

12 月非农就业数据大超市场预期，本周金价强势反弹

黄金周报（2025.1.6-1.11）

分析师：李明玉

执业资格号：F0299477

投资咨询号：Z0011341

审核人：李强

撰写日期：2025 年 1 月 12 日

要点

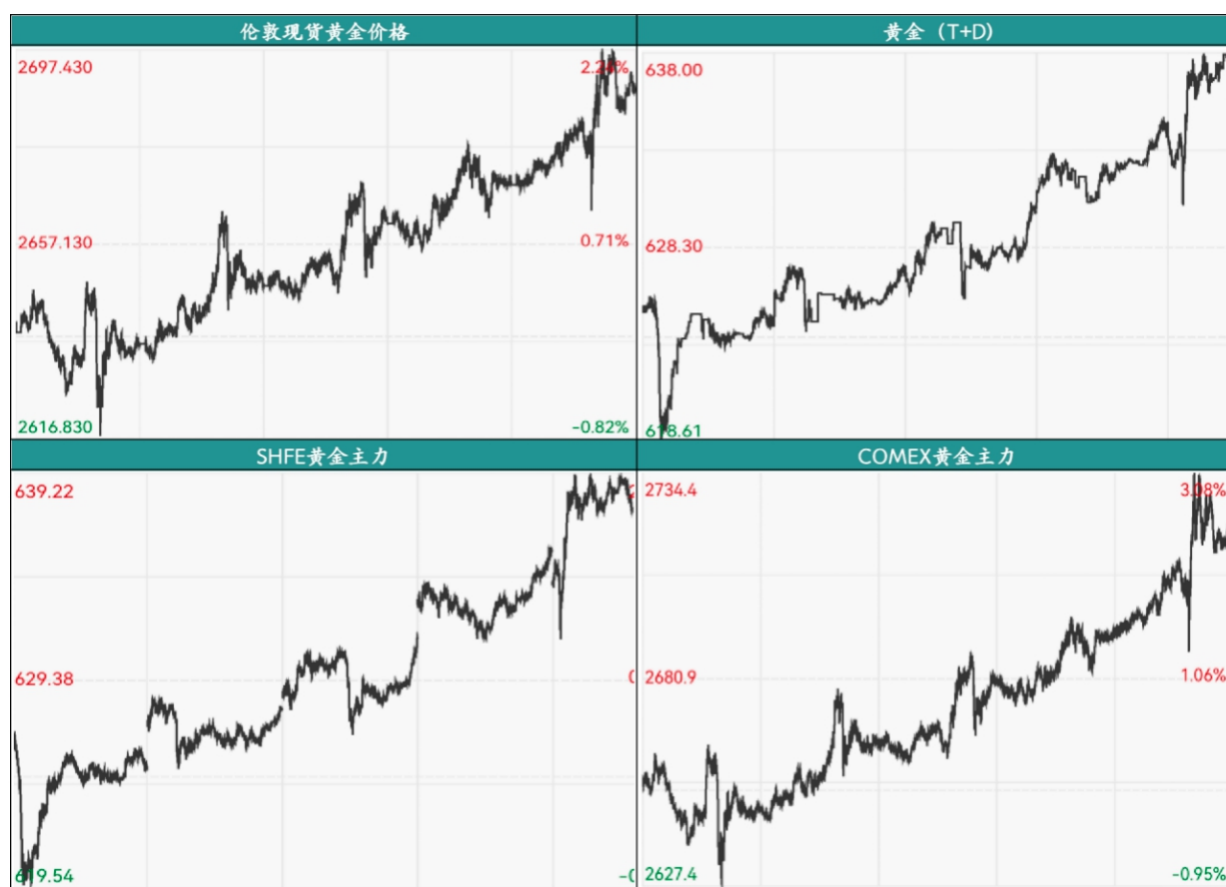
- **金价走势：**本周金价强势反弹，上逼 2700 美元关口。近期黄金与美元及美债收益率走势的相关性有所降低，强劲的美国就业数据公布后，金价下跌后涨，市场有再度转向“再通胀交易”的可能性。
- **美国：**美国经济仍然强劲，服务业制造业持续高于荣枯线。12 月非农就业数据大超市场预期，失业率也意外下降，就业市场仍然火热，市场对美国未来通胀的担忧加剧。本周多位美联储高官发声，态度偏鹰。
- **全球其他海外市场：**日本近期工资涨幅度在 32 年以来新高，日本央行考虑上调未来两个财年的核心通胀数据预测，市场对日本央行在 1 月降息的押注有所上升。加拿大总理特鲁多宣布辞去辞去自由党党魁一职，暂时留任总理一职。
- **观点：**随着特朗普上台时间临近，市场重回“特朗普交易”，资产价格的波动性增加，金价短期内可能仍以震荡为主。中长期来看，共和党上台会施行更为宽松的财政政策和高额关税，可能会使美国经济有再通胀压力，除此之外，全球货币的泛滥以及各国央行购金的持续性，支撑金价中枢上行，后续黄金可能仍偏强。关注下周美国通胀数据。

