

中国聚焦 借力增长

- 中国四季度实际GDP同比增长5.4%高于市场预期，并助力达成了中国政府“5%左右”的全年经济增长目标。尽管经济活动在近几个月确有改善，但我们认为部分潜在推动因素是暂时性的，其中包括天气条件改善、在潜在关税加征前抢出口，以及今年春节早于往年。
- 从9月份开始实施的宽松政策也支持了四季度增长，但其可持续性仍然存疑。国家以旧换新补贴推动四季度家电销售同比大增33%。但持续补贴仅能支撑销售水平，而非销售增长，而且当补贴结束后，销售可能大幅下降。因此，我们预计实际GDP增速将从去年四季度的环比折年6.6%放缓至今年一季度的4.0%。
- 紧随9月份政策基调转向之后的市场上涨行情已有所消退。我们看到决策层关注点与投资者期望之间存在偏差。决策层看重实际GDP增速、汇率稳定和相对模糊（但偏鸽派）的政策指引，而投资者更看重名义GDP增速、金融环境放松，以及具体的数字和措施。
- 我们概要指出三个能够真正改变全球投资者对中国经济看法的方向。首先，在如何应对房地产市场、地方政府债务和金融风险方面出台明确而全面的计划，从而帮助降低不确定性。其次，强有力而持续的周期性宽松政策对于提振需求、缓解通缩压力和重振信心十分必要。第三，在周期性增长更趋稳健的情况下，可以实施难度较大但必要的改革，以推动经济从生产和投资转向再平衡。此类潜在改革包括适度提高最低工资和基本养老金、扩大失业保险和工伤保险的覆盖范围，以及取消对外来务工人员及其家庭的限制。

闪辉

+852-2978-6634 | hui.shan@gs.com
高盛（亚洲）有限责任公司

王立升

+852-3966-4004 | lisheng.wang@gs.com
高盛（亚洲）有限责任公司

陈鑫泉

+852-2978-2418 | xinquan.chen@gs.com
高盛（亚洲）有限责任公司

杨玉婷

+852-2978-7283 | yuting.y.yang@gs.com
高盛（亚洲）有限责任公司

宋欣佳

+852-2978-0106 | chelsea.song@gs.com
高盛（亚洲）有限责任公司

迪安竹

+852-2978-1802 | andrew.tilton@gs.com
高盛（亚洲）有限责任公司

借力增长

四季度经济活动改善，但可持续性存疑

中国经济增长已从年中低位回升，四季度官方实际GDP环比折年增长6.6%，而三季度为5.3%，二季度为3.6%。我们的中国当前活动指标(CAI)和政府税收数据均显示，2024年中国经济呈U型走势，9月份以来明显改善（图表 1）。尽管中国政府表示回升时点说明刺激政策带来了提振，但在我们看来，近几个月经济活动走强也得益于其他几个暂时性因素。

首先，7、8月份的高温多雨天气干扰了部分经济活动，每日交通拥堵数据显示夏季出行显著下滑。即便在9月份政治局会议政策突然转向之前，随着天气相关干扰消退，部分经济指标已显现出回升迹象。其次，11月份财新制造业PMI报告中的企业调查和强于预期的12月份出口数据均表明，出口商在美国潜在加征关税前提前发货。抢出口在短期内提振了生产，但将减少未来的出口和生产。第三，今年将在1月29日迎来农历春节。早于往年的春节时点促使12月份经济活动加速：由于外来务工人员为了返乡过年加快施工进度，建筑业PMI大幅上升。所有这些暂时性因素——天气条件改善、抢出口和春节效应扰动——均不可持续。

诚然，四季度实施的刺激政策确实在一定程度上提振了经济活动。例如，9月份出台的下调房贷利率、降低首付比例和取消购房限制政策提振了房地产销售，尤其是一线城市的二手房销售。以房贷为主的居民中长期贷款在四季度同比增加人民币260亿元，为2021年一季度以来的最大增幅。由国家补贴的汽车和家电以旧换新政策（中国版“旧车换现金 (cash-for-clunkers)”）带动汽车和家电销售大幅增长（图表 2）。四季度家电销售收入同比大增33%，而社会消费品零售总额同比仅增长4%；四季度乘用车销量同比增长13%。

