



宏观研究报告

2023年8月18日

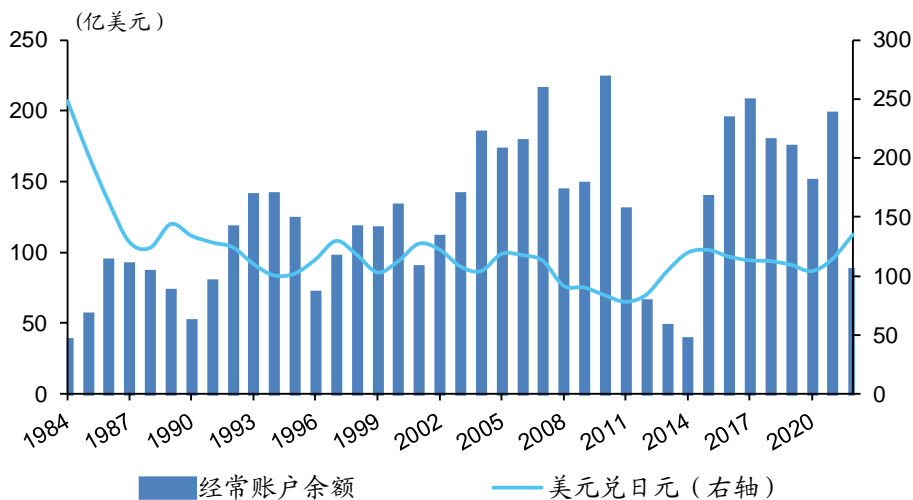
周浩

+852 2509 7582

hao.zhou@gtjas.com.hk

日本“衰退”之谜：日元为何不贬值？

高额的经常账户顺差推动日元升值



数据来源：万得，国泰君安国际

- 近期市场对日本的讨论如火如荼。我们发现，市场在讨论日本经济衰退的同时，却很少关注日元为何保持强势。如果说广场协议中，日本受到美国压力，选择主动让日元升值，但在此后的 30 年中，日元却一直保持着稳定，这与经济常年萎靡形成了强烈的反差。
- 经常项目常年保持顺差是日元稳定的根本原因。而分析经常项目顺差形成的原因后，我们会发现，1980-90 年代，国内需求相对不足，日本优势产业保持着强劲出口，这维持了贸易顺差。到了 1990 年代后，强势产业纷纷外迁，日本贸易顺差收窄，但 21 世纪后，伴随着海外收入汇回国内，日本的经常项目顺差仍然得以保持。
- 当然，相对强势的货币也抑制了低效产业的发展和转型，这意味着这些产业的出清被拖延，最终日本金融行业被迫计提大量坏账，承受了泡沫破灭的代价。很多人会问，难道日本不能选择弱势货币么？我们认为在美国的压力下，日元贬值的空间很小。
- 在一个稳定的汇率下，日本最终在国内缩表的同时，不断在海外扩表，某种程度上，强势汇率也有利于其在海外扩张。由此，日本经济进入了一个国内衰退、海外增长的微妙“均衡”，最终维持了近 30 年的无增长状态。从这个角度而言，所谓的“资产负债表”衰退，似乎只发生在日本国内。
- 从这个角度而言，关于日本衰退的讨论可能需要视野的拓宽和产业的眼光，这意味着讨论永远不会停止。资产负债表衰退到底是一个问题、还是宿命、抑或是契机，相信每位投资者都会有自己的答案。

近期日本资产负债表衰退的问题备受关注，其核心观点认为日本衰退的原因是在 1990 年前的泡沫期间，日本企业和家庭基于乐观的预期大量负债，购买房地产和股票等资产。但当这些资产的市场价值暴跌时，这些经济主体的资产负债表会受到严重损害，导致所持资产的价值远低于负债。为了修复其资产负债表私人部门优先偿还债务，从而牺牲消费和投资，最终陷入持续的衰退。政策效果上，很多研究者认为日本大规模的财政刺激在很大程度上延缓和减轻了衰退的幅度。

我们对日本在失落 30 年间的经济表现进行了复盘，发现一个有意思的现象——日本在长期经济低迷的过程中，日元却保持着相对强势。从汇率角度而言，强势货币与基本面的羸弱形成矛盾，且大规模的财政刺激也未能扭转日元强势，这与经济学的基本逻辑相悖。但我们也发现，日本常年保持经常项目顺差，这对日元汇率形成了支撑。在不同时期，日本保持经常项目顺差的原因并不相同，但可以确定的是，汇率一旦高估，国内产业结构的调整会受到掣肘；与此同时，日元贬值很可能会招致美国的反对，因此日本也难以通过大规模汇率贬值来实现国内矛盾的“出清”。

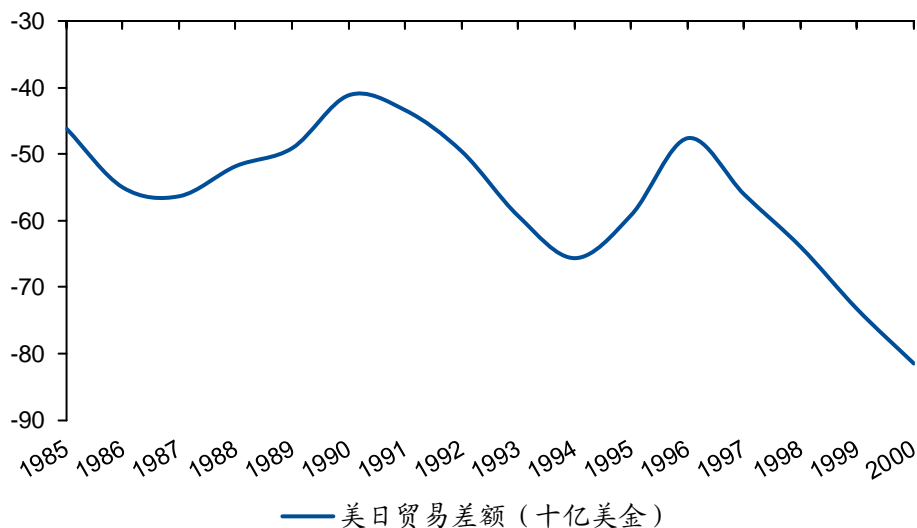
1980 年代——从广场到卢浮宫：美国迫使日元升值

广场协议助推日元升值，却未能成功缓解美日贸易逆差。1980 年代初，美联储主席保罗·沃尔克大幅抬高利率以应对美国国内居高不下的通胀问题，同时罗纳德·里根总统主张的自由市场经济政策进一步降低了税率。高利率配合着扩张性的财政政策进一步吸引资本流入美国，使美元升值，大幅升值的美元给美国的经常账户造成了严重赤字。1985 年 G5（美、英、德、法、日）在纽约签下了广场协议，协议约定日本等国抛售美元以抬升汇率。

然而汇率并不是美日贸易赤字的根本问题，在广场协议签订的九个月前，日元已经进入了上升通道——日元兑美元的汇率从 260 缓慢升值到 240。广场协议的秘密签订震惊了市场，短期内日元的升值斜率变得更为陡峭。

尽管日元被显著抬升，但日美的商品供需关系并未出现本质改变，日本的电子、电器、汽车等出口产业仍保持着强势的产品竞争力。因此在 1985 年广场协议签订之初美国对日本的贸易赤字为 460 亿美元，直到日元升值一倍的 1989 年美国对日本贸易赤字任然高达 490 亿美元，美日贸易平衡并未如愿得到显著改善。

