

**分析师：裴明楠**

执业证号：S0100524080002

邮箱：peimingnan@mszq.com

**分析师：陶川**

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@mszq.com

**分析师：林彦**

执业证号：S0100525030001

邮箱：linyanyan@mszq.com

**分析师：邵翔**

执业证号：S0100524080007

邮箱：shaoliang@mszq.com

➤ **3 月 18-19 日美联储召开 FOMC 会议，我们预计美联储将继续观望姿态、对未来降息路径保持谨慎、经济预期偏中性。特朗普政策的不确定性之下，预计本次点阵图或更加分散，票委的预期中值所给出的指引意义或下降。我们认为后续政策或有 2 种情形：一是通胀温和下降令美联储在 Q2 降息；二是通胀顽固令美联储利率维持高位，年中或发生经济急速下滑和美股大幅调整，进而令美联储“补救式”降息。**

➤ **会议声明：**预计美联储会议声明的内容或包括：联邦基金目标利率区间维持在 4.25%-4.50%；劳动力市场仍然健康、失业率在较低水平、通胀取得进展但是仍然略高。

➤ **点阵图：**2024 年 12 月 FOMC 的点阵图中，对 2025 年降息幅度的预期较集中，10 位票委认为降 50BP（图 1）；但预计本次的点阵图更分散、利率指引更模糊。另外，本次的经济预测（SEP）可能略下调 2025 年 GDP 预测，而通胀和就业的预测或不会明显调整。如果票委们的分歧加大，那么经济预测中值的参考意义下降。

➤ **美联储仍在等待更加充分的“转鸽”理由，未来的数据更重要。**

➤ **就业、通胀均未触发降息条件。就业方面，**2 月表现稳健，非农新增就业 6 个月移动均值仍在上升趋势，且 1 月 JOLTS 职位空缺数高于预期、职位空缺率上升。DOGE 裁员的影响当前尚未在数据中体现。**通胀方面，**2 月 CPI 增速全面低于预期，无论是商品还是服务通胀都有所降温，1 月 PCE 通胀也在下降，但美联储无法下定论“通胀已回归下行通道”。**总言之，当前数据基本上都没有反映出特朗普新政的影响传导，观察未来数据更重要。**

➤ **“软数据”骤跌，但“硬数据”未明显恶化。**近期市场“衰退”预期上升，主因关税和 DOGE 的不确定性导致“软数据”（即景气度和信心调查数据）大跌，例如制造业 PMI 的新订单和就业分项、密歇根和咨商会的消费者调查数据。一旦“不确定性”消除，“软数据”也有反弹可能。**因此，美联储可能更想看到“硬数据”恶化的证据。**

➤ **前景的不确定性增加。**当前特朗普关税政策实际生效的不多，但“预告”了大量内容将会落地（图 7）；驱逐移民、DOGE 减支的力度都还有变数。下一个关键时点在 4 月份，待“对等关税”官宣，以及加墨符合 USMCA 协议的商品关税落地（或宣布取消）后，美联储可能才有更清晰的思路。

➤ **我们认为，后续政策路径有 2 种情形：通胀降温带来降息、或者经济急剧恶化带来降息，二者都有可能。**

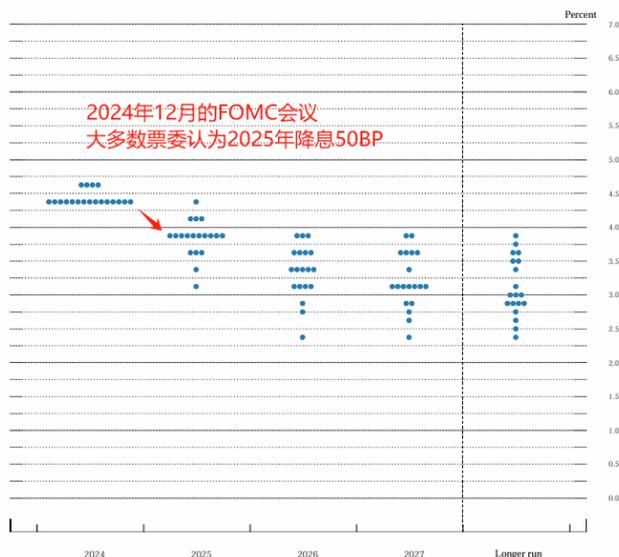
**相关研究**

1. 2025 年 1-2 月经济数据点评：经济“开门红”：预期与现实-2025/03/17
2. “美国不是例外”系列报告：美国滞胀或是基准，黄金是“版本答案”-2025/03/16
3. 2025 年 2 月金融数据点评：“开门红”成色究竟如何？-2025/03/16
4. 美国 2 月 CPI 数据点评：通胀降温，担忧难减-2025/03/14
5. 经济动态跟踪：汇率升值能为债市解忧吗？-2025/03/13

