

人民币正式“入篮” SDR 债券迎发展良机



2016/10/17

作者：李为峰

人民币正式“入篮” SDR 债券迎发展良机

作者：李为峰

2016 年 10 月 1 日，人民币正式加入国际货币基金组织（IMF）特别提款权（SDR）货币篮子，成为第五个具有国际储备货币地位的成员，新的货币篮子中各币种的占比分别为——美元（41.73%）、欧元（30.93%）、人民币（10.92%）、日元（8.33%）和英镑（8.09%）。此外，中国三个期国债收益率也成为用于计算 SDR 利率的人民币代表性利率，SDR 利率水平在人民币加入后有望得到一定程度的提升。这对于以 SDR 计价的金融工具，尤其是对于 SDR 债券而言是一个良好的发展契机。

SDR 债券是指以 SDR 作为计价单位的债券产品。值得注意的是，SDR 并不是一种具体的货币，而是一个计价单位，其价值是由 SDR 货币篮子中的货币共同决定的。根据 IMF 的表述，除了用作记账单位外，SDR 还分为 O-SDR（Official SDR，由 IMF 官方分配的 SDR，仅由指定官方部门持有）和 M-SDR（Market SDR，市场上以 SDR 计价的金融工具）。其中 M-SDR 不涉及 IMF 分配的官方 SDR，可随时由私人部门或官方部门持有和发行，无需 IMF 批准，且发行利率、结算货币等也由发行方决定，而 SDR 债券便属于 M-SDR。

从 SDR 债券的发展历史来看，SDR 债券在二十世纪七八十年代出现后曾经经历过一段发行高峰，发行总额达到 5.36 亿 SDR，但随着货币互换等对冲工具逐步被广泛使用，投资者对 SDR 债券兴趣逐渐减少，SDR 债券市场也很快就因流动性枯竭而陷入了沉寂。

2016 年 8 月 31 日，世界银行在中国银行间市场发行了一期 SDR 债券，发行规模为 5 亿 SDR（约 7 亿美元），发行期限为 3 年，票面利率 0.49%，获得了 2.47 倍的超额认购。该债券以人民币作为结算货币，投资者的类型既有银行、证券、保险等境内投资者，也有境外央行、国际开发机构和境外金融机构。这是 1981 年以来全球发行的首单 SDR 债券，也是全球范围内首次以公募形式发

行的 SDR 债券，该债券的发行一方面有利于扩大 SDR 的使用，增强国际货币体系稳定性，另一方面也有利于丰富中国债券市场交易品种，推动中国债券市场的开放与发展。

继世界银行之后，中国国家开发银行和中国工商银行（亚洲）有限公司也将在银行间市场发行 SDR 债券。人民币正式纳入 SDR 后，预计未来将有更多的中资机构和国际组织筹划到中国市场发行 SDR 债券。

那么 SDR 债券究竟有何吸引力使得诸多国内外机构趋之若鹜呢？相对于以单一货币作为计价单位的债券，SDR 债券的优势主要体现在以下方面：一是 SDR 货币篮子中货币之间的弱相关性或负相关性使得其具有天然的避险属性，可以在一定程度上规避利率和汇率风险；二是可以满足投资者多元化资产配置的需求，减少持有多种货币金融资产所需要的对冲安排，降低交易成本；三是对于资本账户未完全放开的国家而言，SDR 债券可以为国内投资者提供一个配置外汇资产而不涉及跨境资本流动的方式。

但由于自身原因，SDR 债券也存在设计复杂、货币篮子调整不确定性高、流动性差等诸多不足，其中流动性差更是制约 SDR 债券发展的最大瓶颈。但随着人民币正式纳入 SDR，这些问题有望得到一定程度的改善，SDR 债券也有望在中国市场得到进一步的发展。

首先，人民币加入之前，SDR 货币篮子中的各币种均存在不同程度的风险：美元受美联储加息推迟及美国大选不确定性增加影响有所走软，英镑因脱欧问题而风险大增，日元和欧元则因各自央行的超宽松货币政策面临贬值压力；由于 SDR 的利率是根据 SDR 篮子货币三个月国债到期收益率加权平均得到的，因此在人民币加入后 SDR 货币篮子的整体风险有望得到一定程度的缓解，SDR 利率的波动性也将有所减弱，从而进一步凸显出 SDR 债券的避险价值。

其次，当前全球发达经济体的主权债收益率集体走低，英国和美国三月期国债收益率均维持在 0.30%左右的水平，日本和欧元区的国债则均出现了不同程度的负收益率，而 IMF 则对 SDR 设置了 0.05%的最低利率，在人民币加入后其利率水平有望得到约 17BP（据 IMF 测算）的提升，这将有助于增强 SDR 债券对国际投资者的吸引力。

再次，中国监管层对 SDR 债券的发展也持支持态度。中国在担任 G20 主席国期间将扩大 SDR 的使用范围纳入了 G20 议程，9 月初的 G20 杭州峰会上也达成了关于 SDR 的共识，央行也对 SDR 债券在中国的发行给予了很大的支持（如为会计准则转换提供帮助），这些都为今后 SDR 债券的发行奠定了良好的基础。

最后，人民币国际化进程的加快也为 SDR 债券的发展提供了有利的外部条件。9 月以来，人民币业务清算行在美国和俄罗斯相继建立，人民币直兑交易再添新成员（沙特里亚尔、阿联酋迪拉姆），第七批境外央行类机构进入中国银行间外汇市场，而人民币正式纳入 SDR 后人民币的使用范围也有望进一步扩大，国外投资者配置人民币债券资产的需求将进一步增加，SDR 债券流动性差的问题或在一定程度上得到缓解。

展望未来，SDR 债券发展仍任重道远，仍需解决以下问题：一是 SDR 货币篮子权重调整（每五年一次）的不确定性带来的风险，虽然缩短债券期限在一定程度上可以规避这一风险，但在 SDR 货币篮子权重调整后如何对 SDR 债券的估值进行调整仍是 SDR 债券发展所面临的一大难题；二是由于目前 SDR 债券仍缺乏有效的收益率曲线，市场需要通过各货币的收益率曲线和发行人的信用风险进行定价（世界银行发行的 SDR 债券由中央国债登记结算有限责任公司提供估值服务），这给 SDR 债券的估值带来一定困难；三是目前 SDR 债券市场的容量和流动性均较为缺乏，如何进一步增强其吸引力并使更多的国内外投资者参与进来仍是 SDR 债券市场发展壮大所需解决的根本性问题。