

## 政策冲击不确定性增强，美联储短期内仍将保持观望

### ——美联储 3 月货币政策会议点评与展望

研究发展部高级副总监 白雪

事件：北京时间 3 月 20 日周四，美联储在货币政策委员会 FOMC 会后宣布，联邦基金利率的目标区间维持 4.25%—4.5% 不变，符合市场预期。在议息声明中，美联储公开市场委员会称，最近的指标表明美国经济活动继续以稳健的步伐扩张。近几个月来，失业率稳定在较低水平，劳动力市场状况依然稳健，通货膨胀率仍略有上升。但议息声明同时也提到，美国经济前景的不确定性有所增加，委员会将关注双重任务两方面的风险。此外，美联储宣布将从 4 月开始放缓缩表，将美国国债的每月赎回上限从 250 亿美元下调至 50 亿美元。

更新后的点阵图显示美联储 2025 年将降息两次，与 2024 年 12 月的预测一致，但预计今年不降息的人数由一人增至四人，预计降息两次的人数降低一人至九人。美联储在最新的经济预测中大幅下调了美国 2025 年的经济增速，由 2.1% 降至 1.7%，失业率小幅上调至 4.4%，同时上调了通胀预期，核心 PCE 通胀预期由 2.5% 升至 2.8%，反映出特朗普政府的政策组合给美国经济带来的影响。

美联储主席鲍威尔在议息会议之后的新闻发布会上承认，特朗普经济政策给美国经济带来高度的不确定性，但是重申美联储不急于调整货币政策，而是等待这些政策对经济影响更加明确。

图 1 2024 年 12 月利率点阵图

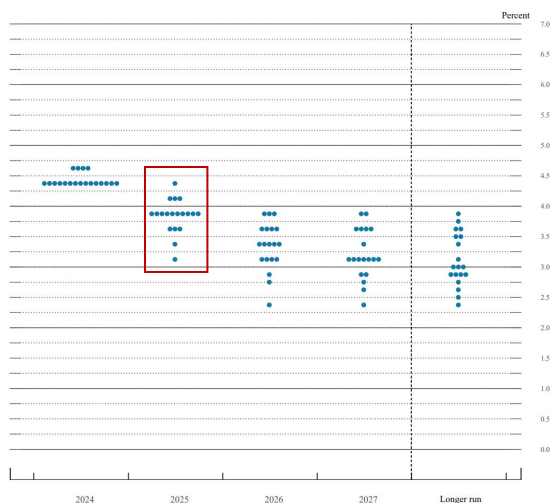
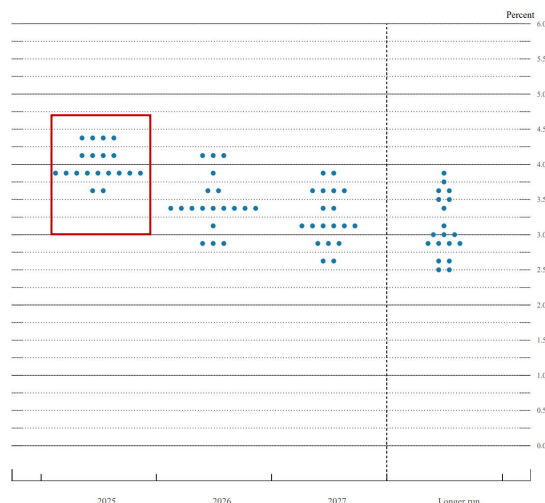


图 2 2025 年 3 月利率点阵图



对此，东方金诚解读如下：

本次会议继续暂停降息，主因特朗普政策组合扰动下通胀仍有上行隐忧，令美联储实施降息受到制约。但会议声明显示美联储对经济下行风险的关注度有所上升。

1月会议以来，特朗普政策关税以及政府效率部（DOGE）裁员、削减支出等政策对企业预期和消费者信心形成较大拖累，市场对美国增长预期明显转弱，导致美股出现调整，标普500指数一度下跌近10%。近期美国经济、就业数据也整体边际走弱，但总体并未出现大幅下行，短期内经济衰退的可能性不大。

同时，通胀上行隐忧仍未消除，令美联储连续降息受到制约。可以看到，最新公布的2月CPI数据虽全面低于预期，但一定程度上受到1月数据超预期反弹导致的高基数影响；此外，特朗普关税政策从3月初开始实施，因此2月CPI尚未反映关税影响。考虑到2月美国制造业和服务业PMI中的物价指数分项均明显反弹，以及CPI和核心CPI3个月环比折年率仍处于高位，CPI、PPI所隐含的2月核心PCE环比达到0.3%，仍然偏高，加之近期短期通胀预期受关税政策的扰动大幅反弹，伴随后续关税陆续落地生效，通胀短期内仍有潜在上行风险。这在本次会议公布的点阵图中也有所体现：虽然预测利率中值与上次相比不变，但预计今年不降息的人数较上次增加3位，预计只降息1次的人数增加1位，预计降息2次的人数减少1位，预计降息3次或以上的人数减少3位，降息预期整体上仍有所减弱，这背后也反应了对关税政策可能会推升通胀上行风险的担忧。由此，在多重不确定性交织的背景下，美联储选择暂停降息进行观望，以等待更加明确的经济信号。

然而，对比本次会议政策声明与1月声明，可以看到美联储对经济下行风险的担忧更加强烈。3月声明对经济前景的描述从“存在不确定性”变为“不确定性增加”，强调经济前景的不确定性加重，而且删除了“就业和通胀目标风险大致均衡”这一表述。在本次会议的经济预测中，美联储不仅大幅下调今年增长预测0.4个百分点至1.7%，将2026和2027年增长预期也分别下调0.2、0.1个百分点至1.8%。而在通胀方面，美联储仍持有谨慎乐观态度。本次会议中鲍威尔提出“关税通胀”的概念，并认为虽然关税政策显然是导致通胀的一部分因素，但关税对通胀的影响属于“一次性冲击”，是暂时性的，且认为长期通胀预期仍然保持稳定。这意味着在特朗普政策组合的冲击下，美联储更加担心中长期增长放缓，略胜过担忧通胀上行。

短期内美联储可能仍受通胀干扰，继续保持观望态势，5月降息的概率偏小；但在当前仍然偏高的利率背景下，特朗普裁员、减支等收缩性政策还将进一步加大美国经济下行压力，美联储下半年可能仍将实施2-3次降息。

我们认为，短期内美联储仍将继续保持观望，重点将评估关税政策落地后对通胀走势的影响，5月可能仍会继续暂停降息。通胀在关税政策下短期内可能存在上行风险，美联储需要时间评估关税的影

响。而4月2日“对等关税”落地实施，美联储在5月会议前仅能评估关税对一个月通胀数据的影响，这尚不足以确认关税带来的冲击与趋势性影响，因此美联储短期内需要继续观望，5月可能仍会选择暂停降息。同时，考虑到当前美国主要的经济数据尚未出现明显放缓迹象，短期内经济大幅下行的风险不大，也能为暂停降息提供支撑。目前看，一季度经济数据受到季节性和不利天气的扰动，二季度增长动能可能有所回升；近期美元和美债利率均下行，金融条件放松，对增长也形成一定支撑。此外，美联储从4月开始放缓缩表，通过减少国债市场供给、压降美债收益率，对于经济和股市能够发挥积极作用，继而也能部分发挥降息的效果，这可能助力美联储暂时选择在利率上“按兵不动”。

下半年会议上，美联储可以评估更长时间的通胀与经济数据走势，逐渐具备降息条件。我们认为，不同于鲍威尔所提及的美国经济的“硬数据”仍有韧性，美国经济已出现较为明显的降温态势，特朗普政策组合对经济的负面冲击将进一步加大经济下行压力，为美联储下半年实施降息提供依据。根据亚特兰大 GDP Now 模型截至3月18日的预测，美国一季度 GDP 环比折年率-1.8%，其中消费仅增长0.4%。而这一模型基于的数据大多是与 GDP 核算密切相关的“硬数据”，包括零售销售、地产销售等。而至少在一季度，这些“硬数据”均已出现显著降温的趋势。考虑到特朗普上任后，其裁员和加征关税、削减支出等收缩性政策推行更早、更为激进，私人部门和金融市场对宏观走势的预期明显转弱，叠加高利率环境下经济活动仍受到抑制——尤其是考虑到二季度美国企业将迎来偿债的高峰，不降息将显著增加企业的再融资成本和信用风险，因此，不排除下半年美国经济下行压力超过美联储预期、加快降息节奏的可能性。基准情形下，预计美联储可能在6月或7月会议上再次降息，下半年降息2-3次。

不过，考虑到美联储可能并未在最新的经济预测中充分计入关税对通胀的影响，若通胀反弹风险超出预期，仍有可能对下半年美联储降息节奏形成较大扰动。根据PIIE测算，在不考虑反制的情况下，美国对中国和加、墨关税的组合将抬升2025年美国通胀0.54个百分点。而目前美对华关税已提升至20%，且4月以后不排除对汽车、药品、芯片、木材、农产品等产品加征关税，若考虑贸易反制，还可能进一步加剧通胀风险。因此，若下半年通胀上行风险超出预期，将显著制约美联储降息操作，全年降息空间可能收窄至1-2次。

## 权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、研究观点等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以任何方式传播。未获书面授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方或/及发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

本研究报告的结论，是在最初发表本报告日期当日按照东方金诚的研究流程及标准做出的独立判断，遵循了客观、公正的原则，未受第三方组织或个人的干预和影响。东方金诚可能不时补充、修订或更新有关信息，也可能发出其他与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任更新本报告并通知报告使用者。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本声明为本研究报告不可分割的内容，任何使用者使用或引用本报告，应转载本声明。并且，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。