



2020 年 6 月 5 日

金信期货研究院

黄金短期或迎来拐点—基于对美国非农就业数据的预期

刘文波

· 从业资格编号 F3070864

· 投资咨询编号 Z0015179

联系人：胡悦

内容提要

目前市场对于 5 月非农就业数据预测值为-800 万，即 5 月较 4 月进一步有 800 万人失业。根据我们对于 5 月美国各个行业的复工情况分析，以及 5 月申领失业金人数的情况看，我们预计公布值将远低于市场的预测值。原因如下：

1. 餐饮、休闲娱乐业、批发业以及零售业恢复速度较快，尤其是餐饮行业，该部分就业人口占比高达 26.6%，主要原因为居民需快速恢复正常生活。

2. 工业行业生产恢复速度较慢，主要是下游需求复苏需要一段时日，传导缓慢。剔除采矿业，该部分就业人口占比为 18%。

3. 5 月 ADP 就业数据远超预期为-276 万人，预测值为-900 万人。从历史情况看，ADP 就业人数与非农就业人数差值基本保持稳定，因此，我们估计 5 月非农数据在-300 万左右。

若非农数据远超预期，数据公布后 1-2 天内金价将迎来较大跌幅。若美联储针对非农就业情况采取进一步收紧的政策手段，金价短期或迎来拐点，开启下行。然而，美国暴乱升级，致使美国经济再次恶化，则会对金价形成一定的支撑，下跌空间较为有限。

操作建议

非农数据公布后若超预期，可逢高沽空贵金属

风险提示

- 1、美国暴乱及游行持续升级，市场避险情绪再度升温
- 2、美联储宣布实施负利率以促进经济，利多贵金属价格



正文目录

目录

内容提要	1
操作建议	1
风险提示	1
一、 非农就业数据对金价走势有较大影响	3
二、 美国就业情况逐步好转	3
三、 美国 5 月复工复产情况显著好于 4 月	6
四、 对 5 月非农就业数据预测	11
五、 黄金价格短期或迎来拐点	12
六、 风险提示	13

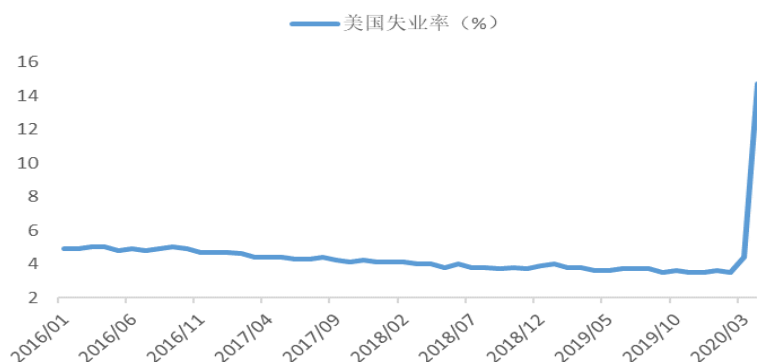
一、非农就业数据对金价走势有较大影响

非农就业数据直接表明美国当前的用人情况、经济形势以及居民的收入情况、进而影响其消费水平，进一步影响未来经济发展情况，非农即美国现状的重要风向标之一。其次，非农就业数据或使得美联储推出新的政策，若数据远差预期，美联储或实施量化宽松，促进消费；若非农超预期，美联储或收紧当前政策，进而影响未来美国的经济走向。对投资者而言，关注非农数据对判断未来美国经济形势至关重要，同时未来的预期会影响金价的走势。

二、美国就业情况逐步好转

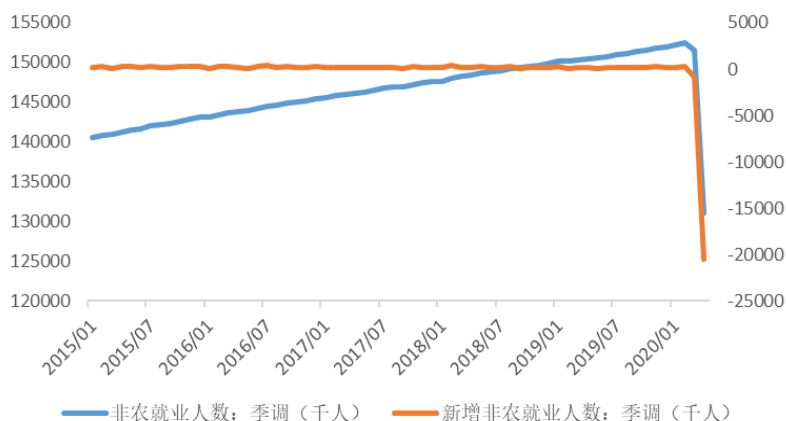
近五年，美国失业率始终维持在 5% 以下。疫情爆发前，美国失业率仅为 3.5%，4 月则飙升至 14.7%，彭博预期中值为 16%，仅次于大萧条期间的最高点（1933 年的 24.9%）。非农就业人数减少 2050 万人，彭博预期值为下降 2200 万人。由于市场对于 4 月数据已有一定预期，公布数据并未超预期。

图 1：美国失业率 4 月剧增



资料来源：Bloomberg，金信期货研究院

图 2：美国非农就业人数及新增人数



资料来源：Bloomberg，金信期货研究院

分各个行业版块看，4月餐饮及休闲行业就业人数减少超46%，接近一半的人数。其次影响较大的行业为零售业（13.48%），建筑业（10.39%），制造业（10.38%），以及运输仓储业（10.3%）。失业人数较多的行业主要为实体服务及实体生产企业，一方面受疫情冲击大，另一方面小时工占比较高，市场化的就业结构使得企业解雇这部分员工成本较少，因此这部分劳动力在疫情期间较为不稳定。其中建筑行业在疫情前就业人数增长较大，也使得这部分员工被裁变得更为容易。反观裁员较小的行业为公用事业（0.6%），以及金融行业（2.96%）。受疫情冲击较小的行业较为稳定，且对于实体经济的依赖相对小，此外，原本新增就业人数变动较小，因此失业人员较少。

图 3：美国分行业新增非农就业人数

	2020-04	2020-03	2020-02	2020-01	2019-12
新增非农就业人数:专业和商业服务	-9.92%	-0.32%	0.03%	0.09%	0.10%
新增非农就业人数:制造业	-10.38%	-0.26%	0.06%	-0.17%	-0.02%
新增非农就业人数:金融活动	-2.96%	-0.03%	0.25%	0.10%	0.11%
新增非农就业人数:零售业	-13.48%	-0.29%	0.02%	-0.02%	0.26%
新增非农就业人数:采矿业	-7.07%	-0.98%	0.28%	-0.42%	-1.24%
新增非农就业人数:建筑业	-12.82%	-0.43%	0.61%	0.50%	0.21%
新增非农就业人数:教育和保健服务	-10.39%	-0.41%	0.21%	0.28%	0.12%
新增非农就业人数:信息业	-8.79%	-0.14%	0.00%	0.38%	0.31%
新增非农就业人数:休闲和酒店业	-46.76%	-2.96%	0.35%	0.14%	0.24%
新增非农就业人数:运输仓储业	-10.30%	-0.13%	-0.01%	0.40%	-0.04%
新增非农就业人数:公用事业	-0.60%	0.05%	-0.15%	-0.18%	0.13%
新增非农就业人数:批发业	-6.12%	-0.05%	-0.06%	0.07%	0.12%

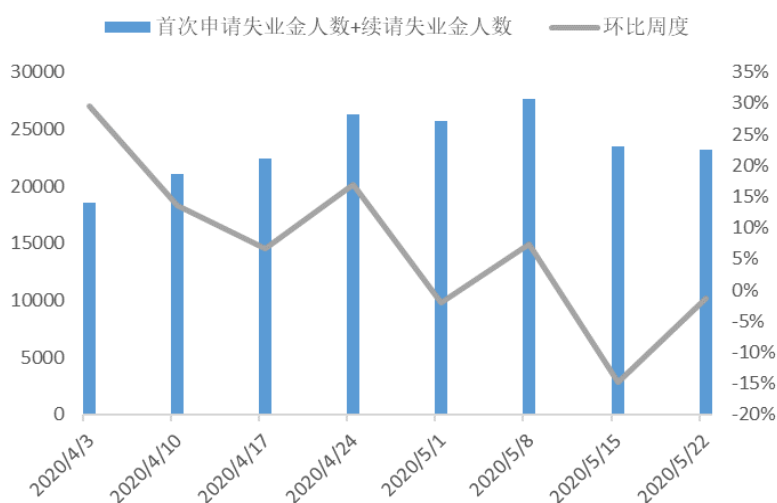
资料来源：Wind，金信期货研究院

从高频数据看，首次申请失业金人数及续请失业金人数总人数在四月中旬至五月初达到疫情后的峰值。4月第三周，周度环比仍高达16.88%，5月第一周，总申领失业金人数达到近期高点，其后总人数逐步减少，申领失业金人数进入负增长，一阶导拐点已至。其次，根

