

研究所

分析师: 李起
SAC 登记编号: S1340524110001
Email: liqi2@cnpsec.com
研究助理: 高晓洁
SAC 登记编号: S1340124020001
Email: gaoxiaojie@cnpsec.com

近期研究报告

《供需寻求再平衡，关注出口和消费
预期差》 - 2025. 03. 18

宏观观点

维持利率不变，放缓缩表步伐——3 月美联储议息会议点评

● 核心观点

在今天凌晨的议息会议上，美联储继续维持利率在 4.25%-4.50% 不变，符合市场预期，同时宣布放缓资产负债表缩减速度，整体释放鸽派信号。

会议最大亮点是缩表步伐的显著调整：四月开始，国债每月赎回上限将从 250 亿美元降至 50 亿美元，而 MBS 赎回上限维持在 350 亿美元不变。美联储理事沃勒对此投下反对票，他虽支持维持利率不变，但更倾向于保持当前缩表速度。鲍威尔明确表示，此次放缓缩表并非临时措施，而是永久性调整。

经济预测方面，美联储下调 GDP 增长预期至 1.7%，上调通胀预期至 2.7%，失业率预期小幅上调至 4.4%，基本符合市场对“滞涨”情景的担忧。尽管如此，鲍威尔认为经济整体仍然稳固，消费支出虽有放缓但保持稳健，失业率 4.1% 处于健康水平。他承认衰退风险较两个月前有所上升，但仍然较低。

点阵图显示，尽管部分委员转向更为谨慎的立场，但中位数仍维持今年降息两次的预期。鲍威尔解释称，通胀预期上调和 GDP 增长预期下调的影响基本相互抵消。

发布会上多次提及关税，记者对鲍威尔认为“关税带来的价格上涨是暂时性的”提出质疑，但鲍威尔表示上一次加征关税时，通胀确实是暂时性的，如果通胀冲击会自行消失，收紧政策并不是正确的做法，因为当政策效果显现时，实际上是在降低经济活动和就业。这一表态反映出鲍威尔对关税可能造成的潜在通胀上行并不过分担忧，未来如果关税政策带来增长与通胀的两难境地，鲍威尔可能会更偏向于保护经济增长。

在美联储积极安抚市场的背景下，我们认为美股本轮调整的主体部分可能已经完成，后续下跌空间有限。而本次会议也为后续降息的路径打开了更多可能性，包括关税影响不及预期下的降息，以及关税政策及潜在的海外报复行动导致经济下行时的政策支持。我们预期下半年仍有两次降息，但也需要警惕政策仍存在高度的不确定性。

● 风险提示：

关税及海外报复行动导致通胀持续超预期上行；美国经济基本面超预期走弱；金融风险事件。

目录

1 核心观点.....	4
2 风险提示.....	5

图表目录

图表 1： 2025 年 3 月美联储议息会议点阵图 and 主要经济数据预测（红色表示上修，绿色表示下修） ..	4
---	---

1 核心观点

在今天凌晨的议息会议上，美联储继续维持利率在 4.25%-4.50% 不变，符合市场预期，同时宣布放缓资产负债表缩减速度。本次会议整体偏鸽派。

本次会议政策声明中删除了此前“实现就业和通胀目标的风险大致平衡”的表述，转而强调“经济前景的不确定性上升了”；增加了对于放缓缩表的表述，这是本次会议最超出市场预期的内容：“从四月开始，委员会将通过将国债的每月赎回上限从 250 亿美元减少到 50 亿美元，来放缓资产负债表缩减步伐。抵押贷款支持证券（MBS）的每月赎回上限维持在 350 亿美元不变。”美联储理事沃勒投下反对票，他支持维持利率不变，但更倾向于以当前速度缩表。对此，有记者提问是否放缓缩表是一个临时措施，将在债务上限解决后恢复当前缩表速度，鲍威尔表示这不是临时性调整，委员们支持永久放缓而非暂停。

在经济预测中，美联储下调了今年的 GDP 预测至 1.7%，上调了通胀预测至 2.7%，失业率预测仅略微上调 0.1% 至 4.4%，与近期市场向“滞胀”情景倾斜的预期基本相符。尽管如此，鲍威尔认为经济整体仍然稳固，并表示消费者信心调查的恶化不值得过度担忧，因为调查数据与实际经济活动之间的联系并不紧密。从硬数据来看，消费支出有所放缓，但仍保持稳健，失业率为 4.1%，处于健康水平，通胀前景上升，部分是对关税的反应，今年取得进一步进展可能会有所延迟。对于衰退的风险，鲍威尔认为比两个月前有所上升，但仍然不高。

图表1：2025 年 3 月美联储议息会议点阵图和主要经济数据预测（红色表示上修，绿色表示下修）

点阵图显示的2025年利率变动幅度的票数								
年份	维持不变	降息25bp	降息50bp	降息75bp	降息100bp	降息125bp	降息150bp	2025年底联邦基金利率
2025年3月	4	4	9	2	0	0	0	3.9%
2024年12月	1	3	10	3	1	1	0	3.9%
经济预测								
年份	25年实际GDP增速	26年实际GDP增速	25年失业率	26年失业率	25年PCE增速	26年PCE增速	25年核心PCE增速	26年核心PCE增速
2025年3月	1.7%	1.8%	4.4%	4.3%	2.7%	2.2%	2.8%	2.2%
2024年12月	2.1%	2.0%	4.3%	4.3%	2.5%	2.1%	2.5%	2.2%

资料来源：美联储，中邮证券研究所

此外，点阵图显示，尽管预期不降息或仅降息一次的委员人数有所增加，但中位数仍然维持今年降息两次的预期。当被问及为什么 FOMC 仍预维持降息预期时，鲍威尔解释称本次会议对通胀预期的上调和对 GDP 增长预期的下调具有大致抵消的影响。

发布会上多次提及关税，记者对鲍威尔认为“关税带来的价格上涨是暂时性的”提出质疑，但鲍威尔表示上一次加征关税时，通胀确实是暂时性的，如果通胀冲击会自行消失，收紧政策并不是正确的做法，因为当政策效果显现时，实际上是在降低经济活动和就业。这一表态反映出鲍威尔对关税造成的潜在通胀上行并不过分担忧，未来如果关税政策带来增长与通胀的两难境地，鲍威尔可能会更偏向于保护经济增长。

在美联储积极安抚市场的背景下，我们认为美股本轮调整的主体部分可能已经完成，后续下跌空间有限。而本次会议也为后续降息的路径打开了更多空间，未来美联储降息的情境不仅包括关税影响不及预期下再通胀风险的降低，也包括如果关税政策以及潜在的他国报复行动给经济造成下行压力时所需要的政策支持。我们预期下半年仍有两次降息，但也需要警惕政策仍存在高度的不确定性。

2 风险提示

关税及海外报复行动导致通胀持续超预期上行；美国经济基本面超预期走弱；金融风险事件。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼
邮编：518048