



## 金价流水遇礁石，大浪迭起还看非农

2021-07-02

### 一、炎炎夏日——冷水泼金，千八透心凉

自春分到夏藏，黄金自低点 1677 震荡上涨，随着夏日艳阳的到来，到达了多头的顶点 1916 附近，随后，一场倾盆大雨，泼灭了黄金上涨的热情。黄金在 6 月初见顶，二次上涨未能突破高点，上行动能越发衰竭，随着黄金的破位下行，黄金的上升趋势已经结束。此后，黄金创出新低至 1763 附近，黄金开始在低位走出矩形整理，经过一周多时间震荡，黄金再度跌破平台创出新低至 1750 附近。



(注：交易数据仅作为交易密集度的一个反映，不作为真实交易数据解读，数据来源网络相关统计。)

由于今年上半年美国的通胀率不断走强，市场的前瞻性预期美联储会收紧货币政策，因此，6 月的议息后，黄金走出了超过 90 美金的单边下跌行情，而这样的下跌是否能延续下去呢？这取决于美国劳动力市场的复苏和美联储对通胀的容忍程度，根据美联储主席的多次发言，其强调通胀临时性，同时承认通胀可能持续更久且水平更高的可能性，但表态会捍卫自己的平均通胀目标。现阶段美联储关于货币政策的调整，分歧较大，部分联储主席认为由于通胀过热，美国劳动力市场复苏良好。因此 2021 年下半年，2022 年，美国会逐步退出量化宽松政策。而另一部分美联储投票委员则认为 5 月份的失业率仍然保持在 5.8% 的高位，这个数字低估了就业的短缺，特别是由于劳动力市场的参与率并没有



从过去一年大部分时间的低水平中上升。供给瓶颈、招聘困难和其他制约因素可能继续限制供给得以调整的速度，提高了通货膨胀比预期具有更高和更持久的可能性。现阶段调整货币政策为时过早。但美联储的卡普兰作为大鸽派发言人，在近日的公开发言中已经转为鹰派，尽管仍然有票委“鸽声”嘹亮，但是“转鹰”是迟早的事，这过程取决于美国的就业复苏情况，这对于黄金有什么样的影响呢？美国就业的好转会促进美国的消费，推动美国经济的复苏，美国的货币政策收紧的几率会增加，黄金有概率会形成下跌。



(注：交易数据仅作为交易密集度的一个反映，不作为真实交易数据解读，数据来源网络相关统计。)

## 二、真实的美国劳动市场——微光闪耀，瑕不掩瑜

### 美国非农就业人数大幅上升，失业率大幅回落



(注：交易数据仅作为交易密集度的一个反映，不作为真实交易数据解读，数据来源网络相关统计。)



(注：交易数据仅作为交易密集度的一个反映，不作为真实交易数据解读，数据来源网络相关统计。)



从美国最新的失业率和就业人数，截止 2021 年 5 月美国失业率回到了 5.8%，失业率的峰值为 14.4%，美国 5 月非农就业人数为 1.45 亿人，最低值仅为 1.3 亿人，在全球公共卫生事件后的一年内，随着美联储和美国财政部的大幅经济刺激，美国政府的就业扶持和补贴下，美国就业情况已经走出了阴霾，但离充分就业仍然有一定的距离。

### 美国劳动参与率——劳动率提升，但美国人民更愿意躺赢



(注：交易数据仅作为交易密集度的一个反映，不作为真实交易数据解读，数据来源网络相关统计。)

从上图的劳动参与率来看，美国的劳动力参与率已重新回到自 2000 年开始的长期下降趋势线附近，虽然离公共卫生事件前的高峰参与率仍有差距，但可以认为，美国劳动力市场的复苏正逐步进行，最大就业率的目标也渐行渐近，美国基本摆脱了公共卫生对就业的阴霾。但从劳动参与率的下行趋势预测意味着美国本身的劳动参与率无法实现正向增长，越来越多身体健康的美国人更愿意领福利补贴，领取政府的救济金，而非工作获取劳动报酬。

