

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

麦麟玥 宏观分析师
执业编号: S1500524070002
邮箱: mailinyue@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区宣武门西大街甲127号
金隅大厦B座
邮编: 100031

美国一季度下滑不宜解读为衰退

2025年3月20日

- **美联储议息会议上，“鸽派”和“鹰派”信号交织。**3月美联储议息会议继续按兵不动，本次议息会议有3个关注点。1) 3月点阵图显示降息次数不变，但较去年年底的点阵图略显“鹰派”。2) 宣布4月1日开始放缓缩表步伐，略显“鸽派”。3) 预期更低的经济增速和更高的通胀率。从会议基调来看，会议上的鹰派、鸽派信号相互交织。
- **一季度的经济下滑或是暂时性阵痛。**市场开始转向衰退担忧主要是近期受到以下数据变动的影响：1) 1月消费端数据有所下降。2) 亚特兰大联储 GDPNow 模型的预测调整成为点燃衰退担忧的关键导火索。净出口的变化是导致美国经济增速下调的更为重要的原因。拆分来看，正是进口的大幅上升导致净出口剧烈变化，从而引起亚特兰大联储模型显著下调，但这可能是暂时性因素，因此我们认为一季度的经济下滑更多是暂时性变动。
- **失业率显示今年可能更偏向经济放缓。**2月底至3月初谷歌搜索上关于“2025 经济衰退”的词条热度上升，3月 FOMC 上美联储的 SEP 又下调了今年的经济增长预期，市场对后续经济的走向十分关切。基于美国失业率分析框架的定量预测，我们认为 2025 年底之前美国失业率大概率仍能维持在 5.5% 以下。基于此，我们认为上半年美国衰退概率较小，考虑到特朗普政策的不确定性较大，可以重点关注下半年，Q3 可能成为判断经济走向的重要分水岭。
- **过度悲观引起的资产下跌可能修复。**前期消费者信心下滑、消费支出收缩与亚特兰大联储 GDP 预测骤降形成共振，市场对美国经济陷入衰退的担忧持续发酵。截止3月19日，美股三大股指3月跌幅超4%。基于我们前面的分析，一季度的下滑并不宜解释成衰退，上半年的衰退概率也比较小。我们认为，2月底以来的美股调整有一部分是市场对于美国经济过度悲观的预期带来的，而这部分下调或有望得到修复。
- **风险因素：**地缘政治风险，国际油价上涨超预期，美国就业市场超预期走弱等。

目 录

一、议息会议上“鹰派”和“鸽派”信号交织	3
二、一季度的经济下滑更多是暂时性阵痛	5
三、失业率显示今年可能更偏向经济放缓	7
四、过度悲观引起的资产下跌可能修复	8
风险因素	10

表 目 录

表 1: 3 月 FOMC 经济预测表上调今年的失业率预期	4
-------------------------------------	---

图 目 录

图 1: 点阵图显示年内有两次降息空间	3
图 2: 关于“2025 年经济衰退”的词条热度上升	5
图 3: 1 月个人支出环比为 2021 年 2 月以来最大降幅	5
图 4: 美国亚特兰大联储 GDP 预期下调更多源自净出口的变化	6
图 5: 亚特兰大联储模型进口调整导致净出口剧烈变化	6
图 6: 短期内, 失业率较难突破萨姆规则的临界值	8
图 7: 失业率达到 6.5% 可视为美国经济衰退的警戒线	8
图 8: 美股三大指数由涨转跌	9

