下载日志已记录，仅供内部参考

农产品专题

优于大市

本轮厄尔尼诺强度有概率创历史新高，或催化新一轮农产品上涨周期

核心观点

新一轮厄尔尼诺启动，强度或创历史记录，农产品供给端风险上升。据 NOAA 监测，2026 年 5 月全球已进入厄尔尼诺且事件强度正持续提升，预计将在 2026 年秋冬季达到高峰并持续至 2027 年春夏季，其中 2026Q4 达到超强级别的概率已达 95%，峰值强度突破 1950 年以来新高概率上升至近 70%。历史上超强厄尔尼诺往往伴随更高区域性干旱、洪涝和高温灾害风险，其中东南亚、印度降水减少，南美西岸和美国南部降水增加，我国可能出现“南涝北旱”等异常天气，全球农产品生产或面临威胁。另外 ENSO 历史上呈现“准周期震荡”特征，厄尔尼诺结束后通常会出现拉尼娜，对农业生产扰动或持续。

复盘 1960 年以来历次厄尔尼诺事件中农产品生产及价格，我们认为：

（1）白糖：能源与气象周期叠加，有望催化进入一轮上行周期。厄尔尼诺通常会削弱印度和泰国季风而导致高温干旱，影响甘蔗产量及含糖量。在能源价格上行带动新季巴西制糖比下降背景下，极端天气扰动一旦出现，或成为糖价确立新一轮上行周期的重要催化。

（2）棕榈油：产区分布集中，产能受限背景下，或具备较大弹性。棕榈油产量分布高度集中于东南亚，近年产区扩种放缓、树龄老化和重植不足，供给端对干旱的敏感度或高于历史水平，且厄尔尼诺通常对棕榈油生产还具有 6—12 个月乃至更长时间的滞后影响。东南亚后续若减产，有望与印尼 B50 等生物燃料政策形成共振，进一步推动棕榈油价格上行。

（3）天然橡胶：处于产能收缩周期，厄尔尼诺或进一步催化斜率。泰国、印尼等天然橡胶主产区树龄老化问题日益凸显，长期产能瓶颈逐步显现。若今年秋冬东南亚主产区出现高温干旱扰动，不仅可能推迟当期开割、减少胶乳产出，还可能影响下一年度单产，胶价或加速上行。

（4）玉米和大豆：历史上极强厄尔尼诺曾两次伴随强拉尼娜，美洲减产风险较大。玉米大豆核心产区均集中在美洲，超强厄尔尼诺事件中需警惕洪涝灾害。且从历史经验来看，上世纪两次超强厄尔尼诺结束后都曾出现过强拉尼娜事件。若拉尼娜随后出现，美洲产区或面临极端干旱风险。近年全球玉米和大豆库销比持续下降，一旦减产确认，价格或将底部反转。

（5）棉花：需要重点关注北半球产区干旱风险。印度产量占比提升使全球供应脆弱性增加，因其灌溉条件相对中美较差，厄尔尼诺若导致季风减弱、产区干旱时，更易出现减产。后续扰动若发生，有望进一步推升内外棉价。

风险提示：恶劣天气带来的不确定性风险；宏观事件冲击需求风险等。

投资建议：农产品价格若上行，有望带动种子公司或拥有土地资产公司业绩修复。建议关注登海种业、隆平高科、海南橡胶等。

相关公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘（元）	总市值（百万元）	EPS 2026E	EPS 2027E	PE 2026E	PE 2027E
002041.SZ	登海种业	优于大市	39.26	223,362	0.61	2.97	64	13
000998.SZ	隆平高科	优于大市	7.69	6,169	0.12	0.09	64	85

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

行业研究·行业专题

农林牧渔

优于大市·维持

证券分析师：鲁家瑞
021-61761016
lujiarui@guosen.com.cn
S0980520110002

证券分析师：李瑞楠
021-60893308
liruinan@guosen.com.cn
S0980523030001

证券分析师：江海航
jianghaihang@guosen.com.cn
S0980524070003

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《农产品研究跟踪系列报告（217）-供给收紧推动牛肉加速上行，超强厄尔尼诺发生概率维持上升》 ——2026-08-17
《农产品研究跟踪系列报告（216）-牛肉原奶价格维持回暖，仔猪价格重回历史底部》 ——2026-08-09
《进口牛肉跟踪点评-商务部提示自巴西进口牛肉配额已消耗80%，预计后续进口成本将显著抬升》 ——2026-08-08
《农产品研究跟踪系列报告（215）-原奶价格同比由负转正，牛肉进口配额加速消耗》 ——2026-08-01
《农产品研究跟踪系列报告（214）-生猪产能去化加速，政策调控与亏损去产能有望共振》 ——2026-07-28

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

新一轮厄尔尼诺已启动，强度或创 1950 年以来新高 5
厄尔尼诺是 ENSO 循环中的三种状态之一 5
ENSO 循环呈“准周期振荡”，冷热相位易交替出现 6
厄尔尼诺/拉尼娜会增加区域性干旱洪涝、气温异常发生概率 8
新一轮厄尔尼诺已启动，强度或将创 1950 年以来新高 10
复盘：历次厄尔尼诺，农产品单产及价格表现 13
白糖：北半球高概率减产，重点关注秋冬旱情 13
棕榈油：产区分布高度集中，关注东南亚干旱风险 16
天然橡胶：干旱叠加产能瓶颈，减产概率近年明显上升 19
玉米：当季面临洪涝灾害风险，同时需警惕拉尼娜发生 24
大豆：产区和玉米重合度高，厄尔尼诺期间减产概率高于玉米 28
棉花：主产区高温干旱风险高，减产概率较高 31

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图1： 厄尔尼诺（El Niño）是指 ENSO 的三种状态之一 5
图2： “Bjerknes 正反馈”是目前学界解释 ENSO 循环增长机制的核心理论 6
图3： “充电—放电振子”是目前学界解释 ENSO 转相机制的核心理论 6
图4： ONI 追踪 Niño 3.4 区的东太平洋中部热带海域过去三个月的平均海表温度 7
图5： SOI 用于比较西太平洋和东太平洋更广阔区域的气压异常情况 7
图6： 过去近 80 年期间共出现过 22 次厄尔尼诺和 20 次拉尼娜 8
图7： 厄尔尼诺对全球气候的影响 9
图8： 拉尼娜对全球气候的影响 10
图9： 海气耦合系统反映厄尔尼诺已经开始 11
图10： ONI 指数已于 7 月份迅速升至 1.4℃ 11
图11： 本轮厄尔尼诺高峰预计将在 2026 年北半球秋冬 11
图12： 本轮厄尔尼诺有大概率将发展为超强级别 11
图13： 全球糖产量分布情况（2025/26） 13
图14： 全球糖出口量分布情况（2025/26 年度） 13
图15： 国际原糖价格呈筑底回升走势 14
图16： 1960 年以来，厄尔尼诺发生时，导致全球甘蔗减产的概率为 41% 15
图17： 1960 年以来，厄尔尼诺期间全球白糖价格的上涨概率约为 58%，涨幅中位数 18% 16
图18： 油棕全年均可结果，但月度产量具有明显季节性 17
图19： 全球近 95%棕榈油产量来自印尼和马来西亚 17
图20： 棕榈油价格近期呈高位震荡走势 17
图21： 1960 年以来，厄尔尼诺发生时，导致全球棕榈油减产的概率为 7% 18
图22： 1960 年以来，厄尔尼诺期间全球棕榈油价格的上涨概率约为 74%，涨幅中位数 19% 19
图23： 亚洲主要天然橡胶产区多处于季风气候带，当季橡胶产出较易受降水波动影响 20
图24： 2024 年全球天然橡胶产量为 1391 万吨 21
图25： 全球天然橡胶产量分布（按国家） 21
图26： 近年天然橡胶价格正筑底回升 21
图27： 1960 年以来，厄尔尼诺发生时，导致全球天然橡胶减产的概率为 40% 23
图28： 全球天然橡胶单产近年下滑明显 23
图29： 主要产区树龄结构一览 23
图30： 1960 年以来，厄尔尼诺期间全球天然橡胶价格（3 号烟片胶）的上涨概率约为 58%，涨幅中位数 31% 24
图31： 全球玉米产量集中分布于美洲和中国(2025/26) 24
图32： 全球玉米主产区种植日历 24
图33： 国内玉米现货价(元/吨)近期震荡偏弱 25
图34： 近期国际玉米期货收盘价走强 25
图35： 1960 年以来，厄尔尼诺发生时，导致全球玉米减产的概率为 38% 26
图36： 1960 年以来，厄尔尼诺期间全球玉米价格的上涨概率约为 70%，涨幅中位数 13% 26

下载日志已记录，仅供内部参考

图37： 1960 年以来，拉尼娜发生时，导致全球玉米减产的概率为 57% 27
图38： 1960 年以来，拉尼娜期间全球玉米价格的上涨概率约为 61%，涨幅中位数 31% 27
图39： 全球大豆产量集中分布于美洲(2025/26) 28
图40： 全球大豆主产区种植日历 28
图41： 国内大豆现货价维持底部（元/吨） 28
图42： 大豆国际期货收盘价（美分/蒲式耳） 28
图43： 1960 年以来，厄尔尼诺发生时，导致全球大豆减产的概率为 45% 29
图44： 1960 年以来，厄尔尼诺期间全球大豆价格的上涨概率约为 63%，涨幅中位数 8% 30
图45： 1960 年以来，拉尼娜发生时，导致全球大豆减产的概率为 48% 30
图46： 1960 年以来，拉尼娜期间全球大豆价格的上涨概率约为 50%，涨幅中位数 13% 31
图47： 全球棉花产量分布情况（2025/26） 31
图48： 全球棉花主产区种植日历 31
图49： 国内棉价年内筑底回升（元/吨） 32
图50： 海外棉价底部回升 32
图51： 1960 年以来，厄尔尼诺发生时，导致全球棉花减产的概率为 45% 33
图52： 1960 年以来，厄尔尼诺期间全球棉花价格的上涨概率约为 42%，涨幅中位数 26% 34

表1： 复盘历史来看，超强等级厄尔尼诺发生时通常伴随着极端气象灾害 12
表2： 全球原糖供需平衡表 14
表3： 中国食糖供需平衡表 14
表4： 棕榈油基本面数据汇总 18
表5： 橡胶树生长周期较长，新胶树 9-11 龄才进入旺产期 20
表6： ANRPC 成员国天然橡胶供需平衡表（未包含科特迪瓦等非会员国家） 22
表7： 中国天然橡胶供需平衡表 22
表8： 全球玉米供需平衡表 25
表9： 中国玉米供需平衡表 25
表10： 全球大豆供需平衡表 29
表11： 全球棉花供需平衡表 32
表12： 中国棉花供需平衡表 32

下载日志已记录，仅供内部参考

新一轮厄尔尼诺已启动，强度或创 1950 年以来新高

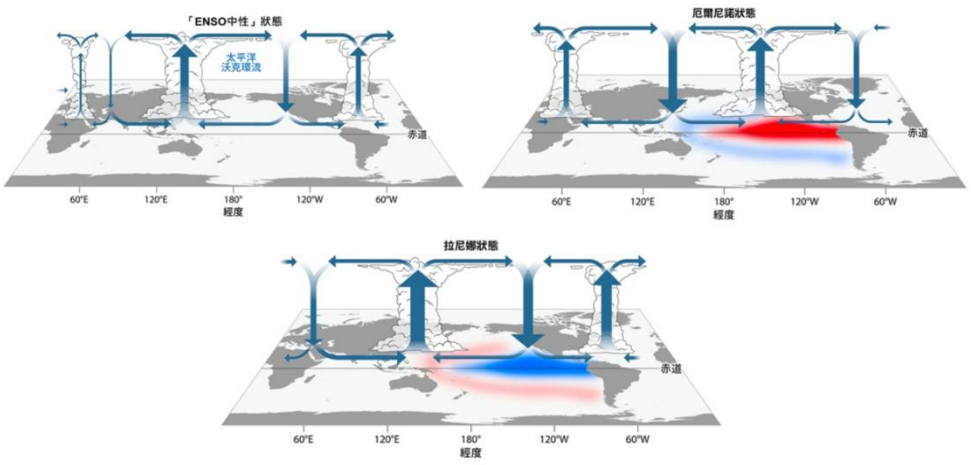
厄尔尼诺是 ENSO 循环中的三种状态之一

厄尔尼诺是 ENSO 循环中的三种状态之一。ENSO 是一种反复出现的气候模式，涉及赤道太平洋中东部海洋表面温度和赤道信风的周期性变化，其按照赤道中东太平洋温度分为“暖-中性-冷”三种相位，分别对应为“厄尔尼诺-中性-拉尼娜”三类事件。历史上，异常事件（厄尔尼诺或拉尼娜）通常每隔 2-7 年时间出现一次，期间热带太平洋表面温度、信风强度会相比正常年份不规则交替出现异常，这种周期性的变化也称为 ENSO 循环。

◆ **学界主流理论认为，“慢充放电、快放大”是构成 ENSO 循环的物理基础。**

（1）快放大：ENSO 循环的增长机制主要来自海气耦合形成的 Bjerknes 正反馈。在厄尔尼诺年份，ENSO 循环呈现暖位相，赤道信风强度显著减弱，甚至出现反向的西风异常，西太平洋的暖水会向东回流，从而抑制东太平洋深层冷水的上翻，这导致赤道中东太平洋海表温度（SST）大面积异常升高。SST 变暖后会进一步削弱信风，打破沃克环流平衡，进而继续推动厄尔尼诺事件发展。**在拉尼娜年份，**ENSO 循环呈现冷位相，赤道信风会较正常年份显著增强，持续将表层暖海水更强地推向西太平洋，使印度尼西亚和澳大利亚附近的暖池进一步加深、增暖；与此同时，赤道中东太平洋表层海水更易被带离，南美洲沿岸及中东太平洋的冷水上翻加强，形成范围较广的海温负异常，并进一步强化信风，进而推动拉尼娜事件发展。

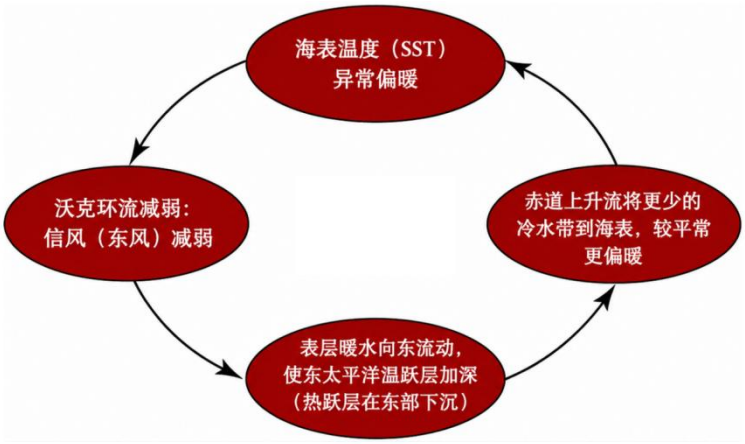
图1：厄尔尼诺（El Niño）是指 ENSO 的三种状态之一



资料来源：香港天文台，国信证券经济研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

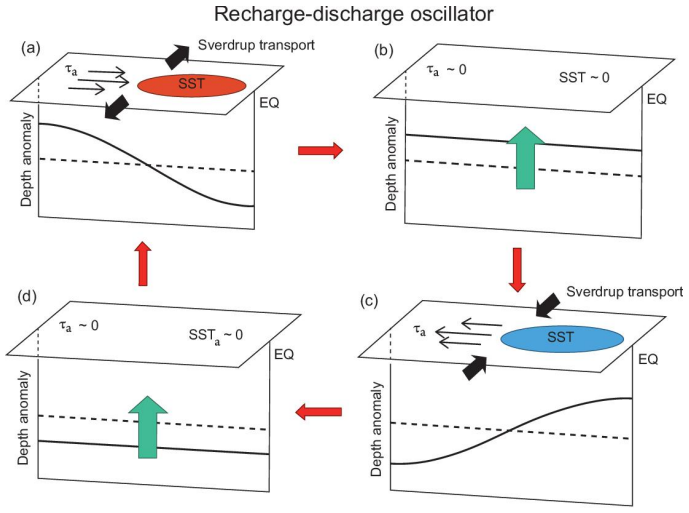
图2：“Bjerknes 正反馈”是目前学界解释 ENSO 循环增长机制的核心理论



资料来源：J. David Neelin，《Climate Change and Climate Modeling》，Cambridge University Press，2010 年，国信证券经济研究所整理

（2）慢充放电：ENSO 循环的“转相机制”通常用赤道太平洋海洋热含量的“充电—放电振子（Recharge－Discharge Oscillator）”理论解释。在中性或拉尼娜阶段，偏强的信风将表层暖水推向西太平洋，并使赤道太平洋次表层热量逐步积累，相当于为下一次暖事件“充电”；**在厄尔尼诺发展阶段，**西风异常和赤道海洋波动促使暖水向东传播，同时赤道区域热量向赤道外输送，整个赤道太平洋平均热含量逐步下降。随着东太平洋温跃层重新变浅、冷水上翻恢复，前期正反馈被削弱并最终反转，厄尔尼诺因而衰减，系统回到中性状态或进一步转为拉尼娜。

图3：“充电—放电振子”是目前学界解释 ENSO 转相机制的核心理论



资料来源：NOAA，国信证券经济研究所整理（注:Sverdrup transport 指大尺度海洋内部在风应力旋度作用下产生的南北向海水输运；Depth anomaly 指温跃层深度异常情况）

