

## “2017 年货币政策的逻辑”系列专题四：

# 中国出口“天花板”会否显现？

### 报告摘要

- 2015年中国出口在世界出口中的份额达到历史新高13.8%，但2016年出口份额下降至13.2%。这不禁令人想到，曾经的贸易出口大国德国和日本曾经遭遇的类似一幕：日本出口在世界出口中的份额在1986年达到9.86%高点之后开始回落，德国出口在世界出口中的份额在1990年达到12.1%的高点之后开始回落。中国出口会不会又遭遇德日触“（天花）板”而下的曾经一幕？我们从以下几点进行分析：
- 1、德日经验或预示中国出口份额“天花板”已现。目前的中国出口与1990年代的日本和德国有其相似之处，即稳定的贸易顺差、本币升值压力（人民币是较长时期贬值后的“逆转”）、及在世界出口中的份额趋于历史极限。“广场协议”造成日元和德国马克汇率急剧升值，正是日本和德国出口在世界出口中的份额相继触到“天花板”后，掉头往下的直接导火索。而显然，美国针对巨额贸易逆差的“纠偏”举措是个引子。
- 2、发达经济体复苏路上有隐忧。美国通胀低迷、非劳动力中具有工作意愿的人数显著走低、制造业人口与劳动生产率均处于历史低位；欧元区不仅通胀远不及目标值，且成员国的失业率分化以及企业信贷零增长也均成为欧元复苏的减分项！
- 3、全球生产供应链重构带来的冲击正在显现。近几年全球贸易增速一直低于全球GDP增速，有一半以上可归因于长期结构性因素。这主要包括：1）全球笼罩的贸易保护主义；2）发达国家制造业“外包”转“内包”的趋势变化。
- 4、年初以来人民币汇率升值的影响不容忽视。2017年初以来，中国出口表现抢眼，得益于2015年“8.11汇改”后人民币汇率贬值的滞后影响。但今年初以来人民币对美元累计升值超过4%，其对中国出口的滞后影响可能逐渐显现。
- 目前，中国出口的天花板效应似乎正在显现，德国和日本提供了有益的“前车之鉴”。第一，稳妥处理汇率升值，保持货币政策独立。第二，发展多元出口，降低对传统贸易国的依存度。第三，提高出口产品核心竞争力，在贸易价值链上往上延伸。在贸易保护主义的阴霾挥之不去，传统廉价劳动力的比较优势日趋丧失的背景下，从“制造大国”走向“制造强国”，比任何时候都要更加急迫和重要。

钟正生  
010-81048009  
[zhongzhengsheng@cebm.com.cn](mailto:zhongzhengsheng@cebm.com.cn)

闫利  
010- 85188170  
[lyan@cebm.com.cn](mailto:lyan@cebm.com.cn)

## 目录

一、德日经验或预示中国出口“天花板”已现 .....	2
二、发达经济体复苏路上有隐忧 .....	3
三、全球生产供应链重构带来的冲击正在显现 .....	4
四、年初以来人民币汇率升值的影响不容忽视 .....	6
五、假如中国出口也遇到了“天花板” .....	7

## 图表目录

图 1：2015年中国出口份额占比创下新高 .....	2
图 2：1980-90年代德日积累了巨额贸易顺差 .....	2
图 3：广场协议后德国马克与日元急剧升值 .....	3
图 4：广场协议使日德出口遭到巨大打击 .....	3
图 5：美国经济可能谈不上有多强 .....	3
图 6：金融危机后美国制造业劳动力占比回升，但仍处历史低点 .....	3
图 7：美国劳动生产率仍显著低于历史平均水平 .....	4
图 8：德国和意大利失业率明显分化 .....	4
图 9：欧洲企业部门信贷几乎零增长 .....	4
图 10：近年来全球贸易/GDP开始下滑 .....	5
图 11：今年上半年净出口对中国GDP增长的贡献重新转正 .....	5
图 12：近年来全球贸易增速低于全球GDP增速 .....	5
图 13：长期结构性因素是全球贸易减速的主因 .....	5
图 14：全球贸易价值链增速回落得比全球贸易更快 .....	6
图 15：全球贸易价值链的中间加工品增速回落快于产成品贸易增速 .....	6
图 16：年初以来人民币对美元汇率升值逾4% .....	7
图 17：中国对“一带一路”沿线国家的出口增速不断提升 .....	8
图 18：中国对“一带一路”沿线国家的出口占比持续增加 .....	8
图 19：中国出口的中高端制造业占比提高 .....	8
图 20：中日出口在触碰到“天花板”前后，出口商品结构差异明显 .....	8
图 21：中德出口在触碰到“天花板”前后，出口商品结构差异明显 .....	9
图 22：“广场协议”并未使德日贸易顺差显著收窄 .....	9

