



3月FOMC会议点评

股票投资策略简报

证券研究报告

策略组

分析师：张弛（执业 S1130523070003）

zhangchi1@gjzq.com.cn

降息受限或加快衰退风险暴露

当地时间3月18日，美联储宣布将联邦基金目标利率区间维持在4.25%-4.50%，这是自2024年9月本轮降息周期开启以来的连续第二次“暂停”。2024年9月至12月，美联储连续三次会议分别降息50/25/25bps，累计幅度达100bps。

美联储降息自由度受限，衰退风险或从“担忧”转向“现实”

美联储2025年3月会议将联邦基金目标利率区间维持在4.25%-4.50%，符合市场预期，这也是本轮降息周期开启后的连续第二次“暂停”。此次会议声明和经济预测摘要(SEP)最大的变化在于，进一步反应了在特朗普极高的政策不确定性背景下，对美国经济“滞胀”风险的担忧。一方面，本次声明的主要变化如下：1)增加了“经济前景的不确定性增加”的表述，删除了原有的“就业和通胀目标的风险大体均衡”；2)宣布“放缓QT步伐”，将美国国债的每月赎回上限从250亿美元降至50亿美元，MBS赎回上限则保持不变。另一方面，更新的经济预测摘要“下调增长预测，并上调了通胀和失业率预测”：1)2025/26/27的实际GDP增速预测下修0.4pct/0.2pct/0.1pct至1.7%/1.8%/1.8%，2025年失业率预测上修0.1pct至4.4%，2025年核心PCE同比预测上修0.3pct至+2.5%，并且值得注意的是，与会者对增长的预测风险显著倾向于下行，对失业率的预测风险显著倾向于上行；2)点阵图显示的利率预测中位数不变，以25bps/次的降息幅度计算，对应年内降息次数仍然为2次，但从分布上来看，其中预计年内降息一次或不降息的政策制定者人数从12月份的4位上升至8位。

“经济前景不确定性”和“关税通胀”成为3月FOMC焦点，值得关注的要点如下：1)通胀前景：关税对通胀的影响及由此带来的对美联储降息自由度的制约，成为了市场参与者最关心的问题，也是本次新闻发布会中的焦点，鲍威尔指出过去两个月强劲的商品通胀读数，已经反映了关税推动的“囤货”行为推升通胀，但其并未对关税引发的潜在通胀冲击表达过度担忧，一方面认为基准情形下，关税对通胀的影响或仍然是“暂时性”(transitory)的，尽管这存在许多不确定性，另一方面，其以纽约联储的通胀预期调查和市场交易的通胀预期为证，反复驳斥了有关长期通胀预期上升的说法。2)经济增长前景：鲍威尔承认，以关税为代表的一系列特朗普新政影响已经被纳入经济预测中，并强调“预测的高度不确定性”，但同时也淡化了近期调查数据(soft data)快速恶化下的“衰退担忧”，认为一些hard data依然不错。3)劳动力市场：此次会议总体对劳工市场讨论较少，鲍威尔认为“失业率非常接近自然失业率水平”，当下处于“低解雇、低招聘”环境，如果裁员人数大幅增加，由于招聘率低，将相当快地转化为失业率的攀升。我们维持判断，特朗普2.0的政策主张对经济的含义更多是偏“负面”的，2月至今陆续公布的美国经济数据多数走弱且低于预期，经济意外指数持续下滑并位于负值区间，“滞胀”风险延续升温，此次FOMC也提供了一定的佐证，4月2日特朗普的“对等关税”落地是下一个重要观察节点。与此同时，美联储降息自由度受限，或可能加快美国经济衰退风险从“担忧”向“现实”的转换，届时一旦确认“硬着陆”，美联储继续推进降息周期甚至更大幅度的降息仍是基准情形，我们持续关注的失业率或仍是决定降息时机的核心指标，最新SEP中对2025年4.4%的预测提供了一个重要参考阈值。

配置建议

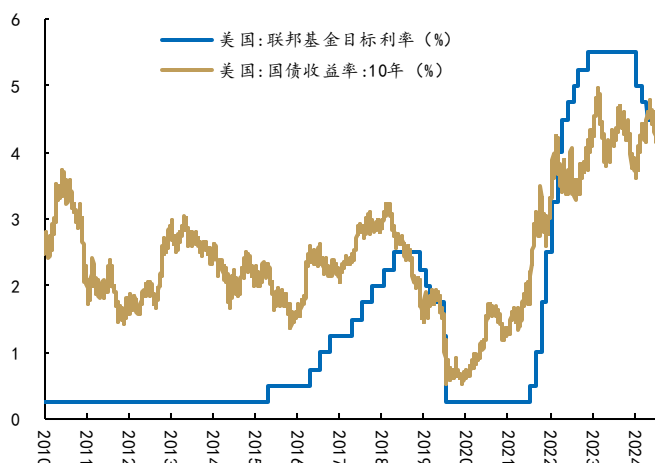
(一)黄金：静待美国“硬着陆”，金价将继续创历史新高，驱动力包括美联储降息周期的重新推进、美元趋势性贬值、各国央行购金支撑、美元流动性外溢后的“二次拉动”等，具体参考我们最新报告《2025年黄金股：底部布局，一飞冲天》；(二)医药(尤其创新药)：美联储降息周期下，A股、港股创新药均存在上涨机会且具备超额收益，行业基本面上，短看毛利率改善及IRR回升，中长期营收亦有望迎来改善；(三)美股：调整是趋势性而非暂时性的，经济下行风险增加分子端盈利增长前景担忧，科技巨头资本开支预期边际放缓也导致业绩不确定性放大，估值水平需要修正；(四)美债：冲高提供配置机会，年内仍有两次降息的点阵图预测，叠加我们对美国经济“硬着陆”的判断，年内美债利率中枢大概率仍将下移。

风险提示

美国通胀二次反弹风险，令美联储加息力度再次超预期。

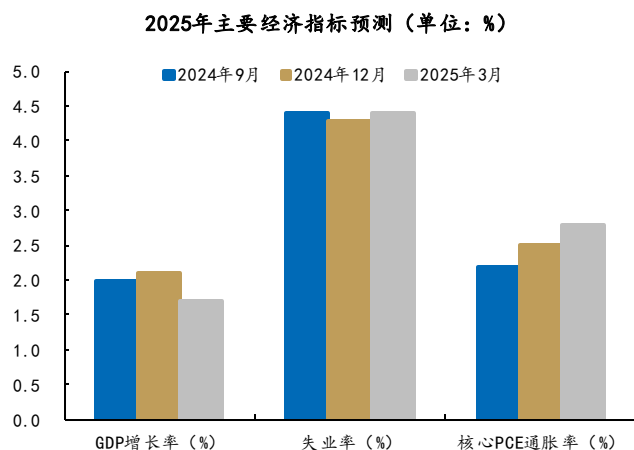


图表1: 9月至今, 美联储累计下调政策利率 100bps



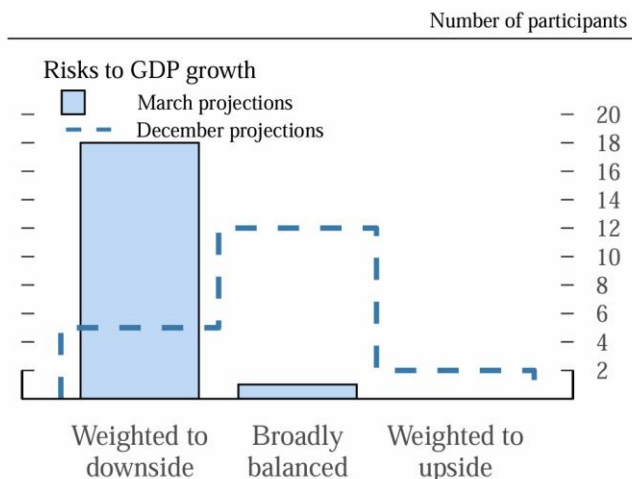
来源: Wind, 国金证券研究所

图表2: SEP 中表达的对“滞胀”风险的担忧



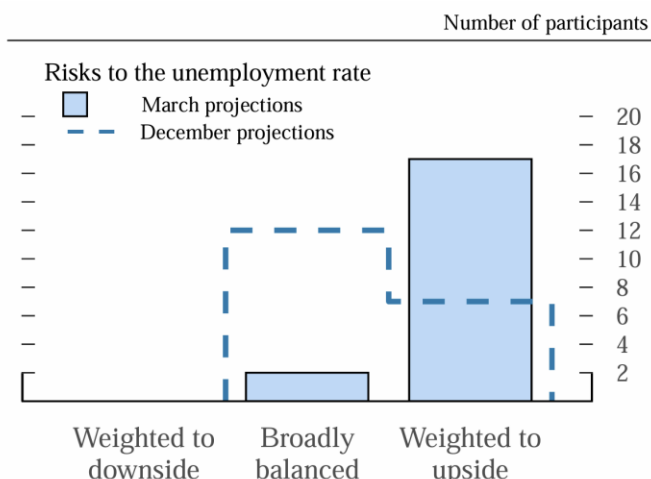
来源: Wind、Bloomberg, 国金证券研究所

图表3: SEP 中对经济增长预测风险偏向于下行



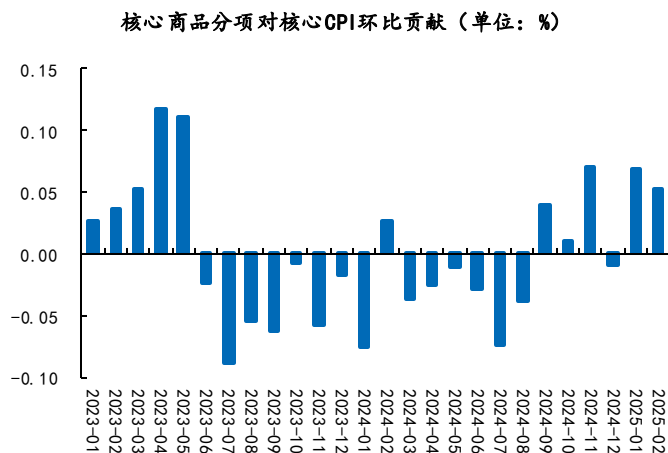
来源: Wind、Bloomberg, 国金证券研究所

图表4: SEP 中对失业率预测风险偏向于上行



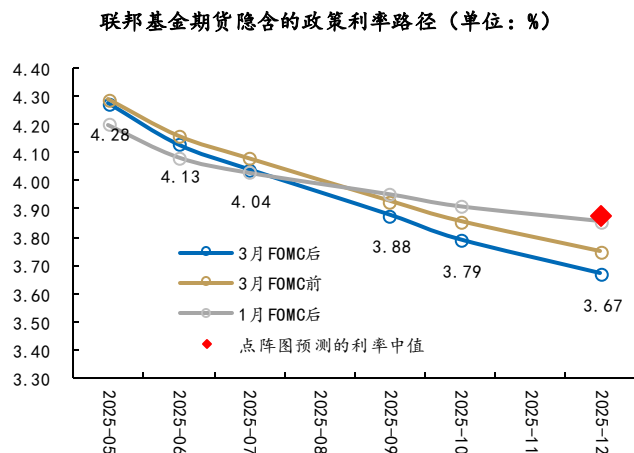
来源: Wind、Bloomberg, 国金证券研究所

图表5: 商品通胀读数一定程度上开始反应“关税”影响



来源: Wind、Bloomberg, 国金证券研究所

图表6: 市场定价了更宽松的政策利率路径



来源: Wind、Bloomberg, 国金证券研究所



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究