图 1: 广场协议后, 日本仍然保持对美国的贸易顺差

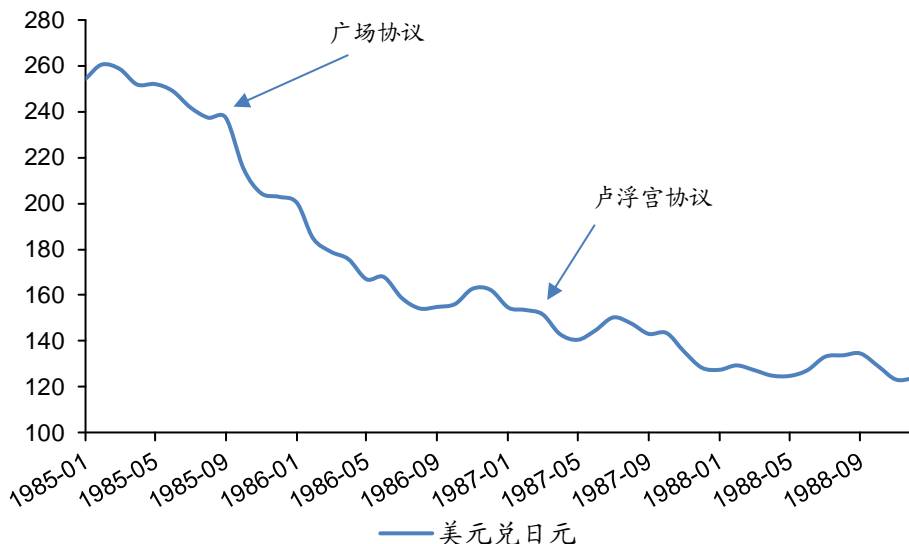


数据来源: 万得, 国泰君安国际

卢浮宫协议没能逆转日元强势。1986 年广场协议实现了预期的美元贬值, 在 1987 年六个主要经济体 (美国、日本、西德、法国、加拿大和英国) 签订了卢浮宫协议。协议旨在通过协调经济政策和干预外汇市场, 来稳定主要货币的汇率。协议商定维持多国汇率在当时的价格水平, 即 1 美元兑 153.50 日元以及 1 美元兑 1.825 德国马克。同时卢浮宫会议中日本同意减少贸易盈余, 降低利率以避免日元进一步升值。然而正如广场协议未能显著影响日本对美国的贸易顺差一样, 卢浮宫协议也没能逆转日元的强势。仅在协议签订九个月后, 黑色星期一到来。随着美国股市崩溃, 美国将注意力转移到国内金融稳定上并开始了宽松政策。美元兑日元汇率随即在 10 月 29 日跌破 140, 12 月 10 日跌破 130。在卢浮宫达成的目标价仅仅维持了几个月就宣告破灭。

协议只能改变汇率变化的斜率, 难以改变走势。广场协议签订之初, 日本央行计划通过抛售美元, 使日元可以升值 10%-12%。然而在协议签订后短短三个月日元已从 240 美元升值到了 200 美元, 升幅接近 20%, 之后在市场交易的推动下日元持续上涨至 150 美元, 远远超过了最初的目标。值得注意的是广场协议的签约国还涉及德国、法国和英国, 在卢浮宫协议的签订后, 英法德的货币价格都逐渐企稳, 并没有出现和日元等同比率的升幅。因此日元在 1985 年后的剧烈升值是市场结合日本货币政策、外部压力等因素的交易结果。从这个角度看, 无论是广场协议还是卢浮宫协议, 日元的升值是某种程度上是一个必然。

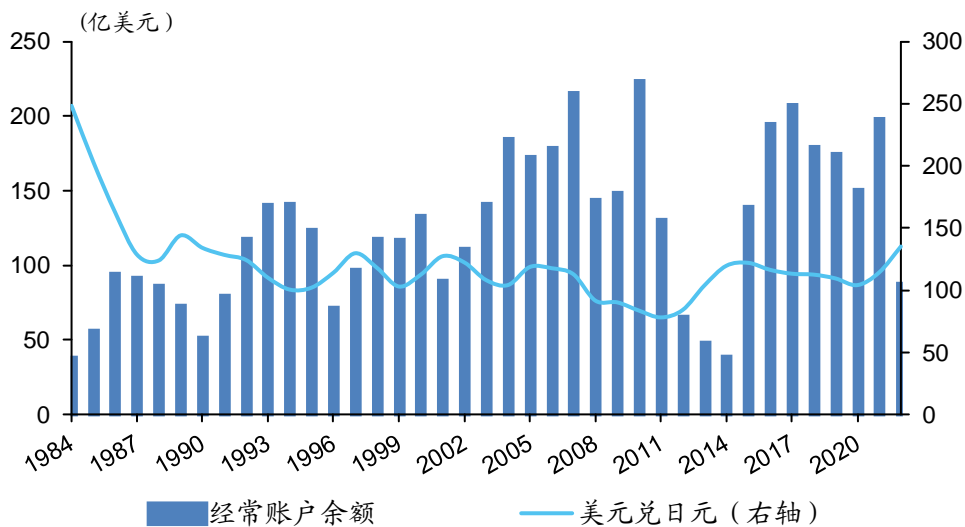
图 2: 广场协议前日元已进入上行通道, 卢浮宫协议后日元持续升值



数据来源: 万得, 国泰君安国际

日本较高的经常项目顺差是日元强势的根本原因。由于长期保持着经常项目顺差, 日元的强势在某种程度上是难以避免的。即使日元大幅度升值, 日本依旧保持着经常项目顺差, 这指向了日本的经济结构改革的缺位。根本上而言, 国内有效需求不足是所有症结的最后痛点。

图 3: 即使日元大幅升值, 日本的经常项目也保持常年顺差



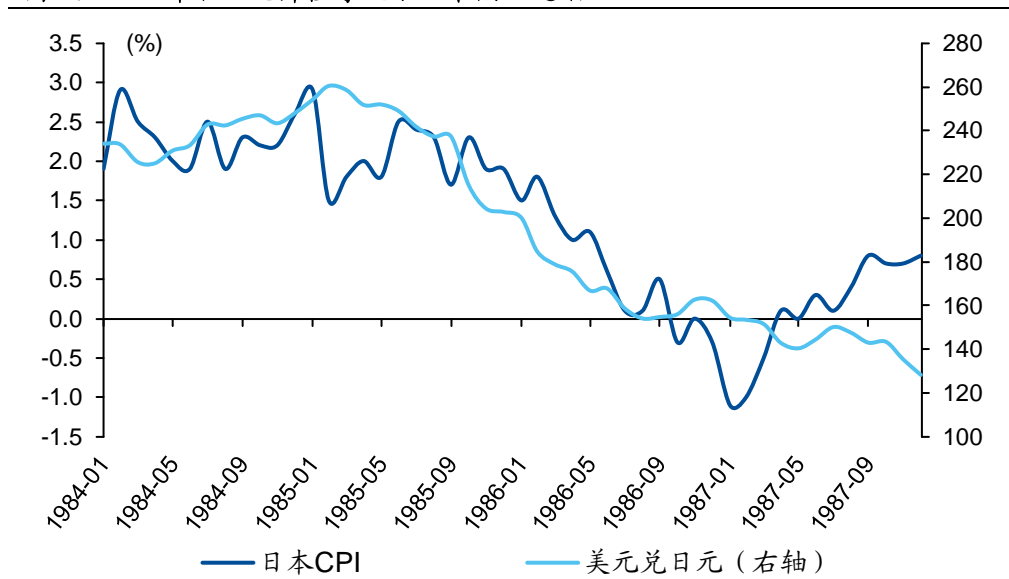
数据来源: 万得, 国泰君安国际

货币政策: 强势货币带来的烦恼

日元大幅升值加剧了通缩压力。在广场协议后日元大幅升值, 日本进口商品的价格出现了降低, 因为相同数量的日元可以购买到更多的外国商品。消费者可以以更低的价格购买进口商品, 降低了总体的价格水平。另外由于进口商品价格降低, 消费者可能会更倾向于购买进口商品。这会导致国内商品的需求减少, 进一步导致国内生产活动的减少。价格走低和生产活动的降温最终导致日本出现通缩。在 1986 年卢浮宫协议签订

