

# 美国非农数据“泼冷水” 金价遭受重挫

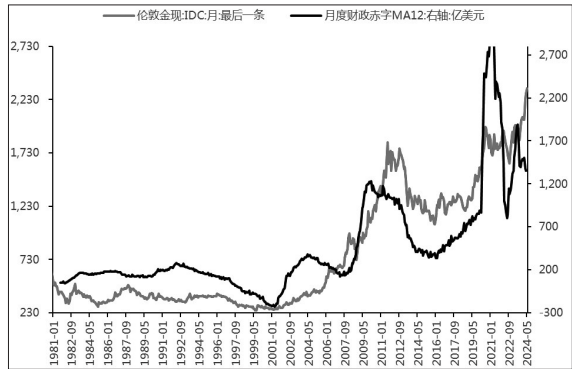
上周五晚,美国劳工部劳动统计局公布的数据显示,5月美国非农就业人数增加27.2万,大幅超过市场预期。该数据公布后,美元指数与美债收益率直线拉升,国际金价因此大幅回落。市场人士认为,伴随美国通胀、就业等重要数据波动,降息预期反复可能会对金价造成阶段性影响。经过前期持续上涨后,国内外资金获利了结引发的金价回调风险依旧不容忽视。

深度分析

## 美国财政视角下的黄金价格波动

钟俊轩

黄金是美元信用的对标物,国际金价在美元信用受到冲击之时往往呈现偏强走势。在国际金融体系中,美元信用集中体现在美国国债及美元货币本身,两者均与美国财政赤字的扩张和收缩紧密关联。回顾上世纪80年代以来的美国财政情况,在里根执政伊始至小布什政府发动伊拉克战争之前,美国财政赤字得以控制,并在克林顿执政时期实现财政盈余,同期国际金价总体呈现震荡偏弱走势。21世纪以来,美国总体实行宽松的财政政策,财政赤字不断扩张,仅在2011至2016年出现明显收缩。与此相对应,国际金价仅在2011至2015年底呈现趋势性下跌,总体呈现上涨走势。



图为伦敦金价(单位:美元/盎司)及美国月度财政赤字MA12(单位:亿美元)

上世纪80年代初,里根在就职演说中强调了对财政赤字的担忧,里根政府在注重税收减免的同时也进行财政开支的缩减。1981年里根在“经济复兴计划”中提出需要大规模减税以及缩减财政开支,并力争在1984年实现财政平衡。在里根第一个总统任期内,受到减税政策的影响,美国财政赤字水平不降反升。在此背景下,格林斯潘任主席的美国社会保险改革委员会在1983年提出了新的改革法案,并经里根签署生

效。法案通过提高社会保障税及提高津贴领取条件等方式减轻联邦政府社会福利方面的支出。美国财政社会福利支出同比增幅由1982年四季度的15.28%下降至1984年二季度的0.33%。美国财政赤字水平在1983年后得到控制,但仍处于相对高位。1985年,戈尔巴乔夫担任苏联领导人,冷战进入最后阶段。美国国防开支增速显著放缓。1990年,美国联邦政府国防支出同比转负,美国财政赤字水平在上世纪80年代末明显收缩。与之对应,黄金价格仅在美联储两轮降息周期中出现趋势性上涨,国际金价运行中枢较上世纪70年代显著下移。

上世纪90年代,克林顿在首次国情咨文中旗帜鲜明地表达了削减赤字的决心,并提出了针对高收入群体的增税计划,对于年收入超过18万美元的人群税率由31%提升至36%。1996年二季度,美国联邦政府税收同比增幅达到11.73%,而税收占美国联邦政府经常性收入的一半以上,税收收入的增加改善了美国财政收入。同时,克林顿任期内冷战已经结束,财政支出中国防支出的压力减轻。美联储货币政策方面,联邦基金目标利率已由1989年5月的9.8%下降至1994年的3.25%,后续格林斯潘基于对通货膨胀的考虑执行新一轮加息周期,但上世纪90年代美国政策利率仍显著低于80年代沃尔克时期,因此,美国财政利息支出在这一时期有所减少,利息支出占财政经常支出的比重由1991年一季度的23.49%下降至2000年三季度的18.67%。1998—2001年,在克林顿第二个任期内美国实现财政盈余,这也是美国上世纪80年代至今唯一实现财政盈余的年份。此外,苏联解体后美国在全球推行霸权政治,计算机技术快速发展驱动美国经济发展,美股表现强势。美元信用在这一时期得到极大增强,黄金价格表现弱势。伦敦金价由1993年底的390美元/盎司下跌至2001年3月的257美元/盎司,持续数年表现弱势。

