

中国聚焦

需求形势疲软，刺激政策受限

- 内需低迷显而易见：中国7月份实体经济数据、低迷的通胀率以及疲弱的信贷增速均证实了内需不足的现状。除了少数例外情况，大部分指标都显示7月份较6月份环比下降。对于房屋建设、基建投资和钢铁产量来说，环比降幅达到了两位数。
- 房地产下滑的负面影响扩散：7月份房地产投资进一步萎缩，导致总投资下降。家具和建材等房地产相关产品的零售表现明显差于其他商品。房地产服务大幅下降，拖累整体服务业产出。高频数据显示，8月初房地产销售进一步下滑。
- 疫情及其他短期阻力：新冠感染人数上升，在动态清零政策之下，我们的中国实际防疫封锁指数可能在年内剩余时间里居高不下。此外，今夏罕见的高温及干旱已导致电力紧张，部分省份和能源密集型行业被迫减产，不过去年拉闸限电以及生产受到严重冲击的情形不太可能在今年重现。
- 尽管央行降息，但推出重大经济刺激措施的可能性不大：央行将政策利率下调10个基点令市场始料未及。我们认为此次降息并不意味着当局将开始以更激进的方式放松政策。决策层目前面临诸多掣肘因素，有些是经济考量，有些则关乎政治。目前的重心可能是在中共二十大召开之前遏制进一步下行风险并保障就业和社会的稳定。
- 下调三季度GDP预测：考虑到7月份数据弱于预期以及短期能源供应紧张，我们将三季度实际GDP季环比折年增速预测从17.5%下调至14.0%，但基于四季度能源供应紧张局面缓解的假设，我们将四季度GDP季环比折年增速预测从4.0%上调至5.0%。以上调整隐含三季度同比增长3.5%以及四季度同比增长3.3%（此前分别为4.3%和3.8%）。我们的2022年全年预测从此前的3.3%下调至3.0%，甚至进一步拉开了与市场预测的差距。

闪辉

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

魏静娴

+86(10)6627-3189 |
maggie.wei@gsg.hk
北京高华证券有限责任公司

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

迪安竹

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

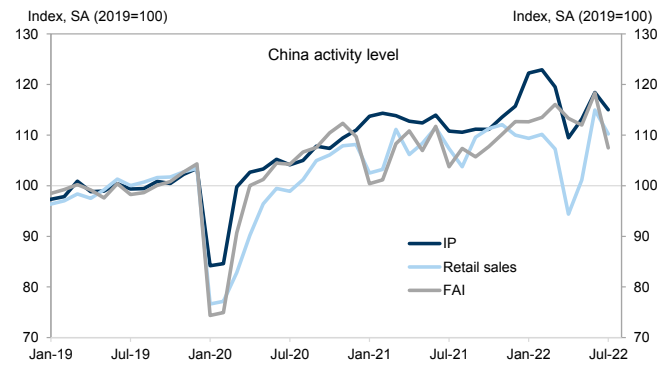
需求低迷且经济刺激面临制约

一系列数据疲软

7月份宏观数据清楚地显示出中国国内需求低迷。通胀方面，尽管猪肉价格快速上涨，但整体CPI通胀率不及市场预期，核心通胀率同比降至0.8%。信贷增速方面，社会融资总额显著低于预期，银行贷款、政府债券和公司债券均出现下降。经济活动数据方面，工业增加值、零售总额和固定资产投资环比和同比均出现下降（[图表 1](#)）。

从更广泛的指标来看，[图表 2](#)显示，除了少数例外情况，大部分主要活动指标7月份较6月份下降。例如，除了汽车（受益于地方补贴和购置税下调等政策扶持）、餐饮服务（截至6月份较2月份低12%，7月份继续复苏）以及电力生产（受今夏天气炎热推动）之外，所有其他重要指标均环比下降。对于房地产销售、竣工量和开工量以及基建投资和钢铁产量而言，环比降幅达到了两位数。

