

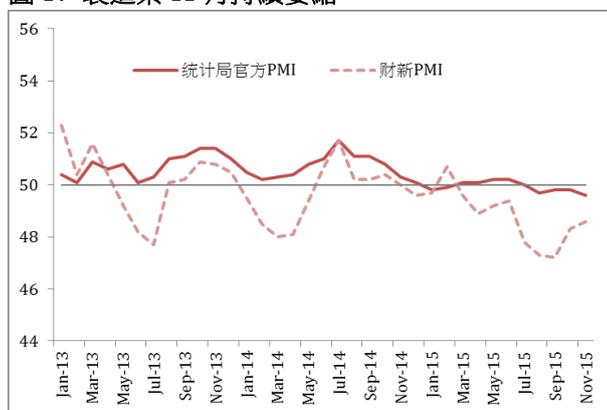
中國：11月PMI解讀

製造業將持續萎縮。根據國家統計局公佈的數據，11月中國製造業採購經理人指數（PMI）由上月49.8跌至49.6，連續第四個月處於50榮枯線以下。另一通用的製造業PMI數據——財新PMI亦連續第九個月位於榮枯先以下，本月讀數為48.6，較上月略上升0.3。由於樣本量、樣本構成以及調查方法的不同，以上兩個PMI讀數走勢有時會出現分歧，不過大體而言，中國製造業在未來一段時間內將持續萎縮。

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

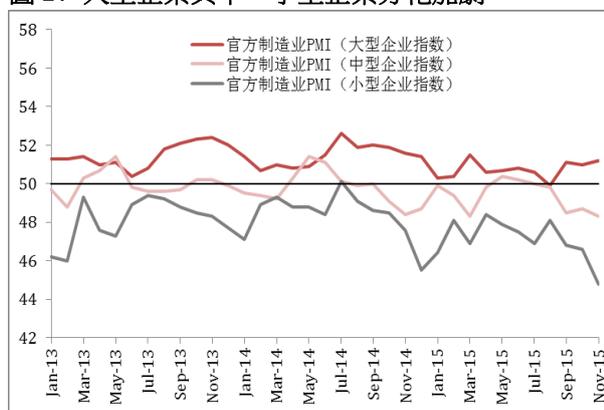
大型製造業企業表現優於中型和小型企業。11月，大型企業PMI仍維持在50榮枯線之上，而中型和小型企業PMI進一步下行，逐漸遠離50榮枯線。在經濟下行週期中，大型企業在獲取資金和資源方面與中小型企業相比優勢明顯，因此大型製造業企業表現更為穩健。

圖 1：製造業 11 月持續萎縮



來源：國家統計局。萬得數據。招銀國際整理。

圖 2：大型企業與中、小型企業分化加劇



來源：國家統計局。招銀國際整理。

五個 PMI 構成指數中四個出現惡化。與上月相比，生產指數顯示生產仍在擴張，但速度放緩。新訂單量繼 9 月、10 月保持增長後，11 月開始縮減，顯示出國際和國內需求疲軟。原材料庫存和就業量均較 10 月份加速下跌。(表 1)

表 1：絕大多數的製造業 PMI 構成指數在惡化

	與上月相比
整體製造業PMI	加速下降
生產	減速上升
新訂單	從上升變為下降
原材料庫存	加速下降
從業人員	加速下降
供應商配貨時間	勻速上升

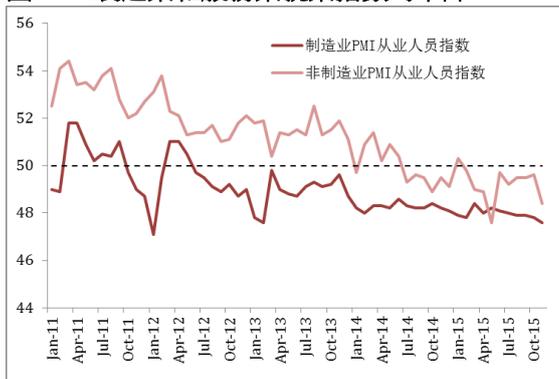
來源：國家統計局。招銀國際。

服務業保持強勁。受到“雙十一”購物節等季節性因素的影響，11月統計局非製造業商業活動指數由上月53.1攀升至53.6。今年1至11月，該指數平均讀數為53.6。今年服務業整體增速保持穩健，這點在每月公佈的零售消費品銷售數據中也能得到印證。於此同時，財新服務業PMI讀數為51.2，較上月讀數52小幅下降，抵消了一部分9月至10月的上漲。

