

UBS Investment Research

宏观要点

二度量化宽松会“反击”吗？

过去一个月，越来越明显美联储将实施某种形式的二度量化宽松（即美联储再次透过购买公债来扩张其资产负债表），我们仍不改美国经济预测，我们的预测看来已显乐观（我们预计平均实际GDP将增长2.7%，比同业经济学家的平均预估值高30个基点）。相反，在11月选举过后、围绕美国未来财政政策存在不确定性的情况下，我们认为日渐增强的二度量化宽松前景至少为我们的增长前景展望提供了支撑。因此，*美联储在11月3日宣布的定量放松规模大于我们的预期，提振了我们对2011年实际GDP增长2.7%、2012年增长2.8%的信心。但是，我们对二度量化宽松的热情也不是没有保留，尤其是对于在大宗商品价格和进口物价上涨的情况下、谁来买单的问题。*

2010年11月4日，《华盛顿邮报》刊登了伯南克撰写的一篇文章《美联储的举措及其理由：支持复苏和维持价格稳定》，在文中，伯南克援引了一些“耳熟能详”的原因来解释为何美联储购买美国公债能帮助提振“令人失望”的、缓慢的美国经济复苏。这些原因包括：利率降低对住房及企业投资的正面效应；股市随之好转，进而帮助拉动家庭财富及支出。

但是，*值得注意的是，伯南克在文中并未提及美元走软。不论美联储对美元汇率发表怎样的言论，这对于金融市场和美国外交而言永远是个高度敏感的问题。此外，美元下跌喜忧参半。尽管美元贬值最终会降低单位进口价格、提升单位出口价格，但这已经伴随着大宗商品价格上涨，而且如果持续下去，与之相伴的可能是非燃料进口消费品的价格上涨。结果，尽管我们希望看到二度量化宽松能带来正面的利率相关支出效应，但我们也密切关注进口物价及大宗商品价格的上涨能给美国消费者支出造成多大的拖累。*

日渐增强的二度量化宽松前景引发了这样的预期—相关的新增流动性将流入大宗商品领域，因此近月来油价及汽油价格一直在上涨。（请注意：下图显示，随着对二度量化宽松的预期高涨，自劳工节以来，美国汽油零售价每加仑已经上涨了0.14美元，而原油价格也已反弹）。直到9月，进口消费品报告价格仍将较温和。比如，截止9月当年，汽车整车、零部件及引擎的进口价格仅上涨了0.6%，而非汽车消费品进口价格仅上涨了0.3%。但我们认为，这些项目未来进口价格的变动值得关注。

2010年11月5日

www.ubs.com/investmentresearch

Global Macro Team

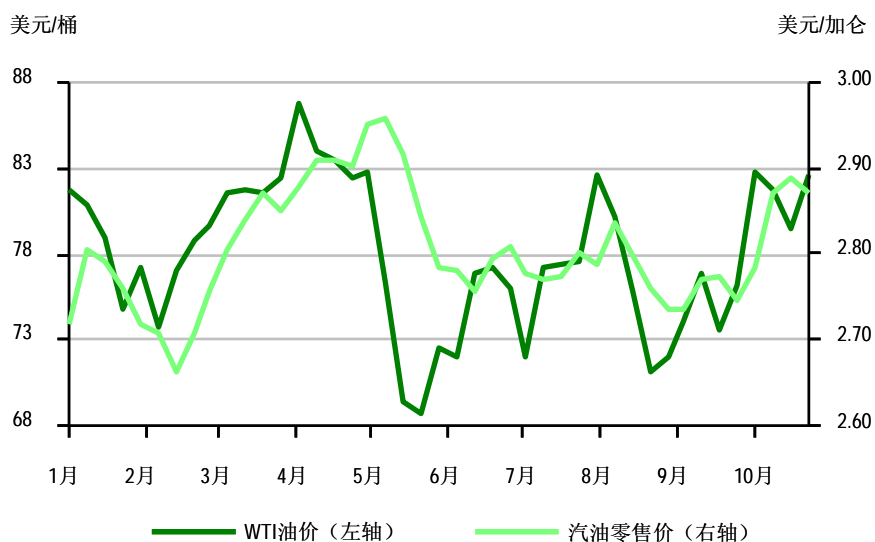
Maury N. Harris经济学家
maury.harris@ubs.com
+1-212-713 2472**Drew T. Matus**经济学家
drew.matus@ubs.com
+1-203-719 8378**Samuel D. Coffin**经济学家
samuel.coffin@ubs.com
+1-203-719 1252**Kevin Cummins**经济学家
kevin.cummins@ubs.com
+1-203-719 1676