图表 1: 7月份工业增加值、零售总额和固定资产投资环比显著下降



资料来源：国家统计局，CEIC，高盛全球投资研究部

图表 2: 大部分主要活动指标环比走软

Activity indicator	Jul YoY % (annual avg 2019-22)	2019 annual growth	Jul vs. Jun mom%, non-annualized sa
Auto sales volume	10.0	-8.2	10.5
Catering sales	0.1	9.4	2.1
Electricity production	5.3	3.0	0.0
Cement production	-3.4	5.8	-0.3
Exports	14.5	0.5	-0.4
Service production index	3.9	6.9	-2.6
Industrial production (IP)	5.0	5.7	-2.9
IP - Manufacturing	5.0	5.8	-3.5
Retail sales (RS)	3.3	8.1	-4.1
Property FAI	-0.2	9.9	-4.1
Manufacturing FAI	4.4	3.1	-5.9
Online goods sales	13.8	19.5	-8.6
Fixed asset investment (FAI)	3.0	5.4	-9.7
Steel production	-0.9	10.0	-11.2
Infrastructure FAI	4.4	5.2	-12.8
Property - New starts	-21.9	8.5	-15.4
Property - Completions	-11.6	2.6	-17.9
Property - Sales volume	-10.7	-0.1	-18.6

资料来源：CEIC，高盛全球投资研究部

房地产行业造成的拖累大于预期

7月份具体数据表明，经济活动数据弱于预期可能主要因为房地产的下滑程度超过预期。[图表 3](#)显示，尽管7月份基数效应更加有利，但房地产固定资产投资同比下降12.3%，导致投资总额下降。大型企业的零售额数据显示，家具和建材销售额分别同比下降6.3%和7.8%，表现不及其他商品。国家统计局官员在数据公布后的新闻发布会上表示，7月份房地产业的服务生产指数同比下降10.8%，拖累整体服务业产出。钢铁价格和产量双双下降也表明房地产建设需求疲软：7月份房地产开工量和竣工量分别同比下降45%和36%。

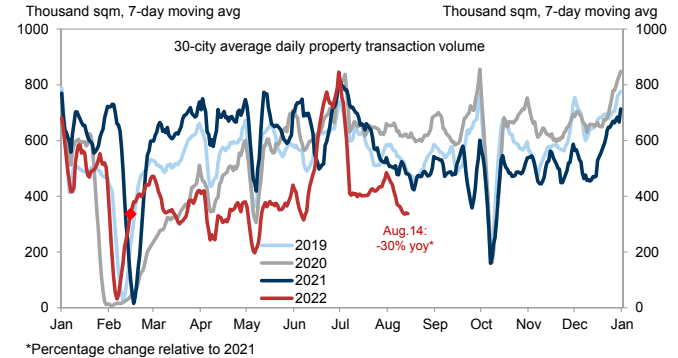
尽管目前房地产调控正在放松，包括取消限购、降低房贷利率和首付要求以及动用地方房地产纾困基金为预售项目保竣工保交房，但8月初房地产销售再次下滑（[图表 4](#)）。我们房地产团队跟踪的断供报道数量已停止增加。但潜在购房者的信心或许已经受损。民营开发商的销售去化率仍显著低于国有开发商，导致民营开发商的流动性状况进一步恶化。虽然有关监管机构可能为部分民营房企提供债券担保的**最新报道**推动房地产股上涨，但房地产活动不可能在8月份显著改善。

