



作者：  
中诚信国际 研究院  
袁海霞 hxyuan@ccxi.com.cn  
汪苑晖 yhwang@ccxi.com.cn  
王 晨 chwang01@ccxi.com.cn



三问2025年特别国债——全国两会精神学习系列之三

2025年政府工作报告的八大关注点——全国两会精神学习系列之一，2025年3月

“两会”后积极财政的四大关注——全国两会精神学习系列之二，2025年3月

增量财政政策的七大关注——10.12财政部新闻发布会点评，2024年10月

如需订阅研究报告，敬请联系  
中诚信国际品牌与投资人服务部  
赵 耿 010-66428731  
gzhao@ccxi.com.cn

[www.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)

## 简评MLF改革： 转向多重价位招标，淡化政策利率属性



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（周二），中国人民银行开展4500亿元MLF操作，期限为1年期。对此，我们认为，此次MLF操作机制的转变或意味着MLF政策利率属性完全淡出，有利于降低银行负债成本、缓解净息差压力，从而助推降低社会综合融资成本。同时，时隔数月MLF转为超额续作并提前公布，也体现出央行对流动性的呵护。

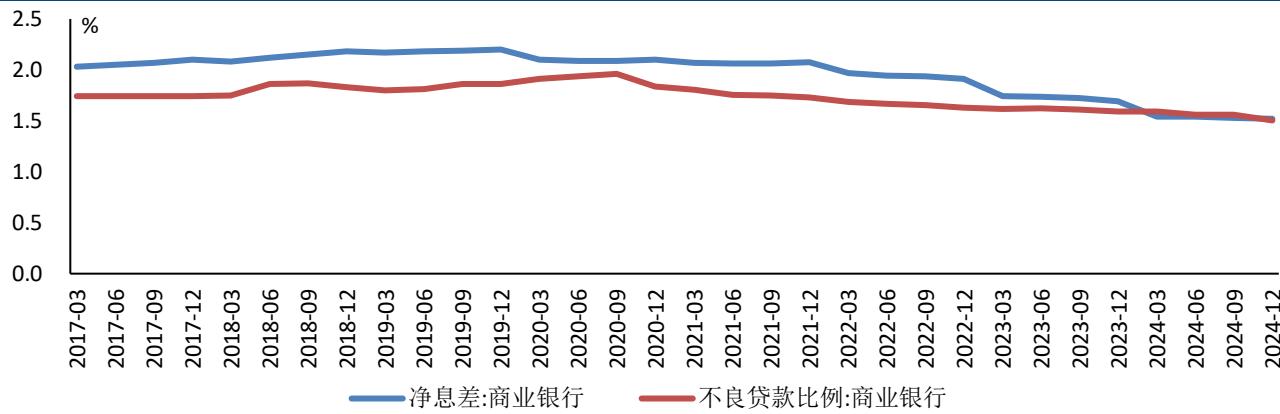
### 一、货币政策框架持续调整，MLF政策利率属性完全淡出

去年6月，潘功胜行长在陆家嘴论坛上对我国当前货币政策立场及未来货币政策框架的演进发表了重要讲话，表示将此前多个政策利率，缩减为一个政策利率，即7天逆回购利率，此后我国货币政策调控框架持续调整，MLF政策利率属性逐步淡化。2024年7月，7天逆回购改变为“固定利率、数量招标”，MLF招标方式依然延续“固定数量、价格招标”，7天逆回购利率的政策利率属性有所强化。2024年8月，MLF的续作时间由每月月中改为临近月底，LPR报价时间依然为每月20日左右，MLF操作时间后延的意图之一或在于进一步巩固7天逆回购作为唯一政策利率的属性，有利于避免银行LPR报价仍参考MLF利率。2024年9月，MLF延续单一价格中标，但央行在公告中公布了招标区间为1.9%-2.3%，MLF利率招标属性有所增强，或为继续淡化MLF政策利率属性、MLF操作改革等做准备。2025年1月，MLF虽然依然延续单一价格招标，投标利率区间整体下移10bp，变为1.8%-2.2%，中标利率依然为2.0%。本月MLF招标机制转变为多重价格招标，与此前买断式逆回购的招标方式相同，意味着每月MLF投放或存在多个中标价格，标志着MLF政策利率属性从淡化正式走向落幕，更加明确7天逆回购利率作为核心政策利率的地位，有利于更好的发挥央行利率调控的作用。

