

## 亚洲经济分析

## 关于2025年的十个问题

- 我们祝愿各位读者新年快乐、身体健康！在今年第一期“亚洲经济分析”中，我们针对关于2025年亚太地区和单个经济体的十个经济和市场问题给出了我们的答案，同时回顾了一年前的问答。
- 美国可能加征关税是未来一年的一项主要外部不确定因素；我们预计中国将面临美国关税税率大幅上调，越南也面临重大风险。部分出于这一原因，也部分因为发达市场的实际收入增长应会改善，我们预计今年中国经济增长将小幅放缓，而日本和澳新的增长表现将好于去年。
- 我们预计，2025年亚洲绝大多数经济体的决策层都将降息。主要的例外仍是日本，我们预计日本的通货再膨胀将在今年持续，加息也将继续。
- 对于中国，我们预计全国范围内房地产活动和房价不会触底反弹。由于出口形势愈发严峻，我们预计广义财政赤字（以及我们范围更大的中国宏观政策指标）将大幅放松，政策方向略微更倾向于以消费为导向。
- 印度经济增长已经放缓，但应会在2025年晚些时候有所改善。印度卢比仍是在区域内看好的高利差货币。
- 虽然我们一年前的大部分回答最终基本按预期实现，但日本央行比我们预期更快地开始推进政策正常化，韩元的表现也大大低于我们的预期（部分归因于最近几周的政治动荡），而中国的经常账户盈余进一步扩大。

## 迪安竹

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

## Andrew Boak, CFA

+61(2)9321-8576 |  
andrew.boak@gs.com  
Goldman Sachs Australia Pty Ltd

## 何建勋

+852-2978-7468 | kenneth.ho@gs.com  
高盛（亚洲）有限责任公司

## 权九勋, CFA

+852-2978-0048 |  
goohoon.kwon@gs.com  
高盛（亚洲）有限责任公司

## Akira Otani

+81(3)4587-9960 | akira.otani@gs.com  
高盛证券株式会社

## 闪辉

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

## Danny Suwanapruni

+65-6889-1987 |  
danny.suwanapruni@gs.com  
高盛（新加坡）私人公司

## Tomohiro Ota

+81(3)4587-9984 |  
tomohiro.ota@gs.com  
高盛证券株式会社

## Santanu Sengupta

+91(22)6616-9042 |  
santanu.sengupta@gs.com  
高盛（印度）证券私人有限公司

## Jonathan Sequeira

+65-6889-2472 |  
jonathan.sequeira@gs.com  
高盛（新加坡）私人公司

## Yuriko Tanaka

+81(3)4587-9964 |  
yuriko.tanaka@gs.com  
高盛证券株式会社

## 王立升

+852-3966-4004 |  
lisheng.wang@gs.com  
高盛（亚洲）有限责任公司

## Rina Jio

+65-6889-2492 | rina.jio@gs.com  
高盛（亚洲）有限责任公司

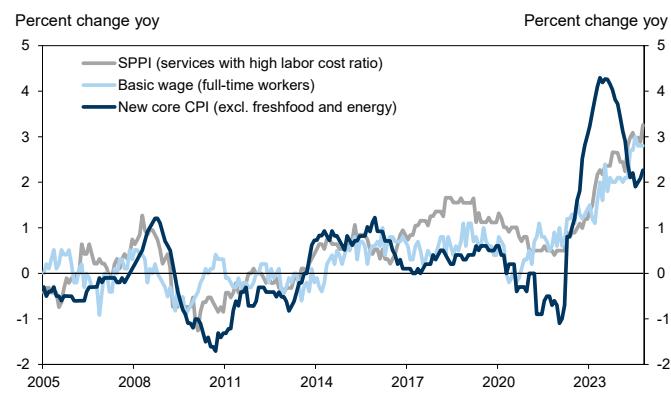
# 关于2025年的十个问题

在今年第一期“亚洲经济分析”中，我们针对关于2025年亚太地区和单个经济体的十个经济和市场问题给出了我们的答案。这些回答凸显了我们的一些主要宏观经济观点——有关我们对亚洲地区和全球展望的更多详情，请参阅我们研报网站上的[2025年展望页面](#)。

## 1. 日本的通货再膨胀是否能够持续？

是。我们预计2025年全年CPI和核心CPI同比涨幅为2.2%，略低于2024年水平（总体CPI和核心CPI通胀率分别为2.5%和2.4%），但仍高于日本央行的政策目标。重要的是，工资增速和主要服务价格指标也正处于2-3%区间（图表1）。这应会支持日本央行能够进一步加息（我们预计2025年加息两次，每次25个基点）。

图表 1: 在日本，工资与服务价格之间形成了反馈环



资料来源：日本央行, 总务省, 厚生劳动省

在[12月19日最近一次日本央行会议结束时](#)，植田和男行长表示，下次加息的时机将取决于来年春季薪资谈判的相关信息、美国新政府的经济政策方向以及各种数据。我们维持基本预测情景，即下次加息将在1月23日至24日会议上，但存在推迟到3月或4月的可能性（我们认为可能性仍然较低）。

## 2. 中国房地产市场会在2025年筑底吗？

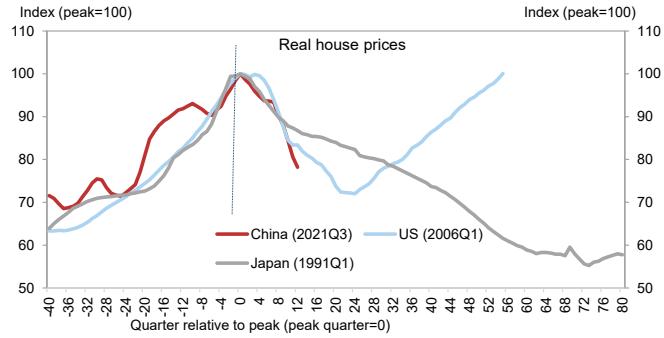
并非所有指标都会筑底。虽然销售情况有望企稳（在较峰值下跌超过60%之后，见图表2），但建筑活动和房价可能会进一步下跌。房屋开工量较2020年峰值下降了约70%，但由于在建项目仍在完工过程中，建筑活动自峰值仅下降了约30%。房价已大幅下跌（图表3）。虽然大城市由于基本面相对较好且有更多空间放松限购，已显示出一些初步企稳迹象，但我们仍然预计到2025年底中国大部分地区的房价将净下跌。

图表 2: 中国的房地产销量和开工量已较峰值大幅下降



资料来源: Haver Analytics, 高盛全球投资研究部

图表 3: 房价已大幅下跌, 但尚未触底反弹

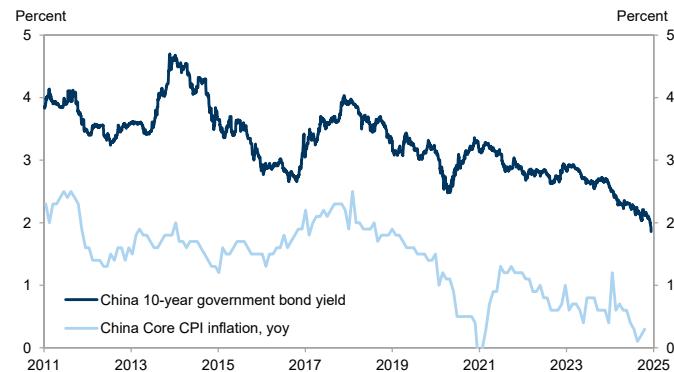


资料来源: 国家统计局, Haver Analytics, 中原地产, 高盛全球投资研究部

### 3. 中国的利率会进一步下降吗?

会。我们仍然预计主要的政策利率（7天期公开市场操作利率）将在今年下调40个基点，政治局最近将官方货币政策立场改为“适度宽松”，增强了我们的信心，以及其他分析师的信心，市场普遍观点已向我们的观点靠拢。若说有何不同的话，我们看到近期评论显示风险可能偏向于更大幅度的降息。政府债券收益率已大幅走低（图表 4）。尽管债券市场反弹，但我们仍维持做多5年期中国国债的建议，因为我们预计收益率将在2025年创下新低。

图表 4: 中国的通胀压力和利率继续下降



资料来源: Haver Analytics, 彭博, 高盛全球投资研究部

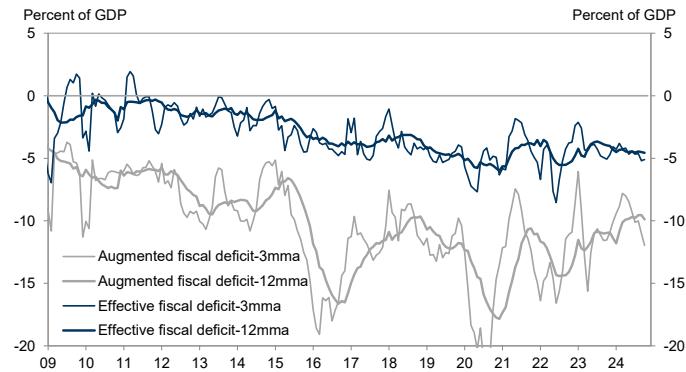
### 4. 中国政府是否会比以往的宽松周期更积极地刺激消费?

会，但可能力度不会很大。在最近结束的中央经济工作会议上，中国决策层提供了关于近期部署“大力提振消费”（尤其是家庭消费）、“提高投资效益”和“全方位扩大国内需求”的更多细节。具体而言，决策层承诺将实施提振消费专项行动，促进低收入人群的收入增长，提高基本养老金和医保财政补贴，加强和扩大消费品以旧换新和设备更新改造“两新”项目以及其他行动。在明年的重点任务中，决策层将消费列为重点任务之首（地位高于2023年中央经济工作会议上的第二重要任务），排在高科制造业之前。

分析师普遍预计，2025年官方财政赤字目标将上调，一些媒体报道称，该目标可能从2024年占GDP的3%升至4%。但这只是财政政策方向的一个信号，许多行动计划发生在预算外。我们预计，我们计算的“广义财政赤字”将在2025年升至GDP的13%，风险偏

向于更大力度的财政刺激（图表5）。虽然其中很大一部分可能继续用于地方政府和各种重点投资计划，但我们预计用于居民家庭（包括但不限于扩大“以旧换新”计划）的占比将高于以往。除向银行注资和地方政府回购土地外，我们可能会看到，针对广义消费（消费品以旧换新、多孩家庭补贴、提高养老金和医保补助）的财政宽松政策的占比相对于投资（“新基建”和城市基础设施建设）将有所上升。

图表 5: 中国的广义财政赤字已开始再次扩大



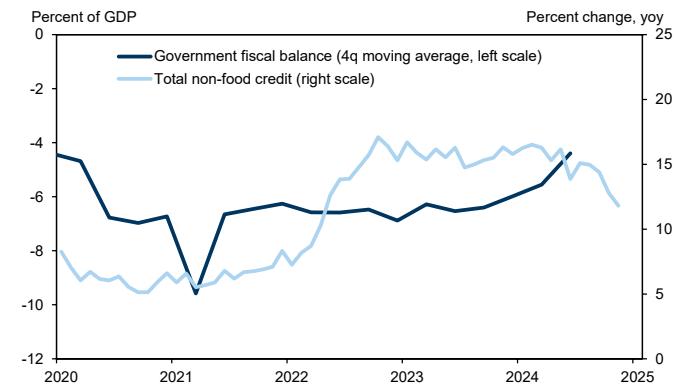
资料来源: CEIC, 万得, 高盛全球投资研究部

## 5. 2025年印度能否看到经济增长复苏?

会, 但在2024年末/2025年初, 我们的预期仍低于市场普遍预测。我们预计, 三季度实际GDP同比增长5.4%标志着增长触底, 2025年将逐步回升至6%以上。

我们对近期经济减速并不过度担忧的一个理由是, 我们认为政策收紧是一项重要原因。图表6显示, 2024年大部分时间内, 财政赤字都大幅下降——尽管季度走势大幅波动, 但净效应是财政收紧。此外, 在印度储备银行于2023年底采取监管措施后, 信贷增长略有放缓。

图表 6: 过去一年, 印度的财政和信贷政策收紧

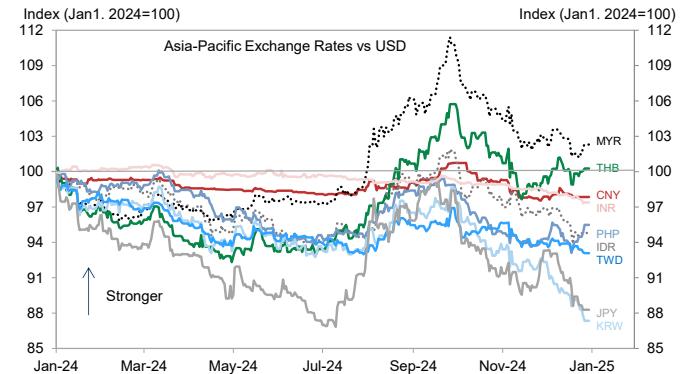


资料来源: CEIC, Haver Analytics, 高盛全球投资研究部

## 6. 哪些亚洲货币将在2025年表现优异?

我们仍然看好印度卢比作为一种高利差货币。我们认为, 印度决策层偏好汇率稳定（图表7）, 并且拥有应对外部冲击的较大缓冲。在我们看来, 印度面临的美国关税风险相对较小。此外, 尽管近期经济增速有所放缓, 但印度仍然是全球增长最快的经济体之一。

图表 7: 印度卢比和人民币在2024年相当稳定



资料来源: Haver Analytics, 高盛全球投资研究部

假设美国在2025年初加征关税, 我们预计人民币将小幅贬值, 我们的美元兑人民币汇率年中预测是7.50。我们认为, 在低收益货币中, 由于韩国政局动荡加剧和内需持续疲软, 韩元最近已经低于公允价值。

## 7. 哪些亚洲经济体将在2025年面临美国加征关税?

中国, 越南也有可能。我们和大多数其他市场人士预计, 特朗普第二届政府将对进口自中国的商品加征关税。我们的假设是, 与2018-19年的关税战一样, 加征关税主要集中在工业产品, 税率上调幅度平均为20个百分点。除中国外, 其他一些亚洲经济体对美国的贸易顺差也很高。其中越南对美国的贸易顺差最高, 约为1,000亿美元, 而且还在增长, 因此我们认为越南是除中国外最有可能面临美国加征关税的国家。

图表 8: 除中国外, 其他对美国贸易顺差较高且不断增长的亚洲经济体包括越南、韩国和台湾

	Goods Trade Surplus with the US (USD Bil, Trailing 12m)	Change in Goods Trade Surplus Between the Last 12m and 2020 (USD, Bil)	Current Account Balance (% of GDP, 4Q Average)	Tariff rate on imports from the US (2022)	Military/Defence Treaty with the US
China	345.8	29.0	1.6	7.1	No
Hong Kong	11.0	-6.4	12.2	0.0	No
India	40.7	18.0	-0.8	9.5	No
South Korea	53.8	37.0	3.9	14.4	Yes
Taiwan	59.7	41.7	14.4	1.3	No
Indonesia	12.1	2.1	-0.7	4.2	No
Malaysia	13.6	4.3	1.2	1.8	No
Philippines	3.8	0.9	-2.3	3.3	Yes
Singapore	-12.0	-16.0	19.8	0.0	No
Thailand	32.1	12.8	1.7	6.2	Yes
Vietnam	98.8	35.4	5.4	2.9	No
Australia	-20.4	-8.2	-1.3	2.3	Yes
Japan	59.8	13.2	4.7	3.9	Yes
New Zealand	1.0	0.4	-6.8	2.0	Yes
Mexico	236.7	75.9	-0.4	5.2	No
Canada	146.7	68.9	-0.3	1.1	Yes

\*China does not publish FX intervention, and the intervention activity was estimated from monthly changes in the PBOC's foreign exchange assets and monthly data on net foreign exchange settlements, adjusted for changes in outstanding forwards. Based on the PBOC's foreign exchange assets data, intervention was persistent. Based on net foreign exchange settlements data, intervention was not persistent.

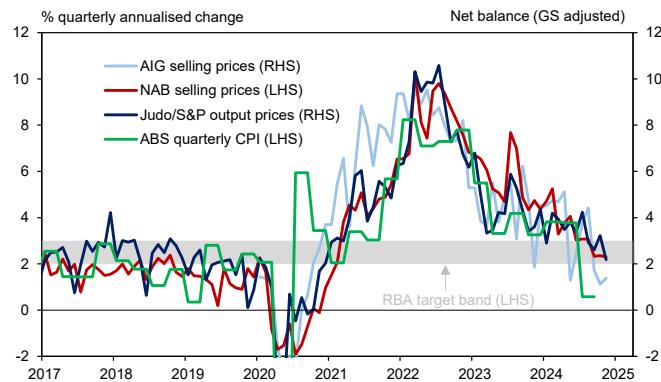
\*\* Authorities do not publish FX intervention. Authorities have conveyed bilaterally to the US Treasury the size of net FX purchases during the four quarters ending June 2024

资料来源: WITC, 美国国务院, WTO, Haver Analytics, 高盛全球投资研究部

## 8. 澳大利亚储备银行会在2025年年初完成政策转向并降息吗?

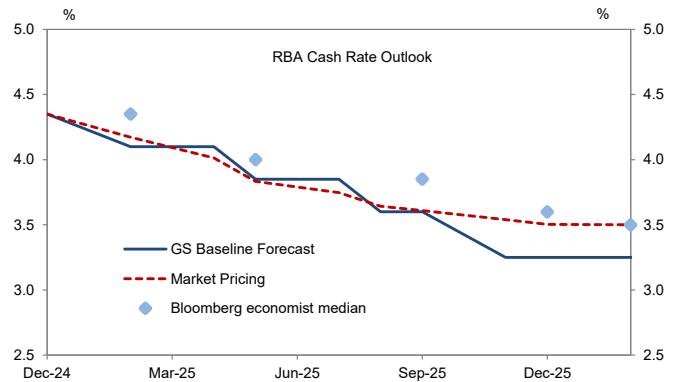
会。自2024年6月份以来, 我们一直预测澳大利亚储备银行将在2025年2月启动宽松周期。在12月份的会议上, 澳大利亚储备银行的措辞发生了明显转变, 我们认为这为不久的将来降息打开了大门。毕竟, 澳大利亚的宏观经济状况与已经开始降息的其他经济体“并没有那么不同”。我们的利率策略分析师继续建议卖出澳大利亚2年期利率互换, 同时买入新西兰2年期利率互换。

图表 9: 通胀的几项及时指标已降至或低于澳大利亚储备银行的目标区间



资料来源: Haver Analytics, 高盛全球投资研究部

图表 10: 我们的澳大利亚储备银行利率走势预测仍低于市场预测 (和市场实际走势, 预测截至2025年末)



资料来源: Haver Analytics, 彭博, 澳洲央行, 高盛全球投资研究部

## 9. 亚洲的降息周期将扩大至多大的范围?

我们预计绝大多数亚太地区央行都将在2025年降息。由于亚洲远离2022年大宗商品冲击的中心, 许多国家在新冠疫情期间的闲置产能有所增加, 而且亚洲经济体的决策者通常会对关键能源价格进行管控, 因此2022-23年亚洲通胀和利率大幅上升的情况不像其他地区那样突出。因此, 我们预计降息周期的幅度不会很深, 一般在50-100个基点区间内 (图表11)。大多数亚洲经济体的内部环境有利于央行在2025年放松货币政策, 但美元走强以及美国可能加征关税的范围不明确是制约因素。我们对韩国的利率预期仍低于市场普遍预期, 近期政治动荡加剧了韩国本已颇为严峻的国内宏观环境。印度央行高层近期出现重要人事变动, Sanjay Malhotra接替Shaktikanta Das担任行长, 副行长Patra本月退休; 我们认为, 政策宽松可能会在本季度末之前启动。我们还持有与市场共识不同的观点, 即在贸易紧张局势加剧和通胀缓解之际 (我们的总体CPI通胀率预测低于市场普遍预期), 新加坡金管局将在4月份放松货币政策参数。泰国居民债务去杠杆化和汽车行业疲软可能会在2025年继续对经济增长构成压力, 存在至少再降息一次的可能性。

图表 11: 我们预计亚洲的降息周期将在2025年扩大范围

	Policy rates - actual and forecast							
	2024				2025			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1F	Q2F	Q3F	Q4F
US			-50bp	-50bp	-25bp	-25bp	-25bp	
Euro area		-25bp	-25bp	-50bp	-50bp	-50bp	-25bp	
Japan	+10bp		+15bp		+25bp		+25bp	
China			-30bp			-20bp		-20bp
India					-25bp	-25bp		
Indonesia		+25bp	-25bp		-25bp	-25bp		
Malaysia								
Philippines			-25bp	-50bp	-25bp	-25bp	-25bp	
Korea				-50bp	-25bp	-25bp	-25bp	
Taiwan	+12bp					-12bp	-12bp	-12bp
Thailand				-25bp	-25bp			
Australia					-25bp	-25bp	-25bp	-35bp
New Zealand		-25bp	-100bp		-50bp	-50bp	-25bp	

资料来源: Haver Analytics, 万得, 高盛全球投资研究部

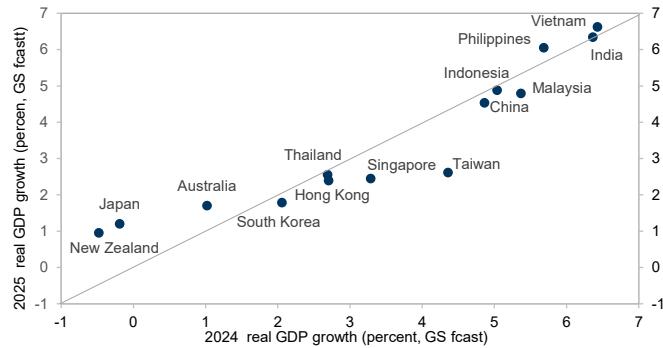
## 10. 区域内的增长是否会发生轮动?

是。我们预计增长将更多地由国内需求驱动, 尤其是在中国/北亚地区。这反映了多项因

素。首先，在出口方面，美国加征关税对出口增长构成风险——即使最终并未加征关税，一些将出口活动提前的“抢出口”可能会在2025年出现透支效应。其次，如前所述，中国应会放松国内宏观政策（日本也有可能）。

我们还预计，增长将从中国转向高收入经济体（日本、澳大利亚、新西兰），部分原因如上所述，但另一项原因是这几个高收入经济体的实际收入增长滞后，而目前情况正随着薪资谈判（日本）和通胀下降（澳大利亚和新西兰）而有所改善。

图表 12: 继2024年经济表现疲弱之后，日本和澳大利亚/新西兰的经济增速将加快；东亚经济增速将放缓



资料来源：高盛全球投资研究部

## 2024年问答概述

虽然我们大部分问答的最终结果与预期大致相符，但日本央行比我们预期更快地开始推进政策正常化，韩元表现大幅低于我们的预期（部分归因于最近几周的政治动荡），中国的经常账户顺差进一步扩大。

### 1. 2024年区域内经济增长将如何变化？

我们的回答：总体将放缓，包括日本和中国，但许多规模较小的出口导向型经济体的增速将加快。

结果：正确。按全年口径计算，日本经济增速大幅放缓，中国经济增速略有放缓。韩国、台湾、马来西亚、新加坡、泰国和越南显著加快。

### 2. 日本央行是否会在2024年上半年退出负利率政策？

我们的回答：不会。

结果：错误。日本央行在3月份退出了负利率和收益率曲线控制政策，早于我们年初时的预期。

### 3. 中国房地产市场最糟糕的时期是否已经过去？

我们的回答：就销售和新开工步伐而言，是的；就建筑活动水平或房价（累计下探深度）而言，还没有。

结果：正确。销售和新开工继续下降，但速度慢于2021-22年。建筑活动和房价明显仍在下降。

### 4. 中国的宏观政策是否会比2023年更加宽松？

我们的回答：是。

结果：正确。总体而言，我们的中国国内宏观政策指标在2024年较2023年略有宽松。货币政策放松，政策利率下调30个基点。信贷政策也有所放松，存款准备金率和房贷利率下调。住房限购政策普遍取消。财政政策是例外，截至撰写本文时，2024年广义财政赤字（0.4个百分点）实际上小于2023年。

### 5. 2024年中国是否会进一步加杠杆？

我们的回答：是。

结果：正确。中国的债务与GDP之比进一步大幅上升，从2023年底的297%升至我们目前估计的307%。

### 6. 2024年高通胀在哪些地方仍可能对政策宽松构成制约？

我们的回答：我们认为，在新兴市场中的印度和菲律宾以及发达市场中的澳大利亚和新西兰，通胀仍将保持相对高位。

结果：基本正确。印度和澳大利亚在2024年未放松货币政策。菲律宾和新西兰在上半年面临高通胀，但从三季度开始降息，并且行动更加迅速。

### 7. 2024年区域内哪个（哪些）央行可能率先下调政策利率？

我们的回答：韩国和印尼。

结果：部分正确。印尼是区内在三季度率先降息的经济体之一（中国、菲律宾和新西兰也在三季度降息）。韩国央行在10月初首次降息。

### 8. 2024年哪些地方的财政政策最有可能转向更加宽松？

我们的回答：澳大利亚和泰国。

结果：正确。根据我们的最新估计，澳大利亚的财政状况从2023年的盈余转为2024年的小幅赤字；泰国的赤字也略有扩大。韩国和印尼是财政政策放松的其他经济体，而日本、中国（广义）和印度的预算收紧。

#### 9. 亚洲新兴市场经济体的经常账户将如何演变？

我们的回答：我们预计中国的顺差将缩小，但印度和印尼的逆差将扩大。

结果：部分正确。正如我们预期的那样，印度和印尼的逆差略有扩大。但中国由于出口强劲且内需疲软，顺差从2023年向下修正后的1.4%扩大到2024年2.1%的估计值。

#### 10. 2024年哪些亚洲新兴市场货币可能表现优异？

我们的回答：我们预计小型开放经济体的货币，尤其是韩元，将表现优异。

结果：错误。尽管一些小型经济体的货币确实表现优异（马来西亚林吉特、泰铢），但韩元由于韩国经济表现不佳、降息和政治动荡（图表7）而大幅贬值。

图表 13: 高盛对2024-25年的增长预测

Real GDP Growth (year-over-year)

	2023	2024		2025		Potential Growth (2025)
		GS	Consensus	GS	Consensus	
<b>Asia ex-Japan</b>	5.0	4.8	4.8	4.5	4.5	4.3
China	5.2	4.9	4.8	4.5	4.5	4.2
India	7.7	6.4	6.6	6.3	6.6	6.2
South Korea	1.4	2.1	2.2	1.8	1.8	2.5
Hong Kong	3.3	2.7	2.5	2.4	2.2	3.0
Taiwan	1.3	4.4	4.3	2.6	2.8	2.7
<b>ASEAN</b>	3.9	4.7	4.6	4.6	4.7	4.4
Singapore	1.1	3.3	3.6	2.4	2.6	2.2
Malaysia	3.6	5.4	5.2	4.8	4.7	4.2
Thailand	1.9	2.7	2.7	2.6	3.0	2.7
Indonesia	5.0	5.0	5.0	4.9	5.0	4.8
Philippines	5.5	5.7	5.8	6.1	6.0	6.1
Vietnam	5.0	6.4	6.7	6.6	6.5	6.5
Japan	1.5	-0.2	-0.2	1.2	1.2	0.7
Australia	2.1	1.0	1.0	1.7	1.9	2.6
New Zealand	1.8	-0.5	0.1	1.0	1.7	2.5
USA	2.9	2.8	2.7	2.6	2.1	1.8
Euro area	0.5	0.8	0.8	0.8	1.0	0.9

Note: All forecasts are calculated on calendar year basis. Bloomberg FY forecasts used for India consensus when quarterly figure not available, Consensus Economics forecasts are used for Australia and New Zealand Consensus

资料来源：彭博，高盛全球投资研究部

图表 14: 高盛对2024-25年的通胀预测

## Consumer Prices (year-over-year)

	2023	2024		2025		Inflation Target/ Range
		GS	Consensus	GS	Consensus	
<b>Asia ex-Japan</b>	1.7	1.4	1.4	1.5	1.7	
China	0.2	0.4	0.4	0.8	0.9	3.0^
India	5.7	5.0	5.0	4.3	4.3	2.0-6.0
South Korea	3.6	2.3	2.3	1.6	2.0	2.0
Hong Kong	2.1	2.0	1.8	2.2	2.0	-
Taiwan	2.5	2.0	2.2	1.3	1.9	0.0-2.0
<b>ASEAN</b>	3.6	2.3	2.3	2.1	2.4	
Singapore	4.8	2.5	2.5	1.3	2.0	-
Malaysia	2.5	1.9	1.9	2.0	2.5	-
Thailand	1.2	0.5	0.5	1.2	1.3	1.0-3.0
Indonesia	3.7	2.3	2.3	2.6	2.5	1.5-3.5
Philippines	6.0	3.1	3.2	2.5	2.9	2.0-4.0
Vietnam	3.3	3.6	3.7	2.3	3.5	4.0-4.5
Japan	3.3	2.6	2.6	2.2	2.1	2.0
Australia	5.6	3.2	3.2	2.7	2.8	2.0-3.0
New Zealand	5.7	2.9	2.9	2.2	2.1	1.0-3.0
USA	4.1	2.9	2.9	2.5	2.5	2.0
Euro area	5.4	2.4	2.4	2.1	2.0	2.0

<sup>^</sup>We see the "target" as the upper bound of the desirable range.

Note: 1. All forecasts are calculated on calendar year basis. Bloomberg FY forecasts used for India consensus when quarterly figure not available

2. Regional inflation figures are GDP-weighted averages

资料来源: 各央行, 彭博, 高盛全球投资研究部

图表 15: 高盛对2023-24年的央行政策利率预测

## Policy Interest Rates (percent)

	Current	2024			2025				2025 4Q consensus
		30-Dec	3Q	4QF	1QF	2QF	3QF	4QF	
<b>Asia ex-Japan</b>									
China	1.50	1.50	1.50	1.50	1.30	1.30	1.10	-	
India	6.50	6.50	6.50	6.25	6.00	6.00	6.00	5.75	
South Korea	3.25	3.50	3.00	2.75	2.50	2.25	2.25	2.30	
Hong Kong	-	-	-	-	-	-	-	-	
Taiwan	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	1.88	1.88	1.90	
<b>ASEAN</b>									
Singapore	-	-	-	-	-	-	-	-	
Malaysia	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.05	
Thailand	2.25	2.50	2.25	2.00	2.00	2.00	2.00	1.95	
Indonesia	6.00	6.00	6.00	5.75	5.50	5.50	5.50	5.25	
Philippines^	6.00	6.25	5.75	5.50	5.25	5.00	5.00	5.00	
Vietnam	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.45	
Japan	0.25	0.25	0.25	0.50	0.50	0.75	0.75	0.80	
Australia	4.35	4.35	4.35	4.10	3.85	3.60	3.25	3.55	
New Zealand	4.75	5.25	4.25	3.75	3.25	3.00	3.00	3.20	
USA	4.63	4.88	4.38	4.13	3.88	3.63	3.63	3.75	
Euro area	3.25	3.50	3.00	2.50	2.00	1.75	1.75	2.05	

Policy interest rates: China: 7-day OMO rate, India: repo rate; Korea: 7-day repo; Malaysia: overnight policy rate; Thailand: 1-day repo, Philippines: repo rate, Indonesia: 7-day reverse repo rate, Taiwan: rediscount rate; Vietnam: re-financing rate; USA: Fed funds effective rate; Euro Area: Deposit facility rate; Japan: Short-term policy rate.

^Starting from 2016 Q2, we forecast the overnight reverse repurchase facility (RRP) rate after BSP shifted to the IRC system. We interpret this change as a purely operational change, not as a change in policy stance

资料来源: Haver Analytics, 万得, 高盛全球投资研究部

# 信息披露附录

## 申明

本人，迪安竹，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人的看法，没有受到公司业务或客户关系因素的影响。

本报告首页所列作者为高盛全球投资研究部分析师，除非另有说明。

## 信息披露

### 法定披露

#### 美国法定披露

任何本报告中研究企业所需的特定公司法定披露见上文：包括即将进行交易的承销商或副承销商，1%或其他股权，特定服务的补偿，客户关系种类，之前担任承销商或副承销商的公开发行，担任董事，担任股票做市及／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予根据澳大利亚公司法定义的“批发客户”，在事先获得高盛许可的情况下可以有例外。在撰写研究报告期间，Goldman Sachs Australia全球投资研究部的职员可能参与本研究报告中所讨论证券的发行公司或其他实体组织的现场调研或会议。在某些情况下，如果视具体情形Goldman Sachs Australia认为恰当或合理，此类调研或会议的成本可能部分或全部由该证券发行人承担。如本报告内容包含任何金融产品建议，则该建议仅为一般建议，且高盛提出该建议时并未考虑客户的目标、财务状况或需求。客户在就此类建议采取行动之前，应结合其自身目标、财务状况和需求来考虑该建议的适当性。高盛澳大利亚和新西兰的利益披露，以及高盛澳大利亚卖方研究独立性制度声明请参见

<https://www.goldmansachs.com/disclosures/australia-new-zealand/index.html>。巴西：与CVM Resolution n. 20相关的信息披露请参阅

<https://www.gs.com/worldwide/brazil/area/gir/index.html>。根据CVM Resolution n. 20第20条，在适用的情况下，对本研究报告内容负主要责任的巴西注册分析师为本报告开头部分标明的第一作者，除非报告末另有说明。加拿大：这些信息仅供您参考，在任何情况下都不应被理解为Goldman Sachs & Co. LLC对加拿大证券购买者进行有关任何加拿大证券交易的广告、要约或征求行为。Goldman Sachs & Co. LLC 未在适用的加拿大证券法规下注册为任何加拿大司法管辖区内的交易商，通常不被允许交易加拿大证券，并且可能被禁止在加拿大某些司法管辖区内销售某些证券和产品。若您想在加拿大交易任何加拿大证券或其他产品，请联系 Goldman Sachs Canada Inc. (高盛集团的关联机构) 或其他已注册的加拿大交易商。香港：可从高盛（亚洲）有限责任公司获取有关本报告中所研究公司的证券的额外资料。印度：可从高盛（印度）证券私人有限公司（分析师：印度证券交易委员会（SEBI）编号INH000001493，地址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）证券私人有限公司投资者支持部门电邮：india-client-support@g.s.com，合规负责人：Anil Rajput |电话：+91 22 6616 9000 |电邮：anil.m.rajput@g.s.com。日本：见下文。韩国：除非高盛另行同意，本报告无论以何种方式取得，仅供《金融服务与资本市场法》定义的“专业投资者”使用。可从高盛（亚洲）有限责任公司首尔分公司获取有关本报告所研究公司的额外资料。新西兰：Goldman Sachs New Zealand Limited及其关联机构并非1989年新西兰储备银行法定义的“注册银行”或“存款机构”。本研究报告以及本报告的其他形式内容只可分发给2008年财务顾问法案定义的“批发客户”，在事先获得高盛许可的情况下可以有例外。高盛澳大利亚和新西兰的利益披露请参见 <https://www.goldmansachs.com/disclosures/australia-new-zealand/index.html>。俄罗斯：在俄罗斯联邦分发的研究报告并非俄罗斯法律所定义的广告，而是不以产品推广为主要目的的信息和分析，也不属于俄罗斯法律所界定的评估行为。研究报告不构成俄罗斯法律法规定义的个性化投资建议，并非针对某个具体客户，在报告准备阶段也未分析客户的财务状况、投资特征或风险特征。高盛不对某个客户或任何其他人基于本报告可能做出的任何投资决策承担责任。新加坡：高盛（新加坡）私人公司（公司编号：198602165W）（受新加坡金融管理局监管）为本研究报告承担法律责任，若有由本研究报告所引发或与本研究报告相关的任何事宜，请联系高盛（新加坡）私人公司。台湾：本信息仅供参考，未经允许不得翻印。投资者应当谨慎考虑他们自身的投资风险，投资结果由投资者自行负责。英国：在英国根据金融市场行为监管局的定义可被分类为私人客户的人士参阅本报告的同时应当参阅高盛以往对本报告研究企业的研究报告，并应当参考高盛国际已经发给这些客户的风险警告资料。该风险警告资料复本，以及本报告中采用部分金融辞汇的解释可向高盛国际索取。

欧盟和英国：与欧盟委员会实施条例(EU) (2016/958)（欧盟议会和欧盟理事会条例(EU) No 596/2014的补充条款,规定了有关投资建议或其他投资策略的推荐或建议之信息的客观陈述,以及对特定利益或利益冲突进行披露的技术安排应达到的监管技术标准；英国脱离欧盟和欧洲经济区之后该实施条例被纳入英国国内法律法规）第6(2)条相关的披露信息可在<https://www.gs.com/disclosures/europeanpolicy.html>上获取，该网址介绍在处理和投资研究有关的利益冲突时应参照的欧洲政策。

日本：高盛证券株式会社是在关东财务局注册（注册号：No. 69）的金融工具交易商，同时也是日本证券业协会日本金融期货业协会、第二类金融工具公司协会、日本投资信托协会以及日本投资顾问协会的成员。股票买卖需要缴纳与客户事先约定的佣金及消费税。关于日本证券交易所、日本证券交易商协会或日本证券金融公司所要求的适用的信息披露，请参见与公司有关的法定披露部分。

## 全球产品；分发机构

高盛全球投资研究部在全球范围内为高盛的客户制作并分发研究产品。高盛分布在其全球各办事处的分析师提供行业和公司的研究，以及宏观经济、货币、商品及投资组合策略的研究。本研究报告在澳大利亚由Goldman Sachs Australia Pty Ltd (ABN 21 006 797 897) 分发；在巴西由Goldman Sachs do Brasil Corretora de Títulos e Valores Móveis S.A.分发；Public Communication Channel Goldman Sachs Brazil: 0800 727 5764和/或contatogoldmanbrasil@g.s.com。工作日（假期除外）上午9点至下午6点。Canal de Comunicação com o Pú blico Goldman Sachs Brasil: 0800 727 5764 e/ou contatogoldmanbrasil@g.s.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的信贷机构, 在单一监管机制下接受欧洲央行的直接审慎监督, 在其他方面接受德国联邦金融监管局(Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin) 和德国联邦银行的监督, 由该机构向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) 和意大利金融市场管理局(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(Finansinpektionen) 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目前已公开的信息, 但我们不保证该信息的准确性和完整性, 客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。报告中的信息、观点、估算和预测均截至报告的发表日, 且可能在不事先通知的情况下进行调整。我们会适时地更新我们的研究, 但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外, 绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。

高盛是一家集投资银行、投资管理和证券经纪业务于一身的全球性综合服务公司。全球投资研究部所研究的大部分公司与我们保持着投资银行业务和其它业务关系。美国证券经纪交易商高盛是 SIPC(<https://www.sipc.org>) 的成员。

我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的资产管理部门、自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

我公司及其关联机构、高级职员、董事和雇员, 除法规及高盛的制度所禁止的情况外, 将不时地对本研究报告所涉及的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](https://www.fiadocumentation.org/fia/regulatory-disclosures_1/fia-uniform-futures-and-options-on-futures-risk-disclosures-booklet-pdf-version-2018) 取得当前期权和期货的披露文件。对于包含多重期权买卖的期权策略结构产品, 例如, 期权差价结构产品, 其交易成本可能较高。与交易相关的文件将根据要求提供。

全球投资研究部提供的不同服务层级: 根据您对接收沟通信息的频率和方式的个人偏好、您的风险承受能力、投资重心和视角 (例如整体市场、具体行业、长线、短线) 、您与高盛的整体客户关系的规模和范围、以及法律法规限制等各种因素, 高盛全球投资研究部向您提供的服务层级和类型可能与高盛提供给内部和其他外部客户的服务层级和类型有所不同。例如, 某些客户可能要求在关于某个证券的研究报告发表之时收到通知, 某些客户可能要求我们将内部客户网上提供的分析师基本面分析背后的某些具体数据通过数据流或其它途径以电子方式发送给他们。分析师基本面研究观点 (如股票评级、目标价格或盈利预测大幅调整) 的改变, 在被纳入研究报告、并通过电子形式发表在内部客户网上或通过其它必要方式向有权接收此类研究报告的所有客户大范围发布之前, 不得向任何客户透露。

所有研究报告均以电子出版物的形式刊登在我们的内部客户网上并向所有客户同步提供。并非所有研究内容都转发给我们的客户或者向第三方整合者提供, 高盛也并不对由第三方整合者转发的我们研究报告承担任何责任。如需了解可向您提供的有关一个或多个证券、市场或资产类别的研究报告、模型或其它数据 (包括相关服务), 请联络您的高盛销售代表或登陆 <https://research.gs.com>。

披露信息可以查阅 <https://www.gs.com/research/hedge.html> 或向研究合规部索取, 地址是 200 West Street, New York, NY 10282。

高盛版权所有 © 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。