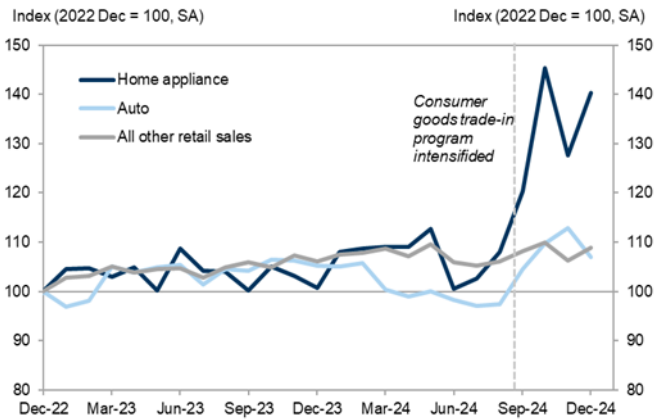
然而，截至目前实施的政策大多是提前释放未来需求，而并没有产生可持续的增长。就以旧换新政策而言，汽车和家电等耐用消费品并不会年年换新。持续的政府补贴有助于支撑销售水平，但不会提升2025年销售的环比增长。此外，国家一旦结束补贴，未来的需求前景也面临变数。就房地产政策而言，将首付比例从20%降至15%有助于释放被首付限制的购房需求。但除非首付比例再次下调5个百分点以及/或购房者对未来房价上涨的预期显著增强，否则房地产销售将难以持续走高。因此，我们预计一季度实际GDP增速将放缓至4.0%的环比折年水平。

图表 1: 2024年中国经济呈U型走势



资料来源: Haver Analytics, 高盛全球投资研究部

图表 2: 中国版“旧车换现金”政策提振了四季度增长



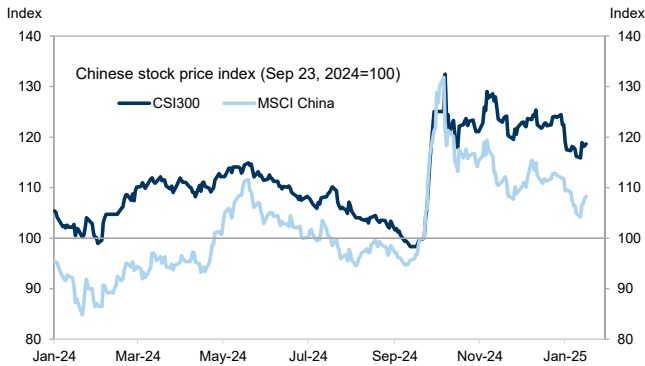
资料来源: Haver Analytics, 高盛全球投资研究部

官方表态与投资者期望之间存在偏差

9月下旬政策转向后，中国股市在一周内飙升逾20%。然而在最初的兴奋期过后，股指走低（图表 3）。我们通过与客户的交流发现，在中国决策层有关刺激政策的沟通与全球投资者希望获得的刺激方案信息之间似乎存在诸多不一致之处。

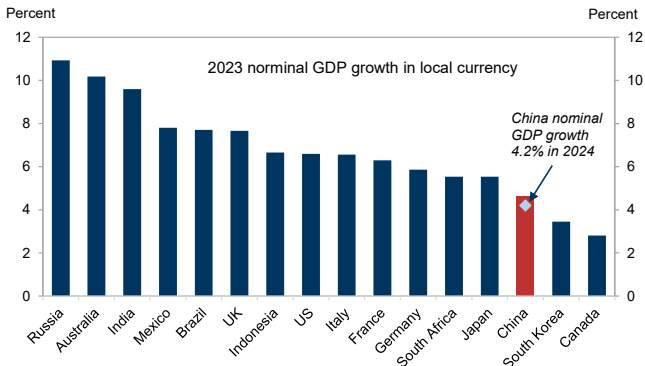
首先，中国决策层关注实际GDP增速，而全球投资者则关注名义GDP增速。今年的官方实际GDP增速目标将在3月初的“两会”上正式公布。所有迹象都表明，2025年的官方经济增长目标将与2024年一样，再次设定在“5%左右”。通过保持较高且不变的目标，中国决策层希望传递的信息是，经济增长对中国政府仍非常重要，并由此向金融市场注入信心。但投资者担心，设定较高的实际GDP增速目标，尤其是在今年关税面临较大不确定性的背景下，可能意味着决策层已作好准备推出更多的供给侧刺激、扩大生产和投资、随之产生更大的通缩压力以及日后更多的贸易摩擦。中国官方经常提及中国经济对世界经济增长的贡献率保持在30%左右，而投资者指出，中国的名义GDP增长表现落后，而名义GDP增速对于收入和利润更为重要（图表 4）。