据 6 月 3 日公布的 ADP 就业人数看, 5 月就业情况远超预期。此前预期 5 月失业人数为下降 900 万人, 而公布值仅为下降 276 万人。分板块看, 服务业的就业恢复最快, 主要是受到经济活动复苏提振。而制造业的恢复速度较慢, 也表明了目前美国实体制造业复工缓慢。

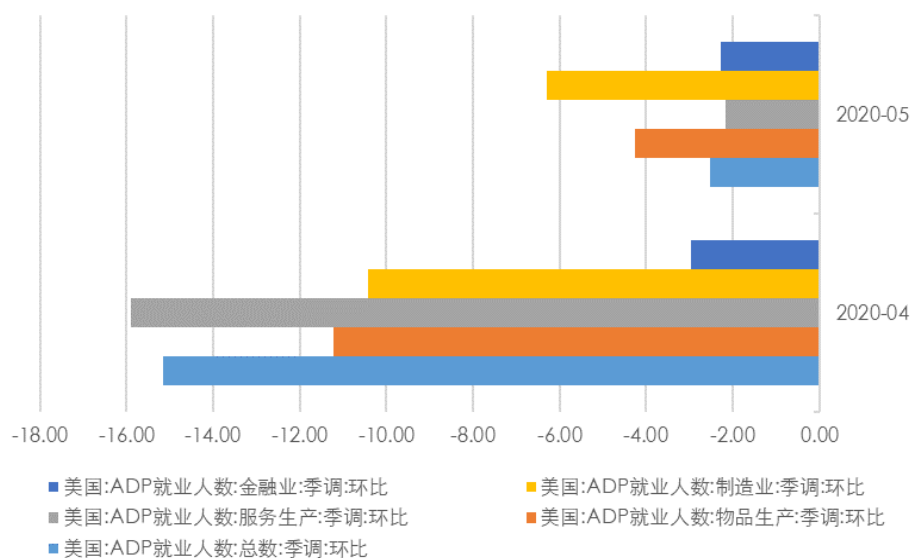
根据申领失业金人数来看, 5 月总体申领失业金人数较 4 月有所下降, 增速一阶导拐点已至。另一方面, 根据 ADP 就业数据与非农就业人数的历史走势看, 两者走势基本一致, ADP 对非农具有较强的指导意义。因此, 我们判断美国就业受冲击最大的时期已过, 经济活动出现边际解冻。

图 4: 美国非农就业人数及新增人数



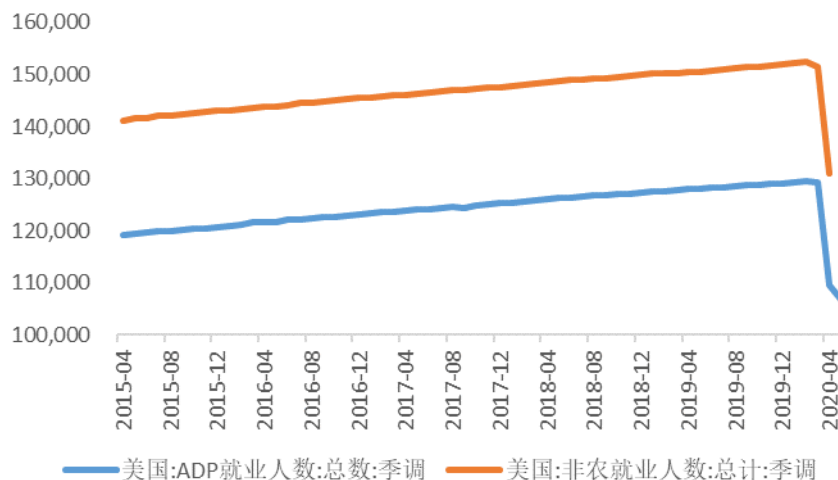
资料来源: Bloomberg, 金信期货研究院

图 5: 美国 ADP 分行业就业人数环比情况 (%)



资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 6: 美国 ADP 分行业就业人数环比情况 (%)



