

全球经济分析师

宏观展望2023:这个周期是不同的

- 到2022年，由于重新开放的提振减弱、财政和货币紧缩、中国的Covid限制和房地产暴跌以及俄乌战争，全球经济增长放缓。我们预计 2023 年全球增长率仅为 1.8%，因为美国的韧性与欧洲经济衰退和中国坎坷的重新开放形成鲜明对比。
- 美国应该勉强避免经济衰退，因为核心PCE通胀率从现在的5%放缓到2023年底的3%，失业率上升1/2个百分点。为了在实际收入增长强劲的情况下保持增长低于潜在水平，我们现在看到美联储将再次加息125个基点至5-5.25%的峰值。我们预计2023年不会减产。
- 核心通胀怎么会在如此小的就业打击下下降这么多？我们认为，原因是这个周期与以前的高通胀时期不同。首先，疫情后劳动力市场过热表现的不是过度就业，而是史无前例的职位空缺，而这些职位空缺的缓解痛苦要小得多。其次，近期供应链和租赁住房市场正常化的通货紧缩影响还有很长的路要走。第三，长期通胀预期仍然锚定良好。
- 欧元区 and 英国可能陷入衰退，主要是因为能源账单飙升的实际收入受到打击。但我们预计只会出现温和的下滑，因为欧洲已经设法削减了俄罗斯的天然气进口，而没有破坏经济活动，并且可能会受益于疫情后的改善措施，这些改善措施有助于避免美国经济衰退。鉴于深度衰退和持续通胀的风险降低，我们现在预计 5 月份将加息，欧洲央行将达到 3% 的峰值。
- 中国上半年可能会缓慢增长，因为 4 月重新开放最初会引发 Covid 病例的增加，这让人保持高度谨慎，但在重新开放的推动下，下半年应该会急剧加速。我们对中国的长期看法仍然谨慎，因为房地产市场长期下滑，以及潜在增长放缓（反映了人口结构和生产率的疲软）。
- 中欧/东欧和拉丁美洲的几家央行早在DM同行之前就开始加息。虽然还没有一个国家明显实现软着陆，但经济活动一直具有弹性，一些国家的通货膨胀率正在下降，尤其是巴西。中东欧由于其商品风险敞口、高通胀和持续的货币紧缩而处于更加困难的境地。

Jan Hatzius

+1 (212) 902-0394 | jan.hatzius@gs.com 高盛公司

她女儿Struyven

+1(212)357-4172 |

尤利娅•Zhestkova

+1(646)446-3905 |

Devesh Kodnani

+1(917)343-9216 |

投资者应将本报告视为做出投资决策的单一因素。有关Reg AC认证和其他重要披露，请参阅披露附录，或转到 www.gs.com/research/hedge.html。

宏观展望2023:这个周期是不同的

到2022年，由于重新开放的提振减弱、财政和货币紧缩、中国持续的Covid限制和房地产暴跌以及俄乌战争造成的能源供应冲击，全球经济增长急剧放缓。我们预计，2023年全球将继续以低于趋势水平的1.8%的速度增长，欧洲将出现温和衰退，中国将重新开放，但美国和巴西等一些新兴市场早期加息者也将出现重要的韧性。

图表1: 2023年增长缓慢，但高于美国市场共识

实际GDP增长 同比变化百分比	2022		年平均2023		2024		Q4 /第 四季度	下一个2022年4季度	潜在的GS
	GS	共识	GS	共识	GS	共识	2023 GS	第四季度- 2023第三 季度 GS	
我们	1.9	1.8	1.0	0.4	1.6	1.4	1.1	0.9	1.8
欧元区	3.3	3.1	-0.1	-0.1	1.4	1.5	0.0	-0.5	1.1
德国	1.8	1.6	-0.6	-0.7	1.4	1.3	-0.3	-0.9	1.3
法国	2.5	2.5	0.1	0.4	1.3	1.3	0.3	-0.1	1.1
意大利	3.8	3.5	-0.1	-0.1	1.3	1.2	-0.1	-0.7	0.8
西班牙	4.6	4.5	0.6	1.0	2.1	2.0	0.6	0.2	1.3
日本	1.5	1.6	1.3	1.4	1.4	1.1	1.1	1.5	0.8
美国	4.4	4.2	-1.2	-0.5	0.9	1.1	-0.8	-1.6	1.4
加拿大	3.2	3.3	0.9	0.6	1.4	1.7	0.8	0.7	1.6
中国	3.0	3.3	4.5	4.8	5.3	4.9	5.5	4.2	4.2
印度	6.9	7.1	5.9	5.8	6.5	6.6	7.5	7.2	6.0
巴西	2.9	2.7	1.2	0.8	2.2	1.9	1.6	1.0	1.9
俄罗斯	-3.3	-4.0	-1.3	-3.2	1.8	1.5	0.9	0.9	1.2
世界	2.9	2.9	1.8	1.8	2.8	2.6	2.4	1.8	2.6

注：所有预测均按日历年计算。2022-2024年是GS预测。潜在增长是美国、日本和加拿大2023-25年GS估计的中位数。我们对欧洲经济体的长期估计以及新兴市场经济体2023年的长期估计。国际货币基金组织的预测用于印度2023年和2024年的共识，当彭博社没有季度时。全球增长总量使用市场外汇国家权重。

资料来源：彭博社，高盛全球投资研究

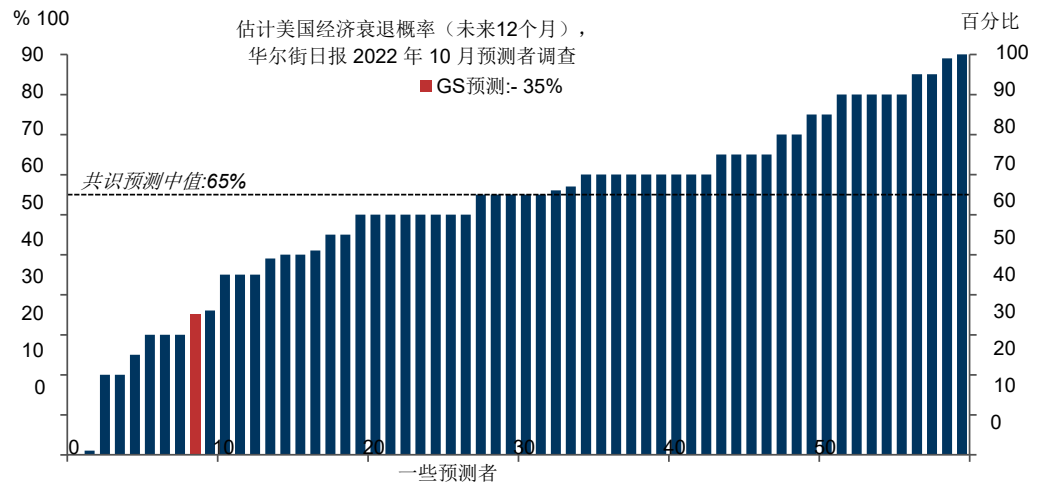
我们可能避免衰退

在过去一年中，由于重新开放的提振减弱、实际可支配收入下降（由财政正常化和高通胀推动）以及激进的货币紧缩，美国经济增长已放缓至低于潜在水平的约1%。在我们的预测中，2023年的增长大致保持这个速度。与一年前不同，当时我们对2022年和2023年的预测都低于共识，因为我们预计货币，尤其是财政紧缩的负面影响，我们目前的2023年预测远高于共识（图表2）。

图表2：我们对2023年美国经济增长的预测现在远高于市场预期



图表3：我们认为未来12个月美国经济衰退的可能性低于大多数其他预测者

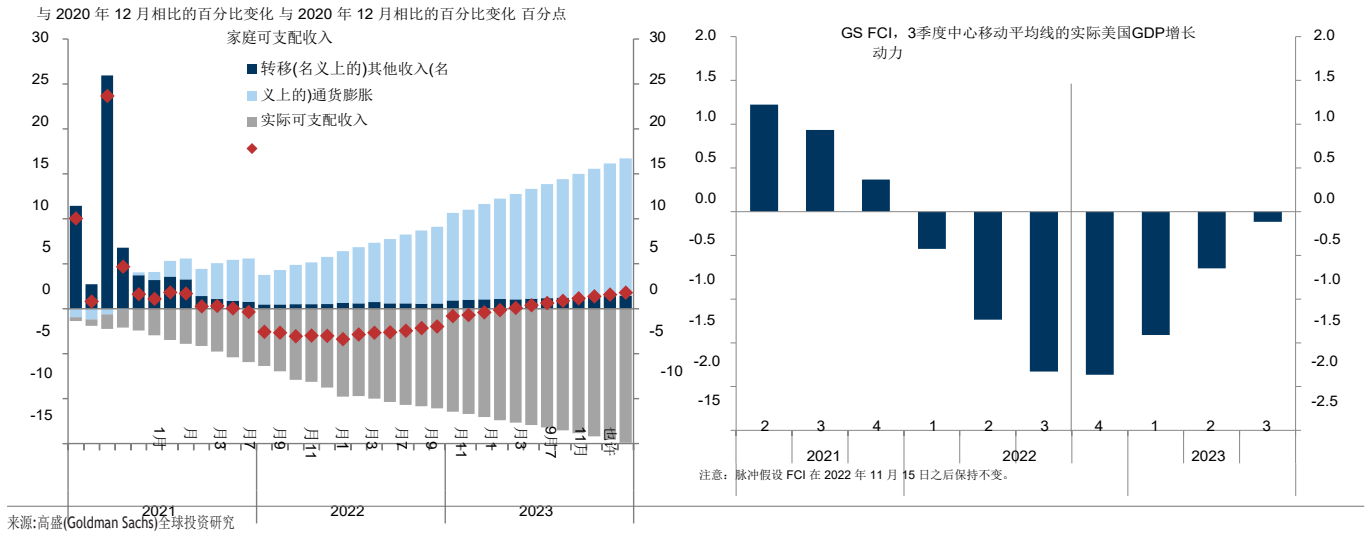


资料来源：华尔街日报、高盛全球投资研究

为什么我们的衰退概率——虽然是任何给定12个月内进入衰退的无条件概率的两倍多——仍然明显低于50%？一个直接的原因是，即将到来的活动数据远未接近衰退。GDP预报显示，第三季度增长2.6%（年化），10月非农就业人数增长261k，11月5日当周初请失业金人数为225k。

