下载日志已记录，仅供内部参考



# 厄尔尼诺现象对 A 股影响复盘及本轮推演

## —策略专题（四）

专题报告

本报告系统复盘 2009—2010 年、2014—2016 年与 2023—2024 年三轮典型厄尔尼诺事件下的 A 股行业表现，按达峰前、达峰后、结束后 3 个月三阶段观察行业轮动规律。并将影响归纳为供给收缩、需求刺激、水文改善、成本与产能扰动、矿山供给扰动五条传导路径，提炼跨事件可复用的轮动规律；在此基础上判断本轮所处位置及后续可能的演绎情景和配置节奏。

相关报告

《货币、地缘与滞胀：70-80 年代大宗商品牛市复盘（0331）》

李昊阳 S1090524120005
lihaoyang1@cmschina.com.cn
陈星宇 S1090522070004
chenxingyu@cmschina.com.cn

- **当前位置：强度条件已基本确定，核心变量转向减产能否兑现。**CPC 预计秋冬季各滑动季节窗口出现超强事件的概率均超过 90%，其中 10—12 月有 69%的概率成为 1950 年以来最强的一次；国家气候中心判断 5 月已进入厄尔尼诺状态、秋冬季达峰。四个分区的海温距平自东向西递减，东部型特征明显，历史上最具参照价值的是 2014—2016 年。按达峰前、中、后三阶段划分，本轮已行至达峰前窗口的中后段，但定价形态仍在起点；叠加热带作物 6 至 13 个月的生理时滞，产业影响的高峰预计在 2026 年四季度至 2027 年上半年。
- **历史复盘：三轮事件的典型特征有所区别。**2009—2010 年为中等强度叠加西南特大干旱，阶段轮动最清晰，完整走出“主题—业绩—消费”三棒接力行情，商品涨幅为三次之最，但股价领先于基本面反映；2014—2016 年强度为三次之最，但达峰前长达 15 个月的窗口内主题定价被明显摊薄，行业分化程度反而最低，真正的超额收益集中在 2016 年衰减年；2023—2024 年以北方高温主导，分化发生在传导路径之间而非时间维度上，空调、水电、电力全程占优。
- **历史样本下行业轮动的规律总结**

- **规律一：超额收益按传导路径依次接力。**达峰前是主题品种演绎窗口（橡胶、空调、农产品加工），达峰后切换至业绩接力品种（养殖业、饲料、啤酒），结束后 3 个月一般由水电收尾。按五条路径归纳来看：供给收缩品种最早表现、需求刺激居中、水文改善最晚；三轮的表现形式各异，但路径的相对次序高度一致。
- **规律二：股价领先商品价格约一个阶段。**股票端定价的是减产预期，商品端定价的是现货平衡表，中间隔着热带作物 6 至 13 个月的生理时滞。橡胶最具代表性：板块超额收益的高点出现在达峰前，而橡胶价格的实质大涨发生在达峰之后。以产量数据确认减产作为买入依据，在时点上系统性偏晚。
- **规律三：天气只是催化剂，具体兑现情况与传导路径相关。**供给收缩路径商品弹性大而 A 股映射弱——三次事件中天然橡胶最大涨幅约 238%、白糖约 152%与 61%、棕榈油约 54.7%，而对应板块的区间超额收益均未超过 13%；需求刺激路径则相反，需求增量直接落在国内上市公司报表上，兑现度更高。天气也很少独立驱动行情，尤其铜、工业金属与煤炭开采的等行情往往与货币环境、需求前景等更相关。

- **2026 年厄尔尼诺对行业的影响推演**

- **宏观层面：本轮更可能是结构性成本冲击，而非全局性通胀交易。**当前 CPI 整体温和，畜肉价格下行对冲了输入性涨价；而 PPI 购进价格涨幅持续高于出厂价格，压力集中在中下游毛利率而非全市场估值中枢。年内宏观环境与通胀

下载日志已记录，仅供内部参考



预计难以发生较大转变，2027 年上半年可能是影响的关键窗口——减产集中兑现、输入性成本传导完成，并叠加食品 CPI 低基数。

- **微观层面：**

【农产品链】**弹性最高但兑现最晚，股票端与商品端的窗口相差约一个阶段。**棕榈油产区集中度最高，但减产尚未获数据验证，产量与库存方向相反；**食糖**减产确定性最高、政策放大效应最直接，但受巴西丰产与平衡表尚未转向短缺的约束，本轮幅度预计明显弱于前两轮；**天然橡胶**物理传导最快，8 月商品与板块两端同向走强，是本轮达峰前窗口内的首个积极信号。

【电力与能源链】**制冷需求已有数据验证，受益集中在电网侧。**高温已在负荷侧充分兑，**空调虽然**内销与排产同比双降，但出口高增。**电网**领域受益集中在**跨省跨区输电通道、电网二次设备以及抽水蓄能与新型储能**等调峰设施；**火电**获得的是尖峰时段的容量价值，而厄尔尼诺年冬季偏暖反而会压制动力煤与天然气需求。

【矿产资源链】**物理暴露真实存在，但价格方向仍由需求主导。**南美铜矿的开采与装运确实暴露于东部型厄尔尼诺，但历史上矿山供给扰动路径在事件期内基本无超额。本轮铜价虽创历史新高，驱动来自 AI 数据中心、电网投资与矿端偏紧，受天气影响较小，气候只应作为供给端的放大器纳入跟踪。

- **配置节奏：**先主题发酵、次之供需兑现、最后末尾部影响品类。本轮定价整体仍处早期，铜、煤炭开采、空调与农产品加工已有所上涨，而啤酒、休闲食品、饲料等历史上的业绩接力品种仍为负、尚未出现启动迹象。据此推荐：**1）前期（达峰前）**关注**橡胶、电网设备与抽蓄储能、种业与种植业、空调**；**2）中期（峰值验证期）**关注**油脂加工、制糖、饲料、养殖业、休闲食品、啤酒、白酒等**；**3）后期（兑现与洪涝期）**关注**水电、水利防洪**等。

**风险提示：天气变化超预期，行业间的差异导致比较效果有偏差，历史情况对未来指引有限**

下载日志已记录，仅供内部参考



# 正文目录

一、历史对 A 股产生典型影响的厄尔尼诺现象复盘.....5
1、2009.8—2010.4：“糖胶双涨”，供给收缩路径的完整演绎.....7
2、2014.10—2016.4：养殖、空调、大宗食品先后领涨.....8
3、2023.5—2024.4：高温主导，需求刺激链全程占优.....9
二、历史样本下行业轮动的规律总结.....13
1、规律一：超额收益按传导路径依次接力.....13
2、规律二：股价领先商品约一个阶段.....14
3、规律三：供给收缩路径商品弹性大、A 股映射弱，需求刺激路径反之.....15
三、本轮厄尔尼诺对行业的影响推演.....16
1、事件定性：强度、类型与影响时点.....16
2、宏观层面：物价传导路径与走势推演.....17
3、微观层面：三条产业链的传导与影响.....17
4、配置节奏与总结.....20

下载日志已记录，仅供内部参考



# 图表目录

图 1：厄尔尼诺形成机制示意 ..... 5
图 2：厄尔尼诺形成机制示意 ..... 6
图 3：2001 年以来厄尔尼诺指数走势 ..... 7
图 4：天然橡胶价格与白糖指数走势（2008/01—2011/06） ..... 7
图 5：2009—2010 年厄尔尼诺事件中的行业轮动接力（月均超额收益） ..... 8
图 6：天然橡胶价格与申万橡胶板块累计超额收益 ..... 8
图 7：沪铜指数与申万铜板块（右）累计超额收益 ..... 8
图 8：2014—2016 年厄尔尼诺事件中的行业轮动接力（月均超额收益） ..... 9
图 9：生猪养殖利润与申万养殖业累计超额收益 ..... 9
图 10：郑糖、棕榈油、天然橡胶三商品指数走势 ..... 9
图 11：2023—2024 年厄尔尼诺事件中的行业轮动接力（月均超额收益） ..... 10
图 12：家用空调产销量累计同比（%） ..... 11
图 13：水力发电量与全社会用电量累计同比 ..... 11
图 14：长江 1#铜均价与 LME 铜库存 ..... 11
图 15：代表行业累计超额收益（三轮平均） ..... 13
图 16：三轮厄尔尼诺各行业月均超额收益的阶段分布 ..... 13
图 17：五条传导路径在三个阶段的月均超额收益（三轮平均） ..... 14
图 18：稳定性排序：电力、农产品加工、水电三轮最一致，休闲食品、橡胶、啤酒逐轮反复 ..... 14
图 19：三轮事件中胶价与申万橡胶板块超额收益的领先—滞后关系 ..... 15
图 21：Niño 各分区相对海温距平（RONI） ..... 16
图 22：CPC 各强度等级厄尔尼诺发生概率 ..... 16
图 23：CFSv2 模型对 Niño-3.4 相对海温距平的预测 ..... 16
图 24：物价结构：食品持续拖累，非食品与核心 CPI 保持刚性 ..... 17
图 25：马来西亚棕榈油产量、库存与大连棕榈油指数 ..... 18
图 26：橡胶价格与橡胶板块相对沪深 300 超额收益 ..... 18
图 27：国内外糖价走势 ..... 18
图 28：二产、三产用电量当月同比 ..... 19
图 29：火电、水电发电量累计同比与发电结构 ..... 19
图 30：各省份发电负荷率 ..... 20
图 31：空调产销量当月同比 ..... 20
图 32：长江 1#铜现货均价创历史新高、镍价冲高回落 ..... 20
图 33：厄尔尼诺敏感地区的矿产供给占全球比重 ..... 20
图 34：申万二三级重点行业本轮超额收益与历史同阶段对照（2026 年 5—8 月） ..... 21

表 1：主要机构厄尔尼诺事件判定标准对比 ..... 5
表 2：三轮厄尔尼诺事件的对照复盘 ..... 11
表 3：厄尔尼诺影响传导路径拆解 ..... 15
表 4：本轮厄尔尼诺的预计演绎阶段与重点推荐关注的领域 ..... 21

下载日志已记录，仅供内部参考

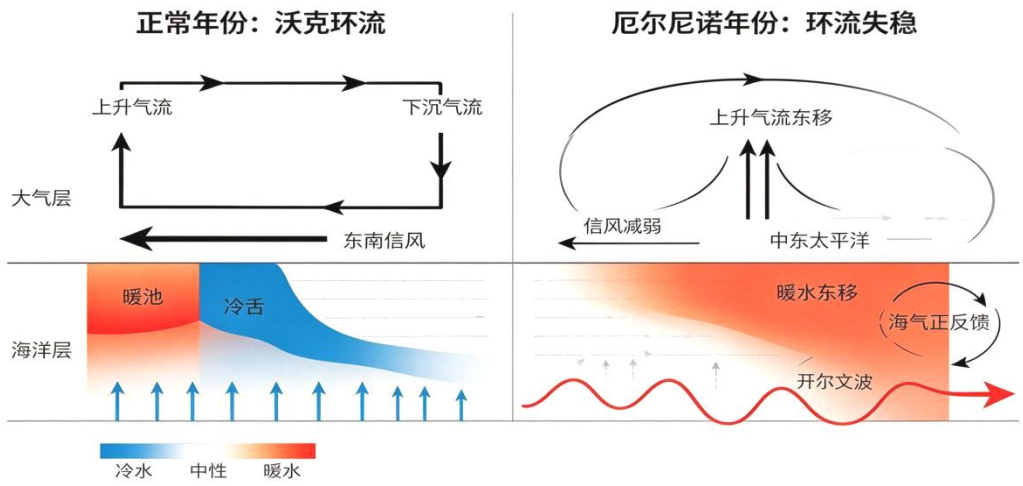


## 一、历史对 A 股产生典型影响的厄尔尼诺现象复盘

厄尔尼诺（ElNiño）指赤道中东太平洋海域海表温度持续异常偏暖的现象，名称源自西班牙语“圣婴”，最早由秘鲁渔民在 19 世纪发现圣诞节前后沿海海水异常升温而来。它与海温异常偏冷的拉尼娜（LaNiña）交替出现，共同构成海气耦合的厄尔尼诺-南方涛动（ENSO）循环，其中厄尔尼诺对应暖相位、拉尼娜对应冷相位。厄尔尼诺平均每 2-7 年发生一次，事件通常持续 9-12 个月，是驱动全球气候年际波动最重要的自然因子，对降水、气温、台风活动与农业生产均有显著影响。