### 美国高失业行业失业人数已恢复常态——阴霾散去



2020年美国1月失业人数行业占比 (千人)



(注: 交易数据仅作为交易密集度的一个反映, 不作为真实交易数据解读, 数据来源网络相关统计。)

如上图所示, 全球公共卫生事件之前, 美国批发零售贸易行业, 休闲和酒店行业, 教育和医疗行业为美国失业人数最多的几大行业, 也是流动性较大, 受公共卫生事件疫情较大的行业。失业数据来看, 批发零售贸易行业, 休闲和酒店行业, 教育和医疗行业失业人数占总失业人数的比重为 23.08%20.34%, 24.68%, 由于美国的失业人数权重集中在以上三大行业, 因此, 谈论美国就业的复苏应更聚焦在这几个行业内的劳动力数据变动之中。

### 美国高失业行业失业人数大幅回落



(注: 交易数据仅作为交易密集度的一个反映, 不作为真实交易数据解读, 数据来源网络相关统计。)

美国休闲业和酒店是受全球公共卫生事件影响最深的行业, 该行业的失业人数在 2020 年 4 月达到巅峰值——485 万人, 随着美国的全方位经济刺激, 以及全





球公共卫生事件的好转，截止 2021 年 5 月，休闲业和酒店失业人数已经回到 129 万人。另外，2020 年 1 月美国教育和医疗服务业失业人数从 60.1 万激增至 255.5 万人，截止 2021 年 5 月美国批发零售贸易失业人数回到了 84 万人，跌幅接近超 2 倍，2020 年 1 月美国批发零售贸易失业人数从 94.5 万激增至 322.3 万人，截止 2021 年 5 月，美国批发零售贸易失业人数回到了 130 万人。美国教育和医疗服务业来看，2020 年 1 月美国教育和医疗服务业失业人数从 60.1 万激增至 255.5 万人，截止 2021 年 5 月美国批发零售贸易失业人数回到了 84 万人，美国三大失业行业的失业人数在一年已经有了显著的降幅，这说明美国劳动力市场正回归常态变化，我们可以更期待充分就业的到来。

### 现阶段美国高失业行业失业人数远高于公共卫生事件前均值和最大值



（注：交易数据仅作为交易密集度的一个反映，不作为真实交易数据解读，数据来源网络相关统计。）

如上图所示，三个带颜色的圆圈分别为 2021 年 5 月批发零售贸易行业失业人数，教育和医疗服务失业人数，休闲业和酒店的失业人数，图中的折线图为 2017 年下半年到 2020 年 1 月的美国高失业行业失业人数，根据数据统计分析，在这两年内，美国批发零售贸易业失业人数均值在 84.5 万人，最大值为 108 万人，最低失业人数约为 66 万人。教育和医疗服务业失业人数均值为 63.1 万，最大失业人数为 76.8 万，休闲业和酒店平均失业人数为 77.8 万人，最大失业人数为 90.3 万人。通过时间轴的纵向对比，现阶段美国三大高失业人数远不及疫情前的平均失业人数，说明尽管美国现阶段的就业状态并不是最大化就业，但此时美国的劳动数据已经满足退出量化宽松的条件。

### 美国现阶段就业数据满足退出量化宽松的条件



2013—2014年年美国高失业行业失业人数 (千人)



(注: 交易数据仅作为交易密集度的一个反映, 不作为真实交易数据解读, 数据来源网络相关统计。)