一、本周黄金行情回顾

本周金价强势反弹，向上逼近 2700 美元大关。本周美联储 12 月议息会议纪要公布，同时有多位美联储高官发表讲话，态度偏鹰，基本与鲍威尔论调保持一致。会议纪要显示，美联储官员出于对未来的不确定性将会放慢降息的脚步，并认为通胀上行的风险有所增加。本周公布的数据显示美国经济仍然强劲，美国 12 月份服务业 PMI 为 54.1，其中衡量原材料和服务业支付价格的指标上升 6.2 个点至 64.4，这是 2023 年初以来的最高水平，表明服务业面临高成本的压力在增加。另外，周五晚间公布的美国非农就业数据大超预期，失业率意外降低，就业结构也有所好转。CME 利率期货显示市场对美联储明年降息的预期较为悲观。数据公布后美元短线强势上涨，金价先跌后大幅拉涨，市场可能计入未来美国通胀交易逻辑。

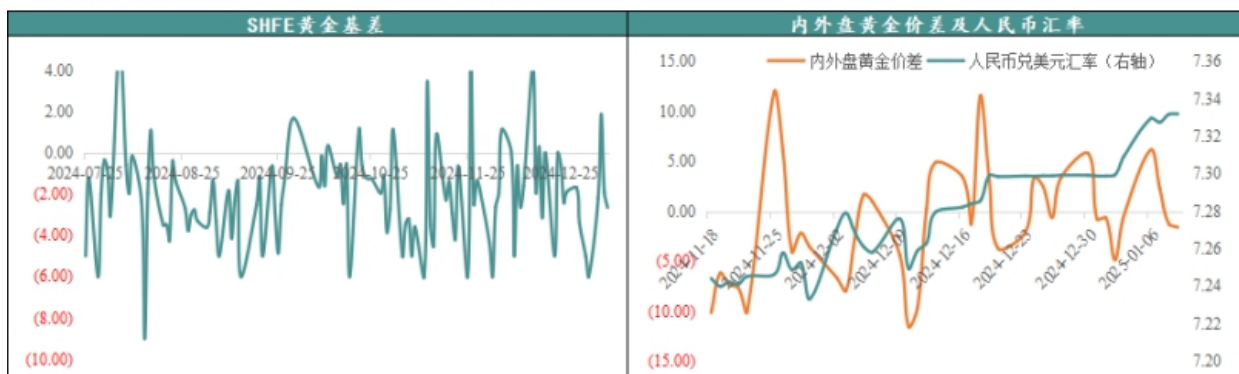
随着特朗普上台临近，其在社交媒体的活跃发言卷土重来，加剧了市场的波动。周内，有媒体报道称，特朗普的助手正在研究一项关税计划，该计划将针对所有国家，但仅涵盖关键进口商品，但随后特朗普在社交媒体上表示此为假新闻。同时，特朗普还表示考虑就新的关税计划宣布国家经济紧急状态，使得美元短线走高。另外，还有消息称特朗普将着手重塑美联储管理层，包括让美联储理事鲍曼升职担任负责金融监管的副主席以及此前美联储下一任大热人选、当前美联储理事沃勒的未来任职的猜想等。除此之外，特朗普对加拿大、格陵兰岛以及墨西哥湾的言论也引发了市场的震荡。受此影响，美元持续维持在高位，美债收益率创下近期新高。

