

# 美元降息周期未止——美联储 3 月会议点评

宏观点评

日期： 2025.03.21

分析师 尤春野

登记编码：S0950523100001

☎：021-61102508

✉：youchunye1@wkzq.com.cn

## 事件描述

北京时间 3 月 20 日凌晨，美联储公布 3 月份会议决议。会议决定维持 4.25%-4.5% 的利率水平不变，同时放缓缩表，将美国国债的每月赎回上限从 250 亿美元下调至 50 亿美元，机构 MBS 赎回上限不变。

## 事件点评

**美元降息周期将持续。**我们认为美联储 3 月会议上三个较为重要的信号：第一，美联储对经济的预期更为谨慎，对前景的展望更偏“滞胀”。比于 2024 年 12 月会议，美联储下调了经济预期而上调了通胀预期，即对未来的预期更偏“滞胀”倾向。第二，美联储预计降息周期还将持续较长时间。3 月会议的利率点阵图显示，美联储官员预计年内降息两次，明年继续降息两次，2027 年也将继续降息。即在美联储目前的框架中，降息周期还将持续三年以上。第三，美联储主席鲍威尔重提“通胀暂时论”。美联储对于经济前景的预期是偏向于“滞胀”的。而“滞胀”通常会给货币政策带来两难抉择，即从经济下行的角度而言应当降息，而从通胀高企的角度而言应当加息。而鲍威尔的“通胀暂时论”就给出了对于这一两难选择的答案：目前美联储认为关税通胀是暂时的，那么当通胀和经济抉择之时就更可能偏向于呵护经济。所以我们认为美联储继续降息的周期的意愿较强。

**美联储 3 月会议利好流动性环境。**由于美联储表态偏鸽，我们认为中国货币政策面临的外部不确定性降低，可以更加“以我为主”。在去年四季度“特朗普交易”兴起以来，美国再通胀的压力推动美联储转鹰，美元大幅上涨，人民币汇率一度面临较大的贬值压力，这也对中国货币政策宽松的力度形成一定制约。而今美联储重申降息周期的趋势，有助于缓解人民币汇率的压力，从而拓宽中国货币政策的空间。我们预计在“适度宽松”的取向下，二季度将会有进一步的降准及结构性货币宽松政策出台。美联储偏鸽的态度利好金融资产价格。在美国“关税通胀”的压力下，市场对美联储未来的行动路径有较多担忧，甚至对于降息周期会持续多久也存在疑虑。但是本次会议维护了降息周期的预期，利好股、债、商品等各类资产价格。虽然未来进一步降息的节奏尚存在较大不确定性，但只要降息周期的大背景不变，流动性对于资产价格的冲击就始终有限。中国资产的安全垫也将提升。

**风险提示：**

- 1、美国通胀过快上升；
- 2、美国经济陷入衰退。

## 美联储维持利率不变，放缓缩表

北京时间3月20日凌晨，美联储公布3月份会议决议。会议决定维持4.25%-4.5%的利率水平不变，同时放缓缩表，将美国国债的每月赎回上限从250亿美元下调至50亿美元，机构MBS赎回上限不变。美联储声明中删除了就业和通胀风险大体均衡的说法，称经济前景不确定性增加。