图表 3: 7月份房地产固定资产投资同比下降12.3%



资料来源: CEIC, 高盛全球投资研究部

图表 4: 8月份房地产销售继续下滑

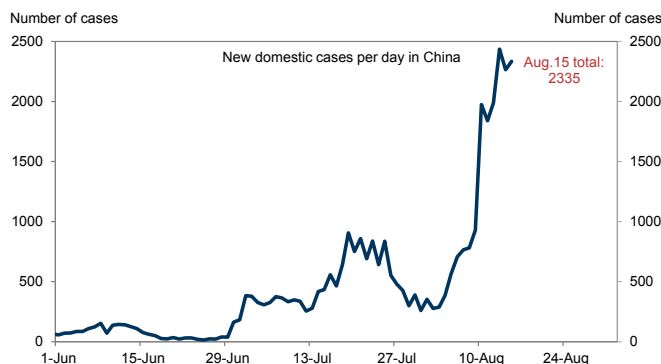


资料来源: 万得, 高盛全球投资研究部

疫情及其他增长阻力

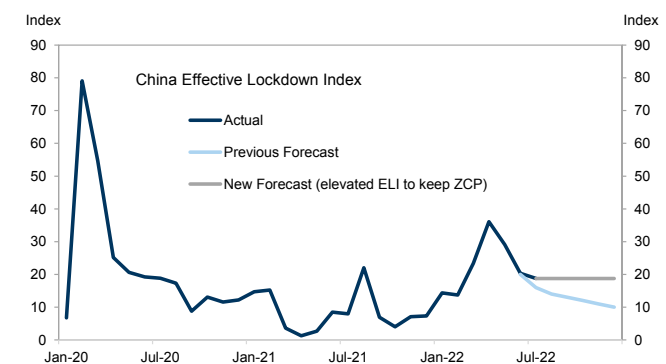
近期疫情反弹是中国短期内复苏道路上遇到的又一障碍。过去几天内日增感染人数超过2000人, 远高于6月份/7月份日均新增100人/500人的水平(图表5)。我们基于政策和出行措施衡量疫情限制的专属指标——中国实际防疫封锁指数(ELI)继5-6月大幅下降之后在最近几周走平。高层先是在7月份召开的政治局会议上, 而后在8月16日的《求是》杂志文章中要求在统筹疫情防控与经济发展时算政治账, 我们认为这意味着当局不可能很快主动放弃动态清零政策。考虑到目前新冠毒株的传播性较强, 在中国坚持动态清零的前提下, 实际防疫封锁指数可能将居高不下(图表6)。

图表 5: 中国单日新增新冠感染人数再次增加



资料来源: NHC, CEIC

图表 6: 在动态清零政策下, 中国实际防疫封锁指数在2022年剩余时间里可能会保持于高位



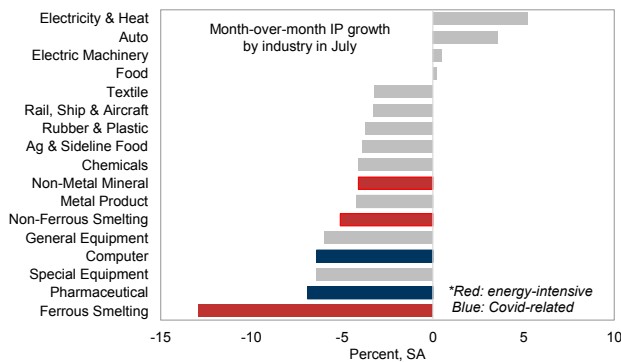
资料来源: 高盛全球投资研究部, University of Oxford (covidtracker.bsg.ox.ac.uk), 万得

除了房地产和疫情之外, 还有其他三个短期阻力也值得探讨。第一, 能源供应紧张已开始影响工业生产。中国气象局表示, 今年7月是1961年有天气记录以来同期第二炎热和干旱的月份, 预计8月份平均气温仍将高于正常水平。7月份国家统计局制造业采购经理人指数显示, 能源密集型行业已经因为电力短缺而减产。图表7显示, 能源密集度最高的行业(黑色金属冶炼、有色金属冶炼以及非金属矿产)7月份工业增加值环比增速较低。最近, 四川省(占全国GDP的4.7%)宣布工业生产暂停6天, 保证居民用电。虽然我们预计, 在煤炭供应依然充足的情况下今年不会重现去年那种拉闸限电和生产严重中断的情形, 但能源制约可能会导致8月份的复苏步伐达不到我们此前的预期。

第二，7月份工业增加值数据显示，制药（疫苗生产）和电脑（满足居家办公需求）等疫情相关行业的减速程度大于其他行业（图表7）。鉴于中国接种率放缓以及海外国家重新开放，未来几个月这些疫情相关行业的增长可能依然疲软。

第三，由于经济面临多重阻力而且未来不确定性显著，民间投资需求低迷。例如，根据长江商学院发布的企业经营状况指数，受调查企业中有投资需求的企业占比自4月份疫情封控以来持续低迷，说明下半年信贷需求和制造业投资不容乐观（图表8）。

图表 7: 能源密集型和疫情相关行业的生产放缓



资料来源：国家统计局, CEIC, 高盛全球投资研究部

图表 8: 受调查企业的投资需求依然低迷



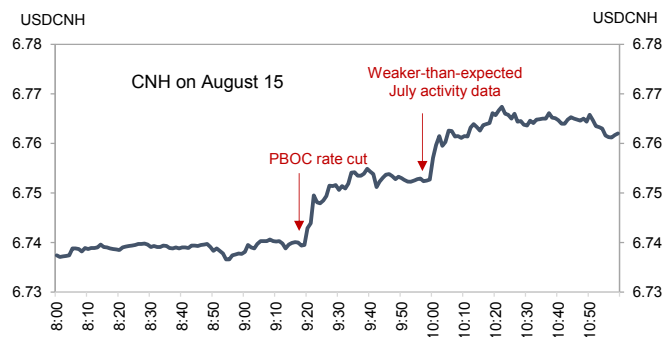
资料来源：Haver Analytics

从风险控制角度看央行降息

8月15日的央行降息也令市场深感意外：7天期公开市场操作利率从2.1%降至2.0%，1年期中期借贷便利操作利率从2.85%降至2.75%。降息后人民币汇率应声走低（图表9）。此举出乎市场预期，尤其是在央行眼二季度GDP因上海封城而环比折年下降10.0%也按兵不动、并在几天前的二季度货币政策报告表达更加担忧通胀风险的情况下。

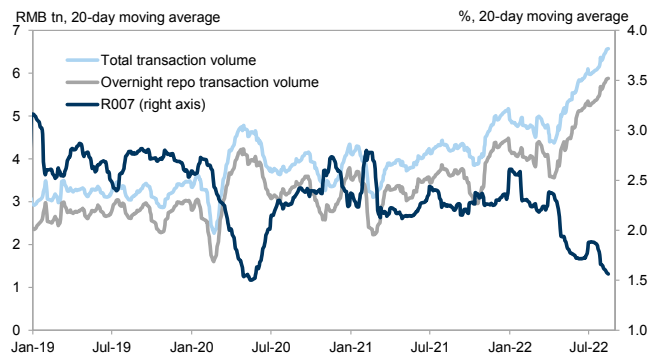
事后来看，此举可能与债券市场杠杆率在银行间利率极低之际走高有关。正如我们近期所讨论的，央行借助低调的宽松措施，如保持流动性充足以及允许银行间利率大幅低于政策利率来支持国内经济，避免在外部利率上升的情况下出现资本外流和汇率波动。然而，流动性充足的代价之一是债券市场杠杆上升以及金融风险。图表10显示，作为债券市场杠杆的替代指标，过去几个月，隔夜回购规模在银行间利率大幅下降的情况下急速拉升。由于7月份信贷和经济活动数据远不及预期，显然有必要采取进一步宽松措施。鉴于充足的流动性鼓励冒险但未必能够有效刺激信贷增长，因此央行可能决定转而选择降息，特别是抓住8月份美联储暂停加息的窗口期。央行在降息的同时决定减少中期借贷便利续做规模、以回笼流动性的做法可从风险控制的角度进行解读。

图表 9: 由于中国降息且经济数据表现不及预期, 人民币兑美元贬值



资料来源: 彭博

图表 10: 随着银行间利率下降, 债券市场杠杆大幅上升



资料来源: Wind, 高盛全球投资研究部

推出重大经济刺激措施可能面临制约

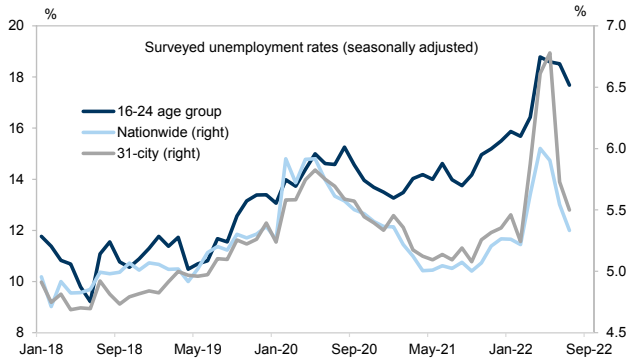
在今年经济大幅放缓的情况下, 中国政府为何没有更加积极地采取宽松措施? 这是近日来客户最多问及的一个问题。毕竟, 美联储自3月以来已为遏制通胀加息225个基点, 而在面对几十年最严重的房地产行业滑坡时, 中国央行年初至今只将政策利率下调了20个基点。我们认为, 这可能是由于决策层面临诸多掣肘因素, 有些是经济考量, 有些则关乎政治。

首先, 始于一年前的房地产下滑最初源于降低开发商杠杆以及实现“房住不炒”长期目标的政策选择。即使今年房地产急剧下滑, 银行、监管机构和地方政府仍需坚持这一大政策目标, 大范围救市看起来不具可能性。实际上, 曾力推“三条红线”政策的前住建部部长王蒙徽3月份已提升成为湖北省委书记。

其次, 鉴于人群缺乏天然免疫屏障以及老年人口接种率仍较低, 中国短期内难以很快取消动态清零政策。即使各大城市开展常态化核酸检测并且疫情防控指南得到完善, 地方上难免还将时而封控。在此背景下, 货币和财政政策等传统宽松措施的成效可能会减弱。例如, 信贷供应依然充足, 票据融资增速快于中长期贷款增速即反映出这一点, 但信贷增速因信贷需求低迷而不及预期。