## 二、MLF 转为多重价格招标有利于缓解银行净息差压力，降低综合融资成本

商业银行作为金融体系的重要组成部分，在稳增长、防风险等中需发挥重要作用：一方面通过债务置换展期等助力地方债务风险化解，缓解融资平台短期流动性压力；另一方面，通过持续降低贷款利率，包括企业贷款利率、房贷利率等，为实体经济修复提供良好的金融环境。但银行负债端较为刚性，虽然多次下调存款利率，但净息差仍在持续收窄，根据国家金融监督管理总局数据，2024 年四季度大型商业银行净息差已降至 1.44%，对银行的稳健经营带来了一定压力；同时，净息差和不良贷款率之间的差值也在不断收窄，部分时点（2024Q1-Q3 均为负值）、部分银行甚至出现倒挂现象，在一定程度上表明银行发放贷款产生的收益不足以覆盖信贷风险，银行信贷投放积极性或减弱，不利于实体经济的修复。因此，降低银行负债成本、稳定银行净息差对于防范金融风险、助力经济增长等均具有重要意义。此次 MLF 操作转变为“多重价格招标”，将满足不同银行差异化资金需求，有利于降低银行整体负债成本，助推社会融资成本下降，同时通过缓解银行净息差压力增强金融服务实体的可持续性。具体而言，2 月 MLF 中标利率是 2.0%，而 2 月以来 1 年期同业存单利率均值约为 1.9% 左右，因此金融机构报价 MLF 或大概率低于 2.0%，否则更可能通过同业存单进行融资。截至 2 月，MLF 存款余额约为 4.09 万亿元，假设到期等量续作，若 MLF 综合报价利率降低 10BP，将节省银行利息支出近 41 亿元，以公开市场业务一级交易商 2024 年半年度有披露数据的平均生息资产为基础简单估算，或贡献净息差约 0.15BP。

图 1：商业银行净息差和不良贷款率

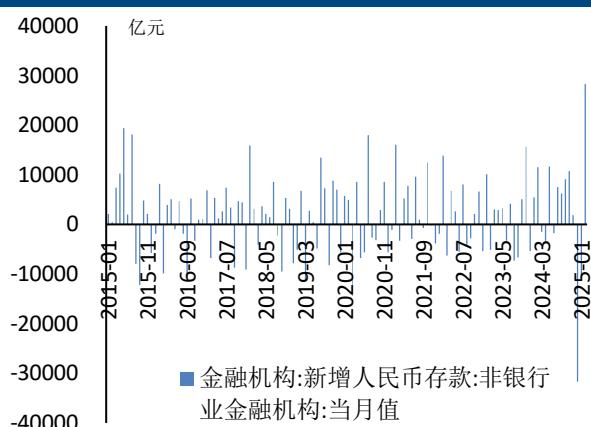


数据来源：Wind，金融监督管理总局，中诚信国际整理

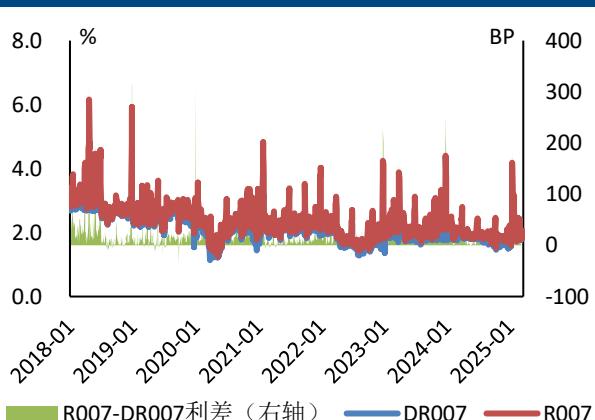
## 三、时隔数月 MLF 转为超额续作并提前公布，体现央行对流动性的呵护

自 2024 年 11 月市场利率定价自律机制发布《关于优化非银同业存款利率自律管理的倡

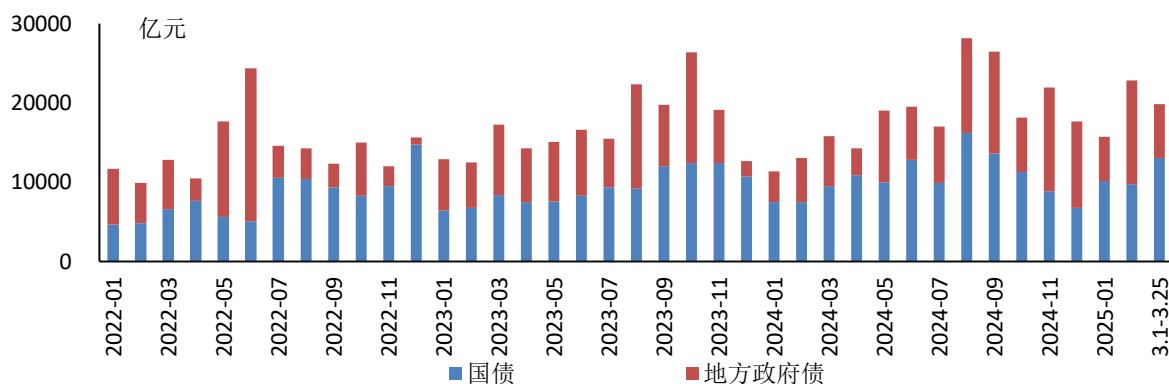
议》和《关于在存款服务协议中引入“利率调整兜底条款”的自律倡议》以来，银行缺负债现象明显，非银存款流失较为严重，2024年11月-2025年1月新增非银金融存款分别为1800亿元、-3.17万亿元、-1.11万亿元，较2023年11月-2024年1月减少5.69万亿元，显示出银行负债端压力相对较大；同时，近期政府债券供给规模相对较高，截至3月25日，今年政府债券共计发行5.84万亿元，较去年一季度增长45.2%，叠加此前央行并未大幅净投放，银行间流动性整体较为紧张，今年以来DR007持续高位运行、均值约为1.93%（高于7天逆回购利率43BP），2月部分时点DR007甚至突破2.3%、与7天OMO利差为2021年下半年以来最高水平。本次MLF自2024年7月后首次恢复超额续作，且自MLF投入使用以来首次在操作前日提前公告招标信息，体现了央行对流动性的呵护，有利于稳定市场预期。后续来看，央行流动性呵护下资金利率有望边际回落，但在防范资金空转的要求下，DR007预计仍在7天逆回购利率以上运行。

**图2：非银存款**


数据来源：Wind, 中诚信国际整理

**图3：资金利率走势**


数据来源：Wind, 中诚信国际整理

**图4：政府债券发行规模**


数据来源：Wind, 中诚信国际整理

中诚信国际信用评级有限责任公司（以下简称“中诚信国际”）对本文件享有完全的著作权。本文件包含的所有信息受法律保护。未经中诚信国际事先书面许可，任何人不得对本文件的任何内容进行复制、拷贝、重构、删改、截取、或转售，或为上述目的存储本文件包含的信息。如确实需要使用本文件上的任何信息，应事先获得中诚信国际书面许可，并在使用时注明来源，确切表达原始信息的真实含义。中诚信国际对于任何侵犯本文件著作权的行为，都有权追究法律责任。

本文件上的任何标识、任何用来识别中诚信国际及其业务的图形，都是中诚信国际商标，受到中国商标法的保护。未经中诚信国际事先书面允许，任何人不得对本文件上的任何商标进行修改、复制或者以其他方式使用。中诚信国际对于任何侵犯中诚信国际商标权的行为，都有权追究法律责任。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在信息时效性及其他因素影响，上述信息以提供时状态为准。中诚信国际对于该等信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，a)中诚信国际不对任何人或任何实体就中诚信国际或其董事、高级管理人员、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中造成的任何损失或损害承担任何责任，或 b)即使中诚信国际事先被通知前述行为可能会造成该等损失，对于任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失，中诚信国际也不承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中的信用级别、财务报告分析观察，并不能解释为中诚信国际实质性建议任何人据此信用级别及报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。投资者购买、持有、出售任何金融产品时应该对每一金融产品、每一个发行人、保证人、信用支持人的信用状况作出自己的研究和评估。中诚信国际不对任何人使用本文件的信用级别、报告等进行交易而出现的任何损失承担法律责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司  
地址：北京市东城区朝阳门内大街  
南竹竿胡同 2 号银河 SOHO5 号楼  
邮编：100020  
电话：(86010) 66428877  
传真：(86010) 66426100  
网址：<http://www.ccxi.com.cn>

CHINA CHENGXININTERNATIONAL CREDIT  
RATINGCO.,LTD  
ADD: Building 5, Galaxy SOHO,  
No.2Nanzhughutong , ChaoyangmenneiAvenue,  
Dongchengdistrict, Beijing, 100020  
TEL: ( 86010 ) 66428877  
FAX: ( 86010 ) 66426100  
SITE: <http://www.ccxi.com.cn>