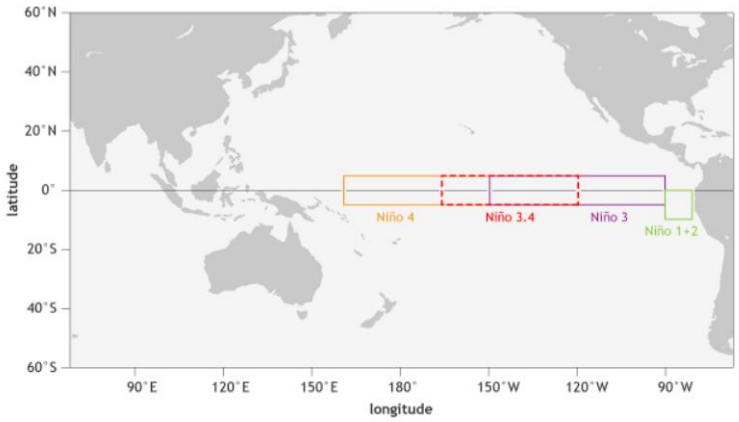
ENSO 循环呈“准周期振荡”，冷热相位易交替出现

◆ **ENSO 作为海气耦合现象，其海表气温表现用厄尔尼诺指数（ONI）监测；大气表现用南方涛动指数（ESOI）监测。**

下载日志已记录，仅供内部参考

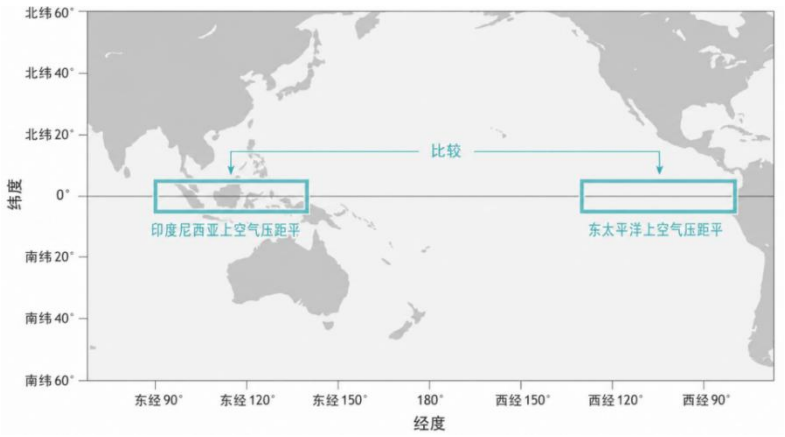
厄尔尼诺指数（ONI）是指 Nino 3.4 区（5° N—5° S、120° —170° W）海表温度距平的三个月滑动平均，通常将其连续至少 5 个月的监测值不低于+0.5℃或不高于-0.5℃，分别作为厄尔尼诺或拉尼娜的海洋判据；**南方涛动指数**（SOI）则由大溪地与澳大利亚达尔文之间的海平面气压距平差标准化计算，用于衡量热带太平洋东西向气压梯度及沃克环流强弱，厄尔尼诺期间一般表现为负值，拉尼娜期间一般表现为正值。

图4：ONI 追踪 Niño 3.4 区的东太平洋中部热带海域过去三个月的平均海表温度



资料来源：NOAA，国信证券经济研究所整理

图5：SOI 用于比较西太平洋和东太平洋更广阔区域的气压异常情况



资料来源：NOAA，国信证券经济研究所整理

◆ **历史上 ENSO 周期长短不一，厄尔尼诺和拉尼娜常交替出现。**

我们复盘 NOAA 和澳大利亚气象局发布的 1950 年 1 月至 2026 年 6 月的 ONI 和 SOI 序列（以海温指数连续至少 5 个月达到±0.5℃阈值、且同期 SOI 平均方向与海温异常一致作为统一识别口径），发现：

（1）ENSO 循环呈“准周期振荡”特征。相邻暖/冷事件的间隔通常约为 2—7 年，厄尔尼诺和拉尼娜虽非严格一一交替出现，但 1-2 轮异常冷/热事件后，通常后紧接出现一轮相反相位事件。ENSO 周期长短不一的主要原因系全球气候本身是个复杂的系统，通常西风爆发、季节内振荡、热带太平洋以外海温异常以及年代际气

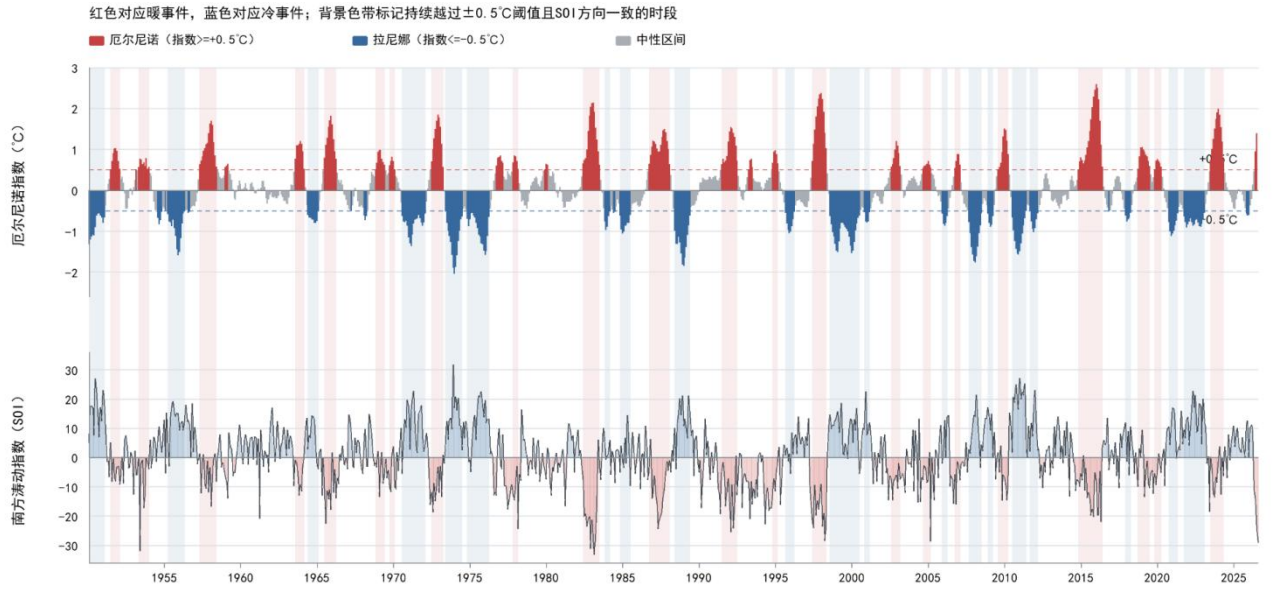
下载日志已记录，仅供内部参考

候背景的不同，均可能改变一次事件的启动时间、强度和持续期。

（2）拉尼娜平均持续事件更长，厄尔尼诺强度峰值通常更强。有限样本内拉尼娜的持续时间通常更长（单次厄尔尼诺和拉尼娜的平均持续时间分别约为 9.7 个月和 11.0 个月），也更容易跨越两个或多个年份连续存在，如 1973—1976 年、1998—2001 年、2010—2012 年和 2020—2023 年的冷事件。相比拉尼娜，厄尔尼诺的强度峰值通常更强，1950 年以来全球共发生过 3 轮极强厄尔尼诺尼诺，分别是 1982-1983 年、1997-1998 年和 2015-2016 年的热事件。

（3）ENSO 还具有明显的季节锁相特征。历史上多数冷/热事件通常在北半球春夏季开始发展、秋季增强、冬季前后达到峰值，并在次年春季衰减。但由于春季海气耦合信号较弱、随机扰动的相对作用上升，跨越春季的 ENSO 预测通常具有更高不确定性，也被称为“春季可预报性障碍”。

图6：过去近 80 年期间共出现过 22 次厄尔尼诺和 20 次拉尼娜



资料来源：NOAA，澳大利亚气象局，国信证券经济研究所整理

厄尔尼诺/拉尼娜会增加区域性干旱洪涝、气温异常发生概率

ENSO 循环是全球年际气候变化最重要的驱动因子之一，当厄尔尼诺或拉尼娜出现时，通常会在事件发展后数月内影响全球平均地表温度，并通过改变沃克环流、对流活动和中高纬度急流位置，重新分配全球热量与水汽，增加区域性干旱、洪涝和温度异常的发生概率。

◆ 当厄尔尼诺发生时：

东南亚及大洋洲（干旱少雨）：西太平洋对流减弱、降水带向中东太平洋移动，印度尼西亚及其周边海洋大陆、马来西亚和菲律宾部分地区的降水通常偏少，泰国、越南等中南半岛国家也可能出现季风降水减少、雨季推迟或旱季延长，澳大利亚北部和东部在冬春季发生降水不足的概率也会升高。持续少雨叠加高温易导致土壤失墒和植被干燥，增加森林火灾风险，并对水资源和雨养农业生产形成压力。

下载日志已记录，仅供内部参考

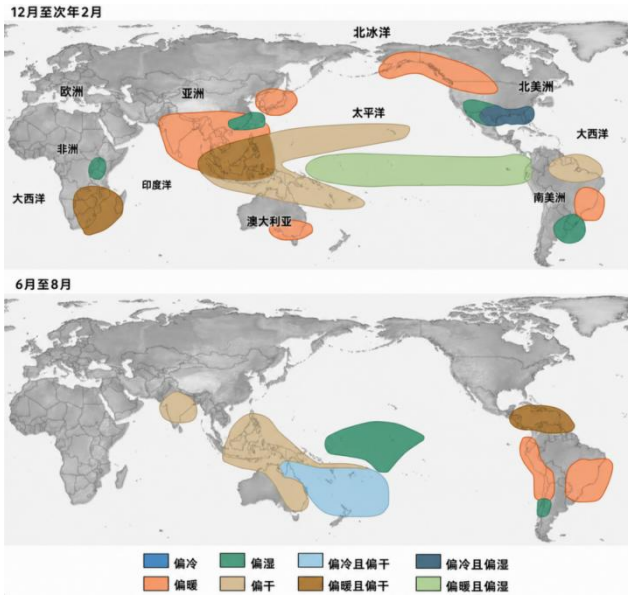
南美洲（洪涝与干旱风险并存）：赤道中东太平洋增暖使对流和降水带向东扩展，秘鲁、厄瓜多尔沿岸在部分厄尔尼诺事件中降水显著增加，暴雨洪涝风险上升。与此同时，亚马逊流域及南美洲北部部分地区往往降水偏少，而巴西南部、乌拉圭和阿根廷东北部等南美洲东南部地区则通常偏湿。

北美洲（北暖南湿）：厄尔尼诺对北美洲的影响主要集中在北半球冬季，受北太平洋急流增强并向南延伸影响，阿拉斯加南部、加拿大南部及美国北部通常更易出现偏暖天气；美国南部从加利福尼亚至墨西哥湾沿岸和东南部的风暴活动及降水概率往往上升，部分地区表现为偏凉、偏湿。

印度半岛（干旱风险上升）：厄尔尼诺通常会削弱热带太平洋东西向环流及与印度季风有关的海陆热力差异，使印度西南季风降水偏少、干旱风险上升。不过这种关系并非确定性对应，历史上部分厄尔尼诺年份印度季风降水仍可接近或高于常年，实际影响结果会受到印度洋偶极子、欧亚积雪和季风内部变率等因素影响。

中国（极易南涝北旱）：在厄尔尼诺成熟期所在的秋冬季，东亚冬季风通常偏弱，我国暖冬概率上升，东部降水较易呈现“北少南多”的分布；在厄尔尼诺衰减后的次年夏季，西北太平洋副热带高压往往偏强、偏西，季风雨带容易在长江—淮河流域及其以南地区停留，使长江中下游等地降水偏多、洪涝风险上升，而华北等北方地区发生高温少雨的概率相对增加。厄尔尼诺发展年夏季的影响不确定性较大，“南涝北旱”并非所有厄尔尼诺年份的必然结果。

图7：厄尔尼诺对全球气候的影响



资料来源：NOAA，国信证券经济研究所整理

◆ 当拉尼娜发生时：

东南亚及大洋洲（降水偏多）：西太平洋暖水堆积和对流活动增强，使印尼、马来西亚、菲律宾及其周边海洋大陆降水增多；泰国、越南等中南半岛国家也较易出现季风降水增强、雨季延长或强降水过程增多。澳大利亚东部、中部和北部在冬春季乃至次年夏季降水偏多的概率增加，其中东部地区发生大范围洪涝风险较高，北部雨季通常开始较早。

南美洲（干旱风险上升）：赤道中东太平洋海温降低抑制当地对流活动，厄瓜多

下载日志已记录，仅供内部参考

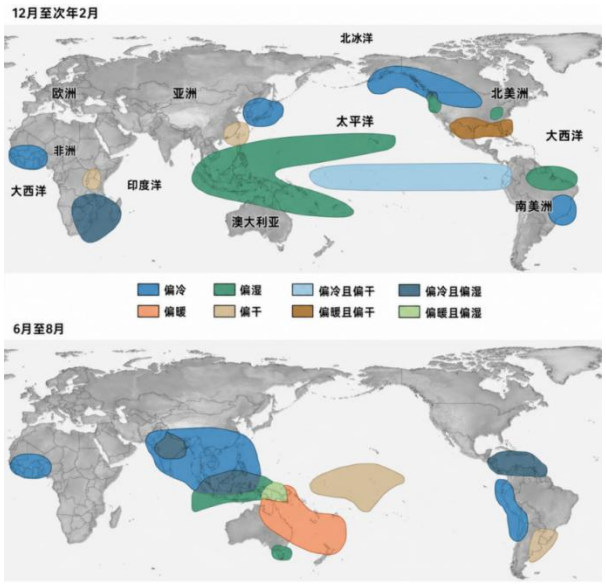
尔沿岸和秘鲁西北部在南半球夏季通常降水偏少，巴西南部、乌拉圭和阿根廷中北部在部分季节发生降水不足的概率上升，持续少雨可能导致土壤墒情下降、河流水位降低，并对大豆、玉米等大宗作物的生产形成明显压力。

北美洲（北冷湿、南暖干）：美国南部和墨西哥北部则通常偏暖、偏干，其中美国西南部及南部平原的冬春季干旱和野火风险可能增加。此外，拉尼娜往往会减弱热带大西洋上空的垂直风切变，从而为大西洋飓风的形成和增强提供更有利的环境。

印度半岛（洪涝风险上升）：拉尼娜通常会增强印度—西太平洋暖池附近的上升运动和季风环流，使印度西南季风降水接近或高于常年的概率增加，有利于缓解水资源短缺和补充水库蓄水，但强降水增多也可能加大流域洪水、城市内涝、山体滑坡和农田渍涝风险。

中国（北涝南旱、冬季寒潮风险大）：在拉尼娜成熟期所在的秋冬季，东亚冬季风通常偏强，北方冷空气更易南下，我国中东部气温偏低及阶段性寒潮活动增强的概率上升；与此同时，来自西北太平洋、南海和孟加拉湾的水汽输送可能减弱，使南方部分地区降水偏少，冬春连旱风险增加。在拉尼娜事件次年夏季，西太平洋副热带高压往往位置偏北，东亚夏季风相对偏强，有利于季风雨带向北推进，使华北、东北等北方地区降水偏多和洪涝风险上升，而长江流域及其以南部分地区降水偏少、高温干旱的概率相对增加。

图8：拉尼娜对全球气候的影响



资料来源：NOAA，国信证券经济研究所整理

新一轮厄尔尼诺已启动，强度或将创 1950 年以来新高

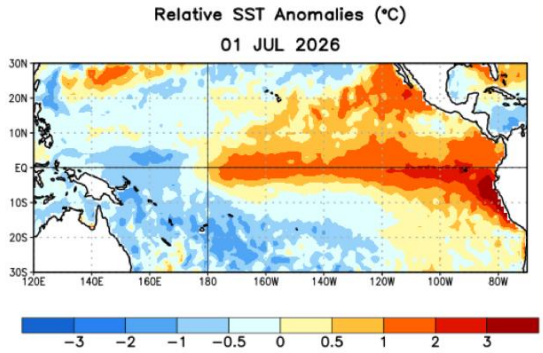
◆ **新一轮厄尔尼诺已于 2026 年 5 月形成，并呈现快速增强特征。**

NOAA 于 2026 年 6 月 11 日正式发布“厄尔尼诺警报”，确认 5 月期间赤道中东太平洋海温持续升高，Niño3.4 周度海温距平升至+0.7℃，同时中东太平洋对流增强、印度尼西亚附近对流受抑，南方涛动指数显著为负，海气耦合系统反映厄尔尼诺已经形成。而根据 NOAA 于 8 月 13 日发布的最新监测显示，7 月 Niño3.4 月

下载日志已记录，仅供内部参考

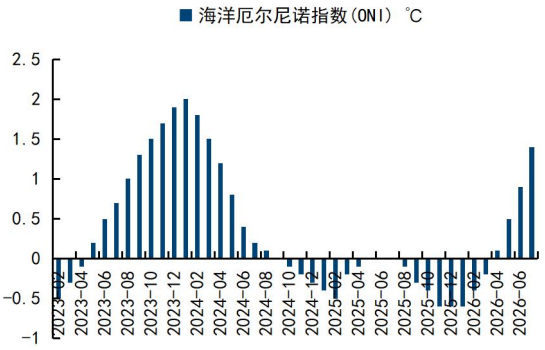
均海温距平已升至+1.4℃，赤道东太平洋部分海域海温距平超过+2.0℃，传统 SOI 和赤道 SOI 均降至约负 2 个标准差，表明海气正反馈仍在持续强化，厄尔尼诺正在快速增强。另据国家气候中心监测口径显示，赤道中东太平洋已于 2026 年 5 月进入厄尔尼诺状态，5 月 Niño3.4 指数升至+0.96℃，6 月第 1、2 候则进一步分别升至+1.31℃、+1.51℃，两方观测结论基本一致。