图 1 黄金期现货价格走势（分时图）



资料来源: iFind、新湖研究所

图 2 美元持续强势下，人民币持续走弱



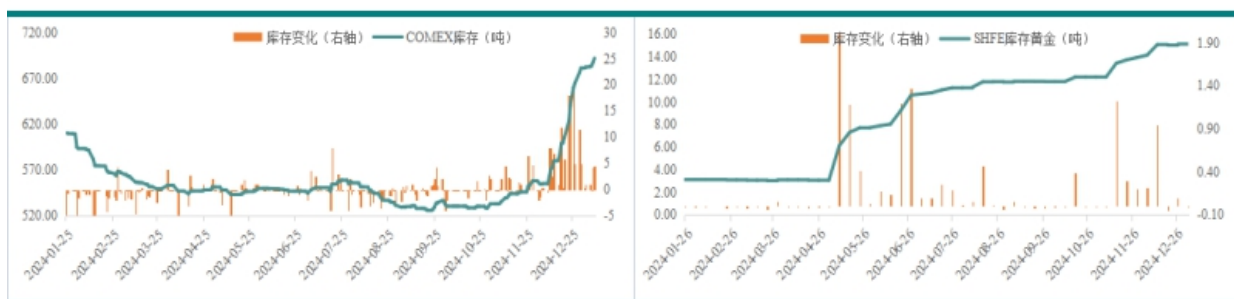
资料来源：iFind、新湖研究所

图 3 SPDR 持仓在近期回落势头略为停滞，黄金多头交易仍然拥挤



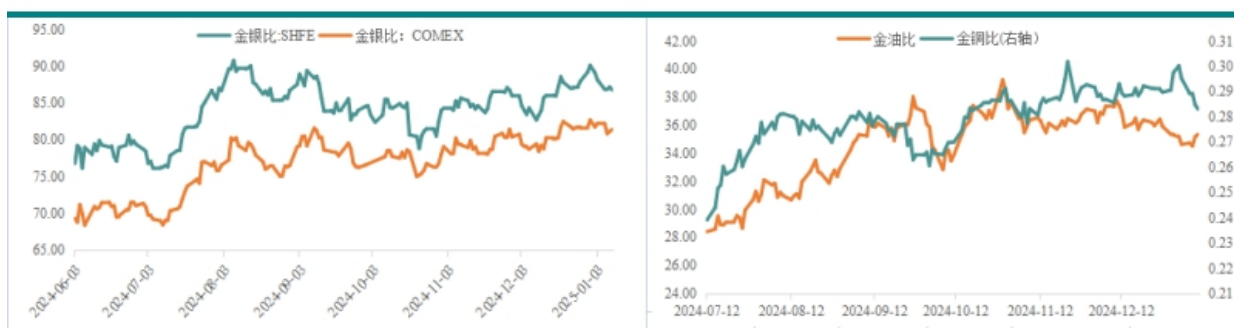
资料来源：iFind、新湖研究所

图 4 COMEX 和上期所黄金库存量持续回升



资料来源：iFind、新湖研究所

图 5 工业属性更强的银和铜价在近期有所反弹



资料来源：iFind、新湖研究所

二、本周主要市场经济情况回顾

2.1 美国市场

美国劳工统计局公布的职位空缺(JOLTS)报告显示,受商业服务业大幅增长的推动,美国 11 月份的职位空缺升至 6 个月高点。具体来看,空缺职位从 10 月上修的 780 万个增加到 810 万个,这一数字超出了所有分析师的预期。美国 11 月 JOLTS 职位空缺突破 800 万大关,大幅超预期,超过了媒体调查的所有经济学家的估计,创下六个月新高。近期职位空缺数量的上升,打破了近三年来的下行趋势。现在来看,美国就业市场似乎处于更好的状态。

美国 12 月服务业指数上升 2 点至 54.1。读数高于 50 表明行业活动扩张。衡量原材料和服务业支付价格的指标上升逾 6 个点至 64.4。新订单指标上升 0.5 点至 54.2,与 2024 年均值一致。企业活动指标跳升 4.5 点,达到三个

月高位，表明经济在第四季度末仍然保持稳固基础。与此同时，ISM 服务业就业指标基本持平于 51.4，表明企业对现有员工数量感到满意。服务业增长回升与制造业形成鲜明对比。上周公布的 ISM 制造业指标显示 12 月行业活动连续第九个月萎缩。

美国 12 月 ADP 就业人数增加 12.2 万人，为四个月来最少，也低于市场预期。美国 12 月份工资增长放缓，就业人员工资同比增长放缓至 4.6%，是自 2021 年 7 月以来的最慢增长速度。跳槽者的工资增长了 7.1%，比 11 月份略有下降。

据 Manheim，美国 12 月经车型组合、里程数和季节性调整后的二手车批发价格环比下降 0.3%；Manheim 二手车价值指数从 205.4 下降至 204.8，较去年同期高 0.4%（上个月为 0.2%）。未经调整的二手车价格环比下跌 0.8%（上个月为-0.1%），较去年同期高 0.3%（上个月为 0.1%）。

