



紫金天风期货

立足产业 研究驱动

宏观蒋座

鲍威尔释放了什么新信号？

蒋东义

2025/3/20

从业资格证号：F03103802

审核：肖兰兰

交易咨询证号：Z0018548

交易咨询证号：Z0013951

我公司依法已获取期货交易咨询业务资格

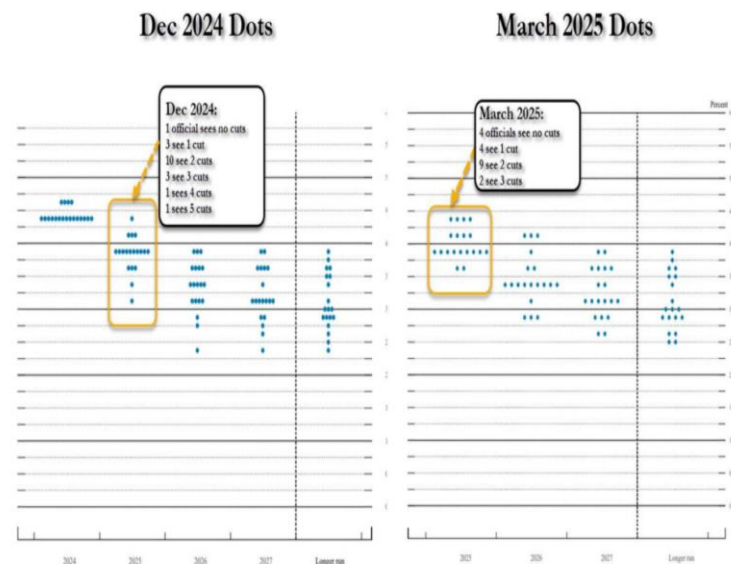


2025年3月19日美联储议息会议表现温和。放缓缩表的速度超出预期，释放了市场流动性趋紧的新信号，超额流动性已经快干了。

主要政策内容包括：

1. 维持利率不变：美联储将联邦基金利率目标区间保持在4.25%-4.50%，符合市场预期。
2. 放缓缩表速度（QT Taper）：宣布自4月1日起，将国债减持速度从每月250亿美元降至50亿美元，MBS减持速度维持每月350亿美元不变。这一调整旨在减少国债市场供给压力，支持美债收益率下行。
3. 点阵图信号：年内降息预期维持2次（50BP），但倾向于减少降息次数的委员显著增加。
4. 投票分歧：美联储理事沃勒反对放缓缩表，主张维持原有缩表节奏。

美联储对经济预测调整：增长与就业：2025年GDP增速预测中值从2.1%下调至1.7%，失业率预测从4.3%上调至4.4%。通胀预期上修2025年PCE通胀预测从2.5%上调至2.7%，核心PCE通胀从2.5%上调至2.8%，主要因关税政策推升商品价格。



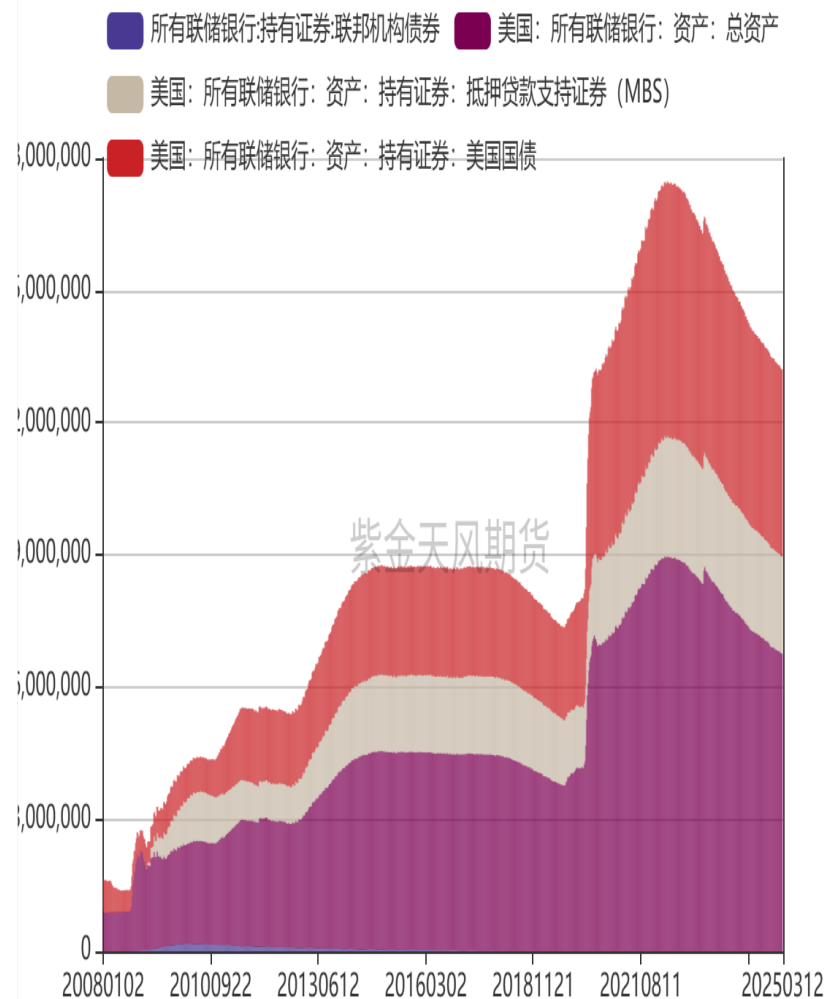
【宏观】当下到2025.12 FOMC的降息幅度预测

—○— 当下到2025.12 FOMC的降息幅度预测

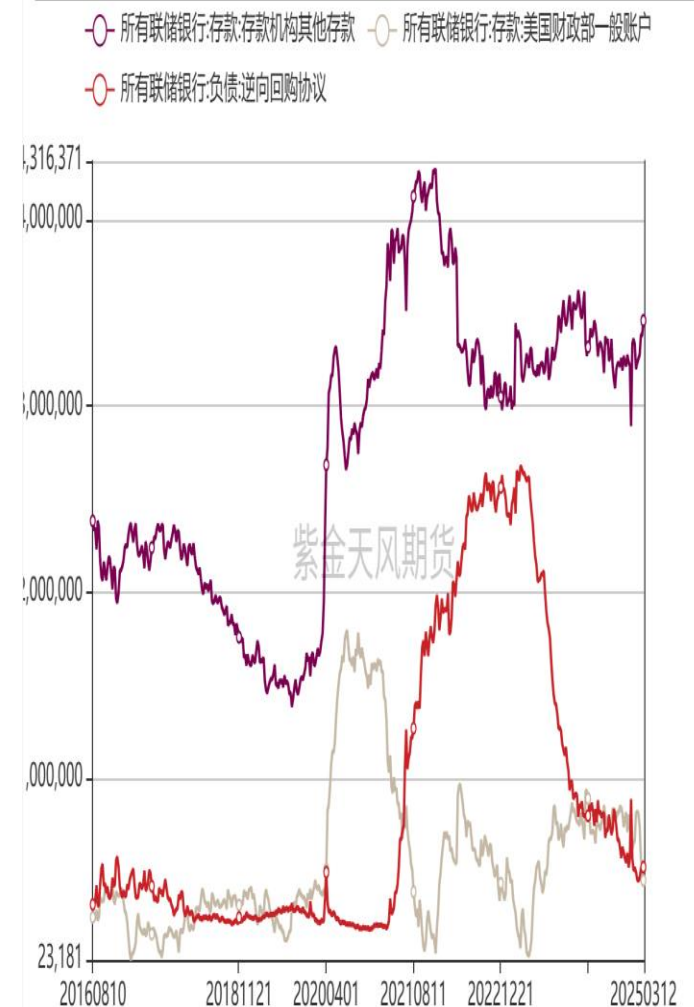


鲍威尔为何要减缓缩表？原因很可能是美国流动性已经处于一个紧平衡的状态了。经过快3年的缩表，美联储总资产已经降到6.7万亿，回到疫情初期的阶段。美联储的逆回购规模已经降到疫情之前的常态水平。超额流动性基本回收完毕。当前银行体系流动性来源与美国财政部存款TGA，TGA自特朗普上任以来开始加速流出。在高利率背景和紧财政的政策下，市场流动性未来很难有大幅的补充。放缓缩表直到停止是合理的政策选择。对资产的意义则是一个信号。指望更多的流动性支撑美股和风险资产可能不太现实。

【宏观】美联储总资产



【宏观】美联储负债





政策思考：预防性降息转向应对式降息

议息会议后鲍威尔新闻发布会首次公开回应特朗普政策。美联储如何评估关税对通胀的具体影响？鲍威尔称，目前只能说部分通胀来自关税，但要精确评估其贡献度比较困难；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，但具体影响程度难以量化。鲍威尔承认，短期通胀预期确实有所上升，部分原因是关税的实施，企业、家庭和市场参与者都提到关税对通胀的影响。但他强调，在说“通胀预期稳定（well-anchored）”时，主要指的是长期通胀预期；目前长期通胀预期指标（如五年期或五年远期的盈亏平衡通胀率）持平或略有下降。当前经济形势的变化和高度不确定性，特别是新政府政策变化（如贸易、移民、财政政策和监管）对经济的影响尚未完全显现，这些不确定性使得风险平衡的表述不再适用。鲍威尔所认为的，“硬数据（hard data）”（如就业、消费支出）仍保持稳健，尤其失业率维持在4.1%的低位，经济增长仍处于合理状态。对于滞胀，鲍威尔认为当前经济数据合理，无需以经济衰退为代价压制通胀，缓解了市场对“滞胀”的担忧。

总之，鲍威尔认为看不清楚特朗普新政的影响有多大，美联储将保持“数据依赖”，避免预设路径，强调需更多信息确认通胀和经济趋势。

我们认为，以前美联储的政策倾向于预防式降息，但是现在强调数据依赖，特别是等到硬数据落地再采取行动通常就比较晚了，很可能等到经济出现大幅下行后美联储才会断崖式降息，那么对资本市场的波动冲击就很难避免。特朗普对美联储只有一个要求，现在就降息，降低美国政府的财政成本。鲍威尔的应对式降息显然不会让他满意，但他短期也没有办法，可能贝森特财长所说的戒断反应是迫使美联储降息的主要手段，或者让马斯克去审计美联储。



中国的问题：Deepseek改变不了降息的必要

中美货币政策宽松都面临各自的障碍。鲍威尔说看不清楚特朗普政策的影响。但是对中国的影响是非常清晰的。中国不是通胀而是通缩的问题，特朗普开启了全球贸易战和财政紧缩，对全球总需求的压制是非常清晰的。中国2024年净出口对GDP的贡献率在30%，为2008金融危机以来最高水平。全球经济放缓对中国的冲击不可避免。2月进出口数据显著下滑已经开始。但是中国的障碍来自转型压力，中国目标仍是经济转型，依靠科技进步提升生产率水平，不希望货币大水漫灌后导致资金空转。Deepseek的出现更是增强了政府转型的决心。今年以来政府各个部门都在忙着Deepseek+，似乎只要AI+所有问题都解决了。因此，中美双方的货币政策宽松都需要加速恶化的经济数据来推动。政策面上政府工作报告明确提出“实施适度宽松的货币政策”，强调发挥总量和结构双重功能，通过适时降准降息保持流动性充裕。央行去年十月就称去年年底前还会降息降准，但是直到两会后3月LPR也没有兑现。头两月由于央行资金投放偏少，政策利率调整暂停，信贷投放高峰期等多种因素，利率反而阶段性回升。

如果美联储进行预防式降息，中国盯着美联储行动则是适时的，而今年如果美联储采取应对式降息，那么美国经济下行和关税战对中国经济的影响早就产生了并可能引发负反馈。此时再盯着美联储就更晚了。因此二季度中国宏观企稳的关键在于中国是否能主动降息降准。

免责声明

本报告的著作权属于紫金天风期货股份有限公司。未经紫金天风期货股份有限公司书面授权，任何人不得更改或以任何方式发送、翻版、复制或传播此报告的全部或部分材料、内容。如引用、刊发，须注明出处为紫金天风期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告基于紫金天风期货股份有限公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，仅反映本报告作者的不同设想、见解及分析方法，但紫金天风期货股份有限公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，且紫金天风期货股份有限公司不保证所这些信息不会发生任何变更。本报告中的信息以及所表达意见，仅作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，紫金天风期货股份有限公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者根据本报告作出的任何投资决策与紫金天风期货股份有限公司及本报告作者无关。





紫金天风期货

立足产业 研究驱动

宏观蒋座

谢谢!

