

宏观周报

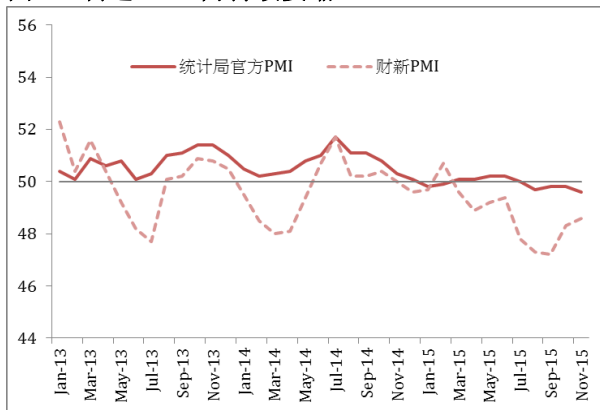
中国：11月PMI解读

制造业将持续萎缩。根据国家统计局公布的数据，11月中国制造业采购经理人指数（PMI）由上月49.8跌至49.6，连续第四个月处于50荣枯线以下。另一通用的制造业PMI数据——财新PMI亦连续第九个月位于荣枯线以下，本月读数为48.6，较上月略上升0.3。由于样本量、样本构成以及调查方法的不同，以上两个PMI读数走势有时会出现分歧，不过大体而言，中国制造业在未来一段时间内将持续萎缩。

丁文捷, PhD
(852) 3900 0856
dingwenjie@cmbi.com.hk

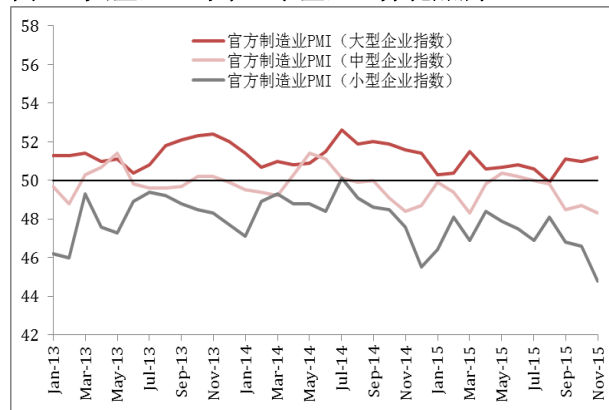
大型制造业企业表现优于中型和小型企业。11月，大型企业PMI仍维持在50荣枯线之上，而中型和小型企业PMI进一步下行，逐渐远离50荣枯线。在经济下行周期中，大型企业在获取资金和资源方面与中小型企业相比优势明显，因此大型制造业企业表现更为稳健。

图1：制造业11月持续萎缩



来源：国家统计局。万得数据。招银国际整理。

图2：大型企业与小、中型企业分化加剧



来源：国家统计局。招银国际整理。

五个PMI构成指数中四个出现恶化。与上月相比，生产指数显示生产仍在扩张，但速度放缓。新订单量继9月、10月保持增长后，11月开始缩减，显示出国际和国内需求疲软。原材料库存和就业量均较10月份加速下跌。（表1）

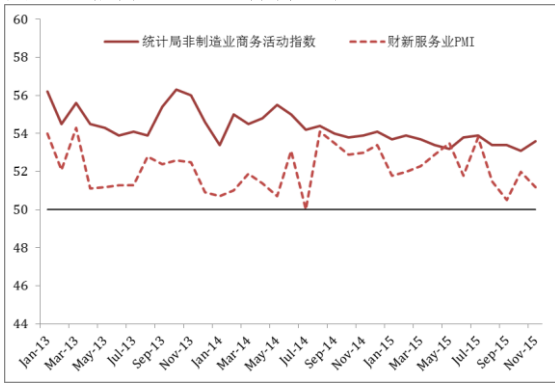
表1：绝大多数的制造业PMI构成指数在恶化

	与上月相比
整体制造业PMI	加速下降
生产	减速上升
新订单	从上升变为下降
原材料库存	加速下降
从业人员	加速下降
供应商配货时间	匀速上升

来源：国家统计局。招银国际。

服务业保持强劲。受到“双十一”购物节等季节性因素的影响，11月统计局非制造业商业活动指数由上月53.1攀升至53.6。今年1至11月，该指数平均读数为53.6。今年服务业整体增速保持稳健，这点在每月公布的零售消费品销售数据中也能得到印证。于此同时，财新服务业PMI读数为51.2，较上月读数52小幅下降，抵消了一部分9月至10月的上涨。

