

2025 年 03 月 20 日

美联储强调不确定性，降息或将更加灵活

宏观研究团队

——3 月 FOMC 会议点评

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

潘纬桢（分析师）

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790122110044

事件：美联储于北京时间 3 月 20 日凌晨 2 点发布 3 月 FOMC 会议声明，宣布保持利率水平不变。

● 声明及发布会要点

1. 美联储宣布维持利率水平在 4.25%-4.5% 区间。缩表方面，将每月国债赎回上限从 250 亿美元降至 50 亿美元，MBS 则仍然保持每月 350 亿美金的缩减幅度。

2. 再次维持利率水平不变，但强调不确定性。在声明中，美联储的措辞同 1 月份相比变化不多，即认为美国经济继续稳步扩张，但认为经济前景的不确定性有所增加。在本次会议反对票再次出现，说明美联储内部对目前美国经济形势、金融市场状态的分歧可能比较大，可能会对后续货币政策带来不利影响。

3. 下调经济预测、上调通胀预测，点阵图显示 2025 可能有 50bp 降息。美联储下调 2025-2027 年 GDP 增速预测，上调 2025 年 PCE、核心 PCE、失业率预测，显示美联储认为特朗普政策对通胀的冲击可能是一次性的。点阵图显示 2025 年可能有 50bp 降息，与 2024 年 12 月相同，但支持更少降息的官员人数有所增加。

4. 发布会上，鲍威尔表态较为中性，强调面临的不确定性。在发言稿以及问答中，美联储主席鲍威尔整体表态较为中性，并未过度强调关税对通胀的上行压力，更多关注面临的不确定性。其表示不急于调整货币政策立场，当前美联储处于有利的位置，以等待更明确的前景。基准情形下，关税引起的通胀将是暂时的。

● 美联储降息的灵活性或将提升

我们认为，美联储降息的灵活性正在提升，不应线性外推降息/不降息。结合当前美国经济的波动，基准情形下，美联储最快在 6 月或可降息，全年共降息 2-3 次。一则是特朗普的经济政策对美国经济需求端产生了一定程度的负面冲击，美联储面临的通胀约束短期或将减轻。2 月美国 CPI 中值、截尾平均 CPI 两项指标分别录得 3.53%、3.08%，较 1 月份均有不同程度下降，且下行趋势相对稳定；二则是虽然关税可能导致通胀压力上升，但影响或较晚显现。短期内若美国经济超预期走弱，美联储或并不会担忧通胀，大概率仍会选择降息。届时若特朗普政府能够及时推出进一步减税，居民企业对未来经济增长的预期或将改善，从而实现“政府降杠杆、居民企业加杠杆”，美国经济或可顺畅达成“软着陆”。

● 短期内市场风险偏好或回暖，但仍需面对关税压力

决议及发布会后，市场风险偏好回暖明显。美股方面，在声明及发布会后，美股上涨较多。最终道琼斯指数收涨 0.92%，纳斯达克指数收涨 1.41%；美债方面，10 年期美债收益率下行较多，目前下跌至 4.3% 以下；美元方面，发布会后略有回升，但总体录得下跌，目前已低于 103.5；黄金则录得上涨，目前已超过 3050 美元/盎司。我们认为由于美联储表态较温和，市场风险偏好或回暖，但仍要面对 4 月 2 号后的关税压力，可能难有持续性反弹。CME 期货定价美联储将在 2025 年降息 50bp。

● **风险提示：**国际局势紧张引发通胀超预期，美国经济超预期衰退。

相关研究报告

《生育补贴的经济账：从促生育到稳增长——兼评 2 月经济数据》-2025.3.18

《关注两会后扩内需政策落地——宏观周报》-2025.3.16

《债务置换下的社融“新范式”——宏观经济点评》-2025.3.16

目 录

1、 声明及发布会要点	3
1.1、 再次维持利率水平不变，但削减缩表幅度，且强调不确定性	3
1.2、 下调经济预测、上调通胀预测，点阵图显示 2025 可能有 50bp 降息	3
1.3、 发布会上，鲍威尔表态较为中性，强调面临的不确定性	5
2、 美联储降息的灵活性或将提升	5
3、 短期内市场风险偏好或回暖，但仍需面对关税压力	7
4、 风险提示	7