图9：海气耦合系统反映厄尔尼诺已经开始



资料来源：NOAA，国信证券经济研究所整理[注：图为截至 2026 年 7 月 1 日前后一周的平均相对海表温度距平（Relative SST Anomalies，单位：℃），相对于 1991—2020 年基准期同期周平均海温计算得到]

图10：ONI 指数已于 7 月份迅速升至 1.4℃

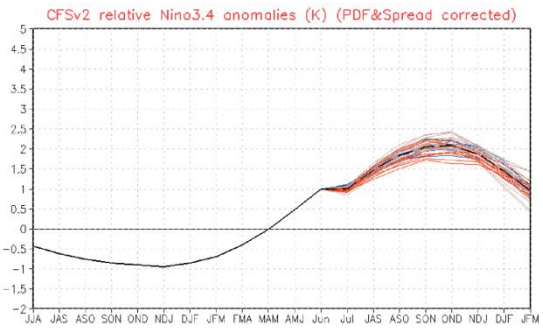


资料来源：NOAA，国信证券经济研究所整理

◆ **本轮高峰预计将出现在 2026 年秋冬，峰值强度或创 1950 年来新高。**

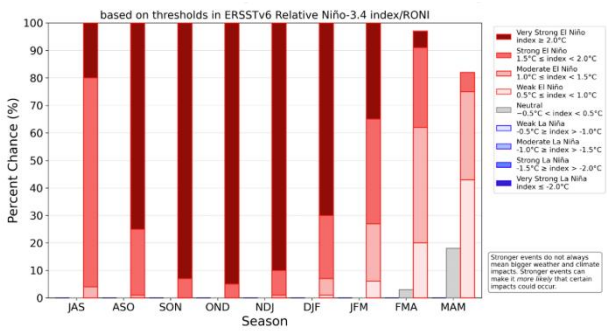
从持续时间和强度看，本轮事件高峰或将出现在秋冬季，且最终达“超强”等级概率较高。NOAA 8 月最新概率预报显示，本轮厄尔尼诺预计将于北半球秋冬季节达到高峰，并一直持续到明年春节（2026 年夏季至 2026/27 年冬季维持的概率为 100%，2027 年 2—4 月为 97%，2027 年 3—5 月仍为 82%）；而强度方面，NOAA 8 月最新强度概率给出，2026 年 10—12 月达到“超强”级别的概率进一步升至 95%，11—1 月为 90%，12—2 月仍有 70%（Niño3.4 指数达到+1.5℃至+2.0℃为强事件，达到或超过+2.0℃为超强事件），且峰值强度突破 1950 年以来新高的概率上升至 69%。

图11：本轮厄尔尼诺高峰预计将在 2026 年北半球秋冬



资料来源:NOAA,国信证券经济研究所整理[注:图为 NOAA/NCEP/CPC 气候预测系统（CFSv2）对 Niño3.4 指数未来走势的预测图]

图12：本轮厄尔尼诺有大概率将发展为超强级别



资料来源：NOAA，国信证券经济研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

◆ 复盘历史来看，强或超强等级厄尔尼诺通常伴随着极端气象灾害

1950 年以来，1982/83、1997/98、2015/16 是最具代表性的三次超强厄尔尼诺事件，通常伴随着较为典型且严重的极端气象事件或灾害。南美西岸受太平洋暖水东移将明显增强对流，暴雨、洪水、泥石流风险显著增加；东南亚、澳大利亚受西太平洋对流减弱影响，雨季缩短，干旱、高温、森林火灾风险明显增加，这两部分区域是受厄尔尼诺影响最为典型的。另外从历史经验来看，中国受厄尔尼诺影响则具有一定的滞后性，厄尔尼诺成熟的冬季偏暖概率高，次年夏季则容易出现长江流域及南方洪涝风险，同时北方部分地区可能偏旱，呈现明显的“南涝北旱”特征。因此若本轮厄尔尼诺按当前主流官方预测进入“超强”级别区间，后续需重点关注南美西岸洪涝、东南亚—澳大利亚干旱火险、中国秋冬南方降水及次年汛期长江流域洪涝风险。

表1：复盘历史来看，超强等级厄尔尼诺发生时通常伴随着极端气象灾害

事件年份	强度等级	ONI/Niño3.4 峰值	全球主要气象灾害事件	中国主要气象灾害事件
1972/73	强	ONI 峰值约+2.0℃	南美西岸（秘鲁、厄瓜多尔）降水显著增加，沿岸洪涝风险上升；东南亚、澳大利亚出现干旱倾向；印度季风偏弱，部分区域农业受影响；美国南部冬季偏湿北部偏暖	1972 年冬季至 1973 年，中国北方部分地区冬季偏暖；华北、西北部分地区降水偏少，出现阶段性干旱；华南部分地区降水异常
1982/83	超强	ONI 峰值约+2.1～2.2℃	南美西岸出现 20 世纪最严重洪灾之一：秘鲁、厄瓜多尔沿岸暴雨、洪水、泥石流频发；秘鲁部分地区半年降雨接近 100 英寸；澳大利亚、印度尼西亚严重干旱；太平洋岛国受海平面异常升高影响；全球多地出现异常天气	1982 年华西秋雨明显偏强，开始早、结束晚、持续时间长，影响秋收；1983 年夏季长江中下游及陕南发生严重洪涝；东北地区出现异常低温，黑龙江、吉林部分地区 6 月气温较常年低 3～4℃，创同期历史低值
1986/87/88	强	ONI 峰值约+1.6℃	南美西岸降水增加；美国南部冬季偏湿；澳大利亚东部、印度尼西亚降水偏少；东南亚部分地区出现干旱	中国南方冬春降水偏多；1988 年前后长江流域、华南部分地区出现洪涝风险；北方部分地区气象干旱明显
1991/92	强	ONI 峰值约+1.8～2.0℃	东非部分地区降水异常，南部非洲出现严重干旱；澳大利亚、印度尼西亚偏旱；南美西岸洪水增加；美国南部冬季偏湿	中国 1991 年江淮、长江流域出现严重洪涝背景（叠加其他气候因素）；1992 年部分地区出现旱涝转换
1997/98	超强	ONI 峰值约+2.3～2.4℃	全球影响最广泛事件之一：①秘鲁、厄瓜多尔暴雨洪涝、泥石流严重；②印度尼西亚、马来西亚、菲律宾严重干旱，引发大规模森林火灾和烟霾；③东非（肯尼亚、索马里等）暴雨洪灾；④亚马逊北部干旱，巴西部分地区火险升高；⑤美国南部和加州冬季暴雨增多；⑥全球平均气温显著升高	1997 年冬季偏暖明显；1998 年长江流域发生历史性大洪水，长江中下游、嫩江、松花江流域均出现严重洪涝；华南持续强降雨导致洪灾严重；北方部分地区出现旱情
2002/03	强	ONI 峰值约+1.3～1.4℃（偏强）	南美西岸降水增加；澳大利亚东部干旱；美国西南部偏暖偏干；全球气温明显偏高	中国冬季偏暖，北方降雪偏少；部分地区出现干旱和高温事件
2009/10	强	ONI 峰值约+1.5～1.6℃	东非部分地区降水异常；东南亚部分区域干旱；南美西部洪涝风险升高；全球气温处于高位	中国 2009 年秋冬偏暖，北方暖冬明显；2010 年春夏部分地区出现旱涝转换，西南地区发生严重春旱
2015/16	超强	ONI 峰值约+2.4℃	①印度尼西亚严重干旱和森林火灾；②埃塞俄比亚、南部非洲严重干旱，引发粮食安全问题；③南美部分地区洪水；④美国南部冬季暴雨增加，加州降水改善；⑤全球 2016 年创历史高温纪录	2015 年中国冬季偏暖明显；2016 年长江中下游梅雨异常偏强，多地发生洪涝；华南强降雨频繁；北方部分地区高温少雨
2023/24	强	ONI 峰值约+2.0℃左右	全球气温创纪录，2024 年成为有记录以来最热年份；南部非洲严重干旱；东非部分地区洪水；南美北部干旱；全球多地出现高温、干旱和强降雨复合灾害	中国 2023 年秋冬偏暖明显；2024 年春季气温偏高；长江中下游、华南部分地区强降雨事件增加，气候异常明显

资料来源：NOAA，国家气候中心，中国气象局，国信证券经济研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

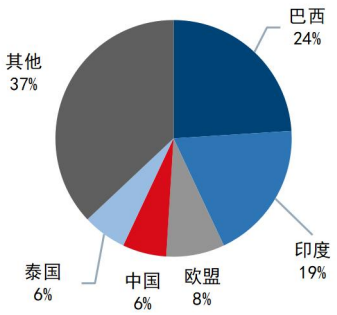
复盘：历次厄尔尼诺，农产品单产及价格表现

白糖：北半球高概率减产，重点关注秋冬旱情

◆ 全球白糖核心供给来自三大产蔗国

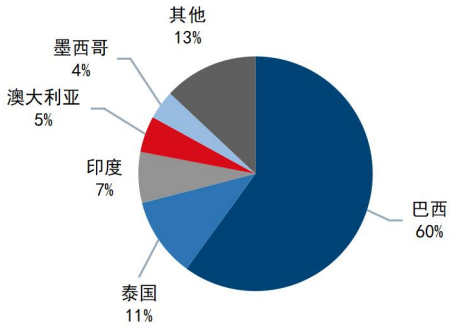
根据美国农业部最新预估，2025/26 年度全球糖产量预计为 1.89 亿吨，其中巴西/印度/欧盟/中国/泰国/美国产量分别约为 4470/3500/1540/1150/1100/850 万吨，占全球产量比例分别为 24%/19%/8%/6%/6%/5%。其中巴西、印度和泰国是最重要的出口国，三者 2025/年度在全球的合计出口份额接近 80%，是决定全球糖价走势的重要区域。其中巴西甘蔗主产区集中于中南部，每年 4-12 月份均为压榨季，其中 8-10 月份为产糖高峰期，10 月至次年 4 月是关键生长期。印度和泰国作为北半球国家，则通常在 10 月至次年 4 月进入收获季，6-9 月份是关键生长季（期间季风降水是决定产量的关键）。

图13：全球糖产量分布情况（2025/26）



资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

图14：全球糖出口量分布情况（2025/26 年度）



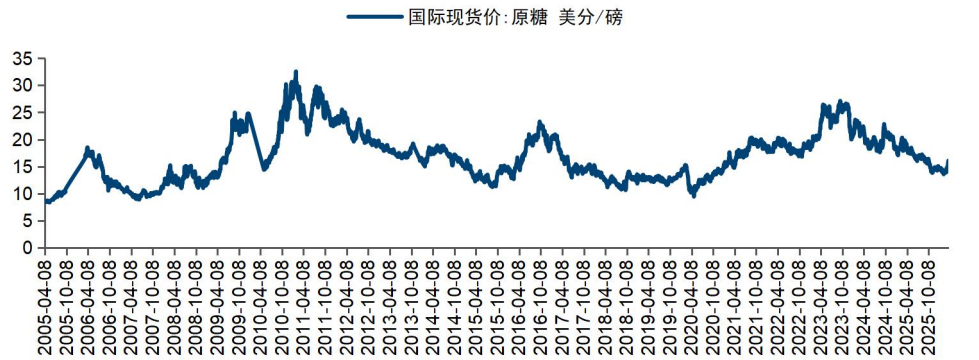
资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

◆ 需求稳定，供给下调，全球原糖供需维持紧平衡。

近期国内糖现货价格维持偏弱震荡走势，截至 2026 年 7 月 31 日，国内广西南宁糖现货价为 5140 元/吨，较上周环比-0.96%。国内市场短期供应充足，价格缺乏驱动，中期全球原油价格中枢上移后正在推动醇油比回落，巴西 2026/27 新季制糖比同比回落，叠加印度计划免税进口白糖 100 万吨，原糖供给趋紧，价格预计筑底回升，有望支撑国内糖价，但内外价格进一步上行则有赖于极端天气等其他条件扰动。

下载日志已记录，仅供内部参考

图15：国际原糖价格呈筑底回升走势



资料来源：世界银行，NOAA，国信证券经济研究所整理

表2：全球原糖供需平衡表

单位：百万吨	21/22	22/23	23/24	24/25（估计）	25/26（预测）
起始库存	96.35	94.11	93.27	93.16	89.7
产量	172.54	175.41	181.1	176.1	181.32
消费量	174.78	176.24	181.21	179.56	180.1
供需余缺	-2.24	-0.83	-0.11	-3.46	1.22
进口量	61.12	63.74	65.04	62.96	63.2
出口量	61.43	63.95	65.23	64.8	64.3
期末库存	94.11	93.27	93.16	89.7	90.92
库消比	53.84%	52.92%	51.41%	49.95%	50.48%

资料来源：ISO，国信证券经济研究所整理

表3：中国食糖供需平衡表

	2024/25	2025/26	2026/27	2026/27
		（8月估计）	（7月估计）	（8月估计）
		千公顷(1000 hectares)		
糖料播种面积	1406	1480	1461	1461
甘蔗	1189	1246	1248	1248
甜菜	217	234	213	213
糖料收获面积	1406	1480	1461	1461
甘蔗	1186	1246	1248	1248
甜菜	217	234	213	213
		吨/公顷(ton per hectares)		
糖料单产	61.8	63.83	60.92	60.92
甘蔗	61.65	72.3	66.09	66.09
甜菜	61.95	55.35	55.74	55.74
		万吨(10000 tons)		
食糖产量	1116	1295	1293	1293
甘蔗糖	960	1138	1143	1143
甜菜糖	156	157	150	150
食糖进口量	462	500	480	480
食糖消费量	1567	1570	1573	1573
食糖出口量	16	18	18	18
结余变化	-5	207	182	182

下载日志已记录，仅供内部参考

资料来源：农业农村部，国信证券经济研究所整理

◆ 历史上厄尔尼诺期间，北半球受高温干旱影响，甘蔗减产概率较高

单产方面：复盘 1960 年以来厄尔尼诺历次对南北半球关键生产季产生影响时，其导致甘蔗减产的概率为 41%，其中最近十次影响中，减产概率为 50%。概率偏低的主要原因系甘蔗种植分布相对分散，且厄尔尼诺对南北半球主要产区的影响不一。其一方面会为南北美洲西部沿岸带来更多降雨，导致巴西有 70-80%的概率增产；同时也会导致印度和泰国高温干旱风险上升，导致二者有 60%左右的概率减产；另外对于中国来说，南方降水偏多但洪涝灾害通常发生在长江中下游附近，增产概率反而较高。因此在分析厄尔尼诺对糖价影响时，需更为具体的观察分析其对北半球和南方球的影响强度相对大小。

图16：1960 年以来，厄尔尼诺发生时，导致全球甘蔗减产的概率为 41%

强度	影响产季	全球	yoy	泰国	yoy	印度	yoy	巴西	yoy	中国	yoy
强	2023/24北半球+南半球生长期	75.1012	2.09%	57.3619	-11.17%	83.3487	-1.83%	77.9009	6.08%	82.6177	3.14%
弱	2019/20南半球生长期	72.7258	-0.76%	71.3875	-5.39%	80.1045	-0.12%	74.657	0.11%	78.58	2.27%
弱	2018/19南半球生长期	73.2825	4.26%	75.4515	13.76%	80.1984	16.23%	74.5759	0.16%	76.8347	1.04%
	2019/20北半球生长期	72.7258	-0.76%	71.3875	-5.39%	80.1045	-0.12%	74.657	0.11%	78.58	2.27%
超强	2014/15南半球生长期	69.9102	-1.61%	76.6408	1.19%	70.5695	3.41%	70.646	-6.23%	71.3381	1.13%
	2015/16北半球生长期	70.8689	1.37%	67.2059	-12.31%	71.4661	1.27%	74.2026	5.03%	72.522	1.66%
强	2009/10南半球+北半球生长期	70.9358	-0.92%	69.3371	-0.56%	64.5535	-6.28%	80.2555	1.24%	68.0793	-4.41%
弱	2006/07南半球生长期	69.2023	3.68%	49.3696	6.26%	66.9281	3.36%	75.1177	3.11%	70.4074	9.80%
弱	2004/05北半球+南半球生长期	66.5897	-0.71%	57.9338	-11.12%	59.3799	-6.60%	73.726	-0.01%	65.36	1.71%
弱	2002/03北半球+南半球生长期	65.7944	2.04%	59.3501	5.02%	67.3696	-1.76%	71.4432	2.88%	64.8962	6.63%
超强	1997/98北半球+南半球生长期	64.0179	1.49%	57.529	-2.25%	66.4958	-1.83%	68.8839	3.19%	60.9597	6.00%
	1998/99北半球生长期	64.8137	1.24%	46.0639	-19.93%	71.1338	6.97%	69.2474	0.53%	60.1912	-1.26%
弱	1994/95南半球生长期	61.8085	4.41%	47.3059	16.43%	67.155	5.14%	67.2231	6.22%	59.3442	-0.87%
弱	1993/94北半球生长期	59.1964	-3.59%	40.6309	-22.36%	63.8739	-3.43%	63.2892	-2.02%	59.8672	-0.57%
强	1991/92北半球+南半球生长期	61.4039	-0.40%	52.3429	7.05%	65.3949	-0.30%	61.9546	0.77%	59.2396	0.60%
	1992/93北半球生长期	61.401	0.00%	52.3306	-0.02%	66.1458	1.15%	64.5968	4.26%	60.2095	1.64%
强	1986/87南半球生长期	59.0612	0.93%	44.1282	-6.47%	59.9864	4.01%	60.4467	-4.34%	55.4963	-0.52%
	1987/88北半球+南半球生长期	60.7168	2.80%	47.0053	6.52%	60.4442	0.76%	62.317	3.09%	57.0772	2.85%
超强	1982/83北半球+南半球生长期	60.2495	3.13%	49.2405	13.23%	58.3589	0.89%	60.5151	9.67%	59.9624	2.81%
	1983/84北半球生长期	58.7541	-2.48%	42.2888	-14.12%	56.4408	-3.29%	62.1013	2.62%	51.5803	-13.98%
弱	1979/80南半球生长期	56.0867	-0.85%	40.7688	20.46%	49.1143	-12.55%	54.7498	1.38%	50.1095	12.36%
	1980/81北半球生长期	55.2879	-1.42%	30.1378	-26.08%	49.3577	0.50%	57.006	4.12%	54.0789	7.92%
弱	1977/78南半球生长期	56.4007	3.21%	52.8142	-0.90%	53.3832	4.87%	52.8986	7.34%	46.1266	17.74%
弱	1976/77南半球生长期	54.6476	1.65%	53.2916	10.73%	50.9027	2.10%	49.2832	6.04%	39.178	-0.13%
强	1972/73北半球+南半球生长期	52.3506	-0.58%	37.3739	-21.73%	47.5107	-1.68%	47.2118	1.49%	41.6254	1.47%
弱	1968/69北半球+南半球生长期	52.7944	1.23%	33.1892	-24.38%	46.6536	15.65%	45.4196	-0.97%	44.8711	-0.34%
	1969/70北半球+南半球生长期	53.5743	1.48%	42.56	28.23%	49.2363	5.54%	45.0015	-0.92%	41.7099	-7.05%
强	1965/66北半球+南半球生长期	52.2624	1.42%	45.9704	39.28%	46.9004	1.20%	44.4864	1.80%	49.7146	5.10%
强	1963/64北半球+南半球生长期	48.6699	0.54%	30.7065	-6.95%	40.996	-3.16%	42.2283	-0.96%	51.5308	31.90%

