

## 逝去的芳华：日本经济所失去的 20 年

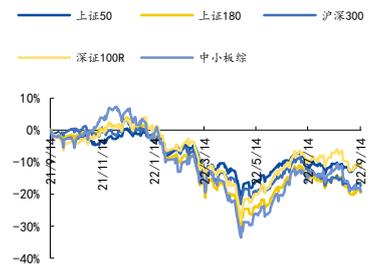
### 报告要点：

- 日本所失去的 20 年是一个被人翻来覆去琢磨的样本。
- 危机并不会必然引起经济长期崩溃，而为什么单单日本陷在危机之中迟迟爬不起来，资产负债表的衰退是目前流行的解释。
- 但这个解释也不能解释全部：
  - 1) 资产负债表衰退的前提是资产价格的大幅缩水，但如果经济存在韧性，则资产价格就不会大幅缩水，也就是说，日本在资产下跌最初的那一下，其经济就已经失去了韧性；
  - 2) 日本经济崩溃时，其企业杠杆过高也并不一定是合理的理由，以上帝视角看，近年中国、中国香港、法国和新加坡等国家的企业杠杆率已经超过了日本当时的水平。
- 日本真正的问题在于万念俱灰的信心，一个关乎技术的问题是，在最初泡沫崩溃的那一下，日本政策的应对是偏慢的：
  - 1) 日本经济泡沫破灭始于 1990 年，但日本首次降息的时间是 1991 年 7 月，此间间隔的时间高达一年半左右；
  - 2) 信心一定是一个加速度，90S 日本最佳挽回败局的时间窗口被错过了，在经济周期被拖长后，积极的政策效果有可能南辕北辙。
- 更深层次的影响一定是日本的产业问题：
  - 1) 一个成熟国家的发展无非靠两个东西，人口或人均 GDP，前者是地广物博，后者是技术革命；
  - 2) 日本并不在地广人稀的国家之列，而日本的科技产业在过去三十年内出现了明显的滑坡。
- 再深挖一步的话，日本的科技停滞不前，其原因是教育这个重要的孵化器的作用在下降：
  - 1) 一个现实是：自危机后日本教育所获得的财政资源明显下降；
  - 2) 随着日本的人口老龄化，社会保障是一块越来越多的刚性支出，这块支出的增加导致日本财政对教育的支持力度被不断挤出，政府自顾不暇；
  - 3) 教育这一投资属长线投资，而日本首相的更迭又过于频繁（仅 90 年代，就有 7 位首相在任），这使得每一届政府都对基建这种短时见效的投资更加偏好。
- 再深挖的话，日本的老龄化与日本的住房成本或人口密度关系不大，日本的经济也没有到瓶颈，日本的生存压力似乎是被人为放大了：
  - 1) 人口密度不是生育率必然下降的理由，在日本人口增长停滞的初期，新加坡、菲律宾、印度、韩国等国家的人口密度不比日本低，但这些经济体的人口一直增长至今，如今新加坡的人口密度是日本的 22 倍；
  - 2) 日本的房价压力实则不大，在全球几个重要城市中，东京的住房收入比都排不到偏前的位置，北京的住房收入比是东京的近四倍；
  - 3) 此外，经济也没有天然的瓶颈，当年日本经济绝没有好到不可增长的程度，如今就连人口密度远高于日本的新加坡，其人均 GDP 水平也是日本的近两倍。
- 日本人口更大的问题是：日本蔽塞的移民文化没有给日本合理的人口缓冲器，除了日本过低的英语普及率之外，更重要的是文化认同问题。

### 主要数据：

上证综指：	3237.54
深圳成指：	11774.78
沪深 300：	4065.36
中小盘指：	4215.39
创业板指：	2867.14

### 主要市场走势图



资料来源：Wind

### 相关研究报告

### 报告作者

分析师 杨为敬  
 执业证书编号 S0020521060001  
 邮箱 yangweixue@gyzq.com.cn  
 电话 021-51097188

● 现如今的日本似乎已经逐步走出泥潭，资产负债表也慢慢地爬了起来：

- 1) 日本重新重视产业的孵化作用，自 2006 年教育改革之后，财政对教育的支持就逐步增加；
- 2) 日本在执政上的连贯性明显增加，且安倍彻底执行了充分宽松的货币政策，甚至在 2016 年后，将企业长期贷款利率稳定在 1% 或以下的位置之上；
- 3) 预期逐步扭转之后，日本逐渐走上了正轨，不但房价和股市开始企稳走升，而且私人和企业所持有的非金融资产也开始转降为升。

## 内容目录

1.失去的 20 年：流行的解释及问题.....	5
1.1 日本经济是一个被人翻来覆去琢磨的样本。.....	5
1.2 但这个解释也不能解释全部，至少这套理论不适用于美国的过去。.....	7
1.3 以上帝视角去看，我们以为日本经济在当时触及的种种瓶颈，如今都不是事儿。.....	8
2.信心为何崩溃.....	10
2.1 首先，一个关乎技术的问题是，在最初泡沫崩溃的那一下，日本政策的应对是偏慢的，自此万劫不复。.....	11
2.2 其次，更深远的影响一定是日本的产业问题。.....	12
2.3 其三，日本的人口的确是个问题。.....	13
3. 最深层次的问题：体制和文化.....	15
4. 日本的未来：似乎在逐步走出泥潭.....	18

## 图表目录

图 1：1990 年经济危机后，日本 GDP 长期处于停滞水平（单位：百万美元）	5
图 2：次贷危机后，美国同样出现杠杆瓦解（单位：%）.....	5
图 3：经济危机爆发后，美日货币政策调整变化（单位：%）.....	6
图 4：美日生产者物价指数变化情况.....	6
图 5：相较于日本，次贷危机两年半后美国资产价格又创新高.....	7
图 6：历史上看，美国企业经历了数次去杠杆状态.....	8
图 7：中国、中国香港、法国及香港企业杠杆率（单位：%）.....	8
图 8：印度、韩国、菲律宾、新加坡及日本人口数量（单位：千人）.....	9
图 9：部分国家人口密度（单位：人/平方公里）.....	9
图 10：全球主要城市房价收入比.....	10
图 11：日本、新加坡及美国人均 GDP.....	10
图 12：日本货币政策与经济增速（单位：%）.....	11
图 13：美国货币政策与经济增速（单位：%）.....	11
图 14：新加坡、韩国是通过获取技术上的先发优势实现高收入水准的典范（单位：%）.....	12

