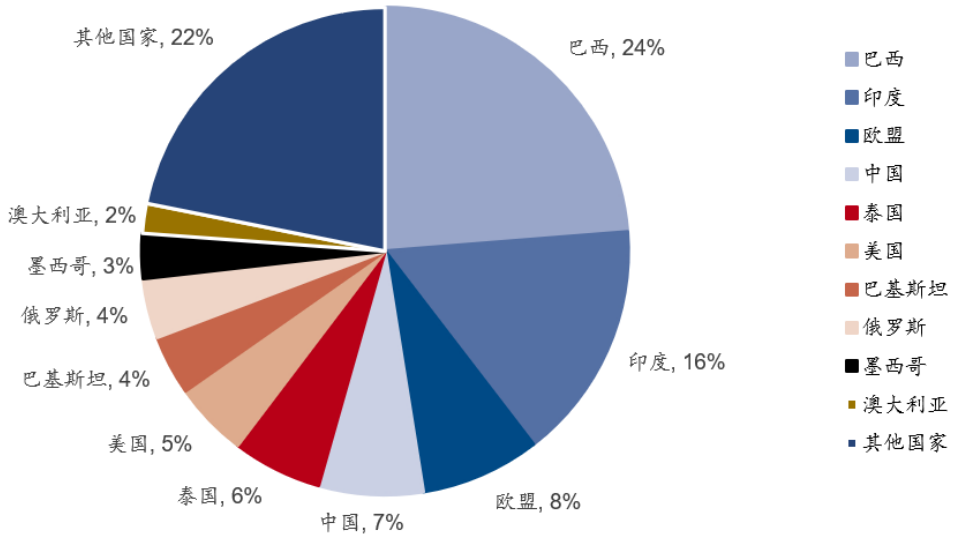
下载日志已记录，仅供内部参考

（三）白糖：南北半球气候反向对冲，糖价震荡运行

1、巴西、印度和泰国是影响全球糖市供需平衡的关键国家

全球白糖生产集中于热带甘蔗产区与温带甜菜产区，巴西、印度和泰国是影响全球糖市供需平衡的关键国家，合计占约 46%。巴西作为全球第一大产糖国和出口国，产量占约 24%，甘蔗主要集中在中南部产区，具有双重属性，即既可产糖，又可产燃料乙醇，生产结构具有较强灵活性，对国际糖价具有重要影响。印度占全球产量约 16%，甘蔗主产于北方邦、马邦等北部区域，国内消费体量大，出口受库存水平和政策调控影响较大，是全球糖市波动的重要来源之一。泰国产量约为 6%，为亚洲首要的白糖出口国，主产区位于东北部。此外，中国是全球重要产糖国，但由于国内消费规模较大，常年保持净进口格局，其对国际糖价的影响主要通过进口需求而非出口供给传导。

图表 24　2025/26 榨季全球白糖生产国家或地区分布情况



资料来源：USDA，华创证券

本轮厄尔尼诺预期增强将对全球糖市平衡表产生冲击，形成巴西预期增产、印度泰国预期减产的分化。尽管强厄尔尼诺引发的降雨偏多或对巴西中南部的收获节奏与出糖率造成阶段性扰动，但前期充沛雨水对甘蔗单产有显著催化，巴西新榨季甘蔗丰产预期稳固，有效对冲北半球减产风险；印度、泰国等主产区面临季风降雨错配的干旱威胁，导致两国在全球贸易流中出口面临不确定性。全球白糖库消比处于历史均值位置附近，国际糖价或形成震荡市，具有一定的底部支撑。

2、厄尔尼诺对巴西、印泰甘蔗影响不同

甘蔗具有喜高温、需水量大、吸肥多、生长期长的特点，是一种对水分和光照敏感的作物，分为萌芽期、幼苗期、分蘖期、伸长期以及成熟期。萌芽期到分蘖期需要适宜的土

下载日志已记录，仅供内部参考

壤湿度与均温，水分过干导致分蘖数不足，水分过涝则易导致根系缺氧腐烂；伸长期对水分需求最旺盛，植株需要持续的高温、高湿和强光照以促进茎秆快速伸长与拔节，若遭遇严重干旱，将导致甘蔗茎秆短小、木质化严重，造成甘蔗吨单产下滑；成熟期需要晴朗、日夜温差大且相对干燥的气候，以利于糖分积累并确保机械化收割的顺利推进。

图表 25 甘蔗生长周期具体情况

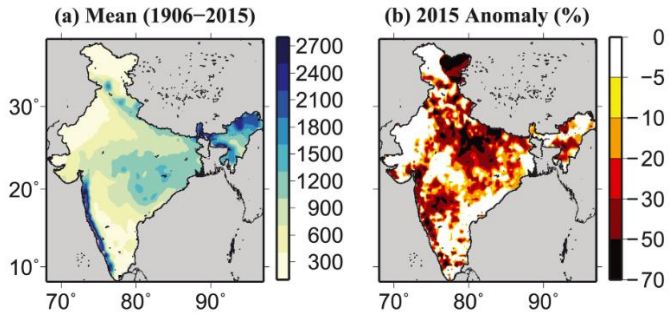
生长阶段	主要生理过程	持续时间	生长条件要求
萌芽期	蔗种萌发、生根、出苗，建立幼苗群体	约 35-75 天	需要充足且均匀的土壤水分，缺水会降低出苗率，积水易导致烂种；最适温度 32-38℃，要求温暖湿润环境，不耐低温
分蘖期	主茎基部不断产生分蘖，形成有效茎数，决定未来单位面积茎秆数量	约 60-105 天	需持续稳定供水，分蘖数量与水分条件密切相关，干旱会明显减少有效茎数；温度 22-30℃最有利，充足光照和降雨促进群体形成
快速伸长期	茎秆迅速伸长、增粗，节间形成，是产量形成的关键阶段，决定甘蔗单产	约 190-330 天	全生育期耗水量最大的阶段；缺水会抑制茎秆伸长并降低单产；高温（25-30℃）、强光和充足降水最有利，光合作用最旺盛
成熟期	营养生长减缓，蔗糖向茎秆积累，提高 ATR 和出糖率	约 120-210 天	适度水分亏缺有利于积糖；过多降雨会刺激继续长叶长杆，降低糖分浓度；较低温度（10-20℃）、干燥少雨、昼夜温差较大最有利于糖分积累

