

保持合理利润的经验——走出负利率的日本银行业（2）



许鸿明 分析员

SAC 执证编号: S0080523080007
SFC CE Ref: BUX153
hongming.xu@cicc.com.cn



林英奇 分析员

SAC 执证编号: S0080521090006
SFC CE Ref: BGP853
yingqi.lin@cicc.com.cn



李佩凤 分析员

SAC 执证编号: S0080521070004
SFC CE Ref: BTO526
peifeng.li@cicc.com.cn

- 银行 | 资产负债表的变迁 ——走出负利率的日本银行业（1） (2024.08.29)
- 银行 | 欧美银行业风险推演：基本框架 (2023.03.30)
- 银行 | 欧美银行业风险推演（2）：中小银行危机蔓延 (2023.05.05)

更多作者及其他信息请见文末披露页

观点聚焦

投资建议

本篇报告我们主要聚焦于日本银行业维持息差、利润及资本的经验。90年代后日本居民和企业部门出现“资产负债表衰退”（参见《[资产负债表的变迁——走出负利率的日本银行业（1）](#)》），贷款利率快速下滑，而同时存款利率的同步调整延缓了息差下行的速度。同时，银行寻求主动出海、拉长资产久期、提高非息收入占比等方式共同保持了阶段性的合理利润，但长期来看 90 年代累积的坏账的暴露和处置最终导致连续亏损，抵消了维持息差和利润的努力，不得不动用财政资源进行外部注资。不良处置后，在相对干净的资产负债表基础上，6%左右的ROE能够实现银行资本补充的“自给自足”和稳定的分红。

理由

30 年的息差寻底过程。90 年代初日本完成利率市场化改革，到 1997 年存款平均利率从 90 年代初的 5% 左右降至接近零利率。与此同时，贷款利率也从 90 年代初的 7% 左右下降至 90 年代末的 2% 左右。存款利率的调整缓冲了息差下滑的速度，但由于贷款利率下行幅度更快，存贷款利差从 90 年代初的 4% 左右下滑至 2000 年初的 2% 左右。2000 年后，由于存款零利率继续下降的空间受限，而资产收益率继续下行，到 2021 年前后息差降至 0.6% 的历史低位。

银行如何保持“合理利润”？尽管经济增长缓慢和长期低利率环境导致息差持续收窄，但进入 2000 年后日本银行业营收与利润总体稳定，主要通过以下策略：

1. **主动出海：**日本银行通过设立海外分支机构、收购或建立合资企业等方式，进入亚洲、北美和欧洲等地区的金融市场。通过提供企业贷款、项目融资、贸易融资的业务增加非国内来源的收入。如瑞穗银行的海外收入占比从 2011 年的 22% 上升 52ppt 至 2022 年的 74%，日本境内收入占比已不足三成。三菱日联银行/三井住友银行海外收入占比也分别由 2011 年的 27%/12% 上升至 2022 年的 58%/53%。

（下页继续）

风险

海外投资风险，汇率波动风险，经济复苏不及预期。

(接续上页)

2. 拉长资产久期：在低利率环境下，日本银行通过增加长期贷款和投资的比重，拉长资产久期，以期在利率上升时获得更高的利息收入。长期资产收益率通常高于短期资产，有助于提高银行的净利差。2012 年“安倍经济学”后，日本银行业明显增加了 10 年以上国债购买。至 2020 年银行债券投资中 40%投向 10 年期以上长长期债券。

3. 提升非息收入占比：过去 30 年间，日本银行业手续费及佣金净收入同比增速在多数年份均高于利息净收入（仅 2007-2009 年出现手续费收入增速大幅下滑）。1999 年，日本银行业利息收入占比高达 72%，而 2022 年这一比例已下降至 58%；与此同时，手续费及佣金收入占比从 1999 年的 5%提升至 2022 年的 22%。

累积不良最终导致亏损。1997~2004 年银行业出现连续亏损，主要由于日本经济基本面恶化及不良确认加快，根据日本央行，这一时期日本累计计提贷款损失 46 万亿日元，导致累计 18 万亿日元的净亏损，1997~2004 年净亏损相当于 1997 年净资产的 23%，相当于银行 4 年的利润（以 2005 年利润计算）。由于银行自身的利润难以消化不良，需要财政和市场注资。1990~2005 年日本银行业不良处置期间累计外部资本补充 18 万亿日元，其中 11 万亿日元由公共财政注资，占比 60%，7 万亿日元由市场注资，占比 40%。2009-2010 年由于全球金融危机冲击，银行再度形成亏损，2011 年后日本银行利润总体平稳，但长期增长停滞。

处置不良后实现资本“自给自足”。1997 年日本“金融大爆炸”改革明确了对出险金融机构的财政兜底，1997 年、1998 年两次向银行系统性注资。两次注资后，日本银行业资本充足率由 1996 年末的 9.1%上升至 1998 年末的 12.0%。2002 年“金融再生计划”推动银行不良出清及资本“挤水分”后，资本充足率再度回落至 2002 年的 9.4%水平。处置不良后，尽管 2000 年后日本息差持续下滑，但资本基本实现内生补充，主要由于资产增速较慢，同时风险权重占比较高的贷款占比下降。我们估算 2005 年完成不良处置后至 2023 年，日本银行业 ROE 约 6%，平均总资产增速 3%，给定 30%的分红率下银行基本可实现内生资本补充。以三菱日联银行为例，2011~2023 年 ROE 约 7%，分红率约 30%，资本内生补充速度仍高于 2%的 RWA 增速，因此能够保持 12%左右的核心一级资本充足率。

日本银行业保持“合理利润”的启示。90 年代后日本居民和企业部门出现“资产负债表衰退”后，贷款利率快速下滑，而同时存款利率的同步调整延缓了息差下行的速度，也为贷款和债券利率下行打开空间。息差下行和不良处置的同时，银行寻求主动出海、拉长资产久期、提高非息收入占比等方式共同保持了阶段性的合理利润，但长期来看 90 年代累积的坏账的暴露最终导致 90 年代末到 2000 年初的亏损，抵消了维持息差和利润的努力，不得不动用财政资源进行外部注资。不良处置后，日本商业银行在相对干净的资产负债表基础上，6%左右的 ROE 能够实现资本补充的“自给自足”和稳定的分红。