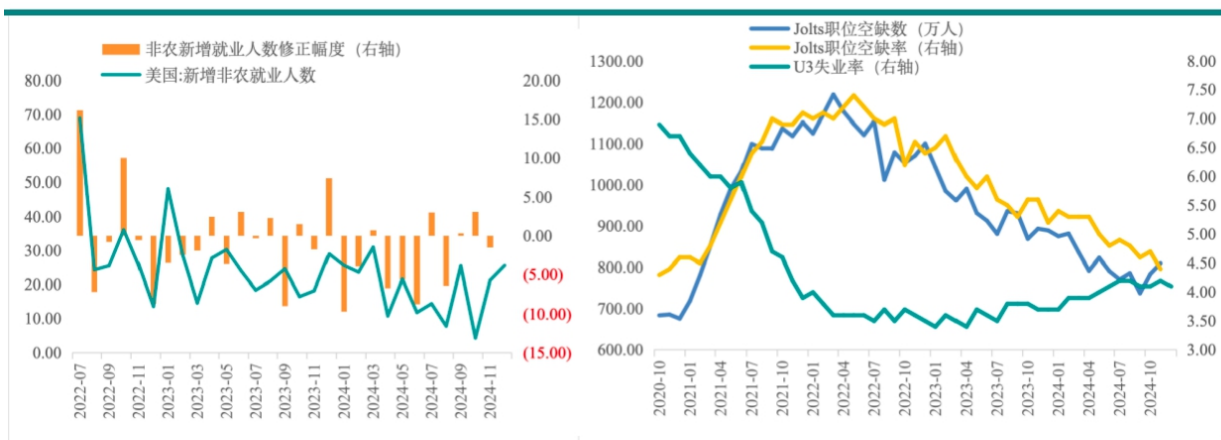
美国 12 月非农就业人数增加 25.6 万人，预估为增加 16.5 万人，前值为增加 22.7 万人。4.1%的失业率也好于预期的 4.2%。失业率接近美联储官员认为长期可持续的水平。