更根本的是，有充分的理由预期未来几个季度将出现正增长。可以肯定的是，金融状况的收紧正在严重影响经济增长，目前接近2个百分点。但实际可支配收入正在从下半年的暴跌中反弹 - 当时财政紧缩和急剧上升的通货膨胀造成了损失 - 明年的速度为3%+（图表4）。尽管双方都存在风险，但我们认为，随着我们进入2023年，实际收入上升可能是更强大的力量，特别是因为假设美联储官员没有大幅实施比市场目前定价的利率更严格的紧缩政策，金融状况的拖累可能会减弱。

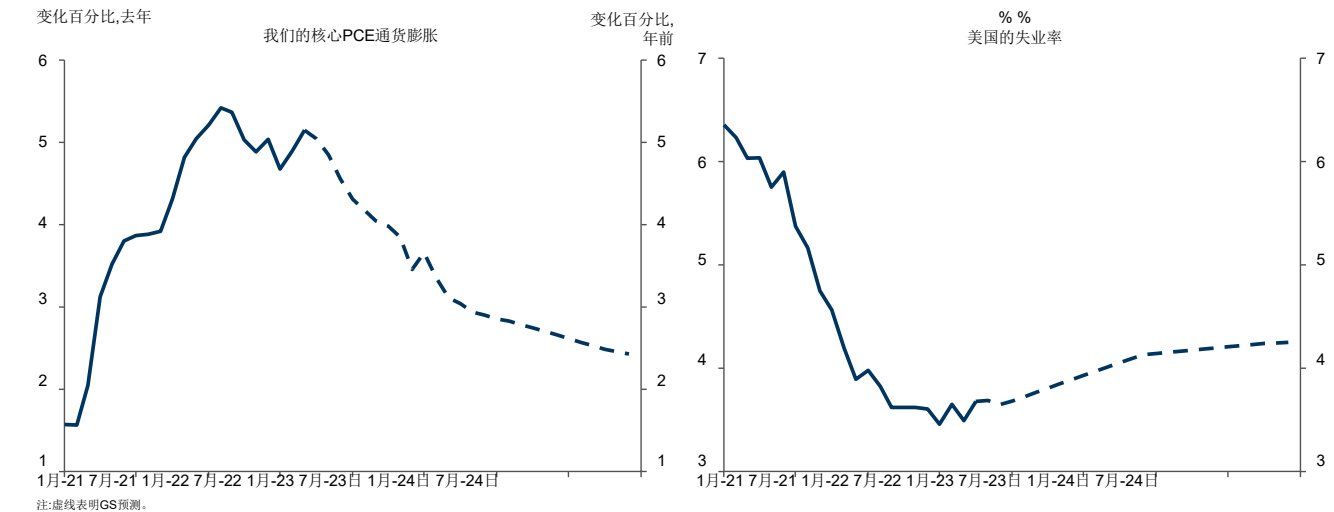
图表4：实际收入反弹的提振与金融状况的拖累



但最根本的问题是：美联储如何在失业率仅增加1/2个百分点的情况下，在明年将通胀率降低2个百分点（图表5）？这难道不是与之前高通胀事件（尤其是1970年代）的经验背道而驰吗？这些事件以失业率大幅上升而告终？

我们的答案是，这个周期与以前的高通胀时期不同。

图表5：我们预计到2023年底，核心PCE通胀率将下降2个百分点，失业率仅上升1/2个百分点

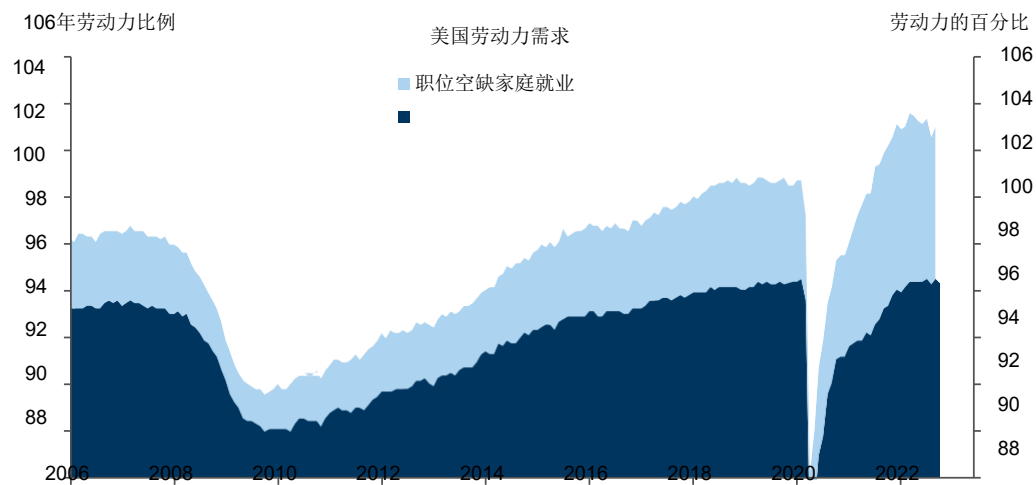


资料来源：哈佛分析，高盛全球投资研究

这个周期不同的第一个原因是，大流行后的劳动力市场过热不是表现在过度就业上，而是表现在前所未有的职位空缺上。如图表 6 所示，2020-2021 年职位空缺激增，因为雇主在持续对 Covid 的担忧和异常慷慨的失业救济金中寻求跟上有记录以来最强劲的经济复苏。然而，就业占劳动力的比例仅上升到大流行前的水平，而不是高于。

(相对于年龄和就业人口仍低于未水平。)

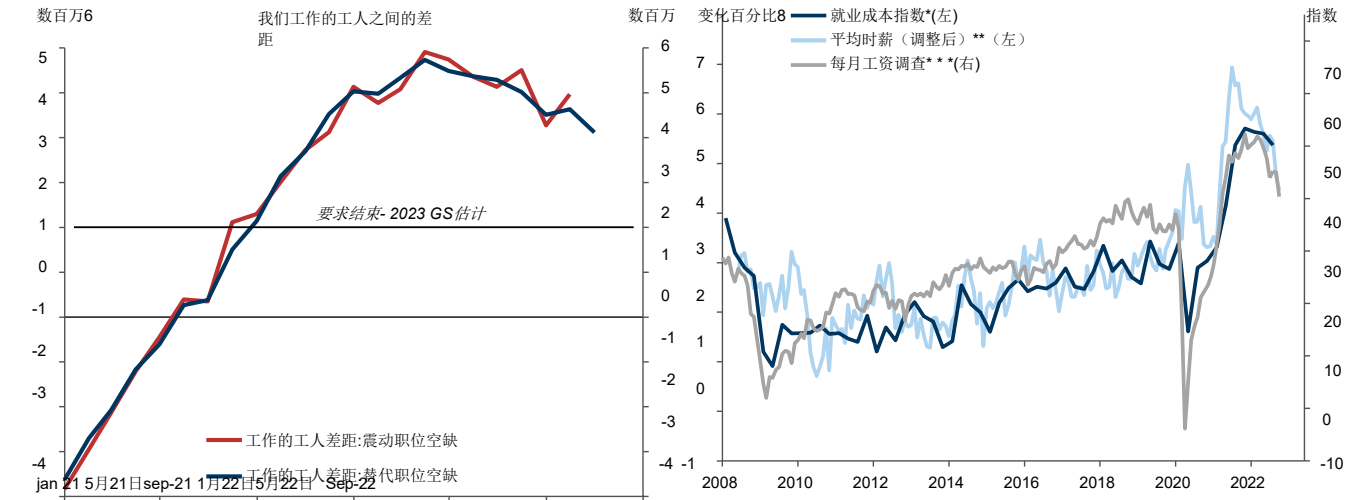
图表6: 疫情后劳动力市场过热不是表现为就业过度, 而是表现为前所未有的职位空缺



资料来源: 哈弗分析, 高盛全球投资研究

然而, 现在环境看起来非常不同。需求放缓, 疫情消退, 失业救济金正常化, 超额储蓄正在下降。因此, 职位空缺和我们的就业-工人差距 (总劳动力需求减去总劳动力供应) 正在迅速下降也就不足为奇了。根据Linkup和Indeed的及时职位空缺措施, 我们估计就业与工人的差距已从近600万的峰值下降到略高于400万, 几乎是减缓工资增长以符合通胀目标所需的200万水平的一半 (图表7, 左图)。部分由于就业与工人差距的缩小, 及时衡量名义工资增长的指标, 即经构成调整的平均小时收入和我们的月度工资调查综合, 已经放缓到与41/2%工资增长一致的水平 (图表7, 右图)。

图表7: 美国就业-工人缺口衡量劳动力需求过剩呈下降趋势;名义工资增长正在放缓

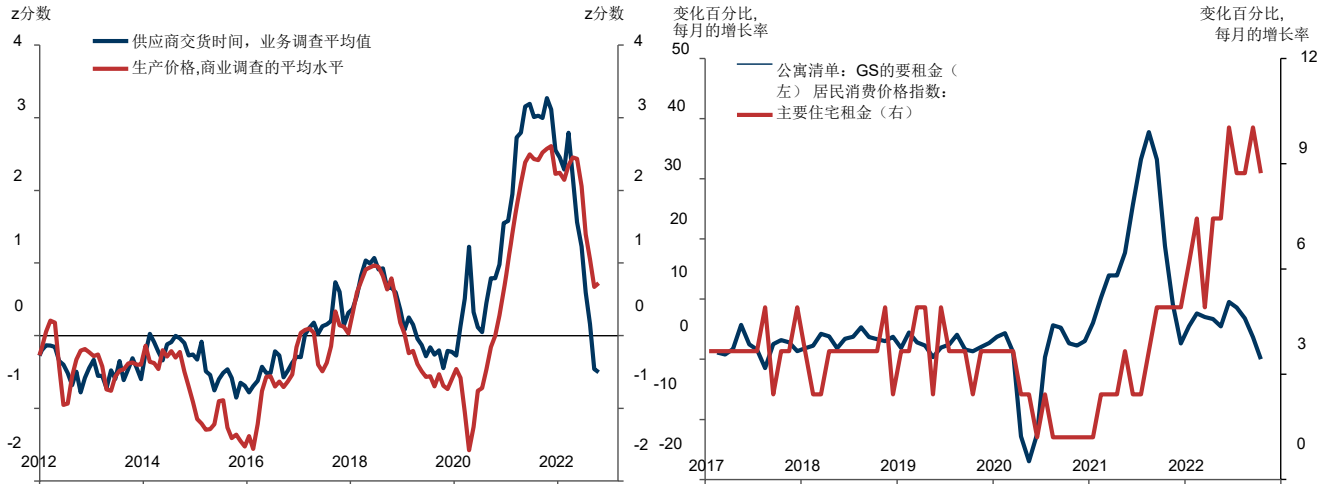


*ECI工资和薪金私营部门除激励措施 (SA by Haver), qoq年率, **6m年费率。达拉斯联储制造业、达拉斯联储服务、里士满联储制造业、里士满联储服务、纽约联储服务 (GS 的 SA)、堪萨斯联储服务和 NFIB 的平均值。在可能的情况下,我们会平均每项调查的当前和预期工资变化。在引入最近的调查之前,数值在统计上是反向的。
资料来源: Haver Analytics, Linkup, Indeed, Goldman Sachs Global Investment Research.

