

# 美国3月FOMC会议点评

## 中东硝烟改写降息剧本

### ◆ 经济研究 · 宏观快评

证券分析师:	<b>邵兴宇</b>	010-88005483	shaoxingyu@guosen.com.cn	执证编码: S0980523070001
证券分析师:	<b>田地</b>	0755-81982035	tianti2@guosen.com.cn	执证编码: S0980524090003
证券分析师:	<b>董德志</b>	021-60933158	dongdz@guosen.com.cn	执证编码: S0980513100001

### 事项:

3月19日, 美联储议息会议宣布政策利率维持在3.50-3.75%不变。

### 评论:

图1: FOMC会议决议声明要点梳理

维度	2026.03	2026.01	2025.12	2025.10
联邦基金利率	维持联邦基金利率在 <b>3.5%至3.75%</b> 的目标范围内。 隔夜回购最低买入利率为3.75% 隔夜逆回购发行利率为3.5%, 每个交易对手方每日限额为1600亿美元。必要时 <b>购买剩余期限为3年或以下的其他国债</b>	维持联邦基金利率在 <b>3.5%至3.75%</b> 的目标范围内。 隔夜回购最低买入利率为3.75% 隔夜逆回购发行利率为3.5%, 每个交易对手方每日限额为1600亿美元。必要时 <b>购买剩余期限为3年或以下的其他国债</b>	将联邦基金利率下调1/4个百分点, 至 <b>3.5%至3.75%</b> 的目标区间。 隔夜回购最低买入利率为3.75% 隔夜逆回购发行利率为3.5%, 每个交易对手方每日限额为1600亿美元。必要时 <b>购买剩余期限为3年或以下的其他国债</b>	将联邦基金利率调至 <b>3.75%至4%</b> 的目标区间。 隔夜回购最低买入利率为 <b>4%</b> , 操作总额上限为5000亿美元。 隔夜逆回购发行利率为 <b>3.75%</b> , 每个交易对手方每日限额为1600亿美元。
经济前景	经济前景仍存在高度不确定性。中东局势发展对美国的影响尚不明朗。 <i>(The implications of developments in the Middle East for the U.S. economy are uncertain)</i>	经济活动一直稳步扩张。 <i>(economic activity has been expanding at a solid pace)</i>	经济活动一直在以温和的步伐扩张。 <i>(economic activity has been expanding at a moderate pace)</i>	经济前景的不确定性依然高漲。 <i>(Uncertainty about the economic outlook remains elevated.)</i>
就业	就业增长依然缓慢, 近几个月来失业率变化不大。 <i>(Job gains have remained low, and the unemployment rate has been little changed in recent months)</i>	就业增长依然缓慢, 失业率已出现企稳迹象。 <i>(Job gains have remained low, and the unemployment rate has shown some signs of stabilization)</i>	就业增长有所放缓, 失业率截至9月有所小幅上升。 <i>(Job gains have slowed this year, and the unemployment rate has edged up through September)</i> 近期的指标趋势不变。 <i>(More recent indicators are consistent with these developments)</i>	就业增长放缓, 失业率略有上升但自八月以来仍处于低位。 <i>(Job gains have slowed this year, and the unemployment rate has edged up but remained low through August)</i> ……近几个月就业形势的下行风险在上升。 <i>(downside risks to employment rose in recent months.)</i>
通胀	货通胀率仍处于略高水平。 <i>(Inflation remains somewhat elevated.)</i>	货通胀率仍处于略高水平。 <i>(Inflation remains somewhat elevated.)</i>	通胀自今年早期有所回升, 并仍处于略高水平。 <i>(Inflation has moved up since earlier in the year and remains somewhat elevated)</i>	通胀率有所上升, 且仍处于略高水平。委员会力求……, 并将通胀率保持在2%左右。 <i>(Inflation has moved up since earlier in the year and remains somewhat elevated.)</i>
决议	Miran投出反对票, 主张下调25bp	Miran和Waller投出反对票, 主张下调25bp	Miran投出反对票, 主张下调50bp; Goolsbee和Schmid投出反对票, 主张维持不变	Miran投出反对票, 主张下调50bp; Schmid投出反对票, 主张维持不变

资料来源: Wind、美联储、国信证券经济研究所整理

### 摘要:

本次FOMC会议延续暂停降息, 整体基调中性偏鹰。会议声明首次明确提及中东局势不确定性 (*The implications of developments in the Middle East for the U.S. economy are uncertain*), 标志着地缘风险正式纳入政策函数。就业表述维持稳定 (*unemployment rate has been little changed in recent months*), 通胀仍被强调“略高” (*Inflation remains somewhat elevated*), 叠加沃勒“倒戈”, 内部投票分歧收敛, 美联储政策重心进一步向通胀端倾斜。综合来看, 短期政策取向取决于中东局势对通胀的冲击程度, 降息仍缺乏条件。

从经济基本面看, 通胀仍高于目标且面临上行扰动。2月CPI同比约2.4%、核心PCE约3.1%, 而能源冲击尚未完全体现, 后续存在再抬升风险, 市场对“滞胀”的关注明显升温。相比之下, 就业虽边际转弱 (非农转负、失业率升至4.4%), 但更多源于罢工、天气及结构性调整等因素, 呈现“弱而未崩”的特征, 对政策约束相对有限。

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

政策前瞻方面，3月SEP上调经济与通胀预期，点阵图显示2026-2027年各1次降息，CME利率期货隐含年内降息预期基本消失，市场定价向“更久更高”收敛。整体来看，通胀路径与地缘冲突（尤其能源风险）成为决定后续政策节奏的核心变量，在通胀未明显回落之前，美联储难以开启实质性宽松。

#### ◆ 降息暂缓，伊以冲突重塑美联储政策路径

3月议息会议延续暂停降息，整体基调中性偏鹰。声明新增对中东局势的表述，强调其对美国经济影响“不明朗”（*The implications of developments in the Middle East for the U.S. economy are uncertain*），意味着地缘风险已开始约束政策路径。就业方面，由“失业率企稳迹象”调整为“近几个月变化不大”（*unemployment rate has been little changed in recent months*），反映劳动力市场仍具韧性但未进一步转弱。通胀则继续被判断为“略高水平”（*Inflation remains somewhat elevated*），鲍威尔明确表示若通胀缺乏进展将不会降息，政策利率当前已处于中性区间上沿、略偏紧缩。整体来看，美联储进入“观望—验证”阶段，后续政策节奏的关键在于通胀路径及以霍尔木兹海峡为代表的能源风险演化。

沃勒倒戈，内部分歧收敛，政策重心再度偏向通胀。从投票结果看，3月仅米兰一人支持降息25bp，而1月会议中同为反对票的沃勒此次转为支持按兵不动，显示内部立场明显收敛。沃勒“倒戈”反映出在当前“两难”格局下（就业下行风险与通胀上行风险并存），美联储更倾向于优先稳定通胀预期，而非提前启动降息。整体而言，鸽派声音阶段性弱化，短期维持高利率成为更一致的路径选择。

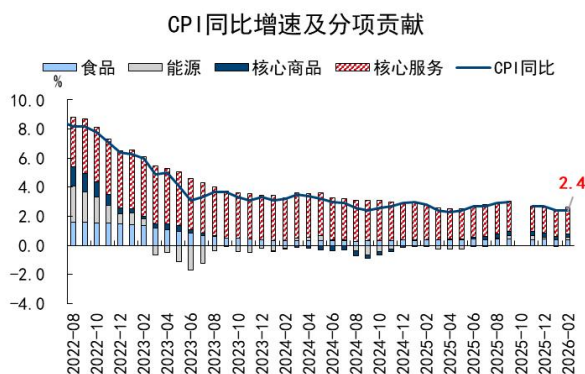
从市场反应看，本次会议后资产价格出现典型鹰派定价。美股与黄金回落，美元走强，美债收益率上行，政策信号正在修正，即在通胀仍具粘性、地缘风险上升的背景下，美联储短期内缺乏开启宽松的条件，市场对年内降息次数与时点的预期有所收敛。与此同时，鲍威尔在发布会上回应其去留问题，明确表示在相关调查“完全透明且彻底结束之前，不会考虑离开委员会”。这一点的含义在于，至少在5月之后的一段时间内，外部政治力量（如潜在的新一轮提名）难以及时介入，从而降低了政策路径被“鸽派替换”扰动的可能性。

总体来看，我们认为本次FOMC会议的表述，体现出鹰派取向的边际强化与政策重心的再度上移。一是对中东局势的不确定性表述将地缘风险正式纳入决策函数；二是就业表述维持稳，削弱了短期宽松的必要性；三是通胀仍被强调“略高”。降息路径继续后移，利率环境仍需观望后续战争烈度。

#### ◆ 通胀风险上升，降息存在约束

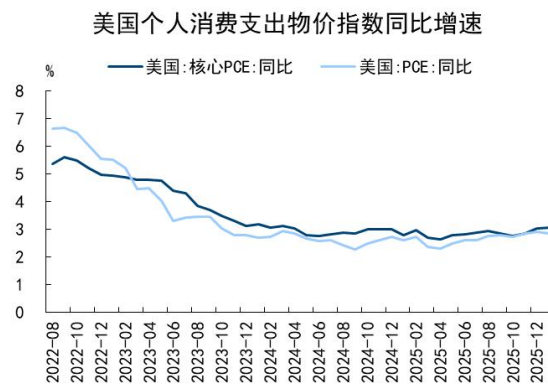
当前美国通胀水平仍高于政策目标，约束明显。2月CPI同比约2.4%，核心PCE同比约3.1%，均高于2%的长期锚定水平。更关键的是，2月通胀数据尚未充分反映中东局势推升油价的影响，能源冲击的滞后传导意味着后续通胀读数仍存在上行压力。在此背景下，市场对“滞胀”风险的关注明显升温。当前政策函数已出现明显倾斜，即在增长尚未显著恶化之前，优先确保通胀预期不再失锚，这也是本轮会议中性偏鹰的内在逻辑。

图2：美国CPI同比增速



资料来源：Wind、BLS、国信证券经济研究所整理

图3：美国个人消费支出物价指数同比增速



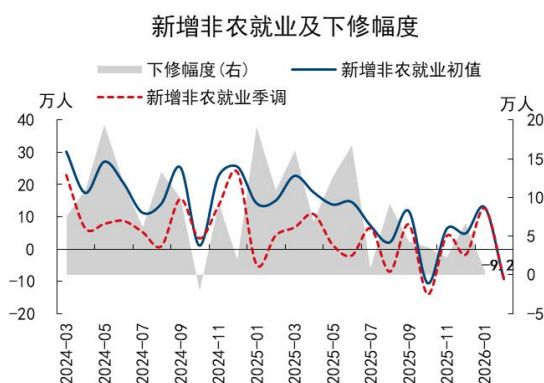
资料来源：Wind、BLS、国信证券经济研究所整理

◆ 就业面临一次性冲击，弱而未崩

动力市场确有走弱迹象，但更多体现为一次性冲击与结构性调整的叠加。2月非农就业意外下降9.2万人，失业率升至4.4%。从结构上看，一方面医疗行业罢工、极端天气等因素对数据形成扰动，具有一定“噪音”属性；另一方面，信息、科技等行业持续裁员，叠加AI替代与企业降本增效趋势，就业市场正经历结构性重塑

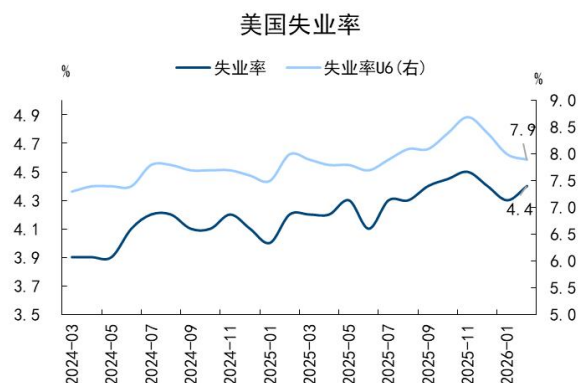
权衡来看，当前就业并非趋势性崩塌，而是“弱而未崩”。当前尚未形成失业率快速上行或需求塌陷的链条，因此就业对政策的约束力相对有限，难以压过通胀端的不确定性。美联储更倾向于延续观望而非转向宽松。

图4：新增非农就业



资料来源：Wind、BLS、国信证券经济研究所整理

图5：美国失业率



资料来源：Wind、BLS、国信证券经济研究所整理

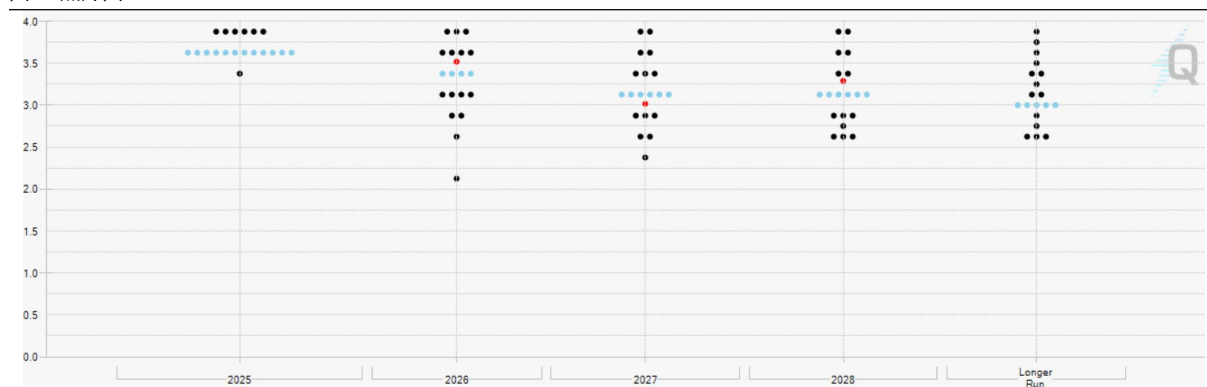
◆ SEP 上调经济与通胀预期，降息路径显著后移

3月SEP整体上修经济与通胀预期，CME 利率期货隐含的年内降息预期基本消失，点阵图显示2026与2027各降息一次，政策路径更加谨慎。

本质上，这反映出当前市场对通胀风险的高度敏感，在经历疫情、供应链冲击以及能源扰动之后，通胀预期的再度上行成为最核心的不确定性来源。

通胀风险的关键变量并不完全在内生需求，而在于外生冲击的持续性。正如我们在《全球变局（3）》中所指出的，本轮通胀扰动更大程度取决于地缘冲突的演化路径，尤其是中东局势与能源运输风险。如果冲突持续时间较长，油价中枢抬升将通过运输与成本渠道逐步传导至通胀，强化“粘性通胀”特征，从而进一步约束美联储降息空间。反之，若冲突边际缓和，则当前的通胀压力可能仍具阶段性特征。

图6：点阵图



资料来源：Wind、CME Fed Watch、国信证券经济研究所整理

◆ 风险提示

海外经济体政策不确定性，外部需求下滑。

相关研究报告：

《2月金融数据解读-企业借钱扩张，居民捂紧钱包》——2026-03-13

《美国2月CPI点评-TACO落空，滞胀隐现》——2026-03-12

《1-2月进出口数据点评-算力争夺成为出口主线》——2026-03-11

《通胀数据快评-PPI环比仍强》——2026-03-09

《2月非农数据点评-“弱就业”与“高油价”下的两难抉择》——2026-03-07

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（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。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032