

MLF调改释放哪些信号？

3月25日，央行公开市场操作有两项新变化引起关注。

一是当天央行并未披露MLF（中期借贷便利）具体操作情况；二是在公告逆回购操作情况时，首次披露投标量情况。央行以固定利率、数量招标方式开展了3779亿元逆回购操作。其中，投标量与中标量均为3779亿元。

24日傍晚，央行罕见预告MLF招标信息，宣布将从3月起将MLF操作由单一价位中标调整为采用固定数量、利率招标、多重价位中标方式（即美式招标）开展操作。

市场分析认为，3月MLF操作调整释放了多重信号：一是MLF不再有统一的中标利率，与买断式逆回购同样定位为流动性投放工具，意味着其政策属性完全退出；二是实际中标利率更加差异化，有利于降低银行负债成本；三是自去年8月以来首次实现净投放，货币政策态度边际上趋于缓和。

随着MLF操作改革，市场也存在一些疑问：这能否理解为实质性降息？短期内降准降息概率有多大？

”



■ 焦点

短期降准降息 概率或不大

3月25日开展的4500亿元MLF操作，略高于本月到期规模的3870亿元，实现MLF净投放630亿元。这是近一段时间以来首次加量续做。

银河证券首席经济学家、研究院院长章俊认为，我国货币政策框架是内外兼顾下的相机抉择，货币政策目标排序再次切换，重新进入宽松，需要来自内外的新变化。“降息窗口可能会在二季度美联储降息预期重燃之后逐渐打开。在全面降息之前，可能会进行结构性降息，调降结构性货币政策工具资金利率。”

在货币政策方面，近日召开的央行货币政策委员会2025年第一季度例会指出，“加大货币政策调控强度；保持流动性充裕，引导金融机构加大货币信贷投放力度；从宏观审慎的角度观察、评估债市运行情况，关注长期收益率的变化。”

中国民生银行首席经济学家温彬表示，这意味着央行将适时调整政策节奏，通过适宜的流动性投放，来稳定信用扩张、强化货币与财政协同、维持长债利率在合理水平。

此外，在业界看来，由于1—2月经济数据显示各个方面均呈现稳中向好的态势，短期内大幅加码货币政策的紧迫性并不强，由此预计短期降准降息概率不大。

短期利好债市 中期影响偏中性

就债市反馈看，市场对3月MLF转为净投放情绪较为积极。3月25日，国债期货收盘全线上涨，30年期主力合约涨0.49%，10年期主力合约涨0.13%，5年期主力合约涨0.07%，2年期主力合约涨0.02%。

国盛证券首席经济学家熊园认为，对债券市场而言，3月MLF净投放释放了央行呵护资金面的意图，也有助于降低机构融资成本，短期利好债市，中期影响偏中性。

短期来看，一方面，本次MLF操作属“加量操作”，有助于缓解银行间市场流动性压力；另一方面，上月MLF中标利率统一为2%，本次MLF操作改为“多重价位”中标后，参考目前1年期同业存单利率为1.9%，机构报价大概率会低于2%，有助于降低大型金融机构融资成本。

中期来看，MLF回归流动性投放工具的性质，对债券市场影响有限。一方面，“资产荒”仍是中期债券市场的核心逻辑，后续利率走势主要取决于两点，一是央行“择机降准降息”节奏，二是财政发力效果、地产修复持续性等基本面的情况；另一方面，央行对于流动性仍有绝对的掌控权，当债券市场下行过快或出现资金空转时，央行仍能通过减少流动性投放来影响资金价格。

据第一财经、中国经营报

1 MLF操作再改革

自去年7月起，MLF操作时间统一延至LPR（贷款市场报价利率）报价之后，实现了LPR与MLF利率的“解绑”。如今，MLF操作再迎改革。

就操作时间看，历史上1年期MLF多数在每月的15日操作，而2024年7月央行在15日缩量续作MLF后，于25日多做了一期2000亿元的MLF，主要原因在于将MLF操作时点安排在LPR操作后，加强OMO（公开市场操作）和LPR的定价基准作用。此后，MLF操作时间固定在每月25日。

3月25日，央行并未公布当月MLF操作情况。但在24日傍晚预告称，自本月起MLF将采用固定数量、利率招标、多重价位中标方式开展操作；并将于25日开展4500亿元MLF操作，期限为1年。

“后续央行的MLF操作公告可能会和买断式逆回购类似，不公告中标利率，具体操作仍待验证。”中信证券首席经济学家明明认为。

“随着利率市场化水平不断提高和利率传导机制逐步健全，存在两个政策利率已经没有太大必要。”中国民生银行首席经济学家温彬指出，历史上，我国既有短端的政策利率（公开市场操作利率），也有中端政策利率（MLF利率），这主要和之前利率传导机制不够完善有关。

实际上，央行从去年开始已在逐步淡化MLF的政策利率属性，为新的货币政策框架铺路。例如，从2024年9月开始，在每月MLF公告中公布投标利率范围，当月25日开展的MLF操作，最高投标利率2.30%，最低投标利率1.90%，中标利率2.00%。

海通证券首席宏观分析师梁中华认为，不再设置统一中标利率，这一举措有助于强化市场在利率形成中的主导作用，使利率体系更加灵活、市场化。在本次MLF操作方式调整后，新框架进一步明确了以7天期逆回购操作利率作为主要政策利率，简化了原本的多期限政策利率体系，短端利率向中长端（如LPR、存款利率）的传导更顺畅。这也标志着货币政策框架从“数量型”向“价格型”的

进一步转型。

温彬认为，MLF将回归流动性投放工具的定位，聚焦于提供1年期流动性，与其他各期限工具一同构成央行流动性工具体系，使得流动性管理更加高效精准，调控力度和节奏更加科学灵活，更好兼顾多重目标。

目前，央行的流动性投放工具箱丰富多样，涵盖了7天、14天公开市场逆回购操作，3个月、6个月的买断式逆回购工具，1年期的MLF、国债买卖以及其他结构性货币工具等。

2 或有降息效果

由于MLF操作调整为多重价位中标方式，与买断式逆回购类似，市场也在关注其中标利率是否会存在潜在的降息空间。

不过，25日央行并未披露MLF的具体操作情况。业内专家预计，采用多重价位中标后，MLF资金成本将总体下降，缓解银行净息差压力。

考虑到当前MLF余额超4万亿元，而2%的利率相较于1年期同业存单仍高，MLF不再采取统一中标利率点位后，或存在降息空间，有助于压降商业银行负债成本。

不过，市场分析普遍指出，将本次MLF操作方式变化理解为实质性降息并非政策本意，可能有类似效果。

“MLF操作变化不能理解为实质性降息，实际上MLF操作调整为多重价位中标就是要淡化大家对利率的关注。并且，之前MLF利率就已经是市场投标后的结果。”光大证券固定收益首席分析师张旭表示。

华泰证券研究所所长张继强分析，成本方面，截至3月24日，1年期同业存单利率在1.92%左右，比MLF利率低8BP（基点），预计机构在投标时会参考同业存单利率，中标利率可能较之前的2%略有下行，但由于是多重价位中标，央行大概率不会公布结果。目前MLF余额在4万亿元左右，后续随着每月续作，也会起到降低银行负债成本的作用。

“真正反映货币政策态度的降息还是7天逆回购利率，短期下调的概率依然不高。”张继强强调。

3 释放宽松信号

自2024年7月以来，MLF操作首度转为净投放，释放出稳资金信号。

3月MLF到期3870亿元，在开展4500亿元MLF操作后，实现净投放630亿元。

25日，央行开展3779亿元逆回购操作，中标利率与此前一致。因当日有2733亿元7天期逆回购到期，实现净投放1046亿元。

回顾3月中上旬，央行OMO连续回笼释放了一定的紧资金信号，长债利率快速回升。而上周税期走款阶段，央行恢复OMO净投放，本周MLF又实现净投放，稳定了流动性预期。

央行首次提前公告MLF招标信息，体现了释放宽松信号、稳定市场预期、而恢复净投放也体现了此前央行基于OMO回笼调控市场流动性预期的操作方式迎来转变。

3月18日召开的一季度货币政策例会提出，“加大货币政策调控强度；保持流动性充裕，引导金融机构加大货币信贷投放力度；从宏观审慎的角度观察、评估债市运行情况”。

温彬认为，考虑到当前银行负债端短缺（尤其是大行存款流失严重），为加大中长期信贷投放、强化政府债承接，也需要中长期资金予以支持。在短期公开市场的7天期逆回购、中期的买断式逆回购以及各类结构性工具操作之外，MLF净投放有助于更好地稳定预期、保持流动性充裕。

浙商证券首席经济学家李超认为，MLF利率政策属性退出后，预计央行将通过“7天OMO利率+央行引导→DR007（银行间7天期质押回购利率）/LPR→短端利率→长端利率”的链条实现利率传导。展望后续，预计全年货币政策维持宽松基调，与财政政策、产业政策形成政策合力。

未来央行或继续逐步回笼MLF，买断式逆回购工具或承担中长期流动性的供给。总的来看，当前央行政策工具箱较为充足，对短端、长端流动性均有覆盖，预计未来流动性管理将更加高效、精准。