

全球经济分析师

2024 年宏观展望：困难的部分已经结束

- n 2023 年全球经济的表现甚至超出了我们的乐观预期。全球 GDP 增长有望比一年前的普遍预测高出 1 个百分点，美国高出 2 个百分点，而各经济体的核心通胀率将从 2022 年的 6% 连续下降至 3% 疫情过后价格飙升。
- n 明年将会出现更多的通货紧缩。尽管产品和劳动力市场的正常化目前已取得很大进展，但其全面通货紧缩效应仍在发挥作用，到 2024 年底，核心通胀率应回落至 2-2.5%。
- n 我们仍然认为经济衰退风险有限，并重申美国经济衰退的可能性为 15%。我们预计 2024 年全球经济增长将面临多项利好因素，包括强劲的实际家庭收入增长、货币和财政紧缩的拖累较小、制造业活动复苏，以及央行在经济增长放缓时提供保险性降息的意愿增强。
- n 大多数主要发达市场央行可能会完成加息，但根据我们对全球经济强劲的基线预测，降息可能要到 2024 年下半年才会到来。当利率最终稳定下来时，我们预计央行会将政策利率维持在当前长期可持续水平之上。
- n 假设通胀仍有望超过 2% 的目标，日本央行可能会在春季开始退出收益率曲线控制，然后在 2024 年下半年正式退出并加息。中国的近期增长应受益于进一步的政策刺激，但中国多年的放缓可能会持续。
- n 由于风险溢价压缩以及市场定价对于我们的中心案例来说相当合理，市场前景变得复杂。根据我们的基准预测，我们预计 2024 年利率、信贷、股票和大宗商品的回报将超过现金。每一种都提供针对不同尾部风险的保护，因此平衡的资产组合应该取代 2023 年的现金重点，并让久期在投资组合中发挥更大的作用。
- n 向高利率环境的过渡是坎坷的，但投资者现在面临着固定收益资产远期回报更好的前景。最大的问题是回到全球金融危机前的利率背景是否达到均衡。与其他地方相比，美国的答案更有可能是肯定的，尤其是在主权压力可能重新出现的欧洲。如果美国经济增长没有明显的挑战者，美元可能会保持强势。

简·哈齐乌斯
+ 1(212)902-0394 | jan.hatzius@gs.com 高盛有限责任公司

多米尼克·威尔逊
+ 1(212)902-5924 | dominic.wilson@gs.com 高盛有限责任公司

约瑟夫·布里格斯
+ 1(212)902-2163 | joseph.briggs@gs.com 高盛有限责任公司

张薇琪
+ 1(212)902-6915 | vickie.chang@gs.com 高盛有限责任公司

德韦什·科德纳尼
+ 1(917)343-9216 | devesh.kodnani@gs.com 高盛有限责任公司

乔瓦尼·皮尔多梅尼科
+ 44(20)7051-6807 | giovanni.pierdomenico@gs.com 高盛国际

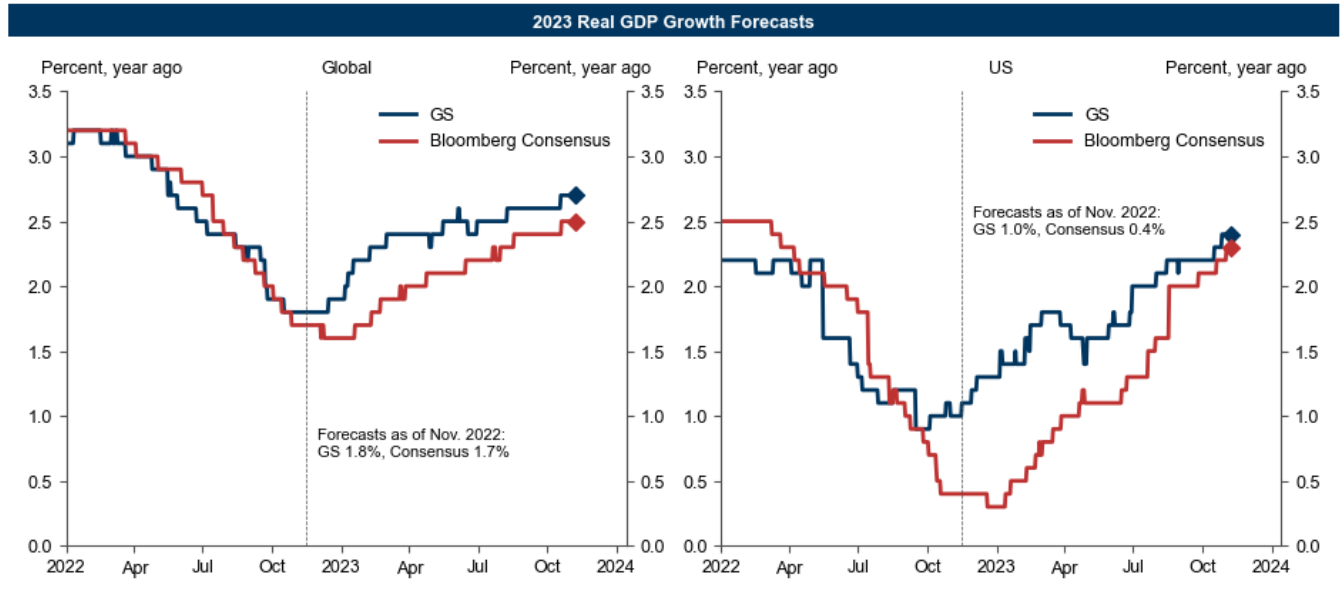
投资者应仅将此报告视为做出投资决策的单一因素。有关 Reg AC 认证和其他重要披露信息，请参阅披露附录，或访问

www.gs.com/research/hedge.html。

2024 年宏观展望：困难的部分已经结束

2023 年全球经济的表现甚至超出了我们的乐观预期。[附件1](#) 显示，我们现在预计今年全球 GDP 将增长 2.7%，比一年前彭博共识预测高出 1 个百分点。美国经济有望实现 2.4% 的增长，比一年前的普遍预测高出整整 2 个百分点。其他地区的意外情况通常较小，但我们确实预计我们覆盖范围内 88% 的经济体（按 GDP 加权计算）将好于预期。

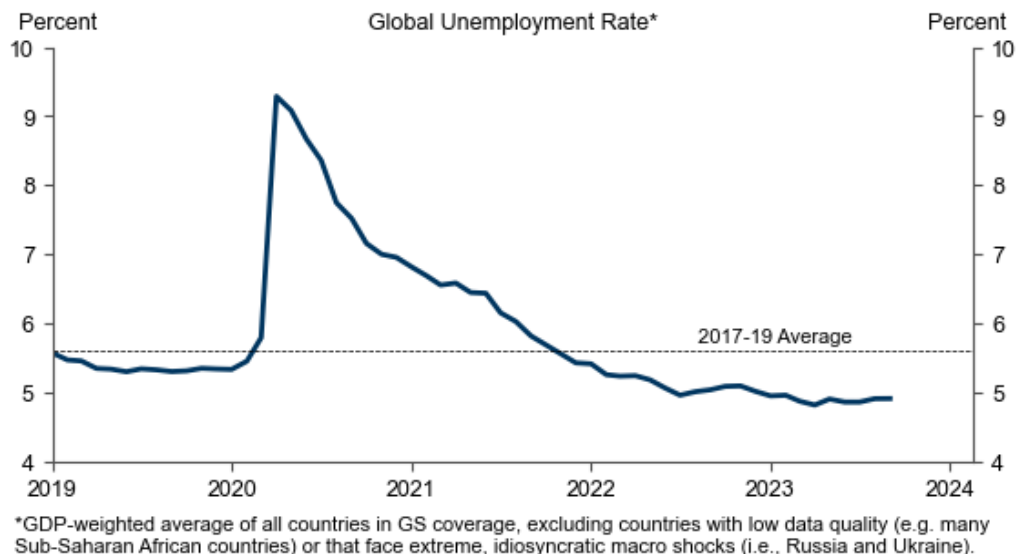
图表 1：2023 年的增长超出了我们的乐观预期



资料来源：彭博社、高盛全球投资研究

稳健的 GDP 增长已转化为更加稳健的劳动力市场表现。[图表2](#) 显示，我们覆盖的所有产生高质量劳动力市场数据的经济体的失业率在 2022 年至 2023 年持续小幅下降，目前比大流行前的水平低约 0.5 个百分点。重要的是，即使在欧元区等一些实际 GDP 增长非常低的主要经济体中，这种改善也是显而易见的。

图表 2：失业率已稳定在大流行前的水平以下



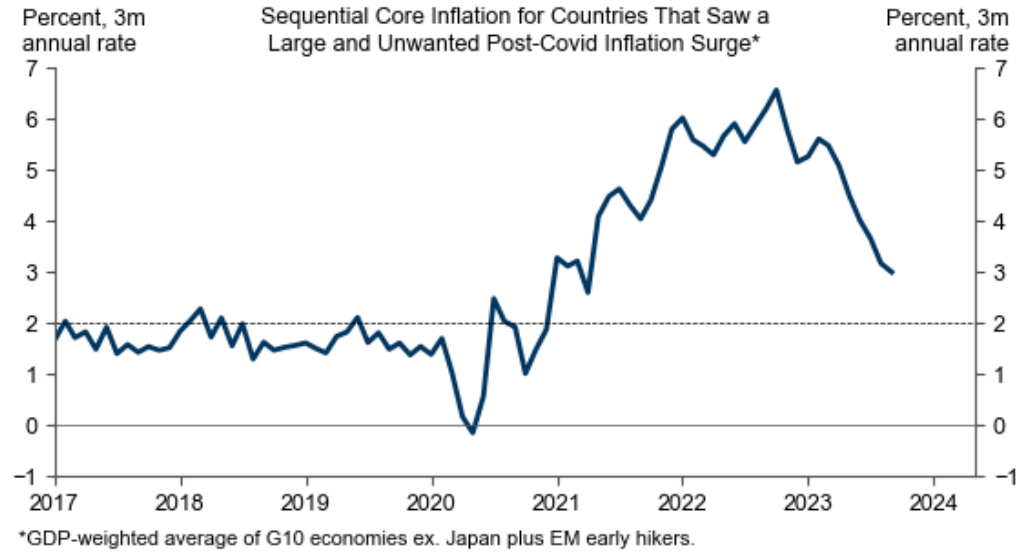
资料来源：Haver Analytics、高盛全球投资研究

尽管出现了一些意想不到的负面冲击，但这些积极的惊喜还是出现了。首先，短期和长期利率的涨幅均显著高于市场定价所暗示的水平，部分原因是增长数据好于预期，部分原因是央行的反应更加鹰派，至少在今年年初是这样。其次，美国和欧洲的银行业在春季出现了短暂但不稳定的不稳定。第三，以色列与哈马斯的战争清醒地提醒人们，世界秩序面临着日益严重的安全风险，尽管迄今为止它尚未对中东以外的石油价格、金融市场或实体经济产生重大影响。

但重要的是，即使是这些观察结果仍然低估了 2023 年带来的好消息的数量。面对数次负面冲击，不仅经济增长和就业意外上行，而且所有经济体的通胀率均大幅下降，2021-2022 年疫情后价格出现了大幅且不必要的飙升。

为了证明改进的规模，[图表3](#) 绘制了所有 G10 经济体的平均核心 CPI 通胀率，减去日本（日本期望更高的通胀），加上经历了最大通胀飙升并因此实施最激进货币政策紧缩的新兴市场“早期加息”经济体。自 2022 年底以来，该组经济体的核心通胀率已从 6% 连续下降至 3%。因此，央行已经完成了使通胀回到目标所需调整的四分之三以上。