资料来源: Wind, 金信期货研究院

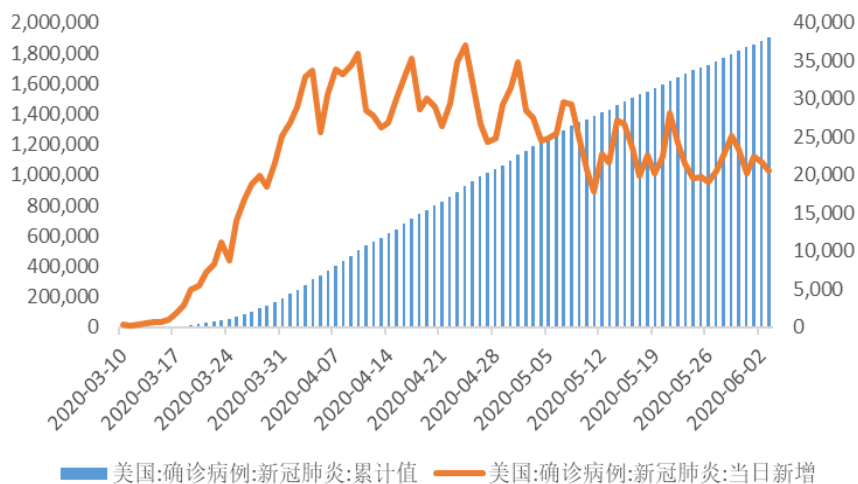
三、 美国 5 月复工复产情况显著好于 4 月

1. 整体复工复产情况

目前美国新冠肺炎新增确诊人数已过峰值，5 月新增确诊人数显著低于 4 月水平，确诊人数增速明显回落。

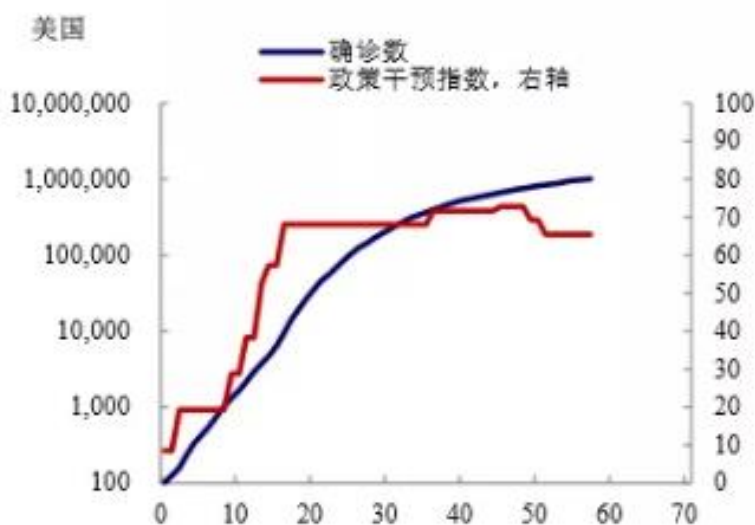
牛津大学跟踪了 11 项政府干预行为，包括学校停课，工作场所关闭，公共活动取消等，计算了政策干预指数。美国新增确诊减少，逐步进入平台期后，政府干预指数显著下降，经济活动逐步复苏。

图 7: 美国新冠肺炎新增及累计确诊人数



资料来源: Wind, 金信期货研究院

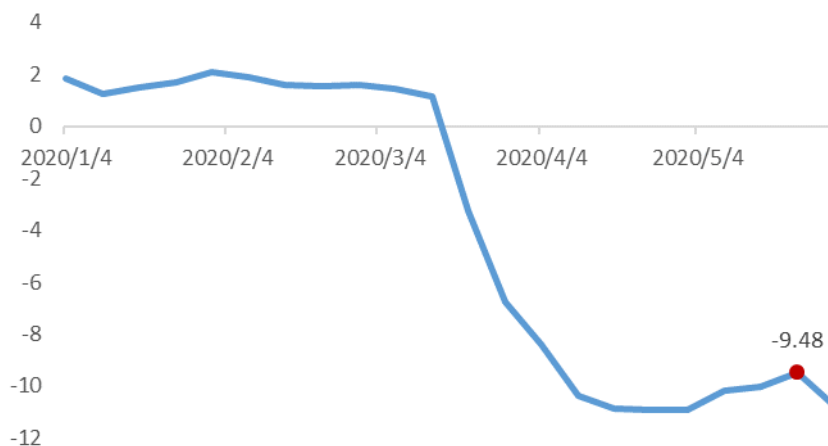
图 8：疫情曲线进入平台期后，美国陆续开启复工复产



资料来源：Oxford University，金信期货研究院

纽约联储经济活动指数主要用来衡量实际经济活动活跃水平，该指标包括零售销售，粗钢生产，申领失业金等。除去 5 月 30 日受美国游行及暴乱影响，5 月纽约经济活动指数显著提升，5 月 23 日首次高于-10，此前 4 月平均指数仅为-10.1。