前，日元的暴涨就导致日本出现了短暂的通缩。虽然此后日本政府通过一揽子刺激政策暂时延缓了通缩，但衰退的幽灵却开始隐现。

图 4：1985年后日元升值导致了日本陷入通缩



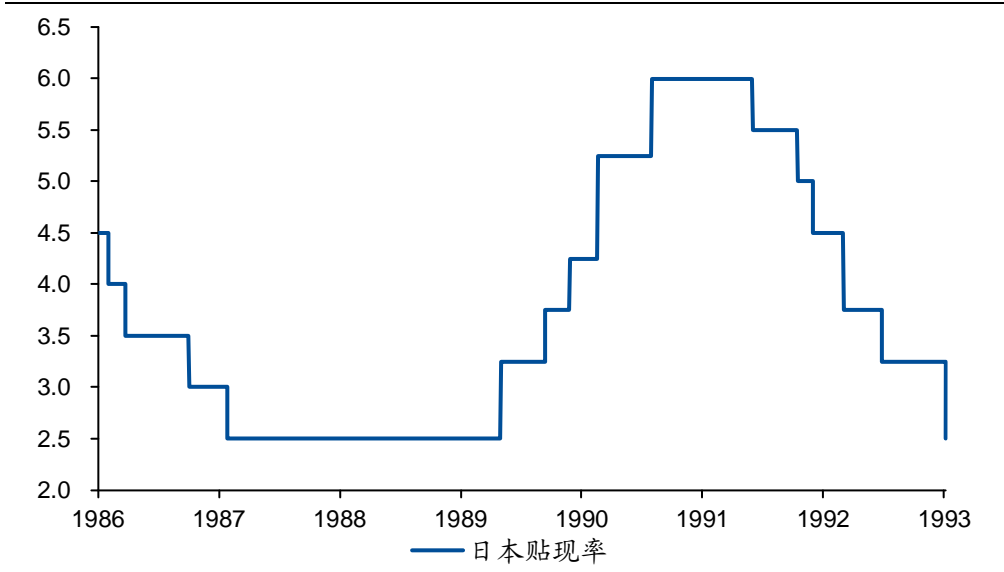
数据来源：万得，国泰君安国际

汇率的升值与外部压力迫使日本货币政策不断加码，进一步催生资产泡沫。广场协议签订一年后，1986年6月新任日本财务大臣宫泽喜一上任，彼时日元兑美元已升值到了160附近。快速升值的利率迫使其找到时任美国财长寻找停止升值的方法，这也推动了此后卢浮宫协议的达成。

由于日元升值并未让美国达成减少贸易赤字的目标，因此美国进一步要求日本提振国内需求来增加进口，与此同时日本也希望缓解本币升值导致的通缩问题。于是在1986年10月日本发布了一揽子刺激经济计划，包括降低贴现率（日本政策利率）、减税和3.6兆日元的公共工程投资等等。

1987年黑色星期一的股灾后，日本进一步推动货币和财政政策刺激，同时日本企业大量在海外市场发行债券筹资，日本国内金融市场的流动性越来越过剩。过度的刺激直接导致日本资产泡沫的形成，然而过度关注商品通胀的日本政府却迟迟未对资产泡沫做出反应。最终直到1989年日央行才由鸽转鹰，短短两年内大幅提升政策利率，并限制银行新增贷款量。超预期的货币政策调控大幅减少了市场的流动性，刺破了日本的泡沫，经济进入了长久的衰退。日央行对货币政策不断超预期的调控，不仅造成了泡沫的产生，也最终刺破了泡沫。

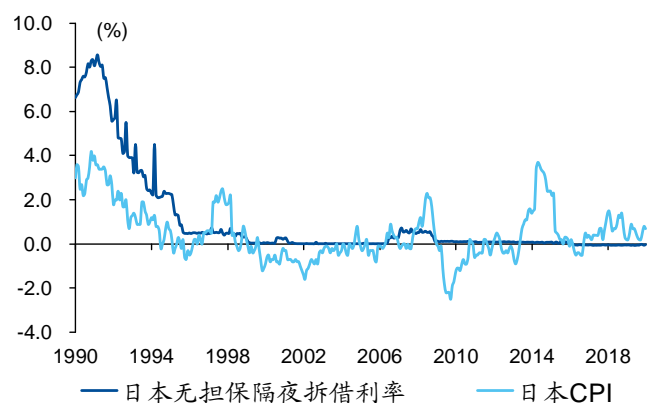
图 5: 1980-90年代, 日本多次超预期调整货币政策



数据来源: 万得, 国泰君安国际

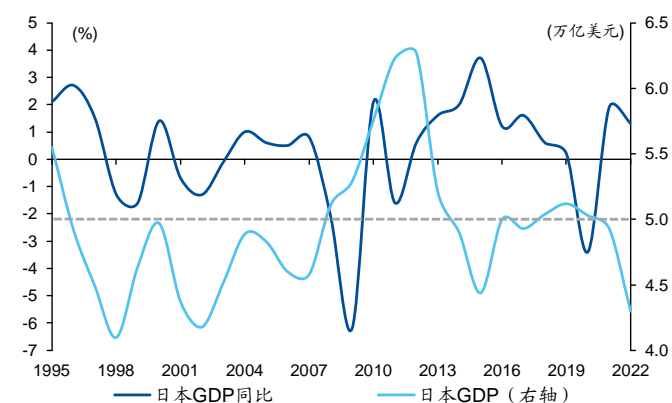
“流动性陷阱”以及高汇率持续抑制日本通胀: 自 1990 年代泡沫破裂后, 日本经济一直处于低增长、低通胀甚至通缩的状态。为此, 日本央行实施了极其激进的货币政策, 包括零利率和负利率政策。日本央行从 1990 年开始在 5 年内将基础贴现率 (日本政策利率) 从 6% 降至 0.5%。1998 年 9 月贴现率进一步下调至 0.25%, 由于利率已经没有下降空间, 日本央行在 1999 年 2 月通过引导无担保隔夜拆借利率给市场输入更多的流动性, 达到实际上的零利率水平。然而, 尽管货币政策激进, 但它并未能刺激经济增长或遏制通缩。自 2000 年以来日本的通胀中枢长期在零线波动, 流动性陷阱已经在日本产生。