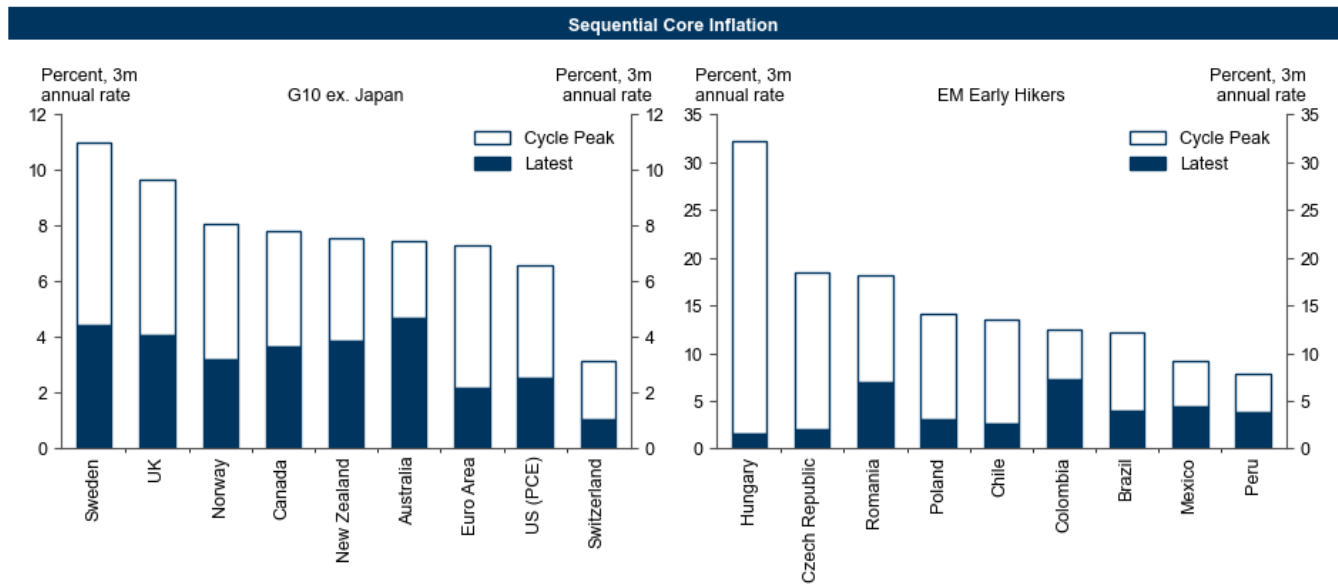
图表 3：大流行后出现飙升的经济体的核心通胀急剧下降



资料来源：Haver Analytics、高盛全球投资研究

这种改善在各个经济体中都很普遍。图4表明我们十国集团和新兴市场经济体中的每个经济体都经历了非常有意义的（在大多数情况下是戏剧性的）通货膨胀从峰值下降。

图表 4：各地核心通胀均大幅下降

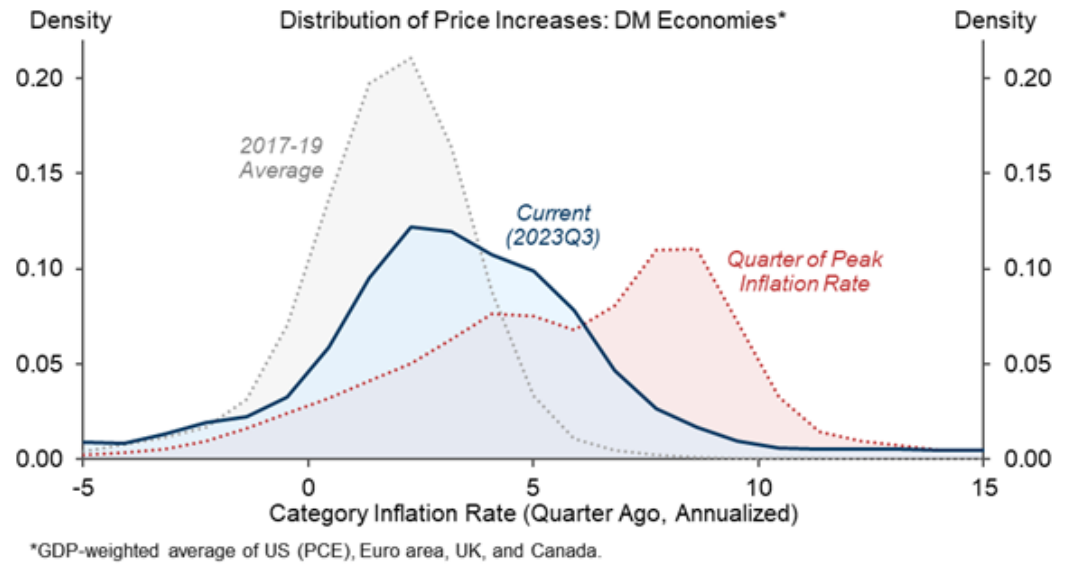


资料来源：Haver Analytics、高盛全球投资研究

价格指数各组成部分的改善也很广泛。图5显示价格变化分布的右尾（反映价格大幅上涨）已部分回到大流行前的位置，尽管由于价格设定的滞后地区的“追赶”行动，它尚未完全正常化相对较少（例如医疗保健和保险）。相比之下，分布的左尾（直接价格下跌）在整个过程中保持稳定。这意味着过去一年能源或美国二手车等商品价格的下降是

例外，而低而稳定的通胀重新锚定在餐厅用餐或家庭产品等更经常的支出中是改善的更主要原因。

图表 5：通货膨胀正在下降，因为价格上涨的右尾正在正常化

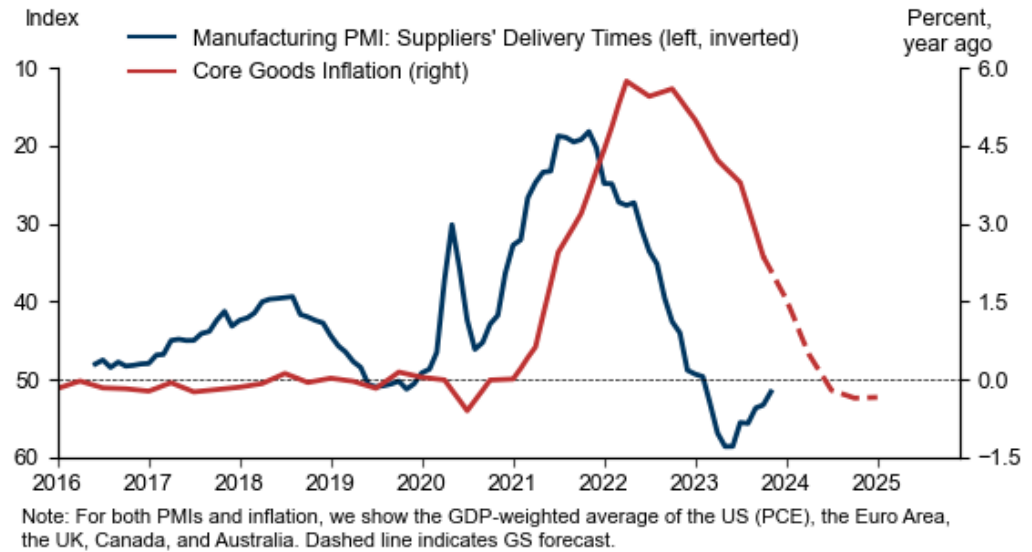


资料来源：Haver Analytics、高盛全球投资研究

最后一英里

我们认为通货紧缩的最后一英里不会特别困难。首先，尽管商品部门供需平衡的改善（例如通过供应商交货滞后来衡量）现已基本完成，但对核心商品通货紧缩的影响仍在显现，并且可能会持续到2024年的大部分时间（[图表6](#)）。

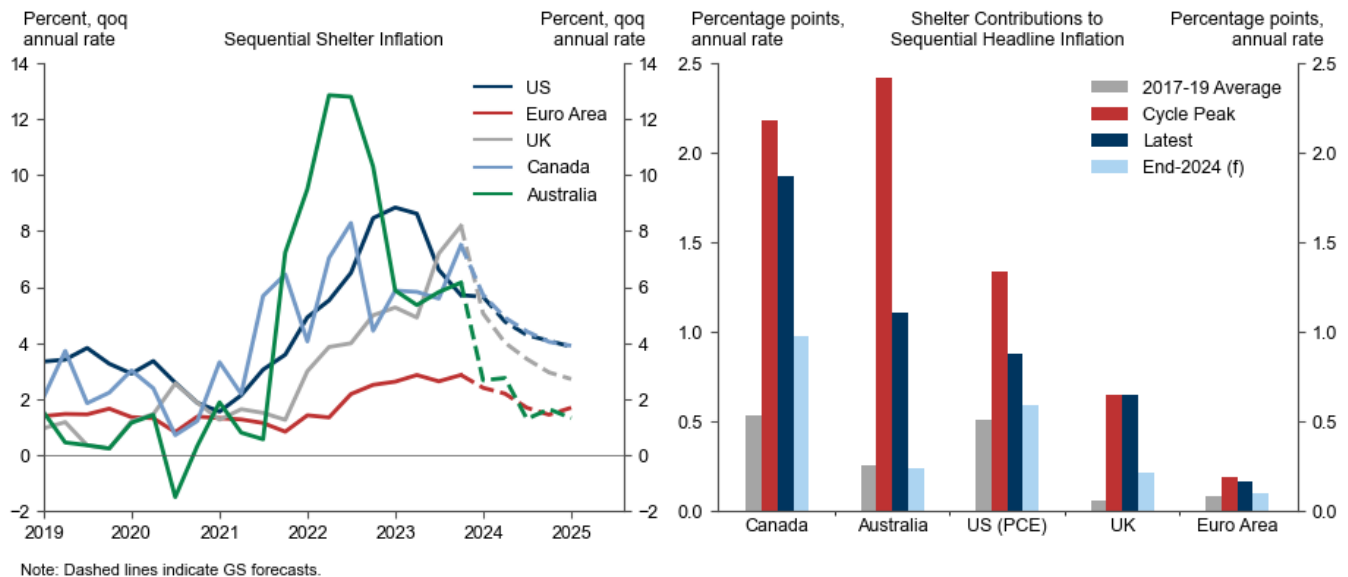
图表6：商品通货紧缩仍将持续



资料来源：Haver Analytics、高盛全球投资研究

其次，住房通胀将进一步大幅下降。在发达市场经济体中都是如此，尽管欧元区和英国的影响规模较小，因为这些国家的自住住房被排除在关键通胀指标之外（[图表7](#)）。

图表7：住房成本通胀进一步下降

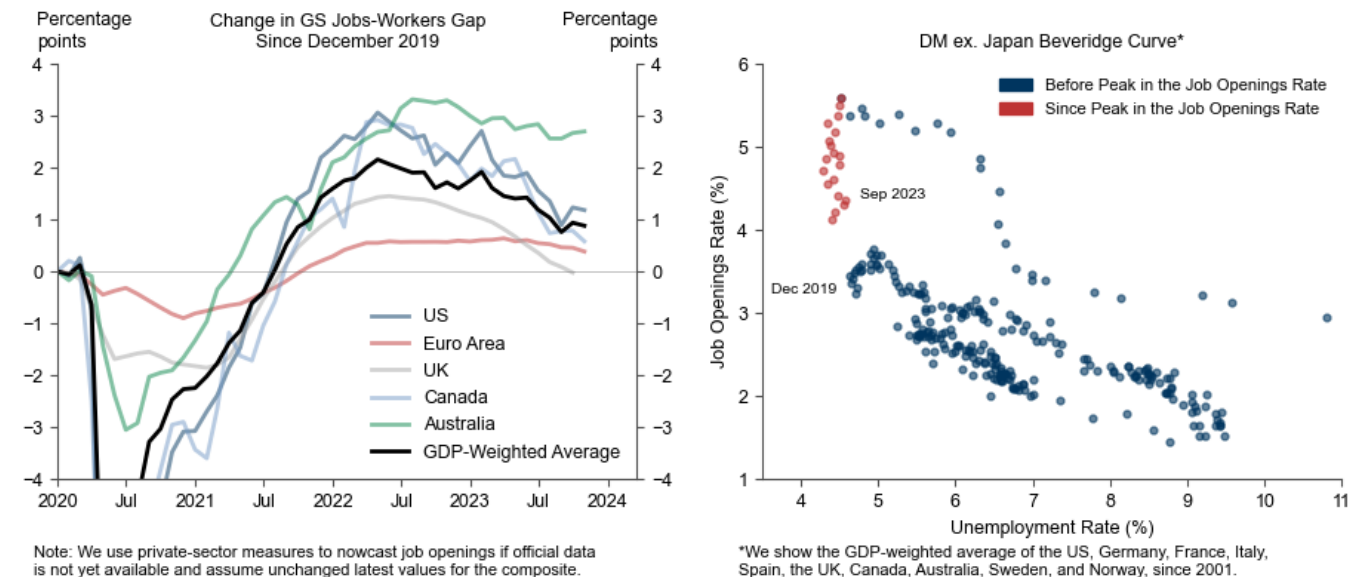


资料来源：Haver Analytics、高盛全球投资研究

第三，也是最重要的一点，劳动力市场供需平衡持续改善，如下图所示：[图表8](#)。左图显示了我们的就业人员差距——

以职位空缺减去失业工人来衡量——各地都呈下降趋势。从理论上讲，这种改善可能会通过职位空缺的减少以良性的方式发生，也可能通过失业率的增加以更有害的方式发生。实际上，到目前为止，这种调整几乎完全以一种良性的方式进行，因为职位空缺在下降，而失业率却没有上升——或者用更技术性的说法，“贝弗里奇曲线”已经大部分回到了大流行前的状态。位置，如右图所示。我们预计渐进式再平衡基本上不会带来痛苦，因为大多数主要经济体的就业机会相对于经济基本面所暗示的水平仍然较高（因此有进一步正常化的空间），并且可能不需要完全逆转到大流行前的水平在此期间通胀低于央行目标。