图表 3: 股市在9月下旬的大幅上涨后有所回落



资料来源：彭博，高盛全球投资研究部

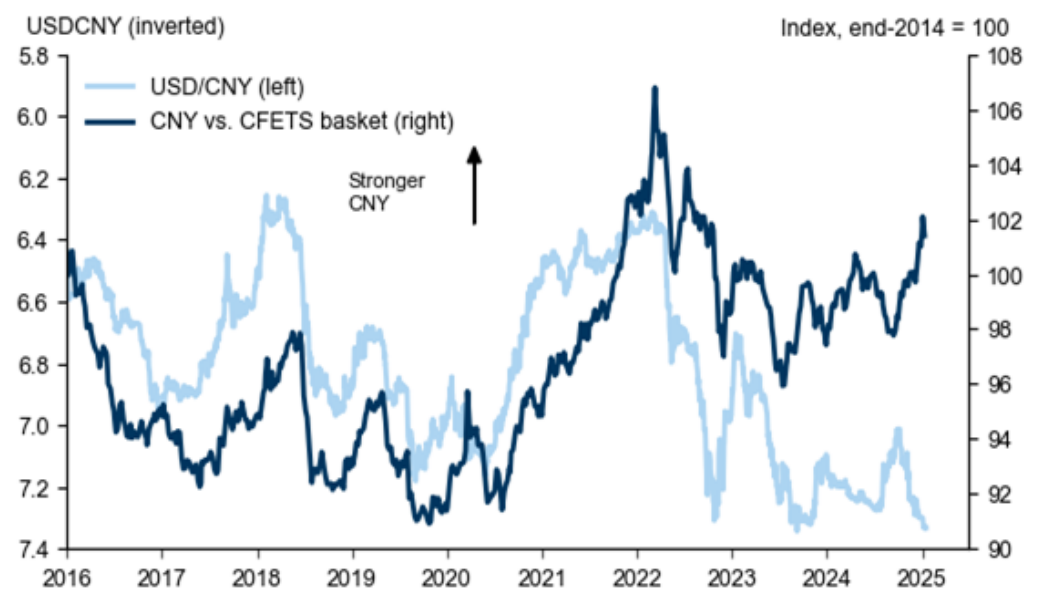
图表 4: 中国名义GDP增速落后于许多主要经济体



资料来源：Haver Analytics，高盛全球投资研究部

其次，中国决策层看重市场稳定，而全球投资者看重周期性宽松。外汇和利率市场就是很好的例证。关税风险不断上升、美国数据表现强劲以及预期美联储放缓降息节奏在近几个月推高了美元走势。因此，大多数其他货币兑美元汇率贬值。但中国人民银行更加强调保持汇率稳定。四季度货币政策委员会例会措辞变化、跨境融资宏观审慎调节参数调整、1月14日人民银行在新闻发布会上的表态及保持不变（强势）的每日美元兑人民币中间价都释放出清晰而明确的信息。坚持美元兑人民币汇率稳定推动人民币兑其他货币升值，以及人民银行推迟了降准和降低政策利率等高调的货币政策宽松措施，这实际上在我们认为需要宽松措施之际收紧了中国的金融环境（图表 5和图表 6）。同样，稳汇率的思路也使得当局保持短端流动性相对紧张，并通过口头干预来引导国债收益率走高，以防止金融杠杆上升，这些举措令部分全球投资者感到疑惑。

图表 5: 人民币兑贸易加权一篮子货币显著升值



资料来源：万得，高盛全球投资研究部

图表 6: 尽管面临较大的增长阻力，2024年中国金融环境并未大幅宽松



资料来源：CEIC, 彭博，高盛全球投资研究部

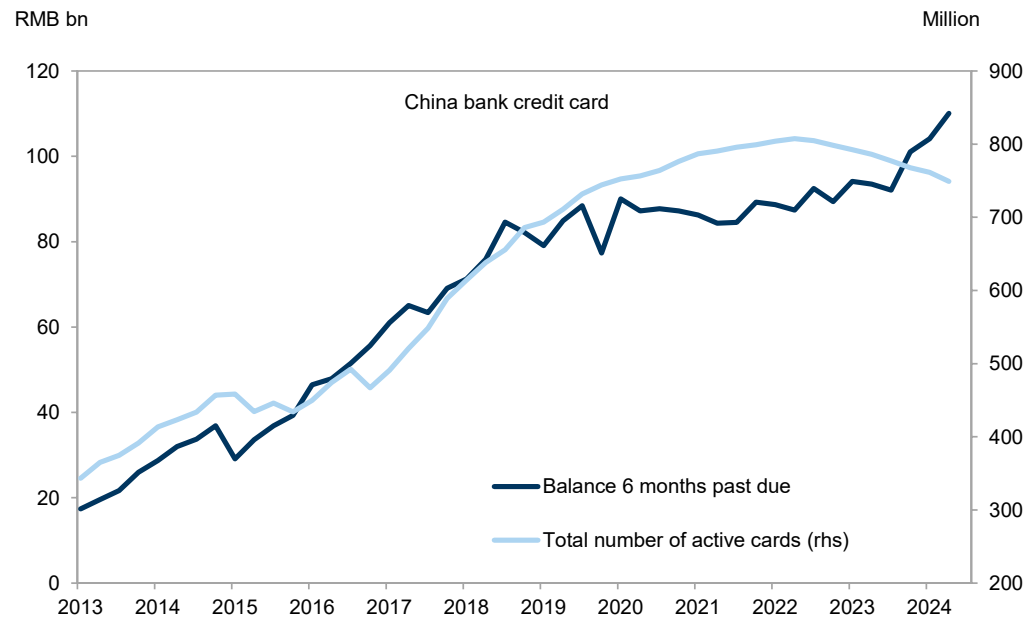
第三，中国决策层释放方向性指引及鸽派讯息，而全球投资者希望看到具体数字和详细方案。例如，财政部在近期的新闻发布会上重申2025年将提高财政赤字率和增加政府债券发行额度。一些投资者因为并未披露具体金额或详细方案而感到失望。财政部在10月12日的新闻发布会上首次正式提出补充大型银行资本金，并在1月10日的新闻发布会上再次提及，但并未透露更多细节，因而引发了对政策响应的速度和有效性的疑虑。尽管决策层可能希望通过反复强调即将在“两会”上出台刺激措施来提振市场情绪，但决策层认为市场想要获知的消息与投资者实际希望知晓的信息之间存在偏差，这带来了一定的沟通和传递障碍。