资料来源：FAO，华创证券

厄尔尼诺通过扭曲赤道太平洋的大气环流（沃克环流），对不同产区影响分化。在**印度和泰国等北半球主产区**，甘蔗生长高度依赖 6-9 月的夏季西南季风降雨，厄尔尼诺引发的副热带高压异常通常导致夏季西南季风减弱，降雨量总量萎缩甚至**大面积干旱，使甘蔗节间矮小，破坏有效茎长与单产吨数**。而在**巴西中南部等南半球主产区**，甘蔗在生长期（前一年四季度至当年一季度）需要高温多雨，厄尔尼诺往往带来超常的充沛降雨，大幅提升甘蔗单产。进入压榨成熟期，异常暴雨会带来负面影响：**一方面，多雨刺激甘蔗重新激活营养生长，消耗内部储糖，出糖率恶化**；另一方面，由于现代糖厂普遍采用重型机械化收割，**田间道路泥泞将导致割蔗机无法下田，拉长压榨周期，增加甘蔗在田间的跨季损耗**。此外，**极端天气还可能通过病虫害等次生灾害放大对甘蔗生产的冲击**。持续高温可能提高甘蔗螟虫等害虫的活跃度，而长期潮湿环境则有利于根腐病，进而影响植株生长活力、含糖水平及最终产糖效率。因此，厄尔尼诺对白糖供给的影响不仅体现在甘蔗单产变化上，还会通过出糖率、收割效率及病虫害风险等多重渠道共同传导。

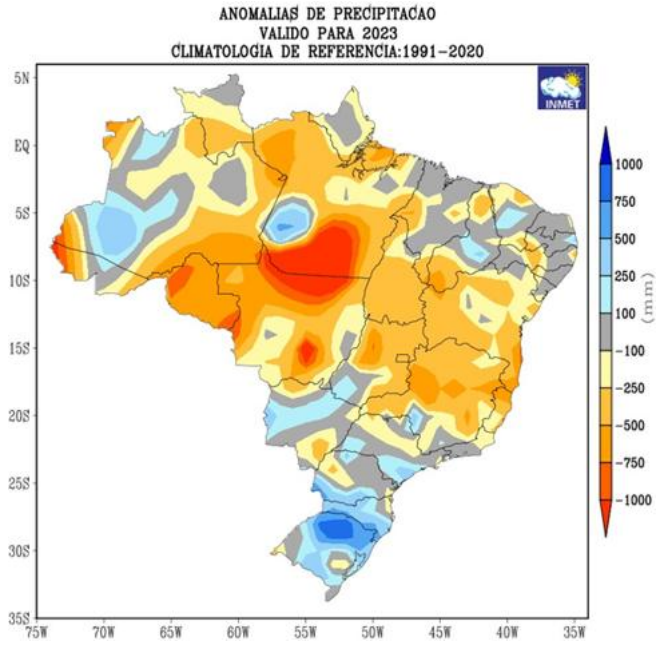
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 26 2015/16 年度印度降雨异常



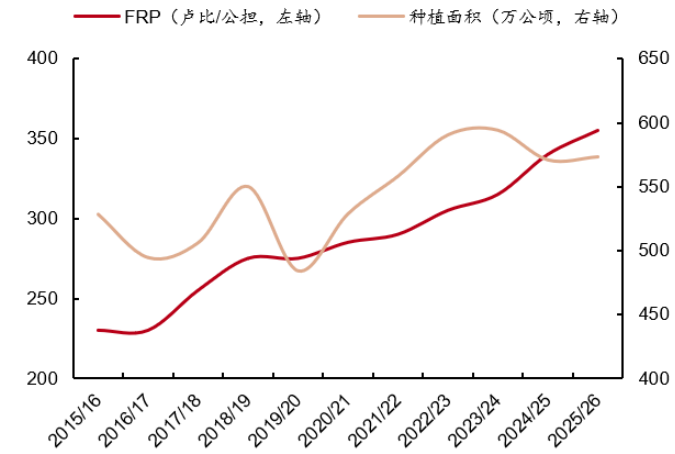
资料来源：《On the frequency of the 2015 monsoon season drought in the Indo-Gangetic Plain》

图表 27 2023 年巴西降水异常



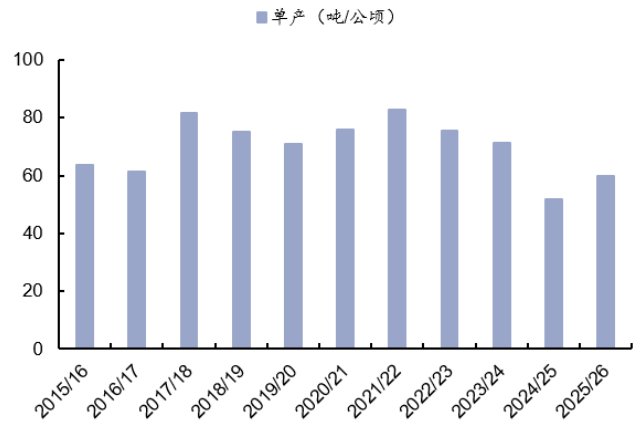
资料来源：巴西国家气象研究所 INMET

图表 28 FRP 刺激下一季度扩种



资料来源：ISMA，ChiniMandi，华创证券

图表 29 印度单产变化



资料来源：ISMA，华创证券

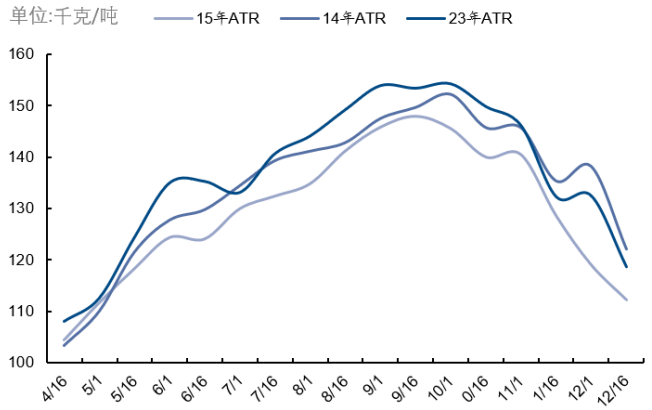
3、厄尔尼诺对糖市影响的历史复盘

作为全球最大的白糖生产与出口国，厄尔尼诺对巴西中南部甘蔗生产的影响呈现阶段性特征。巴西中南部的甘蔗压榨期通常从当年 4 月持续至 11 月。通常而言，生长期降水偏多有利于甘蔗单产提升，而压榨期尤其是后期若降雨偏多，则可能压制甘蔗含糖率（ATR）并扰动收割与压榨进度。2015/16 榨季，巴西中南部因降雨的改善使甘蔗单产有所恢复。但进入压榨后期（四季度），多雨导致甘蔗含糖率（ATR）下降，并增加田间作业和运输难度，压榨进度放缓。同时，巴西于 2015 年提高汽油乙醇掺混比例，乙醇需求增加推动部分甘蔗向乙醇生产倾斜，进一步限制了食糖产量增长。与之相比，2023/24 榨季虽同处