图表 8：随着职位空缺下降，劳动力市场正在放缓，但失业率并未上升



资料来源：Haver Analytics、高盛全球投资研究

鉴于这种改善和总体通胀率的急剧下降，名义工资增长开始显著放缓，回到与目标一致的水平也就不足为奇了（图表 9）。加上普遍锚定的通胀预期，这表明早期通胀飙升不太可能产生重大的第二轮影响。

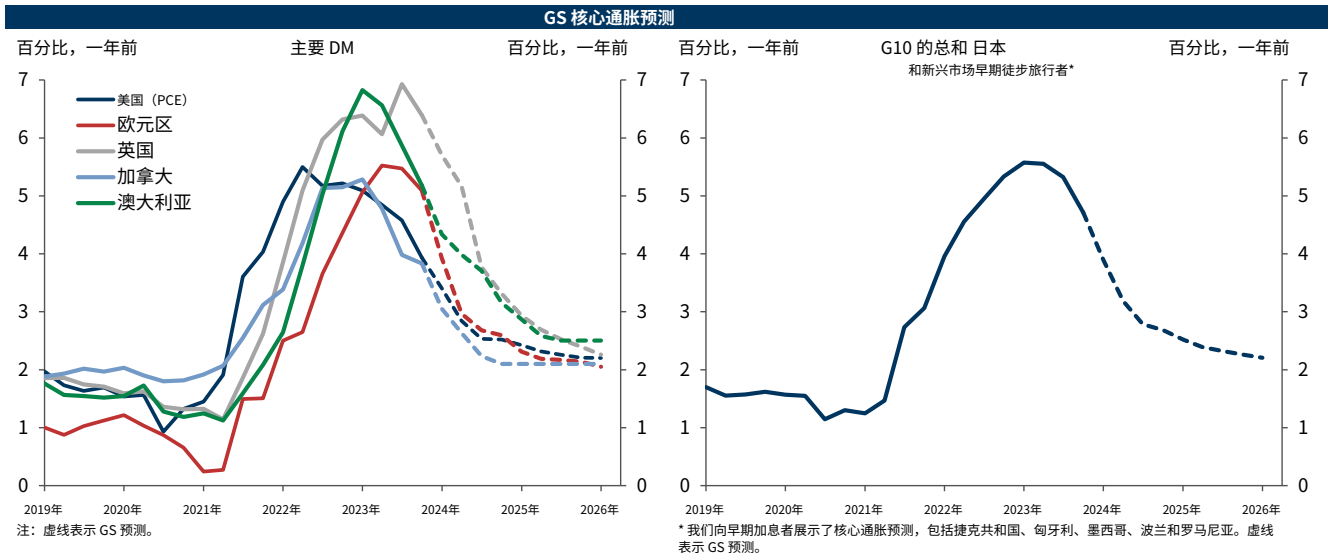
图表 9：各地工资增速连续放缓



资料来源：Haver Analytics、高盛全球投资研究

这次讨论的结果是，去年的通货紧缩确实还会持续下去。G10 国家的平均水平日本和新兴市场早期加息者，我们预计核心通胀率将从现在的 3% 放缓至 2-2.5% 范围，到 2024 年底，这将与大多数发达市场央行的通胀目标大致一致（图表10）。如果说有什么不同的话，我们认为实现通胀目标一致的风险是较早的。

图表 10：到 2024 年底，核心通胀应降至与目标大致一致的水平



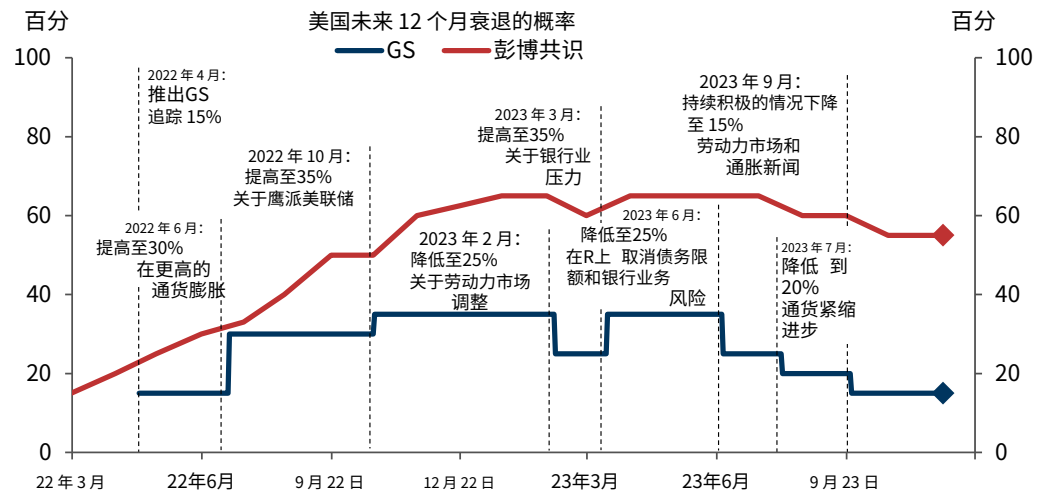
资料来源：Haver Analytics、高盛全球投资研究

经济衰退没有必要

尽管 2023 年经济增长和通胀方面传来好消息，但预测者对经济衰退的担忧并未减少多少。即使在过去一年增长明显优于美国的美国，[图表 11](#) 显示预测者中位数仍估计未来 12 个月内出现衰退的概率约为 50%。¹

这仅比 2022 年末的 65% 概率略有下降，并且远高于我们自己的 15% 概率（这又比 2022 年末的 35% 低）。

图表 11：我们对美国经济将避免衰退变得更加有信心



资料来源：彭博社、高盛全球投资研究

更广泛地说，我们预计我们覆盖的大多数经济体又将出现增长优异的一年。我们预测 2024 年全球年均增长率为 2.6%，略高于我们对全球潜在增长的估计（[图表 12](#)）。最值得注意的是，我们的预测显示美国经济增长将再次超过其发达市场经济体，国家层面的预测意味着美国增长 1.1 个百分点（与市场预期相比），日本增长 0.5 个百分点，加拿大增长 0.5 个百分点，中国增长 0.3 个百分点，中国增长 0.3 个百分点。澳大利亚为 0.2 个百分点，欧元区为 0.2 个百分点。

¹ 美国国家经济研究局商业周期测算委员会对未来12个月内进入衰退的最新估计，在图表中的彭博调查中为55%，在最新的华尔街调查中为48%期刊调查。

图表 12：我们预测 2024 年 GDP 增长将高于共识

实际国内生产总值增长 同比变化百分比	年平均						第四季度/第四季度	
	2023年		2024年		2025年		2024年	潜在的
	GS	GS共识	GS共识	GS共识	GS	GS	GS	
我们	2.4	2.3	2.1	1.0	1.9	1.8	1.8	1.8
欧元区	0.5	0.5	0.9	0.7	1.5	1.5	1.3	1.1
德国	-0.1	-0.4	0.6	0.5	1.3	1.5	1.0	1.3
法国	0.9	0.8	1.1	0.8	1.3	1.4	1.3	1.1
意大利	0.7	0.7	0.7	0.6	1.2	1.2	1.2	0.8
西班牙	2.4	2.3	1.7	1.4	1.7	2.0	1.8	1.3
日本	1.9	1.9	1.5	1.0	1.1	1.0	1.3	0.9
英国	0.5	0.4	0.5	0.4	1.0	1.3	0.8	1.4
加拿大	1.3	1.1	1.1	0.6	1.7	2.0	1.4	1.8
澳大利亚	2.0	1.8	1.8	1.5	2.4	2.2	2.0	2.6
中国	5.3	5.2	4.8	4.5	4.2	4.5	4.6	4.2
印度	6.4	6.5	6.3	6.1	6.5	6.4	5.7	6.1
巴西	3.1	3.0	1.6	1.6	2.4	2.0	2.5	2.1
俄罗斯	2.4	2.0	2.1	1.3	1.3	1.2	0.9	2.0
世界	2.7	2.5	2.6	2.1	2.7	2.7	2.6	2.5

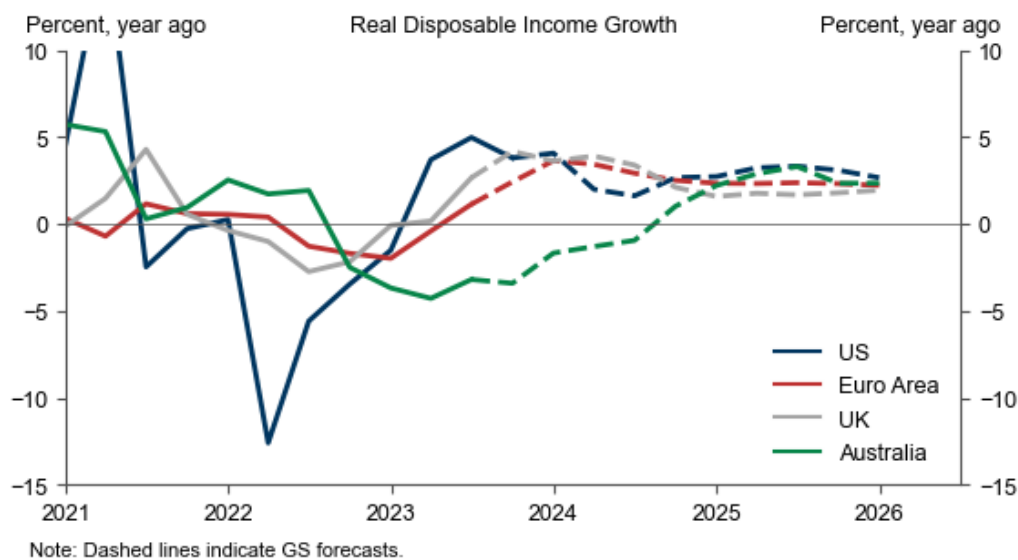
注：除非另有说明，所有预测均按日历年计算。当彭博社无法提供季度数据时，国际货币基金组织的预测用于印度 2025 年共识。全球增长总量使用市场外汇国家权重。

资料来源：彭博社、高盛全球投资研究

我们对增长持乐观态度的主要原因有四个。

第一个原因是，在整体通胀大幅降低和劳动力市场依然强劲的环境下，我们对实际可支配收入增长的建设性前景。尽管我们预计美国实际收入增长将从 2023 年的 4% 大幅放缓至 2024 年的 2.75%，但这仍应足以支持消费和至少 2% 的 GDP 增长。与此同时，随着俄罗斯天然气冲击的消退，欧元区和英国的实际收入增长应该会大幅加速——到 2024 年底达到 2% 左右（[图表 13](#)）。

图表 13：美国实际收入持续强劲，欧洲实际收入回升



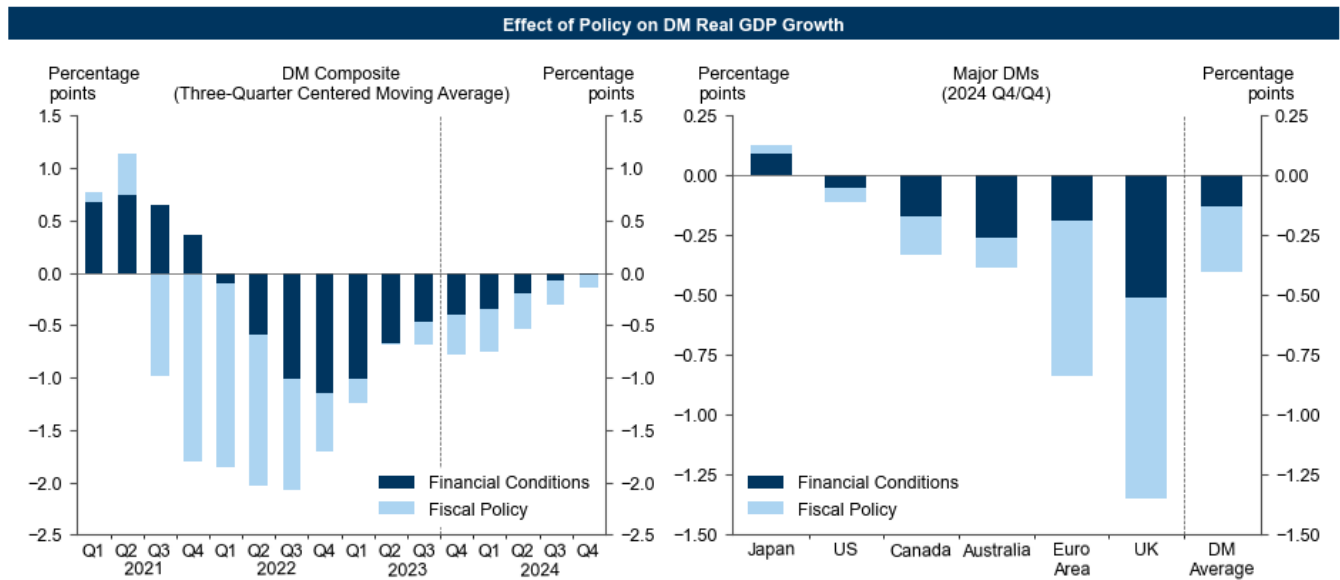
资料来源：Haver Analytics、高盛全球投资研究

第二个原因是，虽然货币和财政政策可能会给十国集团的增长带来压力，但最大的阻力已经过去。正如我们一再表明的那样，货币紧缩对经济的最大影响是 *增长率*（相对于 *等级*）的

GDP 的出现有大约两个季度的短暂且可合理预测的滞后。因此，即使考虑到近期长期利率的上升，我们预计 2024 年金融状况收紧带来的拖累将小于 2023 年。

我们估计，财政政策将使 2024 年全球经济增长减少 0.2 个百分点，而对发达市场的拖累仅稍大一些，为 0.3 个百分点。美国的拖累可能很小，因为大多数与大流行相关的刺激措施已经结束，而且财政整顿不太可能在总统选举年开始。英国（大选也迫在眉睫，但能源危机支持仍将减少）和南欧（可能会结束与能源相关的付款以及欧盟复苏基金支出的缩减）的规模应该更大。然而，尽管财政阻力不大，但我们对货币和财政冲动的综合预测仍将减弱，并指出 2022 年底将出现最大痛点（[图表 14](#)）。

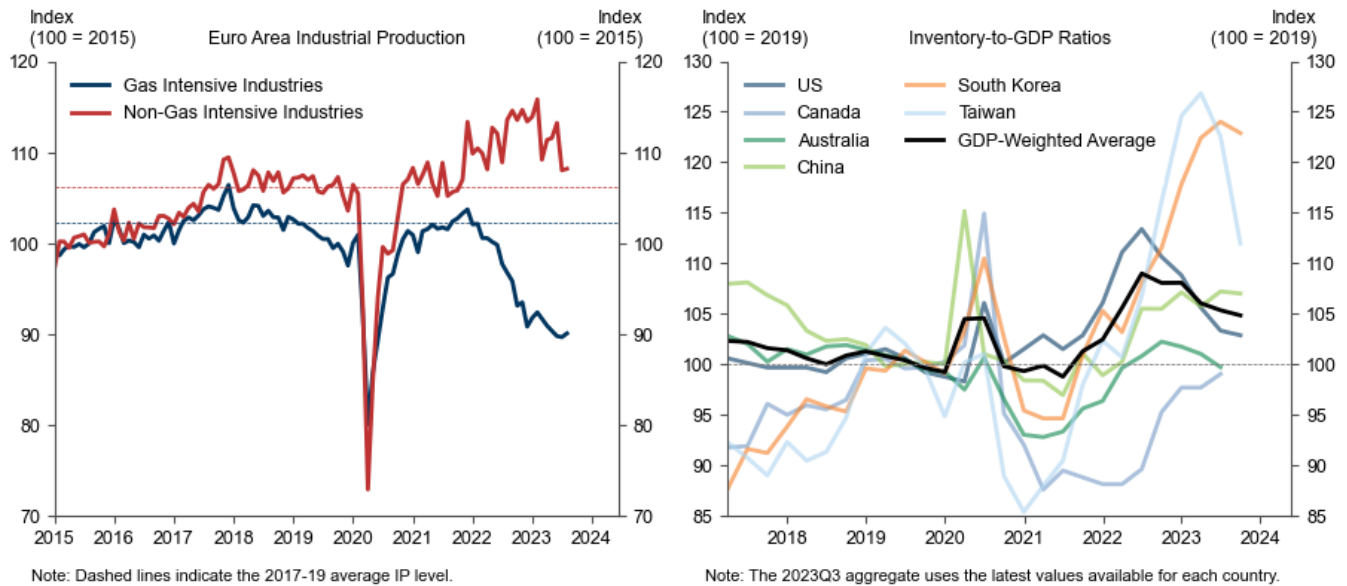
图表 14：货币和财政政策的拖累是可控的



资料来源：高盛全球投资研究

第三个原因是，制造业活动应该会在 2024 年从 2023 年的低迷步伐中有所复苏。今年工业活动疲软反映了一系列不同寻常的不利因素，包括支出从商品转向服务的重新平衡、欧洲能源危机、纠正 2022 年过度建设的库存去库存周期以及中国经济反弹弱于预期制造业。随着支出模式正常化，天然气密集型的欧洲生产触底，库存与 GDP 的比率趋于稳定，这些逆风大部分将在今年消退，从而推动制造业从下方恢复趋势（[图表 15](#)）。

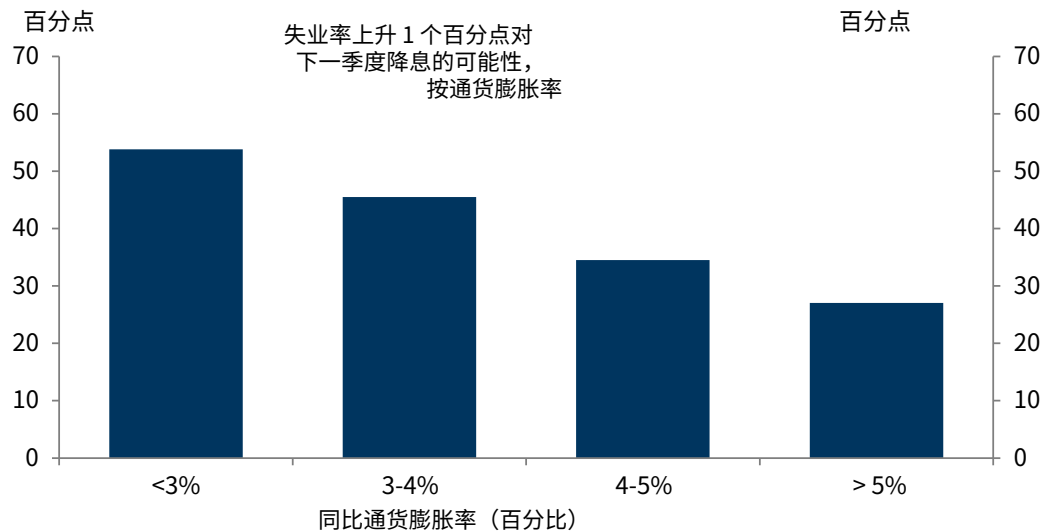
图表 15: 天然气密集型的欧洲制造业正在寻找低谷, 库存正在逐渐恢复到正常水平



资料来源: Haver Analytics、高盛全球投资研究

对经济增长持乐观态度的最后一个也是最新颖的理由是, 由于央行不需要经济衰退来降低通胀, 因此他们将努力避免经济衰退。包括巴西和波兰在内的一些新兴市场早期加息者已经开始将政策利率从高度限制性的水平下调, 并可能持续稳步降息。我们认为, 发达市场经济体采取先发制人宽松政策的空间较小, 但我们认为, 如果增长前景严重恶化, 发达市场央行将很快转向降息。事实上, 我们对过去加息周期的分析证实, 一旦通胀正常化至低于 3% 的水平, 主要央行为应对下行增长风险而降息的可能性是通胀高于 5% 时的两倍 (图表 16)。这是应对经济衰退的重要保险政策。

图表 16: 随着通胀降温, 央行更愿意削减保险费



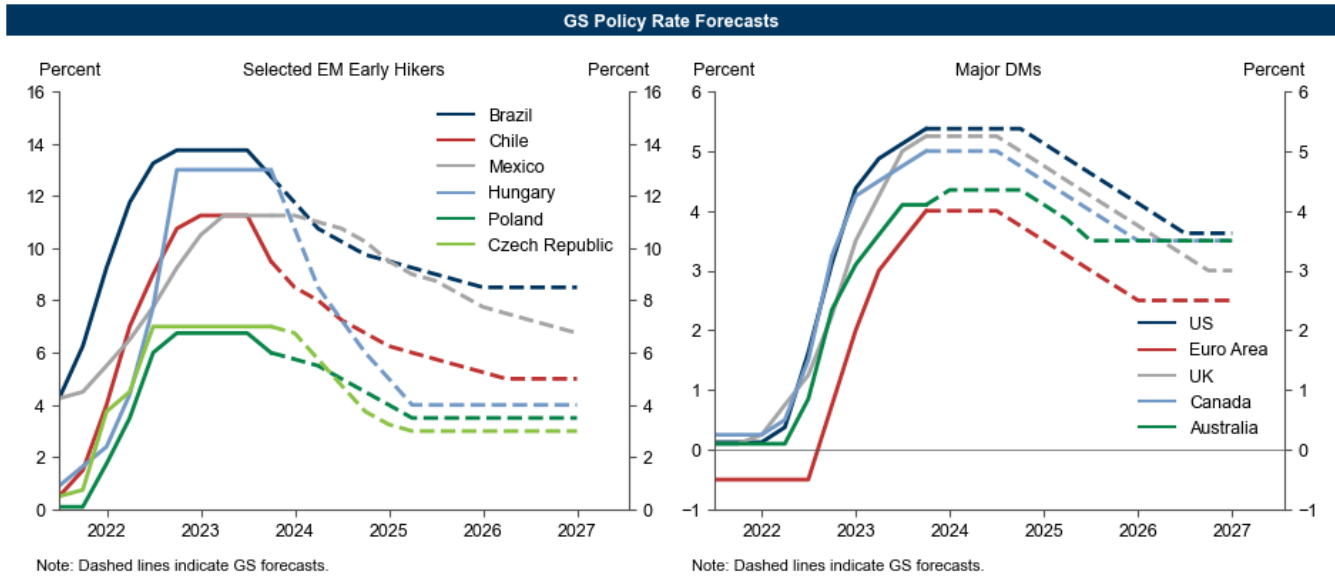
资料来源: 高盛全球投资研究

更高的政策利率制度

尽管我们认为 2024 年降息的门槛较低，并且一些新兴市场央行已经先发制人地放松政策，但我们的基准经济预测要求通胀保持在小幅高于目标的水平，失业率保持在长期水平以下，GDP 将增长 2024 年将按大致趋势速度增长。因此，尽管我们预测主要发达市场央行（日本除外）将完成加息，但我们的基准预测表明他们在短期内降息的动力不大，而且我们预计发达市场利率不会除非增长结果弱于预期，否则将削减至 2024 年下半年。

对于发达市场央行，我们预计欧洲央行、英国央行和加拿大央行将较早开始降息，可能在 2024 年第三季度，但也可能更早。这是因为欧元区的预期通胀进展和英国增长前景的疲软，以及加拿大相对于中性政策利率水平的反应函数更加重要。相比之下，我们预计美国经济增长的优异表现将减轻降息的紧迫性，并将首次降息推迟到 2024 年第四季度，而强劲的通胀也将使澳大利亚保持不变，直到 2024 年第四季度。由于通胀仍略高于官方目标，央行在启动降息周期后可能会谨慎行事，并且在所有情况下，我们预测只会以每季度 25 个基点的速度逐步正常化（[图表 17](#)）。

图表 17: 削减即将到来（新兴市场）或较晚（发达市场）



资料来源: Haver Analytics、高盛全球投资研究

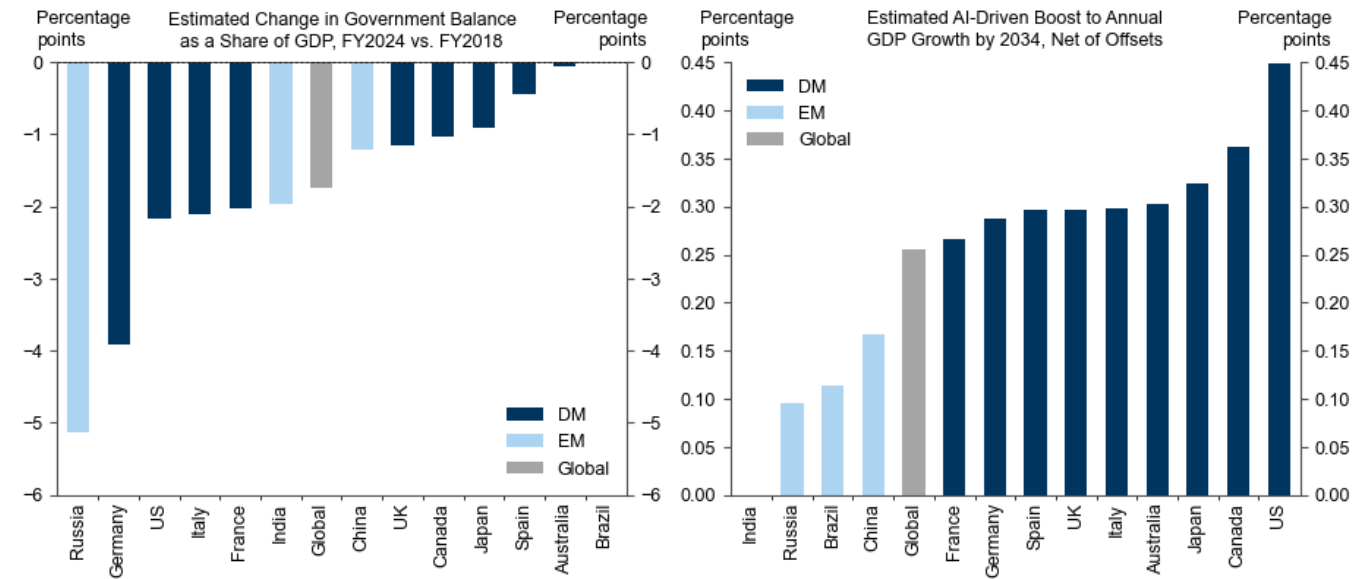
当政策利率最终稳定下来时，我们预计央行会将利率维持在目前预计的长期可持续水平之上。我们将主要发达市场的长期政策利率预测上调 50 个基点，美国为 3.5-3.75%，欧元区为 2.5%，英国为 3%，加拿大和澳大利亚为 3.5%，其他经济体。

这一预测变化的最重要驱动因素是我们长期以来的观点，即中性利率是一个不太明确的概念，而金融状况的变化对于确定适当的政策立场更有用。作为劳动力市场

再平衡、增长围绕潜力、通胀正常化回到目标，许多央行将认为进一步宽松的论点相对较弱，尤其是来自上方的时候。如果经济确实在政策利率处于较高水平的情况下表现出弹性，一些央行可能会重新评估其对长期利率的估计，并得出结论认为，回想起来，2008年后周期的降级是过度的。

一些经济基本面也支持未来更高的长期利率。首先，尽管财政整顿力度不断加大，全球政府赤字仍可能保持在较高水平。其次，本周期更高的投资——无论是促进向“净零”的过渡还是生成人工智能的广泛采用——也可能给近期均衡利率带来上行压力。最后，生成式人工智能所承诺的生产率提升——最近促使我们将美国的长期增长预测上调 0.4 个百分点，将其他发达市场上调 0.3 个百分点，将先进新兴市场上调 0.2 个百分点，这可能会给利率带来上行压力，特别是如果生成式人工智能的采用时间表更加提前（[图表 18](#)）。

图表 18：赤字增加和生成人工智能的广泛采用应支持更高的长期利率



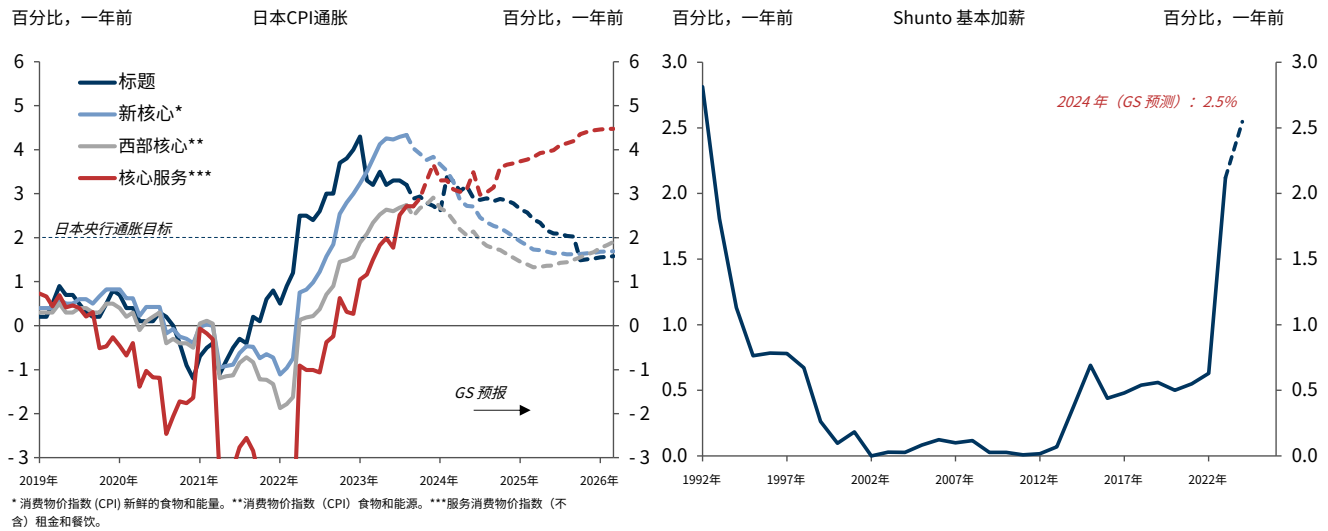
资料来源：高盛全球投资研究

日本央行退出

在发达市场经济体中，日本脱颖而出，因为通胀回升很大程度上是人们所希望的。经过三十年的价格压力疲弱或彻底通货紧缩之后，2023年的强劲表现春都工资回合表明日本央行正在朝着建立工资与物价之间良性循环的目标迈进。全球供应链的复苏意味着日本通胀可能会出现一定程度的放缓（从所有指标来看目前都高于2%），但在劳动力市场走强的背景下，基本服务业通胀可能会保持坚挺（图表19，左面板）。

因此，日本央行准备于2024年4月开始退出收益率曲线控制，首先转向紧缩倾向，并在春季经济可能更加强劲之后进一步提高10年期参考利率春都（图表19，右面板）。一旦服务业通胀数据可靠地证实，既定的工资与价格之间的联系可能会在可预见的未来使通胀保持在接近目标的水平，那么直到10月份才可能正式放弃该政策。即便如此，日本的通胀率仍应远低于其G10同行在本周期经历的水平，因此我们预计只会温和加息（到2025年底存款利率仅达到0.25%）。

图表 19：日本通胀可能回落至目标，但日本央行的目光集中在“春都”上

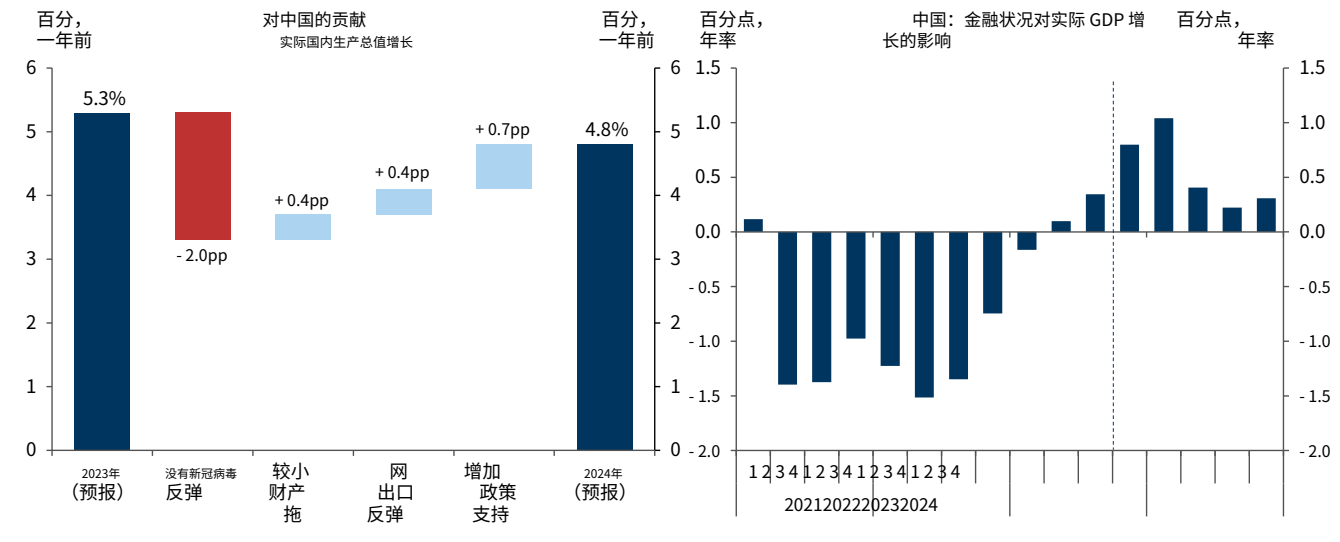


资料来源：Haver Analytics、高盛全球投资研究

中国多年经济放缓的暂时缓解

事实证明，中国 2023 年重新开放的反弹有些令人失望（尽管 2023 年的增长将超过我们去年秋天的预期和共识预测），而且多年以来的房地产放缓在 2023 年继续产生影响。尽管如此，中国的增长在 2023 年仍小幅回升。近几个月来，短期内应该会受益于进一步的政策刺激。我们预计 2024 年中国 GDP 增速将放缓至 4.8%，因为重新开放所带来的轻松收益逐渐成为过去，但受到房地产市场拖累略有缩小、全球贸易温和反弹以及应在上半年提前实施的额外政策宽松的支撑（[图表 20](#)）。

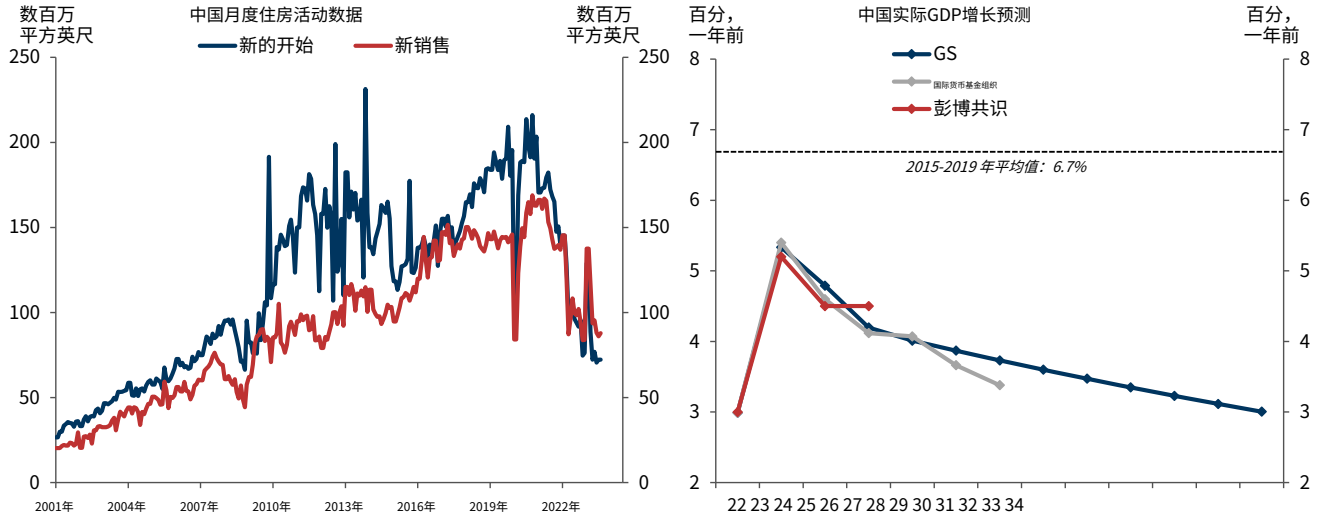
图表 20：尽管政策宽松有所提振，但随着经济重新开放，中国经济增长应该会放缓



资料来源：高盛全球投资研究

虽然我们对 2024 年的增长预测略高于共识，但由于多种原因，我们仍然认为长期增长前景充满挑战。首先，房地产低迷可能会持续下去，而且由此产生的悲观情绪仍有可能在自我实现的预期中根深蒂固。其次，中国持续的人口结构恶化将要求该国在劳动年龄人口持续减少的情况下重塑其增长模式。第三，出口的温和周期性反弹不太可能扭转全球价值链持续多元化的趋势，即从中国转向一些其他国家。我们预计中国的趋势增长率将继续放缓，十年内仅达到 3%，不到新冠疫情爆发前正常水平的一半（[图表 21](#)）。

图表 21：中国房地产行业境况不佳以及趋势增长的长期下滑



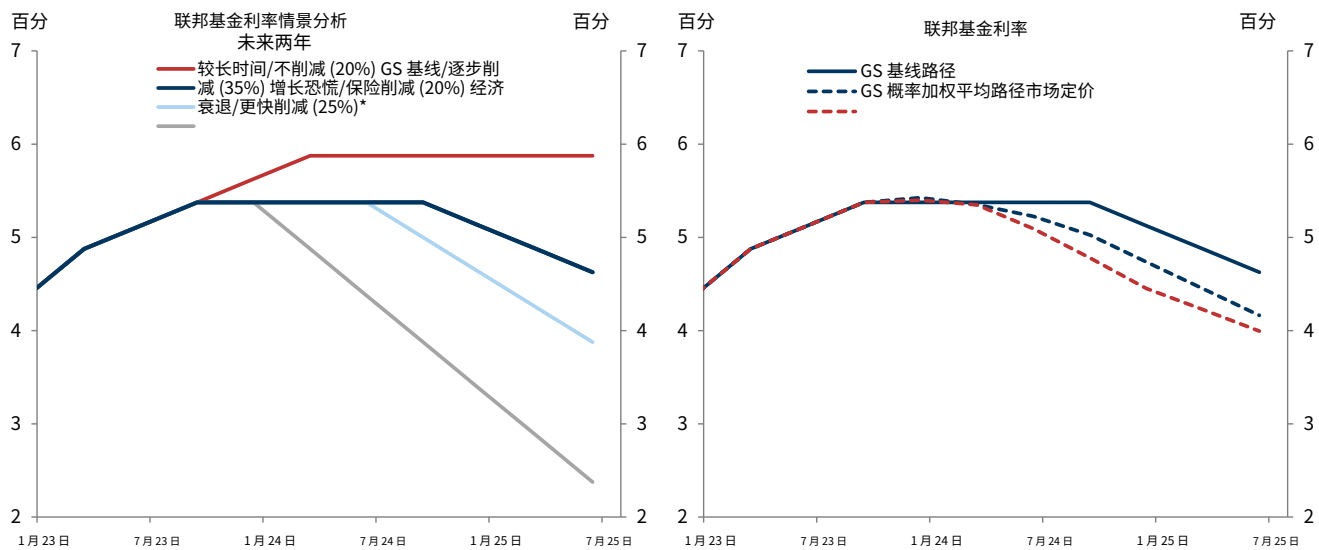
资料来源：Haver Analytics、彭博社、国际货币基金组织、高盛全球投资研究

不确定性增加

尽管我们对 2024 年的基线预期大致乐观，但数据波动性仍然较高，我们继续看到整体经济前景面临高于正常水平的风险。

最重要的是，我们政策利率预测的风险明显偏向下行。虽然如果通胀意外上升，一些央行肯定有可能在未来几个月再次加息，但通胀方面令人信服的持续进展限制了央行进一步进入限制性领域的风险。与此同时，随着通胀继续回落至目标水平，降息的障碍可能会减小，这表明——尤其是在较长时期内——我们政策利率预测的风险不对称地偏向较低的利率。作为图 22 就美联储的情况而言，这意味着我们政策利率预测的概率加权版本远低于我们的模式基线预测。

图表 22：我们的概率加权联邦基金预测低于我们的模式基线预测



* 这是未来两年内任何时候发生衰退的概率。我们的 12 个月经济衰退概率为 15%。

资料来源：高盛、高盛全球投资研究

我们还看到增长前景存在下行风险。第一个原因是全球制造业商业调查持续意外下行。这增加了我们预期的制造业活动改善可能会被推迟的可能性，特别是如果利率上升导致企业将库存水平（相对于销售）正常化到低于 2019 年的水平，或者如果商品需求水平仍然较高（特别是在美国）恢复长期趋势的程度超出了我们的预期。

第二个下行风险源于地缘政治担忧。特别是，中东战争升级，中断霍尔木兹海峡的贸易，可能导致石油和天然气价格更大幅度上涨，从而可能降低全球净增长。

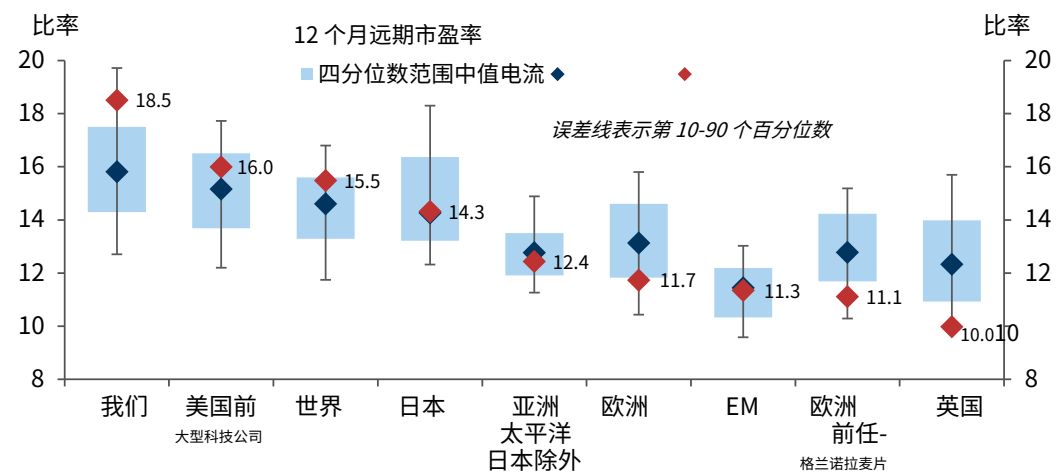
宏观良好，估值更坚挺

尽管风险的倾斜（尤其是利率方面的风险）对我们的市场前景产生了影响，但这些对接近趋势的增长和通胀降温的基线预测为资产市场提供了支撑性的宏观背景。

我们良性基准经济预测面临的主要挑战是许多风险资产的估值高于正常水平。特别是，信贷、新兴市场和部分股市的“利差”或“收益率回升”远低于复苏重要部分的水平。自4月份以来，尽管过去三个月风险溢价有所上升，但大多数周期性资产的定价也已转向我们的基准预测。因此，尽管我们的经济增长预测远高于共识，但与市场定价的差距似乎总体较小。

对于信贷和新兴市场利率而言，利差收窄限制了相对于无风险利率的潜在表现，而对于股票而言，估值限制仍然是焦点。美国股票估值看起来确实比正常水平高，盈利风险较大的领域存在折扣。但即便如此，估值担忧也比有时出现的要小。对于大型科技公司来说，如果实现了预期的增长，估值看起来还没有“泡沫化”。在美国大型股之外，与历史相比，估值看起来不那么紧张——而且在许多领域相对于去年有所改善——而股票风险溢价总体上与早期较高利率时期一致（[图表 23](#)）。

图表 23：除科技股外，绝对股票估值看起来并没有特别高



注：四分位数间距和中位数是从2003年至2023年计算的。GRANOLAS指11只欧洲股票：葛兰素史克、罗氏控股、ASML、雀巢、诺华、诺和诺德、欧莱雅、路威酩轩、阿斯利康、SAP和赛诺菲。

资料来源：FactSet、高盛全球投资研究

相比之下，政府债券估值明显改善。在某种程度上，这只是反映了实际收益率的大幅上升。但我们已经看到，较长期远期收益率的定价很容易受到我们预测的持续非衰退增长的影响，而在最近的抛售之后，这些异常现象要小得多。因此，更高回报面临的挑战是，市场仍在定价降息，我们认为根据我们的基准预测，降息不会实现。美国利率波动性显然过高，并且在我们的中心案例中可能会下降，从而为利差仍然较高的抵押贷款支持证券创造有利条件。

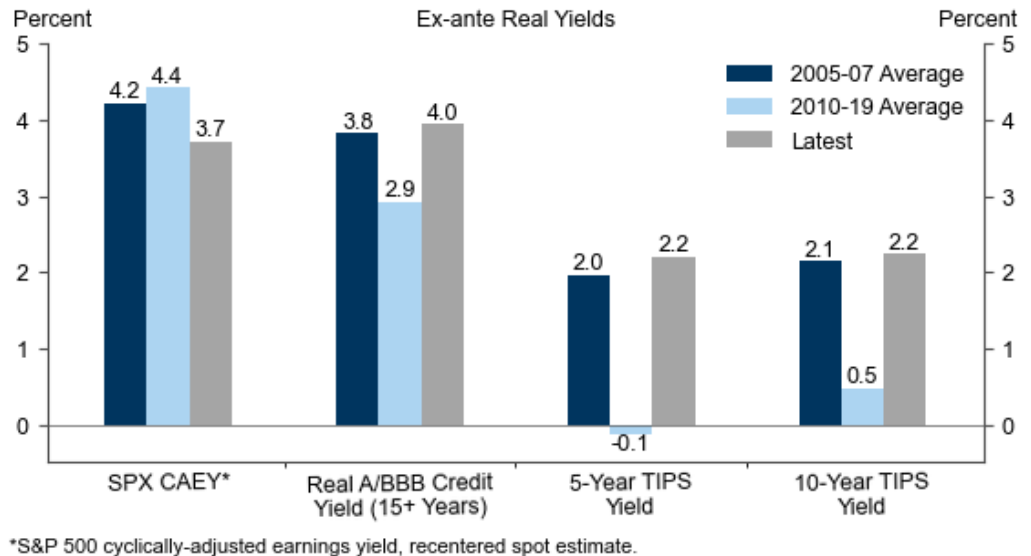
平衡这些估值限制与我们的宏观观点，我们预计债券、信贷和股票几年来首次实现中个位数到低两位数的正回报。我们预计，供应限制和需求稳定增长将在 2024 年推高主要大宗商品的价格，套利进一步增加回报。但除了供应中断加剧的风险之外，沙特阿拉伯和美国页岩油的潜在供应反应可能会限制油价的进一步上涨。

“大逃亡”后真实回报更好

2024 年应该会巩固这样一种观念，即全球经济已经摆脱了全球金融危机后低通胀、零政策利率和负实际收益率的环境。自全球金融危机以来的这段时期，人们常常感觉全球收益率下降和通货膨胀势不可挡——“流动性陷阱”和“长期停滞”是这十年的流行语。尽管人们对新冠疫情后的政策过度和通货膨胀重新出现感到担忧，但这种政策反应却让资产市场得以逃脱。大多数地方的政策利率都是积极的，实际收益率已经沿着曲线上升到全球金融危机前的水平，通货紧缩风险似乎很遥远。

这种转变是坎坷的，但这种“大逃亡”的好处是，现在的投资环境看起来比全球金融危机前时代以来的任何时候都更加正常，而且实际预期回报现在看起来非常积极（图表 24）。去年，我们强调“收益率回报”是我们市场展望的关键主题。随着无风险利率的名义和实际利率进一步上升，自 2008 年以来的大部分时间里，收益率前景都是投资者只能梦想的。构建投资组合以通过尾部风险的正确组合来获得更高的收益率仍然是一个问题我们投资前景的核心支柱。

图表 24：核心资产的实际“收益率”接近 2005-2007 年的平均水平

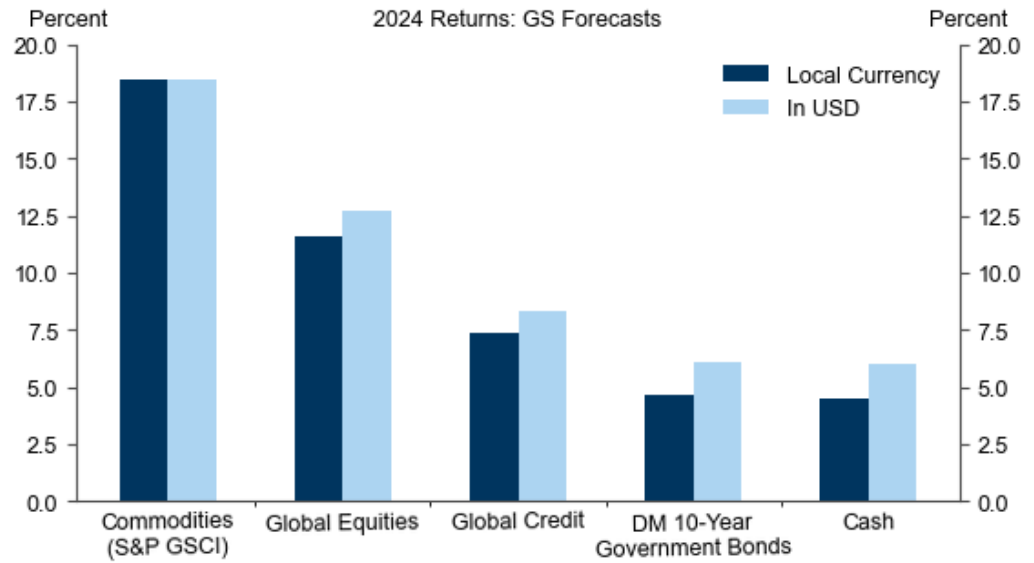


资料来源：Shiller (2000)、Haver Analytics、高盛全球投资研究

尽管现金回报率仍然很高，但我们预计其他资产类别在 2024 年会表现出色（至少适度）（图表 25）。如果投资者愿意在市场怀疑我们的基准软着陆预测期间增加风险，他们也许能够增加这些回报。每个资产类别都提供针对至少一个关键尾部风险的保护：如果衰退风险上升，债券的表现应该会更加强劲；全球经济增长强劲和地缘政治动荡风险给油价带来上行空间；如果央行降息早于预期，股市可能会跑赢大盘。虽然前端收益率看起来仍然有吸引力，但我们认为这种情况意味着更平衡的资产敞口可能会取代 2023 年对现金的主导地位，包括投资组合中长期的更大作用。对于认为经济衰退和降息可能性较高的投资者来说，

更加坚定地偏向久期——远离风险资产——是有意义的。

图表 25: 我们预计 2024 年非现金资产的回报率将高于现金



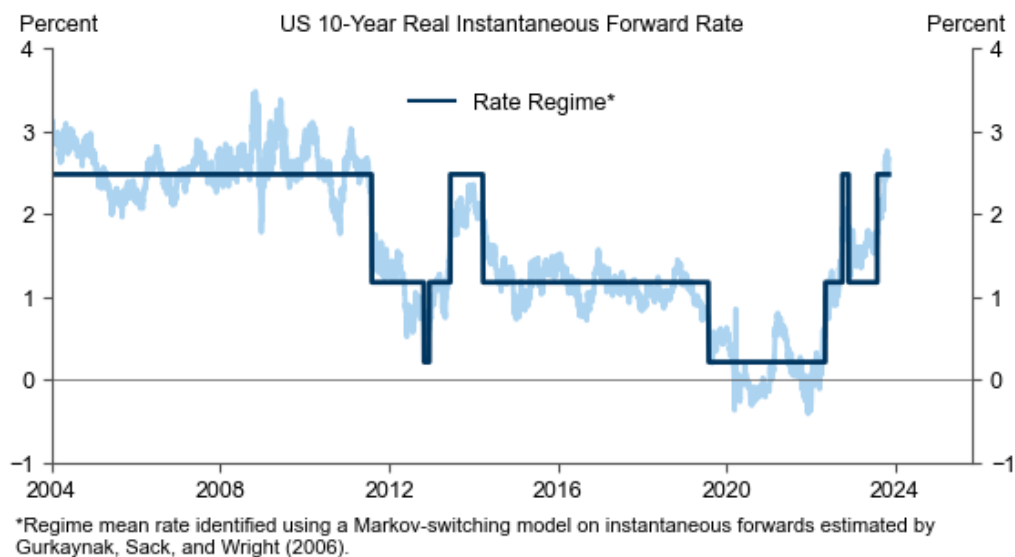
资料来源: 彭博、Datastream、彭博-巴克莱、ICE-BAML、iBoxx、高盛全球投资研究

对投资组合久期价值更具建设性的看法是我们展望的一个新要素。在某种程度上，这只是反映了较高的运行收益率，为投资者提供了更大的缓冲。但这也反映了回报可能存在的偏差。在央行降息以抵消增长下行风险的情况下，尤其是在通胀进一步下降的情况下，债券作为衰退对冲工具的价值应该会上升。高于现金利率的较长期收益率将使增加久期的理由变得更简单，因此市场可能需要达到这一点，特别是如果对财政可持续性的担忧需要比我们预期更大的溢价。但我们认为，进入 2024 年，长期债券在投资组合中已经发挥了更大的作用，或者考虑到曲线陡峭的风险，期限较短的杠杆头寸已经发挥了更大的作用。

度过高利率：美国以外的更多担忧

最大的问题是，这种回到全球金融危机前的收益率背景是否会持续下去。对于美国来说，我们更有信心长期利率最终将高于美联储上个周期的预期（图表 26）。收益率“持续较高”的时期可能会暴露美国的脆弱领域——无论是小公司的融资渠道、小银行部分信贷供应的持续压力，还是抵押贷款、住房和商业房地产活动的低迷——尽管我们预计这些不会威胁到整体经济前景。公共债务状况也越来越令人担忧，但我们认为市场将保持耐心，除非明年的美国大选带来新的无资金支持的财政扩张的可能性。

图表 26：美国远期实际利率已回到全球金融危机前的水平



资料来源：Gurkaynak、Sack 和 Wright (2006)、Haver Analytics、高盛全球投资研究

然而，美国的韧性看起来比其他一些经济体更加可靠。日本的独特之处在于，我们预计政策加息将在 2024 年开始而不是结束，而且与美国一样，日本可能会提前加息。在其他地方，风险似乎更大。虽然我们预测 2024 年欧元区经济增长状况将有所改善，但近期的宏观表现不佳可能预示着能源供应冲击带来的更大创伤效应、中国经济增长放缓的更大风险，或者金融状况收紧带来的更持久的拖累。如果全球利率保持高位，名义利率上升对意大利债务可持续性的影响是我们担心的另一个中期风险。

对于中国来说，结构性逆风和近期刺激之间的平衡行为更多的是相同的，而不是逃避最近的挑战。鉴于对中国经济增长的普遍负面情绪，如果经济增长意外上行，本地资产可能会获得一些收益，但持续复苏可能取决于政策方向的更大转变。

收益率上升和美元持续走强也使中国和日本的政策权衡变得复杂化。美国收益率承受上行压力的时间越长，日本决策者就越难抵制日元疲软，除非他们准备好考虑更积极地收紧货币政策。而在中国，美国国债收益率上升得越多，美元越走强，中国人的处境就越困难

政策制定者证明抵制货币贬值的合理性。其中许多担忧在市场中得到了很好的反映，但如果美国利率走高，这些紧张局势可能会加剧。

底线是，尽管我们预计广泛的发达市场和新兴市场经济体将在来年避免衰退，但美国经济增长表现出色的理由似乎更为充分。虽然市场定价可能包含比共识预测更乐观的增长观点，但我们认为，我们对美国 GDP 增长预测比欧洲和中国的预测进一步高于共识的事实仍然包含真实信息。除了我们对通胀普遍下降的预期之外，这一背景削弱了美元大幅走软的可能性（就像 2023 年一样），尽管美联储利率周期的结束和良好的全球增长前景往往会对美元构成压力。如果其他主要经济体没有出现实质性的上行意外，人们很难对美元长期走弱抱有太大信心，因此我们认为风险倾向于美元持续走强。

除了利率上升和持续的地缘政治风险带来的增长挑战之外，转向更加平衡的配置可能被证明为时过早的最大原因是显而易见的：更好的增长、更高的通胀和更弱的财政状况导致收益率持续上行压力的前景以及估值下行压力。我们认为，这些担忧可能仍然是近期前景的一个特点，至少在通胀缓解到足以解决这些问题之前是这样。

附录

GS 市场预测：股票、信贷和债券的正回报；美元保持坚挺

	当前的等级	GS 预测			远期定价			上行定价与远期定价			
		3m	6m	12m	3m	6m	12m	3m	6m	12m	
股票											
标准普尔 500 指数		4378	4500	4500	4700	4426	4472	4564	2%	1%	3%
斯托克欧洲 600 指数	第443位	450	第460位	第480位	第446位	第444位	第447位	1%	4%	7%	
东证指数		2333	2500	2600	2650	2329	2304	2281	7%	13%	16%
MSCI AC 亚太地区 (日本除外)	第494位	515	第525位	550	第499位	503	507	3%	4%	8%	
MSCI EM		961		1050	969	第976位	989			6%	
10年期政府债券收益率											
我们	4.57%	4.75%	4.71%	4.58%	4.58%	4.57%	4.57%	17 基点	14 基点	1 个基点	
德国	2.66%	2.69%	2.56%	2.31%	2.65%	2.64%	2.63%	4 个基点	- 8 基点	- 32 基点	
日本	0.88%	1.06%	1.19%	1.30%	0.95%	1.00%	1.10%	11 基点	19 基点	20 基点	
英国	4.27%	4.32%	4.18%	4.06%	4.29%	4.27%	4.30%	3 个基点	- 9 基点	- 24 基点	
2年期政府债券收益率											
我们	4.92%	5.00%	4.96%	4.72%	4.74%	4.58%	4.35%	26 基点	38 基点	37 基点	
德国	2.98%	3.06%	2.94%	2.55%	2.80%	2.60%	2.29%	26 基点	34 基点	26 基点	
日本	0.13%	0.10%	0.12%	0.22%	0.19%	0.24%	0.32%	- 9 基点	- 12 基点	- 10 基点	
英国	4.63%	4.62%	4.38%	3.90%	4.42%	4.23%	4.12%	20 基点	14 基点	- 22 基点	
公司债券利差 (基点, 上行与现货)											
彭博巴克莱美国 IG 彭博巴克	125	120	118	115				- 5	- 7	- 10	
莱美国 HY iBoxx 欧元 IG	第398位	第383位	第378位	370				- 15	- 20	- 28	
	169	165	162	159				- 4	- 7	- 10	
美银美林欧元 HY	第461位	第458位	第454位	450				- 3	- 7	- 11	
摩根大通 EMBI 部门	第430位			410						- 20	
商品											
WTI 原油 (美元/桶) 布	77.4	84.0	88.0	89.0	76.8	76.0	73.8	9%	16%	21%	
伦特原油 (美元/桶)	81.6	88.0	92.0	93.0	81.0	80.1	78.1	9%	15%	19%	
LME 铜 (美元/吨)	8,112	8,400	8,850	10,000	8,189	8,258	8,391	3%	7%	19%	
铁矿石 62% Fe (\$/mt)	125	130	120		120	115		8%	4%		
COMEX 黄金 (\$/金衡)	1,974	2,050 人	2,050 人	2,050 人	1,987	2,017	2,071	3%	2%	- 1%	
TTF 天然气 (欧元/兆瓦时)	46.6	45	44	54	48.0	46.3	50.4	- 6%	- 5%	7%	
外汇 (兑美元上涨)											
欧元/美元	1.07	1.04	1.06	1.10	1.07	1.08	1.09	- 3%	- 2%	1%	
美元/日元	150	155	155	150	148	146	142	- 4%	- 6%	- 5%	
英镑/美元	1.23	1.18	1.20	1.25	1.23	1.23	1.23	- 4%	- 3%	1%	
澳元/美元	0.64	0.62	0.64	0.66	0.65	0.65	0.65	- 4%	- 1%	2%	
美元/瑞郎	0.90	0.92	0.90	0.85	0.89	0.88	0.87	- 3%	- 2%	1%	
美元/墨西哥比索	17.5	17.0	17.0	17.3	17.7	18.0	18.6	4%	6%	8%	
美元/巴西雷亚尔	4.87	4.80	4.70	4.60	4.92	4.96	5.06	2%	6%	10%	
美元/印度卢比	83.2	84.0	83.0	82.0	83.5	83.9	84.6	- 1%	1%	3%	
美元/人民币	7.26	7.30	7.30	7.15	7.18	7.17	7.09	- 2%	- 2%	- 1%	

资料来源：彭博社、Datastream、彭博-巴克莱、ICE-BAML、iBoxx、高盛、高盛全球投资研究

披露附录

调节交流电

我们 Jan Hatzius、Dominic Wilson、Joseph Briggs、Vickie Chang、Devesh Kodnani 和 Giovanni Pierdomenico 特此证明，本报告中表达的所有观点准确反映了我们的个人观点，不受公司业务或客户考虑的影响关系。

除非另有说明，本报告封面所列个人均为高盛全球投资研究部门的分析师。

披露

监管披露

美国法律法规要求的披露

请参阅上述公司特定监管披露，了解本报告中提及的公司所需的以下任何披露：待决交易中的经理或联席经理；1%或其他所有权；对某些服务的补偿；客户关系的类型；前期管理/共同管理的公开发行；董事职位；股票证券、做市商和/或专家角色。高盛交易或可能作为委托人交易本报告中讨论的发行人的债务证券（或相关衍生品）。

以下是额外需要披露的信息：**所有权和重大利益冲突**：高盛的政策禁止其分析师、向分析师报告的专业人士及其家庭成员拥有分析师覆盖范围内的任何公司的证券。**分析师薪酬**：分析师的薪酬部分取决于高盛的盈利能力，其中包括投资银行收入。**担任高级职员或董事的分析师**：高盛的政策通常禁止其分析师、向分析师报告的人员或其家庭成员担任分析师覆盖范围内任何公司的高管、董事或顾问。**非美国分析师**：非美国分析师可能不是 Goldman Sachs & Co. LLC 的关联人士，因此可能不受 FINRA 规则 2241 或 FINRA 规则 2242 关于与目标公司的沟通、公开露面和分析师持有的证券交易的限制。