会议结束后，美元指数下跌，美国10年期国债收益率下行，美股与黄金上涨。从资本市场表现来看，市场认为美联储的表态较为鸽派。

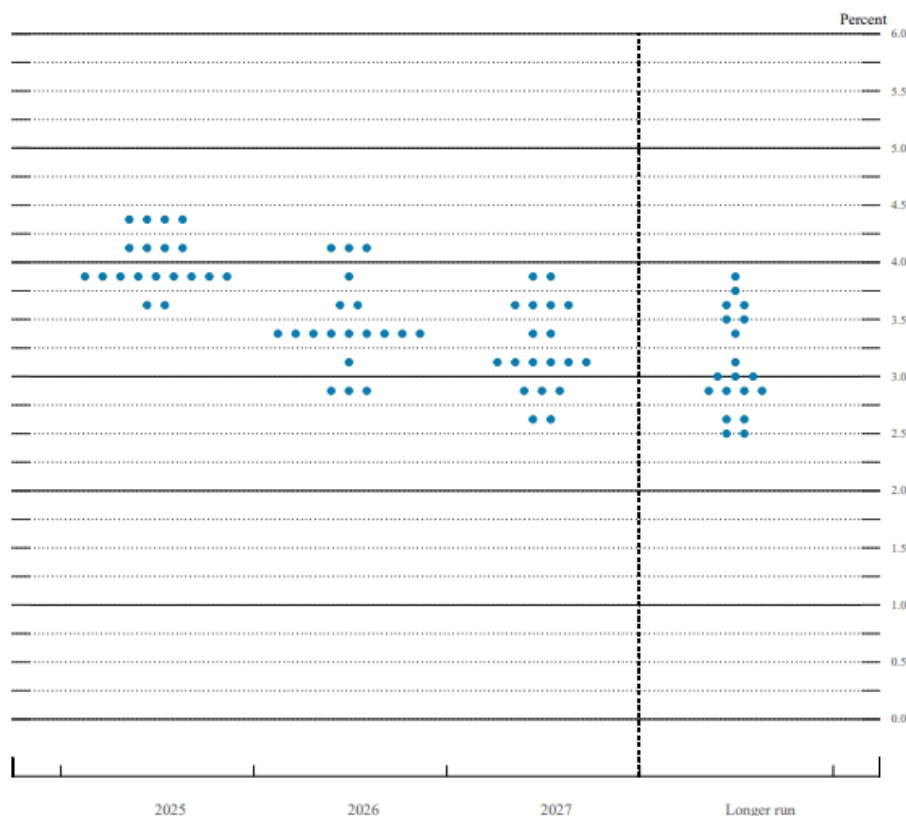
## 美元降息周期将持续

我们认为美联储3月会议上三个较为重要的信号：

**第一，美联储对经济的预期更为谨慎，对前景的展望更偏“滞胀”。**相比于2024年12月会议的预期，美联储将2025年经济增速预期从2.1%下调至1.7%，将失业率预期从4.3%提升至4.4%，将核心PCE同比涨幅预期从2.5%提升至2.8%。下调经济预期的同时上调通胀预期，即对未来的预期更偏“滞胀”倾向。

**第二，美联储预计降息周期还将持续较长时间。**3月会议的利率点阵图显示，美联储官员预计2025年底的联邦基金利率中枢将为3.9%，即年内预计还有两次降息。2026年底利率中枢将为3.4%，即预计明年还有两次降息。2027年底利率中枢为3.1%，长期利率中枢为3%，即2027年也将进一步降息。从点阵图显示的信息来看，在美联储目前的框架中，降息周期还将持续三年以上。

图表1：美联储点阵图



资料来源：FOMC，五矿证券研究所

**第三，美联储主席鲍威尔重提“通胀暂时论”。**鲍威尔在新闻发布会上表示：“有时，如果通胀在我们不采取行动的情况下会迅速消失，如果它是暂时的，那么适合忽略通胀。关税通胀

的情况可能就是如此。”如前文所述，美联储对于经济前景的预期是偏向于“滞胀”的。而“滞胀”通常会给货币政策带来两难抉择，即从经济下行的角度而言应当降息，而从通胀高企的角度而言应当加息。而鲍威尔的“通胀暂时论”就给出了对于这一两难选择的答案：目前美联储认为关税通胀是暂时的，那么当通胀和经济抉择之时就更可能偏向于呵护经济。所以我们认为美联储继续降息的周期的意愿较强。

综合以上信息，我们认为美元仍处于降息周期之中并将持续较长时间，区别只在于降息节奏的快慢。全球流动性环境仍将趋向宽松。

## 美联储 3 月会议利好流动性环境

由于美联储表态偏鸽，我们认为中国货币政策面临的外部不确定性降低，可以更加“以我为主”。在去年四季度“特朗普交易”兴起以来，美国再通胀的压力推动美联储转鹰，美元大幅上涨，人民币汇率一度面临较大的贬值压力，这也对中国货币政策宽松的力度形成一定制约。而今美联储重申降息周期的趋势，有助于缓解人民币汇率的压力，从而拓宽中国货币政策的空间。我们预计在“适度宽松”的取向下，二季度将会有进一步的降准及结构性货币宽松政策出台。

**美联储偏鸽的态度利好金融资产价格。**在美国“关税通胀”的压力下，市场对美联储未来的行动路径有较多担忧，甚至对于降息周期会持续多久也存在疑虑。但是本次会议维护了降息周期的预期，利好股、债、商品等各类资产价格。**虽然未来进一步降息的节奏尚存在较大不确定性，但只要降息周期的大背景不变，流动性对于资产价格的冲击就始终有限。中国资产的安全垫也将提升。**

## 风险提示

1. 美国通胀过快上升。
2. 美国经济陷入衰退。

## 分析师声明

作者在中国证券业协会登记为证券投资咨询(分析师),以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。作者保证:(i)本报告所采用的数据均来自合规渠道;(ii)本报告分析逻辑基于作者的职业理解,并清晰准确地反映了作者的研究观点;(iii)本报告结论不受任何第三方的授意或影响;(iv)不存在任何利益冲突;(v)英文版翻译与中文版有所歧义,以中文版报告为准;特此声明。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现,也即以报告发布日后的6到12个月内的公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中:A股市场以沪深300指数为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在20%及以上;
		增持	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于5%~20%之间;
		持有	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于-10%~5%之间;
		卖出	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在-10%及以下;
		无评级	预期对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业评级	看好	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%~10%之间;
		看淡	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

## 一般声明

五矿证券有限公司(以下简称“本公司”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告即视其为客户,本报告仅在相关法律许可的情况下发放,并仅为提供信息而发放,概不构成任何广告。本报告的版权仅为本公司所有,未经本公司书面许可,任何机构和个人不得以任何形式对本研究报告的任何部分以任何方式制作任何形式的翻版、复制或再次分发给任何其他人。如引用须联络五矿证券研究所获得许可后,再注明出处为五矿证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。在刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的同时,也应注明本报告的发布人和发布日期及提示使用证券研究报告的风险。若未经授权刊载或者转发本报告的,本公司将保留向其追究法律责任的权利。若本公司以外的其他机构(以下简称“该机构”)发送本报告,则由该机构独自为此发送行为负责。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入或将产生波动;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;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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,不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。在任何情况下,报告中的信息或意见不构成对任何人的投资建议,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下,本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利,不与投资者分享投资收益,也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司及作者在自身所知情范围内,与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

五矿证券版权所有。保留一切权利。

## 特别声明

在法律许可的情况下,五矿证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此,投资者应当考虑到五矿证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突,投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 联系我们

上海	深圳	北京
地址:上海市浦东新区陆家嘴街道富城路99号震旦国际大厦30楼 邮编:200120	地址:深圳市南山区滨海大道3165号五矿金融大厦23层 邮编:518035	地址:北京市东城区朝阳门北大街3号五矿广场C座3F 邮编:100010

## Analyst Certification

The research analyst is primarily responsible for the content of this report, in whole or in part. The analyst has the Securities Investment Advisory Certification granted by the Securities Association of China. Besides, the analyst independently and objectively issues this report holding a diligent attitude. We hereby declare that (1) all the data used herein is gathered from legitimate sources; (2) the research is based on analyst's professional understanding, and accurately reflects his/her views; (3) the analyst has not been placed under any undue influence or intervention from a third party in compiling this report; (4) there is no conflict of interest; (5) in case of ambiguity due to the translation of the report, the original version in Chinese shall prevail.

## Investment Rating Definitions

The rating criteria of investment recommendations		Ratings	Definitions
The ratings contained herein are classified into company ratings and sector ratings (unless otherwise stated). The rating criteria is the relative market performance between 6 and 12 months after the report's date of issue, i.e. based on the range of rise and fall of the company's stock price (or industry index) compared to the benchmark index. Specifically, the CSI 300 Index is the benchmark index of the A-share market. The Hang Seng Index is the benchmark index of the HK market. The NASDAQ Composite Index or the S&P 500 Index is the benchmark index of the U.S. market.	Company Ratings	BUY	Stock return is expected to outperform the benchmark index by more than 20%;
		ACCUMULATE	Stock relative performance is expected to range between 5% and 20%;
		HOLD	Stock relative performance is expected to range between -10% and 5%;
		SELL	Stock return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%;
		NOT RATED	No clear view of the stock relative performance over the next 6 months.
	Sector Ratings	POSITIVE	Overall sector return is expected to outperform the benchmark index by more than 10%;
		NEUTRAL	Overall sector expected relative performance ranges between -10% and 10%;
		CAUTIOUS	Overall sector return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%.

## General Disclaimer

Minmetals Securities Co., Ltd. (or "the company") is licensed to carry on securities investment advisory business by the China Securities Regulatory Commission. The Company will not deem any person as its client notwithstanding his/her receipt of this report. The report is issued only under permit of relevant laws and regulations, solely for the purpose of providing information. The report should not be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell, buy or subscribe for securities or other financial instruments. The information presented in the report is under the copyright of the company. Without the written permission of the company, none of the institutions or individuals shall duplicate, copy, or redistribute any part of this report, in any form, to any other institutions or individuals. The party who quotes the report should contact the company directly to request permission, specify the source as Equity Research Department of Minmetals Securities, and should not make any change to the information in a manner contrary to the original intention. The party who re-publishes or forwards the research report or part of the report shall indicate the issuer, the date of issue, and the risk of using the report. Otherwise, the company will reserve its right to taking legal action. If any other institution (or "this institution") redistributes this report, this institution will be solely responsible for its redistribution. The information, opinions, and inferences herein only reflect the judgment of the company on the date of issue. Prices, values as well as the returns of securities or the underlying assets herein may fluctuate. At different periods, the company may issue reports with inconsistent information, opinions, and inferences, and does not guarantee the information contained herein is kept up to date. Meanwhile, the information contained herein is subject to change without any prior notice. Investors should pay attention to the updates or modifications. The analyst wrote the report based on principles of independence, objectivity, fairness, and prudence. Information contained herein was obtained from publicly available sources. However, the company makes no warranty of accuracy or completeness of information, and does not guarantee the information and recommendations contained do not change. The company strives to be objective and fair in the report's content. However, opinions, conclusions, and recommendations herein are only for reference, and do not contain any certain judgments about the changes in the stock price or the market. Under no circumstance shall the information contained or opinions expressed herein form investment recommendations to anyone. The company or analysts have no responsibility for any investment decision based on this report. Neither the company, nor its employees, or affiliates shall guarantee any certain return, share any profits with investors, and be liable to any investors for any losses caused by use of the content herein. The company and its analysts, to the extent of their awareness, have no conflict of interest which is required to be disclosed, or taken restrictive or silent measures by the laws with the stock evaluated or recommended in this report.

Minmetals Securities Co. Ltd. 2019. All rights reserved.

## Special Disclaimer

Permitted by laws, Minmetals Securities Co., Ltd. may hold and trade the securities of companies mentioned herein, and may provide or seek to provide investment banking, financial consulting, financial products, and other financial services for these companies. Therefore, investors should be aware that Minmetals Securities Co., Ltd. or other related parties may have potential conflicts of interest which may affect the objectivity of the report. Investors should not make investment decisions solely based on this report.

## Contact us

### Shanghai

Address: 30/F, Zhendan International Building, No.99 Fucheng Road, Lujiazui Street, Pudong New District, Shanghai  
Postcode: 200120

### Shenzhen

Address: 23F, Minmetals Financial Center, 3165 Binhai Avenue, Nanshan District, Shenzhen  
Postcode: 518035

### Beijing

Address: 3/F, Tower C, Minmetals Plaza, No.3 Chaoyangmen North Street, Dongcheng District, Beijing  
Postcode: 100010