
Investment Management Division

全球经济与市场展望

2016年4月

哈继铭

本资料是英文版资料的翻译，只作阅读便利及信息提供之用。我们不对翻译的准确性及/或完整性做出任何声明。如果中文版和英文版有任何不一致之处，应以英文版为准。本材料代表高盛投资管理部门下投资策略组（“ISG”）的观点，并非高盛资产管理部（“GSAM”）的产品，亦非高盛全球投资研究部的产品。此处表达的观点和意见可能不同于高盛的其他团队。

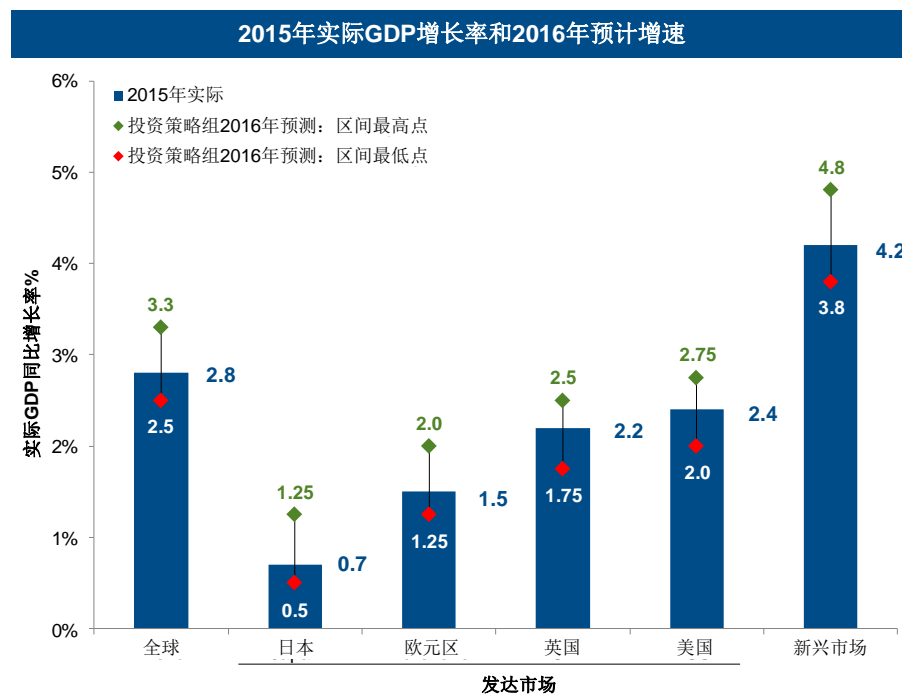
This material represents the views of the 投资策略组 (“ISG”) in the Investment Management Division of Goldman Sachs. It is not a product of Goldman Sachs Asset Management (“GSAM”) or 高盛全球投资研究部. The views and opinions expressed herein may differ from those expressed by other groups of Goldman Sachs.

- I. 全球经济展望
- II. 全球投资展望
- III. 中国：增长率和对其他经济体的影响
- IV. 中国：再平衡、改革计划、结构性断层
- V. 中国：近期经济情况
- VI. 中国：展望和投资影响

Investment Management Division

全球经济展望

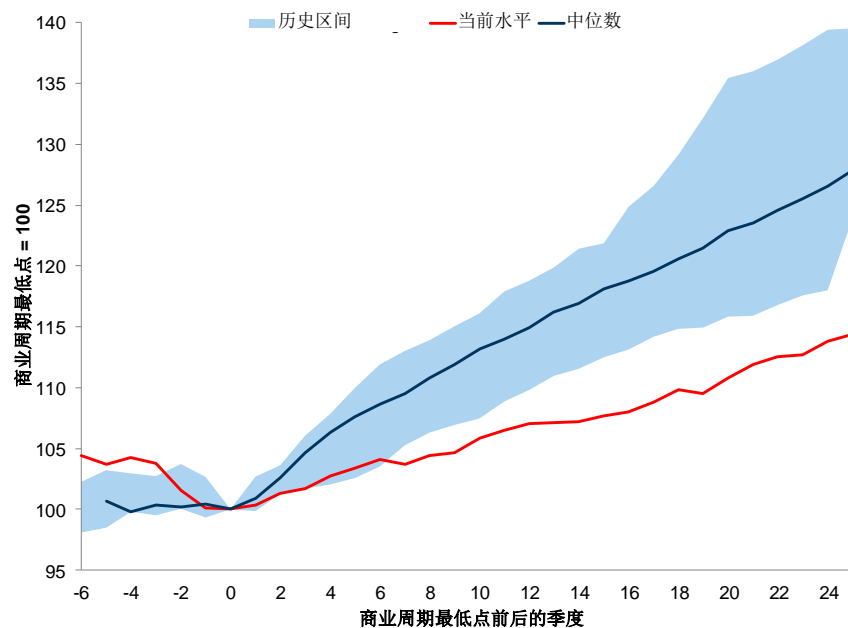
2016年展望：经济持续增长



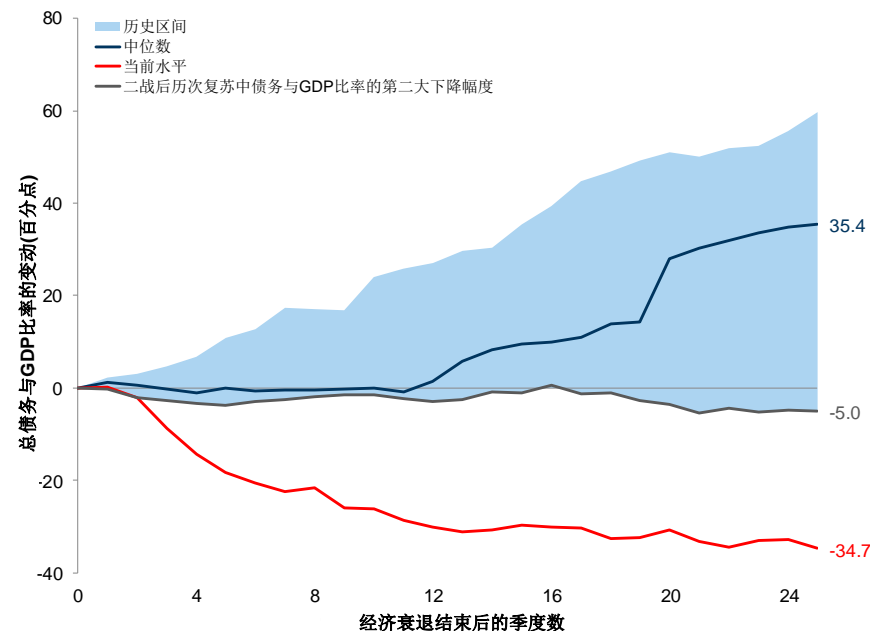
- 我们认为美国和全球经济不会陷入衰退，这是我们形成2016年各种资产类别观点的基础。
- 在这一基础上，我们预计全球经济将持续增长，全球GDP增速将与去年的水平相当，但下行风险将加大。

若干因素会阻碍美国经济增长，但无需担忧长期停滞

1. 二战后历次复苏周期中的美国实际GDP增长



2. 美国总债务与GDP比率的变动

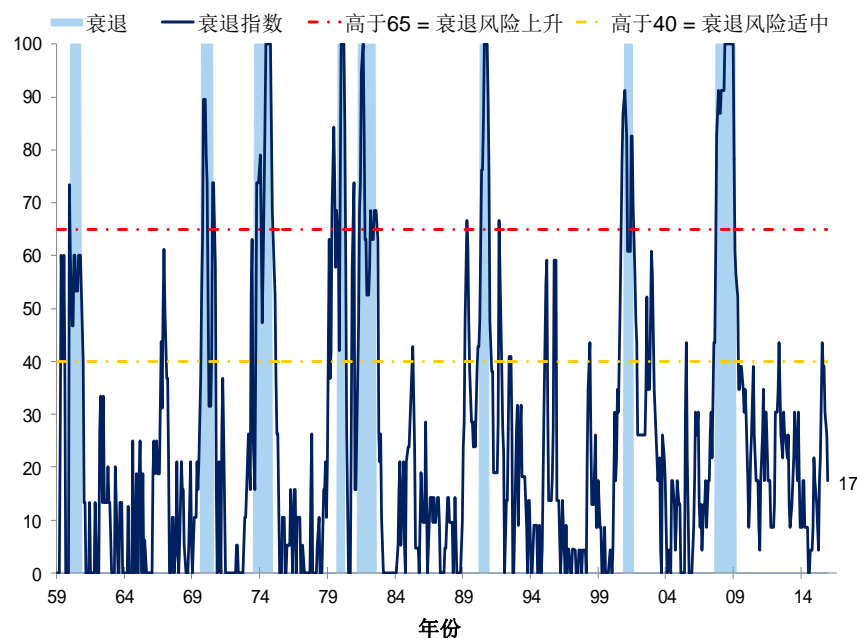


- 当前美国的复苏周期为史上第四长、也是二战后最缓慢的复苏周期。我们认为，本次复苏步伐放缓的原因不在于长期停滞，而是其他因素导致，例如：

去杠杆：整体去杠杆化导致了复苏步伐慢于往常，它将增长拖慢了近1个百分点。

数据转好意味着衰退风险降低

美国衰退记分牌

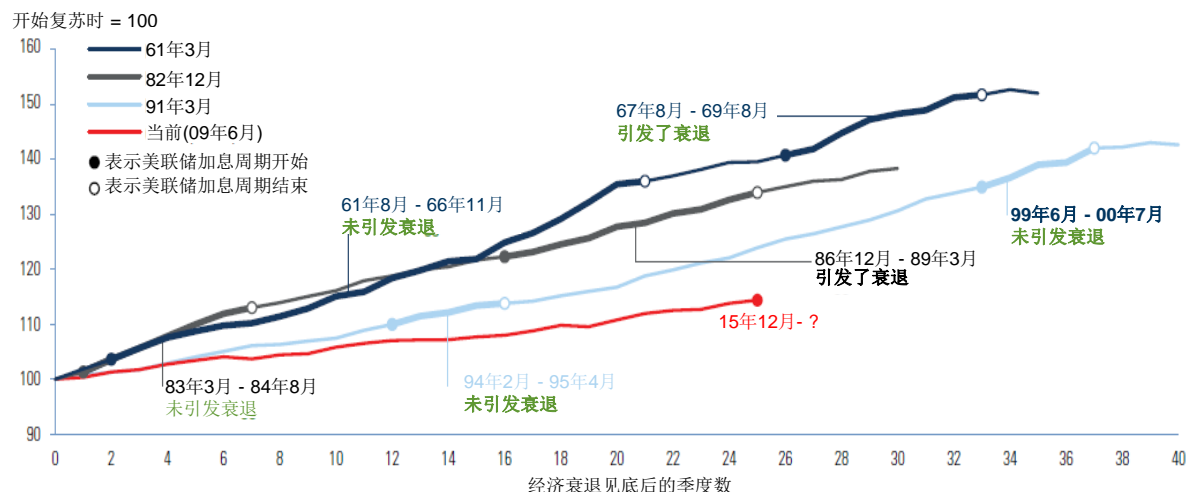


类型	变量	权重	信号 16年3月	当前	阈值
借贷指标	会议委员会的领先经济指标	3	0	-0.3	-1.1
	ISM制造业	3	0	50.7	50.1
	ISM新订单 - 库存	3	0	8.9	1.7
	消费者信心 - 预期	2	1	82.3	87.1
	高盛全球领先指数	2	0	0.4	-0.2
	ISM非制造业指数	1	0	54.0	51.8
	零售销售额	1	1	-0.3	0.4
NBER 标准	首次失业申报率	1	0	-0.5	4.4
	实质制造业和贸易销售	1	0	0.5	0.1
	工业产值	1	0	0.2	-0.1
	实质个人收入减转账	2	0	0.7	0.6
	平均工资和家庭就业率	2	0	0.5	0.2
	私营行业平均每周工作时间指数	1	1	-0.1	0.1
总评分			17		

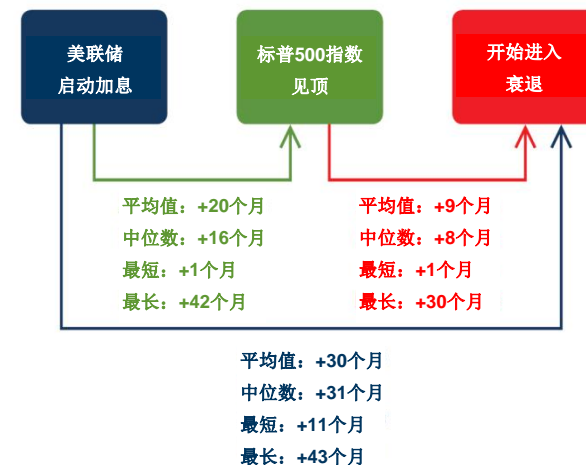
- 历史上，美国经济衰退往往出现在大量经济数据恶化的几个月之后。
- 我们的经济衰退记分卡的分值离临界阈值甚远。由于接近衰退水平的经济数据越来越少，记分卡在最近几周有所改善。
- 我们认为2016年将不会出现经济衰退，但可能性仍在25%左右——略高于往年的平均水平。

美联储加息并不一定会引发经济衰退

1. 二战后历次最长复苏周期中的美国实际GDP情况

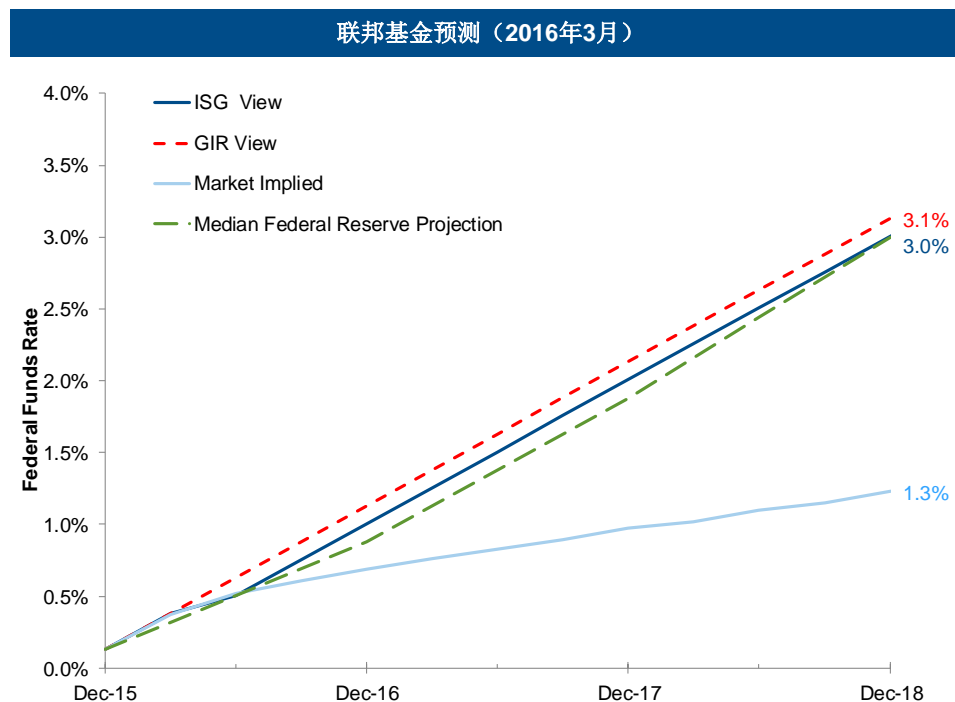


2. 美联储加息、标普500指数见顶以及衰退的顺序



- 历史上，二战后美联储的14次加息周期中有9次引发了经济衰退。
- 在未引发经济衰退的5次加息周期中，有4次发生在3次最长的复苏周期中。
 - 当前的复苏周期也具有这4次“良性”加息周期的特征：劳动力市场较疲软、通胀率较低、紧缩步伐放缓、美联储“提前”启动加息。
- 即使本次加息周期最终以衰退告终，历史上首次加息与衰退爆发间隔的时间中位数也有31个月。

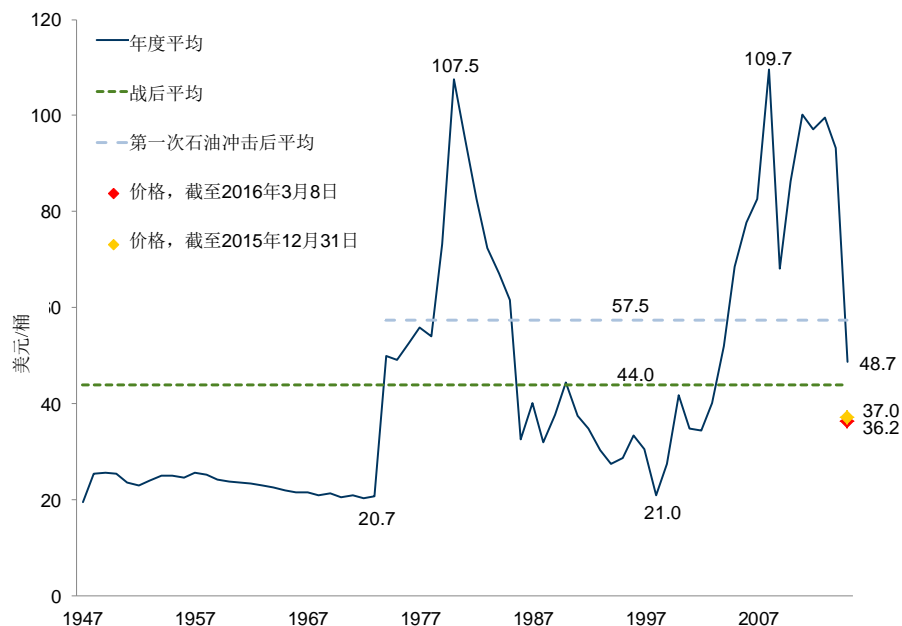
我们预计美联储会在六月加息一次



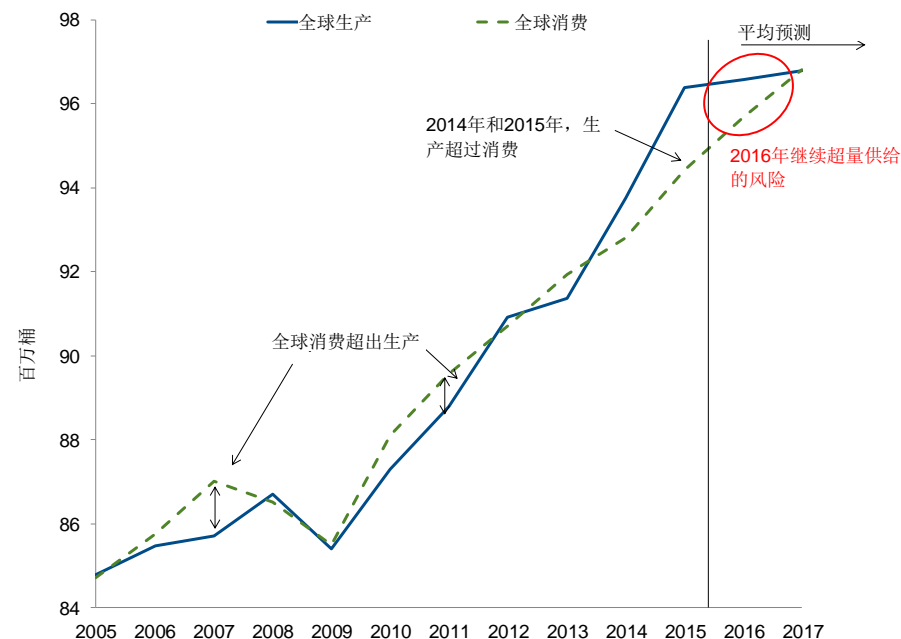
- 美联储采取了稳健的策略，以支持经济增长、通货膨胀和风险资产。
- 若市场条件保持稳定，我们预计6月加息概率达60%，此后以平均每季度25个基点的步伐逐步加息。但我们估计短期利率定价将有所滞后。
- 长期利率仍面临时间溢价低迷和通胀率上升等不利因素，这将支持我们持续减持。
- 各国央行政策的分化和良好的定位将导致逐渐美元走强。这将支持我们做空欧元的战术倾斜。

石油市场供需不平衡仍待改善

1. 通胀调整后的WTI价格 – 截至2015年（以2015年美元价格为基期价格）



2. 历史供应与需求，与2016、2017年的平均预测



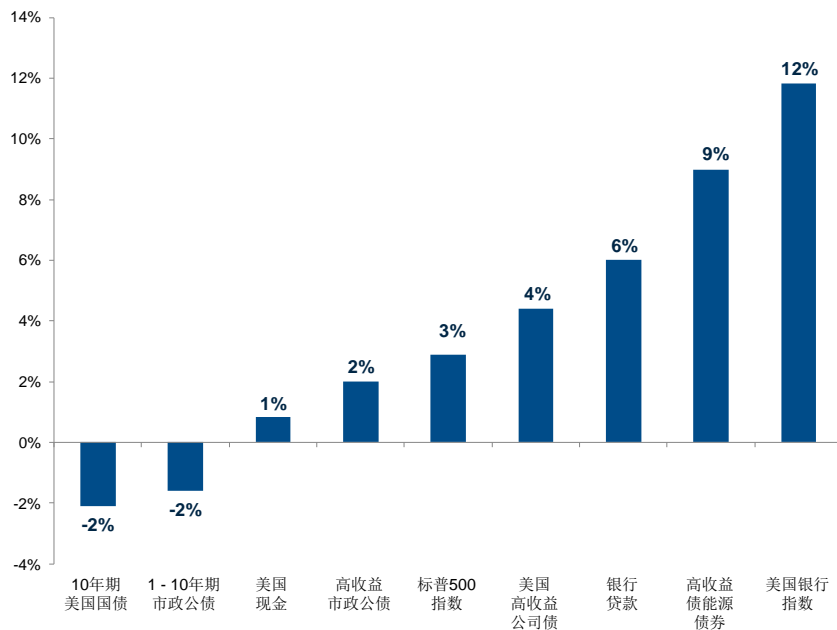
- 实际油价仍低于其长期平均水平，这表明它们仍处于价格调整的漫漫长路上。
- 从主要机构所提供的供应需求数据来看，在2015年，每天全球供给超出需求130-150万左右。
- 要使市场恢复平衡，则需要需求不断上升的同时，供应增速放缓。