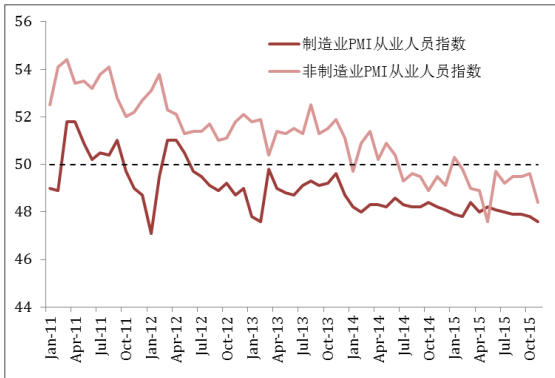
图 3：非制造业 PMI 保持强劲



来源：国家统计局。万得数据。招银国际整理。

制造业和服务业就业情况均在恶化。统计局公布的 PMI 分项指数中，制造业和服务业两者的就业指数 11 月份均出现下滑，且位于 50 荣枯线以下。自今年以来，就业指数趋势下行。我们认为，在经济漫长的筑底过程中，制造业和服务业就业量的缩减可能将持续一段时间。

图 4：制造业和服务业就业指数均下降

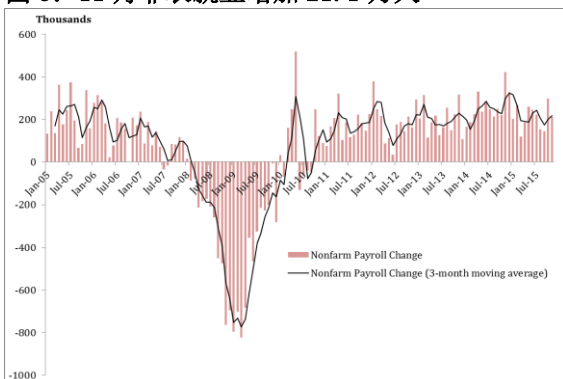


来源：国家统计局。招银国际整理。

美国：11 月非农数据扫除加息悬念，但就业市场仍存疲软

强劲就业扫除加息悬念。美国劳工局公布的报告显示，11 月美国非农就业人数增加 21.1 万人，今年 1 至 11 月平均每月增加人数为 22.1 万。失业率维持在 2008 年 3 月以来的最低点 5.0%。平均小时工资较上月上涨 4 美分至 25.25 美元，按年增长 2.31%。劳动参与率从上月 62.4% 上升至 62.5%。较为强劲的 11 月就业数据基本为加息扫除了悬念。

