

LIANHE
IDENTIFICATION
EVALUATION
IMPACT
PLAN

MLF 招标机制改革：从价格调控到流动性管理

联合资信 研究中心 |

2025 年 3 月 24 日，中国人民银行发布公告，宣布自本月起对中期借贷便利（MLF）操作机制进行重要调整：从原有的单一利率招标模式，转变为“固定数量、利率招标、多重价位中标”方式。3 月 25 日，央行随即开展 4500 亿元 1 年期 MLF 操作，成为新机制下的首次实践。此次 MLF 操作调整是利率市场化改革的重要一环，进一步突出短期政策利率重要性基础上，提高央行在银行资金市场投放流动性的灵活性。



联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.



2025年3月24日，中国人民银行发布公告，宣布自本月起对中期借贷便利(MLF)操作机制进行重要调整：从原有的单一利率招标模式，转变为“固定数量、利率招标、多重价位中标”方式。3月25日，央行随即开展4500亿元1年期MLF操作，成为新机制下的首次实践。此次MLF操作调整是利率市场化改革的重要一环，进一步突出短期政策利率重要性基础上，提高央行在银行资金市场投放流动性的灵活性。

经过此次改革，央行将拥有MLF和国债买卖两种中长期流动性投放方式，LPR在MLF基础上定价的利率调控机制也将相应弱化，贷款利率曲线形成将以市场供需为基础。MLF在多重价位中标机制下，可以允许央行灵活调整资金数量，匹配不同层次银行的资金成本需求，视市场流动性分层情况设置资金数量，或将进一步促进中小银行改革。这样的改革举措是适应内外环境变化的重要举措，有利于在进一步降低实体经济融资成本基础上，满足不同银行的流动性资金需求，进一步落实宏观审慎和金融稳定框架。

未来货币政策调整步伐将进一步加快，这是中国经济不断释放长期增长动能，加强周期性调控的客观要求。具体来看，目前货币政策有两项新增的政策目标：稳定股市楼市、稳定通胀预期。随着我国经济进入中速增长平台，宏观政策都将以积极主动为导向，不断加快经济体制改革，释放增长潜力，保持经济增速。在彻底扭转中长期增长预期之后，货币政策才会面临下一次收紧周期。在这样一个长期放松周期中，货币改革环境是满足大步向前走的，引起市场恶性通胀风险很低。下面从此次改革的背景、机制、效应三方面来展开说明。

一、MLF 招标模式改革的宏观背景

利率市场化改革是中国经济体制改革的重要一环，对于提高市场在资源配置中的效率具有重要意义。利率市场化跟随经济体制改革步伐，采取了渐进式策略，逐步放开利率管制。每次改革节点选择都具有重大意义，对以后的金融市场发展都带来了深远影响。此次MLF改革时点选择也是与经济结构发展相适应。历史上，人民银行从财政部中独立出来，建立现代中央银行体系，协同推进利率和汇率市场化改革，配合和引导经济改革。人民银行政策工具作为流动性的投放和回收工具，以市场化方式直接参与到主要货币派生形式中是极为有效的方式，可以减少货币政策效果时滞。过去十年间，房地产相关贷款是货币增长的主要动力，因此从MLF到房贷利率成为货币政策调控流动性的重要路径。随着房地产相关贷款增速下降，这一利率传导路径的意义在降低，房地产相关利率更多应该体现该行业的发展情况。随着双循环格局构建进一步加深，财政政策在经济改革中的重要性逐步提高，国债成为基础货币投放的重要方式，这使得央行货币政策工具也要相应调整。这为MLF退出利率调控目标提供了

基本经济条件。

央行从 1996 年开始逐步放开利率管制，2004 年放开贷款利率上限和存款利率下限，2013 年取消贷款利率下限，2015 年取消存款利率上限，到此利率管制基本全面放开。2014 年外汇占款下降导致基础货币被动收缩，央行采取举措主动投放流动性。MLF 应运而生，作为中期流动性调节工具，期限通常为 3 个月至 1 年，以国债等优质资产为质押向商业银行提供资金。2019 年 LPR（贷款市场报价利率）改革后，LPR 与 MLF 利率直接挂钩（ $LPR = MLF \text{ 利率} + \text{点差}$ ），MLF 成为贷款定价的“锚”，旨在打通政策利率向实体经济的传导渠道。此举强化了 MLF 作为中期政策利率的地位，同时推动存款利率市场化，形成“MLF→LPR→存贷款利率”的传导链条。

