



金融信息采编

COMPILATION OF FINANCIAL NEWS

2025 年第 21 期总第 1248 期

合肥兴泰金融控股集团 金融研究所

咨询电话：0551—63753813

服务邮箱：xtresearch@xtkg.com

公司网站：http://www.xtkg.com/

联系地址：安徽省合肥市政务区
祁门路 1688 号兴泰金融广场 2602

2025 年 03 月 25 日星期二

更多精彩 敬请关注
兴泰季微信公众号



宏观经济	1
中国发展高层论坛年会召开	1
第十五届储能大会在杭州召开	1
“广东 20 条”推动旅游业发展	1
赵乐际与意参议长拉鲁萨会谈	2
拉美国家努力挖掘经济增长动能	3
货币市场	3
上海跨境人民币业务工作会议召开	3
韩国央行将试点数字货币真实交易	3
监管动态	4
北京金融监管局部署系列关键任务	4
市监总局加大检验检测造假处罚力度	4
金融行业	4
人社部加大金融助企稳岗扩岗力度	4
多家银行理财子公司外币回购落地	5
重点产业	5
中国生物医药产业数智升级	5
引导农村光伏有序开发消纳	5
地方创新	6
广东：打造低空交通运输示范城市	6
宁夏：发布网贷生产供应中心标准	6
安徽出台推进融资租赁业高质量发展“20 条”	7
深度分析	7
关税“盲盒”与降息“前置”？	7

宏观经济

中国发展高层论坛年会召开

3月23日,中国发展高层论坛2025年年会在北京举行。国务院总理李强出席开幕式并发表讲话,从三个视角分享一些观察和思考。第一个视角:从“春节经济”来看中国的发展活力。以“杭州六小龙”等初创企业为代表的科技突破不断涌现,展现了创新创造的巨大能量。绿色家电、新能源产业等绿色经济蔚然成风,展现了转型发展的巨大空间。第二个视角:从全国两会来读中国的经济政策。一方面实施更加积极有为的宏观政策,进一步加大逆周期调节力度,必要时推出新的增量政策,为经济持续向好、平稳运行提供有力支撑。另一方面深化经济体制改革,不断推进全国统一大市场建设,着力打通经济循环的堵点卡点,为各类经营主体进一步营造良好发展环境,强化对企业创新创造的政策支持,增强发展内在驱动力。第三个视角:从国际变局来思考世界发展进步的人间正道。当今世界经济碎片化加剧、不稳定不确定性上升,更需要国家开放市场、企业共享资源,携手抵御风险挑战、实现共同繁荣。

第十五届储能大会在杭州召开

3月23日,由中国化学与物理电源行业协会主办并联合500余家机构共同支持的第十五届储能大会暨展览会在杭州国际博览中心召开。据介绍,此次活动以“绿色、数智、融合、创新”为主题,针对储能产业面临的机遇与挑战以及相关重点、热点、难点问题展开充分探讨。在展览会环节,共有300余家企业集中展示了储能产品,展出产品涵盖系统集成、锂离子电池、钠离子电池、液流电池、固态电池、PCS、BMS、集装箱、消防、检测认证、飞轮储能、熔盐储热、压缩空气储能、车网互动、虚拟电厂、源网荷储等涉及新型储能全产业链。中国宏观经济研究院能源研究所副所长孙颖表示,近年来,我国储能产业进入高速发展期,技术路线百花齐放,应用场景不断突破。在其看来,锂电池储能占据市场主流,压缩空气、液流电池、飞轮等储能技术加快推广应用,多个300兆瓦级压缩空气储能项目、百兆瓦级液流电池储能项目、兆瓦级飞轮储能项目开工建设,储能技术呈现多元化发展态势。

“广东20条”推动旅游业发展

3月24日,广东省人民政府官网发出《关于推动旅游业高质量发展加快建设旅游强省的若干措施》的通知。《措施》中明确提出将广东打造成为滨海旅游新高地、温泉康养示范地、现代旅游消费引领地等“三地”,实施文旅投资100项在建重大项目和100项重点招商项目“双百”计划;力争到2027年,全省接待游客突破9.5亿人次,旅游总收入突破1.3万亿元,现代旅游业体系基本形成;到2030年,旅游业综合功能全面发挥,整体实力和竞争力大幅提升,各项主要指标位居全国前列,建成高水平旅游强省。《措施》中具体提出要优化旅游发展空间布局、促进旅游融入重大发展战略、保护文化遗产和生态资源、促进文化和旅游双向融合、打造高质量的旅游景区度假区、全面提升滨海旅游、积极发展温泉康养旅游、提升城市旅游能级、做强重点骨干文旅



企业、促进传统企业转型升级、着力推动重大项目建设、构建高品质旅游住宿体系、加强旅游宣传推广、促进文化旅游消费、维护旅游市场秩序及加强旅游安全风险防范。

国家新闻出版署鼓励全民阅读

3月24日,国家新闻出版署公开征求《全民阅读促进条例(征求意见稿)》意见。其中提到,国家鼓励促进全民阅读的新技术、新载体、新设施等的开发与应用,支持利用信息技术开展阅读推广活动,将线上活动与线下推广相结合,扩大阅读活动覆盖面,提升影响力。支持数字阅读发展,加强数字内容资源建设,改善数字内容消费服务方式,适应公众阅读行为和阅读习惯的数字化转型,提升公众数字阅读消费满意度。国家鼓励和支持与提高公民阅读水平相适应的阅读消费以及相关文化产业的高质量发展。支持开展内容健康向上、具有文化底蕴、利于文明交流互鉴的阅读活动,将每年4月第四周作为“全民阅读活动周”,各级人民政府积极建设全民阅读活动品牌、各类阅读场所经常性开展阅读推广活动、新闻媒体强化全民阅读宣传。支持全民阅读推广队伍建设,成立全民阅读促进领域的社会组织,鼓励促进全民阅读的新技术、新载体、新设施等的开发与应用,多层面多维度强化阅读推广。

赵乐际与意参议长拉鲁萨会谈

3月24日,全国人大常委会委员长赵乐际下午在人民大会堂同意大利参议长拉鲁萨举行会谈。赵乐际表示,去年是中意建立全面战略伙伴关系20周年,习近平总书记同访华的马塔雷拉总统、梅洛尼总理深入交流,建交55年来,中意关系能够保持健康稳定发展,关键在于双方始终坚持相互尊重、求同存异、合作共赢。中方赞赏意方坚持一个中国原则,愿同意方弘扬传统友谊,加深了解、扩大共识,做相互支持、相互成就的战略伙伴;加强战略对接,在船舶制造、航空航天、新能源等领域深挖合作潜力;携手倡导文明交流互鉴,加强文化艺术、旅游教育等领域合作,推动两国世代友好深入人心。拉鲁萨表示,意中都是文明古国,在当前复杂国际形势下,意中合作可为世界和平稳定作出新贡献。意大利坚持一个中国原则,高度重视中国的国际地位和作用,期待共同推进意中关于加强全面战略伙伴关系的行动计划,拓展在经贸、科技、文化等领域合作,推动两国关系不断发展,促进欧盟同中国关系健康稳定发展。

特朗普称对委能源买家征25%关税

3月24日,美国总统特朗普在社交媒体上宣布,将对购买委内瑞拉石油和天然气的国家征收25%的关税,相关关税将于4月2日生效。特朗普称委内瑞拉对美国充满“敌意”。当天,白宫表示,特朗普签署行政命令,对进口委内瑞拉石油的国家实施“关税制裁”。声明表示,自4月2日起,美国将可能对从任何直接或间接进口委内瑞拉石油的国家进口的所有商品征收25%的关税。该命令授权美国国务卿自行决定,是否在4月2日或之后,对直接或间接进口委内瑞拉石油的任何国家的商品,征收25%的关税。此外,他还进一步说明,并非所有关税都会在4月2日生效,对购买委内瑞拉能源的国家所征收25%的关税将在现有水平上累加。对此,委内瑞拉外长希尔同日在社交媒体上发表声明说,美国这一举措公然违反国际贸易规则,尤其是关贸总协定规定的最惠国待遇原则和关于普遍取消数量限制的原则等。委内瑞拉谴责美国对全球



经济秩序的再一次侵犯，并将在各国际组织采取一切适当行动维护权利。

拉美国家努力挖掘经济增长动能

3 月 25 日，世界银行日前发布的《全球经济展望》报告显示，拉美地区 2024 年经济增速为 2.2%，2025 年有望升至 2.5%。联合国拉加经委会最近发布的一份报告分析，面对重重压力，2024 年拉美地区国家通过加快产业结构转型、促进区域一体化等积极挖掘经济增长动能，地区贫困率降至 1990 年以来最低值，高通胀、流动性短缺等问题得到阶段性缓解。专家认为，拉美多数国家过去一年在控制通货膨胀和稳定宏观经济方面取得长足进展。同时，中国与拉美国家的经贸务实合作不断提质增效，为地区经济增长注入更大动力。长期以来，拉美地区经济高度依赖矿产品和农产品等原材料和初级产品出口，缺乏高附加值产业，导致地区经济易受大宗商品价格波动、外部冲击和国内结构性问题影响。近年来，拉美多数国家加快推动产业结构转型，大力发展制造业、数字科技产业和绿色产业等，增强发展韧性和可持续性，提升地区国家在全球价值链中的竞争力。

货币市场

上海跨境人民币业务工作会议召开

3 月 24 日，人民银行上海总部近日召开 2025 年上海市跨境人民币业务工作会议，回顾 2024 年上海跨境人民币业务工作，分析当前扩大人民币跨境使用面临的形势，并就下一阶段工作作出部署。会议指出，2024 年，上海跨境人民币业务成效显著，不仅实现了量的增长，还实现了质的提升。全年上海跨境人民币收付总额合计 29.8 万亿元，同比增长 30%，继续保持全国第一。货物贸易结算量持续增长，人民币融资货币职能发挥良好，境内人民币资产吸引力持续提升。在下阶段重点工作上，会议要求，以跨境人民币为抓手支持上海涉外经济发展。面对涉外经济发展中面临的汇率风险，各家银行要跳出原有定位局限，创新工作思路和做法。创新跨境人民币业务金融服务，提升跨境人民币业务服务能级。对外服务方面，海外资源丰富的银行要充分发挥优势，通过“离岸+在岸”联动服务模式加强境内外联动，提供一揽子人民币综合金融服务。对内服务方面，各家银行要不断探索经营新模式，满足客户差异化的金融服务需求。

韩国央行将试点数字货币真实交易

3 月 24 日，韩国央行表示，作为推出央行数字货币（CBDC）批发综合测试的一部分，该行将对由银行存款转换成的数字代币在线上 and 线下商场进行支付使用测试。CBDC 指一国央行发行和监管的数字货币，家庭和企业可以使用其进行储值 and 付款。与加密货币不同，CBDC 旨在成为一国传统法定货币的数字版本，具有固定面值。测试将于 4 月 1 日启动，有多达 10 万名消费者和包括韩国国民银行、新韩银行和韩亚银行等 7 家主要银行参与。期间，消费者能够使用存款代币在多家线上线下商店购买商品和服务，包括 7-11 便利店、教保文库分店、EDIYA 咖啡店和现代家庭购物网站。消费者可以使用的数字代币最高价值将设定为 500 万韩元（约合 3400 美元），测试将持



续至 6 月底。参与者将能够通过韩国国民银行、新韩银行、韩亚银行等七家主要银行的应用程序，将银行存款转换为数字代币，并通过二维码进行支付。韩国央行表示，基于代币的支付方式有望减少加盟店的佣金，并提高用户便利性。

监管动态

北京金融监管局部署系列关键任务

3 月 24 日，北京金融监管局日前召开辖内银行业保险业监管工作会议暨纪检监督联席会议，分析辖内经济金融形势，明确下一阶段重点工作，强化监管监督贯通协同，增强工作合力。会议指出，辖内银行业保险业应有序有效防风险，全力以赴促发展，深化金融改革开放，牢牢守住不发生系统性风险底线，在服务首都高质量发展中实现自身持续健康发展，为实现全年经济社会发展目标提供有力金融支撑。具体来看，一是加快推进中小金融机构改革化险。二是防范化解重点领域金融风险。持续推进城市房地产融资协调机制，助力房地产市场回稳向好，构建发展新模式。防范和打击非法金融活动，落实好共管共治主体责任。有效防控信用风险。三是全力推动首都经济持续回升向好，务求实效做好金融“五篇大文章”，加强对重大战略、重点领域和薄弱环节的优质金融服务。支持全方位扩大国内需求，助力促进消费提质升级。服务发展新质生产力，加强对重点产业企业的金融支持，积极培育耐心资本。

市监总局加大检验检测造假处罚力度

3 月 24 日，国家市场监督管理总局近日正式发布修订后的《检验检测机构监督管理办法》。此次修订聚焦解决当前检验检测造假成本偏低、从业人员责任虚化等突出问题，加大对严重违法违规行为的惩处力度，进一步明确检验检测机构法定代表人、技术负责人、授权签字人等管理人员职责，规范检验检测从业人员行为，压实检验检测机构主体责任，切实维护检验检测市场秩序。《办法》坚持宽严相济、法理相融。对未经检测出报告、替检漏检、篡改数据、伪造结果等出具虚假检验检测报告的行为，罚款上限提高至十万元；对违反强制性标准致使检测报告数据、结果错误的行为，最高可处以五万元罚款，提升了检验检测机构故意违法成本，突出了执法力度。同时，对轻微违法行为，《办法》规定，可以采用说服教育、提醒敦促、约谈纠正等非强制性手段予以处理，体现了执法温度。市场监管总局将深入开展对《办法》执行情况的跟踪调查评估，提升检验检测供给水平和服务成效，推动检验检测行业高质量发展。

金融行业

人社部加大金融助企稳岗扩岗力度

3 月 24 日，人力资源社会保障部近日印发《关于进一步加大金融助企稳岗扩岗力度的通知》，重点就完善稳岗扩岗专项贷款、加大金融助企稳岗扩岗力度提出五项措施。一是降低申请门槛。将贷款申请条件由用工人数不减少，放宽到用工人数减少水



平低于上年度城镇调查失业率控制目标。二是扩大对象范围。在小微企业基础上，将小微企业主、个体工商户等个人纳入贷款支持范围。三是提高授信额度。将小微企业最高授信额度由3000万元提高至5000万元；对个人给予最高授信额度1000万元。四是降低利率水平。明确贷款利率最高不超过4%，最低可至2.9%。五是创新贷款模式。探索通过“创业担保贷款+稳岗扩岗专项贷款”合并办理的组合作贷款方式，进一步提升贷款便利度。就业是最基本的民生，事关人民群众切身利益、社会健康发展和国家长治久安，市场经营主体不仅是就业韧性的关键支撑，也是吸纳和调节就业的“蓄水池”，发挥金融助力市场主体稳定和扩大就业岗位的支持作用，促进高质量充分就业。

多家银行理财子公司外币回购落地

3月25日，据中国外汇交易中心消息，今年2月份以来，杭银理财、招银理财、兴银理财和光大理财通过中国外汇交易中心系统达成多笔以上海清算所托管债券为抵押品的外币回购交易。受访人士表示，银行理财子公司开展外币回购业务，既是丰富理财产品配置工具、提高外币资产使用效率的必然选择，也是金融开放与防控风险并重的重要举措，有利于增强境内外币供给，防范外汇市场超调。外币回购业务的落地是银行理财子公司迈向全球化的重要一步，但需在收益与风险间谨慎平衡，逐步构建国际化投研与风控体系。外币回购业务是指金融机构之间基于抵押品的外币资金融通行为。具体来说，外币回购是指金融机构通过抵押债券等资产来融入外币资金，并在未来某一时间按约定价格购回这些资产并偿还融资本息的交易行为。近年来，外币回购业务参与机构范围持续拓展，从业务发展初期以国有大行、股份制银行为主逐步拓展至城农商行、财务公司、境外机构等多类型参与主体。

重点产业

中国生物医药产业数智升级

3月22日，在全球技术革新、政策环境变化与市场竞争加剧的背景下，中国生物医药企业正面临前所未有的机遇与挑战。一方面，数字化转型与智能化技术应用成为提升核心竞争力的关键路径；另一方面，出海战略成为企业突破融资瓶颈、参与全球竞争的重要选择。近日，弗若斯特沙利文联合Cytiva在BIOCHINA2025产业大会上正式发布了《2025年中国生物药出海趋势蓝皮书》，以详实的数据和案例为医药行业提供了可借鉴的“方法论+实践”样本。沙利文报告中指出，中国生物药正从“跟跑”转向“并跑”甚至“领跑”，ADC、双抗、细胞基因疗法等新兴技术逐步获得国际认可。近年来，国家及地方陆续出台多项有关生物医药企业迈向海外市场的鼓励政策。《“十四五”生物经济发展规划》《“十四五”医药工业发展规划》等多个“十四五”规划鼓励中国医药产业走出去，在海外建立研发机构、建设生产基地、销售网络、供应链及服务体系，加快融入国际市场全产业链，打造国际知名的中国医药品牌。

引导农村光伏有序开发消纳

3月24日，国家能源局近日印发《关于进一步组织实施好“千家万户沐光行动”



的通知》提出，各地在“千家万户沐光行动”组织实施中，要充分发挥市场作用，不得指定经营主体，不得强制要求配套产业，不得以特许经营等方式搞垄断开发，不得侵害农户利益，促进分布式光伏健康有序发展。分布式光伏发电与集中式电站的本质区别是在用户侧开发，就近就地消纳利用。截至 2024 年底，我国分布式光伏发电累计装机达到 3.7 亿千瓦，是 2013 年底的 121 倍，占全部光伏发电装机的 42%。随着分布式光伏发电爆发式增长，接网消纳成为制约发展的主要矛盾。通知提出，要进一步因地制宜细化规范农村分布式光伏发电项目备案、建设、接网程序，引导农村分布式光伏科学布局、有序开发、就近接入、就地消纳，组织电网企业及有关方面根据实际需要加强配套电网改造升级及其他提升消纳能力的措施，保障农村地区分布式光伏健康可持续发展，提高电网对分布式光伏发电的接纳、配置和调控能力。

地方创新

广东：打造低空交通运输示范城市

3 月 24 日，广东省人民政府办公厅印发广东省交通运输高质量发展三年行动方案（2025—2027 年）。方案提出，打造低空交通运输示范城市。加快完善全省低空飞行服务保障体系，建设省级综合飞行服务站和广州、深圳、珠海 3 个 A 类飞行服务站，推进通用机场和无人机起降点建设。支持广州、深圳、珠海等具备条件的城市开通市内和城际低空客运航线，探索发展大湾区跨境低空飞行服务。聚焦城市（群）高端物流配送需求，发展无人机城际运输及末端配送应用。加快无人机在交通疏导、应急指挥调度、养护巡查、路政巡查等方面的推广应用。到 2027 年，广东省总体建成贯通全省、畅通全国、辐射全球的现代化综合立体交通网，跨境跨省交通网络更加畅通开放，城市（群）交通更加优质高效，城乡交通更加均衡协调，交通发展更加安全可靠，交通运输高质量发展总体走在全国前列，率先实现交通运输现代化。世界级港口群和机场群加快形成，公路铁路对外通道辐射能力持续提升。

宁夏：发布网货生产供应中心标准

3 月 24 日，宁夏标准化协会日前发布了全国首例关于网货生产供应中心建设的团体标准——《网货生产供应中心建设与管理规范》。这一举措旨在充分发挥团体标准对电子商务经济活动和社会发展的技术支撑作用，推动全产业链质效提升，促进电子商务产业高质量发展。随着宁夏特色优势农产品的高质量发展，品牌打造、商品化处理、网络渠道拓宽等需求日益增长，对集多种功能于一体的综合网货生产供应中心的市场需求也不断加大。为了满足这一需求，提升网货生产供应中心的效率和品质，宁夏商务厅积极推动《规范》的制定和实施。《规范》共设置了网货生产供应中心规划、建设、管理、质量控制等 12 大项基本内容，全面覆盖了全宁夏网货生产供应中心的建设管理要求。它明确了标准适用于网货生产供应中心的建设与管理，包含了建设规划要求、管理要求和质量控制等方面，为网货生产供应中心的高质量发展提供了有力的支撑，为宁夏电子商务产业的高质量发展注入新的动力。



安徽出台推进融资租赁业高质量发展“20 条”

3 月 6 日, 安徽省委金融办、省工业和信息化厅、人民银行安徽省分行联合印发《安徽省推进融资租赁业高质量发展工作方案》, 从提升重点产业领域融资租赁服务、健全产融对接机制、加快融资租赁业务创新发展、推动融资租赁集聚发展等 7 个方面, 提出 20 条举措, 充分发挥融资租赁优化配置资源的作用, 推动融资租赁业市场渗透率不断提高、创新服务能力显著增强。《方案》提出, 鼓励融资租赁企业围绕战略性新兴产业全产业链, 深挖制造、销售、运营等应用场景, 通过融资租赁方式支持企业扩大市场规模。

在加快融资租赁业务创新发展方面, 《方案》提出探索“投租联动”模式, 加强基金与融资租赁企业的协同, 支持有条件的融资租赁企业发起设立融资租赁投资基金; 支持融资租赁企业大力拓展以直接融资租赁为主, 售后回租、联合租赁为辅的经营模式, 丰富服务产品品类与业务结构; 支持融资租赁企业在合法合规的前提下拓展租赁物范围; 鼓励各地创新运用“租赁+招商”模式, 通过先进设备、厂房等融资租赁方式予以招商引资配套, 提升“双招双引”竞争力。

此外, 《方案》明确要求做强融资租赁市场主体。鼓励省内优质融资租赁企业通过并购重组、增资扩股等方式, 壮大资本实力。

兴泰租赁 万力 供稿

深度分析

关税“盲盒”与降息“前置”？

赵伟（申万宏源证券首席经济学家，
中国首席经济学家论坛理事）
来源：中国首席经济学家论坛

一、3 月 FOMC 例会：以不变应万变

当地时间 3 月 19 日, 美联储召开联邦公开市场委员会 (FOMC) 议息会议并公布声明。重点为: 1) 维持联邦基金利率于 4.25-4.50% 不变, 符合市场预期; 2) 经济预测摘要: 下修经济预测、上修通胀预测; 3) 点阵图中位数预测 2025 年降息空间仍为 50BP。

声明方面, 美联储表示“经济不确定性风险”增加, 宣布放缓 QT 步伐。此次 3 月美联储声明主要变化来自于两点, 其一, 此次声明将“经济前景具备不确定性”改为“经济前景不确定性增加”; 其二, 美联储决定将自 4 月起放缓缩表, 美国国债每月赎回上限由 250 亿美元降至 50 亿美元。值得注意的是, 此次声明中对于“不确定性增加”的担忧, 在 2019 年 6 月美联储会议声明中也曾出现, 这随后的便是 2019 年 7 月开始的“中周期调整”降息。也就是说, 美联储在担忧通胀、指出经济实体仍然稳健的同时, 也留下了“灵活”应变的空间。但的确, 鲍威尔在记者会上表示不认为会在 5 月急于降息, 美联储“观望”仍是基调。



表 1: 美联储声明变化

模块	具体内容	2025年3月	2025年1月
宏观经济与金融状况	增长	稳健(solid)	稳健(solid)
	物价	某种程度上 (somewhat) 保持高位	某种程度上 (somewhat) 保持高位
	就业	近几月, 失业率维持低位, 劳动力市场维持稳健 (solid)	近几月, 失业率维持低位, 劳动力市场维持稳健 (solid)
	风险	经济前景的不确定性有所增加, 关注双重使命两端的风险 (both sides)	就业与通胀的风险大致 (roughly) 平衡, 经济前景具有不确定性, 关注双重使命两端的风险 (both sides)
政策决定	利率	FFR保持不变, 目标利率区间维持于【4.25-4.50%】 1. IORB维持于4.4%; 2. 隔夜回购利率维持于4.5%, 日度总规模上限5,000亿; 3. 隔夜逆回购利率维持于4.25%, 日度每交易方规模上限1,600亿/日	FFR保持不变, 目标利率区间维持于【4.25-4.50%】 1. IORB维持于4.4%; 2. 隔夜回购利率维持于4.5%, 日度总规模上限5,000亿; 3. 隔夜逆回购利率维持于4.25%, 日度每交易方规模上限1,600亿/日
	QT	放缓QT: 1. 国债减持上限由250亿/月缩减至50亿/月; 2. 机构债或MBS减持上限维持350亿美元/月	总上限600亿美元/月: 1. 国债减持上限250亿/月; 2. 机构债或MBS减持上限350亿美元/月
前瞻指引	利率	在考虑更多政策利率调整的程度 (extent) 和时机 (timing) 时, 将仔细评估: 1. 未来的数据; 2. 不断变化的前景; 3. 不同风险的平衡	在考虑更多政策利率调整的程度 (extent) 和时机 (timing) 时, 将仔细评估: 1. 未来的数据; 2. 不断变化的前景; 3. 不同风险的平衡
	QT	继续按计划缩表	继续按计划缩表
	转向的条件	1. 任何影响货币政策目标实现的风险; 2. 广泛的信息: 劳动力市场条件、通胀压力和通胀预期、金融市场和海外环境	1. 任何影响货币政策目标实现的风险; 2. 广泛的信息: 劳动力市场条件、通胀压力和通胀预期、金融市场和海外环境
投票结果	支持/反对	美联储理事沃勒投票反对, 倾向于维持缩表步伐不变	全票通过

资料来源: 美联储, 申万宏源研究

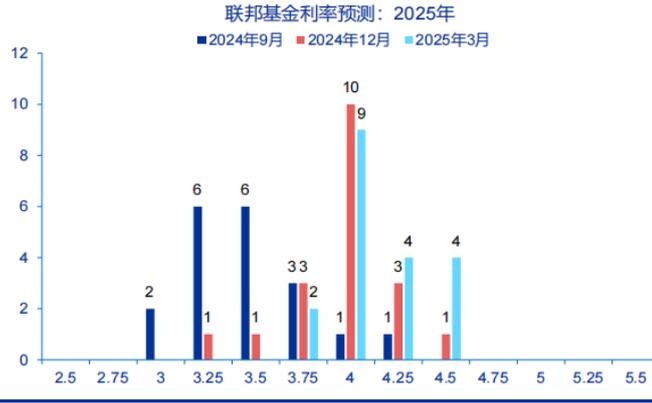
美联储上修通胀预测, 下修经济预测, 但点阵图 (中位数) 展望不变, 凸显对“临时性”滞胀的观望态度。此次美联储表态最大特征在于其“观望”、“等待”的政策取向, 这体现在预测中。美联储此次上修核心通胀、下修经济增速预测, 展现出对经济“滞胀”的担忧, 但核心通胀上修仅限于2025年, 说明对通胀担忧尚不剧烈, 这也体现为点阵图利率预测持平12月, 增长放缓与通胀上升的担忧相互抵消。经济方面, 美联储将2025、2026、2027年实际GDP增速下修0.4、0.2、0.1个百分点至1.7%、1.8%、1.8%, 2025年失业率上修0.1个百分点至4.4%; 通胀方面, 美联储将2025、2026年PCE通胀上修0.2、0.1个百分点至2.7%、2.2%, 2025年核心PCE通胀上修0.3个百分点至2.8%。点阵图方面, 美联储仍预期2025年降息空间为50BP (2次降息)。

表 2: 2025年3月美联储经济预测 (%)

变量	中位数预测			
	2025	2026	2027	长期
实际GDP增速	1.7	1.8	1.8	1.8
2024年12月预测	2.1	2.0	1.9	1.8
失业率	4.4	4.3	4.3	4.2
2024年12月预测	4.3	4.3	4.3	4.2
PCE通胀	2.7	2.2	2.0	2.0
2024年12月预测	2.5	2.1	2.0	2.0
核心PCE通胀	2.8	2.2	2.0	
2024年12月预测	2.5	2.2	2.0	
联邦基金利率	3.9	3.4	3.1	3.0
2024年12月预测	3.9	3.4	3.1	3.0

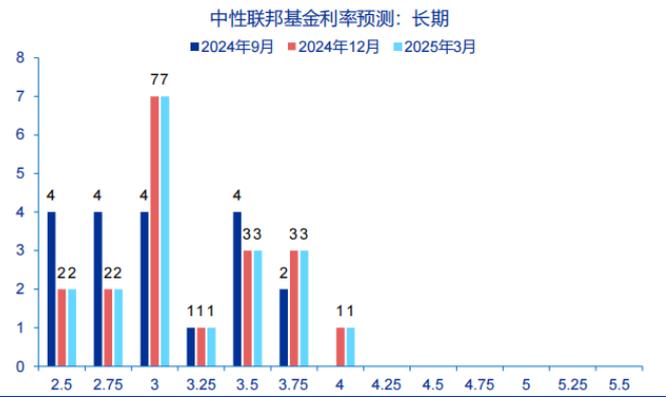
资料来源: 美联储, 申万宏源研究

但是, 从点阵图分布来看, 美联储FOMC委员中认为利率维持高位的人数大幅增加。虽然美联储此次点阵图显示2025年降息空间为50BP, 与去年12月会议保持一致。但是, 点阵图的集中趋势 (Central tendency)、预测区间均较上次有所变化, 如3月预测中2025年利率区间为3.6-4.4, 2024年12月为3.1-4.4。也就是说, 虽然利率预测中位数不变, 但在3个月前还认为2025年会大幅降息的部分委员已经改变了观点。另一方面, 在此次点阵图中, 认为2025年美联储降息小于等于1次的委员人数从4人增加到了8人 (共19人), 也可佐证看似不变的点阵图, 实际上蕴含着对于利率维持高位的更强预期, 凸显美联储对于通胀的担忧。



资料来源: 美联储、申万宏源研究

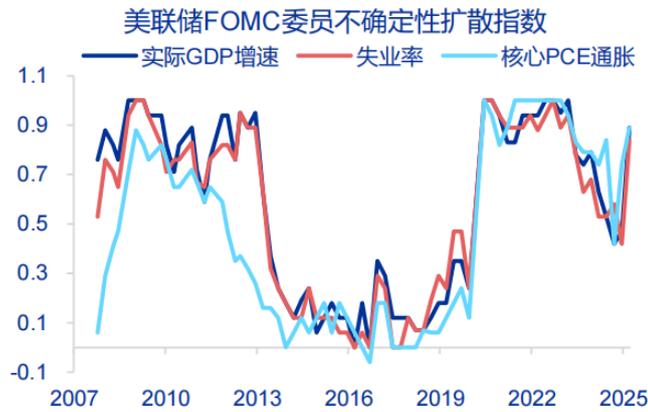
图 1: 点阵图预测: 2025 年 (%)



资料来源: 美联储、申万宏源研究

图 2: 点阵图预测: 长期 (%)

同时, 美联储认为经济下行、通胀上行风险及不确定性风险大幅提升。3 月美联储 FOMC 委员对于经济增长、通胀的不确定性担忧大幅上行。在 19 位委员中, 有 17 位认为核心 PCE 通胀、实际 GDP 增速不确定性增加。在 2018 年 6 月至 2019 年 6 月的一年间(特朗普 1.0 关税落地-美联储降息开启), 美联储 FOMC 委员对于经济、通胀的不确定性担忧也出现过一波上行, 但明显本次会议更为剧烈; 另一方面, 美联储认为经济下行风险、通胀上行风险剧增。在 19 位委员中, 有 18 位认为核心 PCE 通胀风险趋于上行, 17 位认为实际 GDP 增速风险趋于下行。



资料来源: 美联储、申万宏源研究

注: (不确定性高-不确定性低) / 总人数

图 3: 联储 FOMC 委员对经济不确定性预期上升



图 4: 美联储对经济上行风险担忧增加

市场选择了“滞”，美联储会“萧规曹随”吗？美联储 3 月会议声明公布之后，10Y 美债利率回落、美股上涨、降息预期提升，显示市场在“滞”和“胀”之间，选择了“滞”，主要由于声明中“经济不确定性增加”表述、点阵图中位数预期不变的“表象”更偏“鸽”。但是，我们上文指出，美联储在此次会议上仍表现出对于通胀风险的更大担忧。对于美联储来说，是会更关注“滞”，还是“胀”？

二、关税不确定性环境中的“货币宽松倾向”:关税 1.0 的经验

相比 2018-2019 年，美联储此次对经济不确定性风险增加对提示“前置”，是否可能是吸取了 2018 年 9 月“鹰派”加息的经验？美联储在 2019 年 6 月（降息开启前夕）也使用过“经济不确定性增加”的表述，但彼时距离 2018 年特朗普关税 1.0 落地已经接近一年，而当前特朗普关税 2.0 才刚刚开始推行，后续可能还有对等关税、301 关税等增量变化，美联储在此次 3 月会议上就已开始提示经济风险。

2018 年 9 月，鲍威尔选择“鹰派”加息，叠加关税对经济冲击体现，导致市场大幅波动。2018 年，特朗普在 7、8、9 月陆续加征了三批关税，但美联储 2018 年 9 月会议仍选择“鹰派”加息，上修经济预测，声明中认为美就业、经济强劲扩张、企业投资强劲。鲍威尔在 2018 年 9 月会议记者会上认为关税对经济影响仍然较小，通胀压力不大。但是，在关税落地之后，美国 ISM 制造业 PMI 从 2018 年 8 月的 60.5 回落至 2019 年 8 月的 50 以下，美联储 GDPNow 模型对应的美国经济增速从 2018 年前三季度 3.8% 的平均增速回落至 2018Q4 的 2.7%，并进一步在 2019Q1 回落至 2.1%，跌破 2018 年初的最低点。在金融市场上，关税冲击叠加美联储“鹰派”加息，市场进入“衰退交易”，美股在 2018 年 9 月至 2018 年 12 月的三个月内回调约 20%，10Y 美债利率也在 2018 年 9 月后开启回落，惨痛的教训“历历在目”。

表 3: 2018 年 9 月美联储经济、通胀、FFR 利率预测 (%)

变量	日期	中位数预测				
		2018	2019	2020	2021	长期
实际GDP	2018年9月	3.1	2.5	2.0	1.8	1.8
	2018年6月	2.8	2.4	2.0		1.8
	变化	0.3	0.1	0.0		0.0
失业率	2018年9月	3.7	3.5	3.5	3.7	4.5
	2018年6月	3.6	3.5	3.5		4.5
	变化	0.1	0.0	0.0		0.0
PCE通胀	2018年9月	2.1	2.0	2.1	2.1	2.0
	2018年6月	2.1	2.1	2.1		2.0
	变化	0.0	-0.1	0.0		0.0
核心PCE通胀	2018年9月	2.0	2.1	2.1	2.1	
	2018年6月	2.0	2.1	2.1		
	变化	0.0	0.0	0.0		0.0
联邦基金利率	2018年9月	2.4	3.1	3.4	3.4	3.0
	2018年6月	2.4	3.1	3.4		2.9
	变化	0.0	0.0	0.0		0.1

资料来源: 美联储, 申万宏源研究

面对经济走弱、市场震荡，美联储在 2018 年底开始转向，2019 年 6 月承认“经济不确定性增加”，2019 年 7 月开启降息。鲍威尔 2018 年 11 月出席纽约经济俱乐部活动时指出利率仅“略低于”中性利率水平，传递偏鸽信号。美联储 2018 年 12 月会议虽然仍加息 25BP，并预期将在 2019 年加息 2 次，但加息次数、经济增速预测均已经出现下调。美联储 2019 年 1 月会议声明删除了继续加息的表述，2019 年 3 月会议的点阵图“实锤”美联储不再预期 2019 年将加息。表述上，美联储 2018 年 11 月后陆续将企业投资描述为放缓（moderated）、回落（slower）、疲弱（soft），以及提示出口、通胀较弱。

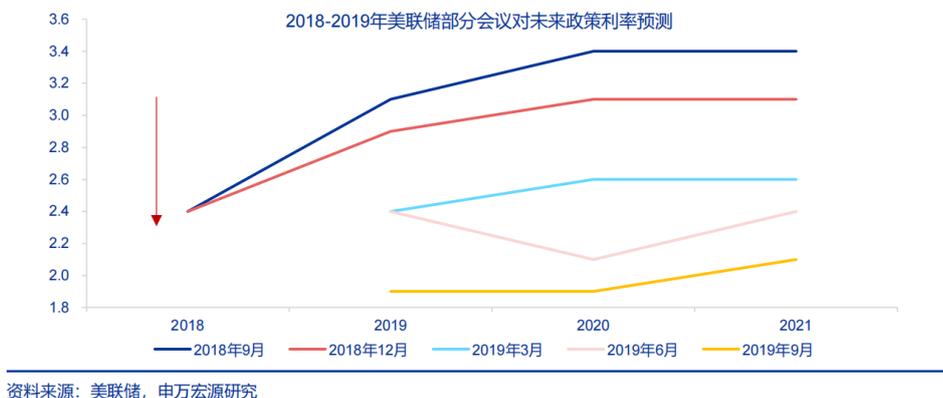


图 5：美联储在 2018 年 12 月会议上就已经开始下修未来加息空间（%）

三、“刻舟求剑”的风险：通胀压力会否阻碍美联储转鸽？

1.0 时期，通胀并非降息的硬约束。2.0 时期，美联储会否更关注“胀”的风险？当前美国通胀水平高于关税 1.0 时期。2018 年美国 CPI 同比均值仅为 2.4%，距离美联储 2% 的目标已然不远，但截止 2025 年 2 月，美国 CPI 同比为 2.8%，通胀压力比特朗普关税 1.0 时期更高。从趋势来看，2018 年美国通胀正处于向上复苏的“再通胀”时期，而当前美国在历经多年高通胀后仍在缓慢“去通胀”。

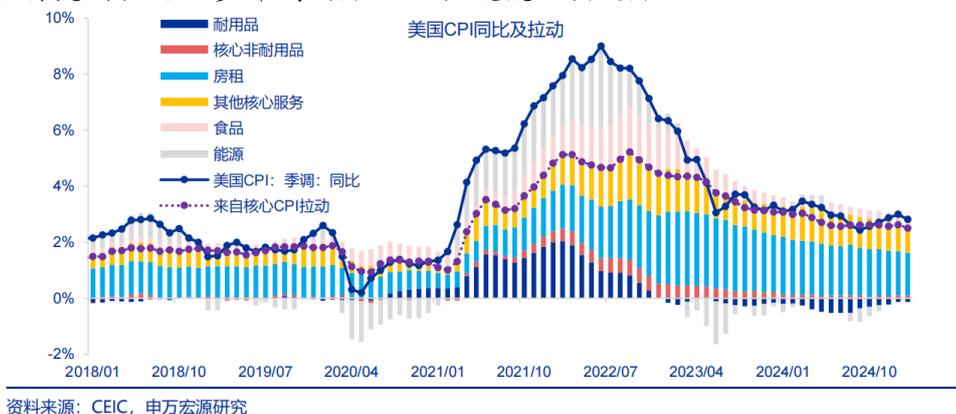
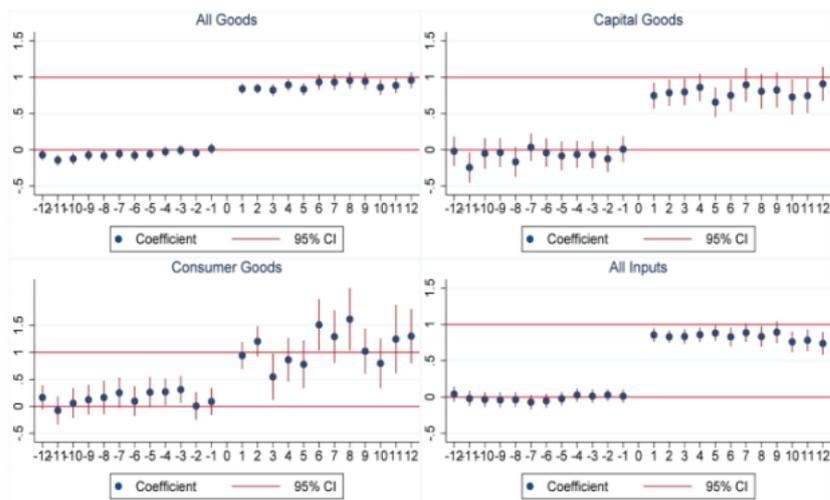


图 6：当前美国通胀压力高于特朗普关税 1.0 时期

相比 2018-2019 年，特朗普关税 2.0 对于通胀的推升效果显著更强，可能进一步增强通胀的粘性。

1) 2018 年关税对于美国核心 PCE 通胀推升仅在 0.1-0.2 个百分点左右。美国国际贸易委员会（ITC）的研究认为，关税显著提升了美进口商品的价格，且关税的主要承担者是美国的进口商和美国的消费者。特朗普关税 1.0 主要加征的商品更偏中间品、资本品，虽然部分消费品受到波及，但彼时关税的通胀效应尚不强劲，根据波士顿联储测算，2018 年关税对于美国核心 PCE 通胀推升仅在 0.1-0.2 个百分点左右；



资料来源：美国全国经济研究所 (NBER)、申万宏源研究

图 7：2018 年贸易战对美国进口商品价格的影响

2) 关税 2.0 背景下，中加墨关税或提升美国 PCE 通胀约 0.3 至 0.7 个点，对等关税或导致美国通胀抬升 0.8 到 1.8 个百分点。对比之下，此轮特朗普关税 2.0 对于消费品进口的冲击不可小觑，玩具、手机等典型消费品均更可能出现涨价。若美国对中国的 10% 及对加拿大、墨西哥的 25% 关税最终生效，价格完全传导的情形下，或使美国 PCE 通胀抬升 0.7 个点，50% 的传导效率下，或使 PCE 通胀抬升 0.36 个点；对等关税若实施，或导致美国通胀抬升 0.8 到 1.8 个百分点。情形一，美国对重点国家实行关税对等，可能导致美国 CPI 通胀上升 0.8 个百分点；情形二，全面关税对等的条件下，可能导致美国 CPI 通胀提高 1.2 个点；情形三，在全面对等的基础上，对中国加征 60% 关税，可能导致美国通胀上升至 1.8 个点。

美国经济正处在放缓阶段，关税同样会将强化“滞”的风险。较确定的是，关税的通胀效应是“临时的”，但“滞”的风险是否演变为真实的“衰退”是不确定的。所以，短期内，美联储政策反应函数中“滞”的权重或大于“胀”。1) 各项测算大致认为特朗普关税 1.0 对美国实际 GDP 的负向冲击为 0.3-0.5 个百分点 (ITC,2023)；2) 关税 2.0 背景下，仅中加墨关税就或使美国 GDP 下跌 0.4 至 1.3 个百分点。若美国仅实施对中国的 10% 及对加拿大、墨西哥的 25% 关税，或导致美国 GDP 下降 0.4 个点，其中对加拿大和墨西哥加征关税的影响更大，对中国加征的影响稍低。若美国未来实施全球关税并扩大对华关税力度，则可能会使美国 GDP 下降 1.3 个百分点。

如果对等关税进一步增加经济不确定性和市场压力，可期待 2025 年美联储降息节奏“前置”。2018-2019 年的经验显示，美联储政策及时“转鸽”有助于稳定市场预期和市场波动。鲍威尔似乎吸取了 2018 年 9 月“鹰派”加息经验，为对冲二季度对等关税扰动，将对经济不确定性的担忧“前置”，所以，美联储 3 月 FOMC 会议的最大意义在于降息时点提前。根据市场预期，下一次可能的降息时点在 6 月；但是，鲍威尔在记者会上也承认关税已经对通胀形成推升。所以，降息的“前置”可能并不意味着全年降息幅度的提升。由于美国通胀压力持续高企，2025 年美联储全年降息空间变化不大，美联储点阵图全年预计仍在 50BP，市场预期仍在 75BP。

免责声明

《金融信息采编》是合肥兴泰金融控股集团金融研究所推出的新闻综合类型的非盈利报告。内容以全球财经信息、国内财经要闻、行业热点聚焦和地方金融动态为主，并结合对信息的简要评述，发出“兴泰控股”的见解和声音，以打造有“地方金融”的新闻刊物为主要特色，旨在服务于地方金融发展的需要，为集团公司、各子公司和相关专业人士提供参考。

《金融信息采编》基于公开渠道和专业数据库资料搜集整理而成，但金融研究所对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。金融信息采编中的内容和意见仅供参考，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。兴泰控股集团金融研究所不对使用《金融信息采编》及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

《金融信息采编》所列观点解释权归金融研究所所有。未经金融研究所事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。