

地缘风险不确定性令美联储进入审慎观望期，年内降息空间有所收窄

——美联储 3 月货币政策会议点评与展望

研究发展部高级副总监 白雪

事件：美东时间 3 月 18 日，美联储宣布将联邦基金利率维持在 3.50%—3.75% 区间不变，符合市场普遍预期。美联储决议声明显示，近期经济活动一直以稳健的速度扩张。就业增长保持在较低水平，近几个月失业率变化不大，同时通胀水平仍偏高。值得注意的是，声明中加入了地缘因素的表述：中东局势发展对美国经济的影响尚不明确。

最新公布的经济预期概要（SEP）中，美联储上调了今年经济增速预期 0.1 个百分点至 2.4%，预计今年核心 PCE 增速 2.7%，与去年 12 月预测上修 0.2 个百分点，整体 PCE 今年上修 0.3 个百分点至 2.7%。美联储预计今年失业率 4.4%，与上次预测持平。点阵图显示，2026 年利率中值 3.4%，对应降息 1 次。2027 年和 2028 年利率中值 3.1%，对应区间 3.00%—3.25%。点阵图显示美联储内部分歧依然巨大，19 位与会者中，预计今年降息 1 次或不降息的各有 7 位。

鲍威尔在记者会上表示，在未看到通胀进一步改善前不会降息，“下一步可能加息”的讨论已被提及。他表示，伊朗战争对经济造成的影响尚不能确定，当前通胀回落进展停滞，关税与油价上涨正形成叠加压力，并逐步向核心通胀传导，商品降温至少需等到年中。此外，他确认在调查期间不会离开美联储，若继任者未获参议院确认，将在任期结束后以临时主席身份继续履职。

图 1 2025 年 12 月利率点阵图

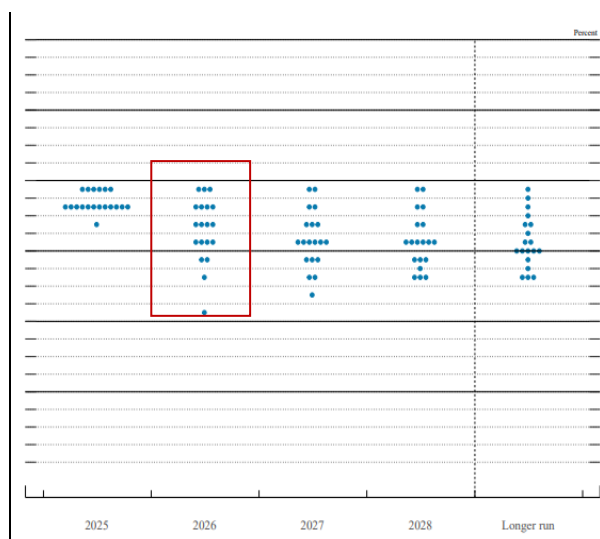
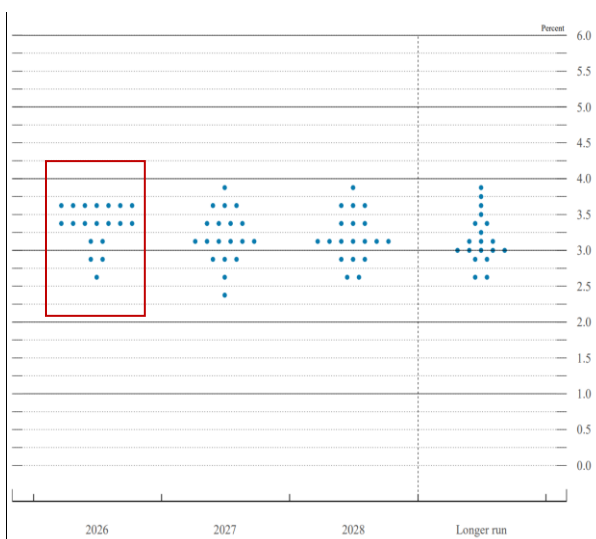


图 2 2026 年 3 月利率点阵图



来源：美联储，东方金诚

来源：美联储，东方金诚

对此，东方金诚解读如下：

本次会议利率决议美联储内部分歧减少，利率点阵图预计 2026 年仅降息 1 次的基准路径，加之长期中性利率上调，释放了“利率高位更久”的偏鹰派政策信号。本次会议 11:1 的投票结构表明，在近期中东地缘冲突推升能源价格的背景下，美联储决策层坚守了通胀优先原则，对于维持利率不变的分歧缩小。本次会议点阵图指向降息中位数与上次相似，即 2026 年和 2027 年分别降息 25bp，但 19 位委员中有 7 人预计今年不降息，较去年 12 月会议增加 1 人，显示鸽派阵营进一步收缩。此外，长期均衡利率由 3.0% 上调至 3.1%，意味着美联储认为美国经济潜在增速与均衡利率水平抬升，政策利率回归常态的周期被显著拉长。总体来看，长期利率上调叠加降息预期固化，标志着美联储将在短期内维持高利率，市场此前定价的 2 次及以上降息预期面临修正。

政策声明首次纳入中东局势不确定性的表述，表明地缘政治风险从外围变量升级为对政策的核心约束之一。对经济活动与劳动力市场的描述微调显示出，在当前数据波动加大的背景下，美联储对经济下行与通胀冲击的考量仍保持理性。本次声明新增“中东局势发展对美国经济的影响尚不确定”，这是美联储近年少有的直接将地区军事冲突纳入政策考量，标志着在当前美伊战争带来的高度不确定性阴影下，地缘政治风险从此前的一个外围变量升级为对政策的核心约束之一。此外，经济活动表述由前期的“稳健”调整为“温和增长”，一是体现了近期美国经济数据走弱趋势，二是体现出对能源价格飙升可能会冲击经济的预防性定价；劳动力市场表述由“企稳迹象”改为“近期变化较小”，背后对应着 2 月非农就业大幅减少 9.2 万人、失业率升至 4.4% 的边际走弱数据。但声明并未使用“疲软”等悲观措辞，避免强化市场宽松预期。通胀方面的表述维持“通胀仍高于 2% 目标”，并未因短期能源价格的大幅波动而调整定性——鲍威尔在发布会明确将油价冲击定义为“暂时性”，并未夸大地缘冲突对通胀的影响。

经济预测中同步上调了 2026 年 GDP 增速与通胀预期、下调失业率预测，意味着美联储对今年基本面的整体判断是“经济小幅加速 + 通胀黏性”，与市场的“滞涨担忧”形成对比，也意味着今年降息空间将有所收窄。

美联储将 2026 年实际 GDP 增速预测上修 0.1 个百分点，背后是美联储认为财政刺激下的居民消费韧性，以及持续的 AI 投资热潮将能推动今年美国经济进一步小幅提速；2026 年 PCE 通胀与核心 PCE 通胀均上调 0.2 个百分点，主要反映出能源与食品价格受地缘冲突的传导效应，以及核心通胀的黏性支撑。同时，在 2 月非农数据大幅下滑的背景下，美联储仍小幅下调今年失业率预测，表明决策层认为，虽劳动力市场总体降温，但 2 月非农的大幅下滑存在罢工、极端天气等临时性因素，劳动

力市场尚未进入趋势性恶化阶段。

总体来看，这一同步上调经济增速与通胀的预测组合，意味着美联储对今年整体经济的判断仍是“经济小幅加速 + 通胀黏性”的场景，这与目前市场存在的“滞涨担忧”形成对比——鲍威尔也在会后发布会上明确否认当前美国经济处于滞胀状态，并表示只有在经济情况严重得多的时候，才会使用“滞胀”这一表述。同时，这种预测组合也对应着美联储货币政策将“不紧不松”——若后续通胀超预期上行，降息时点将进一步后移。同时，对比市场预期，美联储的通胀预测也显著高于彭博一致预期，这意味着美联储内部对地缘冲突与关税政策可能再次推升通胀存在高度警惕，这也是其拒绝提前启动降息的核​​心依据。

鲍威尔强化了数据依赖与降息高门槛的政策框架，明确地缘冲突不改变抗通胀优先顺序，缩表操作维持常态化，释放清晰的鹰派偏中性信号。新闻发布会上，鲍威尔重申降息的核心前提是“有信心通胀持续向 2% 回归”，否定了为应对就业放缓而提前降息的可能性，直接打击市场鸽派预期。针对中东局势与油价，其定性为“暂时性供给冲击”，表示不会基于短期能源波动调整政策，避免重蹈 1970 年代滞胀应对失误的覆辙。缩表方面，美联储维持当前国债与 MBS 减持规模不变，未提及宽松调整，意味着流动性回笼仍在持续，金融条件未出现实质性放松。此外，鲍威尔回应个人任期问题时表示在调查结束前无意离职，稳定了决策层预期。我们认为，这一表态既未否认未来降息的大方向，也明确了通胀压力提升的背景下，年内可能仅 1 次降息的“缓降息”基准框架，符合美联储审慎平衡的政策定位。

美联储进入高利率审慎观望期，年内单次降息、降息时点后移成为基准情形。预计上半年将继续保持观望，下半年 9 月将有望开启降息，重新加息的可能性很低。

本次会议是美联储应对经济放缓与通胀上行风险并存的一个关键节点。将地缘冲突纳入政策框架、强化通胀优先序、降息门槛抬升，以及长期利率中枢上移，标志着美联储进入高利率审慎观望期。从历史经验看，当经济面临供给冲击与需求韧性并存时，货币政策最优解是维持利率稳定，避免过早宽松导致通胀反复。

预计上半年美联储将以数据观望为主。一方面是 3 月通胀料将在去年同期低基数与高油价的共振下与出现明显反弹，加之关税的最后阶段冲击仍将延续，通胀压力将重新显现，从而加大了后续通胀降温的难度，美联储需要确认通胀回落的可持续性；另一方面是鲍威尔任期结束前的政策惯性，美联储大概率不会在新主席就职前推出重大货币政策调整。下半年随着通胀压力逐步缓解，关税对通胀的影响趋弱，且美国经济增长面临的下行压力逐步显现，美联储降息窗口将正式开启，新主席上任后有望实施 1 次降息，以支撑经济增长。其中 9 月作为大选前最后一个独立决策窗口，是最佳降息时点，

也符合美联储“数据依赖”的承诺。

值得注意的是，虽本次会议鲍威尔提及美联储内部讨论加息选项，但我们认为，从央行的政策制定流程以及美联储历史上降息周期的操作来看，今年在降息周期中重启加息的可能性很小。事实上，中东地缘冲突虽推动油价上涨，但降息周期中外生冲击带来的通胀上升对核心通胀的传导相对不高，同时油价上涨也会带来经济下行压力。考虑到美国经济增长的内生动力有所减弱，因此再重新加息较难进入美联储的政策选择中，中长期来看货币政策仍将为偏宽松导向。

权利及免责声明：

本研究报告及相关信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权及其他知识产权归东方金诚所有，东方金诚保留与此相关的一切权利。建议各机构及个人未经书面授权，避免对上述内容进行修改、复制、逆向工程、销售、分发、引用或任何形式的传播。

本报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性及完整性由资料提供方 / 发布方负责。东方金诚已对该等资料进行合理审慎核查，但此过程不构成对其合法性、真实性、准确性及完整性的任何形式保证。

鉴于评级预测具有主观性和局限性，需提醒您：评级预测及基于此的结论可能与实际情况存在差异，东方金诚保留对相关内容随时修正或更新的权利。

本报告仅为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，不构成任何决策结论或建议。建议投资者审慎使用报告内容，自行承担投资行为及结果的责任，东方金诚不对此承担责任。

本报告仅授权东方金诚指定使用者按授权方式使用，引用时需注明来源且不得篡改、歪曲或进行类似修改。未获授权的机构及人士请避免获取或使用本报告，东方金诚对未授权使用、超授权使用或非法使用等不当行为导致的后果不承担责任。