

3 月美联储 FOMC 会议：保持不变即稳定预期



沈夏宜 分析师

Email:shenxiayi@lczq.com

证书:S1320523020004



杨见一 研究助理

Email:yangjianyi@lczq.com

核心观点：

美国 3 月 19 日 FOMC 会议决议维持当前 425-450bps 的利率区间不变，并从 4 月开始进一步放缓缩表节奏。3 月美联储经济预期摘要（SEP）下调了美国未来三年的 GDP 增长预期，小幅上调了失业率和通胀预期，且会议声明中强调“美国经济前景不确定性有所增加”，指向委员会将近期美国经济指标放缓、特朗普政策不确定性增加的宏观环境变化纳入考量。从记者会表述来看，鲍威尔承认通胀预期上调是来自于关税政策的通胀压力，但同时强调如果关税通胀是暂时性的（transitory），则无需联储采取措施，对于特朗普政策的风险“轻拿轻放”，安抚市场对于极端情形下美联储再次加息的担忧。市场对美联储会议解读偏鸽派，会议结束后出现宽松交易，美股上涨、美债利率下行、美元指数下行。

会议要点：

- 联邦基金利率指引：**3 月会议中，FOMC 委员会赞成 2025 年更大幅度降息的成员数量减少，但维持了 2025 年降息至 3.75-4.00% 区间的中位数，提振市场对今年降息 2 次的信心。但是，自从 2 月末美国经济指标走弱后，市场对美联储 2025 年降息预期已经充分交易，市场预期降息次数（2.3 次）高于美联储前瞻指引给出的降息次数（2 次），提示后续美联储降息不及预期的风险。
- 意外宣布放缓缩表节奏：**会议声明提到，美联储将于 4 月 1 日开始放缓资产负债表缩表步伐，美债减持上限从 250 亿美元/月放缓至 50 亿美元/月，MBS 减持上限维持在 350 亿美元/月。鲍威尔在记者会上表示，他认为美国货币市场出现了一定的紧缩迹象，但当前联储准备金水平仍然充裕，放缓缩表目的仅是延长缩表过程，有助于缩表“软着陆”。放缓缩表是美联储的技术性决定，与货币政策立场无关，且中期之内不影响资产负债表规模。2024 年年末以来，随着准备金水平下降，美国 SOFR 出现因月末流动性需求增加而短暂超过目标利率区间的情形。美联储或对流动性进一步收支持谨慎态度，尽可能避免 2019 年类似的流动性危机。
- 经济预期摘要变化隐含“滞胀”担忧：**3 月 SEP 中，委员会对 2025 年实际 GDP 增速的预测中位数由 12 月的 2.1% 降至 1.7%，PCE 通胀水平则由 12 月的 2.5% 升至 2.7%，失业率由 4.3% 微升至 4.4%。结合记者会表态，鲍威尔被问及通胀预期较高有多少是由关税引起，并表示“很

相关报告

2 月金融数据点评：二季度或是“择机降准降息”的关键窗口

2025.03.17

美国 2 月 CPI 点评：通胀不及预期，延缓“再通胀”担忧

2025.03.13

1-2 月外贸数据点评：出口走弱了吗？

2025.03.12

大一部分”，但具体程度很难精确评估。经济数据方面，他提到美联储已经关注到 1-2 月美国经济软性指标放缓的情况，但认为硬性指标仍然稳健，后续观察软性指标疲软向硬性指标传递的可能性。总结来看，FOMC 成员认为美国通胀存在上行风险、经济存在下行风险，但目前仍较为可控，衰退概率偏低。美联储在经济指标预期转差的情况下仍保持降息两次的利率前瞻指引不变，反映美联储以“不变”稳定市场预期目的。

记者会部分表述：

有记者询问高通胀是否由关税造成，是否为一次性冲击，鲍威尔表示“很难评估有多少通胀来自于关税，很难区分实际的影响程度。目前很难判断是否是一次性的影响，更关键的在于通胀预期是否稳定”。目前鲍威尔承认特朗普关税政策确对通胀造成影响，但更强调其对长期通胀的影响程度。是否为一次性冲击仍需关注未来的政策信息以及数据表现，不会忽视中长期通胀预期发生变化的迹象。

针对五月份是否会降息的问题，鲍威尔表示“不会急于采取行动，等待经济形势明朗”，“如果劳动力市场疲软，可以在必要时放松政策，如果经济保持强劲，通胀没有持续稳定朝着 2% 的方向发展，美联储可能在更长时间内保持政策的限制性。”鲍威尔更倾向于目前通胀高涨为“一次性冲击”的可能性较大，仍然需要更多的经济信号来确保政策调整的及时性和有效性，态度温和。

有记者指出目前消费者信心恶化、经济增长放缓，是否会对企业和家庭支出、投资水平造成影响。鲍威尔指出目前“软数据”虽有下行趋势，但是“硬数据”表现良好。劳动力市场保持稳健，失业率维持在 4.1% 的低位，接近自然失业率水平，非农增长虽集中在教育、医疗等领域但政府并不会过多干预。劳动力市场的良好表现表示美国经济距离衰退仍有一段距离，美联储并不会“超前”关注软数据对硬数据的影响。

记者提问美联储为何放缓缩表速度，鲍威尔表示这是“美联储做出的技术性决策，财政部一般账户 TGA 资金的减少导致准备金增加，使得货币市场出现紧缩迹象”。但目前并没有放缓 MBS 减持速度的计划，“我们希望 MBS 从我们的资产负债表中剥离”。但是鲍威尔强调这一调整与货币政策无关，不会影响资产负债表的最终规模。由于经济增长放缓，但未陷入衰退，就业市场大致平衡，美联储仍在观望通胀，同时也在防范紧缩政策对经济的冲击，不再激进缩表。

鲍威尔认为，当前美国经济面临“异常高”的不确定性，尤其是关税政策的影响，使得美联储在降息问题上保持谨慎态度，“不急于降息”，选择“等待经济形势更加明朗”。如果经济保持强劲，通胀没有持续稳定朝着 2% 的方向发展，美联储可能在更长时间内保持政策的限制性；如果劳动力市场超预期走弱，或通胀下降速度快于预期，也可以相应地放松政策。

问：美联储是否会在五月份降息？

答：我们不会急于采取行动。如果经济保持强劲，通胀没有持续稳定朝着 2% 的方向发展，美联储可能在更长时间里保持政策的限制性；如果劳动力市场超预期走弱，或通胀下降速度快于预期，也可以相应地放松政策。美联储处于可以降息或保持限制性立场的位置

问：美联储如何评估关税对通胀的具体影响，是否为一次性冲击？

答：我们很难评估有多少通胀来自于关税，但是商品通胀在 2025 年前两个月显著上升，与关税的实施密切相关，具体影响难以量化。是否是一次性冲击很难判断，关注后期的通胀预期是否稳定。

问：美联储为何决定放缓资产负债表的规模的下降速度，这一调整是否与债务上限有关？

答：这是美联储的技术性决策。TGA 账户将会影响货币市场利率，此时是放缓资产负债表的良好时机。当前没有计划放缓 MBS 的减持速度，我们希望抵押贷款支持证券从我们的资产负债表中剥离。放缓缩表的决定并没有传递出任何信号。

问：自美联储上次会议以来股市大幅下跌，是否担心市场波动对经济造成影响？

答：金融市场状况对美联储很重要，这是货币政策影响实体经济的重要渠道。美联储更加关注持续的、足以影响实际经济或的重大金融条件变化。我不打算对任何市场发表意见，包括股票、债券等。当前经济硬数据依然良好，而软数据出现下行风险，我们正在仔细观察，但不想超前，关注其是否会影响硬数据。

问：经济增长放缓是否会增加经济衰退的可能性？

答：美国经济总体强劲，调查显示经济不确定性加剧。在框架审查工作中，目前重点关注劳动力市场动态和充分就业目标。市场信心虽大幅下滑，但是经济活动尚且没有。美国经济衰退的可能性有所上升，但并不高。

风险提示：美联储货币政策超预期。

相关图表

图1 美联储会议声明措辞对比

内容	最新变化	3月FOMC会议声明	1月FOMC会议
经济情况	经济稳健扩张，失业率稳定在较低水平、就业市场保持稳健、通胀稍高的描述不变。	Recent indicators suggest that economic activity has continued to expand at a solid pace. The unemployment rate has stabilized at a low level in recent months, and labor market conditions remain solid. Inflation remains somewhat elevated.	Recent indicators suggest that economic activity has continued to expand at a solid pace. The unemployment rate has stabilized at a low level in recent months, and labor market conditions remain solid. Inflation remains somewhat elevated.
风险和不确定性	提到经济前景的不确定性有所增加；但随后在记者会上否认这一改动具有其他指引含义。	The Committee seeks to achieve maximum employment and inflation at the rate of 2 percent over the longer run. Uncertainty around the economic outlook has increased. The Committee is attentive to the risks to both sides of its dual mandate.	The Committee seeks to achieve maximum employment and inflation at the rate of 2 percent over the longer run. The Committee judges that the risks to achieving its employment and inflation goals are roughly in balance. The economic outlook is uncertain, and the Committee is attentive to the risks to both sides of its dual mandate.
货币政策	决定维持政策目标利率区间在4.25-4.5%不变。	In support of its goals, the Committee decided to maintain the target range for the federal funds rate at 4-1/4 to 4-1/2 percent.	In support of its goals, the Committee decided to maintain the target range for the federal funds rate at 4-1/4 to 4-1/2 percent.
	仍强调未来会调整政策利率的幅度和节奏。	In considering the extent and timing of additional adjustments to the target range for the federal funds rate, the Committee will carefully assess incoming data, the evolving outlook, and the balance of risks.	In considering the extent and timing of additional adjustments to the target range for the federal funds rate, the Committee will carefully assess incoming data, the evolving outlook, and the balance of risks.
	4月开始进一步放缓缩表速度，国债每月赎回上限由250亿下降至50亿，保持MBS赎回上限不变。委员会致力于将通胀降至2%的目标水平的表述不变。	The Committee will continue reducing its holdings of Treasury securities and agency debt and agency mortgage-backed securities. Beginning in April, the Committee will slow the pace of decline of its securities holdings by reducing the monthly redemption cap on Treasury securities from \$25 billion to \$5 billion. The Committee will maintain the monthly redemption cap on agency debt and agency mortgage-backed securities at \$35 billion. The Committee is strongly committed to supporting maximum employment and returning inflation to its 2 percent objective.	The Committee will continue reducing its holdings of Treasury securities and agency debt and agency mortgage-backed securities. The Committee is strongly committed to supporting maximum employment and returning inflation to its 2 percent objective.
	美联储保持“目标导向+数据依赖”的货币政策逻辑不变。	In assessing the appropriate stance of monetary policy, the Committee will continue to monitor the implications of incoming information for the economic outlook. The Committee would be prepared to adjust the stance of monetary policy as appropriate if risks emerge that could impede the attainment of the Committee's goals. The Committee's assessments will take into account a wide range of information, including readings on labor market conditions, inflation pressures and inflation expectations, and financial and international developments.	In assessing the appropriate stance of monetary policy, the Committee will continue to monitor the implications of incoming information for the economic outlook. The Committee would be prepared to adjust the stance of monetary policy as appropriate if risks emerge that could impede the attainment of the Committee's goals. The Committee's assessments will take into account a wide range of information, including readings on labor market conditions, inflation pressures and inflation expectations, and financial and international developments.
投票情况	沃勒投反对票，支持继续暂停降息但不支持放缓缩表，其他成员则对3月货币政策投票赞成。	Voting for the monetary policy action were Jerome H. Powell, Chair; John C. Williams, Vice Chair; Michael S. Barr; Michelle W. Bowman; Susan M. Collins; Lisa D. Cook; Austan D. Goolsbee; Philip N. Jefferson; Adriana D. Kugler; Alberto G. Musalem; and Jeffrey R. Schmid. Voting against this action was Christopher J. Waller, who supported no change for the federal funds target range but preferred to continue the current pace of decline in securities holdings.	Voting for the monetary policy action were Jerome H. Powell, Chair; John C. Williams, Vice Chair; Michael S. Barr; Michelle W. Bowman; Susan M. Collins; Lisa D. Cook; Austan D. Goolsbee; Philip N. Jefferson; Adriana D. Kugler; Alberto G. Musalem; Jeffrey R. Schmid; and Christopher J. Waller.

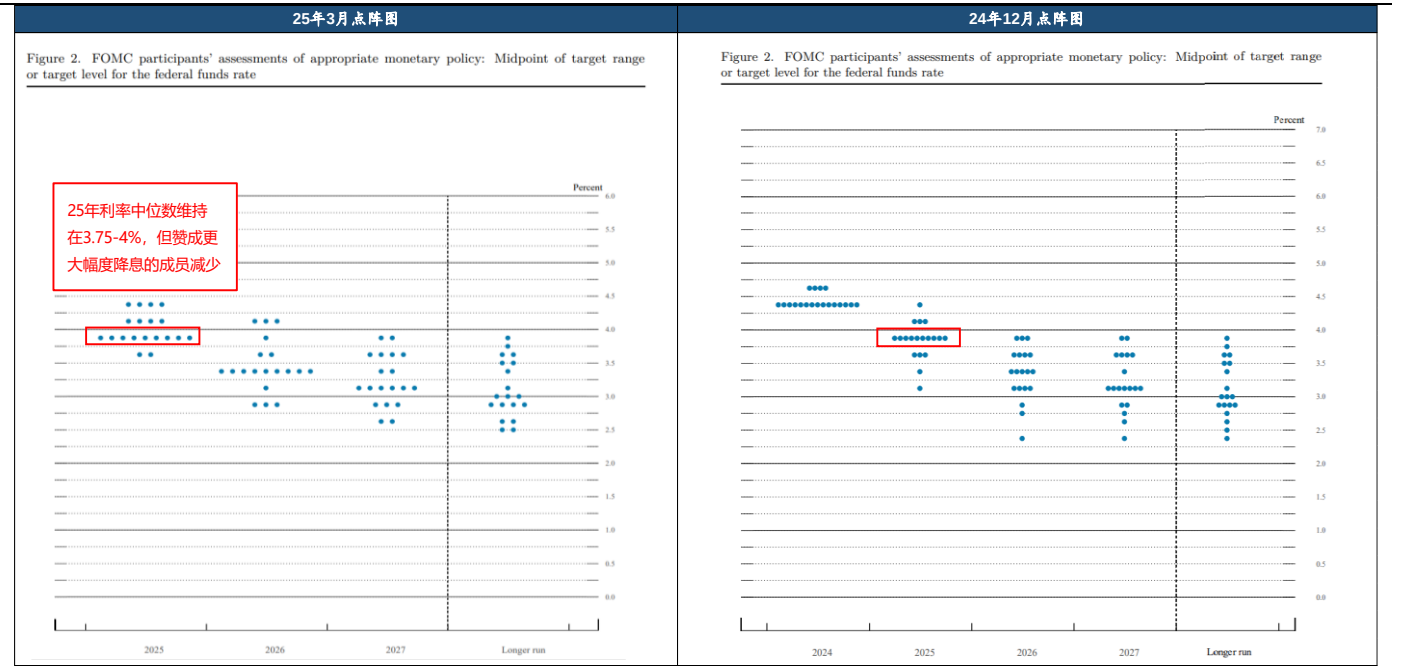
资料来源：美联储，联储证券研究院

图2 3月经济预期摘要（SEP）上调失业率、通胀预期，下调GDP预期

项目	GDP				失业率				PCE				核心PCE			联邦基金利率			
	2025	2026	2027	长期	2025	2026	2027	长期	2025	2026	2027	长期	2025	2026	2027	2025	2026	2027	长期
较上期变化	↓	↓	↓	-	↑	-	-	-	↑	↑	-	-	↑	↑	-	-	-	-	-
2025年3月	1.7	1.8	1.8	1.8	4.4	4.3	4.3	4.2	2.7	2.2	2.0	2.0	2.8	2.2	2.0	3.9	3.4	3.1	3.0
2024年12月	2.1	2.0	1.9	1.8	4.3	4.3	4.3	4.2	2.5	2.1	2.0	2.0	2.5	2.1	2.0	3.9	3.4	3.1	3.0
2024年9月	2.0	2.0	2.0	1.8	4.4	4.3	4.2	4.2	2.1	2.0	2.0	2.0	2.2	2.0	2.0	3.4	2.9	2.9	2.9

资料来源：美联储，联储证券研究院

图3 点阵图显示年内政策利率区间预期中位数仍为3.75-4%



资料来源：美联储，联储证券研究院

图4 会议后市场预期 2025 年降息 2 次

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2025/5/7					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	18.7%	81.3%
2025/6/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	10.9%	55.1%	34.0%
2025/7/30	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.6%	25.5%	48.1%	22.7%
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.4%	18.0%	40.4%	31.4%	7.8%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	7.7%	25.7%	37.3%	23.3%	5.1%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	4.3%	16.8%	31.5%	30.3%	14.2%	2.5%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.1%	1.1%	6.5%	19.4%	31.3%	27.4%	12.1%	2.1%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.4%	2.7%	10.3%	22.9%	30.2%	22.9%	9.1%	1.5%
2026/4/29	0.0%	0.1%	0.6%	3.5%	11.6%	23.7%	29.4%	21.5%	8.3%	1.3%
2026/6/17	0.0%	0.1%	1.0%	4.6%	13.3%	24.4%	28.3%	19.7%	7.4%	1.1%
2026/7/29	0.0%	0.2%	1.2%	5.1%	14.0%	24.7%	27.8%	18.9%	7.0%	1.1%
2026/9/16	0.0%	0.2%	1.3%	5.4%	14.3%	24.8%	27.5%	18.6%	6.8%	1.0%
2026/10/28	0.0%	0.2%	1.2%	5.0%	13.5%	23.9%	27.3%	19.4%	7.9%	1.5%
2026/12/9	0.2%	1.1%	4.6%	12.4%	22.5%	26.9%	20.4%	9.3%	2.3%	0.3%

资料来源：CME，联储证券研究院

免责声明

联储证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“联储证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“联储证券研究院”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~10%之间
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	看好	相对表现优于市场
		中性	相对表现与市场持平
		看淡	相对表现弱于市场

联储证券研究院

青岛

地址：山东省青岛市崂山区香港东路 195 号 8 号楼 11、15F
 邮编：266100

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴环路 1366 号富士康大厦 9-10F
 邮编：200120

北京

地址：北京市朝阳区安定路 5 号院中建财富国际中心 27F
 邮编：100029

深圳

地址：广东省深圳市南山区沙河街道深云路 2 号侨城一号广场 28-30F
 邮编：518000