目录

保持“合理”息差和利润的经验.....	4
30 年的息差寻底过程	4
银行如何保持合理利润?	6
银行如何应对资本压力?	11
风险提示.....	13



保持“合理”息差和利润的经验

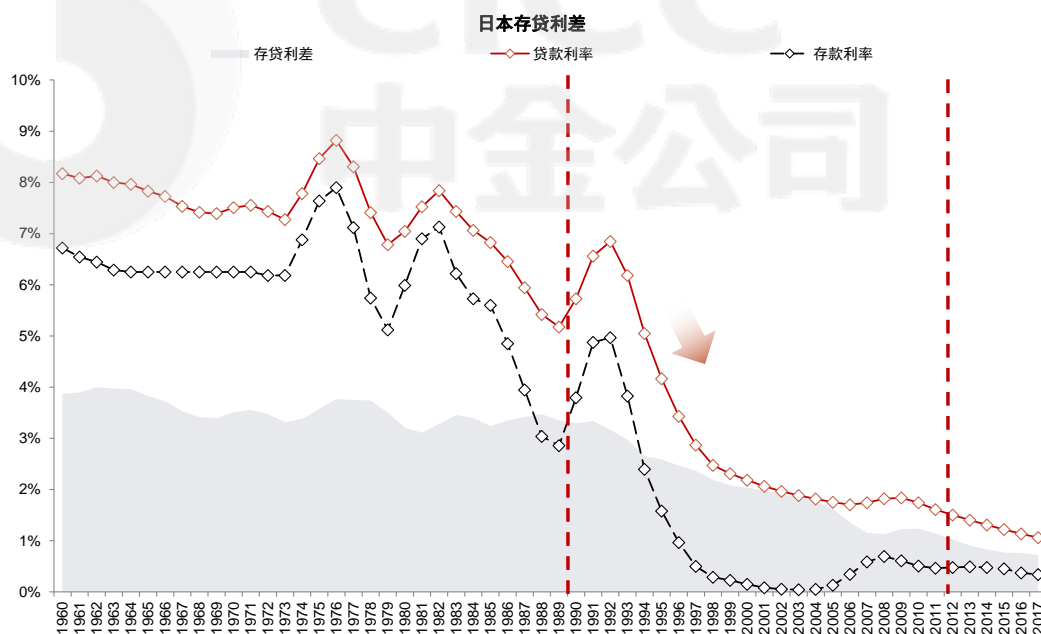
30 年的息差寻底过程

降息初期负债成本下降贡献息差。1994 年日本完成利率市场化改革，定期存款放开上限，宣告日本完成利率市场化改革，银行业自主决定存贷款利率，贷款利率下降的同时存款利率也相应调整。1991~1997 年利率快速下降时期贷款利率降幅慢于存款利率，至 1997 年贷款利率下降 4.1ppt 至 2.5%，存款利率下降 4.6ppt 至 0.3%，存贷利差合计下降 1.2ppt，每年平均收窄 20bp。

负债成本节约受零利率下限制约。2002 年日本存款利率调整至约 0.04%，全部负债成本降至 0.3%，由于受零利率下限制，负债成本不再下降。刚性负债成本下，日本资产收益率持续下降，至 2017 年资产收益率仅为 0.7%，息差下降至 0.6% 低位。

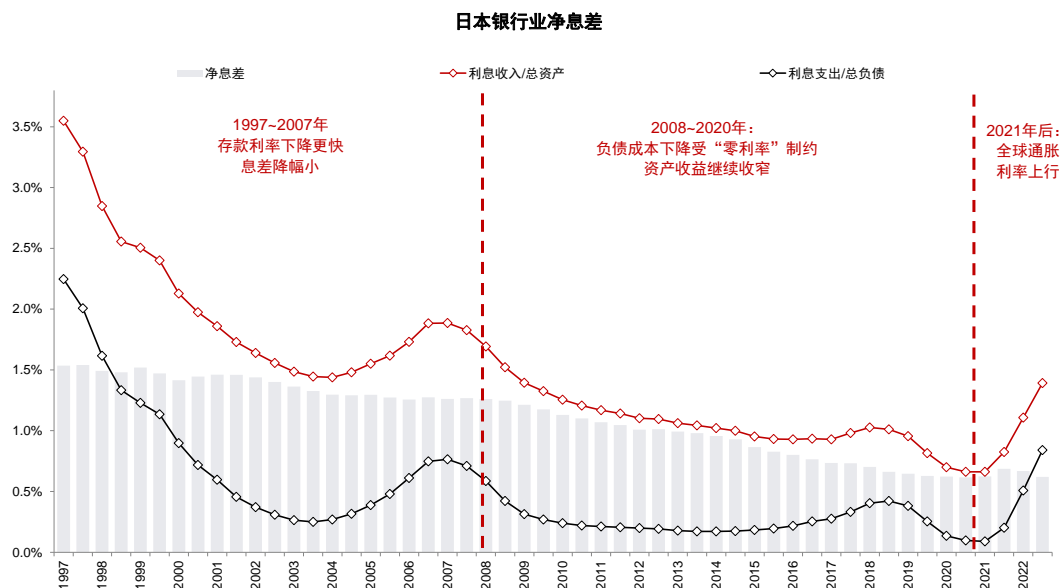
银行“息差底”的日本经验。日本经验看，“息差底”指的是银行息差与长期信用成本相等时对应的息差水平。从银行定价角度看，资产配置需考虑资产收益、资金成本、税收成本、预期损失及资本占用等，其中资金成本与预期损失是银行资产的最主要成本来源。过去三十年日本银行业净息差最低降至 0.6% 水平，与过去二十年 0.6% 的长期信用成本基本持平。

