

美股观点

更高的关税和更疲软的增长假设促使我们下调了盈利预测和标普500指数回报预测 (摘要)

- 我们将标普500指数3个月和12个月回报预测下调至-5%和+6%（原预测为+0%和+16%）。基于上周五的市场价格，所对应的标普500指数点位分别约为5300点和5900点。
- 基于较我们此前假设更高的关税、更疲软的经济增长以及更高的通胀，我们将2025年和2026年标普500指数每股盈利增长预测分别下调至+3%（原预测为+7%）和+6%（原预测为+7%）。我们新的每股盈利预测分别为253美元和269美元。上述预测低于自上而下策略师的共识预测和自下而上股票分析师的共识预测。
- 增长放缓和不确定性上升带来更高的股权风险溢价及更低的估值倍数。2025年开年之际，标普500指数基于预期每股盈利市场共识预测的市盈率为21.5倍，目前为20倍。考虑到每股盈利的市场共识预测几乎没有变化，2月份市场触顶以来9%的跌幅全部来自估值收缩。我们预计估值将在短期内进一步下降，未来3个月市盈率为19倍，未来12个月将小幅升至19.5倍。
- 我们的经济学家估算，美国经济在未来12个月内陷入衰退的概率为35%。股市在衰退时期的历史表现显示，标普500指数可能从近期峰值回撤约25%。如果遵循这一模式，则意味着标普500指数将从今日价格进一步回撤17%至约4600点的谷底值。由此对应的基于未来12个月每股盈利当前市场共识预测的市盈率倍数为17倍。在标普500指数历史上的三次大跌中，市盈率谷底分别为15倍（2022年）、13倍（2020年）和14倍（2018年）。
- 我们仍建议投资者在试图抄底前关注增长前景改善、市场定价的不对称性加大或持仓较低的情况。尽管过去几周我们的市场情绪指标大幅下行（至-1.2），但仍高于近年来其他几次大抛售时期的谷底水平（-2.0或更低）。
- 我们建议投资者持有我们的稳定增长投资组合（代码：GSTHSTGR），其中包含过去十年来盈利增长变动幅度最小的股票，以及我们的不敏感投资组合，该组合与近期股市波动主要题材驱动因素的相关性最低。

高思庭

+1(212)902-6781 |
david.kostin@gs.com
高盛集团

Ben Snider

+1(212)357-1744 | ben.snider@gs.com
高盛集团

Ryan Hammond

+1(212)902-5625 |
ryan.hammond@gs.com
高盛集团

Jenny Ma

+1(212)357-5775 | jenny.ma@gs.com
高盛集团

Daniel Chavez

+1(212)357-7657 |
daniel.chavez@gs.com
高盛集团

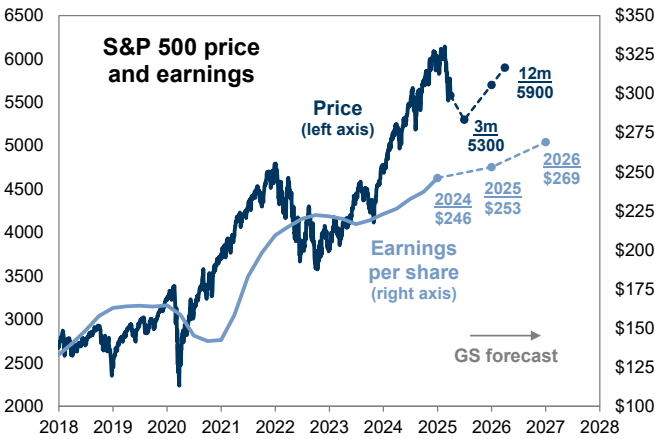
Kartik Jayachandran

+1(212)855-7744 |
kartik.jayachandran@gs.com
高盛集团

Higher tariffs and greater uncertainty drive slower growth and lower equity returns

Lower US equity returns: We reduce our S&P 500 3-month and 12-month return forecasts to -5% and +6%. Based on market prices at the end of last week, these returns suggest S&P 500 index levels of roughly 5300 and 5900, respectively. Our revised 9-month return forecast, corresponding to year-end 2025, equals 2% (5700, previously 6200). These estimates incorporate downward revisions to both earnings growth and valuations, reflecting a weaker base case economic growth backdrop, higher uncertainty, and higher recession risk. Our economists’ revised macro assumptions incorporate an average US tariff rate of 18% (15 pp above the 2024 rate and 5 pp above our economists’ previous baseline forecast), average annual GDP growth of 1.5% (previously 2%), and core PCE inflation of 3.5% (vs. 3%).