2015年中国出口在世界出口中的份额达到历史新高13.8%，但2016年出口份额下降至13.2%。这不禁令人想到，曾经的贸易出口大国德国和日本曾经遭遇的类似一幕：日本出口在世界出口中的份额在1986年达到9.86%高点之后开始回落，德国出口在世界出口中的份额在1990年达到12.1%的高点之后开始回落。这背后，都有“广场协议”的斑驳影子；而显然，美国针对巨额贸易逆差的“纠偏”举措是个引子。

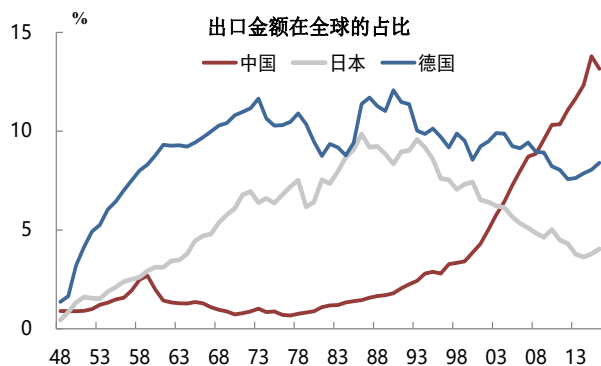
中国出口会不会又遭遇德日触“（天花）板”而下的曾经一幕？这一次，中国又是“动了谁的奶酪”？

## 一、德日经验或预示中国出口“天花板”已现

目前的中国出口与1990年代的日本和德国有其相似之处，即稳定的贸易顺差、本币升值压力（人民币是较长时期贬值后的“逆转”）、及在世界出口中的份额趋于历史极限。2015年中国出口在世界出口中的份额达到历史新高13.8%，但2016年出口份额下降至13.2%（图1）。难道中国出口份额的“天花板”也已经显现了？通过与德日贸易商品结构和目的国结构的比对分析，也许可以为我们判断中国出口的现状与前景提供一个参照。

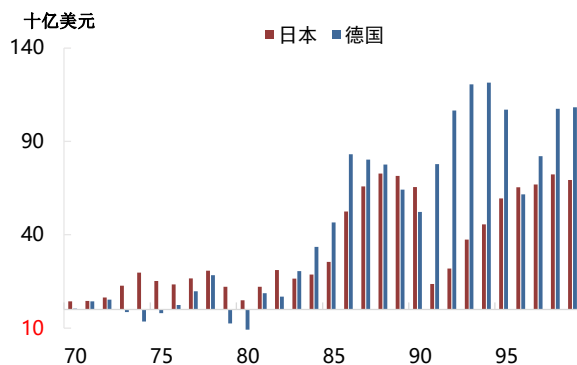
德日两国在二战后依赖出口，经济发展尤为迅猛。德国出口占GDP的份额从1970年代初期的17%，攀升到1990年代的25%左右，贸易顺差从1979年的121.6亿美元，上升到1989年的715.6亿美元，十年内几乎增长了6倍（图2）。日本也从1980年代开始迅速实现贸易顺差的积累和外汇储备的扩张，这主要得益于进口替代能力的增强以及日本产品竞争力的提高。但与此同时，美国经济表现不尽人意，国内财政赤字高企、贸易逆差严重。

图1：2015年中国出口份额占比创下新高



来源：Wind，莫尼塔研究

图2：1980-90年代德日积累了巨额贸易顺差

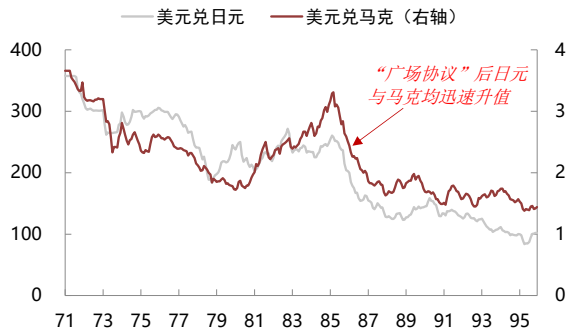


来源：Wind，莫尼塔研究

在此背景下，美国为缓解国内经济问题，扭转巨额贸易逆差，于1985年迫使日德签订著名的“广场协议”。协议规定，德美英法日一致行动卖出总规模为180亿美元的美元，其中日本负担30%，德国负担25%，以期使美元贬值10%-15%（图3）。德国马克在签订协议后一个月内升值7%，并在此后三年里迅速升值。德国出口增速由此受到巨大打击，德国出口在世界出口中的份额在1990年达到12.1%的高点之后开始回落（图4）。日元兑美元在短短三个月内升值25%，并在此后三年升值了