下载日志已记录，仅供内部参考

厄尔尼诺背景，但降雨的时空分布更有利于甘蔗生产：生长期水分充足推动甘蔗丰产，而榨季大部分时间天气条件有利于收割和压榨。在国际糖价高企的背景下，巴西糖厂将制糖比拉高至约 49%的近十年高位，推动食糖产量创新高，一定程度上对冲了印度和泰国减产带来的全球供应缺口；同时，巴西港口物流及发运节奏因降雨扰动偏慢，在一定程度上延缓了出口供应释放，限制了食糖价格的下行空间。从价格表现看，2015/16 与 2023/24 周期差异的核心并非巴西单一因素，而在于全球供需格局的不同。前者全球库存相对充裕，而后者在印度、泰国减产及出口限制背景下可贸易糖明显收紧，即使巴西增产也难以完全对冲，从而推动国际糖价维持高位。

图表 30　2015 年四季度巴西甘蔗出糖率同比下降



资料来源：UNICA，华创证券（注：ATR 为总可回收糖分，即每 1 吨入榨甘蔗，经过标准化工业损耗折算后，理论可提取的全部有效糖分重量（单位：千克））

图表 31　2023 年巴西桑托斯港口拥堵



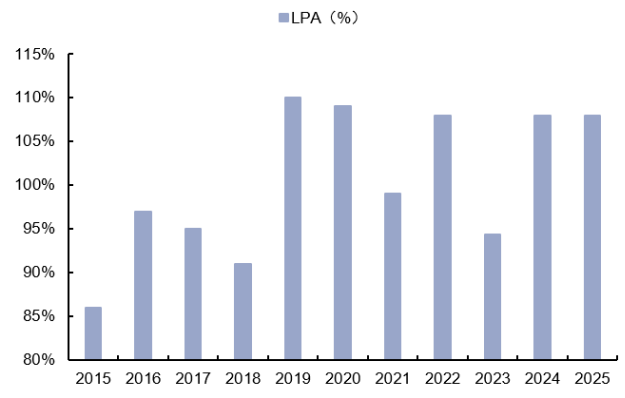
资料来源：SeatradeMaritime News

印度作为全球第二大产糖国及核心消费国，厄尔尼诺通常导致印度季风降雨显著低于正常水平。其甘蔗主要分布在北方的北方邦和中南部的马哈拉施特拉邦与卡纳塔克邦，印度甘蔗主产区马邦全年约 80%降雨来自雨季，缺乏完善的灌溉系统，抗旱能力弱，降雨情况直接决定了甘蔗的长势。2015 年，印度出现严重的干旱，印度马邦全年的降雨量只有 306 毫米，同比减少 33%，导致印度甘蔗连续两季减产。2015/2016 榨季印度甘蔗每公顷产量同比下降 7.8%；2016 年虽然印度降雨量回升，但是受上一榨季的干旱影响，2016/17 榨季甘蔗每公顷产量继续同比下降 3.8%，印度全国产糖量只有 2220 万吨，较上一榨季减少 18.93%，较 2014/15 榨季减少 27.12%。2023/2024 年厄尔尼诺周期中，中南部产区生长季干旱缺水导致甘蔗产量下滑。国内库存告罄且存在通胀压力，印度政府随即实行了严格的出口配额限制，为全球市场重要的尾糖供应带来压力。

印度政府的政策调节同样是影响全球糖市的重要因素。由于甘蔗关系大量农户收入及食品价格稳定，印度政府长期实行甘蔗公平报酬价格（FRP）制度，保护种植户的收益，从而增强甘蔗种植面积的稳定性，并在一定程度上缓冲天气扰动对供给端的冲击。此外，印度国内消费规模庞大且刚需较强，当天气导致供需表吃紧时，政府往往通过出口配额管理或限制出口等方式优先保障国内供应。此类政策虽然能够稳定本国市场，但也可能减少国际市场可贸易糖源，放大全球贸易流紧张程度从而推升国际糖价。

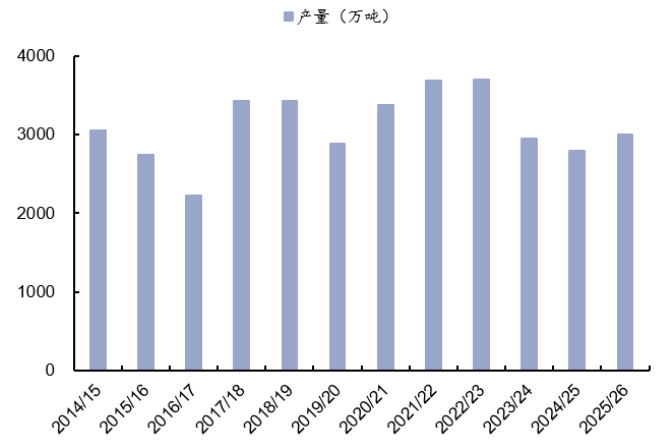
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 32 2015 年、2023 年 6-9 月西南季风平均降雨量异常



