

美国 3 月 FOMC 会议点评

美联储表态“中性”，关注关税风险

◆ 经济研究 · 宏观快评

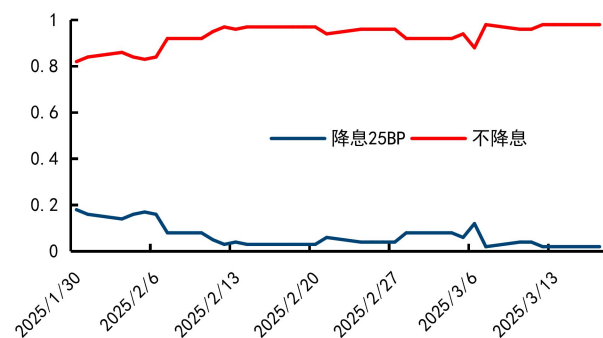
证券分析师：	季家辉	021-61761056	jijiahui@guosen.com.cn	执证编码：S0980522010002
证券分析师：	田地	0755-81982035	tiandi2@guosen.com.cn	执证编码：S0980524090003
证券分析师：	董德志	021-60933158	dongdz@guosen.com.cn	执证编码：S0980513100001

事项：

美东时间 3 月 19 日，美联储在 FOMC 会议后宣布再度暂停降息，将联邦基金利率目标区间维持 4.25-4.5% 的水平。同时美联储宣布放缓缩表，将每月国债赎回上限从 250 亿美元降至 50 亿美元。

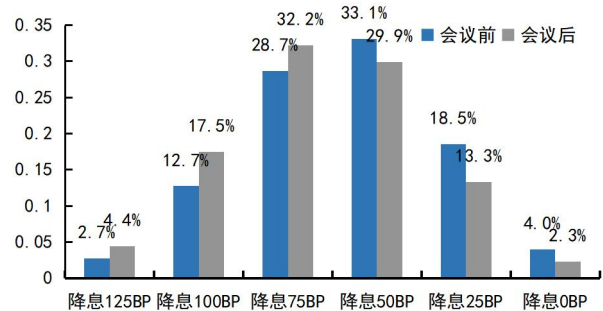
市场对美联储 3 月暂停降息预期极为一致，自 2 月初开始，期货市场反映 3 月美联储暂停降息的概率高达 80% 以上，甚至会议前升至 98% 的高位。会后市场今年降息预期略有升温，预计全年最有可能降息 50-75BP。

图1：美联储会议前 3 月降息概率变化



资料来源：Macrobond，国信证券经济研究所整理

图2：美联储会议前后 2025 年降息幅度概率分布



资料来源：Macrobond，国信证券经济研究所整理

经济基本面：经济活动稳步扩张，但关税政策下美国经济未来的不确定性增加

本次会议美联储对经济增长的表述未作调整，认为经济活动继续稳步增长（expanding at a solid pace）。2024 年第四季度美国实际 GDP 年化环比增长 2.3%，虽较三季度 2.8% 的水平有所回落，但仍显著高于 2% 左右的长期潜在增速。特朗普胜选后美国经济景气走势分化，制造业景气指数持续回升但服务业景气指数有所疲软。2 月美国制造业 PMI 录得 50.3，重回扩张区间；服务业 PMI 录得 53.5，与大选前相比明显回落。本次会议美联储官员大幅下调了 2025 年实际 GDP 增速预测值 0.4 个百分点至 1.7%，下调了 2026 年实际 GDP 增速预测值 0.3 个百分点至 1.7%，小幅下调了 2027 年实际 GDP 增速预测值 0.1 个百分点至 1.8%。

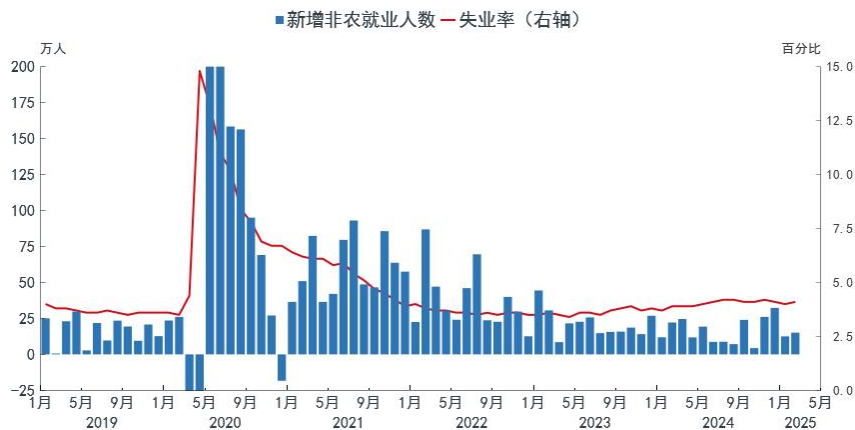
图3: 美国制造业景气回升



资料来源: Macrobond, 国信证券经济研究所整理

从美联储“双目标”来看，就业方面，美联储认为劳动力市场风险可控。过去三个月就业岗位平均每月增加 20 万个，失业率略升至 4.1%，但仍处于偏低位置，过去一年窄幅波动。出于关税考虑，本次会议美联储官员小幅上调 2025 年失业率预测值 0.1 个百分点至 4.4%。

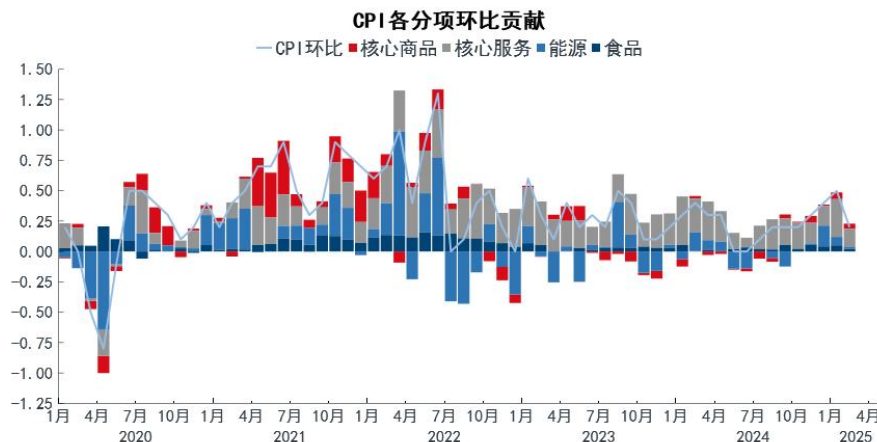
图4: 美国就业市场仍有韧性



资料来源: Macrobond, 国信证券经济研究所整理

通胀方面，美联储认为当前通胀水平相比 2% 的目标依旧偏高（somewhat elevated）。鲍威尔特别提出了近期通胀预期有所上升，消费者和企业受访者都提到了关税将是通胀的一大驱动因素。3 月会议美联储官员上调了通胀预测，2025 年和 2026 年整体 PCE 物价同比由 2.5% 和 2.1% 上调至 2.7% 和 2.2%；2025 年核心 PCE 物价同比由 2.5% 上调至 2.8%，暗示了短期来看，美联储认为相比就业，关税政策对通胀的正向影响更明显。从数据上看，特朗普胜选后，商品通胀已出现明显反弹。

图5: 美国 CPI 各分项环比贡献



资料来源: Macrobond, 国信证券经济研究所整理

货币政策：关税影响难以评估，美联储立场“中性”

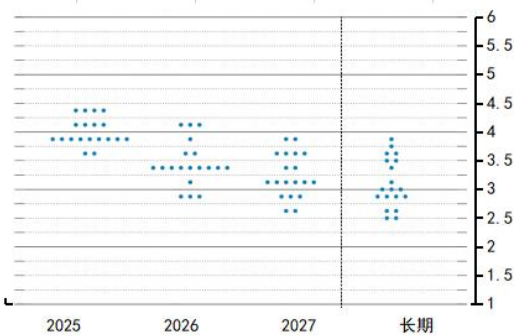
(1) 美联储认为未来经济不确定性增强。美联储在会议声明中新增了“经济前景的不确定性增加”(Uncertainty around the economic outlook has increased)，并删除了“实现其就业和通胀目标的风险大致平衡”的措辞。鲍威尔对此解读为：关税政策增加了通胀和就业达成平衡的难度。这也暗示着美联储对于政策调整将更为谨慎。

(2) “放缓缩表”是“常识性调整”(Common-sense adjustment)。美联储主席鲍威尔在媒体会上对“放缓缩表”作出解读：财政部在美联储 TGA 账户的资金正趋于耗尽，意味着未来国债发行量增加，短期内市场的流动性相对更加紧张，美联储此时放缓缩表旨在减轻市场流动性压力。鲍威尔明确表示，放缓缩表并不意味着货币政策立场的转变，另外缩表虽速度放缓，但持续的时间可能会增加。

(3) 美联储政策调整更关注“硬数据”(solid hard data)。这里的硬数据指的是经济增长数据（就业、通胀）而非调查数据（例如消费者信心）。鲍威尔表示调查数据和实际的经济活动是有出入的。他认为，尽管近期消费者信心数据有所下滑，但新增就业一直处于健康水平，消费者支出保持稳健，硬数据显示美国经济依旧稳定(solid)。

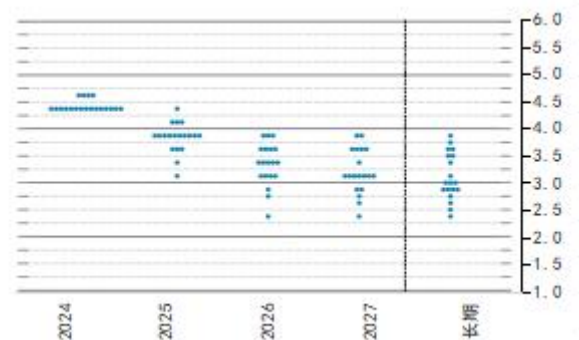
(4) 多数美联储官员认为今年会有 50BP 降息。19 位联储官员中有 9 位建议 2025 年政策利率降至 3.75-4% 的水平；各有 4 位认为 2025 年政策利率保持不变或降至 4-4.25%；有两位建议 2025 年降息 75BP。与 12 月点阵图相比，美联储官员的政策倾向更为统一。

图6: 美联储 3 月点阵图



资料来源：美联储官网，国信证券经济研究所整理

图7: 美联储 2024 年 12 月点阵图



资料来源：美联储官网，国信证券经济研究所整理

表1: 美联储近 3 次经济预测摘要一览

经济指标	发布时间	2025	2026	2027	长期
实际 GDP 增速	2025 年 3 月	1.7	1.7	1.8	1.8
	2024 年 12 月	2.1	2	1.9	1.8
	2024 年 9 月	2	2	2	1.8
失业率	2025 年 3 月	4.4	4.3	4.3	4.2
	2024 年 12 月	4.3	4.3	4.3	4.2
	2024 年 9 月	4.4	4.3	4.2	4.2
PCE 通胀	2025 年 3 月	2.7	2.2	2	2
	2024 年 12 月	2.5	2.1	2	2
	2024 年 9 月	2.1	2	2	2
核心 PCE 通胀	2025 年 3 月	2.8	2.2	2	-
	2024 年 12 月	2.5	2.2	2	-
	2024 年 9 月	2.2	2	2	-
联邦基金利率	2025 年 3 月	3.9	3.4	3.1	3
	2024 年 12 月	3.9	3.4	3.1	3
	2024 年 9 月	3.4	2.9	2.9	2.9

资料来源：美联储官网，国信证券经济研究所整理

前瞻：美联储政策观望窗口期拉长

整体来看，由于特朗普关税政策还未完全落地，美联储尚无法预测关税对通胀和经济活动的影响，为此本次美联储表态保持“中性”。但关税政策事实上增加了美联储操作难度，“紧缩过度”或“紧缩不足”的风险上升。在此背景下，预计美联储政策观望窗口期将拉长，货币宽松操作大概率滞后于经济基本面。

◆ 风险提示

美国通胀超预期反弹；国际地缘政治形势紧张超预期；

相关研究报告：

《2 月金融数据解读-信贷偏弱只是“跷跷板”效应吗？》——2025-03-15
《美国 2 月 CPI 数据点评-美股调整弱化消费需求，“再通胀”叙事或出现反转》——2025-03-13
《中国通胀数据快评-1-2 月国内 CPI 延续弱势，PPI 同比继续上升》——2025-03-09
《进出口数据快评-出口维持正增长》——2025-03-07
《2025 年政府工作报告解读-供需平衡再启航》——2025-03-05

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032