图 6: 激进的货币政策未能有效抬升通胀中枢



数据来源: 万得, 国泰君安国际

图 7: 泡沫破裂后日本GDP长期维持在5万亿美元

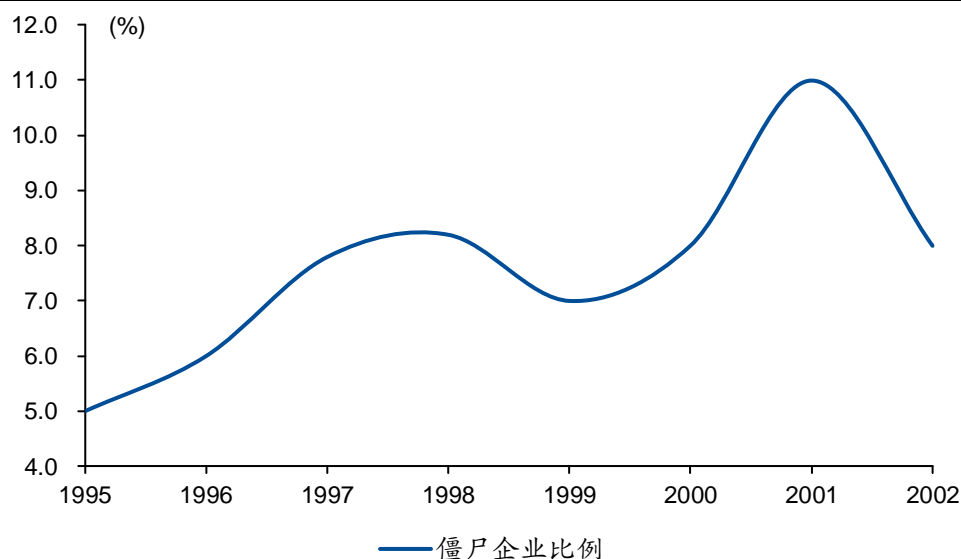


数据来源: 万得, 国泰君安国际

货币政策过多承担产业职责, 导致货币政策的失效。 广场协议后日本的货币政策目标除了维持经济增长和就业, 应对低通胀, 还需要缓解由于本币升值对本国企业带来的冲击。以往, 日本央行以贴现率为主要政策工具, 对出口部门提供低息贷款以推动企业壮大。这些政策在短期内对企业发展有益, 但广场协议后经济停滞, 需求不足, 企业投资减少等

一系列结构性问题出现。与此同时，日本央行过多地承担了产业政策的职责，而货币政策和产业政策的冲突导致了低效投资和“僵尸公司”的产生。在经济衰退后日本央行仍持续支持许多低端产业以及产能过剩的企业，而金融机构为了避免不良资产，选择继续向这些“僵尸公司”提供贷款，而不是冲销坏账。这种保护企业的政策不仅拖延了金融部门资产负债表的重组，也阻碍了行业出清，最终延误了经济复苏的步伐。

图 8: 日本僵尸企业比例在经济衰退后显著抬升

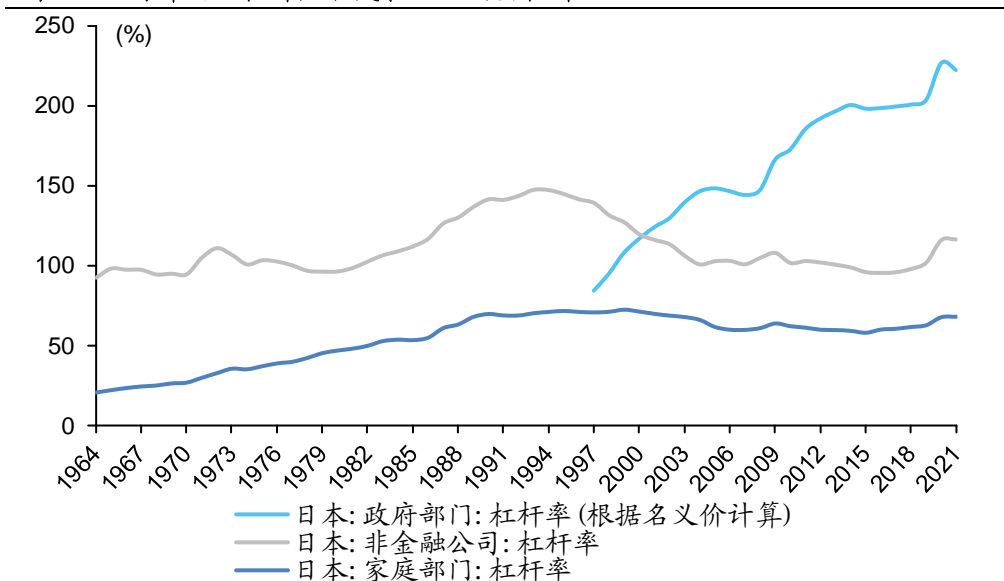


数据来源: Fukuda and Nakamura (2011), 国泰君安国际

财政刺激未能扭转强势日元

财政政策扮演了刺激需求的主角。日本在货币政策进入流动性陷阱后，再低的利率都难以刺激日本经济的增长。与此同时汇率高企一直压制着日本的通胀和经济增长。最终在日本经济小幅回暖未果后日本被迫使用更大规模的财政政策刺激经济。1997年12月，日本政府宣布将在1998年减少2万亿日元的所得税。1998年4月20日，日本内阁宣布了一项价值16.65万亿日元的“综合经济对策”。该政策宣布通过增加总计约10万亿日元的公共工程和政府开支和临时减税刺激国内需求，同时改善国家的经济结构、增强国民经济的长期发展潜力并提供政策便利以加速不良债权的处理等等。高额的财政刺激和减税对应着日本政府不断上升的债务，然而日本企业和居民端的投资意愿却没有随着政府的大力刺激增加。1997年后日本的居民和企业端杠杆率并未出现明显的抬升，整体的宏观杠杆率上升几乎全部由政府贡献。

图 9：政府部门加杠杆，居民和企业端去杠杆

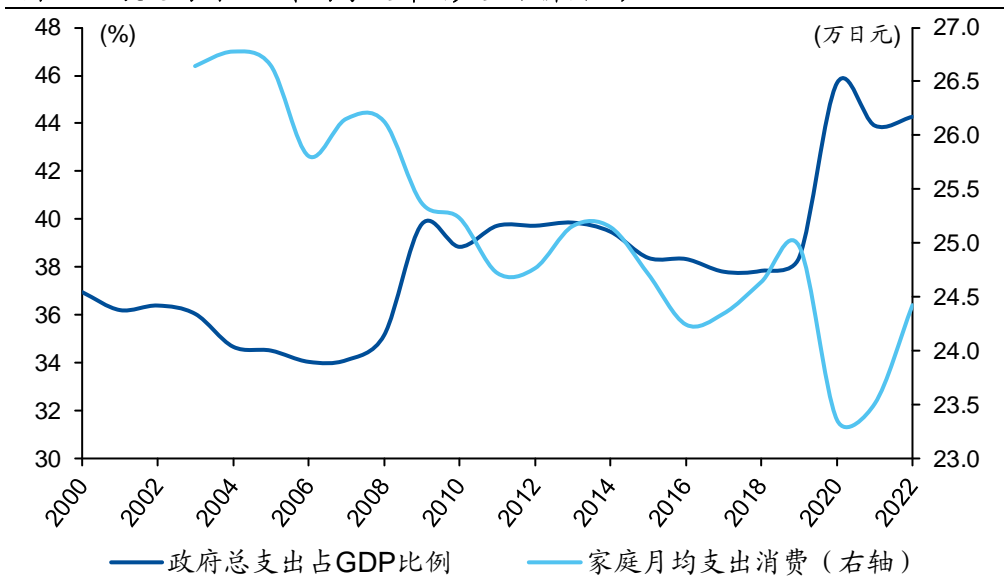


数据来源：万得，国泰君安国际

政府的大量支出对家庭部门产生了挤出效应。日本政府为支持财政政策的开支，不断提高税率，反而对居民的消费产生了挤占。1997年后日本共三次加征消费税税率，并且没有出台中等收入群体减税的对冲措施。1997年和2019年两次消费税税率提升后，日本家庭月均支出出现了明显的滑落。从趋势来看，日本2000年后日本政府总支出占GDP比例上升了10%，然而家庭部门的消费却进入了下行通道，这意味着政府支出对居民消费产生了挤占效应。