这个周期不同的第二个原因是,最近供应链和租赁住房市场的正常化是以前没有见过的通货紧缩的根源。

高通胀事件,如1970年代,它才刚刚开始出现在官方数字中(图表8)。在商品方面,从商品到服务支出的持续轮换、供应链的修复以及库存水平的反弹应该会为核心商品价格带来下行压力。在服务方面,在与家庭相关的空间需求增加导致与工作相关的租金一次性上涨之后,新租约的租金要求急剧减速。10月份的CPI报告表明,环比官方CPI住房通胀的滞后指标(包括新租和续租)也可能见顶。尽管随着持续租赁的租金赶上更高的市场利率,住房通胀可能会在明年春天上升,但此后将放缓。

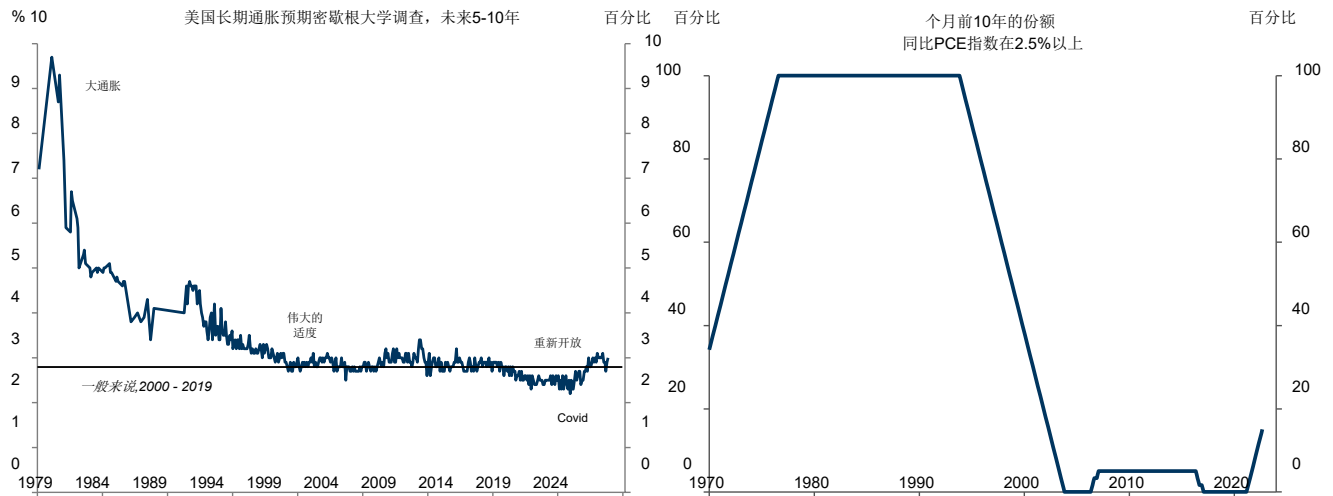
图表8：供应链和租赁市场正常化的通货紧缩影响还有很长的路要走



供应商交货时间和制造价格支付调查来自ISM, S&P, ISM CHICAGO, NY, 纽约联储, 费城联储, 里士满联储, 达拉斯联储和堪萨斯城联储, 以及克赖顿大学, 仅适用于供应商交货时间。
资料来源: 哈弗分析, 高盛全球投资研究

第三个原因是, 长期通胀预期仍然锚定良好, 特别是相对于1970年代。对于每个可用的措施都是如此, 即基于1) 家庭调查, 2) 经济预测者调查和3) 的衡量标准。
通胀保值债券。短期通胀预期指标仍然相对较高, 但其中大部分可能反映了大宗商品价格的飙升, 如果大宗商品价格趋于平稳, 预计会减弱。通货膨胀率仅在短暂且不寻常的大流行时期居高不下的事实也表明, 高通胀并未根深蒂固(图表9)。

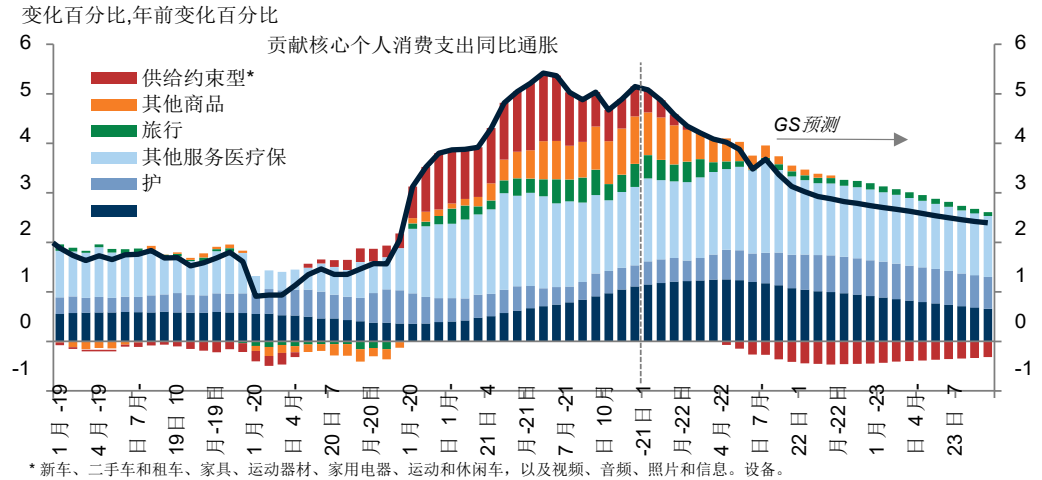
图表9：锚定的长期通胀预期指标和短期高通胀



资料来源: 哈弗分析, 高盛全球投资研究

综上所述, 我们预计核心PCE通胀率将从9月的5.1%下降到2023年12月的2.9%(图表10)。我们预计, 利润率仍较高的供应受限耐用用品(如二手车)将带动近一半的整体核心通胀放缓。

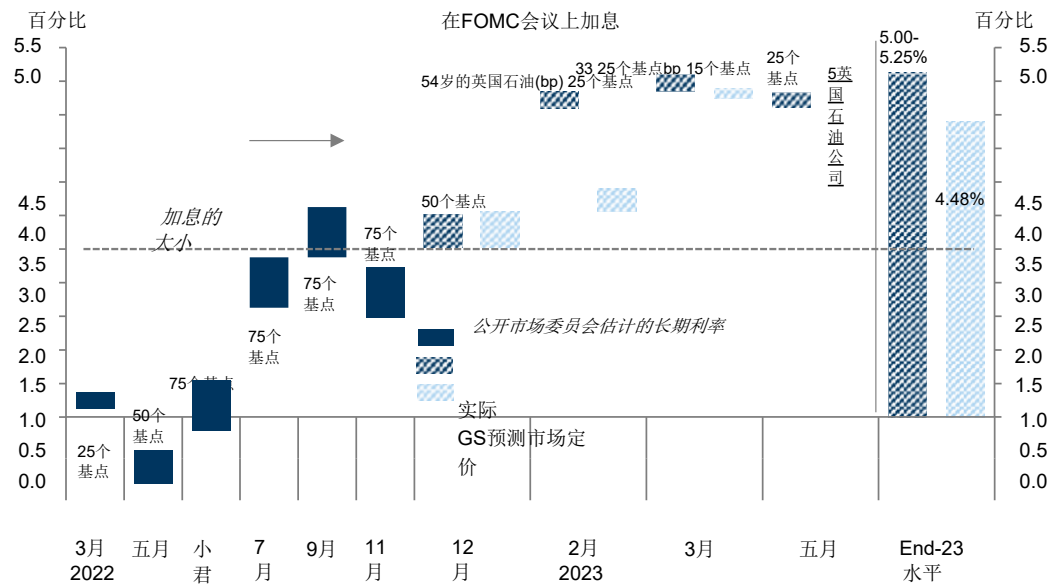
图表10: 到2023年底, 由于商品通货紧缩和下半年住房通胀放缓, 核心PCE通胀率可能会降至2.9%



资料来源: 哈弗分析, 高盛全球投资研究

有人可能会认为, 我们相对乐观的通胀预测转化为相对鸽派的美联储呼吁。但这种假设是错误的。原因又回到了实际收入和财务状况之间的相互作用。随着实际收入的恢复, 需要FCI负增长冲动, 以保持增长低于潜在水平, 并继续重新平衡劳动力市场。然而, FCI对环比增长的负冲动可能会从目前年化约2个百分点的拖累中减弱, 因为它取决于财务状况的变化, 而不是水平(图表4, 右图)。因此, 即使在我们相对乐观的通胀预测下, 也可能需要至少与市场现在定价一样多的额外加息, 以保持劳动力市场调整的进行。继过去一个月FCI放松政策之后, 我们现在预计美联储将再加息125个基点(之前为100个基点), 12月加息速度将降至50个基点, 2月、3月和现在的5月将小幅度加息25个基点。我们新的5-5.25%峰值基金利率略高于市场定价(图表11)。