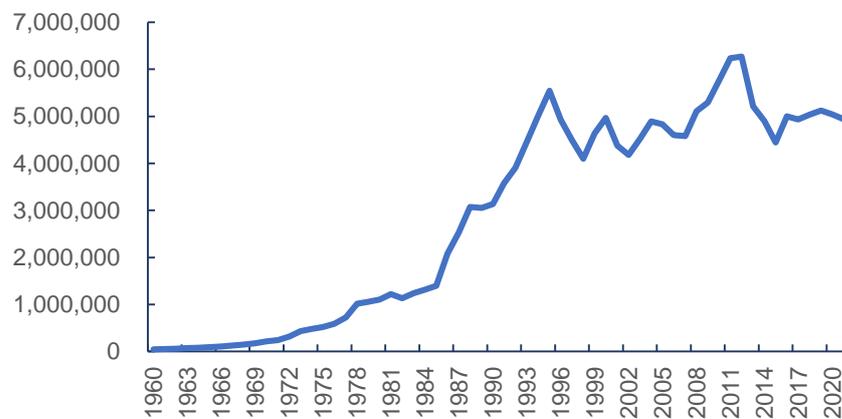
图 15: 日本高科技产品出口占比从 30%下降至当前 18% (单位: %)	13
图 16: 日本出口占比及变化 (2007-2021)	13
图 17: 美国及日本人口自然增长率 (单位: %)	14
图 18: 日本抚养比 (单位: %)	14
图 19: 各国移民力度	15
图 20: 危机后, 日本教育所获得的财政资源是明显下降的 (单位: %)	15
图 21: 科研经费的下降, 也使得博士就业率连年下降 (单位: %)	16
图 22: 日本财政支出细分项 (单位: 百万日元)	16
图 23: 日本居民私人投资规模 (单位: 十亿日元)	18
图 24: 日本非金融企业投资规模 (单位: 十亿日元)	18
图 25: 2016 年后, 日本企业长期贷款利率稳定在 1%或以下位置 (单位: %)	19
图 26: 日本房屋价格指数与日经 225 指数	19
表 1: 日本历任首相	16

## 1.失去的 20 年：流行的解释及问题

### 1.1 日本经济是一个被人翻来覆去琢磨的样本。

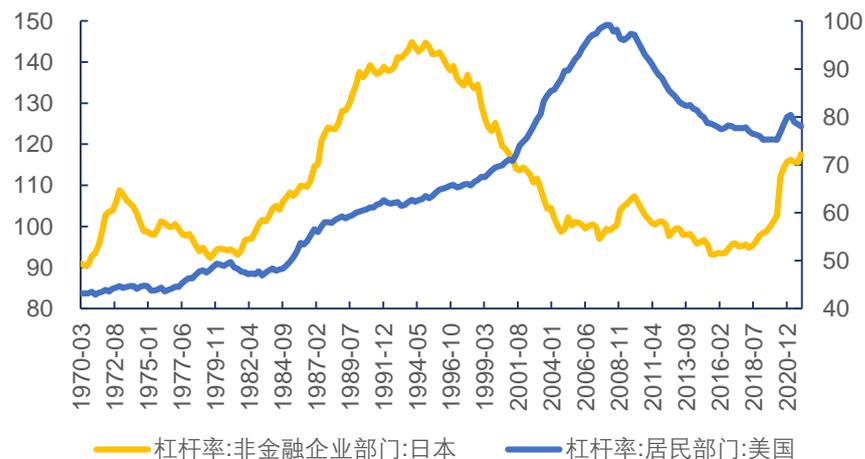
危机并不会必然引起经济长期崩溃，美国就是典型的反例。日本自 1990 年经济危机爆发后，日本经济就一蹶不起，其资产价格（房价、股价）在危机后发生了连绵多年的下跌，GDP 水平也在几年后增长停滞。这一切始于危机，但又不完全始于危机，毕竟我们看到，08 年美国发生的次贷危机同样使美国出现了经济崩溃和杠杆瓦解，但美国只用了三个季度就让经济增长及资产价格见底回升，两年半后，美国资产又创了新高。

