

宏观点评 20250320

鸽派解读，更担忧增长而非通胀——2025年3月 FOMC 会议点评

2025年03月20日

证券分析师 芦哲

执业证书：S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

证券分析师 张佳炜

执业证书：S0600524120013

zhangjw@dwzq.com.cn

研究助理 韦祎

执业证书：S0600124120012

weiy@dwzq.com.cn

研究助理 王茁

执业证书：S0600124120013

wangzhuo@dwzq.com.cn

相关研究

《德国 ZEW 投资者预期指数创两年内最高水平》

2025-03-19

《开年经济的 6 条线索——1-2 月经济数据点评》

2025-03-17

■ **核心观点：**3月 FOMC 如期不降息，但大幅放缓缩表速率，发布会上 Powell 更忧经济下行而非通胀上行，市场解读鸽派，风险偏好回升。经济预测方面，美联储下调增长预期、上调通胀预期，对增长和通胀前景的不确定性显著提升，令本次点阵图与 12 月相比没有显著变化。发布会上，Powell 开始更加重视关税对经济的下行风险，而非仅强调其对通胀的上行风险。短期看，4 月初的就业数据与关税政策落地料加剧市场波动，叠加特朗普紧财政思路和预期管理或在 25Q2 延续，我们预期美联储年内降息有望进一步前置至 25Q2，全年降息 1-2 次，美债利率短期仍有望下探至 4%，但也需注意其在 25H2 反弹至 4.5% 以上的风险。

■ **FOMC 声明：**如期维持利率不变，放缓缩表节奏。3 月 FOMC 会议如期维持政策利率在 [4.25, 4.5]% 不变，声明相比 1 月会议：①删除了对失业率与通胀风险大致平衡的描述，并预期经济未来不确定性增强；在发布会上 Powell 表示，从声明中删除“大致平衡”来描述风险并不意味着要传达信号。②启动放缓缩表 (taper QT)，从 4 月 1 日起将持有美国国债的缩减节奏由 250 亿美元/月大幅放缓至 50 亿美元/月，MBS 缩减节奏则保持不变。美联储理事 Waller 对此投下反对票，认为应当维持当前的缩表速率。

■ **经济预测：**下调增长预期，上调通胀预期，增长与通胀前景的不确定性显著提升。①产出：将 2025Q4 美国 GDP 预测由 2.1% 大幅下调至 1.7%，相应地，对 2025Q4 美国失业率由 4.3% 上调至 4.4%；将 2026Q4、2027Q4 预测分别由 2.0%、1.9% 下调至 1.8%，即预期 2026、2027 年美国经济增长回落至长期均衡水平。②通胀：将 2025Q4 美国 PCE、核心 PCE 预测分别由 2.5%、2.5% 大幅上调至 2.7%、2.8%，2026Q4 美国 PCE 由上调 2.1% 至 2.2%。③风险：对预测不确定性和风险的评估显示，委员们预期增长与通胀前景的不确定性显著提升，将增长前景的风险评估由大致均衡改为下行风险，将失业率前景的风险评估由大致均衡改为上行风险。

■ **点阵图：**全年降息指引持平 2 次，预测分布略有上移。更低的增长预期、更高的通胀预期以及经济前景更大的不确定性让美联储陷入两难，最终使得本次点阵图与去年 12 月相比没有显著变化、整体略有上移。①2025 年：预期全年累计降息 1-2-3 次的人数分别为 4-9-2 人，较去年 12 月点阵图分别减少 1 人，且预测全年不降息的人数由 12 月的 1 人增加至 4 人。因此，虽然 3 月点阵图中值与众数均持平全年 2 次降息，对应政策利率区间 [3.75, 4.00]%，但点阵图相比上期更加鹰派。②2026-2027 年：预计到 2026 年累计降息 2-3-4-5-6 次的人数分别为 1-2-9-1-3 人，中值为 4 次，对应政策利率区间 [3.25, 3.50]%，预测分歧仍然较大，且有 3 人认为到 2026 年累计降息仅 1 次；预计至 2027 年降息至 [3.0, 3.25]%。③长期政策利率：预期长期政策利率持平 3.0%，且分布的离散性显示对长期利率预测仍存在高度不确定性。

■ **发布会：**更担忧经济下行而非通胀上行。①通胀前景方面，认可关税对商品通胀的影响，淡化短期通胀预期的上行。发布会上，Powell 首先被问到如何评估关税对美国通胀的影响。Powell 表示，很难明确区分有多少通胀因素归因于关税，现在研究关税对通胀的影响还为时尚早，但确实有一些成本推动型通胀来自关税。部分受关税影响，今年去通胀的进一步进展可能会延迟，但**基准情形是通胀是暂时的 (transitory)**。Powell 表示关注通胀预期的变化，但认为近期密歇根大学通胀预期是一个异常值；虽然短期通胀预期飙升，但长期通胀预期并没有显著变化，且长期通胀预期仍然与 2% 目标一致。②增长前景方面，认为经济基本面尚可，但对增长下行风险的担忧上升。一方面，Powell 认为虽然近期市场情绪等“软数据”走弱，但“硬数据”显示经济基本面仍然健康；消费者信心等市场情绪指标则与政府政策的重大变化有关。另一方面，Powell 对经济预测的变化进行了解读，认为 3 月经济预测反映了委员会对于增长

疲软和通胀上行的风险均有所强化，二者对货币政策的影响相互抵消；预测者一定程度上提高了对衰退概率预期，虽然概率并不高。**③降息前景方面**，美联储仍然保持数据依赖，在被问到5月是否降息时，Powell表示不急于降息。**④缩表方面，表示放缓缩表不是政策变化的信号，更多是对流动性危机的未雨绸缪。**本次会议声明放缓缩表步伐，略超市场预期。Powell在发布会上表示，放缓缩表的决策来自近期TGA流量的影响。具体来说，我们理解由于当前面临债务上限约束，美国财政部当前无法新增债务，而是更多依靠TGA账面资金维持政府运转。如果25Q3债务上限危机解除，财政部将补发25H1未发行的债券给TGA“充值”，届时TGA规模或从0提升至7500美元的理想水平。如果叠加9月纳税，可能给货币市场带来更大的流动性冲击。吸取了2019年9月与2023年10月类似情形的经验后，美联储开始提前布防以预防流动性危机。Powell表示更早启动放缓缩表也能让结束缩表进程变得更加平滑（*it means we will make reductions more slowly, but for longer*），最终能以软着陆的形式结束。

- **展望与策略：重视短期增长的下行风险，年内首次降息或在25Q2。**市场对3月FOMC解读总体偏鸽，发布会结束后，6月降息预期由62%升至80%，2年美债利率从4.09%下行至3.97%，10年美债利率从4.32%下行至4.24%，美元指数下行0.5至103.4；会议声明公布后和发布会期间，美股、美铜大涨，但在发布会结束后有所回撤。**整体来看，本次FOMC会议的偏鸽主要来自两个部分：①放缓缩表略超预期；②虽然会议声明和经济预测显示经济不确定性变大，但发布会上Powell给经济下行赋予的权重（表示“衰退概率始终存在”、“问卷调查显示显著的经济不确定性与下行风险”等）明显大于通胀（“通胀预期没有失控”、“基准情形下通胀是暂时的”），这也导致点阵图与12月FOMC相比没有显著偏离。3月FOMC会议显示了美联储已经开始更加重视关税对经济下行风险，而非仅强调其对通胀的上行风险，因此对双重目标的评估与降息决策更为审慎。**向前看，对经济前景的不确定性意味着，短期内经济数据的走弱仍有机会令美联储前置降息。短期看，4月1日的职位空缺与制造业PMI、4月2日的对等关税、4月4日的非农料加剧市场波动，冲击美股风偏，或强化美联储在25Q2降息预期；中期看，特朗普的紧财政思路贯穿25Q2。虽然收紧财政是美国债台高筑客观约束下的必然选择，但从特朗普及其内阁近期频繁表态和预期管理来看，加码收紧乃“一石三鸟”之计：①做低基数，让25H2后的经济和美股有更大上涨空间；②甩锅拜登，把25H1经济与美股的下行归咎于拜登，把25H2经济与美股的上行归功于自身；③倒逼降息，让美联储更早出来托底经济，同时压低收益率曲线，缓解利息负担，为未来宽财政腾出更多空间。因此，**我们预期美联储降息有望进一步前置至25Q2，全年降息1-2次。美债利率短期仍有望下探至4%，但也需注意其在25H2反弹至4.5%以上的风险。**

- **风险提示：**特朗普政策落地节奏与预期相差较大；美联储维持高利率水平时间过长，引发金融系统流动性危机；通胀下行速率不及预期。

图1：2025年3月FOMC与2025年1月FOMC发布会声明对比

Recent indicators suggest that economic activity has continued to expand at a solid pace. The unemployment rate has stabilized at a low level in recent months, and labor market conditions remain solid. Inflation remains somewhat elevated.↵

The Committee seeks to achieve maximum employment and inflation at the rate of 2 percent over the longer run. ~~The Committee judges that~~Uncertainty around the risks to achieving its employment and inflation goals are roughly in balance. ~~The economic outlook is uncertain, and the~~has increased. ~~The~~ Committee is attentive to the risks to both sides of its dual mandate.↵

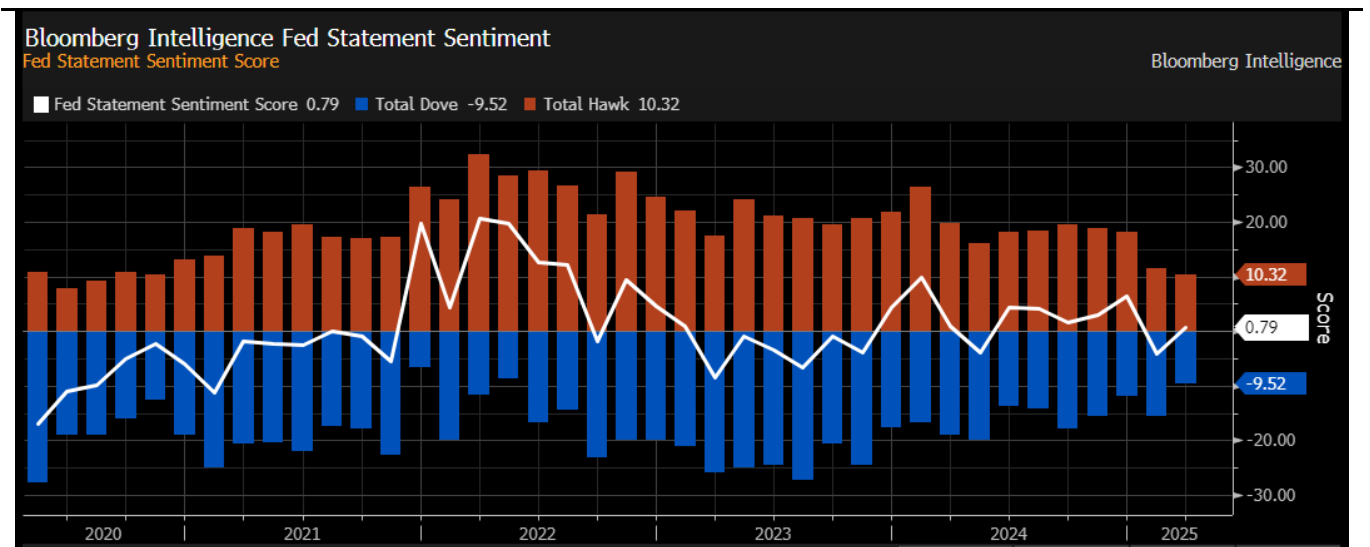
In support of its goals, the Committee decided to maintain the target range for the federal funds rate at 4-1/4 to 4-1/2 percent. In considering the extent and timing of additional adjustments to the target range for the federal funds rate, the Committee will carefully assess incoming data, the evolving outlook, and the balance of risks. The Committee will continue reducing its holdings of Treasury securities and agency debt and agency mortgage-backed securities. Beginning in April, the Committee will slow the pace of decline of its securities holdings by reducing the monthly redemption cap on Treasury securities from \$25 billion to \$5 billion. The Committee will maintain the monthly redemption cap on agency debt and agency mortgage-backed securities at \$35 billion. The Committee is strongly committed to supporting maximum employment and returning inflation to its 2 percent objective.↵

In assessing the appropriate stance of monetary policy, the Committee will continue to monitor the implications of incoming information for the economic outlook. The Committee would be prepared to adjust the stance of monetary policy as appropriate if risks emerge that could impede the attainment of the Committee's goals. The Committee's assessments will take into account a wide range of information, including readings on labor market conditions, inflation pressures and inflation expectations, and financial and international developments.↵

Voting for the monetary policy action were Jerome H. Powell, Chair; John C. Williams, Vice Chair; Michael S. Barr; Michelle W. Bowman; Susan M. Collins; Lisa D. Cook; Austan D. Goolsbee; Philip N. Jefferson; Adriana D. Kugler; Alberto G. Musalem; ~~and~~ Jeffrey R. Schmid; ~~and~~ Voting against this action was Christopher J. Waller, who supported no change for the federal funds target range but preferred to continue the current pace of decline in securities holdings.↵

数据来源：美联储、东吴证券研究所

图2：FOMC 发布会开场词情绪指数



数据来源：彭博、东吴证券研究所

图3：2025年3月美联储SEP

Table 1. Economic projections of Federal Reserve Board members and Federal Reserve Bank presidents, under their individual assumptions of projected appropriate monetary policy, March 2025

Variable	Median ¹				Central Tendency ²				Range ³			
	2025	2026	2027	Longer run	2025	2026	2027	Longer run	2025	2026	2027	Longer run
Change in real GDP	1.7	1.8	1.8	1.8	1.5-1.9	1.6-1.9	1.6-2.0	1.7-2.0	1.0-2.4	0.6-2.5	0.6-2.5	1.5-2.5
December projection	2.1	2.0	1.9	1.8	1.8-2.2	1.9-2.1	1.8-2.0	1.7-2.0	1.6-2.5	1.4-2.5	1.5-2.5	1.7-2.5
Unemployment rate	4.4	4.3	4.3	4.2	4.3-4.4	4.2-4.5	4.1-4.4	3.9-4.3	4.1-4.6	4.1-4.7	3.9-4.7	3.5-4.5
December projection	4.3	4.3	4.3	4.2	4.2-4.5	4.1-4.4	4.0-4.4	3.9-4.3	4.2-4.5	3.9-4.6	3.8-4.5	3.5-4.5
PCE inflation	2.7	2.2	2.0	2.0	2.6-2.9	2.1-2.3	2.0-2.1	2.0	2.5-3.4	2.0-3.1	1.9-2.8	2.0
December projection	2.5	2.1	2.0	2.0	2.3-2.6	2.0-2.2	2.0	2.0	2.1-2.9	2.0-2.6	2.0-2.4	2.0
Core PCE inflation ⁴	2.8	2.2	2.0		2.7-3.0	2.1-2.4	2.0-2.1		2.5-3.5	2.1-3.2	2.0-2.9	
December projection	2.5	2.2	2.0		2.5-2.7	2.0-2.3	2.0		2.1-3.2	2.0-2.7	2.0-2.6	
Memo: Projected appropriate policy path												
Federal funds rate	3.9	3.4	3.1	3.0	3.9-4.4	3.1-3.9	2.9-3.6	2.6-3.6	3.6-4.4	2.9-4.1	2.6-3.9	2.5-3.9
December projection	3.9	3.4	3.1	3.0	3.6-4.1	3.1-3.6	2.9-3.6	2.8-3.6	3.1-4.4	2.4-3.9	2.4-3.9	2.4-3.9

数据来源：美联储、东吴证券研究所

图4：2025年3月（左）和2024年12月（右）FOMC点阵图对比

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

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

Number of participants with projected midpoint of target range or target level

Number of participants with projected midpoint of target range or target level

Midpoint of target range or target level (Percent)	2025	2026	2027	Longer run	2024	2025	2026	2027	Longer run
4.750									
4.625					4				
4.500									
4.375	4								
4.250					15	1			
4.125	4	3							
4.000						3			
3.875	9	1	2	1					
3.750				1		10	3	2	1
3.625	2	2	4	2					1
3.500				2		3	4	4	2
3.375				1					2
3.250						1	5	1	1
3.125									1
3.000				3			1	4	7
2.875									1
2.750								1	2
2.625									4
2.500								1	1
2.375									1
2.250								1	1

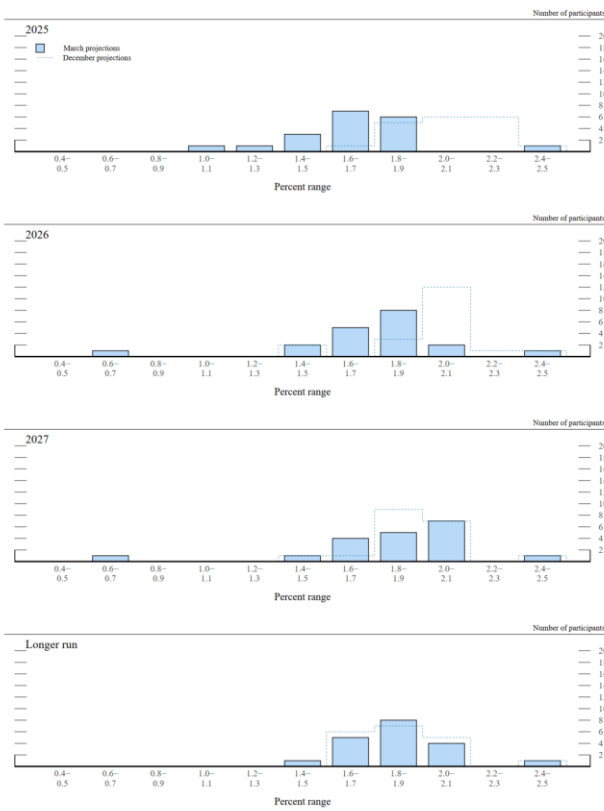
Note: Each shaded circle indicates the value (rounded to the nearest 1/8 percentage point) of an individual participant's judgment of the midpoint of the appropriate target range for the federal funds rate or the appropriate target level for the federal funds rate at the end of the specified calendar year or over the longer run.

Note: Each shaded circle indicates the value (rounded to the nearest 1/8 percentage point) of an individual participant's judgment of the midpoint of the appropriate target range for the federal funds rate or the appropriate target level for the federal funds rate at the end of the specified calendar year or over the longer run.

数据来源：美联储、东吴证券研究所

图5：美联储 SEP 对 2025-2027 年及长期 GDP 同比增速预测分布

Figure 3.A. Distribution of participants' projections for the change in real GDP, 2025-27 and over the longer run

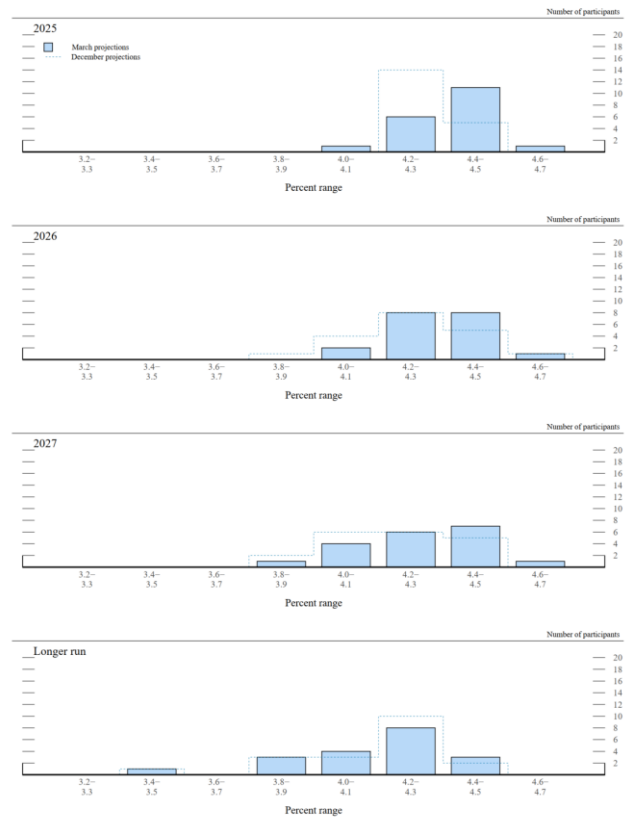


NOTE: Definitions of variables and other explanations are in the notes to table 1.

数据来源：美联储、东吴证券研究所

图6：美联储 SEP 对 2025-2027 年及长期失业率预测分布

Figure 3.B. Distribution of participants' projections for the unemployment rate, 2025-27 and over the longer run

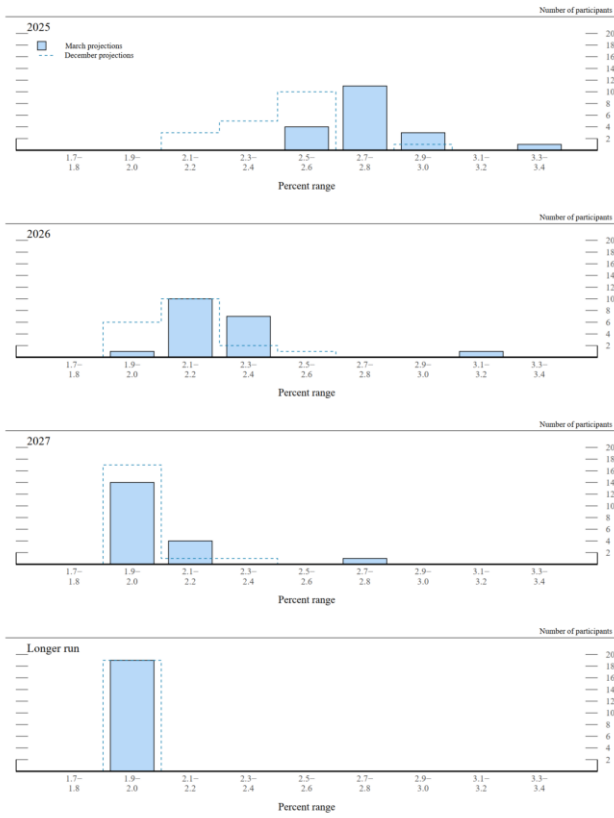


NOTE: Definitions of variables and other explanations are in the notes to table 1.

数据来源：美联储、东吴证券研究所

图7：美联储 SEP 对 2025-2027 年及长期 PCE 通胀预测分布

Figure 3.C. Distribution of participants' projections for PCE inflation, 2025-27 and over the longer run

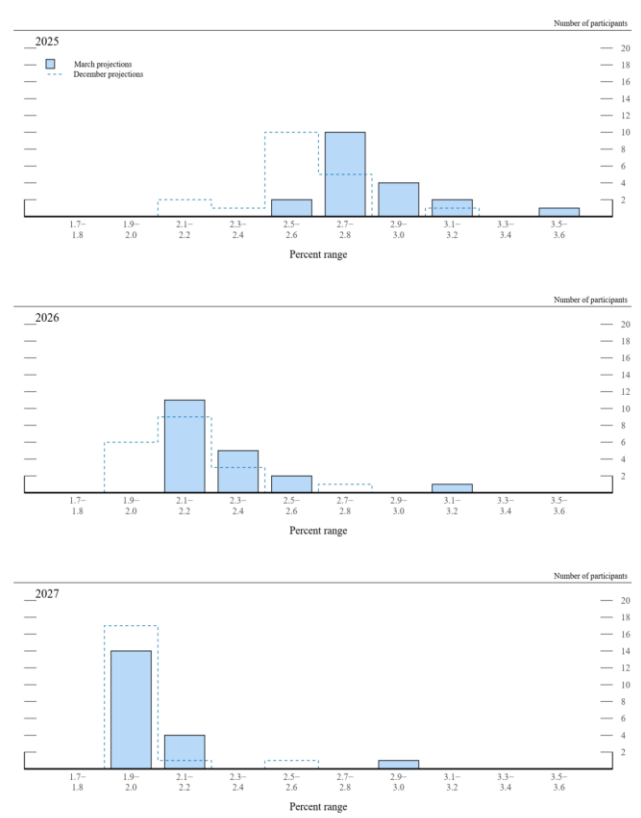


NOTE: Definitions of variables and other explanations are in the notes to table 1.

数据来源：美联储、东吴证券研究所

图8：美联储 SEP 对 2025-2027 年及长期核心 PCE 通胀预测分布

Figure 3.D. Distribution of participants' projections for core PCE inflation, 2025-27

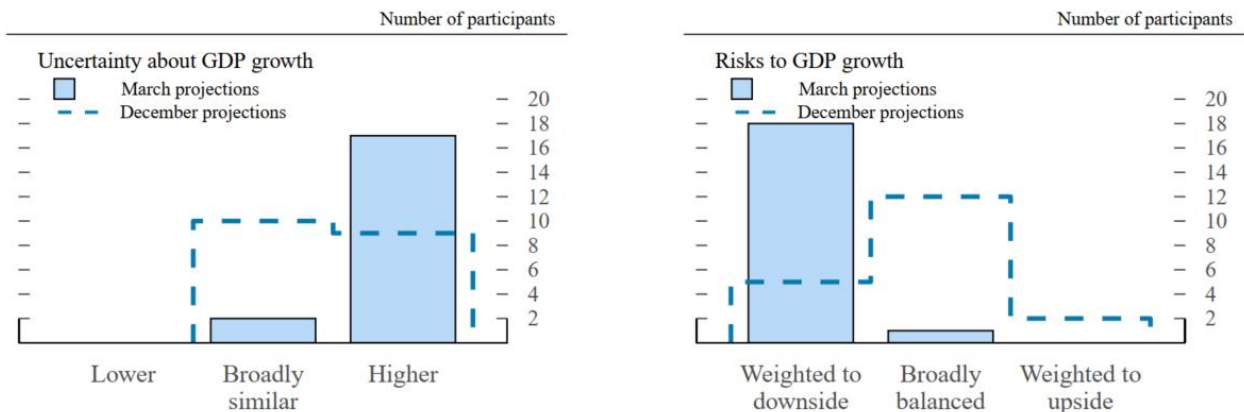


NOTE: Definitions of variables and other explanations are in the notes to table 1.

数据来源：美联储、东吴证券研究所

图9：3 月经济预测对美国 GDP 不确定性和风险评估

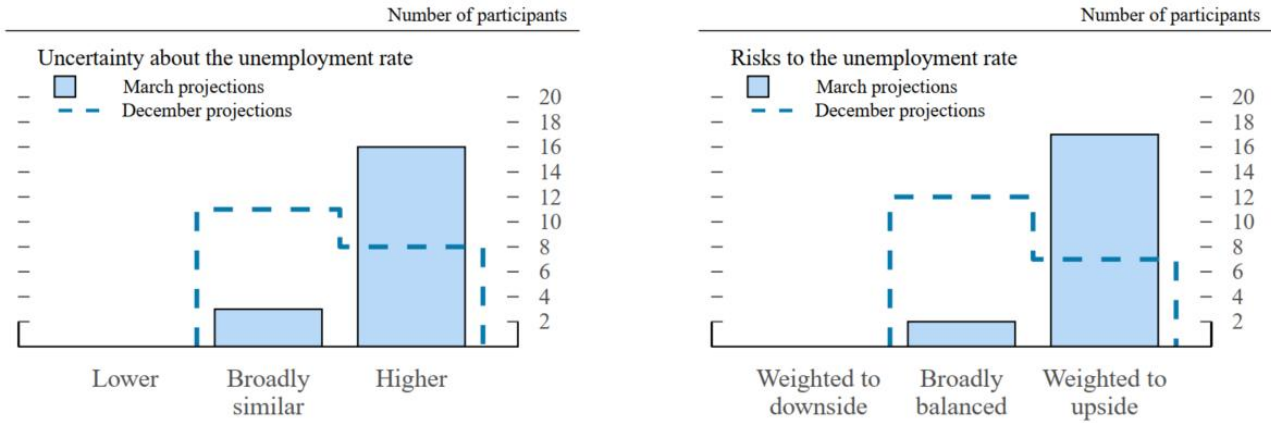
FOMC participants' assessments of uncertainty and risks around their economic projections



数据来源：美联储、东吴证券研究所

图10: 3 月经济预测对失业率不确定性和风险评估

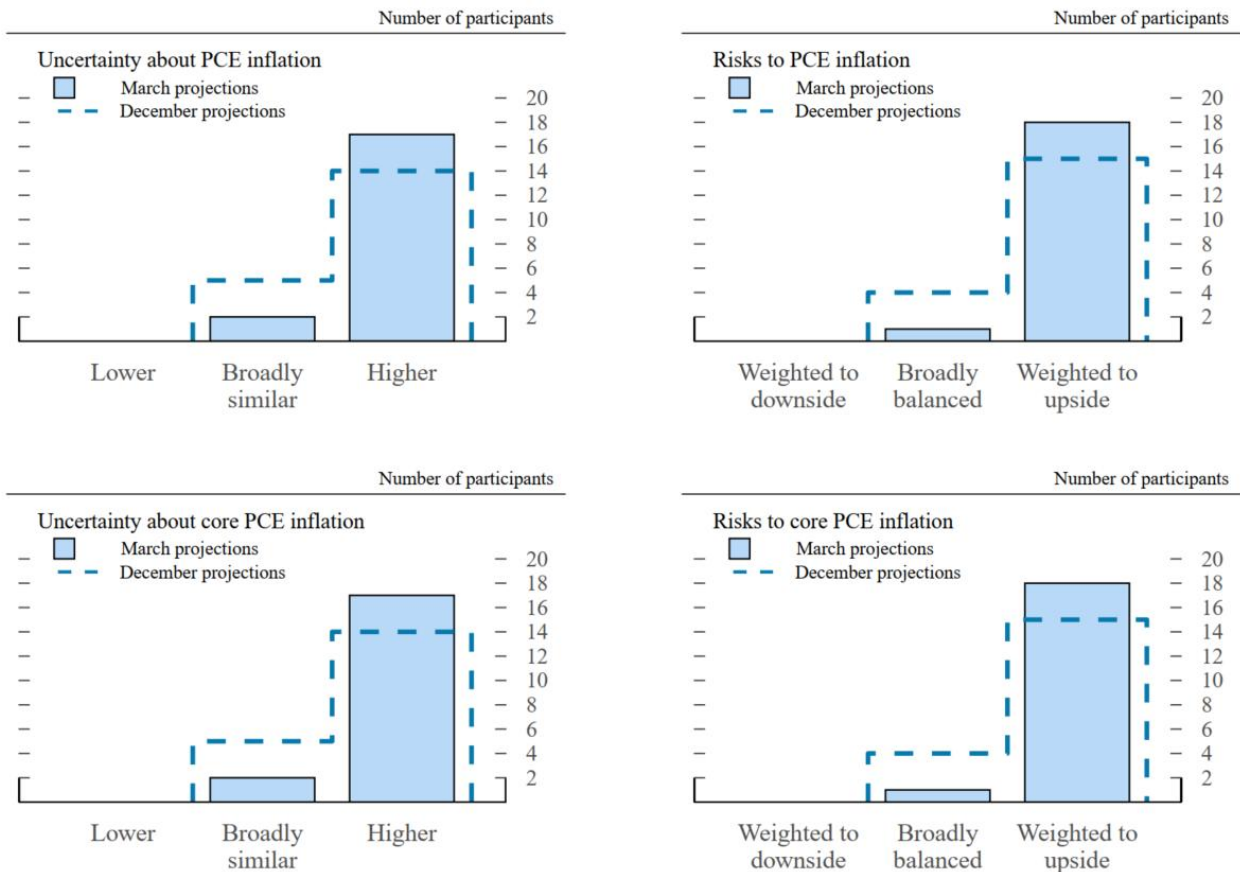
FOMC participants' assessments of uncertainty and risks around their economic projections



数据来源: 美联储、东吴证券研究所

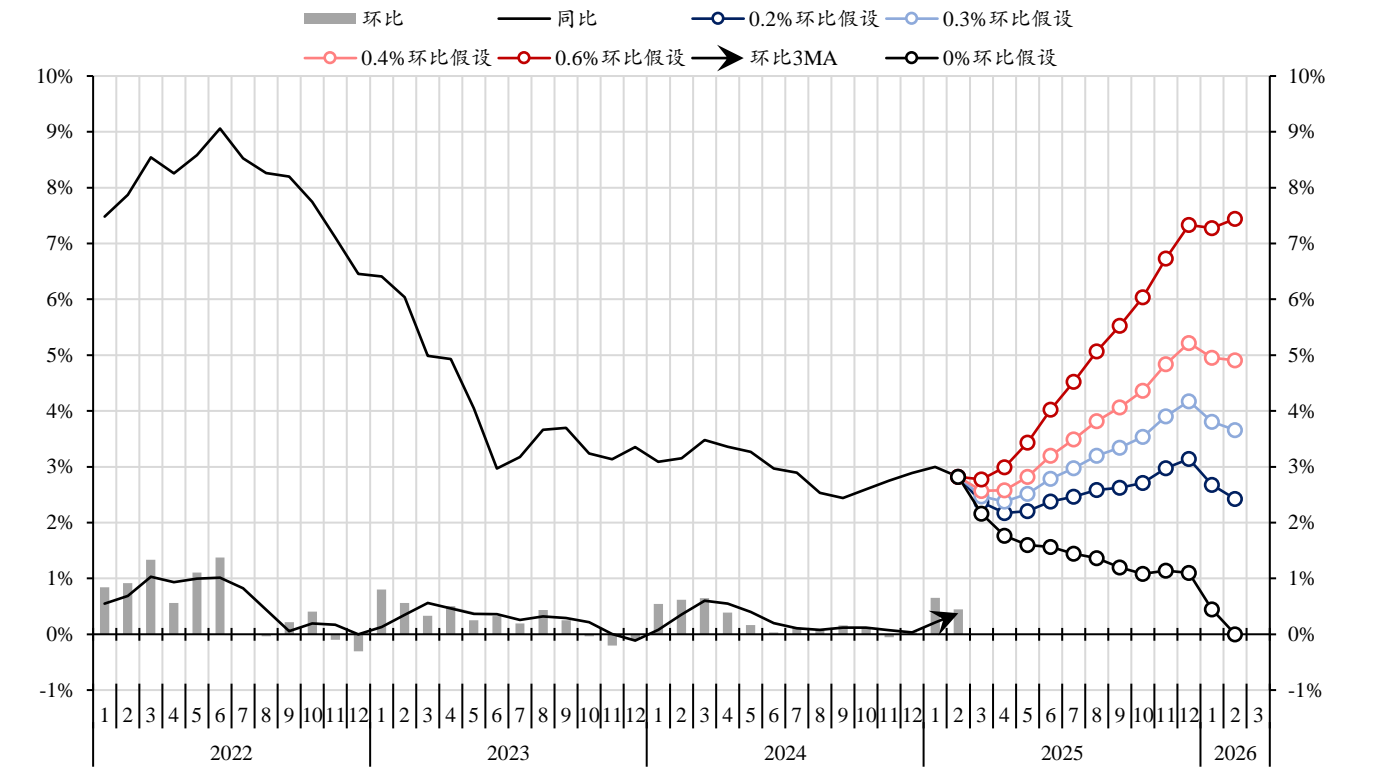
图11: 3 月经济预测对 PCE、核心 PCE 通胀不确定性和风险评估

FOMC participants' assessments of uncertainty and risks around their economic projections



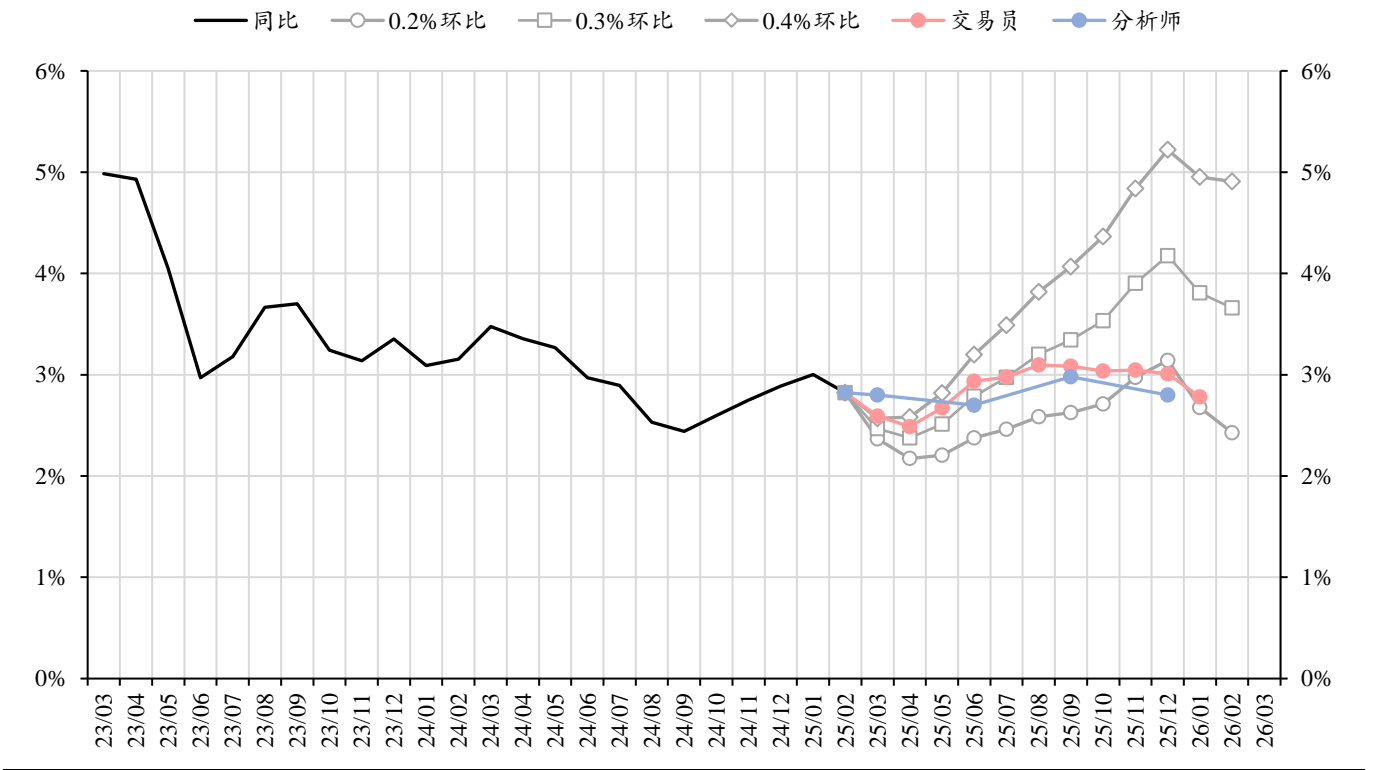
数据来源: 美联储、东吴证券研究所

图12: 不同环比增长中枢假设下美国 CPI 同比增速



数据来源：彭博、东吴证券研究所

图13: 各方对美联储政策利率路径预期



数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位为%

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;

中性:预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;

减持:预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>