哪些举措能带来真正改变？

在我们于1月14-15日举行的2025年全球宏观论坛上，投资者对中国经济的看法不太乐观：大多数与会者认为，2025-2030年中国经济增长平均为3-4%，PPI下行趋势至少将在今年持续。我们认为，目前的政策宽松措施对于让长期投资者重拾对中国经济的信心来说仍显不足。我们将在下文概要指出三个可能真正改变投资者对中国中期前景看法的方向。

对于房地产市场、地方政府债务和金融风险而言，向市场公布明确计划能够降低不确定性。在房地产市场陷入低迷近四年后，投资者仍在面对万科的重磅消息，并且疑虑未来是否会有更多房地产开发商违约。当中国政府在11月份公布人民币10万亿元的地方政府债务置换计划时，许多投资者向我们提出的问题是“另外50万亿元将如何”，因为我们估算地方政府隐性债务总额为60万亿元。由于楼市冲击之大史上少见，金融系统中的违约事件在未来一年可能继续上升（图表7）。在我们的宏观论坛期间进行的调研中，房地产、地方政府债务和金融风险被投资者列为中国经济未来两年面临的¹最大风险，甚至高于中美关系和地缘政治风险。

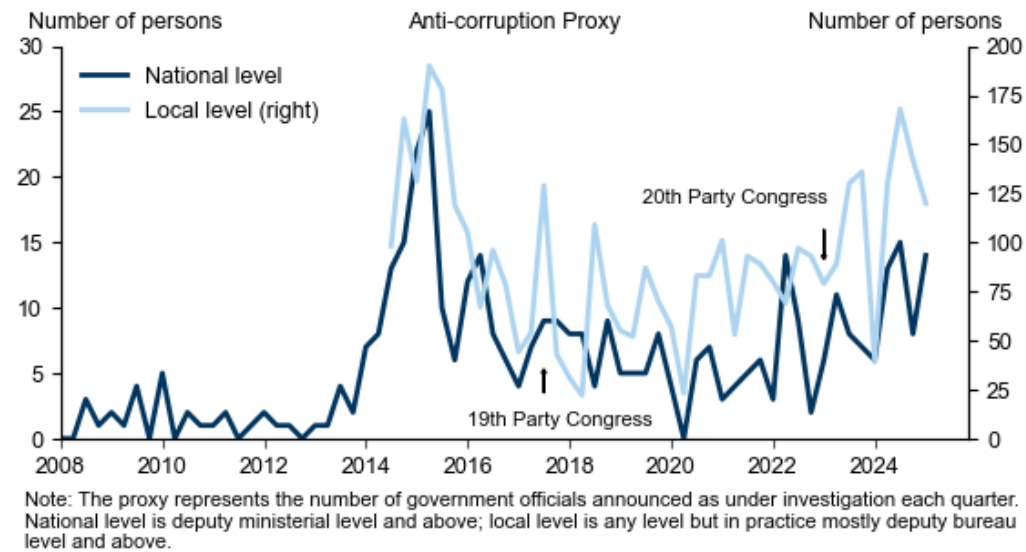
图表 7: 2024年信用卡逾期率上升



资料来源：Haver Analytics

除了降低围绕主要风险的不确定性之外，还需要大幅放松财政政策及改善政策执行来创造需求、缓解通缩压力和重振信心。市场信心自2022年以来处于低迷状态，我们认为需要强劲而持续的宽松政策才能扭转这一局面，这与过去两年的宽松方式有所不同。我们认为，今年要实现4.5%的实际GDP增长，中国的广义财政赤字率需要至少扩大1.8个百分点，而且即便上年的低基数导致同比增速在某些季度暂时超出了官方目标，政策宽松应继续实施。此外，5月份出台的房地产去库存政策的执行情况令人失望，部分原因是银行和地方政府在反腐力度加大的背景下缺乏动力（图表8）。在精简激励结构以及更好地协调经济和非经济政策以改进政策执行和投资者对中国刺激方案的信心方面，仍有较大的改进空间。