图 1：1990 年经济危机后，日本 GDP 长期处于停滞水平（单位：百万美元）



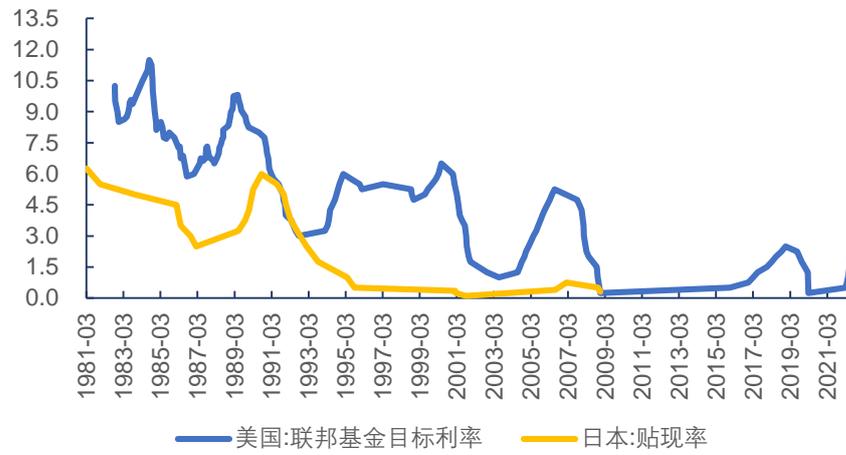
资料来源：Wind, 国元证券研究所

图 2：次贷危机后，美国同样出现杠杆瓦解（单位：%）



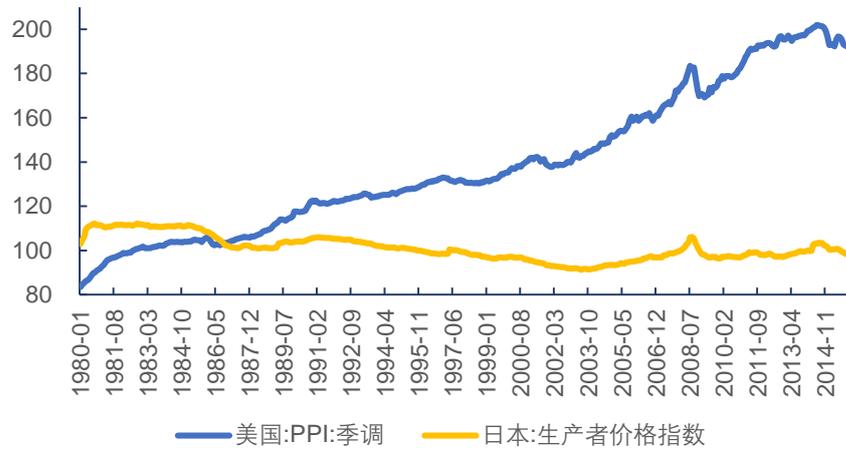
资料来源：Wind, 国元证券研究所

图 3：经济危机爆发后，美日货币政策调整变化（单位：%）



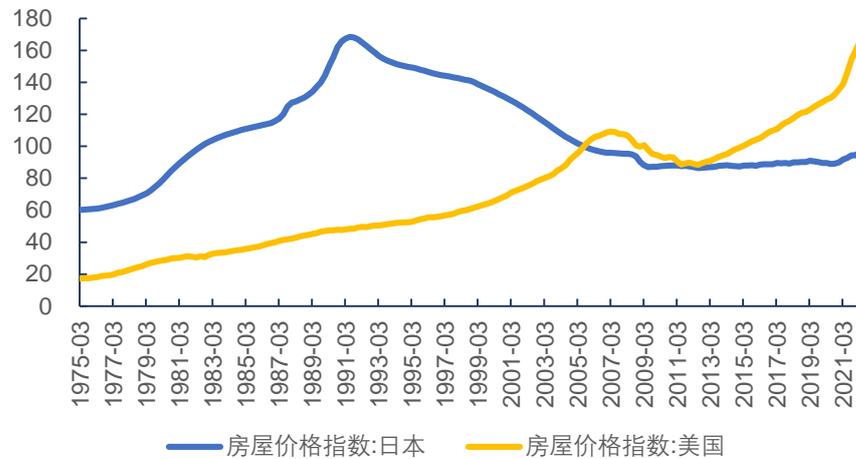
资料来源：Wind, 国元证券研究所

图 4：美日生产者物价指数变化情况



资料来源：Wind, 国元证券研究所

图 5：相较于日本，次贷危机两年半后美国资产价格又创新高



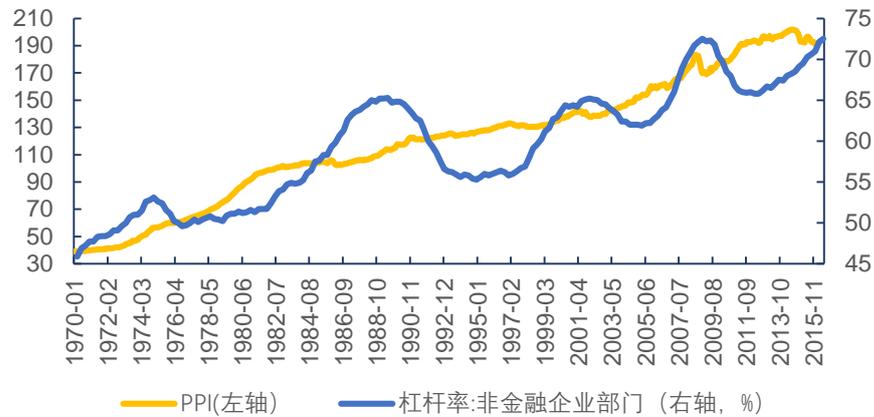
资料来源：Wind, 国元证券研究所

为什么单单日本陷在危机之中，迟迟爬不起来，目前流行的解释是资产负债表的衰退。资产负债表衰退的意思是：在危机后，因资产价格的下跌，日本企业的资产负债表遭到了极大程度的破坏，这时企业权益的收缩又被动推升了企业的杠杆率，这时，企业的主目标已经不是扩张资产负债表，而是如何使资产负债表安然落地。即使货币政策宽松，企业也对进一步资产开支的态度非常谨慎。

### 1.2 但这个解释也不能解释全部，至少这套理论不适用于美国的过去。

1) 资产价格和经济韧性，这完全是鸡生蛋还是蛋生鸡一样辨不清楚的事情。历史上美国企业也数次经历过去杠杆的状态（虽然不完全是由价格下跌推动的），但可能看到，每次美国企业杠杆去化完成后，会如期进入新一轮新的加杠杆趋势之中，正是因这种经济韧性的存在，才导致美国资产价格在其中不会受影响太大，也不会反过来连累企业信心。如果拿美国当样本的话，很明显日本在资产下跌最初的那一下，其经济就已经失去了韧性。

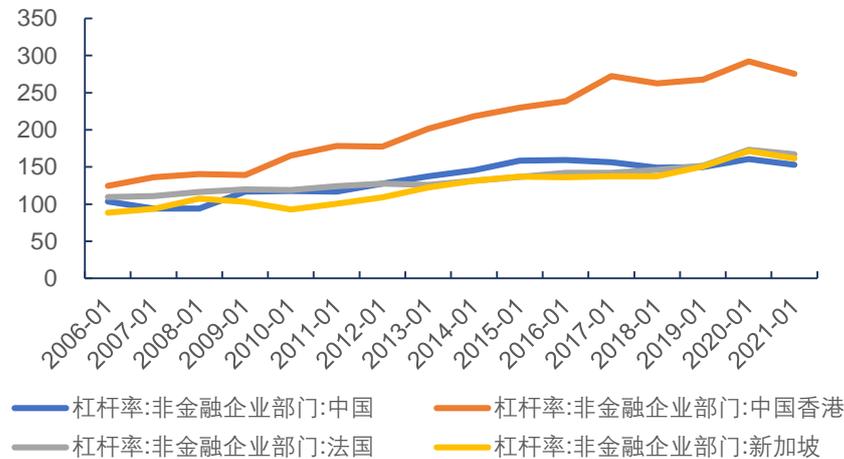
图 6：历史上看，美国企业经历了数次去杠杆状态



资料来源：Wind, 国元证券研究所

2) 日本的企业杠杆过高，这也不是日本必然衰退的理由。如果我们站在 80 年代末那个时点，日本 144% 的企业杠杆率似乎已岌岌可危，但在近些年里，中国、中国香港、法国和新加坡等国家的企业杠杆率已经超过了日本当时的水平，且这些经济体的企业杠杆似乎还在无压力地增长。

