



非农攻略前篇：美联储鹰击长空，通胀见顶可期

2022-5-4

四月以来，黄金经历了从大幅上涨，叩击 2000 美元关口，再到冲高回落新低的过山车行情。而全球的大宗商品、能源、各国股票指数等也都经历一段剧烈动荡的时期。同时，中美国债收益率倒挂，美国长短端国债收益率倒挂，无形中一场风暴正在我们的眼前逐渐形成，离我们越来越近，并可能在未来影响全球经济走向，而这场风暴的中心，就是目前持续走高的通胀，抓住这一线索，就有可能抓住未来市场的脉搏。

一、通胀，风暴的中心

2021 年以来，随着美国经济的持续复苏，供需错配问题逐步显现，导致美国通胀持续攀升。2022 年 3 月美国 CPI 同比增速提升至 8.5% 的新高水平。

从需求端来看：①2021 年美国的企业利润总量为 11.22 万亿美元，较全球公共卫生事件前水平大幅增长；②补贴大量释放，美国居民个人收入不断提升、资产负债率持续下行。当前美国居民个人消费动能屡创新高。截至 2022 年 2 月，美国个人消费支出总规模已达 13.9 万亿美元，较 2021 年同期上涨约 6.90%。购买力的不断增长，正逐步从源头上将通胀水平不断推高。

美国个人消费支出持续提升



(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。)

从供给端看，短期内，美国劳动力供给有限，职位空缺数量较高。截至 2022 年 3 月，美国劳动参与率为 62.4%，相较 2020 年 2 月全球公共卫生事件爆发前有



1%的缺口。截至 2022 年 2 月，美国非农职位空缺数量为 1126.6 万人，已达 2000 年以来最高水平。长期来看，贸易保护主义与逆全球化有抬头趋势，叠加欧美对俄制裁逐渐加码，长期总供给规模上会出现较大变数，曾经通畅的全球产业链，正在面临一个又一个的挑战。

美国劳动参与率仍低于历史平均



(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 CPI 构成的细分层面上多数项目仍具上涨动力。美国通胀水平高企，主要受能源及食品两项带动。

①能源方面，截至 2022 年 3 月，美国 CPI 能源项目同比增长 32%，细分来看，能源类商品中燃料油和其他燃料项目同比上涨约 51.7%，车用油项目同比上涨约 48.2%。预期随着当前能源出口大国俄罗斯持续受国际制裁，全球能源价格将持续获得动能，对带动美国能源品价格走高起到重要作用。

②食品方面，截至 2022 年 3 月，美国 CPI 食品项目同比上涨约 8.8%。细分来看，家用食品中肉类、其他家用食品两个项目同比增长较高，分别同比上涨约 13.7 以及 10.3%。当前美国肉类库存水平持续下行，2022 年美国猪肉期初库存为 202.0 千吨，较 2020 年下降 31.3%，预期在肉类等食品库存下行的推动下，美国食品项目 CPI 增速有持续走高动能。

从目前来看，通胀存在持续走高潜力，另外俄乌地缘局势的变数，以及中国对于奥密克戎的防控，都会从供应链给通胀带来新的支撑。因此，过去人们寄希望于供应链随着全球公共卫生事件结束而自行恢复如初，从而将通胀压回到之前的水平是不现实的。因此需要釜底抽薪，从货币供给的源头上对通胀采取措施，或者供给端，需求端的其中一侧形成较大变化才能真正让通胀见顶回落。



二、美联储的关键时刻

自美联储改正对通胀走势判断之后，其在政策预期管理上表现出极强的治理通胀决心，尤其是鲍威尔等多名官员频频向市场释放加快收紧政策的信号，受此带动，市场预期大幅扭转，美国整体市场利率体系明显抬升。10年期美债收益率由年初的1.5%升至近3%，大幅提升了近150基点；10年期美债实际收益率则由负转正，大幅提升了100基点；伴随本次利率水平的快升，美国整体市场利率体系的中枢已向上突破了过去40余年的下行通道。

10年美债收益率与30年按揭贷款利率走势



(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。)

