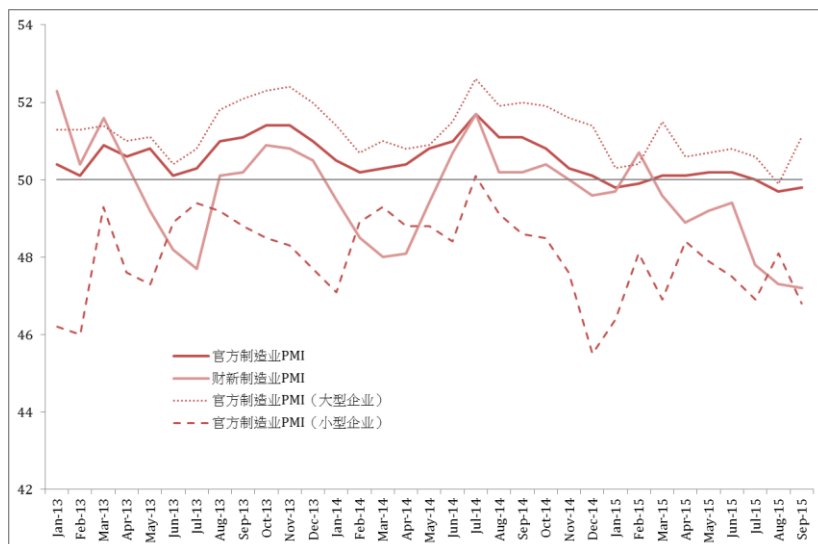


中国：制造业持续低迷，业间分化加剧

9月中国制造业采购经理指数（PMI）为49.8%，比8月时的三年最低点49.7%提高0.1个百分点。与此同时，9月财新制造业PMI由8月的47.3下降至47.2。两者读数均低于荣枯线50，表明中国制造业继续处于紧缩状态。但9月份，两个PMI的走势却不相同。关于统计局官方PMI和财新PMI读数差异的讨论由来已久，我们认为，样本构成是导致两者差异的最主要原因之一。统计局官方PMI的样本量更大，且包括更多大型企业，而财新PMI的调查样本中，中小型企业占比相对较高。如果我们按企业大小分类考察官方PMI数据便容易发现，统计局的小型企业PMI与财新PMI的走势更为贴合（如图1所示）。两者于9月均有下探，而统计局的大型企业PMI则在9月反弹至荣枯线之上。

受到产能过剩、内需不足、全球经济低迷等因素的持续影响，我们认为中国制造业的紧缩态势将持续至2016年上半年。与此同时，业内分化将加剧。大型企业抵御经济下行风险能力较强，较先受益于宽财政、宽货币及国企改革等政策刺激，料将先于中小型企业出现好转。

图 1: 制造业持续紧缩，业内分化加剧



来源：中国国家统计局。Markit 公司。招银国际整理。

美国：九月就业数据不及预期，加息悬念增加

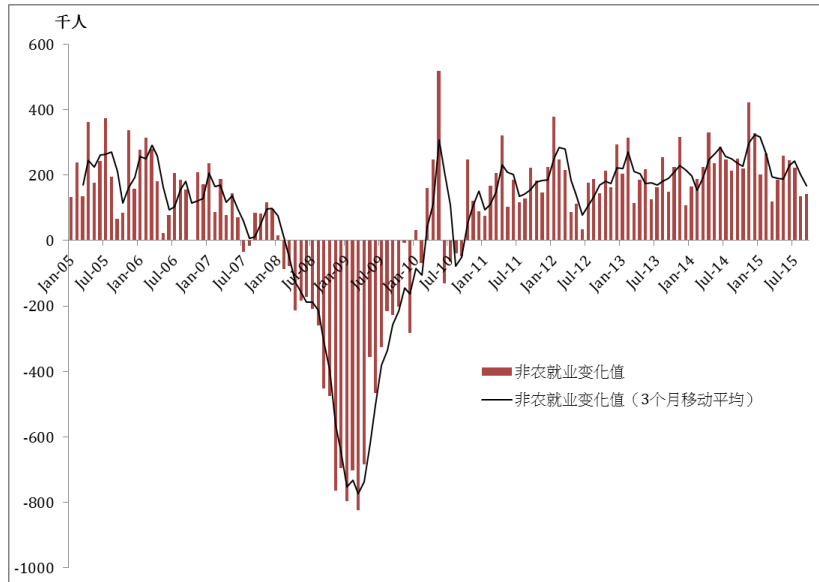
美国9月就业报告不如市场预期，新增非农就业人口仅为14.2万人。今年1至9月，平均每月新增非农就业人口19.8万，远低于2014年的月平均26万人，亦低于2013年的月平均19.9万人。疲软的能源行业是拖累就业的最重要因素。采掘业（其中包括石油及天然气开采）就业9月份减少1.03万人，全年累计已减少10.24万人。随着油价低位徘徊趋势的持续，四季度能源行业将进一步裁员。

其他就业数据方面，9月份失业率仍维持在5.1%，劳动参与率自8月的62.6%略下降至62.4%。工资增长放缓。9月份平均小时工资比上月下降1美分至25.09美元。亚特兰大联储的数据亦显示，12个月工资的增长已由7月的3.2%下降到8月的3.1%。

不及预期的就业数据反映的恐怕不仅是单月就业状况，更是一些令人担忧的长

期趋势。受到强势美元、下降的油价及萎靡的外部经济打击的一些行业已经开始拖累美国本土就业市场，由此带来的不确定性难免将扩散到其他行业。在全球经济艰难复苏的背景之下，若美联储启动加息，美元走强，美国经济恐怕难以一枝独秀。据此，我们认为美联储于今年年底加息的悬念增加，首次加息可能将推迟至 2016 年 6 月。即使美联储于今年年底启动加息，整个加息进程也将比预想更为缓慢。

图 2: 美国 9 月非农就业增加 14.2 万人，不及预期



来源：美国劳工统计局。招银国际整理。

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”)为招银国际金融控股有限公司之全资附属公司(招银国际金融控股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法律责任。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。