

2025 年 3 月 20 日

全球宏观

滞胀预期下的降息挑战—美联储 3 月 FOMC 会议点评

2025 年 3 月 19 日，美联储 FOMC 会议连续第二次维持利率不变，符合市场及我们的预期。

李少金

Evan.Li@bocomgroup.com
(852) 3766 1849

- ④ 从本次会议后资本市场的交易变化来看，美股三大指数上涨、美债长短利率回落、美元跌，因而市场对此次会议的解读相对偏鸽派。但从本次会议的内容来看，我们观察到利率声明、经济预测摘要、点阵图都是相对偏鹰的，而缩表方面则有意放缓，鲍威尔在新闻发布会上也尽量淡化了本次会议的鹰派信息，并再度抛出了“通胀暂时论”，此举也再度安抚了市场，并发挥了市场期待的“美联储 Put”的作用，尤其是在“特朗普 Put”预期反转的情况下。
- ④ 我们认为本次会议的内容释放的些许信息是相互矛盾的，经济预测摘要指向“滞胀”，上调失业率的水平也几乎达到了过去衰退的水平，但利率指引反而不变，甚至偏鹰。也反映了当前特朗普政策不确定性下，美联储所面临的困局，在当前经济尚有韧性的形势下，降息的门槛不断升高，只好继续观察数据走一步看一步。
- ④ 结合当前美国现实，经济较难在当前的利率水平下企稳。尽管硬指标尚未明显放缓，但是由于当前利率是具有限制性的，且伴随着潜在的财政退坡，继续放缓可能只是时间问题。与此同时，特朗普不确定性已造成预期指标回落较大，预计将会加速经济的放缓。另一方面。当前的高利率与特朗普减少财政赤字（美债付息成本）、弱美元、引导制造业回流的政策目标不符，美联储也将持续面临白宫方面的压力。
- ④ 因此，即便面临当前滞胀的格局，降息仍是主要的方向，而未来降息路径无非限于以下几种：
 - * 软着陆降息：特朗普后续政策推行节奏和力度较预期温和，通胀未明显上行，经济继续朝着软着陆方向，美联储择时降息。
 - * 浅衰退降息：特朗普后续政策与当前一致，经济转入浅衰退，通胀回落，美联储降息。
 - * 硬着陆降息：特朗普后续关税等政策超预期，经济硬着陆，美联储大幅降息。

从当前特朗普及其财政部长等幕僚成员释放的信号来看，关税政策、减少支出可能势在必行，市场先前所期望的“软着陆”路径的概率正在不断降低，而降息的门槛也在不断提高。同时，硬着陆的经济和政治成本较高，也不会是特朗普政府所看到的局面，因而浅衰退降息的概率正在上升。

④ **利率声明偏鹰：经济不确定性、删去就业和通胀目标的风险大致平衡**

- * 本次利率声明首次加入了特朗普政策的影响，即经济不确定性前景上升（“Uncertainty around the economic outlook has increased”）。同时，由于当前特朗普政策推行仍在早期，对于政策的执行力度和节奏较难把握，更不用说具体影响。为此，利率声明只能删去此前为降息做铺垫的“实现就业和通胀目标的风险大致平衡”。

④ **经济预测摘要偏鹰：最新经济预测摘要指向“滞胀”**

- * 3 月经济预测摘要将 2025 年的经济增速由 2.1% 下调至 1.7%，失业率由 4.3% 调整至 4.4%，PCE 由 2.5% 上调至 2.7%，也符合当前正在交易的“滞胀”叙事。
- * “偏鹰”在于经济预测中的 19 位委员中，有 18 位预测通胀将会更高，后续降息的门槛相应地会更高。

