

美豆 13 美元之上：刚需筑底、预期打顶

2026. 9. 4

投资咨询业务资格

皖证监函【2017】203 号

作者：朱书颖 从业资格号：F03120547 投资咨询号：Z0022992

初审：张莎 从业资格号：F03088817 投资咨询号：Z0019577

复审：赵肖肖 从业资格号：F0303938 投资咨询号：Z0022015

研报的简单+实用：唯一不变的宗旨

一、行情速览：从 1200 美分到 1300 美分的跃升

2026 年 8 月，CBOT 大豆市场走出了一轮凌厉的上攻行情。8 月 28 日当周，CBOT 大豆 11 月合约延续强势，盘中一度触及 1294.5 美分的合约高点。8 月 31 日（周一），11 月合约盘中最高触及 1294.50 美分，最终收平于 1288 美分/蒲式耳。8 月全月，芝加哥大豆期货上涨 8.46%，而 7 月涨幅仅为 3.83%。

进入 9 月，美豆涨势未歇。9 月 1 日，CBOT 大豆期货延续强势，11 月合约收报 1304 美分/蒲式耳，上涨 31.50 美分；盘中一度触及 1306.75 美分的高点。当日大豆期货整体涨幅达 2.41%，报 13.1850 美元/蒲式耳。9 月 2 日，CBOT 大豆期货冲高回落，11 月合约早盘一度升至 1324 美分/蒲，创下合约新高。但随着多头获利平仓盘涌现，基准期约收低 0.7%，11 月合约结算价报 1310.25 美分/蒲，下跌 7.50 美分。9 月 3 日，CBOT 大豆期货小幅回升，基准期约收高 0.3%，11 月合约上涨 6 美分，报收 1316.25 美分/蒲。当周美豆 11 月合约在 1290.25 美分至 1324 美分区间高位震荡，连续三周的涨势暂告段落。

美豆 11 月合约在 8 月初尚处于 1180—1190 美分区间，月内累计涨幅超过 100 美分。这一跃升并非渐进式爬升，而是伴随着跳空高开、缺口未补的技术形态——市场对利多信息的反应从“逐步消化”变为“一次性定价”，折射出参与者结构的深刻变化。从资金面看，投机基金从 8 月上旬的连续减持到中下旬的连续大幅增持，其持仓方向的逆转与美豆价格从 1180 美分到突破 1300 美分的上涨节奏高度吻合。基金净多单逼近 20 万手，在近年来属于偏高水平，反映出主动型资金对天气风险升水、生物柴油需求以及中国采购等多重利多因素的集中定价。

图：CBOT 主力合约期价



数据来源：文华财经、安粮期货研究所整理

二、需求函数重写：工业需求锁定价格底部

传统定价框架中，美豆需求由两大变量主导：中国采购（出口）与美国国内压榨（饲用）。二者的共同特征是弹性——中国采购节奏可快可慢，饲用消费随养殖利润周期性波动。但这一框架正在被一个结构性变化所改写：生物柴油已成为美豆第一大需求去向，且其具备传统需求所不具备的刚性特征。

2026 年 3 月，EPA 敲定 2026—2027 年可再生燃料掺混义务（RVO）最终规则，其中 2026 年生物质基柴油 RVO 设定为 54 亿加仑，2027 年为 57 亿加仑，较 2025 年的 33.5 亿加仑提升超过 60%。这意味着，豆油作为生物质基柴油的核心原料（占比约 37.5%），其工业消费量被政策强行锁定在历史最高水平。USDA 预计，2026/27 年度豆油用于生物质基柴油的生产量将达 178 亿磅，较 2025/26 年度增加 36 亿磅。

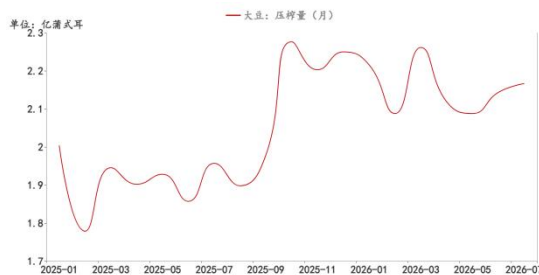
这对价格的意义在于：工业需求为美豆价格构筑了一条“政策底”。过去，美豆价格的下行风险主要来自需求端的塌缩——中国采购阶段性缺席，或养殖业亏损导致压榨下滑。而在当前框架下，即便中国采购节奏放缓、饲用消费疲软，每年近 180 亿磅的豆油工业需求

研报的简单+实用：唯一不变的宗旨

作为“法定强制消费”，仍将持续驱动大豆压榨需求。这意味着，价格的下行空间被制度性地收窄了。

NOPA 数据提供了最直接的印证：2026 年 7 月，美国大豆压榨量达 2.16 亿蒲式耳，较 2025 年同期大幅增长 10.7%，创历史同期新高。这并非偶发的月度波动，而是工业需求重塑美豆需求曲线的必然结果——当需求侧的“弹性变量”（中国采购、饲用消费）部分被“刚性变量”（生物柴油配额）替代后，美豆价格的底部已被系统性抬升。**当前美豆价格中枢体现了刚性需求的定价重估，投机溢价成分偏低。**

图：NOPA 月度压榨数据



图：美豆压榨利润



数据来源：钢联、安粮期货研究所整理

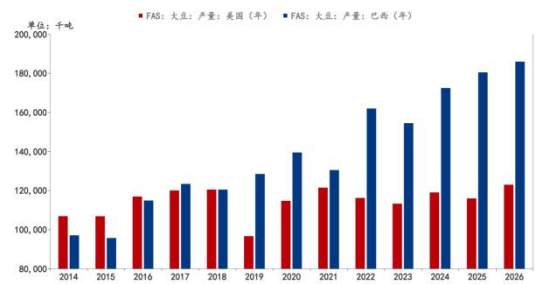
三、定价权重构：美豆从“锚”变为“被锚”

全球大豆定价体系的底层架构正在发生不可逆的变迁。过去二十年，CBOT 大豆是全球贸易的基准锚——美豆产量→美豆库存→CBOT 价格→全球贸易参考，这一线性链条主导了大豆定价的全过程。但伴随南美农业生产力的跨越式提升与中国需求结构的深度重塑，这一格局出现改变。

巴西在产量与出口量上已双双超越美国。2026/27 年度巴西大豆产量预计达 1.80 亿吨，且 CNF 报价较美豆低 50—60 美分/蒲。2026 年上半年，中国从巴西进口大豆 3475 万吨，从美国仅进口 931 万吨，6 月巴西单月出口量约为美国的十倍。这意味着，CBOT 大豆已从全球定价的“制定者”退化为“参与者”——其国内供需仅为全球多因子体系中的重要变量，而非决定性因素。

这一转变对价格中枢的含义是：**CBOT 价格对单一因素（如美国自身丰产）的敏感度下降，而对全球多因子共振的敏感度上升。**当前市场恰好处于多重因子同向叠加的时间窗口——美豆主产区干旱推升 CBOT、巴西旧作销售接近尾声而新作尚未播种、阿根廷汇率波动影响其出口意愿、巴拿马运河水位偏低推升物流成本。这四重因素中任何一个单独出现，均难以支撑 13 美元的价格水平；但当四个因素同时存在时，CBOT 的“向上弹性”便被系统性放大。定价权的分散化，并未削弱美豆价格的上涨动能，反而使得在多因子共振时，价格的反应更为剧烈。