图表 8: 反腐力度加大可能阻碍经济政策执行

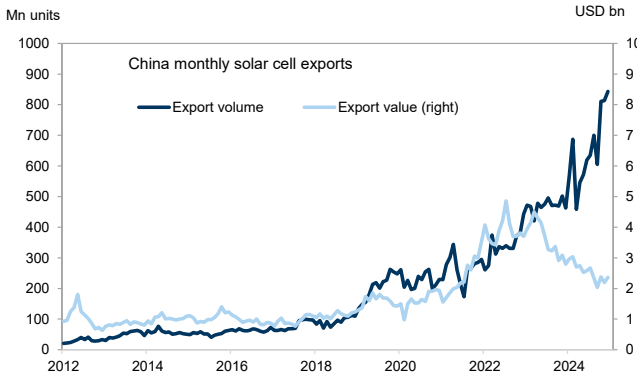


资料来源: CCDI, 高盛全球投资研究部

强劲的周期性宽松不仅能提振信心和降低通缩风险，还能为政府实施漫长而艰巨的结构性改革提供机会窗口。鉴于中国经济存在显著的不平衡，我们认为实施深思熟虑的改革宜早不宜迟，从而为可持续的长期增长播下种子。市场普遍认为，中国经济模式过于以生产和投资为主。太阳能电池就是一个极端的例子：在过去两年，中国太阳能电池的出口量几乎翻了一番，但由于价格暴跌，其出口金额几乎减半（图表 9）。制造业产能和工业生产的强劲增长不仅限于太阳能电池：从2019年12月到2024年12月，新能源汽车、发电设备、工业机器人、金属切割机和半导体的产量分别增长了1158%、153%、98%、88%和60%。

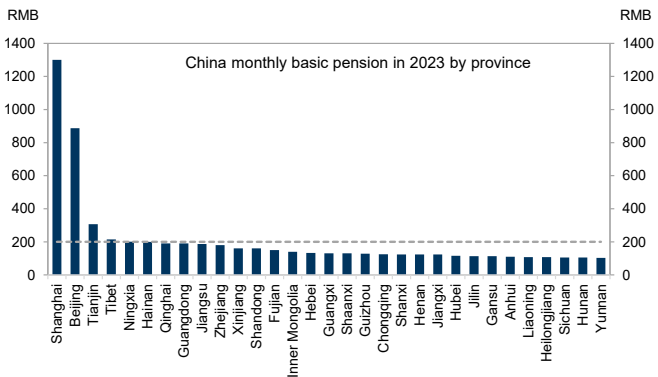
相比之下，过去五年的零售额增长不足20%。供应相对需求严重过剩带来了通缩压力：PPI已持续27个月下滑，而且未见触底迹象。为了增加消费，政策应着眼于通过加强社会保障体系来提高居民收入和降低居民储蓄率，这需要多年才能完成。2023年，大多数省份每月的基本养老金低于人民币200元（每月不足30美元）（图表 10）。我们认为，适度提高最低工资和基本养老金、扩大失业保险和工伤保险的覆盖范围，以及取消对外来务工人员及其家庭的限制等措施都有利于实现提高消费在GDP中占比的长期目标。

图表 9: 自2022年以来，中国太阳能电池的出口量几乎翻了一番，但出口金额几乎减半



资料来源: Haver Analytics

图表 10: 大多数省份每月的基本养老金低于人民币200元



资料来源: 政府网站, 高盛全球投资研究部

信息披露附录

申明

我们，闪辉、王立升、陈鑫泉、杨玉婷、宋欣佳、迪安竹，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了我们的个人看法，没有受到公司业务或客户关系因素的影响。

本报告首页所列作者为高盛全球投资研究部分析师，除非另有说明。

信息披露

法定披露

美国法定披露

任何本报告中研究企业所需的特定公司法定披露见上文：包括即将进行交易的承销商或副承销商，1%或其他股权，特定服务的补偿，客户关系种类，之前担任承销商或副承销商的公开发售，担任董事，担任股票做市及/或专家的角色。高盛担任或可能担任本报告中所涉及发行方的债券（或相关衍生品）的交易对手。

以下为额外要求的披露：股权及重大利益冲突：高盛的政策为禁止其分析师、分析师属下专业人员及其家庭成员持有分析师负责研究的任何公司的证券。分析师薪酬：分析师薪酬部分取决于高盛的盈利，其中包括投资银行的收入。分析师担任高级职员或董事：高盛的政策通常禁止其分析师、分析师属下人员及其家庭成员担任分析师负责研究的任何公司的高级职员、董事或顾问。非美国分析师：非美国分析师可能与高盛无关联，因此可以不受FINRA 2241条FINRA 2242条对于与所研究公司的交流、公开露面及持有交易证券的限制。

美国以外司法管辖区规定的额外披露

以下除了根据美国法律法规规定作出的上述信息披露之外其他司法管辖区法律所要求的披露。澳大利亚：Goldman Sachs Australia Pty Ltd及其相关机构不是澳大利亚经授权的存款机构（1959年《银行法》所定义），因此不在澳大利亚境内提供银行服务，也不经营银行业务。本研究报告或本报告的其他形式内容只可分发给根据澳大利亚公司法定义的“批发客户”，在事先获得高盛许可的情况下可以有例外。在撰写研究报告期间，Goldman Sachs Australia全球投资研究部的职员可能参与本研究报告中所讨论证券的发行公司或其他实体组织的现场调研或会议。在某些情况下，如果视具体情形Goldman Sachs Australia认为恰当或合理，此类调研或会议的成本可能部分或全部由该证券发行人承担。如本报告内容包含任何金融产品建议，则该建议仅为一般建议，且高盛提出该建议时并未考虑客户的目标、财务状况或需求。客户在就此类建议采取行动之前，应结合其自身目标、财务状况和需求来考虑该建议的适当性。高盛澳大利亚和新西兰的利益披露，以及高盛澳大利亚卖方研究独立性制度声明请参见

<https://www.goldmansachs.com/disclosures/australia-new-zealand/index.html>。巴西：与CVM Resolution n. 20相关的信息披露请参阅

<https://www.gs.com/worldwide/brazil/area/gir/index.html>。根据CVM Resolution n. 20第20条，在适用的情况下，对本研究报告内容负主要责任的巴西注册分析师为本报告开头部分标明的第一作者，除非报告末另有说明。加拿大：这些信息仅供您参考，在任何情况下都不应被理解为Goldman Sachs & Co. LLC对加拿大证券购买者进行有关任何加拿大证券交易的广告、要约或征求行为。Goldman Sachs & Co. LLC未在适用的加拿大证券法规下注册为任何加拿大司法管辖区内的交易商，通常不被允许交易加拿大证券，并且可能被禁止在加拿大某些司法管辖区内销售某些证券和产品。若您想在加拿大交易任何加拿大证券或其他产品，请联系 Goldman Sachs Canada Inc. (高盛集团的关联机构)或其他已注册的加拿大交易商。香港：可从高盛（亚洲）有限责任公司获取有关本研究报告中所研究公司的证券的额外资料。印度：可从高盛（印度）证券私人有限公司（分析师 印度证券交易委员会(SEBI) 编号 INH000001493，地址951-A, Rational House, Appasaheb Marathe Marg, Prabhadevi, Mumbai 400 025, India, 公司编号 U74140MH2006FTC160634，电话 +91 22 6616 9000，传真 +91 22 6616 9001）获取有关本研究报告中研究对象或所提及公司的额外资料。高盛可能持有本报告中研究对象或所提及公司的证券（1956年印度《证券合同(管理)法》条款2(h)之定义）的1%或更高比例。证券市场投资会受到市场风险的影响。请在投资之前仔细阅读所有相关文件。在SEBI注册并获得NISM认证并非对该中间机构表现的担保，亦不能对投资者回报做出保障。高盛（印度）证券私人有限公司投资者支持部门电邮：india-client-support@gs.com。合规负责人：Anil Rajput | 电话：+ 91 22 6616 9000 | 电邮：anil.m.rajput@gs.com。日本：见下文。韩国：除非高盛另行同意，本报告无论以何种方式取得，仅供《金融服务与资本市场法》定义的“专业投资者”使用。可从高盛（亚洲）有限责任公司获取有关本研究报告中所研究公司的额外资料。新西兰：Goldman Sachs New Zealand Limited及其关联机构并非1989年新西兰储备银行法定义的“注册银行”或“存款机构”。本研究报告以及本报告的其他形式内容只可分发给2008年财务顾问法案定义的“批发客户”，在事先获得高盛许可的情况下可以有例外。高盛澳大利亚和新西兰的利益披露请参见 <https://www.goldmansachs.com/disclosures/australia-new-zealand/index.html>。俄罗斯：在俄罗斯联邦分发的研究报告并非俄罗斯法律所定义的公告，而是不以产品推广为主要目的的信息和分析，也不属于俄罗斯法律所界定的评估行为。研究报告不构成俄罗斯法律定义的个性化投资建议，并非针对某个具体客户，在报告准备阶段也未分析客户的财务状况、投资特征或风险特征。高盛不对某个客户或任何其他人士基于本报告可能做出的任何投资决策承担责任。新加坡：高盛（新加坡）私人公司（公司编号：198602165W）（受新加坡金融管理局监管）为本研究报告承担法律责任，若有由本研究报告所引发或与本研究报告相关的任何事宜，请联系高盛（新加坡）私人公司。台湾：本信息仅供参考，未经允许不得翻印。投资者应当谨慎考虑他们自身的投资风险，投资结果由投资者自行负责。英国：在英国根据金融市场行为监管局的定义可被分类为私人客户的人士参阅本报告的同时应当参阅高盛以往对本报告研究企业的研究报告，并应当参考高盛国际已经发给这些客户的风险警告资料。该风险警告资料副本，以及本报告中采用部分金融术语的解释可向高盛国际索取。

欧盟和英国：与欧盟委员会实施条例 (EU) (2016/958)（欧盟议会和欧盟理事会条例(EU) No 596/2014的补充条款,规定了有关投资建议或其他投资策略的推荐或建议之信息的客观陈述，以及对特定利益或利益冲突进行披露的技术安排应达到的监管技术标准；英国脱离欧盟和欧洲经济区之后该实施条例被纳入英国国内法律法规）第6(2)条相关的披露信息可在<https://www.gs.com/disclosures/europeanpolicy.html>上获取，该网址介绍在处理和投资研究有关的利益冲突时应参照的欧洲政策。

日本：高盛证券株式会社是在关东财务局注册（注册号：No. 69）的金融工具交易商，同时也是日本证券业协会日本金融期货业协会、第二类金融工具公司协会、日本投资信托协会以及日本投资顾问协会的成员。股票买卖需要缴纳与客户事先约定的佣金及消费税。关于日本证券交易所、日本证券交易商协会或日本证券金融公司所要求的适用的信息披露，请参见与公司有关的法定披露部分。

全球产品；分发机构

高盛全球投资研究部在全球范围内为高盛的客户制作并分发研究产品。高盛分布在其全球各办事处的分析师提供行业和研究，以及宏观经济、货币、商品及投资组合策略的研究。本研究报告在澳大利亚由Goldman Sachs Australia Pty Ltd (ABN 21 006 797 897) 分发；在巴西由Goldman Sachs do Brasil Corretora de Títulos e Valores Mobiliários S.A. 分发；Public Communication Channel Goldman Sachs Brazil: 0800 727 5764和/或contatogoldmanbrasil@gs.com。工作日（假期除外）上午9点至下午6点。Canal de Comunicação com o Público Goldman Sachs Brasil: 0800 727 5764 e/ou contatogoldmanbrasil@gs.com。Horário de funcionamento: segunda-feira à sexta-feira (exceto feriados), das 9h às 18h; 在加拿大由Goldman Sachs & Co. LLC 分发；在香港由高盛（亚洲）有限责任公司分发；在印度由高盛（印度）证券私人有限公司分发；在日本由高盛证券株式会社分发；在韩国由高盛（亚洲）有限责任公司首尔分公司分发；在新西兰由Goldman Sachs New Zealand Limited 分发；在俄罗斯由高盛OOO 分发；在新加坡由高盛（新加坡）私人公司（公司号：198602165W）分发；在美国由高盛集团分发。高盛国际已批准本研究报告在英国分发。

高盛国际（由审慎监管局授权并接受金融市场行为监管局和审慎监管局的监管）已批准本研究报告在英国分发。

欧洲经济区：由高盛国际（由审慎监管局授权并接受金融市场行为监管局和审慎监管局的监管）向欧洲经济区内的以下司法管辖区分发研究报告：卢森堡大公国、意大利、比利时王国、丹麦王国、挪威王国、芬兰共和国和爱尔兰共和国；由GSI - Succursale de Paris（巴黎分公司）；由法国审慎监管管理局授权并接受审慎监管管理局和金融市场管理局的监管）在法国分发研究报告；由GSI - Sucursal en España（马德里分公司）；在西班牙由国家证券市场委

员会授权)在西班牙王国分发研究报告;由GSI - Sweden Bankfilial (斯德哥尔摩分公司;由瑞典金融监管局按照瑞典证券市场法 (Sw. lag (2007:528) om värdepappersmarknaden) 第4章第4节作为“第三国分公司”授权)在瑞典王国分发研究报告;Goldman Sachs Bank Europe SE是一家在德国注册成立、在单一监管机制下接受欧洲央行的直接审慎监督,在其他方面接受德国联邦金融监管局(Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin)和德国联邦银行的监督,由该机构向德意志联邦共和国和欧洲经济区内高盛国际未获授权分发研究报告的司法管辖区分发研究报告,此外,由GSBE哥本哈根分公司filial af GSBE, Tyskland (接受丹麦金融监管局的监督)在丹麦王国分发研究报告;由GSBE - Sucursal en España (马德里分公司;在有限范围内接受西班牙银行的地方监督)在西班牙王国分发研究报告;由GSBE - Succursale Italia (米兰分公司;在相关适用范围内,接受意大利银行(Banca d' Italia)和意大利金融市场监管局(Commissione Nazionale per le Società e la Borsa “Consob”)的地方监督)在意大利分发研究报告;由GSBE - Succursale de Paris (巴黎分公司;接受金融市场管理局和审慎监管管理局的监督)在法国分发研究报告;由GSBE - Sweden Bankfilial (斯德哥尔摩分公司;在一定范围内接受瑞典金融监管局(Finansinspektionen)的地方监督)在瑞典王国分发研究报告。