图 7：中国、中国香港、法国及香港企业杠杆率（单位：%）

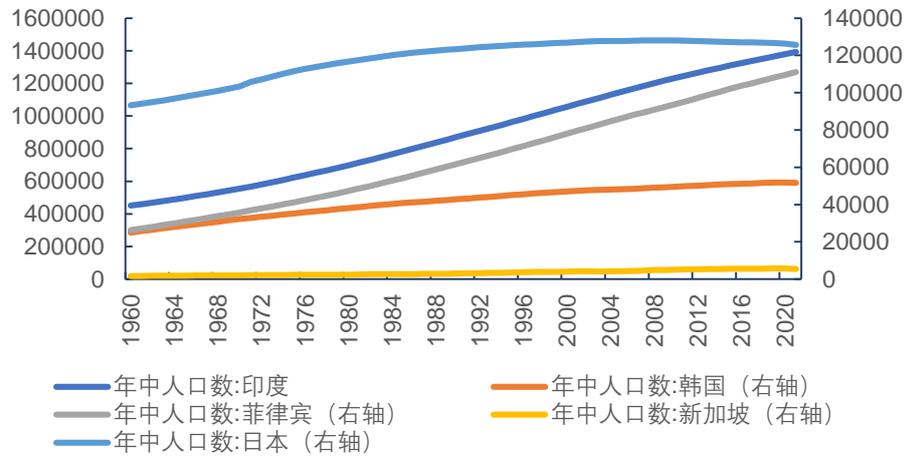


资料来源：Wind, 国元证券研究所

### 1.3 以上帝视角去看，我们以为日本经济在当时触及的种种瓶颈，如今都不是事儿。

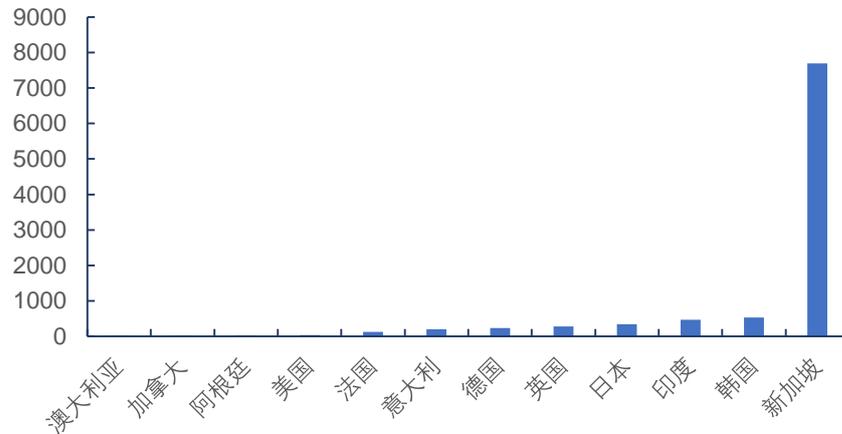
1) 一种说法是，日本当时人口红利严重消逝，原因是日本的住房成本或人口密度问题，其实日本的生存压力是被人为放大了。其一，人口密度足够高并不是生育率必然下降的理由，在日本人口增长停滞的初期，新加坡、菲律宾、印度、韩国等国家的人口密度不比日本低，但这些经济体的人口一直增长至今；其二，日本的房价压力实则不大，在全球几个重要城市中，东京的住房收入比都排不到偏前的位置。