进入21世纪,恐怖袭击事件及美股互联网泡沫的破裂令美国不可避免地走向了宽财政之路。2003年3月,美国正式发动对伊拉克的军事行动。在前期的国情咨文中小布什明确表示,财政预算案包含了20年来国防

开支的最大增幅,2003年底美国国防支出同比增长14.67%。经济政策方面,小布什政府推行多个针对个人及企业的减税计划,以促进就业和经济增长。小布什另一项重要政策是将“美国梦”和“自有住房”紧密绑定,明确表示自有住房符合国家利益,小布什政府推出《美国梦首付法案》,帮助低收入家庭支付房屋首付。美国住房自有率在2004年未达到69.2%。其间,与房屋贷款相关的金融衍生品大量发行,为后续次贷危机埋下伏笔。2004年美国年度财政赤字达到4127亿美元。

2008年美国次贷危机爆发,小布什以及继任者奥巴马先后推出多个经济刺激法案,旨在令美国走出危机阴霾。美联储则进行多轮QE,向市场释放大量的流动性。美国货币政策配合财政政策实施宽松,美国财政赤字大幅扩张,美元信用受到严重冲击,黄金价格表现强势。

2001—2005年底小布什第一个任期内,美国财政由2001年的盈余转为2005年赤字3000亿美元以上。国际金价由2002年1月底的282.6美元/盎司上涨至2006年4月的654美元/盎司。美国次贷危机爆发后,美国年度财政赤字由2008年的4585亿美元上升至2011年的1.3万亿美元,国际金价则由2008年3月的917美元/盎司上升至2011年8月末的1825美元/盎司。

2000年后开始的长期财政扩张令美国联邦政府债务余额上升,并在2011年引发严重的债务上限危机。民主党和共和党历经多轮协商在美债即将出现“技术性违约”的前夕达成协议,并通过《2011年预算控制法案》,法案直接规定联邦政府需要在10年内减少9170亿美元的开支,极大地限制了联邦政府可选支出的扩张。奥巴马后续通过《平价医疗法案》等方式削减预算赤字,美国财政赤字规模由2009年的1.41万亿美元下降至2015年的4419亿美元,同期国际金价迈入连续4年的熊市行情,由2011年8月底的1825美元/盎司下跌至2015年12月底的1061美元/盎司。

奥巴马任期结束后,特朗普及拜登政府继续走向宽财政之路,国际金价在2016年触底反弹后开启新一轮的牛市行情。特朗普政府在2017年成功通过《2017年减

税与就业法案》,此法案令收入在9525美元之上的所有人群获得税收减免,法案同时包含对企业税收的减免及财产税免税额的增加。美国国会预算办公室预计该法案将令美国国家债务在10年内增加2.289万亿美元。特朗普执政后期,新冠疫情暴发,与2008年次贷危机时期的小布什以及奥巴马政府类似,特朗普及拜登政府先后通过《新冠病毒救助法案》《美国救援计划》及《美国基础设施和就业法案》等方式实施规模巨大的财政刺激,其中《美国救援计划》是美国历史上规模最大的经济救助计划之一。美国财政预算赤字规模由2016年的5850亿美元上升至2023年的1.69万亿美元,其间2020年达到高峰3.1万亿美元。伦敦金价则由2016年12月底的1151美元/盎司上涨至当前的2329美元/盎司,金价仅在美联储本轮加息周期开始后录得趋势性下跌。