三个带颜色的圆圈分别为 2021 年 5 月批发零售贸易行业失业人数, 教育和医疗服务失业人数, 休闲业和酒店的失业人数, 图中的折线图为 2013 年——2014 年美国高失业行业失业人数, 该分析周期恰好为 2008 年次贷危机以后美国退出量化宽松的时期, 批发零售贸易失业人数波动区间在 117.4 万——168 万, 平均值为 143.5 万, 现阶段的批发零售贸易失业人数为 129 万; 休闲业和酒店的失业人数波动区间 104.7 万——161.2 万, 平均失业人数为 104 万, 2021 年 5 月休闲业和酒店失业人数为 130 万人; 2013 年——2014 年美国教育和医疗服务业失业人数平均值为 82.6 万人, 现阶段美国教育和医疗服务失业人数为 94 万。从数据分析中可以发现, 现阶段美国的高失业行业失业人数和 2008 年次贷危机后退出量化宽松时期相比, 现阶段的失业人数并没有想象中的糟糕, 反而比上次美联储退出量化宽松时期的失业数据表现更好。

通过以上分析, 可以推出以下结论: 第一, 美国劳动力市场逐步恢复生机, 但离美联储反复提到的充分就业, 最大就业仍然有一段距离。第二, 美国的劳动参与率回归至公共卫生事件前数值, 但由于美国劳动失业率呈现下跌趋势, 可以推论美国劳工工作热情逐步降低, 美国人更愿意接受政府补贴救助, 而非工作获得收入, 因此, 我们不能奢求美国劳动参与率实现长期正向增长, 第三, 现阶段美国的失业率和就业人数对比上一轮美联储退出量化宽松时期的失业率和就业人数, 现阶段的就业数据优于此前的就业数据。

尽管美联储一再强调, 美国就业并未进入最佳状态, 现阶段并不考虑加息, 但从历史的纵向对比来看, 我们发现现阶段美国的失业率低于上一轮历史美联储



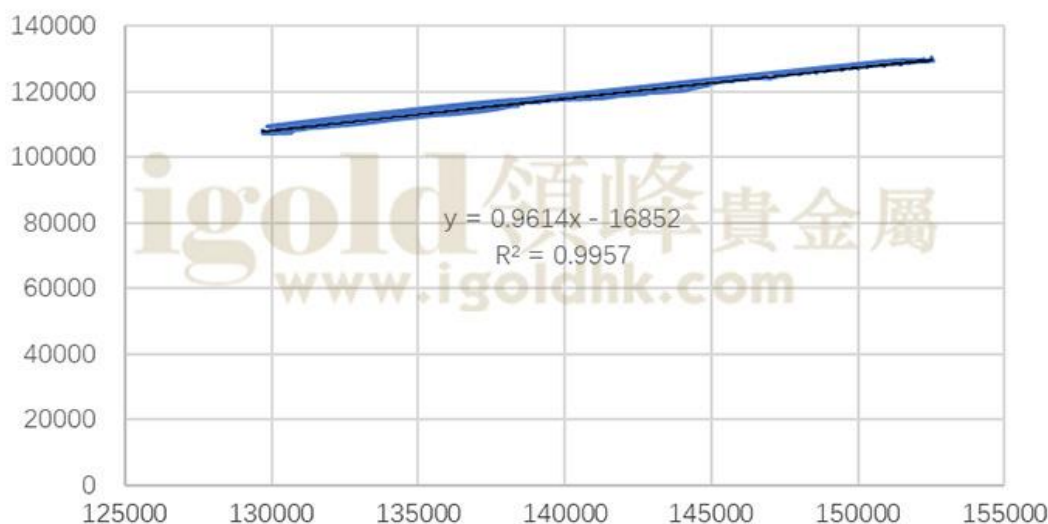
退出量化宽松时期的失业率，现阶段美国的失业状况恢复良好，尽管离历史的最大就业有距离，但失业数据的好转会使得美联储在下半年退出量化宽松政策成为可能。但美联储退出量化宽松政策也不是一蹴而就，就如同美国劳动力市场的恢复也并非一蹴而就，这是一个反复博弈，踉跄前行的过程，但终究是要到达目标的。因此，尽管黄金长期的下跌的概率较大，但可以预料黄金下跌的过程也许是一步三回头，前期的快速的破位跳水再难见了。