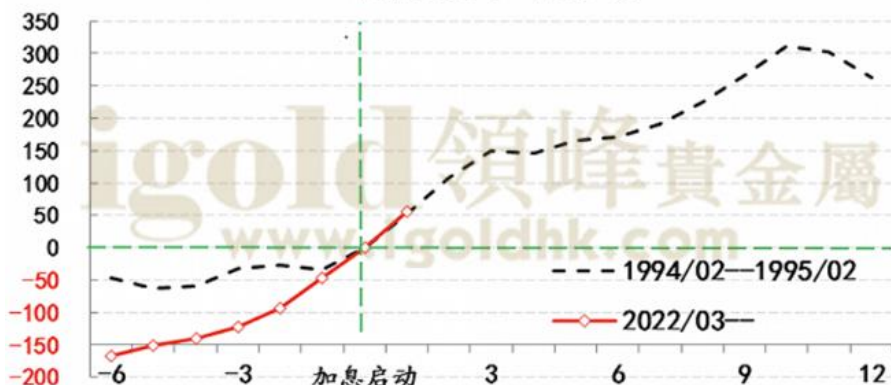
同时，针对大幅落后通胀实情的紧缩现状，美联储也只能被迫加快紧缩节奏和紧缩力度。例如，缩表力度较上轮缩表提高一倍，单月缩表上限升至950亿美元，并将缩表提前至5月份；将单次加息幅度提高至50个基点，甚至是75个基点等等。

预期管理上的决心与加息缩表双管齐下，与90年代初的情况如出一辙，这使得市场对于通胀在短期内见顶以及经济软着陆产生较强信心。1994年2月-1995年2月，美联储耗时1年时间加息300个基点，将联邦基金利率由期初的3%提升至6%。其中1994年5月、8月和1995年2月加息50个基点；1994年11月加息75个基点。最终成功将当时的CPI中枢控制在3%以下。而在1995年加息结束后，黄金也进入到了长达5年的下跌通道，正因如此，近期黄金面对5月加息缩表的双重打击，出现了大幅下挫。而之所以美联储能够在现阶段能够如此鹰派的启动紧缩进程，与目前繁荣的就业市场所带来的经济复苏是密不可分的。



本轮加息与 1994-1995 加息市场路径比较

2年期美债收益率变化情况



(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、用工荒, 繁荣的就业市场

当前, 美国就业市场强劲。近期披露的美国 3 月非农就业数据显示, 3 月新增非农就业 43.1 万, 与 47.0 万的预期差距不大, 失业率甚至下降至 3.6%, 好于 3.7% 的预期, 几乎处于充分就业状态。但同时, 职位空缺数量持续上涨, 美国招工难问题愈发明显。随着全球公共卫生事件后美国经济持续复苏, 各企业陆续开始复工复产。但在当前美国劳动力参与率有所下滑, 需求规模明显增长的背景下, 美国企业的招工难问题正在逐步凸显。

美国职位空缺数量持续上涨



(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。)

分项来看, 服务业空缺规模最为显著。从美国当前的职位空缺率来看, 2022 年 2 月美国的职位空缺率约为 7.4%, 较 2019 年公共卫生事件前的水平提高 3 个百分点。其中, 职位空缺率较全球公共卫生事件前水平增长最为明显的行业为休闲住宿业、教育和保健服务业、专业和商业服务业, 三者的职位空缺率分别较 2019 年全球公共卫生事件之前提高了约 4.6%、3.6% 以及 3.2%。

职位空缺率	制造业	建筑业	专业和商业服务	休闲住宿业	教育和保健服务	贸易运输和公用事业	总计
2022-02	6.0%	4.8%	8.7%	9.9%	8.5%	6.2%	7.4%
2021-12	5.6%	4.6%	8.5%	11.7%	8.4%	6.4%	7.5%
2020-12	3.7%	3.5%	6.9%	5.9%	5.2%	4.5%	4.9%
2019-12	2.8%	3.4%	5.5%	5.3%	4.9%	4.1%	4.4%
较疫情前差值	-3.2pct	-1.4pct	-3.2pct	-4.6pct	-3.6pct	-2.1pct	-3.0pct

(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。)

所以, 从目前就业市场来看, 虽然失业率新低, 非农就业也保持快速增长, 但美国劳动力市场仍旧处在短缺局面当中, 用工荒让企业成本在短时间内无法降低, 这也是本轮通胀迟迟无法回落的重要因素。因此, 只有不断向好的劳动力市场, 才能支持美联储本轮紧缩政策的继续加码, 也才能从供给端压低通胀。