厄尔尼诺的形成源于赤道太平洋海气相互作用的失稳，其基准态是正常年份的沃克环流格局。正常年份，东南信风将表层暖水自东向西输送，西太平洋堆积形成全球海温最高的“暖池”，东太平洋则因深层冷水上翻形成“冷舌”；暖池上空空气受热上升、高层东流、东太平洋下沉、低空再以信风形式返回西侧，形成闭合的沃克环流。当信风受西风爆发、季节内振荡等扰动阶段性减弱，暖水沿赤道向东回流，中东太平洋海温抬升、冷水上翻减弱；而海温升高又会削弱东西向气压梯度（南方涛动），令信风进一步减弱，形成“海温升高—信风减弱—海温再升高”的正反馈，事件由此自维持并发展。海洋次表层亦参与其中：沿赤道东传的暖性开尔文波抵达东太平洋后抑制冷水上翻，使增暖由海面向深层扩展。

**图 1：厄尔尼诺形成机制示意**




资料来源：基于 NOAA、IPCC 公开资料整理绘制

监测与判定上，国际通行以 Niño3.4 指数（厄尔尼诺指数）作为核心监测指标，该指数为 Niño3.4 关键海区（赤道中东太平洋 170° W-120° W、5° S-5° N 海域）的区域平均海表温度距平，表明海区海温相对多年气候均值的偏离程度。美国国家海洋和大气管理局（NOAA）以该指数连续 5 个滑动 3 个月均值不低于+0.5℃判定厄尔尼诺事件，并按峰值距平幅度划分强度：弱（+0.5~0.9℃）、中等（+1.0~1.4℃）、强（+1.5~1.9℃）与超强（≥+2.0℃）。事件类型亦影响区域气候表现：增暖中心偏东的“东部型”对南美西岸与东南亚的信号更强。

**表 1：主要机构厄尔尼诺事件判定标准对比**

| 判定标准 | 制定机构与依据 | 监测海区与核心指标 | 事件判定条件 |
|---|---|---|---|
| 中国标准 | 中国气象局《厄尔尼诺/拉尼娜事件判别方法》（GB/T33666-2017），国家气候中心监测发布 | NINO3.4 区（5° S-5° N，170° W-120° W）海表温度距平（SSTA），3 个月滑动平均 | NINO3.4 指数 3 个月滑动平均绝对值≥0.5℃，且持续至少 5 个月，判定为一次事件；按峰值强度分四级：弱（0.5~1.3℃）、中等（1.3~2.0℃）、强（2.0~2.5℃）、超强（≥2.5℃）；并按增暖中心分东部型/中部型 |
| 美国标准 | 美国国家海洋和大气管理局（NOAA）气候预测中心（CPC） | Niño3.4 区（5° S-5° N，170° W-120° W）SSTA；ONI（海洋尼诺指数）=SSTA 的 3 个月 | Niño3.4 区 SSTA≥+0.5℃，且持续（或预计持续）连续 5 个重叠 3 个月时段（约 5 个月），并要求大气出现与厄尔尼诺相关的典型响应（信风减弱、中东太平洋云量与降水增多等）；强度按 ONI 峰值划分弱/中/强/超强 |

下载日志已记录，仅供内部参考

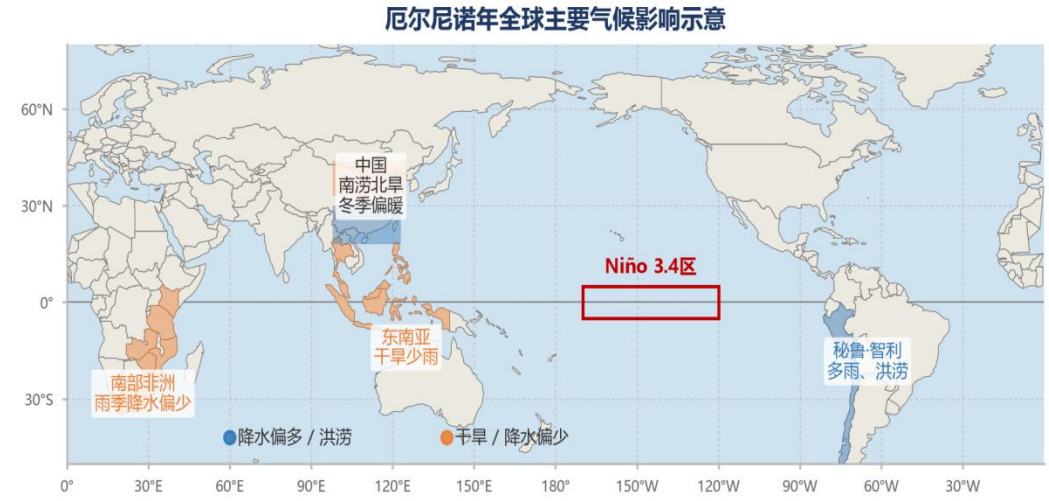


| | | | |
|---|---|---|---|
| | | 滑动平均 | |
| 世界标准 | 世界气象组织（WMO），协调各成员国气象机构（NOAA、JMA、BOM、国家气候中心等） | 以 Niño3.4 区 SSTA 为核心（即 ONI），辅以南方涛动指数（SOI）等大气耦合指标 | 无单一强制阈值，通常 Niño3.4 区 SSTA≥+0.5℃持续 3 个月以上视为厄尔尼诺状态；宣布事件需海气耦合充分（SOI 持续为负、对流东移等），多持续 5 个月以上 |

资料来源：中国气象局、气候预测中心、世界气象组织

影响机制上，厄尔尼诺通过改变沃克环流强度与位置、激发大气遥相关波列，重塑全球水热分布：赤道东太平洋及南美西岸（秘鲁、智利）多雨洪涝，西太平洋及东南亚（印尼、马来西亚、泰国、菲律宾）干旱少雨，南部非洲雨季降水偏少。对我国而言，典型表现为南方降水偏多、北方阶段性高温干旱、冬季偏暖，且气候效应在事件衰减期（次年）往往更为显著。

**图 2：厄尔尼诺形成机制示意**




资料来源：基于 NOAA、IPCC、WMO 公开资料整理绘制

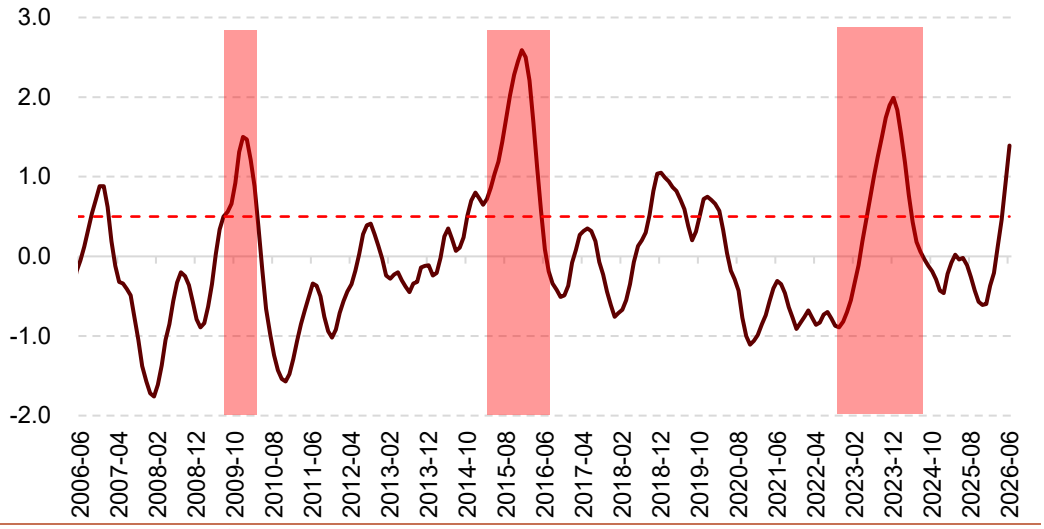
**当前新一轮厄尔尼诺影响正在推进，本轮同时具备“进展快、强度高、东部型”三个特征。**国家气候中心已确认我国 2026 年 5 月进入厄尔尼诺状态，判断秋冬季达峰；据国家海洋环境预报中心，国内外动力、统计与人工智能模式一致预计秋冬季 Niño-3.4 指数可达 2℃—3℃，即达到强至超强标准。本轮增暖中心偏东（Niño-1+2 区增温显著强于 Niño-3.4 区），对秘鲁沿岸、东南亚干旱及我国“南涝北旱、暖冬”的影响信号较强。

近 20 年较为典型的厄尔尼诺事件主要有三次：2009—2010 年（中等强度）、2014—2016 年（超强）与 2023—2024 年（强），我们以厄尔尼诺指数峰值为轴划分为达峰前、达峰后与结束后 3 个月三个阶段，观察主要指数相对沪深 300 的超额收益，详细复盘历次厄尔尼诺现象对 A 股及行业配置的影响。

下载日志已记录，仅供内部参考



图 3：2001 年以来厄尔尼诺指数走势



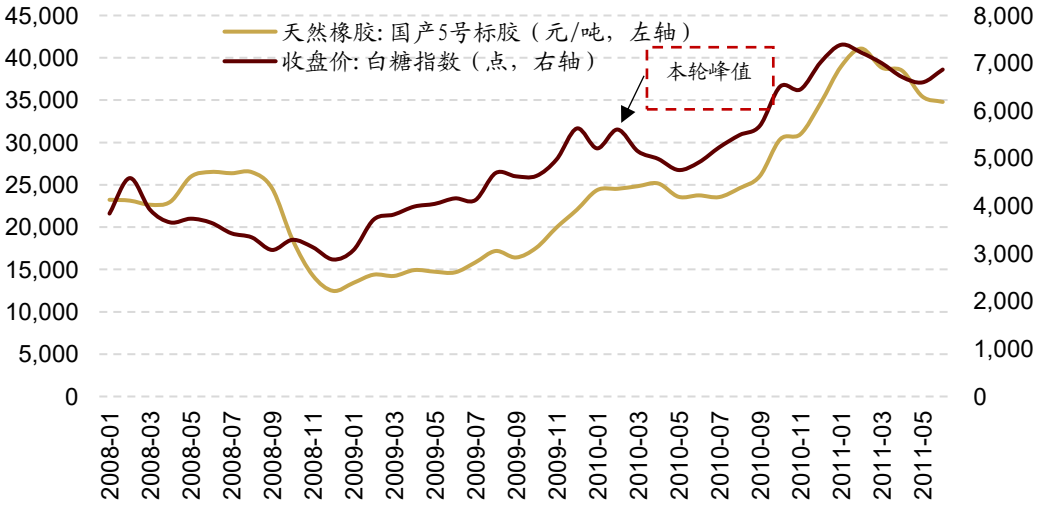

资料来源：Wind，招商证券

## 1、2009.8—2010.4：“糖胶双涨”，供给收缩路径的完整演绎

2009—2010 年是三次事件中行业轮动最清晰的一轮，完整走出“主题—业绩—消费”接力演绎行情；干旱压缩热带作物单产、推升商品价格的供给收缩逻辑在该轮得到完整演绎。商品涨幅为三次之最，但商品价格主升浪滞后于股价。

该轮事件自 2009 年 7 月起步，2009 年 12 月达峰、峰值约 1.50℃，2010 年 3 月后回落至 0.5℃以下，属中等强度的中部型事件。对我国的标志性影响是西南特大干旱：2009 年秋季至 2010 年春季，云南、贵州、广西等省区降水较常年同期偏少五成以上，部分地区偏少七至九成，主要河流来水为历史最少；截至 2010 年 4 月中旬，云贵桂川四省（区）耕地受旱面积 8909 万亩，占全国超 60%。同期“四万亿”刺激后的全球复苏与流动性宽松，为商品行情提供了放大器。

