本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

中国聚焦

阻力最小之路 (摘要)

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

- 生产与消费之间的差距扩大。8月份工业增加值同比增速提高至5.2%，而社会消费品零售额增速下滑至0.4%。因为统计口径方面的问题，实际供需差距可能比官方数据所示水平还要大。由于决策层专注于机器人和半导体等高增长子行业，在劳动力市场未见急剧恶化的情况下，似乎没有全面宽松的紧迫性，生产与消费之间的分化可能进一步扩大。
- 从“房地产拖累经济”到“经济拖累房地产”。通过观察全球大规模房地产泡沫破裂的历史数据，我们看到中国现已接近实际房价下跌30%以及时间跨度为六年的典型表现。但劳动力市场疲弱以及房租持续走低可能延长中国许多地区的楼市低迷期。在一线城市和高档住宅市场之外，房价进一步走弱可能是阻力最小的路径。
- 结构性调整对就业的不利影响甚于对GDP的影响。随着经济从信贷密集型的房地产和基建转向AI和高科技制造业，信贷增速已大幅放缓。虽然这种模式可以维持出口和总产出，但劳动密集度较低。由于中国致力于促进技术创新和制造业竞争力，就业、家庭收入和消费可能持续受到拖累。
- 增速目标面临两难。我们预计，在政府债券发行提速和基建投资增长的支持下，未来几个月的环比增速有望加快。尽管如此，三季度和四季度的实际GDP同比增速可能仍为4.4%，全年增速为4.5%，处在政府4.5-5.0%目标区间的低端。虽然年度增速目标有助于协调资源并支持“到2035年收入翻一番”的长期目标，但它们也使得政府在增长放缓之时依赖投资，推迟了经济再平衡。最小阻力路径可能是人民币逐步升值和取消更多出口退税，以管理巨额贸易顺差和日益加剧的贸易摩擦，同时逐步下调年度增速目标，举例来说，可能从2026年的“4.5-5.0%”下调至2027年的“4.5%左右”。

*全文翻译随后提供

投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。 有关分析师的申明和其他重要信息，见信息披露附录，或参阅 www.gs.com/research/hedge.html。

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

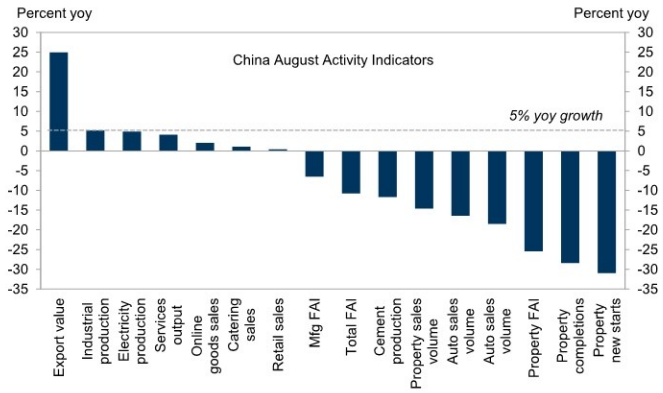
Path of Least Resistance

The Gap Keeps Growing

China’s August activity data showed a widening divergence between supply and demand, and between manufacturing output and household consumption. Industrial production growth accelerated from 4.5% yoy in July to 5.2% in August, while retail sales growth slowed from 0.6% yoy to 0.4%. Among major activity indicators, only export value and industrial production growth exceeded 5.0% yoy in August. By contrast, many domestic demand gauges continued to post large year-over-year declines (图表 1).