圖 3：非製造業 PMI 保持強勁


來源：國家統計局。萬得數據。招銀國際整理。

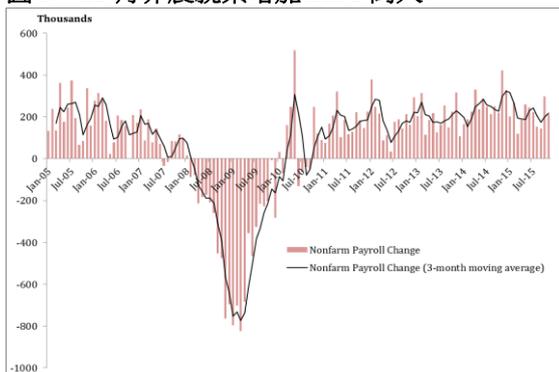
製造業和服務業就業情況均在惡化。統計局公佈的 PMI 分項指數中，製造業和服務業兩者的就業指數 11 月份均出現下滑，且位於 50 榮枯線以下。自今年以來，就業指數趨勢下行。我們認為，在經濟漫長的築底過程中，製造業和服務業就業量的縮減可能將持續一段時間。

圖 4：製造業和服務業就業指數均下降


來源：國家統計局。招銀國際整理。

美國：11 月非農數據掃除加息懸念，但就業市場仍存疲軟

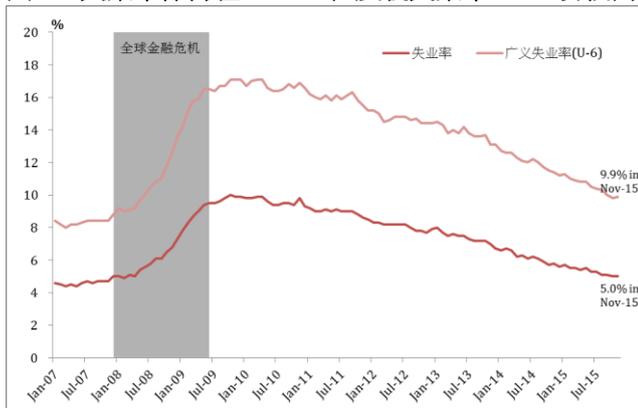
強勁就業掃除加息懸念。美國勞工局公佈的報告顯示，11 月美國非農就業人數增加 21.1 萬人，今年 1 至 11 月平均每月增加人數為 22.1 萬。失業率維持在 2008 年 3 月以來的最低點 5.0%。平均小時工資較上月上漲 4 美分至 25.25 美元，按年增長 2.31%。勞動參與率從上月 62.4% 上升至 62.5%。較為強勁的 11 月就業數據基本為加息掃除了懸念。