图 8：印度、韩国、菲律宾、新加坡及日本人口数量（单位：千人）



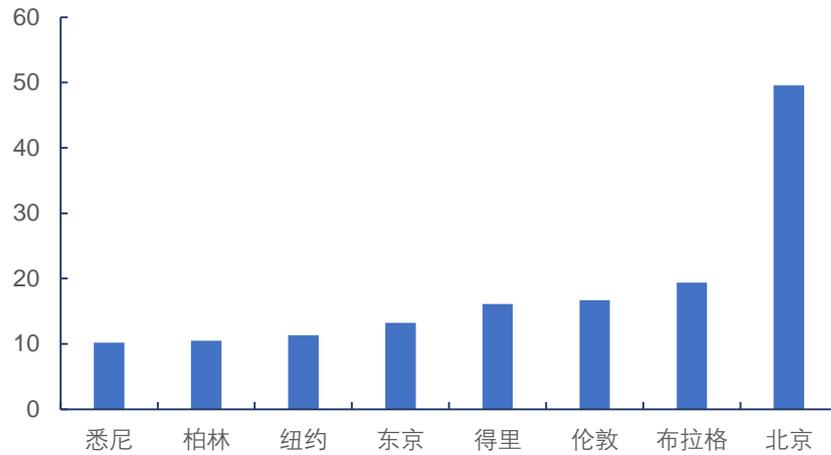
资料来源：Wind, 国元证券研究所

图 9：部分国家人口密度（单位：人/平方公里）



资料来源：Wind, 国元证券研究所

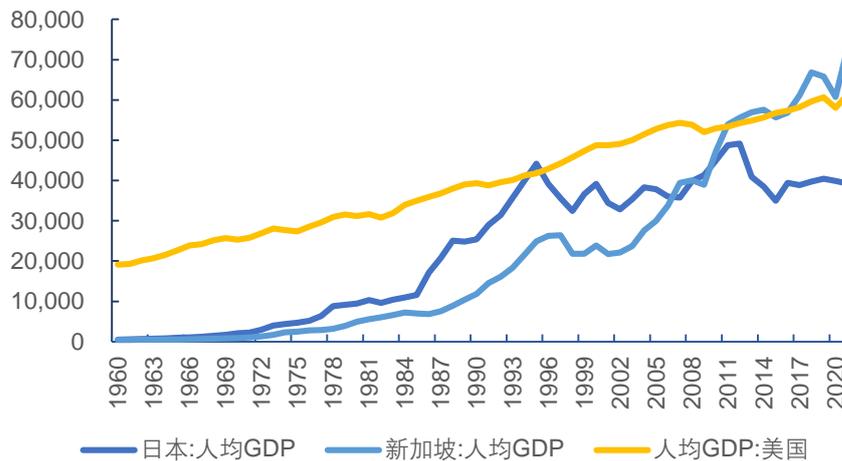
图 10: 全球主要城市房价收入比



资料来源: Numbeo, 国元证券研究所

2) 此外, 经济也没有天然的瓶颈, 当年日本经济所达到的水平并不算非常出格, 绝没有好到不可增长的程度。日本在 90 年代的人均 GDP 高点出现在 1995 年 (4.4 万美元左右), 后续来看, 不但美国人均 GDP 与日本的人均 GDP 水平越拉越远, 而且就连人口密度远高于日本的新加坡, 其目前的人均 GDP 水平也是日本的近两倍。

图 11: 日本、新加坡及美国人均 GDP



资料来源: numbro, 国元证券研究所

## 2.信心为何崩溃

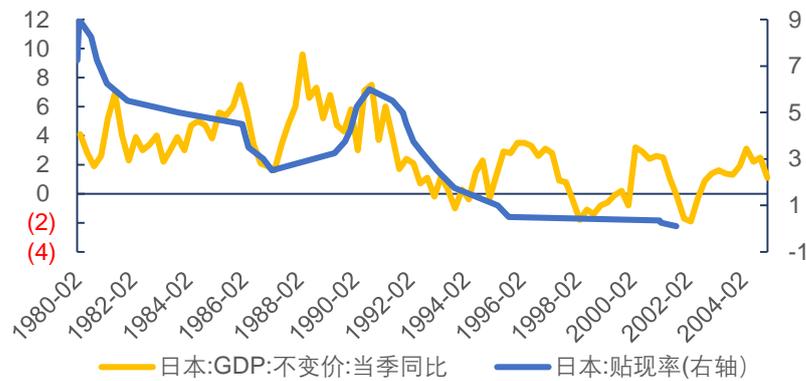
日本真正的问题在于万念俱灰的信心, 而这背后是一系列主客观因素共同带来的。

**2.1 首先，一个关乎技术的问题是，在最初泡沫崩溃的那一下，日本政策的应对是偏慢的，自此万劫不复。**

1) 日本经济泡沫破灭始于1990年，但日本首次降息的时间是1991年7月，此间间隔的时间高达一年半左右。日本开始降息时，日本的GDP增长已经从那一轮9.6%的高点跌到了1.7%。相对美国来说，日本当时的应对政策无疑是偏慢的，美国在2008年经济开始快速下行的那一刻，其政策利率早已被降到了历史低位。

2) 信心一定是一个加速度，这意味着，90S日本最佳挽回败局的时间窗口被错过了。当政策托底过慢时，这意味着资本崩溃的时间会被拉长，在更长的下降过程中，有可能信心是指数级别下降的。在经济周期被拖长后，经济周期就有可能消失，因为积极的政策效果有可能南辕北辙，越宽松，市场认为经济越差，其行为也会越谨慎，90年代的日本和30年代的美国，都陷入了这种似乎看不到尽头的负向循环之中。

图 12: 日本货币政策与经济增速 (单位: %)



资料来源: Wind, 国元证券研究所

图 13: 美国货币政策与经济增速 (单位: %)



资料来源: Wind, 国元证券研究所

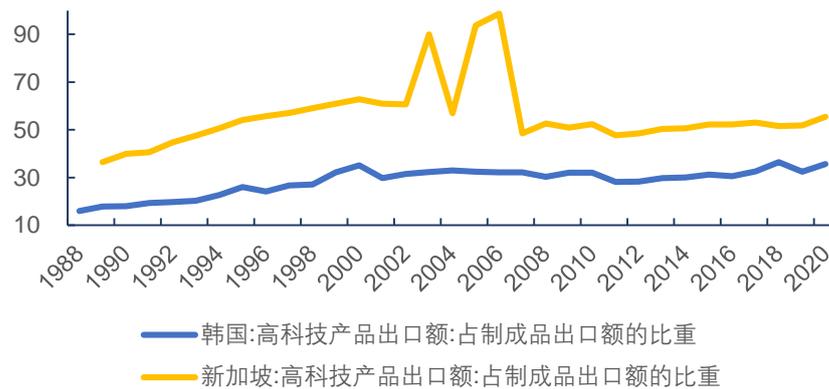
## 2.2 其次，更深远的影响一定是日本的产业问题。

一个成熟国家的发展无非靠两个东西，人口或人均 GDP，这也意味着，一个成功发展的国家，要不靠地广物博，要不靠技术革命。

1) 地域辽阔的确是一个天然优势。当一个国家地大物博时，这个国家的人均资源往往会多于其他国家，这时，对于这个国家来说，无论是供应端的矿产资源、土地资源还是需求端的消费需求，其表现都会比同等条件但仅弹丸之地的国家来说要充分很多。只要这些国家对外有一定的经济开放度，且地理位置不至于过于闭塞，对内政治稳定、不搞独裁，这些国家一般都能进入中等收入国家之列（如澳大利亚、加拿大、阿根廷、新西兰、美国、俄罗斯）。

2) 当一个国家人口拥挤时，这个国家想获得发展，只能提升其科技含量，在某些领域获取技术上的先发优势。在这方面，新加坡、韩国都是典范，从这些经济体出口结构去看，其高科技产品的占比一直稳定在 30% 以上，近些年，这些国家的制造业也逐步走到了产业链的顶环（新加坡的微阵列、热循环仪、半导体焊接机以及韩国的半导体、汽车、船舶），因此，在有限的土地资源内，也达到了偏高的收入水准。