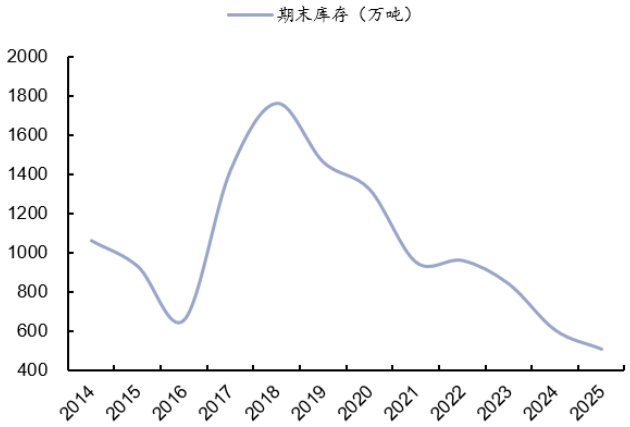
资料来源：IMD，华创证券

图表 33 印度全国白糖产量（单位：万吨）



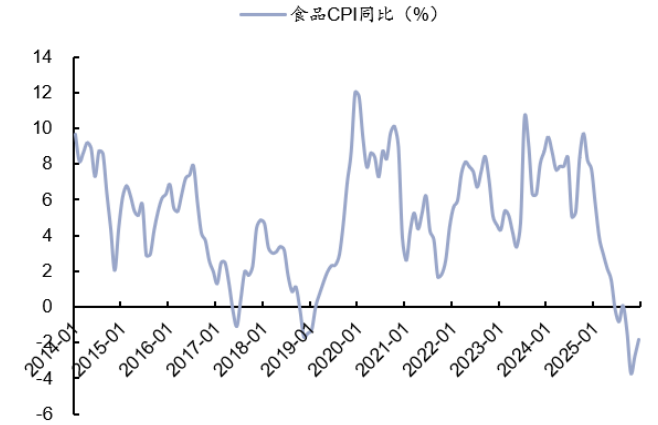
资料来源：USDA，华创证券

图表 34 2023 年印度库存压力



资料来源：iFinD，华创证券

图表 35 2023 年印度食品 CPI 同比升高

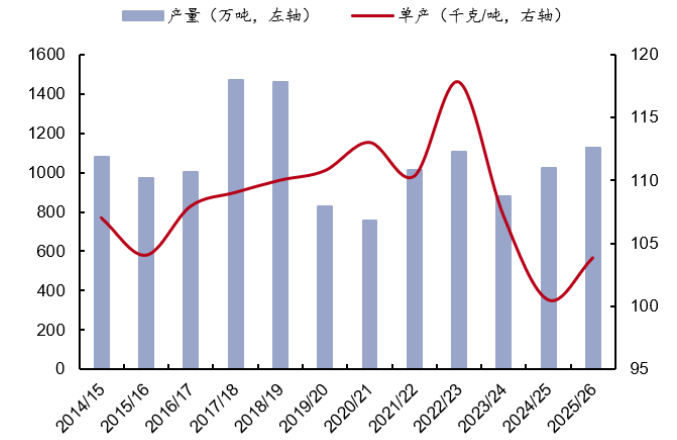


资料来源：iFinD，华创证券

泰国是全球第二大白糖出口国，其甘蔗以雨养农业为主，对降雨量变化敏感。研究表明，厄尔尼诺对泰国的影响比印度概率更高：1979 年至今 13 次厄尔尼诺事件中，泰国中部降雨量低于历史均值的次数高达 11 次，概率约 85%。2014-2016 年超强厄尔尼诺导致泰国中部年降雨量连续 3 年低于 900 毫米，2015/16 榨季泰国糖单产为 104.05 千克/吨，同比下降 2.77%，且该榨季泰国糖产量同比减幅 9.73%；2023/2024 榨季泰国糖产量一度跌至约 880 万吨的阶段性低谷。由于泰国白糖主要辐射亚洲及远东市场，其产量的萎缩往往直接使白糖升贴水飙升，影响区域贸易流和亚洲现货市场供给。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 36 2015/16 及 2023/24 榨季泰国糖单产大幅受挫



资料来源：USDA，华创证券（备注：本图“单产”指的是每吨甘蔗压榨的产糖量）

图表 37 泰国原糖升贴水飙升



资料来源：iFinD，华创证券

4、新榨季白糖价格能否形成上涨趋势受多因素互相制约

展望当前 2026/27 榨季，在全球种植面积未明显收缩、库存具备缓冲能力的背景下，**厄尔尼诺事件或对白糖产量影响有限，尽管强厄尔尼诺预期可能为糖价上涨提供支撑，但是否能演变为上涨趋势仍受到能源价格、政策调控以及贸易流变化等因素共同影响。**

巴西大概率维持较高水平的食糖供应。新榨季于 4 月初开启，开局强劲，前期充足降水为甘蔗生长创造了良好条件，丰产基础比较稳固。**未来市场关注的核心变量或集中于制糖比及出口节奏等因素。**当前国际油价较前期高位有所回落，乙醇相对经济性减弱，而食糖生产收益仍具吸引力，糖厂或将提高制糖比例。不过，巴西近年提高汽油乙醇掺混比例，乙醇需求有所增强，对制糖比进一步大幅提升形成一定约束。因此，在甘蔗丰产背景下，巴西制糖比大概率高位运行，但显著上行空间相对有限。尽管厄尔尼诺背景下巴西局部产区在榨季后期仍存在降雨偏多、压制 ATR 并影响收割节奏的风险，但考虑到中南部产区较强的生产韧性及制糖比调节能力，巴西食糖产量预计仍将保持在全球高位，对全球供应形成重要支撑。

印度由于前期地下水位和水库蓄水率受上一轮天气扰动后尚未完全修复，马哈拉施特拉邦和卡纳塔克邦的甘蔗种植面积和伸长期单产将再次面临下修风险。尽管印度政府近期再次上调了甘蔗最低收购价以鼓励北方邦等具备灌溉条件的地区扩种，试图在面积上做出对冲，但干旱产区的单产破坏性依然存在。此外，随着印度乙醇掺混计划（E20 政策）持续推进，部分甘蔗资源仍需在制糖与乙醇生产间进行分配。2026 年 5 月印度已开启了新的白糖出口禁令限制，持续至 9 月，出口政策仍存在较强的不确定性。在国内消费需求规模大的情况下，若产量受到天气扰动，印度政府大概率仍将优先保证国内供应，通过出口限制或出口配额管理调节市场，从而减少国际市场可获得的糖源。

泰国面临的风险更多来自天气与种植结构的影响。由于过去两年副产物木薯竞争性种植面积的扩张，泰国甘蔗的种植面积本身已受到挤压。若 2026 年雨季降水持续低于常年水平，预计 2026/2027 榨季泰国白糖产量存在低于趋势水平的风险，泰国在 2026 年可用于向全球（尤其是中国、日本及印尼）出口的白糖总量将受到边际约束，亚洲现货白糖升

下载日志已记录，仅供内部参考

水或维持偏强运行，推动亚洲地区现货市场维持偏紧格局。

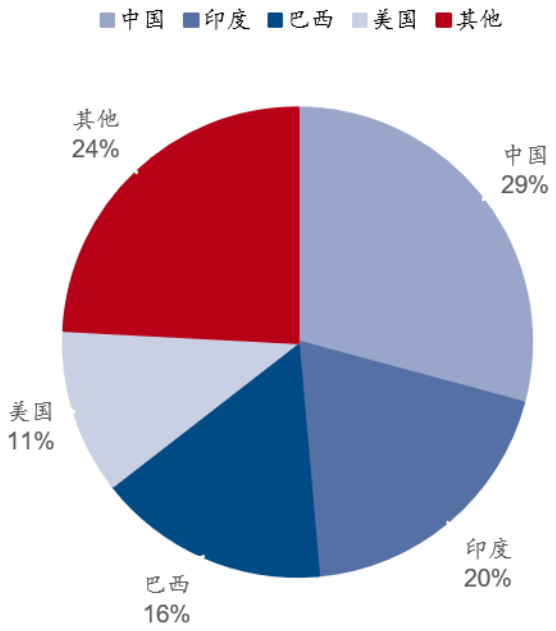
需要注意的是，中国、欧盟等消费地区虽然并非全球糖贸易的核心供给来源，但若厄尔尼诺导致本地产量下滑，可能通过增加进口需求进一步收紧国际贸易流通量，从需求侧对糖价形成一定支撑。不过相较于巴西、印度和泰国等出口国供给变化，其对价格的影响更多体现为边际增量。