图 7 美国三季度 GDP 小幅低于预期，消费仍极具韧性



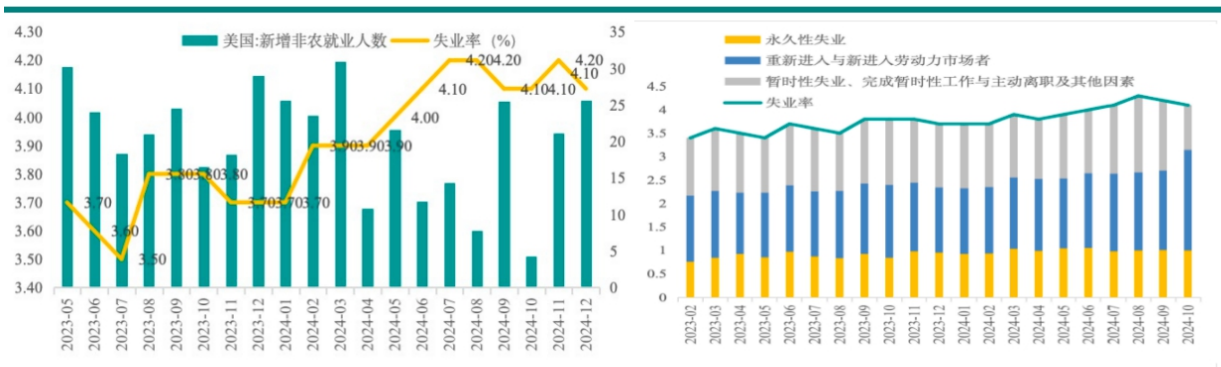
资料来源：iFind、新湖研究所

图 8 美国 12 月新增非农就业人数大幅超出市场预期



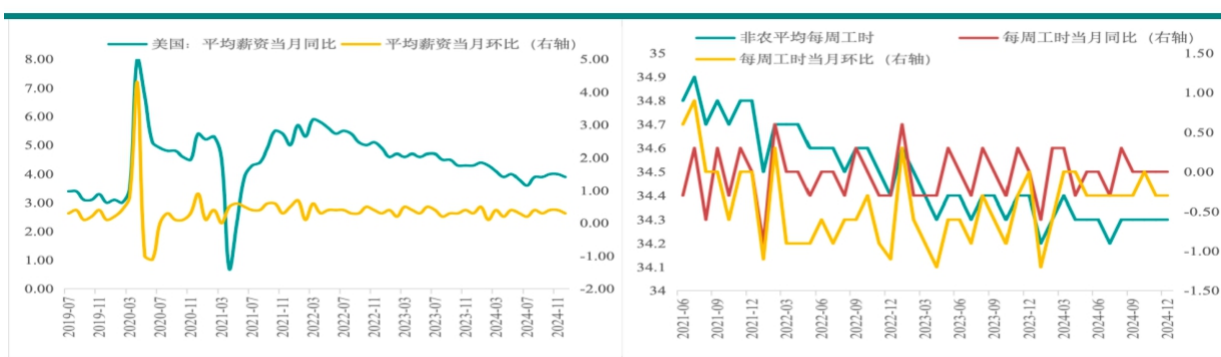
资料来源：iFind、新湖研究所

图 9 美国 12 月失业率意外下降



资料来源：iFind、新湖研究所

图 10 美国 12 月非农就业薪金增幅略有下降



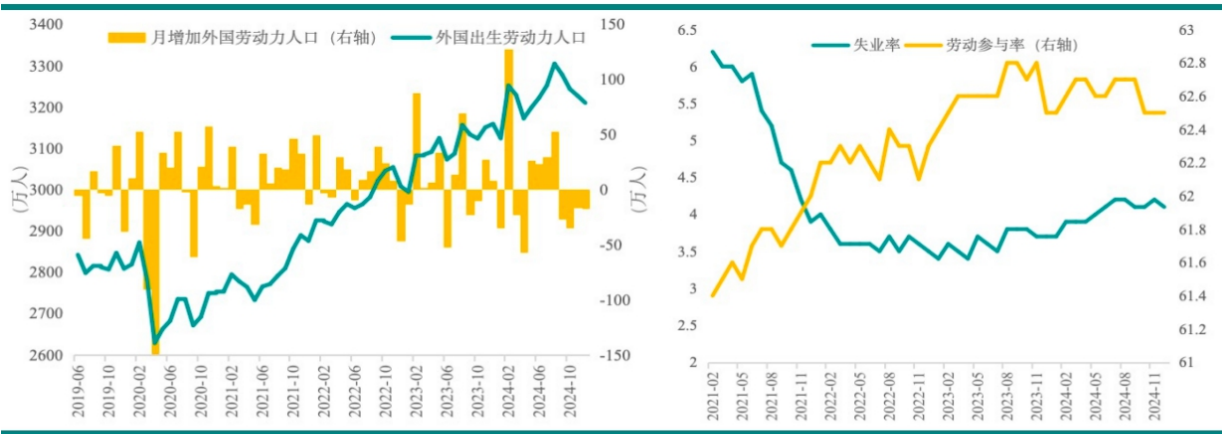
资料来源：iFind、新湖研究所

表 1 美国 12 月服务部分和政府部门新增就业人数强劲

新增就业人数（万人）	变动	2024年12月	2024年11月	2024年10月	2024年9月	2024年8月	2024年7月	2024年6月	2024年以来新增就业人数总计	占比
非农行业	4.4	25.60	21.20	4.30	25.50	7.80	14.40	11.80	197.6	100%
私人部门	4.1	22.30	18.20	0.90	22.20	3.70	9.90	9.70	160.7	81%
商品生产	-4.2	-0.80	3.40	-5.30	1.50	0.20	2.10	0.20	7	4%
采矿	0.4	-0.30	0.10	0.00	0.10	0.10	0.10	0.00	-0.5	0%
建筑	0.0	0.80	0.80	-0.10	2.60	2.80	1.40	1.80	17	9%
制造业	-3.8	-1.30	2.50	-5.20	-1.20	-2.60	0.60	-1.60	-9.3	-5%
耐用品	-4.5	-1.60	2.90	-4.90	-0.40	-3.00	0.50	-1.70	-8.4	-4%
非耐用品	0.7	0.30	-0.40	-0.30	-0.80	0.40	0.10	0.10	-0.9	0%
服务提供	3.3	23.10	14.80	6.20	20.70	3.50	7.80	9.50	152.6	77%
批发	-7.3	4.34	-2.92	0.88	0.73	-1.45	-0.36	-1.95	5.78	3%
零售	-0.7	-0.35	0.34	0.74	0.24	0.69	0.54	0.60	3.9	2%
交运仓储	0.0	-0.03	0.00	-0.11	0.26	-0.01	0.04	0.13	0.58	0%
公用事业	0.7	0.96	0.25	-0.97	0.78	1.07	-0.16	1.09	11.34	6%
信息	0.6	1.00	0.40	-0.20	0.10	-0.80	-1.60	0.00	-1.6	-1%
金融活动	0.2	1.30	1.10	0.50	0.60	0.70	-0.40	1.30	5.7	3%
专业和商业服务	1.9	2.80	0.90	-1.00	2.20	-4.70	-0.40	-1.10	4.8	2%
教育和保健服务	0.7	8.00	8.70	7.40	9.10	6.70	6.70	7.90	86.8	44%
休闲和住宿	0.9	4.30	5.20	-0.80	6.10	0.90	3.80	0.40	28.8	15%
其他服务	0.0	0.80	0.80	-0.30	0.60	0.40	-0.30	0.80	6.1	3%
政府部门	0.3	3.30	3.00	3.40	3.30	4.10	4.50	2.10	38	19%