从美国的企业（非国有）角度看，大宗商品价格上涨净利好，尽管受损的是国内消费者。瑞银美国股票策略团队的Tom Doerflinger 近期指出，“从历史看，标普500指数成分股企业的净利率与大宗商品价格呈同向变动。” Tom援引了NIPA投入-产出数据，称“对于中间行业，能源和工业商品仅占总成本的7%左右。” 他认为，大多数企业能够将这些成本转嫁给终端用户。但是，如果企业利润好转开始带来更多的就业，那么二度量化宽松相关的大宗商品价格上涨所带来的收入转移（从家庭部门转向企业部门）就较小。

伯南克在其文章的结论部分写到，希望通胀回升，但我们认为还应该问：谁来为此“买单”？如果二度量化宽松相关进口物价上涨给消费者支出造成了太大的拖累，那么这样的风险就会越来越大—二度量化宽松可能会“反击”—而这是我们整体上光明的美国经济前景展望中的一个潜在下行风险。

Maury Harris

8月过后大宗商品市场开始预期会有二度量化宽松，因此整体看，原油及汽油零售价上涨



资料来源:《华尔街日报》及美国能源部

■ 分析师声明

每位主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：就本报告中所提及的证券或每家发行人，（1）本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法；（2）分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无直接或间接的关系。

要求披露

本报告由UBS Limited（瑞银集团的关联机构）编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为UBS（瑞银）。

关于UBS（瑞银）管理利益冲突以及保持其研究产品独立性的方法、历史业绩表现、以及有关UBS（瑞银）研究报告投资建议的更多披露，请访问：www.ubs.com/disclosures。股价表现图中的数字指的是过去的表现，而过去的表现并不是一个可靠的、可用来预测将来结果的指标。如有需要，可提供更多信息。

全球声明

本报告由 UBS Limited (瑞银集团的关联机构) 编制。瑞银集团 (UBS AG)、其子公司、分支机构及关联机构, 在此统称为 UBS (瑞银)。在某些国家, UBS AG 也称 UBS SA。

本报告仅在相关法律许可的情况下发放。本报告所包含的投资策略或建议并不构成适合接收方的特定情况的投资建议或个人投资建议。本报告仅为提供信息而发表, 不构成广告, 在任何国家和地区也不应被理解为一项购买或出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或要约。除了有关瑞银证券、其子公司及关联机构的信息外, 瑞银没有对本报告所含信息的准确性、完整性或可靠性做出过任何明示或暗示的声明或保证。本报告也无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺投资者一定获利, 也不与投资者约定分享投资收益或分担投资损失。市场有风险, 投资需谨慎。任何接收方不应认为本报告可以取代自己的判断。过去的表现并不一定能作为未来表现的参考。任何投资或报酬的价值皆有可能下跌和上涨, 而您可能无法全额取回已投资的金额。本报告所含的任何意见, 可在不发出通知的情形下做出更改, 亦可因采用不同假设和标准而与瑞银其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。研究部门仅基于瑞银投行研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关证券的研究。本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。负责撰写本报告的分析师可能为了收集、合成和解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关人员沟通。瑞银没有义务更新本报告所含任何信息或将该等信息保持在最新状态。瑞银利用信息隔离墙控制瑞银内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构之间的信息流动。撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层面和公司高级管理层面 (不包括投行部) 全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行收入而定, 但是分析师的薪酬可能与瑞银投行整体收入有关, 其中包括投行、销售与交易业务。

本报告所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售。期权、衍生产品和期货未必适合所有投资者, 并且此类金融工具的交易存在很大风险。住房抵押支持证券和资产支持证券可能有很高的风险, 而且可能由于利率变化和其他市场因素而出现巨大的波动。过去的表现并不一定能预示未来的结果。外汇汇率可能对本报告所提及证券或相关工具的价值、价格或收入带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题, 客户应联系其当地的销售代表。瑞银或其关联机构以及瑞银或其关联机构的董事、员工或代理人均不对由于使用本报告全部或部分内容而遭受的损失或损害负责。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具: 瑞银集团, 其关联或下属机构 (不包括瑞银证券有限责任公司 (美国) 及/或瑞银资本市场公司) 担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者 (按照英国对此类术语的解释) 时, 此类信息在本研究报告中另行披露, 但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。瑞银集团及其关联机构和员工可能对此处提及的金融工具或衍生工具进行持仓或沽空, 作自营交易和买卖。

本报告所述任何价格只作资讯之用而并不代表对个别证券或其他工具的估值, 亦不代表任何交易可以或曾在该等价格成交。任何价格并不必然反映瑞银内部簿记和记录或理论上基于模型的估值, 以及可能基于的若干假设。基于瑞银或其他任何来源的不同假设可能会产生非常不同的结果。