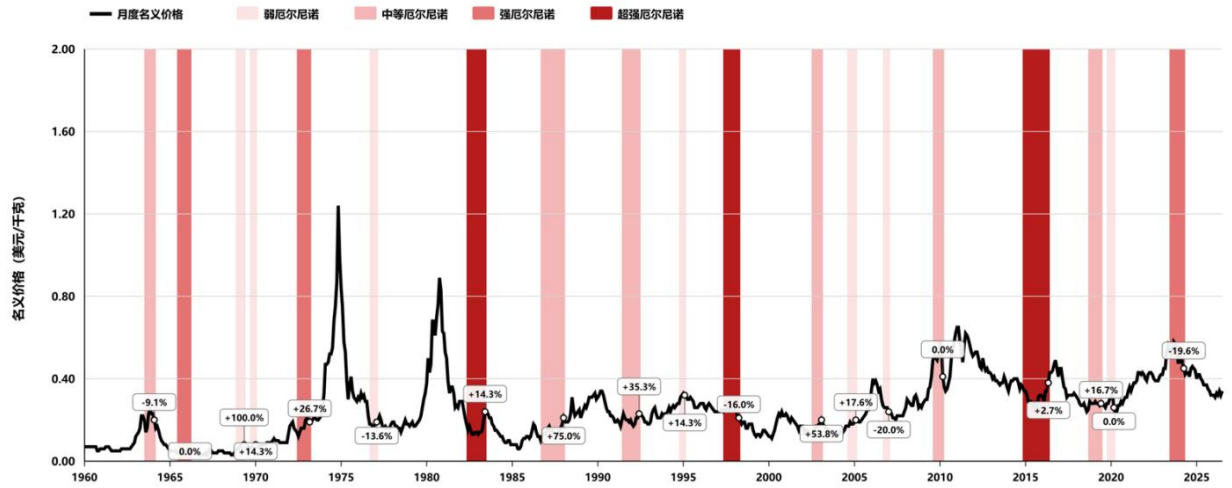
资料来源：FAO，NOAA，国信证券经济研究所整理（注：图为 FAO 口径甘蔗单产，单位为“吨/公顷”）

价格方面：历次厄尔尼诺发生区间内，全球白糖价格上涨概率接近 60%，但多数期间涨幅较为温和，且价格大幅上涨更多是受到能源价格、货币环境等其他因素影响。比如 1970s 受到石油危机驱动的农产品牛市（彼时甘蔗燃料用途尚未大幅推广，能源属性偏弱，因此涨幅相对温和）；2000s 厄尔尼诺期间伴随全球流动性宽松、能源价格上涨，白糖区间涨幅高达 50%以上。最新一轮 2023-2024 年期间，厄尔尼诺达到强级别，泰国印度单产均受冲击，但由于巴西和中国增产幅度更大，糖价颓势难以扭转，区间内跌幅接近 30%。

总体来看，若本轮厄尔尼诺在秋冬达到超强级别，需要重点关注南半球巴西在关键生长产季是否面临洪涝风险，同时更重要的是要看北半球印度和泰国在关键榨糖季是否会面临干旱侵扰，从而导致甘蔗产量和含糖量表现下调。

下载日志已记录，仅供内部参考

图17：1960 年以来，厄尔尼诺期间全球白糖价格的上涨概率约为 58%，涨幅中位数 18%



资料来源：世界银行，NOAA，国信证券经济研究所整理

棕榈油：产区分布高度集中，关注东南亚干旱风险

◆ 油棕作为木本油料作物，长期产能调节滞后，短期产量易受天气影响

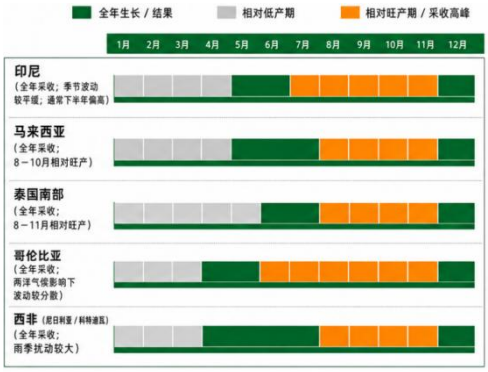
新种油棕 3—4 年开始结果，7—15 龄进入旺产，经济寿命通常约 25 年。油棕从育苗、移栽到首次形成可商业化采收的鲜果串通常需要约 30—36 个月，投产后的单产随树龄逐步提升，一般在 7—15 龄处于高产阶段；15 龄以后单产和采收效率逐渐下降，树龄达到 25 年左右后，树体过高会明显增加采摘难度和人工成本，种植园通常需要砍伐更新。

棕榈油产区分布高度集中，油棕全年均可结果，但月度产量具有明显季节性。球棕榈油生产高度集中于印度尼西亚和马来西亚，二者合计产量占比接近 95%。油棕全年持续开花、结果并滚动采收，通常每 10—15 天采收一次鲜果串。受降水、日照和油棕自身生理周期影响，东南亚棕榈油产量一般在年初处于季节性低位，二季度开始逐步恢复，并在三季度至四季度进入相对旺产期，其中马来西亚产量通常在 8—10 月附近达到年内高位，随后受东北季风及年末强降雨影响回落；印度尼西亚因国土跨越赤道、产区分布更广，季节波动相对平缓。

天气对棕榈油胜场影响具有“当期采收扰动+滞后生理影响”双重特征。短期来看，持续强降雨和洪涝会阻碍工人进园、鲜果串采摘及运输，导致当月产量下降；高温干旱则会降低果实含油率和单果重量。中期来看，降水的异常波动还会影响花芽形成、雌雄花分化和幼果存活，相关影响可能在数月甚至 1—3 年后才反映到鲜果串数量和棕榈油产量上。

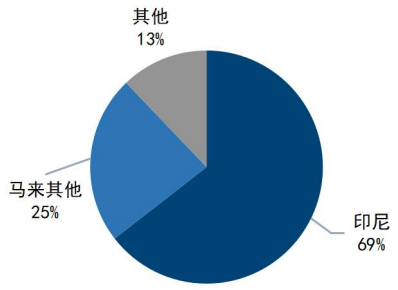
下载日志已记录，仅供内部参考

图18：油棕全年均可结果，但月度产量具有明显季节性



资料来源：MPOB，国信证券经济研究所整理

图19：全球近 95%棕榈油产量来自印尼和马来西亚



资料来源：印尼棕榈油协会，MPOB，USDA，国信证券经济研究所整理

◆ 短期棕榈油供需双弱，中长期预计有政策支撑

2026 年 8 月 21 日棕榈油国内均价为 9908 元/吨，周环比+5.57%。短期，出口需求偏弱，能源价格回落，预计压制棕榈油现货价格。中长期，主产区未来整体扩产受限，MPOB 预计马来西亚棕榈油 2026 年产量将略低于 2025 年，同时美国生物燃料政策调整和印尼等地掺混政策推进预计将持续支撑中长期燃料需求增长。

图20：棕榈油价格近期呈高位震荡走势



资料来源：钢联数据，国信证券经济研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

表4：棕榈油基本面数据汇总

价格	2026/7/31	2026/7/24	环比	同比	数据来源
国内均价（元/吨）	9250.00	9430.00	-1.91%	2.86%	钢联数据
进口成本价（元/吨）	9511.00	9697.00	-1.92%	-0.79%	钢联数据
	2026/7/31	2026/7/24	环比	同比	
国内豆油均价（元/吨）	8573.00	8722.00	-1.71%	2.98%	钢联数据
供需	**2026-06**	**2026-05**	**环比**	**同比**	
马来西亚初榨棕榈油产量（万吨）	163.88	151.63	8.08%	-3.17%	马来西亚棕榈油局
马来西亚棕榈油出口（万吨）	119.86	113.39	5.71%	-4.95%	马来西亚棕榈油局
马来西亚棕榈油库存（万吨）	254.41	242.79	4.78%	25.25%	马来西亚棕榈油局
	2026-05	2026-04	环比	同比	
印尼棕榈油产量（千吨）	4552.00	4903.00	-7.16%	-0.20%	印尼棕榈油协会
印尼棕榈油消费（千吨）	2078.00	2141.00	-2.94%	2.41%	印尼棕榈油协会
生物燃料	1035.00	1137.00	-8.97%	-0.38%	印尼棕榈油协会
印尼棕榈油出口（千吨）	1996.00	2777.00	-28.12%	-25.08%	印尼棕榈油协会
印尼棕榈油库存（千吨）	3042.00	2558.00	18.92%	4.32%	印尼棕榈油协会
	2026-06	2026-05	环比	同比	
印度棕榈液油进口量（万吨）	48.78	54.94	-11.20%	-49.00%	SEA
	2026-06	2026-05	环比	同比	
国内棕榈液油进口量（万吨）	16.42	21.96	-25.20%	-52.74%	海关总署
	2026-06	2026-05	环比	同比	
国内棕榈油消费量（万吨）	18.63	27.80	-32.99%	-21.52%	钢联数据
	2026/7/24	2026/7/17	环比	同比	
国内棕榈油库存（万吨）	83.91	80.24	4.57%	39.90%	钢联数据

资料来源：钢联数据，隆众石化网，马来西亚棕榈油局，印尼棕榈油协会，海关总署，国信证券经济研究所整理

◆ 扩种放缓、树龄老化趋势下，减产概率或将有所提升

产量方面：复盘 1960 年以来厄尔尼诺历次对南北半球关键生产季产生影响时，其导致棕榈油减产的概率较低。主要原因系早期印度尼西亚种植面积持续扩张，新增成熟面积通常能够部分抵消单产下降，另外油棕对天气的反应具有明显滞后性，相关减产通常在干旱发生后 6—12 个月逐步显现，严重水分胁迫的影响甚至可延续 1—3 年。近年随着印尼新增种植受到土地和环保政策约束，马来西亚油棕树龄老化、重植率长期低于合理水平（2024 年马来西亚平均重植率约为 2%，明显低于 4%左右的目标），面积扩张对天气减产的对冲能力明显下降，未来老龄树占比上升未来或持续制约单产变现。

图21：1960 年以来，厄尔尼诺发生时，导致全球棕榈油减产的概率为 7%

强度	影响产季	全球	yoy	印尼	yoy	马来西亚	yoy
强	2023/24北半球+南半球生长期	79567198.58	0.68%	47084299	0.57%	18551950	0.53%
弱	2019/20南半球生长期	79212947.29	9.54%	47120247	16.15%	19858367	1.75%
弱	2018/19南半球生长期	72311375.76	3.86%	40567230	6.85%	19516141	-2.02%
	2019/20北半球生长期	79212947.29	9.54%	47120247	16.15%	19858367	1.75%
超强	2014/15南半球生长期	58010840.78	4.73%	29278189	5.39%	19667016	2.34%
	2015/16北半球生长期	60771845.75	4.76%	31070015	6.12%	19961581	1.50%
强	2009/10南半球+北半球生长期	43871700.23	3.59%	19324292	10.17%	17564936	-0.96%
弱	2006/07南半球生长期	39421909	22.17%	17350848	46.28%	15880700	6.14%
弱	2004/05北半球+南半球生长期	30062437	4.83%	10830389	3.73%	13976200	4.65%
弱	2002/03北半球+南半球生长期	26136149	5.24%	9622344	14.60%	11909300	0.89%
超强	1997/98北半球+南半球生长期	18284798	7.50%	5385458	9.94%	9068730	8.14%
	1998/99北半球生长期	18216018	-0.38%	5902178	9.59%	8319680	-8.26%
弱	1994/95南半球生长期	14719162	3.98%	4008060	17.15%	7220630	-2.46%
弱	1993/94北半球生长期	14155115	10.09%	3421448	4.75%	7402930	16.15%
强	1991/92北半球+南半球生长期	11879204	3.76%	2657600	10.15%	6141353	0.77%
	1992/93北半球生长期	12857624	8.24%	3266250	22.90%	6373460	3.78%
强	1986/87南半球生长期	8275833	9.10%	1350729	8.63%	4542249	9.86%
	1987/88北半球+南半球生长期	8536727	3.15%	1506055	11.50%	4531960	-0.23%
超强	1982/83北半球+南半球生长期	6173947	16.58%	886820	10.84%	3510920	24.41%
	1983/84北半球生长期	5806853	-5.95%	982987	10.84%	3016481	-14.08%
弱	1979/80南半球生长期	4528449	17.91%	641240	27.92%	2188699	22.58%
	1980/81北半球生长期	5082953	12.24%	721172	12.47%	2573173	17.57%
弱	1977/78南半球生长期	3561794	7.22%	457607	6.17%	1612747	15.86%
弱	1976/77南半球生长期	3321918	6.10%	431006	8.50%	1391965	10.69%
强	1972/73北半球+南半球生长期	2308616	6.91%	269464	7.80%	718580	23.81%
弱	1968/69北半球+南半球生长期	1823724	9.26%	181444	8.20%	282984	25.35%
	1969/70北半球+南半球生长期	1942471	6.51%	188800	4.05%	352096	24.42%
强	1965/66北半球+南半球生长期	1576213	0.39%	156700	-4.45%	150411	22.37%
强	1963/64北半球+南半球生长期	1535070	4.01%	148300	4.81%	125691	16.20%

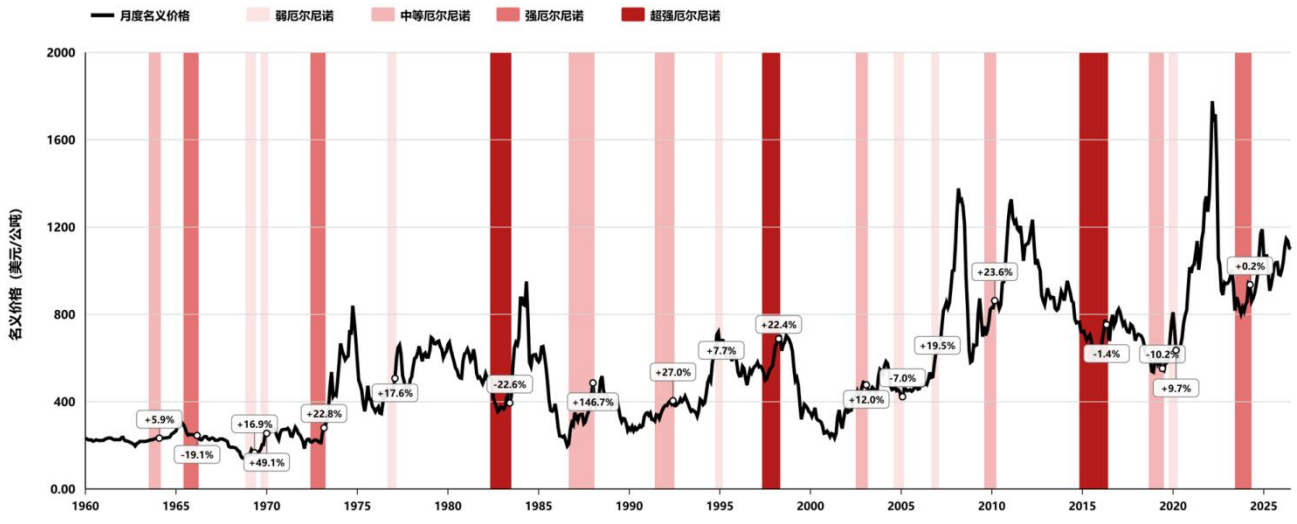
下载日志已记录，仅供内部参考

资料来源：FAO，NOAA，国信证券经济研究所整理（注：图为 USDA 口径棕榈油产量，单位为“吨”）

价格方面：历史上厄尔尼诺阶段棕榈油价格上涨概率相对较高，但价格表现同样并非由气候因素单独决定。棕榈油既是全球消费量最大的植物油之一，也具有较强的能源属性，因此其价格除受到东南亚产量影响外，还受到印尼生物柴油掺混政策、中国和印度进口需求、豆油及菜籽油供给、原油价格等多重因素影响。1997/98 年强厄尔尼诺期间，东南亚遭遇严重干旱和森林火灾，棕榈油供给收缩推动价格走强；2009—2011 年前后，棕榈油上涨则是天气扰动、全球流动性宽松、原油上涨及新兴市场需求扩张共同作用的结果；2015/16 年超强厄尔尼诺造成的干旱在 2016 年逐渐传导至产量，但同期能源价格偏弱限制了价格表现。最新一轮 2023—2024 年强厄尔尼诺期间，市场一度交易东南亚滞后减产预期，但马来西亚劳动力恢复、印尼产量韧性以及其他植物油供给增加最终削弱了天气影响，棕榈油未形成单边持续上涨行情。由此来看，厄尔尼诺更多是棕榈油供给端的放大器，能否推动趋势性上涨还受到替代油脂供应及生物柴油需求影响。