尽管日本进行了大规模的财政刺激，但经常项目却长期保持顺差，这在很大程度上表明其整体刺激力度仍然在理论可控的范围内。换言之，政府更加积极扮演了“主动消费”的角色，而居民部门在这一过程中却“被动储蓄”，变相“躺平”。从这个角度而言，私人部门的活跃程度仍然是经济运行的重要驱动力，光凭政府“越俎代庖”，其效果也是有限的。由于整体经常项目仍然保持顺差，政府的整体刺激政策事实上也没有改变日元的基本态势，也不可能解决强势货币带来的一系列问题。

图 10: 激进的财政政策对家庭部门产生了挤出效应

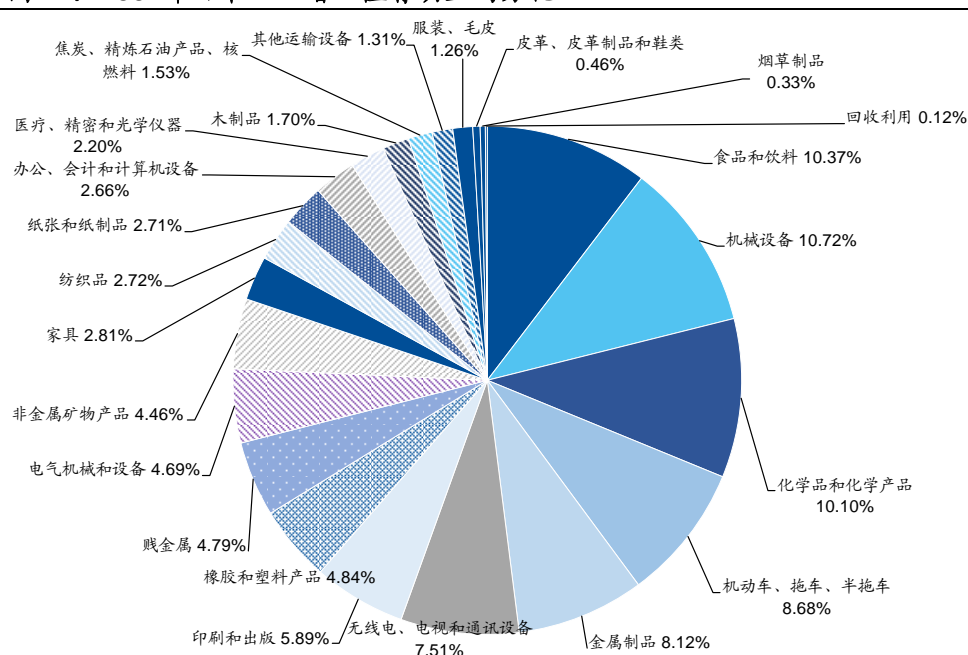


数据来源: 万得, 国泰君安国际

1990 年代: 强势日元迫使产业外迁

回顾历史, 日本制造业存在结构性缺陷。1994 年日本陷入经济衰退后, 日本的工业增加值出现了越来越明显的分化。日本有着极具竞争力的出口产业, 例如机械设备、消费电子、汽车、化工等等, 维持着日本强劲的出口竞争力, 并持续累积了巨额的贸易顺差。但与此同时日本国内也有大量的低效率产业, 这些产业占据着庞大的国内市场却严重缺乏竞争力, 如建筑、医疗保健及能源等等。然而经济的低增长和汇率的高企, 意味着这些产业的转型和升级更加困难。

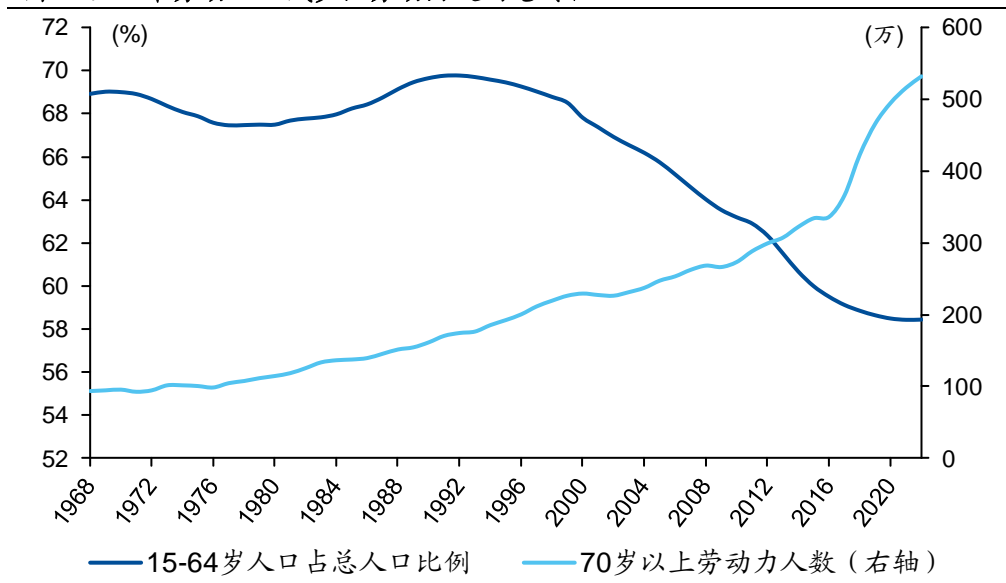
图 11: 1994 年日本工业增加值有明显的分化



数据来源: 联合国工业发展组织, 国泰君安国际

人口和自然资源不足日益抬高日本企业的生产成本。从日本国内生产端来看，日本长期面临着能源自给率低、工业原材料价格高的问题。更糟糕的是在泡沫破裂后，居民信心低下，对未来预期变得悲观。因此日本出生率大幅下降，自 1990 年以来日本 15-64 岁的青壮年占总人口比例已经下降了十个百分点。同时高龄劳动人口却在不断增加，近 20 年出现了成倍增长。因此日本国内生产的成本在逐渐攀高，而生产总值却没有出现增加。

