



中国利率市场概况

2024年01月26日

宏观专题报告

报告要点:

针对我国的利率品种较多，在期限以及利率类型上存在较大差异，其间也存在较多的关联性。本文将就我国现存的利率类型分为政策利率，货币利率，以及存贷款利率介绍相关利率品种特点，以及其中的传导关系。

短期利率沿着“7天逆回购利率-DR007-货币市场利率”的渠道传导。这一渠道不只需要7天逆回购利率的调整，还需要基础货币配合进行收放。多数情况下，DR007均值与7天逆回购利率一致，但也有部分时期存在一定差异，这种差异能反映货币政策的取向。

中长期利率沿着“MLF利率-LPR-存贷款利率”传导，从2019年的LPR改革之后，LPR成为银行贷款参考利率，央行通过每月开展中期借贷便利（MLF）操作，调整中期借贷便利利率，进而影响银行间贷款基准利率（LPR），最终影响贷款市场利率。中期借贷便利（MLF）还会影响国债收益率，并最终传导到债券市场和存款市场。

创元研究

创元研究宏观金融组

研究员：金芸立

期货从业资格号：F3077205

投资咨询资格：Z0019187

目录

利率市场概况	3
一、 政策利率	3
1. 常规货币政策工具	4
1.1 公开市场操作 (OMO – Open market operations)	4
1.2 贷款类 – 中期借贷便利 (MLF-Medium-term Lending Facility)	5
1.3 贷款类 – 常备借贷便利 (SLF - Standing Lending Facility)	7
1.4 准备金类 – 存款准备金利率	8
2. 结构性货币政策工具	9
2.1 贷款类--抵押补充贷款 (PSL - Pledged Supplementary Lending)	10
2.2 再贷款再贴现	11
二、 货币市场利率	12
1. 回购利率	12
1) 银行间质押式回购利率: R & DR	13
2) 银行间回购定盘利率: FR & FDR	15
3) 交易所市场质押式回购利率 (GC,R-)	15
2. 同业拆解利率	16
1) 同业拆借利率: SHIBOR, IBO, DIBO	16
3. 同业存单利率	17
1) 同业存单利率: CD	17
三、 存贷款市场利率	20
1. 存款市场利率	20
2. 贷款市场利率	21
四、 利率传导机制	22

利率市场概况

针对我国的利率品种较多，在期限以及利率类型上存在较大差异，其间也存在较多的关联性。本文将就我国现存的利率类型分为**政策利率**，**货币利率**，以及**存贷款利率**介绍相关利率品种特点，以及其中的传导关系。

一、政策利率

政策利率主要起货币市场利率基准的作用。我国主要的政策利率主要分成以下几类：一类是，发挥基石作用的公开市场，即OMO和MLF利率分别发挥引导短期和中期市场利率中枢的作用，这两者在货币政策工具箱中处于核心地位。第二，发挥利率走廊作用的政策利率，包括SLF利率和超额准备金利率。第三，结构性货币政策工具利率，包括PSL、再贷款和再贴现利率。其中最主要的就是**7天期逆回购利率（短期政策利率）**，以及**MLF利率（中期政策利率）**。

图：央行主要货币政策工具

央行货币政策工具		
工具	特点	
公开市场操作	逆回购操作	7D/14D/28D/63D,是央行目前投放货币的主要渠道,参与对象主要为公开市场操作的一级交易商
	流动性调节工具(SLO)	为市场提供1-7天的短期资金,作为OMO的补充,2016年以后未再进行任何操作
	国库现金定存	1M/3M/6M/9M,将存放在央行的财政政策通过招标方式转存至商业银行,具有投放短期基础货币的作用
贷款类工具	常备借贷便利(SLF)	隔夜/7D/14D/1M/3M,银行主动向央行发起申请获取资金支持,覆盖范围宽,针对性强,SLF利率也是利率走廊的上限
	中期借贷便利(MLF)	3M/6M/1Y,以国债,央票,政金债等债券作为抵押品,为银行投放中长期资金,目前主要投放期限为1年,正对符合宏观审慎性要求的银行另有开展定向中期借贷便利(TMLF)
	抵押补充贷款(PSL)	3-5年,参与对象为政策性银行,主要支持国民经济重点领域(如棚改等),利率低,期限长,金额大
央票	央行票据	主要是流动性回收工具,2002年开始为对冲外汇占款增加而发行,2013年为最后一次发行
	央行票据互换(CBS)	用于与商业银行永续债互换,增加流动性
再贴现	再贷款再贴现	主要用于定向调控,用于“支农,支小和扶贫”领域,2020年为应对疫情,央行合计推行了2.24万亿的再贷款再贴现
准备金	法定存款准备金	依法需缴存的存款准备金
	超额存款准备金	超额存缴的存款准备金

资料来源：公开资料整理、创元研究

1. 常规货币政策工具

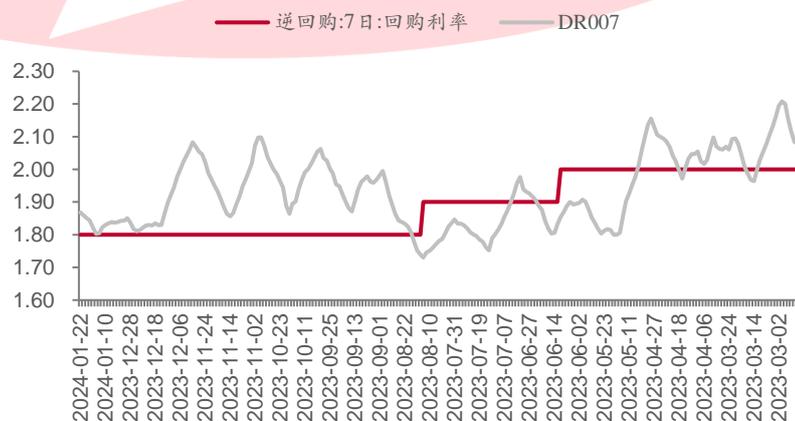
1.1 公开市场操作（OMO – Open market operations）

央行公开市场操作中，比较常见的是逆回购操作，且以7天期逆回购操作居多，偶有14天期和28天期出现，因此通常将7天期逆回购利率成为OMO利率。OMO通过招标方式展开，交易对手方为**公开市场业务的一级交易商，以大型商业银行为主**。逆回购即央行向一级交易商买有价债券，并约定在未来特定日期将有价债券卖还给一级交易商的交易行为，逆回购是央行向市场上投放流动性的操作，逆回购到期则为收回流动性。

逆回购利率之所以能成为发挥货币政策**短期中枢作用的利率**，一方面，央行通过逆回购的量，以及利率水平（价）对短期资金面进行调节。另一方面，通常除了公布量价信息以外，央行还会对于操作的原因以及当前银行间流动性状况进行解释，因此对于短期的市场预期有一定的引导作用，被市场成为“小纸条”，当前的解释大多以“为维护银行体系流动性合理充裕”为主。

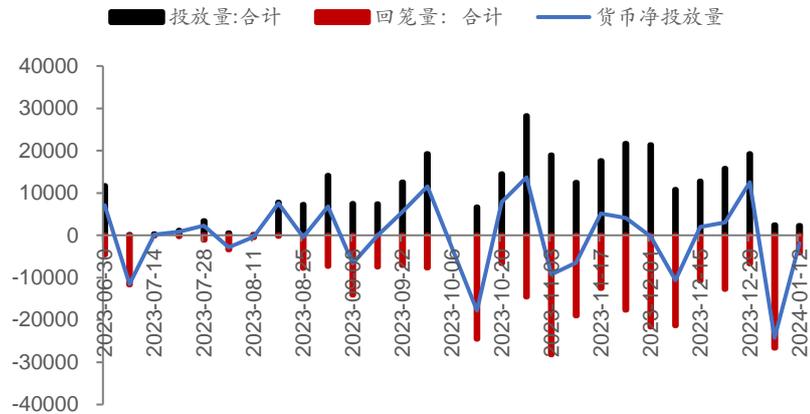
通常来说，OMO利率不会面临高频的调整，这也符合政策利率的属性，但是一旦调整，对于市场的政策信号引导意义较大，通常伴随着短期市场利率的大幅调整。我们以最近一次OMO利率调整为例，2023年8月15日，7天期逆回购利率下调10bp至1.8%，DR007利率也出现短暂回落。