（四）棉花：各国产量分化，棉价波动抬升

1、世界棉花产区分布

棉花是旱地作物，生产具有高度地理集中性。全球棉花集中于温热干旱地带，四大主产国中国、印度、巴西、美国，合计约占全球产量的 76%，构成全球供给核心。国内新疆内陆棉区产量占比超 90%，由于中国国内消费体量大，常年呈现产销缺口，需依赖进口补足。北半球主产国分印度棉区和美国棉区，印度棉区集中西南古吉拉特、马邦，靠雨季降水，产量波动受季风影响，稳定性较弱；美国棉花带跨度较大，德州是其核心产区，因本国消费量小，是全球重要的棉花出口国，生产模式商业化但受气象灾害影响易出现大面积弃耕。南半球产区巴西是新型高质产区，主产地区集中在中西部马托格罗索州与东北部的巴伊亚州，近年来凭借土地资源优势和持续扩种成为全球棉花供给的重要增量来源。

图表 38　2025/26 产季全球各国棉花产量分布



资料来源：USDA，华创证券

在全球棉花供给高度依赖主要出口国的背景下，本轮厄尔尼诺预计将驱动全球棉花供给的区域分化，提升全球棉花供给的不确定性。我们研判：中国棉花产量预计保持稳定，

下载日志已记录，仅供内部参考

巴西有望维持高位或小幅增长，而美国、印度等主要产区仍面临天气扰动带来的减产风险。在主要产区增减产相互对冲的情况下，全球棉花供应空间或相对有限，市场整体仍将维持偏紧平衡格局。

2、厄尔尼诺分国别扰动棉花单产与品质

棉花全生命周期（播种-苗期-蕾期-花铃期-吐絮采摘期）对气候的耐受窗口较窄，任一关键期遭遇极端气候均可能对产量或品质造成不可逆损失。苗期地温须维持在适宜区间，春季阶段性寒潮易引发烂种、死苗或生长停滞；**花铃期是单产形成的核心窗口，持续高温干旱将导致大量落蕾落铃，单产损失往往不可挽回**；成熟期要求晴朗少雨、光照充足，阴雨天气不仅阻碍机械化采收进度，更直接影响纤维色泽与强力，压低商品级别。

图表 39 棉花的生长周期

生长阶段	主要生理过程	持续时间	生长条件要求
萌芽期	种子萌发、出苗、生根	约 7-15 天	适宜温度内，温度越高发芽越快，高温发芽快单棉苗易不健壮
苗期	主根下扎、真叶生长、营养体建成	约 40-45 天	忌阴雨天气，17 度 10-12 天现真叶，20 度 8-9 天，25 度 7-10 天
蕾期	果枝分化、现蕾	约 25-30 天	需水增多，促进增长，营养生长和生殖生长并行，根系发展关键时期，决定中后期抗灾能力和最终产量
结铃期	开花、授粉、结铃	约 50-70 天（细绒棉）；60-70 天（长绒棉）	需水最多，水分失调蕾铃脱落，早衰；决定棉花产量、品质高低，棉田管理重点时期
成熟期	棉铃成熟开裂、吐絮	约 70-80 天	充足日照、较高温度且较低湿度、忌阴雨连绵

资料来源：《棉系期货投教材料》2021 年 7 月版，华创证券

厄尔尼诺对棉花生产的扰动主要体现在以下三个阶段：其一，**苗期方面**，厄尔尼诺可能导致部分产区春季气温波动加剧，低温寒潮或异常降雨发生概率上升，**易引发烂种、死苗及生长停滞**；其二，**花铃期方面**，该阶段为单产形成的核心窗口，**厄尔尼诺引发的持续高温干旱可造成棉株大量落蕾落铃，单产损失显著，叠加病虫害发生风险上升**；其三，**成熟期**方面，若持续降雨**将阻碍机械化采收进程，同时导致纤维色泽与强力下降，商品级别折损**，进一步压缩有效供给。**除了天气层面的破坏，主产国产业特殊性与政策调控也存在影响。**在美国，天气的变动不仅决定单产，还决定弃耕率。由于美国核心棉区（如德州）有大量无灌溉能力的旱地棉，当天气扰动导致阶段性干旱时，若预期收获收益不足以覆盖采收成本，农户可能在保险机制支持下选择放弃收获，从而导致收获面积与播种面积出现偏差。此外，美国棉花种植具有较强市场化特征，农户在种植决策前通常会综合比较棉花、大豆和玉米等作物的预期收益，从而调整种植结构。但对于德州等主产区而言，天气条件往往比轮作选择更重要。由于德州大量棉田依赖天然降水，未来产量变化更多取决于降雨状况及弃耕率水平。由于美国棉花出口量在国际贸易中占比较高，其产量及出口供应变化将进一步影响全球棉花贸易流及价格表现。巴西方面，棉花主要为二茬棉，与二茬玉米存在一定面积竞争关系，国际棉价、玉米价格及两者相对收益水平亦会影响农户种植决策，从而对棉花种植面积形成扰动。另一方面，印度棉花市场受

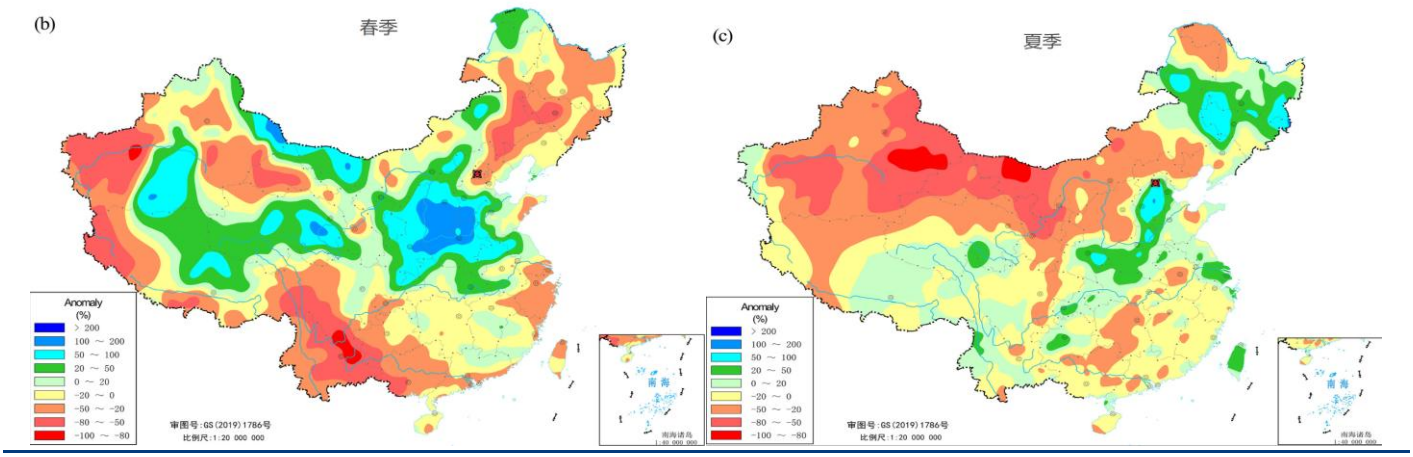
下载日志已记录，仅供内部参考

政策影响较强。当国内供需趋紧时，政府可能通过调整最低支持价格（MSP）、国有机构收储以及进出口政策等方式稳定国内市场，从而在一定程度上缓解天气因素对市场供应和价格波动的冲击。