通过对美国财政政策以及赤字变化的回顾可以看到,总统的执政理念对美国财政预算具有至关重要的作用,进而影响黄金价格在未来一个执政期的走势。2024年是美国大选年,当前拜登和特朗普均向公众公布了对未来经济政策的计划。特朗普希望延续其任期内推动的个人和企业税收政策。拜登则计划取消减税政策,并对年收入在40万美元以上的群体增加税收,拜登提议将所得税最高区间的税率由37%增加至39.6%,将最高区间的企业所得税由21%提升至28%。根据美国税务政策中心的研究,拜登的税收议案将会在2021至2030年为联邦政府增加4万亿美元的收入。

从上述候选人的财政政策展望中我们可以观察到,相较拜登而言,特朗普意图推行更为宽松的财政政策。若特朗普胜选,美国财政赤字规模后续将难以得到良好的控制,这对国际金价会形成持续的利多影响。反之,若拜登胜选,延续目前的财政政策,以国会预算办公室(CBO)当前的基线预测,2024年美国财政赤字将由2023年1.69万亿美元下降至1.58万亿美元,所占GDP比重将由6.2%下降至5.6%,并且2030年之前的所有财年赤字均将低于两万亿美元,此种情况预计将对国际金价形成利空影响。

(作者单位:五矿期货)

市场观察

## 分析人士:货币属性回归与地缘避险需求仍是主导因素

记者 董依非

6月以来,随着美联储降息预期的反复摇摆,金银价格波动明显加剧。

一德期货贵金属分析师张晨表示,随着前期公布的美国5月ISM制造业PMI数据、JOLTS职位空缺人数等回落,加上周四晚间欧洲央行“鹰派”降息落地,金银价格得到了短暂的“喘息”机会。但随着上周五晚美国5月非农数据公布,金银此前的涨幅悉数回吐,贵金属的持有成本两端——实际利率和美元汇率显著回升,驱动纽约期金和期银分别创下了近三年以来的最大单日跌幅,贵金属市场高位获利回吐压力加大。

中泰期货分析师史家亮告诉期货日报记者,目前驱动金银价格走势的因素主要有以下几点:

第一,再货币化依然是贵金属价格走势的核心影响因素,在信用货币信用不稳与流动性泛滥预期的影响下,具有货币属性的贵金属自然会受到资金的青睐。

第二,美联储货币政策预期的变动再度影响贵金属走势。美联储货币政策目标是充分就业和物价稳定,美国通胀表现和就业市场表现通过影响市场对美联储货币政策调整的预期进而影响贵金属价格,正如美国5月非农数据表现强于预期带来市场对美联储降息预期“降温”,贵金属板块出现大幅调整。

第三,全球央行购金进展依然会影响贵金属走势。值得注意的是,6月7日,国家外汇管理局公布的数据显示,中国央行在连续18个月增持黄金储备后,5月份首次选择“按兵不动”,黄金储备维持在7280万盎司不变。

上周五发布的美国非农就业数据令贵金属短线出现较大幅度的下跌。数据显示,美国5月新增非农就业

人口数为27.2万,大幅超过市场预期,其中,医疗行业、政府就业及住宿行业在新增就业贡献中表现突出。具体来看,金瑞期货贵金属分析师吴梓杰表示,5月新增非农就业人数大幅超过市场预期和前值表现,薪资增速超预期走高至0.4%,显示出美国就业市场仍较为繁荣,劳动力供需矛盾尚未缓解;失业率环比上升0.1个百分点,至4%,但更多是劳动人口下降造成基数变小所致。因此,失业率数据并未构成明显的利空。

他表示,此次超预期的非农报告使得市场对美联储降息预期迅速降温。从逻辑上来说,只要美国就业市场保持繁荣,失业人数维持低位而薪资增速保持高位,美国居民的消费支出就有支撑,作为消费驱动的经济体,美国经济增长韧性就仍有保障。而在美国经济韧性较强、流动性宽松、通胀压力并未显著缓解的背景下,美联储确实并不急于降息。

史家亮表示,尽管失业率意外上涨至4%,表现不及预期值3.9%和前值,但是非农新增就业人口大幅增加和薪资增速意外上扬形成了更重要的影响。“不论是从预期管理的因素考虑,还是企业补库周期带来的利好影响,美国就业市场整体表现偏强,对美联储政策转向宽松的影响偏负面。”他说。

