

经济形势判断更为谨慎，四季度货币政策将向稳增长方向发力

——2021年第三季度货币政策委员会例会公报解读

分析师 王青 冯琳

事件：9月24日，中国人民银行货币政策委员会召开2021年第三季度（总第94次）例会，并发布例会公报。与第二季度例会相比，本次例会公报出现一些新的提法和内容。

我们重点解读如下：

首先，在经济形势的判断上，本次例会公报的判断更为严峻。二季度例会公报中的“我国经济稳中加固、稳中向好”未再出现，转而强调“国内经济恢复仍然不稳固、不均衡”，并首次提出要“要加强国内外经济形势‘边际变化’的研判分析”。这与下半年以来宏观经济下行压力加大相印证。从已公布的宏观经济数据可以看到，受局部疫情反复、地产调控加码及能耗双控等因素影响，7月和8月消费、投资、工业生产增速等经济指标持续下滑；而以消除上年基数影响、能较为准确地反映当前经济修复进度的两年平均增速衡量，以上指标也一改上半年整体改善势头，出现掉头向下态势。我们判断，尽管当前就业数据仍然稳定，但监管层已注意到宏观数据的“边际变化”，着手部署稳增长——毕竟就业数据往往是滞后指标。事实上，7月30日中央政治局会议已为此定调。

其次，本次例会新增“增强信贷增长稳定性”表述，四季度货币政策将向稳增长方向适度发力。在前期持续紧信用背景下强调“增强信贷增长稳定性”，意味着当前信贷、社融增速基本触底，四季度会有小幅回升，边际宽信用过程即将展开。这是稳定今年底明年初经济运行的基础。我们预计，四季度央行除了会推出绿色再贷款等结构性政策工具外，有可能再实施一次全面降准，助力宽信用过程。

例会没有提及PPI高涨，表明监管层判断工业品价格快速上涨是暂时的，也不会触发全面通胀，因此不会掣肘货币政策操作，具体就是不会影响四季度货币政策边际宽松。此外，四季度美联储将大概率公布缩减购债规模计划，从而迈出“收水”第一步，并很可能在2022年启动加息过程。但站在当前时点，美联储政策转向对我国货币政策操作不会产生明显影响，下一步央行货币政策将主要以我为主，“集中精力办好自己的事”。背景是两国经济恢复进程、货币金融环境存在显著差异。历史上看，上一次美联储于2014年初启动缩减购债，2015年开启长达3年的持续加息过程；而在此期间，我国央行曾于2014-16年连续6次降息、5次降准。

不过，站在当前时点，我们仍认为四季度下调政策利率的可能性不大，本次例会对经济形势的判断尚未严重到需要下调政策利率的程度。当然，如果四季度全面降准，累积效应下可能触发1年期LPR报价下调5个基点，这会对提振实体经济贷款需求、降低企业融资成本有直接作用。本次例会公报强调“继续释放贷款市场报价利率改革潜力，推动实际贷款利率进一步降低”，体现了这方面的政策意图。

最后，本次例会公报强调“维护房地产市场健康发展，维护住房消费者的合法权益”，表明监管层正在密切关注恒大风险演化，以及当前楼市较快冷却态势，未来相关政策可能灵活调整应对。