

长江证券 CHANGJIANG SECURITIES

【证券研究报告】

中国经济丨深度报告

厄尔尼诺：风自海上来，价向何处去

——物价指南系列 4

请阅读最后评级说明和重要声明

报告要点

据多家气象机构预测，本轮厄尔尼诺的峰值 ONI 指数可能超过 3°C，是 150 年来最强的一次“超级厄尔尼诺”。我们系统梳理了历史上不同强度厄尔尼诺事件对主要商品价格的影响：1）多种农作物或受影响减产、涨价；2）高温或推升用电需求，来年多雨或提升水电供给；3）南美多雨或影响铜矿供给；4）巴拿马运河水位下降，或推升海运成本。回归到商品涨价对国内通胀的影响上，厄尔尼诺对 CPI 的影响或主要经由饲料成本向猪价传导。PPI 方面，厄尔尼诺影响下，天然橡胶、棉花、棕榈油、菜籽油、铜以及全球运价等品类均具有正向的价格弹性，其中，棉花、铜价对下游行业 PPI 的解释力更强，或反映相关行业更强的顺价能力。

分析师及联系人



宋筱筱

SAC：S0490520080011

SFC：BVZ974

| 证券研究报告 |

2026-09-13

中国经济 | 深度报告

厄尔尼诺：风自海上来，价向何处去
——物价指南系列 4

百年一遇：什么是厄尔尼诺现象？

据多家气象机构预测，本轮厄尔尼诺的峰值 ONI 指数可能超过 3°C，远高于 2015–2016 年事件创下的 2.59°C 纪录。厄尔尼诺指的是沃克环流减弱导致热带东太平洋海表温度(SST)持续异常偏高的气候现象。根据 NOAA 与我国气候中心的预测，本次厄尔尼诺事件或达到超强级别。从海温异常指标来看，2026 年的厄尔尼诺事件或将成为 150 年来最强的一次“超级厄尔尼诺”。**历史上，超强厄尔尼诺平均持续时间约 11 个月，**若 2026 年 5-7 月开启厄尔尼诺事件，则大概率可持续到 2027 年 4-6 月。厄尔尼诺影响范围广、区域差异大，可能引发区域温度与降水异常，从而对部分商品主产区的供给形成冲击，造成价格波动。基于此，**我们系统梳理了 2026 年厄尔尼诺可能影响的各类商品，并测算其在历史厄尔尼诺事件中的价格弹性。**

四条线索：厄尔尼诺影响什么？

线索 1 粮价：多种农作物或受影响减产、涨价。

厄尔尼诺现象的影响区域覆盖了可可豆、咖啡豆、棉花、玉米、大豆、小麦、水稻、棕榈油、甘蔗、天然橡胶、油菜籽等 11 种重要农作物的主产地，其对于产地温湿的扰动，或将影响全球食品供应。而分析价格弹性，除了气候影响外，还需进一步考虑作物当前的全球库存情况，及我国对各作物的进口依赖度与商品的国内外价差三个关键因素。**当前咖啡豆、玉米、食糖全球库存及库销比处于历史低位；我国对棕榈油、天然橡胶、大豆进口依赖较高。若 2026 年厄尔尼诺导致主产国大幅减产，供给紧张或将支撑价格上涨。**

线索 2 煤价：高温或推升用电需求，来年多雨或提升水电供给。

ENSO 可能通过改变我国气温和降水分布，引发高温及“南涝北旱”现象，对国内电力供需形成扰动。供给方面，厄尔尼诺或给我国带来降水异常，厄尔尼诺发展的次年，会形成较强的降水，或持续提高水电利用小时数，从而对火电形成一定的挤出效应。但从需求侧来看，厄尔尼诺带来的高温天气也将拉动制冷用电需求，叠加当前 AI 用电需求加速攀升，**在供给端存在不确定性的同时，需求端因高温天气等因素持续攀升，用电需求上升是否能传导到电煤价格上涨，或仍然要取决于在“迎峰度夏”与“煤炭保供”政策下增量需求能否突破库存缓冲。**

线索 3 铜价：南美多雨或影响铜矿供给。

厄尔尼诺给智利北部带来的异常强降水，或对铜矿开采与运输造成影响。在需求依然旺盛，库存分布不均，进口依赖较高的背景下，主产国供给收缩或进一步推升铜价。

线索 4 运价：巴拿马运河水位下降，或推升海运成本。

厄尔尼诺可能通过减少巴拿马运河流域降水，导致加通湖水位下降，今年以来，AI 相关产业链投资需求集中爆发，关税预期引发补库“抢出口”需求，地缘冲突推升国际能源价格，已将 SCFI 运价指数推至高位，**厄尔尼诺预期下，巴拿马运河的节水措施，或在这一背景下进一步加剧运价上涨。**

影响多大：对国内通胀有何影响？

从商品价格对气候的反应来看，**棕榈油、天然橡胶、油菜籽的价格对 ONI 指数的弹性更大**，小麦、煤炭、电价没有显著的正向价格弹性；从国际-国内传导系数来看，**棕榈油、铜等进口依赖较高的商品传导效率更高。**

回归到商品涨价对国内通胀的影响上，**厄尔尼诺对 CPI 的影响或主要经由饲料成本向猪价传导。**PPI 方面，厄尔尼诺影响下，天然橡胶、棉花、棕榈油、菜籽油、铜以及全球运价等品类均具有正向的价格弹性，**其中，棉花、铜价对下游行业 PPI 的解释力更强，或反映相关行业更强的顺价能力。**

风险提示

1、历史数据不代表未来走势；2、估计偏误；3、贸易政策超预期；4、气候变化超预期。

相关研究

- 《K 型经济的表现、影响和演变——经济增长新范式系列之一》2026-08-13
- 《三问财政：缘何克制，如何加速，能否增量——秒懂财政系列 7》2026-06-24
- 《油价回落后：谁还能涨价？——物价指南系列 3》2026-06-20

更多研报请访问
长江研究小程序

目录

百年一遇：什么是厄尔尼诺现象？ 6
厄尔尼诺：强度或“十年一遇”，温度或“百年难遇” 7
四条线索：厄尔尼诺影响什么？ 9
线索 1 粮价：多种农作物或受影响减产、涨价 9
线索 2 煤价：高温或推升用电需求，来年多雨或提升水电供给 12
线索 3 铜价：南美多雨或影响铜矿供给 15
线索 4 运价：巴拿马运河水位下降，或推升海运成本 16
影响多大：对国内通胀有何影响？ 18
风险提示 21

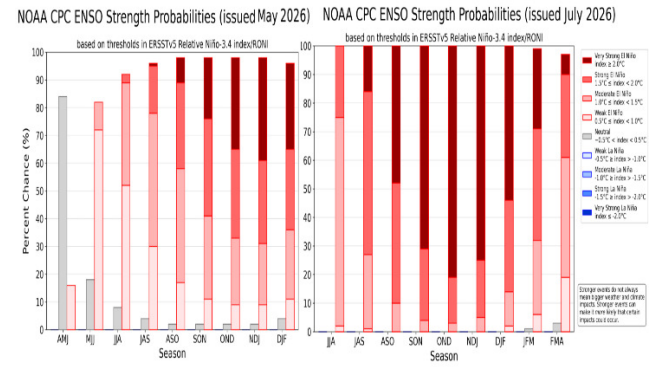
图表目录

图 1：2026 年 5 月与 7 月 NOAA 预测的 ENSO 事件发生概率及强度 6
图 2：2026 年 8 月国家气候中心对 Nino3.4 区域海表温度的预测 6
图 3：中性条件下的沃克环流示意图 7
图 4：ENSO 事件期间沃克环流示意图 7
图 5：本次与历史上三次超强厄尔尼诺事件的 ONI 指数走势（°C） 7
图 6：多模型预测本次厄尔尼诺的峰值 ONI 或达到 3°C 7
图 7：1900 年以来的 ONI 指数走势（°C） 8
图 8：1900 年以来历次厄尔尼诺事件梳理 8
图 9：ENSO 事件在北半球冬夏的历史影响地区范围 9
图 10：受 ENSO 影响较大的农作物主产国产量占比情况 10
图 11：受 ENSO 影响较大的农作物前三产地产量占比情况 10
图 12：各农产品进口依赖度与集中度 11
图 13：按库销比分组统计的各作物价格上涨情况 12
图 14：各农作物 2025-2026 年度库存分位情况 12
图 15：ONI 指数与水电利用小时数累计同比（%，°C） 13
图 16：2023 年以来汛期长江各流域水电站入库来水情况（立方米/秒） 13
图 17：2026 年 7 月全国平均气温较常年同期明显偏高 14
图 18：2023 年各行业耗电量和 5 年复合增速（亿千瓦时） 14
图 19：沿海七省煤炭库存可用天数（天） 15
图 20：2023 年全球铜产量份额（%） 15
图 21：智利北部安托法加斯塔铜矿密集 15
图 22：铜的三所显性库存与分位情况（吨，%） 16
图 23：美东-亚洲经过巴拿马运河的航线与替代路线 17
图 24：2023 与 2026 年加通湖水位情况与 SCFI（美东线）运价指数（点，feet） 17
图 25：各商品国际价格对 ONI 指数的弹性 18
图 26：各商品国际价格到国内价格的传导系数 18
图 27：1987 年以来 ONI 指数与我国 CPI 走势（°C，%） 19

图 28：玉米、大豆价格与猪肉分项 CPI 同比走势（%）.....19
图 29：小麦、稻米价格与粮食分项 CPI 同比走势（%）.....19
图 30：1997 年以来进口价格指数与 BDI 运价同比走势（%）.....20
图 31：1997 年以来进口价格指数与 PPI 同比走势（%）.....20
图 32：2013 年以来橡胶和塑料制造业 PPI 与国内天然橡胶现货同比走势（%）.....20
图 33：2011 年以来纺织业 PPI 与国内棉花现货同比走势（%）.....20
图 34：2013 年以来食品制造业 PPI 与国内棕榈油、菜籽油现货同比走势（%）.....20
图 35：2014 年以来有色链加权 PPI 与铜价同比走势（%）.....20

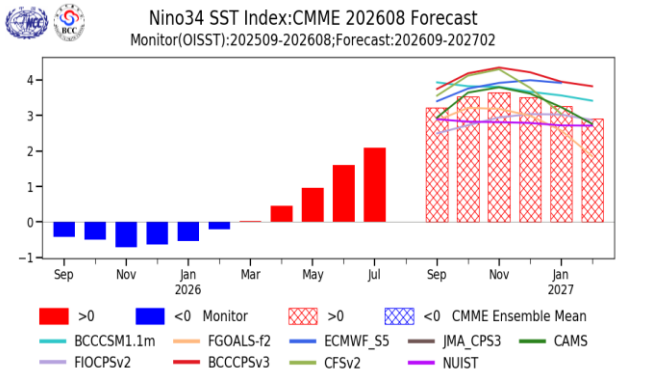
2026 年夏秋季形成超强厄尔尼诺的概率在不断上升。据国家气候中心监测，赤道中东太平洋海温已于今年 5 月进入厄尔尼诺状态，7 月起正式纳入强厄尔尼诺事件监测范畴，且发展为超强事件的概率显著增加，预计将于明年春季趋于衰减。与此同时，美国国家海洋和大气管理局（后文简称“NOAA”）于 6 月 11 日宣布热带太平洋已形成厄尔尼诺现象，其最新预测显示，2026 年下半年厄尔尼诺强度偏高，第三季度达到强及以上等级的概率超过 70%。

图 1：2026 年 5 月与 7 月 NOAA 预测的 ENSO 事件发生概率及强度



资料来源：NOAA，长江证券研究所

图 2：2026 年 8 月国家气候中心对 Nino3.4 区域海表温度的预测



资料来源：国家气候中心，长江证券研究所

纵观历史，厄尔尼诺现象的发生，可能会给影响范围内的区域带来异常气温与降水。例如，2015-2016 年的“超级厄尔尼诺事件”，被我国认定为 1950 年以来峰值强度最强的一次事件，导致多国粮食产量下降，农产品价格飙升。**本文系统梳理了历史上不同强度厄尔尼诺事件对主要商品价格的影响，并尝试围绕以下三个核心问题展开分析：**

1）什么是厄尔尼诺现象？今年的强度与历史比较如何？

2）厄尔尼诺会影响什么？如何影响？

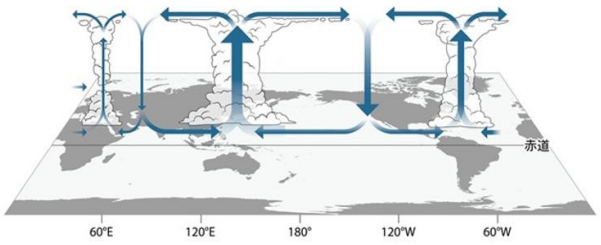
3）厄尔尼诺的影响有多大？如何传导至国内通胀？

百年一遇：什么是厄尔尼诺现象？

厄尔尼诺指的是沃克环流减弱导致热带东太平洋海表温度(SST)持续异常偏高的气候现象。每隔二至七年，厄瓜多尔和秘鲁北部沿岸的海面温度会出现一次强烈的变暖，常为这两个国家的干旱沿海地区带来有益降雨，被称为“El Niño”。“厄尔尼诺”与一种名为"南方涛动"（Southern Oscillation, SO）的全球大气振荡密切相关，二者同属于沃克环流减弱现象在海洋和大气中的不同展现形式，因此也常被称为 El Niño-南方涛动（后文简称“ENSO”）事件。

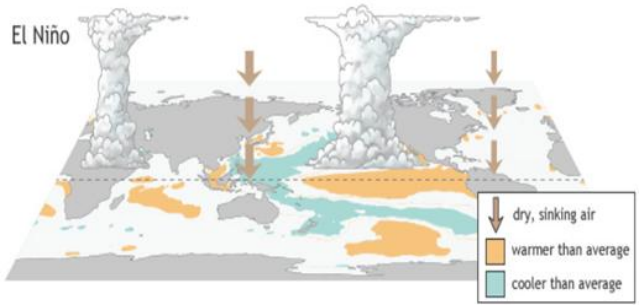
ENSO 事件发生时，环流会减弱，甚至逆转。沃克环流是指热带东太平洋表层水温比西太平洋低，且空气在海洋表面向西吹（赤道太平洋信风），在西太平洋爬升至高空，在高层向东流动，并在东太平洋下沉回海洋表面的现象，这导致西太平洋海面持续的低气压，东太平洋海面持续的高压。ENSO 事件发生时，东太平洋地区出现更多对流、降雨以及低气压，而西太平洋地区对流减少、天空更晴朗、气压更高。

图 3：中性条件下的沃克环流示意图



资料来源：NOAA，长江证券研究所

图 4：ENSO 事件期间沃克环流示意图



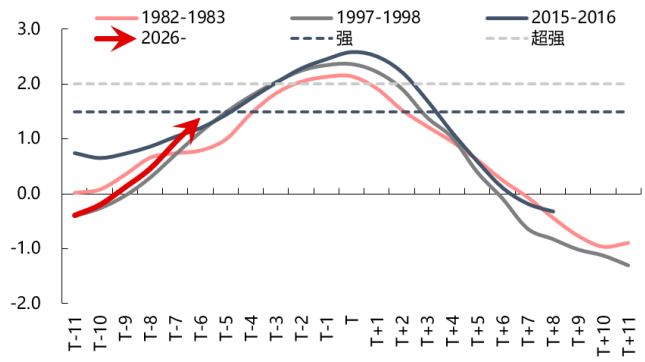
资料来源：NOAA，长江证券研究所

厄尔尼诺：强度或“十年一遇”，温度或“百年难遇”

根据 NOAA 与我国气候中心的预测，本次厄尔尼诺事件或达到超强级别。历史上，超强厄尔尼诺事件仅发生过 3 次，上一次发生在 2015-2016 年。识别方式上，国际通用的检测方式主要监测 Niño3.4 区域（120°W—170°W，5°S—5°N）的海洋表面温度（SST），若其三个月滚动平均值（ONI 指数）连续 5 个月高于+0.5°C，就可视为一次厄尔尼诺事件。除了绝对识别以外，NOAA 还对厄尔尼诺事件划分了强度，当 0.5<ONI<1.0 称为弱厄尔尼诺事件；1.0<ONI<1.5 称为中等厄尔尼诺事件；1.5<ONI<2 称为强厄尔尼诺事件，若 ONI>2 则称为超强厄尔尼诺事件。

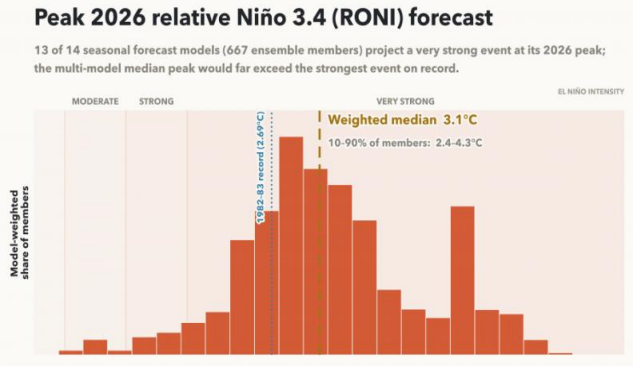
从海温异常指标来看，2026 年的厄尔尼诺事件或将成为 150 年来最强的一次“超级厄尔尼诺”。我们将历史上三次超强厄尔尼诺事件的 ONI 指数峰值进行对齐，可以发现本次事件的指数攀升速度最为陡峭。截至 2026 年 6 月，ONI 指数已达到 1.39°C，超过前三次事件在同一发展阶段的水平。据多家气象机构预测，本轮厄尔尼诺的峰值 ONI 指数可能超过 3°C，远高于 2015－2016 年事件创下的 2.59°C 纪录。

图 5：本次与历史上三次超强厄尔尼诺事件的 ONI 指数走势（°C）



资料来源：NOAA，长江证券研究所；注：T 为超强厄尔尼诺事件中 ONI 指数的顶点，T+1 表示其后一个月的 ONI 指数，以此类推。

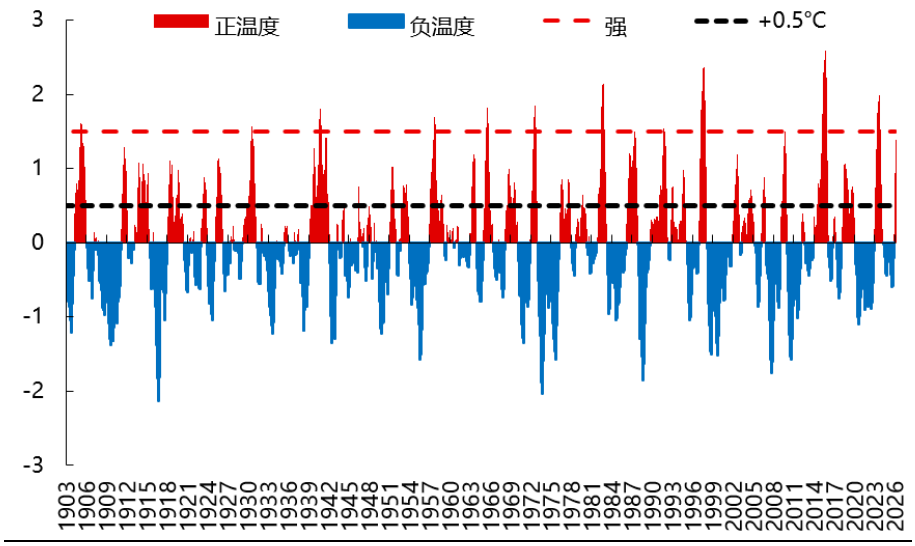
图 6：多模型预测本次厄尔尼诺的峰值 ONI 或达到 3°C



资料来源：Berkeley Earth，长江证券研究所

历史上，超强厄尔尼诺平均持续时间约 11 个月。按照 ONI 判定以及强度阈值，我们梳理出 1900 年以来的 26 次厄尔尼诺事件（持续时间小于 3 个月的不计入统计）及对应的强度与季节性。三次超强厄尔尼诺现象分别出现在 2015-2016 年、1997-1998 年以及 1982-1983 年。从季节性来看，厄尔尼诺事件起始季节主要集中在夏秋季，春季起始的极少。从持续时间上来看，三次超强级厄尔尼诺平均持续 11 个月，即若 2026 年 5-7 月开启厄尔尼诺事件，则大概率可持续到 2027 年 4-6 月。

图 7：1900 年以来的 ONI 指数走势（° C）



资料来源：NOAA，CPC，长江证券研究所

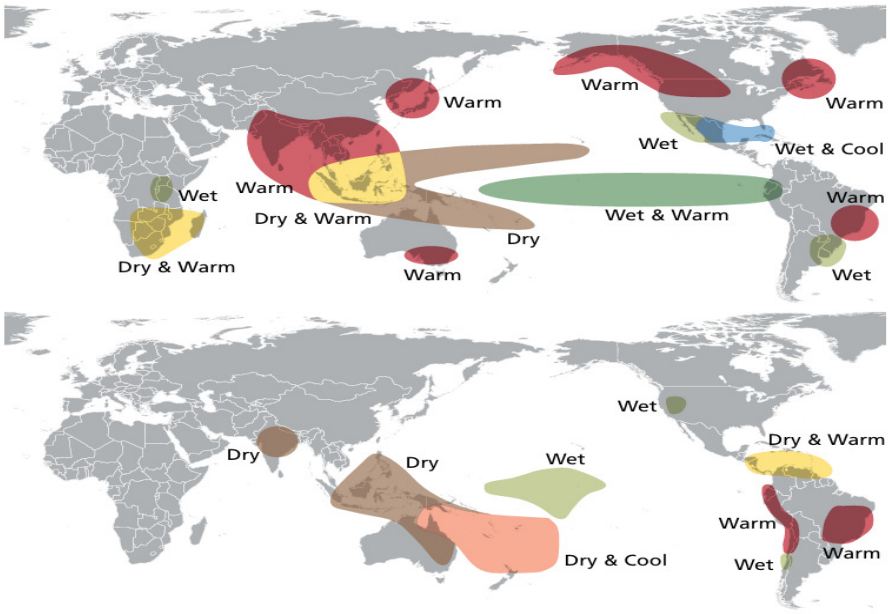
图 8：1900 年以来历次厄尔尼诺事件梳理

事件编号	开始日期(早4月)	判定首月	判定末月	持续月数	判定期间	峰值ONI	强度	起始季节
1	1900-01	1900-05	1900-07	3	1900.05-1900.07	0.96	弱	春季
2	1902-05	1902-09	1903-04	8	1902.09-1903.04	1.96	强	夏季
3	1904-09	1905-01	1906-03	15	1905.01-1906.03	1.61	强	秋季
4	1911-09	1912-01	1912-04	4	1912.01-1912.04	1.14	中等	秋季
5	1914-07	1914-11	1915-02	4	1914.11-1915.02	0.93	弱	秋季
6	1918-08	1918-12	1919-03	4	1918.12-1919.03	1.05	中等	秋季
7	1919-10	1920-02	1920-02	1	1920.02-1920.02	0.61	弱	冬季
8	1923-09	1924-01	1924-01	1	1924.01-1924.01	0.71	弱	秋季
9	1925-09	1926-01	1926-05	5	1926.01-1926.05	1.02	中等	秋季
10	1930-06	1930-10	1931-05	8	1930.10-1931.05	1.57	强	夏季
11	1939-12	1940-04	1942-03	24	1940.04-1942.03	1.81	强	冬季
12	1951-06	1951-10	1952-01	4	1951.10-1952.01	1.03	中等	夏季
13	1953-04	1953-08	1953-12	5	1953.08-1953.12	0.78	弱	夏季
14	1957-04	1957-08	1958-05	10	1957.08-1958.05	1.69	强	夏季
15	1963-07	1963-11	1964-02	4	1963.11-1964.02	1.19	中等	秋季
16	1965-06	1965-10	1966-03	6	1965.10-1966.03	1.82	强	夏季
17	1968-10	1969-02	1969-05	4	1969.02-1969.05	0.98	弱	冬季
18	1972-06	1972-10	1973-03	6	1972.10-1973.03	1.85	强	夏季
19	1976-09	1977-01	1977-02	2	1977.01-1977.02	0.72	弱	秋季
20	1977-10	1978-02	1978-02	1	1978.02-1978.02	0.52	弱	冬季
21	1982-05	1982-09	1983-06	10	1982.09-1983.06	2.14	超强	夏季
22	1986-09	1987-01	1988-01	13	1987.01-1988.01	1.50	强	秋季
23	1991-06	1991-10	1992-06	9	1991.10-1992.06	1.54	强	夏季
24	1994-10	1995-02	1995-02	1	1995.02-1995.02	0.66	弱	冬季
25	1997-05	1997-09	1998-04	8	1997.09-1998.04	2.37	超强	夏季
26	2002-07	2002-11	2003-02	4	2002.11-2003.02	1.19	中等	秋季
27	2004-08	2004-12	2005-02	3	2004.12-2005.02	0.71	弱	秋季
28	2006-09	2007-01	2007-01	1	2007.01-2007.01	0.62	弱	秋季
29	2009-08	2009-12	2010-03	4	2009.12-2010.03	1.50	强	秋季
30	2014-10	2015-02	2016-05	16	2015.02-2016.05	2.59	超强	冬季
31	2018-09	2019-01	2019-06	6	2019.01-2019.06	1.00	中等	秋季
32	2019-10	2020-02	2020-03	2	2020.02-2020.03	0.67	弱	冬季
33	2023-06	2023-10	2024-04	7	2023.10-2024.04	1.99	强	夏季

资料来源：NOAA，长江证券研究所；注：1）由于判定厄尔尼诺事件需要连续 5 期超过+0.5° C 阈值，因此从实际开始异常高温来算起，比判定首月早 4 个月；2）春夏秋冬按照四个季度划分，一季度对应春季，以此类推；3）黄色标注的为持续月数小于 3 个月的情况，其强度均为弱，因此不纳入统计范围。

厄尔尼诺波及范围广，且对不同地区的影响表现迥异。典型的 ENSO 期间，澳大利亚北部、印度尼西亚和菲律宾在北半球夏、冬两季会出现异常干旱；北半球冬季，非洲东南部和巴西北部异常干旱；北半球夏季，印度西北部异常干旱。

图 9：ENSO 事件在北半球冬夏的历史影响地区范围



资料来源：NOAA，长江证券研究所；注：上图为北半球冬季影响，下图为北半球夏季影响。

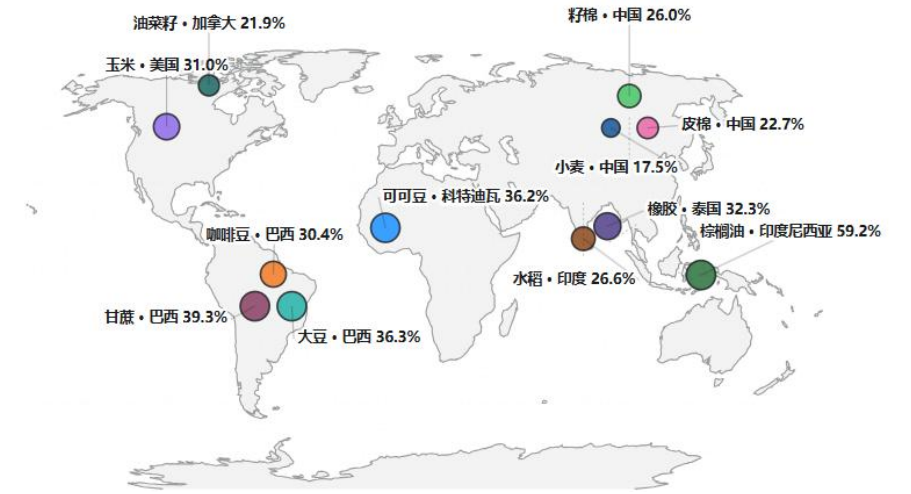
四条线索：厄尔尼诺影响什么？

线索 1 粮价：多种农作物或受影响减产、涨价

厄尔尼诺现象的影响区域覆盖了全球众多重要农作物的主产地，其对于产地温湿的扰动，或将影响全球食品供应。2023 年印尼和马来西亚的棕榈油产量占全球总产量约 80%，2024 年科特迪瓦和印度尼西亚的可可产量占全球总产量约 50%，2024 年巴西和越南的咖啡产量合计占全球总产量近 50%，印度和中国的棉花、水稻产量也占据全球重要份额。

整体来看，11 种主要农作物，在厄尔尼诺影响区域内的产量均占全球产量的较大比例。主要包括可可豆、咖啡豆、棉花、玉米、大豆、小麦、水稻、棕榈油、甘蔗、天然橡胶、油菜籽。我们可以进一步将其分为粮食作物（玉米、大豆、小麦、水稻），经济作物（可可豆、鲜咖啡豆、甘蔗、油菜籽），工业原料（棉花、棕榈油、天然橡胶）。厄尔尼诺引发的极端天气常常导致单产大幅降低，甚至区域性减产，从而对全球农产品价格产生显著扰动。

图 10：受 ENSO 影响较大的农作物主产国产量占比情况



资料来源：FAO，长江证券研究所；注：棕榈油与皮棉数据截至 2023 年，其余产量份额数据截至 2024 年。

具体来看：

1）经济作物方面，可可豆对干旱较为敏感，厄尔尼诺给主产国科特迪瓦、印尼、加纳带来的干旱或导致可可树死亡率升高。对于咖啡豆来说，巴西过量的降雨或影响其生长周期、扰乱收割节奏、导致运输延迟。此外，南亚、东南亚及澳大利亚局部的干旱或影响油菜籽、食糖的生产与出口。

2）粮食作物方面，厄尔尼诺通常在夏季为美国中西部地区带来降雨，利好玉米、大豆生长。而澳大利亚、印度的干旱或抑制局部小麦、稻米、大豆产出。

3）工业原料方面，厄尔尼诺对全球棉花供给的影响不均，印度、澳大利亚偏旱或影响棉花产量，但对美国来说，厄尔尼诺带来的降水或缓解旱情，而对于我国来说，影响或集中于次年春季。天然橡胶、棕榈油对气温与湿度较为敏感，厄尔尼诺带来的降雨异常或干扰其生产。

图 11：受 ENSO 影响较大的农作物前三产地产量占比情况

产品	年份	全球产量(百万吨)	第1产国	占比%	第2产国	占比%	第3产国	占比%	Top3合计占比%
可可豆	2024	5	科特迪瓦	36.2	印度尼西亚	12.1	加纳	10.1	58.5
咖啡豆	2024	11	巴西	30.4	越南	18.1	哥伦比亚	7.5	56.1
棉花(籽棉)	2024	72	中国	26.0	印度	20.8	美国	13.3	60.1
棉花(皮棉)	2023	25	中国	22.7	印度	22.4	巴西	11.8	57.0
玉米	2024	1218	美国	31.0	中国	24.2	巴西	9.4	64.7
大豆	2024	398	巴西	36.3	美国	29.9	阿根廷	12.1	78.3
小麦	2024	798	中国	17.5	印度	14.2	俄罗斯	10.3	42.1
水稻(稻谷)	2024	820	印度	26.6	中国	25.5	孟加拉国	7.4	59.5
棕榈油	2023	80	印度尼西亚	59.2	马来西亚	23.3	泰国	4.2	86.7
甘蔗	2024	1933	巴西	39.3	印度	23.4	中国	5.3	68.1
天然橡胶	2024	15	泰国	32.3	印度尼西亚	15.3	科特迪瓦	11.4	58.9
油菜籽	2024	88	加拿大	21.9	中国	19.2	印度	15.1	56.2

资料来源：FAO，长江证券研究所



国内价格方面，除了气候对作物产量、价格的影响外，还需进一步考虑两个关键因素：其一是我国对各作物的自给能力（或进口依赖度）以及进口的国家集中度。对于进口依

赖度较高且贸易对手方较为集中的作物，其价格上升更有可能传导至国内；
其二是商品的国内外价差，或主要源于我国粮食市场的最低限价、补贴、收储、进口关税等政策调控机制对于价格的影响。

我国对棕榈油、天然橡胶、大豆的进口依赖较高。在进口依赖与集中度方面，我们结合 FAO、USDA 与我国海关总署的全球供需、产量与双边贸易数据，梳理出 2025 年我国进口各作物的前三大主要贸易对手国。**我国对棕榈油消费几乎 100%依靠进口，**对甘蔗、玉米、小麦的自给率较高，净进口仅占总消费的 10%以下，而对于水稻（稻谷），我国则属于净出口国。

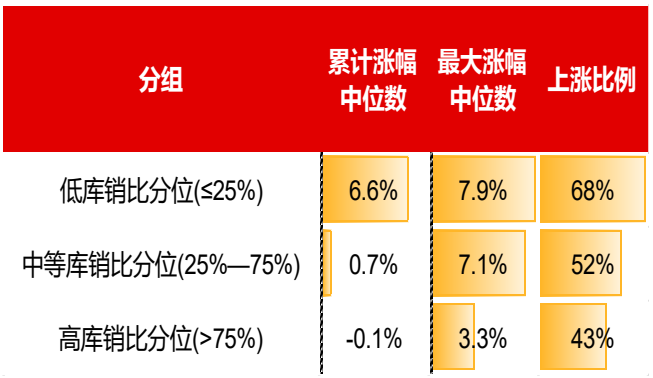
图 12：各农产品进口依赖度与集中度

年份	农作物	进口依赖度	CR3	第一进口	第二进口	第三进口
2025年	水稻(稻谷)	-0.10%	76.72%	意大利	菲律宾	尼日利亚
2025年	甘蔗	4.40%	100.00%	缅甸	老挝	越南
2025年	玉米	7.50%	88.05%	巴西	俄罗斯	缅甸
2025年	小麦	8.50%	98.79%	加拿大	澳大利亚	哈萨克斯坦
2025年	油菜籽	25.20%	100.00%	加拿大	比利时	美国
2025年	棉花(皮棉)	36.60%	83.71%	巴西	澳大利亚	美国
2025年	咖啡豆	69.90%	70.14%	巴西	埃塞俄比亚	哥伦比亚
2025年	大豆	84.30%	95.70%	巴西	美国	阿根廷
2025年	天然橡胶	91.23%	69.43%	泰国	越南	马来西亚
2025年	棕榈油	97.50%	100.00%	印度尼西亚	马来西亚	日本

资料来源：FAO，USDA，海关总署，长江证券研究所；注：1）进口依赖度=（进口-出口）/国内总消费；2）进口集中度 CR3=前三大进口贸易对手国按进口金额计的占比；3）可可豆数据缺失。

全球库存方面，当前咖啡豆、玉米、食糖的全球库存、库销比历史分位水平更低，若 2026 年出现大幅减产，则供给端较为紧张或能够推动价格的上涨。我们将库销比分为三组进行统计，1960 年以来的历次厄尔尼诺期间，各作物库销比处于低分位时（≤25%），价格涨幅的中位数更高，上涨比例也更大。

图 13：按库销比分组统计的各作物价格上涨情况



资料来源：世界银行，USDA，FAO，NOAA，长江证券研究所；注：1）可可豆、天然橡胶库存数据缺失；2）数据可得性受限，以菜籽油价格作为油菜籽价格替代。

图 14：各农作物 2025-2026 年度库存分位情况

产品	市场年	期末库存	单位	20年滚动库存分位(%)	20年滚动库销比分位（%）
咖啡豆	2025/26(F)	20.1	百万袋	1.4	1.4
玉米	2025/26(F)	297.0	百万吨	41.1	86.7
食糖	2025/26(F)	44.5	百万吨	37.3	86.5
棉花	2025/26(F)	77.3	百万包	86.7	91.1
小麦	2025/26(F)	279.2	百万吨	63.2	92.6
棕榈油	2025/26(F)	15.4	百万吨	90.6	92.1
大豆	2025/26(F)	125.1	百万吨	89	96.8
菜籽油	2025/26(F)	11.8	百万吨	81.2	95.3
水稻(大米)	2025/26(F)	196.3	百万吨	83.8	98.5

资料来源：世界银行，USDA，FAO，NOAA，长江证券研究所；注：1）可可豆、天然橡胶库存数据缺失；2）数据可得性受限，以菜籽油价格作为油菜籽价格替代。

线索 2 煤价：高温或推升用电需求，来年多雨或提升水电供给

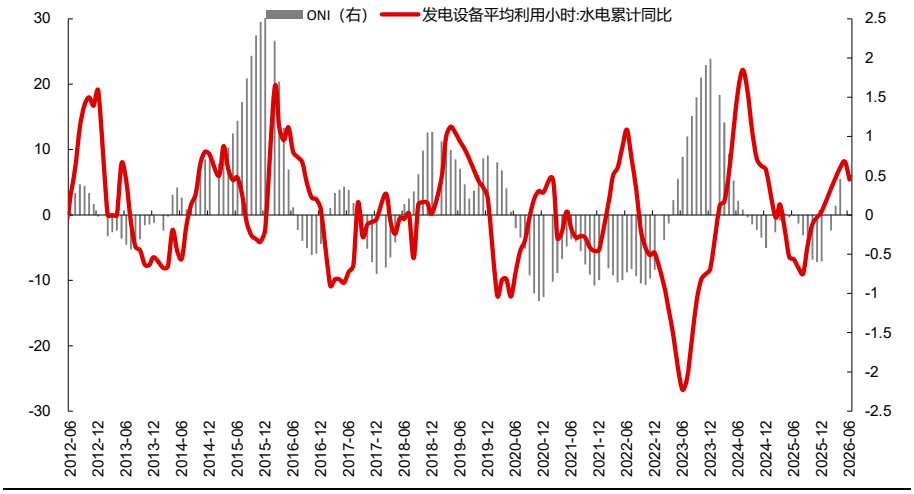
ENSO 可能通过改变我国气温和降水分布，引发高温及“南涝北旱”现象，对国内电力供需形成扰动。具体而言，ENSO 事件会导致全国大部地区气温接近常年同期到偏高，同时，还会引发西太平洋上空气压升高，气流下沉，对流减弱，对副热带高压北推的动力减弱，导致副热带高压自然南落，位于其北侧的长江流域由于冷暖气流交汇形成锋面雨，降水偏多，洪涝灾害风险增加；而华北和东北地区由于距离副热带高压北侧较远，降水偏少，易出现干旱。

在供给方面，厄尔尼诺或给我国带来降水异常，从而对水电供给造成扰动，但影响具有显著的区域、阶段分化。

从区域分化来看，降水异常的具体表现差异明显。我国华南、江南、西南南部可能因降水异常偏多，流域洪涝风险偏高，导致水电厂防洪弃水，造成水电资源浪费、发电出力波动；而西北大部、江汉等区域则因降水偏少，河道来水不足，致使局部水电发电能力受限。

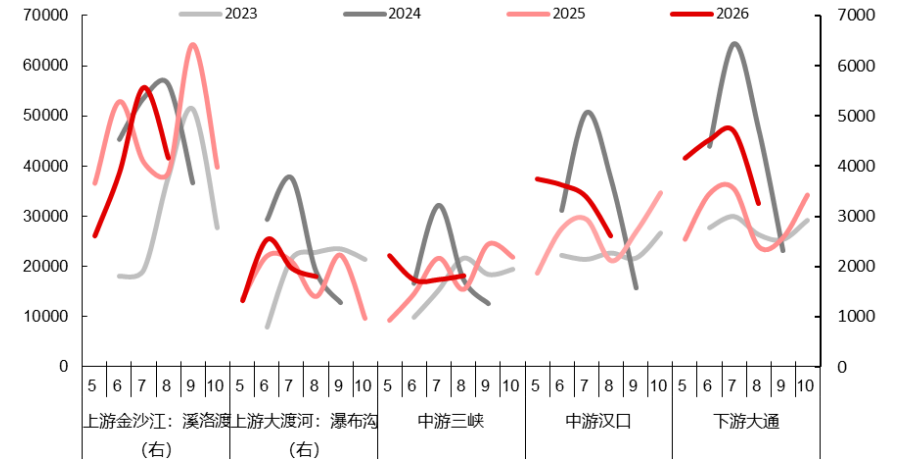
从阶段分化来看，厄尔尼诺在其发展年与衰减年对降水的影响也不相同。一般来说，厄尔尼诺发展的次年，会形成较强的降水，或持续提高水电利用小时数，从而对火电形成一定的挤出效应。但今年以来，长江流域来水总体偏枯，主汛期 6 月至 8 月，长江流域降水、来水量较多年平均偏少一成，长江上游来水量偏少近三成。

图 15：ONI 指数与水电利用小时数累计同比（%，°C）



资料来源：NOAA，CPC，iFinD，长江证券研究所

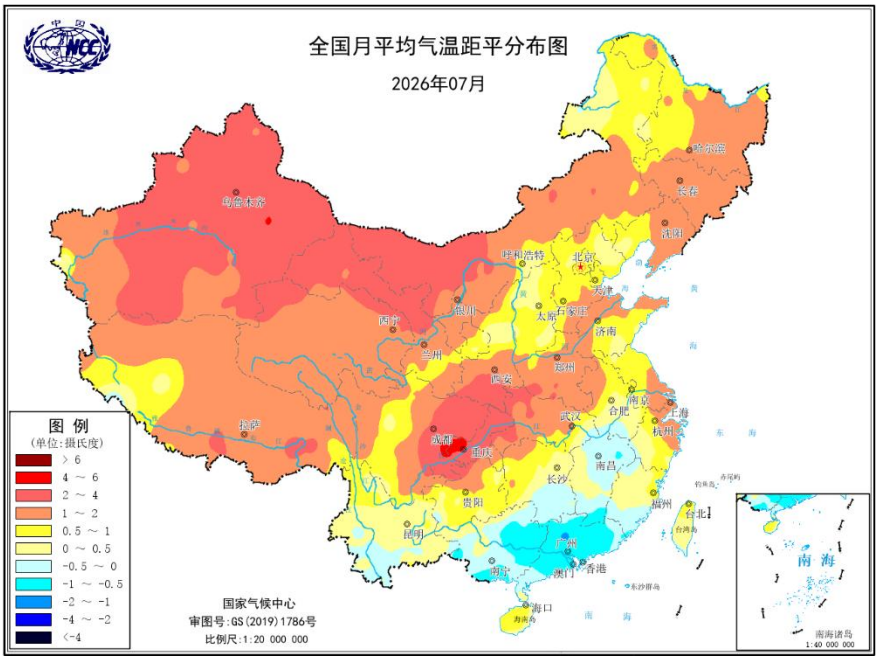
图 16：2023 年以来汛期长江各流域水电站入库来水情况（立方米/秒）



资料来源：iFinD，长江证券研究所；注：横轴为月份。

与此同时，从需求侧来看，厄尔尼诺带来的高温天气也将拉动制冷用电需求。经发改委综合研判，今夏全国最高用电负荷将达到 16 亿千瓦左右，较去年增加 9000 万千瓦左右，相当于多出一个河南省的用电负荷。

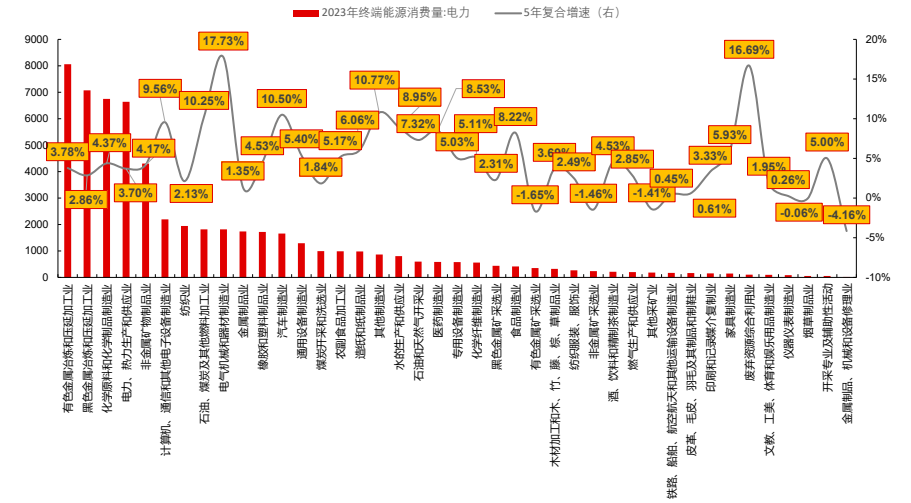
图 17：2026 年 7 月全国平均气温较常年同期明显偏高



资料来源：国家气候中心，长江证券研究所

除制冷用电外，当前 AI 用电需求加速攀升，已成为用电需求的重要增长极。2018 年至 2023 年，我国计算机、通信及其他电子设备制造业的用电量年均复合增速达 9.56%。2026 年，若厄尔尼诺现象持续发展，并与迎峰度夏用电旺季及 AI 算力用电高峰形成重叠，或进一步推升用电需求。

图 18：2023 年各行业耗电量和 5 年复合增速（亿千瓦时）

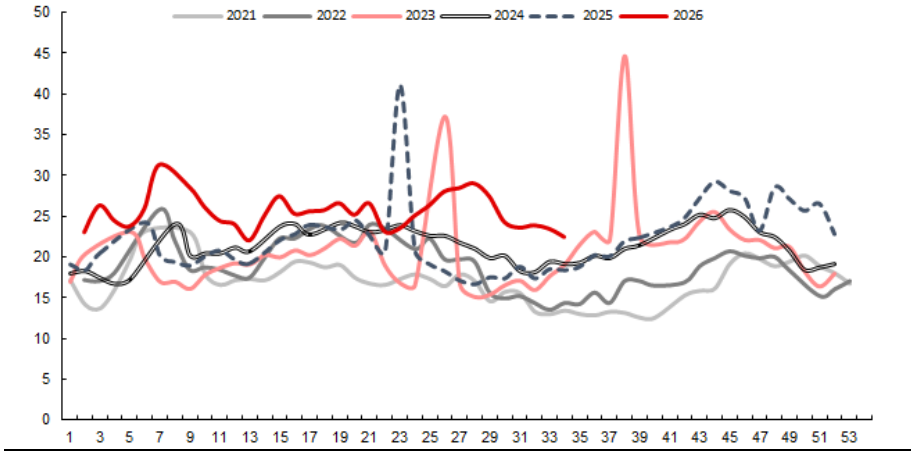


资料来源：iFinD，长江证券研究所

在供给端存在不确定性的同时，需求端因高温天气等因素持续攀升，但用电需求上升是否能传导到电煤价格上涨，或仍然要取决于在“迎峰度夏”与“煤炭保供”政策下增量需求

能否突破库存缓冲。2025 年 7 月以来，煤炭价格在“反内卷，查超产”的政策下筑底回升，但截至 2026 年 6 月 16 日，全国统调电厂存煤达到 2.1 亿吨，平均可用天数超过 34 天，保供政策下库存边际回升，高于历史同期，或对价格形成一定缓冲。

图 19：沿海七省煤炭库存可用天数（天）

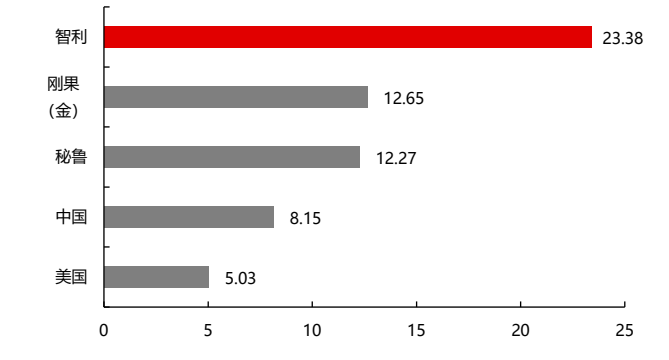


资料来源：CEIC，长江证券研究所；注：横轴为周数。

线索 3 铜价：南美多雨或影响铜矿供给

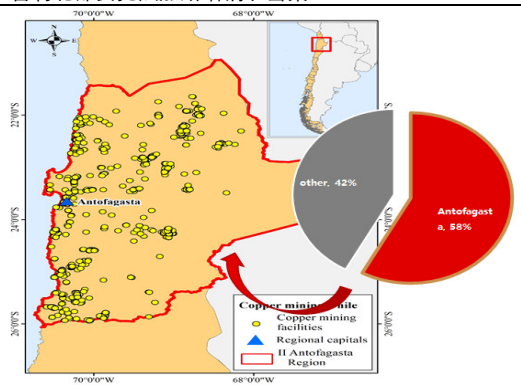
智利北部安托法加斯塔等区域铜矿密集，厄尔尼诺带来的异常强降水，或对铜矿开采与运输造成影响。智利铜矿产量份额约占全球的 23%，且铜矿高度集中于北部区域。2015 年上一轮厄尔尼诺期间，智利国家铜业公司（Codelco）北部矿山预防性停运；2016 年 4 月，Codelco 受 48 小时内约 180 毫米的强降雨和泥石流影响再次停产，预计损失约 5000 吨精铜产量。

图 20：2023 年全球铜产量份额（%）



资料来源：World Mining Data，长江证券研究所

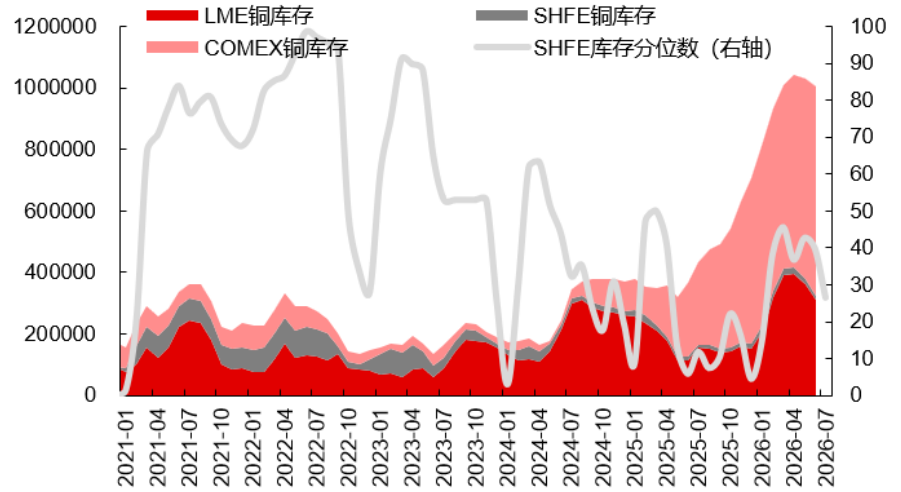
图 21：智利北部安托法加斯塔铜矿密集



资料来源：Del Rio, J. I., Fernandez, P., Castillo, E., & Orellana, L. F. (2023). Assessing Climate Change Risk in the Mining Industry: A Case Study in the Copper Industry in the Antofagasta Region, Chile. Commodities, 2(3), 246-260.
长江证券研究所；注：产量占比数据截至 2024 年。

在需求依然旺盛，库存分布不均，进口依赖较高的背景下，主产国供给收缩或进一步推升铜价。从显性库存方面来看，关税扰动下，当前全球显性库存集中在美国 COMEX，我国铜显性库存分位数有所回落；从进口依赖方面来看，我国铜矿储采比较低，铜精矿进口依存度较高。截至 2025 年末，我国铜矿探明储量约 4100 万吨，占全球总储量的 4.2%，储采比约 23 年，低于全球均值的 43 年，铜精矿进口依赖度达 84%。若 2026 年 ENSO 对主产国智利铜矿供给造成扰动，叠加刚果（金）或收紧铜精矿出口，供给收缩或能够推动价格的上涨。

图 22：铜的三所显性库存与分位情况（吨，%）

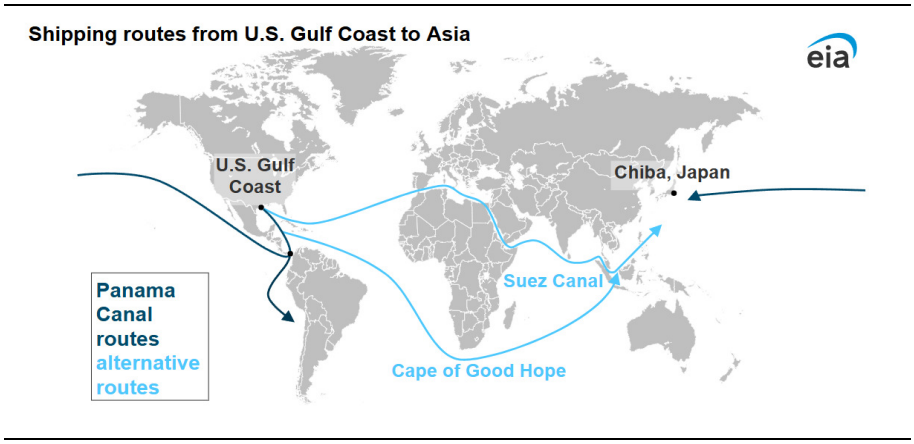


资料来源：iFinD，长江证券研究所

线索 4 运价：巴拿马运河水位下降，或推升海运成本

厄尔尼诺可能通过减少巴拿马运河流域降水，导致加通湖（Gatun Lake）水位下降。巴拿马运河是全球供应链和海运中最关键的环节之一，承担着全球约 5%的海上贸易，是我国-美东贸易路线的重要节点。当巴拿马运河水位偏低，运河管理局或限制船舶吃水、减少每日通行名额，从而延长船舶排队时间。

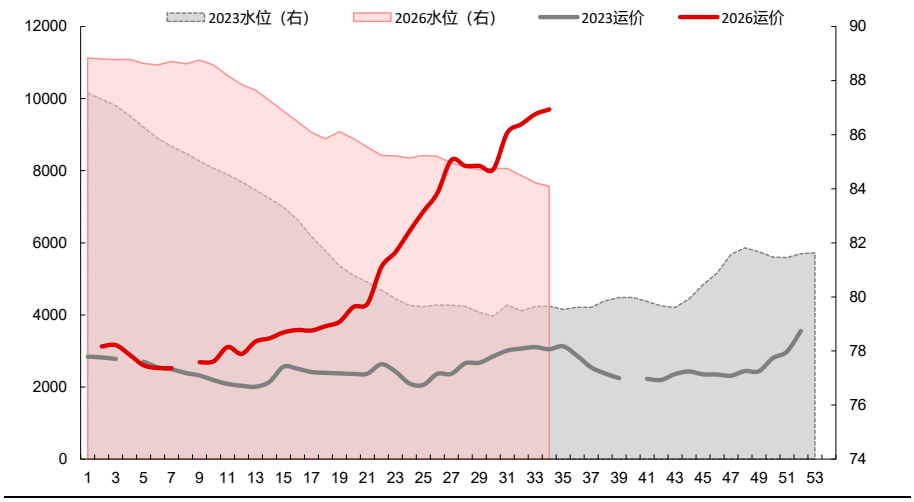
图 23：美东-亚洲经过巴拿马运河的航线与替代路线



资料来源：EIA，长江证券研究所

厄尔尼诺预期下，巴拿马运河的节水措施，或进一步推升运价上行。2023-2024 年厄尔尼诺期间，受持续降水偏少的影响，巴拿马运河管理局将每日通行量由正常约 36 艘逐步压缩至 24 艘。2026 年 8 月 15 日，巴拿马运河管理局再次采取预防性限制船舶吃水措施。从水位上来看，当前加通湖水位与 2023 年厄尔尼诺期间水平相比仍较高，但今年以来，AI 相关产业链投资需求集中爆发，关税预期引发补库“抢出口”需求，地缘冲突推升国际能源价格，已将 SCFI 运价指数推至高位，厄尔尼诺预期下，巴拿马运河的节水措施，或在这一背景下进一步加剧运价上涨。

图 24：2023 与 2026 年加通湖水位情况与 SCFI（美东线）运价指数（点，feet）



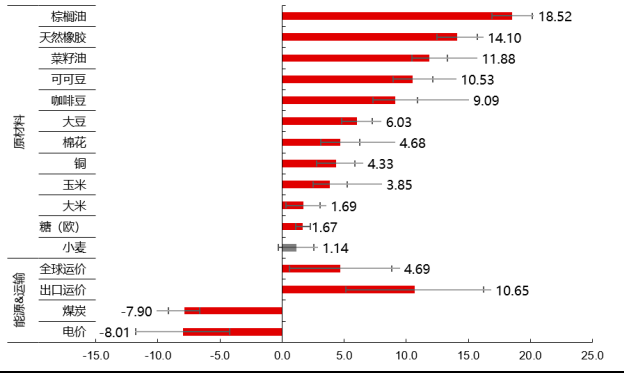
资料来源：Clarksons，巴拿马运河管理局，长江证券研究所；注：横轴为周数。

影响多大：对国内通胀有何影响？

从各商品的价格弹性来看，棕榈油、天然橡胶、油菜籽的价格对 ONI 指数的弹性更大，小麦、煤炭与电价，在历史上没有显著的正向价格弹性。为测度厄尔尼诺天气与库存情况对农作物全球价格的具体影响强度，我们参考相关研究，用月度 ONI 指数对各农产品月度全球价格进行回归，综合来看，经济作物与工业原料的价格弹性整体大于粮食作物。且不同作物受厄尔尼诺事件冲击与价格上涨之间的时滞不同，例如，棕榈油、橡胶等多年生作物的价格滞后一年才做出反应。

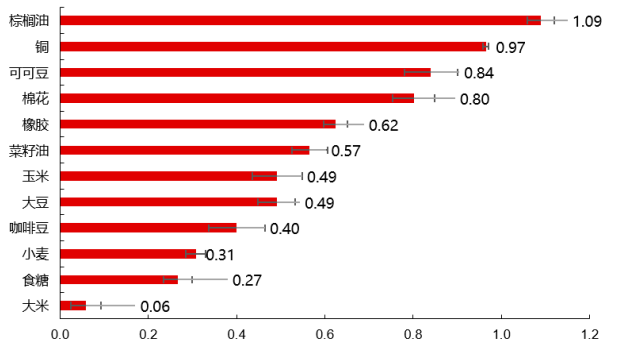
进一步，我们用 11 种农作物的国际价格对国内价格做回归，判断商品国际价格的冲击是否会传导至国内价格。**从国际-国内传导系数来看，棕榈油、铜等进口依赖较高的商品传导效率更高。**

图 25：各商品国际价格对 ONI 指数的弹性



资料来源：NOAA，CPC，IMF，Wind，长江证券研究所；注：样本时间序列为 1980-2026 年，电价（广东日前平均电价）为 2021-2026 年，煤炭价格为 2003-2026 年，出口运价（SCFI）为 2009-2026 年，全球运价（BDI）为 1988-2026 年。

图 26：各商品国际价格到国内价格的传导系数



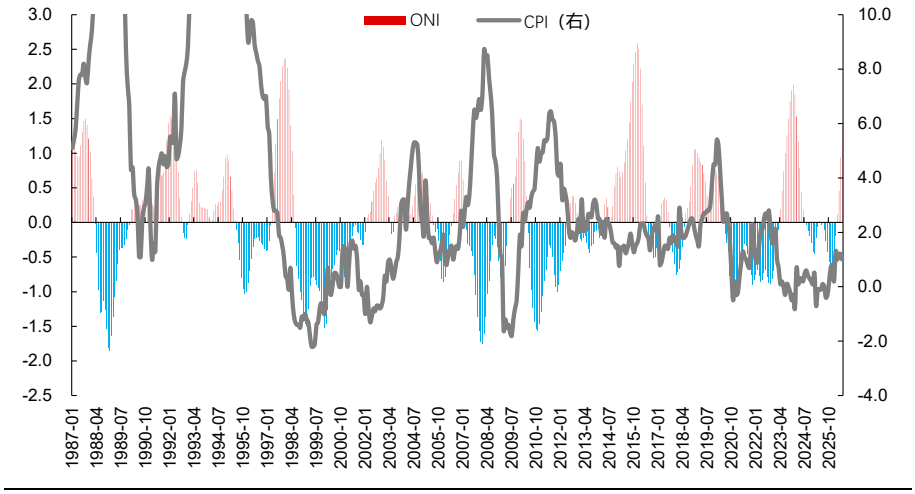
资料来源：IMF，Wind，长江证券研究所；注：1）可可豆、咖啡、菜籽油、食糖的传导系数并非当期，存在一定滞后；2）农作物月度样本时间区间为 2015-2026 年，铜样本区间为 2011-2026 年，棕榈油样本为 2021-2026 年。

回归到商品涨价对国内通胀的影响上，厄尔尼诺对 CPI 的影响或主要经由饲料成本向猪价传导，原因有三：

其一，作物品类上，主要粮食作物价格弹性有限，而经济作物权重或较小。对我国来说，大米、小麦等主要粮食作物因自给率高、政策保障强，国际涨价向国内的传导或极为有限。而可可豆、咖啡虽然价格弹性较大，但因其在居民消费篮子中消耗体量占比较小，其涨价对 CPI 的影响或也有限。

其二，从历史经验看，此前超强厄尔尼诺事件并未显著推升我国 CPI。2015–2016 年“超级厄尔尼诺”期间，CPI 呈温和上行态势，整体维持在 2%左右，并未出现全面的食品价格通胀。

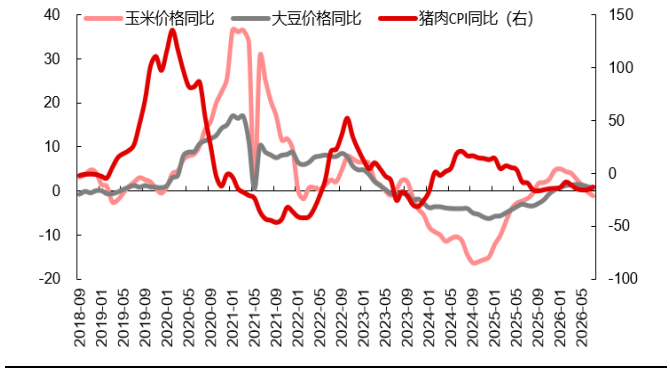
图 27：1987 年以来 ONI 指数与我国 CPI 走势（° C，%）



资料来源：NOAA，Wind，长江证券研究所

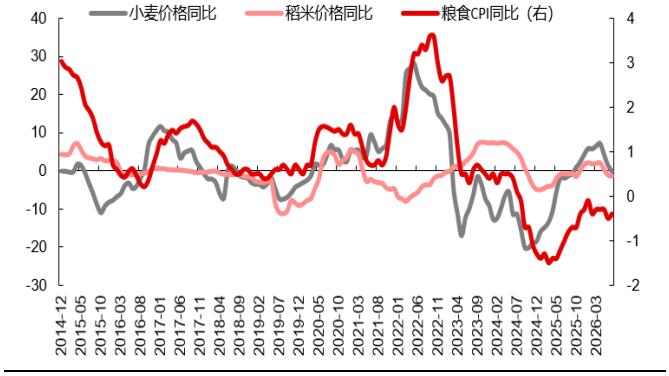
其三，玉米、豆粕作为饲料主要成分，显著影响生猪养殖成本。我们在报告《回升的 CPI：从猪价筑底，到猪油共振》中指出，年初以来，国际油价回升已通过化肥价格传导至饲料成本，若叠加作物涨价，或进一步加速生猪产能出清。

图 28：玉米、大豆价格与猪肉分项 CPI 同比走势（%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 29：小麦、稻米价格与粮食分项 CPI 同比走势（%）

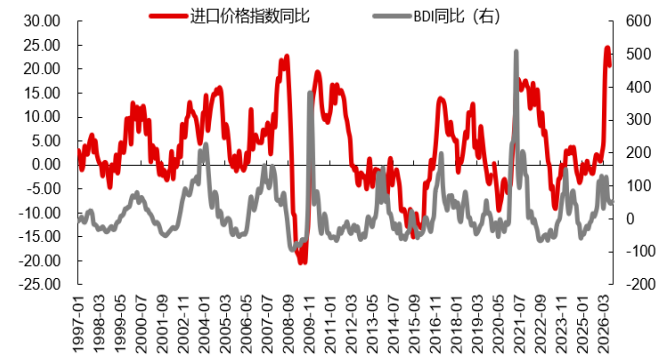


资料来源：Wind，长江证券研究所

承接上文分析，厄尔尼诺影响下，天然橡胶、棉花、棕榈油、菜籽油、铜以及全球运价等品类均具有正向的价格弹性。其中，我国的天然橡胶主要从泰国、越南、马来西亚进口，下游超过 70%用于轮胎生产，对应影响的 PPI 行业为橡胶和塑料制品业；我国的棉花主要从巴西、澳大利亚、美国进口，下游主要用于纺织，对应的 PPI 行业为纺织业；我国的棕榈油主要从印度尼西亚、马来西亚进口，油菜籽主要从加拿大进口，影响的 PPI 行业为食品制造业。我国铜精矿主要从智利和秘鲁进口，影响有色金属矿采选业、有色金属冶炼和压延加工业等整条有色链。此外，全球运价上涨则通过推升我国进口价格指数，对整体 PPI 形成广泛影响。

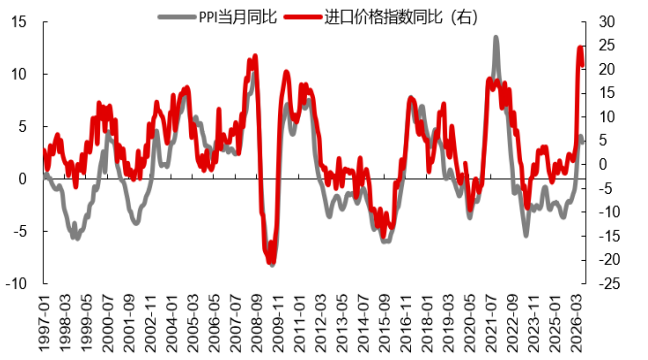
棉花、铜价对下游行业 PPI 的解释力更强，或反映相关行业更强的顺价能力。从同比弹性方面来看，棉花的传导较强，滞后约 3 个月，能够解释约 75%的 PPI 变化。铜对有色链 PPI 的传导更强，能够解释约 86%的 PPI 变化。

图 30：1997 年以来进口价格指数与 BDI 运价同比走势（%）



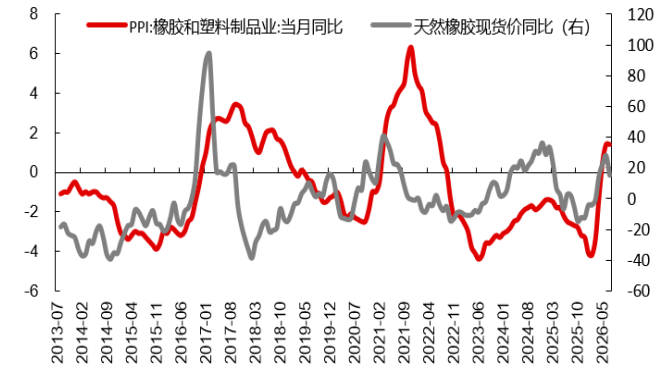
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 31：1997 年以来进口价格指数与 PPI 同比走势（%）



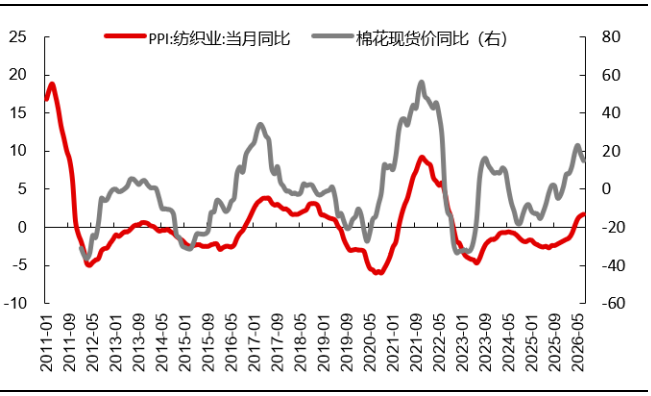
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 32：2013 年以来橡胶和塑料制造业 PPI 与国内天然橡胶现货同比走势（%）



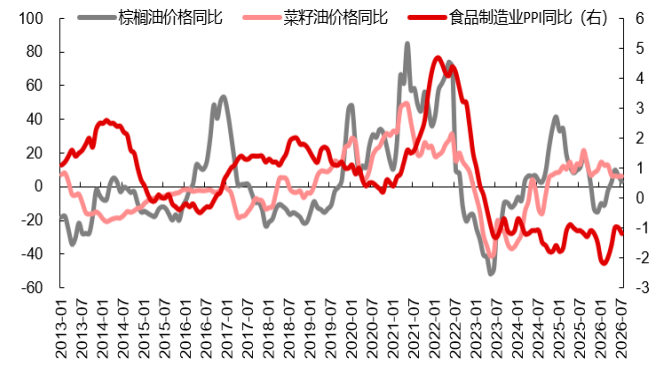
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 33：2011 年以来纺织业 PPI 与国内棉花现货同比走势（%）



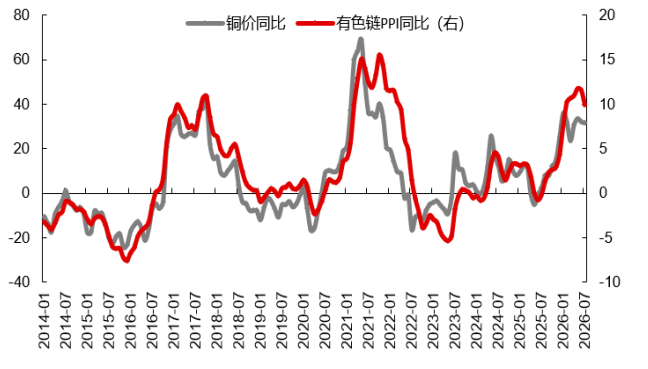
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 34：2013 年以来食品制造业 PPI 与国内棕榈油、菜籽油现货同比走势（%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 35：2014 年以来有色链加权 PPI 与铜价同比走势（%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

风险提示

1、历史数据不代表未来走势：本文拟合与估计值均来源于历次 ENSO 事件历史规律，并不能完全预测未来走势。

2、估计偏误：数据可得性或样本数量受限等原因可能导致本文的估计系数存在偏误。

3、贸易政策超预期：若作物主产国的出口政策超预期变化，可能会带来模型预测外的价格波动。

4、气候变化超预期：本文对价格涨幅的估算假设基础来源于 NOAA 对厄尔尼诺气候的概率预测，与历史 ENSO 事件对我国降水的典型影响结构，若气候变化超出预期，则可能会带来模型预测外的价格波动。

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	
	看　　好：	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
	中　　性：	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
	看　　淡：	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	
	买　　入：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
	增　　持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%～10%之间
	中　　性：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间
	减　　持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	无投资评级：	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海
Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C /（200080）

武汉
Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C /（430023）

北京
Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C /（100020）

深圳
Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C /（518048）

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。