十年间，MLF 余额不断增加，逐渐成为央行资产负债表重要组成部分，这与房地产行业相关贷款通过银行体系进入经济体是相对应的。央行明确构建“短期逆回购利率+中期 MLF 利率”的双政策利率体系，MLF 利率被定位为中期市场利率的中枢，国债收益率、同业存单利率等围绕其波动。但随着房地产行业基本情况发生大变化，在逆周期调控下，国债将取代房地产相关贷款成为基础货币派生的主要方式，要国债收益率盯住 MLF 利率效率低，不如直接创设国债买卖工具来实现流动性管理。未来，国债将取代 MLF 成为央行资产负债表的主要组成部分。而且，现实经济运行中，国债收益率与 MLF 利率偏离严重，这不利于配合国债发行，切实降低实体经济融资成本，这也是 MLF 利率退出调控框架的客观要求。

二、两种招标模式的主要差别

2024 年 7 月起，LPR 报价不再以 MLF 利率为基准，转而与 7 天逆回购利率挂钩，标志着 MLF 的政策利率属性开始弱化。2025 年 3 月 25 日，MLF 操作取消统一中标利率，采用美式招标（多重价位中标），利率由市场供需决定，彻底剥离 MLF 的政策利率属性。

MLF 从政策利率工具转变为普通流动性投放工具，对于中小银行资金成本影响深刻。改革前，中小银行与大型银行按央行设定的统一利率获得 MLF 资金，负债成本相对固定且无差异。大型银行因信用资质优势更容易获得额度，中小银行流动性补充受限。MLF 利率作为政策工具，可能高于市场实际融资成本（如同业存单利率），导致中小银行负债成本偏高。这种方式能够突出流动性资金的价格属性，不足之处是难以匹配众多不同种类银行的流动性资金成本需求，投放资金量受到整体银行风险分层的限制。改革后，金融机构根据自身资金需求和成本，以不同利率投标，按从高到低的顺序依次中标，中标利率即各自的投标利率。中小银行根据自身资金需求和市场竞争力投标，中标利率可能高于大行，但 MLF 资金整体加权平均利率可能低于此前

统一利率。随着 MLF 利率退出政策利率体系，其招标利率更加符合市场需求，跟随市场利率适当下滑。中小银行可灵活参考同业存单利率投标，通过 MLF 渠道获得更加廉价流动性资金，进一步降低实体企业融资成本。

“满足不同参与机构差异化资金需求”被明确列为招标机制改革目标，反映出 MLF 功能转型之后将助力应对银行体系流动性分层困境。近年来，随着经济增速放缓和金融风险暴露，中小银行与大型银行之间的流动性获取能力差异显著扩大，同业存单发行利差明显扩大。而 MLF 作为政策性资金渠道，过去单一利率的分配方式难以精准匹配不同机构的真实资金成本。新机制通过多重价位中标，允许风险溢价市场化显现。

通过比较可以发现，MLF 成为重要的流动性投放工具，为中小银行与大型银行差异化发展提供了重要空间。利率市场化要求中小银行优化资产负债管理，例如提升资金定价能力、加强流动性风险管理，以应对差异化投标环境，客观上可能加速部分机构的优胜劣汰。

三、对于货币政策传导的意义

MLF 转为流动性投放工具，进一步推动利率市场化改革，对货币政策传导机制具有深远意义。

简化政策利率体系，强化短期利率传导核心地位。此次改革后，7 天逆回购利率成为唯一核心政策利率，政策利率体系传导链条更加清晰，银行中长期流动性资金成本以市场供求为基础。政策信号通过“7 天逆回购利率→DR007/LPR/国债利率→市场利率”传导，缩短了从短端到长端的传导路径，提升效率。**深化利率市场化，提升金融机构定价能力。**采用美式招标后，金融机构根据自身资金需求和市场条件差异化投标，利率由市场供需形成。例如，国有大行可能以 1.95% 中标，而中小银行需支付更高利率（如 2.05%），这更真实反映市场差异，推动同业存单利率、国债收益率等更贴近市场供需，减少政策干预。**缓解银行净息差压力，**MLF 资金成本总体下降，有助于降低银行负债成本，增强其支持实体经济的可持续性。**优化流动性管理工具，增强调控精准性。**MLF 转为普通流动性工具，聚焦 1 年期流动性投放，与短期工具（7 天逆回购）、长期工具（国债买卖、降准）形成更合理的期限结构。通过多样化工具组合（如逆回购、MLF、国债买卖），央行可更精准应对流动性需求变化。

此次 MLF 招标机制改革是中国货币政策框架由“数量型”向“价格型”转型的关键一步。通过简化利率体系、深化市场化定价、缓解银行净息差、优化流动性管理工具组合，显著提升货币政策传导的效率和精准性。未来，央行将进一步依托短期利率主导地位，结合国债买卖等工具，构建更灵活、透明的政策框架，为经济高质量发展

展和金融稳定提供支撑。

联系人

投资人服务 010-85679696-8728 investorservice@lhratings.com

免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留追究其法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合资信于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。

在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。联合资信对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。