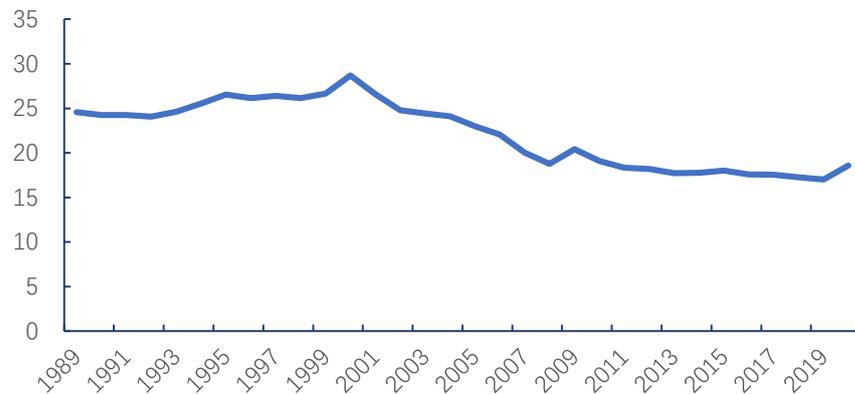
图 14：新加坡、韩国是通过获取技术上的先发优势实现高收入水准的典范（单位：%）



资料来源：Wind, 国元证券研究所

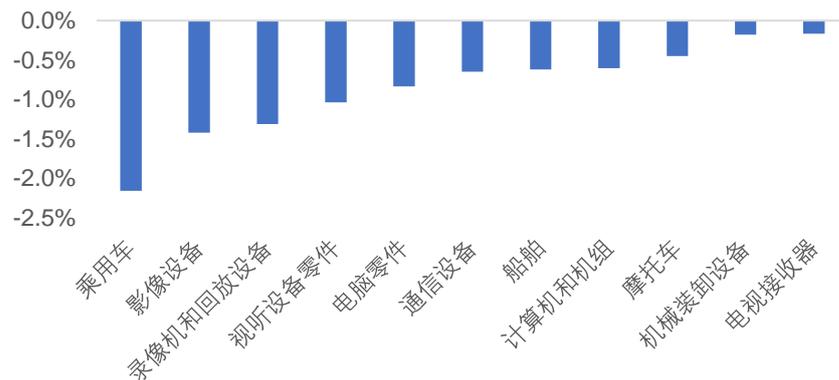
很显然，日本并不在地广人稀的国家之列，因此，日本如果想提高自身的经济增长，只能走技术革新的路线。不幸的是，日本的科技产业在过去三十年内，出现了明显的滑坡，在其总的出口额中，高科技产品从接近 30% 滑至当前的 18%，下滑幅度逾 10 个百分点，其中，乘用车、影音视听设备、电脑零件机组等产品下滑幅度最大，夏普、东芝、日立、丰田、松下等昔日著名的品牌如今日薄西山。

图 15: 日本高科技产品出口占比从 30%下降至当前 18% (单位: %)



资料来源: Wind, 国元证券研究所

图 16: 日本出口占比及变化 (2007-2021)

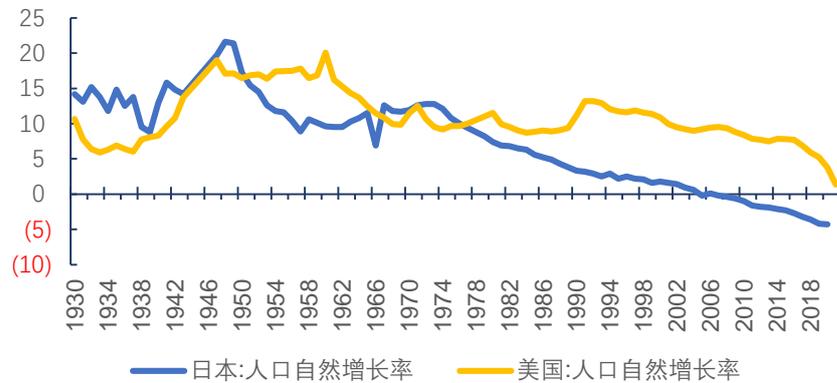


资料来源: Wind, 国元证券研究所

### 2.3 其三, 日本的人口的确是个问题。

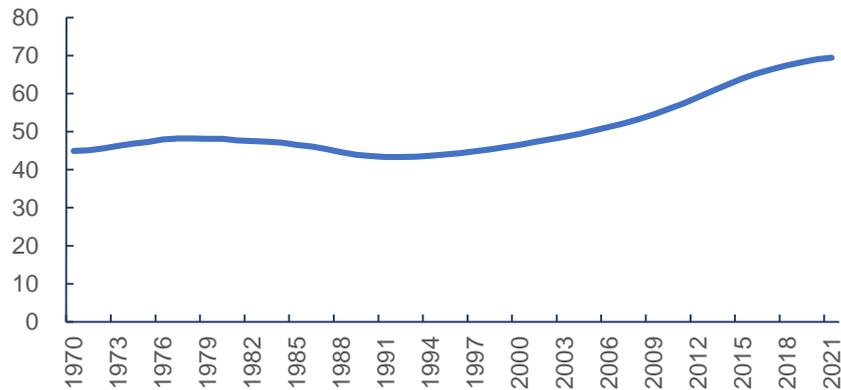
1) 相对于其他相似体量的国家 (譬如美国) 来说, 日本人口的下滑似乎过快。人口不是决定经济基本面的关键因素, 但却是经济潜在增长率的重要影响。我们注意到, 早在 80S 日本尚处鼎盛时期, 日本的人口就早早度过了二次回声潮, 其自然增长率也开始连年下降, 且在 2010 年后, 日本人口进入了净下降的状态, 此间, 日本的抚养比上升了约 12 个百分点。

