下载日志已记录，仅供内部参考

宏观研究

国内经济

证券研究报告

申万宏源研究 SWS RESEARCH

宏观报告

2026 年 10 月 13 日

厄尔尼诺：宏观冲击何时达峰？

相关研究
-

证券分析师
赵伟 A0230524070010
zhaowei@swsresearch.com
屠强 A0230521070002
tuqiang@swsresearch.com
耿佩璇 A0230526080001
gengpx@swsresearch.com

联系人
屠强 A0230521070002
tuqiang@swsresearch.com

本轮厄尔尼诺或为史上最强，其宏观影响的季节规律如何，何时达峰？本文分析，供参考。

- **“超强”厄尔尼诺影响的“时间线”：11 月前后或演变为史上最强，影响峰值或滞后于次年夏季。**

要点 1：本轮厄尔尼诺或演变为史上最强，持续时间可能在 1 年以上。厄尔尼诺是赤道中东太平洋海温持续偏高、引发大气环流变化的现象。世界气象组织于 9 月 3 日确认本轮厄尔尼诺已形成，或将持续增强为超强级别。回顾过往，历史上共出现三轮“超强”厄尔尼诺，分别是 1982-1983 年、1997-1998 年、2014-2016 年，持续时间依次是 15、13、19 个月。

要点 2：节奏上，本轮厄尔尼诺或在 11 月左右达峰，但影响峰值或滞后于次年夏季。2016 年、2023 年厄尔尼诺期间，我国秋冬季节温度偏高，其中冬季平均气温均超过常年同期 0.3℃；但河南、山东、河北等地均出现阶段性寒潮，气温波动较大。厄尔尼诺峰值过后，次年春夏通常会出现更高强度的降水；譬如 1983、1998、2016 年夏季长江流域洪涝灾害的影响范围及程度均强于前一年。

要点 3：范围上，本轮厄尔尼诺大概率影响我国蔬菜、水稻等生长，全球大豆、棕榈油、铜等供应。参考历史，秋冬季寒潮易出现在我国山东、河南等地，上述地区冬小麦、蔬菜占比分别高达 59.8%、32.8%。夏季洪涝或更集中体现在华北、长江中下游，当地主产水稻。海外方面，南美等地在 9-11 月易出现暴雨洪涝，影响铜矿开采、大豆生长，而东南亚等地偏干，主要影响棕榈油、橡胶生长。

要点 4：厄尔尼诺的宏观影响或具有显著的季节差异，可能集中体现于 2026 年冬季与 2027 年夏季。2026 年冬季，通胀影响或为正，结构上或菜价涨、果价跌，糖价涨、豆价跌，铜价涨、煤价跌；经济指标中消费或改善、投资或回落。2027 年春季，价格指标或均延续前期表现，但经济影响或较小。2027 年夏季，通胀影响或达峰值，对投资、消费的影响或均呈负效应，对出口影响或趋于结束。

- **2026 年冬季：通胀影响升温，经济影响分化。利好菜、糖、铜价及消费，利空果、豆、煤价及投资。**

CPI：蔬菜、白糖或涨价，水果、大豆或降价，令 CPI 额外上行。一是我国暖冬利好蔬果生产或压制价格，但阶段性寒潮可能推升部分月份鲜菜 CPI 额外上行超 10 个百分点。二是南美易出现极端降水利于大豆生产或压制豆价与粮食 CPI，同时约束甘蔗收割或推高其他食品 CPI，但上述品种在 CPI 占比不足 1%、影响或有限。综上鲜菜、粮食 CPI 或超季节性，鲜果价格偏弱，总体效应或为正。

PPI：国内暖冬利空煤价，但南美强降雨或令铜价涨，整体或额外推升 PPI。我国冬季偏暖或减少火力用电量，导致用煤需求减少、煤价回落；幅度上，火力发电量每减少 1 个百分点，对应煤价回落 0.6 个百分点。但智利、秘鲁等地在 11 月至次年 4 月易出现强降雨，或导致铜矿区开采、发运受阻，历史上厄尔尼诺期间铜价环比上行约 10 个百分点左右。综合来看，PPI 或超季节性 0.1 个百分点。

经济：暖冬或更多利好消费，阶段性寒潮或更多扰动投资。消费方面，暖冬利好居民出行，有助于服务消费需求释放；阶段性寒潮可能构成扰动，但影响时间相对较短。不同的是，冬季温度与投资并不相干，但阶段性寒潮或压制投资，譬如 2023 年 12 月，受寒潮影响较为严重的地区投资下行 1 个百分点；其他地区则保持稳定。此外，厄尔尼诺可能约束巴拿马等地航运，但对外贸影响或有限。

- **2027 年春夏季：通胀影响、经济影响均达峰。利好菜、果、粮、煤价等，利空消费与投资。**

春季：蔬菜、粮食、铜等或继续涨价，橡胶、棕榈油涨价效应或开始显现，通胀或延续上行，但经济影响弱化。蔬菜、粮食、铜等或继续涨价下，2027 年春季 CPI、PPI 可能延续上行，幅度上或分别超季节性 0.4、0.3 个百分点。前期东南亚高温干旱下，厄尔尼诺对棕榈油、橡胶价格的推升或在该阶段开始体现（9-12 个月的生长周期）；但二者在 PPI 中权重不及 1%，对 PPI 推升幅度或有限。

夏季通胀：蔬果、粮食、煤炭涨价幅度或抬升，可能对 CPI、PPI 的推升进一步增加。传导路径有三，一是强降雨会冲击蔬果、粮食等农作物生产，或直接推升 CPI；二是海外粮食涨价或间接通过国内粮食生产者预期，进一步推升 CPI；三是夏季高温、极端降雨或令火电需求上行，推高煤价；经验上，厄尔尼诺期间煤价环比涨幅或约 12 个百分点。综上，CPI、PPI 或分别超季节性 0.3、0.3 个百分点。

夏季经济：极端降水或对内需形成阶段扰动，投资、消费均面临下行风险。譬如 2026 年 7 月先后有 3 个台风登陆我国，影响范围广，居民出行意愿明显回落；数据上全国迁徙规模指数同比回落至-25%左右低位；同时极端天气对室外施工也有约束，期间投资增速回落 0.5 个百分点至-11.7%，其中受天气扰动较大、户外施工为主的建安投资更是大幅下滑 4.7 个百分点。

风险提示：天气变化超预期，油价超预期变化，政策落地速度不及预期。

申万宏源研究微信服务号

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

1. “超强”厄尔尼诺影响的“时间线”.....6

2. 2026 年冬季：通胀影响升温，经济影响分化.....10

2.1 通胀：整体上行，结构呈现三大“非对称效应”.....10
2.2 经济：暖冬利好消费，阶段性寒潮或更多扰动投资.....13

3. 2027 年春季：通胀影响延续，经济影响有限.....15

4. 2027 年夏季：通胀影响、经济影响均达峰.....16

4.1 通胀：上行幅度或加大，厄尔尼诺的影响可能达峰.....16
4.2 经济：极端降水或对内需形成阶段扰动.....21

图表目录

图 1：厄尔尼诺事件的判定标准.....6
图 2：2026 年 9 月厄尔尼诺事件已经确认.....6
图 3：1950 年以来的厄尔尼诺事件.....6
图 4：厄尔尼诺通常在冬季的强度达到峰值.....7
图 5：2026 年 11-12 月，厄尔尼诺或达到峰值.....7
图 6：厄尔尼诺当年秋冬季温度偏高、但冷暖起伏大.....7
图 7：厄尔尼诺出现的次年夏季降水量偏多.....7
图 8：冬季厄尔尼诺可能主要冲击我国冬小麦、蔬菜产量.....8
图 9：夏季厄尔尼诺可能主要冲击我国水稻、蔬菜产量.....8
图 10：厄尔尼诺导致全球旱涝分化.....9
图 11：厄尔尼诺影响的宏观图谱.....9
图 12：冬季温度越高，鲜菜 CPI 越低.....10
图 13：秋季温度越高，次年冬季鲜果 CPI 越低.....10
图 14：阶段性寒潮天气会推升鲜菜 CPI.....10
图 15：阶段性极寒天气对鲜果 CPI 影响有限.....10
图 16：受灾严重的地区鲜菜 CPI 额外上行超 10%.....11
图 17：受灾严重地区的鲜菜 CPI 同比上行幅度较大.....11
图 18：厄尔尼诺年份，大豆普遍丰产.....11
图 19：大豆增产期间，价格往往走平或回落.....11
图 20：2026 年巴西甘蔗更多用于制作乙醇.....11
图 21：2026 年巴西下修糖产量.....11
图 22：全球甘蔗产量回落，白糖价格通常上行.....12
图 23：铜供需缺口影响价格.....12
图 24：厄尔尼诺期间铜价会出现阶段性上行.....12
图 25：暖冬利空用电量.....12
图 26：火力发电上行，煤价也有回升.....12
图 27：暖冬利好居民出行.....13
图 28：暖冬利好旅游 CPI.....13
图 ：暖冬利好住宿餐饮业增加值.....

图 30：暖冬利好交通运输业增加值 13
图 31：强降雪地区的人流出行强度明显走低 14
图 32：冬季温度与建安投资增速的相关性较低 14
图 33：2018 年倒春寒较严重的地区投资回落较大 14
图 34：2021 年受灾相对严重的地区投资回落较大 14
图 35：2023 年受灾相对严重的地区投资回落较大 14
图 36：两轮厄尔尼诺，巴拿马运河的水位明显偏低 15
图 37：2023 年通过巴拿马运河的替代方案 15
图 38：对美国进出口仍保持较强韧性 15
图 39：2023 年下半年中国与拉美外贸增速上行 15
图 40：油棕树从开花到生长需要 1 年左右 16
图 41：天然橡胶的生长周期 16
图 42：厄尔尼诺天气对棕榈油价格影响滞后 12 个月 16
图 43：厄尔尼诺指数领先橡胶价格 9 个月左右 16
图 44：强降雨会推升鲜菜价格 17
图 45：强降雨会推升鲜果价格 17
图 46：2020 年东北水灾、玉米临储，价格走高 17
图 47：秋季出现的极端天气对粮食 CPI 影响较大 17
图 48：2020 年玉米产量占比较高的地区增速明显回落 17
图 49：国内玉米价格与国际价格走势具有一定同步性 18
图 50：国内稻谷价格与国际价格走势具有同步性 18
图 51：国内粮食价格与国际价格的同步性增强 18
图 52：玉米用于饲料、工业的比重超过 90% 19
图 53：大豆用于饲料的比重超过 80% 19
图 54：蛋类 CPI 与玉米价格走势并非完全同步 19
图 55：猪肉 CPI 与玉米价格走势并不相关 19
图 56：水力发电仅占总发电量的 13% 19
图 57：水力发电量回落的情况下，火电需求上行 19
图 58：食品 CPI 分项预测 20
图 59：食品 CPI 贡献拆分 20
图 ：铜价月均同比或超季节性 个百分点 .....