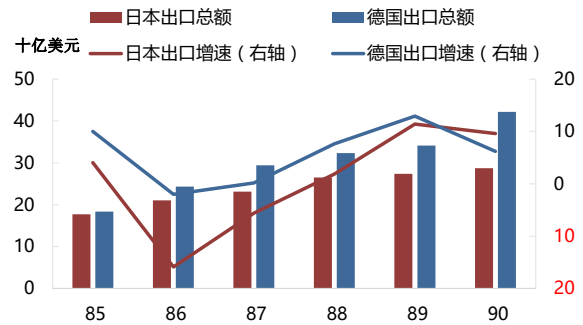
约40%，受此影响日本出口增速急剧下降，日本出口在世界出口中的份额在1986年达到9.86%高点之后开始回落。可见，“广场协议”造成日元和德国马克汇率急剧升值，正是日本和德国出口在世界出口中的份额相继触到“天花板”后，掉头往下的直接导火索。

图 3：广场协议后德国马克与日元急剧升值



来源：Wind，莫尼塔研究

图 4：广场协议使日德出口遭到巨大打击



来源：Wind，莫尼塔研究

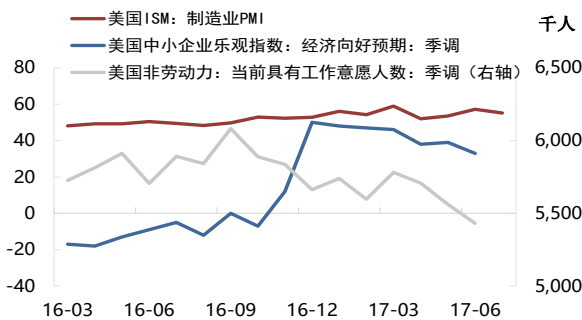
## 二、发达经济体复苏路上有隐忧

2017年上半年，新兴经济体与发达经济体的增长趋势近乎同步；全球货物贸易量同比增速达到2.8%，明显高于前五年的平均增速2.3%。2017年年初以来我国出口得到明显修复，与2016年全年出口增速萎靡不振对照之下，不啻一个意外的惊喜。究其原因，发达经济体基本面好转的溢出效应是显而易见的。特别是，中国对欧美出口占比合计占中国出口总额的28%左右，而今年以来，美国经济复苏势头不改，欧洲经济“靓丽”的超预期，其对中国出口的拉动作用不言而喻。

但全球经济真的踏上了复苏的快车道了么？甚至如一些乐观者所言，已经拉开了新一轮朱格拉周期的序幕了么？

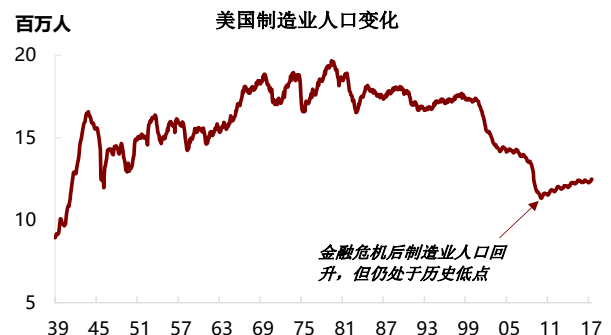
先看看美国，通胀已经连续五月不及预期，甚至成为美联储内部分歧的最主要来源；非劳动力中具有工作意愿的人数显著走低，给一直十分抢眼的新增就业数据抹上了一些阴影（图5）。美国制造业人口处于回升通道，但仍显著低于历史水平（图6），同时制造业劳动生产率增速约为1.1%，仍只有历史均值水平的一半左右（图7）。特朗普施政的四处碰壁，特朗普行情的彻底破产，也意味着对美国经济来说，桀骜不驯的特朗普可能不仅不是个加分项，而且完全可能成为一个减分项。因此，美国经济复苏可以用“平稳”来形容，但若冠之以“强劲”则有夸张之嫌。