图 17：美国及日本人口自然增长率（单位：%）



资料来源：Wind, 国元证券研究所

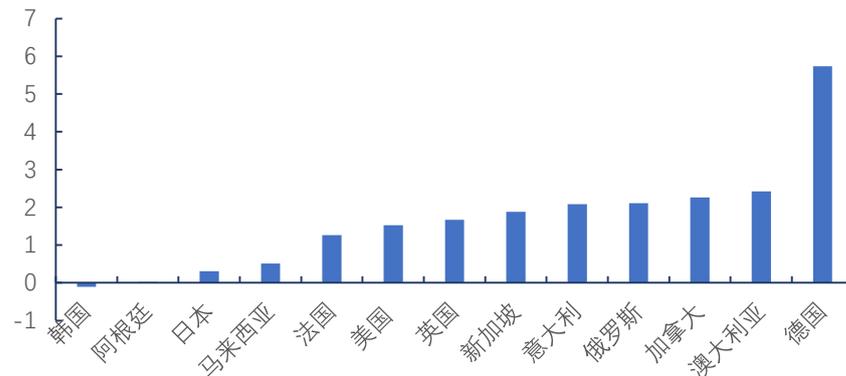
图 18：日本抚养比（单位：%）



资料来源：Wind, 国元证券研究所

2) 这不一定是生育率的影响，更大程度是日本蔽塞的移民文化没有给日本合理的缓冲器。比起一般的发达国家来说，日本所获得的移民红利是过低的，在过去六十年内，移民日本的人口仅仅只能占到日本人口增量的 30%左右，而在同时期，德国、澳大利亚、加拿大、美国等国家的移民与人口增量的比例都超过了 100%。除了日本过低的英语普及率之外，更重要的是文化认同问题，移民的大趋势是大部分移民流向西方文化区，而日本隶属东亚文化区，这使得日本失去了不少潜在移民红利。

图 19：各国移民力度



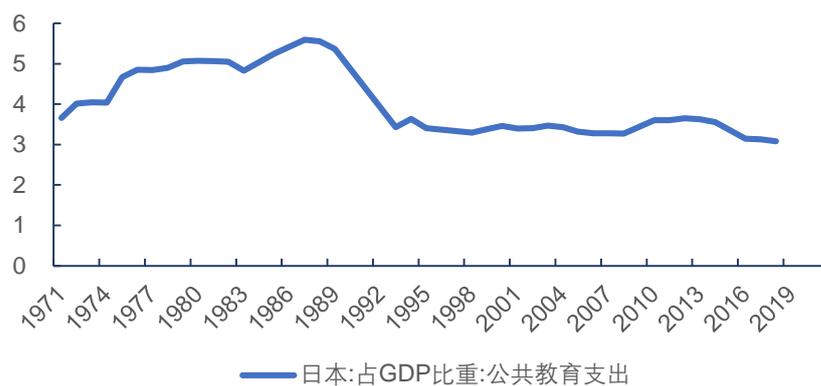
资料来源：Wind, 国元证券研究所

### 3. 最深层次的问题：体制和文化

再深挖一步的话，为什么日本的科技停滞不前，其原因还是人口和体制问题：在老龄化的趋势内，日本政府自顾不暇，并没有积极地引导科技迭代。

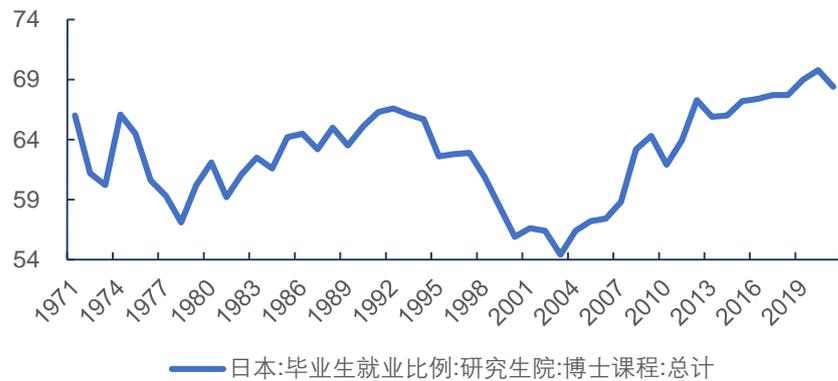
1) 教育是一个国家重要的孵化器，但自危机后，日本教育所获得的财政资源就在明显下降。以公共教育支出占 GDP 的比值为例，在危机发生前，该比例一度高达 5.6%，而在危机后，教育支出占 GDP 的比值迅速下滑至 3.4% 一线，科研资金的下降后，科研人员的投入及岗位也急剧下降，这使得博士就业率在危机后连年下滑，直到 2004 年日本执行国立大学法人化政策后，博士就业率才出现恢复。

图 20：危机后，日本教育所获得的财政资源是明显下降的（单位：%）



资料来源：Wind, 国元证券研究所

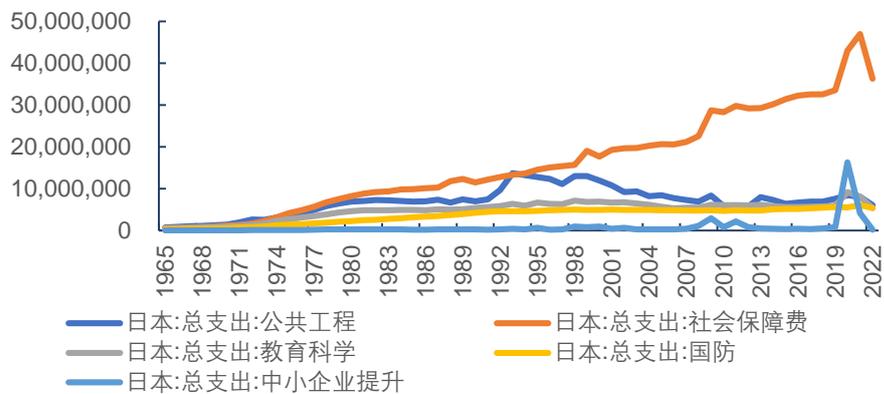
图 21：科研经费的下降，也使得博士就业率连年下降（单位：%）



资料来源：Wind, 国元证券研究所

2) 教育资源下降的原因有二。一是随着日本的人口老龄化，社会保障是一块越来越多的刚性支出，这块支出的增加导致日本财政对教育的支持力度被不断挤出；二是教育这一投资属长线投资，而日本首相的更迭又过于频繁（仅 90 年代，就有 7 位首相在任），这使得每一届政府都对教育这种前人栽树后人乘凉的财政支援并不感冒，比起基建这种短时见效的投资来说，多数领导人更偏好于后者。

图 22：日本财政支出细分项（单位：百万日元）



资料来源：Wind, 国元证券研究所

表 1：日本历任首相

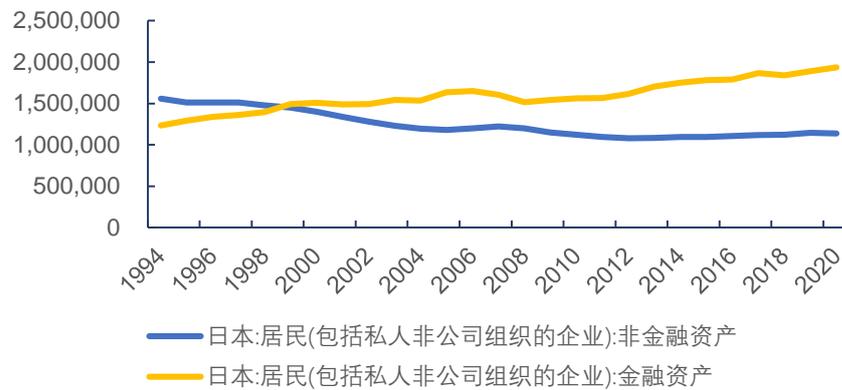
首相	在任时间	党派
海部俊树 (かいふ としき)	1989 年 8 月 10 日—1990 年 2 月 28 日	自由民主党
海部俊树 (かいふ としき)	1990 年 2 月 28 日—1991 年 11 月 5 日	自由民主党 (第 2 次担任首相)

首相	在任时间	党派
宫泽喜一 (みやざわ きいち)	1991年11月5日—1993年8月 9日	自由民主党
细川护熙 (ほそかわ もりひろ)	1993年8月9日—1994年4月 28日	日本新党
羽田孜 (はた つとむ)	1994年4月28日—1994年6月 30日	新生党
村山富市 (むらやま とみいち)	1994年6月30日—1996年1月 11日	日本社会党
桥本龙太郎 (はしもと りゅうたろう)	1996年1月11日—1996年11 月7日	自由民主党
桥本龙太郎 (はしもと りゅうたろう)	1996年11月7日—1998年7月 30日	自由民主党 (第2次担任首相)
小渊惠三 (おぶち けいぞう)	1998年7月30日—2000年4月 5日	自由民主党

资料来源：百度百科，国元证券研究所

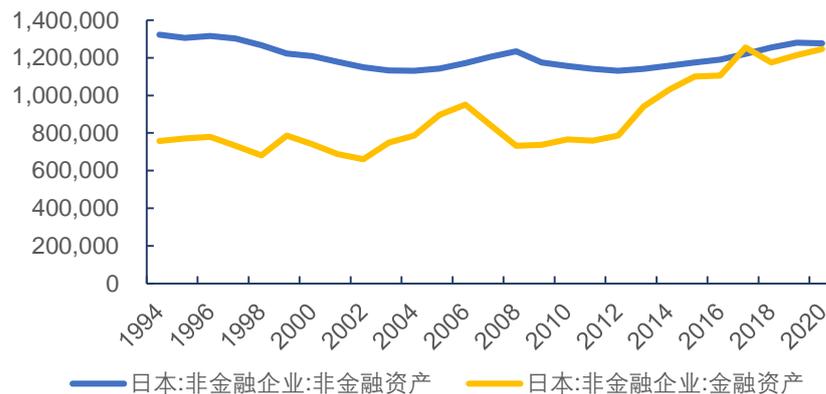
**3) 产业孵化出现了问题，才造成了资金的用脚投票。**在长期下降的预期之下，实体所吸纳的资金越来越少，从日本国家资产负债表可以看到，在1990年后相当长的时间之内，企业和居民更愿意把增量资产投向金融领域，而不是实体领域，也就是说，日本在进入90年代后，进入了长达22年的资产荒状态。

图 23：日本居民私人投资规模（单位：十亿日元）



资料来源：Wind, 国元证券研究所

图 24：日本非金融企业投资规模（单位：十亿日元）



资料来源：Wind, 国元证券研究所

#### 4. 日本的未来：似乎在逐步走出泥潭

现如今的日本似乎已经逐步走出泥潭。究其原因的话，一是日本重新重视产业的孵化作用，自 2006 年教育改革之后，财政对教育的支持就逐步增加；二是日本在执政上的连贯性明显增加，甚至安倍在 2012 年后连续在位 8 年之久，成为了日本历史上连任时间最长的首相；三是金融层面，安倍彻底执行了充分宽松的货币政策，甚至在 2016 年后，将企业长期贷款利率稳定在 1% 或以下的位置之上。

图 25：2016 年后，日本企业长期贷款利率稳定在 1% 或以下位置（单位：%）



资料来源：Wind, 国元证券研究所

预期逐步扭转之后，日本逐渐走上了正轨。不但房价被稳住，而且股市也开始企稳走升，中观去看，私人和企业所持有的非金融资产也开始转降为升，这意味着，无论是消费刺激通胀还是通胀刺激消费，这个正向循环已经见到了成效。诚然，由于日本在文化、制度和土地上的劣势，比起美国这一干发达国家来说，日本经济的发展注定要更加艰难，但至少，资产负债表又重新爬了起来。

图 26：日本房屋价格指数与日经 225 指数



资料来源：Wind, 国元证券研究所

## 投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数20%以上	推荐	预计未来6个月内, 行业指数表现优于市场指数10%以上
增持	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数5-20%之间	中性	预计未来6个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来6个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来6个月内, 行业指数表现劣于市场指数10%以上
卖出	预计未来6个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数5%以上		

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

## 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

## 一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

## 免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

## 国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路18号安徽国际金融中心A座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路1199号证大五道口广场16楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188