图：OMO利率对短期市场利率：价的指引（%）



资料来源：同花顺、创元研究

图：央行逆回购操作：量的指引（亿元）



资料来源：同花顺、创元研究

1.2 贷款类 - 中期借贷便利（MLF-Medium-term Lending Facility）

MLF 利率是央行中期政策利率，与公开市场操作 7 天期逆回购利率共同构成了央行政策利率体系。MLF 以招标方式开展，面向符合要求的**商业银行以及政策性银行**，以包括国债，政金债在内的高等级信用债券为质押。2019 年以来，中国人民银行逐步建立 MLF 常态化操作机制，每月月中开展一次 MLF 操作，均为一年期，向市场连续释放中期政策利率信号，引导中期市场利率。2020 年 8 月 6 日，二季度货币政策执行报告指出“中期借贷便利（MLF）利率作为中期政策利率，是中期市场利率运行的轴心，**国债收益率曲线、同业存单等市场利率围绕中期借贷便利利率波动**”。对比报告前后，我们发现利差波动整体明显收窄，截至 2024 年 1 月 24 日，利差处于中位偏下水平。

图：MLF：价的影响：同业存单(%)



资料来源：同花顺、创元研究

图：MLF：价的影响：国债收益率(%)



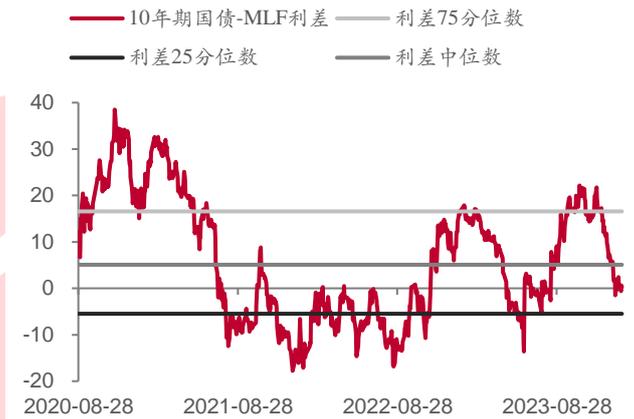
资料来源：同花顺、创元研究

图：MLF 与 10 年期国债利差比较 (BP)

时间段	2016/01/19- 2020/08/05	2020/08/06- 2024/01/02
最大值	80.0	38.5
75%分位数	33.2	16.6
中位数	-0.7	5.1
25%分位数	-16.4	-5.5
最小值	-67.4	-17.8
均值	7.1	6.1

资料来源：同花顺、创元研究

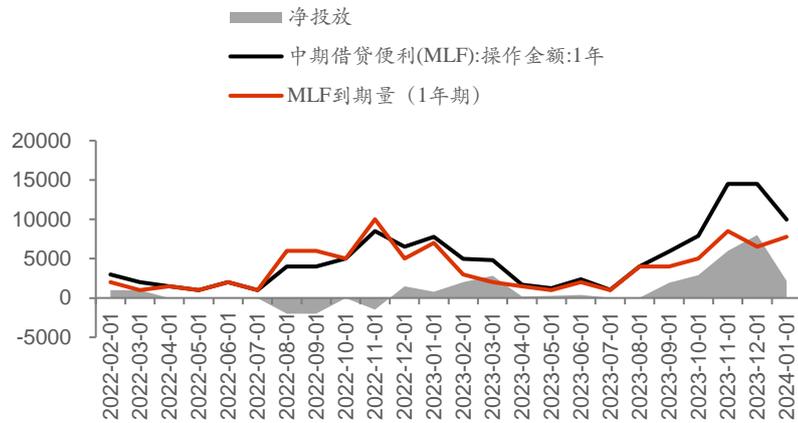
图：MLF 与 10 年期国债利差比较 (BP)



资料来源：同花顺、创元研究

而从量上看，除了需要关注当月净投放量的高低，同时也需要关注当月资金面的松紧情况。例如 2023 年 11 月起，受到一级市场债券发行强劲导致银行间资金面较紧，以及大量 MLF 到期影响（11 月 8500 亿元，12 月 6500 亿元），市场对于央行超额续作的期望值不断升温，在此背景下，11 月以及 12 月 6000 亿和 8000 亿的大额净投放量也在合理范围。

图：MLF(亿元)



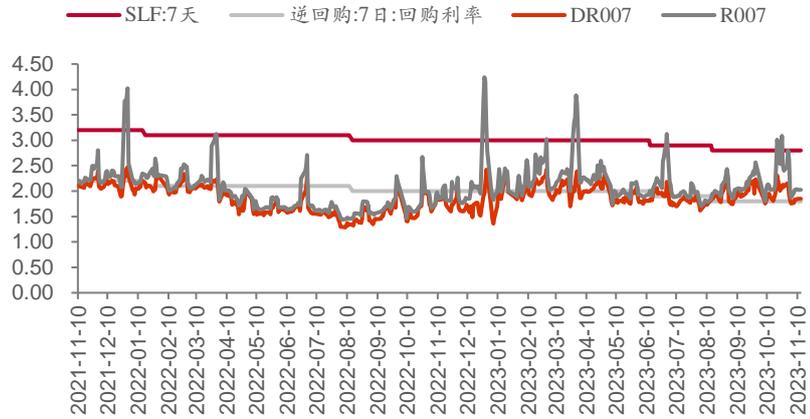
资料来源：同花顺、创元研究

1.3 贷款类 – 常备借贷便利 (SLF - Standing Lending Facility)

SLF 是央行提供的为满足金融机构流动性需求的货币政策工具，本质是政策性银行或全国性商业银行向央行申请的短期抵押贷款，期限包含 1 天、7 天和 1 个月。相对于 OMO 交易对象限制为一级交易商，SLF 交易对象更为广泛，国内商业银行政策银行遇到流动性危机时，首选是向货币市场的其他金融机构融资，当市场融资成本过高时，银行可以选择向央行申请短期的抵押贷款。因 SLF 的独特性质，导致其利率通常较高，也成为利率走廊的理论上线，当前的 7 天期 SLF 利率为 2.8%。偶尔突破上线的情况也会出现，主要原因在于商业银行在遇到流动性危机时间，尽可能会避免申请 SLF，以免影响其资质水平。

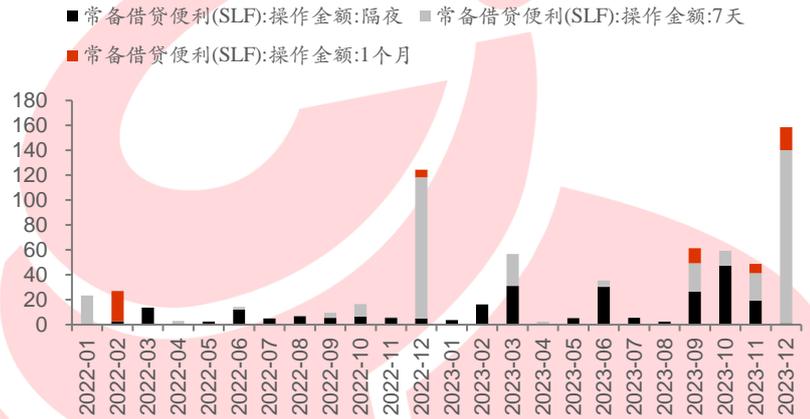
从量上看，通常来说，SLF 投放量上升也意味着银行间的资金面紧张问题比较严重，或反应银行间资金分层的现象比较严重，我们需要结合其他资金利率来判断。(因 SLF 的操作金额由央行以月度为基准进行报告，因此数据具有一定滞后性)

图：SLF - 利率走廊上限(亿元)



资料来源：同花顺、创元研究

图：SLF - 操作金额(亿元)



资料来源：同花顺、创元研究

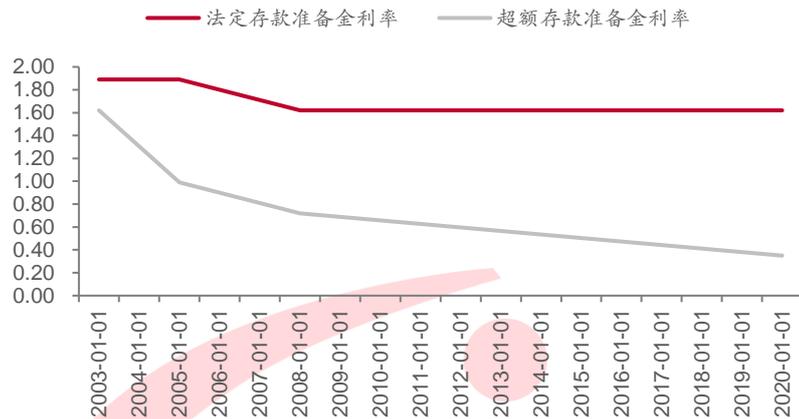
1.4 准备金类 - 存款准备金利率

存款准备金利率包括法定存款准备金利率和超额存款准备金利率。为保护存款人利益，按照法定准备金制度的安排，商业银行需要将存款一定比例的资金存放央行，这部分“冻结”在央行的资金称为法定存款准备金，这个比例称为法定存款准备金率。另外，为了与央行以及其他金融机构的结算，或者应对取现需要，商业银行会留有超过法定要求的准备金，也即超额存款准备金。央行为这两部分准备金支付一定的利息，分别为法定存款准备金利率和超额存款准备金利率（超储率）。当前的存款准备金利率为1.62%，超储率为0.35%。

超储率是货币市场利率的下限，与SLF利率共同构成利率走廊体系。存款

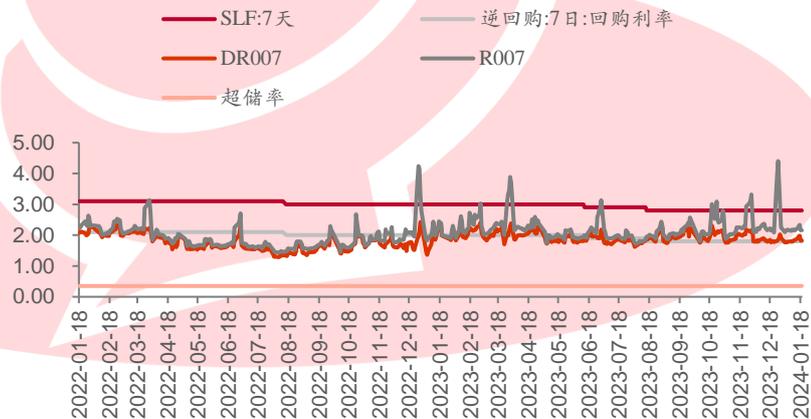
类机构可以选择将多余的资金在货币市场上融出，也可以以超额准备金形式存入央行。货币市场资金成本理论上不会低于超额存款准备金利率，否则存在套利空间。超额存款准备金利率和SLF利率共同构成了利率走廊体系，分别为利率走廊的下限和上限。

图：存款准备金率（%）



资料来源：同花顺、创元研究

图：利率走廊



资料来源：同花顺、创元研究

2. 结构性货币政策工具

结构性货币政策工具与常规货币政策工具的区别在于，结构性货币政策工具发挥了货币政策工具的**总量和结构的双重功能**，围绕重点领域和薄弱环节，引导金融机构**信贷投向**，发挥精准滴灌，杠杆撬动作用的工具。同时结构性货币政策工具具有**基础货币投放**的功能，因此结构性货币政策兼具“**宽信用**”和“**宽货币**”的特征。

之所以称之为精准滴灌，是因为不同于普通贷款，金融机构“先借后贷”的模式，即金融机构先向企业发放贷款后，再向央行申请贷款或激励资金。根据最新数据，截至2023年三季度末，结构性货币政策工具余额约7.02万亿元，较2022年末增加6200亿元。

表：结构性货币政策工具（截至2023年三季度）

工具名称	存续状态	支持领域	发放对象	利率/激励比例(%)	额度(亿元)	余额(亿元)
长期性工具	支农再贷款	涉农	农商行，农合作，农信社，村镇银行	2	8100	5991
	支小再贷款	小微企业，民营企业	城商行，农商行，农合作，村镇银行，民营银行	2	17850	15655
	再贴现	涉农，小微企业，民营企业	具有贴现资格的银行业金融机构	2	7400	5289
阶段性工具	普惠小微贷款支持工具	普惠小微企业	地方法人金融机构	1	800	498
	抵押补充贷款	棚户区改造，地下管廊，重点水利工程	国开行，农发行，进出口银行	2.4	/	29022
	碳减排支持工具	清洁能源，节能减排，碳减排	21家全国性金融机构，部分外资金融机构和地方法人金融机构	1.75	8000	5098
	支持煤炭清洁高效利用专项再贷款	煤炭清洁高效利用，煤炭开发利用和储备	工农中建交，国开行，农发行，进出口银行	1.75	3000	2624
	科技创新再贷款	科技创新企业	21家全国性金融机构	1.75	4000	3456
	普惠养老专项再贷款	浙江江苏河南河北江西试点，普惠养老项目	工农中建交，国开行，农发行，进出口银行	1.75	400	16
	交通物流专项再贷款	道路货物运输经营者和中小微物流（含快递），仓储企业	工农中建交，邮储，农发行	1.75	1000	451
	设备更新改造专项再贷款	制造业，社会服务领域和中小微企业，个体工商户	21家全国性金融机构	1.75	2000	1672
	普惠小微贷款减息支持工具	普惠小微企业	16家全国性金融机构，地方法人金融机构	1	/	269
	收费公路贷款支持工具	收费公路主体	21家全国性金融机构	0.5	/	83
	民企债券融资支持工具(II)	民营企业	专业机构	1.75	500	0
	保交楼贷款支持计划	保交楼项目	工农中建交，邮储	0	2000	56
	房企纾困专项再贷款	房企项目并购	5家全国性资产管理公司	1.75	800	0
租赁住房贷款支持计划	试点城市收购存量住房	工农中建交，邮储，开发银行	1.75	1000	0	

资料来源：同花顺、公开资料整理，创元研究

2.1 贷款类--抵押补充贷款（PSL - Pledged Supplementary Lending）

抵押补充贷款（PSL）与再贷款类似，2014年4月由央行创设。但不同于再贷款的是，PSL的申请需要高信用评级的债券类优质资产进行质押，投放对象扩大至国开行、农发行和进出口三大政策性银行。

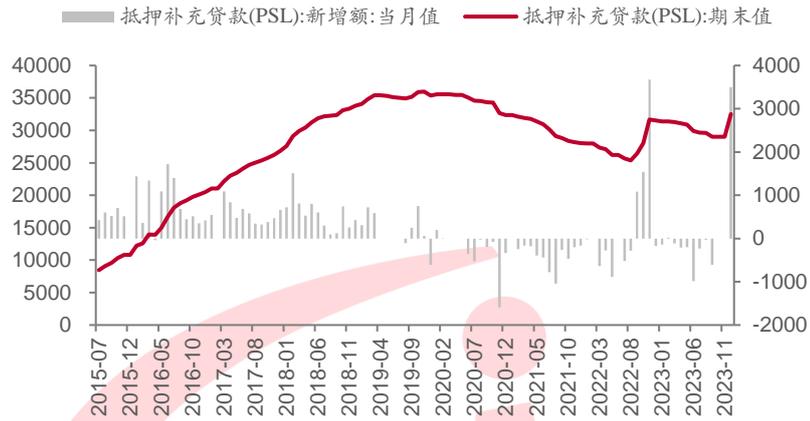
在我国，有很多信用投放，比如基建、民生支出，包括近期中央提出的“三大工程”项目等，通常投入高但是获利能力差，央行的PSL很大程度上是为了直接为商业银行提供一部分低成本资金/定向流动性支持，引导金融机构向特定实体领域进行信贷投放，来带动微观主体的信用扩张。

历史上有过两次使用，分别是2015年和2022年，两次启用PSL工具都是为了扭转房地产预期，支撑投资增速。2015年主要以货币棚改为抓手，

2022 年疫情以后，主要以基建为抓手托底经济。

2015 年至 2019 年累计净投放近 3.6 万亿，2020 年 6 月至 2022 年 8 月，PSL 暂停 30 个月，并在 2022 年 9-11 月重启，累计投放 6300 亿元。最近一次使用在 2023 年 12 月，投放量 3500 亿元。

图：PSL（亿元）



资料来源：中国人民银行、创元研究

2.2 再贷款再贴现

再贷款分为四大类：**信贷政策支持再贷款、专项政策性再贷款、流动性再贷款、金融稳定再贷款**。主要投向经济重点领域和薄弱环节，发挥结构性功能，发放对象主要是政策性银行、商业银行和农信社，由这些金融机构负责将资金投向支持的领域，属于定向的利率支持。

二、 货币市场利率

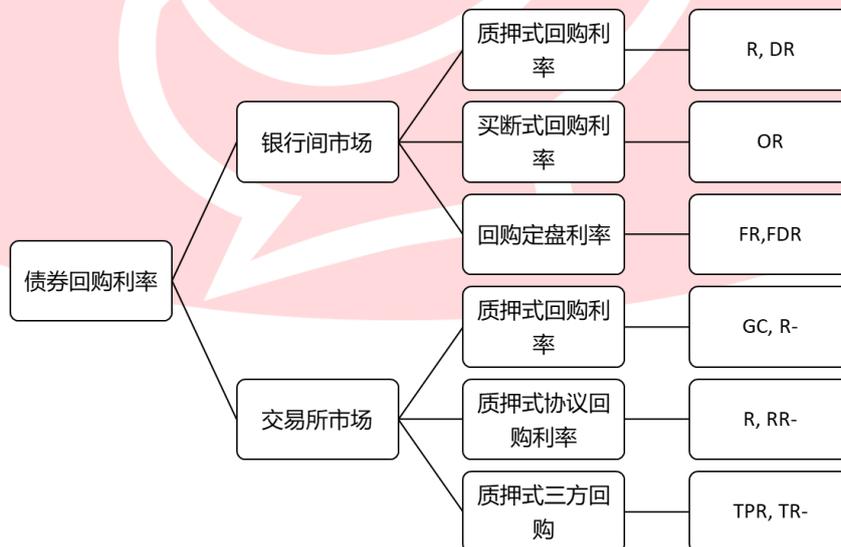
1. 回购利率

回购利率的本质就是抵押债券获得融资，其本身可以分成两个交易，先将债券卖给对方，完成借款，然后买回债券进行还款，两笔交易间需要支付的费用就是回购利率。质押式和买断式的本质区别在于，债券的所有权是否发生改变，如果发生改变，即为买断式回购，反之则为质押式回购。

根据交易场所可以分为**银行间市场**和**交易所市场**，交易所市场分为上交所和深交所。从体量看，交易所回购成交量明显小于银行间市场。

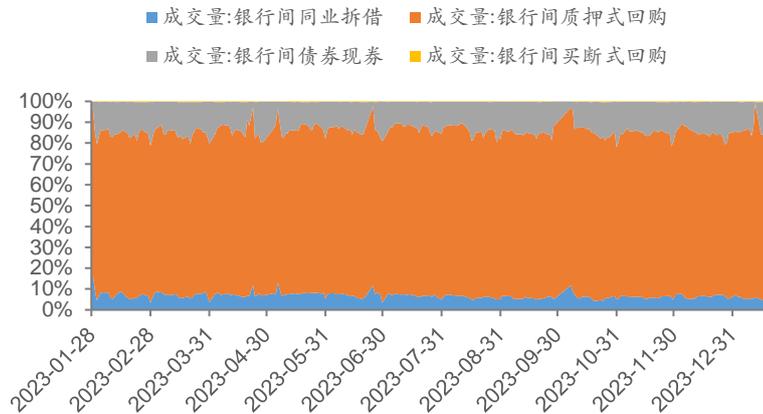
银行间市场主要的回购交易以质押式回购为主（80%），其次为现券交易（15%），同业拆解占比约 5%，买断式回购占比不到 1%。因买断式回购交易量较小，买断式回购利率的指示意义明显降低，本篇专题从回购利率角度主要关注**质押式回购利率**。

图：债券回购利率细分



资料来源：同花顺、创元研究

图：银行间市场交易占比 (%)



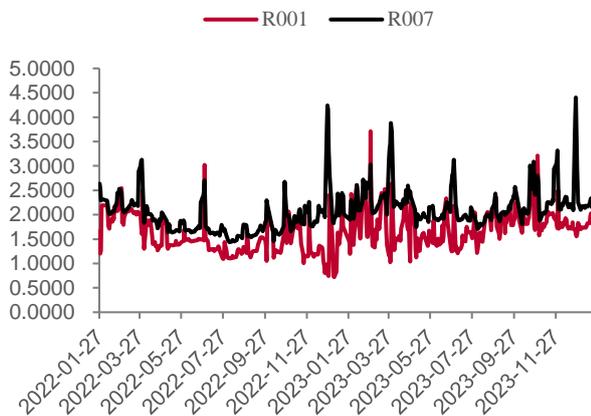
资料来源：同花顺、创元研究

1) 银行间质押式回购利率：R & DR

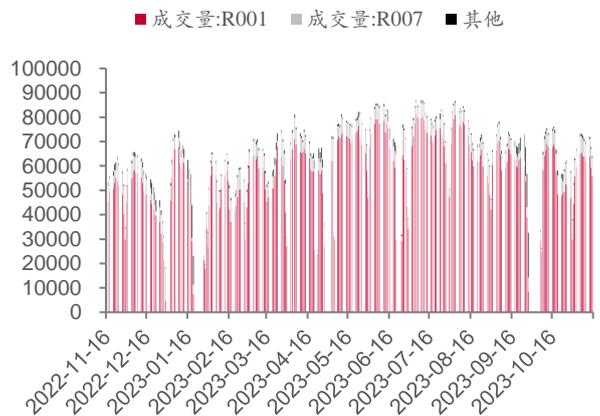
银行间债券回购利率包括 R 系列和 DR 系列利率，是衡量资金面松紧的核心指标，也是货币市场的基准利率。央行货币政策的意图多是为了引导以 DR007 为代表的市场利率围绕政策利率为中枢水平波动。

R 系列利率，即银行间质押式回购加权利率，能够反映银行间市场整体流动性状况。R 系列利率通过对当日银行间市场质押式回购利率加权得到，统计的范围不限定交易机构和质押标的。R+数字表示 R 的某期限品种，包含 R007、R014、R021、R1M、R2M、R3M、R4M、R6M、R9M、R1Y。其中，R001 和 R007 成交量最高。由于 R001 波动较大，并且受季节性和假期因素影响也更大，因此通常选用 R007 代表短端资金利率，以分析银行间市场流动性状况。R007 作为货币市场利率，以 7 天逆回购利率为中枢波动。

图：R001 V.S. R007 (%)



图：银行间质押回购以 R001 成交为主 (亿元)

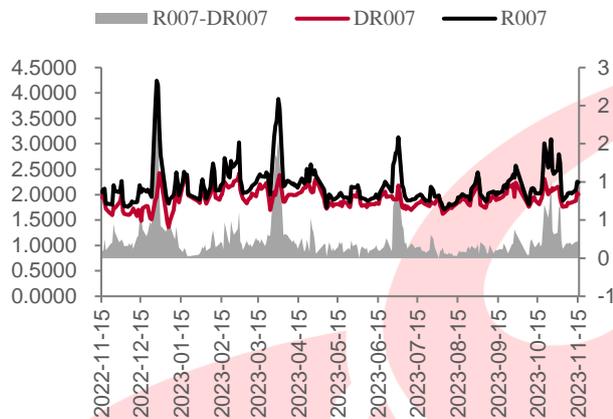


资料来源：同花顺、创元研究

资料来源：同花顺、创元研究

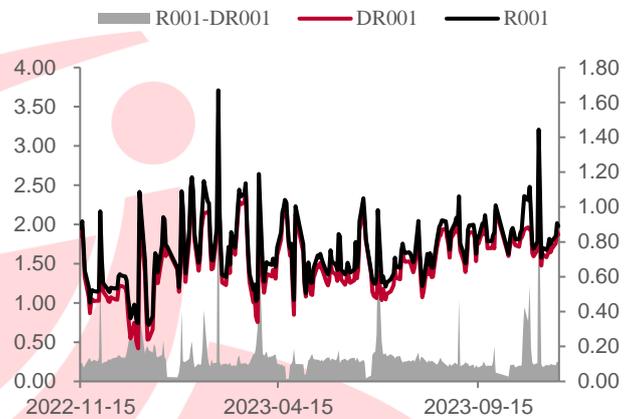
DR 与 R 相似，只是对主体和质押品有限定范围。DR 的交易主体限定为存款类机构，不包括非银机构，质押标的则限定为利率债。相同期限的 DR 系列利率一般低于 R 系列利率，两者的利差反应了非银的信用资质和质押品的资质相对存款类机构更弱。DR 与 R 资金价差一般在月末受到缴税期影响，季末受到 MPA 考核影响，一般银行间资金面转紧，央行虽然会进行流动性调控，但是季节性收紧的局面不可避免，所以我们常会看到，月末季末 R 系与 DR 系走势分化，资金分层加大，表示存款类银行资金融出意愿降低。

图：R007 V.S. DR007



资料来源：同花顺、创元研究

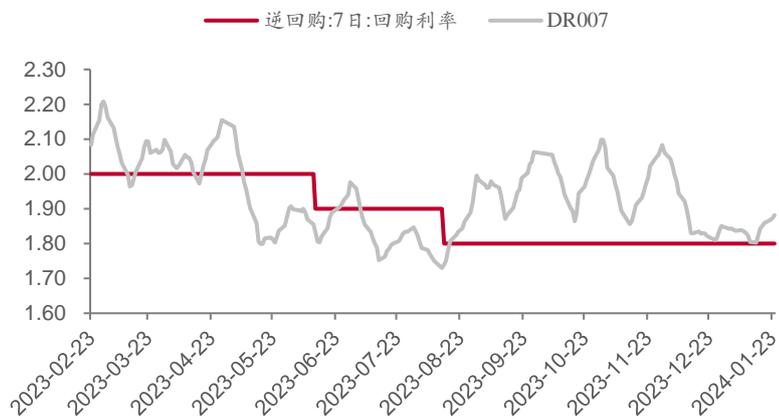
图：R001-DR001



资料来源：同花顺、创元研究

通常 DR007 与 7 天期逆回购利率一致，部分时期存在一定差异，这种差异能反映货币政策的取向，如 2023 年下半年，受人民币贬值压力，资金出现超季节性紧张的情况，DR007 偏离 7 天期 OMO 运行。

图：DR007 与 7 天期逆回购利率 (%)



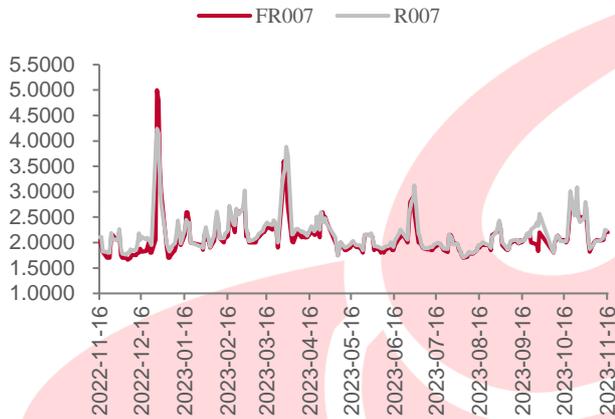
资料来源：同花顺、创元研究

2) 银行间回购定盘利率：FR & FDR

FR 系列利率，即银行间回购定盘利率，通过银行间市场每天上午 9:00-11:30 间的回购交易利率取中位数得到。FR 每日上午 11:30 起由同业拆借中心对外发布，属于**盘中利率**，而其他利率一般收盘后发布，即**盘后利率**。另外，其他回购利率指标一般采用加权平均的算法，而 FR 系列采用中位数算法。FR 的期限包含 1D、7D 和 14D 三个品种，FR001、FR007 和 FR014。

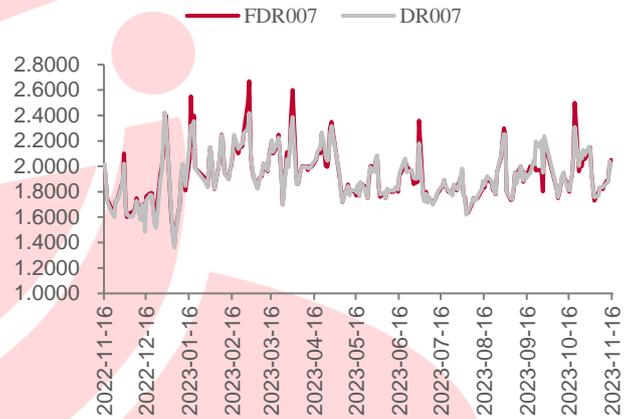
FDR 系列利率，即银银间回购定盘利率，统计样本为存款类机构以利率债为质押的回购交易，算法与 FR 系列相似。

图：FR007 V.S. R007



资料来源：同花顺、创元研究

图：FDR007 v.s. DR007

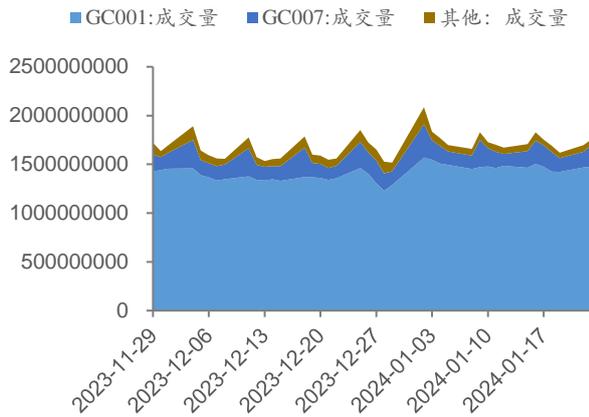


资料来源：同花顺、创元研究

3) 交易所市场质押式回购利率（GC,R-）

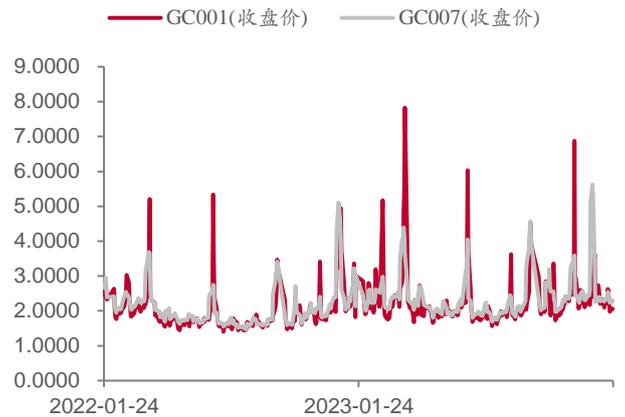
GC 系列和 R-系列分别是上交所和深交所的通用质押式回购利率。交易所的 GC 和 R-系列对标的是银行间市场的 R 系列。

图：GC 成交量（手）



资料来源：同花顺、创元研究

图：GC001 v.s. GC007



资料来源：同花顺、创元研究

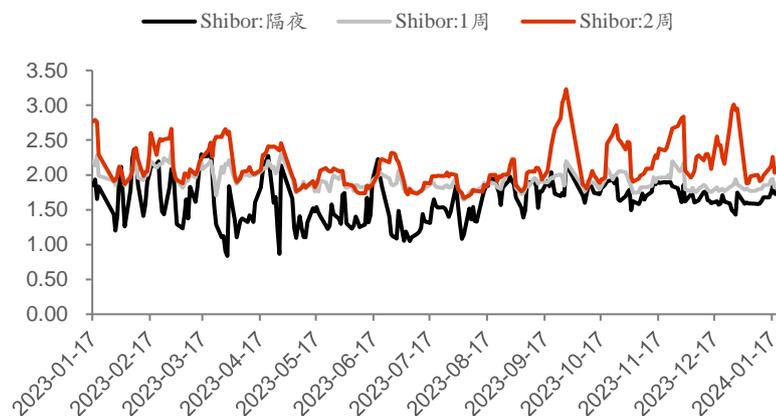
2. 同业拆解利率

1) 同业拆借利率：SHIBOR, IBO, DIBO

同业拆解利率的本质是基于银行间的信用等级，是银行间市场**无担保**的同业批发融资，由于其无担保的特点，同业拆解本质属于**信用融资**。且不同于质押式回购利率，SHIBOR 是由 18 家信用资质较高的银行自主报价的算数平均利率形成的，反应的是大银行对于当前资金市场利率的参考意见。

由 SHIBOR 引申而来的 IBO 以及 DIBO，为**银行间同业拆解加权利率**以及**存款类银行间同业拆解加权利率**，这两个利率主要是通过交易量为权重系数加权平均计算而来，主要的交易主体放宽至大中小金融机构，为**实际成交利率**。IBO 和 DIBO，在货币市场利率体系中重要性相对较弱。

图：SHIBOR



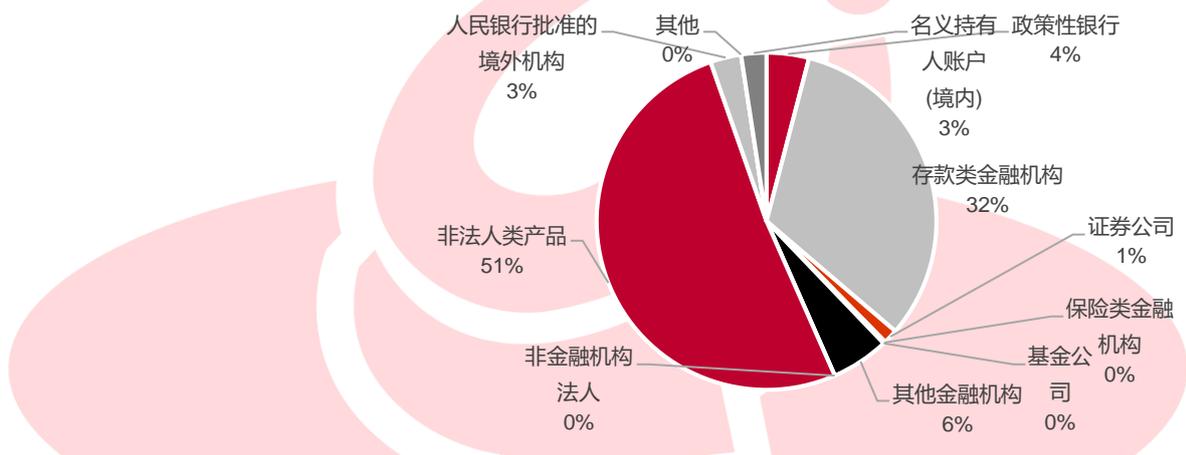
资料来源：同花顺、创元研究

3. 同业存单利率

1) 同业存单利率：CD

同业存单是存款类金融机构发行的记账式定期存款凭证，一般不超过一年，是一种典型的货币市场工具，也是商业银行主动负债管理的重要工具。同业存单是债券市场的资产品种之一，占债券市场总量的 10%。银行曾是持有同业存单占比最高的投资者，但由于监管政策变化，**广义基金逐渐成为配置主力**，根据去年 12 月上清所公布的托管数据，非法人产品和存款类金融机构持有占比分别为 51%和 32%，合计持有 83%。

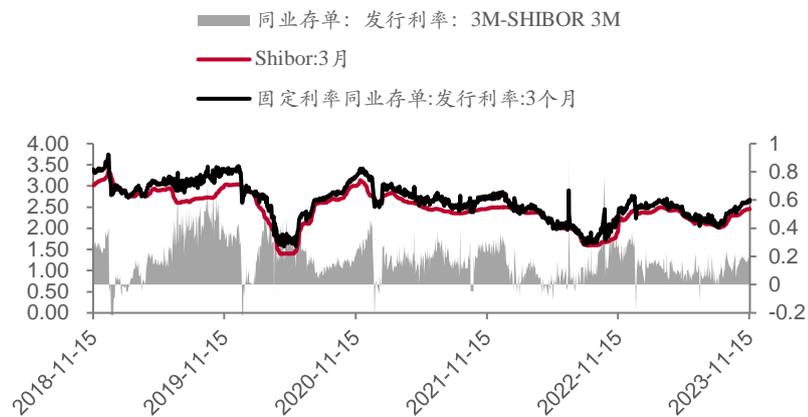
图：同业存单主要投资者



资料来源：同花顺、创元研究

同业存单利率作为货币市场中期利率的补充，其定价基础应该是相近期限的货币市场利率，2013 年 12 月 7 日公布的《同业存单管理暂行办法》规定，**同业存单的发行利率参考同期限 SHIBOR 进行市场化定价**。因此从趋势上看，存单利率往往同 SHIBOR 保持一致，但由于同业存单相较于 SHIBOR 存在一定信用风险，所以价格水平理论上要高于 SHIBOR。

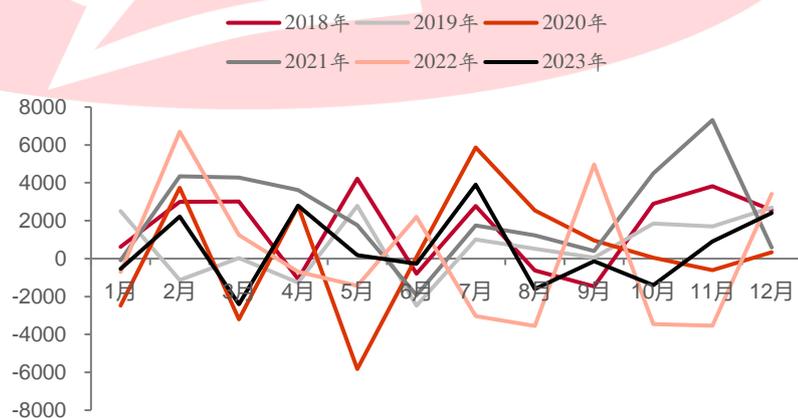
图：同业存单利率与 SHIBOR



资料来源：同花顺、创元研究

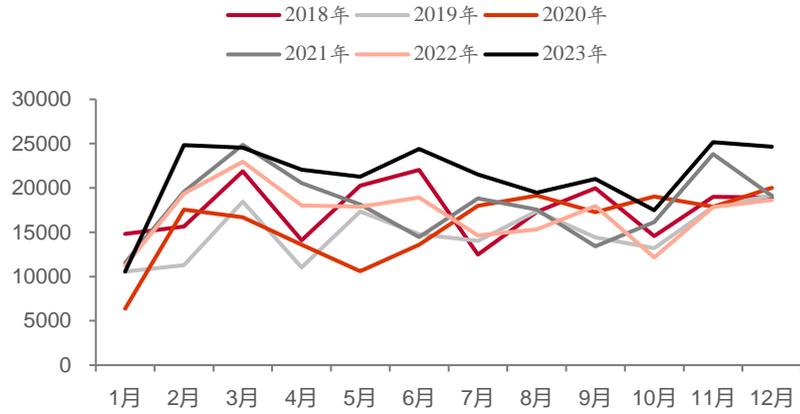
理论上说，同业存单等市场利率应该围绕中期借贷便利利率波动。但两者产生差异的原因，除了信用风险差异以外，同业存单同时会受供需等因素影响。同业存单作为银行负债端的压力驱动，一般来说在季末银行资产端加速投放的时候，叠加监管考核影响，负债端的压力显著提高，对应的同业存单的发行量也会出现明显增加。MPA 宏观审慎评估体系考核于 2017 年后，将同业存单纳入考核管理，同业存单被纳入了不得超过负债总额三分之一的同业负债中，在月底或者资金面较为紧张的时候一般会倾向于增加资金融入减少资金融出。体现在同业存单利率上，市场资金需求抬升导致融资需求增加的情况，进而抬升同业存单利率水平。

图：同业存单净融资额（亿元）



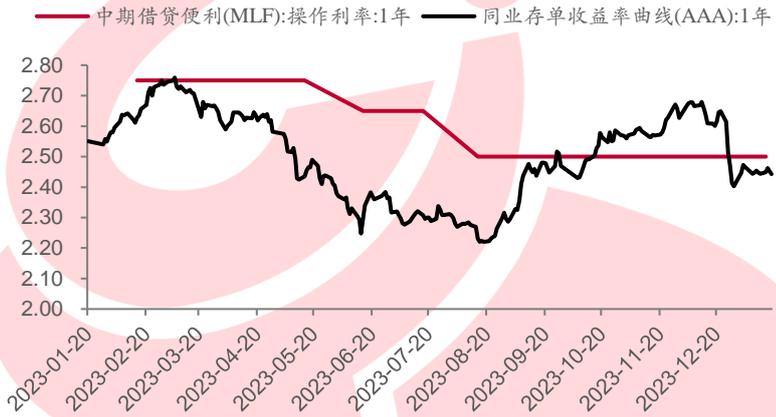
资料来源：同花顺、创元研究

图：同业存单发行量存在季节性特征（亿元）



资料来源：同花顺、创元研究

图：同业存单与MLF（%）



资料来源：同花顺、创元研究

三、 存贷款市场利率

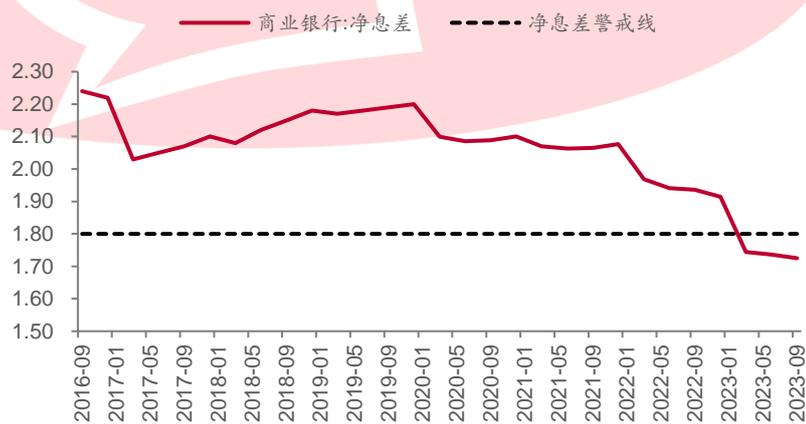
存贷款市场利率包括存款市场利率和贷款市场利率。其中 2019 年 LPR 形成机制改革后，贷款市场利率一般贷款利率参照 LPR 进行定价。2021 年存款利率市场化调整机制以来，存款利率多由银行报价，市场化程度也逐步增强。

1. 存款市场利率

2022 年 4 月，人民银行指导利率自律机制建立存款利率市场化调整机制，参考以 10 年期国债收益率为代表的债券市场利率和 1 年期贷款市场报价利率（LPR）为代表的贷款利率调整存款利率水平。机制建立之后，存款利率调整的灵活性明显增强，我国主要商业银行先后四次主动调降定期存款挂牌利率，并带动中小银行跟进调整，调整商业银行负债成本。最新一次调整于 2023 年 12 月 22 日，国有银行再度下调定期存款利率，1 年及以内、2 年、3 年、5 年期分别下调 10BP、20BP、25BP、25BP。

当前银行的净息差从 2022 年初就开始持续下行，2023 年开始持续低于警戒线，因此存款利率的调整对于银行负债成本的调整至关重要。

图：商业银行净息差（%）



资料来源：同花顺、创元研究

图：存款市场利率调整

时间	品种	期限	下调幅度 (bp)	调整后利率(%)
2022年9月15日	活期	/	5	0.25
	定期	3个月	10	1.25
		6个月	10	1.45
		1年期	10	1.65
		2年期	10	2.15
		3年期	15	2.6
		5年期	10	2.65
2023年6月8日	活期	/	5	0.2
	定期	2年期	10	2.05
		3年期	15	2.45
		5年期	15	2.5
2023年9月1日	定期	1年期	10	1.55
		2年期	20	1.85
		3年期	25	2.2
		5年期	25	2.25
2023年12月22日	定期	3个月	10	1.15
		6个月	10	1.35
		1年期	10	1.45
		2年期	20	1.65
		3年期	25	1.95
		5年期	25	2

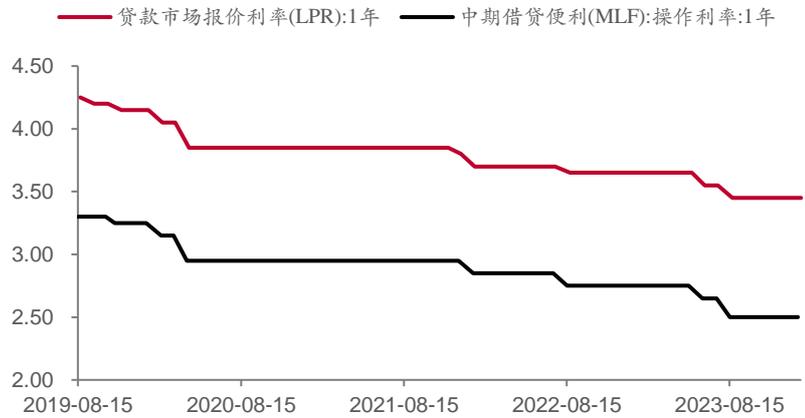
资料来源：公开资料整理、创元研究

2. 贷款市场利率

贷款市场利率已基本实现市场化，商业银行参照 LPR 进行定价。LPR 由 20 家具有代表性的银行根据本行对最优质客户的贷款利率，以 MLF 利率加点形成的方式进行报价，再通过去掉最高和最低报价后进行算数平均，并向 0.05% 的整数倍就近取整计算得出 LPR。

LPR 改革后形成了“MLF → LPR → 贷款利率”的传导机制，货币政策传导更为畅通，货币市场利率对于贷款市场的影响力提升。通常来说，MLF 下调后当月 LPR 也跟随下调，MLF 未变动时 LPR 变动的可能性较小。

图：LPR 与 MLF (%)



资料来源：同花顺、创元研究

四、利率传导机制

从货币市场来看，央行通过每日开展逆回购操作，调整7天的逆回购利率，进而影响存款性机构间以利率债为质押的7天期回购利率DR007，最终影响到货币市场利率。从贷款市场来看，央行通过每月开展中期借贷便利（MLF）操作，调整中期借贷便利利率，进而影响银行间贷款基准利率（LPR），最终影响贷款市场利率。中期借贷便利（MLF）还会影响国债收益率，并最终传导到债券市场和存款市场。

创元研究团队介绍:

许红萍，创元期货研究院院长，10年以上期货研究经验，5年以上专业的大宗商品、资产配置和研究团队投研一体化运营经验。擅长有色金属研究，曾在有色金属报、期货日报、文华财经、商报网等刊物上发表了大量研究论文、调研报告及评论文章；选获2013年上海期货交易所铝优秀分析师、2014年上海期货交易所有色金属优秀分析师（团队）。（从业资格号：F03102278）

廉超，创元期货研究院联席院长，经济学硕士，郑州商品交易所高级分析师，十几年期货市场研究和交易经验，多次穿越期货市场牛熊市。（从业资格号：F03094491；投资咨询证号：Z0017395）

创元宏观金融组:

何焱，中国地质大学（北京）矿产普查与勘探专业硕士，专注宏观和贵金属的大势逻辑判断，聚焦多方因素对贵金属行情的综合影响。（从业资格号：F03110267）

金芸立，国债期货研究员，墨尔本大学管理金融学硕士，专注宏观与利率债研究，善于把握阶段性行情逻辑。（从业资格号：F3077205；投资咨询证号：Z0019187）

创元有色金属组:

夏鹏，三年产业龙头企业现货背景，多年国内大型期货公司及国内头部私募投资公司任职经验，善于从产业基本面和买方交易逻辑角度寻找投资机会。（从业资格号：F03111706）

田向东，铜期货研究员，天津大学工程热物理硕士，专精铜基本面深度分析，擅长产业链上下游供需平衡测算与逻辑把握。（从业资格号：F03088261；投资咨询证号：Z0019606）

李玉芬，致力于铝、氧化铝、锡品种的上下游分析，注重基本面判断，善于发掘产业链的主要矛盾。（从业资格号：F03105791）

吴开来，中国地震局工程力学研究所结构工程专业硕士，本科清华大学土木工程专业，从事铅锌产业链基本面分析。（从业资格号：F03124136）

余烁，中国科学技术大学管理科学与工程专业硕士，专注于上游锂资源和中下游新能源产业链，从基本面出发，解读碳酸锂市场的供需关系、价格波动及影响因素。（从业资格号：F03124512）

创元黑色建材组:

陶锐，黑色建材组组长、黑色产业链研究员，重庆大学数量经济学硕士，曾任职于某大型期货公司黑色主管，荣获“最佳工业品期货分析师”。（从业资格号：F03103785；投资咨询证号：Z0018217）

韩涵，奥克兰大学专业会计硕士，专注纯碱及玻璃上下游分析和基本面逻辑判断。（从业资格号：F03101643）

安帅澎，伦敦大学玛丽女王学院金融专业硕士，专注钢材上下游产业链的基本面研究。（从业资格号：F03115418）

创元能源化工组:

高赵，能源化工组组长、聚烯烃期货研究员，英国伦敦国王学院银行与金融专业硕士。专注多维度分析PE、PP等化工品，善于把握行情演绎逻辑。（从业资格号：F3056463；投资咨询证号：Z0016216）

白 虎，从事能源化工品行业研究多年，熟悉从原油到化工品种产业上下游情况，对能源化工行业发展有深刻的认识，擅长通过分析品种基本面强弱、边际变化等，进行月间套利、强弱对冲。曾任职于大型资讯公司及国内知名投资公司。（从业资格号：F03099545）

常 城，PX-PTA 期货研究员，东南大学硕士，致力于 PX-PTA 产业链基本面研究。（从业资格号：F3077076；投资咨询证号：Z0018117）

杨依纯，四年以上商品研究经验，深耕硅铁锰硅、涉猎工业硅，并致力于开拓氯碱产业链中的烧碱分析，注重基本面研究。（从业资格号：F3066708）

母贵煜，同济大学管理学硕士，专注甲醇、尿素上下游产业链的基本面研究。（从业资格号：F03122114）

创元农副产品组：

张琳静，农副产品组组长、油脂期货研究员，期货日报最佳农副产品分析师，有 10 年多期货研究交易经验，专注于油脂产业链上下游分析和行情研究。（从业资格号：F3074635；投资咨询证号：Z0016616）

再依努尔·麦麦提艾力，毕业于上海交通大学，具有商品期货量化 CTA 研究经验，致力于棉花基本面研究，专注上下游供需平衡分析。（从业资格号：F03098737）

陈仁涛，苏州大学金融专业硕士，专注玉米、生猪上下游产业链的基本面研究。（从业资格号：F03105803）

赵玉，澳国立大学金融专业硕士，专注大豆上下游产业链的基本面研究。（从业资格号：F03114695）

创元期货股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备期货投资咨询业务资格，核准批文：苏证监期货字[2013]99号。

免责声明：

本研究报告仅供创元期货股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。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人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需征得创元期货股份有限公司同意，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。

分支机构名称	服务与投诉电话	详细地址(邮编)
总部市场一部	0512-68296092	苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000)
总部市场二部	0512-68363021	苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000)
机构事业部	15013598120	苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000)
营销管理总部	0512-68293392	苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000)
北京分公司	010-59575689	北京市东城区北三环东路 36 号 1 号楼 B1209 房间 (100013)
北京第二分公司	010-68002268	北京市海淀区蓝靛厂东路 2 号院 2 号楼 (金源时代商务中心 2 号楼) 7 层 1 单元 (A 座) 8G (100089)
上海分公司	021-68409339	中国 (上海) 自由贸易试验区松林路 357 号 22 层 A、B 座 (200120)
上海第二分公司	021-61935298	中国 (上海) 自由贸易试验区浦东南路 360 号 5 层 510、512 室 (200127)
广州分公司	020-85279903	广州市天河区华夏路 30 号 3404 室 (510620)
深圳分公司	0755-23987651	深圳市福田区福田街道福山社区卓越世纪中心、皇岗商务中心 4 号楼 901 (518000)
浙江分公司	0571-88077993	杭州市上城区五星路 198 号瑞晶国际商务中心 2404 室 (310016)
大连分公司	0411-84990496	大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座-大连期货大厦 2806 号房间 (116023)
重庆分公司	023-88754494	重庆市渝北区新溉大道 101 号中渝香泰公馆 7 幢 20-办公 4 (401147)
南京分公司	025-85516106	南京市建邺区江东中路 229 号 1 幢 605-606 室 (210019)
山东分公司	0531-88755581	中国 (山东) 自由贸易试验区济南片区草山岭南路 975 号金城万科中心 A 座 1001 室 (250101)
烟台分公司	0535-2151416	山东省烟台市芝罘区南大街 11 号 25A03, 25A05 号 (264001)
新疆分公司	0991-3741886	新疆乌鲁木齐市经济技术开发区玄武湖路 555 号万达中心 C3308、C3309、C3310 (83000)
南宁分公司	0771-3101686	南宁市青秀区金浦路 22 号名都苑 1 号楼 1413 号 (530022)
四川分公司	028-85196103	中国 (四川) 自由贸易试验区成都高新区天府大道北段 28 号 1 栋 1 单元 33 楼 3308 号 (610041)
淄博营业部	0533-7985866	山东省淄博市张店区房镇镇北京路与华光路交叉口西南角鼎成大厦 25 层 2506 室 (255090)
日照营业部	0633-5511888	日照市东港区海曲东路南绿舟路东兴业喜来登广场 006 幢 02 单元 11 层 1106 号 (276800)
郑州营业部	0371-65611863	郑州市未来大道 69 号未来公寓 301、302、303、305、316 (450008)
合肥营业部	0551-63658167	安徽省合肥市蜀山区潜山路 888 号百利商务中心 1 号楼 06 层 11 室 (246300)
徐州营业部	0516-83109555	徐州市和平路帝都大厦 1#-1-1805 (221000)
南通营业部	0513-89070101	南通市崇川路 58 号 5 号楼 1802 室 (226001)
常州营业部	0519-89965816	常州市新北区太湖东路常发商业广场 5-2502、5-2503、5-2504、5-2505 部分室 (213002)
无锡营业部	0510-82620193	无锡市梁溪路 51-1501 (214000)
张家港营业部	0512-35006552	张家港市杨舍镇城北路 178 号华芳国际大厦 B1118-19 室 (215600)
常熟营业部	0512-52868915	常熟市金沙江路 18 号星海凯尔顿广场 6 幢 104 (215505)
吴江营业部	0512-63803977	苏州市吴江区开平路 4088 号东太湖商务中心 1 幢 108-602 (215299)