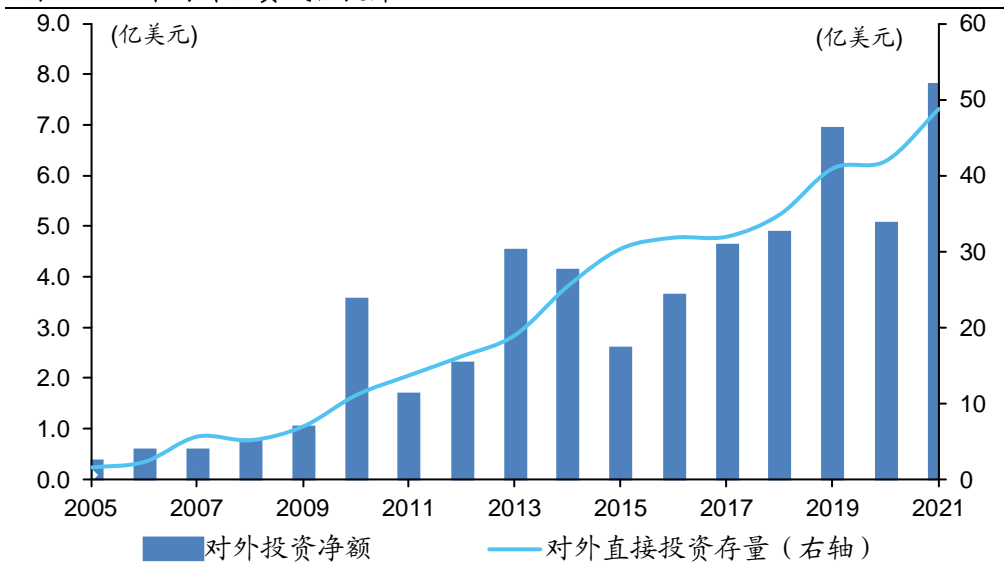
图 12: 日本劳动人口减少，劳动力趋向老龄化



数据来源: 万得, 国泰君安国际

日元强势不利于出口，日本企业选择出海。回顾历史值得注意的是，虽然广场协议是 G5 针对美元升值计划，然而各国兑美元升值幅度的不对等，导致日元成为唯一一个长期升值的货币。随着日本汇率的大幅提升，高昂的价格不利于出口。而日本内地居民需求严重不足，因此日本急需需要对外投资建厂以缓解成本压力，并开拓海外需求。宽松的货币政策提供的低成本货币进一步帮助了日本企业出海。数据显示，日本境内投资主体对外直接投资净额（扣除反向投资额），从 2005 年的 1,700 万美元大幅提升到了 2021 年的 7 亿美元，这也带来了日本对外投资存量的不断攀升。

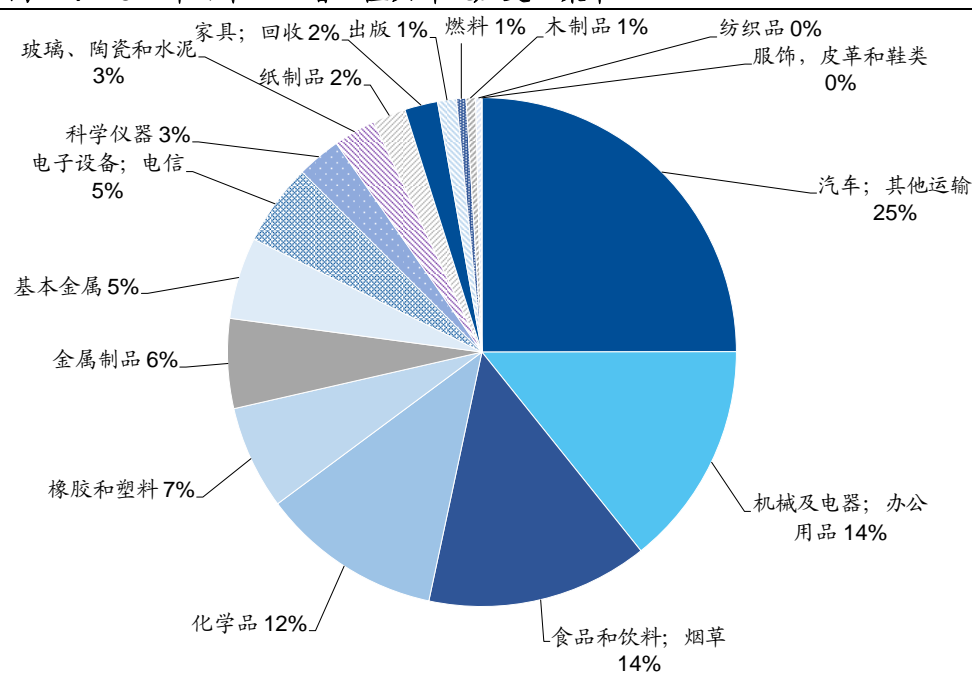
图 13: 日本对外投资成倍提升



数据来源: 万得, 国泰君安国际

竞争力相对不足的行业却更加落后。伴随着优势产业外迁和发展, 日本的工业增加值结构并未出现改善, 日本的弱势产业未能升级甚至进一步走弱, 日本工业增加值集中效应更为明显。到了 2021 年, 仅仅汽车、机械两个分项就占据了日本工业超过 40% 的增加值。因需求和供给的双重挤压, 日本强势产业被迫率先向外转移。例如, 日本汽车产业的海外生产比率从 5.6% 增长到了 44.4%, 海外研发费用在 10 年间也出现了大幅增长。这种向外转移的策略使得本土制造业的发展动能进一步降低。与此同时汇率的劣势也导致低效产业被中国等发展中国家迅速替代。

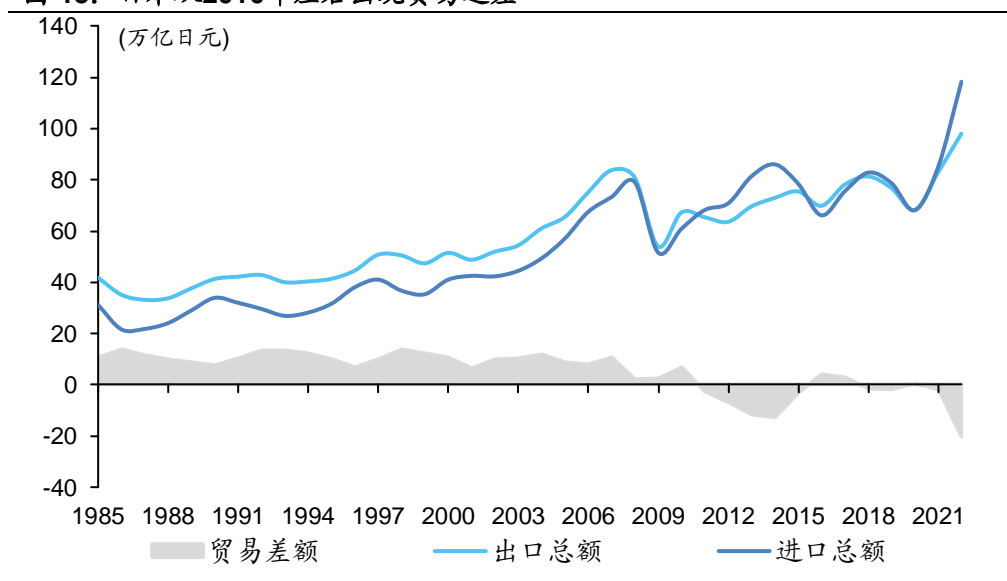
图 14: 2021 年日本工业增加值头部效应更加集中



数据来源: 万得, 国泰君安国际

在全球化和产业转移的双重影响下，日本经济在失落 30 年后，逐渐出现贸易赤字。一方面，由于日本企业在海外建厂，使得一部分制造业活动转移到了海外。另一方面，中国等发展中国家的快速发展和产业升级，推动了其在中低端产品市场的竞争力并对日本本土制造业形成了挤压。进入 21 世纪后，日本的贸易顺差开始连续下滑。尤其是 2011 年东日本大地震发生后，日本对能源的进口需求大幅度上升，日本开始出现了久违的贸易逆差。在此后的十余年中，日本基本实现了贸易平衡，从这个角度而言，日本的产业结构在经历了 30 年的调整后，大致实现了某种程度上的均衡。而在漫长的调整过程中，过于强势的汇率是阻碍产业结构调整的关键原因。

图 15: 日本从2010年左右出现贸易逆差

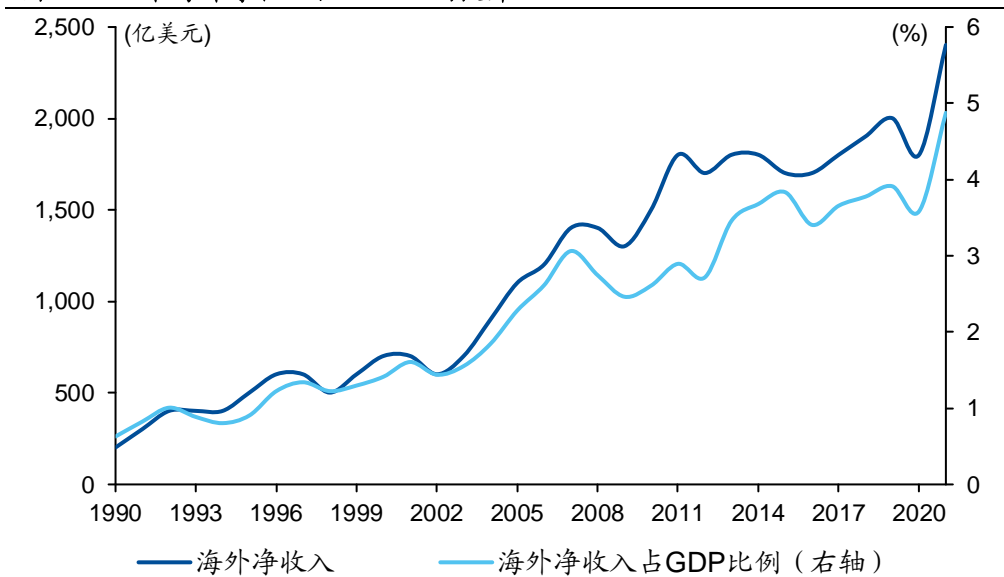


数据来源: 万得, 国泰君安国际

21 世纪: 海外收入支撑经常项目

产业转移后日本的海外净收入出现了显著增加。随着产业转移，日本的海外投资和运营活动加强，海外净收入显著增长。这意味着日本的强势企业从其海外投资和子公司中获得了可观的收益。2022 年日本海外收入已占到日本 GDP 近一成。而自 2000 年以来日本的海外净投资收入从 500 亿美元增加到 2,000 亿美元，占 GDP 的比重也逐年上升。

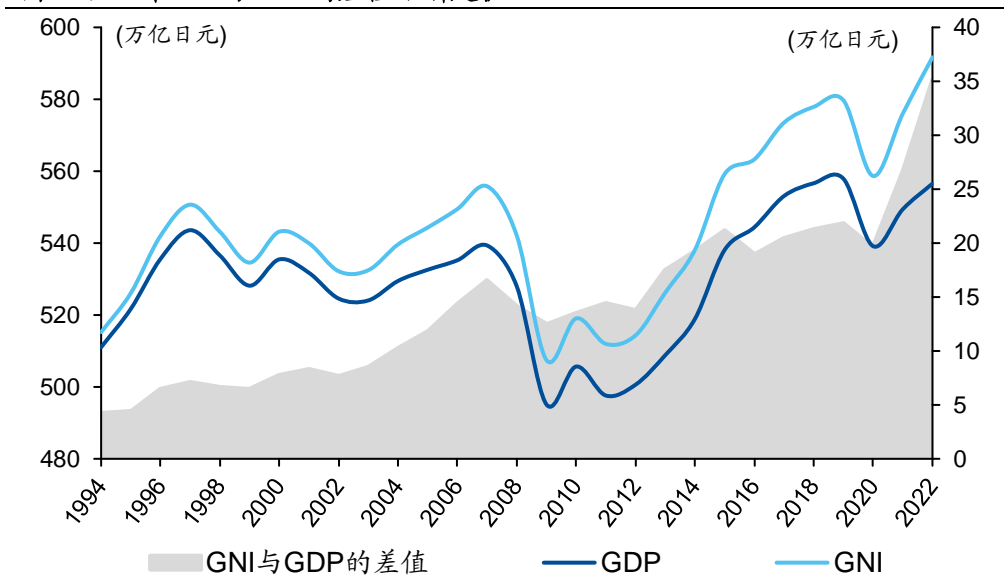
图 16: 日本海外净收入占GDP比例提升



数据来源: 万得, 国泰君安国际

2010年后日本GNI和GDP的差值不断扩大。GDP(国内生产总值)衡量的是日本境内所有生产的商品和服务的总值,而GNI(国民所得)则衡量的是日本海内外整体的生产总值。因此日本的GNI与GDP之间的差值不断扩大,反映了日本企业在海外的投资回报增长。在2000年以前,日本的GNI和GDP走势基本保持趋同,随着海外净收入的抬升,GNI和GDP的差值逐步拉大,到2022年达到了35万亿日元。

图 17: 日本GNI与GDP的差值不断走扩

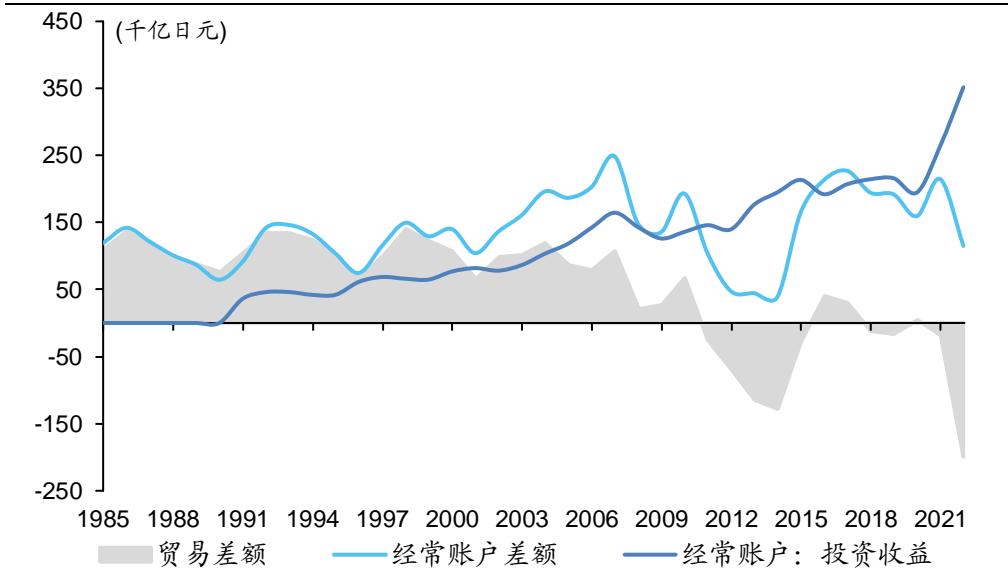


数据来源: 万得, 国泰君安国际

在贸易逆差出现后,日本的海外收入支撑了经常账户顺差。日本于2011年至2015年末贸易逆差不断扩大,最高达到1.5万亿日元。日本在这四年连续19个季度出现赤字,然而日本的经常账户却依然保持着顺差。这背后的原因是随着日本海外净投资收入的不断抬升,经常账户中的“投资收入”在2011年后依旧保持着快速增长状态。提升的投资收入对冲了贸易赤字。因此,虽然日本经常账户近年依旧保持着高额的顺差,但背

后的逻辑已经发生了改变。在 2010 年以前，日本经常账户顺差主要由强劲的贸易顺差贡献，而在 2010 年后经常项目顺差主要被高额的海外收入所支撑。

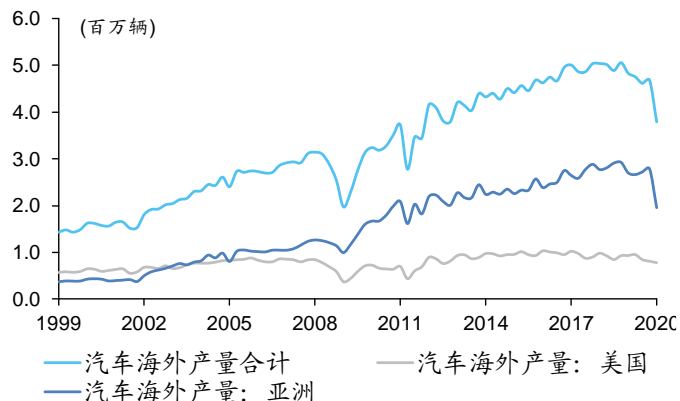
图 18: 投资收益支撑了日本的经常账户顺差



数据来源: 万得, 国泰君安国际

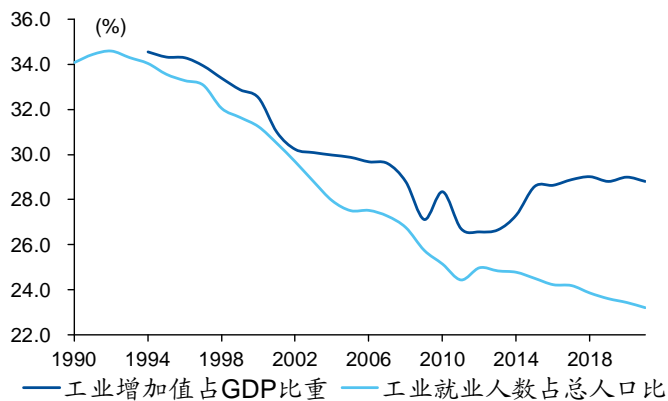
由于经常项目仍然保持顺差，日元的汇率在日本贸易趋于平衡后仍有着强劲支撑。经常账户顺差的逻辑虽然已经发生了变化，但顺差的结果依然存在。因此自 1985 年以来，日元虽然经历了卢浮宫协议、货币宽松、贸易逆差等等事件，但依旧维持较为稳定的汇率，甚至在泡沫破裂后日元也未跌破卢浮宫协议所商定的汇率水平。为降低经常项目顺差，财政政策曾大幅发力扮演主动消费的功能，反而“越俎代庖”，对居民消费产生了挤出效应。高汇率的牵制下，想兼顾产业并刺激需求的日本货币政策失败似乎是必定的；高汇率的影响下，制造业的制造和研发外移似乎也是必然的。

图 19: 日本汽车产业生产向海外转移



数据来源: 万得, 国泰君安国际

图 20: 2000年后日本工业就业出现明显下滑



数据来源: 万得, 国泰君安国际

当我们谈及日本衰退时，却很少关注日元为何常年保持强势。如果说广场协议中，日本受到美国压力，选择主动让日元升值，但在此后的 30 年中，日元却一直保持着稳定，这与经济常年萎靡形成了强烈的反差。我们认为，经常项目顺差是日元稳定的根本原因，而分析经常项目顺差形成的原因后，我们会发现，1980-90 年代，国内需求相对不足，日本优势产业保持着强劲出口，这维持了贸易顺差。到了 1990 年代后，强势产业纷纷外迁，日本贸易顺差收窄，但 21 世纪后，伴随着海外收入汇回国内，日本的经常项目顺差仍然得以保持。

当然，相对强势的货币也抑制了低效产业的发展和转型，这意味着这些产业的出清被拖延，最终日本金融行业被迫计提大量坏账，承受了泡沫破灭的代价。很多人会问，难道日本不能选择弱势货币么？我们认为在美国的压力下，日元贬值的空间很小。

在一个稳定的汇率下，日本最终在国内缩表的同时，不断在海外扩表，某种程度上，强势汇率也有利于其在海外扩张。由此，日本经济进入了一个国内衰退、海外增长的微妙“均衡”，最终维持了近 30 年的无增长状态。从这个角度而言，所谓的“资产负债表”衰退，似乎只发生在日本国内。

感谢季庭锐对本文作出的杰出贡献

个股评级标准

参考基准: 香港恒生指数/纳斯达克综合指数

评级区间: 6至18个月

评级	定义
买入	相对表现超过 15% 或公司、行业基本面展望良好
收集	相对表现 5% 至 15% 或公司、行业基本面展望良好
中性	相对表现-5% 至 5% 或公司、行业基本面展望中性
减持	相对表现-5% 至 -15% 或公司、行业基本面展望不理想
卖出	相对表现小于-15% 或公司、行业基本面展望不理想

行业评级标准

参考基准: 香港恒生指数/纳斯达克综合指数

评级区间: 6至18个月

评级	定义
跑赢大市	相对表现超过 5% 或行业基本面展望良好
中性	相对表现-5% 至 5% 或行业基本面展望中性
跑输大市	相对表现小于-5% 或行业基本面展望不理想

利益披露事项

- (1) 分析员或其有联系者并未担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。
- (2) 分析员或其有联系者并未持有本研究报告所评论的发行人的任何财务权益。
- (3) 国泰君安或其集团公司并未持有本研究报告所评论的发行人的市场资本值的1%或以上。
- (4) 国泰君安或其集团公司在过去12个月内没有与本研究报告所评论的发行人存在投资银行业务的关系。
- (5) 国泰君安或其集团公司没有为本研究报告所评论的发行人进行庄家活动。
- (6) 没有任何受聘于国泰君安及其集团公司的人员担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。没有任何国泰君安及其集团公司有联系的个人为本研究报告所评论的发行人的高级人员。

免责声明

本研究报告并不构成国泰君安证券(香港)有限公司(“国泰君安”)对购入、购买或认购证券的邀请或要约。国泰君安与其集团公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

国泰君安的销售人员, 交易员和其他专业人员可能会口头或书面提供与本研究报告中的观点不一致或截然相反的观点或投资策略。国泰君安的资产管理和投资银行业务团队亦可能会做出与本报告的观点不一致或截然相反的投资决策。

本研究报告中的资料力求准确可靠, 但国泰君安不会对该等资料的准确性和完整性做出任何承诺。本研究报告中可能存在一些基于对未来政治和经济状况的某些主观假定和判断而做出的前瞻性估计和预测, 而政治和经济状况具有不可预测性和可变性, 因此可能具有不确定性。投资者应明白及理解投资之目的和当中的风险, 如有需要, 投资者在决定投资前务必向其个人财务顾问咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对且无意向任何隶属于或位于某些司法辖区内之人士或实体发布或供其使用, 如果此等发布、公布、可用性或使用会违反该司法辖区内适用的法律或规例、或者会令国泰君安或其集团公司因而必须在此等司法辖区范围内遵守相关注册或牌照规定。

© 2023 国泰君安证券(香港)有限公司 版权所有, 不得翻印

香港中环皇后大道中181号新纪元广场低座27楼

电话 (852) 2509-9118 传真(852) 2509-7793

网址: www.gtjai.com