图表目录

图 1： 2024 年 12 月点阵图显示 2025 可能会降息 2 次	4
图 2： 3 月点阵图显示 2025 可能降息 2 次	4
图 3： 美国经济政策不确定性快速上升	6
图 4： 美国通胀趋势仍在下行	6
图 5： 美国居民和企业杠杆率仍相对较低	6
图 6： 美股上涨较多	7
图 7： 10 年期美债收益率下行较多	7
图 8： 美元指数总体下行	7
图 9： 黄金价格上涨	7
表 1： 美联储 3 月决议内容相较于 1 月变化不多	3
表 2： 美联储下调 2025-207 年 GDP 增速预测，上调 2025 年通胀预测（%）	4

事件：美联储于北京时间 3 月 20 日凌晨 2 点发布 3 月 FOMC 会议声明，宣布保持利率水平不变。

1、声明及发布会要点

1.1、再次维持利率水平不变，但削减缩表幅度，且强调不确定性

美联储在此次会议上宣布维持利率水平在 4.25%-4.5% 区间。缩表方面，将每月国债赎回上限从 250 亿美元降至 50 亿美元，MBS 则仍然保持每月 350 亿美金的缩减幅度。

在声明中，美联储的措辞同 1 月份相比变化不多，即认为美国经济继续稳步扩张，但认为经济前景的不确定性有所增加。就业方面，美联储认为劳动力市场状况总体保持稳定，失业率稳定在低位；通胀方面，承认通胀仍略有上升。此外，在本次会议投票中，Christopher J. Waller 虽同意保持利率水平不变，但反对放缓缩表进程。反对票的再次出现，说明美联储内部对目前美国经济形势、金融市场状态的分歧可能比较大，这对后续的货币政策行动或形成一定程度的不利影响。

表1：美联储 3 月决议内容相较于 1 月变化不多

声明要点	3 月会议表述	1 月会议表述
美国经济	近期指标显示，经济活动继续稳步扩张。	近期指标显示，经济活动继续稳步扩张。
就业与通胀	失业率近几个月稳定在低水平，劳动力市场状况保持稳健。通胀率仍略有上升。	失业率近几个月稳定在低水平，劳动力市场状况保持稳健。通胀率仍略有上升。
货币政策目标	委员会寻求在较长时期内实现最大就业和 2% 的通胀率。 经济前景的不确定性有所增加 。委员会对其双重使命面临的风险十分关注。	委员会寻求在较长时期内实现最大就业和 2% 的通胀率。委员会判断，实现就业和通胀目标的风险大致平衡。经济前景不确定，委员会对其双重使命面临的风险保持关注。
货币政策行动	为了实现其目标，委员会决定将联邦基金利率目标区间 维持在 4.25% 至 4.5% 之间 。在考虑进一步调整联邦基金利率目标区间的幅度和时机时，委员会将仔细评估后续数据、不断变化的前景以及风险平衡。委员会将继续减少其持有的美国国债、机构债券和机构抵押贷款支持证券。 从 4 月份开始，委员会将通过将美国国债的每月赎回上限从 250 亿美元降至 50 亿美元来减缓其证券持有量的下降速度。委员会将维持机构债券和机构抵押贷款支持证券的每月赎回上限为 350 亿美元 。委员会坚定地致力于支持充分就业，并将通胀率恢复到 2% 的目标。	为了实现目标，委员会决定将联邦基金利率目标区间 维持在 4.25% 至 4.5% 之间 。在考虑进一步调整联邦基金利率目标区间的幅度和时机时，委员会将仔细评估后续数据、不断变化的前景以及风险平衡。委员会将继续减持美国国债、机构债券和机构抵押贷款支持证券。委员会坚定地致力于支持充分就业，并将通胀率恢复至 2% 的目标。
货币政策立场	在评估适当的货币政策立场时，委员会将继续监测新信息对经济前景的影响。如果出现可能阻碍委员会目标实现的风险，委员会将准备酌情调整货币政策立场。委员会的评估将考虑广泛的信息，包括劳动力市场状况、通胀压力和通胀预期以及金融和国际发展情况。	在评估适当的货币政策立场时，委员会将继续监测新信息对经济前景的影响。如果出现可能阻碍委员会目标实现的风险，委员会将准备酌情调整货币政策立场。委员会的评估将考虑广泛的信息，包括劳动力市场状况、通胀压力和通胀预期以及金融和国际发展情况。

资料来源：美联储、开源证券研究所

1.2、下调经济预测、上调通胀预测，点阵图显示 2025 可能有 50bp 降息

美联储在此次会议**下调** 2025-2027 年 GDP 增速预测，**上调** 2025 年 PCE、核心 PCE、失业率预测，**显示美联储认为特朗普政策对通胀的冲击可能是一次性的**。点阵图显示 2025 年可能有 50bp 降息，与 2024 年 12 月相比没有发生变化，但支持更

少降息的官员人数有所增加。

经济预测方面，美联储下调 2025-2027 年 GDP 增长预测。与 2024 年 12 月相比，本次美联储对 2025 年 GDP 增速预测为 1.7%，下修 0.4 个百分点，2026、2027 年均下修至 1.8%；上调 2025 年失业率预测 0.1 个百分点至 4.4%，2025-2027 年预测维持在 4.3%；**上调通胀水平预测**，其中 2025 年 PCE、核心 PCE 预测为 2.7%、2.8%，较 2024 年 12 月预测上调 0.2、0.3 个百分点；2026、2027 年预测变化较小，显示联储认为特朗普政策（关税等）对通胀的冲击或是一次性的。2025 年联邦基金利率中值预测维持在 3.4%。

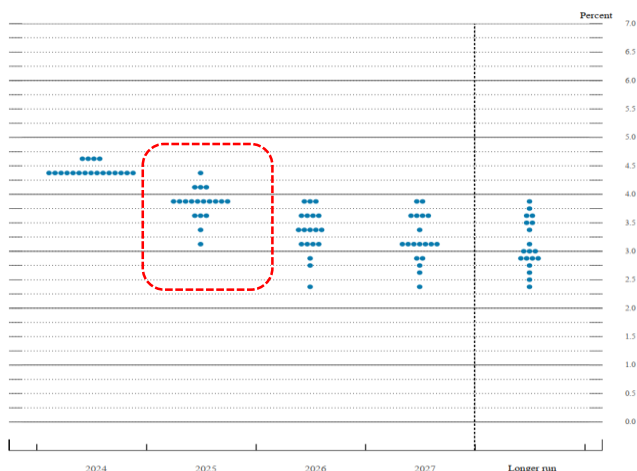
点阵图方面，此次点阵图相较于 2024 年 12 月变化相对不大，仍认为 2025 年可能总共有约 50bp 降息，但支持更少降息的官员人数有所增加。

表2：美联储下调 2025-207 年 GDP 增速预测，上调 2025 年通胀预测（%）

预测指标	预测年份	2024.09 预测值	2024.12 预测值	2025.03 预测值
GDP 增速	2025	2.0	2.1	1.7
	2026	2.0	2.0	1.8
	2027	2.0	1.9	1.8
失业率	2025	4.4	4.3	4.4
	2026	4.3	4.3	4.3
	2027	4.2	4.3	4.3
PCE	2025	2.1	2.5	2.7
	2026	2.0	2.1	2.2
	2027	2.0	2.0	2.0
核心 PCE	2025	2.2	2.5	2.8
	2026	2.0	2.2	2.2
	2027	2.0	2.0	2.0
联邦基金利率	2025	3.4	3.9	3.9
	2026	2.9	3.4	3.4
	2027	2.9	3.1	3.1

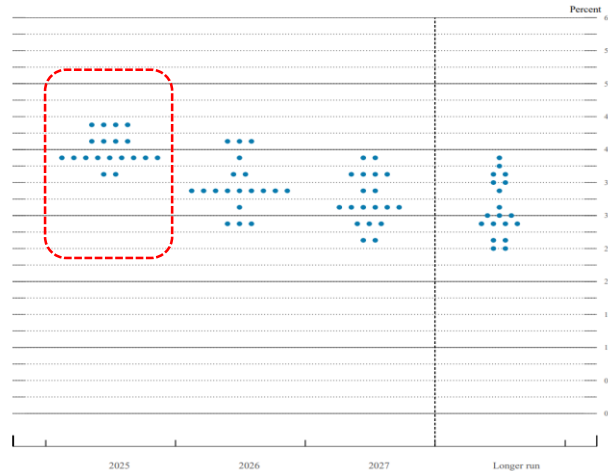
数据来源：美联储、开源证券研究所

图1：2024 年 12 月点阵图显示 2025 可能会降息 2 次



资料来源：美联储、开源证券研究所

图2：3 月点阵图显示 2025 可能降息 2 次



资料来源：美联储、开源证券研究所

1.3、发布会上，鲍威尔表态较为中性，强调面临的不确定性

从发布会上鲍威尔的发言和表态来看，整体表态较为中性，并未过度强调关税对通胀的上行压力，更多关注面临的不确定性。

(1) 后续的降息方面，美联储主席鲍威尔表示不急于调整货币政策立场，当前美联储处于有利的位置，以等待更明确的前景（we are well positioned to wait for greater clarity）。3 月的预测数据均包含了对关税影响的考量，但在当前的不确定性下，对后续降息的判断并不容易（an admittedly challenging exercise at this time），只能再次重申美联储会根据后续的经济数据做决定。

(2) 关于劳动力市场与通胀水平，鲍威尔称劳动力市场仍然稳固（Labor market conditions are solid）。通胀水平更加接近（moved closer）2%的目标，但近期通胀预期有所上升，而关税是背后的驱动因素（tariffs as a driving factor），且表示基准情形下，关税引起的通胀将是暂时的（transitory），并使用了关税通胀（the tariff inflation），以区分其他通胀。不过鲍威尔也承认，通胀现在已开始上升，部分源于关税，且 2025 年通胀下行的进展可能会面临一定的延迟（progress is probably delayed）。

(3) 关于美国经济，鲍威尔表示过去 2 年美国经济总体表现强劲（The economy is strong overall），2024 年 4 季度仍在稳步扩张（expand at a solid pace），但消费者支出有所放缓，且对未来经济前景不确定性的担忧上升，仍需要观察这种不确定性对经济的影响，但经济的硬数据（hard data）仍相当稳健，美联储并不认为经济将衰退。

(4) 鲍威尔还表示，特朗普政府正在执行的贸易、移民、财政以及监管方面的政策有显著变化，特别是关税政策影响最大，而这将对货币政策带来较为显著的影响。此外，经济中的不确定性正在上升，放缓缩表并不改变联储的货币政策立场。

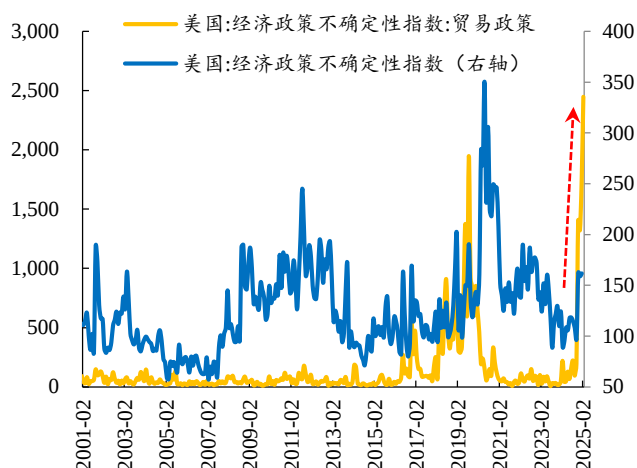
2、美联储降息的灵活性或将提升

本次会议维持利率水平不变早已被市场充分预期，放缓缩表则略超预期，鲍威尔的表态也较迎合市场的需求。事实上，伴随着特朗普新政的逐渐展开，美联储对市场的影响已相对较小。在此背景下，我们认为美联储降息的灵活性正在提升，不应线性外推降息/不降息。结合当前美国经济的波动，基准情形下，美联储最快在 6 月或可降息，全年共降息 2-3 次。具体而言：

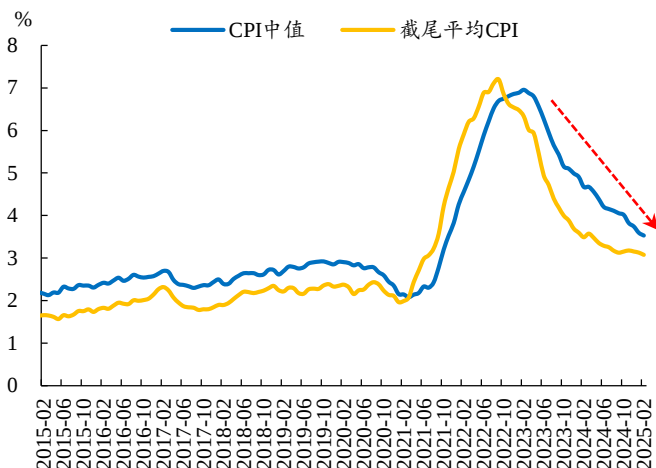
第一，特朗普的经济政策对美国经济需求端产生了一定程度的负面冲击，美联储面临的通胀约束短期或将减轻。自特朗普 1 月 20 日就职后，马斯克领导的政府效率部（DOGE）大力推进政府减支、裁减联邦公务员，并收获了一定成效¹。此外，特朗普政府对关税政策的态度相对强硬，虽然具体的大规模关税政策需等 4 月 2 日才能执行²，但经济政策不确定性的提升对企业支出和居民的消费信心产生了一定的负面冲击。2 月非农就业中联邦政府就业减少 1 万人，且服务业新增就业相对疲软，考虑到 3 月就业数据中政府裁员的影响逐渐体现，就业市场短期可能继续走弱。（《美国就业市场或将进入“颠簸期”——美国 2 月非农就业数据点评》）劳动力市场走软下，美国通胀水平下行短期或将更加顺畅。2 月美国 CPI 中值、截尾平均 CPI 两项指标分别录得 3.53%、3.08%，较 1 月份均有不同程度下降，且下行趋势相对稳定，美联储短期内面临的通胀约束或将减轻。

¹ <https://www.jfdaily.com/statics/res/html/web/newsDetail.html?id=872307>

² <https://wallstreetcn.com/articles/3743355>

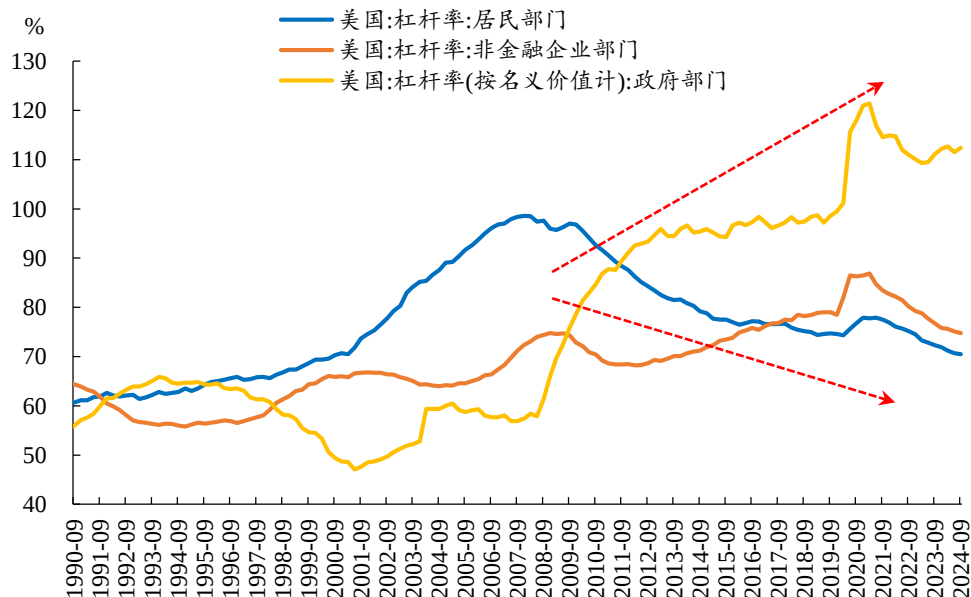
图3：美国经济政策不确定性快速上升


数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：美国通胀趋势仍在下行


资料来源：Cleveland Fed、开源证券研究所

第二，虽然关税可能导致通胀压力上升，但影响或较晚显现。短期内若美国经济超预期走弱，美联储或选择降息，引导美国经济实现“软着陆”。如前所述，特朗普政府目前对关税政策态度强硬，若关税大规模征收，则美国通胀（特别是核心商品通胀）可能会上升，这也是当前阻碍美联储降息的重要因素。但近期美国财部长贝森特表示4月2日后的关税大部分将由15%的国家占据，且随着美国经济减少对政府支出的依赖，可能会出现“停顿”³。因此我们认为本轮关税的征收范围或相对集中，对美国通胀的上行压力在短期内或难有表现。而若美国经济的“停顿”超预期，在需求端进一步走弱的情况下，短期内美联储或并不会担忧通胀，大概率仍会选择降息。届时若特朗普政府能够及时推出进一步减税，居民企业对未来经济增长的预期或将改善，从而实现“政府降杠杆、居民企业加杠杆”，美国经济或有可能顺畅达成“软着陆”。

图5：美国居民和企业杠杆率仍相对较低


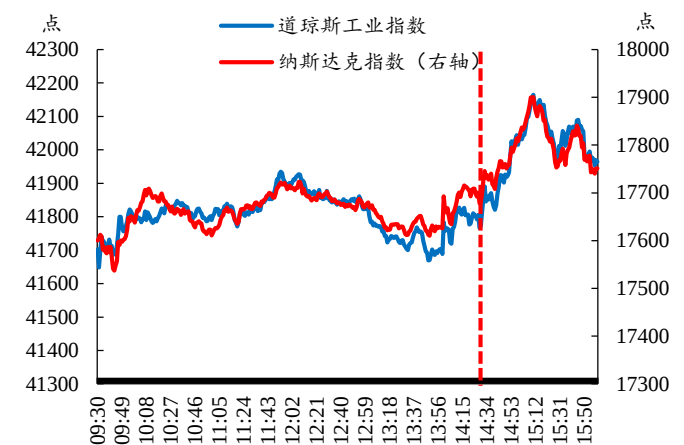
数据来源：Wind、开源证券研究所

³ <https://wallstreetcn.com/articles/3743355>

3、短期内市场风险偏好或回暖，但仍需面对关税压力

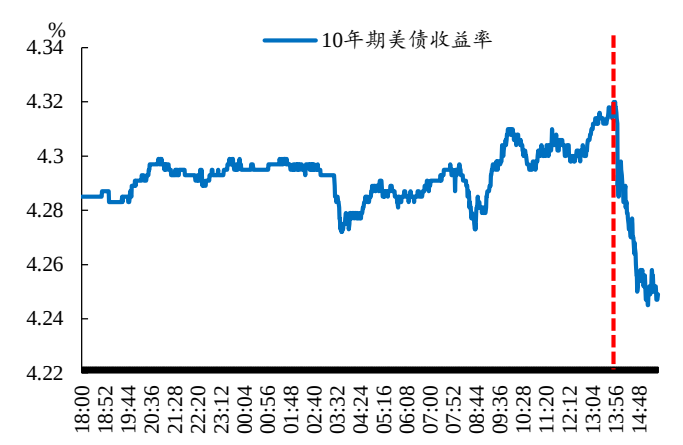
决议及发布会后，市场风险偏好回暖明显。美股方面，在声明及发布会后，美股上涨较多。最终道琼斯指数收涨 0.92%，纳斯达克指数收涨 1.41%；美债方面，10 年期美债收益率下行较多，目前下跌至 4.3% 以下；美元方面，发布会后略有回升，但总体录得下跌，目前已低于 103.5；黄金则录得上涨，目前已超过 3050 美元/盎司。我们认为由于美联储表态较温和，市场风险偏好或回暖，但仍要面对 4 月 2 号后的关税压力，可能难有持续性反弹。CME 期货定价美联储将在 2025 年降息 50bp。

图6：美股上涨较多



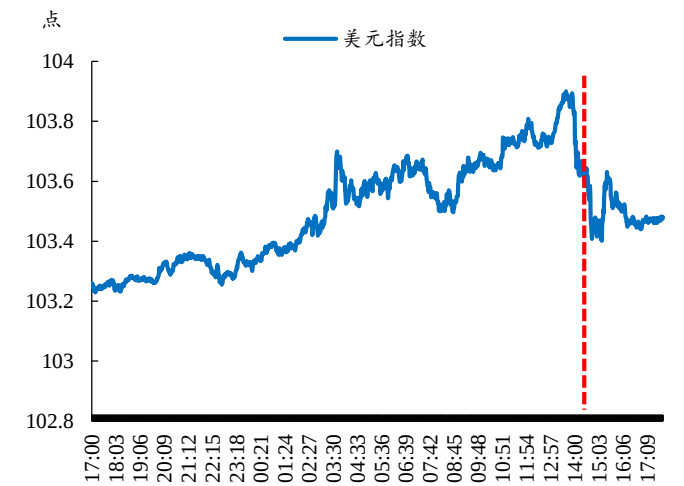
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：10 年期美债收益率下行较多



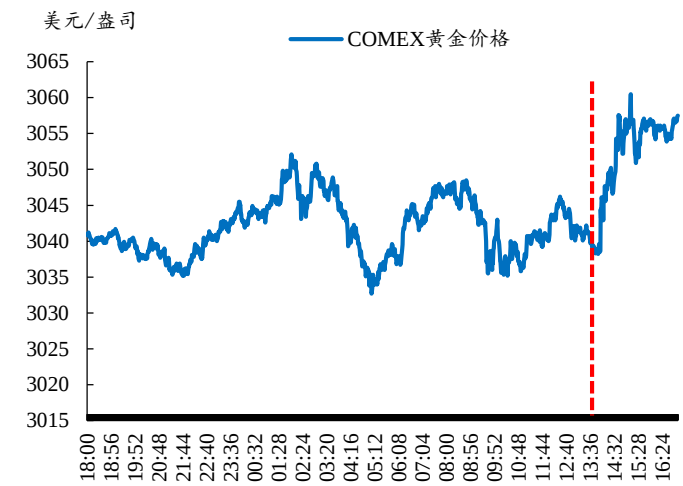
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：美元指数总体下行



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：黄金价格上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、风险提示

国际局势紧张引发通胀超预期，美国经济超预期衰退。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年15月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn