



宏观经济点评报告

宏观经济点评
证券研究报告

宏观经济组

分析师：宋雪涛（执业 S1130525030001）

songxuetao@gjzq.com.cn

欲拒还迎的 Fed Put

基本内容

如果没有放缓缩表，3月的FOMC会议其实展现出了相当程度的独立性：既不对当前的软数据过度担忧（强调硬数据依然稳健），又认为民众对于经济的不满更多是因为更高的价格水平（强化去通胀重要性）。

但面对持续调整的美股，“特马改革”带来的不确定性激增和初见成效的反移民政策，鲍威尔也不得不做出一定的妥协。超预期的放缓缩表以及对关税冲击的“暂时性”判断，从某种程度上给出了一个Fed Put的承诺。

值得注意的是，这个Fed Put并不“那么情愿”，所以也“没那么坚实”。

在“鸽派”和“鹰派”之间，鲍威尔选择了“鸭派”（即表面镇定，实际无主）；在“太积极”和“太不积极”之间，鲍威尔选择了市场与白宫都不得罪；看不清形势也是客观存在的事实，所以货币没有政策，只有对策。

但在弥漫着经济政策不确定性的氛围中，选择数据依赖就意味着大概率行动将落后于曲线；即使数据依然坚实，不确定性的进一步走高或将倒逼联储在下一次会议被迫更加积极地应对。

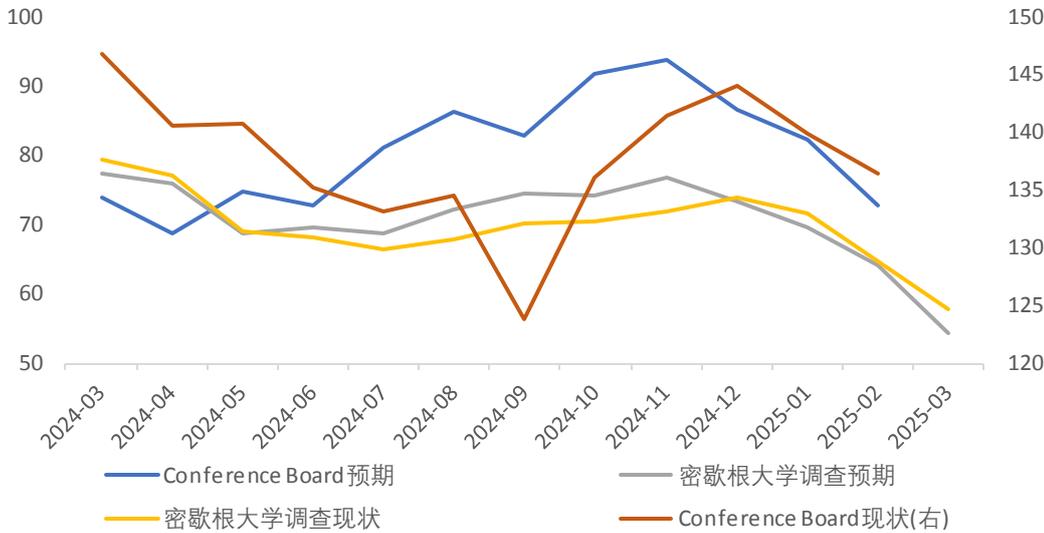
风险提示

1) “特马改革”的进程推进节奏 2) 关税对物价超预期传导，影响联储货币政策节奏 3) 特朗普移民政策的不确定性产生薪资压力 4) 全球AI叙事审美的扭转和对“美国科技领先论”的质疑加剧



如果没有放缓缩表，3月的FOMC会议其实展现出了相当程度的独立性：既不对当前的软数据过度担忧（强调硬数据依然稳健），又认为民众对于经济的不满更多是因为更高的价格水平（强化去通胀重要性）。

图表 1：联储并没有给予持续走低的软数据更高的权重



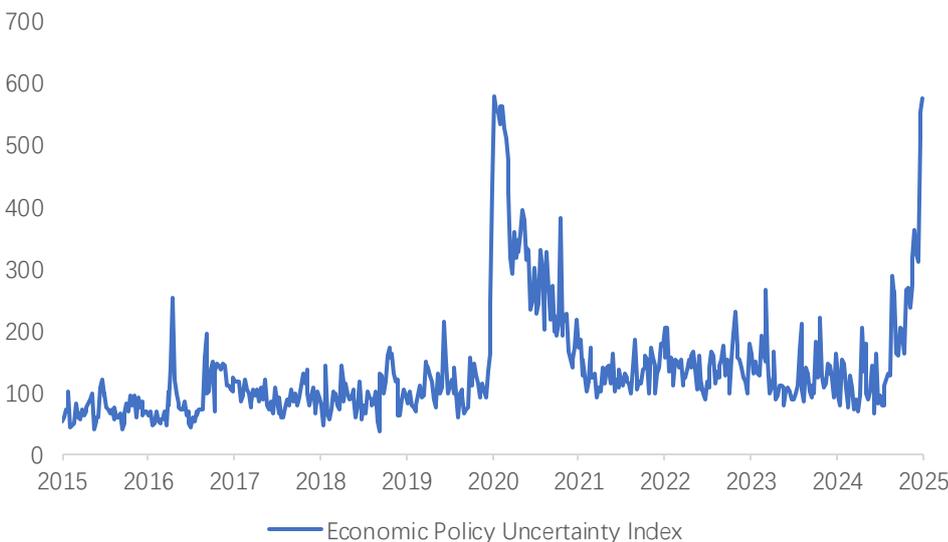
来源：Bloomberg，国金证券研究所

但面对持续调整的美股，“特马改革”带来的不确定性激增和初见成效的反移民政策，鲍威尔也不得不做出一定的妥协。超预期的放缓缩表以及对关税冲击的“暂时性”判断，从某种程度上给出了一个 Fed Put 的承诺。

值得注意的是，这个 Fed Put 并“不那么情愿”，所以也“没那么坚实”。

受限于政治因素，鲍威尔无法直接评价“特马改革”和“反移民政策”的负面冲击，又强调美国当前仅仅是“氛围衰退”（软数据≠硬数据）。因此，联储需要看到更大的混乱来给自己行动的理由（短期不愿意为“特马改革”买单），这很难给美股带来持续性的信心支撑。

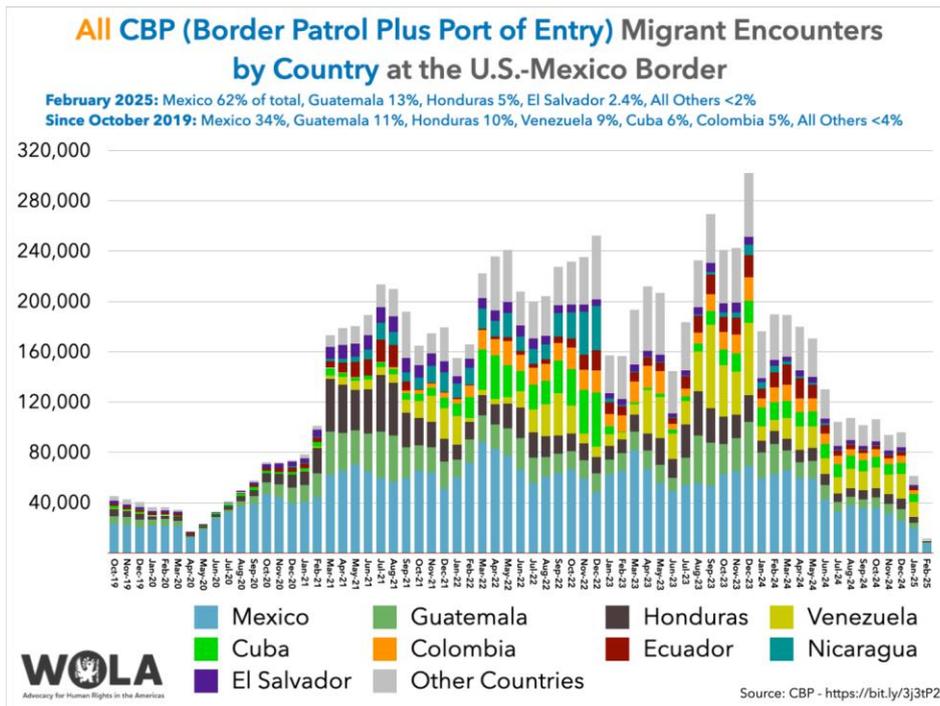
图表 2：无需再过度强调美国经济的不确定性



来源：FRED，国金证券研究所



图表 3：在特朗普上任的一个完整月中，美墨边境移民数量急剧下降



来源：WOLA, CPB, 国金证券研究所

总的来说，整个政策组合对于市场算是一个短期的交代与安抚，对于特朗普（贝森特）也算是给出了友善的回应。

当前鲍威尔倾向于关税对物价是一次性冲击，无需货币政策过多反应，这与贝森特的态度一致。放缓缩表虽然对于压低长端利率几无帮助，但也至少没有和特朗普更低利率的诉求“对着干”。

在“鸽派”和“鹰派”之间，鲍威尔选择了“鸭派”（即表面镇定，实际无主）；在“太积极”和“太不积极”之间，鲍威尔选择了市场与白宫都不得罪；看不清形势也是客观存在的事实，所以货币没有政策，只有对策。

至于3月FOMC更新的SEP，其参考意义则极为有限。所有人都知道美国的不确定性在陡然提升，所有人也都知道美国经济在关税和改革的冲击下正在走向偏滞胀的方向（经济的下行和通胀的上行风险），这些都早被充分“看穿”。

随着4月1号贸易调查报告的出炉和4月2号对等关税的落地，以及中东和俄乌局势对能源价格的扰动，增长和通胀预期会迅速纳入新变量。

内生动能的周期性走弱被特朗普政策的随意性所放大；短期内市场和特朗普的诉求依然无法收敛：市场要增长，特朗普要改革，而联储只是个裱糊匠。

鲍威尔不愿意当下立刻为其买单，只能不情愿地提供并不“坚实”的Fed Put；目的不在于托底，而在于限制不确定性对市场的进一步扩散。

但在弥漫着经济政策不确定性的氛围中，选择数据依赖就意味着大概率行动将落后于曲线；即使数据依然坚实，不确定性的进一步走高或将倒逼联储在下次会议被迫更加积极地应对。

风险提示

- 1) “特马改革”的进程推进节奏可能存在与文中分析不一致的变化。马斯克作为“编外”人员参与美国政府改革，主要依靠其与特朗普在价值观上的高度认可。如果在接下来改革过程中马斯克的行为进一步引发更多内阁的不满，特朗普或为了平息“法律意义下”美国政府成员的情绪，阶段性削减甚至剥夺马斯克的DOGE高级顾问权。
- 2) 特朗普关税政策的不确定性使得在未来可能存在关税落地后对美国物价超预期传导。从可贸易部门通胀出发，向服务业等对美国影响更为深远的不可贸易业成本传导，这将影响联储货币政策节奏。
- 3) 美国通胀暂时性的判断可能受到特朗普移民政策的影响。低技能劳动力薪资增速压力增加，进而直接向不可贸易部门传导。



4) 全球 AI 叙事审美的扭转和对“美国科技领先论”的质疑加剧。全球 AI 叙事已经不再是单纯的美国主导，如果中国不停的拿出阶段性改良的产品和应用，着重于盈利能力的提升，美股的 AI 叙事面临更大冲击，进而倒闭联储更积极托底。



特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究