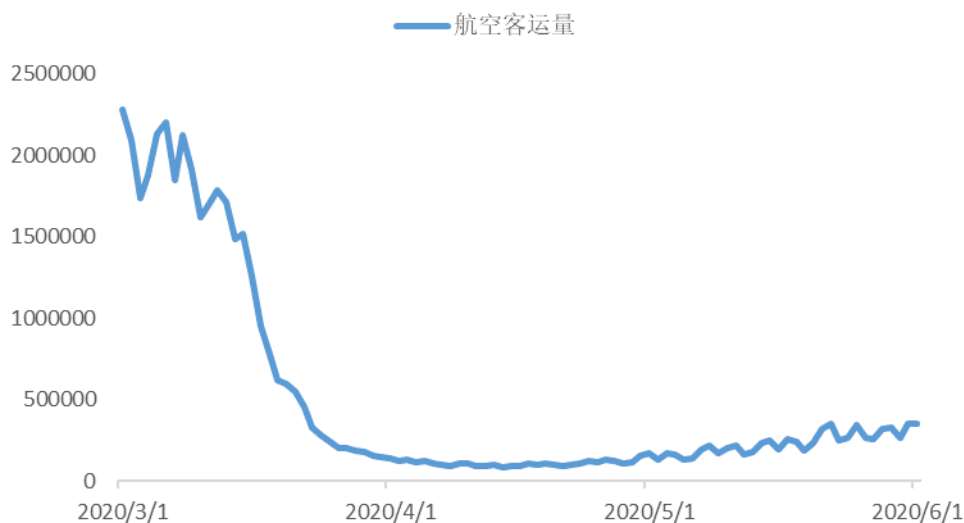
图 9：纽约联储经济活动指数



资料来源：Bloomberg，金信期货研究院

航空客运量方面，5 月缓慢回升，4 月平均载客量为 10.9 万人，5 月则回升至 22.71 万人，运量翻了一番。5 月最高客运量达 34.8 万人，而 4 月最高仅 12.89 万人，不到 5 月最高点的一半。可见航空运输逐步恢复，也表明人们正常的商务出行，旅游出行正逐步恢复。

图 10：美国航空客运量（人）

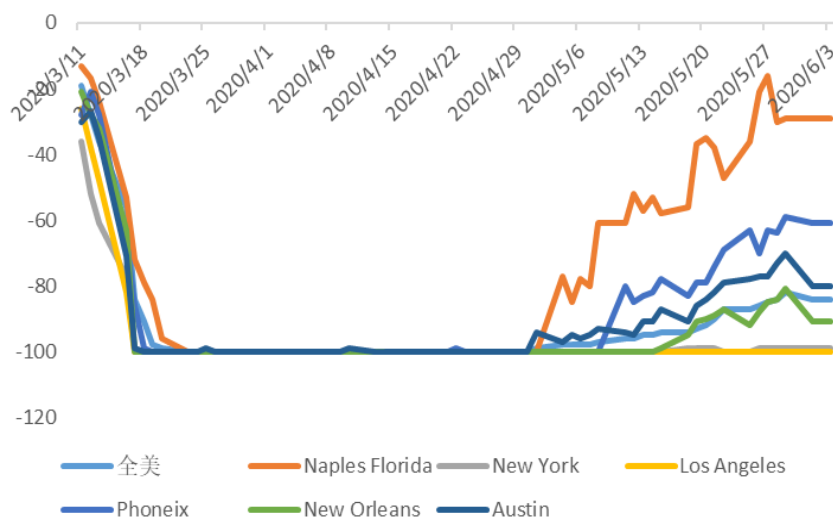


资料来源：Bloomberg，金信期货研究院

2. 餐饮及休闲行业

餐饮方面，5 月全美餐饮业有显著好转，5 月底同比减少 82%，4 月同比减少均为 100%，回升 18 个百分点。分主要城市看，其中洛杉矶及纽约数据仍未见好转，而佛罗里达餐饮业已经出现显著回升。主要原因我们认为有以下几点：第一，纽约及洛杉矶旅游人数较多，此次疫情造成旅游行业的中断，导致餐饮恢复较为缓慢；第二，纽约及洛杉矶人口密度高，疫情严重，复工复产进程受其影响。