### 三、ADP 就业人数与非农就业人数相关关系



(注：交易数据仅作为交易密集度的一个反映，不作为真实交易数据解读，数据来源网络相关统计。)

#### 美国\_ADP就业人数与美国非农就业人数关系



(注：交易数据仅作为交易密集度的一个反映，不作为真实交易数据解读，数据来源网络相关统计。)

上图为美国非农就业人数与美国 ADP 就业人数，根据统计，两者相关关系为 0.99, 高度正相关关系，ADP 就业人数和非农就业人数在全球公共卫生事件以后



出现报复性反弹，就业人数正有所好转，接下来让我们进行更深入的分析，取近 15 年两者的就业人数进行线性分析：

把美国 ADP 就业人数设置为因变量 Y，美国非农就业人数设定为自变量 X，

在这些假设下，建立一个显示线性回归作为条件预期模型的简单线性回归方程，可以表示为：

$$E(Y_i | X_i = x_i) = \alpha + \beta x_i$$

通过近 15 年的数据进行回归分析，我们可以得出一个简单的一元线性回归方程，解释美国 ADP 失业人数与美国就业人数的关系式：

$$y = 0.9614x - 16852$$

（x 为每一期美国非农就业人数，y 为每一期的 ADP 就业人数）

得出一元线性回归方程后，我们用数据再度进行回测，由于每月的 ADP 数据最先公布，及已知 y，反求 x，即可以近似得知美国非农就业人数，通过回测，我们发现该模型仍有误差项，根据该公式得出的美国非农就业人数会低于真实公布的美国非农就业人数，根据进一步的测算，误差波动在 300—1000（单位：千人）范围内。因此，我们可以根据 ADP 公布后的就业人数，应用公式测算出非农就业人数，再加上误差波动人数，可以大约算出本次非农就业人数的数值。

#### 四、ADP 就业人数，非农就业人数与黄金的波动关系





| ADP就业人数公布时间 | 利多/利空黄金 | ADP就业数据公布后到非农前黄金走势 | 非农就业人数数据公布时间 | 利多/利空黄金 | 非农后黄金走势, 截止下周一收盘    |
|-------------|---------|--------------------|--------------|---------|---------------------|
| 2021/6/3    | 利空      | 下跌至少40美金           | 2021/6/4     | 利多      | 上涨25美金              |
| 2021/5/5    | 利多      | 单边上涨至少70美金         | 2021/5/7     | 利多      | 冲高回落, 高位震荡, 波动15美金  |
| 2021/3/31   | 利多      | 单边上涨至少30美金         | 2021/4/2     | 利空      | 高位震荡10美金            |
| 2021/3/3    | 利多      | 震荡20美金上下           | 2021/3/5     | 利空      | 先冲高上涨25美金, 再度下跌40美金 |
| 2021/2/3    | 利空      | 单边下跌至少58美金         | 2021/2/5     | 利多      | 上涨35美金              |
| 2021/1/6    | 利多      | 单边下跌至少75美金         | 2021/1/8     | 利多      | 下跌70美金              |
| 2020/12/2   | 利多      | 上涨22美金             | 2020/12/4    | 利多      | 下跌20美金, 上涨30美金      |
| 2020/11/4   | 利多      | 单边上涨60美金           | 2020/11/6    | 利空      | 先涨后跌, 下跌110美金       |
| 2020/9/30   | 利空      | 震荡上涨30美金           | 2020/10/2    | 利多      | 震荡, 波动30美金          |
| 2020/9/2    | 利多      | 单边下跌约40美金          | 2020/9/4     | 利多      | 震荡, 波动约20美金         |
| 2020/8/5    | 利多      | 单边上涨40美金左右         | 2020/8/7     | 利空      | 下跌40美金左右            |
| 2020/7/1    | 利多      | 震荡, 波动25美金左右       | 2020/7/2     | 利空      | 震荡, 波动25美金上下        |
| 2020/6/3    | 利空      | 单边下跌50美金左右         | 2020/6/5     | 利空      | 上涨25美金上下            |

(注: 交易数据仅作为交易密集度的一个反映, 不作为真实交易数据解读, 数据来源网络相关统计。)

由于美国 ADP 数据是美国非农就业数据的前瞻性指引, 因此我们对 ADP 数据与黄金的关系, 和非农数据与黄金的关系进行组合分析。选取自 2020 年 6 月至 2021 年 6 月 2021 年 3 月的非农业就业人数和 ADP 就业人数, 根据数据分析, 在 13 次 ADP 就业数据公布后, 截止非农数据公布前, 4 次利空黄金, 黄金出现 3 次单边下跌, 9 次利多黄金, 黄金有 5 次单边上涨, 2 次震荡, 2 次下跌, 且单边平均波动为至少为 40 美金。ADP 对黄金的利多影响和利空影响较为显著。

同样的, 我们分析总结非农数据后黄金的走势波动发现, 非农数据公布后至下周一收盘, 有 8 次利多黄金, 有 5 次利空黄金, 但黄金有 5 次震荡, 平均波动在 25 美金左右, 非农对黄金利多影响和利空影响不明显。

当我们在进一步做分析, 黄金在 ADP 数据公布后出现了单边上涨, 且非农公布后延续上涨的次数仅为 1 次, 也就是大概率黄金会见短期高点, 因此逢高做空是较优的策略, 同样的, 黄金在 ADP 数据公布后出现单边下跌时, 非农后延续下跌的次数也仅为 1 次, 因此, 逢低做多是比较优策略。

由于 ADP 公布的就业人数增加了 69.2 万人, 对比 60 万人增幅的预期值高, 也就是就业人数高于预期但低于前值 88.6 万, 看似是利空黄金, 但是利空程度并不强, 我们可以预期非农就业人数公布值大概率也是利空黄金的, 但是从黄金走势公布来看, ADP 后黄金不跌反涨, 开启了一波单边上涨的行情, 因此由于



非农后黄金出现震荡行情偏高，因此我们可以考虑用震荡思路对待，具体操作如下。

## 五、非农操作建议



(注：交易数据仅作为交易密集度的一个反映，不作为真实交易数据解读，数据来源网络相关统计。)

黄金自低点 1677 附近震荡上行，上涨至 1916 附近开始高位跳水，二次上涨未能突破前高，随后快速下跌，并跌破上升趋势线，整体走势由多转空。黄金跌破了上升趋势线后，快速下跌至 1844 附近开始走出了三角形整理，随后黄金跌破三角形的持续整理形态，快速创出新低至 1764 附近，黄金在下跌通道中震荡下行。从均线来看，K 线回到站在了 MA60 之上，60 日均线走势趋于横向走势，黄金短期内趋于震荡概率较高。从 1 小时的 MACD 来看，DIFF 与 DEA 在零轴以上相互缠绕，空头动能柱有衰竭迹象，黄金有可能延续性反弹，但上方成交密集区对于黄金的反弹形成压制，反弹空间会受限。综合非农后的黄金波动概率和现阶段黄金的盘面走势，在本次非农后黄金可考虑以震荡的思路为主，宽幅的震荡区间在 1750—1795，窄幅震荡区间在 1767—1785 之间，由于黄金走势仍然偏空，建议，震荡区间上方做空。

当非农就业人数增幅高于预期值 70 万人，低于 80 万人，数据利空黄金，考虑在 1795.0 附近轻仓做空，止损在 1802.0，目标看 1783.5/1767.0 附近。

当非农就业人数增幅大幅度高于 80 万人，数据利空黄金，考虑在 1783.5 附近轻仓做空，止损在 1788.5.0，目标看 1767.0/1750.0 附近。