总体来看，本次厄尔尼诺或东南亚棕榈油生产形成潜在威胁，USDA 已于 7 月以天气趋干为由下调马来西亚 2026/27 年度棕榈油产量预估。后续若厄尔尼诺在秋冬季达到强或超强级别，持续干旱一方面可能降低当期鲜果串重量和含油率，另一方面还可能会影响花芽分化，导致雌花比例下降，进而压制 2027 年上半年乃至更晚阶段的产量。在马来西亚树龄老化、重植不足，印尼新增种植速度放缓的背景下，本轮天气冲击的供给弹性可能高于历史平均水平。若后续东南亚减产确认，叠加印尼 B50 政策推进，棕榈油价格有望进一步上行。

图22：1960 年以来，厄尔尼诺期间全球棕榈油价格的上涨概率约为 74%，涨幅中位数 19%



资料来源：世界银行，NOAA，国信证券经济研究所整理

天然橡胶：干旱叠加产能瓶颈，减产概率近年明显上升

◆ 橡胶树作为树本植物，长期产能调节滞后，短期易受天气扰动

新种橡胶树 9-11 龄进入旺产，持续 20-25 年。新种植的橡胶树从种植到产胶需要 6-7 年，之后经过 3-5 年，即树龄达到 9-11 年后，才会进入旺产期并持续 20-25

下载日志已记录，仅供内部参考

年，树龄达到 35-40 年后会因树木老化、产胶量较少而失去经济价值。

核心产区地处季风带，短期产出易受天气扰动。东南亚是目前天然橡胶种植面积最大的区域。从割胶作业时间来看，除有赤道穿过的印尼外，其他主要产区每年的产胶旺季集中在秋冬季，其中泰国每年 5 月下旬陆续开割，9 月开始逐步进入旺产期并一直持续到次年 2 月；纬度更高的中国产区旺产期持续时间相对短一些，云南和海南每年 4 月份左右开割，7-8 月进入旺产期，进入 Q4 后先后进入停割期。

表5：橡胶树生长周期较长，新胶树 9-11 龄才进入旺产期

阶段	树龄	产出特点
苗期	持续 1.5-2 年，即 1.5-2 龄结束	从播种、发芽到开始分枝
幼树期	持续 3-4 年，即 5-7 龄结束	从分枝到开割
初产期	持续 3-5 年，即 9-11 龄结束	开始割胶，产量逐步上升
旺产期	持续 20-25 年，即 30-40 龄结束	产量稳定
降产衰老期	35-40+龄	失去经济价值

资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

图23：亚洲主要天然橡胶产区多处于季风气候带，当季橡胶产出较易受降水波动影响



资料来源：百度地图，橡胶童话公众号，国信证券经济研究所整理

◆ **目前人工栽培的橡胶树主要分布于南北纬 10°内的热带地区，目前全球天然核心产区位于东南亚和非洲。**

泰国、印度尼西亚是目前全球最大的两个天然橡胶产区，二者 2024 年的天然橡胶产量分别为 479/226 万吨，于全球总产量中的占比分别为 32%/15%。另外受 2000-2010 年大规模扩种影响，非洲地区天然橡胶产量近年快速释放，2024 年已达 215 万吨，其中科特迪瓦产量为 188 万吨，过去十年复合增速接近 20%，已跻身为全球第三大产胶国。

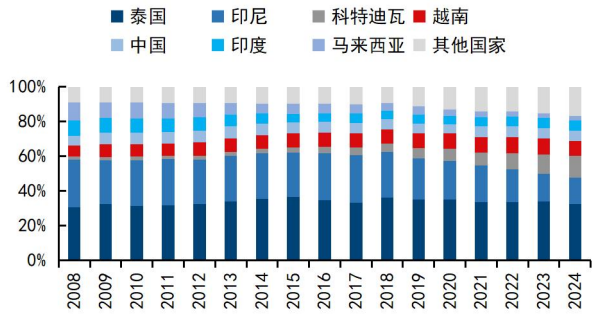
下载日志已记录，仅供内部参考

图24：2024 年全球天然橡胶产量为 1391 万吨



资料来源：ANRPC，国信证券经济研究所整理

图25：全球天然橡胶产量分布（按国家）

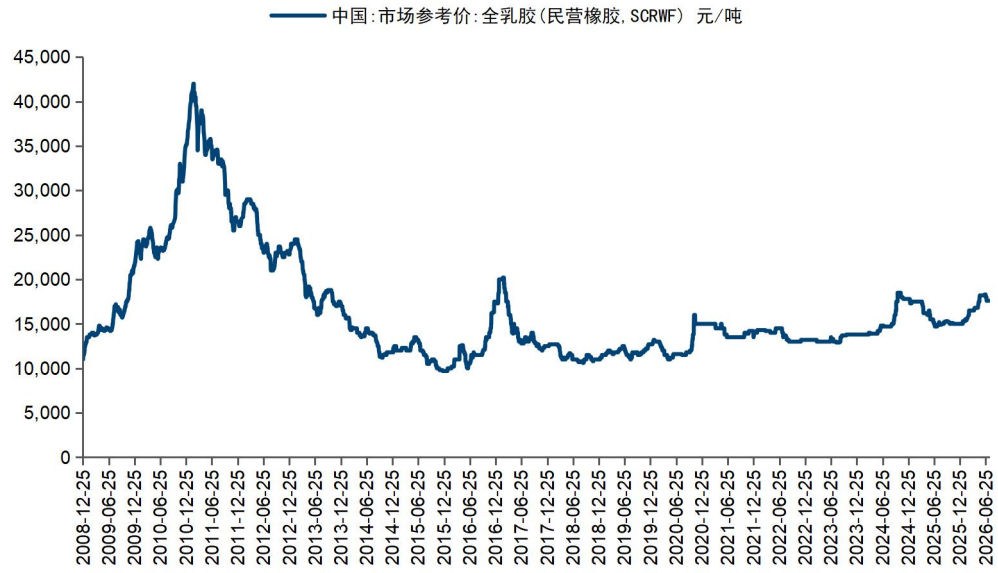


资料来源：ANRPC，国信证券经济研究所整理

◆ 短期石化涨价支撑，长期产能瓶颈显现，有望开启十年上行周期

截至 2026 年 8 月 21 日，国内全乳胶山东市价为 17650 元/吨，周环比+4.13%。短期来看，主产区开割上量，叠加强美元压制估值，价格表现震荡，下半年需重点关注厄尔尼诺对东南亚产区的影响。长期来看，天然橡胶的供需基本面反转、价格持续突破将有赖于东南亚长期减产兑现和国内外橡胶需求维持向好。

图26：近年天然橡胶价格正筑底回升



资料来源：民橡网，国信证券经济研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

表6：ANRPC 成员国天然橡胶供需平衡表（未包含科特迪瓦等非会员国家）

单位：千吨	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
产量	11773.10	11964.50	11062.50	11833.30	11890.70	11411.30	11112.30	10998.30
出口量	9450.00	9708.30	9640.90	10185.90	10316.60	9579.30	9313.00	9262.10
进口量	6990.86	7498.80	8379.00	8216.00	9048.20	9098.50	8499.90	9021.40
消费量	9319.20	9009.90	8807.10	9767.40	10497.00	10996.30	11013.70	11017.00
库存净变动	-5.24	745.10	993.50	96.00	125.30	-65.80	-714.50	-259.40

资料来源：ANRPC，国信证券经济研究所整理

表7：中国天然橡胶供需平衡表

单位：千吨	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
产量	818.30	812.60	692.70	871.30	862.40	834.80	880.00	928.00
出口量	27.60	30.10	30.00	61.20	59.00	77.30	83.50	97.70
进口量	5409.80	5057.70	5674.20	5131.50	5796.10	6327.40	5513.40	6406.30
消费量	5692.00	5674.00	5647.00	6062.90	6408.00	6864.00	6986.00	7008.00
库存净变动	508.50	166.20	689.90	-121.30	191.50	220.90	-676.10	228.60

资料来源：ANRPC，国信证券经济研究所整理

◆ 受主产区产能老化影响，东南亚减产概率近年明显提升

单产方面：复盘 1960 年以来历次厄尔尼诺事件对全球主要天然橡胶产区的影响，厄尔尼诺导致全球天然橡胶减产的概率仅为 40%左右，主要系前期全球天然橡胶呈扩张趋势，树龄结构相对年轻，抗灾能力较强。从最近十次事件来看，受传统产区树龄老化影响，天然橡胶减产概率正大幅提升至 70%。从历史数据来看，厄尔尼诺发生时，泰国、印尼等东南亚产区受赤道太平洋雨带东移影响，通常面临干旱侵扰，对胶树停割和开割时期的光合作用均有不利影响，减产概率均较高。其中泰国、印尼在面临最近十次厄尔尼诺事件中，减产的概率分别为 70%、60%。另外，厄尔尼诺历次高峰通常出现在北半球秋冬季节，本身是泰国等核心产区的关键上量期，未来随着泰国产能瓶颈显现，减产概率预计仍有提升可能。

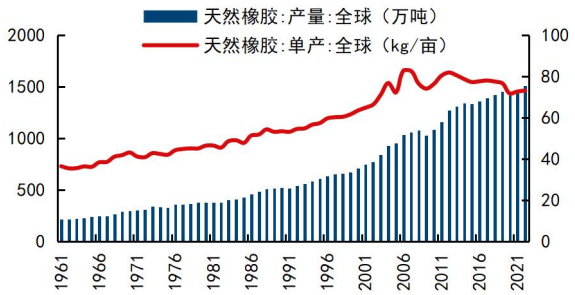
下载日志已记录，仅供内部参考

图27：1960 年以来，厄尔尼诺发生时，导致全球天然橡胶减产的概率为 40%

强度	影响产季	全球	yoy	泰国	yoy	印尼	yoy	马来西亚	yoy	非洲	yoy
强	2023/24北半球+南半球生长期	11060	-0.11%	13367	-1.55%	7108	-6.94%	3065	-7.65%	12909	0.76%
弱	2019/20南半球生长期	11624	-1.09%	14788	-1.58%	9363	-5.31%	5748	3.18%	11438	4.06%
弱	2018/19南半球生长期	11752	-0.77%	15025	2.00%	9888	-1.69%	5571	-18.58%	10992	0.45%
	2019/20北半球生长期	11624	-1.09%	14788	-1.58%	9363	-5.31%	5748	3.18%	11438	4.06%
超强	2014/15南半球生长期	11954	-2.18%	15660	-4.19%	8744	0.06%	6275	-19.73%	9868	-0.76%
	2015/16北半球生长期	11734	-1.84%	14811	-5.42%	8686	-0.66%	6721	7.11%	11495	16.49%
强	2009/10南半球+北半球生长期	11163	-3.03%	16650	-4.34%	7104	-11.59%	8337	-3.05%	7676	-1.18%
弱	2006/07南半球生长期	12395	14.75%	17617	-0.02%	9675	39.71%	10159	14.70%	7241	-0.55%
弱	2004/05北半球+南半球生长期	11512	8.13%	18157	1.62%	7723	15.27%	9139	22.92%	7386	2.60%
弱	2002/03北半球+南半球生长期	9938	2.28%	16947	1.04%	6188	0.06%	6597	3.92%	7062	-1.24%
超强	1997/98北半球+南半球生长期	9026	0.93%	14058	2.21%	6851	-2.25%	6008	-8.44%	7202	1.68%
	1998/99北半球生长期	9055	0.32%	14015	-0.31%	6895	0.64%	5693	-5.24%	7053	-2.07%
弱	1994/95南半球生长期	8484	3.29%	13042	4.92%	7123	-0.28%	6333	4.21%	5642	-17.13%
弱	1993/94北半球生长期	8214	0.51%	12431	3.77%	7143	0.42%	6077	-7.16%	6808	2.11%
强	1991/92北半球+南半球生长期	7965	-0.55%	10587	4.52%	7074	3.48%	6913	-13.61%	7113	-8.15%
	1992/93北半球生长期	8172	2.60%	11979	13.15%	7113	0.55%	6546	-5.31%	6667	-6.27%
强	1986/87南半球生长期	7702	7.58%	7071	29.10%	6372	2.20%	10024	4.71%	8244	2.96%
	1987/88北半球+南半球生长期	7778	0.99%	7846	10.96%	6000	-5.84%	10285	2.60%	8749	6.13%
超强	1982/83北半球+南半球生长期	6818	-2.15%	4062	1.55%	5747	-6.69%	9223	-1.06%	6587	-8.32%
	1983/84北半球生长期	7289	6.91%	4188	3.10%	6224	8.30%	9866	6.97%	7031	6.74%
弱	1979/80南半球生长期	6757	-0.07%	3770	-12.59%	5976	4.60%	9402	12.29%	6850	-4.29%
	1980/81北半球生长期	6963	3.05%	3750	-0.53%	6327	5.87%	9474	0.77%	6599	-3.66%
弱	1977/78南半球生长期	6722	1.37%	3936	9.79%	5485	1.56%	8823	-1.51%	7473	1.05%
弱	1976/77南半球生长期	6631	5.20%	3585	2.05%	5401	6.74%	8958	4.36%	7395	7.02%
强	1972/73北半球+南半球生长期	6123	-0.75%	3604	5.10%	5179	1.59%	8152	-4.17%	6630	0.65%
弱	1968/69北半球+南半球生长期	6161	6.61%	4191	17.56%	5277	3.27%	7859	11.08%	6109	6.11%
	1969/70北半球+南半球生长期	6272	1.80%	3794	-9.47%	5115	-3.07%	8453	7.56%	6447	5.53%
强	1965/66北半球+南半球生长期	5422	-0.53%	3695	1.68%	5099	-1.20%	6113	-1.72%	5307	-4.07%
强	1963/64北半球+南半球生长期	5324	0.24%	3645	2.94%	5131	0.94%	5935	-2.77%	5376	4.23%

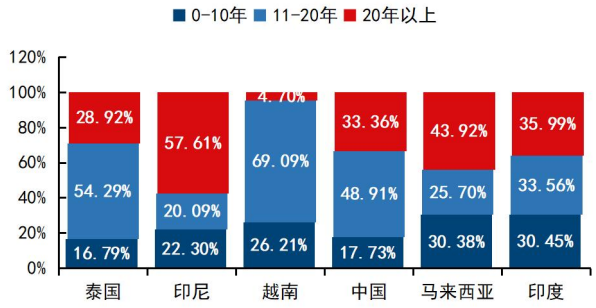
资料来源：FAO，NOAA，国信证券经济研究所整理（注：图为 FAO 口径天然橡胶单产，单位为“百克/公顷”）

图28：全球天然橡胶单产近年下滑明显



资料来源：ANRPC，国信证券经济研究所整理

图29：主要产区树龄结构一览



资料来源：ANRPC，国信证券经济研究所整理

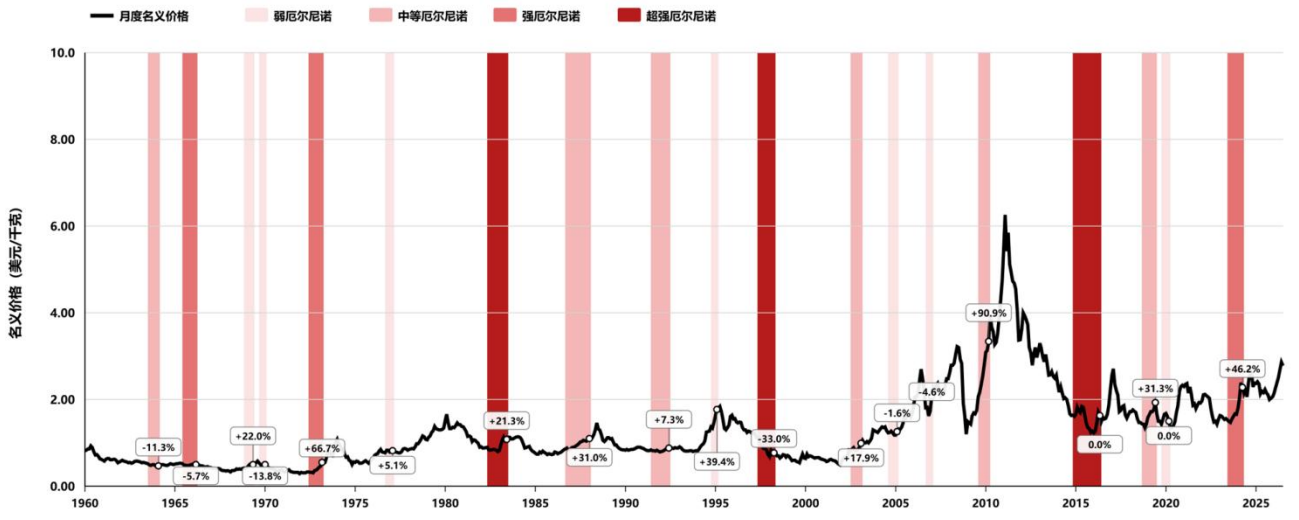
价格方面：历史上厄尔尼诺阶段天然橡胶（3 号烟片胶）价格上涨概率约 58%，涨幅中位数 31%。相较多数农产品，其价格对厄尔尼诺引发的东南亚干旱及减产预期更为敏感。同时由于天然橡胶兼具农产品和工业品属性，价格不仅受到产量影响，同时受到全球汽车及轮胎需求、中国库存周期、原油及合成橡胶价格、汇率和主产国出口政策等多充因素影响。2009—2011 年前后天然橡胶价格大幅上涨，一方面源于东南亚天气扰动，另一方面也受到中美流动性宽松共同驱动需求复苏的带动；2015/16 年超强厄尔尼诺期间，泰国、印度尼西亚部分产区遭遇高温干旱，但中国经济放缓、轮胎需求疲弱及高库存压制胶价，价格并未形成持续上涨趋势。最新一轮 2023—2024 年强厄尔尼诺期间，泰国和印度尼西亚先后面临高温、降水不足及开割推迟，叠加橡胶树老龄化、低胶价导致胶农投入下降和病害扩散，天然橡胶供给收缩；同时，红海航运扰动、原油价格上涨和中国汽车出口增长形成支撑，胶价总体明显走强。

总体来看，本次厄尔尼诺已开始对天然橡胶供给形成潜在威胁，今年 4-5 月份受干旱影响，泰国东北部及南部核心产区开割推迟半个月以上。后续需重点关注厄尔尼诺对东南亚产区的影响，其若在秋冬季达到高峰后且触及超强级别，会导致泰国、印尼等主要产区的干旱风险明显上升。若高温干旱扰动出现，其短期内会

下载日志已记录，仅供内部参考

造成橡胶树开割推迟及胶乳产出受阻，中期若土壤持续缺水严重，甚至还可能影响明年新叶形成和下一年度单产表现，胶价拐点或进一步确认。

图30：1960 年以来，厄尔尼诺期间全球天然橡胶价格（3 号烟片胶）的上涨概率约为 58%，涨幅中位数 31%



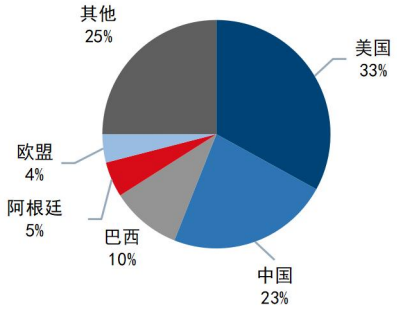
资料来源：FAO，NOAA，国信证券经济研究所整理

玉米：当季面临洪涝灾害风险，同时需警惕拉尼娜发生

◆ 全球玉米产量集中分布于美洲和中国

根据 USDA 最新估算，2025/26 产季全球玉米产量约为 13.3 亿吨，其中美国/中国/巴西的产量占比分别为 33%/23%/10%，其中美国每年 6 月份前完成播种，6-8 月份是关键生长季；中国玉米生产集中于北方，通常 7 月份前完成播种，7-8 月份是关键生长季；巴西临近热带，玉米分为两季，其中冬玉米（第二季）贡献主要产量，通常 3 月份前完成播种，3-5 月份是关键生长季。

图31：全球玉米产量集中分布于美洲和中国(2025/26)



资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

图32：全球玉米主产区种植日历



资料来源：ANRPC，国信证券经济研究所整理

◆ 国内外玉米价格正处历史底部，供需平衡表持续收紧

8 月 21 日国内玉米现货价 2298 元/吨，周环比-0.09%。短期，深加工企业库存同比偏低，存在补库需求，玉米价格底部支撑较强。中长期，国内新季维持丰产，26/27 年

下载日志已记录，仅供内部参考

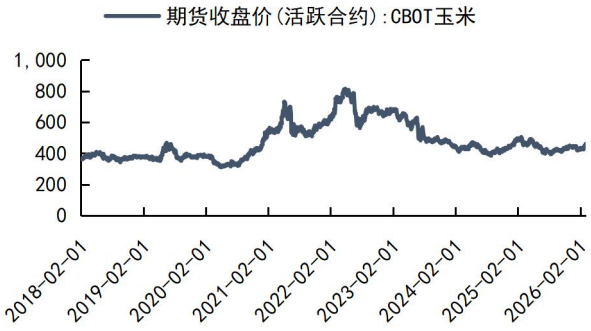
期末库销比进一步收紧，预计价格企稳回暖。海外全球产需预期 26/27 年同比双增，但期末库销比继续收紧，价格有望维持偏强趋势，并带动国内价格。

图33：国内玉米现货价(元/吨)近期震荡偏弱



资料来源：钢联数据，国信证券经济研究所整理

图34：近期国际玉米期货收盘价走强



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表8：全球玉米供需平衡表

百万吨	2023/24	2024/25	2025/26（7 月预估）	2025/26（8 月预估）	2026/27（7 月预估）	2026/27（8 月预估）
期初库存	305.36	313.84	296.21	296.7	298.67	298.83
产量	1231.13	1234.06	1327.7	1329.91	1297.09	1298.88
进口	197.6	186.25	196.73	197.25	204	203.73
饲用消费量	769.93	783.65	825.49	827.36	833.08	832.46
总使用量	1221.24	1251.2	1325.24	1327.78	1320.49	1323.05
出口量	192.65	187.58	220.66	220.73	209.88	210.48
期末库存	315.25	296.7	298.67	298.83	275.26	274.66
库销比	25.81%	23.71%	22.54%	22.51%	20.85%	20.76%

资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

表9：中国玉米供需平衡表

百万吨	2023/24	2024/25	2025/26（7 月预估）	2025/26（8 月预估）	2026/27（7 月预估）	2026/27（8 月预估）
期初库存	206.02	211.19	191.93	191.93	177.15	177.15
产量	288.84	294.92	301.24	301.24	307	307
进口	23.33	1.82	5	4	6	5
饲用消费量	225	234	239	238	243	242
总使用量	307	316	321	320	325	324
出口量	0	0	0.02	0.02	0.02	0.02
期末库存	211.19	191.93	177.15	177.15	165.13	165.13
库销比	68.79%	60.74%	55.19%	55.36%	50.81%	50.97%

资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

◆ 单厄尔尼诺对玉米单产通常影响较小，但需警惕可能随之而来的拉尼娜

单产方面：复盘 1960 年以来厄尔尼诺历次对南北半球关键生产季产生影响时，其导致玉米减产的概率为 38%，其中最近十次影响中，减产概率为 40%。概率偏低的主要原因系厄尔尼诺导致雨带东移后，通常会为南北美洲西部沿岸带来更多降雨，且对中国中北部影响相对温和，因此减产风险较小。进一步根据强度分析可以发现，在三次超强等级厄尔尼诺发生时，都曾导致全球玉米出现过减产，主要原因系强度过高时，南北美洲沿岸及中国靠近长江地区的产区面临着较大的洪涝灾害风险，会对玉米生长以及收获产生重要影响。

下载日志已记录，仅供内部参考

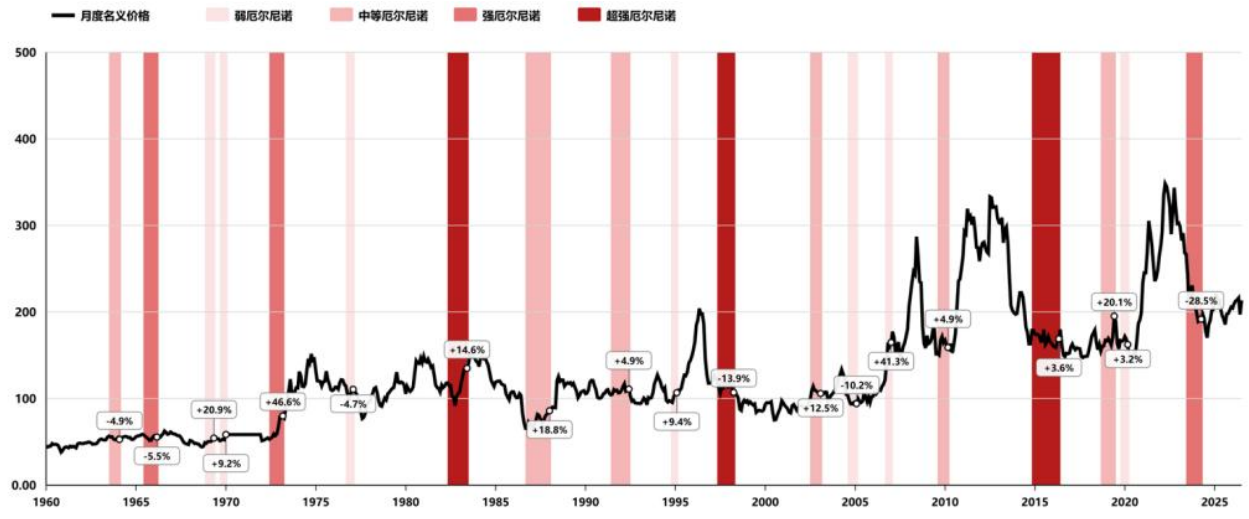
图35：1960 年以来，厄尔尼诺发生时，导致全球玉米减产的概率为 38%

强度	影响产季	全球	yoy	美国	yoy	中国	yoy	巴西	yoy
强	2023/24北半球+南半球生长期	5.8673	3.55%	11.131	2.25%	6.53	1.40%	5.497	-10.12%
中等/弱	2019/20南半球生长期	5.8024	1.75%	10.515	-5.06%	6.32	3.61%	5.514	-4.45%
中等/弱	2018/19南半球生长期	5.7026	-0.84%	11.075	-0.08%	6.1	-0.16%	5.771	16.82%
	2019/20北半球生长期	5.8024	1.75%	10.515	-5.06%	6.32	3.61%	5.514	-4.45%
超强	2014/15南半球生长期	5.5816	2.71%	10.733	8.13%	5.81	-3.49%	5.397	6.60%
	2015/16北半球生长期	5.524	-1.03%	10.572	-1.50%	5.89	1.38%	4.188	-22.40%
强	2009/10南半球+北半球生长期	5.153	1.72%	10.318	7.24%	5.26	-5.40%	4.34	19.99%
中等/弱	2006/07南半球生长期	4.7735	-0.96%	9.358	0.79%	5.33	0.76%	3.643	12.68%
中等/弱	2004/05北半球+南半球生长期	4.9448	10.83%	10.064	12.76%	5.12	6.44%	3.027	-10.34%
中等/弱	2002/03北半球+南半球生长期	4.3914	-1.93%	8.118	-6.40%	4.92	4.68%	3.435	14.42%
超强	1997/98北半球+南半球生长期	4.1535	-1.29%	7.952	-0.31%	4.39	-15.58%	2.649	2.95%
	1998/99北半球生长期	4.4362	6.81%	8.438	6.11%	5.27	20.05%	2.677	1.06%
中等/弱	1994/95南半球生长期	4.1174	13.44%	8.7	37.64%	4.69	-5.44%	2.639	9.73%
中等/弱	1993/94北半球生长期	3.6295	-7.22%	6.321	-23.41%	4.96	9.49%	2.405	2.12%
强	1991/92北半球+南半球生长期	3.7	0.16%	6.817	-8.35%	4.58	1.33%	2.195	21.67%
	1992/93北半球生长期	3.9119	5.73%	8.253	21.06%	4.53	-1.09%	2.355	7.29%
强	1986/87南半球生长期	3.6279	-2.48%	7.493	1.16%	3.71	2.77%	1.832	14.93%
	1987/88北半球+南半球生长期	3.4863	-3.90%	7.522	0.39%	3.92	5.66%	1.886	2.95%
超强	1982/83北半球+南半球生长期	3.609	3.31%	7.108	3.95%	3.27	7.21%	1.765	2.98%
	1983/84北半球生长期	2.9452	-18.39%	5.09	-28.39%	3.62	10.70%	1.736	-1.64%
中等/弱	1979/80南半球生长期	3.3847	7.26%	6.873	8.37%	2.98	6.43%	1.739	20.68%
	1980/81北半球生长期	3.1534	-6.83%	5.712	-16.89%	3.08	3.36%	1.761	1.27%
中等/弱	1977/78南半球生长期	2.9668	4.57%	5.702	3.28%	2.51	0.40%	1.22	-25.25%
中等/弱	1976/77南半球生长期	2.8371	0.85%	5.521	1.84%	2.5	-1.57%	1.632	2.19%
强	1972/73北半球+南半球生长期	2.6867	1.25%	6.09	10.19%	1.92	-10.28%	1.424	0.78%
中等/弱	1968/69北半球+南半球生长期	2.2894	-5.54%	4.989	-0.74%	1.74	-7.94%	1.315	-1.65%
	1969/70北半球+南半球生长期	2.4206	5.73%	5.391	8.06%	1.76	1.15%	1.442	9.66%
强	1965/66北半球+南半球生长期	2.1237	6.52%	4.649	17.70%	1.51	2.03%	1.307	-5.36%
强	1963/64北半球+南半球生长期	2.0311	2.60%	4.26	4.87%	1.34	-17.79%	1.161	-11.85%

资料来源：FAO，NOAA，国信证券经济研究所整理（注：图为 FAO 口径玉米单产，单位为“吨/公顷”）

价格方面：历次厄尔尼诺发生区间内，全球玉米价格上涨概率接近 70%，但涨幅多较为温和，且价格大幅上涨通常并非由厄尔尼诺单一因素驱动，而是气候扰动与供需格局、能源价格、货币环境等多重因素共振的结果。比如 1970s 厄尔尼诺阶段玉米价格上涨更多受到石油危机驱动，能源价格上涨推高农业生产成本；2000s 厄尔尼诺期间伴随全球流动性宽松、能源价格上涨以及新兴市场需求扩张。最新一轮 2023-2024 年期间，厄尔尼诺达到强级别，但美国、中国维持丰产，玉米价格区间内跌幅接近 30%。

图36：1960 年以来，厄尔尼诺期间全球玉米价格的上涨概率约为 70%，涨幅中位数 13%



资料来源：世界银行，NOAA，国信证券经济研究所整理

考虑到历史上厄尔尼诺和拉尼娜常交替发生，我们进一步复盘 1960 年以来拉尼娜历次对南北半球关键生产季产生影响时的单产和价格变化，发现玉米的减产概率升至 57%，价格上涨中位数升至 31%，其中四次强事件中的区间涨跌幅分别高达 49%/31%/74%/88%。因此本轮厄尔尼诺结束后，我也需要关注是否会出现新一轮强拉尼娜（上世纪两次极强厄尔尼诺结束后，都紧接出现过强拉尼娜），进而给美

下载日志已记录，仅供内部参考

国、巴西等核心玉米产区带来干旱灾害风险。

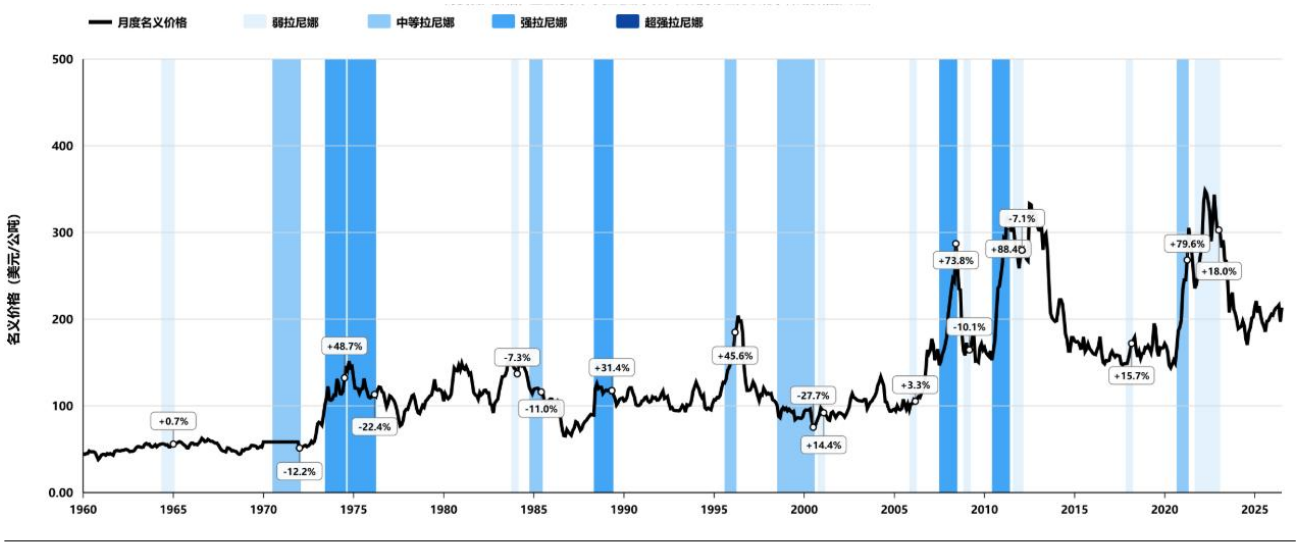
总体来看，本次厄尔尼诺目前对全球玉米供需平衡表影响有限。但若其在秋冬达到超强级别，需要重点关注美国在收获季，或南美洲冬玉米在关键生长期是否遭受洪涝等气象灾害进而减产。而且从历史经验来看，上世纪两次极强厄尔尼诺（1982-1983、1997-1998）结束后都出现过强拉尼娜事件。若拉尼娜随后出现，则会另美洲产区面临极端干旱风险。近年全球玉米和大豆供需双旺，库销比持续下降，一旦减产确认，价格或将底部反转。

