# 木兰债，一箭三雕

时隔 35 年，木兰债在中国境内成功发行，意义重大，凸显我国对改革国际货币体系的推动作用，间接促进人民币国际化，也有助境内金融机构规避人民币贬值风险。

文 | 唐杰

8 月底，世界银行在中国银行间债券市场发行了一只木兰债。

所谓木兰债，是以特别提款权（SDR）计价、以人民币结算的债券，总规模 20 亿 SDR，此次发行 5 亿 SDR。

为何取名木兰债，世行副行长奥特（Arunma Oteh）在发行仪式上做了解释：“大家都知道，我们有十七个可持续发展目标，其中之一便是促进性别平等。促进性别平等，对于全球减少贫困、促进经济发展都至关重要。在中国，花木兰是传奇的女性，代父从军。她在战场上立下赫赫战功，而且得到全球广泛尊敬和承认。” 花木兰这一形象也经由迪斯尼动画为世界人民熟知，形象好，易发音，故取此名。

在此之前，国际市场一共发行了 SDR 计价债券 5.63 亿，木兰债是全球范围内首次以公募形式发行的 SDR 计价债券，也是继 1981 年以来全球发行的首只 SDR 计价债券，此次发行可谓一箭三雕，既推进国际货币体系改革，又间接促进人民币国际化以及规避人民币贬值风险。

## 改革国际货币体系

木兰债发行时间正值 G20 杭州峰会召开前夕，其意义不言而喻。

G20 峰会第一次召开是在 2008 年，当时国际金融危机肆虐，各国联手应对危机尤为必要。因此，对于国际金融危机的反思和补救成为 G20 峰会的重要内容。

央行行长周小川在 2009 年公开发表《关于改革国际货币体系的思考》，指出 2008 年金融危机的爆发和蔓延反映出当前国际货币体系的内在缺陷和系统性风险，储备货币发行国的国内货币政策目标与各国对储备货币的要求经常产生矛盾；创造一种与主权国家脱钩、并能保持币值长期稳定的国际储备货币，从而避免主权信用货币作为储备货币的内在缺陷，是国际货币体系改革的理想目标；SDR 具有超主权储备货币的特征和潜力，SDR 的使用范围需要拓宽，包括积极推动创立 SDR 计值的资产，从而能真正满足各国对储备货币的要求。

木兰债的发行即是“积极推动创立 SDR 计值资产”的具体体现，说明中国不仅在改革国际货币体系的理论研究方面走在了前列，更在实践方面做到了领先。

## 投桃报李

SDR 是由 IMF（国际货币基金组织）在 1969 年创建的一种补充性国际储备资产，设

立的初衷是改善国际流动性短缺，弥补官方储备不足，在 IMF 的机制内充当支付手段和记账单位，由一篮子货币构成。

去年 11 月底，国际货币基金组织执行董事会决定将人民币纳入 SDR 货币篮子。SDR 货币篮子相应扩大至包括美元（权重为 41.73%）、欧元（30.93%）、人民币（10.92%）、日元（8.33%）、英镑（8.09%）五种货币。

IMF 把人民币纳入 SDR 货币篮子体现了他们对中国经济实力和金融体系的认可，而中国率先推动 SDR 计价债券体现了我们对于 SDR 作用和地位的认可。二者关系可以说是投桃报李、合作共赢。今年 10 月 1 日，新的 SDR 货币篮子已正式生效，在此之前发行 SDR 计价债券可谓选准了时机。

虽不排除有境外金融机构购买，但木兰债的主要购买者还是境内金融机构。跟人民币国际化直接相关的是以人民币计价、由境外投资者购买的债券，如此看，木兰债的发行与人民币国际化并不直接相关，但它体现了中国金融体系的产品设计能力和承接能力，提高了中国债券市场的多样性和开放度，间接助力人民币国际化。

## 规避人民币贬值风险

和国内人民币债券相比，木兰债的收益率非常低，并无多少优势，期限三年，票面利率 0.49%。

但它依旧吸引了约 50 家金融机构，认购倍数高达 2.47 倍，相当多的认购者最终没有买到木兰债。9 月 5 日，木兰债开始上市流通，流通首日累计交易 9 笔，券面总额 1.3 亿 SDR，结算总额 12.1 亿元人民币。

木兰债能获得市场认可，原因是多方面的。

它包含五种主权货币，主权货币彼此间相关性很低，投资者能很好地对冲汇率风险，风险调整收益比其他单币种债券更高。

相比于投资者自己做多样化组合来进行风险对冲，木兰债的交易成本更低；且投资者可以通过购买木兰债获得一定的外币敞口，毕竟 SDR 货币篮子中人民币以外的货币占到了 90% 左右。

木兰债虽然是以人民币结算，但是以 SDR 计价。计价会持有至到期，结算却能在极短时间内完成。投资者此次认购木兰债时需要支付 46.6 亿元人民币（5 亿 SDR），但当债券到期时，人民币贬值的可能性极大，这 5 亿 SDR 兑换到的人民币很有可能比 46.6 亿元更多。IMF 认为这可能缓解中国资本外流压力。

（作者系本刊编委、北京大学国家发展研究院研究员）