一、议息会议上“鹰派”和“鸽派”信号交织

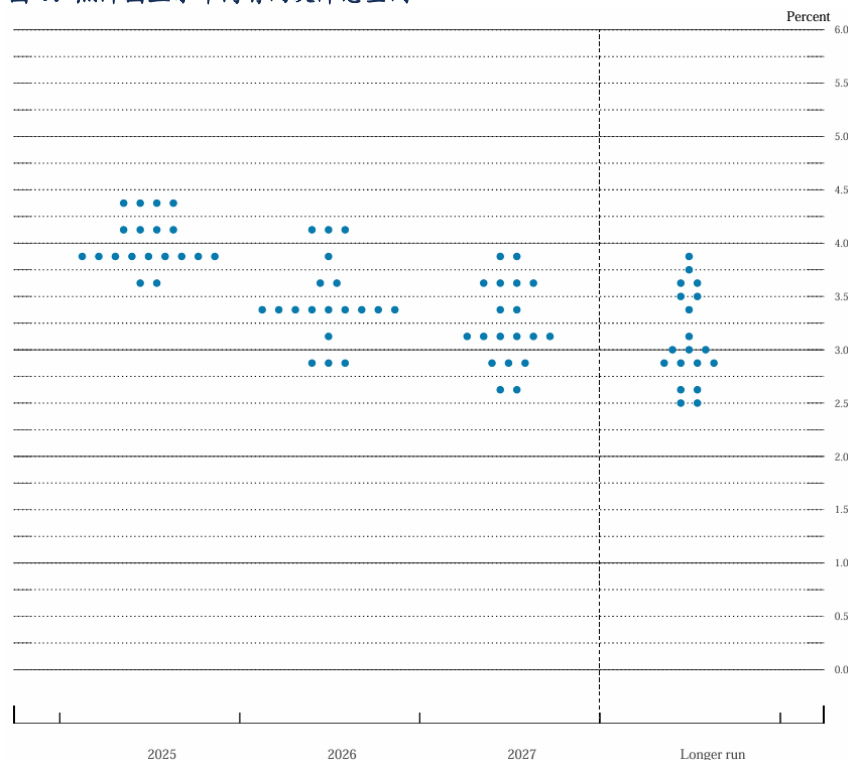
3月美联储议息会议继续按兵不动，与市场预期一致，此外，本次会议有3个关注点：点阵图、缩表和季度SEP。从会议基调来看，会议上的鹰派、鸽派信号相互交织。

1) 3月点阵图显示降息次数不变，但较去年年底的点阵图略显“鹰派”。3月点阵图显示，2025年预计将降息两次，与去年12月一致。唯一不同的地方是，去年12月曾支持今年降息超过3次的票委已经放弃了原先的想法，即排除了更大幅度的降息，这较去年年底的点阵图略显“鹰派”，这一改变或源自今年年初以来美国通胀呈现出上行风险。

2) 宣布4月1日开始放缓缩表步伐，略显“鸽派”。联准会周三以11票赞成比1票反对的票数，决定自下个月起放缓缩减资产负债表（缩表）的步伐，每月仅缩减50亿美元的美债，而非先前250亿美元规模。不过，MBS的缩减速度则不变。

3) 预期更低的经济增速和更高的通胀率。季末月的SEP显示，美联储成员下调2025年的GDP增速预期0.4个百分点，同时上调失业率、PCE和核心PCE的增速预期0.1、0.2和0.3个百分点。整体呈现出更低经济增速和更高通胀的调整，明显多了“滞胀”的意味。

图1：点阵图显示年内有两次降息空间



资料来源：美联储，信达证券研发中心

表 1：3 月 FOMC 经济预测表上调今年的失业率预期

变量 (%)	中位数				集中趋势			
	2025	2026	2027	长期	2025	2026	2027	长期
实际 GDP 增速	1.7↓	1.8	1.9	1.8	1.5-1.9↓	1.6-1.9	1.6-2.0	1.7-2.0
12 月预测值	2.1	2.0	1.9	1.8	1.8-2.2	1.9-2.1	1.8-2.0	1.7-2.0
失业率	4.4↑	4.3	4.3	4.2	4.3-4.4↑	4.2-4.5	4.1-4.4	3.9-4.3
12 月预测值	4.3	4.3	4.3	4.2	4.2-4.5	4.1-4.4	4.0-4.4	3.9-4.3
PCE	2.7↑	2.2	2.0	2.0	2.6-2.9↑	2.1-2.3	2.0-2.1	2.0
12 月预测值	2.5	2.1	2.0	2.0	2.3-2.6	2.0-2.2	2.0	2.0
核心 PCE	2.8↑	2.2	2.0	-	2.7-3.0↑	2.1-2.4	2.0-2.1	-
12 月预测值	2.5	2.2	2.0	-	2.5-2.7	2.0-2.3	2.0	-
联邦基金利率	3.9	3.4	3.1	3.0	3.9-4.4↑	3.1-3.9	2.9-3.6	2.6-3.6
12 月预测值	3.9	3.4	3.1	3.0	3.6-4.1	3.1-3.6	2.9-3.6	2.8-3.6

