

中国随想

人民币的复兴

- n 与 2018 年 3 月至 2020 年 1 月的美中贸易战 1.0 不同，在那期间美元兑人民币汇率从 6.26 的低点升至 7.18 的高点（即贬值 13%），而自“解放日”以来，人民币兑美元汇率已升值 1%。
- n 常被提及的货币稳定/强势的解释包括中国人民银行的干预，相较于 2017 年中国出口部门的竞争力和多样化有所提升，人民币可能被低估（特别是在实际有效汇率基础上），以及美元普遍走弱及由此导致的从美元资产转向多元化的需求。
- n 高盛经济学家现在预计美元兑人民币汇率将在 3 个月内达到 7.20，6 个月内达到 7.10，12 个月内达到 7.00，这意味着未来 12 个月内将有 3% 的外汇收益。
- n 根据经验，中国股市在人民币升值时（相对于美元和一篮子货币）往往表现良好，这与大多数亚洲新兴市场的交易模式一致。
- n 从概念上讲，人民币升值可能通过会计、基本面、风险溢价和投资组合流动渠道利好中国股市：我们估计，人民币对美元每升值 1%，在其他条件不变的情况下，可能使中国股市上涨 3%，包括换算收益。
- n 从行业角度看，消费品、房地产和多元化金融领域（经纪商）通常在人民币升值时表现优于大盘，而防御性股票则恰恰相反。
- n 潜在的外汇韧性为我们对中国股票的超配立场提供了支持，主题偏向于国内、以人民币计价的资产，企业盈利前景适度改善，外国资金流入中国股市，但未来几个月南向资金净买入的步伐可能会有所放缓。
- n 我们更新了人民币升值赢家和输家名单，共 20 只股票在每只股票都为投资者提供了在股票市场表达其外汇观点的机会。在过去 3 年中，这两个列表之间的表现差异与美元兑人民币汇率（USDCNY）呈现出 60% 的月度相关性和 3.0 倍的贝塔值。

Kinger Lau, CFA
+852-2978-1224 | kinger.lau@gs.com 高盛
(亚洲) 有限责任公司

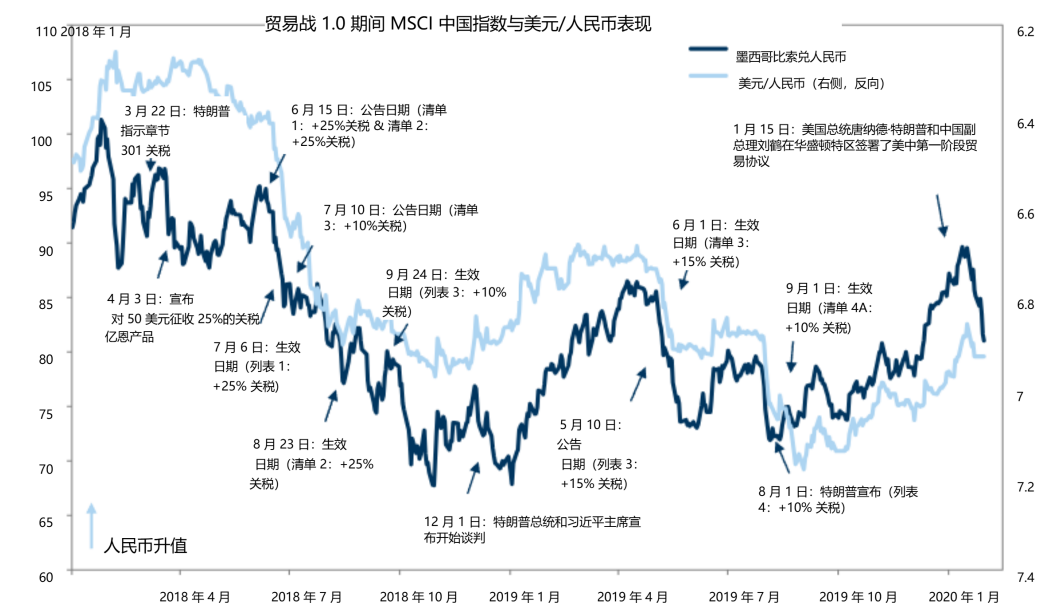
Timothy Moe, CFA
+65-6889-1199 | timothy.moe@gs.com 高盛
(新加坡) 私人有限公司

傅思, 博士
+852-2978-0200 | si.fu@gs.com 高盛
(亚洲) 有限责任公司

王凯文, 特许金融分析师
+852-2978-2446 | kevin.wang@gs.com 高盛
(亚洲) 有限责任公司

1. 在 2018 年 3 月特朗普总统启动对 500 亿美元中国商品的 301 条款贸易调查，到 2020 年 1 月双方签署第一阶段贸易协议的“中美贸易战 1.0”期间，中国股市下跌了 8%，人民币兑美元汇率则贬值了 9%。相比之下，在最近一轮事件中，两国一度对彼此征收超过 100% 的有效关税税率，随后达成了一项为期 90 天的贸易休战协议（将于 8 月中旬到期），令许多市场参与者感到意外的是，人民币兑美元表现坚挺，自解放日以来升值了 1%。尽管如此，以一篮子货币（CFETS）为基础，人民币今年以来已贬值 5%，自解放日以来贬值了 2%。

图表 1：中美贸易战 1.0 期间人民币下跌超过 10%

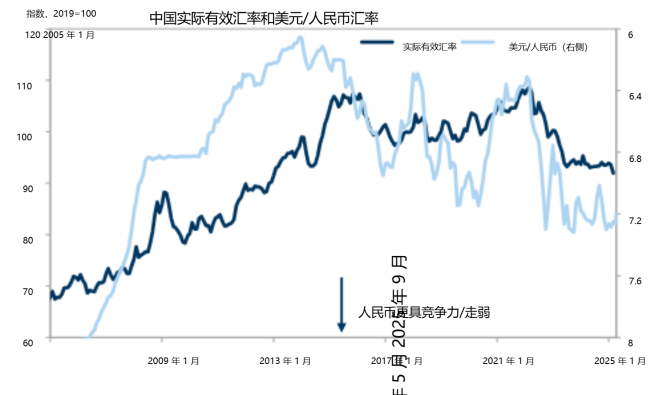


来源: MSCI, 高盛全球投资研究

2. 关于货币稳定/强势的常见解释包括: a)

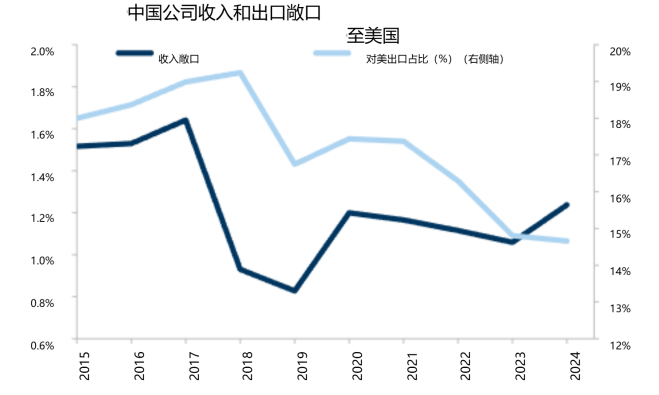
人民币管理方面，中国人民银行在美元/人民币汇率固定上保持了基本稳定，尽管根据我们经济学家的估计，美元指数有所波动；b) 与 2017 年相比，中国出口部门的竞争力和多样化程度有所提高，2024 年美国市场直接占中国出口的 15% 以及上市公司收入的 1.2%，而 2017 年分别为 19% 和 1.6%；c) 人民币可能被低估，特别是在实际有效汇率基础上，人民币接近 12 年来的低点，自 2021 年峰值以来已下跌 15%；以及 d) 美元整体疲软可能会持续，美元指数已从 1 月中旬的 109 降至目前的 99，全球投资者因此对美元资产的需求转向多元化。

图表 2：以实际有效汇率为基础，人民币看起来具有竞争力



来源：Haver，高盛全球投资研究

图表 3：过去十年，中国对美国的直接贸易和收入敞口有所下降

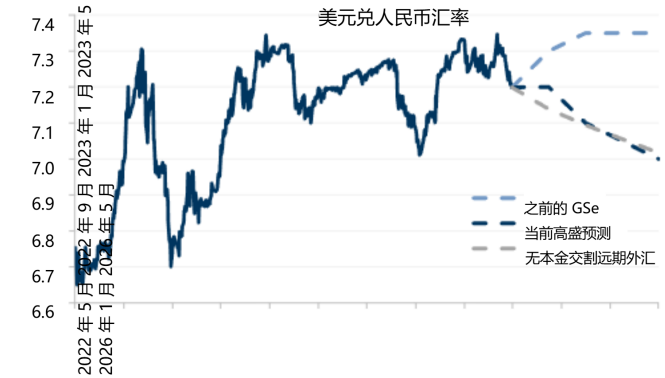


来源：Wind，FactSet，高盛全球投资研究

3. 高盛外汇团队最近下调了美元兑人民币的预测（升值），预计汇率将在 3 个月、6 个月和 12 个月的时间范围内分别达到 7.20、7.10 和 7.00，之前预测分别为 7.30、7.35 和 7.35。虽然货币走弱可能在外部需求不确定性增加的情况下适度提升出口竞争力，但要抵消美国关税税率所需的货币贬值幅度，尤其是在如此具有竞争力的估值水平上，很可能会损害中国国内投资者的情绪，并带来资本外流压力增加的风险。相反，我们的经济学家预计中国当局将依靠其他政策工具来缓解贸易带来的增长阻力，

特别是向非美国发达市场和新兴市场进行出口多元化，以及采取更有力的财政宽松政策来刺激国内需求。

图表 4：高盛经济学家预计未来 12 个月人民币兑美元将升值

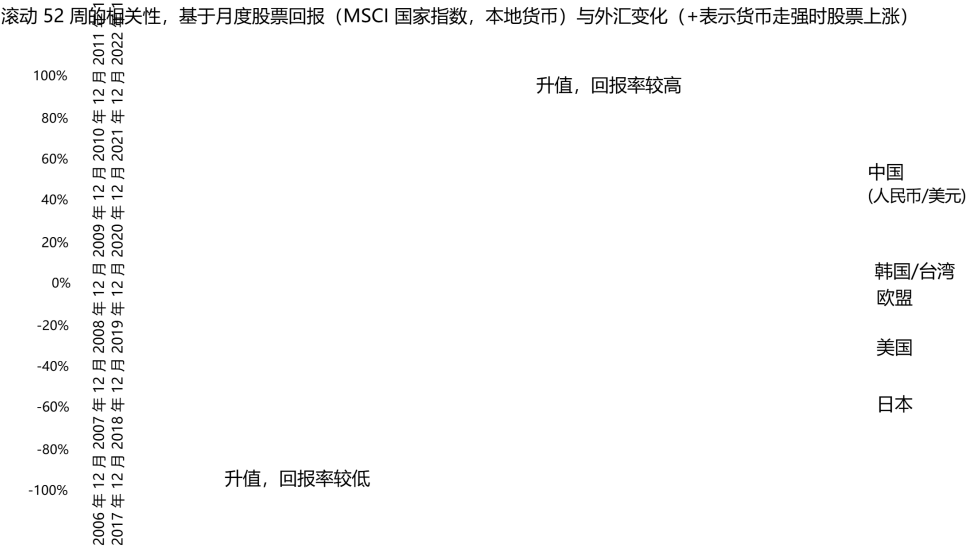


来源：彭博社，高盛全球投资研究

4. 从经验上看，当人民币升值时，中国股票往往表现良好，股票回报率与人民币汇率（无论是双边还是篮子汇率）呈现出正向相关性和贝塔值（即敏感性）。具体来说，自 2012 年以来，外汇/股票的相关性和贝塔值平均为 35%和 1.9（以人民币计），这表明当人民币走强时，股票有 66%的时间表现为正收益。这种外汇/股票的关系与韩国和台湾类似，在这些地区，外汇走强（相对于美元）与本地货币计价的股票回报率呈正相关，表明对非美元本地资产的需求通常超过潜在的不利影响。

逐步失去竞争力的货币对这些出口导向型经济体的影响市场。在另一个极端，日本的外汇/股票相关性持续为负，这意味着外汇竞争力可能是其出口动态的关键决定因素。

图表 5：外汇升值往往与中国股票市场回报呈正相关



来源：MSCI，FactSet，高盛全球投资研究

5. 外汇与股票的正相关关系也可以通过基本面和估值原因来解释。首先，离岸上市的中国股票以港币或美元报价，但功能货币为人民币，当人民币升值时，其收益和账面价值应该会上升

从而导致汇兑收益和更具吸引力的股票价值。

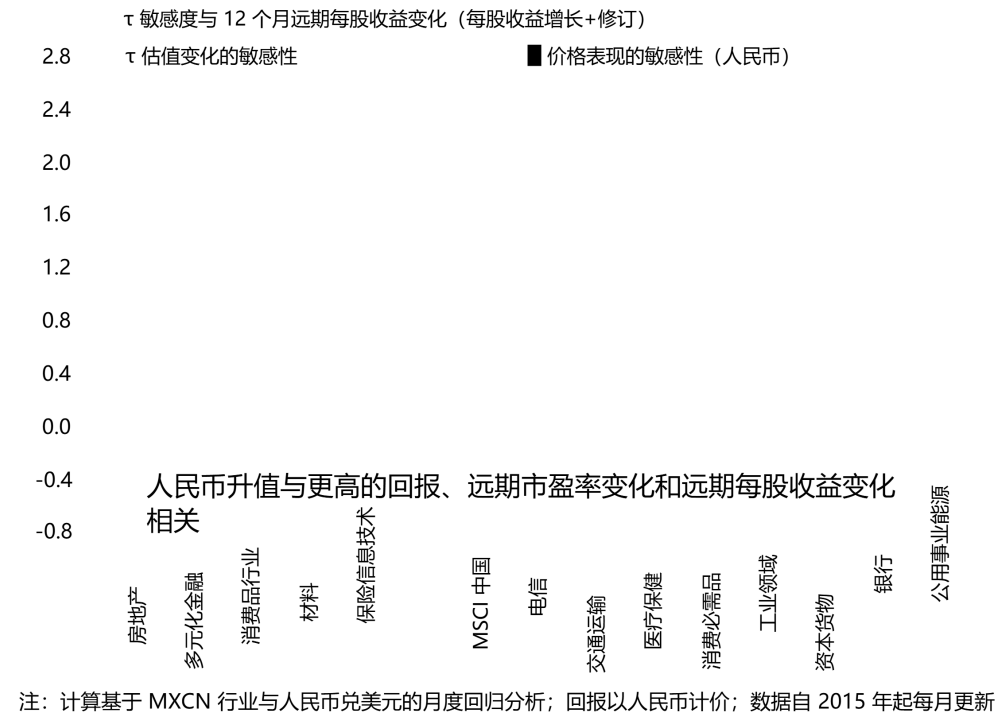
估值。其次，持有美元债务（或以美元为基础成本）或在运营中缺乏美元资产的中国公司，在美元走弱时应会看到外汇交易收益。第三，外汇升值通常反映并伴随着经济相对于其贸易伙伴较强的周期性基本面条件，这对增长和股票回报预期是好兆头。最后，人民币适度升值应有助于缓解对资本外流的担忧，从而有利于股票风险溢价（ERP）和投资组合流动。总之，我们的研究表明，人民币对美元每升值 1%，在其他条件不变的情况下，将使中国股票的回报率提高约 3%（包括翻译收益）。

图表 6：我们看到外汇可能通过多种直接和间接渠道影响中国的股市

来源：高盛全球投资研究

6. 在指数表面之下，当人民币兑美元升值时，H 股的消费品、房地产和多元化金融（券商）以及内地的材料和技术行业往往表现优于各自的本地基准，这可能是由于它们与国内消费的基本面接近，对人民币计价的实物和金融资产的需求更强，宏观和市场流动性状况更为强劲，以及其他运营和交易渠道的影响。相反，防御性行业，包括公用事业、能源、必需品和国有企业，在人民币升值期间通常表现落后，我们认为这主要反映了风险偏好风格/行业的轮动。

展品 7：人民币升值时，房地产、中介和消费品行业通常表现优异



来源：MSCI、彭博社、FactSet、高盛全球投资研究

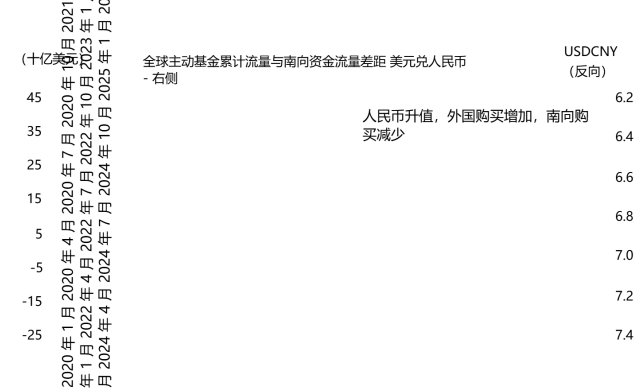
7. 人民币兑美元表现良好的潜力与我们对中国股票持续看好的立场相辅相成，考虑到历史上外汇与股票的正相关性、额外的盈利上行空间（汇兑收益）以及其对外国投资组合流向中国资产的顺周期性，尽管南向资金流入的速度可能会从今年迄今创纪录的步伐中有所放缓，因为外汇对冲需求不再那么明显。这也与我们偏向国内的行业配置倾向一致，我们将消费科技、消费服务、银行和房地产列为超配。较强的外汇汇率似乎也支持我们在中国特色股票领域内许多首选的主题策略，特别是中国人工智能、国内刺激受益者和新兴市场出口商。

图表 8：人民币对美元每升值 1%，可能推动中国股市价格上涨 3%



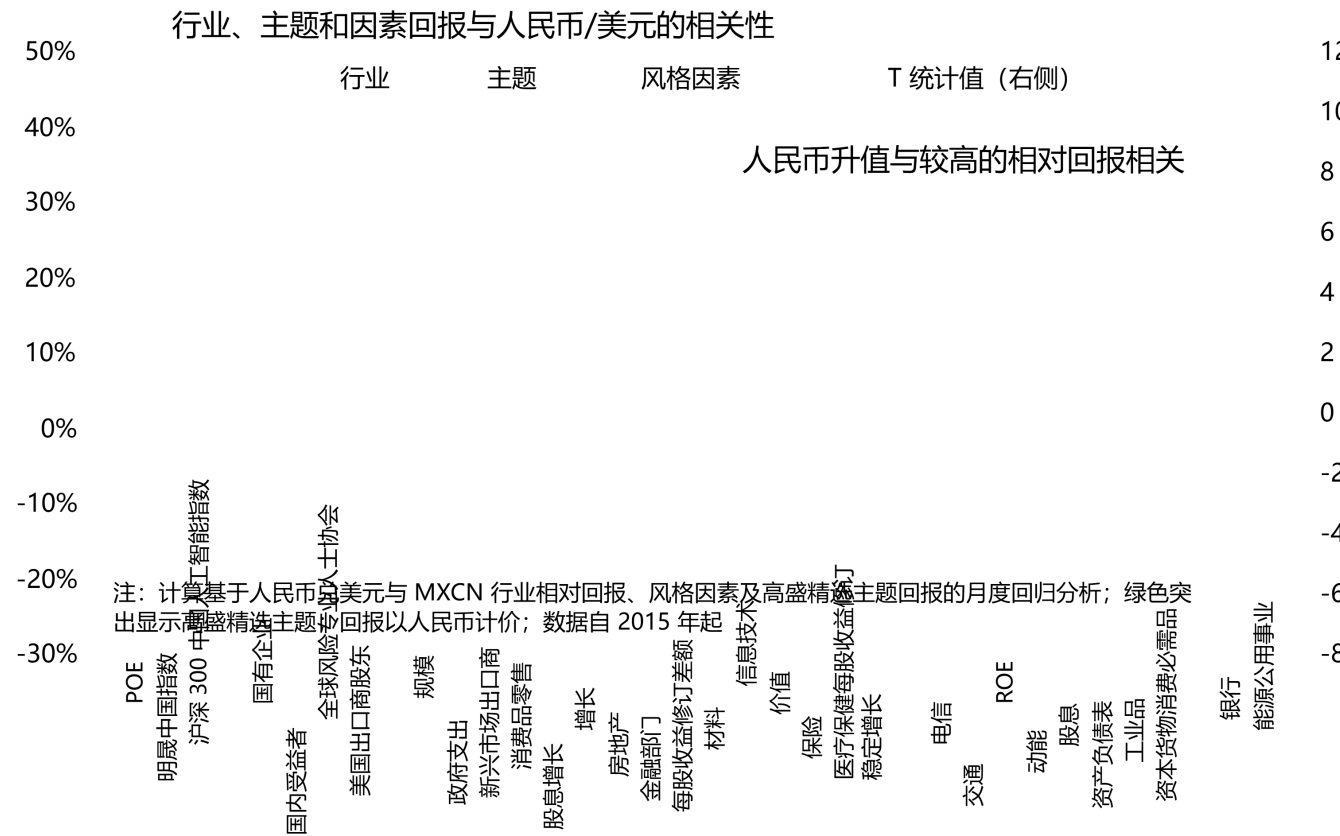
来源：MSCI，彭博社，FactSet，高盛全球投资研究

图表 9：人民币升值往往会带动外资买入增加，而南向资金流出减弱



来源：EPFR，彭博社，高盛全球投资研究

展品 10：我们偏好的主题通常与人民币走强密切相关



来源：FactSet，MSCI，高盛全球投资研究

8. 在个股层面，我们更新了人民币升值受益股和受损股名单，其相对表现与美元兑人民币汇率密切相关，适合那些可能通过股票表达外汇观点的宏观投资者。对于升值受益股名单中的股票，它们通常在价格上与人民币走强呈正相关，并且面临以美元计价的输入成本（例如石化、建筑和必需消费品），长期

美元债务（例如航空公司），或者基本上面临较低的海外收入风险，反之则适用于升值输家名单。总体而言，根据我们的回测，在过去 3 年中，这两个名单的相对回报表现与美元兑人民币汇率显示出 60%的月度方向相关性和 3.0 倍的贝塔值。

展表 11：人民币升值时可能表现优异的香港/中国上市公司名单
人民币升值受益者的筛选标准：中国境内和境外前 10 名股票，需满足以下条件：(1) 上市市值超过 20 亿美元，平均每日交易量超过 500 万美元；(2) 属于以美元进口成本为基础的行业，包括航空、（石化）化工、建筑或食品主食，以及旅游相关行业；或具有较高的美元债务/股权比率（>20%）；(3) 海外收入占比低（<30%）；(4) 2024 年因人民币贬值未产生外汇收益；(5) 在与外汇变动相关的回报相关性排名中位于底部。

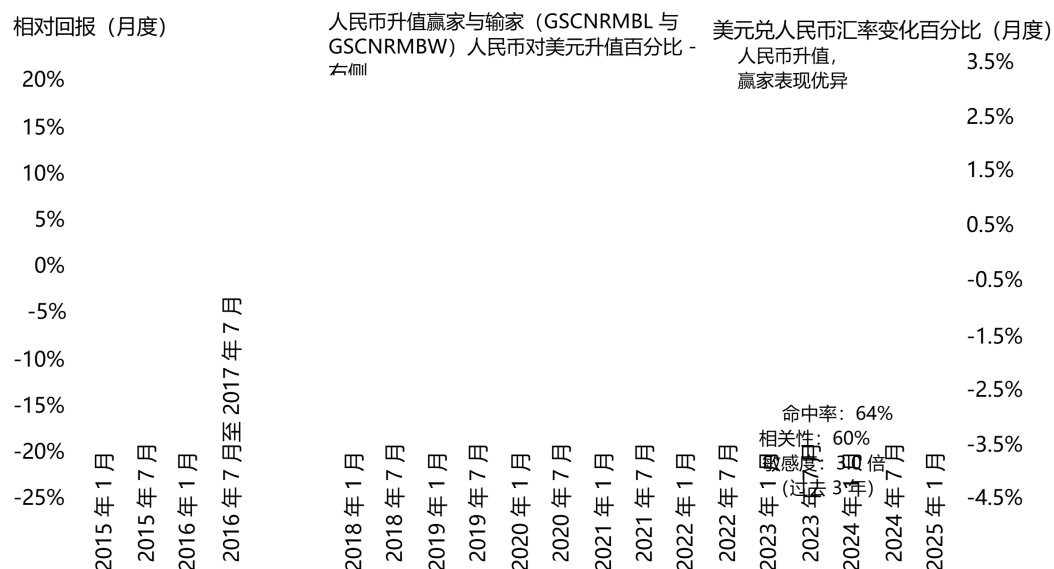
突出显示人民币升值时表现优异的子行业															亮点			
BBG Ticker	公司名称	GICS 子行业	Quoted Price	<20 亿美元				500 亿美元				>30%		>10%		>20%		+0
				Size and Liquidity				Growth and Valuations				Overseas Sales Exposure (%)	国家	FX Sensitivity				
				上市	6 个月平均每日交易量	2025 年估计	2025 年估计	2025 年估计	2024 年估计	美元 / 港币 / 日元 / 欧元 / 英镑 / 加元 / 澳元 / 新加坡元 / 韩元 / 印度卢比 / 俄罗斯卢布 / 墨西哥比索 / 巴西雷亚尔 / 智利比索 / 阿根廷比索 / 哥伦比亚比索 / 秘鲁新索 / 厄瓜多尔美元 / 玻利维亚比索 / 乌拉圭比索 / 巴拉圭比索 / 圭亚那美元 / 苏里南盾 / 圭亚那元 / 牙买加元 / 海地古德 / 多明尼加比索 / 尼加拉瓜科多巴 / 洪都拉斯伦皮拉 / 萨尔瓦多科隆 / 危地马拉格瓦泰拉 / 伯利兹元 / 伯利兹								

Source: FactSet, IBES, Goldman Sachs Global Investment Research

Exhibit 12: A list of HK/China listed companies that may underperform when the Rmb rises
Criteria for RMB appreciation losers: Top 10 China onshore and offshore stocks (1) with listed market cap > US\$2bn and ADVT > US\$5mn; (2) with significant overseas revenue (>30%); (3) with limited USD debt (< 5% of equities); (4) without FX losses in 2024 as RMB depreciated; and (5) ranked at the top on return correlation with FX changes.

BBG Ticker	Company Name	GICS Sub-Industry	Quoted Price	Size and Liquidity		Growth and Valuations						FX Sensitivity		FX Sensitivity		FX Sensitivity	
				Listed Market Cap (US\$m)	6M ADVT (US\$m)	2025E P/E (X)	2025E P/B (X)	2025E EPS Growth (%)	2026E EPS Growth (%)	Overseas Sales Exposure (%)	Return correlation with FX change (% [a])	USD Debt / Total Debt (%)	USD Debt / Equity (%)	2024 FX gmt/ loss /sales			
Potential RMB appreciation losers (depreciation winners)																	
6690 HK	Haier Smart Home	Household Appliances	HKD 23.95	8,738	56	10	1.7	11	12	50%	98%	<5%	0%	-			
LEGN UW	Legend Biotech	Biotechnology	USD 28.33	5,203	45	-	7.3	-	-	100%	97%	-	-	-			
857 HK	PetroChina	Integrated Oil & Gas	HKD 6.45	17,377	98	7	0.7	-9	6	33%	97%	<5%	0%	0.0%			
600026 CG	COSCO Shipping Energy	Oil & Gas Storage & Transport	CNY 10.37	5,000	54	9	1.3	31	12	74%	96%	-	-	0.6%			
1070 HK	TCL Electronics	Consumer Electronics	HKD 11	3,541	13	13	1.4	18	17	58%	94%	-	-	-			
3933 HK	United Laboratories Int'l	Pharmaceuticals	HKD 13.68	3,174	15	7	1.2	15	-4	46%	94%	<5%	0%	-			
522 HK	ASMP	Semiconductor Materials & Equip.	HKD 54	2,872	17	26	1.4	100	76	62%	92%	<5%	0%	-			
688777 CG	SUPCON Technology	Electronic Equip. & Instruments	CNY 46.17	5,065	104	29	3.3	13	18	100%	91%	-	-	0.2%			
002156 CS	Tongfu Microelectronics	Semiconductors	CNY 24.27	5,111	207	33	2.4	64	32	63%	91%	-	-	0.1%			
551 HK	Yue Yuen Industrial	Footwear	HKD 11.96	2,450	8	6	0.5	5	6	56%	88%	-	-	-			
3808 HK	Sinotruk	Construction Machinery & Heavy Transport	HKD 19.74	6,959	9	7	1.1	16	18	40%	84%	-	-	-			
601872 CG	China Merchants Energy	Oil & Gas Storage & Transport	CNY 6.09	6,882	49	8	1.1	16	10	100%	82%	-	-	0.3%			
2133 HK	Shenzhou Int'l	Apparel Accessories	HKD 57.3	10,999	50	12	2.0	5	15	34%	82%	-	-	-			
601598 CG	Sinotrans	Air Freight & Logistics	CNY 4.9	3,574	17	9	0.9	2	4	100%	81%	<5%	0%	0.1%			
425 HK	Mingth Group	Automotive Parts & Equipment	HKD 21.1	3,131	19	8	1.0	17	20	49%	81%	-	-	-			
000021 CS	Kaifu Technology	Electronic Manufacturing Services	CNY 17.9	3,875	118	-	-	-	-	62%	81%	-	-	0.7%			
600745 CG	Wingtech Technology	Electronic Manufacturing Services	CNY 34.63	5,981	103	18	1.2	-	30	72%	81%	<5%	0%	0.2%			
603920 CG	Olympic Circuit Technology	Electronic Components	CNY 26.55	2,654	101	22	2.8	10	26	79%	76%	-	-	1.1%			
300136 CS	Sumway Communication	Communications Equipment	CNY 20.9	2,806	79	28	2.5	10	13	73%	74%	-	-	0.7%			
600685 CG	CSSC Offshore&Marine Engineering Construction Machinery & Heavy Transport	CNY 24.52	2,795	33	33	1.9	178	64	66%	73%	-	-	-	0.3%			
Median				4,438	49	11	1.4	15	16	63%	86%	-	0%	0.3%			
Note (1): USD Debt Exposure is based on public debt and loan data, compiled by Bloomberg.																	
Note (2): Valuations and EPS growth forecasts are based on FactSet estimates. Pricing as of May 21, 2025.																	

展品 13: 在过去 3 年中, 我们的赢家和输家名单的相对回报表现与美元兑人民币汇率在每月的基础上有 64% 的时间是一致的



来源: FactSet, 高盛全球投资研究

附录

图表 14：从行业角度看，当人民币兑美元升值时，消费者非必需品、房地产和多元化金融（券商）通常表现良好

行业回报与人民币汇率变动 (CNY/USD) 的相关性					行业回报对人民币汇率变动的敏感性 (人民币/美元)					
(月度回报, 自 2015 年以来的每周数据, +: 人民币升值时的正向相对回报)					(月度回报, 自 2015 年以来的每周数据, +: 人民币升值时的正向相对回报)					
MXCN (相关性)		沪深 300 (相关性)		MXCN (与...相关)	沪深 300 (相关性)	MXCN (对比)		沪深 300 指数 (对比)	MSCI 中国指数 (对比)	沪深 300 指数 (对比)
人民币美元)		与人民币兑美元)		人民币美元)	与人民币兑美元)	人民币兑美元汇率		人民币兑美元汇率	人民币兑美元汇率	人民币兑美元汇率)
Relative Returns				Absolute Returns		Relative Returns				Absolute Returns
指数	37%	35%	37%	35%	指数	1.94	1.65	1.94	1.65	
消费品	13%	7%	33%	33%	消费品	0.37	0.16	2.32	1.77	
必需消费品	-18%	-3%	26%	28%	消费品	-0.66	-0.11	1.27	1.69	
银行	-18%	-10%	28%	37%	银行	-0.68	-0.36	1.24	1.53	
保险	1%	1%	30%	29%	保险	0.04	0.04	1.99	1.84	
多元化金融	9%	-29%	32%	9%	多元化金融	0.41	-1.22	2.33	0.41	
房地产	9%	-6%	30%	25%	房地产	0.45	-0.31	2.28	1.77	
能源	-22%	-18%	13%	18%	能源	-1.20	-0.85	0.72	0.93	
Capital Goods	-17%	4%	23%	25%	Capital Goods	-0.66	0.13	1.26	1.59	
Transportation	-7%	-6%	34%	32%	Transportation	-0.24	-0.18	1.66	1.63	
Materials	3%	10%	34%	32%	Materials	0.11	0.31	2.03	1.94	
IT	3%	6%	31%	24%	IT	0.10	0.29	2.02	1.79	
Health Care	0%	-3%	29%	26%	Health Care	-0.01	-0.09	1.92	1.53	
Telecom	-5%	-8%	29%	16%	Telecom	-0.17	-0.39	1.78	1.12	
Utilities	-25%	-31%	17%	10%	Utilities	-1.13	-1.34	0.77	0.44	

Note: Green highlights potential RMB appreciation winners, and red highlights potential RMB depreciation losers.

Source: MSCI, FactSet, Goldman Sachs Global Investment Research

披露附录

法规 AC

我们, Kinger Lau, CFA, Timothy Moe, CFA, Si Fu, Ph.D. 和 Kevin Wang, CFA, 在此声明, 本报告中表达的所有观点准确反映了我们的个人看法, 未受到公司业务或客户关系考虑的影响。

除非另有说明, 本报告封面列出的个人均为高盛全球投资研究部门的分析师。

披露信息

其他披露

MSCI

本报告中使用的所有 MSCI 数据均为 MSCI 公司 (MSCI) 的独家财产。未经 MSCI 事先书面许可, 此信息及任何其他 MSCI 知识产权不得以任何形式复制或重新传播, 也不得用于创建任何金融工具、产品或指数。此信息按“现状”提供, 使用此信息的用户需自行承担使用此信息所带来的全部风险。MSCI、其任何关联公司以及任何参与或数据计算或编制相关的第三方, 均不对该信息 (或使用该信息所获得的结果) 作出任何明示或暗示的保证或陈述, 并且 MSCI、其关联公司及任何此类第三方在此明确声明不对该信息的原创性、准确性、完整性、适销性或特定用途的适用性作出任何保证。 在不限上述任何内容的前提下, MSCI、其任何关联公司或任何参与或计算或编制数据相关的第三方, 在任何情况下均不对任何直接、间接、特殊、惩罚性、后果性或其他损害 (包括利润损失) 承担任何责任, 即使已被告知可能发生此类损害。MSCI 和 MSCI 指数是 MSCI 及其关联公司的服务标志。全球行业分类标准 (GICS) 由 MSCI 和标准普尔开发, 是 MSCI 和标准普尔的专有财产。GICS 是 MSCI 和标准普尔的服务标志, 并已授权给高盛集团 (The Goldman Sachs Group, Inc.) 使用。

篮子

本报告中篮子 (或多个篮子) 的交易能力将取决于市场条件, 包括交易时的流动性和借入限制。

监管披露 美国法律和法规要求的披露信息

请参阅上文针对本报告中提及的公司的特定监管披露, 以了解以下任何必要的披露: 管理人或共同管理人参与待定交易; 持有 1% 或更多的所有权; 为某些服务获得报酬; 客户关系的类型; 在过去期间管理/共同管理的公开发售; 董事职务; 对于股权证券, 担任做市商和/或专家角色。高盛在债务证券 (或相关衍生品) 中作为主要交易方进行交易或可能进行交易, 这些证券的发行人在本报告中有所讨论。

以下是额外的必要披露: 所有权和重大利益冲突: 高盛的政策禁止其分析师、向分析师汇报的专业人员及其家庭成员持有分析师覆盖领域内任何公司的证券。分析师薪酬: 分析师的薪酬部分基于高盛的盈利能力, 其中包括投资银行收入。分析师担任官员或董事: 高盛的政策一般禁止其分析师、向分析师汇报的人员或其家庭成员担任分析师覆盖领域内任何公司的官员、董事或顾问。非美国分析师: 非美国分析师可能不是高盛公司的关联人员, 因此可能不受 FINRA Rule 2241 或 FINRA Rule 2242 关于与目标公司沟通、公开露面及持有分析师交易证券的限制。

根据美国以外其他司法管辖区的法律和法规所需的其他披露

以下披露是指定司法管辖区所要求的披露, 除非根据美国法律和法规已在上文作出披露。澳大利亚: 高盛澳大利亚有限公司及其附属公司并非澳大利亚《1959 年银行法》(Cth) 中定义的授权存款机构, 在澳大利亚不提供银行服务, 也不从事银行业务。本研究及其访问仅限于澳大利亚《公司法》意义下的“批发客户”, 除非高盛另有约定。在制作研究报告时, 高盛澳大利亚全球投资研究部门的成员可能会参加由研究报告涉及的公司和其他实体主办的现场访问和其他会议。在某些情况下, 如果高盛澳大利亚认为在与现场访问或会议相关的具体情况下是适当和合理的, 则此类现场访问或会议的费用可能部分或全部由相关发行人承担。 在本文档内容包含任何金融产品建议的情况下, 这些建议仅为一般性建议, 由高盛准备, 未考虑客户的具体目标、财务状况或需求。客户在根据此类建议采取行动之前, 应考虑该建议是否适合自身的目标、财务状况和需求。有关高盛澳大利亚和新西兰利益披露的副本以及高盛澳大利亚卖方研究独立性政策声明的副本, 可在以下网址获取: <https://www.goldmansachs.com/disclosures/australia-new-zealand/index.html>。巴西: 有关 CVM 决议第 20 号的披露信息可在以下网址获取: <https://www.gs.com/worldwide/brazil/area/gir/index.html>。如适用, 根据 CVM 决议第 20 号第 20 条定义的巴西注册分析师, 主要负责本研究报告内容的是本报告开头提到的第一作者, 除非在文末末尾另有说明。加拿大: 本信息仅供参考参考之用, 不构成也不应在任何情况下被视为高盛公司 (Goldman Sachs & Co. LLC) 对购买者的广告、要约或招揽。

在加拿大, 证券交易需遵守加拿大相关证券法, 高盛有限责任公司 (Goldman Sachs & Co. LLC) 在加拿大的任何司法管辖区均未注册为交易商, 通常不允许交易加拿大证券, 并且可能被禁止在加拿大的某些司法管辖区内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 (Goldman Sachs Canada Inc.), 这是高盛集团 (The Goldman Sachs Group Inc.) 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覆盖公司证券的更多信息, 可应要求从高盛 (亚洲) 有限责任公司 (Goldman Sachs (Asia) L.L.C.) 获取。印度: 有关本研究中提及的主题公司或公司的更多信息, 可从高盛 (印度) 证券私人有限公司 (Goldman Sachs (India) Securities Private Limited) 获取, 研究分析师 - SEBI 注册号 INH000001493, 地址: 951-A, Rational House, Appasaheb Marathe Marg, Prabhadevi, Mumbai 400 025, India, 公司身份编号 U74140MH2006FTC160634, 电话+91 22 6616 9000, 传真+91 22 6616 9001。 高盛可能有益地拥有本研究报告中提及的标的公司或公司证券的 1% 或以上 (该术语定义见印度证券合同 (监管) 法案 1956 年第 2(h) 条款)。证券市场投资存在市场风险。投资前请仔细阅读所有相关文件。SEBI 授予的注册和 NISM 的认证并不能保证中介机构的表现或为投资者提供任何回报保障。高盛 (印度) 证券私人有限公司的合规官和投资者投诉联系方式可在此链接找到: <https://publishing.gs.com/disclosures/hedge.html> - /general/equity。日本: 见下文。韩国: 本研究及其访问仅限于《金融服务和资本市场法》定义下的“专业投资者”, 除非高盛另有约定。有关本研究中提及的标的公司或公司的更多信息, 可从高盛 (亚洲) 有限责任公司首尔分公司获取。新西兰: 高盛新西兰有限公司及其附属公司既不是“注册银行”, 也不是“存款机构” (如《储备银行法》中所定义的)

新西兰 1989 年法案) 在新西兰。本研究及其访问权限仅限于《2008 年金融顾问法》中定义的“批发客户”，除非高盛另有约定。某些高盛澳大利亚和新西兰利益披露的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报不属于俄罗斯法律定义的广告，而是信息和分析，其主要目的不是产品推广，也不提供俄罗斯评估活动法律意义上的评估。研报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，也未分析客户的财务状况、投资组合或风险状况。高盛对客户或任何其他人基于本研报做出的任何投资决策不承担责任。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，对本研究承担法律责任，并应就与本研究相关或由此引发的任何事项与我们联系。台湾：本材料仅供参考，未经许可不得转载。投资者应仔细考虑自身的投资风险。投资结果由个人投资者自行负责。英国：在英国被归类为零售客户的个人，根据金融行为监管局规则的定义，应结合之前高盛关于本文提及的相关公司的研究报告阅读本研究，并应参考高盛国际发送给他们的风险警告。这些风险警告的副本以及本报告中使用的某些金融术语的词汇表，可应要求从高盛国际获取。

欧盟和英国：有关欧盟委员会授权条例（EU）（2016/958）第 6（2）条的披露信息，该条例补充了欧洲议会和理事会条例（EU）第 596/2014 号（包括该授权条例在英国脱离欧盟和欧洲经济区后被纳入英国国内法律和法规的情况），涉及投资建议或其他推荐或暗示投资策略的信息的客观呈现技术安排的监管技术标准，以及披露特定利益或利益冲突迹象的相关信息，可在 <https://www.gs.com/disclosures/europeanpolicy.html> 查阅，该网页阐述了管理与投资研究相关的利益冲突的欧洲政策。

日本：高盛日本有限公司是一家在关东财务局注册的金融工具交易商，注册编号为金商 69 号，并且是日本证券业协会、日本金融期货协会第二类金融工具企业协会、日本投资信托协会以及日本投资顾问协会的成员。股票的买卖需支付与客户预先确定的佣金加上消费税。有关日本证券交易所、日本证券业协会或日本证券金融公司要求的任何适用披露，请参见公司特定的披露信息。

全球产品：分发实体

高盛全球投资研究部门为高盛的全球客户制作并分发研究产品。位于高盛全球办公室的分析师们针对行业和公司进行研究，同时也研究宏观经济、货币、商品和投资组合策略。这项研究在澳大利亚由 Goldman Sachs Australia Pty Ltd (ABN 21 006 797 897) 发布；在巴西由 Goldman Sachs do Brasil Corretora de Títulos e Valores Mobiliários S.A. 发布；高盛巴西公众沟通渠道：0800 727 5764 和/或

contatogoldmanbrasil@gs.com。工作日（节假日除外）上午 9 点至下午 6 点可用。高盛巴西公众沟通渠道：0800 727 5764 和/或 contatogoldmanbrasil@gs.com。营业时间：周一至周五（节假日除外），上午 9 点至下午 6 点；在加拿大由 Goldman Sachs & Co. LLC 发布；在香港由 Goldman Sachs (Asia) L.L.C. 发布；在印度由 Goldman Sachs (India) Securities Private Ltd. 发布；在日本由 Goldman Sachs Japan Co., Ltd. 发布；在韩国由 Goldman Sachs (Asia) L.L.C. 首尔分部发布；在新西兰由 Goldman Sachs New

Zealand 负责；在俄罗斯由 OOO Goldman Sachs 负责；在新加坡由 Goldman Sachs (Singapore) Pte. (公司编号：198602165W) 负责；在美国由 Goldman Sachs & Co. LLC 负责。Goldman Sachs International 已批准此研究报告在英国的分发。

Goldman Sachs International（“GSI”），经 Prudential Regulation Authority（“PRA”）授权并受 Financial Conduct Authority（“FCA”）及 PRA 监管，已批准此研究报告在英国的分发。

欧洲经济区：GSI 由 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发布研究报告：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；GSI - Succursale de Paris（巴黎分行）由法国审慎监管与决议机构（“ACPR”）授权，并受审慎监管与决议机构和法国金融市场管理局（“AMF”）监管，在法国发布研究报告；GSI - Sucursal en España（马德里分行）在西班牙由西班牙国家证券市场委员会授权，在西班牙王国发布研究报告；GSI - Sweden Bankfilial（斯德哥尔摩分行）根据瑞典证券和市场法（Sw.）第 4 章第 4 节被 SFSA 授权为“第三国分行”。Iag (2007:528) om värdepappersmarknaden 在瑞典王国发布研究报告；高盛银行欧洲股份公司（“GSBE”）是一家在德国注册的信贷机构，在单一监管机制内，受到欧洲中央银行的直接审慎监管，并在其他方面受到德国联邦金融监管局（Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin）和德国联邦银行（Deutsche Bundesbank）的监管，并在德意志联邦共和国及欧洲经济区内 GSI 未获授权发布研究的司法管辖区发布研究报告；此外，GSBE 哥本哈根分行（filial af GSBE, Tyskland），受到丹麦金融监管局的监管，在丹麦王国发布研究报告；GSBE 西班牙分行（Sucursal en España, 马德里分行）在有限范围内受到西班牙银行的当地监管，在西班牙王国发布研究报告；GSBE 意大利分行（Succursale Italia, 米兰分行）在相关适用范围内，受到意大利银行（Banca d'Italia）和意大利公司与证券交易所委员会（Commissione Nazionale per le Società e la Borsa “Consob”）的当地监管，在意大利发布研究报告；GSBE 巴黎分行（Succursale de Paris, 巴黎分行），受到法国金融市场管理局（AMF）和法国审慎监管与决议局（ACPR）的监管，在法国发布研究报告；GSBE 瑞典银行分行（Sweden Bankfilial, 斯德哥尔摩分行）在有限范围内，受到瑞典金融监管局（Finansinspektionen）的当地监管，在瑞典王国发布研究报告。

一般披露

本研究仅供我们的客户使用。除了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，但我们不保证其准确性或完整性，也不应以此为依据。本文所含的信息、观点、估计和预测截至本文发布之日，并可能在未经事先通知的情况下发生变化。我们力求适时更新我们的研究，但各种法规可能会阻止我们这样做。除了某些定期发布的行业报告外，大多数报告是根据分析师的判断不定期发布的。

高盛开展全球性的全方位服务，包括综合投资银行、投资管理和经纪业务。我们与全球投资研究覆盖的大量公司保持投资银行及其他业务关系。高盛公司有限责任公司（Goldman Sachs & Co. LLC），即美国的经纪交易商，是 SIPC (<https://www.sipc.org>) 的成员。

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平台提供口头或书面的市场评论或交易策略，这些评论或策略可能与本研究报告中表达的观点相左。我们的资产管理部、主要交易平台和投资业务可能会做出与本研究报告中推荐或观点不一致的投资决策。

我们及我们的关联公司、高级职员、董事和员工将不时持有、作为主要参与者、买入或卖出相关证券的多头或空头头寸。

本研究中提及的证券或衍生品（如果有的话），除非受到法规或高盛政策的禁止。

在高盛组织的会议上，第三方演讲者的观点，包括来自高盛其他部门的个人的观点，不一定反映全球投资研究的观点，也不是高盛的官方观点。

本文中提到的任何第三方，包括任何销售人员、交易员和其他专业人士或其家庭成员，可能持有与本报告中分析师所表达观点不一致的提到的产品头寸。

本研究关注跨市场、行业和部门的投资主题。它不试图区分我们所描述的任何行业或部门内个别公司的前景或表现，也不提供对这些公司的分析。

本研究中与某一行业或部门内的股权或信贷证券或证券相关的任何交易建议，反映的是所讨论的投资主题，并非对任何此类证券单独的推荐。

本研究并非在任何司法管辖区内出售或征购任何证券的要约，此类要约或征求在该司法管辖区可能是非法的。它不构成个人推荐，也不考虑个别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推荐是否适合其特定情况，并在适当情况下寻求专业建议，包括税务建议。本研究中提及的投资价格和价值以及其产生的收入可能会波动。过去的表现并非未来表现的指南，未来的回报无法保证，原始资本可能会发生损失。

汇率波动可能对某些投资的价值或价格，或从中获得的收入产生不利影响。

某些交易，包括涉及期货、期权和其他衍生品的交易，会带来重大风险，并不适合所有投资者。投资者应查看当前的期权和期货披露文件，这些文件可从高盛销售代表处获取，或访问 <https://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp> 和 <https://www.fiadocumentation.org/fia/regulatory-disclosures/fia-uniform-futures-and-options-on-futures-risk-disclosures-booklet-pdf-version-2018> 获取。期权策略中若涉及多次买卖期权（如价差策略），交易成本可能相当可观。支持性文件可应要求提供。

高盛全球投资研究提供的不同服务水平：高盛全球投资研究为您提供的服务水平和类型可能与为高盛内部及其他外部客户提供的服务有所不同，这取决于多种因素，包括您对接沟通的频率和方式的个人偏好、您的风险状况和投资重点及观点（例如，市场整体、特定行业、长期、短期）、您与高盛整体客户关系的规模和范围，以及法律和监管限制。例如，某些客户可能要求在特定证券的研究发布时收到通知，某些客户可能要求通过数据流或以其他方式以电子形式向他们提供我们内部客户网站上分析师基本面分析所依据的特定数据。在通过电子出版物广泛传播研究报告至我们的内部客户网站或通过其他必要方式向所有有权接收此类报告的客户发布之前，分析师对基本研究观点（如对股权证券的评级、价格目标或收益预估的重大变更）的任何更改都不会提前告知任何客户。

所有研究报告通过电子出版物同时向所有客户发布，并可在我们的内部客户网站上获取。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对我们研究的重新分发。有关一个或多个证券、市场或资产类别（包括相关服务）的研究、模型或其他数据，如需获取，请联系您的 GS 代表或访问 <https://research.gs.com>。

披露信息也可通过 <https://www.gs.com/research/hedge.html> 或从研究合规部门获取，地址为纽约西街 200 号。10282。

© 2025 Goldman Sachs.

您仅被允许将通过本服务提供给您的信息用于个人用途，包括存储、展示、分析、修改、重新格式化和打印。您不得在未经高盛明确书面同意的情况下，转售或逆向工程这些信息以计算或开发任何用于披露和/或营销的指数，或创建任何其他衍生作品或商业产品、数据或服务。您不得在未经高盛明确书面同意的情况下，以任何格式向任何第三方发布、传输或以其他方式复制这些信息，无论是全部还是部分。上述限制包括但不限于使用、提取、下载或检索这些信息，无论是全部还是部分，以训练或

微调机器学习或人工智能系统，或将这些信息，无论是全部还是部分，作为提示或输入提供或复制给任何此类系统。