

美联储 3 月如期继续暂停降息， 强调经济不确定性增加

金晓雯, PhD, CFA
首席宏观分析师
xiaowen_jin@spdbi.com
(852) 2808 6437

2025 年 3 月 20 日

3 月美联储会议继续暂停降息，已连续两次会议暂停降息。我们认为 [会议声明](#) 和 [季度经济预测更新](#) (SEP) 对今年的降息态度是偏鸽的。

1. 会议反映了美联储对经济前景不确定性与日俱增的担忧。会议声明删除了就业和通胀目标风险大体均衡的说辞，称经济前景不确定性增加。不确定性的增加也表现在 SEP 经济预测的调整上：首先，SEP 大幅下调今年的经济增速预测至 1.7%（此前为 2.1%），更接近我们一直以来 1.5% 的 [经济增速预测](#)。不过今年失业率仅略微上调 0.1 个百分点到 4.4%。明后年的经济增速预测亦分别小幅下调 0.2 和 0.1 个百分点，均至 1.8%。其次，SEP 显著上调今年的核心 PCE 通胀率预期 0.3 个百分点，到 2.8%，亦和我们的核心 PCE 通胀率 [预测](#) 一致。今年更高的通胀和失业率预期或反映了关税的潜在影响。不过相比 SEP 的调整，鲍威尔在 [发布会上的发言](#) 表现出对经济的信心。
2. 正如我们此前所 [预期](#) 的，美联储维持今年降息幅度预测不变，仍在 50 个基点。SEP 将 2025-2027 年以及长期的联邦基金利率预测均维持不变。结合美联储大幅上调通胀预期、下调经济增速预期，我们认为这是一个明显鸽派的信号。不过从点阵图来看，预计今年不降息者增加一人至四人，降息两次者减少一人，为九人，降息三次者减少一人，为两人。
3. 鲍威尔淡化关税影响，称其对通胀的影响将是暂时的 (transitory)，而不是长期的 (persistent)。提问鲍威尔的记者甚至提到此前疫情的经验，说疫情造成的通胀之前也被判断是暂时的，但最终证明是长期的。不过鲍威尔仍坚定表示美联储非常清楚之前的经验，并认为不应该用收紧货币政策来应对一次性的物价上涨。此外，鲍威尔在新闻发布会上似乎刻意忽略对衰退可能性升高的提问，以及淡化通胀预期的上升。特朗普激进的关税政策导致密歇根大学的通胀预期自 2 月起大幅上升，5 年期通胀预期更在 3 月创下了历史新高 (图表 1)，不过鲍威尔认为这属于离群值 (Outlier)。
4. 美联储同时宣布 4 月起将放慢缩表步伐，将美国国债的每月赎回上限从 250 亿美元下调至 50 亿美元。这是去年 6 月以来首次调整缩表规模。

浦银国际观点：我们维持美联储最快 6 月重启降息，全年降息 2-3 次，每次 25 个基点的基本预测。从经济基本面来看，2 月核心 CPI 的超预期下行以及失业率的上升似乎有利于降息。此外，在美国大部分实体

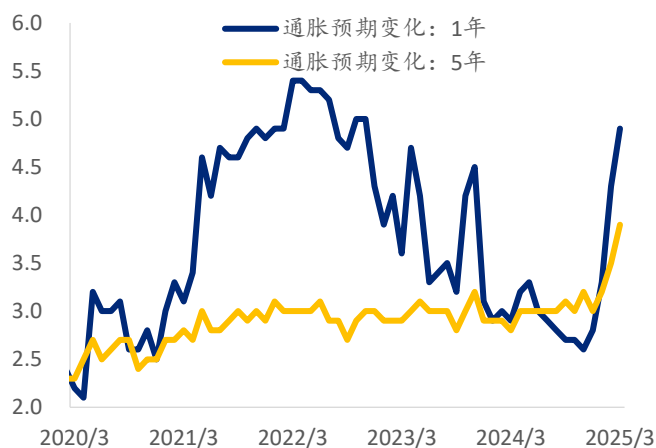


扫码关注浦银国际研究

经济数据 1 月走弱后，迄今为止发布的 2 月实体数据大多如我们所预测般反弹。这或有助于缓解此前市场对“经济硬着陆”的担忧，尽管经济动能整体趋势仍如我们预期般继续温和走弱。然而，虽然鲍威尔表示关税对通胀的影响是暂时性的，表示没必要用货币紧缩来应对暂时的物价上涨，但是经济的不确定性确实有所上升，这反映在 SEP 的调整上。结合美联储会议声明和近期经济数据发布情况，我们认为美联储短期内对降息或仍持观望态度，下一次降息最快要等到 6 月重启。在再通胀和经济衰退风险均有所提升的背景下，美联储或面临抗通胀还是保增长的两难局面。近期来看，市场还需关注在 4 月 1 日美国贸易代表提交贸易调查结果给特朗普之后、关税政策可能迎来的新一轮变动。

风险提示：降息过慢引起经济衰退；特朗普的关税和移民等政策变动导致再通胀风险。

图表 1：密歇根大学消费者调查里的通胀预期近两个月大幅上升



资料来源：CEIC、浦银国际

图表 2：3 月 FOMC 更新各经济指标预测：下调 2025-2027 年经济增速预测，并上调今年通胀预测

单位 (%)		2025	2026	2027	长期
实际 GDP 同比增速	3 月	1.7	1.8	1.8	1.8
	12 月	2.1	2.0	1.9	1.8
失业率	3 月	4.4	4.3	4.3	4.2
	12 月	4.3	4.3	4.3	4.2
PCE 同比增速	3 月	2.7	2.2	2.0	2.0
	12 月	2.5	2.1	2.0	2.0
核心 PCE 同比增速	3 月	2.8	2.2	2.0	
	12 月	2.5	2.2	2.0	
联邦基金利率	3 月	3.9	3.4	3.1	3.0
	12 月	3.9	3.4	3.1	3.0

资料来源：美联储、浦银国际

图表 3：近期相关报告列表

日期	报告标题和链接
2025年3月13日	美国2月CPI超预期回落，关税战影响尚未显现
2025年2月25日	月度美国宏观洞察：关税大棒逐渐落下，美国经济何去何从？
2025年2月13日	美国1月CPI超预期反弹，进一步拉低近期降息可能
2025年1月30日	美联储1月如期暂停降息，3月或继续暂停降息
2025年1月22日	月度美国宏观洞察：特朗普 2.0 拉开帷幕
2025年1月16日	美国12月核心CPI微降，或不影响本月美联储暂停降息
2024年12月12日	美国11月核心环比通胀率大致稳定，或不影响12月降息
2024年11月25日	2025年宏观经济展望：在特朗普 2.0 的不确定性中寻找确定性
2024年11月14日	美国10月核心环比通胀率如预期微跌
2024年11月8日	11月美联储会议点评：如期降息，短期内货币政策不受大选影响
2024年10月29日	月度美国宏观洞察：大选结果揭晓在即，将如何影响美国经济和金融市场？
2024年10月10日	美国9月核心环比通胀率再超预期，11月降息幅度或锁定在25个基点
2024年9月26日	月度美国宏观洞察：后续降息幅度和经济衰退讨论仍悬而未决
2024年9月19日	美联储9月超预期降息50个基点，年内或还有单次50个基点降息
2024年9月12日	美国8月核心环比通胀率略超预期，基本锁定9月25个基点降息
2024年8月27日	月度美国宏观洞察：衰退尚未到来，降息时点已至
2024年8月24日	杰克逊霍尔全球央行年会点评：鲍威尔基本确认9月降息
2024年8月23日	宏观主题研究：哈里斯经济政策愿景渐清晰，对美国影响几何？
2024年8月15日	符合市场预期的美国7月环比通胀率上升大概率不会影响9月降息决议
2024年8月1日	月度美国宏观洞察：迎接降息和美国大选
2024年8月1日	7月美联储会议点评：9月剑指降息
2024年7月30日	宏观主题研究：特朗普 2.0 将如何影响美国经济和金融市场？
2024年7月12日	美国6月通胀数据再次超预期放缓，9月降息预期获进一步确认
2024年6月25日	月度美国宏观洞察：经济向右，美联储向左？
2024年6月13日	偏鹰的美联储会议或未计入5月通胀数据的超预期放缓
2024年5月30日	2024年中期宏观经济展望：平波缓进，渐入佳境
2024年5月16日	4月美国通胀放缓，或有助于美联储提升降息信心
2024年5月6日	月度宏观洞察：探究美联储的降息逻辑变化
2024年5月2日	5月美联储会议点评：何时降息取决于经济数据
2024年4月11日	3月通胀数据和美联储会议纪要点评：降息或被延迟至三季度
2024年3月26日	月度宏观洞察：美联储预计的软着陆可以实现吗？
2024年3月21日	3月鸽派美联储会议意味着降息或仍从二季度开启
2024年3月13日	美国2月通胀维持韧性，对降息决议影响或较为中性
2024年3月4日	月度宏观洞察：美国经济软着陆或变成硬着陆？
2024年2月1日	月度宏观洞察：政策或是决定经济走势的关键所在
2024年2月1日	美联储1月会议基本打消3月降息预期，首次降息或在5月
2024年1月12日	美国12月通胀继续走强，拉低3月开启降息可能性
2024年1月5日	月度宏观洞察：静候佳音
2023年12月14日	12月美联储会议体现鸽派转向，降息要来了吗？
2023年12月1日	2024年宏观经济展望：中美经济周期错位进入下半场

资料来源：浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和人士不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com

852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