- **情形一：**通胀连续下降，令美联储 Q2 降息。根据预测，这需要未来的 2-3 个月 CPI 月环比维持在 0.2% 附近水平（图 8），降息后下半年经济回升。
- **情形二：**通胀顽固，令美联储在上半年维持定力，利率维持高位。**那么我们认为年中发生经济急剧下滑、美股大幅调整的概率不低。**我们在报告《二季度美国的流动性挑战》指出，二季度美国企业将迎来偿债的历史高峰，这些债的平均发行融资成本较低，如果美联储不降息，企业以当前利率展期预计要增加 190BP 的财务成本。而企业的在手现金水平已消耗至疫前水平，**如果信用风险发酵，将加速经济恶化和美股调整，因而引发美联储的“补救式”降息。**
  
- **结束量化紧缩（QT）提上日程。**美国财政部或会在 6-8 月附近耗尽现有资金和“非常措施”工具，历史上，美国国会一般在耗尽前的最后时刻批准新的“债务上限”；一旦获批，财政部发债融资将抽走市场流动性。**我们认为，美联储在年中放缓或结束缩表可能是合适的，并且可能在本次 FOMC 给予预期信号。**如果结束缩表太迟，企业偿债高峰遇上财政部重建 TGA 账户，可能导致流动性大幅收紧的风险。
  
- **风险提示：**美联储货币政策超预期，美国经济基本面变化超预期，特朗普政策超预期。

图1：2024年12月FOMC会议的点阵图

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



资料来源：美联储，民生证券研究院

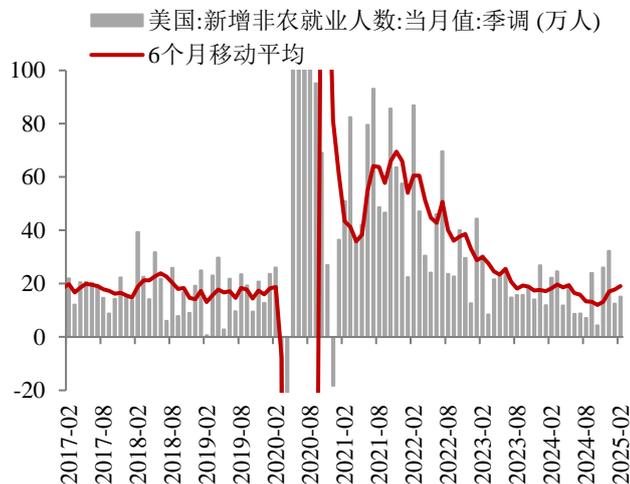
图2：2024年12月FOMC会议的经济预测 (SEP)

美联储的经济展望	2024.6 预测	2024.9 预测	2024.12 预测	变化 方向
2024年实际GDP增速	2.1	2.0	2.5	↗
2025年实际GDP增速	2.0	2.0	2.1	↗
2026年实际GDP增速	2.0	2.0	2.0	→
2024年失业率	4.0	4.4	4.2	↘
2025年失业率	4.2	4.4	4.3	↘
2026年失业率	4.1	4.3	4.3	→
2024年PCE通胀率	2.6	2.3	2.4	↗
2025年PCE通胀率	2.3	2.1	2.5	↗
2026年PCE通胀率	2.0	2.0	2.1	↗
2024年核心PCE通胀	2.8	2.6	2.8	↗
2025年核心PCE通胀	2.3	2.2	2.5	↗
2026年核心PCE通胀	2.0	2.0	2.2	↗
2024年底联邦基金利率	5.1	4.4	4.4	→
2025年底联邦基金利率	4.1	3.4	3.9	↗
2026年底联邦基金利率	3.1	2.9	3.4	↗
长期联邦基金利率	2.8	2.9	3.1	↗