图表 1: We now expect an S&P 500 3-month return of -5% and 12-month return of +6%



资料来源：高盛全球投资研究部

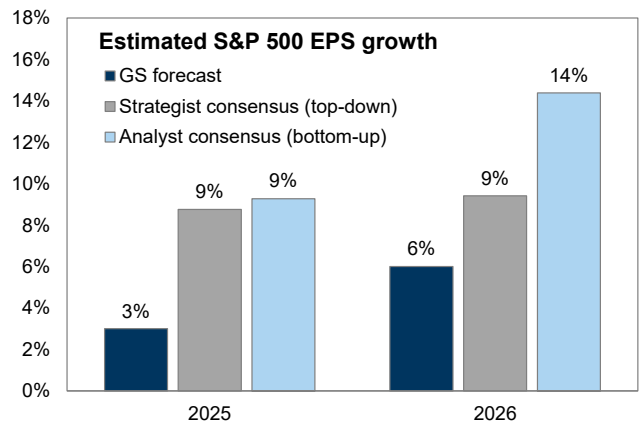
图表 2: Sensitivity of S&P 500 returns to EPS and P/E scenarios
returns relative to S&P 500 closing price of 5581 on March 28, 2025

		2025 EPS scenario		
		Recession scenario	GS baseline	Bottom-up consensus
		\$220	\$253	\$269
		y/y growth (-11%)	(+3%)	(+9%)
Forward P/E	22x Jan. 2025	-13% 4850	-1% 5550	6% 5900
	20x 5-year avg	-21% 4400	-10% 5050	-3% 5400
	18x 10-year avg	-29% 3950	-18% 4550	-13% 4850
	16x 30-year avg	-37% 3500	-27% 4050	-23% 4300
	14x 2018 low	-44% 3100	-36% 3550	-33% 3750

资料来源：高盛全球投资研究部

Slower earnings growth: Higher tariffs, weaker economic growth, and greater inflation than we previously assumed lead us to cut our S&P 500 EPS growth forecasts to +3% in 2025 (from +7%) and +6% in 2026 (from +7%). Our new EPS estimates are \$253 and \$269. These estimates are below both the top-down strategist consensus (+9% and +9%) and the bottom-up consensus of equity analysts (+9% and +14%). In our macro earnings model, each 100 bp change in US GDP growth is worth about 3-4% of S&P 500 EPS growth and each 5 pp increase in the average tariff rate reduces our EPS forecast by 1-2%.

图表 3: Our 2025 and 2026 EPS forecasts are substantially below consensus



资料来源：彭博, FactSet, 高盛全球投资研究部

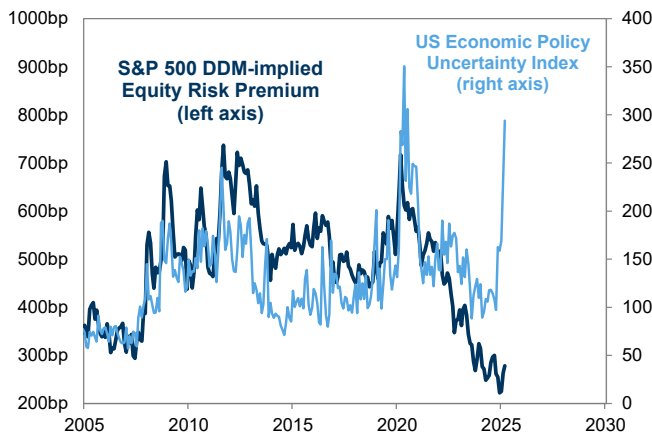
图表 4: Sensitivity of S&P 500 EPS to components of our macro model

Variable	Chg from baseline	Sensitivity	
		S&P 500 EPS impact \$	%
US GDP growth	+100 bp	+\$9	3.5%
World GDP growth	+100 bp	+2	0.7
Core CPI inflation	+100 bp	+0	0.0
10-year UST yield	+100 bp	+1	0.3
Brent crude oil	+10 %	+1	0.5
Trade-weighted US dollar	+10 pp	-6	-2.1
Domestic statutory corp tax rate	+1 pp	+2	0.9

资料来源：高盛全球投资研究部

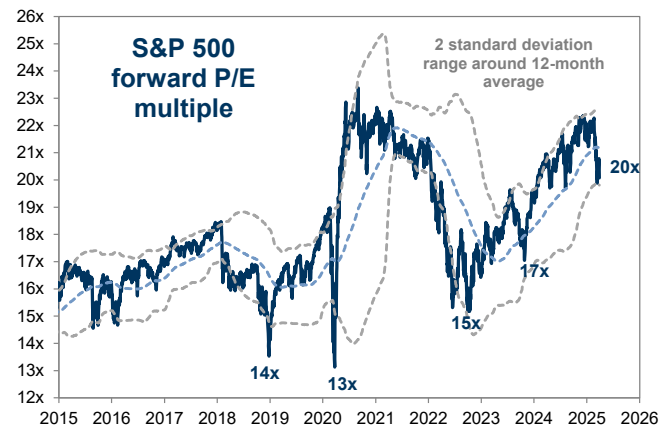
Lower equity valuations: Slowing growth and rising uncertainty warrant a higher equity risk premium and lower valuation multiples. The S&P 500 ERP is sensitive to variables including expected economic growth, consumer sentiment, and economic policy uncertainty. Given the deterioration in each of these drivers, our revised macroeconomic forecasts point to a further widening of the ERP. The S&P 500 entered 2025 trading at a 21.5x P/E multiple on consensus forward EPS, and currently trades at a multiple of 20x. Our macro valuation model implies a further decline to 19x in the near-term and a modest rebound to 19.5x later in the year as uncertainty recedes. Although our economists now expect the Fed to lower the funds rate by 75 bp this year, the combination of elevated inflation and market pricing that is already embedding a similar magnitude of easing this year suggests monetary policy will not provide much support for equity multiples. If the growth outlook and investor confidence deteriorate even further, valuations could decline much more than we forecast. During the last three major S&P 500 downturns, the P/E multiple bottomed at 15x (2022), 13x (2020), and 14x (2018) and the peak-to-trough declines in the S&P 500 index level equaled 25%, 34%, and 20%, respectively.

图表 5: Elevated uncertainty typically lifts the equity risk premium



资料来源: Policyuncertainty.com, 高盛全球投资研究部

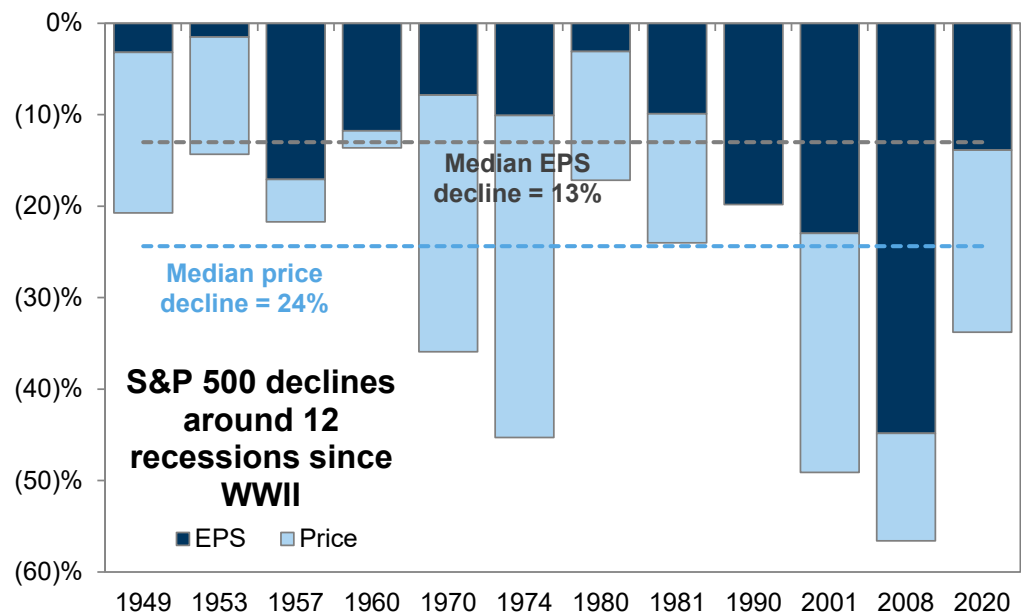
图表 6: The S&P 500 multiple is at the bottom of its trading range but well above recent bear market lows



资料来源: FactSet, 高盛全球投资研究部

Recession Scenario: Our baseline forecast assumes the US economy avoids a recession. However, a central forecast of 1.5% average annual GDP growth (and just 1.0% on a 4Q/4Q basis) means recession is a significant possibility, and our economists ascribe a 35% probability to that outcome in the next 12 months. The historical equity market recession playbook implies a roughly 25% S&P 500 drawdown from the recent market peak alongside a 13% decline in earnings. Based on the S&P 500 record high of 6144 in February, this magnitude of decline would suggest a further 17% drawdown to a trough level of roughly 4600.

图表 7: The S&P 500 has typically declined by about 25% around economic recessions

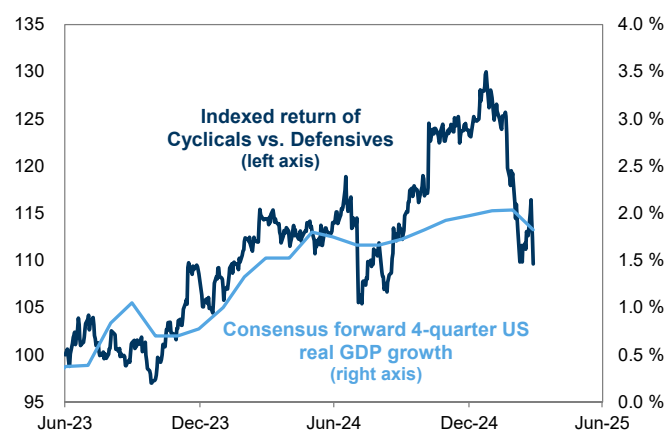


资料来源: 高盛全球投资研究部

Investment Strategies

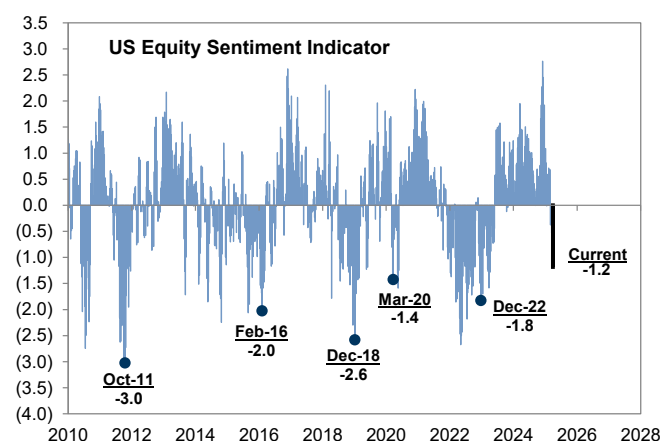
Beta: We continue to recommend investors watch for one of three conditions before trading a likely market rebound: (1) An improvement in the growth outlook, due either to an accumulation of healthy economic data or an inflection in policy messaging; (2) a clear upside asymmetry in the distribution of market outcomes due to unrealistically pessimistic valuations or pricing of economic growth, as proxied by our Cyclical vs. Defensives basket pair; or (3) a depressed level of equity investor positioning, as indicated by our US Equity Sentiment Indicator. Although our Sentiment Indicator has declined sharply during the last few weeks, it remains above levels reached at the troughs of other major sell-offs during recent years. Likewise, the underperformance of Cyclical vs. Defensives has reflected a weakening of the market's economic growth outlook, but this pricing does not appear substantially more pessimistic than our economists' current forecasts. Until one of these conditions is met, our baseline expectation is that the S&P 500 will bottom this summer, slightly ahead of the trough in economic growth in our forecasts.

图表 8: The equity market has revised lower its pricing of US economic growth



资料来源：彭博，高盛全球投资研究部

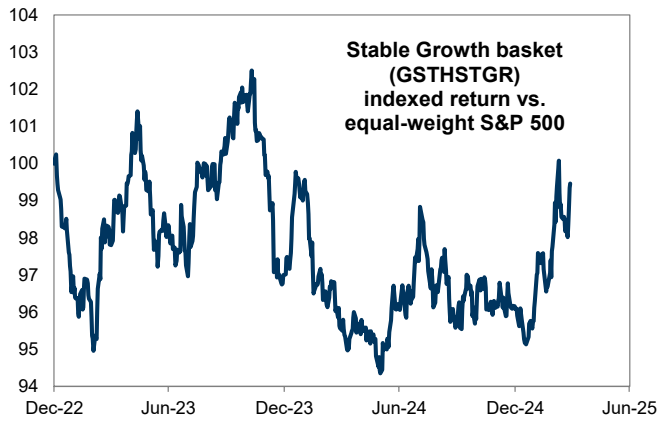
图表 9: Equity investor positioning has declined but is not depressed



资料来源：高盛全球投资研究部

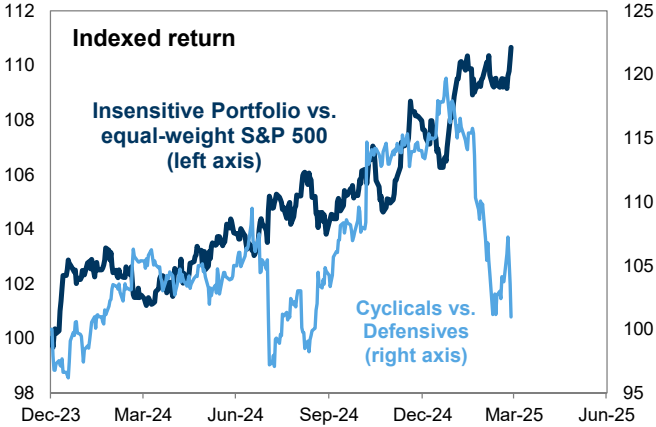
Alpha: Within the equity market, our economists' new growth forecasts suggest defensive sectors should continue to outperform. Across sectors, elevated uncertainty and slowing growth should continue to benefit the stocks in our Stable Growth basket (ticker: GSTHSTGR). The sector-neutral basket contains 50 Russell 1000 stocks with the most stable EBITDA growth during the past 10 years and has outperformed the equal-weight S&P 500 by more than 300 bp YTD (+2% vs. -1%). The basket also outperformed during the 2018-2019 trade war. See constituents in 图表 12. We also continue to recommend investors focus on our Insensitive Portfolio of stocks with above-average earnings growth stability during the past decade as well as low recent correlation - positive or negative - to the major thematic drivers of ongoing market volatility (the equity market's pricing of US economic growth, trade policy risk, and AI). See constituents in 图表 13.

图表 10: Stable growth stocks have recently outperformed



资料来源：高盛全球投资研究部

图表 11: Insensitive Portfolio has been minimally correlated with recent economic concerns



资料来源：高盛全球投资研究部

图表 12: Constituents of our Stable Growth basket (GSTHSTGR)

Company Name	Ticker	YTD return	2025E growth Sales	2025E growth EPS	NTM P/E	10-year EBITDA growth variability
COMMUNICATION SERVICES						
Comcast	CMCSA	(2)%	(1)%	(0)%	8 x	8
Iridium Communications Inc.	IRDM	(5)	4	8	25	8
Omnicom Group Inc	OMC	(6)	3	5	9	13
Alphabet Inc.	GOOGL	(18)	11	11	17	25
News Corp	NWSA	(3)	(15)	32	28	27
CONSUMER DISCRETIONARY						
Domino's Pizza, Inc.	DPZ	7 %	5 %	5 %	25 x	7
AutoZone, Inc.	AZO	18	4	3	23	8
Home Depot, Inc.	HD	(7)	3	(1)	23	11
O'Reilly Automotive, Inc.	ORLY	19	6	9	31	12
Genuine Parts Company	GPC	2	2	(3)	15	13
Grand Canyon Education, Inc.	LOPE	7	5	7	20	16
CONSUMER STAPLES						
Altria Group, Inc.	MO	13 %	(1)%	4 %	11 x	6
PepsiCo, Inc.	PEP	(1)	(0)	1	18	6
Colgate-Palmolive Company	CL	3	(0)	3	25	7
ENERGY						
Kinder Morgan Inc Class P	KMI	5 %	8 %	12 %	22 x	14
ONEOK, Inc.	OKE	(1)	23	8	17	18
FINANCIALS						
MSCI Inc.	MSCI	(7)%	9 %	11 %	32 x	6
Marsh & McLennan Companies, Inc.	MMC	15	10	9	25	7
Jack Henry & Associates, Inc.	JKHY	2	7	12	29	8
Bank of New York Mellon Corp	BK	8	4	19	12	8
Primerica, Inc.	PRI	5	6	6	13	9
S&P Global, Inc.	SPGI	1	6	9	28	9
FactSet Research Systems Inc.	FDS	(6)	5	4	25	9
MATERIALS						
AptarGroup, Inc.	ATR	(6)%	2 %	(1)%	26 x	8
HEALTH CARE						
ResMed Inc.	RMD	(4)%	9 %	23 %	22 x	8
Zoetis, Inc.	ZTS	0	1	3	26	9
McKesson	MCK	17	10	12	18	11
Mettler-Toledo International Inc.	MTD	(4)	1	4	27	11
Chemed	CHE	14	7	9	24	13
INDUSTRIALS						
Waste Management, Inc.	WM	13 %	16 %	5 %	29 x	6
Fastenal Company	FAST	7	6	8	35	7
Rollins, Inc.	ROL	15	9	15	47	8
Republic Services, Inc.	RSG	19	5	6	34	8
Verisk Analytics, Inc.	VRSK	7	6	6	41	8
INFORMATION TECHNOLOGY						
VeriSign, Inc.	VRSN	21 %	4 %	9 %	28 x	4
Amdocs Limited	DOX	7	(9)	8	13	5
Oracle	ORCL	(15)	13	12	21	7
Accenture Plc	ACN	(13)	6	6	23	7
CDW	CDW	(7)	3	3	16	9
Cisco Systems, Inc.	CSCO	4	5	(0)	16	10
Akamai Technologies, Inc.	AKAM	(16)	3	(3)	13	10
Cognizant Technology Solutions	CTSH	(1)	5	5	15	11
Roper Technologies, Inc.	ROP	12	10	9	29	12
Motorola Solutions, Inc.	MSI	(6)	5	6	29	14
Amphenol	APH	(4)	22	22	28	14
International Business Machines	IBM	12	4	4	22	15
F5, Inc.	FFIV	5	7	8	18	15
Trimble Inc.	TRMB	(7)	(7)	1	22	16
REAL ESTATE						
SBA Communications Corp.	SBAC	7 %	1 %	23 %	25 x	4
UTILITIES						
American Water Works Company, Inc.	AWK	18 %	5 %	6 %	25 x	7
Stable Growers basket median		2 %	5 %	6 %	23 x	9
Russell 1000 median		(4)	5	7	18	31

资料来源：FactSet, 高盛全球投资研究部

图表 13: Insensitive Portfolio

Russell 1000 stocks with low price sensitivity to recent thematic equity market rotations, stable historical earnings growth, and healthy consensus earnings outlooks

Company	Ticker	Sector	Mkt cap (bn)	Share of recent returns driven by US growth outlook, trade risk, and AI	10-year variability of EBITDA growth	YTD total return	Consensus EPS growth		Fwd 12m P/E
							2025	2026	
Amdocs Limited	DOX	Information Technology	\$10	1 %	5 pp	7 %	8 %	8 %	13 x
Bank of New York Mellon Corp	BK	Financials	59	4	8	8	19	11	12
Euronet Worldwide, Inc.	EEFT	Financials	4.7	6	32	4	14	14	11
Kroger Co.	KR	Consumer Staples	48	6	32	10	5	8	14
PG&E Corp	PCG	Utilities	37	7	26	(16)	10	9	11
Boston Scientific Corp	BSX	Health Care	147	7	29	11	14	14	34
S&P Global, Inc.	SPGI	Financials	158	7	9	1	9	12	28
Valvoline, Inc.	VVV	Consumer Discretionary	4	9	25	(3)	8	18	20
Veeva Systems Inc	VEEV	Health Care	38	9	33	11	12	11	31
Encompass Health Corp	EHC	Health Care	10	11	13	9	9	11	20
Moody's Corp	MCO	Financials	83	12	19	(2)	13	13	32
News Corp	NWSA	Communication Services	15	12	27	(3)	14	12	28
Masimo Corp	MASI	Health Care	9	13	24	(1)	19	12	30
Accenture Plc	ACN	Information Technology	191	14	7	(13)	7	10	23
HP Inc.	HPQ	Information Technology	26	14	30	(14)	5	6	8
Alphabet Inc.	GOOGL	Communication Services	1,881	14	25	(18)	11	15	17
Ecolab Inc.	ECL	Materials	71	16	17	7	13	13	32
Motorola Solutions, Inc.	MSI	Information Technology	72	16	14	(6)	6	8	29
TransDigm Group Incorporated	TDG	Industrials	77	16	20	9	12	16	34
IQVIA Holdings Inc	IQV	Health Care	31	16	30	(10)	7	12	15
MSCI Inc.	MSCI	Financials	43	17	6	(7)	11	13	32
UnitedHealth Group Incorporated	UNH	Health Care	472	17	18	2	7	13	17
Charles Schwab Corp	SCHW	Financials	141	17	31	5	29	23	18
Medtronic Plc	MDT	Health Care	112	19	32	11	6	8	15
Jacobs Solutions Inc.	J	Industrials	15	19	24	(9)	14	14	19
Costco Wholesale Corp	COST	Consumer Staples	412	19	10	2	10	10	49
State Street Corp	STT	Financials	26	20	12	(9)	12	11	9
Tyler Technologies, Inc.	TYL	Information Technology	25	20	16	1	15	13	51
FactSet Research Systems Inc.	FDS	Financials	17	20	9	(6)	5	8	25
Casey's General Stores, Inc.	CASY	Consumer Staples	16	20	18	9	12	12	28
Silgan Holdings Inc.	SLGN	Materials	5	20	13	(2)	14	9	12
Cognizant Technology Solutions Corp	CTSH	Information Technology	38	21	11	(1)	5	8	15
SEI Investments Company	SEIC	Financials	10	21	15	(7)	11	10	15
eBay Inc.	EBAY	Consumer Discretionary	31	21	21	9	9	8	12
Fidelity National Information Services, Inc.	FIS	Financials	39	21	22	(8)	10	9	13
Juniper Networks, Inc.	JNPR	Information Technology	12	22	24	(3)	21	8	17
Cardinal Health, Inc.	CAH	Health Care	33	23	15	16	9	12	16
Garmin Ltd.	GRMN	Consumer Discretionary	41	24	24	4	8	8	26
Visa Inc.	V	Financials	670	24	12	9	12	13	29
IDEXX Laboratories, Inc.	IDXX	Health Care	34	24	15	1	12	13	34
Gilead Sciences, Inc.	GILD	Health Care	139	24	27	22	72	6	14
Thermo Fisher Scientific Inc.	TMO	Health Care	189	24	31	(4)	7	10	21
Eli Lilly and Company	LLY	Health Care	780	25	25	7	77	28	33
Broadridge Financial Solutions, Inc.	BR	Industrials	28	25	18	5	9	9	26
CenterPoint Energy, Inc.	CNP	Utilities	24	25	11	15	8	7	20
List median			\$38	17 %	19 pp	1 %	11 %	11 %	20 x
Russell 1000 median			14	36	34	(4)	8	12	18

资料来源: FactSet, 高盛全球投资研究部

信息披露附录

申明

我们，高思庭、Ben Snider、Ryan Hammond、Jenny Ma、Daniel Chavez、Kartik Jayachandran，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了我们的个人看法，没有受到公司业务或客户关系因素的影响。

本报告首页所列作者为高盛全球投资研究部分析师，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售，担任董事，担任股票做市及/或专家的角色。高盛担任或可能担任本报告中所涉及发行方的债券（或相关衍生品）的交易对手。

以下为额外要求的披露：股权及重大利益冲突：高盛的政策为禁止其分析师、分析师属下专业人员及其家庭成员持有分析师负责研究的任何公司的证券。分析师薪酬：分析师薪酬部分取决于高盛的盈利，其中包括投资银行的收入。分析师担任高级职员或董事：高盛的政策通常禁止其分析师、分析师属下人员及其家庭成员担任分析师负责研究的任何公司的高级职员、董事或顾问。非美国分析师：非美国分析师可能与高盛无关联，因此可以不受FINRA 2241条FINRA 2242条对于与所研究公司的交流、公开露面及持有交易证券的限制。

美国以外司法管辖区规定的额外披露

以下为除了根据美国法律法规规定作出的上述信息披露之外其他司法管辖区法律所要求的披露。澳大利亚：Goldman Sachs Australia Pty Ltd及其相关机构不是澳大利亚经授权的存款机构（1959年《银行法》所定义），因此不在澳大利亚境内提供银行服务，也不经营银行业务。本研究报告或本报告的其他形式内容只可分发给根据澳大利亚公司法定义的“批发客户”，在事先获得高盛许可的情况下可以有例外。在撰写研究报告期间，Goldman Sachs Australia全球投资研究部的职员可能参与本研究报告中所讨论证券的发行公司或其他实体组织的现场调研或会议。在某些情况下，如果视具体情形Goldman Sachs Australia认为恰当或合理，此类调研或会议的成本可能部分或全部由该证券发行人承担。如本报告内容包含任何金融产品建议，则该建议仅为一般建议，且高盛提出该建议时并未考虑客户的目标、财务状况或需求。客户在就此类建议采取行动之前，应结合其自身目标、财务状况和需求来考虑该建议的适当性。高盛澳大利亚和新西兰的利益披露，以及高盛澳大利亚卖方研究独立性制度声明请参见

<https://www.goldmansachs.com/disclosures/australia-new-zealand/index.html>。巴西：与CVM Resolution n. 20相关的信息披露请参见<https://www.gs.com/worldwide/brazil/area/gir/index.html>。根据CVM Resolution n. 20第20条，在适用的情况下，对本研究报告内容负主要责任的巴西注册分析师为本报告开头部分标明的第一作者，除非报告末另有说明。加拿大：这些信息仅供您参考，在任何情况下都不应被理解为Goldman Sachs & Co. LLC对加拿大证券购买者进行有关任何加拿大证券交易的广告、要约或征求行为。Goldman Sachs & Co. LLC未在适用的加拿大证券法规下注册为任何加拿大司法管辖区内的交易商，通常不被允许交易加拿大证券，并且可能被禁止在加拿大某些司法管辖区内销售某些证券和产品。若您想在加拿大交易任何加拿大证券或其他产品，请联系Goldman Sachs Canada Inc.（高盛集团的关联机构）或其他已注册的加拿大交易商。香港：可从高盛（亚洲）有限责任公司获取有关本报告中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951-A, Rational House, Appasaheb Marathe Marg, Prabhadevi, Mumbai 400 025, India, 公司编号U74140MH2006FTC160634，电话+91 22 6616 9000，传真+91 22 6616 9001）获取有关本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。证券市场投资会受到市场风险的影响。请在投资之前仔细阅读所有相关文件。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请参见<https://publishing.gs.com/disclosures/hedge.html#/general/equity>。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。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：由高盛国际（由审慎监管局授权并接受金融市场行为监管局和审慎监管局的监管）向欧洲经济区内的以下司法管辖区分发研究报告：卢森堡大公国、意大利、比利时王国、丹麦王国、挪威王国、芬兰共和国和爱尔兰共和国；由GSI - Succursale de Paris（巴黎分公司）；由法国审慎监管管理局授权并接受审慎监管管理局和金融市场管理局的监管）在法国分发研究报告；由GSI - Sucursal en España（马德里分公司）；在西班牙由国家证券市场委

员会授权)在西班牙王国分发研究报告;由GSI-Sweden Bankfilial(斯德哥尔摩分公司;由瑞典金融监管局按照瑞典证券市场法(Sw.lag(2007:528) om värdepappersmarknaden)第4章第4节作为“第三国分公司”授权)在瑞典王国分发研究报告;Goldman Sachs Bank Europe SE是一家在德国注册成立、在单一监管机制下接受欧洲央行的直接审慎监督,在其他方面接受德国联邦金融监管局(Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin)和德国联邦银行的监督,由该机构向德意志联邦共和国和欧洲经济区内高盛国际未获授权分发研究报告的司法管辖区分发研究报告,此外,由GSBE哥本哈根分公司filial af GSBE, Tyskland(接受丹麦金融监管局的监督)在丹麦王国分发研究报告;由GSBE-Sucursal en España(马德里分公司;在有限范围内接受西班牙银行的地方监督)在西班牙王国分发研究报告;由GSBE-Succursale Italia(米兰分公司;在相关适用范围内,接受意大利银行(Banca d'Italia)和意大利金融市场监管局(Commissione Nazionale per le Società e la Borsa “Consob”)的地方监督)在意大利分发研究报告;由GSBE-Succursale de Paris(巴黎分公司;接受金融市场管理局和审慎监管管理局的监督)在法国分发研究报告;由GSBE-Sweden Bankfilial(斯德哥尔摩分公司;在一定范围内接受瑞典金融监管局(Finansinspektionen)的地方监督)在瑞典王国分发研究报告。

一般性披露

本研究报告仅供我们的客户使用。除了与高盛相关的披露,本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息,但我们不保证该信息的准确性和完整性,客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。报告中的信息、观点、估算和预测均截至报告的发表日,且可能在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、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证券或衍生工具持有多头或空头头寸,担任上述证券或衍生工具的交易对手,或买卖上述证券或衍生工具。

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.fiadocumentation.org/fia/regulatory-disclosures_1/fia-uniform-futures-and-options-on-futures-risk-disclosures-booklet-pdf-version-2018取得当前期货和期权的披露文件。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 © 2025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。