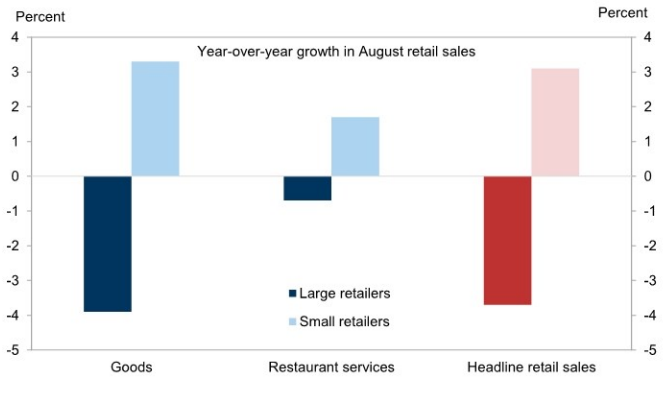
For exports, we can cross-check the data against trading partners’ reported imports from China. Such “mirror data” support strong Chinese export growth. For domestic demand, however, there are statistical reasons why official data may understate the true weakness. For example, in retail sales, large retailers above the designated size are surveyed comprehensively, whereas small retailers are sampled and estimated because of their large numbers and the difficulty of surveying every small retailer each month (see our latest edition of “Understanding China’s Economic Statistics” for more details). As a result, officially reported sales growth at small retailers tends to be smoother than that at large retailers and to hold up better during economic downturns. In August, sales at large retailers declined by almost 4% yoy, while sales at small retailers increased 3% yoy (图表 2). This implies an even greater divergence between strong exports and weak domestic demand than official data indicate.

图表 1: Only export value and industrial production grew more than 5% yoy in August



资料来源：CEIC, 高盛全球投资研究部

图表 2: Official data show small retailers significantly outperformed large retailers in August



资料来源：CEIC, 高盛全球投资研究部

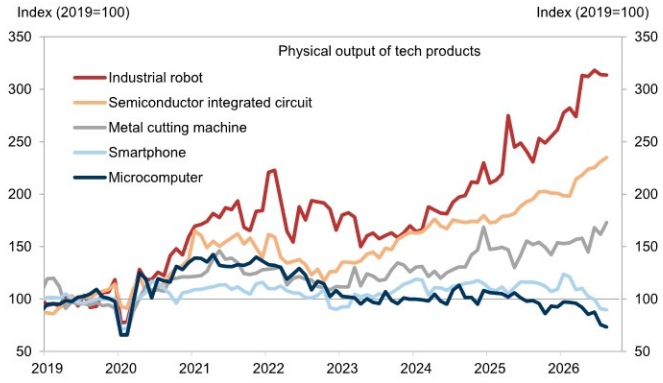
The remarkable divergence in the Chinese economy extends beyond exports versus domestic demand. Within tech-related manufacturing, for example, industrial robot and semiconductor output climbed 34.6% yoy and 20.6% yoy respectively in August, while microcomputer and smartphone output dropped 25.6% yoy and 22.3% yoy respectively (图表 3). Similarly, within retail sales, communication equipment sales increased 27.3% yoy in August, while auto sales fell 18.5% yoy (图表 4). These extreme divergences, driven in part by the ongoing AI capex boom and policies such

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

as the consumer goods trade-in program, make it difficult to characterize the overall strength of the Chinese economy.

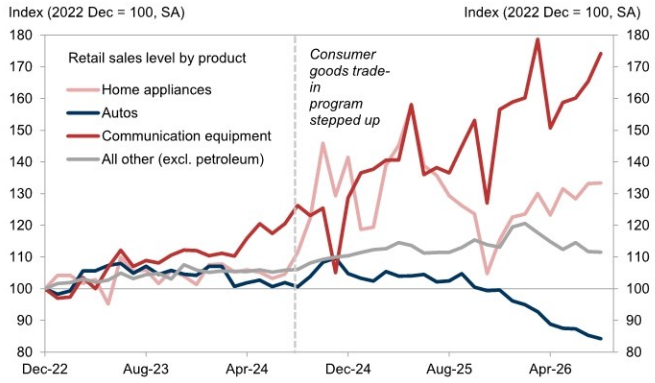
Because there are always high-flying subsectors for the government to point to, policymakers do not appear to feel much urgency to introduce additional easing measures, absent a sharp deterioration in the labor market. At the September 15 press conference, NBS officials highlighted industrial robots and semiconductors—but not smartphones or microcomputers—when discussing industrial production, and communication equipment—but not autos—when discussing retail sales. With top leadership continuing to emphasize advanced manufacturing, the path of least resistance may be a further widening of the gap between strong exports and weak domestic demand, and between strong industrial output and weak household consumption.

