

MLF 改革，央行利率调控换锚

——利率拐点系列二

研究院

徐闻宇

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

投资咨询业务资格：
证监许可【2011】1289 号

宏观事件

3 月 24 日，央行公告称，为保持银行体系流动性充裕，更好满足不同参与机构差异化资金需求，自本月起中期借贷便利（MLF）将采用固定数量、利率招标、多重价位中标方式开展操作。2025 年 3 月 25 日，中国人民银行将开展 4500 亿元 MLF 操作，期限为 1 年期。

核心观点

■ MLF 政策属性淡化，货币政策锚点回归短端利率

央行货币政策趋于谨慎。2024 年我国货币政策层面出现了较大转变，央行更加注重公开市场的货币政策信号传导，一方面央行通过二级市场国债买卖，调节市场的流动性供给。另一方面，7 月份调整了政策框架，从“MLF→LPR”转向了“OMO→LPR”，12 月中央经济工作会议上将货币政策从“稳健”转向了“宽松”。2025 年 3 月 24 日起，MLF 操作机制转为美式招标，央行不再设定统一中标利率，标志着 MLF 彻底退出政策利率锚的角色，转为中期流动性供应工具。与此同时，央行明确以 7 天逆回购利率作为“唯一政策利率”，通过公开市场操作引导短端市场利率，如 DR007、Shibor，建立以短期利率为核心的调控体系。这一转变强化了利率引导的精准性，也提高了市场对政策信号的敏感度。利率政策更加透明、灵活，有助于稳定市场预期、增强央行调控的可信度。MLF 的利率不再承担政策方向判断功能，市场关注的焦点也随之从“是否降 MLF 利率”转向“短端利率的引导与调整”。

■ 货币政策框架全面转型

近几年，央行持续推进货币政策操作方式的转型，从以投放资金规模为主的方式，逐步过渡到通过利率水平引导市场预期和资金行为的路径。过去依赖于 MLF、降准、再贷款等工具，更多侧重资金量的调节，操作链条较长，传导效率和透明度相对有限。而现在政策更加注重利率的引导功能，尤其是对短端利率的动态调控，以利率变动作为信号，引导市场对融资成本和流动性的判断。这种转变不仅提升了货币政策的反应速度和传导效果，也压缩了套利空间，为利率市场化改革打下制度基础。像 MLF 招标方式改革、LPR 形成机制的优化、利率走廊的建立，正是这种操作逻辑转型的具体体现。总体来看，这一调整方向更加契合当前对高质量发展阶段下，货币政策需要具备更强灵活性与精准度的要求。

■ 国债期货策略

单边：回购利率波动，国债期货价格震荡，2506 合约中性。

套利：关注基差走阔。

套保：中期存调整压力，空头可采用远月合约适度套保。

风险

经济数据短期波动风险，上游价格快速上涨风险

请仔细阅读本报告最后一页的免责声明

目录

宏观事件

核心观点

7 天逆回购利率成为唯一政策锚

货币政策向利率导向型框架转型

1

1

3

4

图表

图 1：改革前传导链 | 单位：无

图 2：改革后传导链 | 单位：无

图 3：利率走廊 | 单位：%

图 4：同业存单利率 | 单位：%

3

3

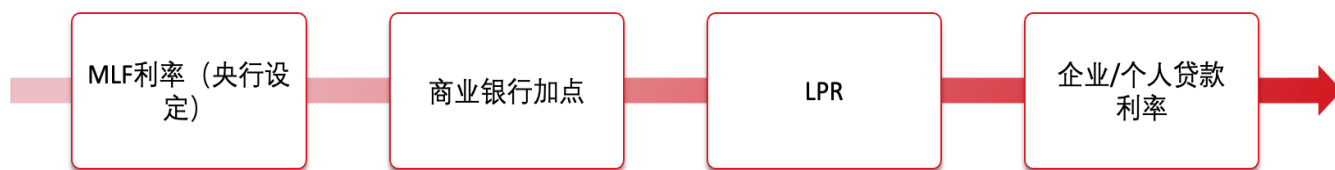
4

4

7 天逆回购利率成为唯一政策锚

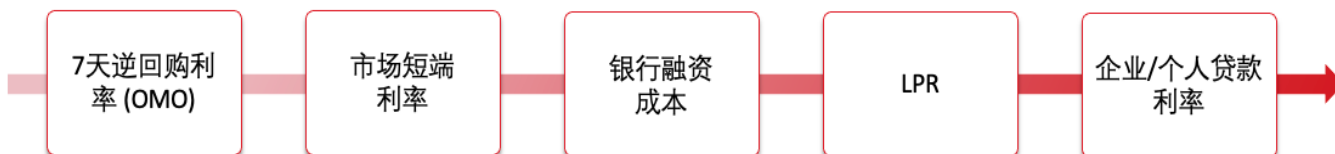
此次 MLF 利率政策属性的彻底淡出，标志着央行正式确立 7 天逆回购利率作为主要政策利率。过去，中国的货币政策框架中存在多个利率工具（如 MLF、SLF、逆回购等），它们之间的利率关系复杂，市场预期难以统一。如今，央行通过将 7 天逆回购利率置于核心地位，强化对短期市场利率的引导，有助于建立更加清晰、透明、可控的利率体系，即从“MLF→LPR”转向了“OMO→LPR”。这种明示政策利率的做法，与欧美央行直接公布基准利率类似，有利于稳定市场预期，提升货币政策操作的精度和传导效率。未来，7 天逆回购利率的变动将成为市场判断货币政策方向的首要信号，而非 MLF。

图 1：改革前传导链 | 单位：无



数据来源：FRED 华泰期货研究院

图 2：改革后传导链 | 单位：无



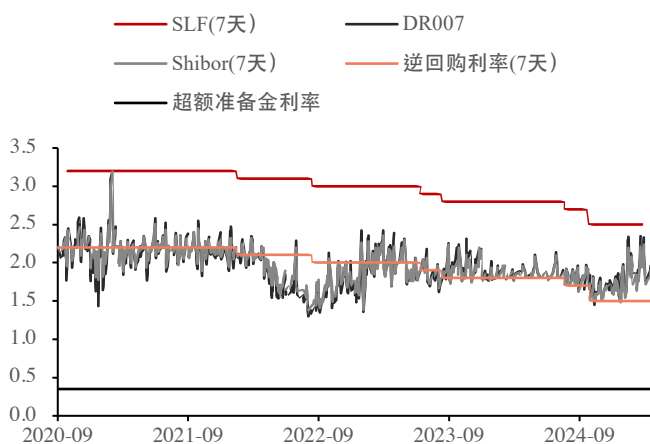
数据来源：FRED 华泰期货研究院

货币政策向利率导向型框架转型

此次改革是央行近年来推动的货币政策框架转型的重要一步：从以投放资金规模为主的方式，逐步过渡到通过利率水平引导市场预期和资金行为的路径。过去央行主要通过调整投放量，如 MLF 额度、降准、再贷款等影响市场流动性，但这种方式间接性强、传导路径长、不够透明。而改革后的方向是以利率为中介目标，通过调整价格信号引导资金成本和信贷行为。在 MLF 政策属性被淡化的同时，央行通过利率走廊，即基于 7 天逆回购利率加减一定区间来控制市场利率波动范围，增强对短期利率的引导力。这一变化有助于提升货币政策的灵活性和可预期性，也标志着中国货币政策日益接近国际通行标准。

MLF 转为市场化定价之后，银行在参与投标时可以根据自身融资需求和市场条件出价，这将使得中标利率更贴近实际市场资金成本。尤其在当前银行面临净息差持续收窄、负债端压力上升的背景下，此举有利于缓解成本压力。例如，目前国有大行 1 年期同业存单利率约为 1.95%，MLF 通过多重价位中标机制，有望进一步拉低融资成本。同时，去除 MLF 对 LPR 定价的“锚定作用”后，银行可以根据市场供需、自身风险偏好、客户资质等灵活确定贷款利率，推动信贷利率真正体现风险溢价。这不仅提升了银行的自主定价能力，也有助于实现金融资源的优化配置，从而增强服务实体经济的可持续性。

图 3：利率走廊 | 单位：%



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 4：同业存单利率 | 单位：%



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

当前财政政策力度加大，地方政府债券、政策性银行债、国债等发行量持续上升，对市场流动性形成了阶段性冲击。在这种背景下，央行通过 MLF 的超额续做和中标方式改革，释放了灵活、克制但有效”的流动性支持信号。在短期内不降准、不全面降息的背景下，MLF 操作成为平衡财政发力与市场利率稳定的关键工具。此外，美式招标使央行能够更加精准地匹配各类银行的资金需求，体现了更强的操作针对性。这种以“适度净投放+市场定价”相结合的策略，有助于稳定短期资金市场情绪，缓解地方债快速发行带来的融资成本上行压力，同时增强政策的前瞻性和灵活性。

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com