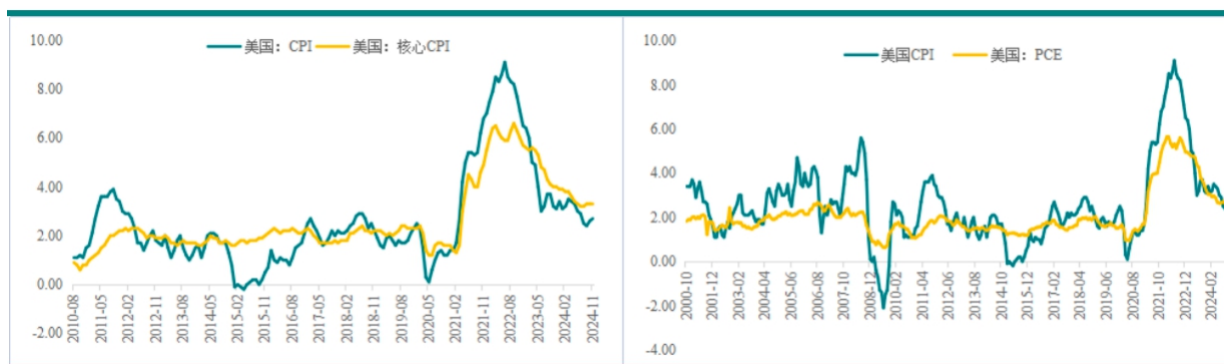
资料来源：iFind、新湖研究所

图 11 移民对就业市场的影响持续减弱



资料来源：iFind、新湖研究所

图 12 美国通胀数据基本符合市场预期



资料来源：iFind、新湖研究所

表 2 美国 11 月 CPI 服务项通胀有所缓解

美国CPI环比相关数据														
趋势	CPI 环比	核心CPI 环比	能源	食品饮料	房屋	服装	交通运输	医疗服务	耐用品	非耐用品	娱乐	教育和通信	服务	其他商品和服务
2024-11	0.30	0.30	0.20	0.40	0.30	0.20	0.40	0.30	0.20	0.40	0.30	-0.40	0.30	0.50
2024-10	0.20	0.30	0.00	0.20	0.40	-1.50	0.30	0.30	0.10	-0.30	0.40	-0.30	0.40	0.40
2024-09	0.20	0.30	-1.90	0.40	0.20	1.10	-0.20	0.40	1.00	-0.10	-0.40	0.00	0.40	0.20
2024-08	0.20	0.30	-0.80	0.10	0.30	0.30	0.10	-0.10	-0.40	0.10	-0.10	0.10	0.30	0.20
2024-07	0.20	0.20	0.00	0.20	0.40	-0.40	-0.10	-0.20	-0.30	0.10	0.10	0.20	0.30	0.20
2024-06	-0.10	0.10	-2.00	0.20	0.20	0.10	-1.30	0.20	-0.50	-0.50	0.10	-0.10	0.10	0.60
2024-05	0.00	0.20	-2.00	0.10	0.30	-0.30	-1.10	0.50	-0.50	-0.40	-0.20	0.00	0.20	0.20
2024-04	0.30	0.30	1.10	0.00	0.20	1.20	0.70	0.40	-0.50	0.60	0.20	0.20	0.40	0.40
2024-03	0.40	0.40	1.10	0.10	0.40	0.70	0.80	0.50	-0.20	0.10	-0.10	0.00	0.50	0.40
2024-02	0.40	0.40	2.30	0.00	0.40	0.60	1.40	0.00	-0.10	0.50	0.20	0.40	0.50	-0.30
2024-01	0.30	0.40	-0.90	0.40	0.60	-0.70	-0.60	0.50	-0.50	-0.40	0.50	0.40	0.70	0.50
2023-12	0.20	0.30	-0.20	0.20	0.30	0.00	0.10	0.40	-0.40	0.40	0.40	0.10	0.40	0.00
2023-11	0.20	0.30	-1.60	0.20	0.40	-0.60	-0.20	0.50	-0.30	-0.50	-0.20	-0.30	0.50	0.40

资料来源：iFind、新湖研究所

表 3 能源价格对美国 11 月 CPI 下行的贡献有所下降

趋势	美国CPI (同比)	核心CPI (同比)	能源	食品饮料	住宅	服装	交通运输	医疗保健	娱乐	教育与通信	服务	信息技术、硬件服务
2024-11	2.70	3.30	-3.10	2.30	4.10	1.10	0.40	3.10	1.50	0.70	0.30	-3.50
2024-10	2.60	3.30	-4.80	2.10	4.20	0.30	-0.30	3.30	1.00	0.80	0.40	-2.90
2024-09	2.40	3.30	-6.90	2.20	4.10	1.80	-1.30	3.30	0.70	0.90	0.40	-2.50
2024-08	2.60	3.30	-4.00	2.10	4.30	0.30	-0.70	3.00	1.50	1.00	0.30	-1.30
2024-07	2.90	3.20	1.00	2.20	4.30	0.20	1.10	3.20	1.40	0.90	0.30	-0.90
2024-06	3.00	3.30	0.90	2.20	4.40	0.80	1.20	3.30	1.30	0.70	0.10	-1.60
2024-05	3.30	3.40	3.50	2.10	4.60	0.80	2.70	3.10	1.40	0.50	0.20	-1.00
2024-04	3.40	3.60	2.50	2.20	4.50	1.40	3.50	2.60	1.50	0.40	0.40	-0.30
2024-03	3.50	3.80	2.10	2.20	4.60	0.40	4.00	2.20	1.90	0.20	0.50	-0.80
2024-02	3.20	3.80	-1.70	2.30	4.50	0.00	2.80	1.40	2.10	0.40	0.50	-0.40
2024-01	3.10	3.90	-4.30	2.50	4.70	0.00	1.70	1.10	2.80	0.00	0.70	-1.10
2023-12	3.30	3.90	-1.80	2.70	4.80	1.20	2.70	0.40	2.70	-0.10	0.40	-1.60
2023-11	3.10	4.00	-5.30	2.90	5.20	1.40	0.80	0.10	2.50	-0.10	0.50	-1.80

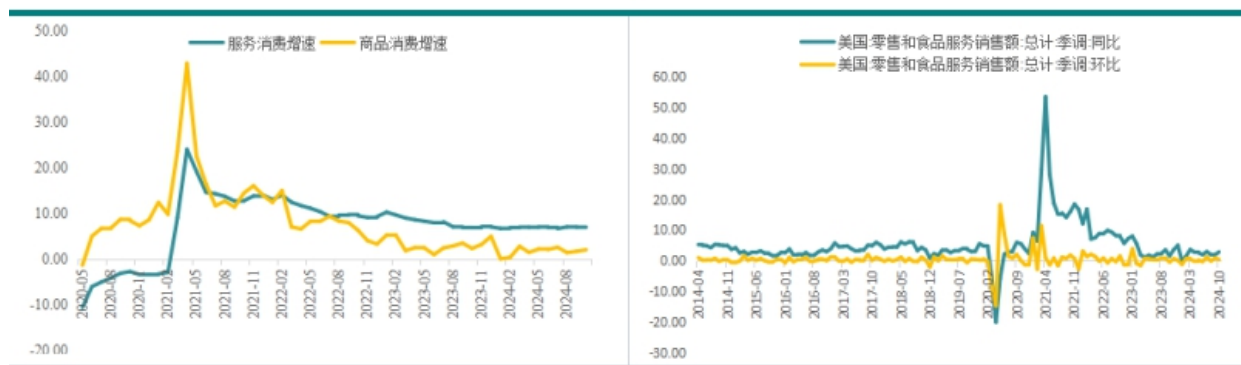
资料来源：iFind、新湖研究所

图 13 美国 11 月住房分项有所缓解，从前瞻指标看继续有下行空间



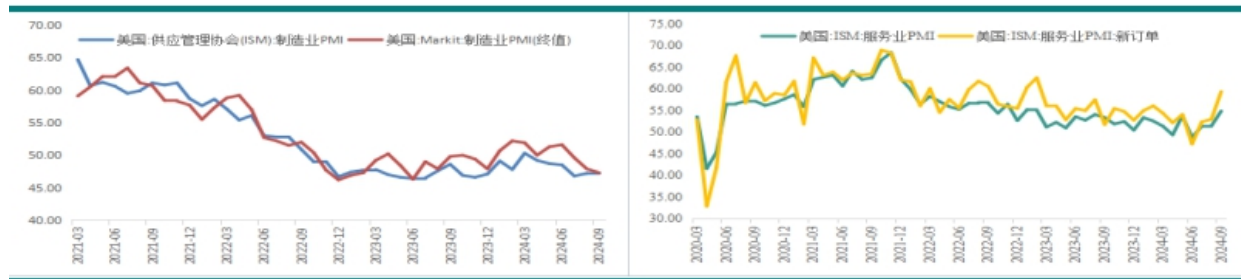
资料来源：iFind、新湖研究所

图 14 美国 10 月零售销售月率超预期上升，美国消费仍具韧性



资料来源：iFind、新湖研究所

图 15 美国 12 月制造 PMI 仍低于预期，服务业仍然表现强劲



资料来源：iFind、新湖研究所

图 16 美债收益率和美元指数持续走强



资料来源：ichoice、新湖研究所

图 17 美债收益率与黄金走势近期相关性有所走弱



资料来源：iFind、新湖研究所

图 18 美联储资产持续削减



资料来源：美联储、iFind、新湖研究所

图 19 市场对美联储降息预期仍然较为悲观



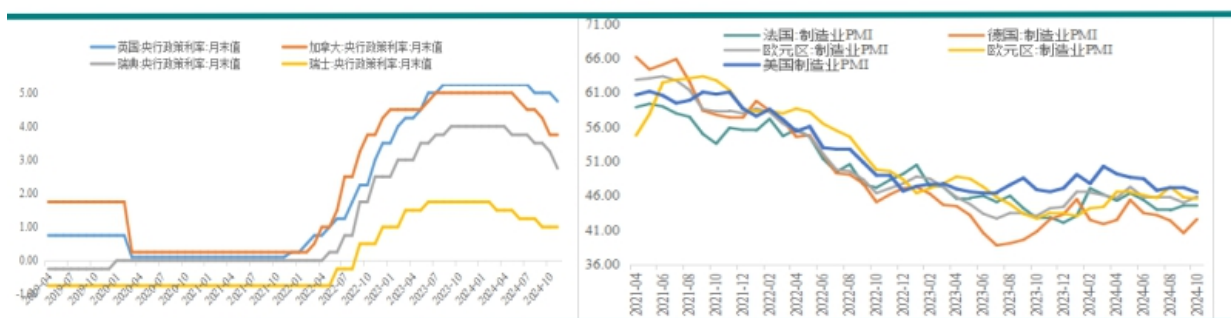
资料来源：CME、Bloomberg、新湖研究所

2.2 全球其他海外市场

日本工资涨幅创下 32 年以来新高。美银认为，日本仍陷再“不可能三角”的政策困境中，1 月个人投资者资本外流创下新纪录，叠加日本央行此前维持鸽派立场，日元下跌幅度更大且更难预测，从而推高加息的可能性，如果美元/日元超过 160，1 月加息的可能性将超过 55%。周五收盘后，有消息称日本央行考虑上调 2024 财年和 2025 财年的核心通胀预测，在 1 月利率决议前，日本央行官员仍在仔细评估数据。受此影响，美元指数短线走低。

加拿大总理特鲁多辞去自由党党魁一职，在内忧外患下，在未来还可能辞去总理一职。特朗普关于加拿大主权、格陵兰岛以及墨西哥湾的言论，也引起了相关地区的强烈抗议，市场的不确定性进一步提升。

图 20 欧元区率先开启降息周期，部分国家制造业 PMI 有所回升



资料来源：iFind、新湖研究所

图 21 强势美元下，欧元走势较为疲软



资料来源：iFind、新湖研究所

图 22 日元空头持仓近期有所回升



资料来源：iFind、新湖研究所

三、后市展望

从宏观基本面来看，美国经济仍然朝着“金发女郎”情形发展。12月非农就业数据大超市场预期之后，市场对美国未来通胀情景更加担忧，市场有再度转向“通胀交易”的可能。特朗普上台后政策的不确定性对金融市场的

扰动仍可能较大。在特朗普当选后，市场对于美国通胀二次反弹和财政赤字继续扩张的预期，推动 11 月以来美元和美债收益率回升。在特朗普政策正式落地后，经济表现可能会与市场预期存在一定的差距，资产价格的波动可能会增加。

法国和意大利的财政整顿以及德国政局的不稳定可能会对欧洲经济形成一定的拖累，在近几年“欧弱美强”局面下，虽然欧洲央行率先进入降息周期，且降息幅度更大，但其对欧洲经济的支撑效果当前仍不明显。另外，由于对明年日本“春斗”的乐观预期，市场预计日本央行将在明年进行第二次加息，不过日本经济尚处于复苏初期，美元走强的可能性仍然较高。

总体来看，黄金的商品属性对其价格的影响较小。短期内，当前金价虽然仍有央行购金的支撑，但市场对美联储降息减少这一判断并未改变，黄金 ETF 持仓在近期持续流出，COMEX 黄金库存有所增加，金价短期内可能仍以震荡走势为主。中长期来看，市场对特朗普政策落地的效果可能有一定的预期差，不排除美国陷入滞胀的可能性，金价存在反弹机会。另外，除日本外的主要经济体国家均进入降息周期，全球货币的泛滥以及各国央行购金的持续性，支撑金价中枢上行，后续黄金可能仍偏强。关注下周通胀数据。

风险提示：

美联储降息不及预期，特朗普政策超出市场预期。

免责声明：

本报告由新湖期货股份有限公司（以下简称新湖期货，投资咨询业务许可证号 32090000）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其他法律管辖区域内的法

律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于新湖期货。未经新湖期货事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布。如引用、刊发，须注明出处为新湖期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本报告的信息均来源于公开资料和/或调研资料，所载的全部内容及观点公正，但不保证其内容的准确性和完整性。投资者不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是新湖期货在最初发表本报告日期当日的判断，新湖期货可发出其他与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新湖期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知更新情况。新湖期货不对因投资者使用本报告而导致的损失负任何责任。新湖期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于投资者，新湖期货建议投资者独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计、税务建议或担保任何内容适合投资者，本报告不构成给予投资者投资咨询建议。