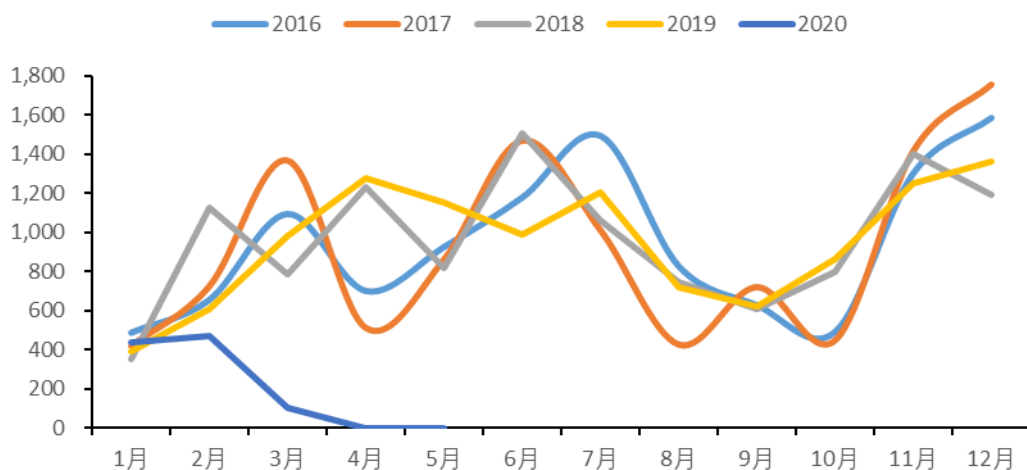
图 11：Opentable 全美线下餐厅预定人数同比（%）



资料来源：Wind，金信期货研究院

娱乐方面，4 月美国院线票房收入仅 2 万美元，而 19 年同期则高达 12.79 亿，同比减少 100%，娱乐行业受到大幅度冲击。5 月票房小幅回升至 81 万美元，增速达 3950%，同比减少 99.9%。由于影院封闭，人口密集，我们预计相较于其他娱乐活动恢复速度较慢。

图 12：全美院线票房收入（百万美元）



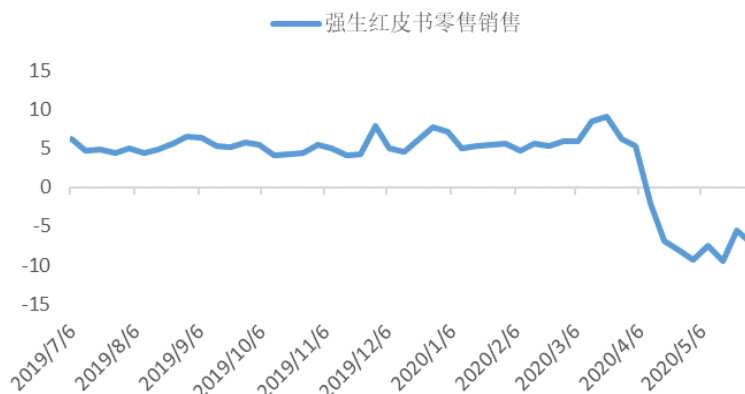
资料来源：Wind，金信期货研究院

3. 零售行业

疫情爆发后，零售业受到的冲击同样较大，其就业人数减少高达 12%。我们通过红皮书零售销售同比以及高盛连锁店销售周度环比可见，5 月零售商店销售量好于 4 月的情况，除去 5 月底的暴乱导致销售环比下滑，整体 5 月处于正增长。

强生红皮书零售销售指数涵盖了美国 9000 家大型百货零售商样本，测算了每周同店的销售同比。高盛指数则针对零售连锁店。整体看，不管是大型百货商店还是连锁零售店，销售额均好转。预计 5 月裁员人数显著少于 4 月。

图 13：美国红皮书销售指数同比（%）



资料来源：Bloomberg，金信期货研究院

图 14: 美国红皮书销售指数同比 (%)



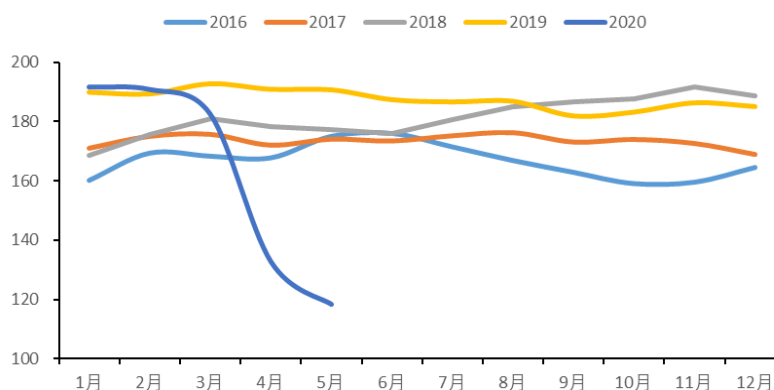
资料来源: Wind, 金信期货研究院

4. 制造业、建筑业、运输业等生产行业

制造业方面, 5 月粗钢产量较 4 月继续下滑, 为 118.52 万吨, 环比减少 14 万吨, 同比减少 72 万吨。铁路货运量在 5 月底前小幅回升, 但受到暴乱活动影响, 5 月底再次回落, 甚至低于 4 月最低点。根据 EIA 统计的月度用电量, 4 月达到历史低点, 仅 267Gwh, 其预测 5 月将回升至 292Gwh, 仍远低于平均水平。根据 EIA 预测看, 2020 年居民用电较 2019 年减少 19Gwh, 而工业用电减量则高达 62Gwh, 可见, 此次疫情对制造业及建筑业等工业行业影响较大, 其生产恢复仍需时日。