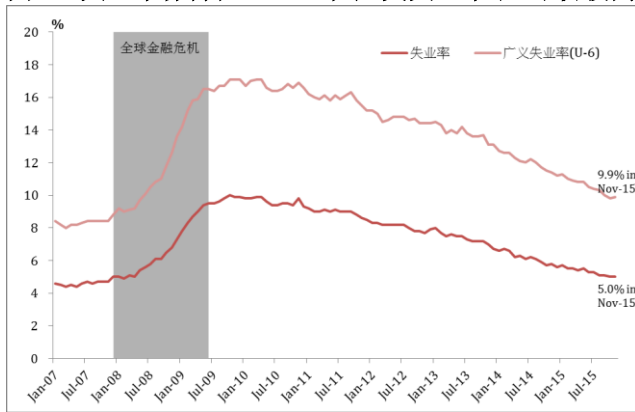
图 5：11 月非农就业增加 21.1 万人



来源：美国劳工局。招银国际。

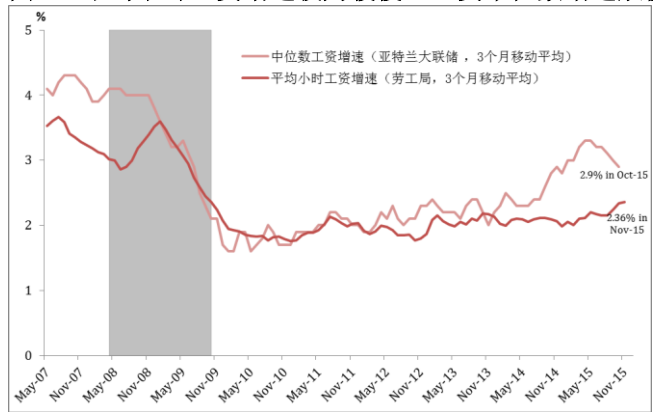
但是，美国就业市场有些方面仍比较疲软。首先，5.0%的失业率中并不包括大量脱离了劳动力的人口，比如放弃寻找工作者、因失业而退休者以及被迫兼职工作者。考虑到以上部分因素的劳工局的另一个广义失业率（即 U-6）11 月读数为 9.9%，比全球经济危机前的水平高出至少 1 个百分点。所以，尚有一部分的广义失业人口有待消化。其次，劳动报酬的增速仍较为缓慢。平均小时工资今年 1-11 月的按年平均增速为 2.21%。近两月，我们观察到平均小时工资增速有所提升，但增速能否保持仍难以下定论。如果我们观察亚特兰大联储的劳动报酬统计，便会发现工资中位数的年增长速度已由 5 月的 3.3% 下降至 10 月的 2.9%。平均工资和中位数工资水平增速走势分化表明高收入者的工资增长快于低收入者，贫富差距可能正在加大。

图 6：失业率保持在 5.0%，但广义失业率(U-6)仍较高



来源：美国劳工局。招银国际。

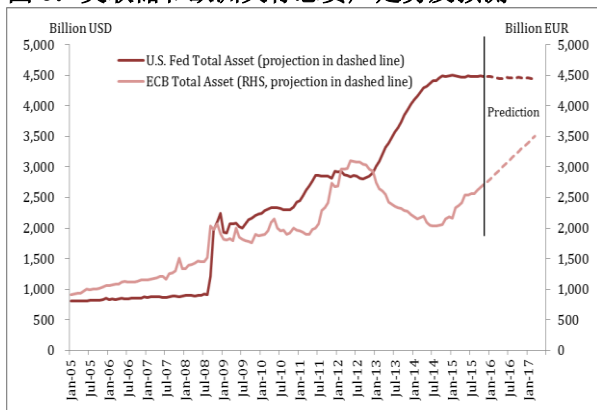
图 7：平均小时工资增速较为缓慢，工资中位数增速放慢



来源：美国劳工局。亚特兰大联储。招银国际。

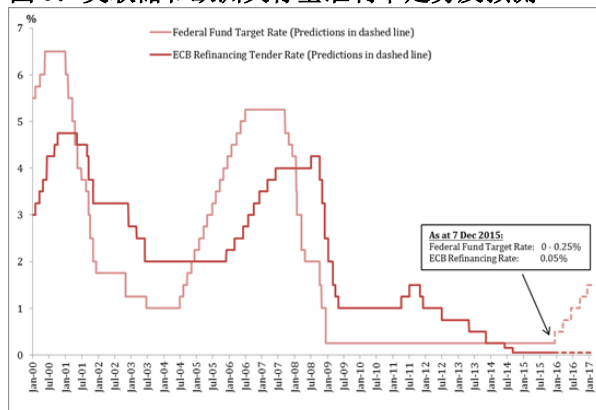
美联储和欧洲央行在货币政策上分道扬镳。上周结束的欧洲央行政策会议决定延长每月 600 亿欧元的购债计划至少延长至 2017 年 3 月，以对抗通缩、提振经济。而美联储预计将于本月 FOMC 会议上启动加息进程，这使得美联储与欧洲央行的资产负债表走势将分化（预测如图 8）。同时，我们预计美联储明年将加息 4 次，每次 25 个基点，联邦基准利率 2016 年底将达到 1.5%，当然具体的加息路径要视美国和全球经济状况而定（图 9）。

图 8：美联储和欧洲央行总资产走势及预测



来源：美联储。欧洲央行。招银国际预测。

图 9：美联储和欧洲央行基准利率走势及预测



来源：彭博。招银国际预测。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5)条之人士及(II)属金融服务令第 49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。