从非农就业数据的总体情况看,张晨认为,新增就业、失业率维持相对稳健区间,不足以触及美联储此前提及的“若就业市场突然转弱也可启动降息”的标准,时薪指标的反复呼应了“超级核心通胀最后一英里”的困扰,重燃市场对“去通胀”进程停滞的担忧。他表示,尽管非农数据多数指标未能向着支持美联储降息的方向运行,但预计在本周举行的6月FOMC会议决策中,美联储首要的考虑因素仍为即将公布的美国5月CPI数据。

按照日程安排,美联储将于当地时间6月11日起

召开为期两天的货币政策会议,目前市场预期美联储6月议息会议大概率仍将“按兵不动”。值得注意的是,本次会议息会议将发布经济展望报告,需要重点关注“点阵图”显示的联储官员对后续政策利率的预期,以及美联储主席鲍威尔会后的相关发言。

“目前美联储面对的主要矛盾仍是经济与通胀的平衡。”吴梓杰表示,一方面美联储需要避免市场流动性过于宽松,造成经济出现过热,从而带动通胀反弹;另一方面,从近期美国经济数据以及美联储5月会议声明和部分联储官员的表态来看,美国经济表现较此前走弱,美联储对平衡就业和通胀目标的信心也有所走弱,因此,平衡通胀和经济的矛盾并未缓解。

美联储的政策目标是充分就业和物价稳定,即保持经济稳定和金融健康。从当前来看,史家亮表示,一方面美联储面临着通胀维持高位和失业率走高的矛盾,但是就业市场的整体韧性表现降低了失业率走高的影响;另一方面,市场对高利率冲击下美国经济可能会下滑表示担忧,抗通胀和稳经济难以实现两全其美。

他认为,尽管近期加拿大和欧洲央行相继降息,但是对美联储政策调整影响有限,预计美联储整体表现依然偏鹰。

从目前形势来看,吴梓杰表示,出于市场预期管理的目的,美联储在6月会议上或将维持较为“鹰派”的态度。但实际的执行上,出于呵护经济促进“软着陆”的目的,美联储可能并不会大幅收紧流动性。

张晨表示,可以预见的是,考虑到当前的“去通胀”进展情况,6月FOMC会议极有可能继续上调年内通胀展望,同时顺势削减“点阵图”中年内降息的次数。他认为,此次会议焦点仍在于美联储对通胀的整体态度及对启动降息的信心情况,但考虑到当前市场降息

预期持续围绕年内1~2次波动,上述“点阵图”的调整预计对市场影响有限。

史家亮表示,近期主要发达国家降息周期开启,贵金属价格出现反弹,随后由于受美国非农数据表现强于预期等因素影响,金银价格又出现大幅回落。当前来看,贵金属板块的调整行情仍未结束,但依然不建议做空,贵金属调整行情正是低位做多的机会。他同时认为,贵金属中长期上涨趋势将持续,货币属性回归与地缘避险需求是主导,政策转向宽松预期与流动性泛滥亦是直接利多。

“尽管在美联储首次降息落地前,贵金属整体延续上行趋势为大概率事件,但伴随美国通胀、就业等重要数据波动,降息预期反复可能会对金银价格形成阶段性影响。此外,经过前期持续上涨后,国内外资金获利了结引发价格回调的可能性依旧不容忽视。”但总体来看,张晨表示,在当前美联储降息起始点最早或于9月落地的情况下,贵金属价格在高位迟迟无法突破,向下寻求支撑概率大增,后续继续调整的空间或有限,投资者可密切关注调整末期的低吸进场机会,这或是降息落地前最后的中线入场机会。

吴梓杰表示,考虑到目前美国经济韧性较强且降息预期仍有博弈空间,预计短期内金银价格偏弱运行。接下来,主要关注美联储6月会议的结果及美国5月CPI数据表现。如果CPI回落并不顺畅或者美联储表态维持偏鹰,贵金属价格可能进一步回调。不过,由于市场对降息的预期已降至1次,美联储进一步收紧货币政策的可能性有限,美债收益率上行空间也有限。因此,贵金属价格下跌幅度预计较小。从中期来说,还要关注美国市场的流动性表现,如果美联储大幅收紧流动性,美国金融条件指数出现趋势性回升,那么贵金属价格可能会出现一轮较为深度的调整。