

# 美联储下调经济增长预期，认为关税通胀压力一过性

2025年3月20日

宏观经济

事件点评

## ——3月美国FOMC点评

分析师

康明怡 电话：021-25102911 邮箱：kangmy@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480519090001

### 事件：

美联储维持当前政策利率水平，同时减缓QT节奏。

### 主要观点：

- 1、鲍威尔认为关税引起的通胀为一过性是基本情景，但不确定性显著提升。
- 2、美联储整体偏鸽，不会用加息应对关税引发的价格上涨。
- 3、我们猜测，若关税引发通胀上涨尚未回落而经济活动放缓，美联储可能仍会选择先行降息。

**鲍威尔认为经济数据非常稳健，劳动力市场处于平衡状态。**鲍威尔认为，当前劳动力市场是解雇率和雇佣率双低，希望找到工作的人等待时间更长。劳动力市场处于这种平衡状态已有6-7个月。华盛顿公务员解雇目前还是局限性的，没有看见全国范围的解雇率的抬升。如果经济仍保持强劲，通胀回落至2%的进程拉长，美联储可以延长停留在当前利率水平的的时间。

**鲍威尔认为关税引起的通胀为一过性是基本情景，但不确定性显著提升。**鲍威尔认为目前很难从通胀数据中区分关税和非关税的影响。美联储注意到，过去2个月商品价格的持续上行是非常意外的，不确定是否为偶然，还是因为关税引起消费者提前购买引发价格上涨。关税对价格的影响还在非常非常早期。从历史经验来看，特朗普第一任期内的关税政策是一过性的，并未引起长期通胀上行。本次关税政策为一过性的是基本情景假设，同时鲍威尔承认不确定性非常高，仍需观察。

**SEP的变化与鲍威尔在新闻发布会上的态度相左。**考虑了关税的可能，委员会对未来的经济预期变化为变弱的经济和略有抬升的近期通胀（weaker economy higher inflation）。未来3年的GDP增速预期降至2%以下（约1.7%）。关税可能推迟通胀的回落时间，SEP对今年的通胀预期明显上升。但基于一过性的观点，明后两年的通胀预期仍下行。而鲍威尔在新闻发布会反复强调当前的经济数据非常稳健，对SEP关于GDP增速预期的显著下行涉及不多。

**鲍威尔认为关税导致短期通胀预期上涨，但长期预期仍非常稳定。**虽然个别调查预期有异动（密西根消费者调查），但目前仅仅是个例（outlier），衡量远期通胀的其他市场指标仍非常稳定。他认为消费者的情绪可能受到新政府政策影响，并不是实际的体感。

**可以认为短期内，美联储不会用加息应对关税引起的一过性通胀。**鲍威尔提到，当关税是脉冲影响时，收紧政策不是正确的选择，因为政策会引起经济活动的下降。关税与大流行引起的通胀不同（记者提及大流行初期，美联储也认为通胀是一过性的）

**关税与衰退。**美联储自己没有关于当前发生的事件是否会提升衰退概率的预测，其他机构基本都提升了衰退概率。但鲍威尔认为这些概率是从2个月前极低的水平回升的，绝对水平仍比较温和。

**关于进一步减缓QT。**进一步减缓QT的节奏虽然是由TGA账户的波动模糊了真实的银行准备金水平这一现象引发，但最终的决定并不完全因为这一点。因为当QT越来越靠近结束时，慢慢降速是非常合理的选择，并不代表美联储货币政策立场的转变。

**我们在近两次美国CPI数据点评时，也提到美国商品价格持续上升，以及关税引发的不是通胀而是经济衰退的问题。**关税本身引发的通胀基本属于一过性，后续的通胀趋势取决于后续用于对冲经济活动放缓而采取的财政货币政策的宽松程度。但鲍威尔借鉴2018年的经验并不完全合适，一过性通胀的时间可能比上一轮要久。

- 1) 上一轮关税基本集中于中国生产的部分商品，最后由人民币贬值以及转口贸易应对，实际的关税压力没有税率明显。这

次关税覆盖的商品和国家更为全面，包含了与美国经济深度融合的加拿大和墨西哥，也尚不清楚最终关税落地的力度（如是否会加强对转口贸易的监管）。

2) 上一轮关税时，美国仍处于低通胀环境，长期宽松的货币政策尚不能提振通胀，而目前美国处于搞通胀回落时期，经济不具备低通胀体质。

3) 当前特朗普政府希望重塑美国经济结构，希望再工业化重振美国制造业。与关税政策并行的尚未完全落地的对内政策，包括放松监管、降低能源成本、企业减税永久化等，鼓励外国资本对美国本土进行实业投资。从经验来看，宏观政策组合拳很少能在转型初期在时间节奏上无缝对接，所以我们认为短期阵痛难免。（此处暂不考虑转型是否会成功）

基于鲍威尔对关税引发的通胀一过性的基本假设，极端情景下，若关税引发的通胀尚未下行，但经济活动放缓，我们认为美联储最终仍会选择先行降息。

市场方面观点不变，与2月CPI点评一致。

风险提示：海外通胀超预期，贸易摩擦升温。

**图1：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 <sup>1</sup>				Central Tendency <sup>2</sup>				Range <sup>3</sup>			
	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 <sup>4</sup>	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

资料来源：美联储，东兴证券研究所

## 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
宏观普通报告	关税影响不在于通胀，而在于经济是否会衰退—美国 2 月 CPI 数据点评	2025-03-14
宏观深度报告	美国就业市场总量尚可，但较为脆弱—美国就业数据梳理	2025-03-10
宏观深度报告	对 2025 年政府工作报告的几点理解—	2025-03-05
宏观普通报告	促进民营企业健康高质量发展—2025 年民营企业座谈会点评	2025-02-18
宏观普通报告	美国 1 月通胀数据仍属于正常范围—美国 1 月 CPI 数据点评	2025-02-17
宏观普通报告	服务科技型企业居于首位，推动资本市场高质量发展—《关于资本市场做好金融“五篇大文章”的实施意见》点评	2025-02-10
宏观普通报告	美国放在首位，开启常识革命—2025 年美国总统就职演说点评	2025-01-21
宏观普通报告	再通胀风险取决于财政货币政策节奏—美国 12 月 CPI 数据点评	2025-01-16
宏观普通报告	周期性行业部分好转，制造业持续收缩—12 月美国非农数据点评	2025-01-13
宏观深度报告	欧美经济分化，海外配置利好美元资产—2025 年海外经济年度展望	2025-01-02

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

### 康明怡

经济学博士。分别就读于武汉大学、清华大学和明尼苏达大学，博士期间曾在明尼苏达大学、美联储明尼阿波利斯分行从事多年教学和访问工作。2010 年开始执教于复旦大学经济学院 985 平台，上海浦江人才计划项目。2017 年加入东兴证券研究所。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（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）：  
以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（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）：  
以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街5号新盛大厦B座16层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦23层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路6009号新世界中心46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526