图 5：美国经济可能谈不上有多强



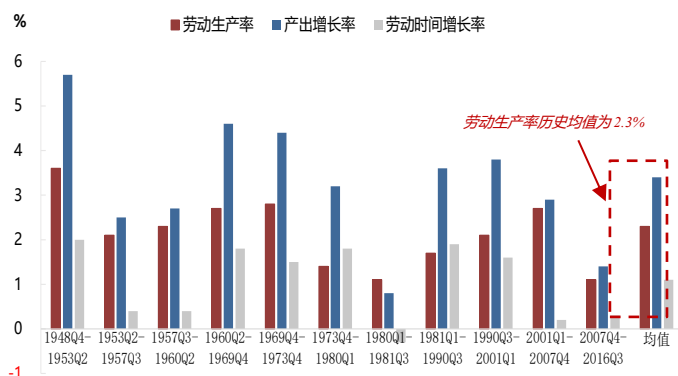
来源：Wind，莫尼塔研究

图 6：金融危机后美国制造业劳动力占比回升，但仍处历史低点



来源：Wind，莫尼塔研究

图 7：美国劳动生产率仍显著低于历史平均水平

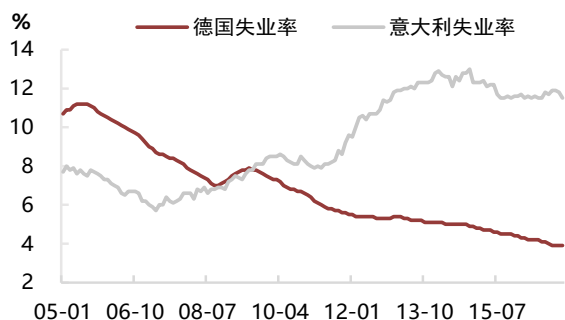


来源：美国劳工统计局，莫尼塔研究

再看看欧洲，欧元区核心通胀仍维持在1%左右，与1.4%的目标值仍有较远距离。欧元区内部国别之间分化明显也一直是头疼问题，德国失业率已连续四个月低于4%，但南欧国家如意大利失业率仍高居12%（图8），内部分化或将继续拖累欧元区的复苏势头。且最近三年欧元区企业信贷几乎零增长，这似乎不是经济增长有韧性和持续性的积极信号（图9）。因此，欧洲经济能否在逃脱民粹主义的梦魇之后，延续今年上半年的抢眼表现仍然有待观察。

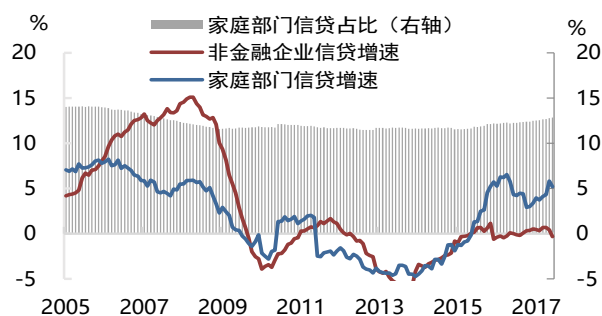
整体上，目前欧美经济复苏稳中存忧。世界经济也许不若“长期停滞（Secular Stagnation）”理论预示的那么悲观，但也绝不像新周期的鼓吹者宣扬得那么乐观。退一步讲，即便全球经济平稳复苏已经成为不争的事实，中国出口就会自然而然地再上一个台阶么？我们已经而且还将享受到“外需”的香醇味道么？

图 8：德国和意大利失业率明显分化



来源：Wind，莫尼塔研究

图 9：欧洲企业部门信贷几乎零增长



来源：Wind，莫尼塔研究

## 三、全球生产供应链重构带来的冲击正在显现

近几年一个值得关注的现象是，贸易在全球经济中的占比呈下降趋势，其作为拉动全球经济的“引擎”似乎陷入马力不足的困境。2008年全球金融危机前，全球贸易增速大约为全球GDP增速的两倍，但近几年贸易增速却开始低于全球GDP增速。2012年-2016年全球贸易增速分别为0.86%、2.47%、0.28%、-13.24%以及-3.24%，全球GDP增长率分别为2.44%、2.60%、2.83%、2.73%以及2.44%。全球贸易在GDP中的占比趋势放缓，尤其是2015年这一占比已降为58.2%（图10）。在此背景下，2016年投资与消费对中国GDP增长的贡献达到42%与64%，净出口对GDP增长



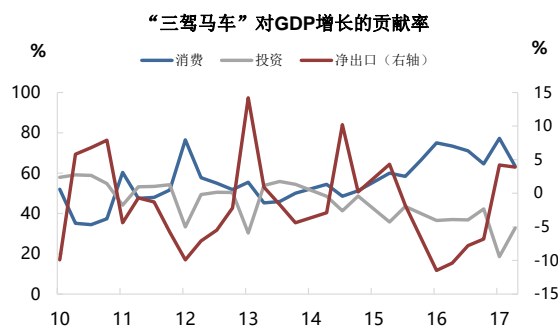
率的贡献仅为-6.8%，出口对中国经济的拉动作用也呈衰竭之势（图11）。直到今年上半年，净出口对中国GDP增长的贡献才“出人意料”地重新转正。