第三, 由于中共二十大召开之前的避险心态, 央行在一定程度上受到了大宗商品价格上涨和国外加息周期的制约。央行在8月份联邦公开市场委员会(FOMC)休会且美联储暂停加息的这个时间窗口宣布下调政策利率, 说明央行可能慎重考虑了此一因素。财政方面, 政府已提前下达今年的地方政府专项债券发行额度以及明年的部分预算资金。但进一步提前下达可能会面临阻力, 因为在其他条件不变的情况下, 这将意味着明年财政脉冲将非常负面。

图表 11: 7月份调查失业率下降



资料来源: Haver Analytics

图表 12: 我们下调了三季度实际GDP增速预测

		New YoY%	Previous YoY%	New QoQ%, SAAR	Previous QoQ%, SAAR
2020		2.2	2.2		
2021		8.1	8.1		
2022		3.0	3.3		
2023		5.3	5.5		
2019	Q4	5.8	5.8	4.9	4.9
2020	Q1	-6.9	-6.9	-35.3	-35.3
	Q2	3.1	3.1	55.1	55.1
	Q3	4.8	4.8	14.3	14.3
	Q4	6.4	6.4	10.4	10.4
2021	Q1	18.3	18.3	2.4	2.4
	Q2	7.9	7.9	6.1	6.1
	Q3	4.9	4.9	1.6	1.6
	Q4	4.0	4.0	5.7	5.7
2022	Q1	4.8	4.8	5.7	5.7
	Q2	0.4	0.4	-10.0	-10.0
	Q3	3.5	4.3	14.0	17.5
	Q4	3.3	3.8	5.0	4.0
2023	Q1	3.0	3.5	4.5	4.5
	Q2	7.4	8.0	6.5	6.5
	Q3	5.4	5.1	5.5	5.5
	Q4	5.2	5.2	4.5	4.5

资料来源: 高盛全球投资研究部

下调三季度及全年GDP增速预测

这些制约因素均表明政府的策略目标是将问题“应付过去”，不管是面临重大疫情、系统性金融风险还是能源短缺，政府将被动采取宽松政策阻止进一步下行风险，而不会主动放松政策来刺激经济增长。高层在7月份政治局会议上对今年的增速目标淡化处理，而且近期的政策沟通也倾向于强调稳就业和稳物价，并非稳增长。据我们统计，大约三分之一的省份也对增速目标淡而化之。在7月份数据中，城镇失业率持续改善，但青年人失业率仍保持在不理想的高位（图表 11）。

考虑到7月份数据弱于预期以及疫情反弹和能源供应紧张等不利因素，我们将三季度实际GDP环比折年增速预测从17.5%下调至14.0%，但基于四季度能源供应紧张局面缓解的假设，我们将四季度环比折年增速预测从4.0%上调至5.0%（图表 12）。以上调整令我们的2022年全年GDP增速预测从此前的3.3%下调至3.0%，2023年全年GDP增速预测从此前的5.5%下调至5.3%，尽管目前来看明年的增长前景仍充满变数、并主要取决于未来几个季度房地产业及防疫政策的走向。

信息披露附录

申明

我们，闪辉、魏静娴、王立升、陈鑫泉、杨玉婷、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行人，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

以下为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方式内容只可分发予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见

<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 INH00001493, 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。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）有限责任公司首尔分公司获取有关本研究报告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广告，而是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辞汇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依据《金融工具与交易法》、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和日本金融期货业协会的成员。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。

自英国脱离欧盟和欧洲经济区生效之日（“英国脱欧日”）起，分发机构将包括：

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、塞浦路斯共和国和爱尔兰共和国；由GS - Succursale de Paris（巴黎分公司）；自英国脱欧日起，该机构将由法国审慎监管局授权并接受审慎监管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的信贷机构, 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。高盛全球投资研究部所研究的大部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的成员(<https://www.sipc.org>)。

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提议或表达的意见不一致的投资决策。

我们以及我们的关联机构、高级职员、董事和雇员, 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, 除非监管机构或高盛政策禁止如此。

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应, 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: 根据您对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面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。分析师基本面研究观点(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 © 2022年

未经高盛集团公司事先书面同意, 本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或(ii)再次分发。