图表11: 我们预计2023年将额外加息125个基点, 不会降息



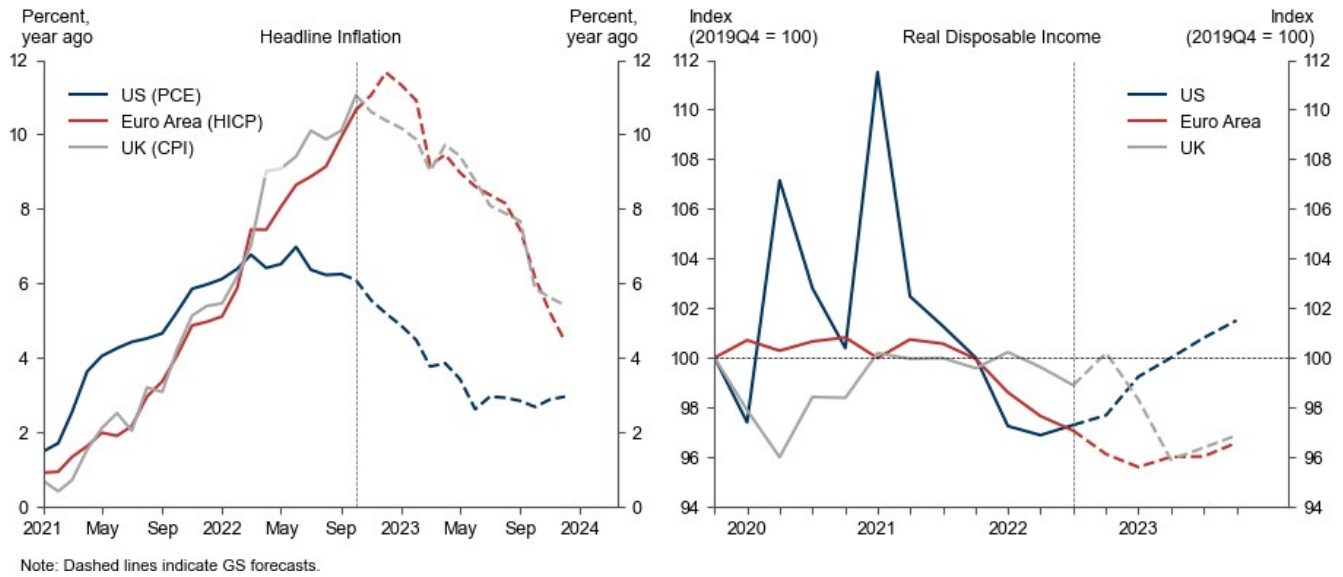
资料来源: 彭博社, 高盛全球投资研究

由于劳动力市场具有弹性, 通胀仍在上升, 除非经济最终陷入衰退, 否则我们认为2023年不会降息。在我们的无衰退预测中, 美联储仅在 2024 年第二季度首次温和降息 25 个基点。这种“长期高利率”的基线将再次说明这个周期有多大不同, 因为美联储在加息周期中位数的首次降息历来是在上次加息大约六个月后进行的。

在欧洲温和衰退

与美国相比，欧元区 and 英国可能处于衰退之中。其原因是家庭能源账单的增长更大，时间更长，这应该会将欧元区的总体通胀率推高至12%和英国11%的峰值，远高于美国（图表12，左图）。

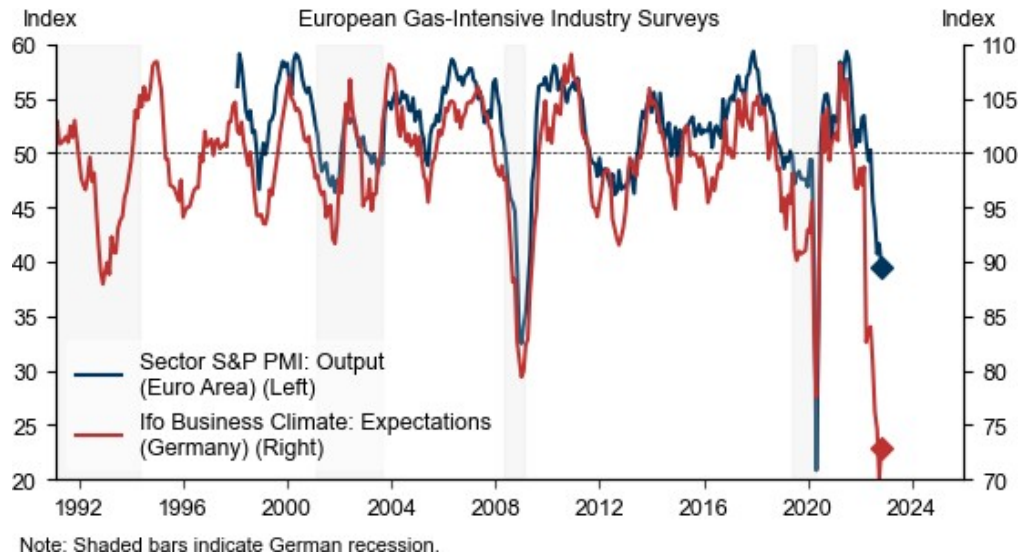
图表12：欧洲能源冲击加剧意味着通胀和实际收入前景更差



资料来源：哈弗分析，高盛全球投资研究

反过来，高通胀将对实际收入、消费和工业生产造成压力。我们预测，到2023年第一季度，欧元区的实际收入将进一步下降11/2%，到2023年第二季度，英国的实际收入将进一步下降3%，然后在下半年回升（图表12，右图）。对化工和金属等天然气密集型欧洲行业的及时和前瞻性调查的大幅下降也表明，能源成本上升将降低产量（图表13）。因此，我们预计欧元区（2022Q4-2023Q2）的实际GDP累计下降0.7%，英国（2022Q3-2023Q2）累计下降1.7%。

图表13: 对欧洲天然气密集型行业的调查大幅下降



资料来源: 哈弗分析、欧盟统计局、高盛全球投资研究

然而，我们预计欧洲不会出现深度衰退，除非一个非常寒冷的冬天对工业部门实施更严格的能源配给，以便让人们在家中保持温暖。

欧洲已经将俄罗斯的天然气进口量减少了80%，天然气消费总量减少了80%。

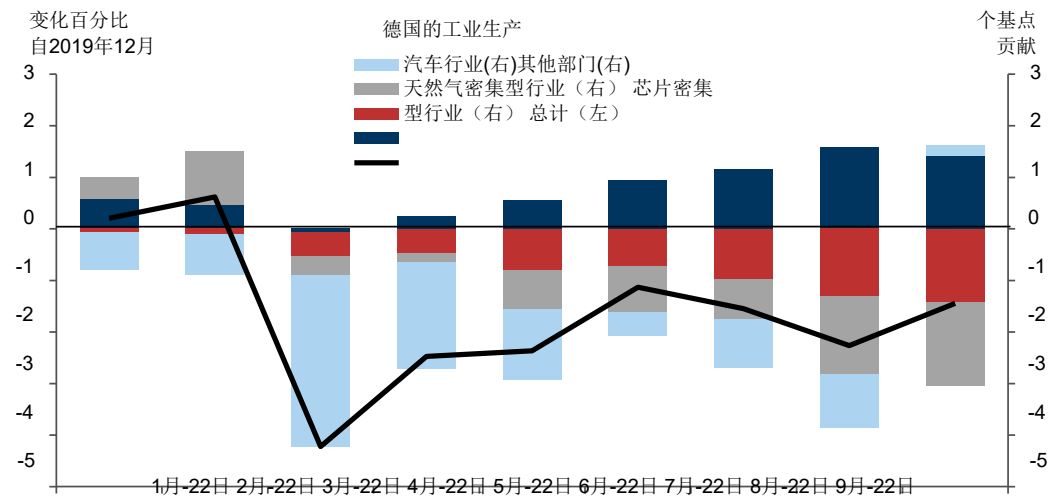
20-25%，无粉碎骨料活性。事实上，到目前为止，大多数硬经济数据（与调查相反）继续保持良好状态，工业生产横盘整理，欧元区第三季度实际GDP仍上涨（尽管英国略有下降），劳动力市场迄今保持稳定。

我们认为，这种弹性的原因是家庭节能和替代其他能源有助于吸收俄罗斯天然气进口的崩溃。随着温和的天气，这些节省增加了天然气储存，将TTF天然气价格从峰值降低了60%，并降低了非常寒冷的冬季的下行风险。

此外，欧洲可能会受益于三个类似的疫情后弹性来源，这些来源正在帮助美国完全避免衰退。首先，图表14显示，德国芯片密集型产品和汽车产量的增长（疫情瓶颈仍在缓解）大致抵消了德国芯片密集型产品和汽车产量的持续下降。

能源密集型生产。

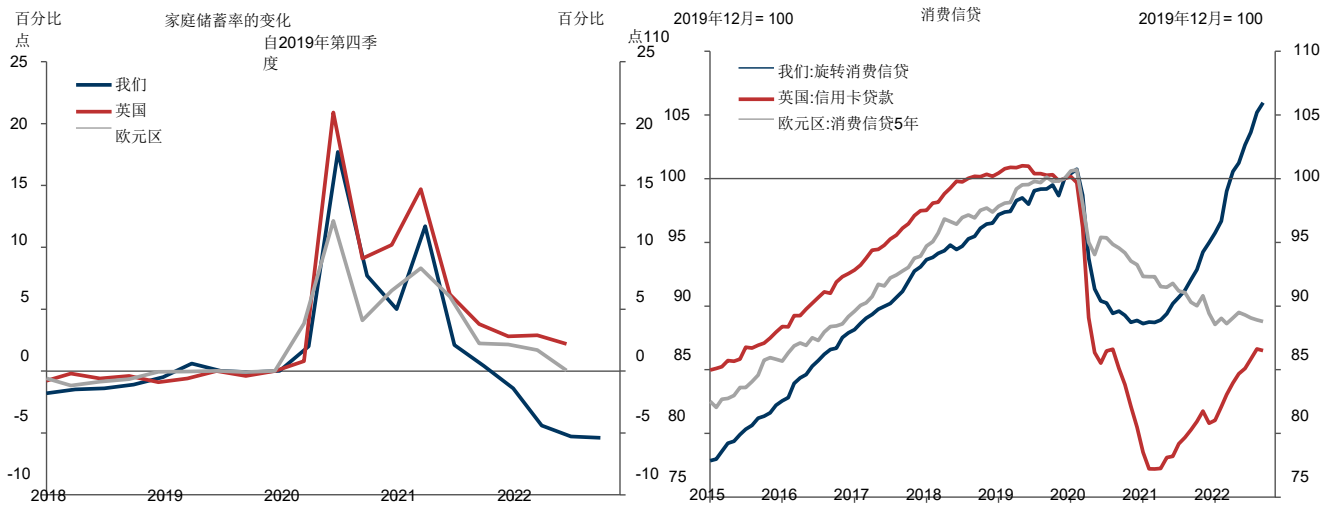
图表14: 疫情供应限制的缓解大致抵消了德国能源密集型工业生产的下降



资料来源: 哈弗分析, 高盛全球投资研究

其次, 家庭储蓄率的任何下降都将支持消费者支出, 就像美国在2022年初实际收入暴跌时发生的那样。图表15指出, 欧洲有储蓄率下降和消费信贷增长回升的空间 (尽管可能低于美国, 因为欧洲低收入家庭的超额储蓄相对有限)。第三, 虽然大部分重新开放的收益已经过去, 但欧洲仍然在一定程度上受益于服务业的反弹。

图表15: 欧洲储蓄率下降和消费者信贷上升的空间



资料来源: 哈弗分析, 高盛全球投资研究

虽然深度衰退的近期风险有所消退, 我们的大宗商品策略师现在预计明年夏天欧洲天然气价格的上涨幅度会更有限, 但我们预计欧洲一旦走出温和衰退, GDP不会大幅反弹。主要原因是能源价格可能会保持高位, 直到足够的新能源供应和/或

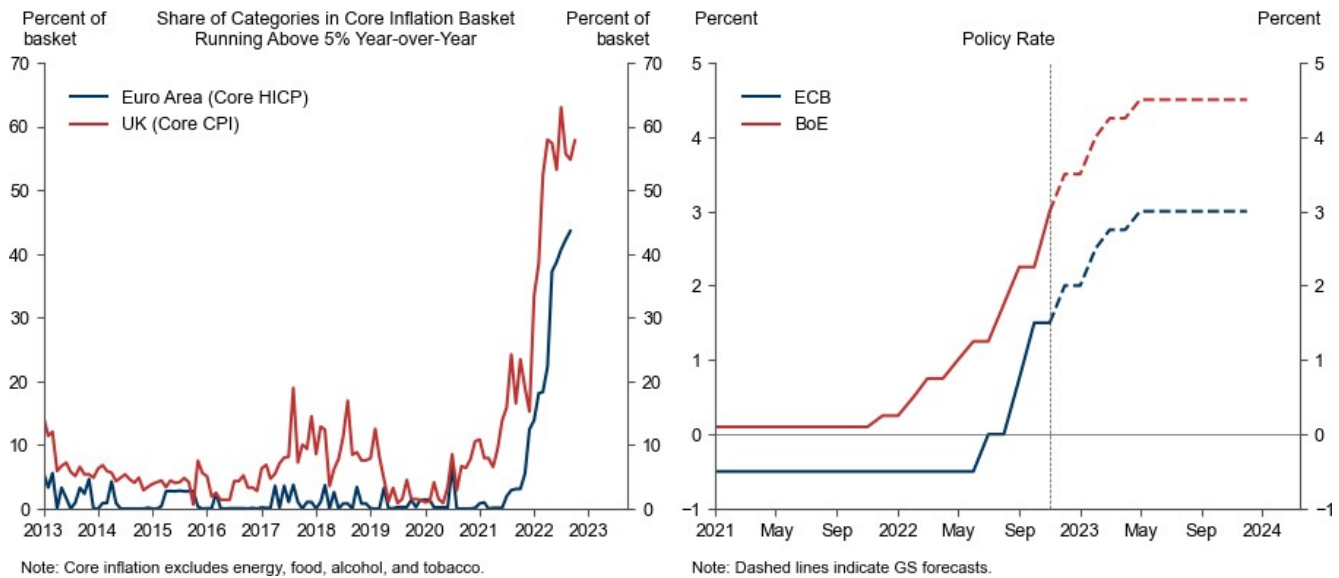
重大效率提升得以实现。此外，从2023年下半年开始，财政政策的转变应该会变成拖累。

结合传入的硬数据的弹性和我们不太高的天然气价格路径，我们将欧元区 2023 年的增长预测上调至 -0.1%（从之前的-0.4%）。

欧洲核心通胀呢？尽管大宗商品推动了最初的整体飙升，但在通胀意外上行之后，欧元区和英国核心类别的价格压力已显着扩大（图表16，左图）。事实上，英国的核心价格压力现在是G10中最大的，能源危机（如欧洲大陆）和劳动力市场过热（如美国）的完美风暴。

鉴于这一强劲势头，我们预计欧元区核心通胀率将在 12 月进一步上升至 5.3% 的同比峰值，然后因商品通货紧缩而逐渐降至 2023 年底略高于 3%。在英国，我们认为核心通胀率目前正在见顶，到2023年底也将降至3%。

图表16：欧洲广泛的核心价格压力意味着欧洲央行和英国央行将分别加息至3%和4.5%的峰值



资料来源：哈弗分析，高盛全球投资研究

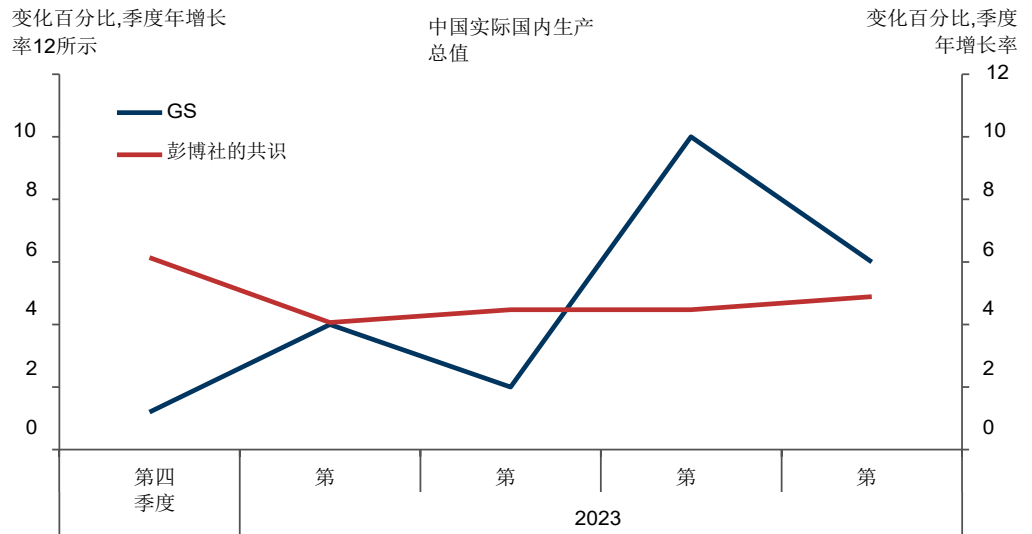
鉴于深度衰退的风险降低和持续的通胀压力，我们现在预计欧洲央行将在 5 月份加息，再加息 150 个基点，达到 3% 的峰值存款利率（之前为 2.75%）。随着天然气价格带来的近期整体通胀压力的减少，迄今为止对大幅加息的强调增加了我们的信心，即欧洲央行将在 12 月与美联储同时将步伐降至 50 个基点。我们维持对2月份第二次加息50个基点的预测，但鉴于需求前景更加坚挺，现在预计在3月和5月的会议上还会再加息两次25个基点。围绕我们3%欧洲央行利率峰值的风险是双方面的，上行风险来自可能更持久的核心通胀，下行风险来自更深的衰退或意大利主权风险可能爆发。鉴于劳动力市场紧张、高工资压力和坚挺通胀，我们预计英国央行将进一步上调银行利率 150 个基点至终息 4.5%。

中国的颠簸重新开放

我们的《2023年中国展望》是上半年增长缓慢，下半年随着经济重新开放，下半年出现更明显的反弹（图17）。

我们预计第四季度和第一季度增长疲软，因为零新冠政策（ZCP）可能会在冬季继续实施。事实上，最近病例的急剧上升导致我们在第四季度的年化估计值明显低于共识，即1.2%。

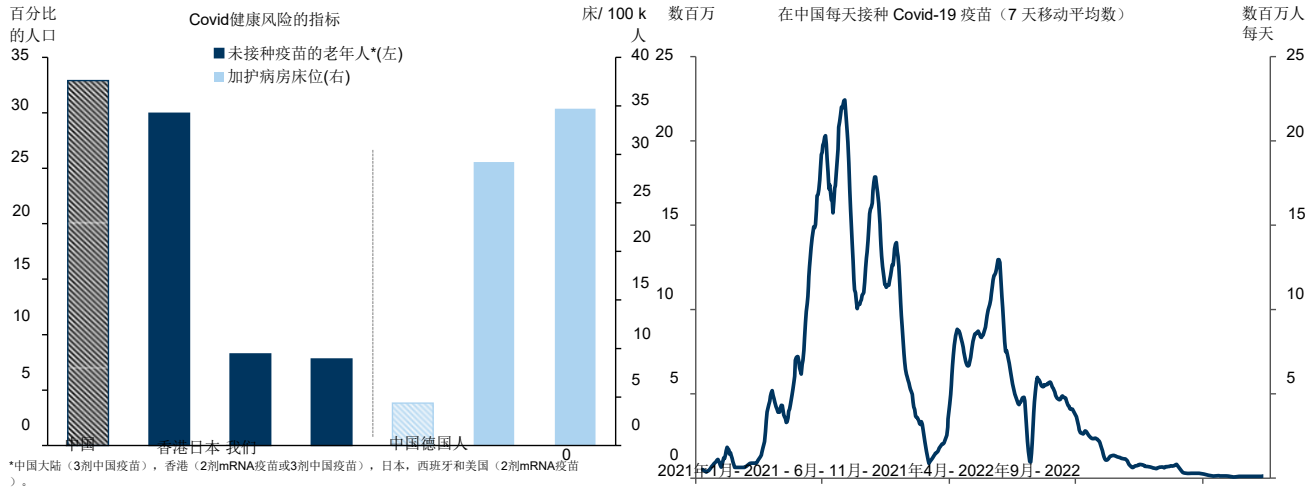
通过H1展览17:经济增长疲软,H2反弹



资料来源: 彭博社, 高盛全球投资研究

尽管领导层已明确表示旨在退出ZCP，但我们预计实际的重新开放要到4月才能开始。其根本原因是医疗和沟通准备需要时间。中国大陆中不到70%的60+年龄组中接种了三重疫苗（图表18），来自香港的数据显示，未接种疫苗的老年人仍然面临严重后果的严重风险。因此，在安全开始重新开放之前，中国将需要大幅加快疫苗接种速度，从目前的10万/天。

图表18：中国需要加大疫苗接种力度，然后才能安全地开始重新开放



资料来源：NHC、Wind、香港政府、高盛全球投资研究

尽管我们 4 月份的重新开放基线，但我们预测第二季度年化增长率仅为 2%，因为我们假设重新开放最初会引发感染增加，从而保持高度谨慎。在退出ZCP的第一季度，韩国，台湾和香港等东亚经济体的疲软增长也支持了我们对第二季度的疲软预测。

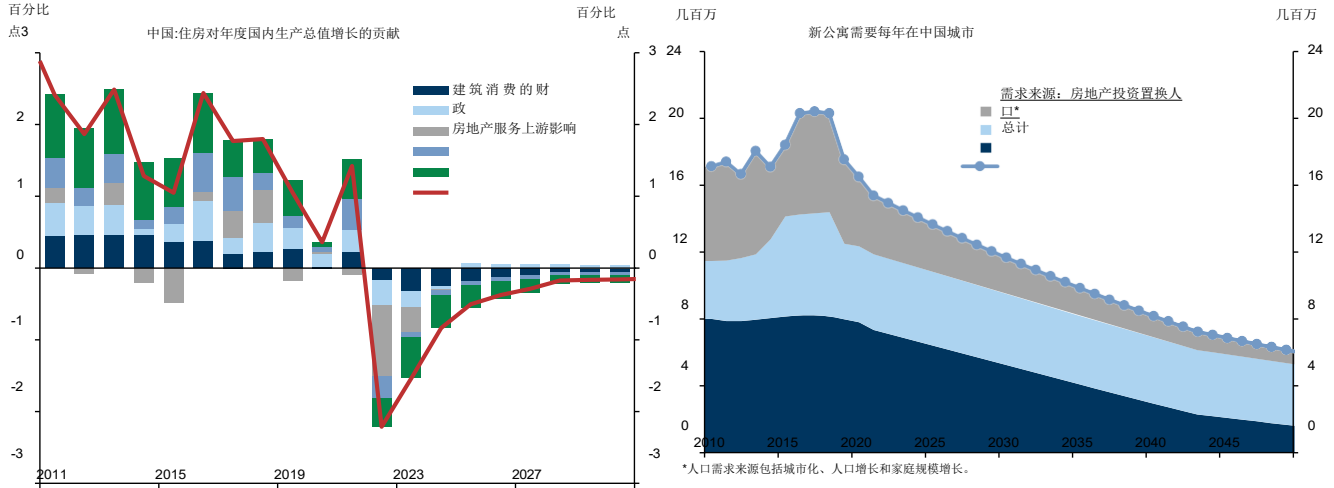
相比之下，我们预计下半年将出现有意义的重新开放增长提振，这可能会延续到 2024 年。由于ZCP目前仍在从GDP水平上减少约4-5%，随着免疫水平的提高和大多数家庭学会与病毒共存，我们看到周期性反弹的巨大空间。

尽管明显高于市场预期，但我们对第三季度和第四季度年化10%和6%的预测与其他国际重新开放经验相比并不乐观。这是因为我们预计 Covid 谨慎以及其他不利因素将继续拖累，有些是周期性的，有些是结构性的。

在周期性方面，如果国内经济反弹，财政政策将收紧，随着全球对科技、住房和新冠相关产品的需求进一步放缓，中国与疫情相关的出口繁荣应该会消退。

在结构性方面，我们认为房地产行业的收缩和美国芯片出口限制是多年的拖累。我们估计，房地产行业的持续下滑将使明年的增长减少约-11/2个百分点，因为它继续萎靡不振并面临人口逆风（图表19）。

图表19: 中国房地产行业的长篇大论



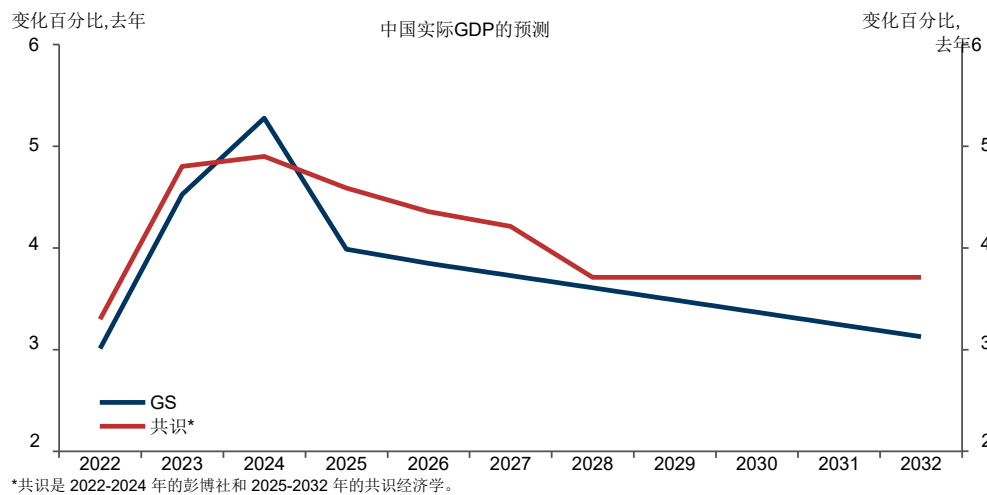
资料来源: Haver Analytics、Wind、高盛全球投资研究

我们最近还估计,假设美国决策者认真对待实施,美国对先进芯片(以及生产这些芯片的设备和软件)出口到中国的新限制将使明年中国的增长减少约1/4个百分点,从2026年的GDP水平中减去1.7%。这反映了中国使用智能手机和电脑等先进芯片的芯片和商品产量减少。

总需求相对温和的反弹,加上其他亚洲经济体重新开放期间通胀上升相对有限,也推动了我们对于2023年通胀和货币政策的良性预测。具体而言,我们预计明年核心CPI仅从0.7%略微回升至1.2%,政策利率将保持不变,仅为2%。

尽管我们确实看到2023年下半年和2024年上半年1的重新开放提振幅度比其他预测者更大,但我们对中国的长期看法在结构上仍低于共识(图表20)。我们估计,近年来中国实际增长放缓在很大程度上对应于潜在增长放缓至2023年仅4.2%。我们估计,由于人口和生产力的疲软以及房地产市场的长期下滑,未来十年的趋势增长将进一步放缓至略高于3%。

图表20: 2023-2024年回升, 但中国趋势增长长期下滑



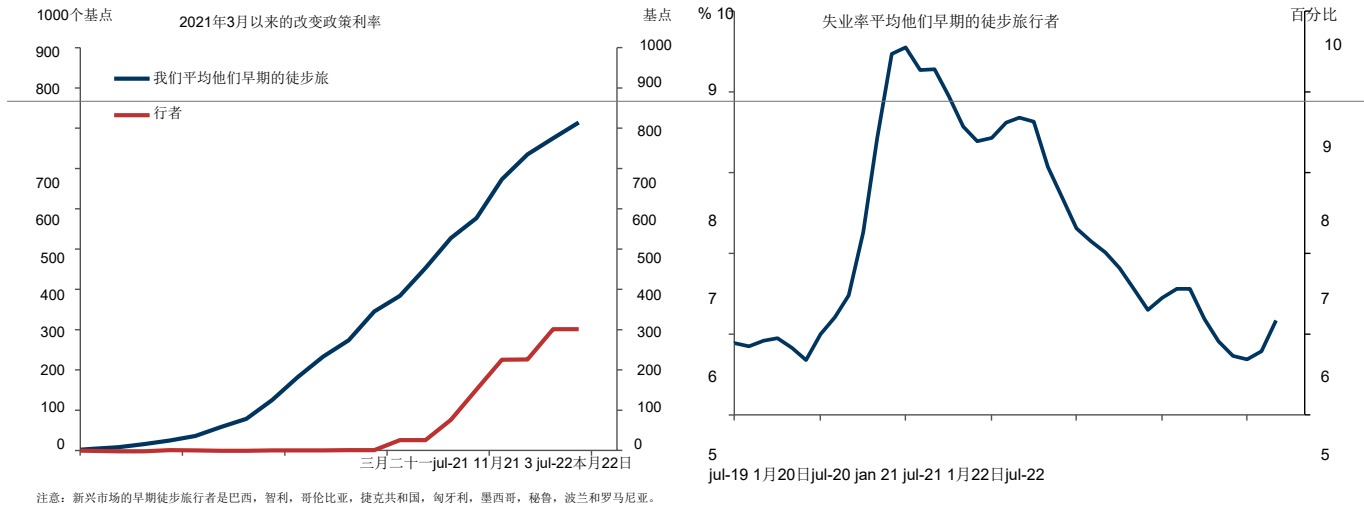
资料来源: 彭博社、共识经济学、高盛全球投资研究

口袋的韧性EM早期的徒步旅行者

拉丁美洲以及中欧和东欧（CEE）的一些经济体比其他所有国家都更早开始加息。在九个新兴市场早期加息者中，政策利率平均上涨了800个基点以上（图表21，左图），而我们的GS金融状况指数（FCI）平均收紧了450个基点。¹这些经济体将走向何方，我们可以从它们的经验中学到什么，以实现更广泛的全球前景？

虽然还没有早期徒步旅行者明显实现软着陆，但活动总体上比预期好。根据GDP增长，PMI和劳动力市场指标，大多数早期徒步旅行者可能仍在扩张。特别是，所有经济体的失业率仍然很低，尽管一些经济体的失业率略有上升（图表21，右图）。²我们发现，职位空缺增加、重新开放和强劲的私营部门资产负债表——这又是这个不同周期的独特特征——有助于解释这种韧性。

图表21：自2021年3月以来，新兴市场平均早盘加息者的政策利率已上升800个基点，但失业率仍然很低



注意：新兴市场的早期徒步旅行者是巴西，智利，哥伦比亚，捷克共和国，匈牙利，墨西哥，秘鲁，波兰和罗马尼亚。

资料来源：哈弗分析，高盛全球投资研究

令人鼓舞的是，大多数早期徒步旅行者的核心通胀和工资环比增长已经开始放缓，尽管它们仍然很高。核心通胀的放缓在巴西最为明显，我们预计巴西将从2023年第二季度开始降息，下半年经济增长将回升至2%的潜在速度（图表22，左图）。

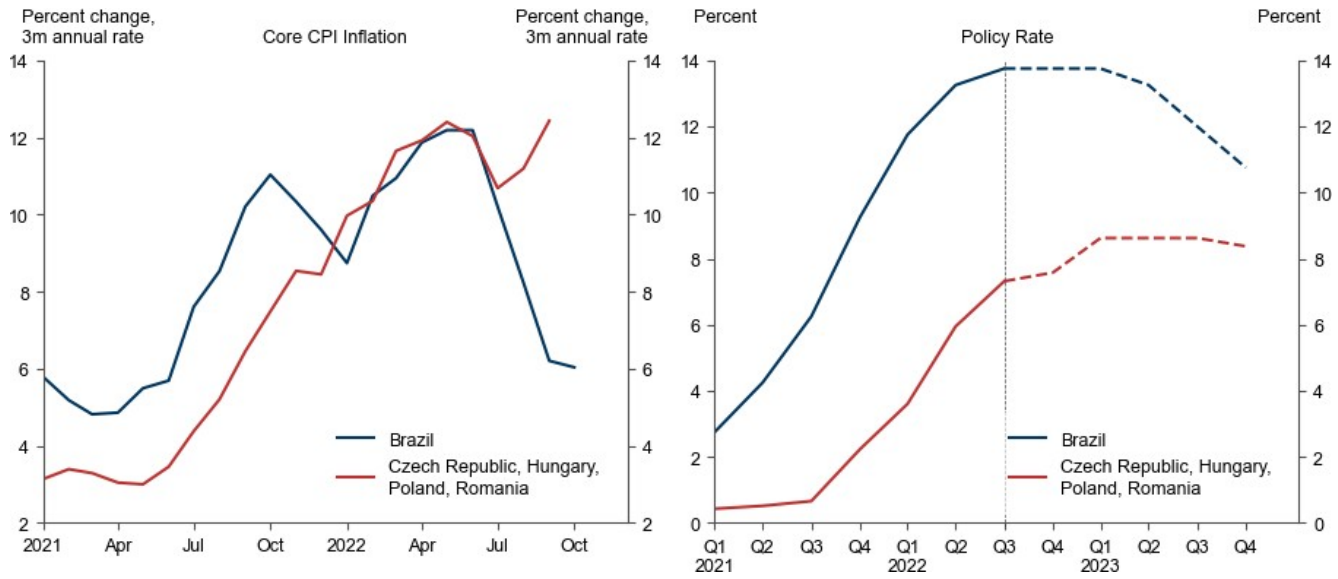
相比之下，中东欧经济体的处境更为困难。这反映了中东欧受到欧洲天然气价格飙升的影响，以及持续高企、广泛的通货膨胀，匈牙利和波兰的通货膨胀仍在上升。因此，我们预计捷克和波兰央行不久将恢复加息活动（图表22，

¹ 我们将“早期加息者”定义为在我们覆盖范围内，到2021年10月开始提高政策利率，前六个月累计增加至少100个基点的国家。

² 我们的分类表明，智利可能处于温和衰退状态，而捷克共和国和波兰则势均力敌。

右图)，并寻找大多数中东欧经济体的GDP温和下降。

图表22: 中东欧的通胀和政策利率将进一步上升, 而我们预计巴西将从2023年第二季度开始降息



注: 区域总量使用市场外汇国家权重。虚线表示GS预测。拉丁美洲的总政策利率也不包括厄瓜多尔。资料来源: 哈弗分析, 高盛全球投资研究

总体而言, 到目前为止, 几个新兴市场早期徒步旅行者的活动弹性支持了我们的观点, 即当前的高通胀时期不需要以深度衰退告终。

取得了一些进展,但仍不确定的世界

2023年的关键经济问题是, 央行是否能够在不出现衰退的情况下将通胀率降低到更可接受的水平, 或者至少在没有深度衰退的情况下。我们相当乐观, 但我们的观点存在重大风险。

一个风险是, 通胀压力仍然普遍存在, 以至于央行别无选择, 只能继续积极收紧政策。如果是这样, 经济衰退可能变得不可避免, 不仅在欧洲, 而且在美国。最近的新闻流略微降低了美国的这种风险, 因为劳动力市场继续调整, 通胀开始放缓。但情况并不统一。在汇率贬值和通胀预期上升的环境下, 欧洲央行和那些通胀仍在上升的新兴市场经济体的央行可能被迫进一步收紧货币政策。

另一个主要风险是潜在通胀确实下降, 但央行迟迟没有认识到这一改善, 因为它们过于关注滞后的通胀指标, 如CPI庇护通胀。在美国, 我们最近也不太担心这种风险。美联储官员明确表示, 他们不仅关注CPI租金数据, 还关注更领先的指标, 例如新租约的租金要价, 近几个月来新租约大幅放缓。此外, 许多央行要么已经放慢了加息步伐, 要么暗示将很快这样做。这降低了过度紧缩的风险, 因为它将有更多时间来评估加息对经济的影响。

除了核心通胀动态之外, 我们仍然担心政治和地缘政治

冲击，可能通过更高的不确定性、收紧的金融状况或对大宗商品供应的负面影响来影响全球经济。其中一些风险也略有减少。意大利、巴西和美国的中期选举来来去去，没有受到重大的市场干扰。意大利政府债务利差已经缩小，巴西可能走向软着陆，甚至有可能美国债务上限——可以说是2023年DC市场混乱的最大潜在来源——将在从现在到2022年底的国会“跛脚鸭”会议上得到解决。此外，拜登总统和习近平主席之间的最新会晤有望至少缓解美中之间的部分紧张局势，这也可能有助于通过谈判解决俄乌战争。

但仍有很多风险可能使我们回到 2022 年上半年异常动荡的环境。到目前为止，俄乌战争的解决似乎并不近在咫尺，价格上限对俄罗斯石油的影响尚不确定。中东的政治不稳定虽然远非地缘政治秩序的新特征，但也有可能在供需平衡已经岌岌可危的时候对能源市场造成另一次打击。因此，我们谨慎乐观的全球经济前景仍然充满重大风险。

披露附录

Reg交流

我们, Jan Hatzius, Daan Struyven, Yulia Zhestkova和Devesh Kodnani, 特此证明, 本报告中表达的所有观点都准确反映了我们的个人观点, 这些观点不受公司业务或客户关系考虑的影响。

除非另有说明, 本报告封面上列出的个人是高盛全球投资研究部门的分析师。

信息披露监管披露

美国法律法规要求的披露

有关本报告中提及的公司所需的以下任何披露, 请参阅上述公司特定监管披露: 经理或

未决交易的联合经理;1%或其他所有权;对某些服务的补偿;客户关系的类型;前期管理/共同管理的公开发行;董事职位;股本证券、做市商和/或专家角色。高盛交易或可能作为本报告所述发行人的债务证券(或相关衍生品)的委托人进行交易。

以下是其他必需的披露: **所有权和物质利益冲突:**高盛的策略禁止其分析师、向分析师报告的专业人士及其家庭成员拥有分析师覆盖区域内任何公司的证券。**分析师补偿:**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。**分析师人员或主管:**高盛的策略通常禁止其分析师、向分析师报告的人员或其家庭成员担任分析师覆盖区域内任何公司的官员、董事或顾问。**美国分析师:**非美国分析师可能不是高盛(Goldman Sachs & Co. LLC)的关联人, 因此可能不受FINRA规则2241或FINRA规则2242对与目标公司的通信, 公开露面和交易分析师持有的证券的限制。

美国以外司法管辖区的法律和法规要求的其他披露

以下披露是所述司法管辖区要求的披露, 但根据美国法律和上述已经做出的范围除外

澳大利亚:高盛澳大利亚私人有限公司及其附属公司不是澳大利亚授权的存款机构(该术语在1959年银行法(联邦)中定义), 也不在澳大利亚提供银行服务, 也不在澳大利亚开展银行业务。本研究及其任何访问仅适用于《澳大利亚公司法》所指的“批发客户”, 除非高盛另有约定。在编写研究报告时, 高盛澳大利亚全球投资研究部的成员可以参加由公司和其他实体主办的实地考察和其他会议, 这些会议是其研究报告的主题。在某些情况下, 如果高盛澳大利亚认为在与实地考察或会议有关的特定情况下是适当和合理的, 则有关发行人可能会部分或全部承担此类实地考察或会议的费用。如果本文件的内容包含任何金融产品建议, 则仅为一般建议, 由高盛编制, 未考虑客户的目标、财务状况或需求。在根据任何此类建议采取行动之前, 客户应考虑到客户自身的目标、财务状况和需求, 考虑建议的适当性。高盛澳大利亚和新西兰的某些利益披露副本以及高盛的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得: [ht tps://www.goldmansachs.com/disclosures/australia-new-z ealand/index.html](https://www.goldmansachs.com/disclosures/australia-new-z ealand/index.html)。**巴西:**有关CVM第20号决议的披露信息, 请访问[ht tps://www.gs.com/worldwide/brazil/area/gir/index.html](https://www.gs.com/worldwide/brazil/area/gir/index.html)。在适用的情况下,

除非文末另有说明, 否则对本研究报告内容负有主要责任的巴西注册分析师(如CVM第20号决议第20条所定义)是本报告开头提到的第一作者。**加拿大:**此信息仅供参考, 并非, 在任何情况下均不应被解释为高盛(Goldman Sachs & Co. LLC)为加拿大证券购买者交易任何加拿大证券而进行的广告, 要约或招揽。根据适用的加拿大证券法, Goldman Sachs & Co. LLC未在加拿大任何司法管辖区注册为交易商, 通常不允许交易加拿大证券, 并可能被禁止在加拿大某些司法管辖区销售某些证券和产品。如果您希望在加拿大交易任何加拿大证券或其他产品, 请联系高盛加拿大公司(高盛集团的附属公司)或其他注册的加拿大经销商。**香港:**有关本研究中提及的涵盖公司证券的更多信息, 可应要求向高盛(亚洲)有限责任公司索取。**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, 研究分析师 - SEBI注册号INH000001493, 951-A, Rational House, Appasaheb Marathe Marg, Prabhadevi, 孟买400 025, 印度, 企业识别号U74140MH2006FTC160634, 电话+91 22 6616 9000, 传真+91 22 6616 9001。高盛可能实益拥有本研究报告中提及的标的公司或公司的1%或以上的证券(该术语的定义见1956年《印度证券合同(监管)法》第2(h)条)。**日本:**见下文。**韩国:**本研究及其任何访问仅适用于《金融服务和资本市场法》所指“专业投资者”, 除非高盛另有约定。有关本研究中提及的一个或多个主题公司的更多信息, 可从高盛(亚洲)有限责任公司首尔分公司获得。**新西兰:**高盛新西兰有限公司及其附属公司在新西兰既不是“注册银行”, 也不是“存款接受者”(定义见《1989年新西兰储备银行法》)。除非高盛另有同意, 否则本研究及其任何访问均面向“批发客户”(定义见《2008年财务顾问法》)。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得: [ht tps://www.goldmansachs.com/disclosures/australia-new-z ealand/index.html](https://www.goldmansachs.com/disclosures/australia-new-z ealand/index.html)。**俄罗斯:**在俄罗斯联邦分发的研究报告不是俄罗斯立法中定义的广告, 而是不以产品促销为主要目的的信息和分析, 也不提供俄罗斯关于评估活动的立法所指的评估。研究报告不构成俄罗斯法律中定义的个性化投资建议, 不针对特定客户, 并且在分析客户的财务状况、投资概况或风险状况的情况下编写。高盛对客户或任何其他其他人根据本研究报告可能做出的任何投资决策不承担任何责任。**新加坡:**高盛(新加坡)私人有限公司(公司编号: 198602165W)受新加坡金融管理局监管, 对本研究承担法律责任, 并应就因本研究引起或与之相关的任何事项与本研究联系。**台湾:**本资料仅供参考, 未经许可不得转载。投资者应仔细考虑自己的投资风险。投资结果由个人投资者负责。**英国:**根据金融行为监管局规则中的定义, 在英国被归类为零售客户的人士应结合高盛先对本文提及的涵盖公司的研究阅读本研究报告, 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财务术语的词汇表可向高盛国际索取。

欧盟和英国:与欧盟委员会授权法规(EU)(2016/958)第6(2)条相关的披露信息, 该法规补充了欧洲议会和理事会第596/2014号法规(EU)第6(2)(包括在英国离开欧盟和欧洲经济区后, 授权法规已实施到英国国内法律和法规中), 涉及客观技术安排的监管技术标准 提出投资建议或其他信息, 推荐或建议投资策略, 并披露特定利益或迹象

利益冲突可在[HT tps://www.gs.com/disclosures/europeanpolicy.html](https://www.gs.com/disclosures/europeanpolicy.html) 上找到，其中规定了欧洲管理与投资研究有关的利益冲突的政策。

日本:高盛日本有限公司是一家在关东金融局注册的金融工具交易商，注册号为Kinsho 69，也是日本证券交易商协会、日本金融期货协会和II类金融工具公司协会的成员。买卖股票需支付与客户预先确定的佣金以及消费税。有关日本证券交易所、日本证券交易商协会或日本证券金融公司要求的任何适用披露，请参阅公司特定披露。

全球产品;分配的实体

高盛的全球投资研究部门在全球范围内为高盛的客户服务和分销研究产品。

高盛全球办事处的分析师对行业和公司进行研究，并对宏观经济、货币、商品和投资组合策略进行研究。这项研究由高盛澳大利亚有限公司（ABN 21 006 797 897）在澳大利亚传播;在巴西，由高盛做巴西公司和瓦洛雷斯·莫里亚里奥斯公司;公共传播渠道高盛巴西：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。**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，由高盛有限责任公司提供;在香港，由高盛（亚洲）有限责任公司;在印度，由高盛（印度）证券私人有限公司提供;高盛日本有限公司在日本;在大韩民国，由高盛（亚洲）有限责任公司首尔分行;在新西兰由高盛新西兰有限公司;在俄罗斯由OOO Goldman Sachs;在新加坡由高盛（新加坡）私人有限公司。（公司编号：198602165W）;高盛国际公司（Goldman Sachs & Co. LLC）已批准这项研究在英国的分销。

自英国离开欧盟和欧洲经济区之日起（“英国脱欧日”），以下有关分销实体的信息将适用：

高盛国际（“GSI”）由审慎监管局（“PRA”）授权，受金融行为监管局（“FCA”）和PRA监管，已批准这项研究与其在英国的分销有关。

欧洲经济区:GSI由PRA授权并由FCA和PRA监管，在欧洲经济区内的以下司法管辖区传播研究成果：卢森堡大公国，意大利，比利时王国，丹麦王国，挪威王国，芬兰共和国，塞浦路斯共和国和爱尔兰共和国;GS - 巴黎分部，从英国脱欧日起，将由法国审慎和决议管理局（“ACPR”）授权，并由法国审慎和决议管理局和金融游说管理局（“AMF”）监管，在法国传播研究成果;GSI - 西班牙国家市场委员会授权的西班牙担保（马德里分部）在西班牙王国传播研究成果;GSI - 瑞典银行分行（斯德哥尔摩分行）根据《瑞典证券和公司法》第4章第4节（Sw. lag（2007：528）om värdepappersmarknaden）被SFSA授权为“第三国分行”，在瑞典王国传播研究成果;高盛欧洲银行（“GSBE”）是一家在德国注册成立的信贷机构，在单一监管机制内，受欧洲中央银行的直接审慎监管，在其他方面受德国联邦金融监管局（Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin）和德意志联邦银行的监督，并在德意志联邦共和国和GSI所在的欧洲经济区内的司法管辖区传播研究成果 无权传播研究成果，此外，GSBE，哥本哈根分部，Tyskland，由丹麦金融管理局监督，在丹麦王国传播研究成果;GSBE - 西班牙分行（马德里分行）在西班牙王国传播研究成果（在有限程度上）接受西班牙银行的当地监督;GSBE - Succursale Italia（米兰分行）在相关的适用范围内，在意大利银行（Banca d'Italia）和意大利公司和交易委员会（Commissione Nazionale per le Società e la Borsa“Consob”）的当地监督下，在意大利传播研究成果;GSBE - 巴黎分部，由AMF和ACPR监督，在法国传播研究成果;GSBE - 瑞典银行（斯德哥尔摩分行）在瑞典金融监管局（Finansinspektionen）的有限范围内在瑞典王国传播研究成果。

一般信息披露

本研究仅适用于我们的客户。除了与高盛有关的披露外，本研究基于我们当前的公开信息。

认为可靠，但我们并不表示它是准确或完整的，也不应因此而依赖它。此处包含的信息、意见、估计和预测截至本文发布之日，如有更改，恕不另行通知。我们寻求适当地更新我们的研究，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，绝大多数报告都是根据分析师的判断不定期发布的。

高盛开展全球全方位服务、综合投资银行、投资管理和经纪业务。我们与全球投资研究部门所涵盖的很大一部分公司建立了投资银行和其他业务关系。美国经纪交易商Goldman Sachs & Co. LLC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，这些评论或交易策略反映了与本研究中表达的观点相反的观点。我们的资产管理领域、主要交易平台和投资业务可能会做出与本研究中表达的建议或观点不一致的投资决策。

除非法规或高盛政策另有禁止，否则我们和我们的关联公司、高级职员、董事和员工将不时持有本研究中提及的证券或衍生品（如有）的多头或空头头寸、担任本研究的委托人以及买卖。

高盛安排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，不一定反映全球投资研究的观点，也不是高盛的官方观点。

本文提及的任何第三方，包括任何销售人员、交易员和其他专业人士或其家庭成员，在所述产品中的头寸可能与本报告中提到的分析师表达的观点不一致。

本研究侧重于跨市场、行业和部门的投资主题。它不试图区分我们描述的任何行业或部门中个别公司的前景或业绩，或提供对个别公司的分析。

本研究与股票或信用证券或行业或部门内的证券有关的任何交易建议均反映了正在讨论的投资主题，而不是孤立地推荐任何此类证券。

本研究不是在任何司法管辖区出售要约或购买任何证券的要约邀请，如果此类要约或邀请是非法的。它不构成个人建议或考虑个人客户的特定投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本研究中的任何意见或推荐是否适合其特定情况，并在适当的情况下寻求专业意见，包括税务意见。本研究中提到的投资价格和价值及其收益可能会波动。过往业绩并非未来业绩的指引，未来收益不保证，并可能发生原有资本损失。

汇率波动可能对某些投资的价值或价格或收入产生不利影响。

某些交易，包括涉及期货、期权和其他衍生品的交易，会产生重大风险，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或<https://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp> 和 [HT \[https://www.fiaadocumentation.org/fia/regulatory-disclosures_1/FIA-统一期货和期货期权-风险披露-小册子-pdf-version-2018\]\(https://www.fiaadocumentation.org/fia/regulatory-disclosures_1/FIA-统一期货和期货期权-风险披露-小册子-pdf-version-2018\)](https://www.fiaadocumentation.org/fia/regulatory-disclosures_1/FIA-统一期货和期货期权-风险披露-小册子-pdf-version-2018)。在需要多次购买和出售期权（如点差）的期权策略中，交易成本可能很高。将应要求提供支持文件。

全球投资研究提供的不同服务水平：GS全球投资研究部门向阁下提供的服务水平和类型可能因向GS内部和其他外部客户提供的服务水平和类型而异，这取决于各种因素，包括您对接收通讯的频率和方式的个人偏好、您的风险状况以及投资重点和观点（例如，全市场、特定行业、长期、短期）、您与GS的整体客户关系的规模和范围，以及法律和监管限制。例如，某些客户可能会要求在发布特定证券的研究时接收通知，某些客户可能会要求通过数据馈送或其他方式以电子方式将分析师在我们内部客户网站上提供的基本面分析的特定数据传递给他们。分析师的基本研究观点（例如，评级、价格目标或股本证券盈利估计的重大变化）在通过电子发布到我们的内部客户网站或通过其他方式（如有必要）广泛传播给有权接收此类报告的所有客户的研究报告之前，不会向任何客户传达此类信息。

所有研究报告均通过电子方式发布到我们的内部客户网站，同时向所有客户分发和提供。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，高盛也不对第三方聚合商重新分发我们的研究负责。对于您可能获得的与一个或多个证券、市场或资产类别（包括相关服务）相关的研究、模型或其他数据，请联系您的GS代表或转到<https://research.gs.com>。

披露信息也可在<https://www.gs.com/research/hedge.html> 或Research Compliance, 200 West Street, New York, NY 10282获得。

©2022年高盛。

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