图 4：天然橡胶价格与白糖指数走势（2008/01—2011/06）

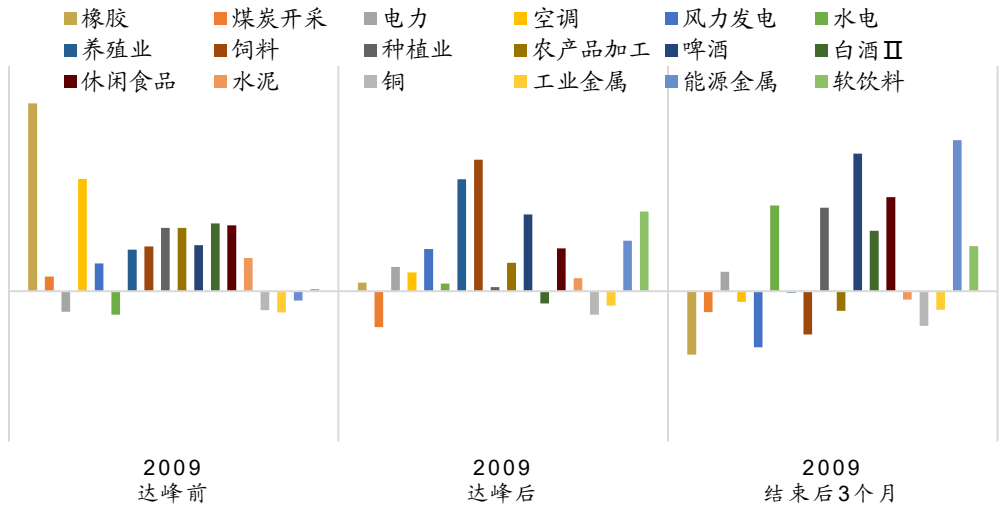



资料来源：iFind，招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考



图 5：2009—2010 年厄尔尼诺事件中的行业轮动接力（月均超额收益）




资料来源：Wind、iFind，招商证券。各阶段超额收益为申万行业指数相对沪深 300 的月度超额收益率在该阶段内的算术平均值

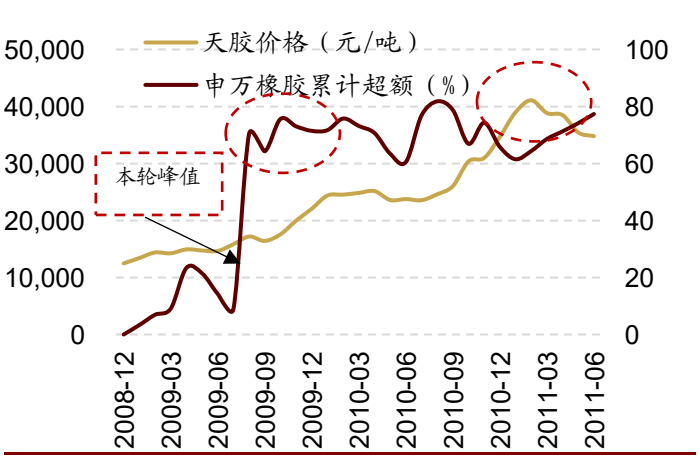
**达峰前橡胶超额收益明显，月均超额收益+12.51%，为三次事件所有阶段中的最高值。**空调（+7.48%）、白酒（+4.50%）、休闲食品（+4.39%）同步走强，“干旱→热带作物减产→涨价”的供给收缩叙事首次被市场定价。同时橡胶的超额收益几乎全部来自 2009 年 8 月单月（当月+61.54%），更多体现的是主题首次发酵的行情。胶价上行对产业链的影响并不一致：上游种植端受益，下游轮胎企业利润被严重挤压，2010 年 1—11 月国内轮胎行业利润同比下滑 22%。

**达峰后主线切换至涨价传导链的中下游，饲料（+8.75%）与养殖业（+7.45%）接棒。**干旱推高糖料与原料价格，养殖链因成本与供给扰动获得溢价，橡胶超额收益收窄至+0.57%，**养殖、饲料、啤酒**等获得明显超额收益。

**结束后 3 个月（厄尔尼诺指数降至 0.5 以下）水电和部分消费品超额收益领先，**旱情缓解、主题普遍回吐，啤酒（+9.15%）、种植业（+5.57%）与白酒（+4.01%）走强，水电（5.71%）、电力（1.3%），橡胶转为-4.22%。

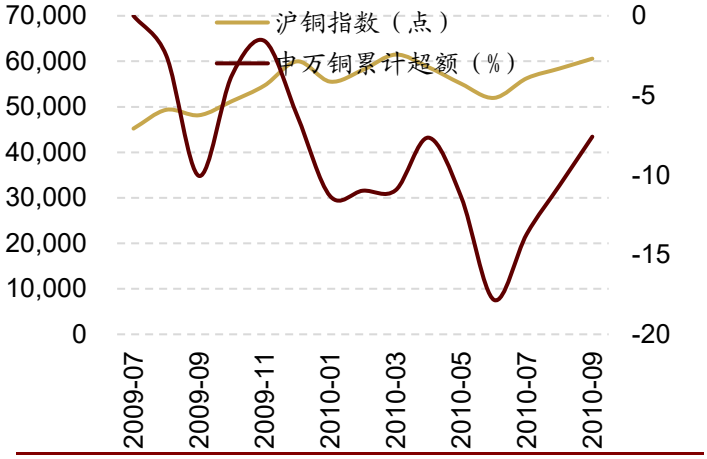
**商品端的涨幅远超股票行情，但时点明显滞后。**国产天然橡胶自 2008 年 12 月的 12485 元/吨起步，至 2011 年 2 月最高 42167 元/吨，累计上涨约 238%；郑糖指数自 2008 年底的 2900 点升至 2011 年最高 7300 点，涨幅约 152%。**两者的主升浪均发生在股票行情见顶之后——减产证据落地之日，往往已是股票行情兑现之时。**

图 6：天然橡胶价格与申万橡胶板块累计超额收益




资料来源：iFind，招商证券。橡胶板块口径为申万橡胶指数（801037.SL）

图 7：沪铜指数与申万铜板块（右）累计超额收益




资料来源：iFind、招商证券\（基准 = 事件开启 2009/07）

## 2、2014.10—2016.4：养殖、空调、大宗食品先后领涨

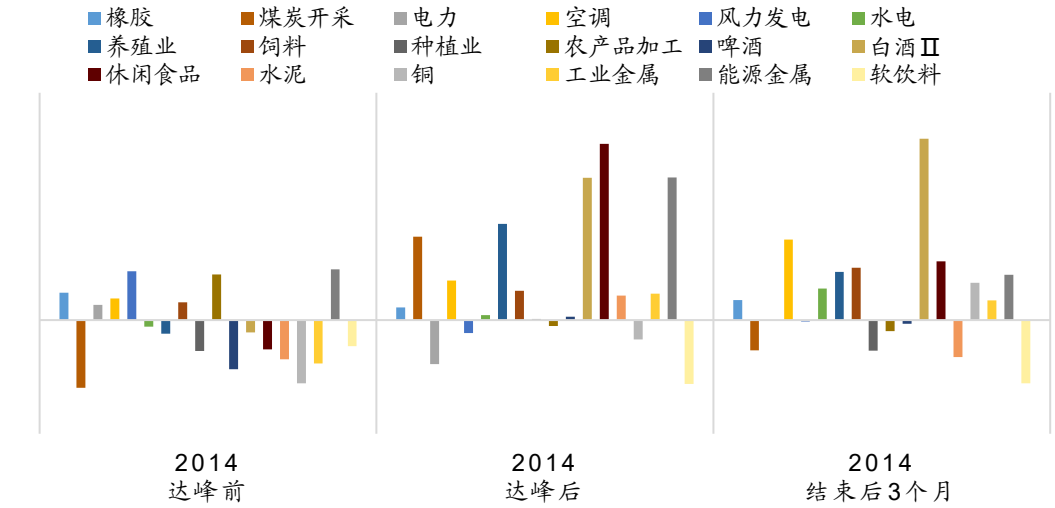
**2014—2016 年强度为三次之最，但达峰前长达 15 个月的窗口内主题定价被明显摊薄，行业间分化程度反而最低；真正的超额收益集中在 2016 年衰减年。**

下载日志已记录，仅供内部参考



**该轮事件自 2014 年下半年萌芽，**2015 年 9 月后迅速发展，2015 年 12 月达峰、峰值 2.59℃，为仅次于 1997/1998 年的超强事件。对我国的冲击集中在衰减期的 2016 年：全国平均降水量 730 毫米、较常年偏多 16%，为 1961 年以来最多；长江中下游出现严重汛情，26 个省（区、市）出现城市内涝；夏季全国平均气温创历史新高，夏粮减产。同期国内宏观主线是供给侧改革与商品普涨。

图 8：2014—2016 年厄尔尼诺事件中的行业轮动接力（月均超额收益）



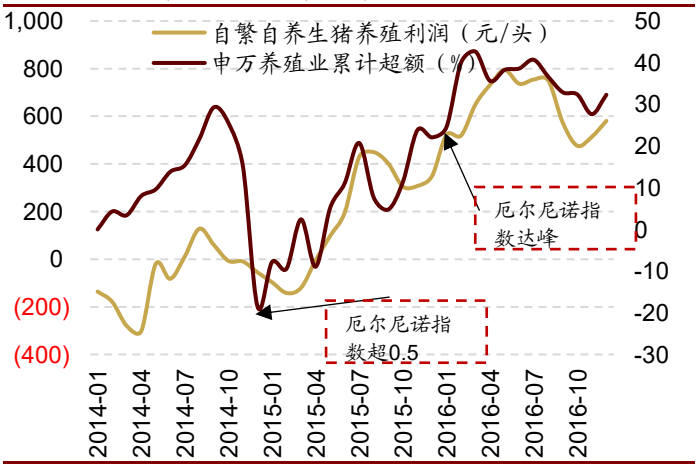

资料来源：Wind、iFind，招商证券。各阶段超额收益为申万行业指数相对沪深 300 的月度超额收益率在该阶段内的算术平均值

**超长的达峰前窗口使得行业超额收益摊薄。**该阶段长达 15 个月，期间叠加 2015 年股市异常波动，绝大多数品种的月均超额落在±2.3%以内（橡胶+0.96%、养殖业-0.48%、水电-0.23%、电力+0.54%）；行业间标准差 1.34 个百分点、极差 4.17 个百分点，均为三次事件中最低。

**行情实际发生在衰减年，从超额收益率来看：**达峰后休闲食品（+6.21%）、能源金属（+5.02%）、白酒（+5.01%）、养殖业（+3.39%）领先，结束后 3 个月空调（+2.84%）延续。2016 年夏季洪涝、疫病与调运受阻叠加猪周期上行，养殖景气达到顶点；空调销量自 2016 年 5 月起同比持续攀升，至 2017 年 2 月见 73.12%的高点。

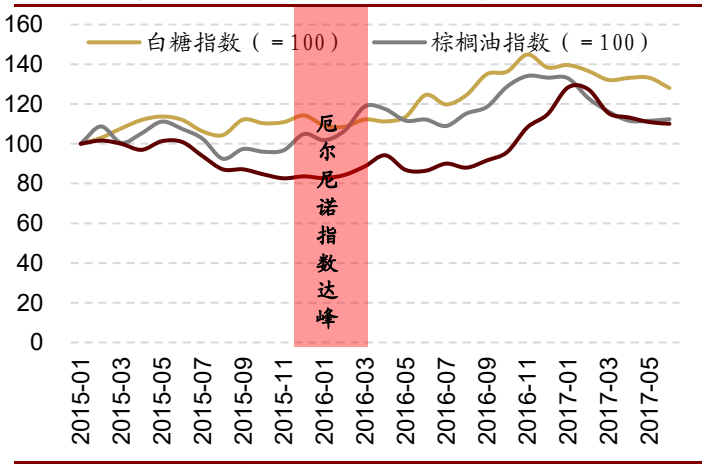
**商品价格"迟到但充分"地兑现，涨幅同样出现在 2016 年减产落地之后。**郑糖指数自年初 4405 点升至 2016 年末的 7101 点，涨幅 61%；大连棕榈油指数自 2015 年 8 月的 4132 点升至 2016 年 12 月的 6392 点，最大涨幅 54.7%；天然橡胶自 2015 年 12 月的 11325 元/吨反弹至 2016 年 12 月的 16233 元/吨，涨幅 43.3%。

图 9：生猪养殖利润与申万养殖业累计超额收益




资料来源：iFind，招商证券。累计超额基准月为 2014 年 1 月

图 10：郑糖、棕榈油、天然橡胶三商品指数走势




资料来源：iFind，招商证券。以 2015 年 1 月 = 100 归一化

## 3、2023.5—2024.4：高温主导，需求刺激链全程占优

**2023—2024 年的气候冲击以北方高温为主而非热带产区干旱，需求刺激与水文改善路径相关品种全程占优、供给收**

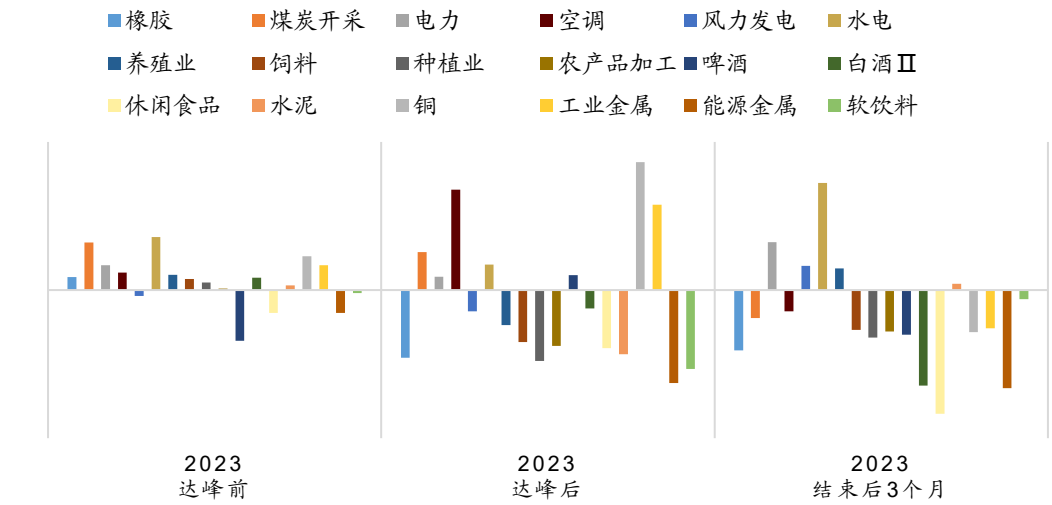
下载日志已记录，仅供内部参考



**缩路径全程为负；分化发生在传导路径之间，而非时间维度上。**

国家气候中心于 2023 年 5 月宣布进入厄尔尼诺状态，Niño-3.4 指数月度距平自 2023 年 6 月起持续高于 0.5℃、9 月升至 1.50℃，2023 年 12 月达峰、峰值约 1.99℃，2024 年 4 月后回落至 0.5℃以下，属偏东部型事件。对我国的标志性影响是北方极端高温：2023 年 6 月北京、天津、河北、山东等地国家气象观测站最高气温相继突破 6 月同期历史极值；降水呈“前枯后丰”，2023 年上半年长江上游来水偏枯、水电产量同比降幅一度超过 20%，下半年起南方来水逐步改善。

**图 11：2023—2024 年厄尔尼诺事件中的行业轮动接力（月均超额收益）**




资料来源：Wind、iFind，招商证券。各阶段超额收益为申万行业指数相对沪深 300 的月度超额收益率在该阶段内的算术平均值

**该轮的分化不发生在阶段之间，而发生在影响环节之间。**正超额集中在高温直接拉动需求、来水改善以及矿端受扰的环节——水电（+3.34%）、铜（+3.36%）、空调（+1.75%）、电力（+1.54%）、工业金属（+1.30%）；负超额则集中在依赖热带作物减产涨价的环节——橡胶（-2.07%）、种植业（-2.13%）、农产品加工（-1.73%）、饲料（-1.46%）。

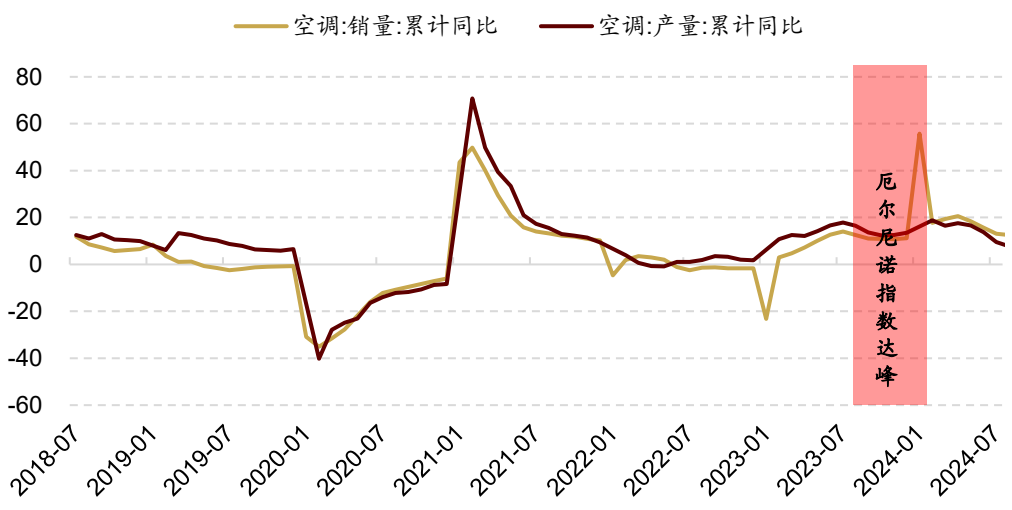
这是三次事件中唯一一次**减产涨价逻辑失效**的情形，原因是**热带产区并未出现 2009 年那样的大范围减产**，具体有三层：一是**气候维度**，本轮增暖中心偏东，异常干旱主要落在南美西岸与非洲南部，东南亚主产区降水偏少的幅度弱于前两轮，印尼、泰国未出现连续多月的极端干旱；二是**时点维度**，达峰落在 2023 年末至 2024 年初，与油棕、甘蔗的关键生长期错开，叠加 6 至 13 个月的生理时滞，减产窗口被推迟到 2024 年下半年，已在三阶段口径的事件期之外；三是**平衡表维度**，巴西糖丰产与东南亚棕榈油高库存对冲了印泰的边际减产，全球平衡表未转向短缺，商品价格缺少上行基础。也就是说，该轮“干旱—减产—涨价”的链条在第一环就没有形成，板块的负超额并非市场定价失效，而是基本面证据没有出现。

**空调是本轮传导最快、也最完整的一条链。**高温直接拉动终端销售，2023 年全年家用空调销量 17044.1 万台、同比增长 11.2%，规模创历史新高；产业端自 2023 年 3 月起排产同比持续高增，至 2024 年 1 月达 55.77%。天气拉动需求、进而带动利润的修复，催化股价上涨的闭环，在这一轮充分体现。

下载日志已记录，仅供内部参考



图 12：家用空调产销量累计同比（%）

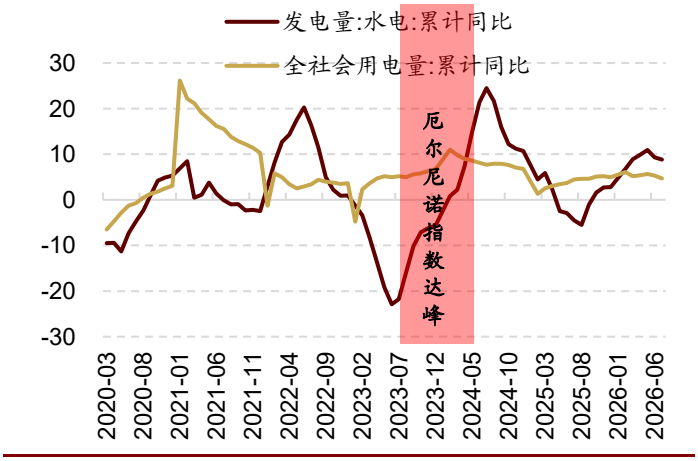



资料来源：iFind，招商证券

**水电代表另一类机会：基本面延后兑现，行情高点出现在事件结束之后。**2023 年上半年水电仍受来水偏枯拖累，南方降水改善自下半年显现，水电发电量当月同比自 2023 年 6 月的-33.9%一路逆转，8 月起保持长达一年的正增长，2024 年 6 月同比 44.5%的创历史新高；对应板块超额收益在事件结束后 3 个月达到峰值。

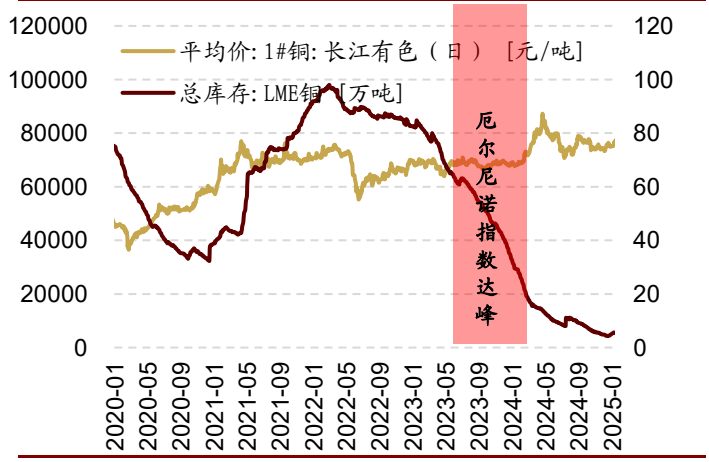
**有色金属的表现受本轮天气与宏观影响共同驱动。**非洲南部严重干旱使赞比亚水电发电量骤减、2024 年 2 月宣布全国进入干旱灾难紧急状态，叠加矿端实质收紧与中美制造业阶段性回暖，2024 年铜价较 2023 年低点上涨 36.4%，铜板块达峰后月均超额+6.90%。

图 13：水力发电量与全社会用电量累计同比




资料来源：iFind，招商证券。

图 14：长江 1#铜均价与 LME 铜库存




资料来源：iFind，招商证券。

表 2：三轮厄尔尼诺事件的对照复盘

| 对照维度 | 2009—2010 年 | 2014—2016 年 | 2023—2024 年 |
|---|---|---|---|
| 强度与类型 | 中等强度，峰值约 1.50℃（2009/12），中部型 | 超强，峰值 2.59℃（2015/12），持续约 20 个月，东部型 | 峰值约 1.99℃（2023/12），偏东部型；处于中国标准中等/强分界 |
| 我国主要气候影响 | 西南特大干旱，云贵桂川受旱面积占全国超 60% | 衰减年降水创 1961 年以来最多，长江中下游汛情，夏粮减产 | 北方极端高温，降水"前枯后丰"，下半年南方来水改善 |
| 达峰前窗口长度 | 5 个月 | 15 个月 | 8 个月 |
| 主导传导路径 | 供给收缩（胶、糖） | 成本与产能扰动（养殖链） | 需求刺激（空调、电力）+水文改善（水电） |
| 达峰前最强板 | 橡胶+12.51%、空调+7.48% | 钝化，绝大多数在±2.3%以内 | 水电+2.87%、煤炭开采+2.57% |

下载日志已记录，仅供内部参考



| | | | |
|---|---|---|---|
| 块 | | | |
| 达峰后最强板块 | 饲料+8.75%、养殖业+7.45% | 休闲食品+6.21%、能源金属+5.02%、养殖业+3.39% | 铜+6.90%、空调+5.43% |
| 结束后最强板块 | 啤酒+9.15%、种植业+5.57% | 白酒+6.39%、空调+2.84% | 水电+5.78%、电力+2.58% |
| 商品兑现 | 天胶+238%、白糖+152%，主升浪在股价见顶后 | 郑糖+61%、棕榈油+54.7%、天胶+43.3%，兑现于减产落地后 | 铜较 2023 年低点+36.4%，唯一天气与宏观同向的一次 |
| 案例启示 | 供给收缩路径商品弹性最大，但 A 股映射弱且行情前置 | 主题定价被时间摊薄，超额收益向衰减年迁移 | 路径优先级，北方高温年带来空调、电力等超额收益 |

资料来源：Wind、iFind，招商证券



下载日志已记录，仅供内部参考



## 二、历史样本下行业轮动的规律总结

将三次事件各阶段的超额收益做对比，可以提炼出三条相对稳定的规律。

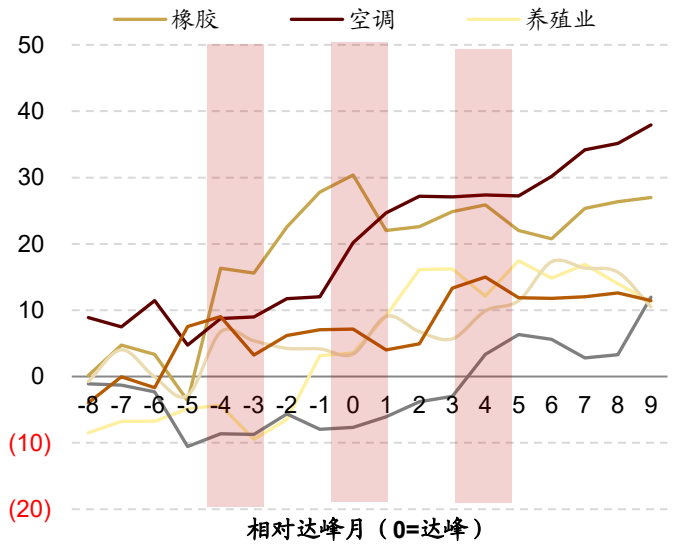
### 1、规律一：超额收益按传导路径依次接力

**厄尔尼诺天气对 A 股的影响路径，可以归纳为五种：**

- **供给收缩路径。**商品弹性最大。热带产区干旱压缩橡胶、白糖、棕榈油的单产，市场提前交易减产预期，橡胶、种植业与农产品加工一般在达峰前跑赢（三次平均超额收益率+2.62%）。
- **需求刺激路径。**高温直接推高制冷用电与消费场景，空调、电力与啤酒在整个事件期内持续受益，三个阶段的超额收益率全程为正（+0.92%、+1.66%、+1.27%），是稳定性最高的一条。**该路径的**需求增量直接落在国内上市公司报表上，兑现度最高也最稳定。
- **水文改善路径。**事件衰减期南方来水转丰，发电量随之抬升，但流域水电的业绩要到事件结束后才体现出来，三次来看，结束后 3 个月录得+4.20%的平均月超额收益，是全部路径与阶段组合中的最高值。
- **成本与产能扰动路径。**超额收益与猪价周期高度同步，与厄尔尼诺仅弱相关，需单独判断周期位置
- **矿山供给扰动路径。**超额收益本质是全球流动性与制造业周期的映射，天气只在供给紧平衡时充当放大器。

**平均看，各行业的超额收益高点分布在三个不同阶段，形成清晰的接力次序。**达峰前是主题品种的窗口，橡胶（+4.73%）、空调（+3.06%）、农产品加工（+1.97%）领先；达峰后切换至业绩接力品种，养殖业（+2.98%）、空调（+2.69%）、饲料（+2.33%）、啤酒（+2.01%）占优；结束后 3 个月由滞后兑现品种收尾，水电（+4.20%）显著领先，啤酒（+2.21%）、白酒（+1.75%）延续。

图 15：代表行业累计超额收益（三轮平均）




资料来源：Wind、招商证券

图 16：三轮厄尔尼诺各行业月均超额收益的阶段分布

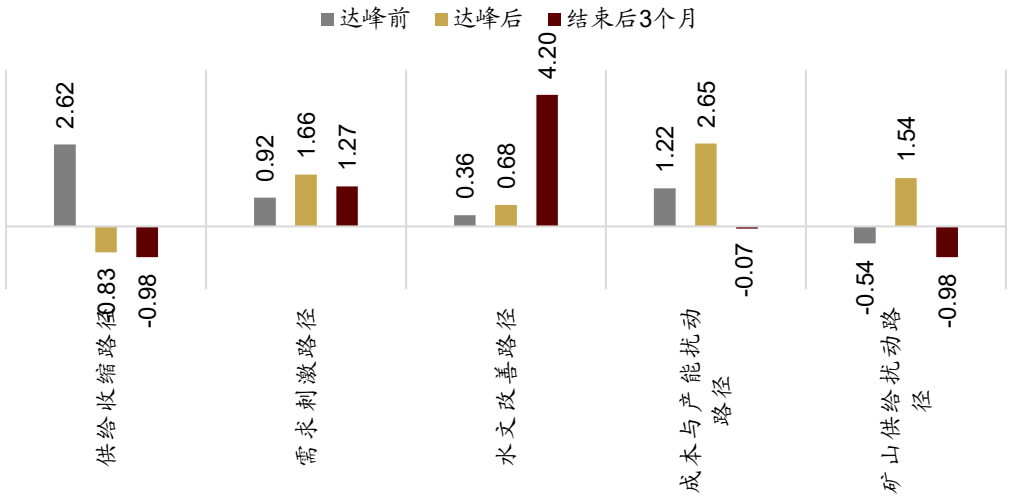
| 行业 | 达峰前 | 达峰后 | 结束后 3 个月 |
|---|---|---|---|
| 橡胶 | 4.73 | -0.88 | -2.26 |
| 空调 | 3.06 | 2.69 | 0.33 |
| 农产品加工 | 1.97 | -0.44 | -1.32 |
| 种植业 | 1.17 | -1.17 | 0.64 |
| 养殖业 | 1.03 | 2.98 | 0.92 |
| 饲料 | 1.40 | 2.33 | -1.06 |
| 休闲食品 | 0.71 | 1.98 | 0.55 |
| 铜 | -0.55 | 1.55 | -1.09 |
| 工业金属 | -0.53 | 1.53 | -0.87 |
| 煤炭开采 | 0.38 | 0.86 | -1.32 |
| 水电 | 0.36 | 0.68 | 4.20 |
| 啤酒 | -0.47 | 2.01 | 2.21 |
| 白酒 II | 1.58 | 1.07 | 1.75 |
| 电力 | 0.17 | 0.27 | 1.28 |

资料来源：Wind、招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考



图 17：五条传导路径在三个阶段的月均超额收益（三轮平均）

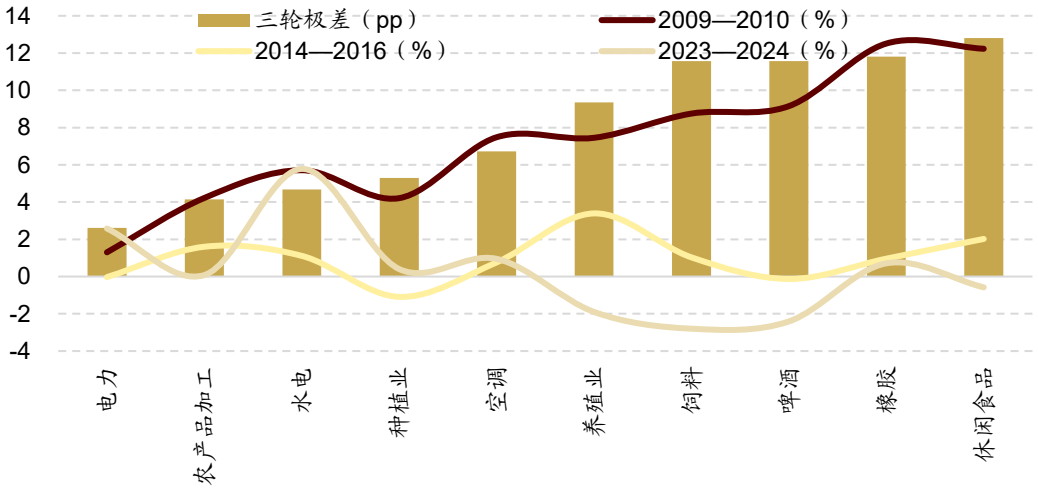



资料来源：Wind、iFind，招商证券。路径值 = 该路径成分行业在三轮事件同一阶段月均超额收益的等权平均；行业月均超额 = 申万行业指数相对沪深 300 的月度超额收益率在该阶段内的算术平均。成分行业：供给收缩 = 橡胶、种植业、农产品加工；需求刺激 = 空调、电力、啤酒；水文改善 = 水电；成本与产能扰动 = 饲料、养殖业；矿山供给扰动 = 铜、工业金属

**按五条传导路径归类，轮动规律更为一致。**供给收缩路径仅在达峰前取得正超额（+2.62%），达峰后与结束后转为-0.83%与-0.98%；需求刺激路径三阶段全程为正（+0.92%、+1.66%、+1.27%），稳定性最高；成本与产能扰动路径高点在达峰后（+2.65%）；水文改善路径高点在结束后（+4.20%），为全部路径组合中的最高值；矿山供给扰动路径在事件期超额不明显（-0.54%、+1.54%、-0.98%）。

**按三轮行业超额收益极差升序排列，可以对比各行业超额收益的稳定性。**极差最小的是电力（2.6pp）、农产品加工（4.1pp）与水电（4.7pp）——三轮事件中同一阶段的表现始终同向，规律最可复用；极差最大的是休闲食品（12.8pp）、橡胶（11.8pp）、啤酒与饲料（均为 11.6pp）——同一行业可以在某一轮录得 9%以上的月均超额、在另一轮转为负值，说明其弹性与当轮的行业自身周期与叙事高度相关。

图 18：稳定性排序：电力、农产品加工、水电三轮最一致，休闲食品、橡胶、啤酒逐轮反复




资料来源：iFind，招商证券。纵轴为峰值阶段该行业三轮平均月均超额的极差；按三轮极差升序排列，越靠左幅度越稳健

## 2、规律二：股价领先商品约一个阶段

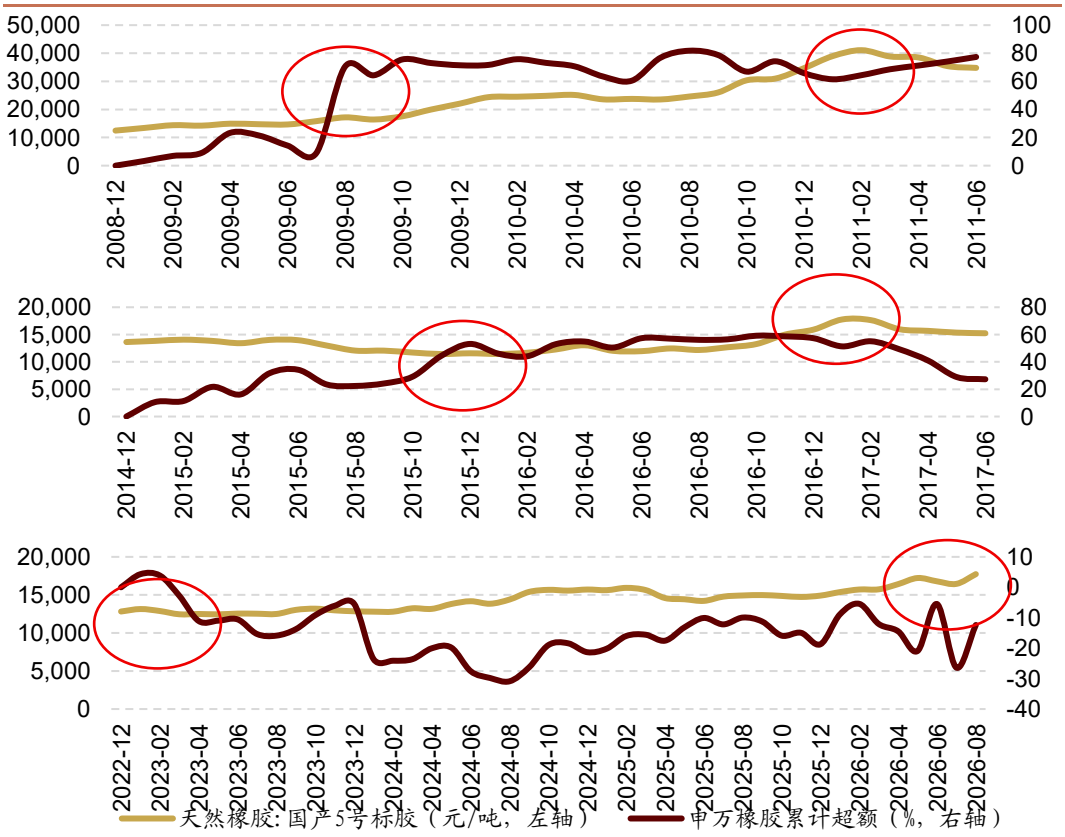
股价定价预期、商品定价平衡表，中间隔着热带作物 6 至 13 个月的生理时滞——这决定了行业**指数超额的高点往往落在达峰前，而商品价格主升浪落在达峰后。橡胶是最具代表性的行业。**板块超额高点出现在达峰前（三轮平均+4.73%），达峰后转为-0.88%、结束后-2.26%，而胶价的实质大涨发生在达峰之后。2010 年 11 月、2016 年四季度

下载日志已记录，仅供内部参考



与 2024 年均是如此，白糖、棕榈油同理。

图 19：三轮事件中胶价与申万橡胶板块超额收益的领先—滞后关系




资料来源：iFind，招商证券。累计超额为申万橡胶（801037.SL）相对沪深 300 月度超额收益的算术累加；胶价为天然橡胶国产 5 号标胶。第三格数据截至 2026 年 8 月

## 3、规律三：供给收缩路径商品弹性大、A 股映射弱，需求刺激路径反之

**供给收缩路径商品弹性大而 A 股映射弱，可能由于 A 股缺少纯正的热带作物种植标的。**涨价利润主要留在海外产区与贸易环节，国内上市公司反而多处于成本受损的下游（如轮胎）；三次事件中天然橡胶最大涨幅约 238%、白糖约 152%与 61%、棕榈油约 54.7%，而对应板块的区间超额收益均未超过 13%。**需求刺激路径则相反，需求增量直接落在国内上市公司报表上**（空调内销、水电发电量），业绩兑现度高，板块超额收益的持续性也更好。

表 3：厄尔尼诺影响传导路径拆解

| 传导路径 | 特点 | 影响行业 | A 股超额收益高点 | 各轮表现差异 |
|---|---|---|---|---|
| 供给收缩路径 | 商品端滞后 6—13 个月（热带作物生理时滞），股票端提前定价；商品弹性大、A 股映射弱 | 橡胶、白糖、种植业 | 达峰前（+2.62%） | 2009—2010 年最强（橡胶+12.51%，其中 2009 年 8 月单月贡献+61.54%）；2014—2016 年被时间摊薄；2023—2024 年全程为负 |
| 需求刺激路径 | 传导最快，兑现最确定 | 家电、电力、啤酒 | 三阶段全程为正 | 2023—2024 年最典型（空调销量创历史新高）；2009—2010 年达峰前空调+7.48% |
| 水文改善路径 | 行情后置 | 水力发电 | 结束后 3 个月（+4.20%） | 三轮均后置；2023—2024 年结束后+5.78%、2009—2010 年结束后+5.71% |
| 成本与产能扰动路径 | 催化作用，非独立驱动 | 饲料、养殖业 | 达峰后（+2.65%） | 2009—2010 年达峰后饲料+8.75%；2016 年衰减年养殖业+3.39%，均叠加猪周期 |
| 矿山供给扰动路径 | 弱映射，条件触发 | 铜等工业金属 | 超额不明显 | 2014—2016 年供给扰动被需求疲软吞没；2023—2024 年天气与宏观首次同向 |

资料来源：招商证券整理

下载日志已记录，仅供内部参考



## 三、本轮厄尔尼诺对行业的影响推演

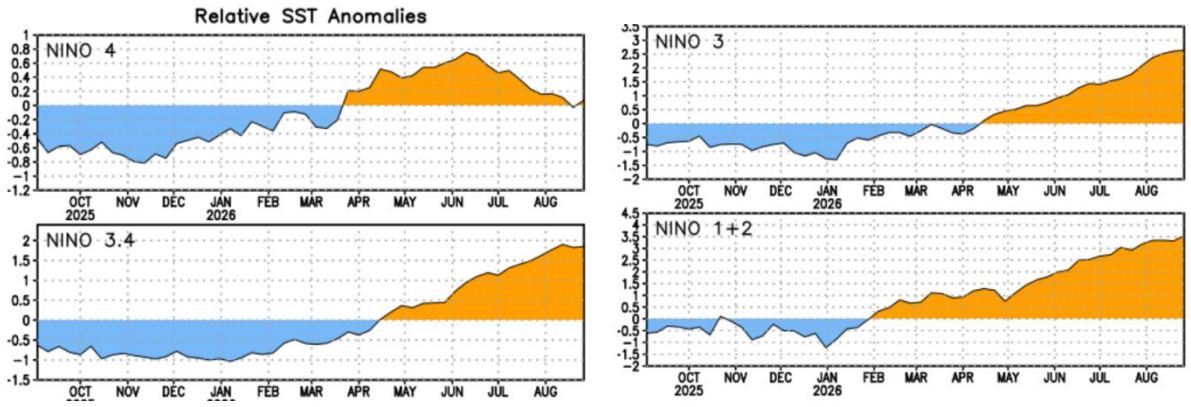
**本轮厄尔尼诺的强度条件已基本确定，核心变量转向减产能否兑现。**这里重点分析事件的强度、类型与可能影响时点，评估宏观物价传导，及中观的农产品、电力与能源、矿产资源等产业链影响与配置节奏。

### 1、事件定性：强度、类型与影响时点

本轮厄尔尼诺已进入增强阶段。美国气候预测中心（CPC）2026 年 8 月 13 日发布的概率分布显示，2026 年 9—11 月至 11 月—次年 1 月的各滑动季节窗口中，出现超强事件（RONI 不低于+2.0℃）的概率均超过 90%，其中 10—12 月有 69%的概率成为 1950 年以来最强的一次；中性状态的概率要到 2027 年 3—5 月才升至 18%。

截至 8 月末，Niño-1+2、Niño-3、Niño-3.4、Niño-4 四个分区的周度相对海温距平依次为+3.5℃、+2.6℃、+1.8℃与+0.1℃，增暖中心显著偏东；官方判定指标 RONI（5—7 月三月滑动）为+0.98℃，CFSv2 集合平均预计事件持续至 2027 年。

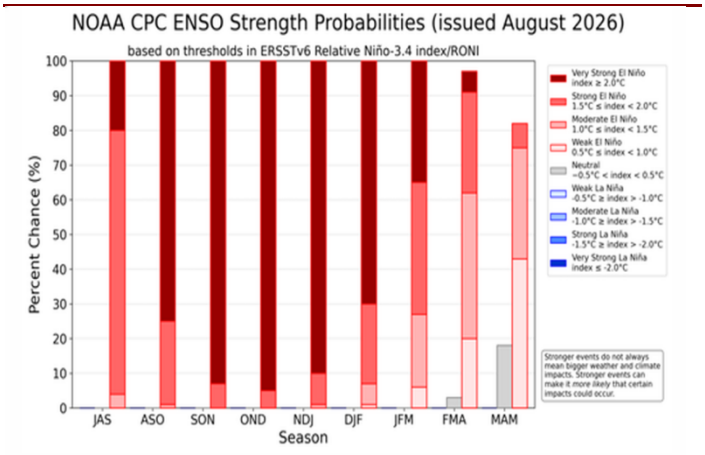
**图 20：Niño 各分区相对海温距平（RONI）**




资料来源：NOAA/CPC，招商证券

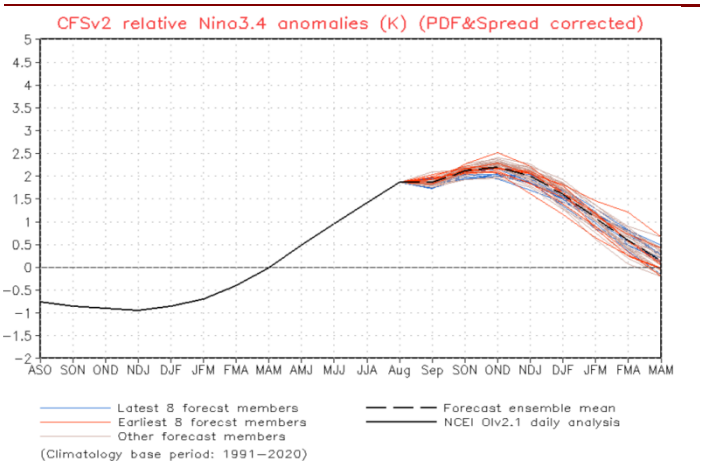
注：数据截至 2026 年 8 月，为周度相对海温距平（扣除热带平均升温后），与传统 Niño-3.4 指数不可直接比较。CPC 自 2026 年 2 月起以 RONI（三月滑动、ERSST.v6）作为官方判定指标，ElNiño 阈值为不低于+0.5℃、超强为不低于+2.0℃

**图 21：CPC 各强度等级厄尔尼诺发生概率**




资料来源：美国气候预测中心、招商证券整理

**图 22：CFSv2 模型对 Niño-3.4 相对海温距平的预测**




资料来源：美国气候预测中心、招商证券整理

本轮的东部型特征明显，历史上最具参照价值的是 2014—2016 年。三次历史事件中，2014—2016 年的超强东部型在强度与类型上与本轮最为接近；2009—2010 年强度仅为中等且属中部型，标志性影响是西南干旱；2023—2024 年虽同为偏东部型，但以北方高温主导，其需求刺激路径的参照意义强于供给收缩路径。

**按三阶段口径，本轮已行至达峰前窗口的中后段，但定价形态仍在起点。**达峰前窗口自 2026 年 5 月延续至年末达峰，

下载日志已记录，仅供内部参考



达峰后对应 2027 年一季度至事件结束，结束后 3 个月落在其后。叠加热带作物 6 至 13 个月的生理时滞，**产业影响的高峰预计在 2026 年四季度至 2027 年上半年。**

## 2、宏观层面：物价传导路径与走势推演

### ● 传导机制：供给端起点、成本端先行、政策端滞后

**供给端是影响的起点。**热带主产区减产收缩全球可贸易量，主产国若同时收紧出口则进一步放大影响。对我国而言这一影响以输入性形式出现，集中在棕榈油、食糖、天然橡胶等对外依存度较高的品种，作用于进口成本而非国内产量，时滞通常为二至四个季度。

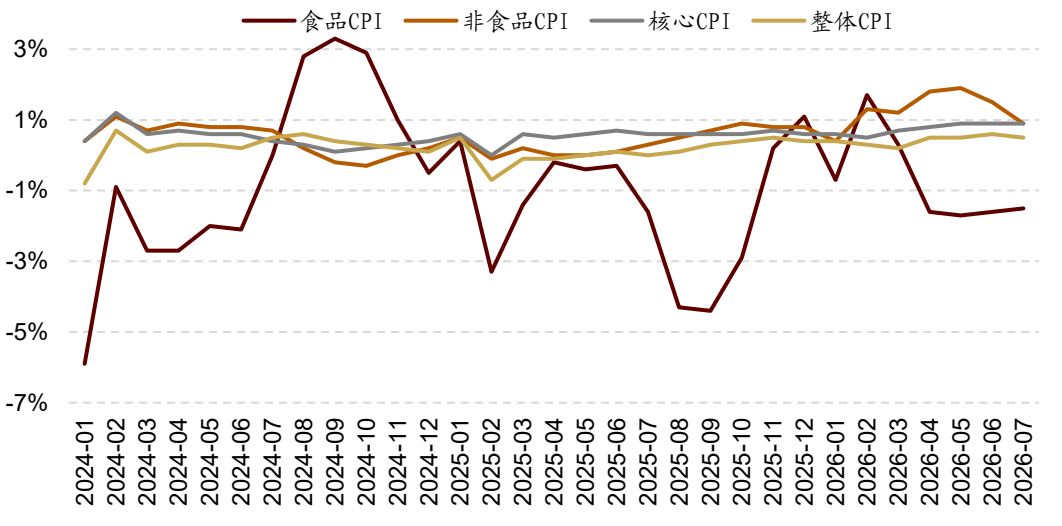
**成本端是当期最先可观察的环节。**能源、运输与农业投入品价格上行率先反映在工业生产者购进价格上；购进价格涨幅若持续高于出厂价格，意味着成本被中下游吸收，表现为毛利率下降而非终端涨价。**政策端最后才被触发**，只有食品与能源同时形成持续上行压力时，货币政策空间才会受到实质约束。

### ● 物价现状：整体温和，尚未形成通胀推力

**2026 年 7 月 CPI 同比上涨 0.5%、环比下降 0.1%，其中食品价格同比下降 1.5%、非食品上涨 0.9%。**食品项为负主要源于畜肉类价格下降 6.0%、拉低 CPI 约 0.25 个百分点，客观上对冲了输入性食品涨价。

**气候的边际影响已经出现，尤其在流通环节。**7 月猪肉价格环比由下降 0.8%转为上涨 4.1%，统计局解读提及高温与强降雨推高运输成本；但同期食品价格环比持平、低于季节性水平 0.6 个百分点，说明极端天气尚未通过产量渠道形成价格推力，主要在流通环境带来一定影响。

图 23：物价结构：食品持续拖累，非食品与核心 CPI 保持刚性




资料来源：Wind、招商证券

### ● 走势推演：2026 年底及 2027 年上半年预计是关键窗口

**2026 年下半年，厄尔尼诺推升的价格因素预计难以形成改变货币政策路径的合力。**商品减产尚未兑现，价格上行仍停留在预期层面；食用油、食糖在 CPI 篮子中权重有限，其涨价对总指数的拉动小于国内食品项自身的拖累；核心 CPI 平稳，不存在需求端的通胀基础。**年内更可能表现为结构性成本冲击，作用于具体行业的毛利率，而非全市场的估值中枢与风格切换。**

**年底至 2027 年上半年才是关键窗口。**届时热带作物减产集中兑现、输入性成本传导完成，叠加食品 CPI 低基数，食品价格上行斜率将明显高于 2026 年下半年。**本轮的传导顺序预计是先 PPI 购进端与中下游毛利、后 CPI 食品端**，不同于 2009—2010 年由食品端直接推动 CPI 的路径；先行指标可以重点关注 PPI 购进价格、行业毛利率与进口成本，食品 CPI 等更应该作为验证指标。