图37：1960 年以来，拉尼娜发生时，导致全球玉米减产的概率为 57%

强度	影响产季	全球	yoy	美国	yoy	中国	yoy	巴西	yoy
中等/弱	2022/23北半球+南半球生长期	5.666	-2.82%	10.886	-1.85%	6.44	2.38%	6.116	14.94%
中等/弱	2021/22南半球生长期	5.8303	1.18%	11.091	3.07%	6.29	-0.47%	5.321	21.71%
中等/弱	2020/21南半球生长期	5.7623	-0.69%	10.761	2.34%	6.32	0.00%	4.372	-20.71%
中等/弱	2017/18南半球生长期	5.7507	-0.41%	11.084	1.12%	6.11	2.35%	4.94	-11.74%
中等/弱	2011/12南半球生长期	5.137	-0.36%	9.215	-3.77%	5.75	5.50%	4.803	15.48%
强	2010/11北半球+南半球生长期	5.1555	0.05%	9.576	-7.19%	5.45	3.61%	4.159	-4.17%
中等/弱	2008/09南半球生长期	5.0661	1.70%	9.621	1.72%	5.56	7.54%	3.617	-9.26%
强	2007/08北半球+南半球生长期	4.9814	4.36%	9.458	1.07%	5.17	-3.00%	3.986	9.42%
中等/弱	2005/06南半球生长期	4.8199	-2.53%	9.285	-7.74%	5.29	3.32%	3.233	6.81%
强	2000/01北半球+南半球生长期	4.3216	-2.39%	8.591	2.30%	4.6	-7.07%	3.202	27.27%
	1999/00北半球+南半球生长期	4.4272	-0.20%	8.398	-0.47%	4.95	-6.07%	2.516	-6.01%
	1998/99北半球+南半球生长期	4.4362	6.81%	8.438	6.11%	5.27	20.05%	2.677	1.06%
中等/弱	1995/96南半球生长期	3.8058	-7.57%	7.123	-18.13%	4.92	4.90%	2.359	-10.61%
强	1988/87北半球+南半球生长期	3.1001	-11.08%	5.311	-29.39%	3.93	0.26%	2.025	7.37%
中等/弱	1984/85南半球生长期	3.5256	19.71%	6.698	31.59%	3.96	9.39%	1.773	2.13%
超强	1975/76北半球+南半球生长期	2.8132	10.04%	5.421	20.15%	2.54	2.83%	1.597	5.48%
	1974/75北半球+南半球生长期	2.5565	-6.07%	4.512	-21.23%	2.47	6.01%	1.514	4.70%
	1973/74北半球+南半球生长期	2.7217	1.30%	5.728	-5.94%	2.33	21.35%	1.446	1.54%
中等/弱	1971/72北半球+南半球生长期	2.6534	12.87%	5.527	21.63%	2.14	2.39%	1.413	5.53%
	1970/71北半球+南半球生长期	2.3509	-2.88%	4.544	-15.71%	2.09	18.75%	1.339	-7.14%
	1964/65北半球+南半球生长期	1.9937	-1.84%	3.95	-7.28%	1.48	10.45%	1.381	18.95%

资料来源：FAO，NOAA，国信证券经济研究所整理（注：图为 FAO 口径玉米单产，单位为“吨/公顷”）

图38：1960 年以来，拉尼娜期间全球玉米价格的上涨概率约为 61%，涨幅中位数 31%



资料来源：世界银行，NOAA，国信证券经济研究所整理

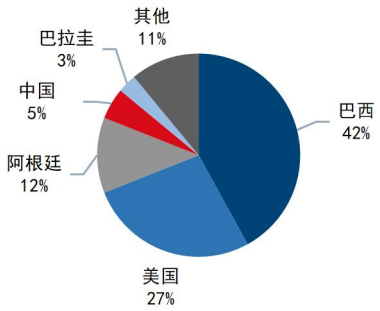
下载日志已记录，仅供内部参考

大豆：产区和玉米重合度高，厄尔尼诺期间减产概率高于玉米

◆ 大豆产量集中分布于南北美洲

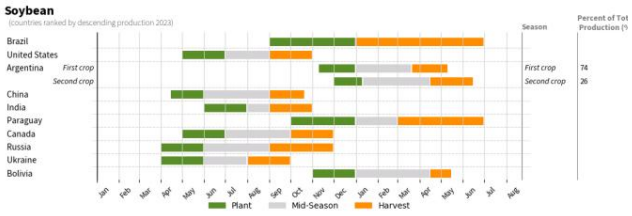
根据 USDA 最新估算，2025/26 产季全球玉米产量约为 4.3 亿吨，其中美国/中国/巴西的产量占比分别为 42%/27%/12%，其中巴西每年 9-12 月份是关键播种生长季；美国每年 7 月份前完成播种，7-8 月份是关键生长季。

图39：全球大豆产量集中分布于美洲(2025/26)



资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

图40：全球大豆主产区种植日历



资料来源：ANRPC，国信证券经济研究所整理

◆ 近年全球大豆维持丰产，估值处于历史低位

8 月 21 日，国内大豆现货价为 4260.00 元/吨，周环比-0.31%，国内豆粕现货价为 3166 元/吨，周环比+2.59%。短期，国内大豆及豆粕现货供应宽松，价格预计表现震荡，中长期，预计巴西大豆将陆续上量，关注后续南美天气扰动、贸易与生物燃料政策的潜在催化。

图41：国内大豆现货价维持底部（元/吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图42：大豆国际期货收盘价（美分/蒲式耳）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

表10：全球大豆供需平衡表

百万吨	2023/24	2024/25	2025/26（7月预估）	2025/26（8月预估）	2026/27（7月预估）	2026/27（8月预估）
期初库存	101.82	115.1	125.93	125.95	125.33	125.12
产量	396.4	428.11	429.46	429.46	441.7	442.25
进口	178.54	179.15	186.34	187.17	189.27	189.27
压榨量	331.25	359.16	372.49	373.92	384.17	384.76
总使用量	383.87	412.08	429.33	430.27	441.72	442.02
出口量	177.76	184.33	187.08	187.19	190.41	190.41
期末库存	115.13	125.95	125.33	125.12	124.17	124.21
库销比	29.99%	30.56%	29.19%	29.08%	28.11%	28.10%

资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

◆ 厄尔尼诺期间大豆减产概率高于玉米，拉尼娜同样会放大减产风险

单产方面：复盘1960年以来厄尔尼诺历次对南北半球关键生产季产生影响时，其导致大豆减产的概率为45%，其中最近十次影响中，减产概率仅为60%。虽然大豆生长区域和玉米较为类似，但减产概率明显高于玉米，主要因大豆分布更集中，且生育期对水热条件更敏感。每当厄尔尼诺在年底进入高峰阶段时，通常会导致巴西南部、阿根廷等大豆主产区出现降水异常变多的情况，进而易影响开花结荚期的生长表现。

图43：1960年以来，厄尔尼诺发生时，导致全球大豆减产的概率为45%

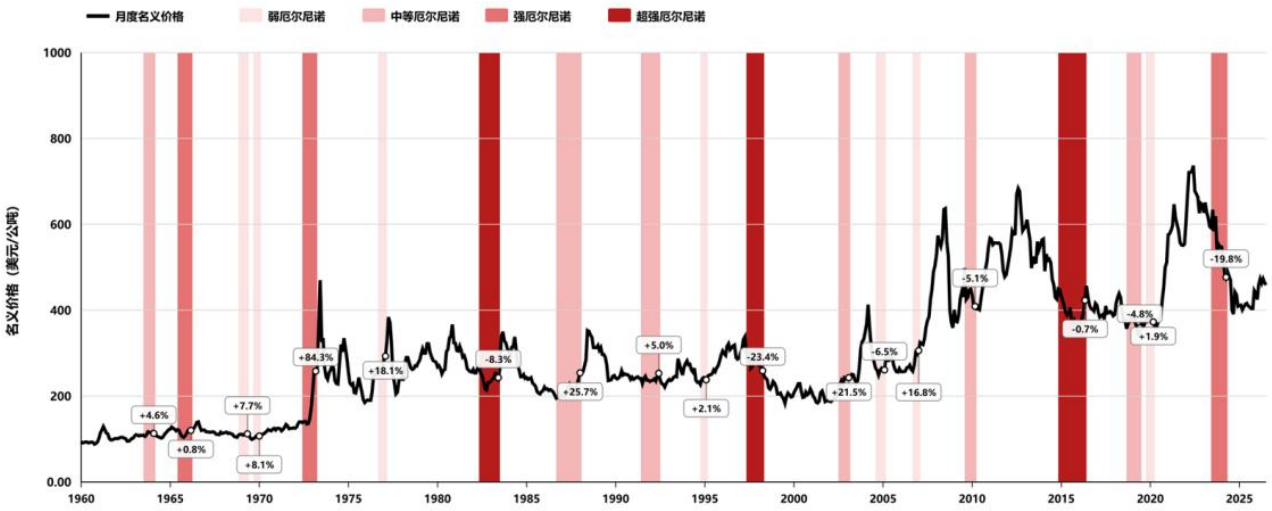
强度	影响产季	全球	yoy	美国	yoy	巴西	yoy
强	2023/24北半球+南半球生长期	2.6958	2.42%	3.4	2.09%	3.38	15.93%
弱	2019/20南半球生长期	2.7175	-1.84%	3.35	-6.24%	3.42	-6.07%
弱	2018/19南半球生长期	2.7684	-3.12%	3.33	2.61%	3.33	0.35%
	2019/20北半球生长期	2.7175	-1.84%	3.35	-6.24%	3.42	-6.07%
超强	2014/15南半球生长期	2.6053	4.25%	3.21	7.98%	3	-2.14%
	2015/16北半球生长期	2.6753	2.69%	3.23	0.98%	3	5.68%
强	2009/10南半球+北半球生长期	2.2476	-6.27%	2.96	10.77%	2.91	-6.38%
弱	2006/07南半球生长期	2.3241	0.28%	2.77	-0.50%	2.86	6.69%
弱	2004/05北半球+南半球生长期	2.2433	-1.59%	2.91	24.75%	2.58	-17.92%
弱	2002/03北半球+南半球生长期	2.2925	-0.59%	2.54	-4.02%	2.83	-5.04%
超强	1997/98北半球+南半球生长期	2.1566	1.53%	2.1566	3.54%	2.2977	2.15%
	1998/99北半球生长期	2.2563	4.62%	2.2563	0.02%	2.3533	2.42%
弱	1994/95南半球生长期	2.1825	12.73%	2.1825	26.76%	2.1632	1.84%
弱	1993/94北半球生长期	1.9361	-4.67%	1.9361	-13.26%	2.1241	4.37%
强	1991/92北半球+南半球生长期	1.8725	-1.23%	1.8725	0.48%	1.5533	-10.33%
	1992/93北半球生长期	2.031	8.46%	2.031	9.84%	2.0352	31.02%
强	1986/87南半球生长期	1.8199	-4.53%	1.8199	-2.23%	1.4522	-19.33%
	1987/88北半球+南半球生长期	1.9052	4.69%	1.9052	1.71%	1.8595	28.05%
超强	1982/83北半球+南半球生长期	1.7586	0.27%	1.7586	4.34%	1.5647	-11.36%
	1983/84北半球生长期	1.6201	-7.88%	1.6201	-17.06%	1.7921	14.53%
弱	1979/80南半球生长期	1.7492	7.55%	1.7492	9.49%	1.2403	1.17%
	1980/81北半球生长期	1.6001	-8.52%	1.6001	-17.52%	1.7273	39.26%
弱	1977/78南半球生长期	1.7561	13.71%	1.7561	17.15%	1.7699	1.15%
弱	1976/77南半球生长期	1.5443	-6.82%	1.5443	-9.67%	1.7498	3.02%
强	1972/73北半球+南半球生长期	1.4896	-1.93%	1.4896	0.99%	1.4705	21.51%
弱	1968/69北半球+南半球生长期	1.4345	6.31%	1.4345	9.02%	0.9066	-22.45%
	1969/70北半球+南半球生长期	1.4523	1.24%	1.4523	2.50%	1.1661	28.62%
强	1965/66北半球+南半球生长期	1.2279	8.44%	1.2279	7.83%	1.2115	42.90%
强	1963/64北半球+南半球生长期	1.1561	1.55%	1.1561	0.80%	0.9503	-13.65%

资料来源：FAO，NOAA，国信证券经济研究所整理（注：图为FAO口径大豆单产，单位为“吨/公顷”）

价格方面：历次厄尔尼诺发生区间内，全球大豆价格上涨概率接近63%，涨幅同样较为温和。但由于大豆是生产生物燃料的重要原料来源之一，其能源属性相较玉米明显更强。比如1970s石油危机期间，农产品价格整体走牛，但大豆厄尔尼诺发生的区间内涨幅高达84%，明显高于玉米等品种。最新一轮2023-2024年期间，厄尔尼诺达到强级别，但美国、巴西主要产区降水条件相较拉尼娜期间明显改善，大豆单产回升至历史高位，大豆价格区间内跌幅接近20%。

下载日志已记录，仅供内部参考

图44：1960 年以来，厄尔尼诺期间全球大豆价格的上涨概率约为 63%，涨幅中位数 8%



资料来源：世界银行，NOAA，国信证券经济研究所整理

考虑到历史上厄尔尼诺和拉尼娜常交替发生，我们进一步复盘 1960 年以来拉尼娜历次对南北半球关键生产季产生影响时的单产和价格变化，发现大豆的减产概率升至 48%，价格上涨中位数升至 13%，其中本世纪以来两次强事件中的区间涨跌幅分别为 76%/38%。因此本轮厄尔尼诺结束后，我也需要关注是否会出现新一轮强拉尼娜，进而给美国、巴西等核心大豆产区带来干旱灾害风险。

总体来看，本次厄尔尼诺目前对全球大豆供需平衡表影响有限。但若其在秋冬达到超强级别，需要重点关注年底南美洲巴西等地在关键播种生长期是否出现洪涝等气象灾害进而导致减产。如果减产确认，考虑到今年本就旺盛的生物燃料需求，全球大豆宽松格局或扭转，大豆及豆粕价格有望反转上行。

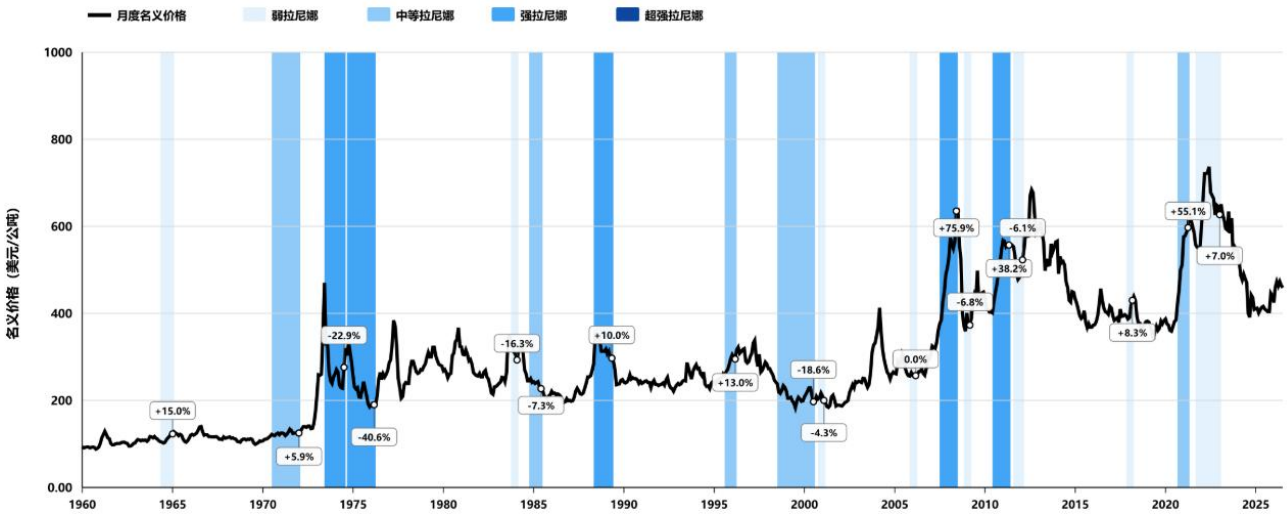
图45：1960 年以来，拉尼娜发生时，导致全球大豆减产的概率为 48%

强度	影响产季	全球	yoy	美国	yoy	巴西	yoy
中等/弱	2022/23北半球+南半球生长期	2.6958	2.42%	2.6958	2.09%	3.4253	15.93%
中等/弱	2021/22南半球生长期	2.7175	-1.84%	2.7175	-6.24%	3.1847	-6.07%
中等/弱	2020/21南半球生长期	2.7684	-3.12%	2.7684	2.61%	3.3904	0.35%
中等/弱	2017/18南半球生长期	2.7175	-1.84%	2.7175	-6.24%	3.1847	-6.07%
中等/弱	2011/12南半球生长期	2.6053	4.25%	2.6053	7.98%	2.8659	-2.14%
强	2010/11北半球+南半球生长期	2.6753	2.69%	2.6753	0.98%	3.0286	5.68%
中等/弱	2008/09南半球生长期	2.2476	-6.27%	2.2476	10.77%	2.6365	-6.38%
强	2007/08北半球+南半球生长期	2.3241	0.28%	2.3241	-0.50%	2.3796	6.69%
中等/弱	2005/06南半球生长期	2.2433	-1.59%	2.2433	24.75%	2.3005	-17.92%
强	2000/01北半球+南半球生长期	2.2925	-0.59%	2.2925	-4.02%	2.5739	-5.04%
	1999/00北半球+南半球生长期	2.1566	1.53%	2.1566	3.54%	2.2977	2.15%
	1998/99北半球+南半球生长期	2.2563	4.62%	2.2563	0.02%	2.3533	2.42%
中等/弱	1995/96南半球生长期	2.1825	12.73%	2.1825	26.76%	2.1632	1.84%
强	1988/87北半球+南半球生长期	1.9361	-4.67%	1.9361	-13.26%	2.1241	4.37%
中等/弱	1984/85南半球生长期	1.8725	-1.23%	1.8725	0.48%	1.5533	-10.33%
超强	1975/76北半球+南半球生长期	2.031	8.46%	2.031	9.84%	2.0352	31.02%
	1974/75北半球+南半球生长期	1.8199	-4.53%	1.8199	-2.23%	1.4522	-19.33%
	1973/74北半球+南半球生长期	1.9052	4.69%	1.9052	1.71%	1.8595	28.05%
中等/弱	1971/72北半球+南半球生长期	1.7586	0.27%	1.7586	4.34%	1.5647	-11.36%
	1970/71北半球+南半球生长期	1.6201	-7.88%	1.6201	-17.06%	1.7921	14.53%
	1964/65北半球+南半球生长期	1.7492	7.55%	1.7492	9.49%	1.2403	1.17%