3、厄尔尼诺对各产地影响的历史复盘

我国是全球最大的棉花生产国和消费国，厄尔尼诺对中国棉花的影响呈现东西分化特征。在 2015/2016 年超强厄尔尼诺周期中，西太平洋副热带高压位置偏南偏强，导致长江流域及黄河流域棉区在 2015 年 5-7 月持续多雨、寡照，如湖南因天气影响，部分农民抛荒或改种面积达 20 万亩以上。相反，作为核心的新疆棉区由于远离副高水汽通道，受厄尔尼诺背景下全球气温偏高影响，主要表现为暖冬与夏季阶段性高温，新疆产量同比增加 1.02%，而全国产量同比减少 6.22%。在 2023/2024 年中等偏强厄尔尼诺期间，新疆部分棉区在春季播种期遭遇了阶段性低温寒潮，导致部分棉田补播和播期后移；随后在生殖生长的关键期（2023 年 7-8 月），持续的高温热风胁迫增加了棉花的水分消耗，对部分无充足灌溉保障的棉田形成一定单产压力。2023 年新疆棉花产量降至 511.25 万吨，同比下降 5.2%，单产下降 0.1%，而长江黄河流域单产均有一定增长。产量回落除受到春夏季局部气象灾害影响外，还与棉花种植收益下降、低产棉田调减导致播种面积减少有关。因此厄尔尼诺对国内棉花生产的影响更多体现为生长节奏扰动和区域单产分化，产量变化受到天气与种植面积多重因素共同作用。

图表 40　2023/24 厄尔尼诺周期新疆春季遭遇干冷寒潮，夏季降水严重偏少叠加高温形成干热风胁迫

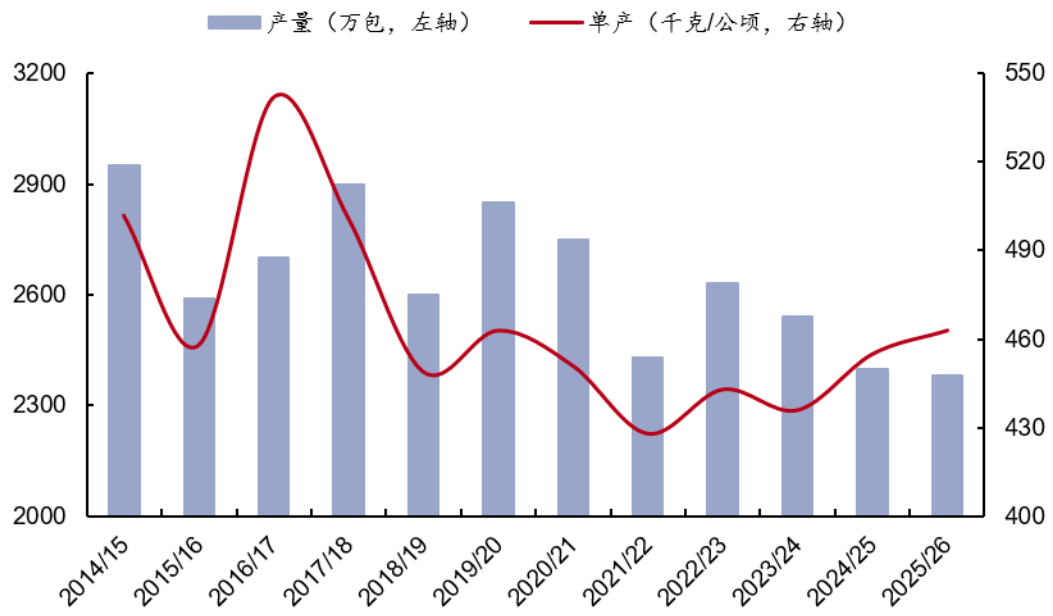


资料来源：《2023 气候状况》，华创证券

印度棉供应易受到厄尔尼诺导致的西南季风减弱的冲击，但这一冲击往往伴随着国内价格支持政策（MSP）与虫害爆发的复杂交织。在 2015/2016 年超强事件中，西南季风在当年 6 至 9 月严重萎缩，导致旁遮普邦、哈里亚纳邦等核心北方棉区遭遇极端干旱，且当年暴发了历史罕见的白粉虱大面积虫害。单产严重受创加上病虫害侵袭，导致 2015/16 榨季印度棉花产量断崖式下跌。在 2023/2024 年厄尔尼诺周期中，中南部产区在关键开花期因干旱缺水导致单产下修，尽管政府继续提高最低支持价格以缓解种植面积收缩压力，全国播种面积仍同比下降，最终全国棉花产量也有下调。