圖 5：11 月非農就業增加 21.1 萬人


來源：美國勞工局。招銀國際。

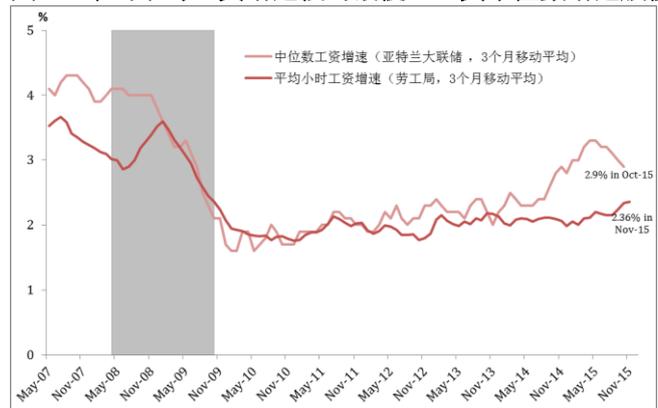
但是，美國就業市場有些方面仍比較疲軟。首先，5.0%的失業率中並不包括大量脫離了勞動力的人口，比如放棄尋找工作者、因失業而退休者以及被迫兼職工作者。考慮到以上部分因素的勞工局的另一個廣義失業率（即 U-6）11 月讀數為 9.9%，比全球經濟危機前的水準高出至少 1 個百分點。所以，尚有一部分的廣義失業人口有待消化。其次，勞動報酬的增速仍較為緩慢。平均小時工資今年 1-11 月的按年平均增速為 2.21%。近兩月，我們觀察到平均小時工資增速有所提升，但增速能否保持仍難以下定論。如果我們觀察亞特蘭大聯儲的勞動報酬統計，便會發現工資中位數的年增長速度已由 5 月的 3.3% 下降至 10 月的 2.9%。平均工資和中位數工資水準增速走勢分化表明高收入者的工資增長快於低收入者，貧富差距可能正在加大。

圖 6：失業率保持在 5.0%，但廣義失業率(U-6)仍較高



來源：美國勞工局。招銀國際。

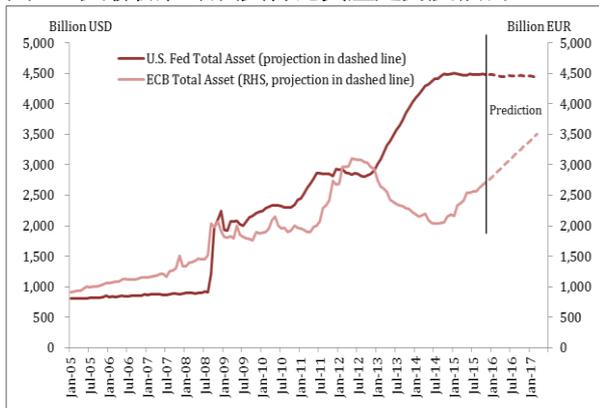
圖 7：平均小時工資增速較為緩慢，工資中位數增速放慢



來源：美國勞工局。亞特蘭大聯儲。招銀國際。

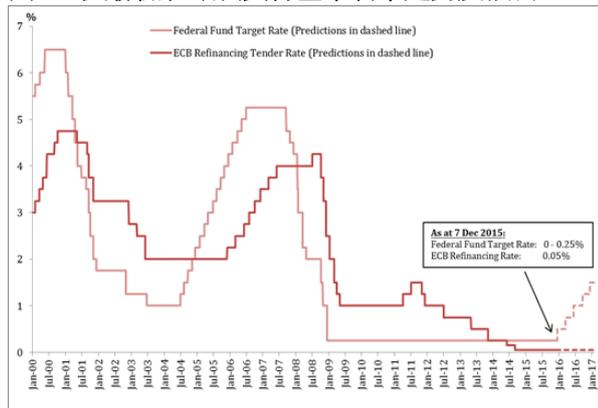
美聯儲和歐洲央行在貨幣政策上分道揚鑣。上周結束的歐洲央行政策會議決定延長每月 600 億歐元的購債計畫至少延長至 2017 年 3 月，以對抗通縮、提振經濟。而美聯儲預計將於本月 FOMC 會議上啟動加息進程，這使得美聯儲與歐洲央行的資產負債表走勢將分化（預測如圖 8）。同時，我們預計美聯儲明年將加息 4 次，每次 25 個基點，聯邦基準利率 2016 年底將達到 1.5%，當然具體的加息路徑要視美國和全球經濟狀況而定（圖 9）。

圖 8：美聯儲和歐洲央行總資產走勢及預測



來源：美聯儲。歐洲央行。招銀國際預測。

圖 9：美聯儲和歐洲央行基準利率走勢及預測



來源：彭博。招銀國際預測。

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：(1) 發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；(2) 他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）(1) 並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；(2) 不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；(3) 沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；(4) 並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 電話: (852) 3900 0888 傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。