一般性披露

本研究报告仅供我们的客户使用。除了与高盛相关的披露,本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息,但我们不保证该信息的准确性和完整性,客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。报告中的信息、观点、估算和预测均截至报告的发表日,且可能在不事先通知的情况下进行调整。我们会适时地更新我们的研究,但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外,绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。

高盛是一家集投资银行、投资管理和证券经纪业务于一身的全球性综合服务公司。全球投资研究部所研究的大部分分公司与我们保持着投资银行业务和其它业务关系。美国证券经纪交易商高盛是SIPC(<https://www.sipc.org>)的成员。

我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的资产管理部、自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

我公司及其关联机构、高级职员、董事和雇员,除法规及高盛的制度所禁止的情况外,将不时地对本研究报告所涉及的证券或衍生工具持有多头或空头头寸,担任上述证券或衍生工具的交易对手,或买卖上述证券或衍生工具。

在高盛组织的会议上的第三方演讲嘉宾(包括高盛其它部门人员)的观点不一定反映全球投资研究部的观点,也并非高盛的正式观点。

在此提到的任何第三方,包括销售人员、交易员和其它专业人士或其家庭成员,可能持有本报告提及的且与本报告分析师所表达的观点不一致的产品头寸。

本报告重点关注整体市场、行业以及板块的投资主题,而无意区分任何我们所描述的行业或板块中具体公司的前景或表现、或对此进行分析。

本报告中与行业或板块内一只或多只股票或信贷证券相关的交易建议是对所讨论投资主题的反映,而非对该证券的孤立的交易建议。

在任何要约出售股票或征求购买股票要约的行为为非法的司法管辖区内,本报告不构成该等出售要约或征求购买要约。本报告不构成个人投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)寻求专家的意见,包括税务意见。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现,未来的回报也无法保证,投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

某些交易,包括牵涉期货、期权和其它衍生工具的交易,有很大的风险,因此并不适合所有投资者。投资者可以向高盛销售代表取得或通过<https://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp>和https://www.fiadocumentation.org/fia/regulatory-disclosures_1/fia-uniform-futures-and-options-on-futures-risk-disclosures-booklet-pdf-version-2018取得当前期权和期货的披露文件。对于包含多重期权买卖的期权策略结构产品,例如,期权差价结构产品,其交易成本可能较高。与交易相关的文件将根据要求提供。

全球投资研究部提供的不同服务层级:根据您的接收沟通信息的频率和方式的个人偏好、您的风险承受能力、投资重心和视角(例如整体市场、具体行业、长线、短线)、您与高盛的整体客户关系的规模和范围、以及法律法规限制等各种因素,高盛全球投资研究部向您提供的服务层级和类型可能与高盛提供给内部和其他外部客户的服务层级和类型有所不同。例如,某些客户可能要求在关于某个证券的研究报告发表之时收到通知,某些客户可能要求我们将内部客户网上提供的分析师基本分析背后的某些具体数据通过数据流或其它途径以电子方式发送给他们。分析师基本分析观点(如股票评级、目标价格或盈利预测大幅调整)的改变,在被纳入研究报告、并通过电子形式发表在内部客户网上或通过其它必要方式向有权接收此类研究报告的所有客户大范围发布之前,不得向任何客户透露。

所有研究报告均以电子出版物的形式刊登在我们的内部客户网上并向所有客户同步提供。并非所有研究内容都转发给我们的客户或者向第三方整合者提供,高盛也并不对由第三方整合者转发的我们研究报告承担任何责任。如需了解可向您提供的有关一个或多个证券、市场或资产类别的研究报告、模型或其它数据(包括相关服务),请联络您的高盛销售代表或登陆<https://research.gs.com>。

披露信息可以查阅<https://www.gs.com/research/hedge.html>或向研究合规部索取,地址是200 West Street, New York, NY 10282。

高盛版权所有 © 2025年

对于通过这些服务获取的信息,您仅可出于自行使用的目的进行保存、展示、分析、修改、重新排版和打印。未经高盛明确书面同意,您不得将这些信息转售或进行逆向处理从而用于计算或开发任何用于披露和/或营销的指数、或生成任何其他衍生产品或商业产品、数据或其他产品或服务。未经高盛明确书面同意,您不得以任何形式将这些信息的整体或部分向任何第三方发布、传输或复制。上述限制性要求的适用范围包括但不限于:使用、提取、下载或获取这些信息的整体或部分从而用于对机器学习或人工智能系统的训练或微调、或将这些信息的整体或部分提供或复制给任何此类系统作为提示词或输入信息。