下载日志已记录，仅供内部参考

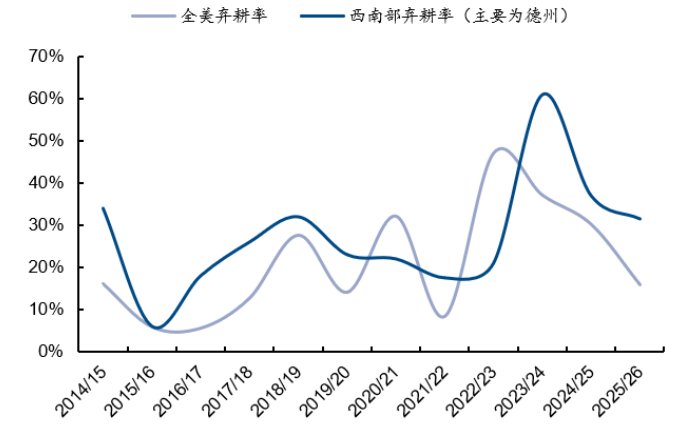
图表 41 2015/16、2023/24 印度棉花单产、产量受创



资料来源：印度纺织部，USDA，华创证券

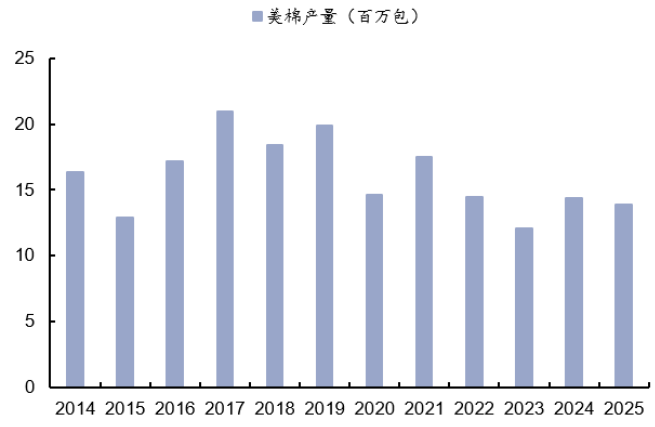
美国是全球最大的棉花出口国，其产量与出口在全球棉花定价中具有核心地位。美棉主产区高度集中在德克萨斯州，该区域的干旱与多雨直接决定了美棉的弃耕率。在2015/2016 年超强厄尔尼诺期间，气流反转给通常干旱的德州中西部带来了极为充沛的跨季降雨。在播种与大生长期，充足的水分使得德州棉花弃耕率降至历史极低水平。然而，由于此前国际棉价持续低迷，美国农户种植意愿减弱，全国棉花种植面积缩减。最终，天气改善带来的增产效应被面积下降部分抵消，产量降低。在 2023/24 年度厄尔尼诺影响下，美国西南棉区持续遭受高温干旱天气冲击。作为美国最大的棉花产区，德州土壤墒情和作物生长条件明显恶化，导致以德州为主的西南棉区弃耕率升至约 61%，尽管后期部分地区迎来恢复性降雨，但由于前期损失无法挽回，美棉总产量下调。

图表 42 全美及西南部（主德州）弃耕率情况



资料来源：USDA，华创证券

图表 43 厄尔尼诺周期总产量萎缩

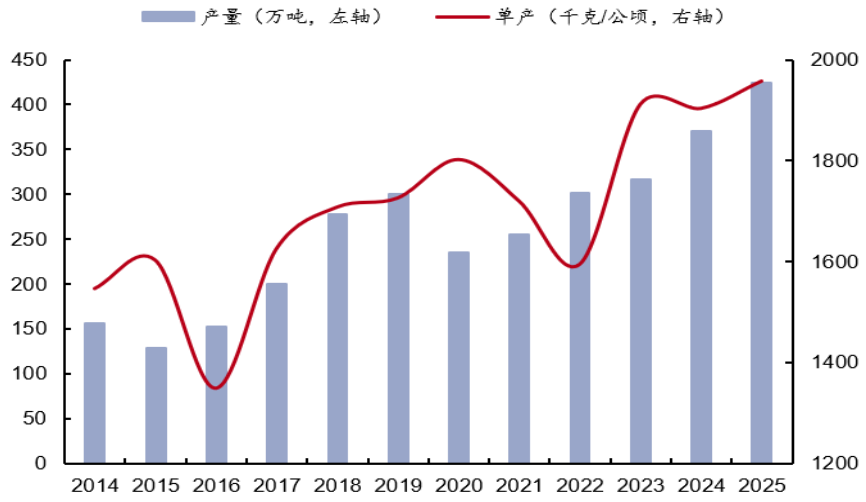


资料来源：iFinD，华创证券

下载日志已记录，仅供内部参考

作为全球重要的棉花出口国，厄尔尼诺对巴西棉花的影响具有区域分化与跨作物传导特征。巴西棉花主要集中在马托格罗索州和巴伊亚州，生产多为大农场机械化种植，其中中西部地区普遍采用大豆—棉花双季作（二茬棉）模式，即在同一生长季内利用前茬作物收获后的窗口期进行复种的种植模式，主要在大豆收获（一般于次年 1 月左右）后进行播种，通常对应次年 1-2 月的播种窗口期，对播种时间与气候条件依赖较强。2015/16 季度，巴西东北部的巴伊亚州持续遭遇高温少雨天气，干旱导致棉花产量同比下降 10.4%。中西部的马托格罗索州情况则略缓，产量同比增长 0.4%。在 2023/2024 季度，厄尔尼诺导致巴西中西部前期高温、降雨不足，大豆成熟及收获进度加快，为二茬棉提供了更充裕的播种窗口；与此同时，玉米价格走弱提升了棉花的相对收益，推动主产区棉花种植面积进一步扩张。而进入 2024 年 1-3 月后，巴伊亚州和马托格罗索州降雨条件明显优于上一年度，棉花长势明显改善。在种植面积扩张和主产区生产条件改善的支撑下，最终巴西棉花产量再创历史新高。

图表 44　巴西籽棉单产及产量



资料来源：iFinD，华创证券

4、供给端影响有限，厄尔尼诺引起的产量与品质不确定性或可为价格提供支撑

预计 2026/27 年度全球棉花市场总产量或呈弱稳特征，但主要出口国产量及品质的不确定性仍可能阶段性放大市场波动，为棉价提供支撑。

中国棉花产量大概率维持稳定，厄尔尼诺对全国供给的实际冲击预计相对有限。分区域看，对于内地棉区（长江与黄河流域），开花和吐絮期遭遇多雨天气的概率较高，需要防范病虫害增加、吐絮受阻以及品质下降的风险。对于核心的新疆棉区，预计 2026 年整体气温仍将偏高，但在滴灌系统普及与机采比例提升的支撑下，新疆棉花对气候波动的韧性较强。相较于历史厄尔尼诺周期，当前新疆棉区对阶段性干旱和高温天气的抵御能力明显提升，高温影响更多体现为灌溉成本增加及局部地区单产波动，而非大范围减产风险。总体来说，厄尔尼诺对我国棉花总产量冲击预计相对有限，全国棉花产量大概率维持稳定，但不同产区之间的产量和品质或有所分化。

印度由于前期地下水位和蓄水设施受上一轮天气扰动后恢复缓慢，古吉拉特邦和马哈拉

下载日志已记录，仅供内部参考

施特拉邦等依赖雨养的棉区或将再次面临单产下修风险。尽管印度政府近期为了安抚棉农及稳定国内纺织链，再次上调了棉花的最低支持价格（MSP），试图在种植面积上做出对冲，但其对产量的对冲作用相对有限，棉花供给仍将主要取决于西南季风降水表现。在气候扰动与水资源约束的背景下，印度棉花产量更可能呈现阶段性减产的局面。