美国以外司法管辖区的法律和法规要求的额外披露

以下披露是指定司法管辖区要求的披露，但上文已根据美国法律和法规进行的披露除外。**澳大利亚**：高盛澳大利亚有限公司及其附属公司不是澳大利亚授权的存款机构（该术语的定义见《1959 年银行法》（联邦）），并且不在澳大利亚提供银行服务，也不开展银行业务。除非高盛另有同意，本研究及其任何访问权限仅适用于《澳大利亚公司法》含义内的“批发客户”。在撰写研究报告时，高盛澳大利亚全球投资研究成员可以参加其研究报告主题的公司和其他实体举办的实地考察和其他会议。在某些情况下，如果高盛澳大利亚认为在与实地考察或会议有关的具体情况下适当且合理，则此类实地考察或会议的费用可能部分或全部由有关发行人承担。如果本文件的内容包含任何金融产品建议，则仅为一般建议，由高盛编制，未考虑客户的目标、财务状况或需求。客户在按照任何此类建议采取行动之前，应根据客户自身的目标、财务状况和需求考虑该建议的适当性。高盛澳大利亚和新西兰的某些利益披露副本以及高盛澳大利亚卖方研究独立政策声明的副本可在以下网址获取：<https://www.goldmansachs.com/disclosures/australia-new-zealand/index.html>。**巴西**：与 CVM 决议 n 相关的披露信息。20 可用于<https://www.gs.com/worldwide/brazil/area/gir/index.html>。在适用的情况下，巴西注册分析师主要负责本研究报告的内容（如 CVM 决议第 20 条所定义）。20，除非文末另有说明，为本报告开头指定的第一作者。**加拿大**：该信息仅供您参考，并非在任何情况下均不应被解释为高盛公司为加拿大证券购买者交易任何加拿大证券而进行的广告、要约或招揽。高盛有限责任公司未根据适用的加拿大证券法在加拿大任何司法管辖区注册为交易商，通常不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销售某些证券和产品。如果您希望在加拿大交易任何加拿大证券或其他产品，请联系高盛加拿大公司、高盛集团公司的附属公司或其他注册的加拿大交易商。**香港**：有关本研究中提及的涵盖公司的证券的更多信息，可应高盛（亚洲）有限责任公司的要求获得**印度**：有关本研究中提及的一个或多个主题公司的更多信息，请联系 Goldman Sachs (India) Securities Private Limited, 研究分析师 - SEBI 注册号 INH000001493, 951-A, Rational House, Appasaheb Marathe Marg, Prabhadevi, Mumbai 400 025, 印度, 企业识别号 U74140MH2006FTC160634, 电话 +91 22 6616 9000, 传真 +91 22 6616 9001。高盛可能实益拥有 1% 或以上的证券（该术语在印度证券合同第 2 (h) 条中定义）本研究报告中提及的一个或多个主题公司的（监管）法案，1956 年。投资证券市场须承受市场风险。投资前请仔细阅读所有相关文件。SEBI 授予的注册和 NISM 的认证并不以任何方式保证中介机构的绩效或为投资者提供任何回报保证。高盛（印度）证券私人有限公司投资者申诉电子邮件：india-client-support@gs.com。合规官：Anil Rajput | 电话：+91 22 6616 9000 | 电子邮件：anil.m.rajput@gs.com。**日本**：见下文。**韩国**：除非高盛另有同意，本研究及其任何访问权限仅适用于《金融服务和资本市场法》含义内的“专业投资者”。有关本研究中提及的一个或多个主题公司的更多信息可从高盛（亚洲）有限责任公司首尔分公司获得。**新西兰**：高盛新西兰有限公司及其附属公司既不是新西兰的“注册银行”，也不是“存款接受机构”（根据《1989 年新西兰储备银行法》的定义）。除非高盛另有同意，本研究及其任何访问权限均面向“批发客户”（如《2008 年财务顾问法》中的定义）。高盛澳大利亚和新西兰的某些利益披露副本可在以下网址获取：<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不属于俄罗斯立法定义的广告，而是不以产品推广为主要目的的信息和分析，并且不提供俄罗斯评估活动立法含义内的评估。研究报告不构成俄罗斯法律法规中定义的个性化投资建议，不针对特定客户，并且在分析客户的财务状况、投资状况或风险状况的情况下编写。高盛对客户或任何其他人士根据本研究报告可能做出的任何投资决策不承担任何责任。**新加坡**：高盛（新加坡）私人有限公司（公司编号：198602165W）受新加坡金融管理局监管，接受本研究的法律责任，并应就本研究引起或与之相关的任何事宜联系该公司。**台湾**：本材料仅供参考，未经许可不得转载。投资者应谨慎考虑自身的投资风险。投资结果由个人投资者负责。**英国**：在英国被归类为零售客户（该术语在金融行为监管局的规则中定义）的人士应结合高盛之前对本文提到的涵盖公司的研究来阅读本研究，并应参考高盛国际向他们发出的风险警告。高盛国际可要求提供这些风险警告的副本以及本报告中使用的某些财务术语的词汇表。

欧盟和英国：与欧盟委员会授权法规 (EU) 第 6 (2) 条相关的披露信息

(2016/958) 补充欧洲议会和理事会第 (EU) 596/2014 号法规 (包括在英国脱离欧盟和欧洲经济联盟后将授权法规实施到英国国内法律和法规中) 有关客观呈现投资建议或推荐或暗示投资策略的其他信息以及披露特定利益或利益冲突迹象的技术安排的监管技术标准, 请参见 <https://www.gs.com/disclosures/europeanpolicy.html> 其中规定了欧洲管理与投资研究相关的利益冲突的政策。

日本: 高盛日本有限公司是在关东金融局注册的金融工具交易商, 注册号为 Kinsho 69, 并且是日本证券交易商协会、日本金融期货协会第二类金融工具公司协会、投资信托协会的会员、日本、日本投资顾问协会。出售和购买股权需缴纳与客户预先确定的佣金以及消费税。请参阅日本证券交易所、日本证券交易商协会或日本证券金融公司要求的任何适用披露的公司特定披露。

全球产品；分配实体

高盛全球投资研究为高盛的全球客户制作和分销研究产品。高盛世界各地办事处的分析师对行业和公司进行研究, 并对宏观经济、货币、大宗商品和投资组合策略进行研究。本研究由 Goldman Sachs Australia Pty Ltd (ABN 21 006 797 897) 在澳大利亚传播; 巴西: Goldman Sachs do Brasil Corretora de Títulos e Valores Mobiliários SA; 公共沟通渠道高盛巴西: 0800 727 5764 和/ou contatogoldmanbrasil@gs.com。工作日 (节假日除外) 上午 9 点至下午 6 点可用。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; 高盛公司 (Goldman Sachs & Co. LLC) 在加拿大; 高盛 (亚洲) 有限责任公司在香港; 高盛 (印度) 证券私人有限公司在印度; 在日本由高盛日本有限公司; 在韩国由高盛 (亚洲) 有限责任公司首尔分公司负责; 高盛新西兰有限公司在新西兰; OOO 高盛在俄罗斯; 高盛 (新加坡) 私人有限公司在新加坡 (公司编号: 198602165W); 在美国由 Goldman Sachs & Co. LLC 管理。高盛国际已批准这项研究并在英国进行分发。

高盛国际 (“GSI”) 经审慎监管局 (“PRA”) 授权并受金融行为监管局 (“FCA”) 和 PRA 监管, 已批准本研究在英国进行分发。

欧洲经济区: GSI 经 PRA 授权并受 FCA 和 PRA 监管, 在欧洲经济区内的以下司法管辖区传播研究成果: 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; GSI - Succursale de Paris (巴黎分行) 经法国审慎监管局 (“ACPR”) 授权, 并受法国审慎监管局和金融市场管理局 (“AMF”) 监管在法国进行研究; GSI - Sucursal en España (马德里分部) 由 Comisión Nacional del Mercado de Valores 在西班牙授权, 在西班牙王国传播研究成果; GSI - 瑞典 Bankfilial (斯德哥尔摩分行) 根据瑞典证券和公司法 (Sw. lag (2007:528) om värdepappersmarknaden) 第 4 章第 4 节被 SFSA 授权为 “第三国分行”, 传播以下领域的研究成果: 瑞典王国; 高盛欧洲银行 (“GSBE”) 是一家在德国注册成立的信贷机构, 在单一监管机制内接受欧洲中央银行的直接审慎监管, 并在其他方面接受德国联邦金融监管局 (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht) 的监管、BaFin 和德意志联邦银行, 并在德意志联邦共和国和欧洲经济区内 GSI 无权传播研究成果的司法管辖区传播研究成果, 此外, GSBE、GSBE 哥本哈根分行、Tyskland 受丹麦金融管理局监管在丹麦王国传播研究成果; GSBE - Sucursal en España (马德里分行) (在一定程度上) 接受西班牙银行的当地监管, 在西班牙王国传播研究成果; GSBE - Succursale Italia (米兰分行) 在相关适用范围内, 受意大利银行 (Banca d'Italia) 和意大利公司交易委员会 (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa “Consob”) 的当地监管在意大利进行研究; GSBE - Succursale de Paris (巴黎分部), 由 AMF 和 ACPR 监督, 在法国传播研究成果; GSBE - 瑞典 Bankfilial (斯德哥尔摩分行) 在一定程度上受到瑞典金融监管局 (Finansinspektionen) 的当地监管, 在瑞典王国传播研究成果。

一般披露

这项研究仅供我们的客户使用。除与高盛相关的披露外, 本研究基于我们认为可靠的当前公开信息, 但我们并不表示其准确或完整, 因此不应依赖于此。本文中包含的信息、意见、估计和预测均截至本文发布之日, 如有更改, 恕不另行通知。我们寻求适当更新我们的研究, 但各种法规可能会阻止我们这样做。除了定期发布的某些行业报告外, 绝大多数报告都是根据分析师的判断不定期发布的。

高盛开展全球全方位服务、综合投资银行、投资管理和经纪业务。我们与全球投资研究涵盖的大部分公司建立了投资银行和其他业务关系。高盛公司 (Goldman Sachs & Co. LLC), 美国经纪交易商, 是 SIPC 成员 (<https://www.sipc.org>)。

我们的销售人员、交易员和其他专业人士可能会向我们的客户和主要交易柜台提供口头或书面的市场评论或交易策略, 这些评论或交易策略所反映的观点与本研究中表达的观点相反。我们的资产管理领域、主要交易部门和投资业务可能会做出与本研究中表达的建议或观点不一致的投资决策。

我和我的附属公司、管理人员、董事和员工将不时持有本研究中提及的证券或衍生品 (如有) 的多头或空头头寸、作为委托人、买卖证券或衍生品 (如有), 除非另有禁止根据法规或高盛政策。

高盛安排的会议上第三方发言人 (包括高盛其他部门的个人) 发表的观点并不一定反映全球投资研究的观点, 也不是高盛的官方观点。

本文提到的任何第三方, 包括任何销售人员、交易员和其他专业人士或其家庭成员, 可能对所提到的产品持有与本报告中指定的分析师所表达的观点不一致的立场。

这项研究重点关注跨市场、行业和部门的投资主题。它并不试图区分我们描述的任何行业或部门内个别公司的前景或业绩, 也不提供分析。

本研究中与股票或信用证券或行业或部门内的证券相关的任何交易建议都反映了正在讨论的投资主题, 而不是孤立地对任何此类证券的建议。

本研究并非在任何司法管辖区提出出售要约或招揽购买任何证券的要约, 如果此类要约或招揽是非法的。它不构成个人建议, 也不考虑个人客户的特定投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本研究中的任何建议或建议是否适合其特定情况, 并在适当的情况下寻求专业建议, 包括税务建议。本研究中提到的投资的价格和价值及其收入可能会波动。过去的业绩并不能作为未来业绩的指南, 未来的回报无法得到保证, 并且可能会发生原始资本的损失。

汇率波动可能会对某些投资的价值或价格或所得收入产生不利影响。

某些交易，包括涉及期货、期权和其他衍生品的交易，会产生很大的风险，并不适合所有投资者。投资者应查阅当前期权和期货披露文件，这些文件可从高盛销售代表处获取或通过 <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。在需要多次购买和出售期权（例如价差）的期权策略中，交易成本可能很高。将根据要求提供支持文件。

全球投资研究提供不同级别的服务：高盛全球投资研究向您提供的服务水平和类型可能与向 GS 的内部和其他外部客户提供的服务有所不同，具体取决于多种因素，包括您对接收通信的频率和方式的个人偏好、您的风险状况、投资重点和视角（例如，整个市场、特定行业、长期、短期）、您与高盛的整体客户关系的规模和范围，以及法律和监管限制。例如，某些客户可能会要求在发布特定证券的研究报告时收到通知，并且某些客户可能会要求通过数据源或以其他方式以电子方式将我们内部客户网站上提供的分析师基本面分析的特定数据传送给他们。在将分析师的基本研究观点（例如评级、价格目标或股本证券盈利预测的重大变化）纳入通过电子出版物广泛传播给我们的研究报告之前，不会向任何客户传达此类信息的变化。内部客户网站或必要时通过其他方式向所有有权接收此类报告的客户提供。

所有研究报告均通过电子出版物在我们的内部客户网站上同时传播并提供给所有客户。并非所有研究内容都会重新分发给我们的客户或提供给第三方聚合商，高盛也不负责第三方聚合商重新分发我们的研究成果。如需您可能可以获得的与一种或多种证券、市场或资产类别（包括相关服务）相关的研究、模型或其他数据，请联系您的 GS 代表或访问 <https://research.gs.com>。

披露信息也可在 <https://www.gs.com/research/hedge.html> 或来自研究合规部，200 West Street, New York, NY 10282。

© 2023 高盛。

未经高盛集团公司事先书面同意，不得 (i) 以任何方式以任何形式复印、影印或复制本材料的任何部分，或 (ii) 重新分发。