Investment Management Division

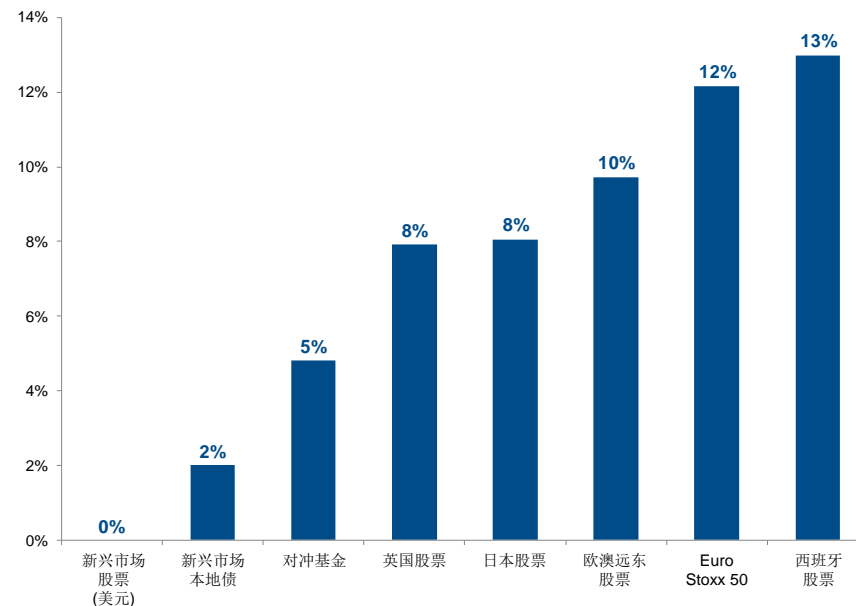
全球投资展望

2016年展望：市场回报率

1. 2016年美国金融市场回报率预测



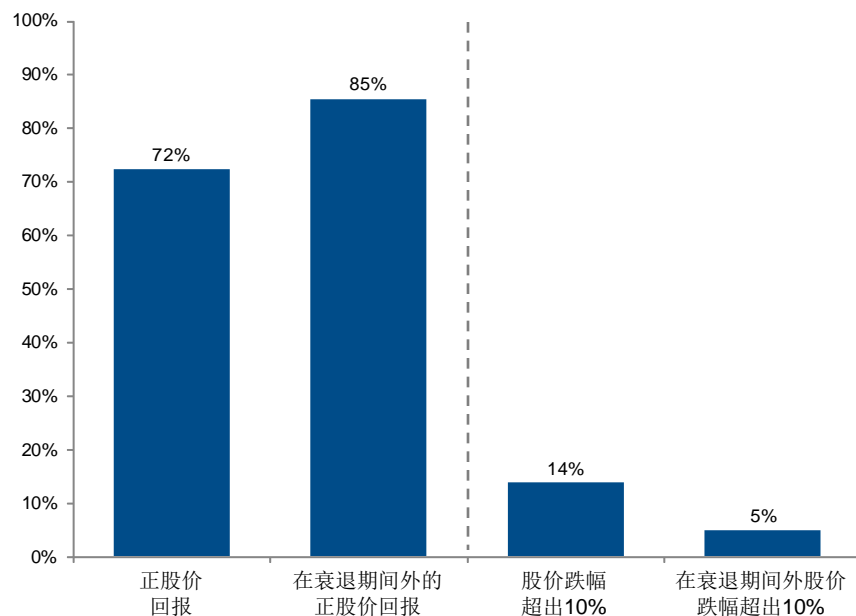
2. 2016年美国以外金融市场回报率预测



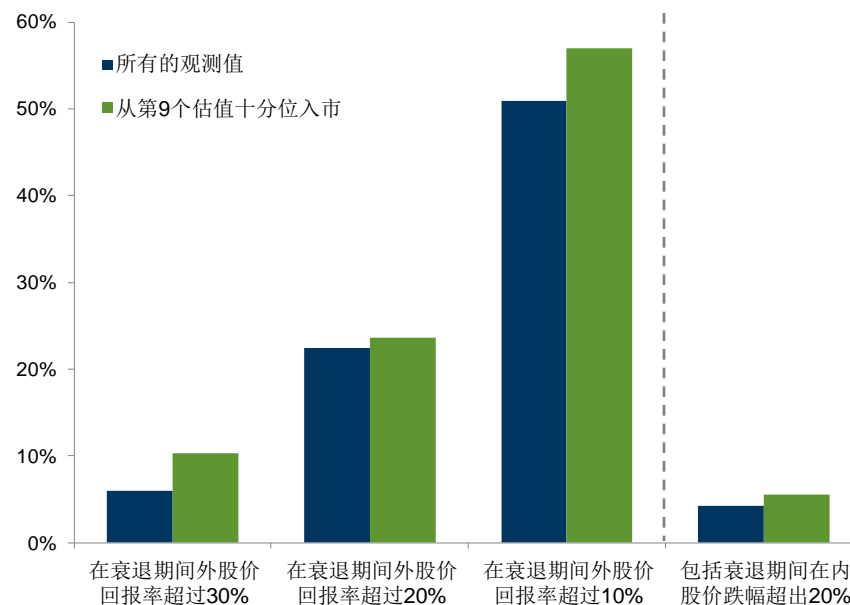
- 我们预计美国股市在2016年将获得低等个位数的回报，而我们现在在美国战术倾斜（高收益，高收益能源类，银行贷款和银行股）将获得中等个位数至低等个位数的回报。
- 由于我们认为美联储将在2016年逐步加息，我们预计现金回报率为1%而高质固定收益产品回报为负。
- 我们的一些战术倾斜（欧元区Stoxx 50指数，西班牙股市，日本银行）认为美国以外的发达市场股票可能会提供具有吸引力的回报。尽管预期收益较高，但由于风险偏高而我们注重保本，因此个别战术倾斜并不适合作为核心战略资产的替代品。

除非出现经济衰退，继续持有将有很大机会获得正回报

1. 1年期滚动回报率符合多种标准的持续时间占比（二战后）



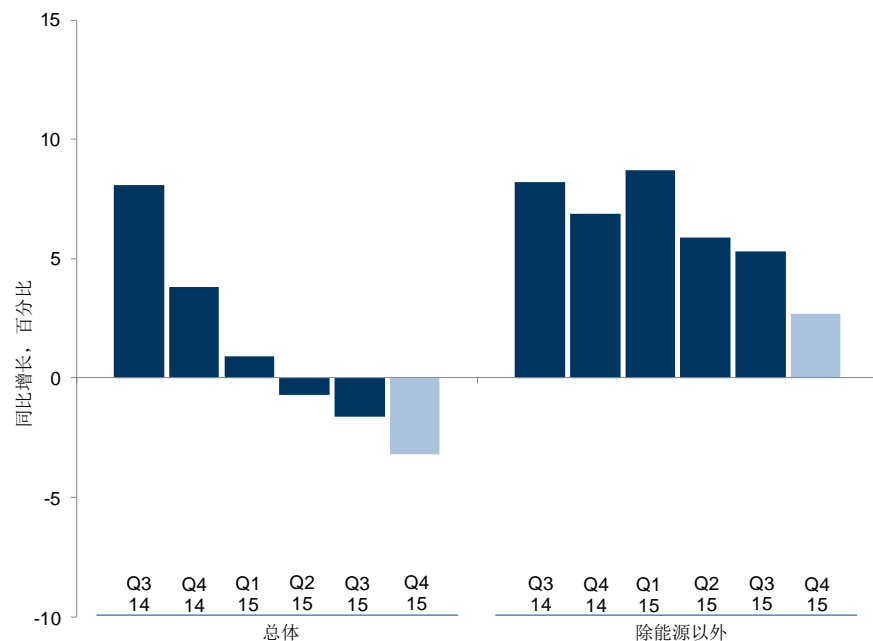
2. 1年期滚动回报率符合多种标准的持续时间占比（二战后）



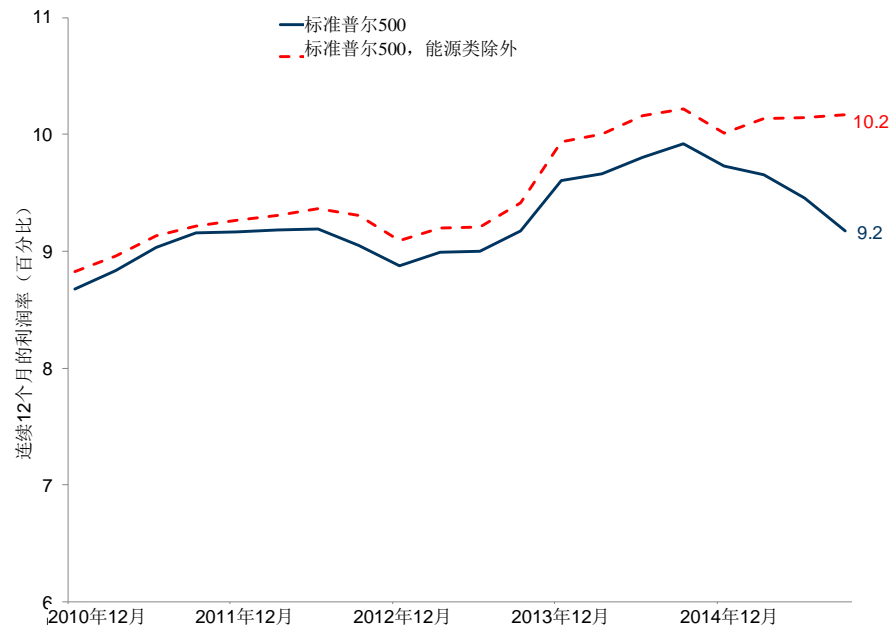
- 美国经济状况是影响市场表现的主要因素。当美国经济处于扩张状态时，市场极有可能获得正回报，而大幅损失的可能性则非常小。
- 事实上，历史上近四分之三的熊市是在经济衰退期间发生的。
- 即使在与当前类似的较高估值水平上入市，在次年获得两位数回报的机率以及投资失误的亏损机率也与历史平均水平相近。
- 在二战后以高估值水平入市的情况中，约有四分之一的时候投资者在未来五年获得了超过10%的年化回报。

企业总体利润和利润率的下降掩盖了非能源行业基本面保持良好事实

1. 标准普尔500每股盈利增长率¹



2. 标准普尔500经营利润



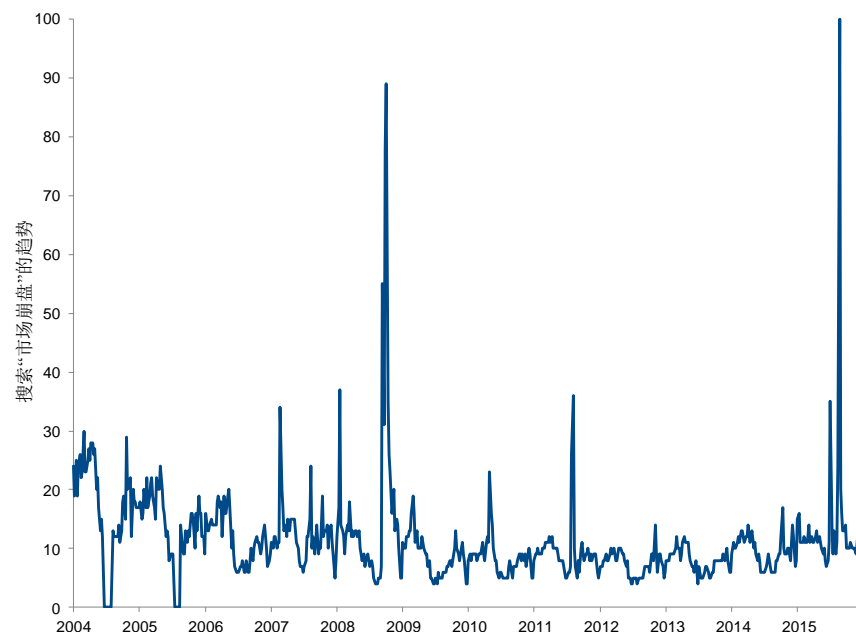
- 当前的“利润收缩”的状况与80年代中期颇为类似，当时也曾出现美元走强和油价大跌。
- 美元的飙升估计将平均拉低2015年美国跨国公司近7个百分点的收入增长。
- 对于核心²标普500企业，这意味着经汇兑影响调整后，三季度2%的收入增速原本可达到近5%。
- 对于非能源行业而言，随着利润率的扩大，企业盈利维持了中等个位数增长步伐。

(1) 2015年4季度数据基于每股盈利市场预测值；(2) 核心标普500企业的营业收入不包括能源、金融和工业商品股。

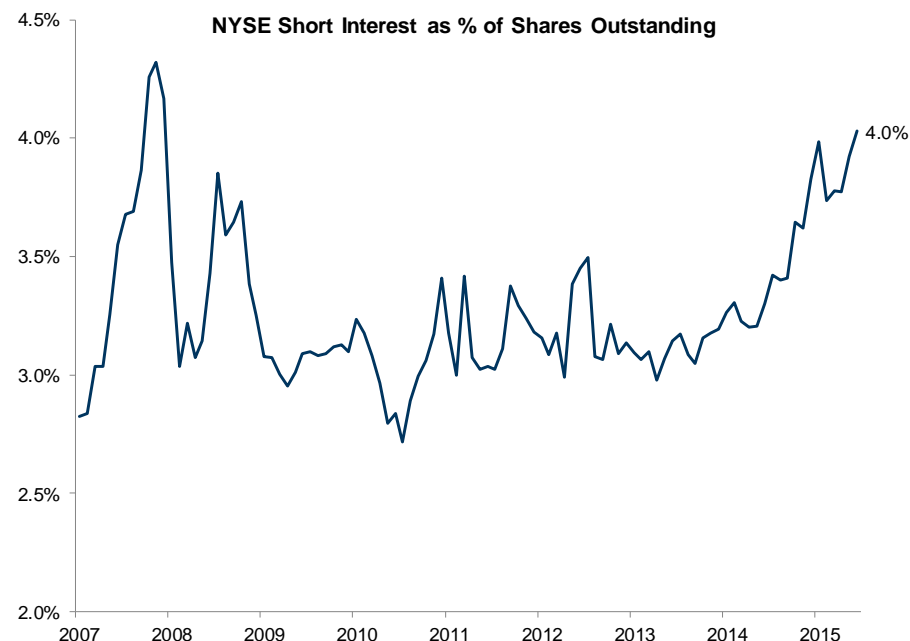
资料来源：投资策略组，标准普尔，Empirical Research Partners。

市场临近见顶时的典型亢奋目前显然不存在

1. 互联网搜索“市场崩盘”

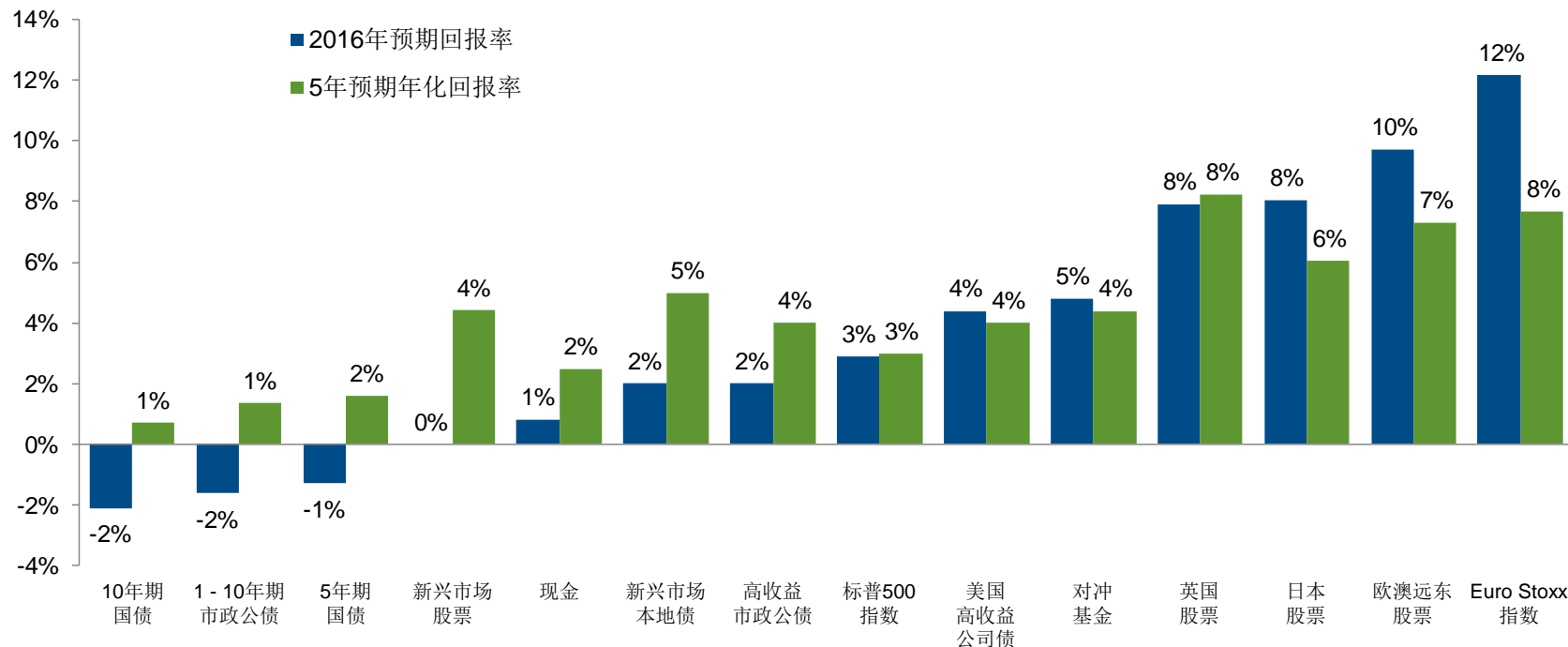


2. Percentage of Outstanding NYSE Shares Sold Short



- 2015年8月在谷歌上搜索“市场崩溃”词汇的频次高于金融危机高峰时期的水平。
- 目前在纽交所卖空的股票比例接近历史高位，显示投资者非常注重防守性配置。
- 外国投资者在过去六个月中纷纷出逃美国股市；历史上，这是一个100%会在一年之后迎来美股上涨的可靠相反指标。

2016年与未来5年预期年化回报率(截至2015年12月31日)



- 鉴于目前的股票估值和利率水平，我们预计适度风险、良好分散的投资组合可取得中等个位数的回报。

注：投资策略组编制的上述预测仅用于提供截至本演示文件日期止的信息。回报目标乃基于投资策略组的框架，其中包括历史估值、基本面和技术面分析。股息收益率假设是基于各指数的往绩12个月的股息收益。预测基于专有模型，无法保证一定会达到预测值。详见本演示文件末尾处的其他披露。各资产类别采用的指数如下：巴克莱市政公债1 - 10年综合指数（市政公债1 - 10年期）；美银美林美国短期国债0 - 3个月指数（现金）；摩根大通新兴市场全球多元化政府债券指数（新兴市场本地债）；HFRI基金中的基金综合指数（对冲基金）；MSCI新兴市场美元指数（新兴市场股票）；巴克莱美国企业高收益指数（美国高收益债）；巴克莱美国高收益贷款指数（银行贷款）；MSCI英国本地指数（英国股票）；MSCI欧澳远东本地指数（欧澳远东股票）；标普银行精选行业指数（美国银行股）；MSCI日本本地指数（日本股票），MSCI西班牙本地指数（西班牙股票）。

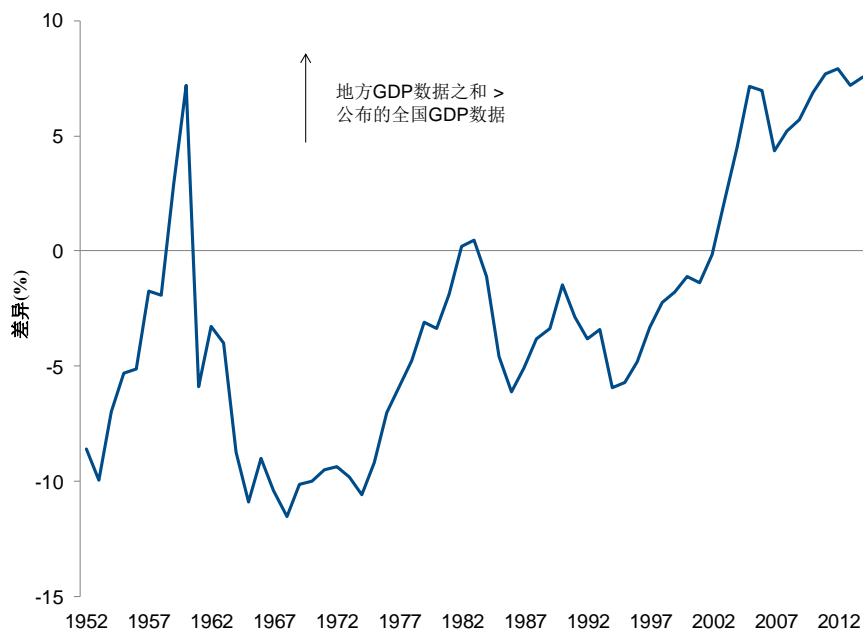
资料来源：投资策略组。

Investment Management Division

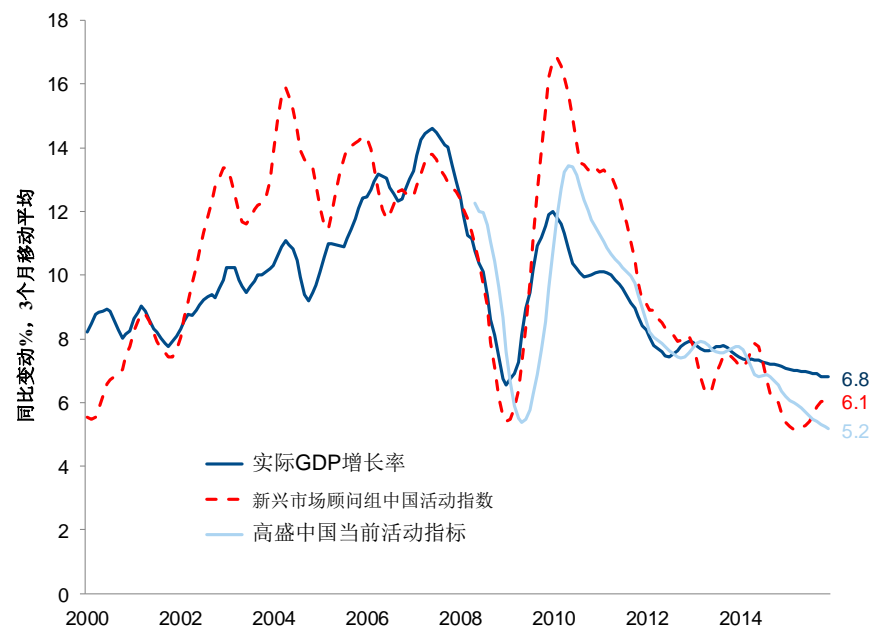
中国：增长率和对其他经济体的影响

中国的增长率究竟是多少？

1. 中国：各省与全国GDP水平之间的差异



2. 中国经济活动指标 — 截至2015年四季度



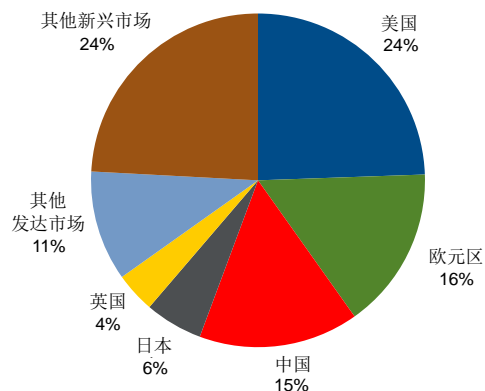
- 中国的数据有局限性。比如：
 - GDP数据发布迅速，而随后的修订亦变化不大。
 - 全国经济总量与各省经济总量之和差别较大。美国国家经济研究局的报告发现市级GDP与政府官员升值呈正相关关系。¹
 - 中国GDP增速变化很小。
- 所以我们不确定经济增速到底是多少。

(1) Jing Wu、Yongheng Deng、Jun Huang、Randall Morck和Bernard Yeung合著的《刺激与结果：中国的环境政策》，美国经济研究局，2013年2月。

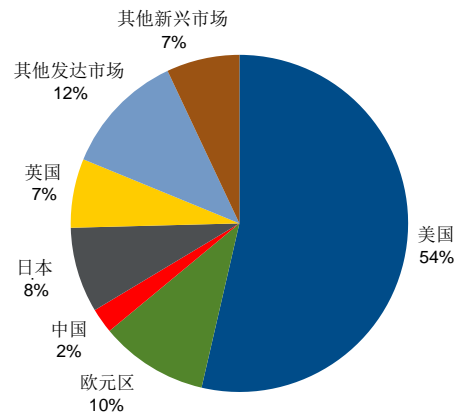
资料来源：投资策略组，国际清算银行，国际货币基金组织，美国经济研究局。

中国如何影响其他经济体？

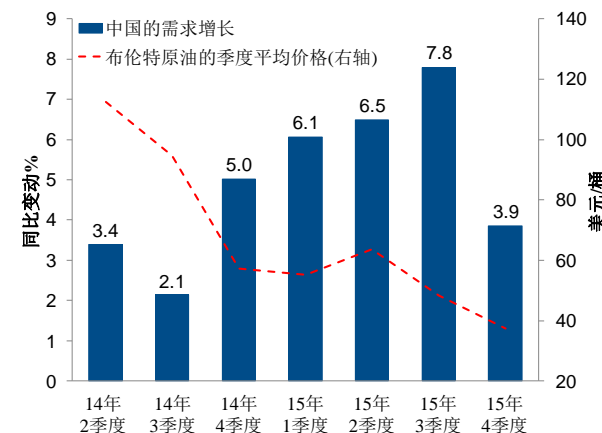
1. 全球GDP结构 — 国际货币基金组织对2015年的估计



2. MSCI所有国家世界指数（ACWI）的市值结构 — 截至2016年1月19日



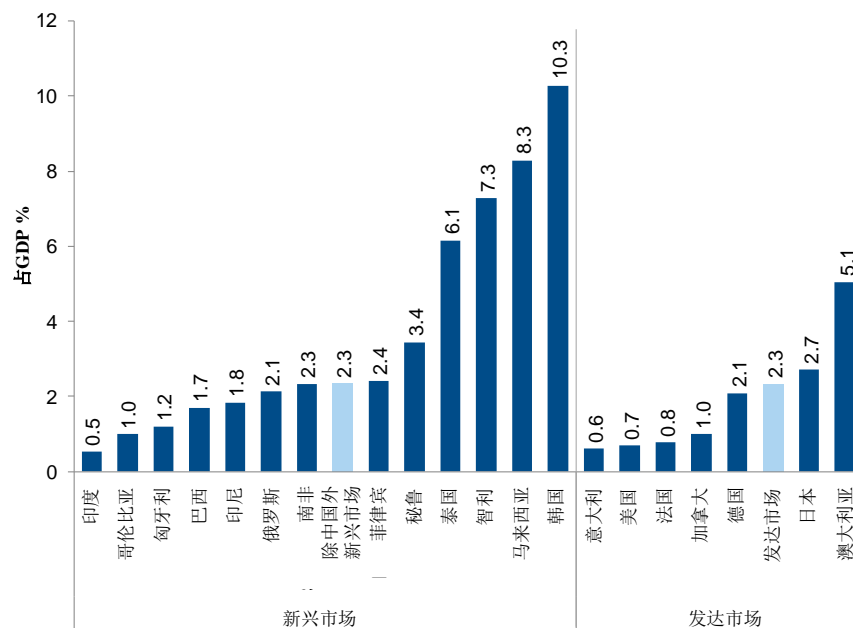
3. 原油价格与中国需求增长的对比（国际能源署估计值） — 截至2015年四季度



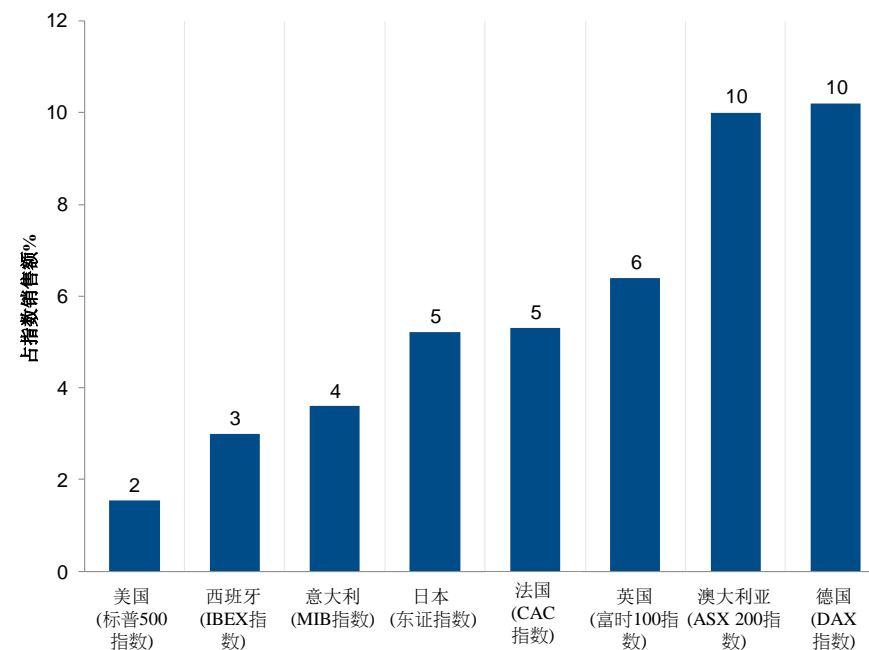
- 中国 GDP 达11.4万亿美元，为世界第二大经济体。中国亦是世界人口最多的国家，目前人口达13.75亿。
- 在MSCI所有国家世界指数总市值中，中国只占很小的份额。
- 中国占全球出口额的13%和全球进口额的10%。中国的需求占全球铁矿石、镍、动力煤和铝产量的50–60%，同时占铜、锡、锌、钢、棉花和大豆产量的比重也很高。
- 2015年中国的原油需求增长速度为40万桶/日，与最近5年的平均速度一致。因此，中国并未因其石油的边际消费而影响国际油价。

中国如何影响其他经济体？（续）

1. 各国向中国的出口¹（占GDP %）



2. 销售额涉及中国的程度（占指数销售额%）



“与20世纪80年代的日本相似，在数字上，中国目前是全球增长最大的来源，但中国巨大的经常账户盈余给世界经济带来了负需求。美国能够提供净需求，因此是全球增长的引擎。”

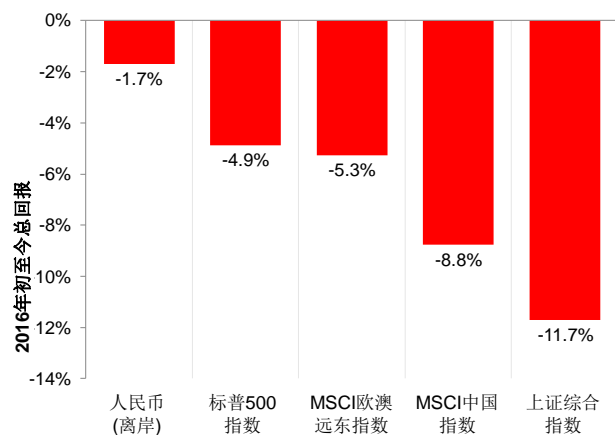
— 北京大学教授Michael Pettis

(1) 基于商品出口额，采用2014年3季度至2015年2季度期间的数据。

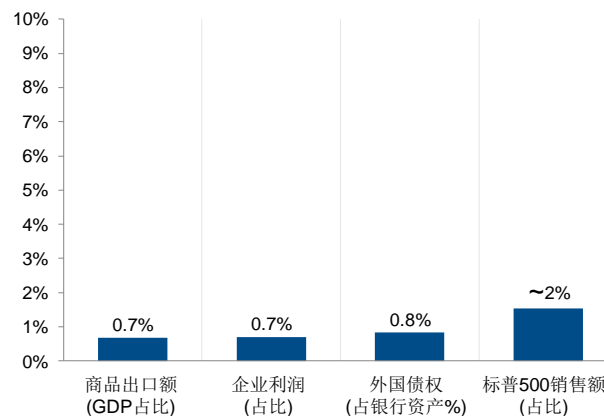
资料来源：投资策略组，Datastream，高盛全球投资研究部，国际货币基金组织。

单单是中国不可能引发美国的经济衰退

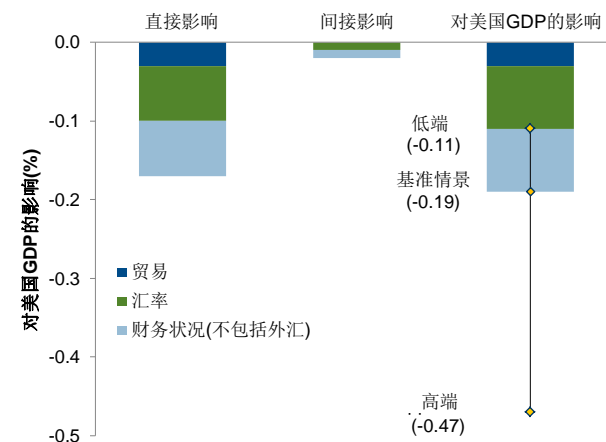
1. 2016年初至今回报率 — 截至2016年1月7日



2. 美国与中国经济的相关度



3. 2016年底中国对美国GDP的溢出影响



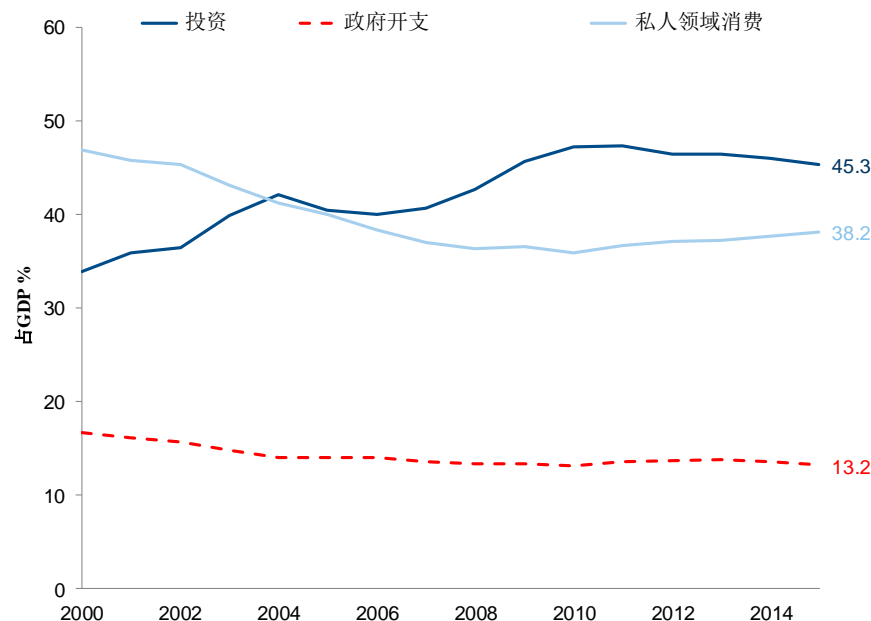
- 从年初至今风险资产的价格波动主要是由对中国经济的担忧引发的。
- 尽管美国无法置身于中国经济增长放缓的影响之外，但它与中国经济的相关度有限。
- 金融环境是中国经济硬着陆可能影响美国的最主要渠道，但其潜在影响力大小非常不确定。

Investment Management Division

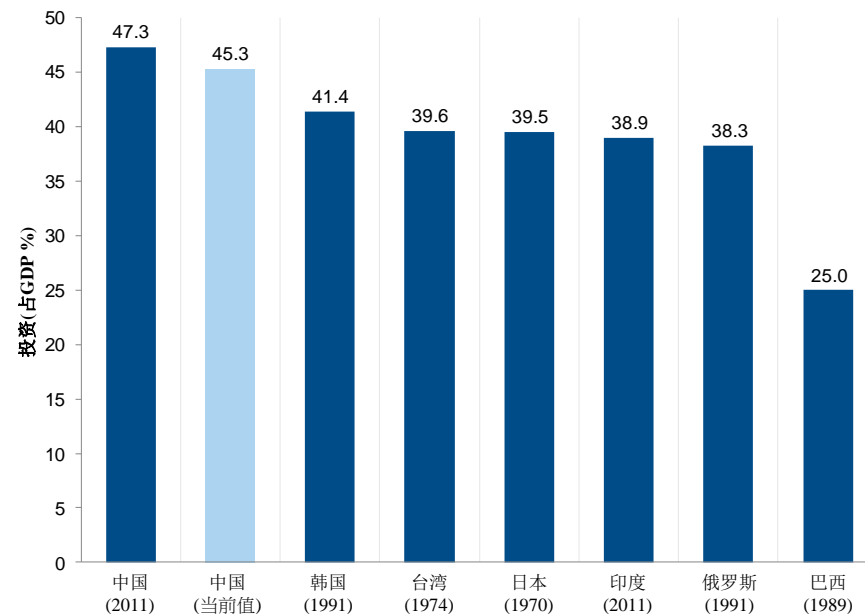
中国：再平衡、改革计划和结构性断层

中国的经济再平衡

1. 中国：按支出划分的GDP结构 — 投资策略组的2015年估计值



2. 投资高峰时期占GDP的比重¹ — 2015年



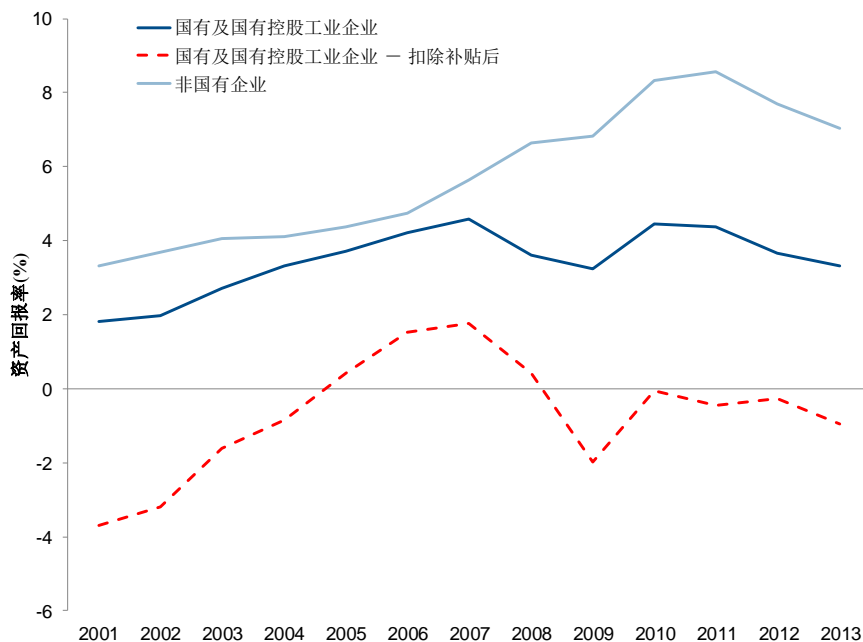
- 中国国家领导人在2007年承认，“中国经济的最大问题是增长是不稳定、不平衡、不协调和不可持续。”²在政策制定者的引导下，中国经济试图投资拉动、出口推动型向消费导向型经济转变，在此过程中，增长速度必将放缓。
- 中国的投资额占GDP的比重估计约为45.3%，不仅达到了自身的历史最高水平，也超过了其他国家顶峰时期的水平，包括曾以投资拉动和出口推动为增长战略的“亚洲四小龙”。

(1) 基于1960年以来的数据。中国数据基于投资策略组的2015年估计值，其余国家基于国际货币基金组织的估计值。

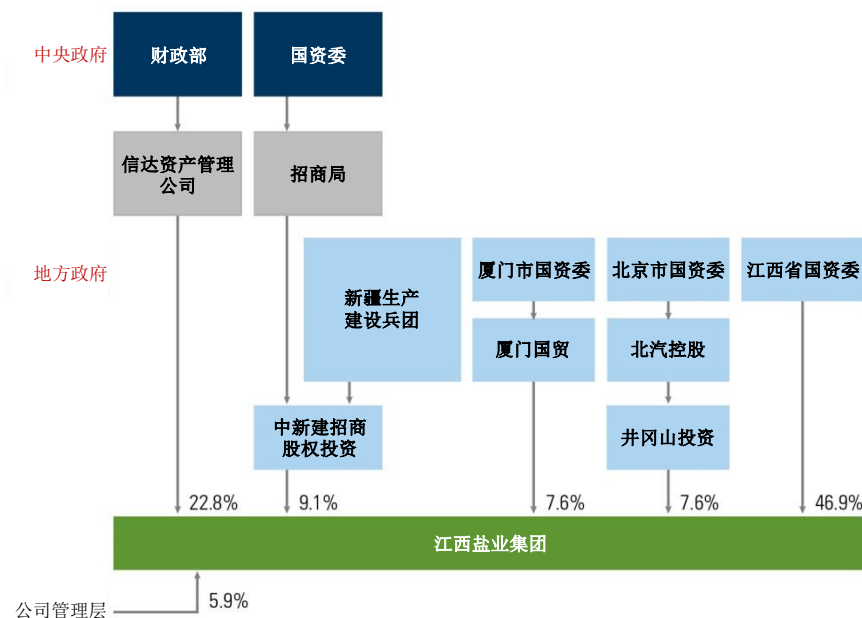
(2) Josephine Lau和Yanping Li合著的《温家宝表示，中国的经济增长不稳定且不可持续》，彭博资讯，2007年3月16日。

资料来源：投资策略组，Datastream，国际货币基金组织，经合组织，各国统计机构。

1. 工业企业的资产回报率¹ — 2013年



2. 江西盐业实施混合所有制后的股权结构²



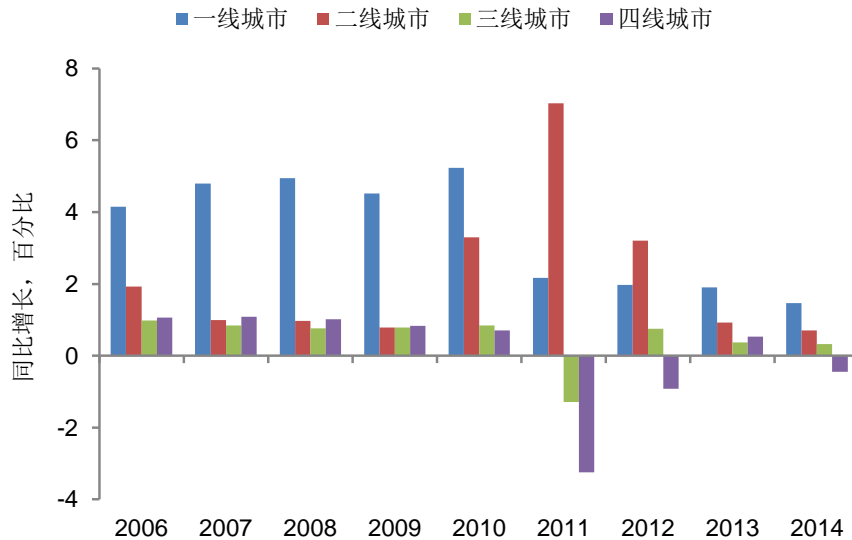
- 中国的国有企业控制着大量资产，若考虑其所获补贴的幅度（低利率、廉价土地、低税率、资源获取的优先权等），这些资产的回报率极低。
- 私营部门在“混合所有制”中未充当重要角色。正如江西盐业的案例，江西盐业之前是由江西省国有资产监督管理委员会100%控股。
- 改革推动的兼并所带来的经营管理变化甚小。

(1) 基于主营业务收入超过人民币2,000万元（300万美元）的18,197家国有企业和334,349家非国有企业。

(2) 百分比表示各实体持有江西盐业集团的股份。

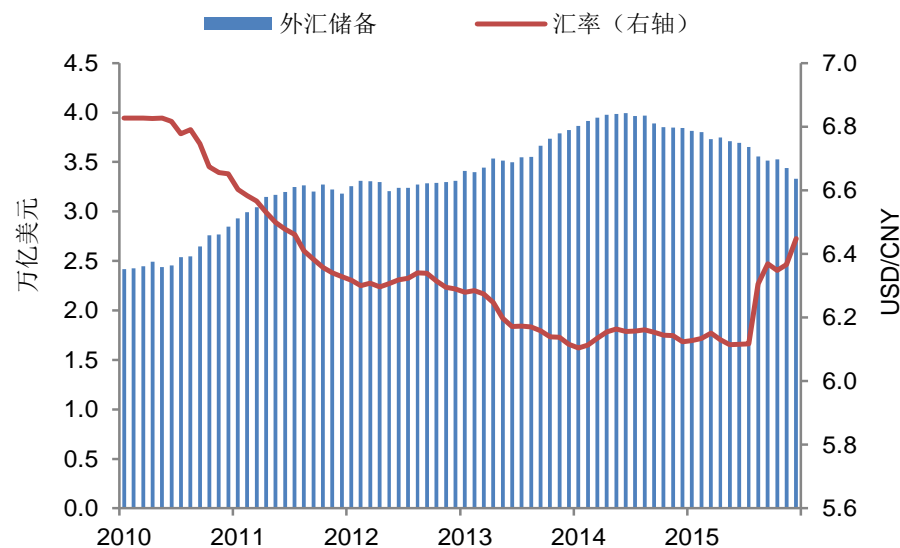
资料来源：投资策略组，国家统计局，天则经济研究所，龙洲经讯。

1. 中国城市人口增速 - 截至2014年



- 户籍改革提出改变户口居住证制度，让农民工获得城市居住许可证，以便享受包括医疗、教育和住房在内的社会福利。在初期，改革重点是小型和中型城市，而大城市和“特大城市”则会继续受到严格控制。
- 中国最大城市往往有最快的人口增速，这主要是由民工驱动的。因此，户籍改革和人口迁移的方向之间存在矛盾。
- 中国正面临一种两难的局面，一方面户籍制度亟需改革，而另一方面这种制度的既得利益者不愿改变现状。

1. 汇率和外汇储备的变化



2. 沪深300指数与恒生中国企业指数的差距 – 截至2016年4月21日



- 外汇市场干预导致了外汇储备的大幅下降。
- 沪深300指数和恒生国企指数之差依然很大。若无政府救市，沪深300指数可能会更低。

1. 抗议者在北京质疑“蓝天去哪了？”



2. 从湖北省襄阳一个被污染池塘取水的男子



3. 山西省一座发电厂附近被污染的玉米田



- 据估计，中国将需要：
 - 投入人民币2万亿元（3,050亿美元）治理空气污染和水污染。
 - 投入人民币7万亿元（1万亿美元）治理土壤污染。

中国面临“围城”困境

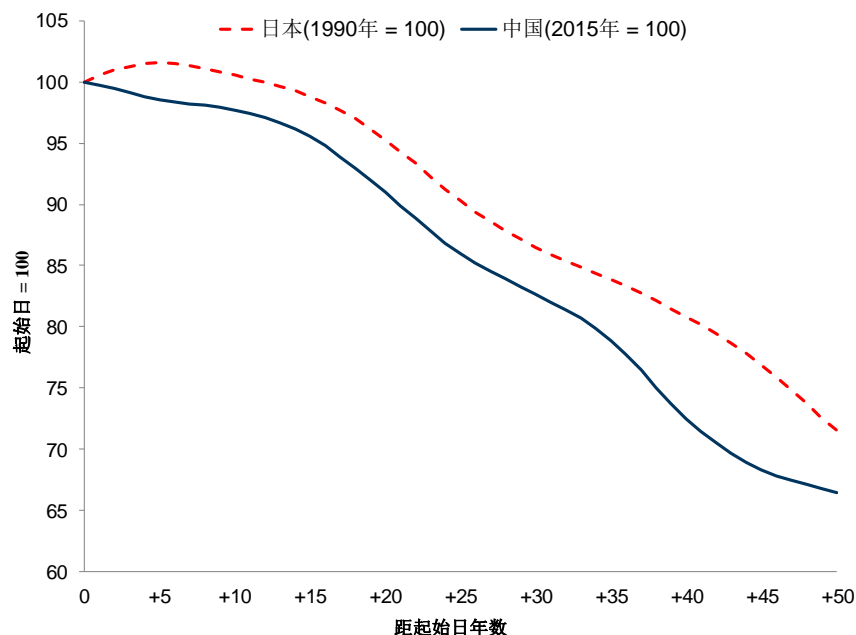
- 中国面临“围城”困境。如果改革推进过快，中国将面临增长急剧放缓的风险。如果改革的实施步伐过慢或原地不动，中国的债务占GDP比例持续升高，从而可能会越过临界点而引发经济、甚至政治的不稳定。
- 三中全会提出的改革进展甚缓实际上是在人意料之中，因为改革任务繁重、各种问题错综复杂、中央和地方政府利益不一致、实施改革的直接成本显著而改革的长远利益并非触手可及。



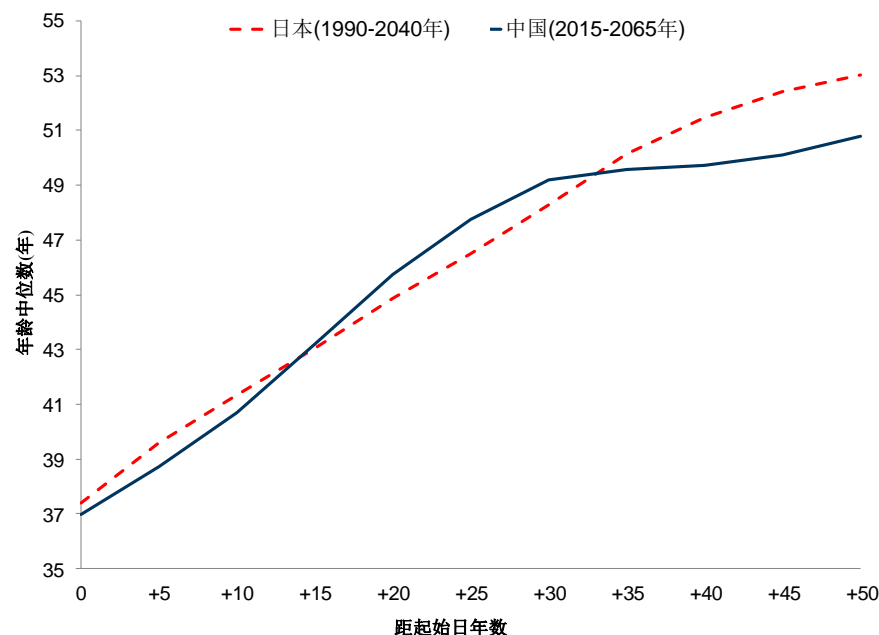
中国的结构性断层

不利的人口状况

1. 劳动年龄人口 — 联合国预测



2. 人口年龄的中位数 — 联合国预测



- 中国未来25年的劳动年龄人口预计每年将下降0.47%，而日本在1990年至2015年之间的下降速度为每年0.41%。加之中国的人口老龄化速度将与日本1990年以来的老龄化速度相近，因此加剧了劳动年龄人口数下降的负面影响。
- 我们预计随着中国放开二胎政策，未来20年的人口状况不会出现实质性变化。

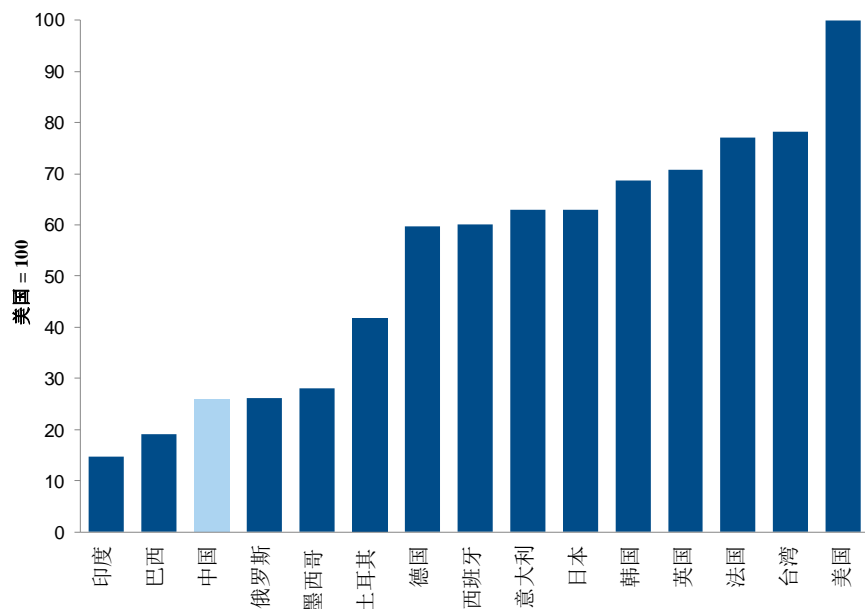
“许多观察家因此担心，‘中国尚未变富就已老去’。”

— 高盛全球投资研究部，2006年

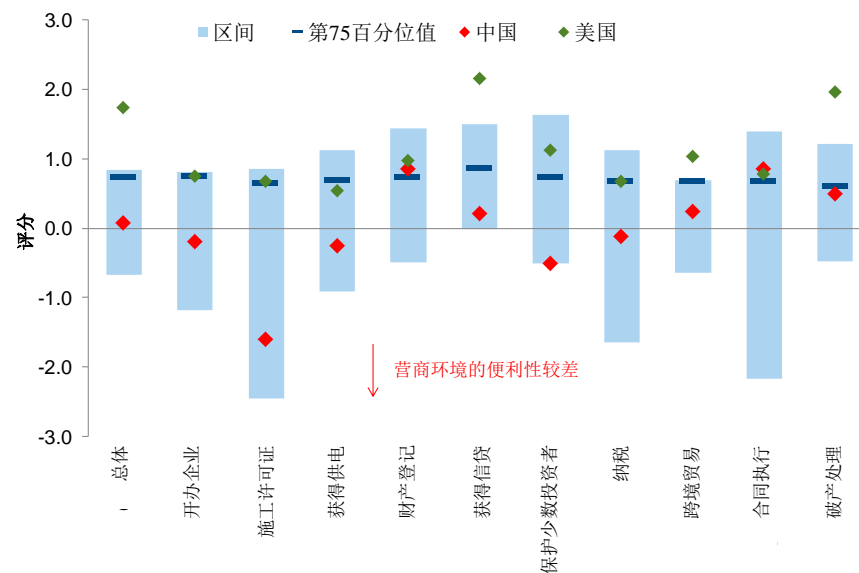
中国的结构性断层

劳动生产率低下，商业环境排名落后

1. 劳动生产率¹ — 截至2015年



2. 营商环境的便利性评分² — 截至2015年



- 中国的劳动生产率排名相对较低。为实现增长目标，生产率需要得到提升，而政府在这提升生产率方面的教育支出并不足够。
- 中国的营商环境指标排名也相当落后，该指标衡量了私营企业家在一个国家发展壮大企业并促进生产力和GDP增长的能力。
- 我们预计这种结构性断层将阻碍中国的长期增长。

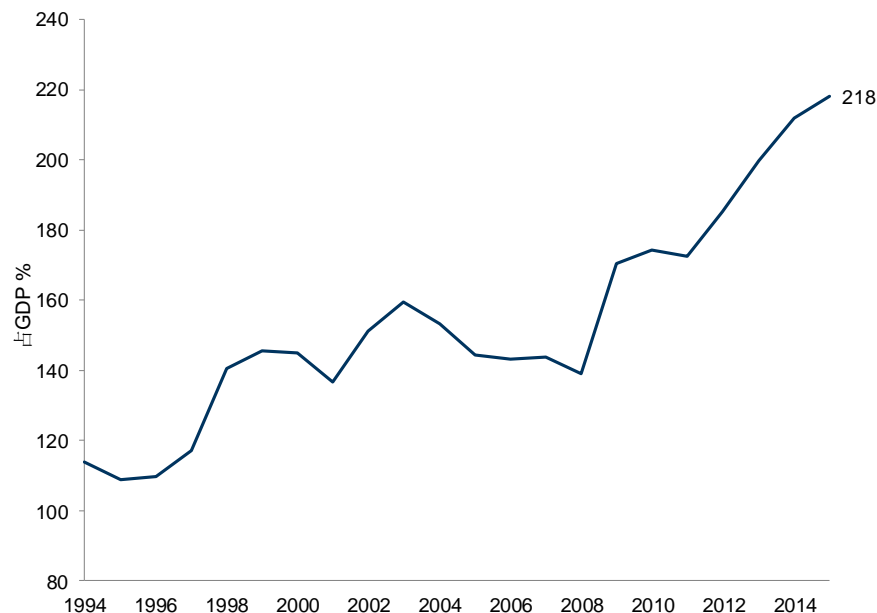
(1) 基于2015年就业人口的人均GDP（采用Geary-Khamis购买力平价）。

(2) 比较范围包括巴西、中国、印度、印度尼西亚、墨西哥、俄罗斯、南非和土耳其。第75百分位值包括所有数据（189个国家）。

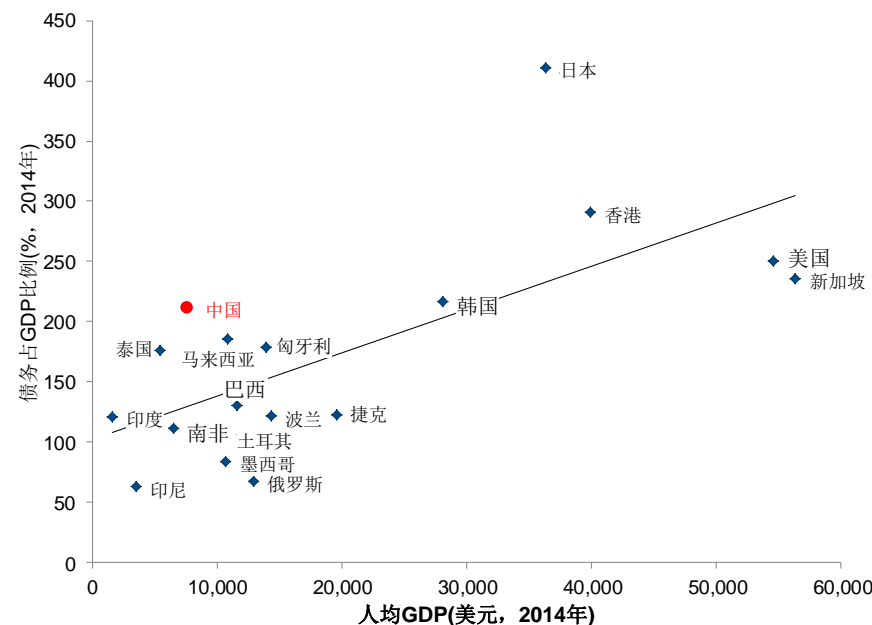
资料来源：投资策略组，经济咨商局，世界银行。

中国债务负担沉重

1. 中国：总债务（占GDP %） — 投资策略组2015年估计值



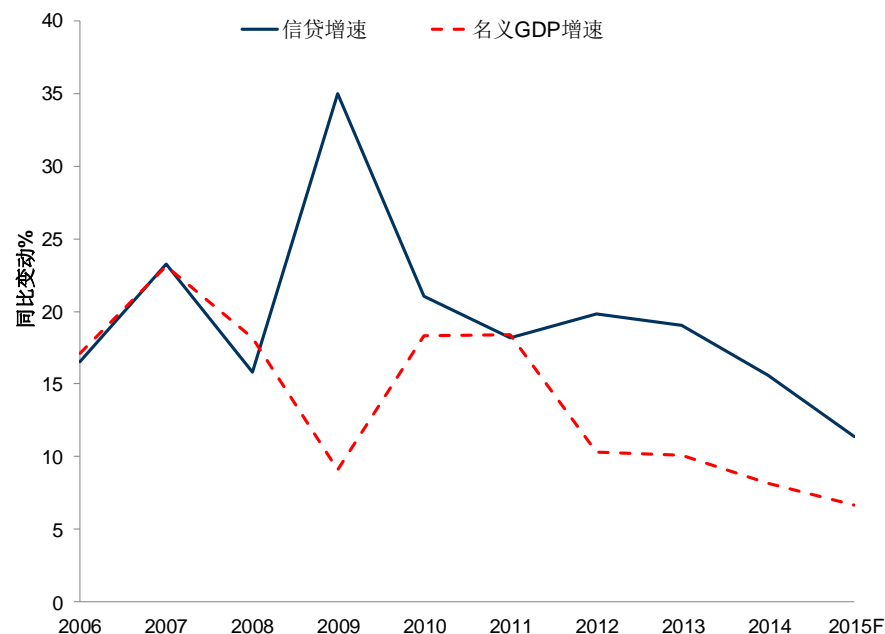
2. 人均GDP与债务占GDP比例



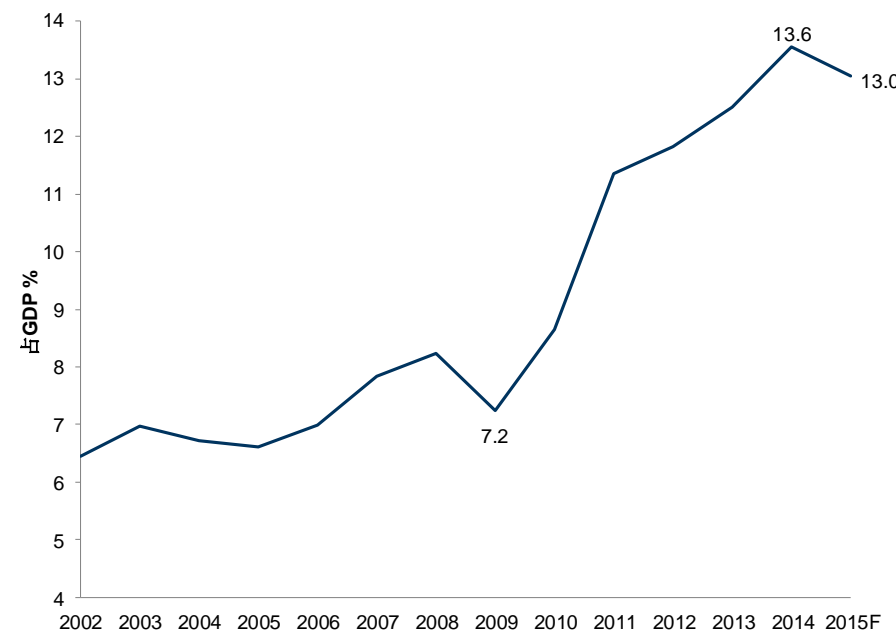
- 近年来，特别是中国政府在2009年推出4万亿元人民币（相当于5,700亿美元）经济刺激方案应对全球金融危机之后，中国的债务迅速增长。据Autonomous Research的Charlene Chu估计，如果包括其他形式的表外项目，2015年中国总债务可能还会增加25个百分点。
- 上述债务的增加主要来自非金融私营部门的债务，其中大部分为国有企业。
- 与较低的人均GDP相比，中国的债务负担非常高，与人均GDP约为其7倍的美国和新加坡处在同一水平。