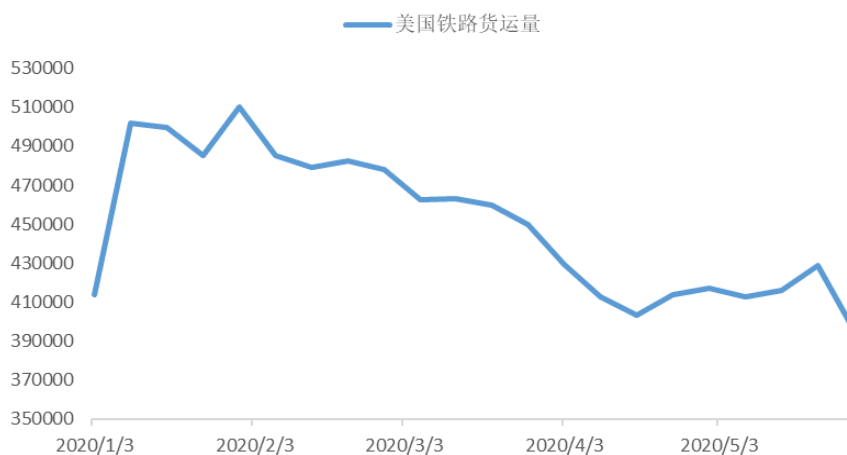
从目前的粗钢产量, 铁路货运量以及用电量看, 5 月生产活动恢复较为缓慢, 尤其粗钢产量进一步下滑, 印证了 ADP 数据中, 制造业就业人数恢复速度不及其他行业。根据非农就业的分类看, 商品生产包括采矿业, 制造业, 建筑业以及运输行业, 其就业人数占总人数 22.8%。我们认为这部分就业人员受疫情影响周期长, 恢复速度缓慢。此外, 受到美国暴乱影响, 工业生产活动或出现进一步恶化, 从货运量 5 月最后一周的数据可见端倪, 需要警惕 6 月的美国复工复产进程。

图 15: 美国粗钢产量 (万吨)



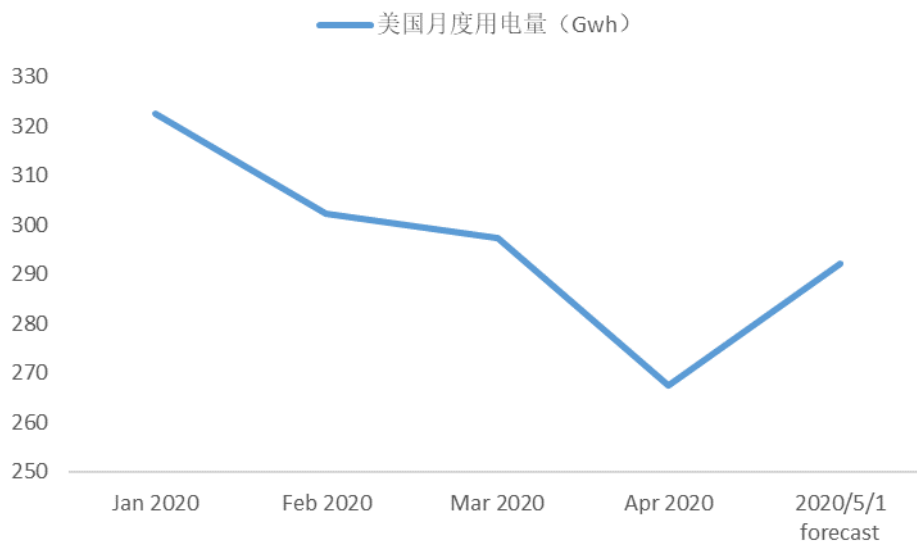
资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 16: 美国铁路货运量情况 (件)



资料来源: Bloomberg, 金信期货研究院

图 17: 美国月度用电量 (Gwh)



资料来源: EIA, 金信期货研究院

四、对 5 月非农就业数据预测

目前市场对于 5 月非农就业数据预测值为-800 万,即 5 月较 4 月进一步有 800 万人失业。根据我们对于 5 月美国各个行业的复工情况分析,以及 5 月申领失业金人数的情况看,我们预计公布值将远低于市场的预测值。原因如下:

1. 餐饮、休闲娱乐业、批发业以及零售业恢复速度较快,尤其是餐饮行业,该部分就业人口占比高达 26.6%,主要原因为居民需快速恢复正常生活。

2. 工业行业生产恢复速度较慢，主要是下游需求复苏需要一段时日，传导缓慢。剔除采矿业，该部分就业人口占比为 18%。

3. 5 月 ADP 就业数据远超预期为-276 万人，预测值为-900 万人。从历史情况看，ADP 就业人数与非农就业人数差值基本保持稳定，因此，我们估计 5 月非农数据在-300 万左右。

五、黄金价格短期或迎来拐点

我们统计了 2020 年美国非农就业数据公布后一周，黄金走势情况，其中 4 月份公布的 3 月非农就业数据为-70 万人，远低于此前预期的-10 万人，数据公布后黄金大涨，涨幅高达 3.58%。疫情爆发前，1、2 月份的非农数据小幅超预期，经济整体走势向好，对于黄金价格影响较小。而 4 月份是美国疫情爆发的顶峰时期，市场对其就业数据较为悲观，预测值为-2200 万人，公布值为-2050 万人，远超预期，数据公布后，黄金价格不涨反跌，主要原因为此前黄金价格已经计入了市场的悲观情绪，而预期差造成黄金价格波动较小，并未出现大幅的上涨情况。

因此，在交易非农数据公布当天，我们应重点关注的是预期差，若预期差较小，则对价格影响较小，若预期差较大，则会对金价产生较大影响。

图 18：非农就业数据公布后黄金价格表现

		1 月	2 月	3 月	4 月
非农就业数据 (万人)	预测值	16	17.5	-10	-2200
	公布值	22.5	27.3	-70	-2050
数据公布后黄金 涨跌幅	0	0.10%	0.38%	3.58%	-0.27%
	1	-0.27%	-1.87%	-1.65%	0.31%
	2	-0.13%	-0.87%	-0.01%	1.04%
	3	0.63%	-3.61%	3.64%	0.88%
	4	0.50%	-2.98%	1.28%	0.91%
	5	1.11%	-0.94%	-0.41%	-1.14%
	6	0.63%	0.95%	-0.72%	0.81%
	7	0.48%	-2.69%	-0.53%	0.17%

资料来源：Wind，金信期货研究院

对于如何交易贵金属的一些启示：ADP 数据公布后，贵金属暴跌，主要是美国经济复苏速度远超预期，市场对于美国后续经济情况较为乐观。因此，我们认为目前贵金属价格逐步 price in 了经济复苏超预期的市场情绪，市场对于非农数据的预测值大概率与 ADP 数据相差不大。

非农数据公布后 1-2 天内可操作的交易：若周五非农数据远好于 ADP 数据，那么贵金属下跌空间将更大，投资者可短线逢高沽空。若非农数据与 ADP 数据相差无几，贵金属价格则以震荡为主。而若非农数据表现较差，则贵金属将迎来反弹。从 4 月公布非农数据后的金



价走势可以发现，非农数据对于金价走势的影响时间较短。

从美联储公布无限量 QE 后金价走势，可以发现美联储出台的政策对金价的影响更长期。而美联储政策的制定将参考非农及失业率数据，若 5 月非农数据远超预期，不排除美联储会进一步缩减目前的扩表规模，收紧无限量 QE 的政策。美联储的进一步政策收紧政策一旦实施，则会对金价施压，短期内黄金或出现拐点，开始下跌。

然而，5 月底美国暴乱对于美国经济活动的复苏以及失业率进一步施压，若短期内暴乱无法及时平复，那么美国的经济将进一步面临压力。纽约联储经济活动指数在 5 月底已经出现下滑，6 月经济的复苏可能并不乐观。对于贵金属价格而言，美国的暴乱仍形成一定支撑，若短期内能够平复，则金价下行空间更大。

综上，若非农数据远超预期，数据公布后 1-2 天内金价将迎来较大跌幅。若美联储针对非农就业情况采取进一步收紧的政策手段，金价短期或迎来拐点，开启下行。然而，美国暴乱升级，致使美国经济再次恶化，则会对金价形成一定的支撑，下跌空间较为有限。

图 19：非农就业数据公布后黄金价格表现



资料来源：Wind，金信期货研究院

六、风险提示

美国暴乱及游行持续升级；美联储宣布实施负利率以促进经济。

重要声明

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾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接收到任何形式的报酬。

免责声明

1. 本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，但金信期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
2. 本报告的观点、见解及分析方法，仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告，并不代表金信期货或其附属机构的立场。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此投资，风险自担，金信期货不对因使用本报告信息、建议、观点而引致的损失承担任何责任。
3. 本报告旨在与金信期货特定客户及其他专业人士交流信息，分享研究成果，版权归金信期货所有，未经金信期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制，修改。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”。
4. 金信期货研究院提醒广大投资者：期市有风险 入市需谨慎！