

美国经济

鲍威尔鸽派难以真正安抚市场

美联储议息会议维持利率目标不变符合预期，但从 4 月开始缩减 QT 规模比预期时点更早。点阵图显示美联储官员上调明年通胀预测而降低两年经济增长预测，但维持 2025-2027 年降息幅度预测不变，对年末政策利率预测中值微幅上升，但降息两次仍是预测中值。鲍威尔对经济状态和关税效应的评论与白宫基调基本一致，他表示经济衰退风险依然较低，就业市场仍有韧性，关税对通胀的影响将是“暂时性”的，长期通胀预期仍然稳定。比预期更早开始缩减 QT 和偏鸽派言论是鲍威尔在美股下跌、经济预期恶化和白宫政治施压后的直接反应，说明 Fed put 执行价格明显高于 Trump put，显示鲍威尔的政治领悟力。但美联储行动可能无法真正修复市场信心，因为压制市场信心的最重要因素是特朗普政策冲击，解铃仍须系铃人，特朗普看跌期权更加重要但其执行价格依然未知。投资者担心特朗普团队为充满理想主义和相互冲突的目标而保持战略定力，激进地加征关税、收缩财政支出和驱逐非法移民，从而推升短期滞胀与远期衰退风险。鲍威尔将在明年 5 月结束任期，他很难获得特朗普支持而再度连任，考虑到 2021 年犯下“通胀暂时论”失误，他可以选择维护美联储独立性与挽回个人声誉而抵制白宫政治施压。但鲍威尔相比美联储前行长们似乎对政治性更加敏感，可能有限度屈从来自白宫压力。在特朗普政策导致美股市场动荡和经济增速下行之后，美联储可能在下半年降息 1-2 次。

■ **美联储会议重点政策。**会议声明保持政策利率目标在 4.25%-4.5% 不变；自 4 月开始将每月国债减持规模上限从每月 250 亿美元降至 50 亿美元，MBS 每月 350 亿减持规模不变；对通胀“仍然居高”和就业市场“稳健”的措辞不变，但将“实现就业和通胀目标的风险大致平衡”改为“经济前景不确定性增加”。经济预测摘要显示美联储官员对今年降息幅度预期中值保持在 50 个基点不变，但将 2025 年 GDP 增速预测从之前的 2.1% 降至 1.7%，2026 和 2027 年 GDP 增速从 2% 和 1.9% 均下调至 1.8%，25 年失业率预测从 4.3% 上调至 4.4%，2025 和 2026 年 PCE 通胀预测分别从 2.5% 和 2.1% 升至 2.7% 和 2.2%，2025 年核心 PCE 通胀预测从 2.5% 上调至 2.8%。美联储官员对今年降息预测中位数不变，但支持今年不降息或只降 1 次的票委从 4 位增至 8 位，支持降息超 2 次的票委从 5 位降至 2 位。总体来看，美联储票委们预期特朗普的关税等政策将推升短期滞胀风险，政策取向更加谨慎平衡。

■ **鲍威尔记者会展现鸽派姿态。**鲍威尔重申美联储不急于降息，将在特朗普政策对经济中长期趋势产生更明显影响后再做决定。如果经济延续强劲而去通胀进程不再有进展，那么美联储将维持现有限制性利率更长时间。如果就业市场超预期走弱或通胀超预期回落，那么美联储将进一步降息。鲍威尔 2021 年曾犯下通胀暂时论错误，直至 11 月获得连任正式提名后才推动货币政策转向，导致加息过晚。鲍威尔在此次记者会上对关税效应和经济状态评论与白宫基调基本一致。他认为关税对通胀的影响是暂时性的，长期通胀预期仍然稳定，并以 18-19 年历史经验作为论据；尽管特朗普政策不确定性削弱企业和消费者信心等“软数据”，但鲍威尔认为非农就业、失业率和零售等“硬数据”显示经济仍然稳健，衰退风险依然较小。

刘泽晖

(852) 3761 8957

frankliu@cmbi.com.hk

叶丙南, Ph.D

(852) 3761 8967

yebingnan@cmbi.com.hk

- **美联储降息路径。**投资者与特朗普团队对关税政策效应的看法存在分歧。投资者认为关税将推升短期经济滞胀风险而削弱中期增长动力，而特朗普团队认为关税对通胀影响很小且是一次性的，中期将通过吸引跨国公司对美国投资而提振本土制造、就业与经济。美联储可能在两种立场之间寻找平衡。但投资者与特朗普团队在美联储降息立场上更加一致，货币市场价格显示投资者预期美联储从第二季度开始降息，全年降息近 3 次。由于目前经济放缓依然温和，而关税政策可能推升供应链成本和短期通胀不确定性，美联储第二季度可能保持利率不变。随着加征关税、削减政府支出和驱逐非法移民带来的需求收缩效应逐渐超过供应链成本上升作用，美联储可能选择在下半年降息 1-2 次。
- **对全球市场影响。**鲍威尔鸽派态度和 Fed Put 预期提振投资者情绪，美股反弹，但特朗普政策威胁作为更重要因素仍压制市场信心，美股可能在技术性反弹后进一步下跌，直至标普 500 指数跌破 15% 趋近牛熊分界的敏感区域，特朗普团队关注点可能重回股市，选择减缓关税和财政支出紧缩而加快减税政策，以避免经济衰退风险骤然上升。一对多贸易战、联邦政府减支超过减税和非法移民减少削弱美国经济前景，而启动财政刺激和建设自主防卫体系的预期则提振欧元区经济前景，美欧国债利差收窄，美元指数回落。在特朗普政策没有调整从而改善经济预期之前，美元可能依然偏弱；在特朗普政策调整之后，市场对美国经济预期可能改善，美元指数可能反弹。

联储会议公告变化（2025 年 3 月 vs. 2024 年 12 月）：

Recent indicators suggest that economic activity has continued to expand at a solid pace. The unemployment rate has stabilized at a low level in recent months, and labor market conditions remain solid. Inflation remains somewhat elevated.

The Committee seeks to achieve maximum employment and inflation at the rate of 2 percent over the longer run. ~~The Committee judges that~~ **Uncertainty around** the risks to achieving its employment and inflation goals ~~are roughly in balance~~. The economic outlook is ~~uncertain, and the~~ **has increased**. The Committee is attentive to the risks to both sides of its dual mandate.

In support of its goals, the Committee decided to maintain the target range for the federal funds rate at 4-1/4 to 4-1/2 percent. In considering the extent and timing of additional adjustments to the target range for the federal funds rate, the Committee will carefully assess incoming data, the evolving outlook, and the balance of risks. The Committee will continue reducing its holdings of Treasury securities and agency debt and agency mortgage-backed securities. **Beginning in April, the Committee will slow the pace of decline of its securities holdings by reducing the monthly redemption cap on Treasury securities from \$25 billion to \$5 billion. The Committee will maintain the monthly redemption cap on agency debt and agency mortgage-backed securities at \$35 billion.** The Committee is strongly committed to supporting maximum employment and returning inflation to its 2 percent objective.

In assessing the appropriate stance of monetary policy, the Committee will continue to monitor the implications of incoming information for the economic outlook. The Committee would be prepared to adjust the stance of monetary policy as appropriate if risks emerge that could impede the attainment of the Committee's goals. The Committee's assessments will take into account a wide range of information, including readings on labor market conditions, inflation pressures and inflation expectations, and financial and international developments.

Voting for the monetary policy action were Jerome H. Powell, Chair; John C. Williams, Vice Chair; Michael S. Barr; Michelle W. Bowman; Susan M. Collins; Lisa D. Cook; Austan D. Goolsbee; Philip N. Jefferson; Adriana D. Kugler; Alberto G. Musalem; **and** Jeffrey R. Schmid; ~~and~~. **Voting against this action was** Christopher J. Waller, **who supported no change for the federal funds target range but preferred to continue the current pace of decline in securities holdings.**

图 1: 经济预测摘要

	预测会议	2025	2026	2027	长期
联邦基金利率	25年3月	3.9	3.4	3.1	3
	24年12月	3.9	3.4	3.1	3
实际GDP增速	25年3月	1.7	1.8	1.8	1.8
	24年12月	2.1	2	1.9	1.8
PCE通胀	25年3月	2.7	2.2	2	2
	24年12月	2.5	2.1	2	2
核心PCE	25年3月	2.8	2.2	2	
	24年12月	2.5	2.2	2	
失业率	25年3月	4.4	4.3	4.3	4.2
	24年12月	4.3	4.3	4.3	4.2

资料来源：Wind，招银国际环球市场

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入	：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	：招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	：行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	：行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的误差、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。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，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订)规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。