图：巴西、美国年度产量



图：巴西大豆 FOB 报价



数据来源：钢联、安粮期货研究所整理

总部地址：合肥市包河区花园大道986号安粮中心23-24层

客服热线：400-626-9988

网站地址：www.alqh.com

研报的简单+实用：唯一不变的宗旨

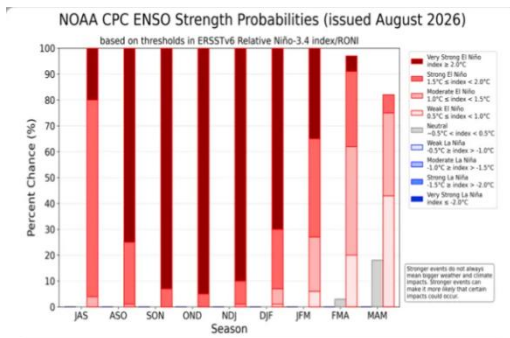
四、交易逻辑：市场交易的并非事实，而是“假设被打破”的情景

这是本轮行情区别于以往数次上涨的核心特征。8月USDA供需报告本身并不构成明确的利多信号——单产下调但面积上调，最终产量不降反升至45.19亿蒲，期末库存同步抬升至3.2亿蒲（市场预期为3.02亿蒲）。若按传统框架解读，这份报告应属中性偏空。但市场的实际反应是报告后短线震荡走高。这一看似矛盾的现象表明：**当前驱动价格的核心变量，已不是USDA报告中的既定数字，而是这些数字所依赖的前提假设的脆弱性。**

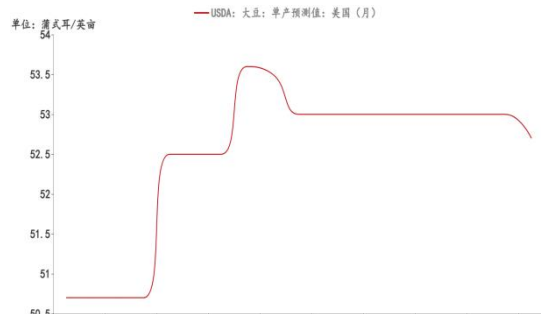
USDA平衡表隐含了两大脆弱性假设。其一，53蒲/英亩的趋势单产不会受到天气的实质性干扰——尽管8月报告已将单产下调至52.7蒲，但Pro Farmer作物巡查于8月下旬给出的单产预估为53.3蒲（±2%浮动区间，下限52.2），其浮动下限与USDA的52.7之间虽仅相差0.5蒲，但方向信号明确：单产下行风险客观存在，且市场对此的定价并不充分。其二，超强周期厄尔尼诺不会对巴西新季大豆产量构成实质性冲击——当前市场主流预判仍偏向乐观，但本轮厄尔尼诺事件的强度异常性及其与全球变暖背景叠加后的非线性效应，正在被越来越多的气候模型所警示。一旦实际天气演变突破当前模型边界，巴西大豆产量不仅可能低于趋势单产，甚至存在边际大幅下调的风险。

这两个“脆弱性假设”赋予了美豆价格非对称的价格结构。若天气改善、假设兑现，价格下行空间有限，因为生物柴油需求已为底部提供了制度性支撑；若天气恶化、假设被证伪，价格上行的弹性则极为充足——单产每下调1蒲/英亩，美豆结转库存即收紧至2.5—2.75亿蒲区间，库销比从当前预估的6.7%降至5.8%左右，这一水平在过去十年中仅出现过三次（2013/14、2016/17、2020/21），每一次均对应着价格区间的系统性上移。市场正在交易的，并非“丰产已经发生”，而是“官方假设可能不成立”。只要天气不出现超预期的持续改善，这一预期差定价过程就远未结束。**在上述逻辑未被证伪之前，市场仍围绕该逻辑持续交易。**

图：厄尔尼诺强度



图：美豆单产预计



数据来源：NOAA、钢联、安粮期货研究所整理

五、总结

上述三重变化并非平行并列，而是层层递进、相互增强的结构性支撑体系。从需求层面看，生物柴油政策锁定了价格底部，使美豆难以深跌；从定价体系层面看，全球定价的多极化放大了CBOT在多因子共振时的向上弹性；从交易逻辑层面看，预期差取代事实交易成为主要矛盾，延长了行情的持续时间和驱动强度。三层叠加的结果是：价格底部被抬高、向上弹性被放大、驱动因素难以在短期内被证伪。美豆突破13美元，不是一次“天气炒作”的偶然事件，而是全球大豆定价体系结构性变迁在价格层面的映射。

本报告基于安粮期货股份有限公司（以下简称“本公司”）认为可靠的公开信息和资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺任何有关变更的通知。本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述内容的投资建议，投资者应根据个人投资目标、财务状况和风险承受能力来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出决策并自行承担风险。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。