④ **点阵图偏鹰：利率指引中值仍为 2 次降息，但选择观望的票委增加**

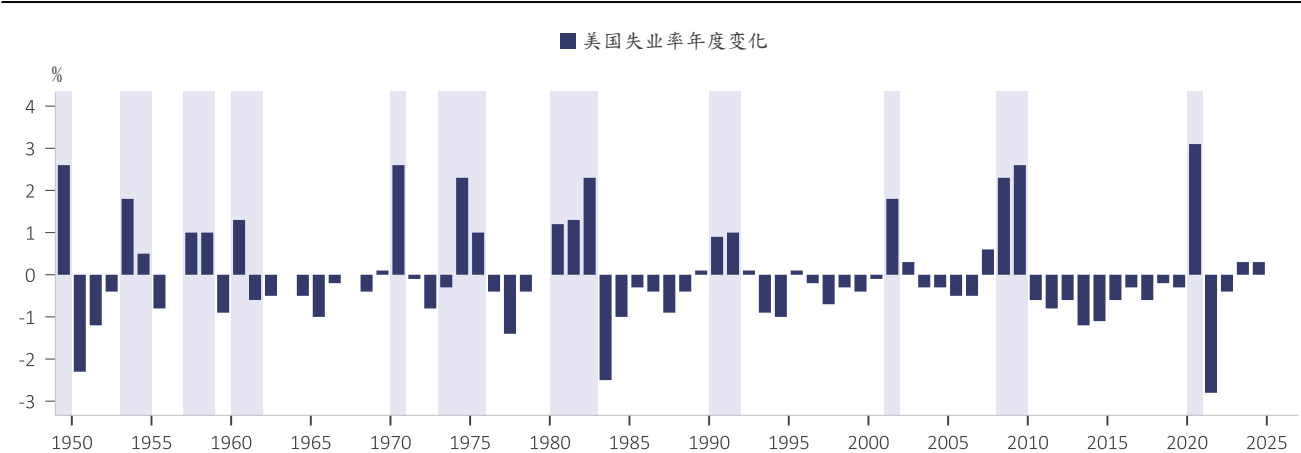
- * 尽管 2025 年底，利率预测中值仍是两次降息，但相较于 2024 年 12 月 FOMC 会议，支持降息两次及以上的票委由 15 人变成了 11 人，减少了 4 人。
- * 当前的失业率为 4.1%，意味着到年底委员们认为失业率会上升到 4.4%。相较于 2022 年底 3.5% 的低点，上升接近 100 个基点。回顾 1950 年以来，当失业率连续上行超过两个年度，且幅度达到 100 个基点之多，在美国历史上基本都达到了衰退的水平。而在此情形下，委员们并未相应的增加降息次数。

图表 1: 美联储 2025 年 3 月经济预测 (Summary of Economic Projections)

	预测年份	2024 年 6 月	2024 年 9 月	2024 年 12 月	2025 年 3 月
实际 GDP 增速 (%)	2024	2.1	2.0	2.5	
	2025	2.0	2.0	2.1	1.7
	2026	2.0	2.0	2.0	1.8
	2027		2.0	1.9	1.8
	长期	1.8	1.8	1.8	1.8
失业率 (%)	2024	4.0	4.4	4.2	
	2025	4.2	4.4	4.3	4.4
	2026	4.1	4.3	4.3	4.3
	2027		4.2	4.3	4.2
	长期	4.2	4.2	4.2	4.2
PCE 通胀 (%)	2024	2.6	2.3	2.4	
	2025	2.3	2.1	2.5	2.7
	2026	2.0	2.0	2.1	2.2
	2027		2.0	2.0	2.0
	长期	2.0	2.0	2.0	2.0
核心 PCE 通胀 (%)	2024	2.8	2.6	2.8	
	2025	2.3	2.2	2.5	2.8
	2026	2.0	2.0	2.2	2.2
	2027		2.0	2.0	2.0
	长期	-	-	-	-
联邦基金目标利率 (%)	2024	5.1	4.4	4.4	
	2025	4.1	3.4	3.9	3.9
	2026	3.1	2.9	3.4	3.4
	2027		2.9	3.1	3.1
	长期	2.8	2.9	3.0	3.0

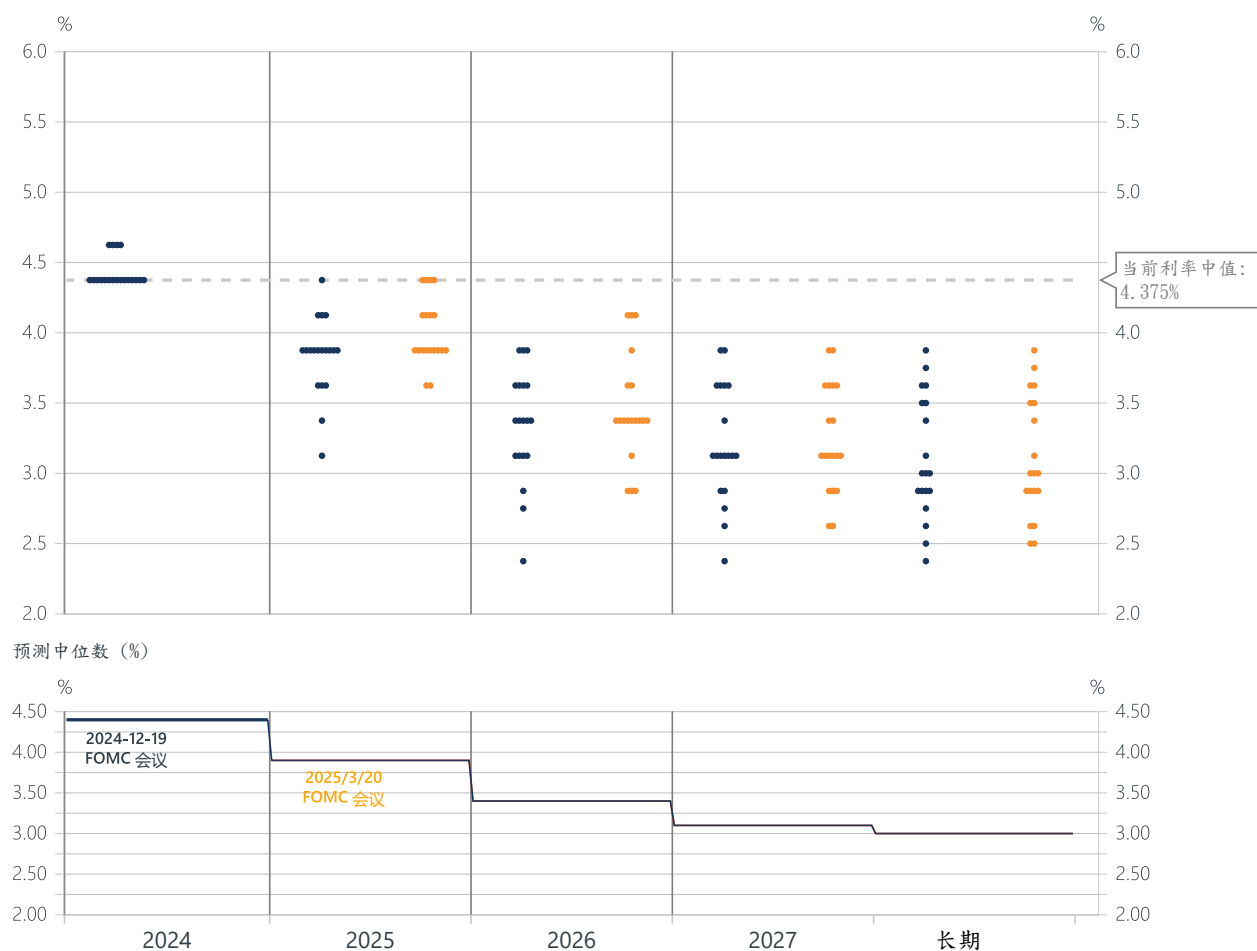
资料来源: 美联储, 交银国际 * 蓝色表示调高预测, 灰色表示调低预测

图表 2: 1950 年以来, 失业率连续上行两年, 且累计幅度接近 1%, 均出现了衰退



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 3: 美联储 3 月 FOMC 会议点阵图



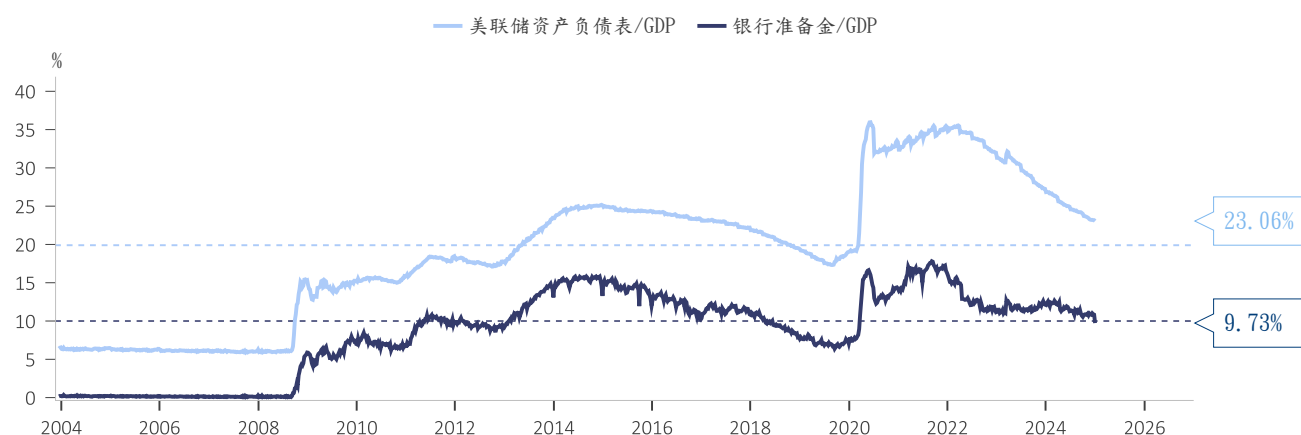
资料来源: Macrobond, 美联储, 交银国际

④ “缩表”偏鸽：市场预期暂停缩表，而美联储选择直接放缓

美联储决定至 4 月起放缓缩表，从当前每月缩表 250 亿美元，放缓至 50 亿美元。我们认为当前放缓缩表既符合客观要求，又能起到主动防风险的作用：

- * 技术层面，当前美联储资产负债表规模占 GDP 的比例已经达到了 23% 附近，较上一轮缩表在 20% 的水平已经接近。同时，银行准备金占 GDP 的比例已小于 10%，低于上一轮缩表的水平，符合放缓缩表甚至停止缩表的条件。
- * 防风险考量，特朗普不确定性造成的资本市场动荡，也提高了流动性要求。同时，美国当前已达到债务上限，而年中左右时点预计新一轮债务上限协议将有望达成，届时财政部补充 TGA 的要求也客观上需要流动性支持。

图表 4: 美联储资产负债表以及银行准备金各自占 GDP 比例



资料来源: Macrobond, 交银国际

④ 鲍威尔新闻发布会偏鸽：淡化鹰派信号、重提通胀暂时论

鲍威尔新闻发布会淡化了点阵图和经济预测中传递出来的鹰派信号，竭力管理并稳定市场预期：

- * 鲍威尔强调当前经济仍有韧性。尽管一些预期类的“软指标”因政策预期反转而出现较大回落，但就业、零售及工业产出等“硬指标”仍指向韧性的经济状况，意在减缓市场的增长担忧，并耐心等待更多经济数据。
- * 在关税风险层面，鲍威尔则强调其不确定性。由于其先前的“通胀暂时论”饱受市场诟病，但在被问及关税对通胀的影响是否是暂时性，而鲍威尔则回答是基本情形。

④ 浅衰退降息的可能性在增加

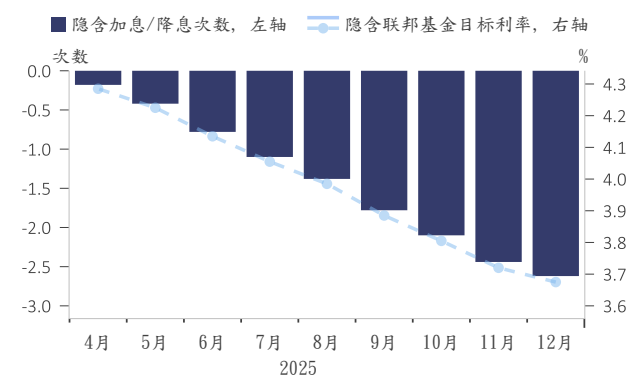
结合当前美国现实，经济较难在当前的利率水平下企稳的。尽管硬指标尚未明显放缓，但是由于当前利率是具有限制性的，且伴随着潜在的财政退坡，继续放缓可能只是时间问题。与此同时，特朗普不确定性已造成预期指标回落较大，预计将会加速经济的放缓。另一方面。当前的高利率与特朗普减少财政赤字（美债付息成本）、弱美元、引导制造业回流的政策目标不符，美联储也将持续面临白宫方面的压力。

因此，即便面临当前滞胀的格局，降息仍是主要的方向，而未来降息路径无限于以下几种：

- * 软着陆降息：特朗普后续政策推行节奏和力度较预期温和，通胀未明显上行，经济继续朝着软着陆方向，美联储择时降息。
- * 浅衰退降息：特朗普后续政策与当前一致，经济转入浅衰退，通胀回落，美联储降息。
- * 硬着陆降息：特朗普后续关税等政策超预期，经济硬着陆，美联储大幅降息。

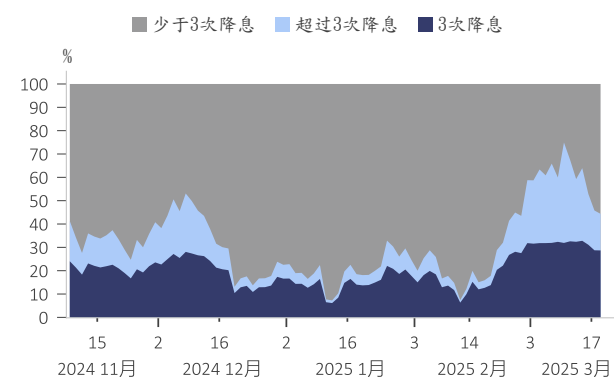
从当前特朗普及其财政部长等幕僚成员释放的信号来看，关税政策、减少支出可能势在必行，市场先前所期望的“软着陆”路径的概率正在不断降低，而降息的门槛也在不断提高。同时，硬着陆的经济和政治成本较高，也不会是特朗普政府所看到的局面，因而浅衰退降息的概率正在上升。

图表 5: 利率期货市场隐含降息次数



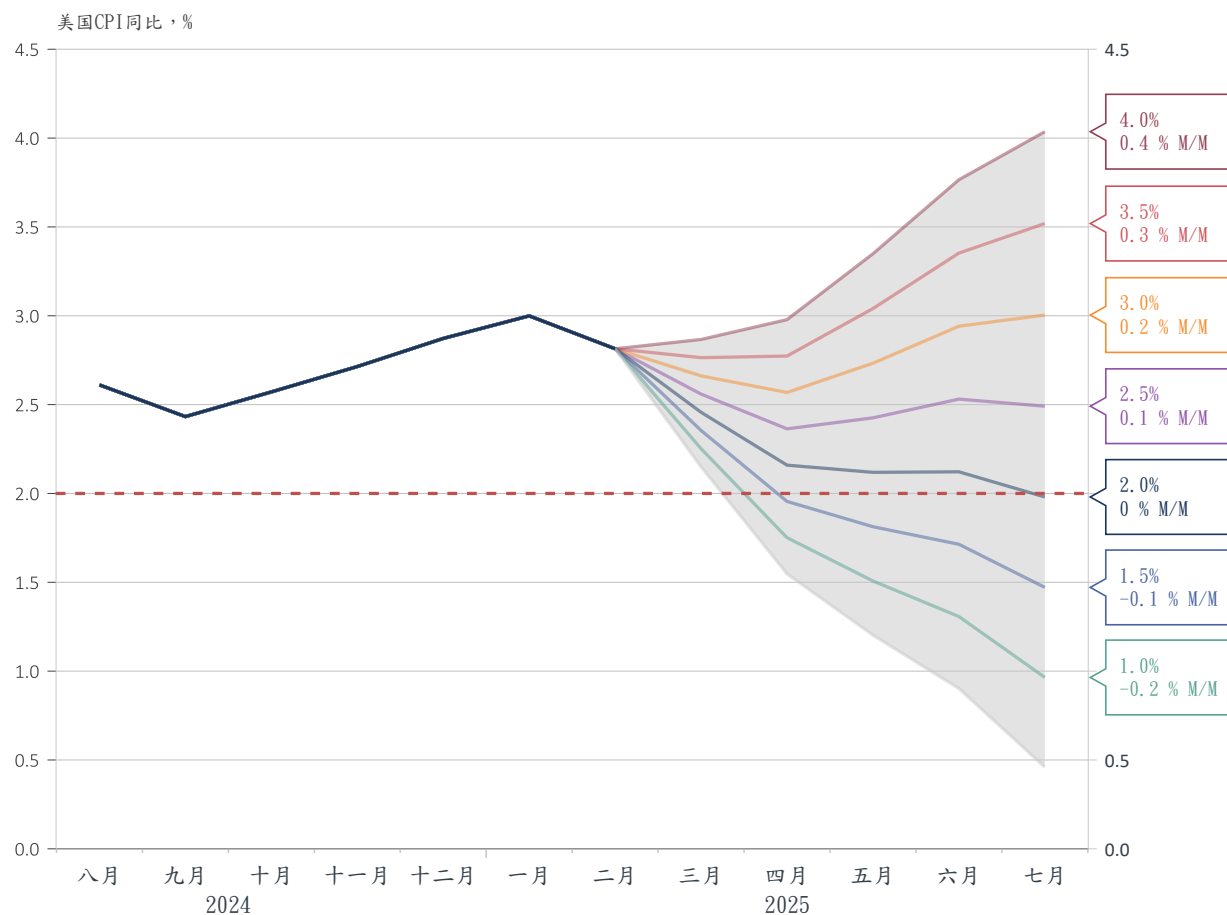
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 6: 市场降息预期变化



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 7: 不同环比情形下，美国 CPI 的同比变化路径



资料来源: Macrobond, 交银国际

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、武汉有机控股有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、山西省安装集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份有限公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司及北京赛目科技股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii) 直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而并非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。