图10：近年来全球贸易/GDP开始下滑



来源：Wind，莫尼塔研究

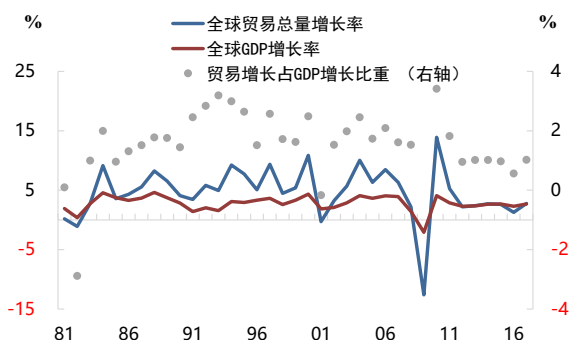
图11：今年上半年净出口对中国GDP增长的贡献重新转正



来源：Wind，莫尼塔研究

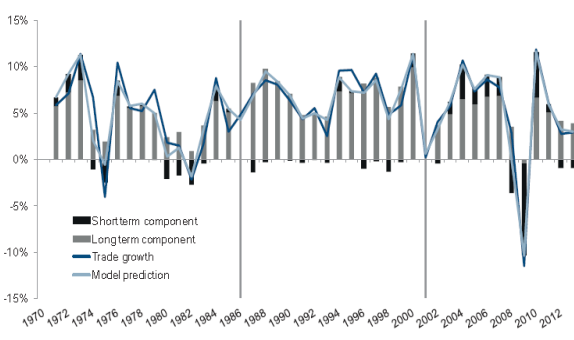
近几年全球贸易增速远不及全球经济增速，背后有周期性因素的影响（图12）。经济复苏的迟滞与反复，注定了贸易扩张的迟滞与反复。但除却周期性因素外，近年来贸易的收缩有一半以上可以归结为长期结构性因素的影响（图13）<sup>1</sup>。这主要包括：1）全球笼罩的贸易保护主义；2）发达国家制造业“外包”转“内包”的趋势变化。

图12：近年来全球贸易增速低于全球GDP增速



来源：Wind，莫尼塔研究

图13：长期结构性因素是全球贸易减速的主因



来源：IMF World Economic Outlook，莫尼塔研究

**第一，全球笼罩的贸易保护主义。**从国际贸易环境分析，贸易自由化政策从上世纪90年代中期开始显著减少，而且也几乎没有新的贸易协定出现。有些贸易协定由于覆盖范围较小，很难对全球贸易造成显著的边际影响；有些多边贸易协定中途“流产”，例如TPP。从国内贸易环境看，中国早在2015年就被美国列入操纵外汇的“观察名单”。今年中美推出“百日计划”，其实就是美国针对中国进行贸易保护、减少贸易逆差的一种手段。该贸易计划主要围绕大豆、畜牧业、金融开放以及能源进口进行谈判。

最近美国重提“301条款”，与当时美国对日本采取贸易制裁，援引“特殊301条款”极其类似。今年8月14日，美国总统特朗普签署备忘录，授权对中国是否侵犯美国知识产权展开调查，调查领域主要集中在诸如芯片、电动汽车的高科技行业。欧洲对我国也频频采用贸易保护措施。6月欧盟委员会提出对进口中国的热轧卷板征收35.9%的惩罚性关税，8月可能对中国的部分不锈钢产品征

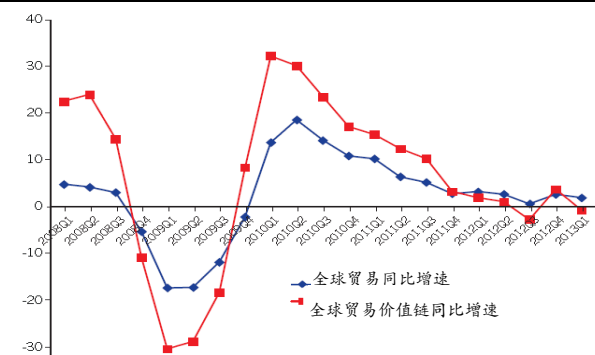
<sup>1</sup> 该图表引自 Constantinescu et al (2015) 等的研究。他们认为短期因素也即周期性因素，例如经济衰退、需求减弱等是影响全球金融危机期间以及复苏前几年贸易表现的关键因素；但随着全球金融危机影响的逐渐消退，长期性因素例如贸易对GDP的弹性、全球贸易价值链的深化等结构性因素是造成近两年贸易衰退的主要原因。作者测算了1986-2000年的长期贸易对GDP弹性为2.18，而2001-2013的弹性只有1.31，进一步验证近年来的贸易衰退或由长期结

收17.2%-28.5%的进口关税。总体来说，贸易保护使得我国“分（贸易）饼”受到的阻力会越来越大，出口“天花板”效应或会更快凸显。

第二，发达国家制造业“外包”转“内包”的趋势变化。近年来发达国家制造业回流日趋明显，insourcing（内包）与reshoring（回岸）已经成为美国等发达国家新的贸易方式。以美国为例，20世纪70年代，美国从事制造业的劳动力占比达到峰值，大约在25%-27%之间，之后制造业劳动力就业人口下降明显，因美国许多低端产业被外包到海外劳动成本低廉的国家和地区。可见，“内包”转“外包”的驱动因素正是低劳动成本。但目前，以中国为代表的发展中国家劳动力成本的逐渐攀升，3D打印、物联网、人工智能等技术进步的日新月异，催化了发达国家“外包”转“内包”的进程。除了上述技术便利，美国国内政策也支持制造业回流与“外包”转“内包”。奥巴马政府执政期间，就通过减税鼓励企业搬回国内，并对美国企业在海外的2万亿美元利润征收14%的过境税，以阻止国内企业“外包”。