美国德州棉区前期极端天气造成的损伤或对 2026/27 年度棉花产量形成拖累，美国棉花供应仍存减产可能。前期持续高温和干旱对土壤墒情及作物生长基础造成一定损害，即使后期降雨条件改善，有助于缓解水分压力及弃耕率，但前期损失的修复仍需时间，收获面积和单产恢复幅度或受到限制。与此同时，厄尔尼诺背景下美国南部及墨西哥湾沿岸地区易在秋季发生异常暴雨和飓风活动，棉花吐絮和采收阶段遭遇天气扰动的风险也将增加，美棉在 2026 年部分品质指标仍可能受到影响。因此，美国棉花供应虽存在边际改善可能，但整体恢复程度仍具有较大不确定性。

巴西棉花产量大概率维持高位。巴西中西部与东北部或面临气候分化：预计马托格罗索州的二茬棉在适宜降水条件下，仍具备较高的单产潜力。若厄尔尼诺促使雨季提前启动，大豆播种和收获进度有望前移，为二茬棉创造有利播种条件。然而，若雨季后期降雨明显减少或提前结束，花铃期水分供应不足可能使单产受损；若采收阶段出现持续降雨，则会增加品质降低的风险。另一方面，巴伊亚州等对降水依赖度较高的东北部产区，可能因降雨不足而面临单产下修压力。从种植结构看，巴西棉花主要以大豆—棉花轮作模式为主，与二茬玉米在土地资源配置上存在一定竞争关系。需要关注玉米乙醇产业扩张对二茬玉米收益的支撑作用，但考虑到巴西棉花出口竞争力仍较强，预计其对棉花面积的压制作用相对有限。总体来看，巴西棉花种植面积预计维持高位附近运行，供应增长更多将取决于天气条件和单产表现，产量仍可能维持较高水平。

三、投资建议

强厄尔尼诺预期下，建议关注棕榈油、橡胶、白糖和棉花。需求增长与供给受限下的棕榈油价格可能因气候减产预期进一步抬升；橡胶需求较稳定，价格可能受高温干旱导致的延迟割胶影响而走高；在全球消费刚性、印度出口政策不明以及主要产区天气风险交织的背景下，国际糖价仍具备一定的底部支撑；对于棉花而言，厄尔尼诺可能加剧主要产区之间的产量和品质分化，尽管种植面积调整、灌溉体系建设及政策支持等因素能够对部分气候冲击形成对冲，但天气扰动带来的供给不确定性仍将提升市场波动水平。标的方面，推荐棕榈油板块的赞宇科技；重点关注中粮糖业、百隆东方、冠农股份。

四、风险提示

厄尔尼诺强度变化：厄尔尼诺强度与影响高度关联，实际强度具有高度不确定性，可能导致实际增产/减产情况不及预期。

极端天气影响：农产品种植过程中偶发的极端天气可能对作物造成重大影响。

政策波动风险：棕榈油、橡胶等产品产地集中度较高，主要产地进出口政策变化可能导致价格波动；印度政府食糖出口限令/禁令政策对全球贸易流的扰动风险；印度 E20 乙醇掺混分流计划超预期推进对蔗糖产量的分流，及美国、印度行政调控扰乱全球贸易流向的风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

农业组团队介绍

组长、高级分析师：陈鹏

中国人民大学经济学硕士。2019 年加入华创证券研究所。

高级分析师：张皓月

上海财经大学保险硕士。2022 年加入华创证券研究所。

下载日志已记录，仅供内部参考

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张婷	北京机构销售副总监		zhangting3@hcyjs.com
	刘懿	公募机构销售总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	顾翎蓝	资深销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	刘颖	资深销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	阎星宇	销售经理		yanxingyu@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
	张羽驰	销售经理		zhangyuchi@hcyjs.com
	骆振琳	高级销售经理		luozhenlin@hcyjs.com
	刘亚东	销售经理		liuyadong@hcyjs.com
	白嘉琪	销售助理		baijiaqi@hcyjs.com
	吴昱颖	销售经理		wuyuying@hcyjs.com
	龚佳宁	机构销售		gongjianing@hcyjs.com
	周怡圆	资深销售经理		zhouyiyuan@hcyjs.com
	刘泽群	销售经理		liuzequn@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	张嘉慧	资深销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	王春丽	资深销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
	王越	高级销售经理		wangyue5@hcyjs.com
	汪丽燕	销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	温雅迪	销售经理		wenyadi@hcyjs.com
	胡丁琳	销售经理		hudinglin@hcyjs.com
	付雅琦	销售经理		fuyaqi@hcyjs.com
	王艺嘉	销售助理		wangyijia1@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	祁继春	上海机构销售副总监		qijichun@hcyjs.com
	黄畅	保险机构销售总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	资深销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	郭静怡	高级销售经理		guojingyi@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴菲阳	资深销售经理		wufeiyang@hcyjs.com
	朱涨雨	高级销售经理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	许馨匀	销售助理		xuxinyun@hcyjs.com
	李凯月	高级销售经理		likaiyue@hcyjs.com
	张豫蜀	销售经理	15301633144	zhangyushu@hcyjs.com
	刘雯	销售经理		liuwen@hcyjs.com
	金可依	销售经理		jinkeyi@hcyjs.com
	武君书	销售经理		wujunshu@hcyjs.com
	姜茜	销售助理		jiangxi@hcyjs.com
	罗兰丹波	资深销售经理		luolandanbo@hcyjs.com
	章依若	销售经理		zhangyiruo@hcyjs.com
	谢玮颖	资深销售经理		xieweiying@hcyjs.com
	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com

下载日志已记录，仅供内部参考

广州机构销售部	王世韬	高级销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
	古舞	销售助理		guwu@hcyjs.com
	曹雅博	高级销售经理		caoyabo@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	机构服务部总经理助理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	副总监	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	副总监	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹玓	高级销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com
	赵毅	销售经理		zhaoyi@hcyjs.com
	陈孟昕	销售经理		chenmengxin@hcyjs.com
	文焱艺	销售经理		wenyanyi@hcyjs.com
	王秋晓	销售经理		wangqiuxiao@hcyjs.com
	谭雯欣	销售经理		tanwenxin@hcyjs.com
	陈蕾	销售助理		chenlei1@hcyjs.com
	赵方圆	销售经理		zhaofangyuan@hcyjs.com

下载日志已记录，仅供内部参考

华创行业公司投资评级体系

基准指数说明：

A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500/纳斯达克指数。

公司投资评级说明：

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10%－20%；
中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%－10%之间；
回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%－20%之间。

行业投资评级说明：

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上；
中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%－5%；
回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号恒奥中心 C 座 3A	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址：上海市浦东新区花园石桥路 33 号花旗大厦 12 层
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-20572500
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572522