图表 3: Significant divergence in physical output of tech products



资料来源：CEIC, 高盛全球投资研究部

图表 4: Significant divergence in retail sales of different products



资料来源：CEIC, 高盛全球投资研究部

Property Markets: Where to Go Now?

Significant divergence also applies to property prices. Based on the NBS 70-city property price indices, new home prices in Tier-1 cities (Beijing, Shanghai, Guangzhou, and Shenzhen) rose 2% from January to August this year, while home prices in Tier-2 and Tier-3 cities continued to decline (图表 5).[1] Our previous research shows that typical large-scale housing busts last six years, with real house prices falling around 30% from peak to trough. By this standard, China’s property market should be nearing a bottom as we head into 2027, six years after the 2021 housing peak, with real house prices having declined by more than 30%, according to our tracking.

However, we think China’s property market may not follow this typical experience over the next few years. Take the US as an illustrative case of housing market bottoming in 5-6 years: although inflation fell in the first few years after house prices peaked, it largely moved higher in subsequent years (图表 6). The broader US economy was recovering, with the unemployment rate falling, wage inflation

[1] The NBS 70-city property price indices show less volatility than other house price indices in China, but the relative ranking across cities contains useful information. See China Data Insights: Understanding differences in China’s home price measures, July 9, 2023 for more details.

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

normalizing, and rent inflation recovering. By contrast, five years after Chinese property prices peaked, China’s labor market remains very weak, if not weakening, and rent inflation remained negative (-0.6% yoy) as of August 2026. If property has dragged down the overall economy over the past five years, we are now seeing more signs that the broader economy - especially employment, wage growth, and rent inflation - is increasingly weighing on the property market recovery.

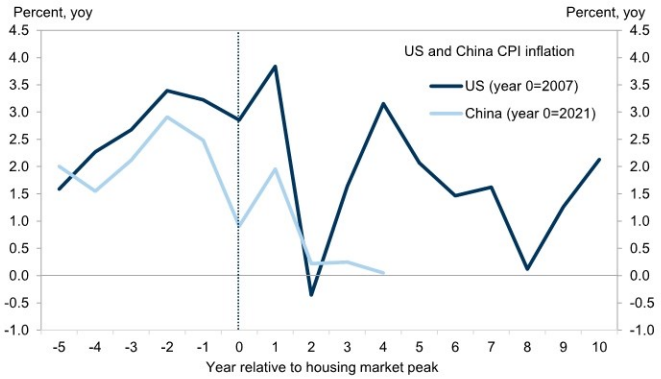
Policymakers do not appear eager to unleash significant easing to boost housing demand. In fact, the recent policy announcement to curb developer financing would likely slow land sales and local government revenue before reducing housing supply, making it a net negative for the housing market in the near term, in our view. Therefore, the path of least resistance may be continued house price declines outside a few top-tier cities and selected segments, such as new luxury homes in highly desirable locations.

图表 5: House prices have diverged across city tiers this year



资料来源：Haver Analytics, 高盛全球投资研究部

图表 6: China’s CPI inflation has been much lower than the US during the housing downturn



资料来源：Haver Analytics, 高盛全球投资研究部

Implications of China’s Economic Transformation

China’s bank loan growth has slowed dramatically over the past three years, from above 10% yoy in 2023 to just 5% yoy in August 2026 (图表 7). Even after factoring in increased government bond issuance to swap out bank lending to local government financing vehicles (LGFVs), total social financing (TSF) growth also declined, from close to 10% yoy in 2023 to 7.2% yoy in August 2026. PBOC Governor Pan Gongsheng recently argued that the credit slowdown is a natural outcome of China’s structural transformation: as credit-intensive sectors such as property and infrastructure, which rely heavily on bank loans, give way to sectors such as AI and high-tech manufacturing, which are less credit-intensive and rely more on equity and corporate bond markets for financing, bank loan growth will inevitably decelerate without a material slowdown in GDP growth.