目前信贷增长的速度不可持续

1. 中国：信贷与名义GDP增长的对比（同比变动%） — 投资策略组2015年估计值



2. 中国：隐含利息负担¹（占GDP %） — 投资策略组2015年估计值

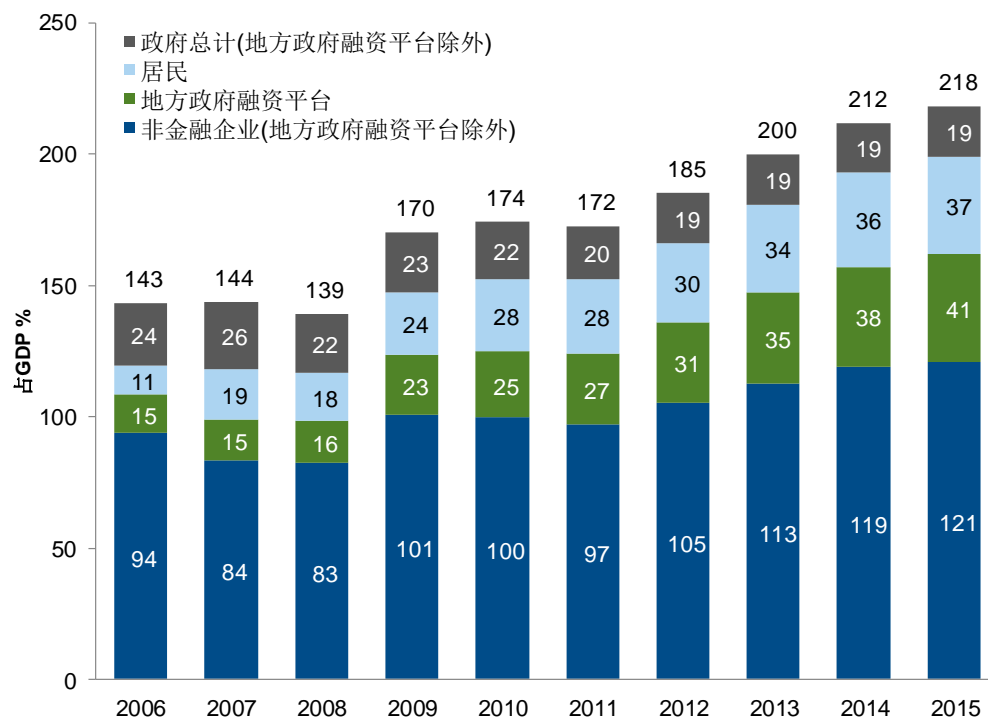


- 中国的债务存量是GDP的两倍，与此同时，债务增长速度也是GDP增速的两倍。
- 2009年利息支出占GDP比例为7.2%，至2015年该比例估计已飙升至13.0%。
- 如果不大幅降低利率和放缓信贷增长速度，这种不良趋势仍将持续，最终使还本付息的重担对其他生产性活动产生排挤效应。

(1) 包括银行贷款、中期票据、短期融资券、公司债券、信托资产和商业票据的融资成本。

资料来源：投资策略组，国际清算银行，CEIC，Datastream，瑞银。

中国：总债务的组成部分（占GDP的百分比）— 投资策略组2015年估计值

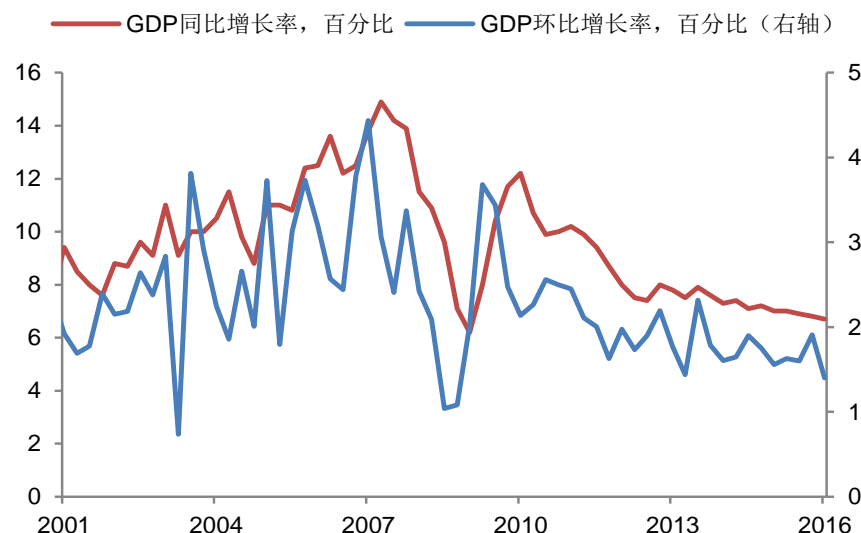


Investment Management Division

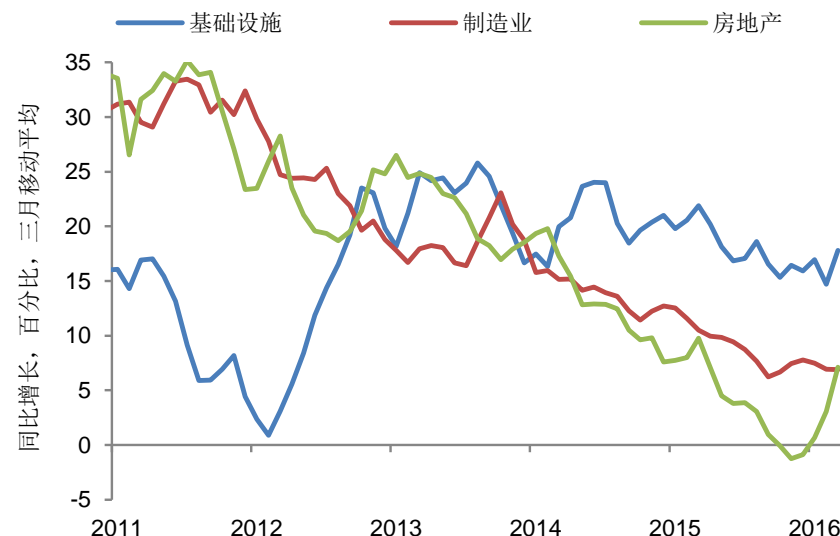
中国：近期经济情况

一季度GDP增速下降但3月实体经济活动回升

1. 中国GDP增长率 – 截至2016年一季度



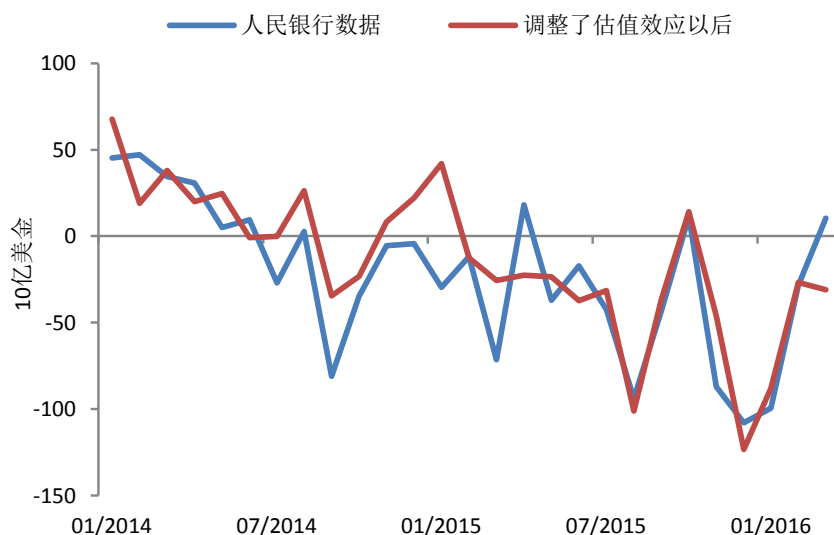
1. 中国的固定资产投资 – 截至2016年3月



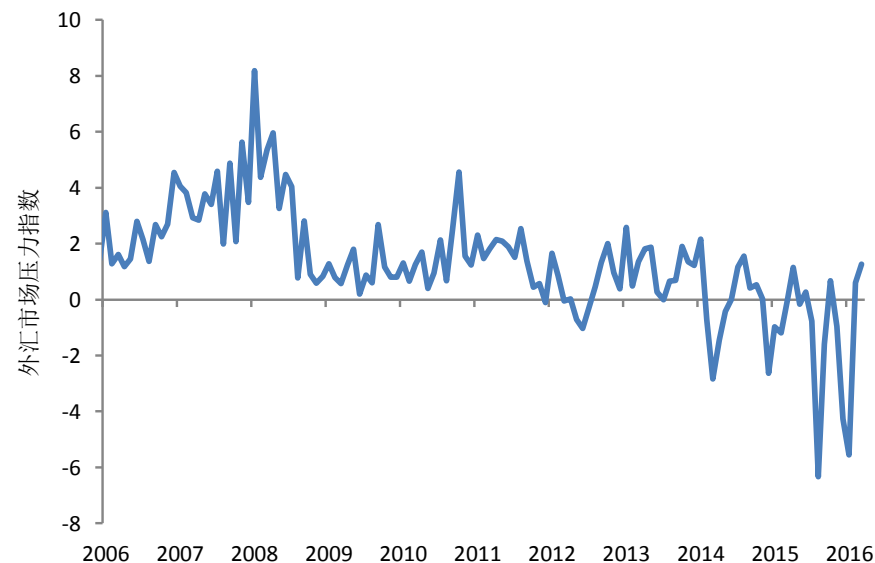
- 一季度中国GDP同比增速6.7%，比2015年四季度的6.8%进一步走低。
- 但3月份单月实体活动指标反弹，显示近期经济有所改善，主要受益于宽松货币环境下的基建投资和房地产政策放松。
- 短期的刺激政策也可能导致长期风险进一步上升，如债务负担继续攀升、产能过剩和房地产供过于求问题恶化。
- 我们认为这释放了重回老路刺激经济的信号，结构性改革则可能会被推迟。

贬值压力暂有缓解

1. 外汇储备的同比变化 – 截至2016年3月



1. 外汇市场压力指数 – 截至2016年3月



- 由于美元走软、政府干预和资本管制，人民币汇率在近几个月稳重有升。但我们认为这些因素的影响都是暂时性的，人民币可能在**2016年底**之前再度贬值。
- 外汇储备数据和我们估算的外汇市场压力指数显示，资本流出压力似乎有所缓和。据本月初央行公布的数据，中国的外汇储备在连续下降四个月 after，于3月增长**103亿美元**，达**3.2万亿美元**。但我们应谨慎对待该数据，因为美元在3月的估值效应很大。
- 此外，我们沿用国际货币基金组织的方法构建了外汇市场压力指数（图10）。我们的分析表明，**2015年年底**和**2016年1月**资本流出压力加大，但2月和3月情况好转，不过我们仍需继续观察几个月才能作出确切结论。

贬值压力暂有缓解（续）

不过，我们认为这些导致人民币升值因素可能是暂时性的。展望未来，基于以下原因，人民币在2016年年底前仍有可能再度贬值：

- 为实现增长目标，中国政府可能会在今年进一步放松货币政策，包括降低利率和存款准备金率等。相反地，美国却已进入加息周期。
- 资本管制措施不可能滴水不漏。国内投资机会缺乏、改革步伐缓慢，以及金融风险上升等因素均将导致持续的资本外流。
- 人民币汇率亦受国际事件的影响，例如，尽管去年政府多次强调人民币没有贬值基础，但在11月人民币加入特别提款权篮子后人民银行便允许人民币贬值。我们认为，在2016年9月G20峰会闭幕和10月1日人民币加入SDR篮子正式生效之后，人民币有可能再次贬值。因为政府通过干预来防止货币贬值代价高昂，可导致外汇储备迅速流失。

真实的财政赤字到底有多大？

- 我们估计2016年的综合赤字（Consolidated deficit）为GDP的3.8%，仅略高于2015年的3.5%，2016年的财政刺激力度小于2015年。
- 人大会上公布的政府预算案中，提议的2016年赤字率为3%（人民币2.18万亿），高于官方公布的2015年2.4%的赤字率，这似乎表明财政政策有所扩张。根据官方的说法，财政赤字的增加将主要来自为减轻企业负担实施的税费减免，和一定程度上政府支出的增加。
- 然而，在我们看来，由于政府将支取财政存款/储备计入了当年政府收入，中国官方的财政数据并不能反映真实的财政政策立场。此外，一般政府预算并未涵盖如政府性基金预算（主要包括卖地收入）的预算外项目，因此它不能反映公共部门的全貌。我们因此作如下调整：首先，我们基于国际认可的方法估计中国实际的一般政府赤字。该方法将政府提取财政存款从当年收入中剔除，而将其归于线下项目的融资来源中（图表5）。经调整后，2015年的一般政府赤字率为3.5%（官方公布的赤字率为2.4%），而2016年赤字率预计为3.2%（官方公布为3%）。因此，基于国际定义的中国一般政府赤字率在2016年将降低0.3个百分点，财政政策实际上为紧缩立场。
- 此外，若考虑预算外政府性基金，综合赤字率将从2014年的1.4%和2015的3.5%升至2016年的3.8%。这一赤字率的变化可被视为财政刺激力度（fiscal impulse）的替代指标，则2016年财政刺激力度仅为GDP的0.3个百分点，远低于2015年的2.1个百分点。因此，我们认为，两会预算提案所隐含的财政政策扩张度比市场预期的要小得多。

真实的财政赤字到底有多大？（续集）

	2014	2015	2016
	实际	实际	预算
1. 一般公共预算			
中央政府			
总收入	6,549	7,023	7,189
收入	6,449	6,923	7,057
从中央预算稳定调节基金调入	100	100	100
国有资本经营预算调入	0	0	32
总支出	7,499	8,143	8,589
支出	2,257	2,555	2,786
中央对地方税收返还和转移支付	5,160	5,518	5,803
补充中央预算稳定调节基金	82	70	0
盈余	-950	-1,120	-1,401
地方政府			
总收入	12,746	14,522	14,506
本级收入	7,586	8,298	8,663
中央对地方税收返还和转移支付	5,160	5,518	5,803
地方财政使用结转结余及调入资金	0	706	40
总支出	13,146	15,022	15,286
支出	12,909	15,022	15,286
补充地方预算稳定基金及结转下年支出	138	0	0
政府债券本金支付	99	0	0
盈余	-400	-500	-780
一般政府：中国官方定义			
收入	14,135	16,027	15,892
支出	15,485	17,647	18,072
盈余	-1,350	-1,620	-2,181
占GDP的百分比	-2.1	-2.4	-3
一般政府：国际通用定义			
收入	14,035	15,222	15,720
支出	15,166	17,577	18,072
盈余	-1,131	-2,355	-2,352
占GDP的百分比	-1.8	-3.5	-3.2
赤字融资：中央政府债券	950	1,120	1,401
赤字融资：地方政府债券	301	500	780
赤字融资：提取财政存款	-120	735	140
中央政府预算稳定调节基金	18	30	100
地方财政使用结转结余及调入资金	-138	706	40
赤字融资：国有资本经营预算调入	0	0	32

	2014	2015	2016
	实际	实际	预算
2. 政府性基金预算			
中央政府			
收入	500	477	452
本年	410	411	427
从上一调入	91	66	25
支出	432	436	452
中央政府支出	296	302	341
给地方政府的转移支付	136	133	111
盈余	69	41	0
地方政府			
收入	5,135	3,955	3,402
地方政府收入	5,000	3,822	3,290
从中央政府获得的转移支付	136	133	111
支出	4,842	3,934	3,802
地方政府专项债务	0	100	400
盈余	293	121	-400
一般政府基金：官方定义			
收入	5,500	4,399	4,142
支出	5,139	4,236	4,143
盈余	361	163	-1
一般政府基金：国际通用定义			
收入	5,409	4,233	3,717
支出	5,139	4,236	4,143
盈余	271	-3	-426
综合赤字-GDP比率（国际通用定义）	-1.4	-3.5	-3.8

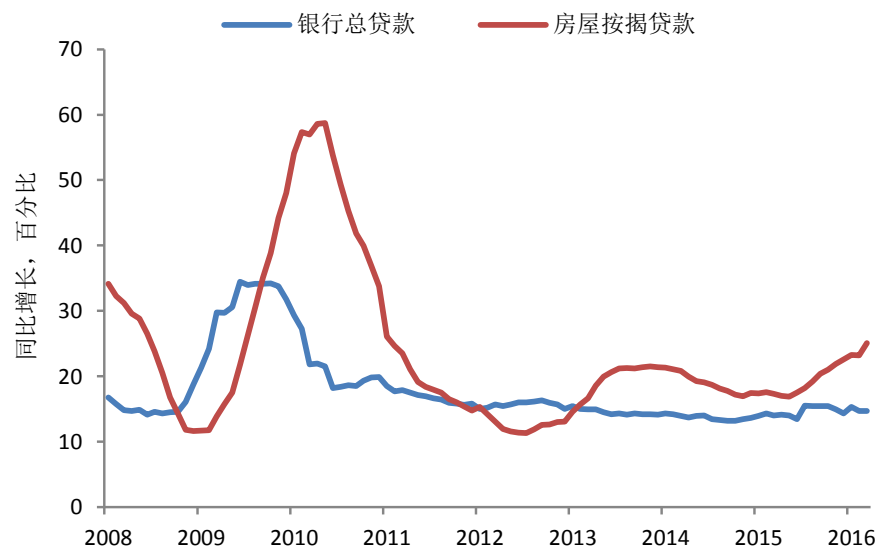
房地产政策：政府风向转变

2015年年末以来，政府对房地产的政策风向有所变化：

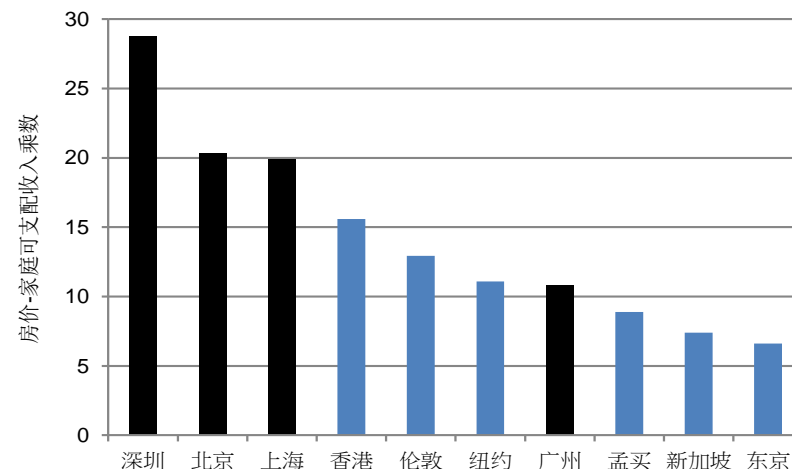
- 在12月的中央经济工作会议上，习近平号召稳定和重振房地产市场，并提出“要发展住房租赁市场，鼓励自然人和各类机构投资者购买库存商品房，成为租赁市场的房源提供者”。
- 2月2日，中国人民银行和银监会宣布，没有“限购令”的城市首付比要求下调5个百分点至25%。
- 2月22日，削减房产交易税的新政出台。
- 周小川在2月26日召开的G20会议上指出，中国家庭有很大的空间可增加抵押贷款债务，此外，政府亦有足够的空间可降低首付比例。周小川的讲话可能助长房地产泡沫，就像他在2015年3月所言的“资金进股市也是支持实体经济”助燃了2015年第二季度的股市热潮。
- 为响应中央政策，一些地方政府积极放宽住房政策。例如，在3月1日，沈阳市开出了包括允许大学毕业生“0首付”在内的支持房市的新政清单；3月6日，广东省省长提出，大型国企可大规模购买商品住宅，以帮助广东省在三年内减少2000万平米的住房库存。
- 在3月12日央行的记者会上，周小川指出，中国各城市房价分化显著，而房地产市场仍面临去库存压力。同时，潘功胜强调，住房按揭的不良贷款率远低于银行业的不良贷款率。

房价飞涨：家庭负担房屋的能力下降

1. 贷款增长 —— 截至2016年3月



2. 家庭负担房屋的能力：国际比较 —— 截至2016年1月



假设：

平均单位面积：深圳、北京、上海、广州 - 90平方米；香港 - 560平方尺；孟买、新加坡 - 1200平方尺。

平均价格房屋价格：伦敦 - 45.6万英镑；纽约 - 42.7万美金；东京 - 5.2千万日元

- 近期房价上涨，一线城市尤甚。
- 然而，信贷推动的房地产热潮可能导致杠杆率进一步上升，带来相关的金融风险。家庭债务的份额不大，占GDP约40%左右。但在政策支持下，近期家庭房屋按揭贷款快速增长——1月和12月同比增长约23%，远超同期银行贷款增速的14%左右。房屋按揭贷款占银行总贷款的比例从2007年年初的9%升至2015年年底的5%。
- 房价的飙升已导致一线城市家庭房屋负担能力的恶化。据我们估计，深圳的房价与家庭可支配收入乘数已达29倍，而北京、上海的这一乘数则已上升至20倍左右，高于香港、伦敦和纽约。这表明，相比于以高房价而闻名的香港、伦敦和纽约等城市，中国一线城市的房子更加难以负担。

政府官员近期的言论

从政府官员近期的言论来看，中国的政策越来越倾向于以长期风险为代价，换取短期的增长或稳定。此间，几乎没有关于结构性改革的讨论。

■ 李克强在3月16日的新闻发布会上指出：

- 中国经济不可能击穿6.5%的增长底线。
- 中国可通过“债转股”的方式降低企业杠杆率。
 - 此前尚福林说，中国仍在探索引入“债转股”的可能性。
 - 我们认为，“债转股”只会转移（而不是降低）风险，并且，实际上，它会进一步推高杠杆。

■ 在3月20日“中国发展高层论坛2016”上：

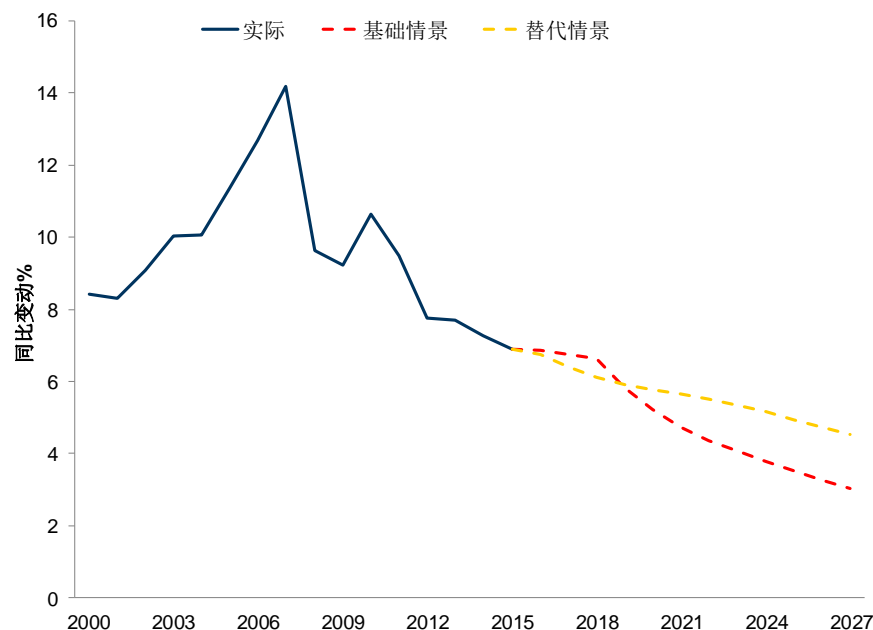
- 楼继伟表示“中国不在意穆迪下调中国评级，亦不必去拜他们的码头”。
- 周小川警告说，中国的负债率一直在上升，这将导致风险进一步积累。他提出，解决这些风险的一个重要途径是发展资本市场，从而使更多的国民储蓄进入股市，以降低债务与GDP的比率。
 - 在2月的G20会议上，周小川指出：“个人住房价杠杆逻辑是对的。”

Investment Management Division

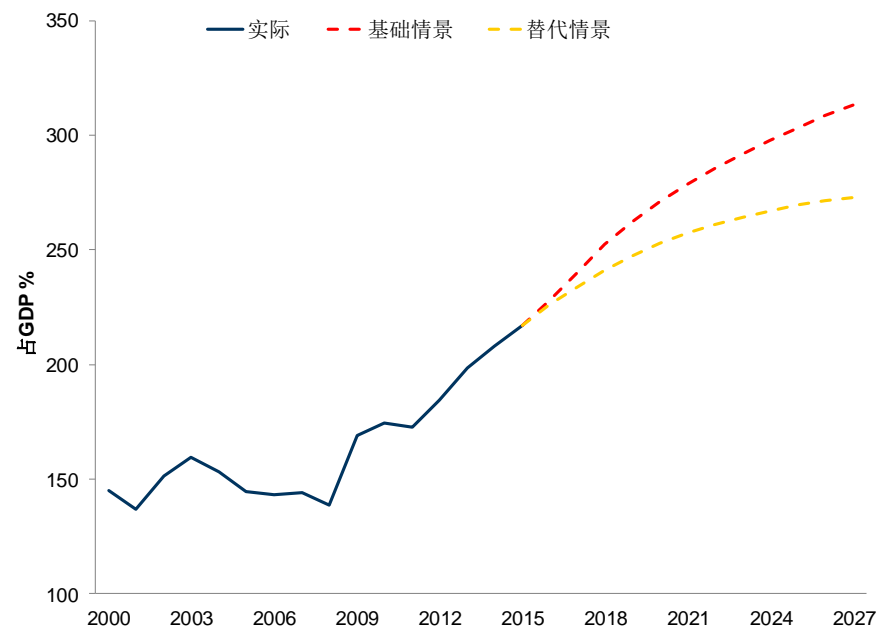
中国：展望和投资影响

我们对中国前景的观点

1. 中国：投资策略组各情景下的实际GDP增长率 — 至2027年



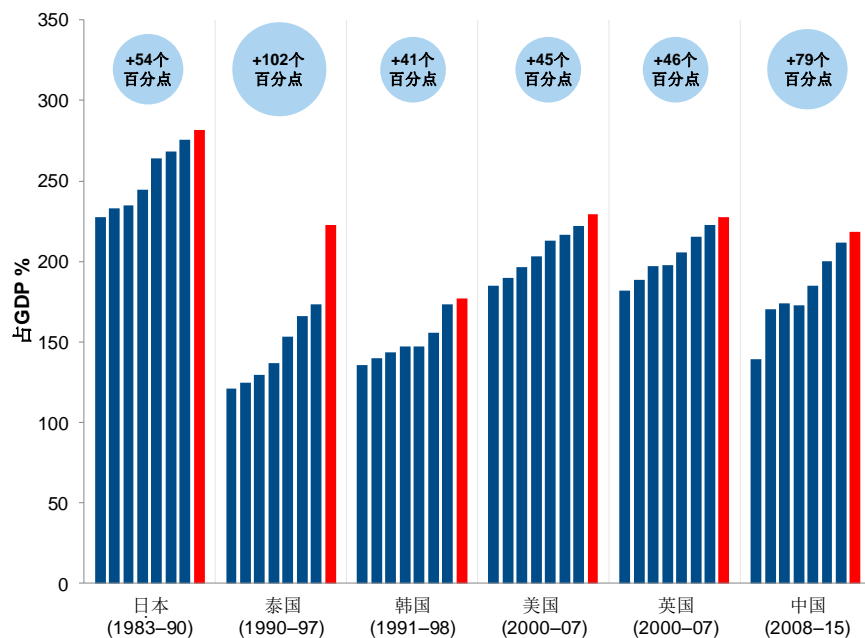
2. 中国：投资策略组各情景下的债务占GDP比例 — 至2027年



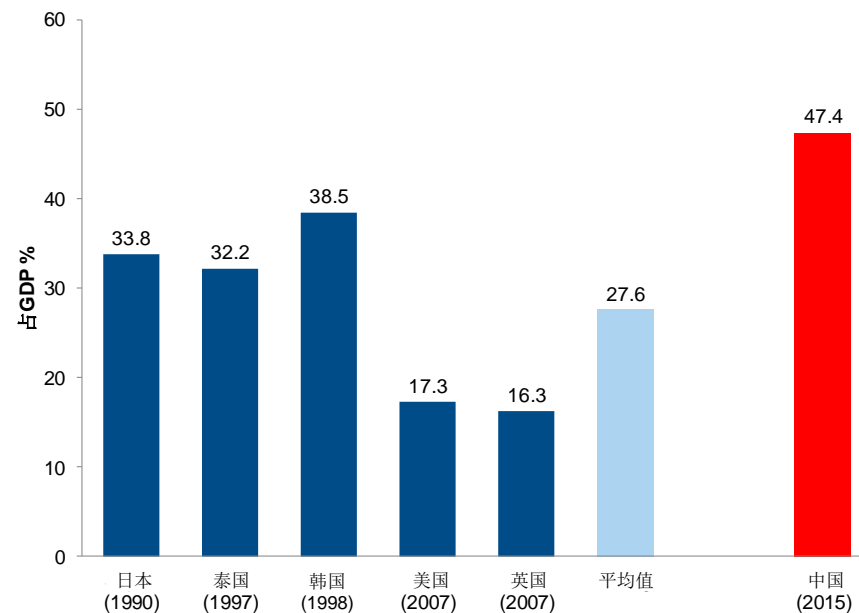
- 我们预计中国今年的实际GDP增长率将在5.8%至6.8%之间。尽管我们对中国的2016年经济形势不太担心，但我们对中国的中长期前景持谨慎态度。
- 我们的基本观点是，在2010年的基础上，为实现至2020年GDP和人均GDP水平翻番的目标，中国领导人对增长的重视程度将超过改革。我们预计，在未来的几年，投资水平将维持在高位，债务将继续快速增长，至2024年达GDP的300%。
- 在我们的替代情景中，政策制定者会优先考虑实施改革并遏制信贷增长的步伐，债务不会快速增长，但平均GDP增长率会降低。

历史表明，债务快速增长之后往往是危机

1. 债务总额与8年累计增幅



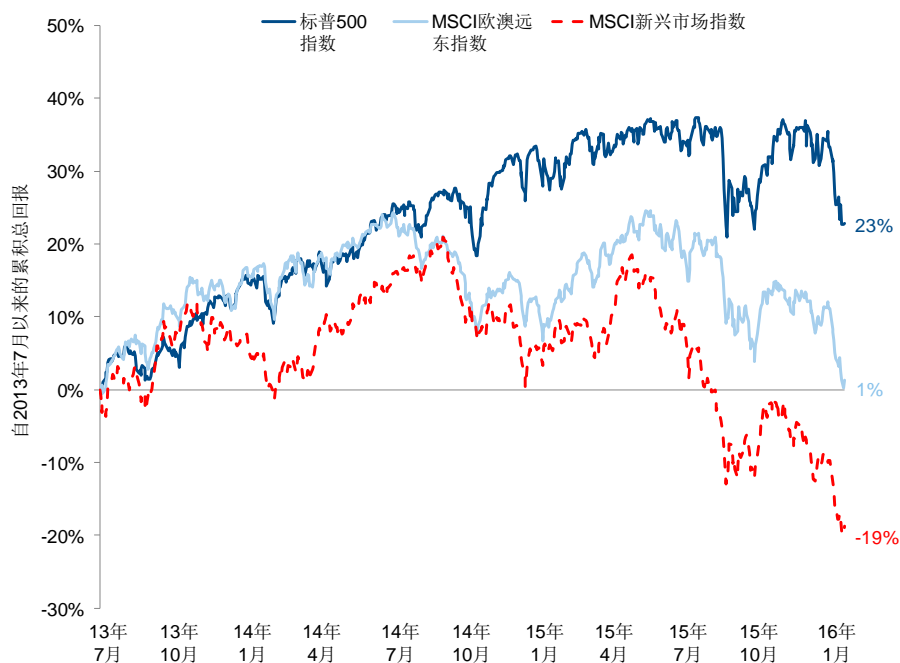
2. 各国在危机时的国民总储蓄对比 (占GDP %)



- 中国的债务占GDP的大小和增速已达近年来的最高水平。
- 在全球所有的主要国家中，中国的储蓄率最高。而高储蓄率并非韩国得以避免1998年金融危机的充分条件。彼时韩国国力强劲，人均GDP超出中国目前水平约45%。
- 日本在1990年时的储蓄率也很高，当时其人均GDP是中国目前水平的1.8倍。

投资影响：股市

1. 自2013年7月以来的累积总回报 —— 截至2016年1月19日



2. 中国实体经济和股市 —— 截至2016年4月21日

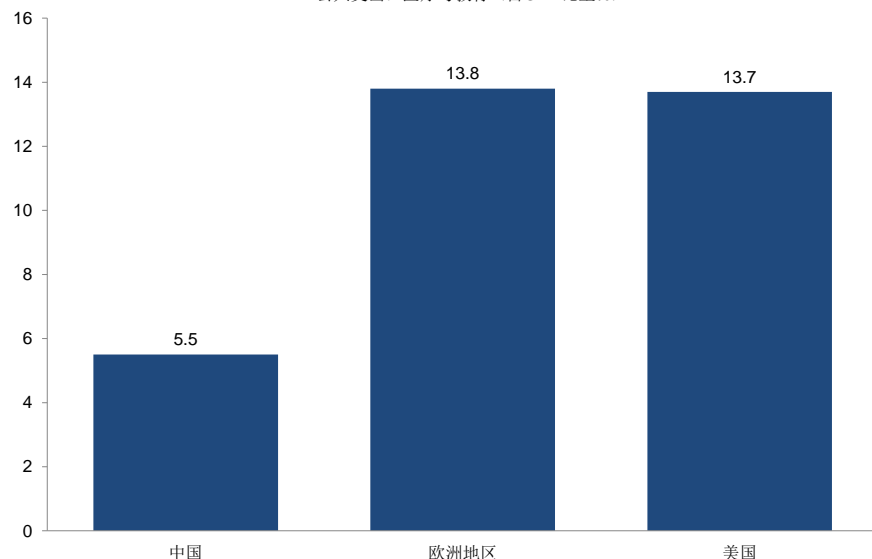
	2014年二季度	现在	结论	最新数据更新至
经济基本面				
GDP增长率	同比增长7.4%	同比增长6.7%	经济增长放缓	2016年一季度
工业利润	同比增长11.2%	同比增长4.8%	利润由增长变为萎缩	2016年2月
核心CPI	同比上升1.7%	同比上升1.5%	通缩压力增大	2016年3月
实际一年期贷款利率	7.5%	8.7%	实际利率升高	2016年3月
除去FDI后的资本流出	555亿美金	1738亿美金	资本流出加剧	2015年四季度
股市				
上证综指	2049	3017	指数上涨47%左右	2016年4月21日
A股主板市盈率	15.5	21.0	股指变高	2016年4月21日

- 我们预计今年中国股市的总回报较低而波动率较大。
- 我们还认为，在未来五年里，中国股市的回报率将处于低位。这是因为中国经济情况具有不确定性、企业盈利能力恶化、杠杆率攀高而导致企业违约率和偿债成本上升。

投资机会：教育与医疗

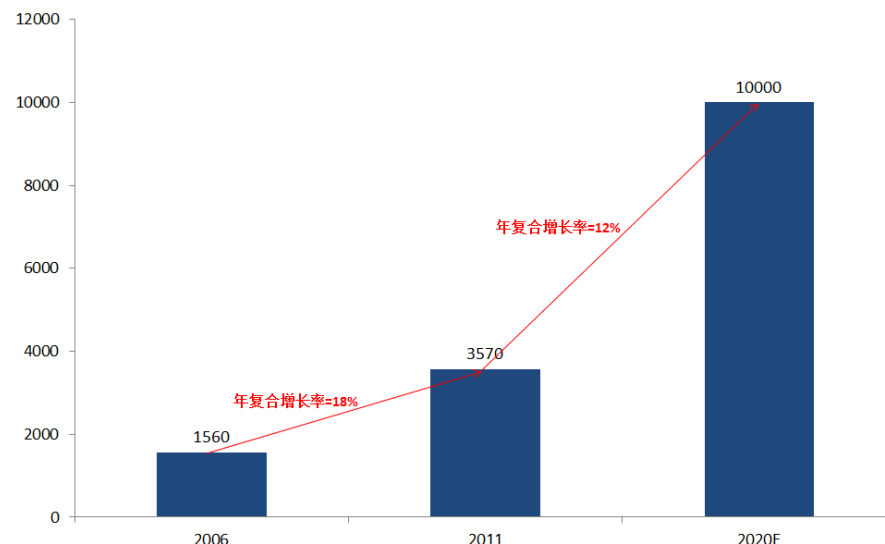
1. 医疗与教育方面的政府支出（占GDP比重%）
（2012年）

■ 公共支出：医疗与教育（占GDP比重%）



2. 中国医疗卫生支出（亿美元）
（从2006年至2020年预测）

■ 中国医疗卫生支出 (亿美元)



- 中国在医疗与教育上的支出与其他国家相差甚远。2012年，中国政府在医疗与教育方面的支出占GDP的5.5%，而此比例在欧洲地区和美国分别为13.8%和13.7%。实施普遍二孩后，在医疗与教育方面的政府及私人支出在未来将会增加。
- 据麦肯锡公司估计，随着中国人口老龄化和医疗改革的推进，中国医疗卫生支出将从2011年的3570亿美元增长至2020年的1万亿美元。²

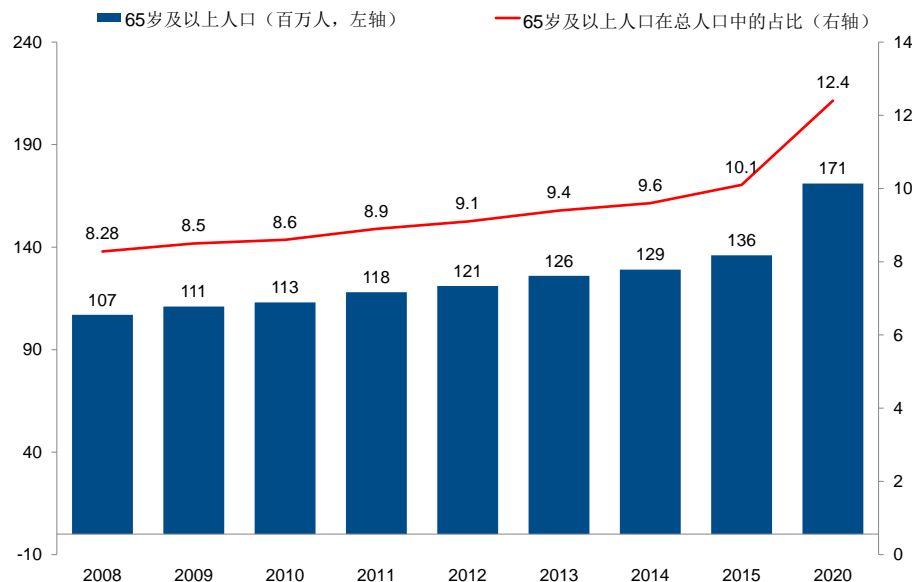
1. 《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，2013年11月；2. 麦肯锡公司，“Healthcare in China: ‘Entering uncharted waters’”

资料来源：投资策略组，中国统计局，CEIC

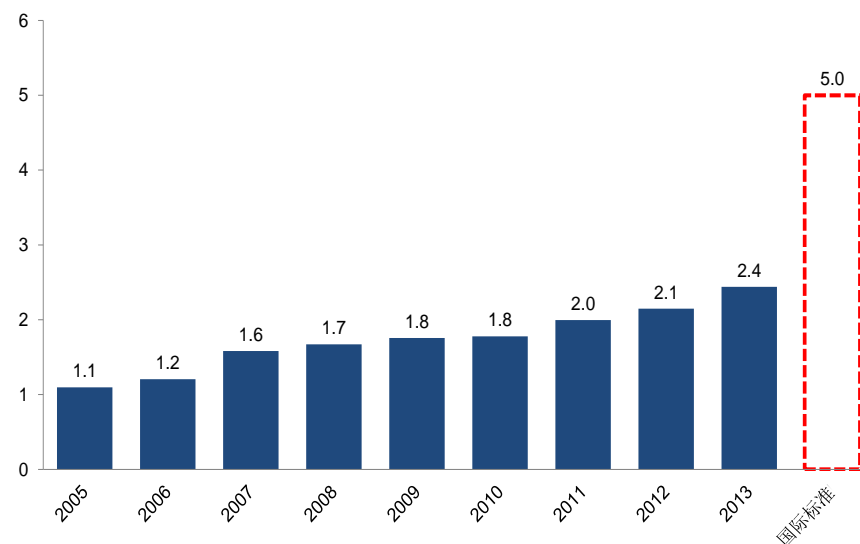
本材料代表投资策略组(“ISG”)的观点，并非由高盛全球投资研究部编制。ISG是高盛投资管理部的组成部分。过往表现对未来业绩不具指导意义，投资的价值及收益可升亦可跌

投资机会：养老服务

1. 中国人口老龄化
(2008 – 2020预测值)



2. 每百名老年人拥有的养老床位数
(2005- 2013)

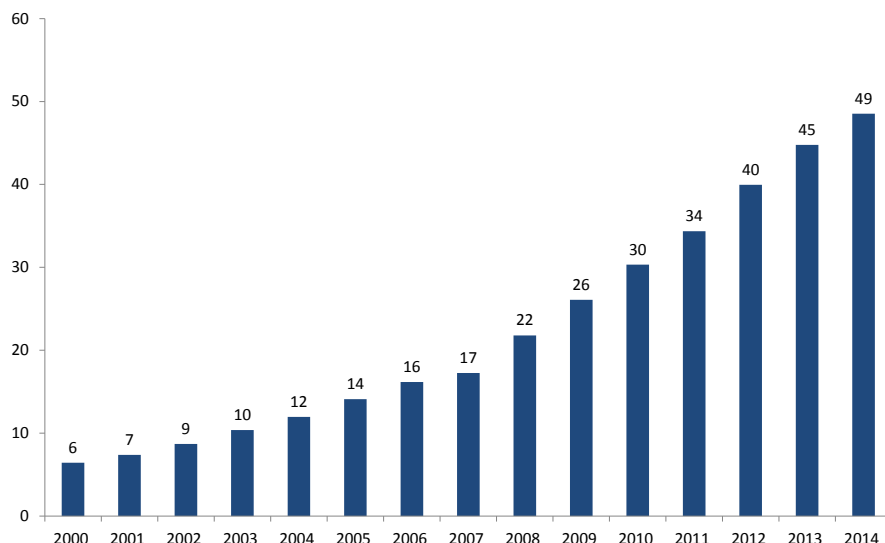


- 中国人口正在老龄化，这为养老行业带来巨大的增长潜力。此外，城镇化和“4-2-1”的家庭结构使得越来越多的老年人选择在退休后进入养老院生活。
- 中国养老院供不应求——目前中国每百名老年人拥有的养老床位数仅为2.4张，远低于5.0的国际标准。

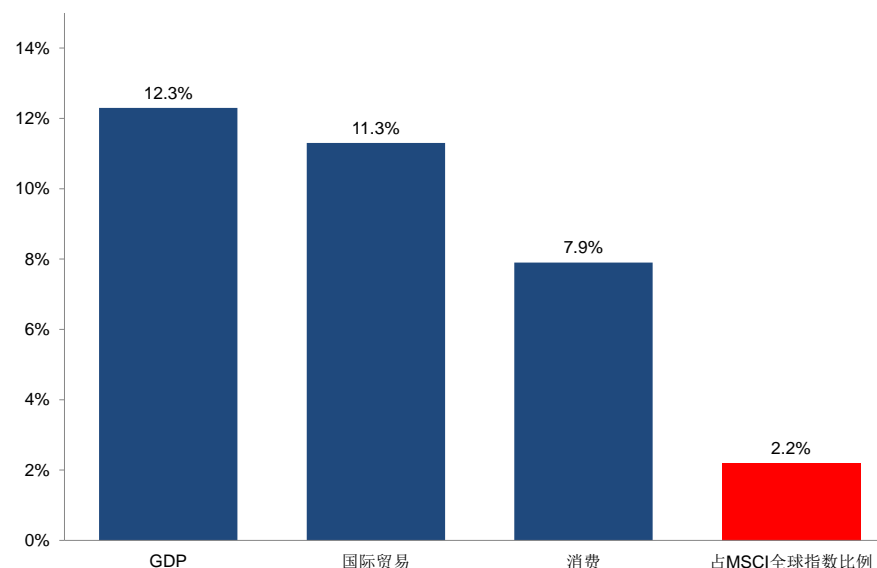
投资机会：财富管理

1. 中国居民个人银行存款（万亿元）（从2000年至2014年）

■ 中国居民个人银行存款（万亿元）



2. 中国占世界经济占资本市场比例

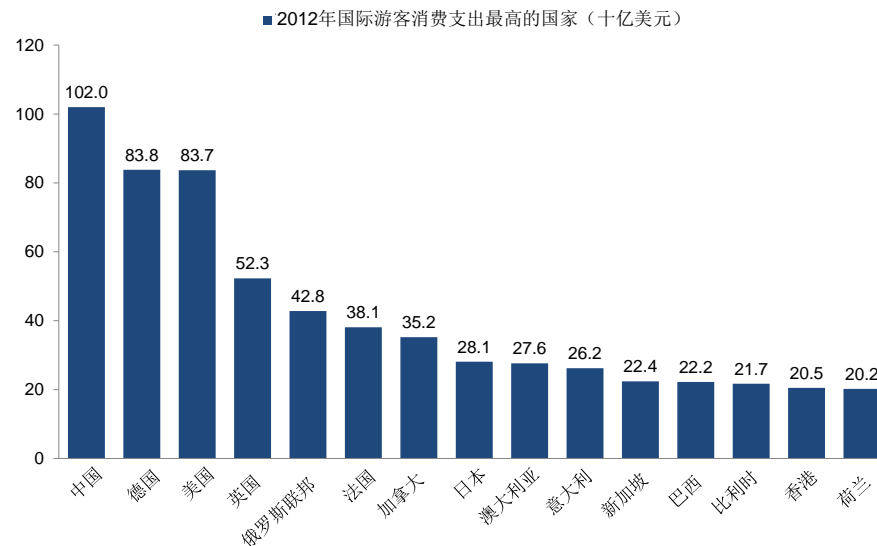


- 人口老龄化，也将为财富管理行业带来巨大的发展机会。截至2014年底，中国居民个人银行存款已达人民币48.5万亿元（折合美元7.8万亿）。如果中国居民将10%的储蓄投入海外市场，这将产生4.9万亿元人民币的资产管理总额，是目前QDII基金资产管理总规模的97倍，也是沪港通港股通额度的19倍。
- 中国进行的资本账户开放改革将为个人投资者带来更多投资海外市场的机会，从而刺激对金融服务的需求，为投资顾问和资产管理业务带来商机。

1. 2012年黄金周期间大量游客涌向长城



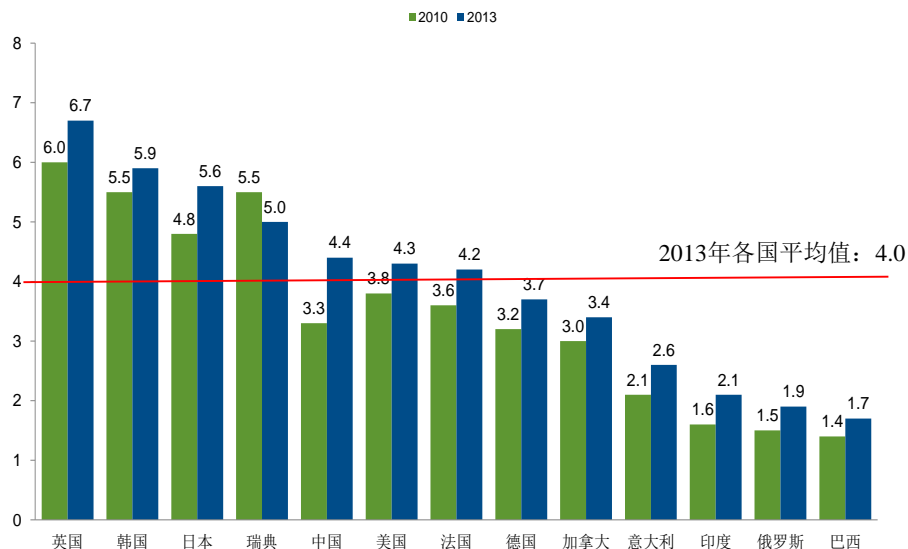
2. 2012年国际游客消费支出最高的国家



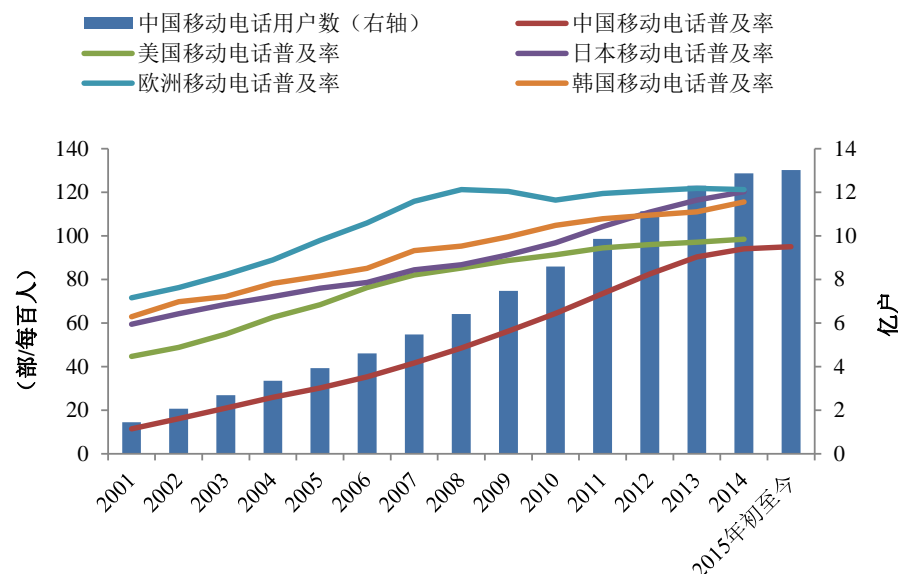
- 中国旅游市场近年来迅速增长，而未来伴随着人口老化、退休潮来临，老龄游客还将显著上升。2014年，中国公民出境游人数达1.09亿人次，国内游人数达到36亿人次，两者均较2013年增长11%。全年旅游总收入3.25万亿元，较2013年增长11%。
- 美国旅行观光办公室的最新数据显示，中国游客在美国人均消费2,932美元，高于其他国家游客1,883美元的人均消费。

投资机会：互联网经济

1. 互联网经济占 GDP 比重（2010年对比2013年）



2. 移动电话数量及拥有率的国际比较（从2001年至2015年10月）

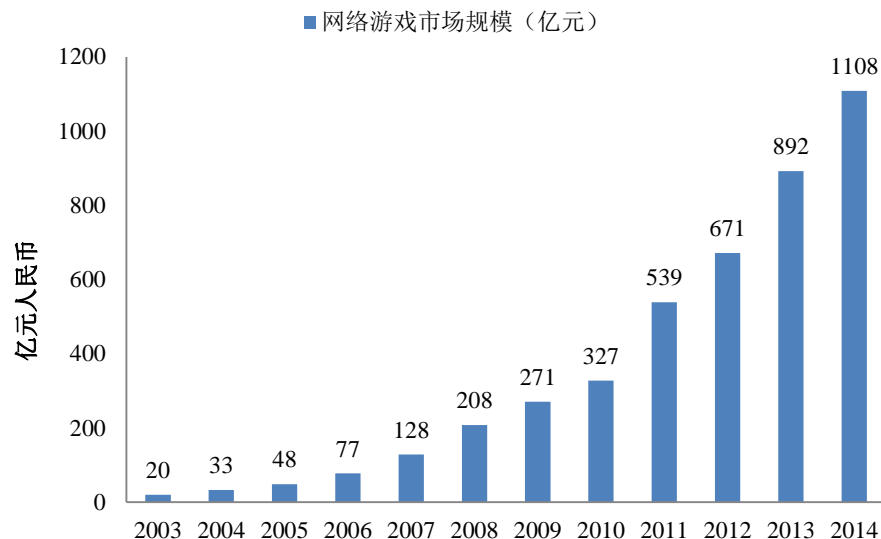


- 根据 McKinsey Global Institute (MGI) 的数据，2010年中国的互联网经济*占GDP的比重仅有3.3%，低于大部分发达国家。到2013年，互联网经济在GDP的比重已达4.4%，使中国跻身全球领导者的行列，超过美国或德国。
- 自2001年以来，中国的移动电话数量以接近每年20%的速度飞快增长。截止2014年底，中国每100人拥有94部移动电话，已经非常接近美国每100人拥有98部的水平。

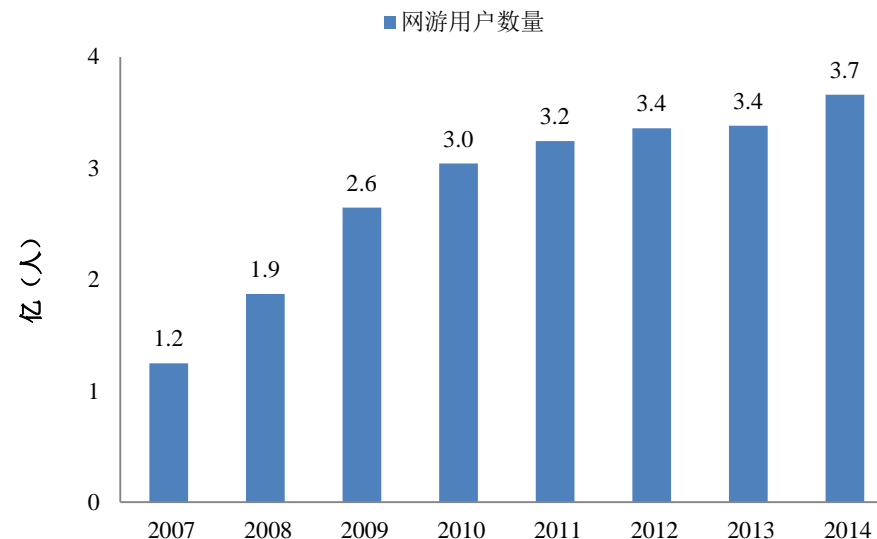
* “互联网经济”的计算方法采用GDP支出法核算。这包括与创建和使用互联网网络和服务相关的所有活动：个人消费（包括硬件、软件、互联网接入和电子商务）、公共支出（包括基建）、对网络技术的商业投资，以及国家在网络相关产品和服务上的贸易差额。

投资机会：网络游戏

1. 中国网络游戏市场规模 (2003-2014)

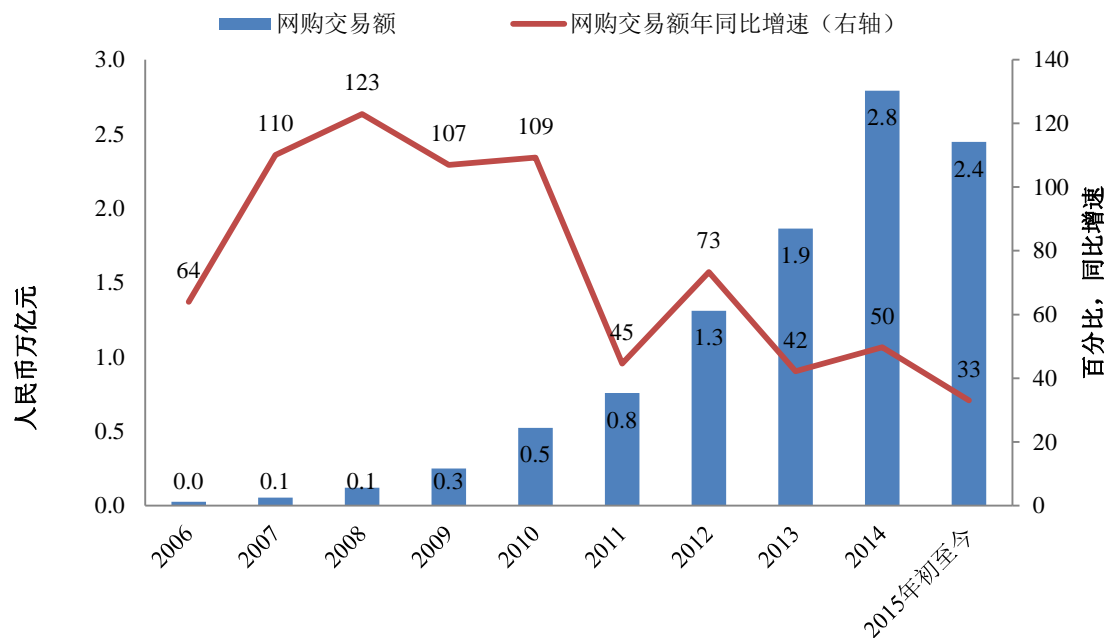


2. 网络游戏总用户数 (2007-2014)



- 中国网络游戏行业的规模正在扩大，2014年收入达到人民币1108亿元，较2013年增长24%。
- 网络游戏玩家数量逐年增加，而且，现在的玩家愿意为网络游戏付出更多金钱。研究公司Niko Partners的数据显示，64%的中国玩家每个月都在网络游戏上消费——大幅高于其他发展中国家水平。媒体报导，部分忠实玩家每年在网络游戏上的花费高达5万元。

中国网购交易量和年同比增长率（2006-2015年10月）



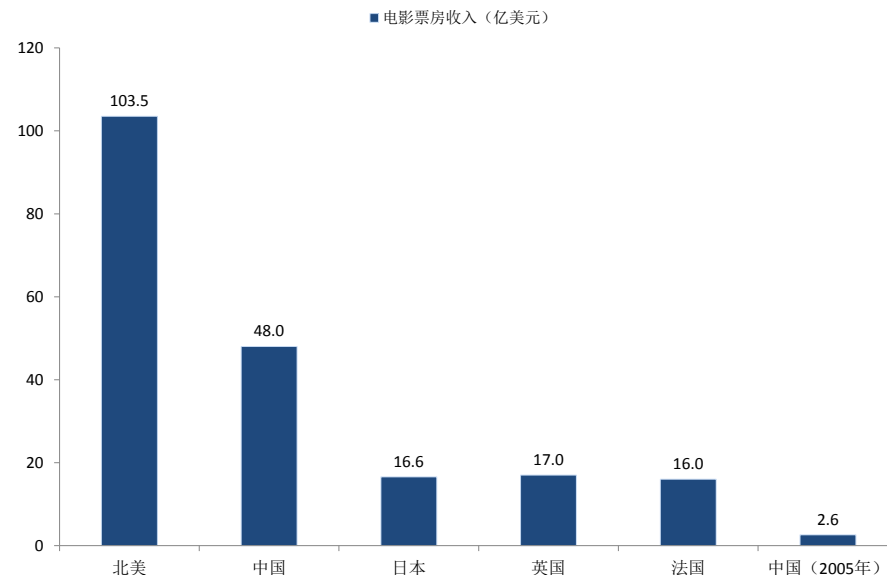
- 中国网购市场发展速度惊人，全国总交易量在2014全年达到人民币2.8万亿元，同比增长50%。

投资机会：电影行业

1. 中国电影票房收入（从2006年至2015年11月）



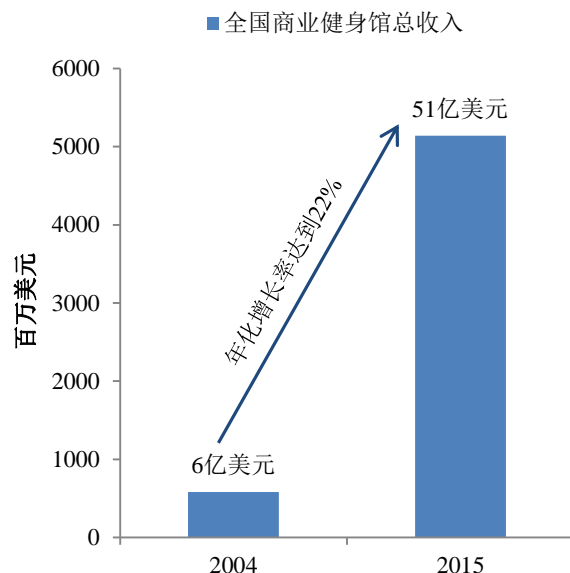
2. 电影票房收入比较（截至2014年底）



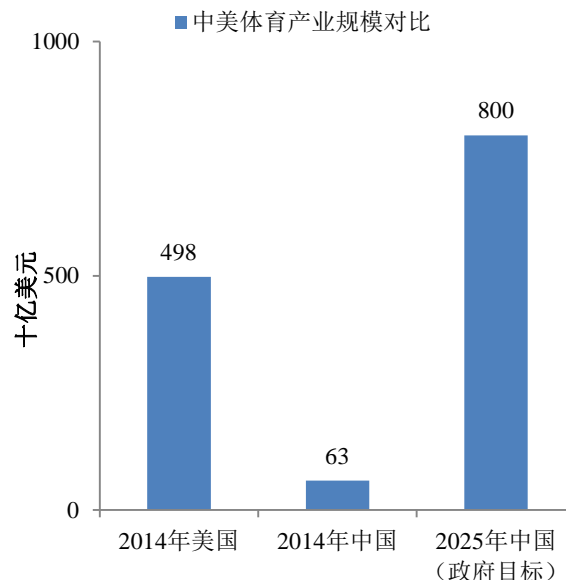
- 2012年，中国电影票房收入超过日本，成为全球第二大市场。中国电影票房收入同比增速在2014年和2015年前10个月分别为36%和52%，2015年前10个月票房收入达到近400亿人民币。
- 2014年，中国进口影片票房收入达135亿元人民币，占总票房收入的45%。
- 大连万达集团2014年12月在港交所挂牌上市，募资37亿美元。这家中国公司已经成为全球最大影院运营商。2012年，该公司斥资26亿美元买下北美第二大影院公司AMC。

投资机会：健身和体育行业

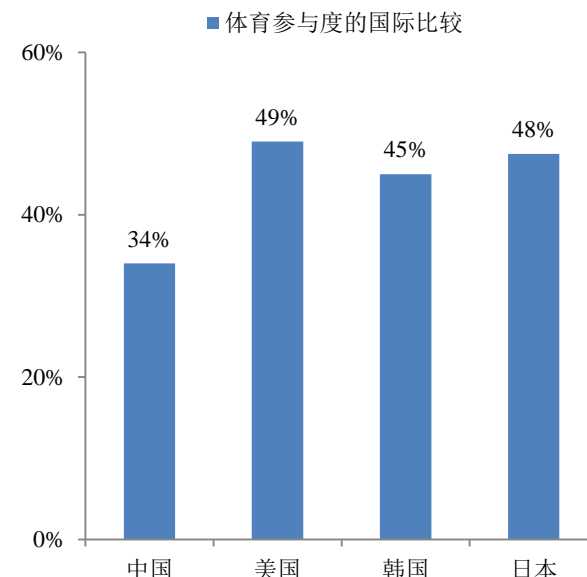
1. 中国商业健身房年销售额



2. 体育产业规模的中美比较



3. 体育参与度的国际比较 (2014年)

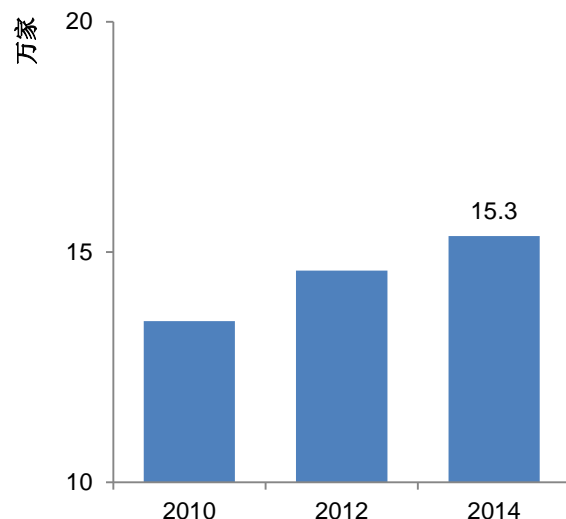


- 近年来随着国内居民可支配收入增加、健康意识增强，健身房和俱乐部产业增长迅速。2004年，国内商业健身房销售收入接近6亿美元。2015年健身行业总收入可达到51亿美元，2004-2015期间年增长率达到21.9%。
- 中国体育产业在2014年的规模约为630亿美元，而美国达到4980亿美元。根据国务院46号文件的规划，到2025年，中国体育产业规模达到5万亿元，即8000亿美元。
- 2014年全民健身活动状况调查公报，2014年，我国城乡居民中有33.9%经常参加体育锻炼。这一比例相比美国（49%）、韩国（45%）、日本（47.5%）的体育参与度，差距依然明显。目前，中国居民中仅1%是健身俱乐部会员，而在美国该比例约为15%。

投资机会：健身和体育行业

1. 中国的运动器材专卖店*

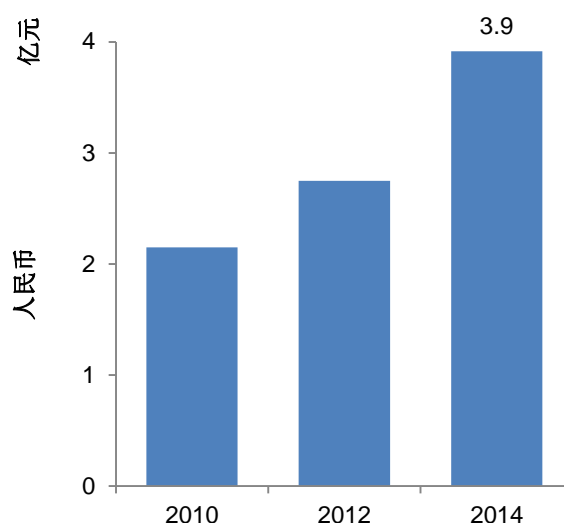
■ 运动器材专卖店*数量



* 销售适合运动和户外活动所需的服装和装备

2. 中国的蛋白粉销量

■ 蛋白粉销量



* 人民币1元 = 0.1543美元

3. 中国的运动服装和运动营养品

运动服装零售价 (以零售价格衡量) 2010-2014年间年平均增速的中位数达到10%

阿迪达斯
(Adidas)

- 2015年9月初至今销售同比增速达到18%
- 在上海和成都开了针对女性消费者的专卖店

耐克
(Nike)

- 2015年第3季度销售同比增速达到30%
- 2014年, 在上海开了针对女性消费者的专卖店

露露柠檬
(Lululemon)

2014年, 在上海开办2家小型专卖店;
2015年, 在北京开了1家小型专卖店

安德玛
(Under Armour)

- 2015年, 在上海开了14000平方尺(约1556平方米)
- 目标在2015年底建成100家实体店(2015年初仅40家)

健安喜
(GNC)

开始销售针对女性消费者的保健品, 如通过电商平台小红书(xiaohongshu.com)销售草本补剂

- 中国“健身热”不断升温。运动器材专卖店数量连年上升。蛋白粉（有助于肌肉增长）的销量从2012年的人民币2.8亿元升至2014年的人民币3.9亿元左右。
- 针对女性消费者的市场也发展迅速，极富商机。因此，众多外国品牌纷纷不遗余力地挖掘该市场潜力。

- 中国面临着巨大的困境，并且手中具有吸引力的解决方案较为有限。中国面临艰巨的挑战，一方面要实现经济再平衡，另一方面又要避免无序和破坏性的调整。为迎接这一挑战，政府需要落实其改革计划。
- 中国正处于两难之中：如果改革的实施速度过快，国家则面临增长急速放缓的风险。如果改革的实施速度过慢或进展寥寥，又将面临债务-GDP比例持续上升的风险，这种上升不可持续，并可能会引发经济、甚至政治的不稳定。
- 我们相信，不仅是**2016**年，在未来五年里，中国将成为市场波动的根源，并对新兴市场经济体产生巨大影响。我们建议客户减少其新兴市场资产的战略配置。我们在**2013**年的报告《新兴市场：当潮水退去的时候》中已提出要减少新兴市场资产配置，因此这是第二次减持建议。
- 从“中国制造”向“为中国而造”的转型给卫生和教育、老年保健、理财、旅游、互联网、娱乐和体育等产业提供了中期投资机会。

The Chinese translation of this material has been provided for your convenience and information only. We make no representations as to the accuracy and/or completeness of the translation. In the event of any inconsistency between the Chinese version of this material and the English version, the English version shall prevail.

本资料是英文版资料的翻译，只作阅读便利及信息提供之用。我们不对翻译的准确性及/或完整性做出任何声明。如果中文版和英文版有任何不一致之处，应以英文版为准。

投资策略组。投资策略组 (ISG) 是高盛投资管理部的一部分。投资策略组 (ISG) 主要负责为私人财富管理部制定资产配置策略及进行市场分析。凡提及ISG的资料，包括其模型投资组合，仅代表ISG的观点，它们既非研究资料，也不是高盛投资研究部的作品。所有展示的ISG模型投资组合仅用于说明目的。您的实际资产配置可能根据您的具体情况和 risk 承受能力而有非常大的差别。战略倾斜可能涉及高度风险。我们无法保证将实现利润或不发生重大亏损。

本文呈现的经济和市场预测反映我们截至本报告当日的判断，可能在不经通知的情况下修改。该等预测并未考虑任何具体客户的具体投资目标、所受限制、税务和财务状况或其他需要。实际数据会有所不同，可能不会在本文体现出来。该等预测受制于可能影响实际表现的高度不确定性。因此，该等预测应被视为仅反映广泛的可能结果。预测是基于假设的估计数据，因此可能被重大修正，也有可能随着经济和市场状况变化而发生重大变更。高盛无义务对该等预测提供更新或变更。案例研究和实例仅用于说明目的。如果适用，我们可应要求提供一份高盛全球投资研究部 (GIR) 制定的用于GIR预测的报告。

并非市政顾问。除非是高盛另有明确同意的情形，否则高盛并非作为市政顾问行事，本报告所含的意见或观点并不作为建议提供，也不构成建议，包括《1934年证券交易法》第15B章下的“建议”。

■获准分发材料的实体：本材料旨在帮助您与任何高盛实体讨论我们的私人财富管理客户的投资机会。这些实体包括但不限于高盛有限公司、高盛国际、Goldman Sachs AG, Goldman Sachs Bank (Europe) plc, Goldman Sachs Paris Inc. et Cie., Goldman Sachs (Monaco) S.A.M., Goldman Sachs Saudi Arabia, Goldman Sachs Bank AG, GS International Sucursal en Espana, 高盛（亚洲）有限责任公司、Goldman Sachs (Singapore) Pte（公司注册号：198502165W）、Goldman Sachs Australia Pty Ltd (ACN 006 797 897) 和巴西的Goldman Sachs do Brasil Banco Múltiplo S.A.。本材料在英国由高盛国际发布和批准。高盛国际经审慎金融监管局（Prudential Regulation Authority）批准营业，并受金融行为监管局（Financial Conduct Authority）和审慎金融监管局（Prudential Regulation Authority）监管。经批准，本材料由高盛国际（地址为Peterborough Court, 133 Fleet Street, London EC4A 2BB）在英国发布，其唯一目的为了符合英国《2000年金融服务与市场法》第21条的要求；在加拿大由Goldman Sachs Canada发布；在美国由高盛有限公司发布；在香港由高盛（亚洲）有限责任公司发布；在日本由Goldman Sachs (Japan) Ltd发布；在澳大利亚由Goldman Sachs Australia Pty Limited (ACN 092 589 897) 发布；在新加坡由Goldman Sachs (Singapore) Pte（公司注册号为 198602165W）发布。

在澳大利亚，本文件及其使用权仅对经高盛认可的以下人士开放：根据澳大利亚2001年公司法(Cth)（“公司法”）第708章，该人士为成熟投资者或专业投资者；或根据公司法第761G章，该人士为批发业务客户。高盛公司、高盛亚洲、高盛（新加坡）私人公司和高盛国际在澳大利亚提供金融服务因受豁免无须持有澳大利亚金融服务许可证。高盛公司依照美国法律受美国证券交易委员会监管；高盛亚洲是在香港法律框架下受香港证券及期货事务监察委员会监管；高盛（新加坡）私人公司受新加坡金融管理局监管；高盛国际根据英国法律受金融行为监管局和审慎监管局的监管。

投资风险。不同类型的投资，其风险不同。例如，涉及期货、股票掉期和其他衍生品以及非投资级证券的投资会产生巨大的风险，并非向全体投资者开放，亦非适合所有投资者。我们在下文和前文（某些情况）中介绍了与若干投资有关的部分风险。关于风险的补充信息可以在就特定投资提供的材料中获得。除非您已经理解某项交易或投资的条款以及相关风险的性质及范围，否则您不应订立该交易或作出该投资。您还应确信您的情况和财务状况适合做出该投资。

■货币市场基金。在货币市场基金中的投资不受联邦存款保险公司或任何其他政府机关的承保或保证。虽然货币市场基金力图将您的投资的价值保持在每份额1美元，投资于货币市场基金是有可能发生亏损的。

■在美国登记的共同基金/交易所交易基金(ETF)或交易所交易票据(ETN)。您可向本人的私人财富管理团队索取一份相关共同基金、ETF或ETN的招募说明书；如有较为详细的招募说明书摘要，也可向其索取。请考虑基金的投资目标、风险、收费和开支，并在投资之前认真阅读招募说明书或其摘要，因其不但包含上述信息，也含有关于共同基金的其他信息。

您可通过下列方式免费获取关于ETF或ETN的文件：1)访问证券交易委员会网站<http://www.sec.gov/edgar>；2)联系您的私人财富管理团队；或者3)拨打免费电话1-866-471-2526。ETF和传统的共同基金不一样，它们可以按资产净值折价或溢价买卖，不能由基金直接赎回。

在投资之前，您应了解杠杆型或反向ETF、ETN或者与大宗商品期货连结的ETF的相关风险。与传统ETF比较，这些类型的证券可能有更大的价格起落，不一定适合所有投资者。多数杠杆型及反向ETF和ETN力图每日实现相关指数或业绩比较基准几倍的收益（或收益的反向倍数）。由于复利效应，它们在一段较长时期内的表现可能显著地不同于所述的每日业绩目标或者相关业绩比较基准、指数。在一个波动的市场里，表现差异可能被放大。与大宗商品期货连结的ETF的表现可能有别于标的大宗商品本身的现货价格

，原因包括两点：一、不断地有期货或掉期合约被订立或清算，以保持敞口（即“滚动”）；二、标的大宗商品近期期货价格和长期期货价格存在差距。请切勿想当然地认为与大宗商品期货连结的ETF可以为您的投资组合里的其他风险提供有效的对冲。

•**另类投资。**另类投资可能涉及相当高的风险，包括投资者资金全部亏损的风险以及使用杠杆；因此另类投资不一定适合所有投资者。私募股权基金、私人房地产基金和对冲基金以及其他结构设计为私人投资基金的另类投资所受的监管少于其他类型的集合工具，它们的流动性也可能有限。私人投资基金的投资者应阅读发行备忘录、认购协议和其他相关披露资料了解风险及潜在利益冲突。相关发行文件中含有规范私人投资的条款和条件，也有关于该等投资的流动性（可能有限）的信息。

•**新兴市场 and 成长市场。**投资于新兴市场发行人发行的证券时需考虑的因素包括：政治与经济状况、将资金汇回国内或实施合约或其他法律权利的潜在困难、以及这些国家较小的证券市场规模以及较低的成交量所导致的潜在流动性匮乏和价格震荡。

•**股票投资。**股票投资要承受市场风险，也就是说，证券的价值可能随着个体公司或具体行业的前景及/或一般经济形势的变化而起起落落。中小市值公司的证券与较大、更成熟的公司比较涉及的风险更大，并且可能发生更突然、更不稳定的价格变化。

•**固定收益。**投资于固定收益证券要承受债务证券一般涉及的风险，包括信用/违约、流动性和利率风险。对某国投资级债券的保证只有在持有至到期的情况下才适用。

•**非美国证券。**以一种货币（如欧元）计价、但以另一种货币（如美元）结算的证券会受到汇率波动的影响，这可能会对投资的价值或价格或投资收益产生不利影响。此外，美国存托凭证/全球存托凭证等证券（其价值受外汇影响）的投资者还会承担外汇风险。

•**房地产。**投资房地产会面临其他资产类别投资通常不会涉及的其他风险，包括对所代表地理区域物业价值暂时性或永久性减值的敏感性。通过公开市场或非公开市场进行的房地产投资同时受到宏观经济状况（例如利率）变化的制约。

•**结构性投资。**结构性投资是复杂的，它涉及风险，并非适合所有投资者。结构性产品的投资者会承担发行人或担保人的信用风险。如发行人或担保人违约，您可能会失去您的全部投资，即使你持有产品至到期日。结构性产品的表现经常不同他们引用的资产的表现。信贷评级可能涉及到发行人的信贷评级，并表示相关的结构性产品或参考资产的市场风险。每一个结构化的产品是不同的，你应该考虑各投资1)在合约到期时，您可能会被迫拥有价格低迷的参考资产的可能性；2)分享升值的能力的限制；3)如果参考资产下降，增加损失的可能性；4)因缺乏公开交易市场而可能无法出售。

期权。 期权有风险，并非适合所有投资者。购买期权可能导致您损失全部投资资金，无备兑期权的风险可能无限。请确保您在订立任何标准化期权交易前，已经阅读并理解当前有效的期权披露文件。您可向我们的销售代表索要《标准化期权的特征与风险》宣传册或登录<http://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp>获得。涉及多项期权买卖的期权策略（如跨价期权策略）的交易费用可能很高。如有要求，我们将向您提供任何对比、建议、数字、技术数据或其他信息的支持文件。

- **买入期权** – 投资者买入认购（认沽）期权，如果期权到期时，相关证券的价格低于（高于）执行价，则投资者可能损失支付的全部期权费。

- **卖出期权** – 投资者卖出认沽期权，承担的是亏损风险相当于期权执行价减去卖出认沽期权所收到的期权费。

场外衍生品。 为清楚了解您可能订立的任何场外衍生品交易的条款和条件，您应仔细阅读主协议，包括任何相关附件、信用支持文件、补充信息和附表。您可能须缴纳一定水平（按高盛内部政策）的保证金或提供抵押物，为所参与的场外衍生品交易提供支持。

订立场外衍生品交易前，您应了解与场外衍生品交易有关的一般风险：

- **流动性风险：** 场外衍生品交易没有公开市场，因此可能很难或无法以有利的条款变现现有头寸。

- **无法转让的风险：** 未经高盛的事先书面许可，不得转让与高盛一家或多家联属机构订立的场外衍生品交易，因此，您可能无法向第三方转让任何场外衍生品交易。

- **交易对手信用风险：** 作为场外衍生品交易的条件之一，高盛或其某个联属机构可能有义务向您支付大笔金额，因此您必须评估与高盛或其附属公司做交易的信用风险；视交易类型，您的交易对手可能是高盛有限公司（一家美国注册经纪自营商），也可能是高盛集团有限公司的其它联属机构。作为一家受美国证券交易委员会监管的经纪自营商，高盛有限公司可能受净资本、财务责任规则和旨在保护客户资产的其他监管要求的制约。高盛集团有限公司的其它子公司可能未注册为美国经济自营商，因此不受美国证券交易委员会类似监管规定的限制。

- **定价和估值：** 每笔场外衍生品交易的价格均由高盛与各交易对手分别协商确定。高盛不声明或保证其提供的场外衍生品交易的价格是该交易可获得的最佳价格，这可能使得您很难确定某一场外衍生品交易的公允价格。场外衍生品的成交价可能不同于按利率、股息和相关证券推断出来的价值。造成该差别的因素，包括但不限于对利率和股息水平的预期，以及到期前相关证券的波动性。场外衍生品交易的市场价格可能会受到很多无法预测的因素影响，包括经济状况、高盛的信誉、相关证券的价值以及高盛采取的特定行动。

- **提前终止费：** 允许提前终止场外衍生品交易。提前终止时，您或高盛可能须支付一笔可能数目不小的终止费，这取决于终止时该场外衍生品交易对高盛对您来说是否处于价内。

- **指数：** 高盛不为任何汇率、利率、汇率或利率指数、或信用、股票或其他指数的结构、计算方法或公布提供担保，对此亦概不负责，除非高盛明确对您作相反的说明。

指数。文中所提属特定时间段的指数、基准或相对市场表现的其他衡量指标仅供您参考之用。指数不受管理。指数数据反映所有收入和股息的再投资（如适用），但不反映费用对回报的减损。投资者不可以直接投资于指数。过往表现对未来业绩不具指导意义，后者有可能不同。

• **标普指数（标普500指数）。**“Standard & Poor's®”、“S&P®”和“S&P 500®”均为Standard & Poor's Financial Services LLC（标普）的注册商标，高盛集团有限公司及其附属公司为授权使用。证券并非由标普发起、担保、出售或推广，标普对投资于该等证券的适当性不发表任何声明。

• **道琼斯指数（道琼斯工业平均指数）。**“S&P”是Standard & Poor's Financial Services LLC（“标普”）的注册商标，Dow Jones®、[DJIA®] [Dow Jones Industrial Average®]是Dow Jones Trademark Holdings LLC（“道琼斯”）的注册商标。这些指数已经授权给S&P Dow Jones Indices LLC及其附属机构，并再授权给高盛集团公司用作若干目的。道琼斯工业平均指数是S&P Dow Jones Indices LLC和/或其附属机构的产品，经授权供高盛集团有限公司使用。有关证券并非由道琼斯、标普或其各自的任何附属机构（合称为“标普道琼斯指数”）发起、担保、出售或推广。标普道琼斯指数不就投资于证券或特定证券的适当性或道琼斯工业平均指数跟踪一般市场表现的能力，向该等证券的持有者或任何公众人员发表任何明示或暗示的声明或保证。

• **MSCI指数（MSCI欧洲、澳大拉西亚及远东指数）。**摩根士丹利国际指数是MSCI Inc.（“摩根士丹利国际”）的独家资产。MSCI和MSCI指数名称是摩根士丹利国际或其附属机构的服务标识，经授权给发行人用于若干目的。摩根士丹利国际尚未将有关证券（基于该指数）的合法性或适当性转移出去，有关证券并非由摩根士丹利国际发行、发起

、担保、出售或推广，摩根士丹利国际对任何该等票据不承担任何责任。事先未联系摩根士丹利国际确认是否需要获得摩根士丹利国际的批准，票据的购买人、出售人或持有人或任何其他人士或实体均不得使用或引用任何MSCI商号、商标或服务标识以发起、担保、营销或推广票据。未经摩根士丹利国际的书面批准，任何人士或实体在任何情况下均不得声称与摩根士丹利国际有任何联系。关于摩根士丹利国际与发行人之间的有限关系以及任何有关证券的更详细信息载于招股书内。

• **罗素指数（罗素2000指数）。**Russell 2000®指数是Russell Investment Group（“罗素”）的商标，经授权给高盛集团有限公司使用。有关证券并非由罗素发起、担保、出售或

推广，罗素不对投资于有关证券的适当性发表任何声明。

• **东京证券交易所指数。**包括TOPIX（东证股价指数）在内的指数由Tokyo Stock Exchange, Inc.（东交所）计算和发布，是东交所的知识产权。东交所保留计算、公布、传播和使用该等指数的权利。©Tokyo Stock Exchange, Inc. 2014版权所有。

• **EURO Stoxx 50。**EURO STOXX 50®是位于瑞士苏黎世的STOXX Limited及/或其授权方（“授权方”）的知识产权（包括注册商标）。EURO STOXX 50®根据授权使用。

税收信息。高盛不向其客户提供法律、税务或会计意见。本材料中关于美国税收情况的任何陈述并非为有关纳税人逃避税收罚金而编写，不得将其用作逃避税收罚金的目的。您应根据自身情况，取得自身的独立税收意见。

禁止分发；不构成要约或邀约。未经高盛事先书面同意，不得(i)以任何形式、通过任何方式复印、影印或复制本材料；或(ii)将本材料分发给除收件人的雇员、高管、董事或授权代理以外的任何人士。在任何买入或卖出任何证券的要约或邀约未获授权的司法管辖区，或对任何人士发出此类要约或邀约为非法行为的情况下，本材料不构成该等要约或邀约。就《美国大宗商品交易法》第 1.71 章和第23.605 章而言，本材料构成对衍生品业务的公开招揽，受《美国大宗商品交易法》第 1.71 章和第23.605 章规定的约束。

感谢您阅读本报告。本报告意在探讨一般市场活动、行业趋势或其他广泛的经济、市场或政治情况。请切勿将本报告理解为研究资料。凡提及具体公司或证券的，仅作说明用途，不构成对该公司或其证券的买入、售出、持有或直接投资推荐。