英国和欧洲其他地区: 除非在此特别申明, 本报告由作为瑞银集团分支机构的 UBS Limited 提供给符合资格的交易对手或专业客户, 且仅提供给此类人员。本报告中所含信息不适用于私人客户, 且私人客户也不应以此为依据。UBS Limited 受金融服务管理局 (FSA) 监管。瑞银研究报告符合 FSA 所有关于披露之要求和法例, 并于适用时在研究报告中显示。法国: 由 UBS Limited 编制, UBS Limited 和 UBS Securities France S.A. 分发。UBS Securities France S.A. 受法国金融市场管理局 (AMF) 监管。如果 UBS Securities France S.A. 的分析师参与本报告的编制, 本报告也将被视同由 UBS Securities France S.A. 编制。德国: 由 UBS Limited 编制, UBS Limited 和 UBS Deutschland AG 分发。UBS Deutschland AG 受德国联邦金融监管局 (BaFin) 监管。西班牙: 由 UBS Limited 编制, UBS Limited 和 UBS Securities Espana SV, SA 分发。UBS Securities Espana SV, SA 受西班牙国家证券市场委员会 (CNMV) 监管。土耳其: 由 UBS Menkul Degerler AS 代表 UBS Limited 编制。俄罗斯: 由 UBS Securities CJSC 编制并分发。瑞士: 仅由 UBS AG 向机构投资者分发。意大利: 由 UBS Limited 编制, UBS Limited 和 UBS Italia Sim S.p.A. 分发。UBS Italia Sim S.p.A. 受意大利银行和证券交易所监管委员会 (CONSOB) 监管。如果 UBS Italia Sim S.p.A. 的分析师参与本报告的编制, 本报告也将被视同由 UBS Italia Sim S.p.A. 编制。南非: UBS South Africa (Pty) Limited (注册号: 1955/011140/07) 是 JSE 有限公司 南非期货交易所以和南非债券交易所的成员。瑞银南非有限公司是经授权的金融服务提供商。具体地址、邮编和董事名单可直接索取或参见 <http://www.ubs.co.za>。美国: 由 UBS Securities LLC 或 UBS AG 的分支机构-- UBS Financial Services Inc. 分发。UBS AG 未注册为美国经纪人或交易商的业务部门、分支机构或关联机构 (非美国关联机构) 仅分发给美国主要机构投资者。UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc. 通过对通过其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的报告所含的内容负责。所有美国投资者对本报告所提及证券的交易必须通过 UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc., 而非通过非美国关联机构执行。加拿大: 由 UBS Securities Canada Inc. 分发。UBS Securities Canada Inc. 是 UBS AG 的分支机构, 加拿大主要证券交易所和加拿大投资者保护基金的成员。若需要, 可提供财务状况的陈述和董事及高管成员名单。香港: 由 UBS Securities Asia Limited 分发。新加坡: 由 UBS Securities Pte. Ltd. [mica (p) 039/11/2009 和 Co. Reg. No.: 198500648C] 或 UBS AG 新加坡分行分发。任何由此项分析或报告衍生或有关之事宜, 请向 UBS Securities Pte Ltd., 一新加坡财务顾问法案 (第 110 章) 定义下之豁免财务顾问; 或向 UBS AG 新加坡分行, 一新加坡财务顾问法案 (第 110 章) 定义下之豁免财务顾问及依据新加坡银行法 (第 19 章) 执照执业, 并由新加坡金融管理局监管之批发银行联系。此报告之接收方声明并保证其为依据证券及期货法 (第 289 章) 定义下之认可及机构投资者。日本: 由 UBS Securities Japan Ltd 仅向机构投资者分发。当本报告由 UBS Securities Japan Ltd 编制, 则 UBS Securities Japan 为本报告的作者, 出版人及发布人。澳大利亚: 由 UBS AG (澳大利亚金融服务执照号: 231087) 和 UBS Securities Australia Ltd (澳大利亚金融服务执照号: 231098) 仅分发给按照 2001 年颁布的公司法 s761G 定义的机构客户。新西兰: 由 UBS New Zealand Ltd 分发。投资顾问及投资经纪人之披露文件可免费以书面形式向 PO Box 45, Auckland, NZ 索取。迪拜: 由 UBS AG Dubai Branch 分发, 仅供专业客户使用, 不供在阿联酋境内进一步分发。韩国: 由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行于韩国分发。本报告可能不时由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行之关联机构校订或编制。马来西亚: 本报告获准由 UBS Securities Malaysia Sdn. Bhd (253825-x) 于马来西亚分发。

由 UBS Limited 编制的本报告中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。

未经瑞银事先书面许可, 瑞银明确禁止全部或部分地再分发本报告。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的对象或元素。© UBS 2010 版权所有。钥匙标识与 UBS 都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。