## 3、微观层面：三条产业链的传导与影响

下载日志已记录，仅供内部参考



**三条产业链在方向、时滞与兑现方式上差异显著，其中农产品链的商品端兑现窗口与股票端配置窗口相差约一个阶段。**

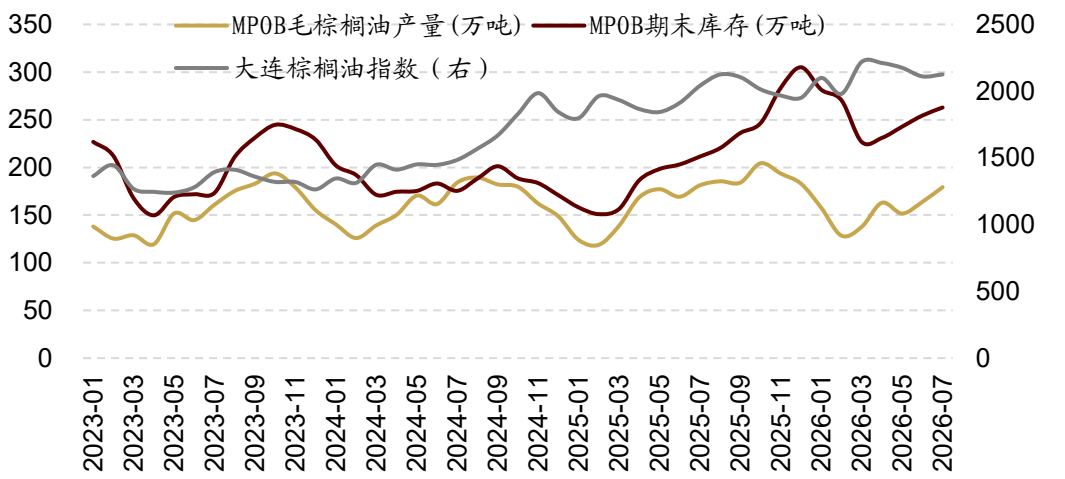
- **农产品链：软商品与热带油脂弹性最高，减产兑现最晚**

**热带主产区干旱与主产国出口限制，是本轮农产品价格弹性的主要来源。**主产国为保障国内供应收紧出口时，供给冲击会迅速转化为全球可贸易量的收缩，价格传导由“产区天气”扩展为“天气—政策—贸易流”的复合冲击。但如规律三所示，商品弹性与 A 股弹性并不对称：国内缺少纯正的热带作物种植标的，涨价利润主要留在海外产区与贸易环节，上市公司多集中于成本受损的下游。

**棕榈油：产区集中度最高，减产尚未获数据验证。**印尼与马来西亚合计占全球棕榈油产量八成以上，缺乏跨区对冲能力，历史强厄尔尼诺周期中东南亚单产普遍下滑。但当前 2026 年 7 月马来西亚毛棕榈油产量 179.3 万吨、环比增长 9.4%，期末库存 262.83 万吨、环比增长 3.3%，为连续第四个月累库并创五个月新高；豆棕价差偏低亦使下游更倾向以豆油替代。

据 CPC，自 2026 年 6 月起印尼上空持续出现正 OLR 距平，即对流与降水受抑制。油棕干旱减产的时滞为 8 至 13 个月，集中释放期在 2027 年二至三季度；印尼 B50 生物柴油政策 10 月起全面执行，年化新增需求约 150 万至 400 万吨，与减产窗口前后衔接。参照 2014—2016 年，棕榈油主要涨幅同样出现在减产实质兑现之后，**本轮商品价格弹性亦应落在 2026 年四季度之后。**

图 24：马来西亚棕榈油产量、库存与大连棕榈油指数




资料来源：iFinD、招商证券

**食糖：减产确定性最高、政策放大效应最直接，但本轮涨幅预计明显弱于前两轮。**ICE11 号原糖自高位回落，郑糖指数区间震荡，2026 年 8 月末收于 5369 点，较 2024 年初的 6454 点仍低约 17%。之所以判断弹性弱于前两轮，有三点：其一，**供给端存在对冲**——历史上印泰减产之际巴西往往丰产，使全球平衡表并未出现实质缺口，本轮仍需以巴西中南部的压榨进度与制糖比来验证；其二，**平衡表本身尚未转向短缺**，预计 2025/26 榨季全球食糖仍过剩 230 万至 580 万吨，2026/27 榨季收窄至过剩约 110 万至 140 万吨或转为小幅短缺；

**天然橡胶：物理传导最快，股票表现最前置。该板块有**三点特征：一是时滞最短，干旱当期即压缩单产并缩短割胶周期，约 6 至 9 个月体现在产量上，为三类热带作物之最；二是 A 股映射弱，国内缺少种植标的，涨价利润留在海外产区；三是行情前置且高度集中，板块超额高点出现在达峰前（三轮平均+4.73%，达峰后-0.88%、结束后-2.26%），2009—2010 年那轮的超额几乎全部来自事件首月（当月+61.54%）。

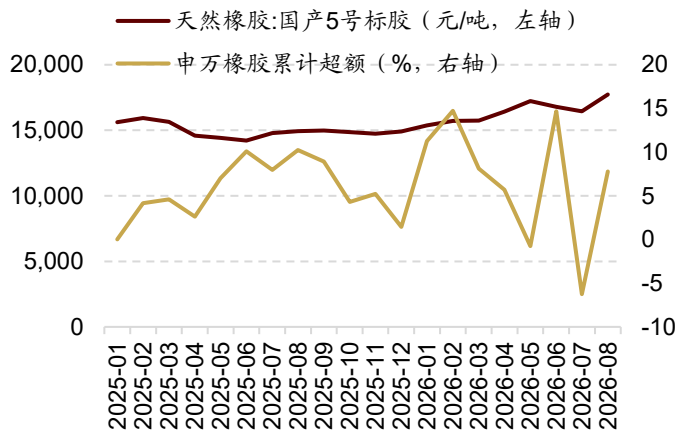
本轮橡胶板块的首个积极信号出现在 8 月，商品与板块同向走强。胶价 5 月冲高、6 至 7 月回落后，8 月创年内新高，月末国产 5 号标胶报 17731 元/吨、环比上涨 7.8%，主产区旺产与港口高库存的压制有所松动；板块端申万橡胶 8 月累计超额由 7 月末的-26.42%收窄至-12.38%。时点与历史形态一致。

图 25：橡胶价格与橡胶板块相对沪深 300 超额收益

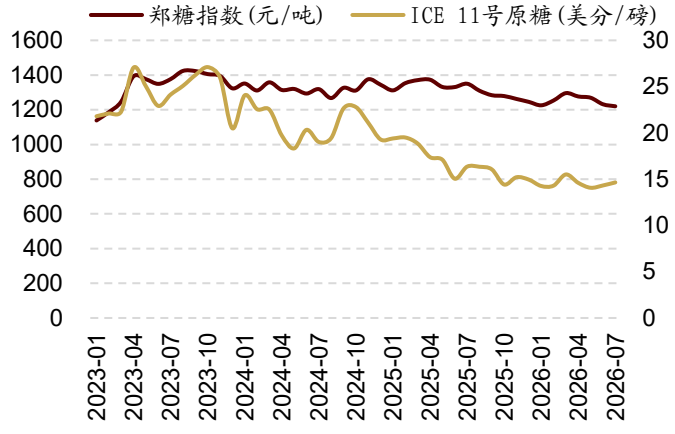
图 26：国内外糖价走势

下载日志已记录，仅供内部参考






资料来源：iFinD、招商证券



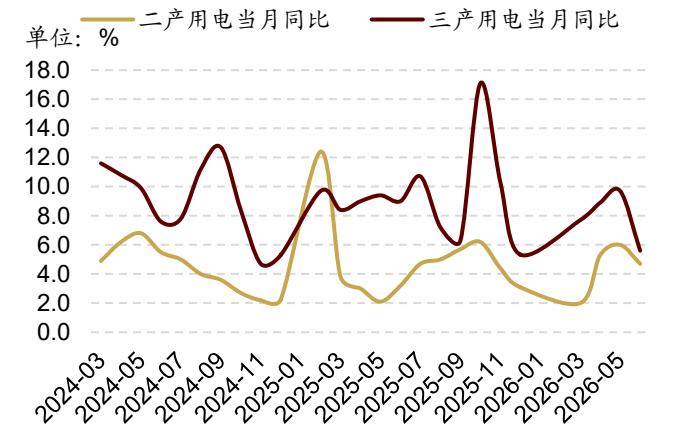

资料来源：iFinD、招商证券

- **电力与能源链：制冷需求为起点，兑现集中在负荷与电网侧**

**目前高温已在负荷侧兑现。**8 月 7 日全国用电负荷入夏以来第四次刷新纪录，达 15.57 亿千瓦，较上年最高峰高出约 4900 万千瓦；8 月 6 日北京电网负荷创历史新高时，空调等降温负荷占比达 45.58%。上半年全社会用电量同比增长 5.3%，其中第三产业增长 8%。

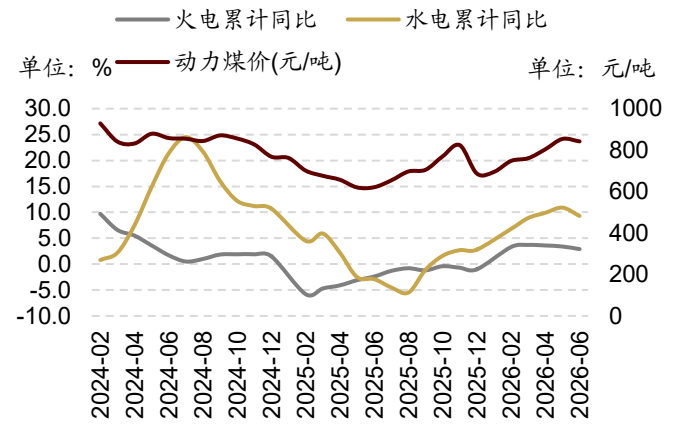
**与 2022 年不同，供需紧张点由西南转向北方。**8 月上旬东北与华北高温持续时间最长，两区域用电负荷累计 10 次刷新历史极值，全国 25 个省级电网累计 78 次创出新高。北方高温推升负荷却缺少水电增量，跨省跨区输电成为主要平衡手段，迎峰度夏期间全国跨省跨区输送电力已突破 2.78 亿千瓦。

**图 27：二产、三产用电量当月同比**




资料来源：中电联、招商证券

**图 28：火电、水电发电量累计同比与发电结构**




资料来源：国家能源局、中电联，Wind、招商证券

**空调：**高温受益集中在出口的移动空调细分领域。**内销的主导变量是以旧换新退坡与渠道库存**——上半年内销 5967 万台、同比下降 6.2%，8 月内销排产同比下降 24.1%，6 月末渠道库存约 6500 万台；**而出口端出现结构性分化：**上半年出口量同比下降 9.7%，中东、北美与拉美走弱，但对欧盟出口额 37.6 亿美元、同比增长 43.2%，增量集中在免安装移动空调。需要留有归因边界——欧洲高温的直接成因是持续性阻塞高压，厄尔尼诺只是抬升极端高温概率的背景变量。因此空调尚未出现系统性板块机会，仅对欧敞口高、以移动空调为主的标的构成个股层面的弹性。

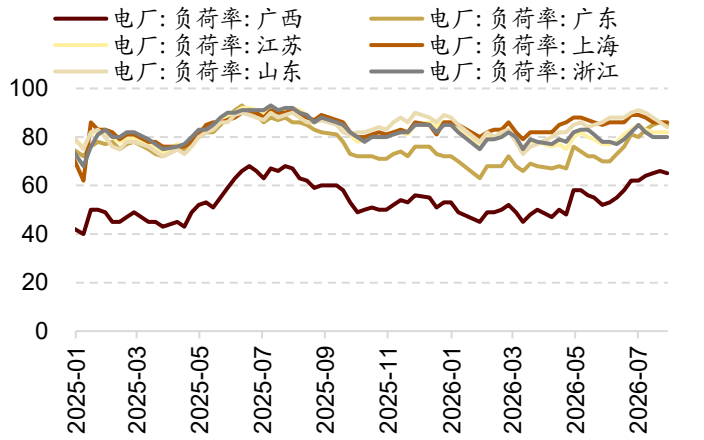
**电网：受益集中在跨省跨区输电、电网二次设备与抽蓄、新型储能等调峰资源，**均由顶峰缺口直接触发——北方负荷屡创新高而本地缺少水电增量，只能靠跨区输送与调峰补齐。当前，迎峰度夏期间全国跨省跨区输送电力突破 2.78 亿千瓦，25 个省级电网累计 78 次刷新负荷极值，通道与调峰资源满负荷运行。往后看，本轮为东部型厄尔尼诺、冬季偏暖的典型性较高，**秋冬季的顶峰压力预计明显弱于夏季**，用电紧张的下一轮集中出现要到 2027 年迎峰度夏；而今夏暴露的缺口会先转化为投资——四季度至明年初大概率看到电网设备招标规模上行，跨区通道与抽蓄项目的核准、开工节奏加快，缺口严重的省份还可能出台调峰容量补偿或提高辅助服务价格。

下载日志已记录，仅供内部参考



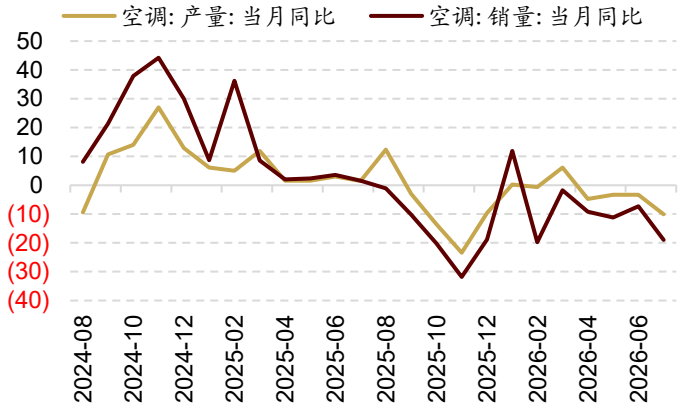
**火电与煤炭：**火电在高温中获得的是尖峰时段的容量价值与辅助服务收益，而非全年利用小时与度电毛利；而厄尔尼诺年我国冬季偏暖的典型性较高，2026 年四季度至 2027 年一季度反而可能会压制动力煤与天然气需求。

图 29：各省份发电负荷率




资料来源：iFinD、招商证券

图 30：空调产销量当月同比



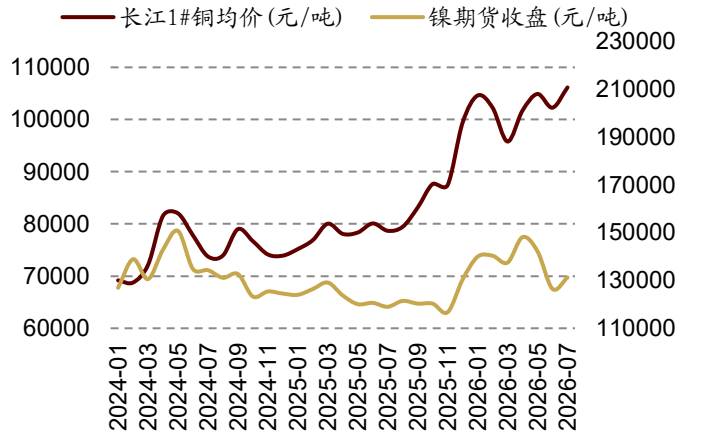

资料来源：iFinD、招商证券

- *矿产资源链：物理暴露真实存在，价格方向仍由需求主导*

**按美国地质调查局 2025 年矿山产量估计，智利与秘鲁合计约占全球铜矿产量的 34.8%，澳大利亚与巴西合计约占全球铁矿石产量的 53.8%，智利与阿根廷合计约占全球锂矿产量的 27.2%。**东部型厄尔尼诺对南美西岸降水的信号最强，强降水、山洪与港口阻断均可能影响开采与装运，物理暴露真实存在。

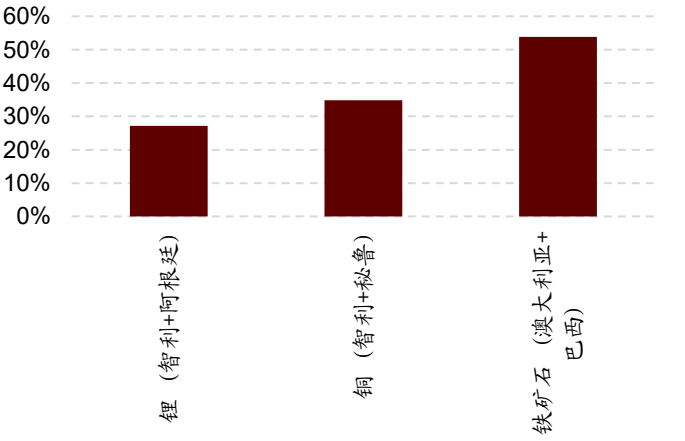
铜的供给集中度与物流暴露最高，但气候扰动很少独立转化为板块超额收益：矿山供给扰动路径在事件期内基本无超额，铜与工业金属的超额高点均落在事件开启之前。本轮铜价已处历史高位，但驱动目前受天气影响较小——长江 1#铜均价由 2024 年初的约 6.9 万元/吨升至 2026 年 8 月的约 10.8 万元/吨，8 月 17 日创 109855 元/吨的现货历史新高，动力来自 AI 数据中心、电网投资与矿端偏紧。气候只应作为供给端的放大器纳入跟踪。

图 31：长江 1#铜现货均价创历史新高、镍价冲高回落




资料来源：iFinD、招商证券

图 32：厄尔尼诺敏感地区的矿产供给占全球比重




资料来源：USGS、招商证券

## 4、配置节奏与总结

**宏观层面，本轮更可能是结构性成本冲击，而非全局性通胀交易。**当前物价整体温和，购进价格涨幅持续高于出厂价格，厄尔尼诺的价格推力尚未形成合力，影响集中于中下游毛利率而非全市场估值中枢；真正需要关注的是 2027 年上半年减产集中兑现与低基数叠加的窗口。

**行业层面，本轮定价整体仍处早期。**2026 年 5 至 8 月的月均超额中，铜、煤炭开采、空调、农产品加工等有所上涨，符合达峰前的预期发酵特征；而啤酒、休闲食品、饲料等历史上的业绩接力品种超额收益仍为负，尚未出现启动迹象。

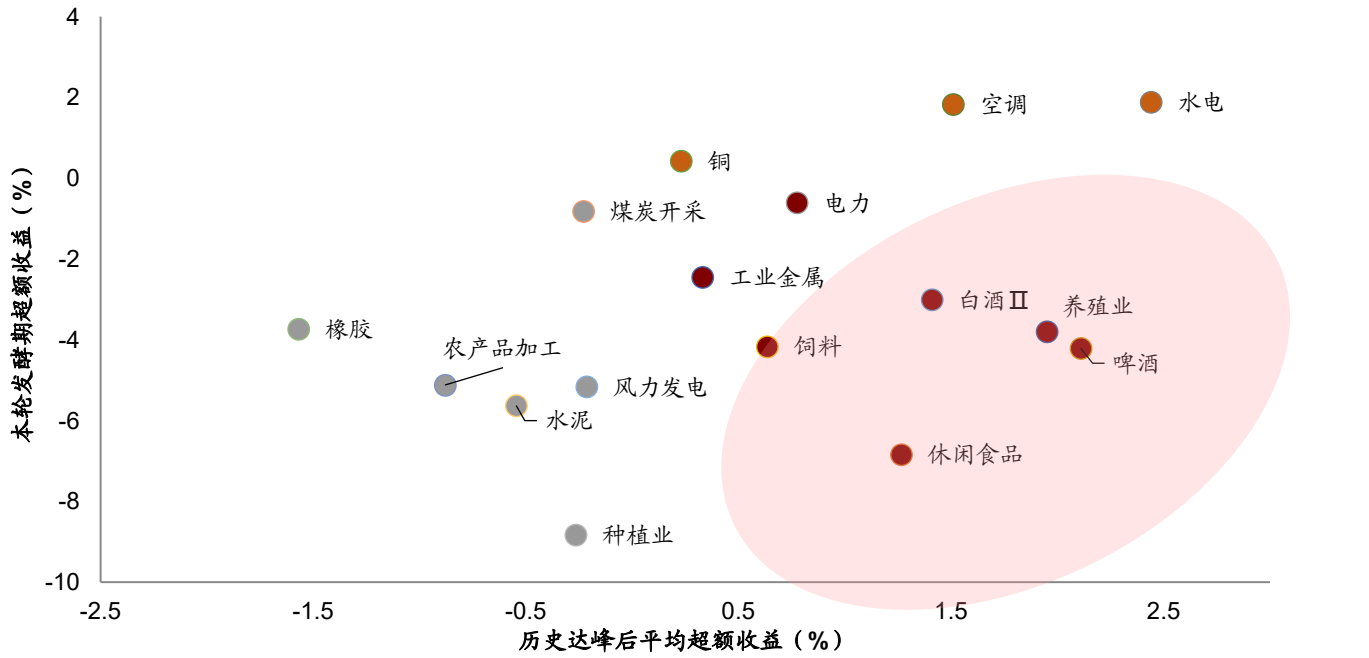
下载日志已记录，仅供内部参考



橡胶（+0.52%）与农产品加工（+1.20%）已录得正超额，与二者“仅在达峰前具备行情”的历史形态一致。**按时间本轮已行至达峰前窗口后段，后续应重点关注对供需格局有实质影响、而涨幅尚不充分的方向。**

**错位集中在业绩接力品种。**以三次事件达峰后与结束后两阶段的月均超额为横轴、本轮至今为纵轴，啤酒（历史+2.11%）、养殖业（+1.95%）、白酒（+1.41%）、休闲食品（+1.27%）、电力（+0.78%）与饲料（+0.64%）落在右下象限——历史为正、本轮为负，其中啤酒错位最大，达 5.79 个百分点。水电（+2.44%）与空调（+1.51%）落在右上象限，逻辑已开始反映。

**图 33：申万二三级重点行业本轮超额收益与历史同阶段对照（2026 年 5—8 月）**




资料来源：iFinD，招商证券。注：横轴 = 三次历史厄尔尼诺事件达峰后与结束后 3 个月两阶段月均超额收益率的平均；纵轴 = 本轮达峰前窗口至今（2026 年 5—8 月）月均超额收益率。均为相对沪深 300

配置节奏上，参考历史经验，本轮预计仍遵循“先主题发酵、后供需兑现、末尾部影响”的演绎节奏。

1）当前至 2026 年四季度的达峰前窗口，重点是已验证的需求与刚启动的主题：**橡胶**（板块历史超额高点就在达峰前，三轮平均+4.73%，8 月商品与板块首次同向走强）、**电网设备与跨区输电、抽水蓄能与新型储能**（已有数据验证的环节）、**种业与种植业**（达峰前+1.17%、达峰后转-1.17%）、**空调**（达峰前历史月均超额 3.06%，达峰后 2.69%）。

2）2026 年四季度至 2027 年一季度的峰值验证期，重点转向对供需有实质影响、且减产数据可验证的品种：**油脂加工与棕榈油**（产区集中度最高，减产集中释放在 2027 年二至三季度，叠加印尼 B50 政策）、**制糖**（触发条件是印度出口禁令延期叠加平衡表由过剩转短缺）、**饲料、养殖业、休闲食品、啤酒、白酒**等成本提升的品类。

3）2027 年上半年及汛期的兑现与尾部阶段，关注**水电、水利防洪**（历史上“结束后 3 个月水电月均超额收益+4.20%）

**表 4：本轮厄尔尼诺的预计演绎阶段与重点推荐关注的领域**

| 阶段 | 时间窗口 | 主要行业 | 核心逻辑 | 验证数据 |
|---|---|---|---|---|
| 事件驱动期 | 2026Q3—Q4 | 橡胶、电网设备与抽蓄储能、种业与种植业、空调 | 已验证的高温负荷需求 + 减产题材抢跑 | NOAA 月度指数、全国用电负荷、港口天胶库存与胶价 |
| 峰值验证期 | 2026Q4—2027Q1 | 油脂加工、制糖、饲料、养殖业、休闲食品、啤酒、白酒等 | 天气影响数据化兑现 | MPOB 产量与库存拐点、南方来水、印度出口禁令是否延长 |
| 兑现/洪涝期 | 2027H1 及夏季 | 水电、水利防洪等 | 减产兑现 + 长江洪涝预期 | 发电量公告、库存拐点、汛期雨情 |

资料来源：招商证券；时间窗口根据国家气候中心的公开预测，实际演绎可能会有波动

下载日志已记录，仅供内部参考



## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

**股票评级**

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

**行业评级**

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。