资料来源：FAO，NOAA，国信证券经济研究所整理（注：图为 FAO 口径大豆单产，单位为“吨/公顷”）

下载日志已记录，仅供内部参考

图46：1960 年以来，拉尼娜期间全球大豆价格的上涨概率约为 50%，涨幅中位数 13%



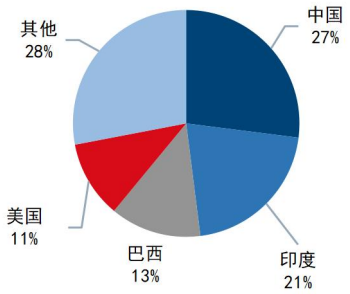
资料来源：世界银行，NOAA，国信证券经济研究所整理

棉花：主产区高温干旱风险高，减产概率较高

◆ 棉花产量集中于中国、印度和美国，南半球巴西产量快速增长

根据 USDA 最新估算，2025/26 产季全球棉花产量为 1.18 亿包（约 2570 万吨），其中中国/印度/巴西/美国的产量占比分别约为 27%/21%/13%/11%，四国产量合计占全球产量超过 70%。其中，**美国**棉花生产高度集中于得州，通常 3-6 月份完成播种，6-8 月份进入现蕾、开花及吐絮关键生长期；**中国**棉花生产主要集中于新疆地区，占全国棉花产量超过 90%，通常 4-5 月份完成播种，7-8 月份为蕾铃发育关键期，9-10 月份进入集中采收阶段；**印度**棉花通常 5-7 月份伴随西南季风完成播种，8-10 月份为关键生长期；**巴西**棉花主要集中于中西部地区，通常 12 月至次年 2 月完成播种，3-6 月份为关键生长期，6-9 月份进入收获期。

图47：全球棉花产量分布情况（2025/26）



资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

图48：全球棉花主产区种植日历



资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

◆ 棉价筑底回升，进一步上行有赖于天气扰动或需求改善

2026 年 8 月 21 日，国产棉-新疆棉 3128B 价格为 18569 元/吨，周环比+2.72%。

下载日志已记录，仅供内部参考

短期，国内旧作增产但进口维持低位，库存压力相对中性，叠加新季面积收缩，价格支撑较强。中长期，需关注厄尔尼诺对全球新季产量扰动，以及后续国内外宏观环境和消费需求是否改善。

图49：国内棉价年内筑底回升（元/吨）



资料来源：钢联数据，国信证券经济研究所整理

图50：海外棉价底部回升



资料来源：NYBOT，国信证券经济研究所整理

表11：全球棉花供需平衡表

百万包	2023/24	2024/25	2025/26（6月预估）	2025/26（7月预估）	2026/27（6月预估）	2026/27（7月预估）
期初库存	75.9	73.45	74.52	74.52	76.63	75.72
产量	112.56	119.34	122.66	121.91	116.04	117.26
进口	44.05	43.03	43.76	43.91	43.34	43.34
总使用量	114.98	119.11	120.11	119.95	121.76	121.95
出口量	44.34	42.43	44.38	44.84	43.32	43.34
期末库存	73.4	74.52	76.63	75.72	71.13	71.22
库销比	63.84%	62.56%	63.80%	63.13%	58.42%	58.40%

资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

表12：中国棉花供需平衡表

百万包	2023/24	2024/25	2025/26（6月预估）	2025/26（7月预估）	2026/27（6月预估）	2026/27（7月预估）
期初库存	33.36	36.71	34.84	34.84	36.56	36.56
产量	27.35	32	35.8	35.8	33.5	33.5
进口	14.97	5.19	7	7	7	7
国内消费量	38.9	39	41	41	41.5	41.5
出口量	0.06	0.06	0.08	0.08	0.08	0.08
期末库存	36.71	34.84	36.56	36.56	35.49	35.49
库销比	94.37%	89.33%	89.17%	89.17%	85.52%	85.52%

资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

◆ 印度产量占比提升后，全球棉花单产在厄尔尼诺影响下变得更为脆弱

单产方面：复盘1960年以来历次厄尔尼诺事件对全球主要棉花产区的影响，厄尔尼诺导致全球棉花减产的概率约为45%左右，其中最近十次事件中减产概率高达70%。近年减产概率提升主要受到全球棉花生产区域结构变化的影响，以往中美是全球棉花核心产品，而美国得州棉区、中国新疆棉区都是属于典型的灌溉农业区，

下载日志已记录，仅供内部参考

生产对降水依赖较低，且农业管理水平较高，厄尔尼诺影响相对有限。但随着印度成为全球第二大棉花生产国（占比已从本世纪初 10%左右升至 20%以上），全球棉花单产在面对厄尔尼诺时的脆弱性明显提升。相比中美，印度棉花的灌溉条件和管理水平低于中美，其在每年夏季的关键播种生长期对西南季风降雨强度高度依赖。而厄尔尼诺往往导致印度洋季风减弱，造成降雨不足、播种延迟以及生长期水分压力，从而增加减产风险。另外，厄尔尼诺历次高峰通常出现在北半球秋冬季节，美国产区通常正处关键采收季，降雨过多也会影响吐絮、采摘和纤维品质。从历史数据来看，近十次厄尔尼诺事件中美国棉花减产概率已经升至 80%。

图51：1960 年以来，厄尔尼诺发生时，导致全球棉花减产的概率为 45%

强度	影响产季	全球	yoy	中国	yoy	印度	yoy	巴西	yoy	美国	yoy
强	2023/24北半球+南半球生长期	789.162	-1.52%	2089	-3.29%	436	-1.58%	1911	19.81%	1008	-5.62%
弱	2019/20南半球生长期	759.09	-0.54%	1758	-1.95%	463	3.12%	1726	1.05%	932	-5.86%
弱	2018/19南半球生长期	763.194	-5.09%	1793	1.82%	449	-10.38%	1708	5.04%	990	-2.37%
	2019/20北半球生长期	759.09	-0.54%	1758	-1.95%	463	3.12%	1726	1.05%	932	-5.86%
超强	2014/15南半球生长期	766.788	-3.32%	1484	-0.13%	502	-11.15%	1547	5.67%	939	1.95%
	2015/16北半球生长期	686.181	-10.51%	1570	5.80%	458	-8.76%	1603	3.62%	859	-8.52%
强	2009/10南半球+北半球生长期	744.106	-4.08%	1315	-0.45%	511	-3.95%	1438	-3.55%	870	-4.61%
弱	2006/07南半球生长期	763.73	4.66%	1299	12.37%	527	12.85%	1212	10.18%	912	-2.04%
弱	2004/05北半球+南半球生长期	743.609	15.41%	1118	14.31%	471	18.05%	1191	3.39%	958	17.11%
弱	2002/03北半球+南半球生长期	642.19	0.95%	1219	10.62%	301	-1.95%	1024	-6.99%	746	-5.57%
超强	1997/98北半球+南半球生长期	593.597	2.49%	1023	14.94%	302	-9.04%	538	22.27%	754	-4.68%
	1998/99北半球生长期	568.443	-4.24%	1011	-1.17%	302	0.00%	760	41.26%	701	-7.03%
弱	1994/95南半球生长期	581.421	5.78%	784	4.67%	309	7.67%	440	-1.12%	794	16.94%
弱	1993/94北半球生长期	549.668	-0.03%	749	13.66%	287	-7.72%	445	57.24%	679	-13.50%
强	1991/92北半球+南半球生长期	597.92	4.12%	869	7.68%	264	-1.12%	339	-6.61%	731	2.81%
	1992/93北半球生长期	549.851	-8.04%	659	-24.17%	311	17.80%	283	-16.52%	785	7.39%
强	1986/87南半球生长期	523.042	-5.28%	824	2.36%	227	-13.03%	297	-14.16%	618	-12.46%
	1987/88北半球+南半球生长期	574.961	9.93%	876	6.31%	240	5.73%	401	35.02%	792	28.16%
超强	1982/83北半球+南半球生长期	460.032	1.10%	616	7.88%	187	5.65%	277	-15.55%	661	8.72%
	1983/84北半球生长期	466.712	1.45%	763	23.86%	173	-7.49%	344	24.19%	569	-13.92%
弱	1979/80南半球生长期	442.224	12.02%	487	9.44%	168	1.20%	290	4.69%	613	30.15%
	1980/81北半球生长期	426.536	-3.55%	549	12.73%	169	0.60%	295	1.72%	453	-26.10%
弱	1977/78南半球生长期	414.553	2.84%	422	0.48%	156	6.12%	243	-18.18%	583	11.69%
弱	1976/77南半球生长期	403.086	2.46%	420	-12.32%	147	-4.55%	297	35.00%	522	2.76%
强	1972/73北半球+南半球生长期	401.469	2.94%	400	-6.76%	147	-9.26%	282	7.22%	568	15.68%
弱	1968/69北半球+南半球生长期	388.196	6.93%	472	2.39%	136	-3.55%	273	7.48%	579	15.57%
	1969/70北半球+南半球生长期	364.292	-6.16%	431	-8.69%	135	-0.74%	211	-22.71%	486	-16.06%
强	1965/66北半球+南半球生长期	372.434	6.69%	418	24.78%	121	-1.63%	244	24.49%	590	1.72%
强	1963/64北半球+南半球生长期	336.807	4.57%	272	28.30%	134	-4.96%	215	-4.44%	51.5308	13.09%

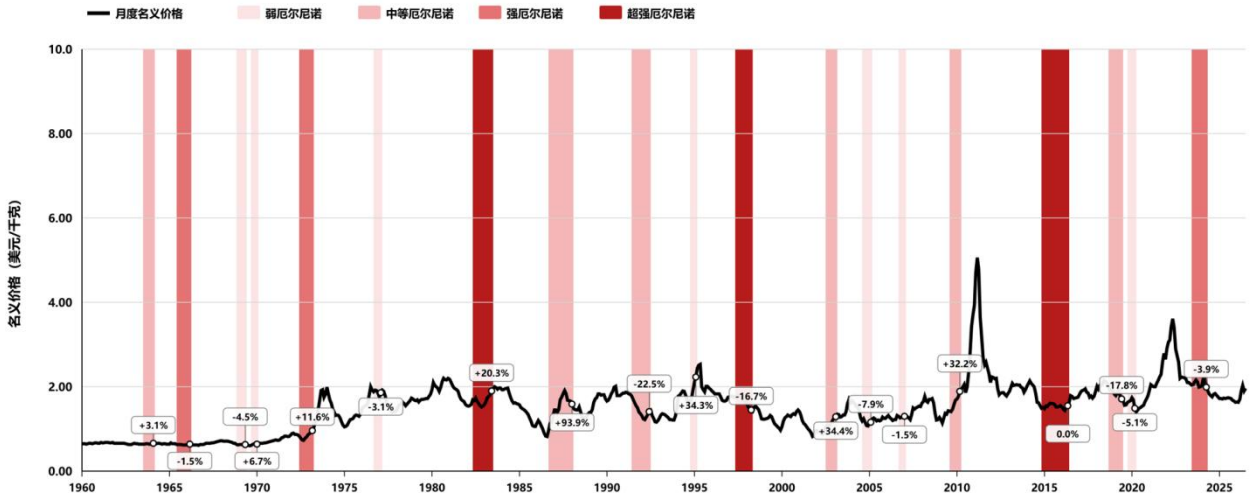
资料来源：FAO，NOAA，国信证券经济研究所整理（注：图为 FAO 口径棉花单产，单位为“公斤/公顷”）

价格方面：历史上厄尔尼诺阶段棉花价格上涨概率约 42%，但价格表现同样并非由气候因素单独决定。由于棉花兼具农产品和工业品属性，其价格不仅受到产量影响，同时受到全球纺织需求、库存水平、美元周期以及能源价格影响。20 世纪 70 年代厄尔尼诺期间，棉价上涨更多受到全球通胀、能源危机以及农业生产成本提升推动；2009-2011 年前后，棉价大幅上涨主要源于全球流动性宽松、新兴市场纺织需求增长以及中国库存下降，而非单纯气候因素；2015/16 年超强厄尔尼诺期间，印度等主产区出现减产预期，但全球高库存限制了价格上涨空间。最新一轮 2023-2024 年强厄尔尼诺期间，印度、巴基斯坦部分地区受到干旱影响，但由于全球纺织需求疲弱、中国地产周期拖累消费，以及美国丰产预期增强，棉价仍维持跌势。

总体来看，本次厄尔尼诺目前尚未威胁全球棉花供需平衡表，核心产区中国新疆和美国得州虽存在阶段高温干旱扰动，暂均尚未出现明确减产信号。但若后续秋冬季厄尔尼诺进一步增强至超强等级，需要重点关注印度干旱风险、美国得州洪涝风险。在全球棉花库存处于历史偏低水平、库销比持续下降背景下，若主要出口国减产，或将推动棉价进入新一轮上涨周期。

下载日志已记录，仅供内部参考

图52：1960 年以来，厄尔尼诺期间全球棉花价格的上涨概率约为 42%，涨幅中位数 26%



资料来源：FAO，NOAA，国信证券经济研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

附表：重点公司盈利预测及估值

公司代码	公司名称	投资评级	8月27日收盘价(元)	EPS			PE		
				2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E
1117.HK	现代牧业	优于大市	1.49	-0.14	0.09	0.19	-11	17	8
600073.SH	光明肉业	中性	5.48	-0.14	0.59	0.69	-39	9	8
002840.SZ	华统股份	优于大市	8.26	-0.18	0.12	0.09	-46	69	92
300498.SZ	温氏股份	优于大市	14.18	0.79	0.16	0.81	18	89	18
002714.SZ	牧原股份	优于大市	40.80	2.88	0.61	2.97	14	67	14
603477.SH	巨星农牧	优于大市	15.14	0.06	-0.85	0.36	252	-18	42
600975.SH	新五丰	优于大市	5.09	-0.70	0.03	0.01	-7	170	509
002100.SZ	天康生物	优于大市	7.40	0.15	0.46	0.42	49	16	18
603151.SH	邦基科技	优于大市	15.95	0.65	0.93	1.08	24	17	15
605296.SH	神农集团	优于大市	32.38	0.65	1.10	0.97	50	29	33
000895.SZ	双汇发展	优于大市	24.94	1.47	1.62	1.70	17	15	15
002311.SZ	海大集团	优于大市	45.40	2.58	3.53	4.01	18	13	11
300119.SZ	瑞普生物	优于大市	17.20	0.88	1.08	1.11	20	16	15
301498.SZ	乖宝宠物	优于大市	38.64	1.68	2.36	2.97	23	16	13
601118.SH	海南橡胶	优于大市	6.49	-0.02	0.06	0.11	-269	108	59
002041.SZ	登海种业	优于大市	11.23	0.10	0.12	0.16	112	94	70
000998.SZ	隆平高科	优于大市	9.10	0.12	0.36	0.48	76	25	19
000713.SZ	国投丰乐	优于大市	6.44	0.11	0.19	0.23	60	34	28
300761.SZ	立华股份	优于大市	19.46	0.69	1.83	1.96	28	11	10
002458.SZ	益生股份	优于大市	8.94	0.15	0.48	0.54	60	19	17
002299.SZ	圣农发展	优于大市	16.68	1.12	0.85	1.15	15	20	15

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理预测

风险提示：恶劣天气带来的不确定性风险；宏观事件冲击需求风险等。

下载日志已记录，仅供内部参考

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数(HSI.HI)作为基准；美国市场以标普 500 指数(SPX.GI)或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券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。投资者应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，我公司及雇员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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

下载日志已记录，仅供内部参考

国信证券经济研究所

深圳
深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032