图表 1：1960~1990 年日本银行业存贷利差维持在 4% 左右



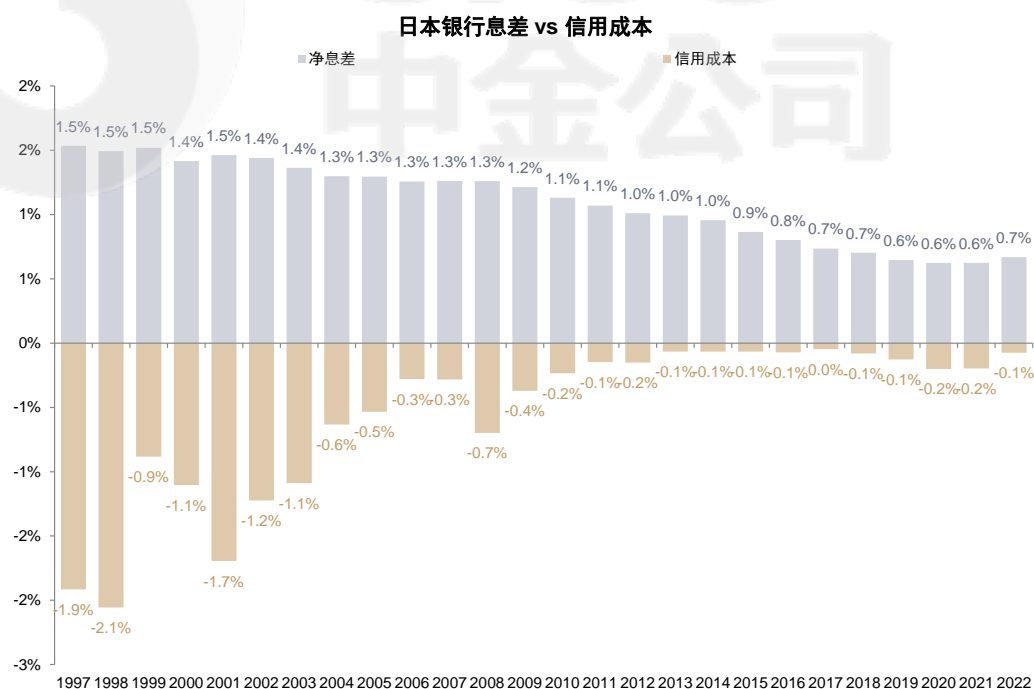
资料来源：世界银行，Wind，中金公司研究部

图表 2：1992~2007 年银行存贷利率快速下行，净息差保持在 1.5%附近



资料来源：世界银行，Wind，中金公司研究部

图表 3：到 2021 年前后息差降至 0.6%的历史低位



资料来源：Haver，CEIC，中金公司研究部

银行如何保持合理利润？

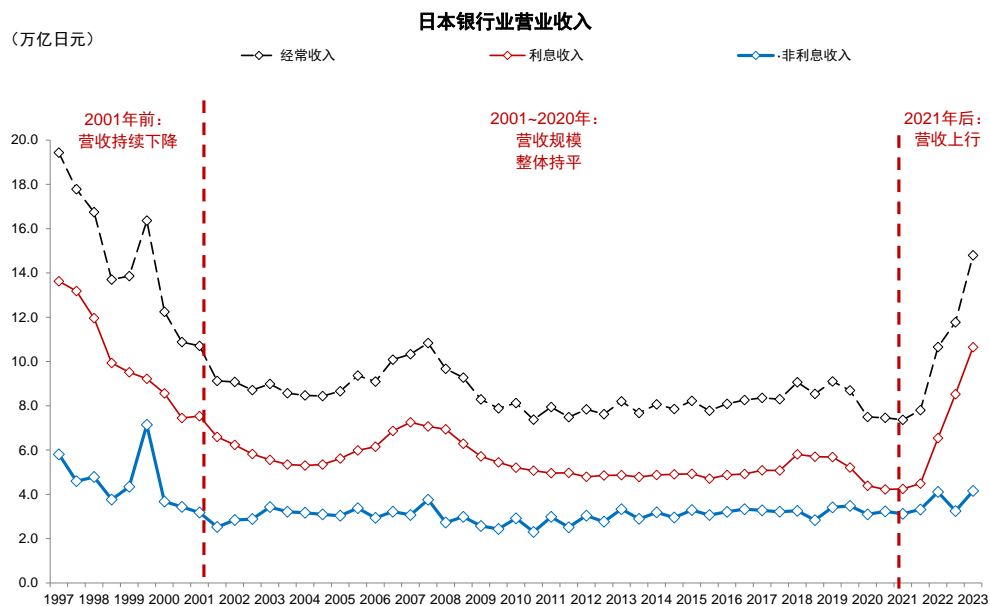
快速下降后营收 20 年“零增长”。1990 年以来日本银行业营收规模持续下降，主要由于息差持续收窄、拨备覆盖率较低难以反哺利润。从 2002 年~2022 年，日本银行业营收规模基本持平，2002 年/2022 年银行业营收规模分别为 9 万亿日元/8 万亿日元，基本持平。2022 年后受益于全球加息，日本银行业营收上升至 1 万亿日元，为 2001 年以来最高水平。

累积不良最终导致亏损。1997~2004 年银行业出现连续亏损，主要由于日本经济基本面恶化及不良确认加快，根据日本央行，这一时期日本累计计提贷款损失 46 万亿日元，导致累计 18 万亿日元的净亏损，1997~2004 年净亏损相当于 1997 年净资产的 23%，相当于银行 4 年的利润（以 2005 年利润计算）。由于银行自身的利润难以消化不良，需要财政和市场注资。1990~2005 年日本银行业不良处置期间累计外部资本补充 18 万亿日元，其中 11 万亿日元由公共财政注资，占比 60%，7 万亿日元由市场注资，占比 40%。2009-2010 年由于全球金融危机冲击，银行再度形成亏损，2011 后日本银行利润总体平稳，但长期增长停滞。

银行如何保持“合理利润”？尽管经济增长缓慢和长期低利率环境导致息差持续收窄，但过去二十年日本银行业营收与利润基本持平，主要通过大力拓展海外业务并采取拉长资产久期的策略，具体看：