图 61：铜价对 PPI 月均贡献或超季节性 0.3 个百分点.....20
图 62：2027 上半年煤价或偏弱，下半年或明显上行 20
图 63：煤价对 PPI 月均贡献或超季节性 0.3 个百分点.....20
图 64：2023 年 8 月，强降雨地迁徙强度回落较大 21
图 65：2024 年 7 月，强降雨地迁徙强度回落较大 21
图 66：2023 年 8 月，强降雨地投资下滑幅度更大 21
图 67：2024 年 7-8 月，强降雨地投资回落较大.....21
图 68：厄尔尼诺的次年下半年水位逐步恢复 22
图 69：厄尔尼诺影响的宏观图谱 23

本轮厄尔尼诺或为史上最强，对宏观经济的影响节奏如何，结构有何特征？本文分析，供参考。

1. “超强”厄尔尼诺影响的“时间线”

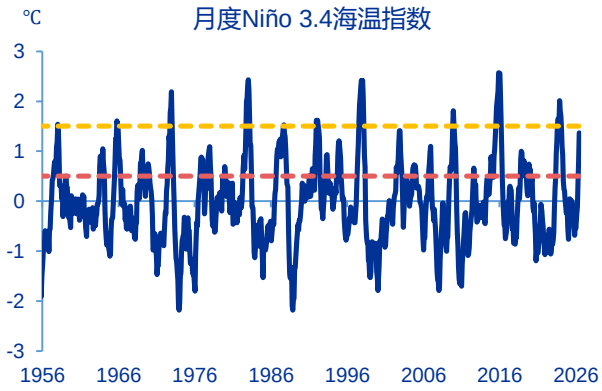
要点 1：本轮厄尔尼诺或演为史上最强[1]，持续时间可能在 1 年以上。厄尔尼诺是赤道中东太平洋海温持续偏高并引起大气环流变化的现象；通常而言，该地区海温指数（NINO 3.4 指数，太平洋海报温度与常年均值的差，3 个月移动平均）高于 0.5℃即判定为厄尔尼诺事件，该指数超过 2.5℃即为“超强”事件。9 月 3 日，世界气象组织确认厄尔尼诺现象已形成并将持续增强，预计将发展为超强级别事件或也是有观测记录以来最强的一次。回顾过往，历史上共出现三轮“超强”厄尔尼诺，分别是 1982-1983 年、1997-1998 年、2014-2016 年，持续时间分别为 15、13、19 个月。

图 1：厄尔尼诺事件的判定标准

中国国家标准	Niño3.4指数及判定条件
监测指标	Niño3.4区海表温度距平指数的3个月滑动平均值
发生厄尔尼诺	Niño3.4指数≥0.5℃，且持续至少5个连续重叠的3个月时段
弱事件	0.5℃≤Niño3.4指数峰值＜1.3℃
中等事件	1.3℃≤Niño3.4指数峰值＜2.0℃
强事件	2.0℃≤Niño3.4指数峰值＜2.5℃
超强事件	Niño3.4指数峰值≥2.5℃

资料来源：国家气候中心，申万宏源研究

图 2：2026 年 9 月厄尔尼诺事件已经确认



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 3：1950 年以来的厄尔尼诺事件

序号	起止时间	持续时长（月）	强度等级	序号	起止时间	持续时长（月）	强度等级
1	1951.08—1952.01	6	弱	12	1986.08—1988.02	19	中
2	1953.01—1954.03	15	弱	13	1991.05—1992.06	14	中
3	1957.04—1958.07	16	中	14	1994.09—1995.03	7	中
4	1963.07—1964.01	7	弱	**15**	**1997.04—1998.04**	**13**	**超强**
5	1965.05—1966.05	13	中	16	2002.05—2003.03	11	中
6	1968.10—1970.02	17	弱	17	2004.07—2005.01	7	弱
7	1972.05—1973.03	11	强	18	2006.08—2007.01	6	弱
8	1976.09—1977.02	6	弱	19	2009.06—2010.04	11	中
9	1977.09—1978.02	6	弱	**20**	**2014.10—2016.04**	**19**	**超强**
10	1979.09—1980.01	5	弱	21	2018.09—2019.06	10	弱
11	**1982.04—1983.06**	**15**	**超强**	**22**	**2023.05—2024.05**	**13**	**中偏强**

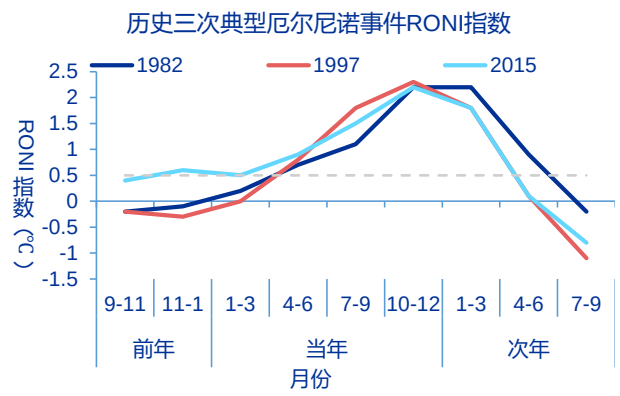
资料来源：国家气候中心，申万宏源研究

要点 2：本轮厄尔尼诺在 11 月左右或达峰，但影响峰值或滞后于次年夏季。从发展节奏看，厄尔尼诺通常开始于 5-8 月，在 11-12 月前后达到峰值，期间我国温度偏

国家气候中心指出，此次厄尔尼诺事件发展速度快、强度强，预计将成为有系统性监测以来最强厄尔尼诺事件。
https://mp.weixin.qq.com/s/y5BvOqVwlxcWTyCHbhUiag

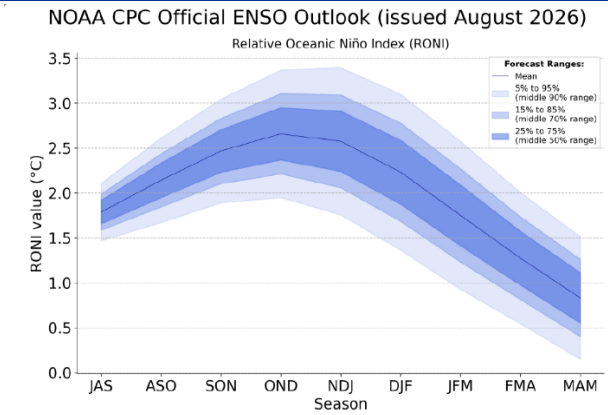
高，如 2016 年、2024 年冬季平均气温分别为-3.1℃、-2.8℃，均超过常年同期 0.3℃；同时温度起伏也较明显，2016 年、2024 年河南、山东、河北等地均出现较多次数的寒潮。厄尔尼诺峰值过后，异常暖海温对气候的影响仍在，通常令次年春夏出现更强降水；如 1983、1998、2016 年夏季长江流域洪涝灾害的影响范围及程度均强于前一年。*国家气候中心预计，2027 年夏季长江中下游地区降水可能明显偏多，暴雨洪涝风险较高*。

图 4：厄尔尼诺通常在冬季的强度达到峰值



资料来源：美国国家海洋和大气管理局，申万宏源研究

图 5：2026 年 11-12 月，厄尔尼诺或达到峰值



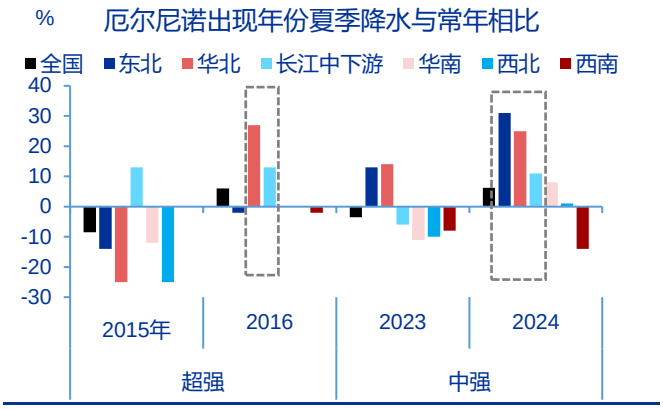
资料来源：美国国家海洋和大气管理局，申万宏源研究

图 6：厄尔尼诺当年秋冬季温度偏高、但冷暖起伏大

两轮厄尔尼诺		平均气温	极端事件
2014-2016年	2015年春季	11.4℃ （高于常年同期1℃）	4月上旬南方遭遇倒春寒，最大降温幅度有14～20℃，5月北方部分地区遭受霜冻灾害
	2015年秋季	10.7℃ （高于常年同期0.8℃）	11月下旬**北方遭遇寒潮**；其中**河北**北部最低气温达-24～-16℃；**山东**中西部最低气温降至-14～-9℃
	2016年冬季	-3.1℃ （高于常年同期0.3℃）	1月20-25日，我国大部地区遭受寒潮天气影响。最低气温0℃线南压至华南中部一带，南方出现雨雪冻雨天气
			2月中旬至3月上旬，中东部接连遭受寒潮袭击，安徽东南部、湖南东南部降温幅度有10-14℃
2023-2024年	2023年秋季	11.3℃ （高于常年同期1.1℃）	11月6次冷空气过程影响我国(其中2次达到寒潮级别)，较常年同期偏多2次
	2024年冬季	-2.8℃ （高于常年同期0.3℃）	2023年12月中旬和2024年1月下旬、2月下旬气温明显偏低。其中12月，**华北、黄淮**等地降雪日数偏多、积雪偏深。

资料来源：Wind，申万宏源研究

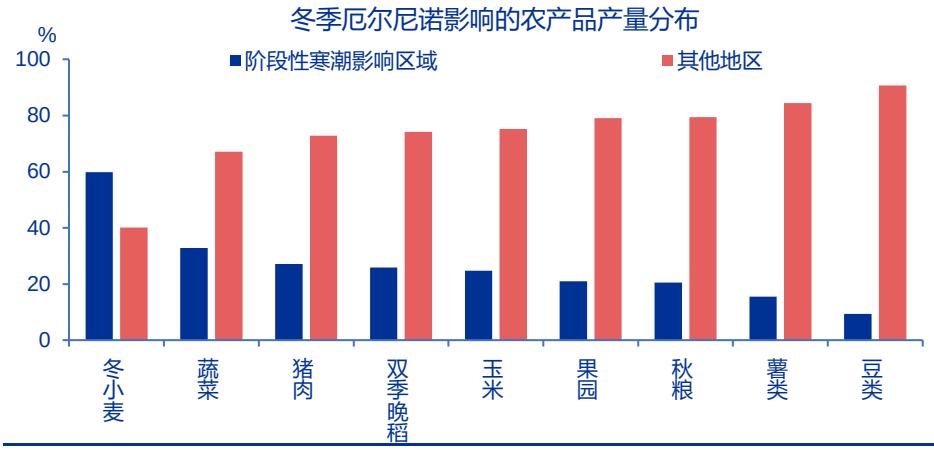
图 7：厄尔尼诺出现的次年夏季降水量偏多



资料来源：Wind，申万宏源研究

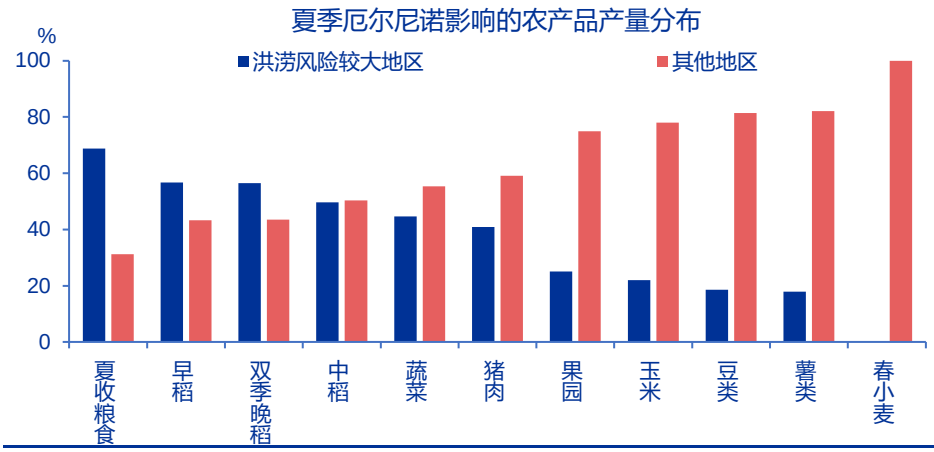
要点 3：参考历史，本轮厄尔尼诺大概率会影响我国华北、长江中下游，该地区主产冬小麦、水稻、蔬菜等。复盘历史，过去两轮厄尔尼诺发生期间，秋冬季阶段性寒潮易出现在河北、山东、河南、湖南等地，上述地区冬小麦、蔬菜占比较高，分别是 59.8%、32.8%；虽然猪肉占比也接近 30%，但极寒天气对猪肉产量影响有限。本轮预计厄尔尼诺对夏季天气的影响或集中体现在华北、长江中下游，该地区的水稻占比较高，其中夏季播种成熟的早稻和中稻占比分别是 56.7%、49.7%；蔬菜占比也有 44.6%。

图 8：冬季厄尔尼诺可能主要冲击我国冬小麦、蔬菜产量



资料来源：国家统计局，申万宏源研究 阶段性寒潮影响区域为河北、山东、河南、湖南

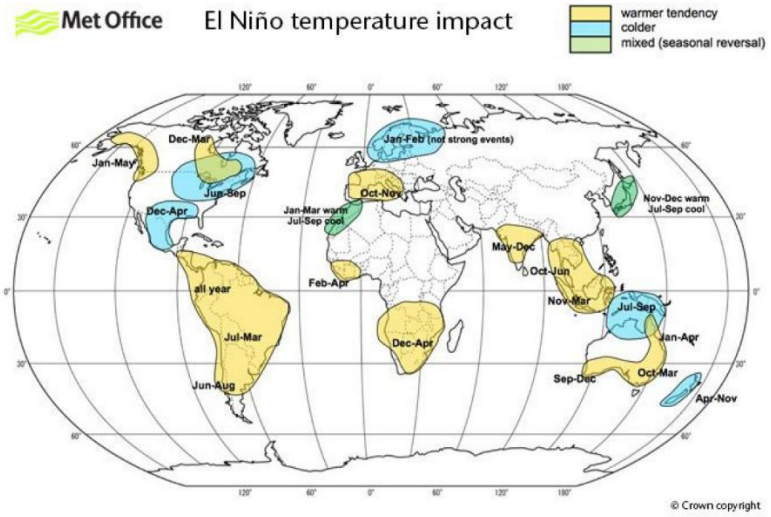
图 9：夏季厄尔尼诺可能主要冲击我国水稻、蔬菜产量



资料来源：国家统计局，申万宏源研究；洪涝风险较大的地区包括上海、江苏、安徽、江西、山东、河南、湖北、湖南

要点 4：海外方面，厄尔尼诺主要影响太平洋沿岸，影响的农作物包括大豆、棕榈油、天然橡胶等。东太平洋沿岸地区中，秘鲁、厄瓜多尔等地在 9-11 月易出现暴雨洪涝，通常扰动水产品的捕捞产量；南美东南部在 9 月至次年 5 月降水偏多，洪涝风险相对高，主要影响大豆的生长环境。西太平洋沿岸气候呈现偏干特征，尤其是东南亚、澳大利亚等部分地区，主要影响棕榈油、天然橡胶的生长。此外，非洲区域干湿分化明显，西非在 7-9 月降水偏少，而东非降雨偏多。

图 10：厄尔尼诺导致全球旱涝分化



资料来源：英国气象局（Met Office），申万宏源研究

展望：本轮厄尔尼诺或在 11 月前后演变为历史最强的“超强”事件，影响峰值或滞后于次年夏季，影响方式或具有显著的季节差异。2026 年冬季，厄尔尼诺的通胀影响或为正，结构上表现为菜价涨、果价跌，糖价涨、豆价跌，铜价涨、煤价跌；而经济指标中消费或改善、投资或回落。2027 年春季，价格指标或均延续前一个季度表现，但该阶段厄尔尼诺对经济指标影响或较小。2027 年夏季，厄尔尼诺的通胀影响或达峰值，对投资、消费的影响或均呈现负效应，但对出口影响或有限。**具体逻辑下文展开。**

图 11：厄尔尼诺影响的宏观图谱

		2026年冬季 (2026.12-2027.02)	2027年春季 (2027.03-2027.05)	2027年夏季 (2027.06-2027.08)	2027年秋季 (2027.09-2027.11)
通胀	CPI	鲜菜CPI↑、鲜果CPI↓	鲜菜CPI↑、鲜果CPI↓	鲜菜CPI↑、鲜果CPI↑	鲜菜CPI↑、鲜果CPI↑
		粮食CPI↑	粮食CPI↑	粮食CPI↑	粮食CPI↑
		其他CPI（白糖）↑	其他CPI（白糖）↑	其他CPI（白糖）↑	其他CPI（白糖）↑
		CPI↑	CPI↑	CPI↑	CPI↑
	PPI	铜价↑	铜价↑	铜价↓	铜价↓
		煤价↓	煤价↓	煤价↑	煤价↑
		天然橡胶、棕榈油→	天然橡胶、棕榈油↑	天然橡胶、棕榈油↑	天然橡胶、棕榈油↓
		PPI↑	PPI↑	PPI↑	PPI↑
需求		消费↑	对消费影响有限	消费↓	对消费影响有限
		投资↓	对投资影响有限	投资↓	对投资影响有限
		对出口影响有限	对出口影响有限	对出口影响有限	对出口影响有限

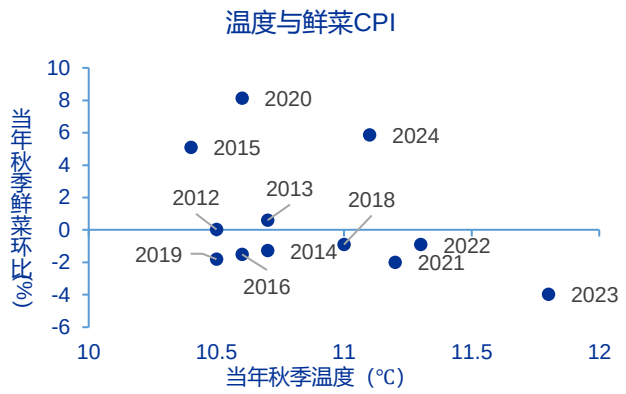
资料来源：Wind，申万宏源研究

2. 2026 年冬季：通胀影响升温，经济影响分化

2.1 通胀：整体上行，结构呈现三大“非对称效应”

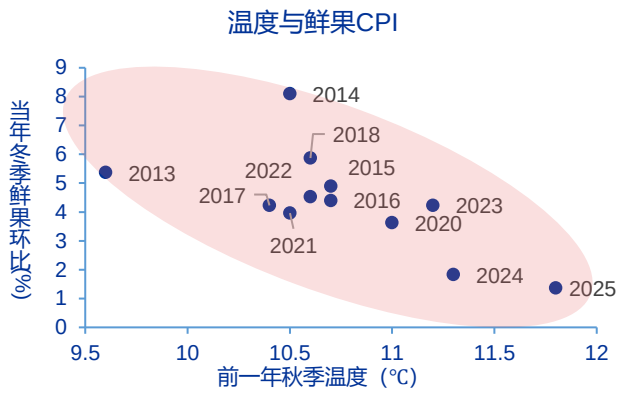
非对称效应 1：冬季我国天气偏暖或压制价格，但阶段性寒潮可能推升部分月份鲜菜 CPI 额外上行 10 个百分点以上。2026-2027 年秋冬季温度或高于往年同期；历史规律显示，冬季（前年 12 月-当年 2 月）温度较高年份，对应当季鲜菜 CPI 往往偏低（鲜菜生长周期 1-2 个月）；秋季（当年 9-11 月）温度较高的年份，对应冬季鲜果 CPI 往往偏低（鲜果生长周期 3 个月左右）。厄尔尼诺期间，寒潮频次也偏多，经验上或更多影响蔬菜生长；譬如 2015 年、2023 年 11-12 月寒潮天气偏多，令河南、江苏等部分地区蔬菜遭受冻害，推升冬季鲜菜 CPI 同比，分别较秋季上行 18.2、8.7 个百分点。

图 12：冬季温度越高，鲜菜 CPI 越低



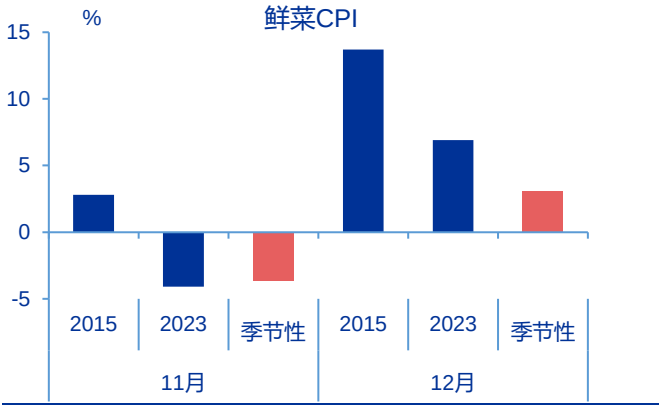
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 13：秋季温度越高，次年冬季鲜果 CPI 越低



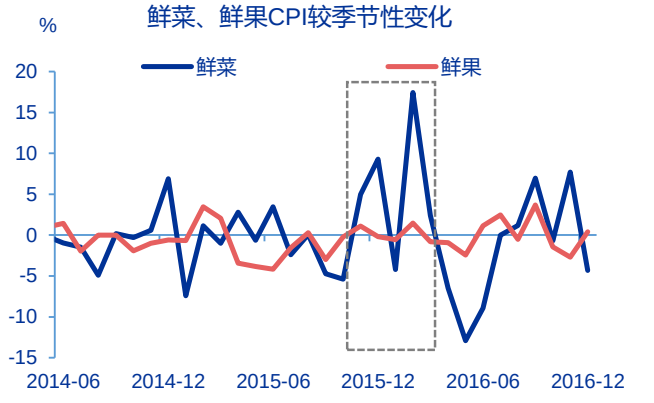
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 14：阶段性寒潮天气会推升鲜菜 CPI



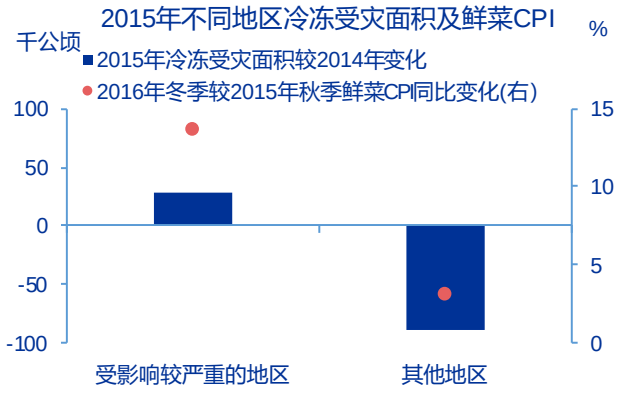
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 15：阶段性极寒天气对鲜果 CPI 影响有限



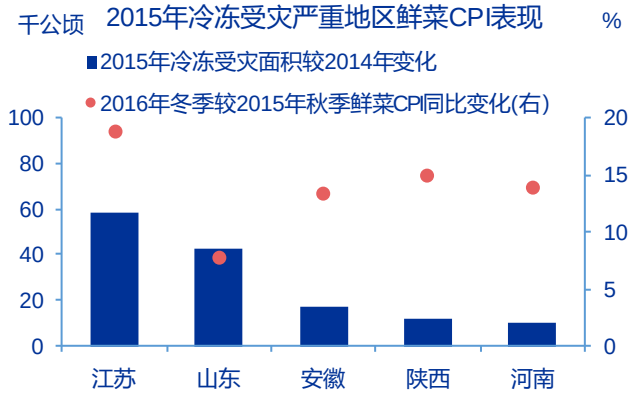
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 16：受灾严重的地区鲜菜 CPI 额外上行超 10%



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

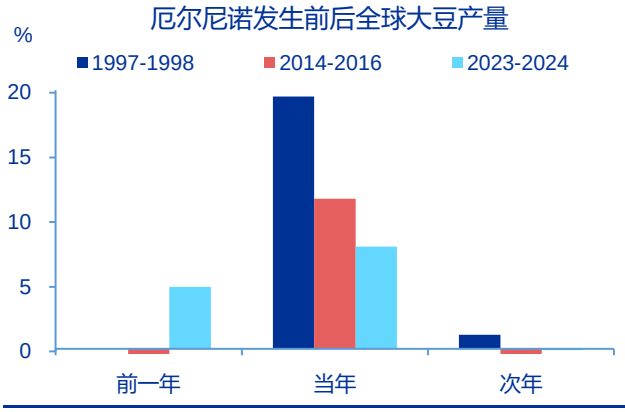
图 17：受灾严重地区的鲜菜 CPI 同比上行幅度较大



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

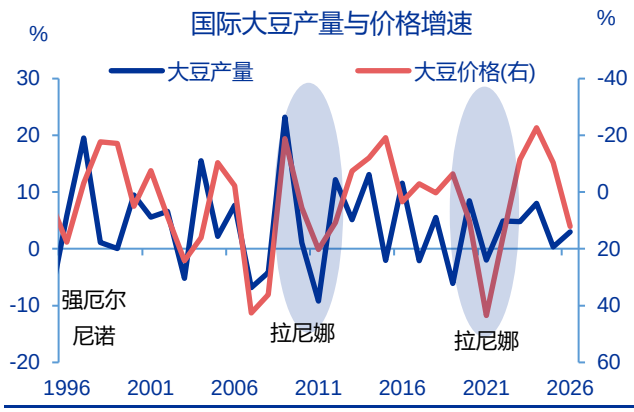
非对称效应 2：南美易出现极端降水，利于大豆生产或压制豆价与粮食 CPI，同时约束甘蔗收割或推高其他食品 CPI，但幅度或有限。12 月至次年 2 月正值南美大豆需水量大的时期，充足的降水利于大豆增产，期间大豆价格通常持平或者下跌。我国大豆主要来自巴西（进口占比，71.6%）、阿根廷（6.7%）等地，国内大豆价格回落的可能性也较高。不同的是，巴西等地降雨天气偏多影响甘蔗收割与加工；叠加油价走高下，巴西甘蔗更多用于乙醇生产，年内巴西糖产量下修 213 万吨至 4289 万吨，白糖价格已有上行。但考虑到大豆、糖类在 CPI 中占比或不足 0.5%，二者对食品 CPI 影响有限。

图 18：厄尔尼诺年份，大豆普遍丰产



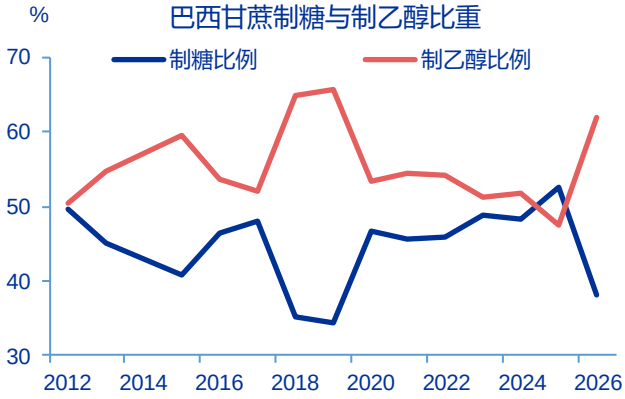
资料来源：USDA（美国农业部），申万宏源研究

图 19：大豆增产期间，价格往往走平或回落



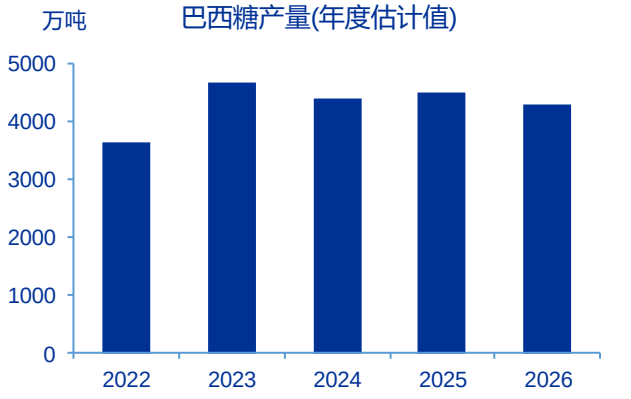
资料来源：USDA（美国农业部），申万宏源研究

图 20：2026 年巴西甘蔗更多用于制作乙醇



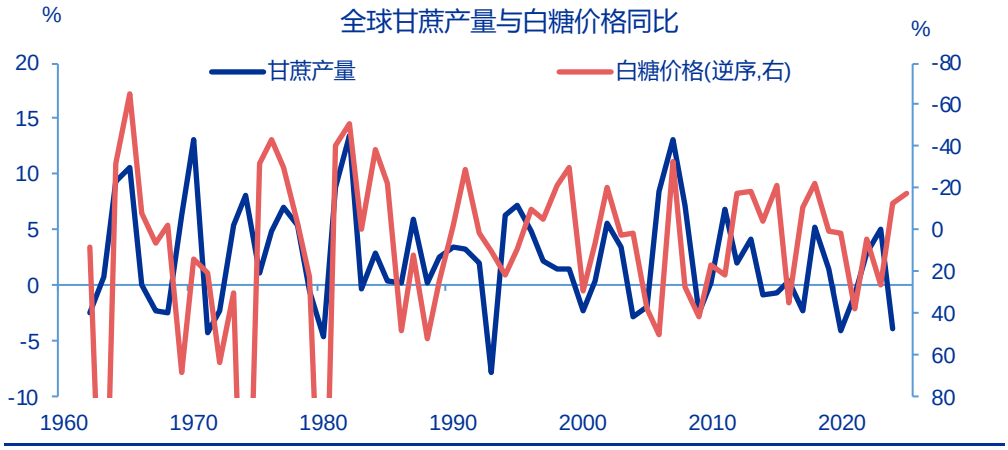
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 21：2026 年巴西下修糖产量



资料来源：Wind，申万宏源研究

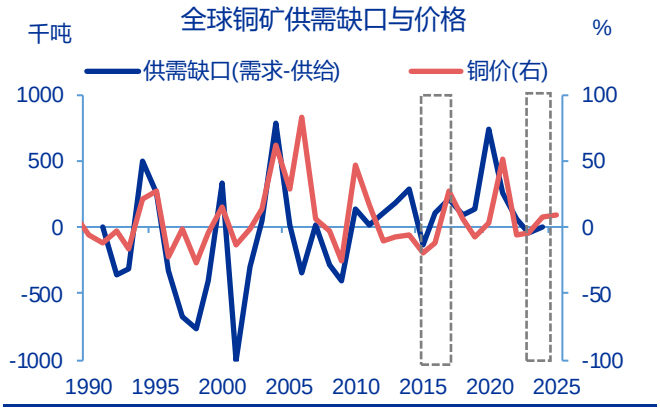
图 22：全球甘蔗产量回落，白糖价格通常上行



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

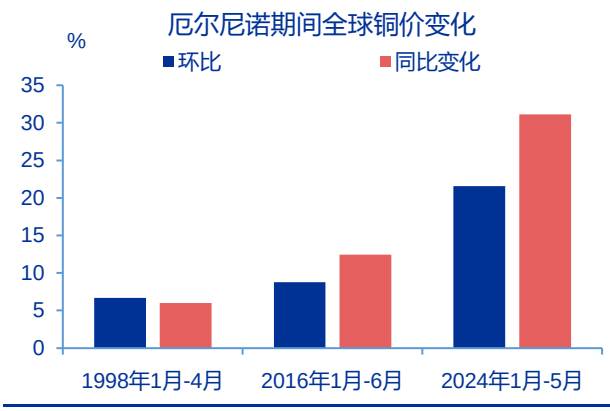
非对称效应 3：我国冬季偏暖利空煤价，但南美异常多雨或影响铜供应、推高全球铜价上涨 10 个百分点左右。经验上，我国冬季温度越高，会减少火力用电量，同时用煤需求也有减少；数据上冬季温度与居民用电量确呈现反向关系，譬如 2014、2017、2020 年冬季平均温度分别较前一年上行 0.9℃、1.7℃、0.9℃，对应居民用电量同比分别低至 7.1%、6.2%、4.2%；幅度上，火力发电量每减少 1 个百分点，对应煤价回落 0.6 个百分点。但厄尔尼诺令智利、秘鲁等地 11 月至次年 4 月出现强降雨和山洪概率较高，会导致铜矿区开采、发运受阻，历史上全球铜价月均环比上行 1%-2%。

图 23：铜供需缺口影响价格



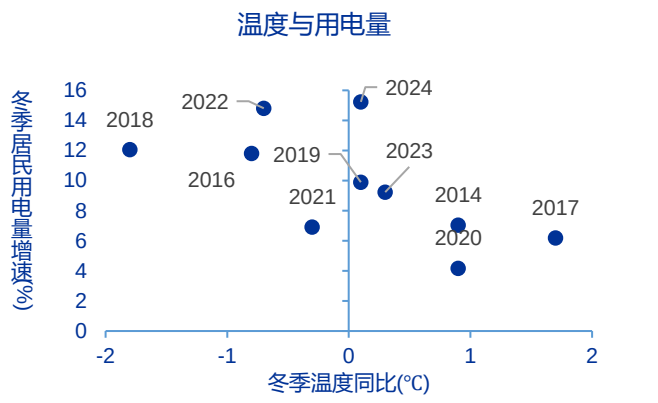
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 24：厄尔尼诺期间铜价会出现阶段性上行



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 25：暖冬利空用电量



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 26：火力发电上行，煤价也有回升



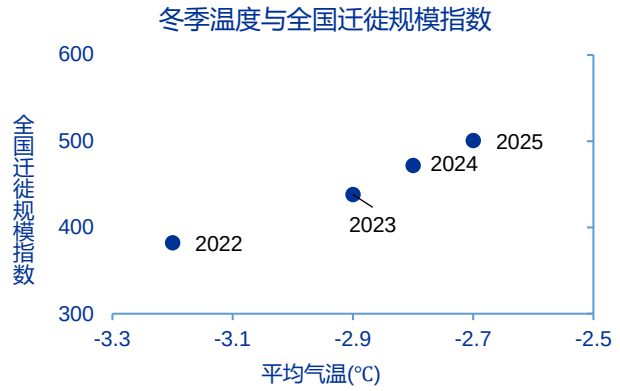
资料来源：Wind，申万宏源研究

总结：2026 年冬季厄尔尼诺对通胀的影响或为正，幅度上或令 CPI、PPI 分别额外上行 0.3、0.1 个百分点，结构上或利好菜、糖、铜价，利空果、豆、煤价。CPI 方面，基于过去两轮厄尔尼诺期间的食品价格涨幅，预计 2026 年冬季鲜菜、粮食 CPI 同比或分别为 1.8%、1.3%，贡献食品 CPI 同比 0.4、0.1 个百分点（超过季节性 1.7、0.1 百分点）；鲜果 CPI 同比或为-6.4%，贡献食品 CPI 同比-0.5 个百分点（弱于季节性 0.1 百分点）。综合来看，食品 CPI 同比或为-0.5%、高于季节性 1.6 个百分点，额外贡献 CPI 上行 0.3 个百分点。PPI 方面，若 2026 年冬季铜价较季节性上行 6%，煤价额外回落 3%，二者对 PPI 贡献或分别高于季节性 0.2 个百分点、偏弱 0.1 个百分点。

2.2 经济：暖冬利好消费，阶段性寒潮或更多扰动投资

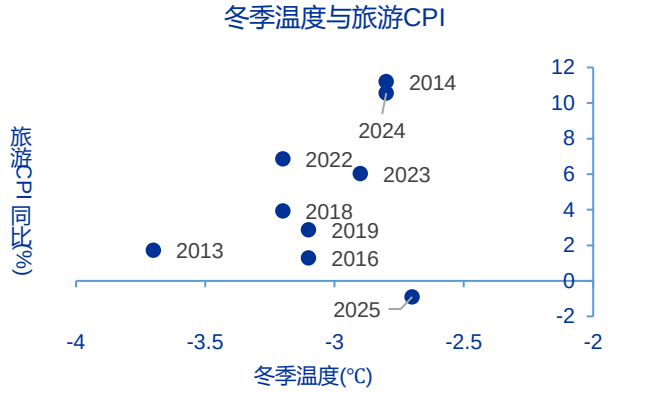
消费：暖冬利好居民出行，但阶段性寒潮可能构成短期扰动。数据上近年冬季的平均温度越高，全国迁徙规模指数也越高，对应旅游服务 CPI 同比也越高，譬如 2023、2024 年。阶段性寒潮虽然对居民出行形成明显约束，但影响时间较短，2023 年 12 月中旬，河北、北京、山东等地出现大范围降雪，平均积雪深度为 1961 年以来历史同期第一，期间上述地区的迁徙指数较 11 月底最大下滑 26.5 个百分点，但持续时间仅约半个月；此后迁徙指数回升至降雪前的水平。

图 27：暖冬利好居民出行



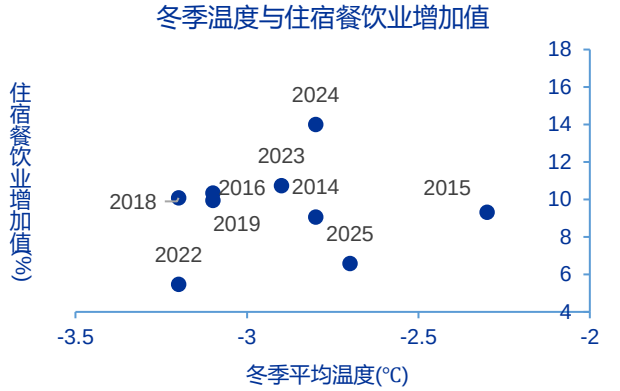
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 28：暖冬利好旅游 CPI



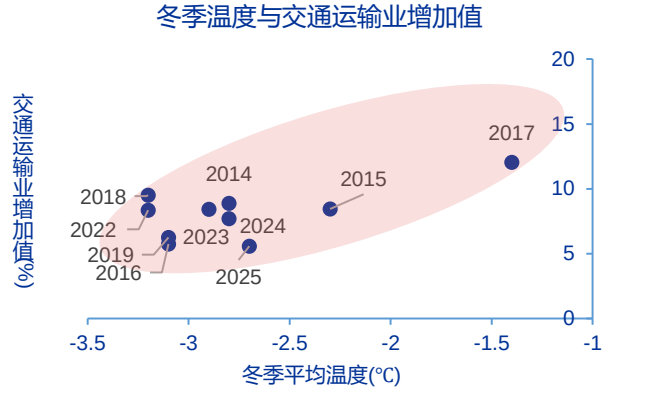
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 29：暖冬利好住宿餐饮业增加值



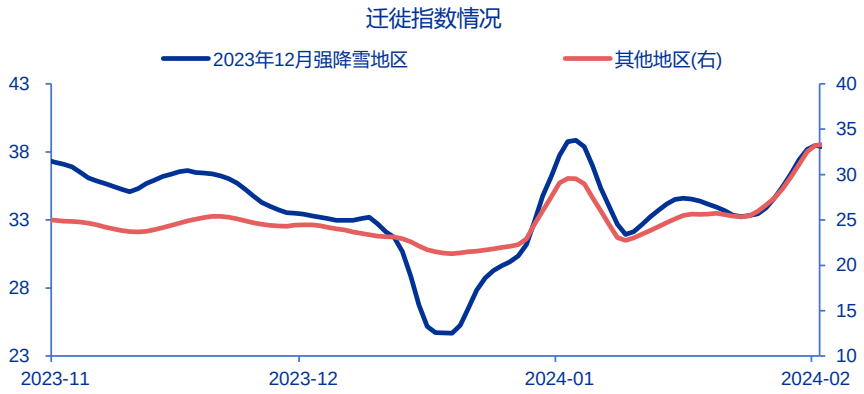
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 30：暖冬利好交通运输业增加值



资料来源：Wind，申万宏源研究

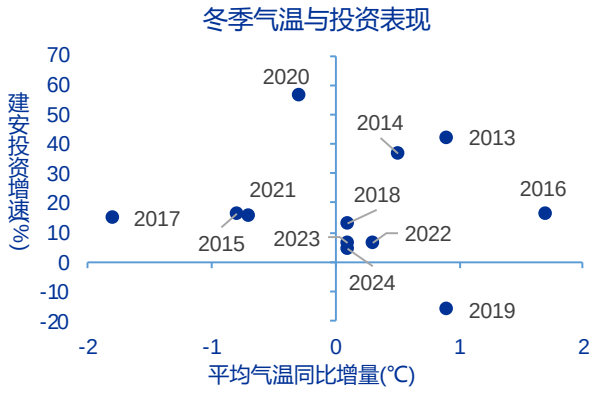
图 31：强降雪地区的人流出行强度明显走低



资料来源：iFind ，申万宏源研究

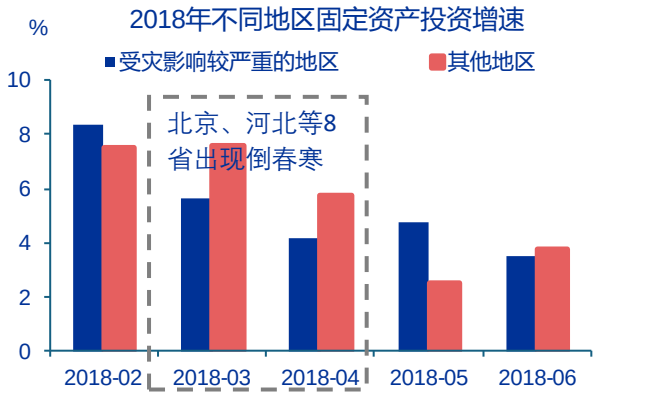
投资：暖冬不一定利好投资，但阶段性寒潮或构成短期扰动。数据上冬季平均温度与建安投资并不相关。但厄尔尼诺或令冬季出现较严重的寒潮，可能对投资形成扰动，譬如 2018 年 3-4 月，北京、河北等 8 省出现倒春寒，期间投资增速回落 4.2 个百分点，而其他地区仅下行 1.7 个百分点。2023 年 12 月-2024 年 2 月，华北、黄淮等地有大范围降雪，中东部出现两轮低温雨雪天气，受影响较严重的地区包括广西、山东、河北等，对应 2023 年 12 月投资回落较大、较寒潮前下行 1 个百分点；其他地区保持稳定。

图 32：冬季温度与建安投资增速的相关性较低



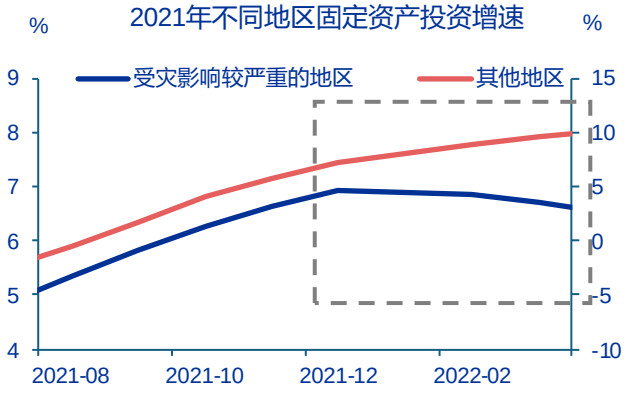
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 33：2018 年倒春寒较严重的地区投资回落较大



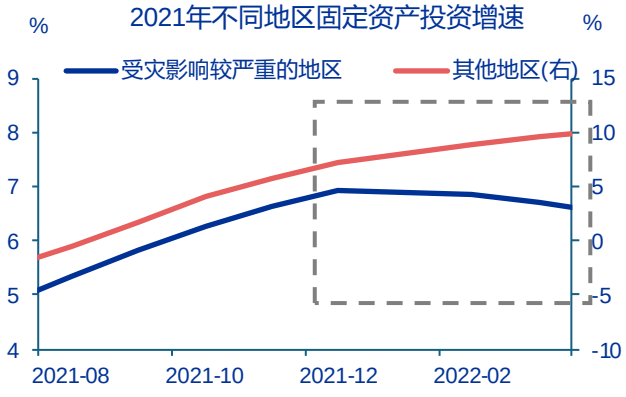
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 34：2021 年受灾相对严重的地区投资回落较大



资料来源：Wind，申万宏源研究

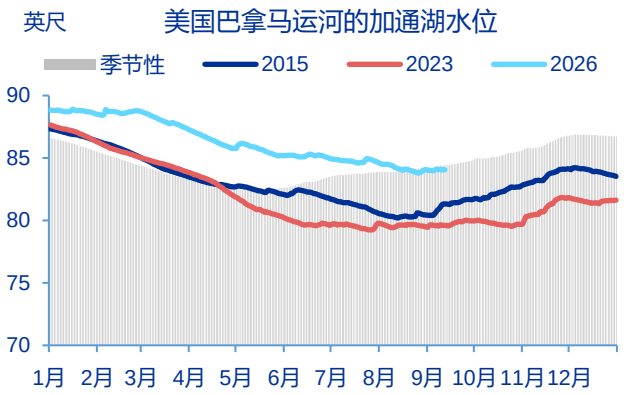
图 35：2023 年受灾相对严重的地区投资回落较大



资料来源：Wind，申万宏源研究

出口：厄尔尼诺可能约束巴拿马等地航运，但对外贸影响或有限。2023 年受厄尔尼诺影响，巴拿马运河遭遇历史性严重干旱，5 月以来加通湖水位明显低于往年同期；运河管理局被迫限制通行船舶的数量和吃水深度。但该事件仅影响中国对美集装箱出口中美东及美湾货流，占比更高的美西航线不受波及。反映在外贸层面，2023 年下半年，中国对美出口、对拉美出口仍在上行，显示外贸并未受航运减少而有回落。

图 36：两轮厄尔尼诺，巴拿马运河的水位明显偏低



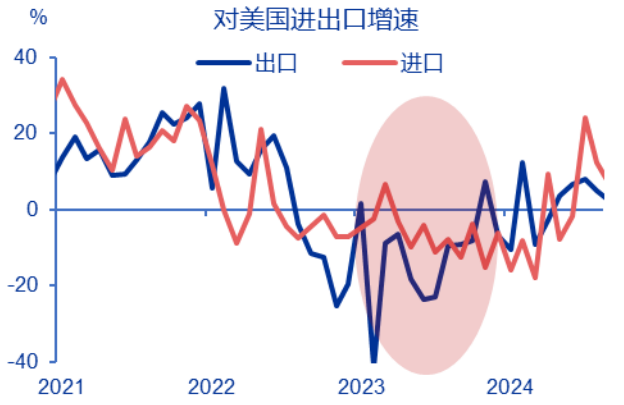
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 37：2023 年通过巴拿马运河的替代方案

替代方案	具体方式	额外成本
优先通行	对于部分附加值较高、需要送到指定口岸的快行货物，货主可以选择通过巴拿马运河资格拍卖会，获得优先通行机会	7月过运河的平均等待时间约为21天； 日本最大的石化企业付费397.5万美元，拍下11月15日巴拿马运河“优先通过权”
陆运+海运	在运河入口卸下部分货物，由陆路运到出口后再重新装船，但这种多式联运只适合一部分货物类型	装卸过程会增加运输成本
绕路通行	选择绕路苏伊士运河通行	增加7-14天的额外时间
	绕行好望角则需要约45天	增加约19天的额外时间

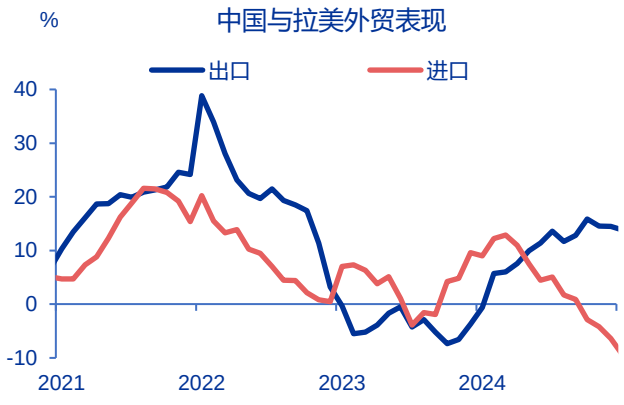
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 38：对美国进出口仍保持较强韧性



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 39：2023 年下半年中国与拉美外贸增速上行



资料来源：Wind，申万宏源研究

3. 2027 年春季：通胀影响延续，经济影响有限

厄尔尼诺影响的长尾效应下，蔬菜、粮食、铜等涨价或延续，通胀或继续上行，幅度上 CPI、PPI 或分别超季节性 0.4、0.3 个百分点。CPI 方面，基于过去两轮厄尔尼诺期间的食品价格涨幅，2027 年春季鲜菜、粮食 CPI 同比或分别为 16.5%、2.4%，贡献食品 CPI 同比 1.6、0.2 个百分点（超过季节性 2.3、0.2 百分点）；鲜果 CPI 同比或为-4.7%，贡献食品 CPI 同比-0.4 个百分点（弱于季节性 0.2 百分点）。综合来看，食品 CPI 同比或为 1%、高于季节性 2.5 个百分点，额外贡献 CPI 上行 0.4 个百分点。PPI 方面，若 2027 年春季铜价上行、煤价回落，二者对 PPI 贡献或分别高于季节性 0.4 个百分点、偏弱 0.05 个百分点。

由于厄尔尼诺对棕榈油、橡胶价格的影响存在 3-4 个季度时滞，对应 2027 年春季后价格或有上行，但对 PPI 影响较小。超强厄尔尼诺往往引发东南亚持续半年以上高温干旱，导致油棕开花减少、橡胶树生长及胶乳分泌受抑。由于油棕树从开花到结果、橡胶树从新梢抽发到生产乳胶均需要 9-12 个月，因此厄尔尼诺会领先二者价格变化 9-12 个月。2026 年夏季，东南亚高温、干旱情况强于往年，对应 2027 年春季后棕榈油、天然橡胶价格或有上行。我国棕榈油、天然橡胶高度依赖进口，其价格变化又会传导至国内农副食品、橡胶塑料 PPI，但二者在 PPI 中权重不及 1%，对总 PPI 推升有限。

图 40：油棕树从开花到生长需要 1 年左右

作物	生长阶段	时间或月份	若遭遇厄尔尼诺的可能影响
油棕	花芽形成	开花前18-24个月	高温少雨可能减少未来结果数量
	花序发育	开花前4-6个月	干旱可能造成花序发育不良或败育
	开花授粉	花期约1-2周	高温、干旱或异常降雨可能降低授粉率
	果实膨大	开花后3-6个月	缺水可能降低果实重量和含油率

资料来源：Wind，申万宏源研究：

图 41：天然橡胶的生长周期

作物	生长阶段	时间或月份	若遭遇厄尔尼诺的可能影响
橡胶	落叶换叶及低产期	1-3个月	高温少雨可能延长落叶和低产期
	新叶生长及产能恢复	2-5个月	持续干旱可能阻碍新叶生长和产胶能力恢复
	主要割胶期	5月-次年1月	持续干旱可能降低乳胶产量

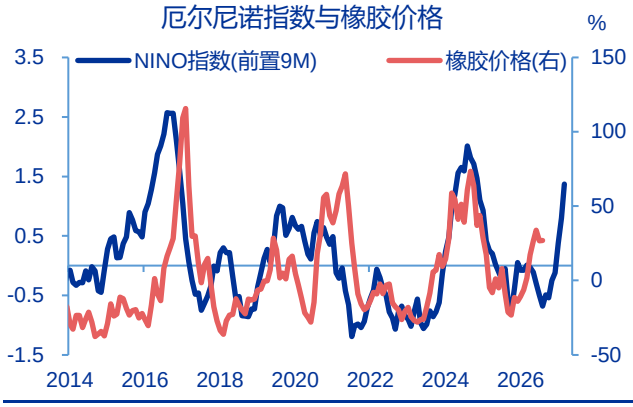
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 42：厄尔尼诺天气对棕榈油价格影响滞后 12 个月



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 43：厄尔尼诺指数领先橡胶价格 9 个月左右



资料来源：Wind，申万宏源研究

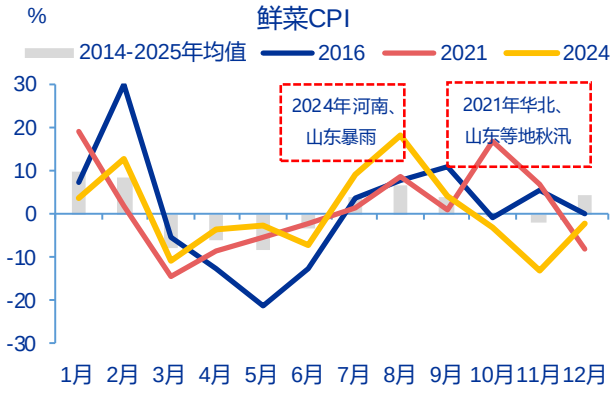
4. 2027 年夏季：通胀影响、经济影响均达峰

4.1 通胀：上行幅度或加大，厄尔尼诺的影响可能达峰

正向传导 1：夏季极端降水天气会冲击农作物生产，直接推升 CPI。一是若洪涝天气发生于蔬菜、水果主产地，对 CPI 推升幅度较大，如 2024 年 7-8 月，山东、河南、四川等地洪涝较严重，且上述地区恰为“产菜”大省，鲜菜 CPI 环比分别上行 9.3%、18.1%，明显超季节性。二是强降雨会影响玉米、水稻等粮食生长；典型是 2020 年 8 月末，东北主产区接连遭遇巴威、美莎克、海神三场台风，叠加临储玉米库存触底，东

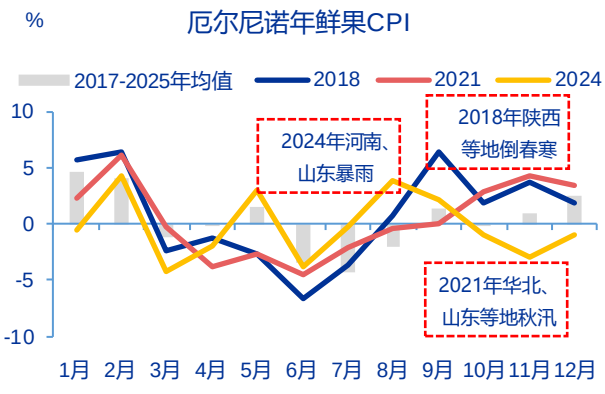
北玉米减产 5%，导致全国玉米产量为负，价格在 8-11 月环比涨幅达 12.4%。后续秋季强降雨虽不会造成粮食减产，但或会延误玉米、水稻秋收晾晒进度；如 2023 年 9 月，陕西、河南等粮食主产区遭遇罕见秋汛，当月粮食 CPI 环比高达 0.6%。

图 44：强降雨会推升鲜菜价格



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 45：强降雨会推升鲜果价格



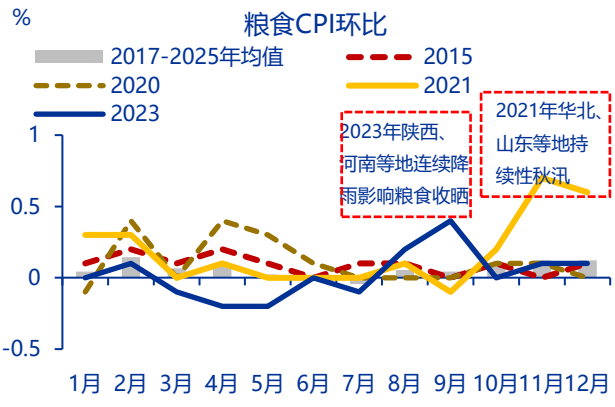
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 46：2020 年东北水灾、玉米临储，价格走高



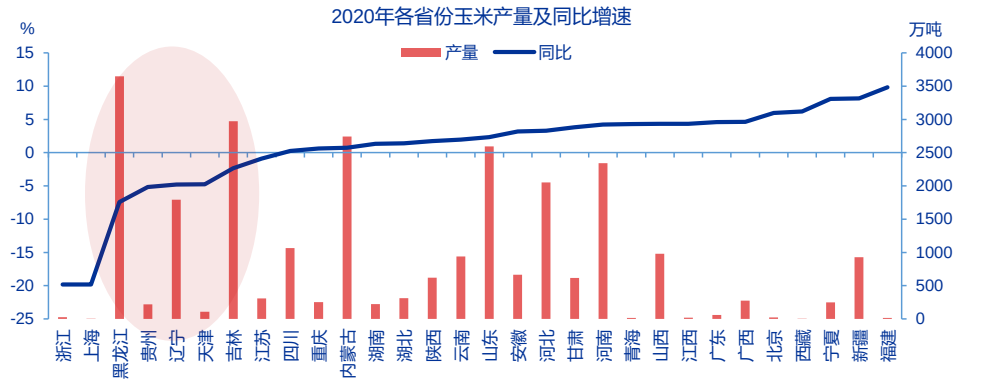
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 47：秋季出现的极端天气对粮食 CPI 影响较大



资料来源：农业农村部，申万宏源研究

图 48：2020 年玉米产量占比较高的地区增速明显回落



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

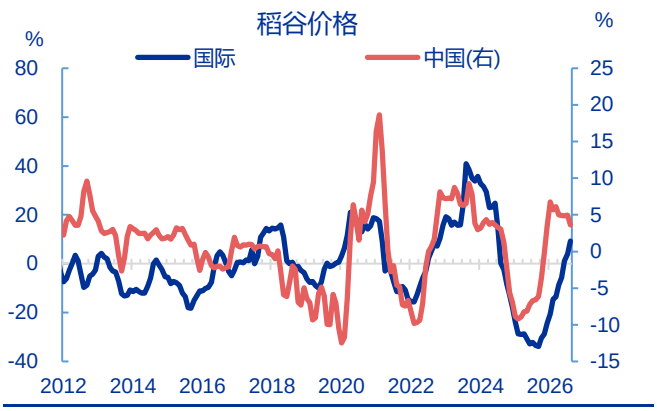
正向传导 2：国际玉米、水稻涨价会影响国内粮食生产者预期，或额外带动国内粮食价格上行。国际粮食更多的涌入国内市场，对国内粮食生产者预期构成直接影响。从数据上来看，2017 年之前，国际粮食价格同比与国内粮食价格同比的变化整体上并不十分匹配，但 2017 年之后，伴随进口依赖度提升，国际粮价同比与国内粮价同比走势高度接近，幅度上相当于国际粮价涨幅的 60%。考虑到厄尔尼诺也会令全球玉米、水稻涨价，或也通过影响生产者预期带动国内粮食价格上行。

图 49：国内玉米价格与国际价格走势具有一定同步性



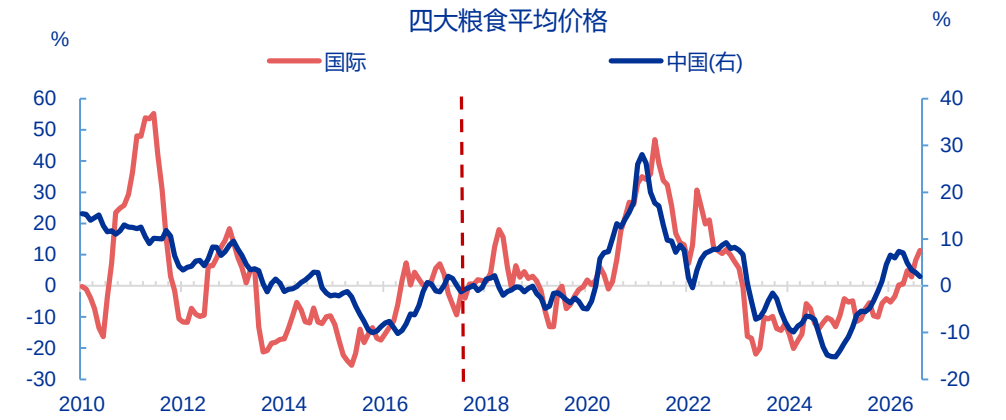
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 50：国内稻谷价格与国际价格走势具有同步性



资料来源：Wind，申万宏源研究

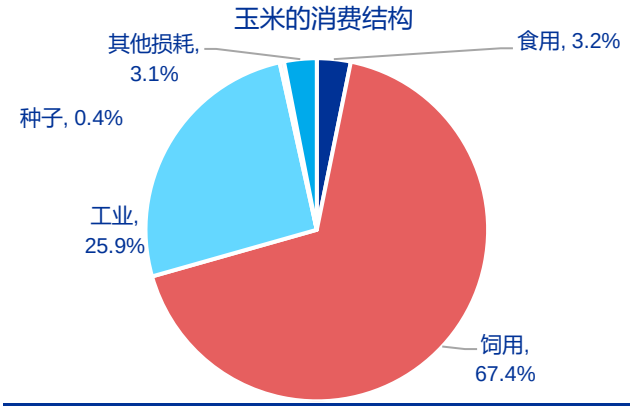
图 51：国内粮食价格与国际价格的同步性增强



资料来源：Wind，申万宏源研究

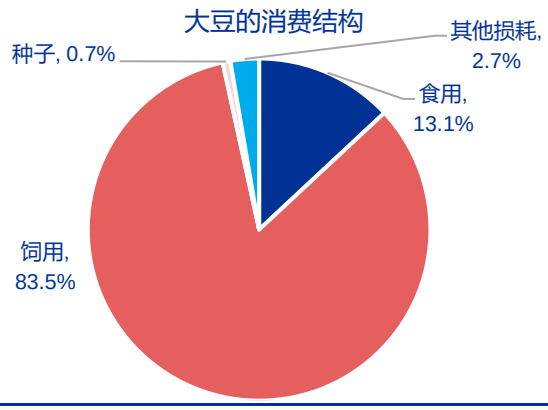
粮食涨价会作为成本进一步影响猪肉等价格，但该传导影响有限。玉米、大豆等粮食主要用于饲料和工业压榨，其价格也会通过“粮食价格→饲料成本→猪肉/鸡蛋价格”影响食品 CPI。数据上玉米与蛋类价格走势具有一定同步性；典型如 2017-2019 年玉米价格大幅走高，蛋类 CPI 也有明显上行。但上述关系并不稳定，譬如 2020 年 8-11 月，玉米价格大幅上涨，但期间猪肉、蛋类 CPI 同比并未走强、甚至有所走弱，影响鸡蛋、猪肉价格的主要因素仍是本身供需情况。

图 52：玉米用于饲料、工业的比重超过 90%



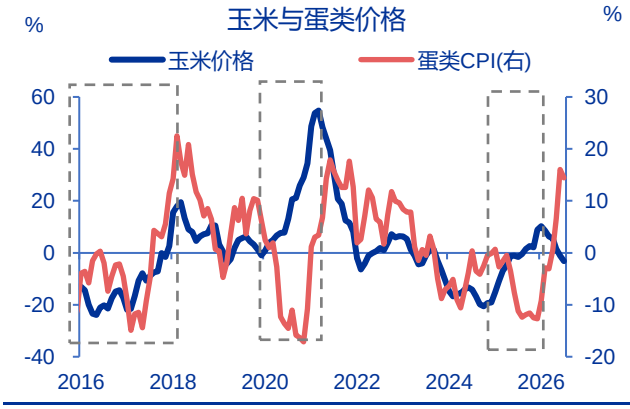
资料来源：Wind，申万宏源研究 2026 年 8 月

图 53：大豆用于饲料的比重超过 80%



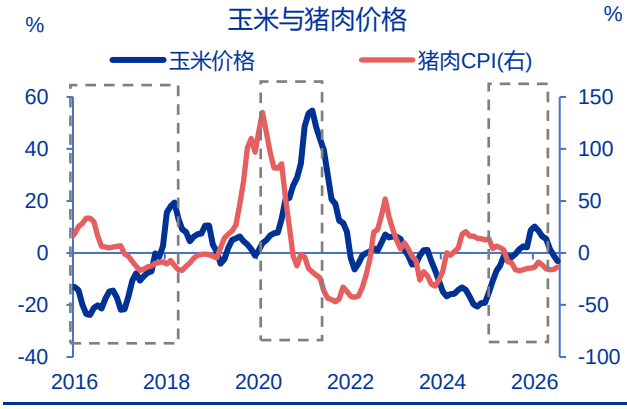
资料来源：农业农村部，申万宏源研究 2026 年 8 月

图 54：蛋类 CPI 与玉米价格走势并非完全同步



资料来源：Wind，申万宏源研究

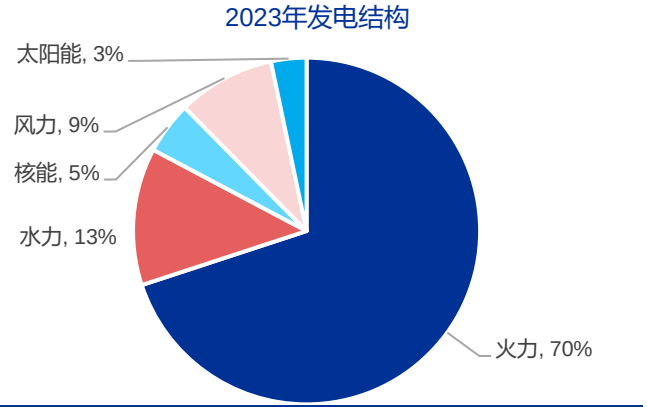
图 55：猪肉 CPI 与玉米价格走势并不相关



资料来源：农业农村部，申万宏源研究

正向传导 3：夏季高温、极端降雨或令火电需求上行，推高煤价；经验上，价格环比涨幅或在 12 个百分点左右。夏季天气对煤价的传导链条为“高温（水分蒸发）、暴雨（泄洪）→水力发电下行→火力发电量上行→用煤需求增加、煤价上行”；幅度上，水力发电量每减少 1 个百分点，火力发电量增加 0.4 个百分点，对应煤价上行约 0.25 个百分点；譬如 2023 年厄尔尼诺期间，全国水力发电量同比最大回落 40 个百分点，期间火力发电量上行约 15 个百分点。

图 56：水力发电仅占总发电量的 13%



资料来源：Wind，申万宏源研究

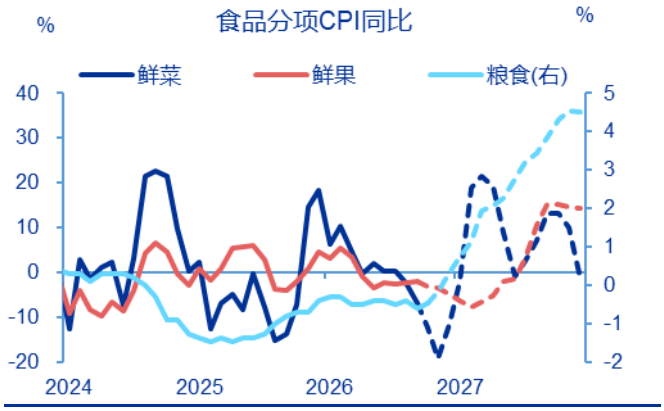
图 57：水力发电量回落的情况下，火电需求上行



资料来源：Wind，申万宏源研究

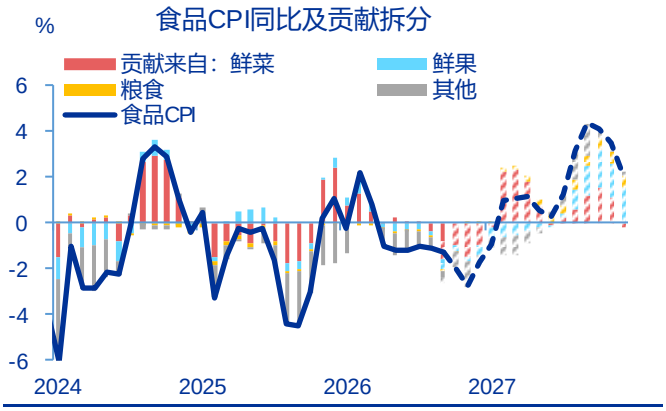
总结：2027 年夏季，厄尔尼诺利好菜、果、粮、煤价，幅度上或令 CPI、PPI 分别额外上行 0.3、0.3 个百分点。CPI 方面，基于过去两轮厄尔尼诺期间食品价格涨幅，2027 年夏季鲜菜、鲜果、粮食 CPI 同比或分别为 2.9%、4%、3.5%，贡献食品 CPI 同比 0.3、0.3、0.3 个百分点（月均超季节性 0.7、0.4、0.4 百分点）。综上，食品 CPI 同比或为 1.6%、高于季节性 1.7 个百分点，额外贡献 CPI 月均上行 0.3 个百分点。PPI 方面，若 2027 年夏季煤价月均多增 3%，对 PPI 的月均贡献或超季节性 0.3 个百分点。

图 58：食品 CPI 分项预测



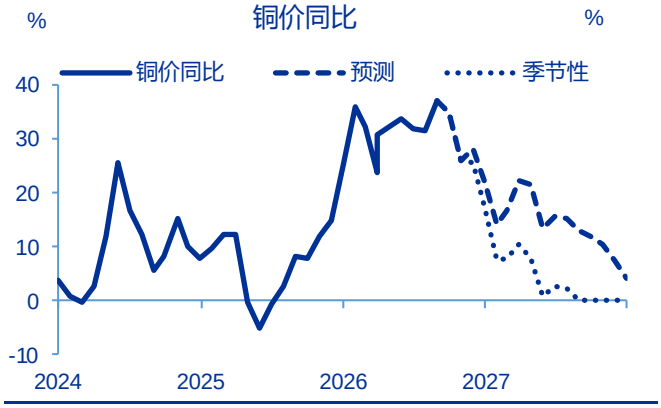
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 59：食品 CPI 贡献拆分



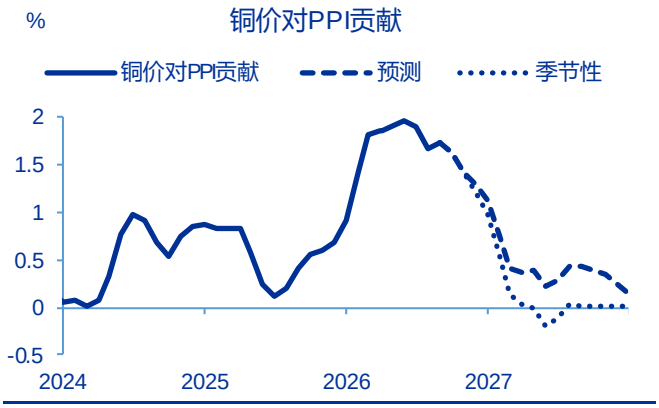
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 60：铜价月均同比或超季节性 10 个百分点



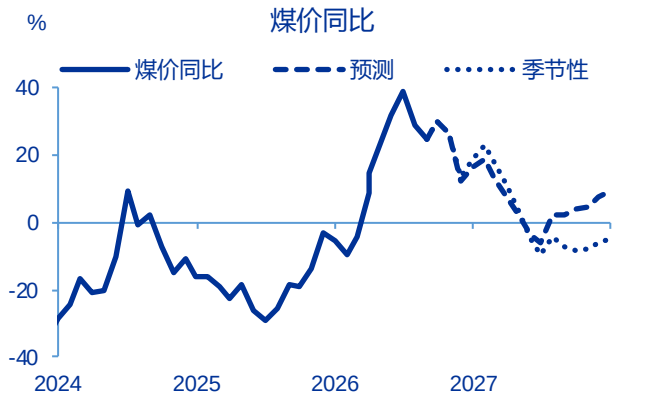
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 61：铜价对 PPI 月均贡献或超季节性 0.3 个百分点



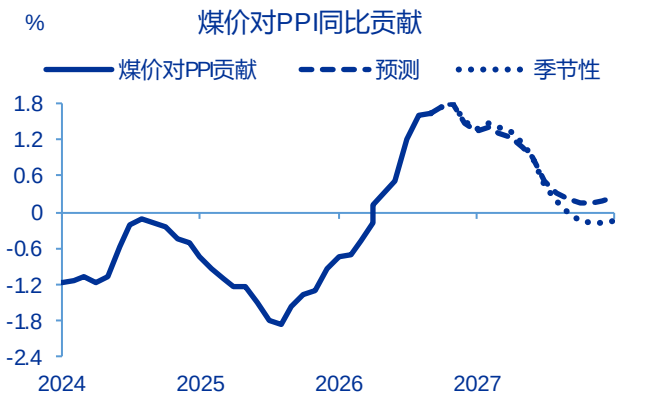
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 62：2027 上半年煤价或偏弱，下半年或明显上行



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 63：煤价对 PPI 月均贡献或超季节性 0.3 个百分点



资料来源：Wind，申万宏源研究

4.2 经济：极端降水或对内需形成阶段扰动

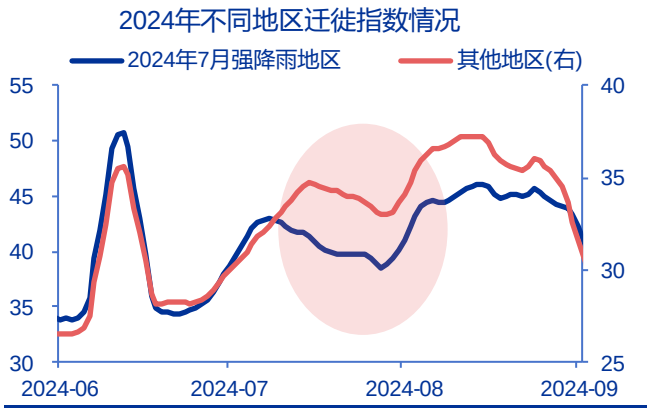
内需：夏季强降水或约束居民出行、室外施工，对应消费、投资可能再度面临下行风险。譬如 2024 年 7 月，受厄尔尼诺影响，河南、湖南、江西、湖北、安徽等地出现强降雨，对应地区迁徙规模指数较其他地区也有明显下行，投资也出现更大幅度回落。类似地，2026 年 7 月先后有 3 个台风登陆我国，影响范围较广，居民出行意愿明显回落，数据上全国迁徙规模指数同比回落至-25%左右低位，投资增速回落 0.5 个百分点至-11.7%，其中以户外施工为主的建安投资增速大幅下滑 4.7 个百分点。

图 64：2023 年 8 月，强降雨地迁徙强度回落较大



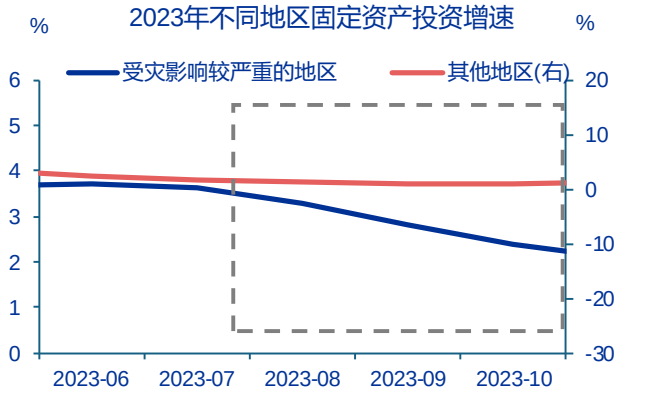
资料来源：Wind，申万宏源研究 强降雨地区为北京、天津、河北

图 65：2024 年 7 月，强降雨地迁徙强度回落较大



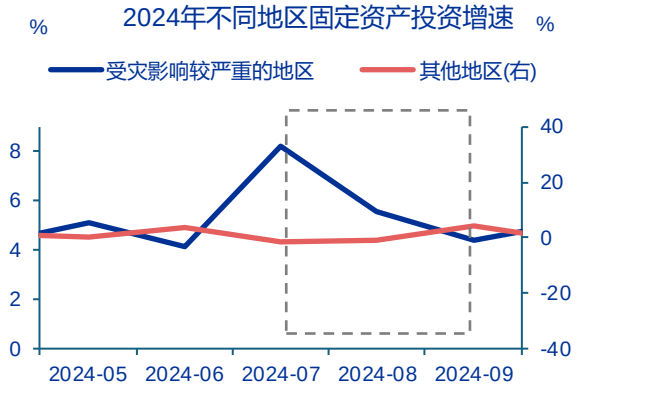
资料来源：Wind，申万宏源研究 强降雨地区为河南、湖南、江西、湖北、安徽

图 66：2023 年 8 月，强降雨地投资下滑幅度更大



资料来源：Wind，申万宏源研究

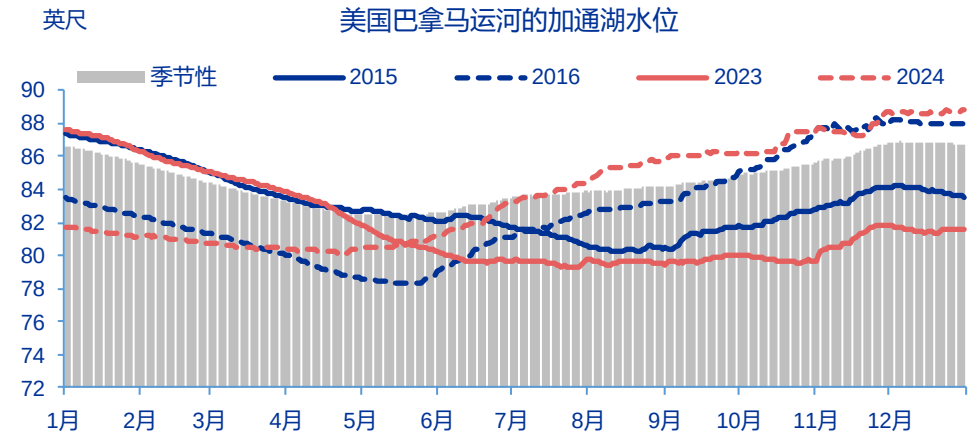
图 67：2024 年 7-8 月，强降雨地投资回落较大



资料来源：Wind，申万宏源研究

外贸：参照历史，厄尔尼诺次年 6-8 月巴拿马运河或逐步恢复通航。上两轮厄尔尼诺发生次年，即 2016 年与 2024 年，巴拿马运河的加通湖水位分别自低于季节性 5.1%、5.7%的水平快速向季节性水平修复，并于 2023 年 7-8 月水位基本回升至季节性水平。相应地，对应运河船舶通行约束逐步解除，日通航艘次增加。

图 68：厄尔尼诺的次年下半年水位逐步恢复



资料来源：Wind，申万宏源研究

通过研究，本文得到如下结论：

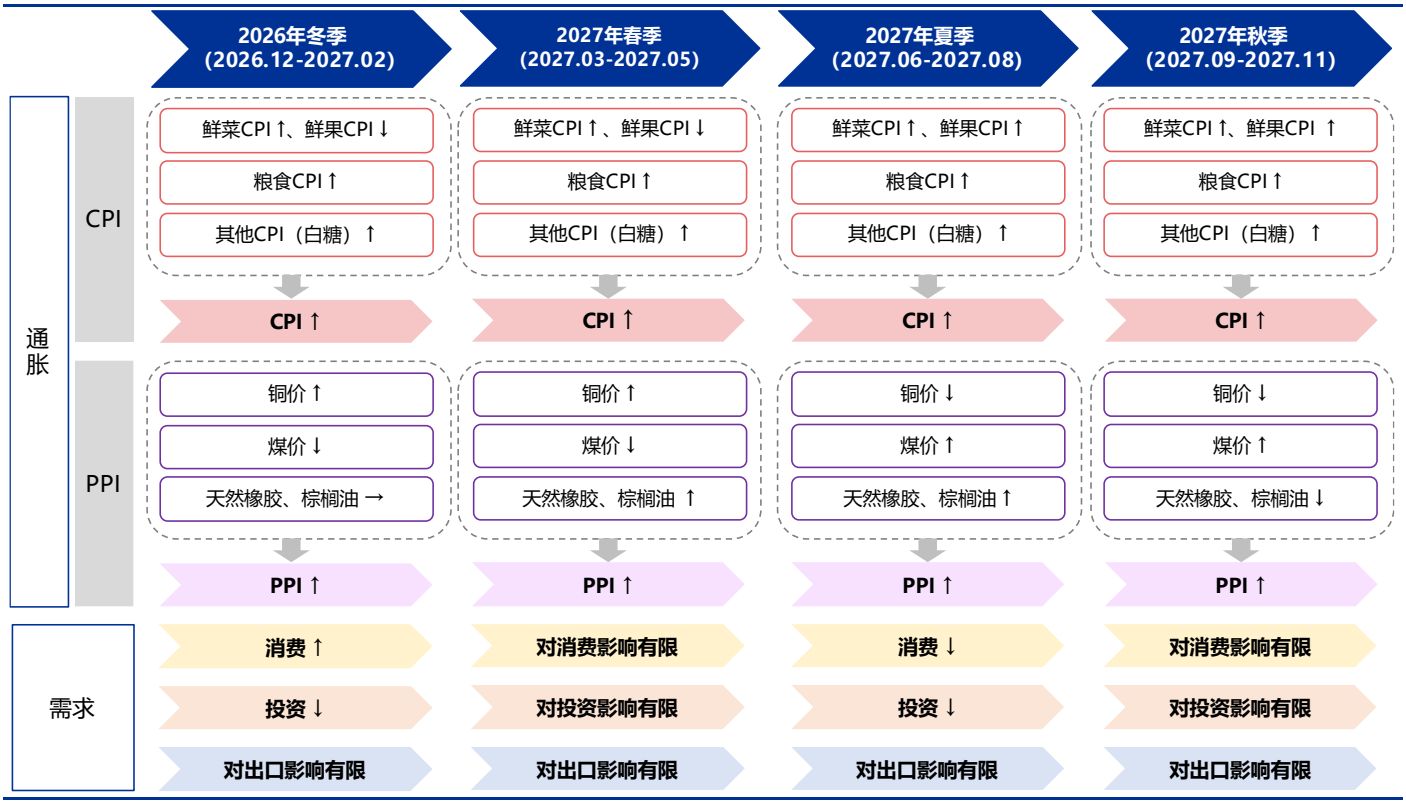
本轮厄尔尼诺或在 11 月前后演变为史上最强，影响峰值或滞后于次年夏季。9 月 3 日，厄尔尼诺现象已形成并持续增强，或在 11 月前后达到峰值；期间我国冬季偏暖、但伴随阶段性寒潮，北美、东南亚易偏干旱，南美易出现暴雨洪涝。但影响峰值或滞后于次年夏季体现，表现为长江中下游地区降水或偏多，暴雨洪涝风险较高。

2026 年冬季：厄尔尼诺的通胀影响或升温，经济影响或分化。通胀方面，厄尔尼诺对通胀的影响或表现为，菜价涨、果价跌，糖价涨、豆价跌，铜价涨、煤价跌，总效应为正。经济指标中，暖冬更多利好消费，阶段性寒潮或更多扰动投资；美洲干旱可能约束巴拿马航运，但对外贸影响或有限。

2027 年春季：涨价效应或延续，经济受影响或较小。蔬果、粮食、铜等或继续涨价下，2027 年春季 CPI、PPI 同比或分别超季节性 0.4、0.3 个百分点。此外，厄尔尼诺对棕榈油、橡胶价格的推升或在该阶段开始体现（9-12 个月的生长周期），但对 PPI 传导或有限。

2027 年夏季：通胀影响或达峰值，经济影响或为负。通胀影响增强下，CPI、PPI 或分别超季节性 0.3、0.3 个百分点。传导路径有三，一是冲击农作物生产，或直接推升 CPI；二是海外粮食涨价通过国内粮食生产者预期，或间接推升 CPI；三是火电需求上行，或推高煤价。此外，极端降水或再度对内需形成扰动，消费、投资面临下行风险。

图 69：厄尔尼诺影响的宏观图谱



资料来源：Wind，申万宏源研究

风险提示：

1）**天气变化超预期。**厄尔尼诺对温度、降雨量构成更大扰动。

1）**油价超预期变化。**油价变化超出预期。

3) **政策落地速度不及预期。**前期以旧换新、设备更新等政策对内需的影响分化。

下载日志已记录，仅供内部参考

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告,并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.com

证券的投资评级

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy） ：相对强于市场表现 20%以上；

增持（Outperform） ：相对强于市场表现 5%～20%；

中性（Neutral） ：相对市场表现在 - 5%～ + 5%之间波动；

减持（Underperform） ：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（Overweight） ：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral） ：行业与整体市场表现基本持平；

看淡（Underweight） ：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 ：沪深 300 指数（A 股）、恒生中国企业指数（H 股）、纳斯达克指数（美股）

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 http://www.swsresearch.com 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。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、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。