下载日志已记录，仅供内部参考

厄尔尼诺的宏观影响

——商品与宏观系列之三

2026 年 9 月 15 日

- **史上“最强”厄尔尼诺正在形成。**8 月 NINO3.4 区海温距平指数录得 1.8℃，创同期历史新高。厄尔尼诺（El Niño），指的是赤道中东太平洋海表温度大范围、持续性异常增暖的气候现象。当 NINO3.4 区海温距平指数≥0.5℃且持续 5 个月以上，即判定为厄尔尼诺事件。

- **厄尔尼诺的核心特征——热。**厄尔尼诺现象出现时，通常使全球整体增温，赤道中东太平洋升温最强，东南亚、澳洲气温显著提高，容易造成甘蔗、棕榈油、橡胶、小麦等农产品减产。对于我国而言，厄尔尼诺发生时，全国大部分偏暖，北方偏暖更加明显，降水量上则呈现“南涝北旱”。

- **超强等级厄尔尼诺往往还伴随着重大自然灾害。**1982/1983 超强厄尔尼诺造成澳大利亚百年一遇旱灾。1997/98 超强厄尔尼诺，印尼发生严重干旱引发大规模森林火灾；南美暴雨成灾，引发严重洪水和泥石流；中国 1998 年则发生了长江特大洪水。2015/2016 年超强厄尔尼诺，印度出现 51℃全球历史高温；印尼再度发生重大林火；非洲出现严重粮食短缺。

- **厄尔尼诺属于异质性冲击，有相对受益方也有相对承压方，对整体 GDP 的影响不大。**承压一方主要受农产品减产、电力短缺（干旱导致水电供应不足）、供应链冲击等；受益一方一方面受益于天气（如美国玉米、阿根廷大豆、加拿大鱼粉等），另一方面受益于贸易溢出（如欧洲、中国等）。

- **厄尔尼诺主要的宏观影响是物价上行。**最主要的是农产品价格，尤其是"西太平洋—印度洋”热带雨养农业带的相关品种（糖、棕榈油、罗布斯塔咖啡）；水产蛋白（鱼粉）受益但谷物蛋白（大豆）有待验证；小麦、玉米需要观察多个主产国是否同时受损。其次，铜、铝、锌、镍等矿石或受到水电供应不足、作业环境恶劣以及矿山交通中断的影响，如印尼矿区设备对水电依赖度较高。第三，干旱导致重要水道水位下降，影响通航效率，进而提升航运成本，实际上今年巴拿马运河管理局已经因厄尔尼诺下调船只吃水限制。

- **厄尔尼诺对中国 CPI 也将产生重要影响。**整体而言，中国抵御厄尔尼诺事件能力较强，主粮供应充足、水电有可替代品类、交通基础设施更加完备，但极端天气多多少少会影响到生产过程和供应体系。**我们提示，厄尔尼诺对于我国物价的影响主要出现在当年冬季和次年夏秋季，这意味着当前的食品项上涨仅仅是一个“预热”。**根据 2001 年之后的数据，厄尔尼诺形成的年份（02、04、06、09、15、18、23 年），次年月度 CPI 食品项环比值较历史平均高 0.31 个百分点。基于此，我们测算厄尔尼诺对于 2027 年 CPI 食品项的拉动约为 1.8 个百分点，**对于整体 CPI 的拉动约为 0.35 个百分点。**这意味着，中国 CPI 食品项将在 2027 年走出连续 4 年负增长的阴霾。影响强度方面，畜肉类＞鲜菜＞鲜果。

风险提示：气候变化超预期的风险；贸易摩擦加剧的风险；中东地缘冲突不确定的风险。

分析师

张迪

☎：010-8092-7737

✉：zhangdi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524060001

詹璐

☎：0755-8345-3719

✉：zhanlu @chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522110001

吕雷

☎：010-8092-7780

✉：lvlei_yj@chinastock.com.cn

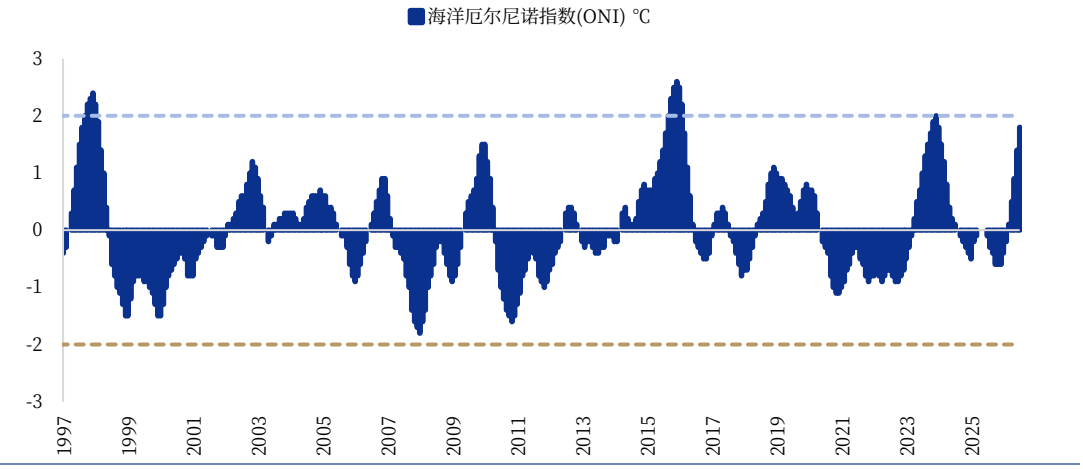
分析师登记编码：S0130524080002

下载日志已记录，仅供内部参考

一、新一轮超强厄尔尼诺来袭

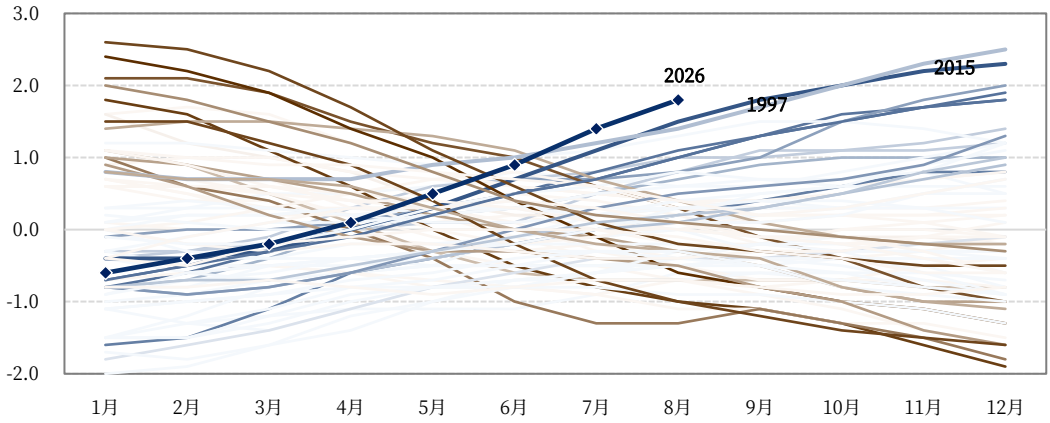
史上“最强”厄尔尼诺正在形成。8 月 NINO3.4 区海温距平录得 2.52℃，创同期历史新高。根据国家气候中心最新监测显示，本次厄尔尼诺现象因海温偏暖幅度大，即将达“超强”级别。世界气象组织（WMO）最新公报显示，厄尔尼诺预计将在数月内增强为超强厄尔尼诺事件，强度可能在今年年底达到顶峰，且该事件持续至 2027 年 2 月的可能性极高，接近 100%。同时，国家气候中心预计赤道中东太平洋海表温度将继续维持波动上升态势，于 11 月-12 月前后或达到本次事件的峰值，峰值强度有望超过 2.5℃。一次超强厄尔尼诺事件即将形成，且强度有望超过历史上 3 次超强事件（1982/1983 年、1997/1998 年和 2015/2016 年），成为有观测记录以来最强的一次。

图1：海洋厄尔尼诺指数(ONI)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

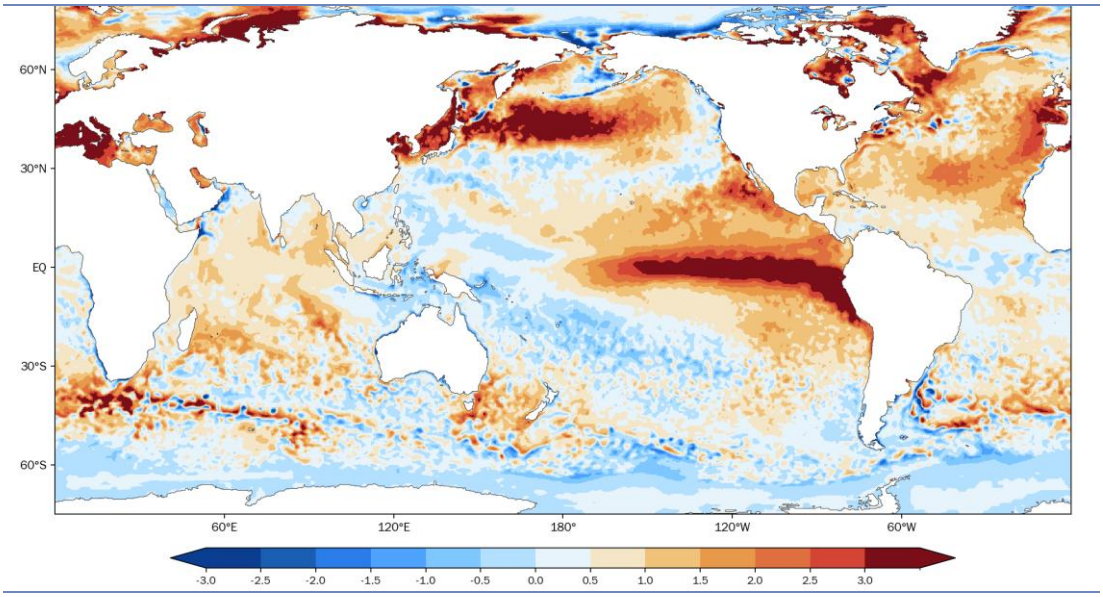
图2：NINO3.4 区海温距平指数(℃)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

下载日志已记录，仅供内部参考

图3：全球海温高精度距平场(℃)

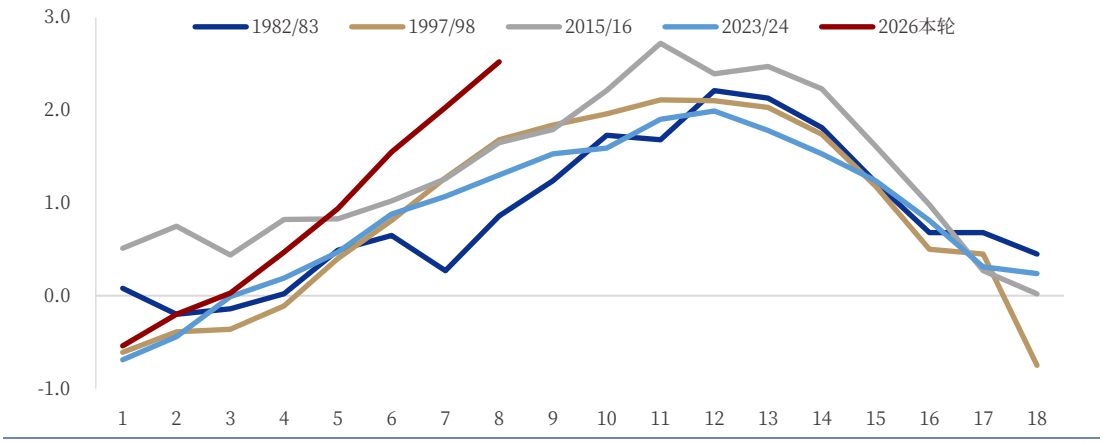


资料来源：NOAA，中国银河证券研究院

厄尔尼诺是一种自然气候现象，典型特征为赤道太平洋中部和东部海面温度异常升高，通常每 2 年至 7 年出现 1 次，持续约 9 个月至 12 个月。判定厄尔尼诺的核心指标之一是 NINO3.4 区海温距平指数。按照常用标准，当 NINO3.4 区海温距平指数达到或超过 0.5℃，并且持续 5 个月以上，就可以判定为一次厄尔尼诺事件。实际操作中，为排除短期天气波动，常采用 3 个月滑动平均的 NINO3.4 指数来判断，即连续 5 个月的滑动平均指数≥0.5℃。如果只是单月偏高，或持续时间不足 5 个月，一般只能视为海温偏暖状态，不能直接认定为一次厄尔尼诺事件。

厄尔尼诺事件强度分为弱、中等、强、超强：事件在峰值达到或超过 0.5℃但小于 1.3℃定义为弱事件，达到或超过 1.3℃但小于 2.0℃定义为中等事件，达到或超过 2.0℃定义为强事件，达到或超过 2.5℃定义为超强事件。

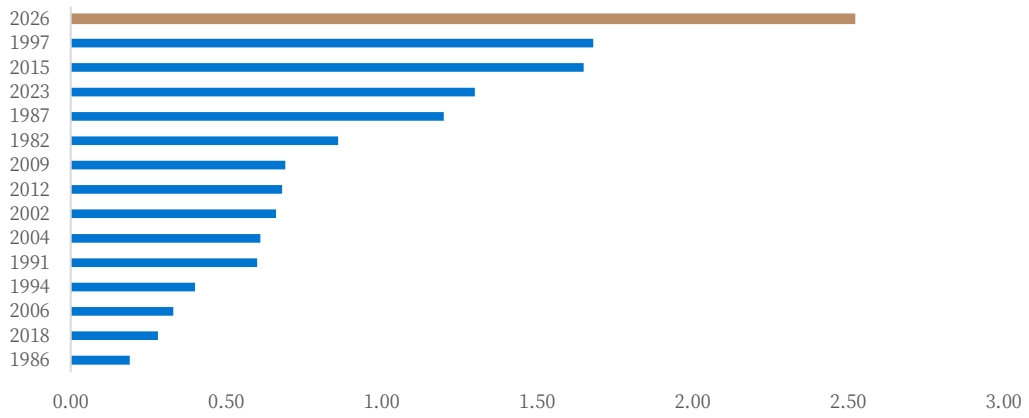
图4：NINO3.4 区海温距平（℃）



资料来源：NOAA CPC，中国银河证券研究院

下载日志已记录，仅供内部参考

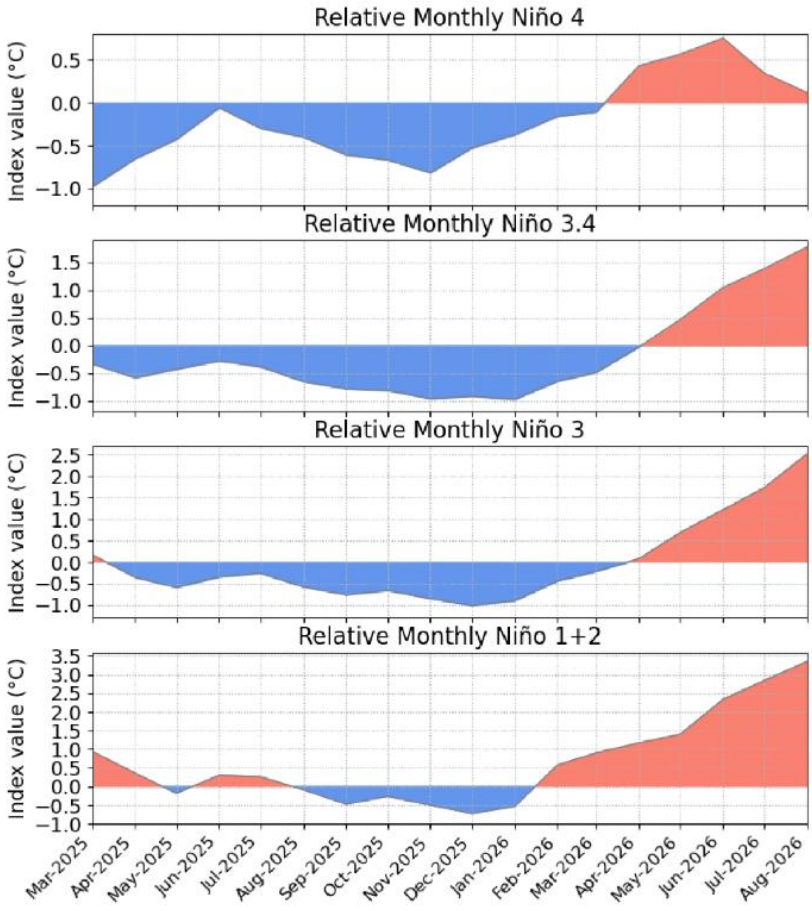
图5：历史上的 8 月 NINO3.4 区海温距平（℃）



资料来源：NOAA CPC，中国银河证券研究院

美国国家海洋和大气管理局（NOAA）气候预测中心在 9 月 10 日发布的厄尔尼诺/南方涛动（ENSO）诊断讨论，在过去一个月里，厄尔尼诺进一步增强，赤道太平洋东部的海表温度异常超过+3.0°C。除了 NINO4 指数在 8 月降至+0.1°C 外，其他 NINO 指数值均有所上升，NINO3.4 达到+1.8°C，NINO3 达到+2.5°C，NINO1+2 达到+3.4°C。低层西风异常和高层东风异常从赤道西太平洋延伸到中东部。增强的对流和降雨从太平洋中部持续到东部，而印度尼西亚上空的异常仍然受到抑制。总体而言，海洋大气系统反映出厄尔尼诺正在增强。

图6：NINO 指数表现



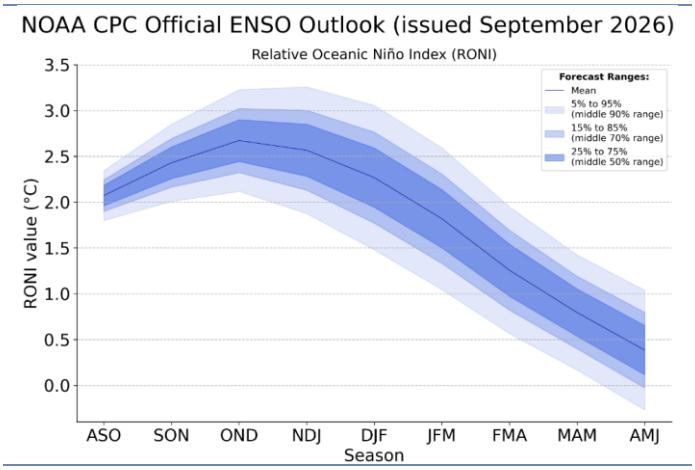
资料来源：NOAA CPC，中国银河证券研究院

下载日志已记录，仅供内部参考

CPC 官方的 ENSO 展望综合了北美和国外的多个模型，表明厄尔尼诺将在年底前继续增强。在 2026 年 10 月至 12 月季节，有 75%的概率发生历史性事件，其强度将超过 1950 年以来的历次厄尔尼诺事件。总之，厄尔尼诺正在增强，在 2026-27 年北半球秋季和冬季期间发生非常强事件的概率大于 90%。

2026 年，NOAA 引入相对海洋尼诺指数（RONI）这一新指标。当全球海洋整体变暖，传统海洋尼诺指数（ONI）的气候基准值容易出现漂移，RONI 试图通过相对比较，将厄尔尼诺的信号从全球变暖的背景噪声中剥离。根据 NOAA CPC 预测，未来 3 个月 RONI 值或达到+2.5°C 以上。

图7：RONI 值预测



资料来源：NOAA CPC，中国银河证券研究院

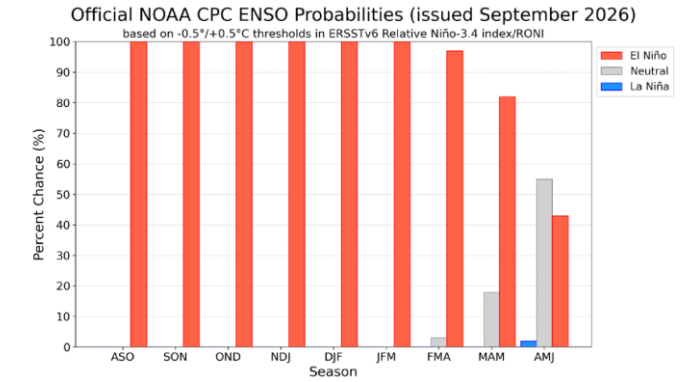
图8：NOAA CPC 官方 ENSO 展望

ENSO Outlook

Season	5%	15%	25%	50%	75%	85%	95%
ASO	1.8	1.9	1.96	2.07	2.18	2.24	2.34
SON	2.01	2.16	2.26	2.43	2.6	2.69	2.85
OND	2.12	2.32	2.44	2.67	2.9	3.02	3.23
NDJ	1.87	2.13	2.28	2.57	2.85	3.0	3.26
DJF	1.48	1.77	1.94	2.27	2.59	2.76	3.06
JFM	1.04	1.33	1.5	1.82	2.14	2.31	2.59
FMA	0.56	0.82	0.97	1.26	1.54	1.69	1.95
MAM	0.17	0.4	0.54	0.79	1.05	1.19	1.42
AMJ	-0.27	-0.03	0.12	0.38	0.65	0.8	1.04

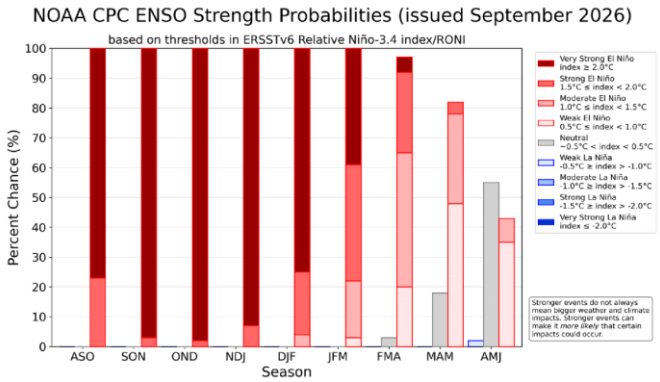
资料来源：NOAA CPC，中国银河证券研究院

图9：ENSO 发生概率预测



资料来源：NOAA CPC，中国银河证券研究院

图10：ENSO 强度发生概率预测



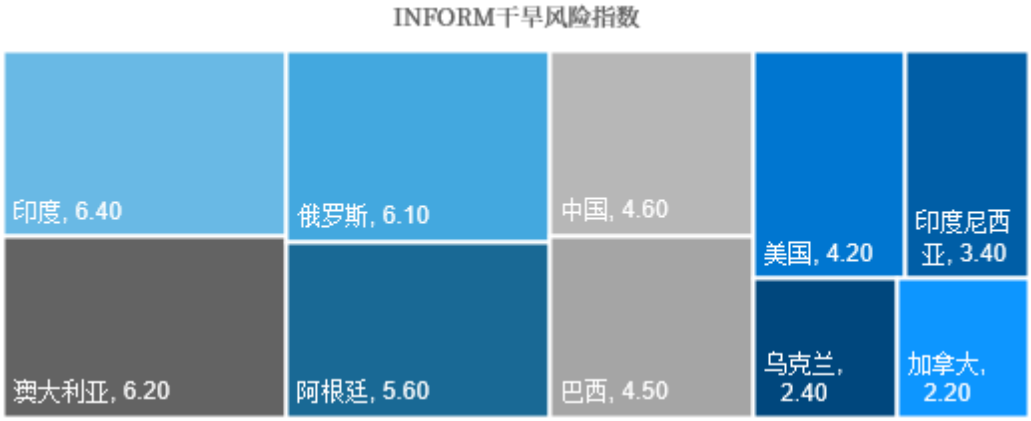
资料来源：NOAA CPC，中国银河证券研究院

下载日志已记录，仅供内部参考

二、厄尔尼诺现象的主要特征

厄尔尼诺最核心的特征就是炎热。厄尔尼诺现象出现时，通常使全球整体增温，赤道中东太平洋升温最强，东南亚、澳洲气温显著提高，容易造成甘蔗、棕榈油、橡胶、小麦等农产品减产。对于我国而言，厄尔尼诺发生时，全国大部分偏暖，北方偏暖更加明显，降水量上则呈现“南涝北旱”。

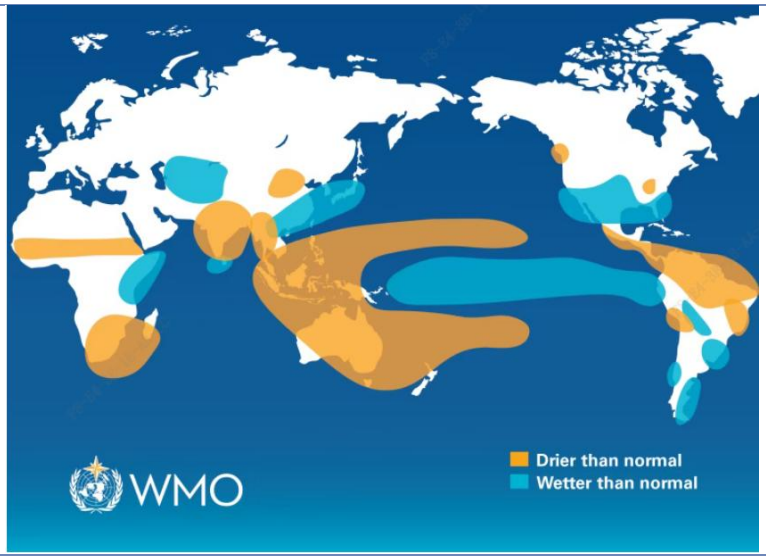
图11：INFORM 干旱风险指数



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

厄尔尼诺的影响具有明显滞后性，通常在状态发生后的次年达到峰值，即本轮厄尔尼诺的影响将延续至 2027 年。厄尔尼诺对全球气候的影响显著，会加大部分地区发生极端天气气候事件的概率。在厄尔尼诺年，秘鲁北部和厄瓜多尔等地多暴雨洪涝灾害，而印度尼西亚、澳大利亚东部、非洲东南部等地容易出现干旱；厄尔尼诺成熟期的冬季，加拿大和美国北部通常较常年偏暖，美国南部则往往降水偏多。

图12：厄尔尼诺对世界不同区域的降雨影响



资料来源：WMO，中国银河证券研究院

下载日志已记录，仅供内部参考

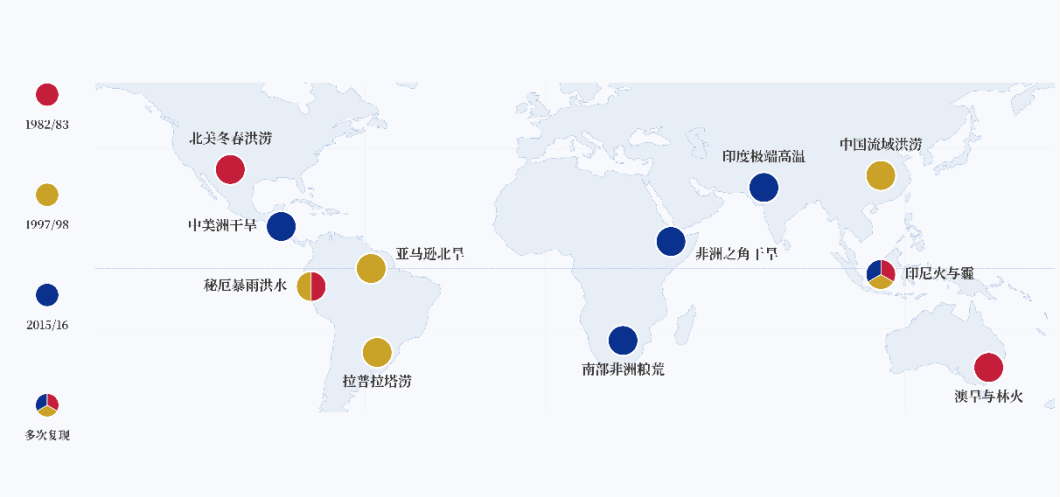
厄尔尼诺对我国的影响，与其所属时期有很大关系，时期不同，其影响也不一样：厄尔尼诺成熟期冬季，我国大部分地区总体偏暖、但季节内冷暖起伏可能比较明显；次年夏季，长江流域和江南地区容易出现洪涝。1998 年、2016 年都属于厄尔尼诺次年，长江流域附近的降水影响显著。

根据中国国家气候中心预测，2026 年秋冬季我国降水将进一步加强，2027 年夏季影响将比 2026 年更为显著。受厄尔尼诺影响，2026 年秋季，我国长江流域及以南方大部分地区降水以偏多为主，其中江南和西南地区东部降水明显偏多，发生极端降水事件的概率大；西南地区东部和华南等地气温明显偏高，9 月还将有阶段性高温天气过程。冬季厄尔尼诺对降水的影响将进一步加强，冬季气温总体偏暖，但阶段性冷空气活动较为频繁，冷暖起伏比较明显。

2027 年夏季我国气候受厄尔尼诺的影响将会比 2026 年更显著。具体来说，我国中东部地区降水总体偏多，尤其在长江中下游地区降水偏多明显，暴雨洪涝风险较高。江淮、江南、华南等地的高温热浪也会更加明显。因此 2027 年，降水偏多可能对我国东北、华北等粮食主产区的粮食生产造成的影响。西北地区大部、新疆等地则面临气象干旱风险。

历史上超强等级厄尔尼诺往往还伴随着重大自然灾害。本次超强厄尔尼诺事件在发展速度、峰值强度上均显著超越 1982/1983 年、1997/1998 年和 2015/2016 年三次历史超强事件。在当下全球变暖、地缘冲突与粮食安全问题广泛存在的背景下，厄尔尼诺或对部分脆弱地区形成更为严重的冲击。

图13：三次超强厄尔尼诺时期的严重自然灾害



资料来源：BOM、NOAA、OCHA、FAO、NASA、中国气象局、新华社，中国银河证券研究院

1982/1983 年是有观测记录以来公认的超强厄尔尼诺事件之一，出现了“西旱东涝”，西太平洋干旱与东太平洋沿岸暴雨洪水并存。在西太平洋与澳大利亚一侧，降水持续偏少，澳大利亚东部与东南部经历了自 1982 年 4 月至 1983 年 2 月的大范围严重干旱，被普遍视为 20 世纪最严重的干旱之一，并触发 1983 年 2 月“灰星期三”（Ash Wednesday）山林大火。印度尼西亚则经历季风降水偏弱，干旱加重。与之形成鲜明对照的是东太平洋沿岸，秘鲁、厄瓜多尔沿岸原本干旱的沙漠带出现极端暴雨，引发严重洪水。美国南部与加州则出现冬春多雨，南部出现大范围降水异常与洪涝。

下载日志已记录，仅供内部参考

表1：1982/1983 超强厄尔尼诺与重大自然灾害

主要影响区域	重大自然灾害/事件	灾害类型
澳大利亚东部与东南部	1982 年 4 月至 1983 年 2 月大范围严重干旱，为 20 世纪最严重短期干旱之一；并触发 1983 年 2 月“灰星期三”山林大火	严重干旱、林火
印度尼西亚等地	季风降水偏少，干旱加重，森林火灾风险显著上升	干旱、森林火灾
秘鲁、厄瓜多尔沿岸	沿岸沙漠区出现极端暴雨，引发严重洪水，渔业与基础设施受损	暴雨、洪水
美国南部与加州	冬春多雨洪涝，南部出现大范围降水异常	暴雨、洪水

资料来源：BOM、NOAA、OCHA、FAO、NASA、中国气象局、新华社，中国银河证券研究院

1997/1998 年超强厄尔尼诺的灾害谱更广、跨境影响更突出，与 1982/1983 年相比，该次事件在印尼霾害、南美洪旱并存及亚洲流域性洪水等方面的影响链条更为完整。东南亚方面，印度尼西亚、苏门答腊等地在严重干旱背景下爆发大规模森林与泥炭火灾，形成波及马来西亚、新加坡等的跨境霾害，干旱、林火与大气污染相互强化。南美两侧反差显著，秘鲁北部、厄瓜多尔沿岸暴雨可达常年数倍乃至十余倍，引发严重洪水与泥石流，人员伤亡与经济损失巨大；亚马逊北部与巴西东北降水显著偏少，干旱与林火活动增强；而巴西南部则持续偏涝，出现大范围洪水。中国长江及东北松花江等流域发生特大洪水。

表2：1997/1998 超强厄尔尼诺与重大自然灾害

主要影响区域	重大自然灾害/事件	灾害类型
印度尼西亚	严重干旱背景下大规模森林与泥炭火灾，形成跨境霾害，波及马来西亚、新加坡等	干旱、森林火灾、大气污染
秘鲁北部、厄瓜多尔沿岸	暴雨达常年数倍至十余倍，引发严重洪水与泥石流，人员伤亡与经济损失巨大	暴雨、洪水、泥石流
亚马逊北部、巴西东北	降水显著偏少，干旱与林火活动增强	干旱、林火
巴西南部至拉普拉塔流域	持续偏涝，多国出现大范围洪水	洪涝
中国长江流域等	1998 年长江（及东北松花江等）流域性特大洪水；	洪涝

资料来源：BOM、NOAA、OCHA、FAO、NASA、中国气象局、新华社等，中国银河证券研究院

2015/2016 年超强厄尔尼诺更多表现为高温热浪，威胁粮食安全。相较前两次表现为“西旱东涝/洪旱对峙”不同，此次厄尔尼诺更多表现在印度极端高温、非洲与中美洲因干旱出现粮食危机。亚洲方面，印度多地热浪与干旱叠加，曾录得 51℃，刷新印度有记录以来最高气温。印度尼西亚爆发重大林火与泥炭火，区域霾害显著。非洲与中美洲则突出表现为干旱，并出现大规模人口面临粮食援助需求。

表3：2015/2016 超强厄尔尼诺与重大自然灾害

主要影响区域	重大自然灾害/事件	灾害类型
印度	2016 年 5 月 19 日珀洛迪（Phalodi）录得 51℃，刷新印度有记录最高气温；多地热浪与干旱叠加	极端高温
印度尼西亚	2015 年重大林火与泥炭火再发，为卫星观测以来最严重火季之一，区域霾害显著	森林火灾、大气污染
南部非洲	约 35 年来最严重干旱之一，多国宣布紧急状态，大范围粮食不安全与牲畜死亡	干旱相关粮食危机
非洲之角（如埃塞俄比亚）	干旱加剧，大规模人口面临粮食援助需求	干旱、粮食危机
中美洲干旱走廊	农业歉收与农村生计受压，粮食不安全上升	干旱、农业灾害

资料来源：BOM、NOAA、OCHA、FAO、NASA、中国气象局、新华社，中国银河证券研究院

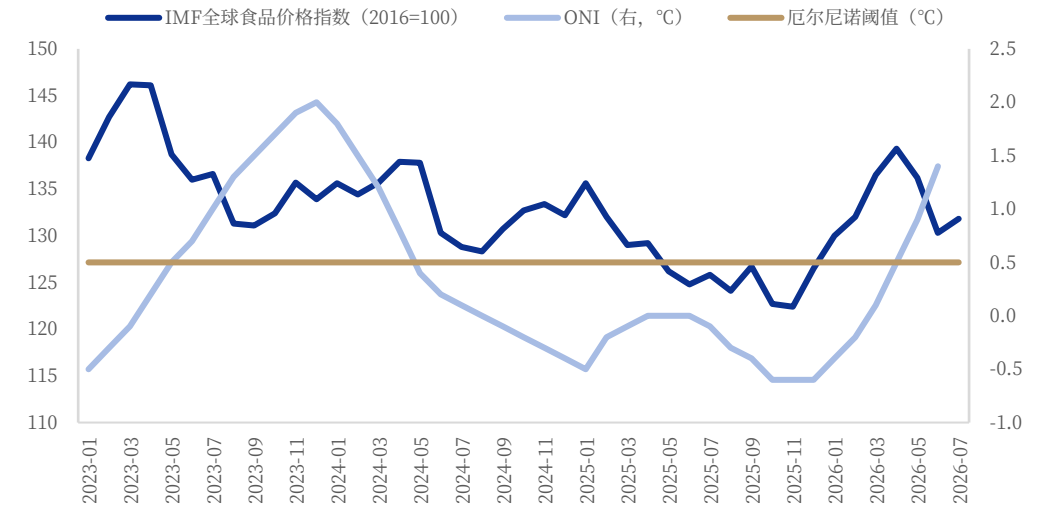
下载日志已记录，仅供内部参考

三、厄尔尼诺的宏观影响

厄尔尼诺更接近一次在区域与行业之间重新分配供给的异质性冲击，其对全球总量增长的拖累，通常小于对产出结构与价格水平的扰动。气候异常并非在全球同步发生，同一轮厄尔尼诺往往对应部分地区高温干旱、部分地区降雨增加，因此产出损失具有较强的地域差异。一方面，农业减产、电力短缺和供应链受阻会压低受灾经济体的生产；另一方面，部分农作物主产区可能因降水和温度条件改善而受益，贸易也会推动供给向受灾地区重新配置。典型案例如 2015/16 年超强厄尔尼诺期间，印度食糖产量由 2015/16 榨季的约 2560 万吨降至次年的约 2030 万吨，其中雨养甘蔗为主的马哈拉施特拉邦接近腰斩，灌溉条件较好的北方邦反而增产至 850 万吨以上，同一场灾害在两邦方向相反。这种区域间的替代使厄尔尼诺较难演化为持续性的全球总量衰退，但对于农业、渔业、采矿和运输等高度依赖自然条件的行业，短期扰动仍可能较为明显。

相对于产出，价格可能是厄尔尼诺更值得跟踪的宏观传导变量。天气冲击并不意味着大宗商品普遍上涨，价格最终取决于三个条件：受灾区域在全球贸易流中的份额（而非产量份额）、期初库存与可动用缓冲的厚度，以及其他主产区能否形成替代、以及替代的速度。FAO 的判断恰好构成反例：其预计 2026/27 年度全球谷物产量自历史峰值小幅回落但仍处历史较高水平，同时强调从历史角度看供应仍属相对充裕。产量下行与总量宽松同时成立，说明气候风险上升和总量供给紧缺并非同一概念。因此，厄尔尼诺的价格影响不宜以综合指数观察，而更适合沿农产品、金属矿产和航运成本三条链条分别跟踪。

图14：全球食品价格指数与 ONI 走势



资料来源：IMF、NOAA，中国银河证券研究院

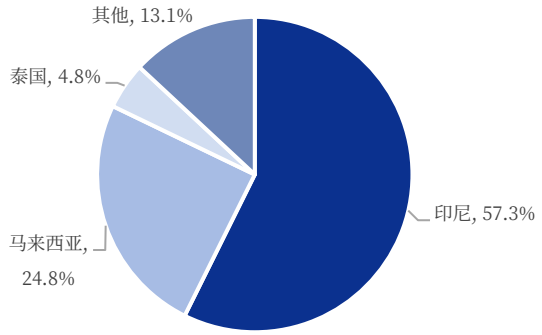
农产品是本轮价格传导的第一顺位，但内部分层明显。首要的是“西太平洋—印度洋”热带雨养带：糖、棕榈油、罗布斯塔咖啡产区高度集中、普遍缺乏灌溉，旱情直接落到当季单产——据 USDA 数据，25/26 年度印尼与马来西亚合计占全球棕榈油产量 80%以上，2016 年两国毛棕榈油产量降幅均在 13%上下，且减产滞后 6—24 个月方才显现。水产蛋白的价格方向已被验证：秘鲁 2026 年首季鳀鱼配额 191 万吨，6 月初仅捕 47 万吨即宣布中北部停捕，超特级鱼粉离岸价一年上涨约 79%。大豆相反，减产尚待验证：阿根廷、巴拉圭通常因降水[illegible]持高产，USDA 预估 2026/27 年度全球大豆 4.42 亿吨，真正的变量是巴西[illegible]被南部增产与扩种抵消。小麦、玉米则取决于多个主产国是否同时受损，目

人在草木间

下载日志已记录，仅供内部参考

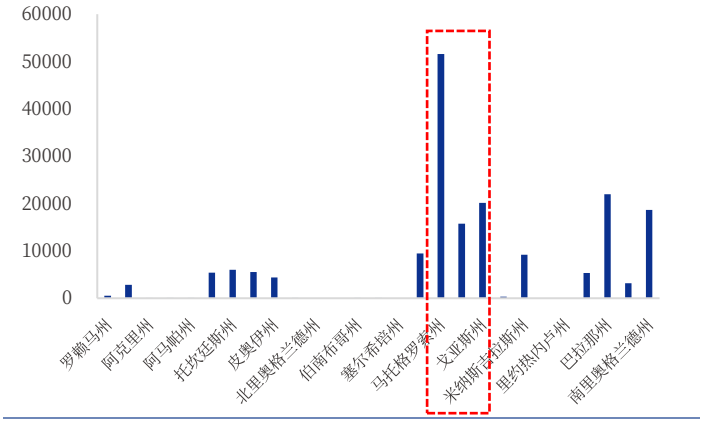
小麦同比降 3.8%仍为历史第二高，欧盟、美国、澳洲的减产被俄罗斯、乌克兰、加拿大对冲；玉米下调的主因是法国、波兰夏季干热，FAO 并未归因于厄尔尼诺。

图15：全球 80%以上棕榈油产量来自印尼和马来西亚



资料来源：USDA，中国银河证券研究院

图16：巴西大豆产量主要聚集在中西部（千吨）



资料来源：CONAB，中国银河证券研究院

历史上数轮猪周期的价格低点与同期厄尔尼诺事件大体吻合。厄尔尼诺与猪周期的叠加，机制上有三条通道：**成本端，**饲料占养殖成本大头、配方依赖玉米与豆粕，油料的高对外依存度使国际产量直接传导至国内，但这一环是条件性的：旱情落在出口供给区且无替代时原料才上涨，事件年份同样常见丰产压价。**供给端，**高温通过热应激造成两类损失——当期的死亡率上升、采食量与出栏体重下降，以及远期的种猪繁殖性能受损、配种意愿下降，其幅度随降温防疫能力分化，散户最重、头部企业近乎免疫；疫病是这一通道的放大器。**需求端，**高温压制夏季消费、暖冬削弱腌腊需求，只改变节奏不改变趋势。三条通道共同决定的是底部的深度与长度，而非周期的存在。

本轮厄尔尼诺对猪周期的作用窗口已经换位。夏季高温已经过去，猪价并未因此反弹，说明高温加速产能出清这一逻辑本轮没有兑现。后续需要关注三个方面：暖冬会削弱腌腊这一全年最大的需求旺季；次年汛期的雨涝可能冲击华中、西南主产区；国际原料价格则取决于谁是本轮天气的受益方。但真正决定周期方向的仍是产能与政策，而非天气。一方面，母猪效率不断提高，存栏在降、出栏却没降；冻品库存偏高，价格一涨就有货砸下来。另一方面，政策既下调了产能目标，又在亏损过深时收储托底。两头夹住的结果是：价格跌不深、也弹不高，四季度更可能只是向成本线慢慢靠拢，而非大幅上涨。真正的尾部风险在 2027 年上半年：前期低配种率若如期兑现为出栏收缩，叠加汛期疫病，供给或现超预期缺口，但储备的双向吞吐与二次育肥的快进快出，会将其削为一段较陡而不持续的斜率。跟踪三个刻度即可验证或证伪：能繁母猪与调控目标的距离、配种率与仔猪价格的环比走向、冻品库容与二次育肥节奏。

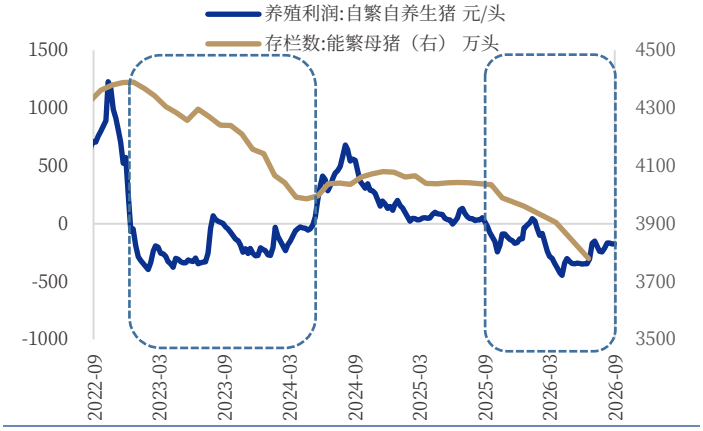
下载日志已记录，仅供内部参考

图17：数轮猪周期的价格低点与同期厄尔尼诺事件大体吻合



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

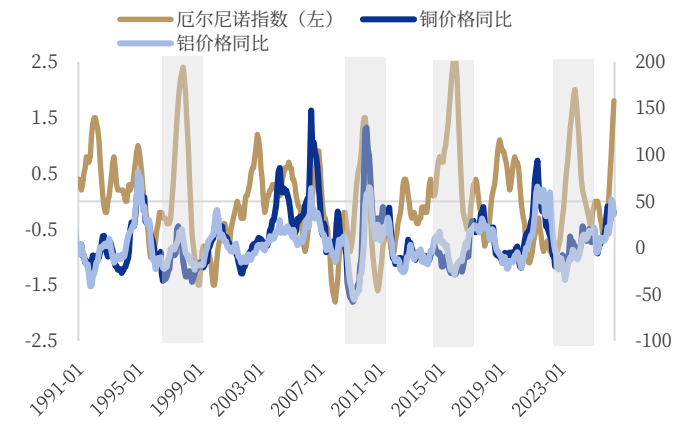
图18：能繁母猪持续去化



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

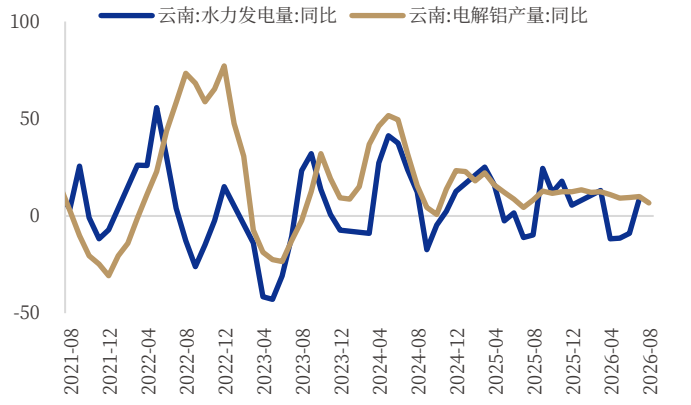
金属价格的影响主要来自矿山、电力与运输环节的阶段性中断，持续性弱于农产品，但在低库存环境下弹性被放大。强降雨和洪水可能造成露天矿停产、道路和港口受损，干旱则可能通过水电不足、河运受限等方式压缩有效供给。两条路径在本轮同时显现：2026 年 7 月智利北部风暴引发洪水与暴雪，多家大型矿山暂停采矿及选矿作业；赞比亚与刚果（金）两国电力结构中水电占比较高，雨季降水偏少会直接转化为矿区供电配额收紧；东南亚铜、镍矿山则普遍面临极端降雨导致的停产与供应链中断风险。世界银行历史复盘显示，厄尔尼诺期间智利、秘鲁的强降雨曾暂时扰动铜矿生产及运输，锌等矿产品同样存在暴露；东南亚铜、镍等矿山也普遍面临极端降雨导致停产和供应链中断的风险。对铜、铝、锌、镍而言，天气更多是供给端的放大器而非价格的主导变量——当库存偏低、需求仍有韧性时，局部生产中断更容易转化为价格上涨；若全球需求偏弱，则天气扰动往往只形成短期溢价。

图19：厄尔尼诺指数对铜铝价格影响



资料来源：Wind，NOAA，中国银河证券研究院

图20：云南水力发电量同比和云南电解铝产量同比（%）



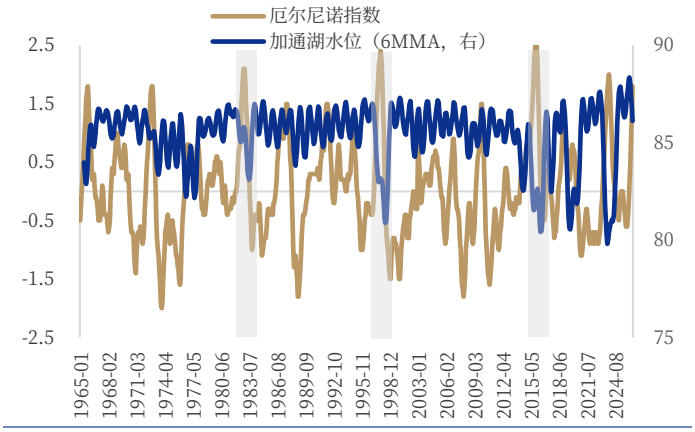
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

航运是厄尔尼诺由局部气候异常向全球成本扩散的重要渠道，关键在于少数战略通道对水位高度敏感。巴拿马运河的运行依赖加通湖淡水，2023—2024 年干旱期间，水位持续偏低与实际通航量明显收缩同步出现，水资源约束可以直接转化为运输能力约束。进入 2026 年后，随着厄尔尼诺风险再次上升，运河管理局已开始调整新巴拿马型船舶吃水限制：7 月起最大吃水由此前 50 英尺逐步下调，此后降至 48 英尺；原计划进一步降至 47.5 英尺，但 9 月初根据最新水位预测暂缓；每日通行名额亦自 9 月 3 日起由 36 艘降至 34 艘，9 月 15 日起拟再降至 32 艘。这意味着，本轮厄尔尼诺对航运的影响目前更多体现为预防性能力收缩和成本风险上升，而非已经出

下载日志已记录，仅供内部参考

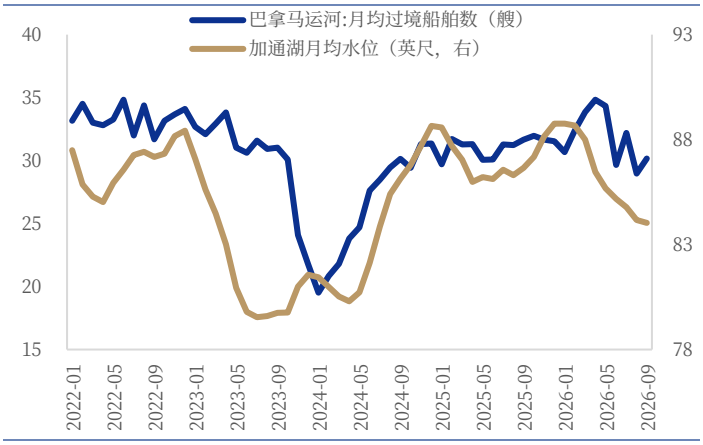
现全面通航中断。若 2027 年旱季水位继续走低，运河吃水、通航能力约束可能进一步强化，并通过绕航、载货率下降和等待时间增加向全球贸易成本传导。

图21：历史上厄尔尼诺指数大于 2 时，加通湖水位处于历史低位



资料来源：Bloomberg，中国银河证券研究院

图22：巴拿马运河月均过境船舶数与加通湖水位



资料来源：Wind、Panama Canal Authority，中国银河证券研究院

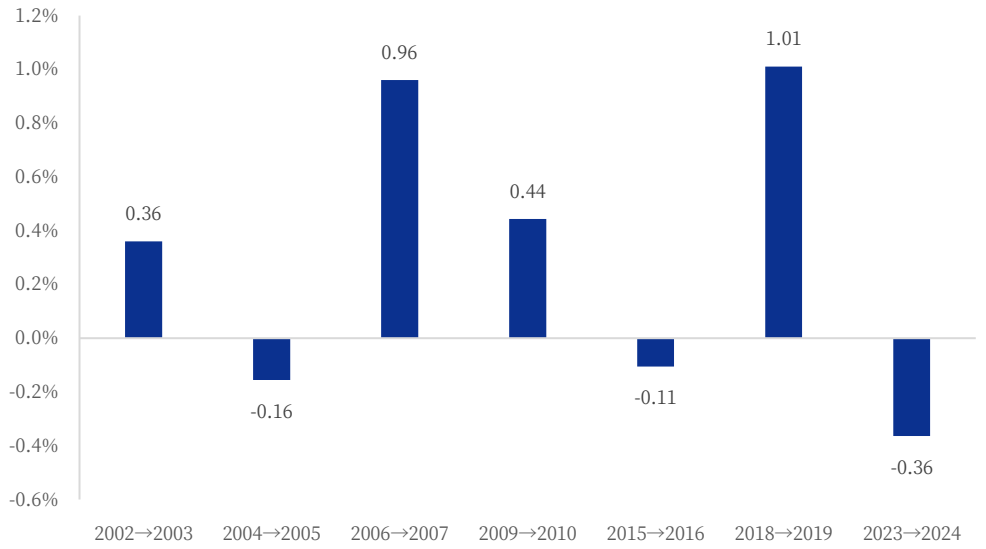
四、厄尔尼诺对中国 CPI 的影响

我国对厄尔尼诺冲击具有较强缓冲能力，其影响更可能表现为食品价格的阶段性波动，而非全面通胀压力。缓冲来自三层：**一是**主粮自给与储备调节能力较强，小麦、水稻自给率长期保持在 95%以上，历史上几次超强厄尔尼诺均未导致国内粮食大幅减产，2016 年降幅仅为 0.03%；**二是**进口来源多元化与国内物流体系可对外部缺口形成替代；**三是**国际农产品价格上涨还须经进口、压榨、流通与终端需求层层衰减，方能传导至居民消费价格。因此厄尔尼诺不会机械转化为国内 CPI 普遍上涨，其影响首先体现为部分食品供给收紧，再视国内库存、天气与需求状况向整体物价扩散。换言之，对我国而言，真正需要关注的不是全球农产品是否普涨，而是外部扰动能否与国内自身的供给收缩周期形成共振。

厄尔尼诺对食品价格的传导存在明显时滞，压力窗口通常自事件形成当年冬季向次年夏秋季延伸。厄尔尼诺峰值多落在四季度，生鲜品价格可以较快反映极端降雨、高温和运输受阻等短期冲击，而饲料成本向养殖端、再向畜肉价格的传导则需要经过库存消化和生产周期，因此价格反应往往滞后于海温变化本身。本轮已于 2026 年形成、峰值在秋冬季，当前食品项上涨宜视作“预热”，压力释放窗口在 2027 年年中以后。复盘过去七次事件结果显示，厄尔尼诺形成的年份（02、04、06、09、15、18、23 年），次年食品 CPI 环比中枢平均较常年高**约 0.31 个百分点**。

下载日志已记录，仅供内部参考

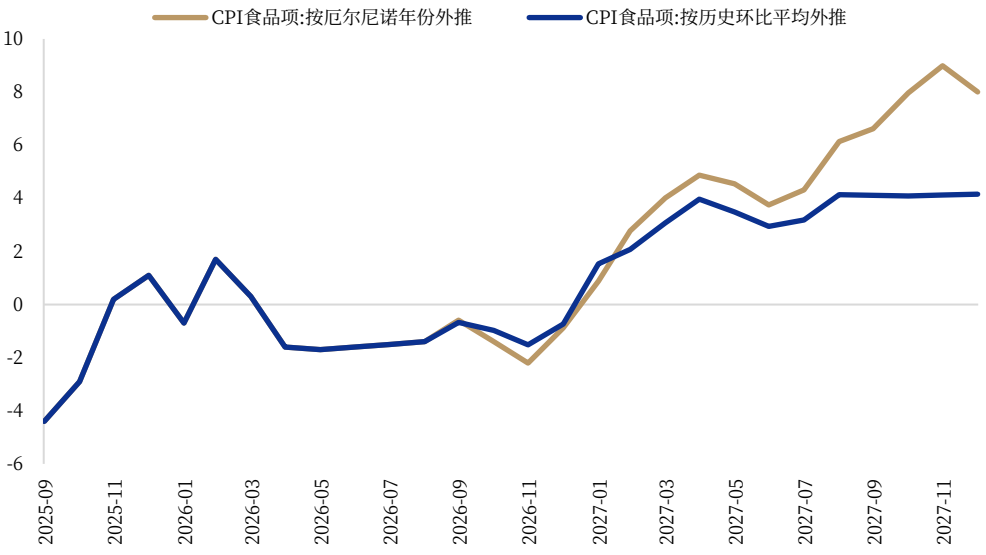
图23：历次厄尔尼诺形成次年 CPI 食品项环比相对历史均值偏离



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

按照历史月度传导路径测算，本轮厄尔尼诺对 2027 年 CPI 的影响可能呈现“上半年温和、夏秋季放大”的节奏。以历史季节性为基准，将厄尔尼诺形成次年的平均额外环比冲击逐月累积后，2027 年食品 CPI 全年平均中枢或抬升约 1.83 个百分点，对整体 CPI 的拉动约 0.35 个百分点。这意味着我国 CPI 食品项将在 2027 年走出连续 4 年负增长的阴霾。更值得关注的不是全年平均值本身，而是冲击在年内的分布：随着前期供给扰动逐步传导至终端，食品价格压力在年中以后明显增强，8—11 月可能成为影响最集中的阶段。

图24：厄尔尼诺对 2027 年我国食品 CPI 及整体 CPI 的拉动测算（%）



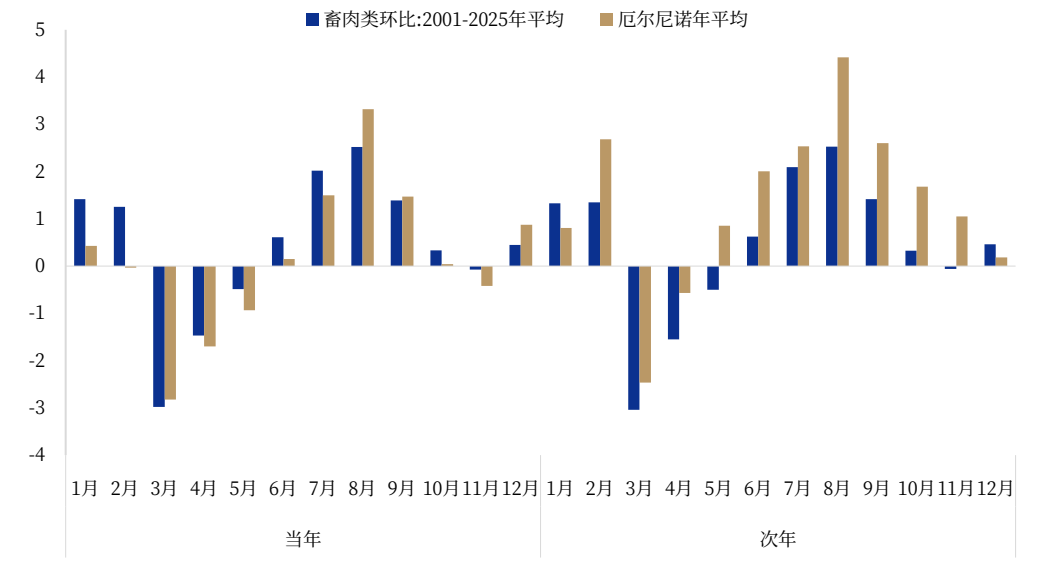
资料来源：Wind、国家统计局，中国银河证券研究院测算

食品项内部的传导也具有明显异质性，影响强度上畜肉类＞鲜菜＞鲜果。从历史分项表现看，畜肉类的响应整体更强，畜肉的强响应来自两条渠道：**一是**成本渠道，国际大豆涨价→豆粕→饲料→养殖成本→出栏价→猪肉，我国大豆对外依存度超八成、饲料占养殖成本六至七成，但须先促成产能退出才会真正传导；**二是**疫病渠道，洪涝致圈舍受淹、病原扩散，抬升猪瘟等疫情风险，

下载日志已记录，仅供内部参考

直接削减产能，2020 年南方洪灾后曾出现先例。前者慢而可逆，后者快而不可逆，本轮二者恰好叠加在国内产能加速出清的阶段。

图25：历次厄尔尼诺形成次年畜肉类 CPI 环比偏离历史均值（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

五、风险提示

气候变化超预期的风险；贸易摩擦加剧的风险；中东地缘冲突不确定的风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

张迪：宏观首席分析师。詹璐：宏观分析师。吕雷：宏观分析师。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：	相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：	相对基准指数涨幅在-5%～10%之间
		回避：	相对基准指数跌幅 5%以上
	公司评级	推荐：	相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐：	相对基准指数涨幅在 5%～20%之间
		中性：	相对基准指数涨幅在-5%～5%之间
		回避：	相对基准指数跌幅 5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程 曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：林 程 021-60387901 lincheng_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田 薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚 颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn