

FOMC 议息会议：通胀“暂时”论回归？

证券分析师：张冬冬
证券研究助理：徐梓铭

E-Mail: zhangdd@tpyzq.com
E-Mail: xuzm@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190522040001
一般证券从业编号：S1190123050005

本次议息会议重点有以下三点：

一是将 1 月份时“就业和通胀目标的风险大体均衡”改为“美国经济前景的不确定性有所增加”。从委员会的经济预测来看，联储官员相较于去年底时的展望更偏向滞胀——在下调了经济增长的同时上调了失业率和通胀展望。经济方面：下调了未来 3 年的经济增长预期，2025 年 GDP 增长由 2.1% 下调至 1.7%。就业方面：2025 年失业率由 4.3% 上调至 4.4%，2026 和 2027 年维持 4.3% 不变。通胀方面：2025 年 PCE 由 2.5% 上调至 2.7%，核心 PCE 由 2.5% 上调至 2.8%。

图表1：联储下调经济增长预期并上调失业率和通胀展望

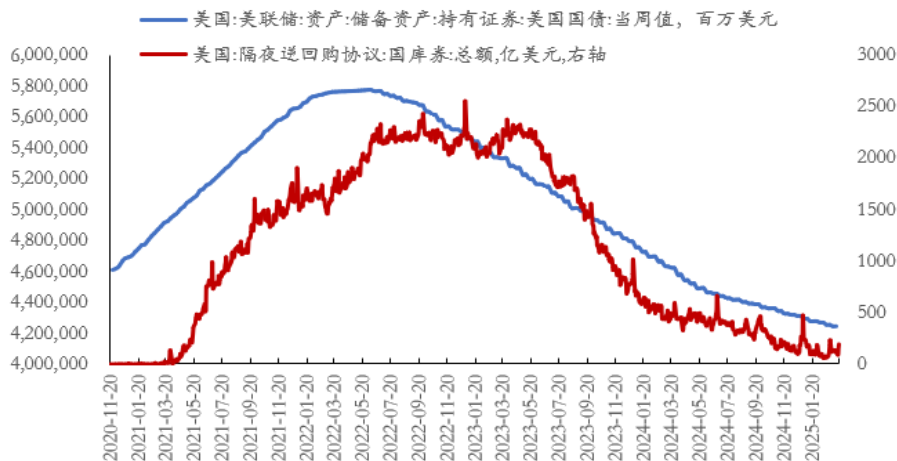
Table 1. Economic projections of Federal Reserve Board members and Federal Reserve Bank presidents, under their individual assumptions of projected appropriate monetary policy, March 2025

Variable	Median ¹				Central Tendency ²				Range ³			
	2025	2026	2027	Longer run	2025	2026	2027	Longer run	2025	2026	2027	Longer run
Change in real GDP	1.7	1.8	1.8	1.8	1.5-1.9	1.6-1.9	1.6-2.0	1.7-2.0	1.0-2.4	0.6-2.5	0.6-2.5	1.5-2.5
December projection	2.1	2.0	1.9	1.8	1.8-2.2	1.9-2.1	1.8-2.0	1.7-2.0	1.6-2.5	1.4-2.5	1.5-2.5	1.7-2.5
Unemployment rate	4.4	4.3	4.3	4.2	4.3-4.4	4.2-4.5	4.1-4.4	3.9-4.3	4.1-4.6	4.1-4.7	3.9-4.7	3.5-4.5
December projection	4.3	4.3	4.3	4.2	4.2-4.5	4.1-4.4	4.0-4.4	3.9-4.3	4.2-4.5	3.9-4.6	3.8-4.5	3.5-4.5
PCE inflation	2.7	2.2	2.0	2.0	2.6-2.9	2.1-2.3	2.0-2.1	2.0	2.5-3.4	2.0-3.1	1.9-2.8	2.0
December projection	2.5	2.1	2.0	2.0	2.3-2.6	2.0-2.2	2.0	2.0	2.1-2.9	2.0-2.6	2.0-2.4	2.0
Core PCE inflation ⁴	2.8	2.2	2.0		2.7-3.0	2.1-2.4	2.0-2.1		2.5-3.5	2.1-3.2	2.0-2.9	
December projection	2.5	2.2	2.0		2.5-2.7	2.0-2.3	2.0		2.1-3.2	2.0-2.7	2.0-2.6	
Memo: Projected appropriate policy path												
Federal funds rate	3.9	3.4	3.1	3.0	3.9-4.4	3.1-3.9	2.9-3.6	2.6-3.6	3.6-4.4	2.9-4.1	2.6-3.9	2.5-3.9
December projection	3.9	3.4	3.1	3.0	3.6-4.1	3.1-3.6	2.9-3.6	2.8-3.6	3.1-4.4	2.4-3.9	2.4-3.9	2.4-3.9

资料来源：FED，太平洋证券整理

二是大幅减缓了缩表速度。美联储在此次会议上表示将从 4 月 1 日起放慢对美债的缩表，到期后不进行再投资的限额从 250 亿美元下调至 50 亿美元，机构债和机构抵押贷款支持证券的缩表速度（350 亿美元）维持不变。去年 6 月美联储就已经将国债缩表速度由 600 亿放缓至 250 亿，目前 ONRRP（隔夜逆回购交易量）使用规模已大幅降低至 200 亿以内，进一步放缓缩表速度是情理之中，也在市场预期之内。

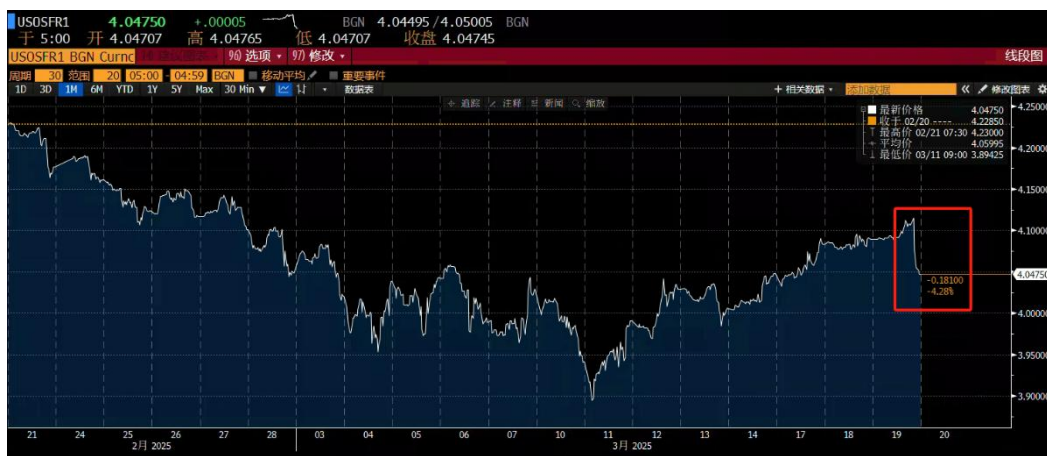
图表2：隔夜逆回购使用量近乎归0，暗示放缓缩表必要性



资料来源：iFind，太平洋证券整理

三是鲍威尔在否认经济面临大幅衰退的风险后，对近期的通胀风险采取了“漠视”的态度。一方面鲍威尔认为虽然软数据（经济调查）表明人们对经济前景的担忧，但硬数据（经济报告）显示美国经济依然健康。另一方面，鲍威尔认为关税带来的通胀上升的风险是一次性的是可以忽略的，并认为密歇根大学的消费者通胀预期调查是个异常值。

图表3：1年期 SOFR OIS 快速下行表明市场鸽派反应



资料来源：Bloomberg，太平洋证券整理

整体来看，市场对此次会议的结果回以积极的反应，1年期 SOFR OIS 大幅下跌表明了市场对会议鸽派的预期结果。股、债、黄金、比特币的多头都能从此次会议的内容找到自己想要的。鲍威尔对经济衰退风险的否认和对通胀风险的忽略极大提振了资产的风险偏好，但这种情况不得不让人想起 2021 年鲍威尔通胀暂时论的情景，这引发了 2022 年美联储不得不快速收紧的结果。

风险提示：1、美国通胀上行超预期 2、油价上涨超预期 3、特朗普政府干预美联储。



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。