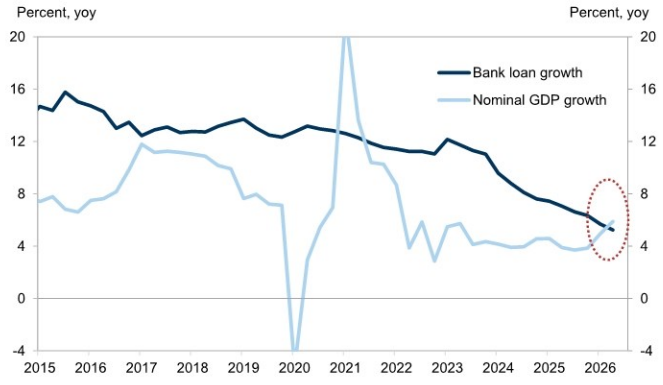
This argument has merit. But by the same mix-shift logic, China’s structural transformation is negative for the labor market. For every unit of value-added created in the economy, labor intensity is more than 20% higher in services and more than 100% higher in construction than in manufacturing (图表 8). As policymakers press ahead with this economic transformation, industrial production

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

and exports are likely to continue benefiting from technological advancements and AI-enabled manufacturing, supporting headline GDP. However, employment, wage income, and household consumption are likely to remain sluggish as the economy shifts further toward less labor-intensive sectors.

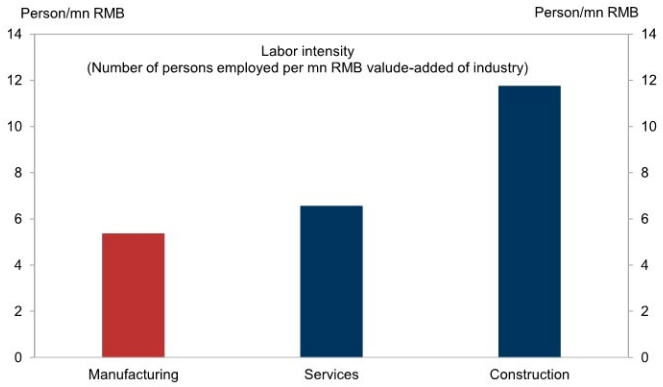
Reversing this trend requires significant and systematic efforts to reform the social safety net, improve income distribution, and raise labor's share of GDP. These are multi-year or even multi-decade projects, and we have seen few signs that this process is moving quickly. In the meantime, China's structural transformation implies continued strength in exports and persistent weakness in domestic demand. To manage already very large current account surpluses and rising tensions with trading partners, the path of least resistance is for policymakers to choose easier options—such as gradual RMB appreciation and removal of VAT export rebates for more products—than harder options such as fundamental reforms.[2]

图表 7: Bank loan growth has fallen below nominal GDP growth



资料来源：Haver Analytics, 高盛全球投资研究部

图表 8: Manufacturing is less labor-intensive than services and construction



资料来源：国家统计局, 高盛全球投资研究部

Growth Target Dilemma

In recent weeks, government bond issuance has accelerated somewhat, and policymakers have signaled plans to step up infrastructure investment, especially on the "Six Networks" projects.[3] The State Council held meetings on building grid and logistics networks on July 31, communication networks on August 21, underground networks on August 31, and computing networks on September 11. But even after penciling in a pickup in sequential growth in the coming months on accelerated investment, our forecasts for Q3 and Q4 real GDP growth are both 4.4% yoy, below the government's full-year target range of 4.5-5.0% (图表 9). Our forecast for 2026 full-year real GDP growth is 4.5%, exactly at the lower bound of the target range. Two years after the September 2024 policy pivot, when policymakers meaningfully loosened monetary, fiscal, property, and equity market policies to boost confidence

[2] Over the past year, policymakers have started to remove VAT export rebates for select products, including solar panels and batteries.