四、ADP 今晚公布, 劳动力市场管中窥豹

今日(5月4日)周三晚间 20:15 将会公布有“小非农”之称的美国 ADP 就业人数。将会为市场提供目前劳动力市场的景气程度的重要线索。前次美国公布的 3 月 ADP 就业人数增加 45.5 万人, 预期增加 45 万人, 2 月前值增加 47.5 万人, 就业人数小幅超出预期。值得一提的是, ADP 将 2 月数据 47.5 万人继续上修至增加 48.6 万人。反映美国整体就业市场在逐渐复苏。

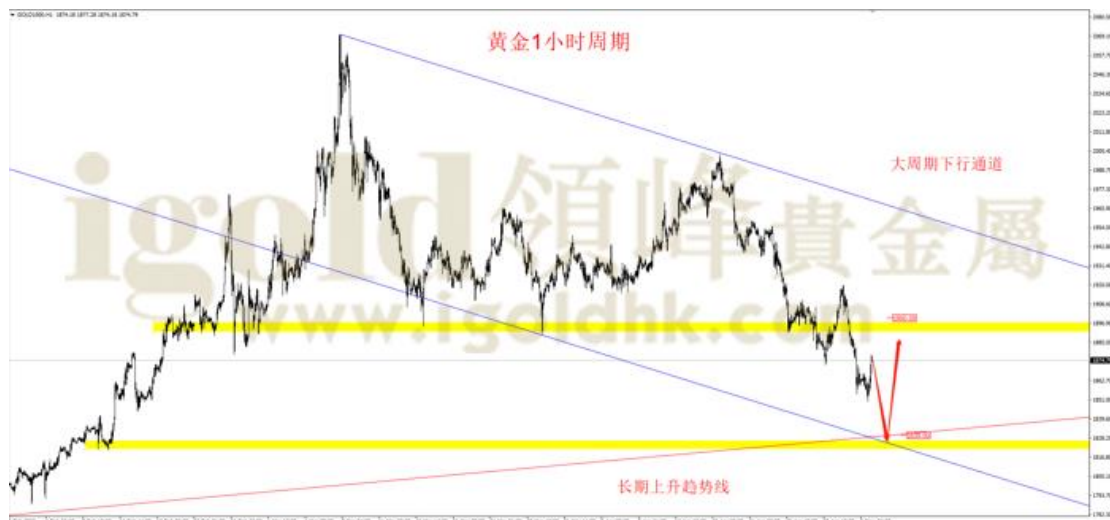
本次美国 3 月份 ADP 就业数据市场预期为 39.5 万人, 相比前值 45.5 万人有所减少, 意味着市场对于美国私营劳动力市场的增长仍有顾虑, 本次 ADP 数据是否会出现好于预期, 要值得注意, 而更详细的交易细节, 关注下文的 ADP 操作攻略。

五、ADP 操作攻略

1. 若 ADP 就业人数高于前值



2. 若 ADP 就业人数低于前值



从近期黄金的日线走势图上, 可以看到, 价格经过四月大幅反弹拉升至 2000 美元一线后, 迅速冲高回落, 并由此形成大周期下行通道。目前价格仍处在快速下跌过程当中, 上方压力在 1900 一线整数关口, 若黄金先行测试压力则有望继续向下调整。下方重要支撑在 1920-1930 一线, 这一位置为大周期下降趋势线下轨支撑, 与长期向上趋势线支撑的共振位置, 如果价格大幅下跌至此区间, 则谨防大周期结构上出现探底回升。详细操作可关注晚间 ADP 数据的公布情况, 具体如下:

如果今晚 ADP 就业人数高于前值 45.5 万人, 利空黄金, 黄金出现先行下跌, 那么我们可以在 1900.0 附近博弈黄金下跌, 止损在 1905.0, 目标 1860.0—1830.0 附近。

如果今晚 ADP 就业人数低于预期 39.5 万人, 利多黄金, 黄金出现上涨, 那么考虑在 1830.0 附近轻仓试多, 止损在 1825.0, 目标 1840.0—1860.0 附近。

如果今晚的 ADP 就业人处于 39.5 万人到 45.5 万人间, 整体黄金以震荡为主, 可以考虑低多高空的震荡策略, 1900.0 附近尝试做空, 下方 1830.0 附近做多。

最后, 非农数据还需参考今晚的 ADP 数据, 故有关非农行情的具体分析将在本周五详解, 敬请关注。

【以上观点建议, 仅供参考, 不代表公司立场, 据此操作, 风险自担。建议投资者朋友保持乐观谨慎态度, 根据具体盘面来具体分析应对。】