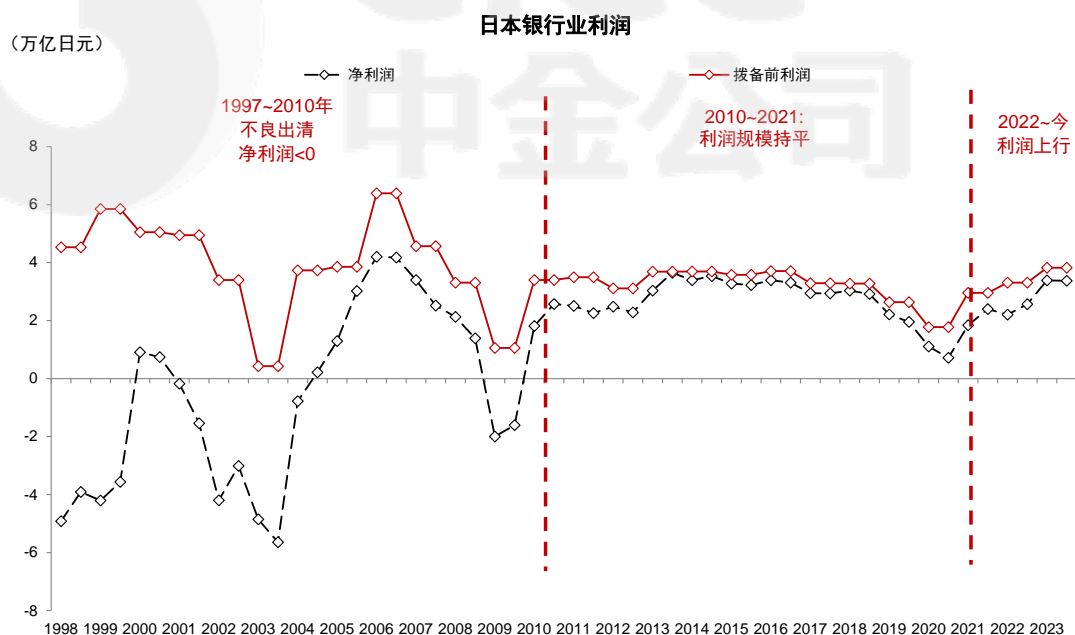
1. **主动出海：**日本银行通过设立海外分支机构、收购或建立合资企业等方式，进入亚洲、北美和欧洲等地区的金融市场。通过提供企业贷款、项目融资、贸易融资的业务增加非国内来源的收入。如瑞穗银行的海外收入占比从 2011 年的 22% 上升 52ppt 至 2022 年的 74%，日本境内收入占比已不足三成。三菱日联银行、三井住友银行海外收入占比也分别由 2011 年的 27%/12% 上升至 2022 年的 58%/53%。
2. **拉长资产久期：**在低利率环境下，日本银行通过增加长期贷款和投资的比重，拉长资产久期，以期在利率上升时获得更高的利息收入。长期资产的收益率通常高于短期资产，这种策略有助于提高银行的净利差。2002 年开启 QQE 后，日本银行业明显增加了 10 年以上国债购买。
3. **提升非息收入占比：**过去 30 年间，日本银行业手续费及佣金净收入同比增速在多数年份均高于利息净收入（仅 2007-2009 年出现手续费收入增速大幅下滑）。1999 年，日本银行业利息收入占比高达 72%，而 2022 年这一比例已下降至 58%；与此同时，手续费及佣金收入占比从 1999 年的 5% 提升至 2022 年的 22%。

图表 4：2001~2020 年营收规模基本持平



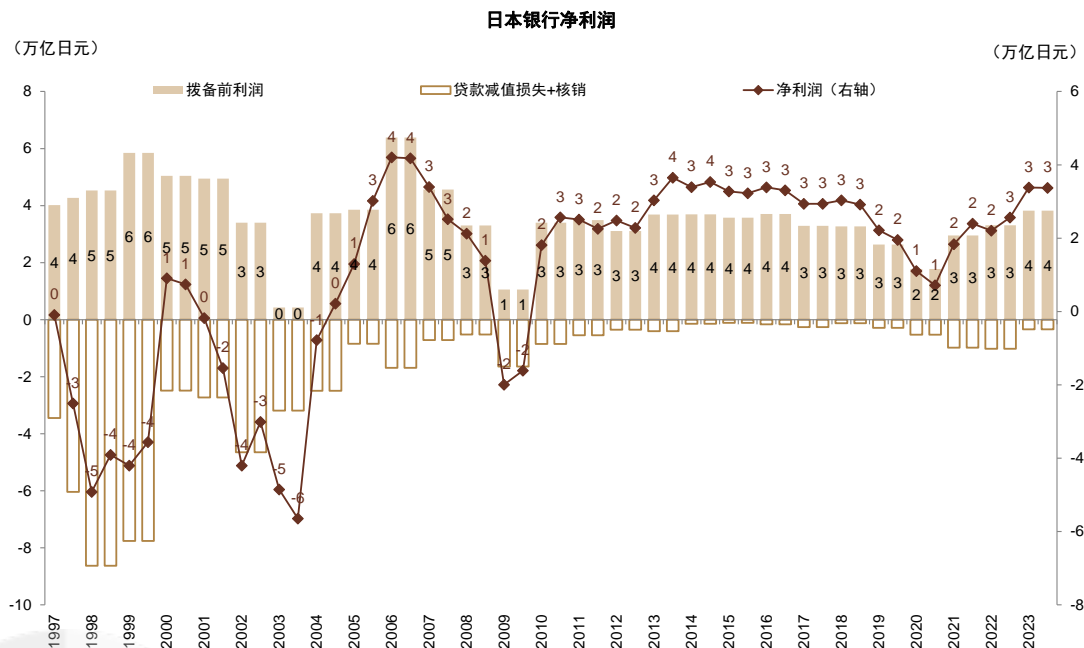
资料来源：Haver, CEIC, 中金公司研究部

图表 5：1996~2005 年银行利润为负主要由于不良出表；2011~2021 年日本银行业利润基本持平



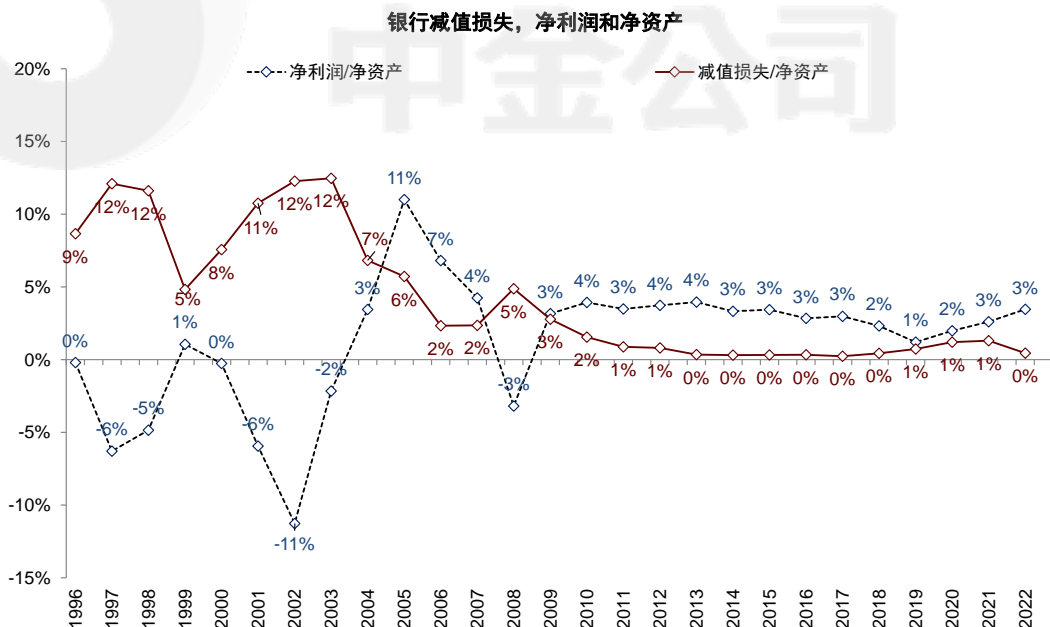
资料来源：Haver, CEIC, 中金公司研究部

图表 6：信用成本拖累导致 1996~2003 年日本银行净利润为负



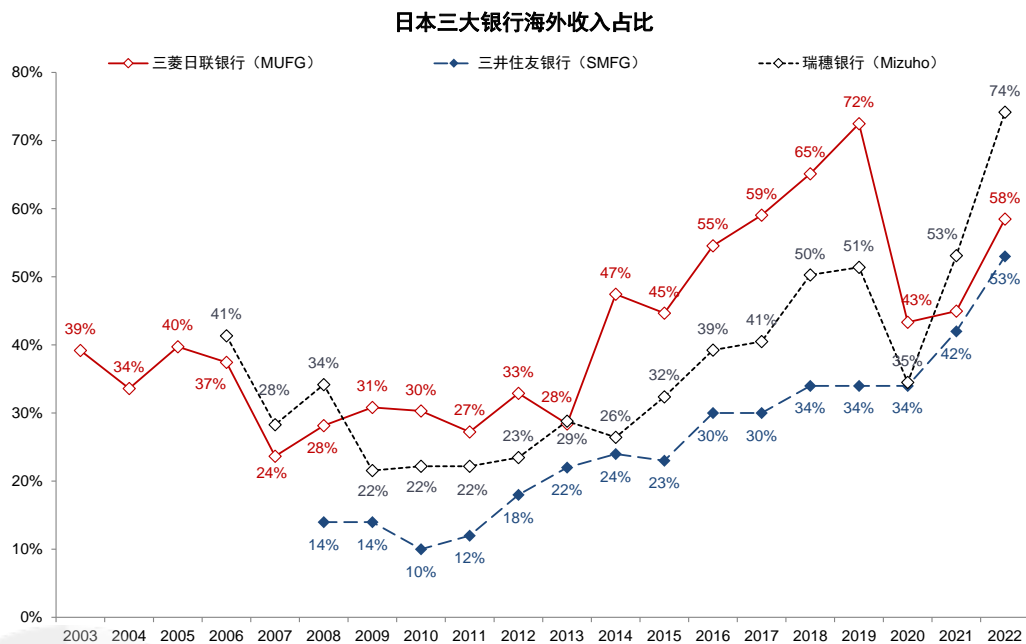
资料来源：Haver, CEIC, 中金公司研究部

图表 7：1997~2004 年银行不良处置合计亏损 18 万亿日元，相当于 1997 年银行净资产规模的 23%



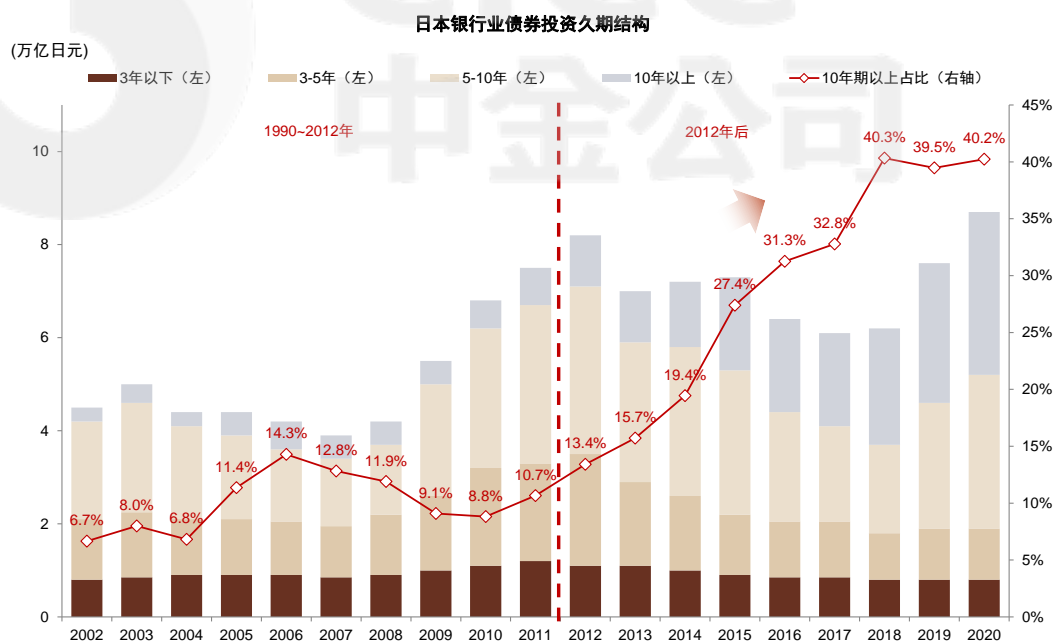
资料来源：Haver, CEIC, 中金公司研究部

图表 8：2012 年后主要银行海外收入占比上升



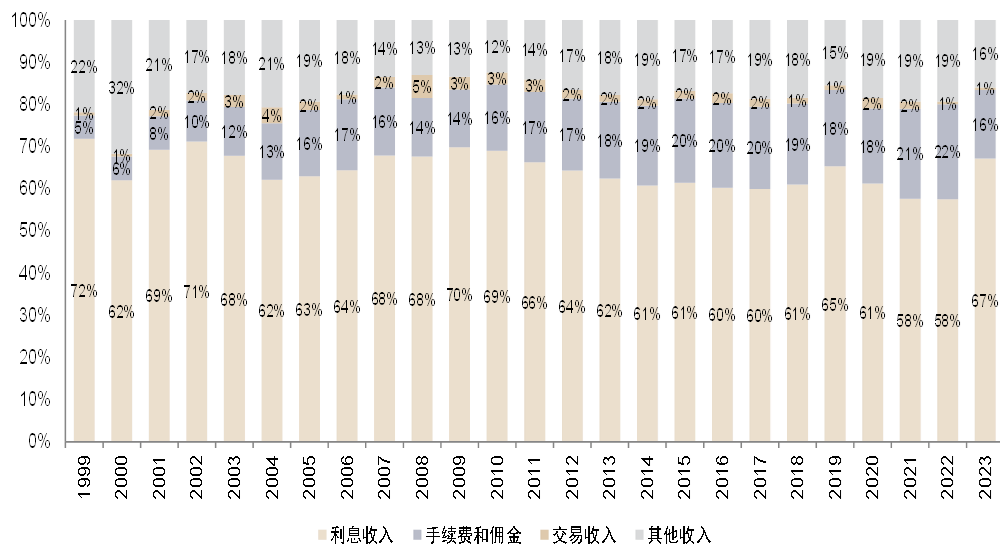
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 9：债券投资久期拉长



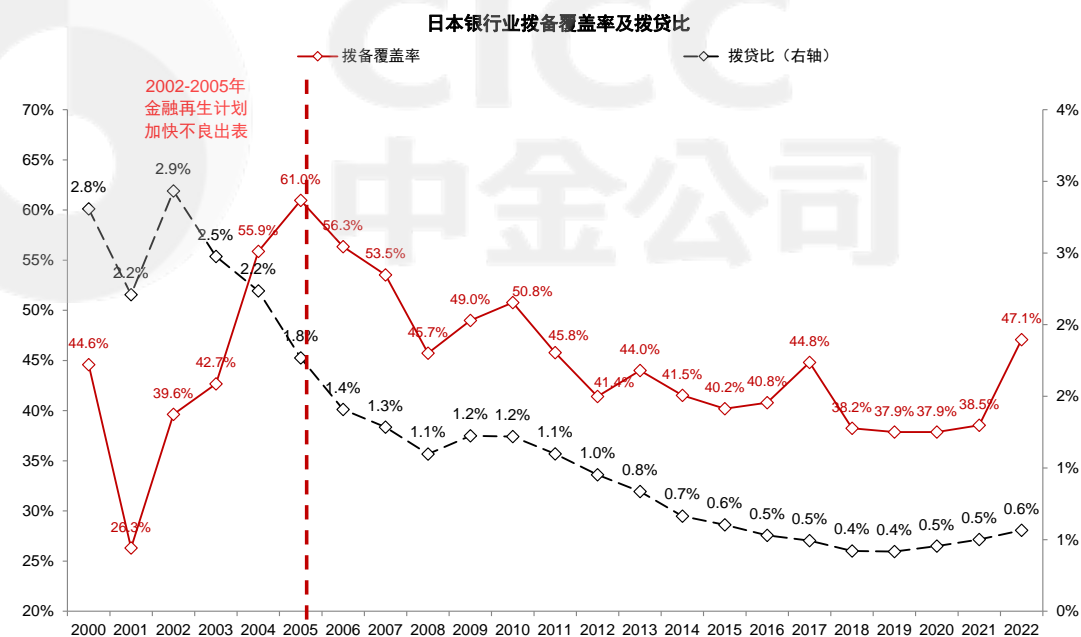
资料来源：Bank of Japan: 《Financial System Report》 March 2022，中金公司研究部

图表 10：非息收入占比上升



资料来源：Haver, CEIC, 中金公司研究部

图表 11：日本银行业拨备覆盖率不高



资料来源：Haver, Wind, 中金公司研究部

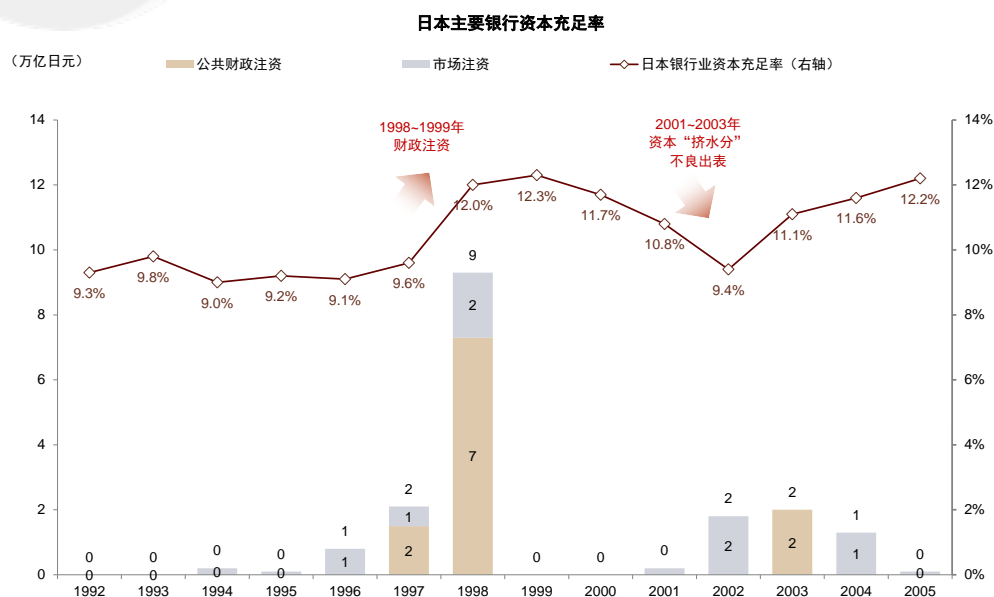
银行如何应对资本压力？

日本商业银行的资本充足率规定。日本银行业自 1992 年开始接轨国际巴塞尔协议，对商业银行设置资本充足率及杠杆率等指标考核，银行主要分为三类，对应不同的资本要求：1) 日本三大银行（三菱日联、三井住友、瑞穗银行）均为国际系统重要性银行，2023 年三菱日联属于全球系统重要性银行第二组，对应于 1.5% 的资本缓冲要求；三井住友及瑞穗对应于 1.0% 的资本缓冲要求。2) 11 个国际活跃性银行；日本巴塞尔规则对 11 家规模较大的银行是强制性的，需要满足至少 4% 的核心一级资本充足率及 8% 的资本充足率。截至 2023 年末核心一级资本充足率/一级资本充足率/资本充足率分别为 15.05%/15.07%/15.40%。3) 其他 89 个国内银行：无需考核资本充足率，仅要求资本比率（Capital ratio）大于 4%，截至 2023 年末资本比率为 10.07%。

财政注资处理不良。1997 年日本“金融大爆炸”改革明确了对出险金融机构的财政兜底，1997 年、1998 年两次向银行系统性注资。两次注资后，日本银行业资本充足率由 1996 年末的 9.1% 上升至 1998 年末的 12.0%。2002 年“金融再生计划”推动银行不良出清及资本“挤水分”后，资本充足率再度回落至 2002 年的 9.4% 水平。整体看，1990~2005 年日本银行业不良处置期间累计外部资本补充 18 万亿日元，其中 11 万亿日元由公共财政注资，占比 60%，7 万亿日元由市场注资，占比 40%。

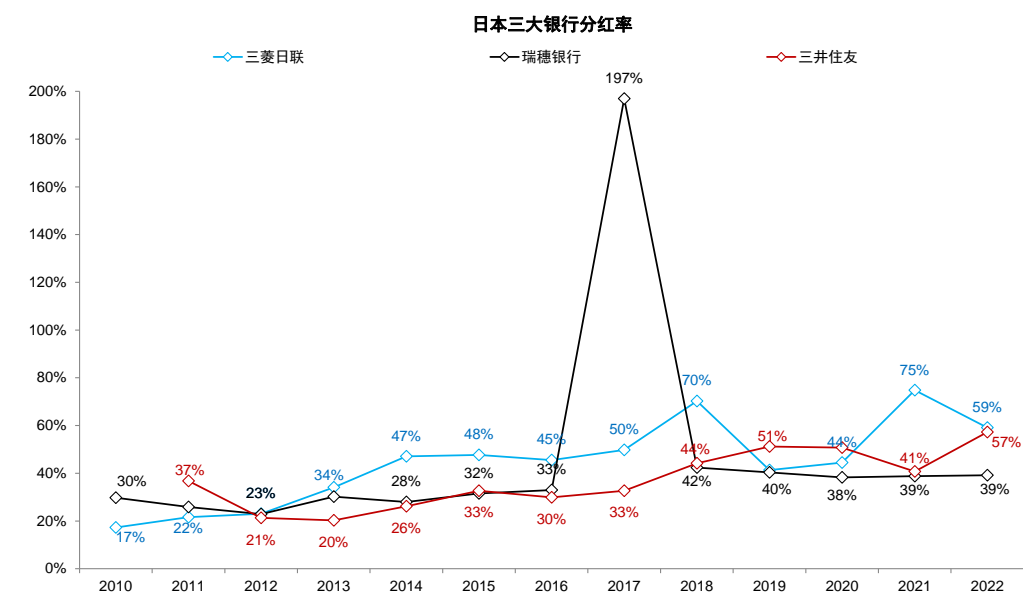
资产低增速应对低利率，资本自给自足。处置不良后，尽管 2000 年后日本息差持续下滑，但资本基本实现内生补充，主要由于资产增速较慢，同时风险权重占比较高的贷款占比下降。我们估算 2005 年完成不良处置后至 2023 年，日本银行业 ROE 约 6%，平均总资产增速 3%，给定 30% 的分红率下银行基本可实现内生资本补充。以三菱日联为例，2011~2023 年 ROE 约 7%，分红率约 30%，资本内生补充速度仍高于 2% 的 RWA 增速，因此能够保持 12% 左右的核心一级资本充足率。

图表 12：1998~1999 年财政注资明显提高了日本银行业的资本充足率



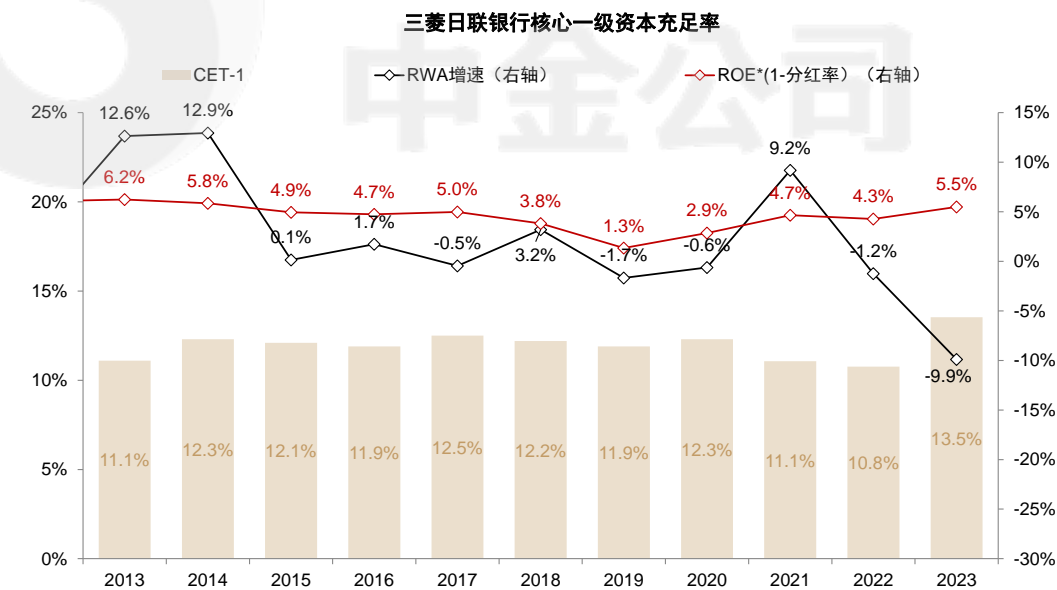
资料来源：Satao(2007)，ADBI，中金公司研究部

图表 13：日本三大银行分红率



注：分红率包含回购
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 14：RWA 增速低于资本补充速度，银行资本补充压力不大



注：分红率不包含回购
资料来源：公司公告，中金公司研究部

风险提示

1. 海外投资风险：由于不同国家政策和市场环境差异，可能导致投资回报不稳定。
2. 汇率波动风险：日元汇率波动较大，日元对其他货币的波动可能影响投资收益。
3. 经济复苏不及预期：若日本及海外经济恢复缓慢，可能影响银行盈利。



团队信息



许鸿明 分析员

SAC 执证编号: S0080523080007
SFC CE Ref: BUX153
hongming.xu@cicc.com.cn



林英奇 分析员

SAC 执证编号: S0080521090006
SFC CE Ref: BGP853
yingqi.lin@cicc.com.cn



李佩凤 分析员

SAC 执证编号: S0080521070004
SFC CE Ref: BTO526
peifeng.li@cicc.com.cn



周基明 分析员

SAC 执证编号: S0080521090005
SFC CE Ref: BTM336
jiming.zhou@cicc.com.cn



张帅帅 分析员

SAC 执证编号: S0080516060001
SFC CE Ref: BHQ055
shuaishuai.zhang@cicc.com.cn



丁瑞, CFA 分析员

SAC 执证编号: S0080523120007
SFC CE Ref: BRO301
rui.ding@cicc.com



杨鑫, CFA 分析员

SAC 执证编号: S0080511080003
SFC CE Ref: APY553
xin.yang@cicc.com.cn



陈健恒 分析员

SAC 执证编号: S0080511030011
SFC CE Ref: BBM220
chenjh@cicc.com.cn



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，相关证券或金融工具的价格、价值及收益亦可能会波动。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券及期货事务监察委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的合格投资者及/或机构投资者提供。本报告无意也不应直接或间接地分发或传递给新加坡的任何其他人。提供本报告于合格投资者及/或机构投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 45 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡持牌代表。

本报告由受金融行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告由中国国际金融日本株式会社（“中金日本”）于日本提供，中金日本是在日本关东财务局（日本关东财务局长（金商）第 3235 号）注册并受日本法律监管的金融机构。本报告有关的投资产品和服务仅向符合日本《金融商品交易法》第 2 条 31 项所规定的专业投资者提供。本报告并未打算提供给日本非专业投资者使用。

本报告亦由中国国际金融股份有限公司向符合日本《金融商品交易法施行令》第 17 条第 3 款第 1 项及《金融商品交易法》第 58 条第 2 款但书前段所规定的日本金融机构提供。在该情形下，本报告有关的投资产品和服务仅向日本受监管的金融机构提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访问 <https://research.cicc.com/footer/disclosures>，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

中金研究基本评级体系说明：

分析师采用相对评级体系，股票评级分为跑赢行业、中性、跑输行业（定义见下文）。

除了股票评级外，中金公司对覆盖行业的未来市场表现提供行业评级观点，行业评级分为超配、标配、低配（定义见下文）。

我们在此提醒您，中金公司对研究覆盖的股票不提供买入、卖出评级。跑赢行业、跑输行业不等同于买入、卖出。投资者应仔细阅读中金公司研究报告中的所有评级定义。请投资者仔细阅读研究报告全文，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠评级来推断结论。在任何情形下，评级（或研究观点）都不应被视为或作为投资建议。投资者买卖证券或其他金融产品的决定应基于自身实际具体情况（比如当前的持仓结构）及其他需要考虑的因素。

股票评级定义：

- 跑赢行业（OUTPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现超过同期其所属的中金行业指数；
- 中性（NEUTRAL）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现与同期其所属的中金行业指数相比持平；
- 跑输行业（UNDERPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现不及同期其所属的中金行业指数。

行业评级定义：

- 超配（OVERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑赢大盘 10%以上；
- 标配（EQUAL-WEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间；
- 低配（UNDERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑输大盘 10%以上。

研究报告评级分布可从<https://research.cicc.com/footer/disclosures> 获悉。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V190624
编辑：张莹

北京

中国国际金融股份有限公司
中国北京建国门外大街 1 号
国贸写字楼 2 座 28 层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505 1166
传真: (86-10) 6505 1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 72 层、
73 层 01A 单元、74 层 0203 单元
邮编: 518048
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

东京

中国国际金融日本株式会社
〒100-0005 東京都千代田区丸の内 3 丁目 2 番 3
号 丸の内二重橋ビル 2 1 階
Tel: (+813) 3201 6388
Fax: (+813) 3201 6389

纽约

CICC US Securities, Inc
280 Park Ave, 32F,
New York, NY 10017, USA
Tel: (+1-646) 7948 800
Fax: (+1-646) 7948 801

伦敦

China International Capital Corporation (UK)
Limited
25th Floor, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (+44-20) 7367 5718
Fax: (+44-20) 7367 5719

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

香港

中国国际金融（国际）有限公司
香港中环港景街 1 号
国际金融中心第一期 29 楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

旧金山

CICC US Securities, Inc. San Francisco Branch
Office
One Embarcadero Center, Suite 2350,
San Francisco, CA 94111, USA
Tel: (+1) 415 493 4120
Fax: (+1) 628 203 8514

新加坡

China International Capital Corporation
(Singapore) Pte. Limited
6 Battery Road, #33-01
Singapore 049909
Tel: (+65) 6572 1999
Fax: (+65) 6327 1718

法兰克福

China International Capital Corporation (Europe)
GmbH
Neue Mainzer Straße 52-58, 60311
Frankfurt a.M, Germany
Tel: (+49-69) 24437 3560