[3] "Six Networks" projects include water networks, new power grids, computing power networks, next-generation communication networks, unban underground pipeline networks, and logistics networks.

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

and halt the continued decline in GDP growth, meeting the growth target is becoming a challenge again.

Herein lies the dilemma in setting annual growth targets. China’s economic planning system centers on the GDP growth target, which helps coordinate resources across ministries and different levels of government. Shifting to other targets, such as inflation or employment, would face various implementation challenges. At the same time, pressure to reach the growth target each year often leads to accelerated infrastructure investment, which is under policymakers’ control and can translate into GDP quickly. These dynamics make rebalancing away from an investment-driven economy difficult, but a fundamental shift to a much lower annual growth target would put the long-term goal of “doubling income by 2035” at risk, as this goal requires a 4.17% annual growth rate from 2025 to 2035.

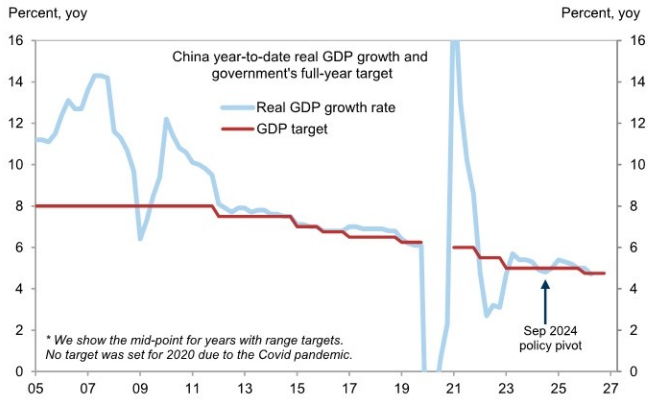
A decisive move to rebalance the domestic economy may involve either expanding fiscal spending substantially to boost consumption or drastically shifting fiscal spending from investment to consumption. Policymakers are reluctant to do the former because of debt sustainability concerns, given that China’s augmented fiscal deficit has run in double digits as a share of GDP every year since 2015. They are also reluctant to do the latter because of growth target concerns, as the GDP impact of reducing investment would be immediate, whereas the benefits of strengthening the social safety net would come much later. The path of least resistance may be to gradually lower the annual growth target, for example from 4.5-5.0% in 2026 to around 4.5% in 2027. More signals on next year’s growth target should emerge as the December Politburo meeting and Central Economic Work Conference approach later this year.

图表 9: We expect sequential growth to edge up in Q3 and Q4 on faster government bond issuance and increased investment



资料来源：Haver Analytics, 高盛全球投资研究部

图表 10: Risk of GDP growth not reaching this year’s target has increased



资料来源：Haver Analytics, 高盛全球投资研究部

Hui Shan

The China Economics Team

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

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

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

人在草木间

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

信息披露附录

申明

本人，闪辉，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人的看法，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。

贡献作者: 闪辉 Goldman Sachs (Asia) L.L.C.。

本报告披露的“贡献作者”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行，担任董事，担任注册做市商。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、公开露面及交易分析师所研究证券的限制。

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形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10th Floor, Ascent-Worli, Sudam Kalu Ahire Marg, Worli, 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。 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）证券私人有限公司合规负责人和投资者支持部门联系方式、年度合规审计报告副本以及其他相关信息和披露请点击此链接 https://www.goldmansachs.com/worldwide/india/research-analyst。 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法规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。该风险警告资料复本，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公司的研究，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: 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，由该机构向欧洲经济区内分发研究报告。

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

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。我们的资产管理部门、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任何证券、衍生工具、或其他金融工具（包括本研究报告提及公司所发行的任何金融工具）持有多头或空头头寸、担任交易对手、担任做市商或流动性提供方、以及进行买卖。

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，而并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.goldmansachs.com/disclosures/cftc_fcm_disclosures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 © 2026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。