

石油石化

金油比价明显分化怎么解释？

金油比价，当下较大分化怎么解释？

当前金油比价是历史次高，仅次于 2020 年疫情原油胀库负价格阶段。我们认为定价因素差异在于原油是基本面定价，黄金是宏观定价。

油价跟随基本面，略微领先 US10Y

过去十年，油价紧跟基本面（OECD 原油库存）：当下 OECD 原油库存处于中等偏低水平，但是油价率先下跌，因为市场预期 2026 年原油基本面持续宽松会加剧累库。

过去十年，油价和 US10Y 呈现略微领先的正向关系：原油累库预期→油价下跌预期→通胀压力缓解预期→降息预期。

黄金由宏观定价

过去十年，金价与美国 10 年期国债收益率几乎呈负相关：黄金作为无息资产，其机会成本和实际利率水平相关，当实际利率下降时，黄金的吸引力提升，反之则下降。美国从 2025 年 9 月开始降息 25 个基点，市场普遍预期美国进入降息周期，债券市场对降息预期的定价最为敏感，市场主流预期美国 10 年期国债收益率下降。

本轮金价和新兴国家央行需求相关：自俄乌战争发生之后，新兴市场央行加大购买黄金的力度，相较于发达市场央行持有的黄金比例较低，央行需求的增长也是推动金价的因素之一。

风险提示：1) 特朗普执政政策的不确定性；2) 宏观经济的不确定性；3) 地缘局势的不确定性。

证券研究报告

2025 年 10 月 10 日

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级 强于大市

作者

张樨樨 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517120003
zhangxixi@tfzq.com

姜美丹 分析师
SAC 执业证书编号：S1110524090002
jiangmeidan@tfzq.com

行业走势图



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《石油石化-行业专题研究:化工大扩产，产能如何被消化？》 2025-09-24
- 2 《石油石化-行业专题研究:页岩油中报回顾，如何看投资和产量趋势？》 2025-09-10
- 3 《石油石化-行业专题研究:OPEC+开启二次增产》 2025-09-09

内容目录

1. 金油比价，当下较大分化怎么解释？	3
1.1. 油价跟随基本面，略微领先 US10Y	3
1.2. 黄金由宏观定价	4
2. 风险提示	4

图表目录

图 1：金油比价（金价单位：美金/盎司，油价单位：美金/桶）	3
图 2：油价（通胀调整，美金/桶）vs. OECD 库存（右轴倒序，百万桶）	3
图 3：油价（通胀调整，美金/桶） vs. US10Y（右轴，%）	3
图 4：gold（通胀调整，美金/盎司） vs. fed rate（右轴，%）	4
图 5：gold（通胀调整，美金/盎司） vs. US10Y（右轴，%）	4

1. 金油比价，当下较大分化怎么解释？

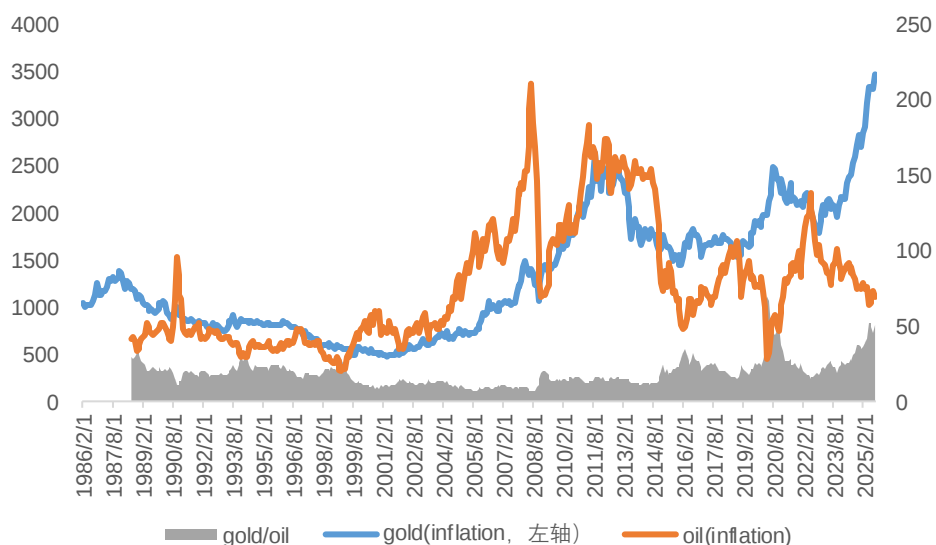
当前金油比价是历史次高，仅次于 2020 年疫情原油胀库负价格阶段。

我们认为定价因素差异——

1) 原油是基本面定价（见图 2）

2) 黄金是宏观定价（见图 5）

图 1：金油比价（金价单位：美金/盎司，油价单位：美金/桶）



资料来源：Wind，天风证券研究所

1.1. 油价跟随基本面，略微领先 US10Y

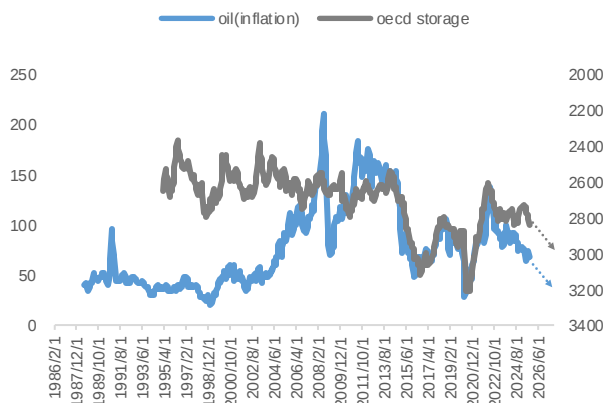
过去十年，油价紧跟基本面（OECD 原油库存）：

当下 OECD 原油库存处于中等偏低水平，但是油价率先下跌，因为市场预期 2026 年原油基本面持续宽松会加剧累库。

过去十年，油价和 US10Y 呈现略微领先的正向关系：

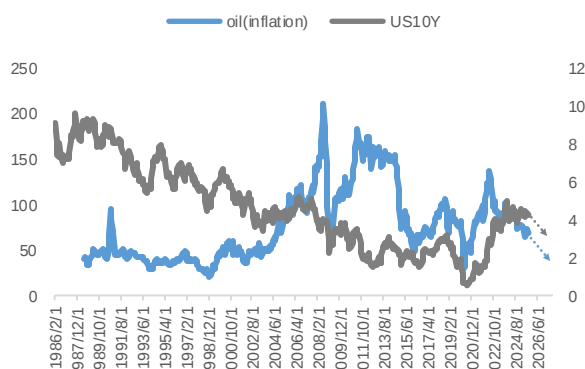
原油累库预期→油价下跌预期→通胀压力缓解预期→降息预期。

图 2：油价（通胀调整，美金/桶）vs. OECD 库存（右轴倒序，百万桶）



资料来源：Wind，天风证券研究所（注：图中虚线代表主流预期）

图 3：油价（通胀调整，美金/桶）vs. US10Y（右轴，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所（注：图中虚线代表主流预期）

1.2. 黄金由宏观定价

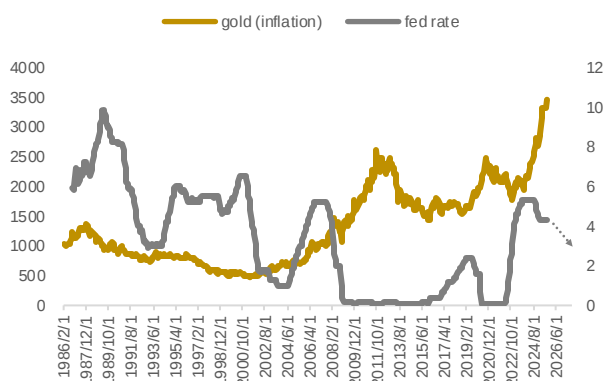
过去十年，金价与美国 10 年期国债收益率几乎呈负相关：

黄金作为无息资产，其机会成本和实际利率水平相关，当实际利率下降时，黄金的吸引力提升，反之则下降。美国从 2025 年 9 月开始降息 25 个基点，市场普遍预期美国进入降息周期，债券市场对降息预期的定价最为敏感，市场主流预期美国 10 年期国债收益率下降。

本轮金价和新兴国家央行需求相关：

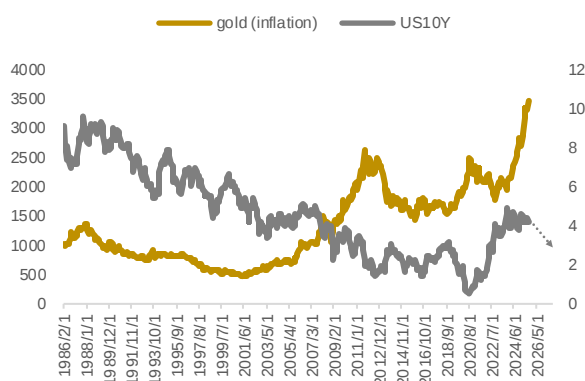
自俄乌战争发生之后，新兴市场央行加大购买黄金的力度，相较于发达市场央行持有的黄金比例较低，央行需求的增长也是推动金价的因素之一。

图 4：gold（通胀调整，美金/盎司）vs. fed rate（右轴，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所（注：图中虚线代表主流预期）

图 5：gold（通胀调整，美金/盎司）vs. US10Y（右轴，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所（注：图中虚线代表主流预期）

2. 风险提示

- 1) 特朗普执政政策的不确定性：上一任期特朗普执政时表现出明显的不确定性，对中东地缘政治、对中国经济的影响等都会有较大影响；
- 2) 宏观经济的不确定性：假如全球经济出现超预期的下行，油价仍然面临额外风险，若全球经济超预期复苏，金价可能也会受损；
- 3) 地缘局势的不确定性：中东、俄乌地缘冲突存在极大的不确定性，对金价、油价均有明显影响。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com