

MLF 政策色彩进一步淡化

——MLF 中标方式调整点评

证券分析师：徐超

电话：18311057693

E-Mail: xuchao@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190521050001

证券分析师：万琦

电话：18702133638

E-Mail: wanq@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190524070001

事件：2025 年 3 月 24 日央行官网发布公告称，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（周二），中国人民银行将开展 4500 亿元 MLF 操作，期限为 1 年期。

对此，我们有以下几点理解：

第一时点方面，提前发布预留市场消化时间。上述公告为 24 日尾盘发布，并提前宣布 25 日 MLF 操作，公布时点的提前超出市场预期。以往经验看，关于 MLF 操作规模的公告一般于当日公布。本次少见的提前宣布或为市场预留消化时间，稳定市场预期以免引起过度波动，同时也是政策透明度提高的体现，有助于金融机构据此灵活调整自身资金配置策略。

第二规模方面，MLF 操作再次净投放释放呵护资金面信号。本次开展 4500 亿元 MLF 操作，当月 MLF 到期 3870 亿元，实现 630 亿元的加量续作，这是 2024 年 7 月以来的首次净投放，显示出政策呵护资金面的意图。去年 8 月起 MLF 逐渐缩量续作，央行主要通过买断式逆回购、国债买卖等方式提供中长期流动性。今年以来银行负债端有所承压，央行出于稳汇率、防风险、防空转等目的，在流动性投放层面也较为审慎，资金面持续处于紧平衡状态。本次 MLF 再次净投放，反映出央行对银行体系流动性的态度边际有所转松，也体现了“适度宽松”的货币政策取向。

第三中标方式方面，MLF 政策利率属性进一步淡化。本次 MLF 操作方式再次调整，中标方式变为“多重价位中标”，意味着 MLF 政策色彩进一步淡化，逐渐融入央行流动性工具体系。

梳理发现，近两年 MLF 定位以及操作方式呈渐进调整特征：2024 年 6 月，央行行长潘功胜在陆家嘴论坛的发言中指出“未来可考虑明确以央行的某个短期操作利率为主要政策利率，目前看，7 天期逆回购操作利率已基本承担了这个功能。其他期限货币政策工具的利率可淡化政策利率的色彩，逐步理顺由短及长的传导关系”。自此 MLF 逐步淡出政策利率体系；2024 年 7 月起 MLF 操作时间由每月 15 日延后至 25 日左右，位于 LPR 报价时点之后，原有 MLF-LPR-信贷市场利率的传导链条失效；2024 年 7 月明确 MLF 操作采用利率招标，但中标利率还是单一的；今年 3 月操作方式再次调整，改为美式招标，不再有统一的中标利率。

MLF 多重价位中标的模式一是表明该工具定位的变化，由政策利率工具向流动性投放工具转换；二是进一步凸显了 7 天期逆回购操作利率的政策利率地位；三是强化了市场定价机制，而更为市场化的定价也能更好满足不同金融机构的差异化资金需求。

第四资产影响方面，短期利好债市。今年以来国内债市因资金偏紧、宽松政策预期修正、市场风偏提升、基本面边际改善等因素向下震荡调整。本次 MLF 操作方式的变化在流动性以及资金成本方面或能助力债市的短期修复。一是 MLF 再次净投放，为银行体系注入资金，有助于缓解其流动性压力；二是 MLF 转向多重价位中标后，其资金成本或有下降，进而压降银行负债端成本、缓释其净息差压力。此前 MLF 中标利率为 2%，根据《金融时报》，“机构投标 MLF 通常参考市场化的融资成本，目前国股行 1 年期同业存单利率在 1.95% 左右”，后续在市场化定价机制下，预计 MLF 中标利率将边际下行。上述逻辑驱动下，债市资金面有望趋于稳定。不过考虑到央行仍存在防范债市风险、防止资金空转以及稳汇率的诉求，对于债市反弹幅度不宜过高估计。

风险提示：国内基本面修复不及预期；外部环境变化超预期。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。