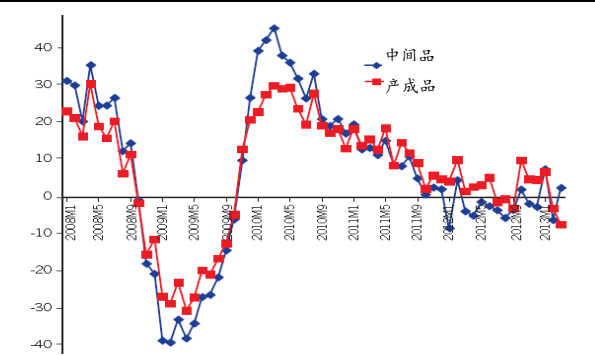
深层次来看，贸易方式改变的直接影响就是，全球贸易价值链（即两个或两个以上的国家参与生产过程，并在不同阶段实现价值增值的贸易方式）的更快收缩（图14）。价值链收缩加快进一步造成全球贸易的衰退，以及中间加工品贸易增速的明显回落（图15）。我国作为世界上最主要的中间品贸易大国，所受冲击可见一斑。

图14：全球贸易价值链增速回落得比全球贸易更快<sup>2</sup>



来源：World Bank，莫尼塔研究

图15：全球贸易价值链的中间加工品增速回落快于产成品贸易增速



来源：World Bank，莫尼塔研究

## 四、年初以来人民币汇率升值的影响不容忽视

2015年8月11日人民币汇改后，人民币对美元贬值压力逐渐释放，累积失衡开始调整。2015年8月11日到2016年底，人民币对美元汇率累计贬值接近9.01%，人民币名义有效汇率指数从126.33下降至118.57，贬值接近6.54%。不过，2016年中国出口增速一直低迷不振，令市场开始普遍质疑甚至忽视，传统上汇率贬值促进出口的经验关系是否依然成立（图16）。

2017年初以来，中国出口出人意料地表现抢眼，显然在很大程度上受到前期人民币汇率贬值的滞后影响。如果说之前对汇率与出口的关系有误判，那么现在应该看得比较清晰的是，随着年初以来人民币对美元累计升值超过4%，其对中国出口的滞后影响也可能会逐渐显现。2017年7月，中国以美元计价的出口同比增长为7.2%，较上月11.3%明显回落，或许意味着前期人民币贬值的滞后影响已有衰减之势。往后看，美元指数难有强势回升、“逆周期因子”持续发挥效力、资本管制

<sup>2</sup> 图表来源：Ferrantino, M. J., & Taglioni, D. (2014). Global value chains in the current trade slowdown. World Bank - Economic Premise, 1-6.

之弦仍然紧绷等因素叠加影响下，人民币汇率或将呈现震荡走强的格局，后期中国出口增速再上台阶实则难度颇大。

图 16：年初以来人民币对美元汇率升值逾 4%



来源：Wind，莫尼塔研究

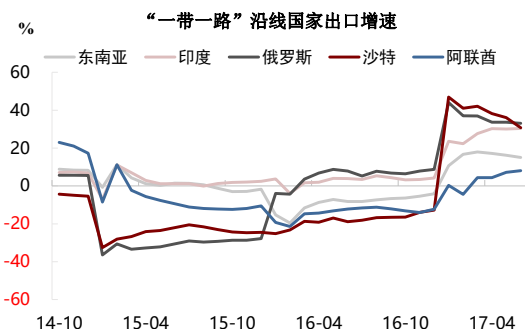
## 五、假如中国出口也遇到了“天花板”……

一旦出口遇到“天花板”，对一国来说，既是一份沉甸甸的挑战，需要适宜的政策应对，也是一个非自愿的“倒逼”，促进适时的经济转型。目前，中国出口的天花板效应似乎正在显现，德国和日本提供了有益的“前车之鉴”。

**第一，稳妥处理汇率升值，保持货币政策独立。**广场协议后，德国面临通胀急剧的风险。素有“货币守护者”和“稳定保障者”之称的德国央行，一以贯之地采取反通胀政策来抑制通胀抬头，减少经济波动，通过实施“高利率与紧财政”的政策组合来维稳国内经济。1982年至1987年，德国财政赤字占GDP的比例从3.3%降到0.4%；1992年，德国贴现率高达8.25%，同期美国和日本贴现率分别只有3%和3.7%。而日本为了应对日元升值的不利影响，大开流动性闸门，为日本经济走向“失去的二十年”埋下了伏笔。以德日为鉴，我国在处理人民币汇率问题时，也需适度扩大人民币汇率的弹性，以进一步开拓国内货币政策的空间。

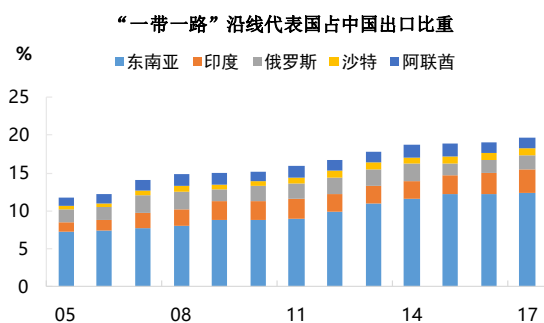
**第二，发展多元出口，降低对传统贸易国的依存度。**1987年，日本对美出口占其出口总额的39%，上世纪八十年代末九十年代初日本对美贸易逆差占美国逆差总额的60%左右。如此集中和脆弱的贸易结构下，美国对日本开打贸易战很容易将其击垮。目前，中国对美贸易逆差已占美国贸易逆差的40%左右。但中国正在通过“一带一路”等多边贸易，逐步降低对传统贸易国的依存度。2017年7月，中国对传统贸易国的出口占比仍然较高，其中对美国出口占比高达19.4%，对欧盟国家出口约占16.9%。但不可忽视的是，中国对东盟国家出口合计也已高达11.8%左右。目前，中国对“一带一路”沿线等国出口增速和占比不断提升，已在很大程度上弱化了对美国的高依存度，提高了对美国贸易保护主义措施的抗压能力（图 17、图 18）。



图 17：中国对“一带一路”沿线国家的出口增速不断提升<sup>3</sup>

来源：Wind，莫尼塔研究

图 18：中国对“一带一路”沿线国家的出口占比持续增加

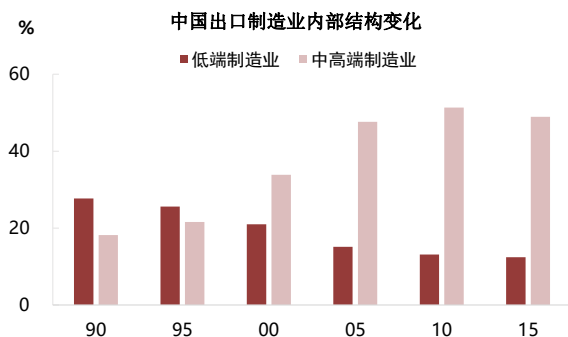


来源：Wind，莫尼塔研究

第三，提高出口产品核心竞争力，在贸易价值链上往上延伸。出口长盛不衰的关键其实还是在于产品核心竞争力的提升，保持高精尖、难替代的出口商品，才能集聚消费国的忠实度以及进口刚需。以日本为例，其贸易结构在1960年代-1980年代末发生明显变化。这一时期，日本出口商品中，农产品以及低端制造业（例如纺织品、钢铁产品和其他半成品）的占比从10%下降到3%，中高端制造业设备（例如机器和交通设备子项中的办公和通讯设备、汽车、发电设备及其他非电子设备）占比则不断提升，例如机电及交通类产品的出口占比从1963年的28.4%。升至1973年的51.7%，再提升到1993年的71.8%。

1990年代开始，中国出口商品结构也呈现出制造业出口占比提升，农产品、矿产品以及低端制造业（例如纺织品和服装）占比下降的趋势（图 19）。但中国出口在依稀触碰到“天花板”时的结构，与日德出口触碰到“天花板”时相比，仍有明显差距。

1983年日本机电及交通设备出口在出口总额中的占比为63.8%，汽车占比为20.9%，远高于2015年中国机电及交通设备出口在出口总额中的占比46.8%，汽车占比2.2%（图 20）。2015年，中国纺织品和服装出口在整体出口中的占比为12.5%，远高于1983年日本纺织品和服装出口占比4%。

图 19：中国出口的中高端制造业占比提高<sup>4</sup>

来源：Wind，莫尼塔研究

图 20：中日出口在触碰到“天花板”前后，出口商品结构差异明显

中国	1993	2003	2013	2015
机电及交通设备	16.7	42.9	47.1	46.8
自动数据处理设备	1.8	14.3	10.1	8.5
通讯设备	5.0	10.3	11.5	12.9
集成电路及电子零件	0.4	2.4	5.3	4.6
交通设备	2.0	3.7	5.0	5.3
汽车	0.4	0.8	2.1	2.2
日本	1963	1973	1983	1993
机电及交通设备	28.4	51.7	63.8	71.8
发电设备	0.2	0.5	1.3	1.3
非电器类设备	5.6	8.1	10.3	12.4
汽车	3.4	12.0	20.9	22.1
其余交通设备	8.7	14.1	7.7	6.2

来源：WTO，莫尼塔研究

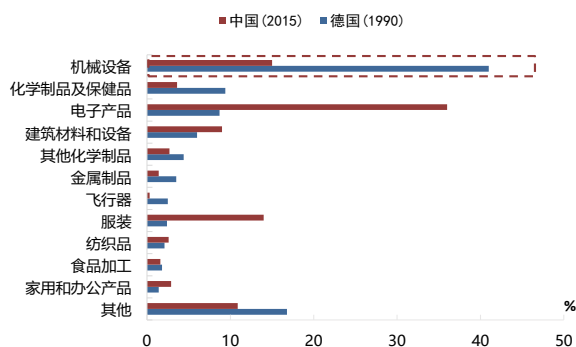
<sup>3</sup>图 18 选取有代表性的国家和地区。2016 年进出口总额排名前十中有六国为东南亚国家，其余四国分别为印度、俄罗斯、沙特阿拉伯和阿联酋。2016 年，东南亚国家和该四国进出口总额占“一带一路”国家进出口总额的 71.2%。

<sup>4</sup>低端制造业主要以纺织品、衣物鞋类为代表，中高端制造业主要包括机电产品以及交通制品。机电产品细项有机械以及交通设备、电子数据处理装备、通讯设备、集成电路等。交通制品细项主要包括汽车等。

1990年德国机械设备出口在整体出口中的占比达到41%，远高于2015年中国机械设备的出口占比15%。不过，2015年中国电子产品出口占比达到36%，远高于1990年德国电子产品的出口占比8.7%。从服装出口占比来看，2015年中国出口总额中服装占比也远高于1990年德国的2.5%（图21）。

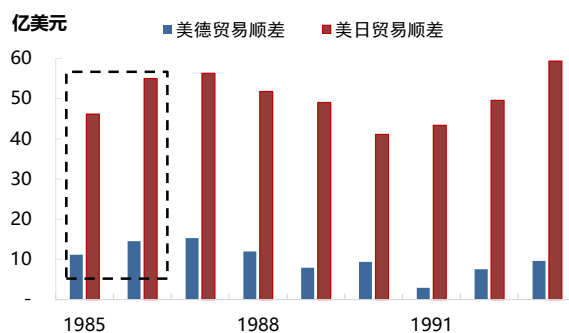
正是由于德日出口商品中高端商品技术含量过硬，因此即便在“广场协议”的巨大冲击下，日本和德国对美国的贸易顺差也并未发生明显改变（图22）。因此，中国若想尽量减少可能的贸易制裁对出口的冲击，夯实在全球生产供应链中的有利位置，必须改善出口商品结构，提升中高端制造业的竞争力。在贸易保护主义的阴霾挥之不去，传统廉价劳动的比较优势日趋丧失的背景下，从“制造大国”走向“制造强国”，比任何时候都要更加急迫和重要。

图 21：中德出口在触碰到“天花板”前后，出口商品结构差异明显



来源：OEC，莫尼塔研究

图 22：“广场协议”并未使德日贸易顺差显著收窄



来源：Wind，莫尼塔研究

## 近期报告

- 2017年08月13日 货币政策的“新知”——2017年2季度《中国货币政策执行报告》点评
- 2017年07月29日 一叶知秋，秋未浓——某中部省份棚改与城投专题调研纪要
- 2017年07月21日 “2017年货币政策的逻辑”系列专题三：去杠杆：金融为表，实体为里
- 2017年07月20日 关注海外市场的三个“Suprise”
- 2017年07月16日 金融工作会议定调：“稳货币+紧监管”
- 2017年06月13日 中美货币政策还会“完美联动”么？
- 2017年06月19日 慎言“债牛”
- 2017年05月26日 民间投资的活力恢复了么？
- 2017年05月25日 货币市场利率走高，实体经济融资梦魇？
- 2017年05月18日 金融监管风暴来袭：银行如何参与与应对
- 2017年05月15日 央行传递的新信号——2017年1季度《中国货币政策执行报告》点评
- 2017年05月09日 人民币汇率的“蜜月期”，金融监管的“窗口期”
- 2017年05月04日 “2017年货币政策的逻辑”系列专题二：“金融去杠杆”向何处去？
- 2017年04月26日 中国经济周期之辩：制造业复苏的故事有多真？
- 2017年03月21日 再论基建发力的“骨感现实”
- 2017年02月23日 “2017年货币政策的逻辑”系列专题一：降准逻辑再审视

## 免责声明

本研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。

## 上海 (总部)

地址：上海市浦东新区花园石桥路66  
号东亚银行大厦7楼702室。  
邮编:200120  
电话：+86 21 3383 0502  
传真：+86 21 5093 3700

## 北京

地址：北京市东城区东长安街1号东方  
广场E1座18层1803室  
邮编：100738  
电话：+86 10 8518 8170  
传真：+86 10 8518 8173

## 纽约

地址：纽约市曼哈顿区第五大道535号  
12楼  
邮编：10017  
电话：+1 212 809 8800  
传真：+1 212 809 8801

<http://www.cebm.com.cn>

Email:cebm@cebm.com.cn