注：GDP增速预测、通胀预测值均为当年第4季度的当季同比增速；失业率预测值为当年第4季度的失业率均值。

资料来源：美联储，民生证券研究院

图3：新增非农就业人数目前趋势平稳

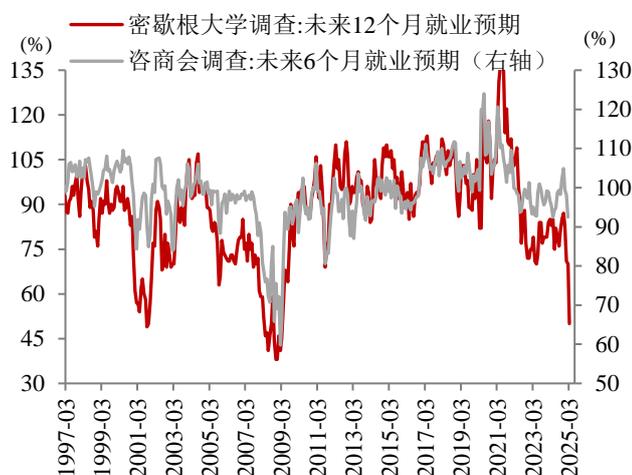


资料来源：ifind，民生证券研究院

图4：每单位失业人口对应的职位空缺数



资料来源：ifind，民生证券研究院

**图5：美国消费者的就业前景预期骤跌**


资料来源：彭博，民生证券研究院（注：指数含义：100%+认为就业市场变好的受访者占比-认为就业市场变差的受访者占比）

**图6：美国制造业资本开支的意向在2月转跌**

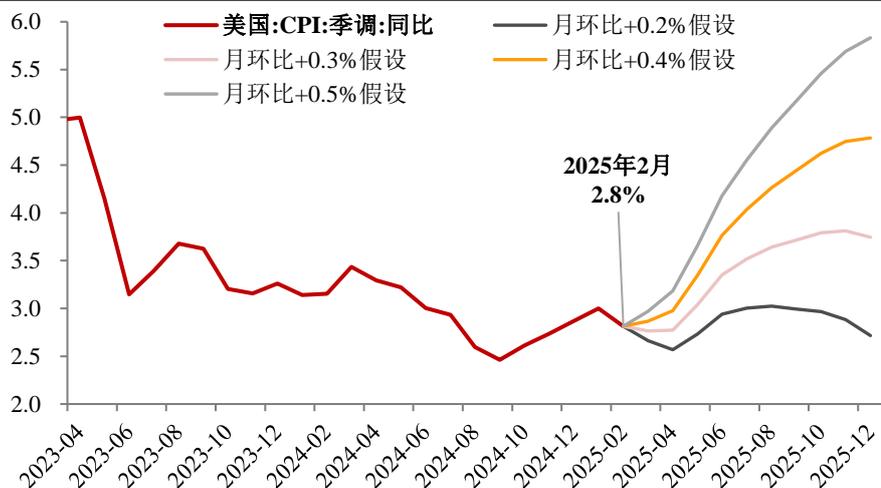

资料来源：ifind，民生证券研究院（注：指数计算方法：NFIB 以及各个地方联储的制造业景气度调查中的“资本支出”分项，标准化后求平均值）

**图7：特朗普 2.0 关税政策的进展梳理**

对象	状态	关税内容/计划
北美	已生效	对来自加拿大、墨西哥的不符合USMCA的商品征收25%普遍关税（其中加拿大能源10%、加墨的钾肥10%关税）。
	待生效	对来自加墨的符合USMCA的商品征收25%普遍关税，目前推迟至4月2日。
	调查中	1月20日发布《美国优先贸易政策》备忘录，启动评估“美墨加协定”的影响，4月1日发布调查报告。
	口头威胁	4月开始对加拿大木材、乳制品等商品征收高额关税。
中国	已生效	对中国所有商品额外征收20%关税。
	调查中	1月20日发布《美国优先贸易政策》备忘录，发起对中国的贸易审查，4月1日前完成审查报告。
	调查中	计划对所有中国制造或悬挂中国国旗的船舶船队收取美国港口停靠费用。
全球	已生效	全球钢铁和铝征收25%关税，3月12日生效。
	调查中	2月13日发布《互惠贸易和关税》备忘录，发起“对等关税”调查，重点提及欧洲的增值税/数字服务税/汽车/贝类、印度的农产品关税等。计划4月2日宣布“对等关税”的具体措施。
	调查中	2月25日签署行政令，启动对铜进口威胁美国国家安全的232调查。
	调查中	3月1日签署行政令，启动对木材和木制品进口威胁美国国家安全的232调查。
	口头威胁	对来自法国和其他欧盟国家的所有葡萄酒、香槟等酒类产品征收200%的关税。
	口头威胁	对汽车、半导体、药品、芯片、木材加征普遍关税。
	口头威胁	对“外部”农产品征收普遍关税，让美国农民“准备好开始生产大量农产品在美国国内销售”。
口头威胁	威胁对欧盟商品加征25%关税。	

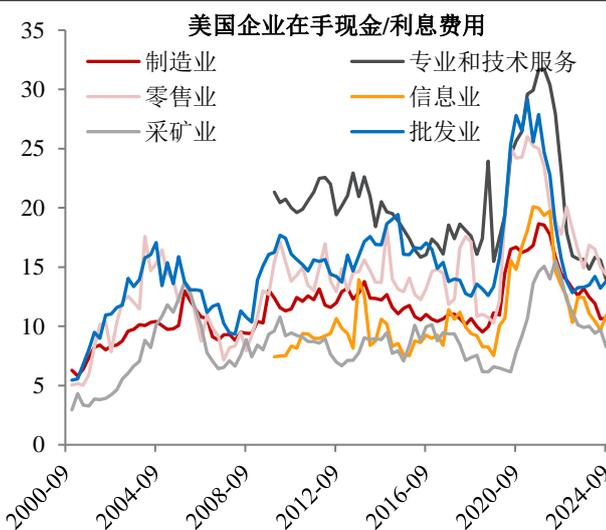
资料来源：财联社，金融界，白宫，民生证券研究院

图8: 未来美国 CPI 通胀路径的预测 (季调, %)



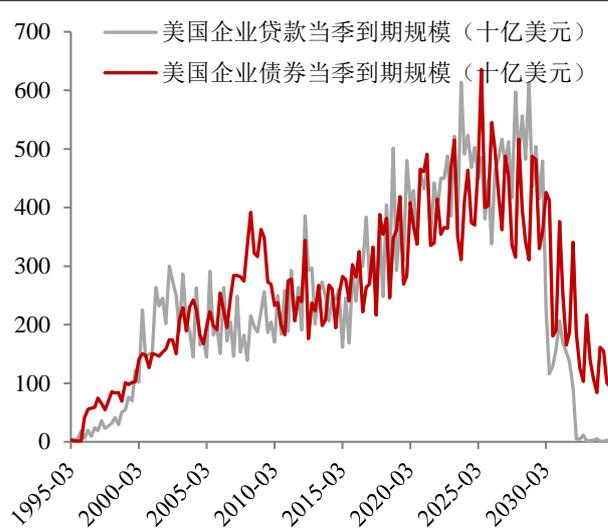
资料来源: ifind, 民生证券研究院 (2025 年 3 月~12 月数据为不同的月环比假设之下, 同比增速的预测)

图9: 美国企业在手现金/利息费用大幅下降



资料来源: 美国普查局, 民生证券研究院

图10: 美国企业债券和贷款每季度的到期规模



资料来源: wind, 民生证券研究院

图11: 2023年7月结束加息以来, 信用利差维持低位



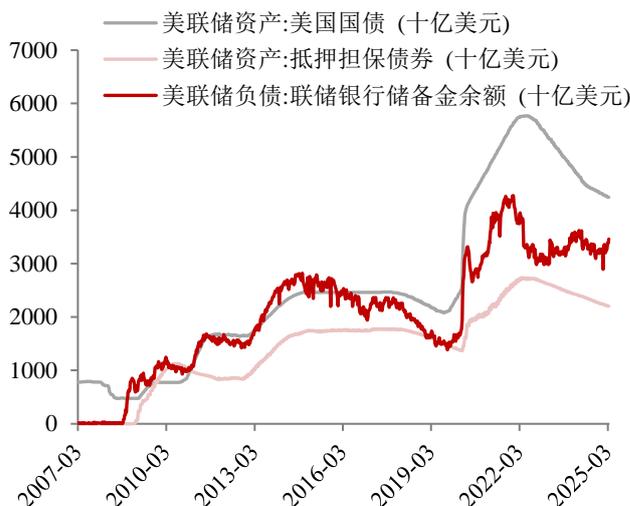
资料来源: 彭博, 民生证券研究院

图12: 美国财政部的 TGA 账户正在消耗



资料来源: 美国普查局, 民生证券研究院

图13: 美联储从2022年6月开始缩表至今



资料来源: 彭博, 民生证券研究院

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048