资料来源：美联储，信达证券研发中心，

注：图中 12 月为去年 12 月数值

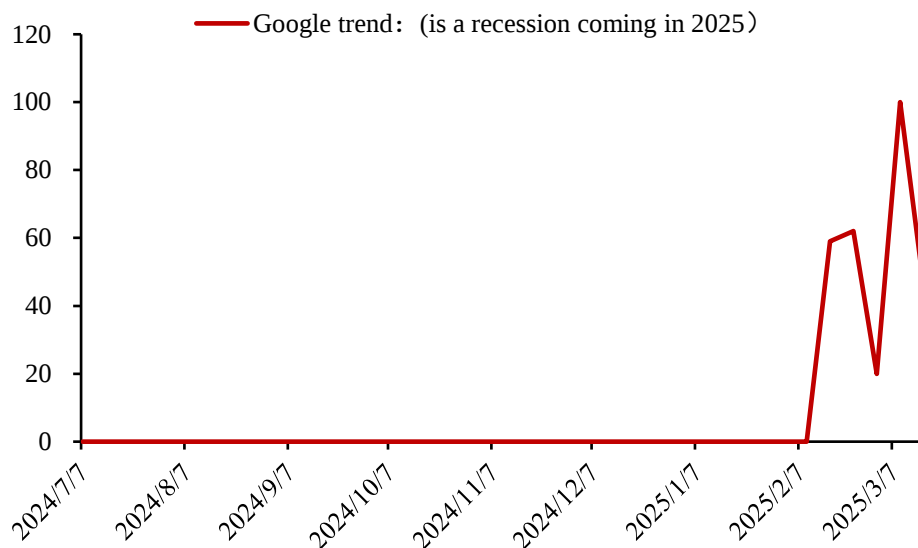
当前美国经济前景的不确定性上升，美联储主席鲍威尔也在会上指出：美国经济衰退的可能性有所上升，但并不高。市场信心大幅下滑，但经济活动尚且没有下滑。会上美联储释放的信号鸽派、鹰派交织，而市场如何解读这些信号更为关键。

从会议前后 CME 的预期变动来看，交易员似乎将议息会议解读为“鸽派”信号更多，降息次数从会前的交易“两次降息”（6 月、9 月）增加到交易“三次降息”（6 月、9 月、12 月）。不仅如此，议息会议结束后的当天美股三大指数都实现了收涨。

由于在会议开始之前，部分经济信号引发了市场对美国经济陷入衰退的新一轮担忧，2 月底至 3 月初谷歌搜索上关于“2025 经济衰退”的词条热度上升（图 2），3 月 FOMC 上美联储的 SEP 又下调了今年的经济增长预期，市场对后续经济的走向十分关切。

由于特朗普政策存在较大不确定性，对于今年美国的经济增长，我们认为上半年的衰退风险很小，可以重点关注下半年，尤其是 Q3，Q3 可能成为判断经济走向的重要分水岭。

图 2：关于“2025 年经济衰退”的词条热度上升



资料来源: Google Trend, 信达证券研发中心

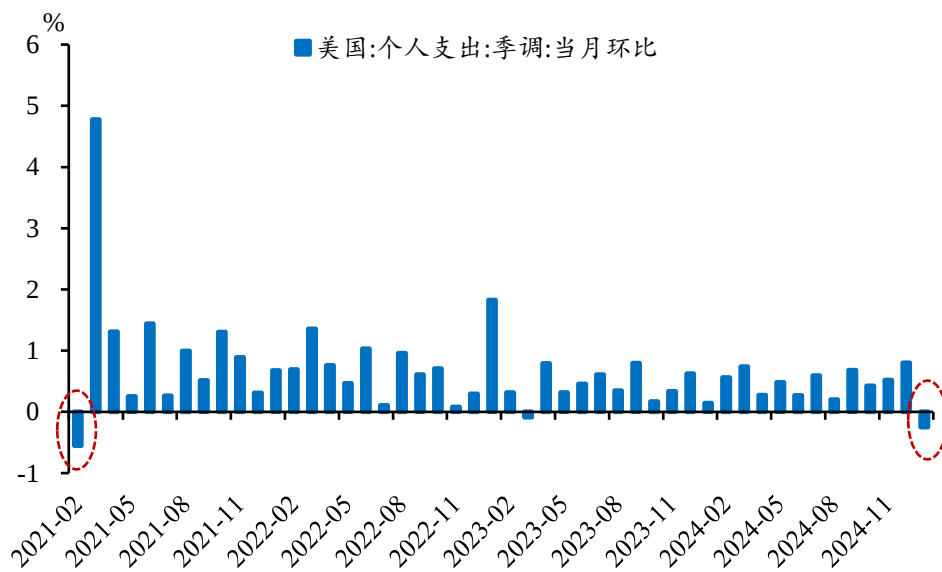
二、一季度的经济下滑更多是暂时性阵痛

我们认为上半年的衰退风险较小，主要是因为一季度的经济下滑更多是暂时性变动，Q2 环比折年率可能会有修复，出现连续两个季度下滑的可能性较低。

最近几周，市场开始转向衰退担忧主要是近期受到以下数据变动的影响：

1) 1 月消费端数据有所下降。美国 1 月个人消费支出 (PCE) 环比意外下降 0.2%，为 2021 年初以来最大跌幅。不仅如此，密歇根大学消费者信心指数连续第三个月下滑至 57.9，创下 2022 年 11 月以来新低。

图 3：1 月个人支出环比为 2021 年 2 月以来最大降幅



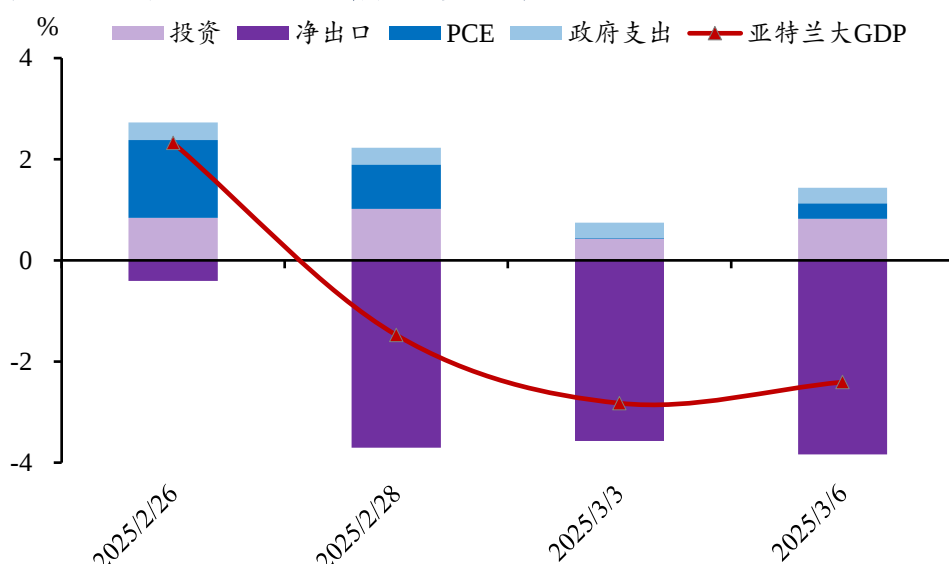
资料来源: ifind, 信达证券研发中心

2) 亚特兰大联储 GDPNow 模型的预测调整成为点燃衰退担忧的关键导火索。该模型对 2025 年第一季度实际 GDP

增速的预期在2月底从2.3%下调至-1.5%，贸易逆差扩大与消费疲软成为核心拖累。其中，净出口对GDP的拖累从-0.41个百分点增至-3.70个百分点，而个人消费支出（PCE）不过是从1.53个百分点降至0.87个百分点（图4），相互对比之下，净出口的变化是导致美国经济增速下调的更为重要的原因。

拆分来看，正是进口的大幅上升导致净出口剧烈变化，从而引起亚特兰大联储模型显著下调，我们认为，或是美国企业担忧特朗普政府提高进口关税对其产生影响（如：对中国商品加征高额关税），为规避未来成本上升，企业集中进口并囤积商品，导致进口额短期激增。但这可能是暂时性因素，因此我们认为二季度环比折年率继续下调的可能性较低。

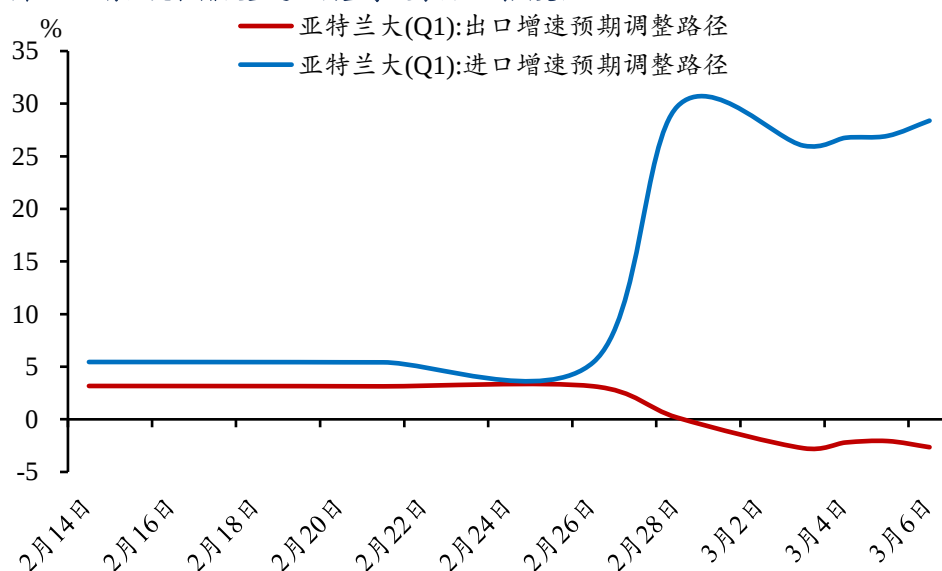
图4：美国亚特兰大联储 GDP 预期下调更多源自净出口的变化



资料来源：亚特兰大联储，信达证券研发中心

注：图中GDP为亚特兰大联储对美国今年Q1的预测

图5：亚特兰大联储模型进口调整导致净出口剧烈变化



资料来源：亚特兰大联储，信达证券研发中心

三、失业率显示今年可能更偏向经济放缓

当前消费者对通胀的担忧加剧，未来一年的通胀预期从2月的4.3%跳升至3月的4.9%，为近三年最大单月涨幅。

结合美联储的预期来看，更多担忧的是“滞胀”风险，而非单纯的衰退。在美联储的“滞胀”基准情形中，降息可能更加左右为难。亚特兰大联储GDP预测下调主要是受进口增长的拖累，更加重要的消费支出虽有放缓，但不及净出口的剧烈调整，总体看当前的经济基本面尚可，但对后续经济存在衰退担忧。

如果后续单纯是衰退，美联储或可以降息救经济，但若是“滞胀”，美联储政策操作就左右为难，更加束手束脚。

基于美国失业率分析框架的定量预测，我们认为2025年底之前美国失业率大概率仍能维持在5.5%以下。

失业率、人口、劳动力参与率等指标之间存在严格的勾稽关系，根据各个相关指标的定义，可以推导出：

$$\text{失业率} = 1 - \text{就业人数} / (\text{16岁以上人口} \times \text{劳动力参与率})$$

即，失业率由16岁以上人口、劳动力参与率、就业人数三个变量共同决定。其中，前二者反映劳动力供给，最后一个反映劳动力需求。

在此框架下，结合年初的失业率表现，我们认为失业率或将缓慢上升，2025年底之前美国失业率大概率仍能维持在5.5%以下。

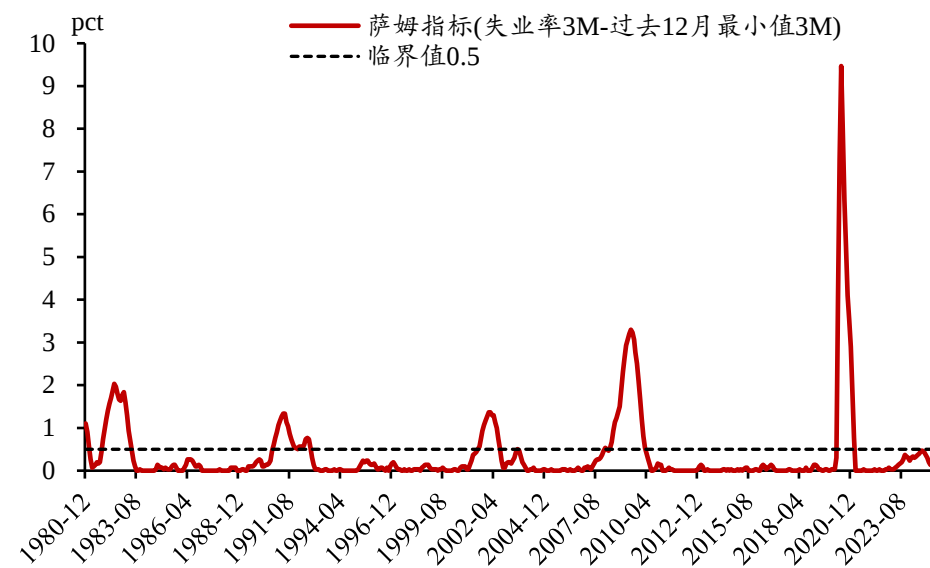
我们曾在已外发报告《为什么美国就业放缓不至于引发衰退？——兼论美国失业率分析框架》中指出，过去四十余年的历史经验显示，失业率要达到6.5%以上，美国经济才会衰退。

此外，萨姆规则显示如果当前三个月平均值比过去12个月的最低三个月平均值高出0.5个百分点或更多，将标志着经济衰退的早期阶段。我们利用失业率根据这一规则计算了萨姆指标，倘若后面失业率如我们所预期般缓慢上升且不再低于4.0%，则对应的最低三个月均值或在4.1%左右，从当前走势上看，短期内失业率表现较难突破萨姆规则的临界值。

基于此，我们认为上半年美国衰退概率较小，可以重点关注下半年，Q3可能成为判断经济走向的重要分水岭。

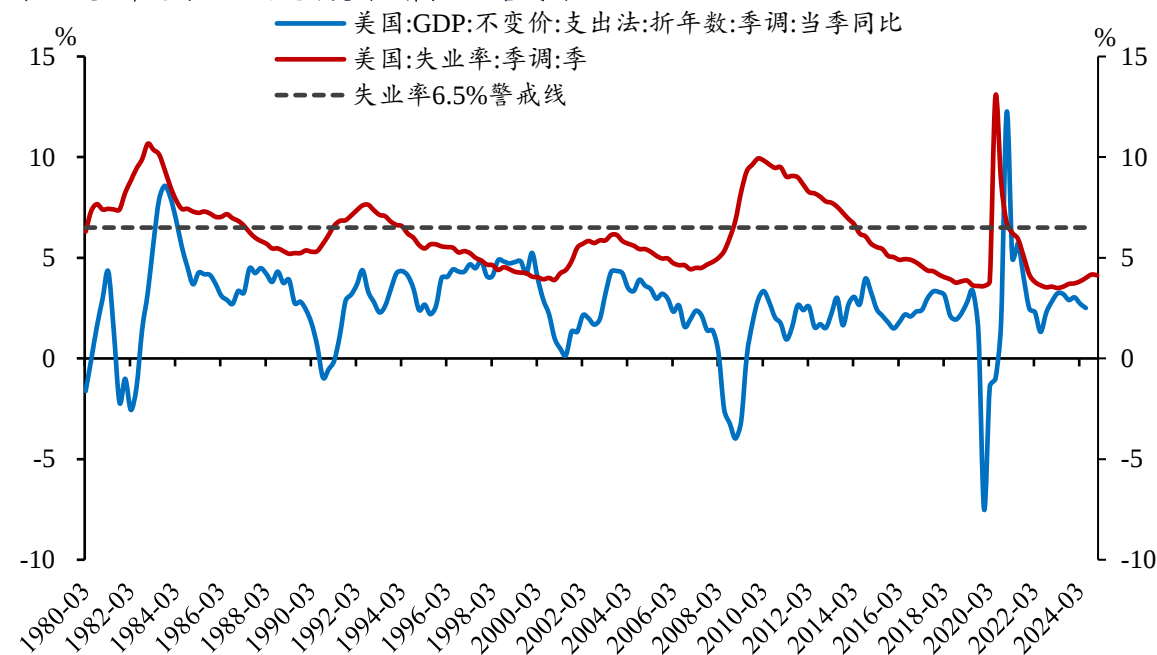
不过失业率如果一直上升，最低三个月均值的抬升速度可能跟不上失业率的上升速度，导致突破萨姆规则临界值。因此，需要关注下半年尤其是Q3的表现。

图 6：短期内，失业率较难突破萨姆规则的临界值



资料来源:ifind, 信达证券研发中心

图 7：失业率达到 6.5% 可视为美国经济衰退的警戒线



资料来源:ifind, 信达证券研发中心

四、过度悲观引起的资产下跌可能修复

前期消费者信心下滑、消费支出收缩与亚特兰大联储 GDP 预测骤降形成共振，市场对美国经济陷入衰退的担忧持续发酵。在短短几周时间里，投资者信心受到严重冲击，美股从新政府上台初期的上涨转为明显下跌趋势。截止 3 月 19 日，美股三大股指 3 月跌幅超 4%（图 8）。美股近期的大幅下跌引发了市场对美国经济前景的激烈争论：是政策不确定性引发的“波动”，还是经济衰退。

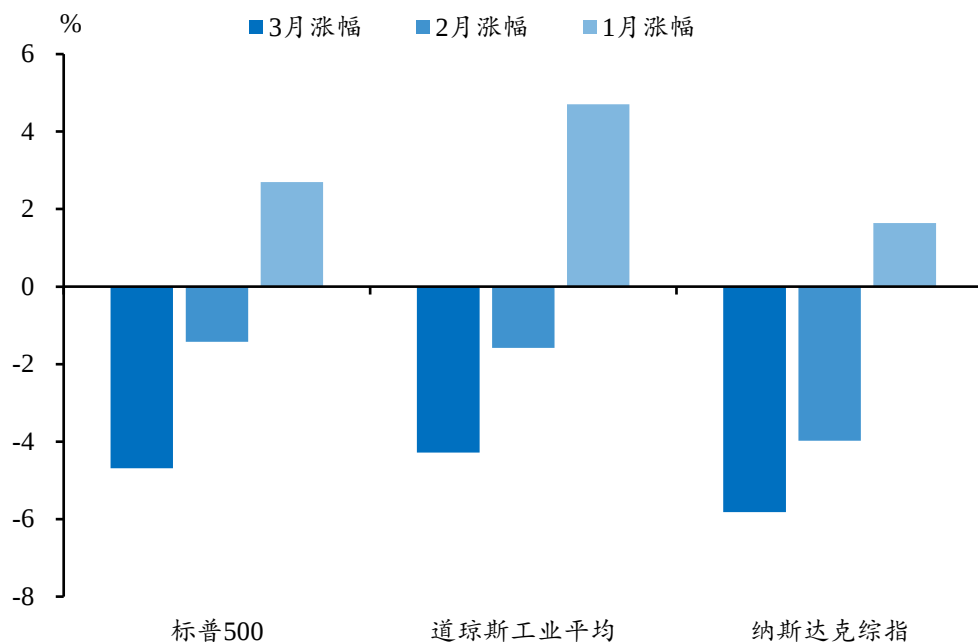
首先，根据我们前面的分析，亚特兰大联储预期一季度经济下滑的调整是暂时性变动，主要是进口激增导致的净

出口剧烈波动带来的影响，反观消费的调整，更多是放缓，我们认为二季度环比折年率可能出现修复，上半年衰退的概率较小。

其次，今年年初以来美股的调整，部分与 Deepseek 的横空出世有关，而从 2 月底以来的调整中，或更多受到衰退预期的影响。

基于我们前面的分析，一季度的下滑并不宜解释成衰退，上半年的衰退概率也比较小。我们认为，2 月底以来的美股调整有一部分是市场对于美国经济过度悲观的预期带来的，而这部分下调或有望得到修复。

图 8：美股三大指数由涨转跌



资料来源:ifind, 信达证券研发中心, 3 月涨幅截至 3 月 19 日

风险因素

地缘政治风险，国际油价上涨超预期，美国就业市场超预期走弱等。

研究团队简介

解运亮，信达证券宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2020 年“21 世纪最佳预警研究报告”获得者。2022 年 Wind 金牌分析师宏观研究第二名。2022 年云极“十大讲师”。2023 年东方财富 Choice 最佳宏观分析师。2023 年中国信达集团“金牌宣讲人”。2024 年 Wind 金牌分析师宏观研究第五名。

麦麟玥，信达证券宏观分析师。中山大学硕士，2022 年 7 月加入信达证券研究所，侧重于研究美国经济和出口。所属团队获得 2024 年 Wind 金牌分析师宏观研究第五名。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分都不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准15%以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准5%~20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5%之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。