

俄罗斯联邦跟踪评级报告

本次评级结果

长期外币信用等级: A_i+
长期本币信用等级: A_i+
评级展望: 稳定

上次评级结果

长期外币信用等级: A_i+
长期本币信用等级: A_i+
评级展望: 稳定

本次评级时间

2019年6月4日

主要数据

	2018年	2017年	2016年	2015年	2014年
名义GDP(亿美元)	16,306.6	15,784.2	12,826.6	13,637.1	20,565.8
实际GDP增速(%)	2.3	1.6	0.3	-2.5	0.7
CPI增幅(%)	2.9	3.7	7.1	15.5	7.8
失业率(%)	4.8	5.2	5.5	5.6	5.2
人均GDP(美元)	11,326.8	10,962.0	8,909.5	9,477.6	14,305.6
财政盈余/GDP(%)	2.8	-1.5	-3.7	-3.4	-1.1
政府债务/GDP(%)	14.0	15.5	16.1	16.4	16.1
财政收入/政府债务(%)	257.1	214.4	203.8	194.6	210.7
外债总额/GDP(%)	27.8	32.8	40.1	38.0	29.1
CAR/外债总额(%)	126.1	90.4	74.2	84.9	104.7
外汇储备/外债总额(%)	103.2	83.5	73.5	71.1	64.3

注: 1. 实际GDP增长率以本币计算, 不考虑汇率变动因素;
2. 财政盈余/GDP为负表示财政赤字相当于GDP的比值;
3. 政府债务为一般政府债务总额;
4. CAR为经常账户收入;
5. 外汇储备为官方外汇储备。

分析师:

张正一 张强

联合资信评估有限公司

电话: 010-85679696

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层

网址: www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”) 对俄罗斯联邦(以下简称“俄罗斯”) 的主权信用进行了跟踪评级, 决定维持其长期本、外币信用等级 A_i+。该评级结果表示俄罗斯的主权信用风险较低, 按期偿付债务本息的能力较强。

2018年, 俄罗斯经济持续复苏, 通胀压力继续得到有效缓解, 但人口总数出现了近年来的首次负增长, 人口老龄化及劳动力人口的不断减少对俄罗斯未来经济增长形成了制约。得益于宏观经济环境的大幅改善, 俄罗斯国际竞争力有所提升, 但受诸多因素制约, 俄罗斯结构性改革进程缓慢, 现阶段经济和产业结构仍不甚合理, 银行业盈利能力虽有所提升, 但资产质量持续下滑。国际油价的走高使得俄罗斯财政状况改善明显, 结束了持续多年的财政赤字状况, 转为盈余, 政府债务也保持在很低的水平。受大宗商品价格回升的影响, 俄罗斯贸易及经常账户改善明显。外债水平明显降低, 且经常账户收入和外汇储备对外债保障能力再度加强。

优势

1. 经济持续复苏, 通胀压力持续改善;
2. 财政状况改善明显, 结束了持续多年财政赤字状况转为盈余;
3. 政府债务水平很低, 财政收入对其保障能力很强;
4. 得益于大宗商品价格回升, 贸易及经常账户状况显著改善;
5. 外债水平持续下降, 经常账户收入和外汇储备对外债的保障能力持续增强。

关注

1. 地缘政治风险较高, 与乌克兰关系再度紧张, 美国和欧盟仍未解除对俄罗斯的制裁;
2. 银行业资产质量再度下滑;
3. 结构性改革进程缓慢, 现阶段经济和产业结构仍不甚合理;
4. 人口总数出现下滑, 人口老龄化、劳动力不足等问题制约俄罗斯经济发展。

一、国家治理

普京成功连任总统，在新任期内政府将面临来自经济和外交等方面的诸多挑战

2018年3月18日，俄罗斯举行了第七届总统选举，现任总统弗拉基米尔·普京以76.7%的历史最高得票率成功连任，开始了他第四个总统任期。现年66岁的普京在这次大选获胜后将可执政到2024年。自2000年普京第一次当选总统以来，普京的一系列内政外交举措以及坚决捍卫国家利益的执政理念，使其在国内威望空前提高。在新任期里，普京需要应对来经济和外交等方面的诸多挑战。

普京首当其冲要解决的是经济问题。欧美经济制裁以及国际油价断崖式下跌使俄罗斯经济遭受重挫，但近年来俄罗斯经济持续复苏，通胀水平也有所改善，然而但俄罗斯经济结构性问题依然突出，依靠能源出口拉动经济的模式已难以提供快速增长所需的动能。在外交方面，进入2018年以来，美国以俄罗斯吞并克里米亚以及维护美国国家安全等为由，不断加大对俄罗斯的制裁力度。8月，美方又就俄罗斯前特工中毒案对俄罗斯实施新一轮制裁，新一批的制裁措施包括禁止向俄出口武器、电子器件等先进设备。鉴于美国在高科技领域的世界霸主地位，俄罗斯特定行业和企业或将受到冲击。欧盟方面，今年内欧盟多次宣布延长对俄经济制裁，当前制裁措施有效期已延长至2019年7月。欧盟对俄的经济制裁主要针对金融、能源、防务以及军民两用产品等诸多领域。相较以往而言，此次延长制裁不仅继续囊括传统经济领域，而且对军用资源和产品等方面也出台了相关制裁措施。俄罗斯方面在宣布采取反制裁措施的同时，将目光转向东亚、南非等市场，希冀寻求新的可替代选项，借此减少对欧盟的过度依赖，抵消制裁产生的负面影响。2018年11月，俄罗斯与乌克兰在亚速湾爆发军事冲突，12月，乌东战场频繁持续发生交火事件，地区局势持续动荡，俄乌关系陷入冰点。2019年5月，乌克兰新总统泽连斯基上台后，俄乌关系将如何发展仍具有一定的不确定性。

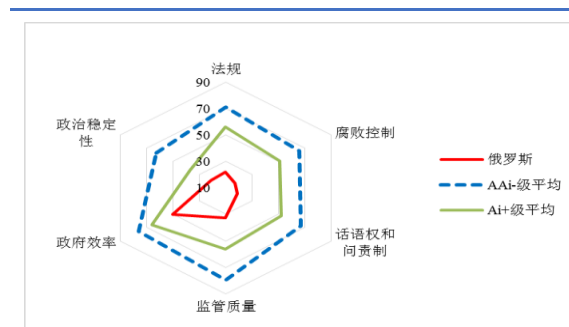
俄罗斯军事冲突不断且国内恐怖袭击事件频发，导致其政治稳定性较差，国内腐败现象也未见明显改善，国家治理能力较差

根据世界银行发布的国家治理指数，2017年，俄罗斯政府各项治理能力百分比排名均值为27.1，较上年（26.0）有所改善。具体来看，政治稳定性、政府效率

等方面改善明显，但腐败控制和监管质量等方面有所恶化。虽然“政治稳定性”指标得分有所增加，但由于接连不断的军事冲突以及恐怖主义袭击事件频发，其依旧是俄罗斯表现最差的指标之一。

此外，虽然俄罗斯一直强化行政机构改革和行政管理体制改革，但国内滥用职权、官僚主义、权贵垄断、寻租性腐败等现象依然严重，“腐败控制”指标得分较2016年再度下降。为加大反腐力度，从2018年1月1日起，俄罗斯编制腐败官员名册，因腐败问题被解职的联邦国家公务员将被列入统一名册，其信息保留5年，名册中的人员将无法再次进入国家机关，若这一措施能顺利实施并得到执行，俄罗斯的腐败问题或将得到一定程度改善。总体看，俄罗斯的国家治理能力较差，明显低于AA_r-级（70.4）和A_r+级（52.9）国家平均水平。

图1：俄罗斯国家治理能力（2017年）



数据来源：世界银行

二、宏观经济政策与表现

得益于贸易情况改善，俄罗斯经济持续复苏，但预计未来将小幅放缓

2018年，俄罗斯GDP总量为102.2万亿卢布（约16,306.6亿美元），实际GDP增长率为2.3%，较上年上升了0.7个百分点，经济复苏进程有所加快，但与AA_r-级和A_r+级国家平均水平仍具有一定差距。具体来看，消费和净出口成为拉动俄罗斯经济增长的主要动力。2018年，俄罗斯最终消费支出同比增长1.4%，得益于自2018年5月起最低工资标准的提高，居民消费支出同比增长了1.2%，政府消费支出同比增长了0.2%。投资方面，2018年俄罗斯投资总额增长了0.5%，延续了上年的增长趋势。进出口贸易表现方面，在美国对俄罗斯出台一系列新制裁措施以及美国发动贸易战的背景下，俄罗斯进口增速由2017年的3.6%放缓至0.9%，而出口增速上升至1.7%，由于出口总额增速高于进口总额增速，净出口同比增长了0.8%，与上年（-2.3%）对俄罗斯经济增长的拖累状况相比有显著改善。

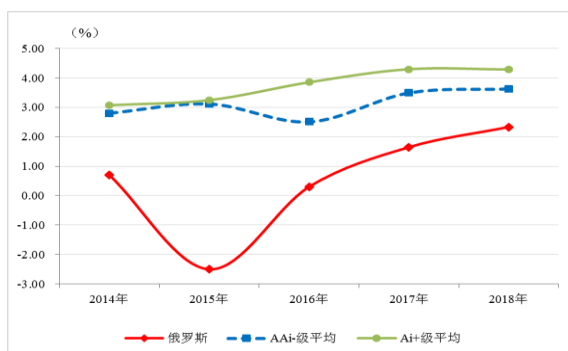
进入 2019 年来，俄罗斯经济发展增长有所放缓。一季度 GDP 比上年同期增长 0.5%，低于预期的 0.8%，但仍持续复苏。由于 OPEC 及非 OPEC 产油国减产执行较为到位、美国制裁伊朗等多种因素，国际原油价格已从低位回升，大宗商品出口或将保持稳定；但由于欧美多次延长对俄罗斯的制裁以及中美贸易摩擦加剧将对俄罗斯商贸积极性带来一定负面影响，除大宗商品外其他商品贸易或受到一定程度影响；同时，受 2019 年 1 月起上调的增值税税率影响，预计 2019 年居民消费对经济贡献也将有所下降。考虑到上述因素的多方面影响，预计俄罗斯 2019 年度 GDP 增速将小幅放缓至 1.2%~1.7% 的水平。

表 1：俄罗斯经济表现

	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年
名义 GDP(万亿卢布)	102.2	92.1	86.0	83.1	78.9
名义 GDP (亿美元)	16,306.6	15,784.2	12,826.6	13,637.1	20,565.8
实际 GDP 增速 (%)	2.3	1.6	0.3	-2.5	0.7
CPI 增幅 (%)	2.9	3.7	7.1	15.5	7.8
失业率 (%)	4.8	5.2	5.5	5.6	5.2

数据来源：IMF

图 2：俄罗斯实际 GDP 增长率



数据来源：IMF

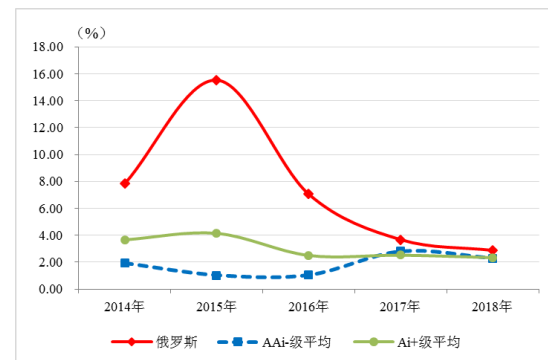
通货膨胀率再度下降，通胀压力得到一定程度缓解

2018 年，俄罗斯通胀水平持续改善，已降至 2.9%，较 2017 年下降 0.8 个百分点，由 2015 年的最高值(15.5%)降至 4% 的政府通胀目标以下水平，由图 3 可以看出，自 2017 年以来，俄罗斯的通胀水平与 AAi- 和 Ai+ 级国家平均水平较为接近。

进入 2019 年以来，受 2019 年起上调增值税、国际能源价格有所回升等因素影响，俄罗斯通胀水平有所走高。截至 2019 年 4 月，CPI 同比增长 5.1%，高于央行设置的 4% 的通胀目标。预计 2019 年俄罗斯通胀率将达到 4.7%~5.2%，但随着上调增值税等临时因素的影响减

弱，通胀水平预计于 2020 年恢复至 4% 左右水平。

图 3：俄罗斯 CPI 增长率



数据来源：IMF

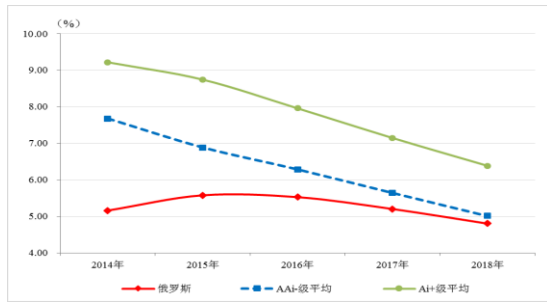
失业率持续下降，但人口老龄化和低生育率等人口问题对俄罗斯经济增长潜力造成制约

2018 年俄罗斯全年失业率为 4.8%，较 2017 年小幅下降 0.4 个百分点，延续了失业率持续下降的趋势，劳动力市场进一步改善，低于 Ai+ 级和 AAi- 级国家平均水平（图 4）。2018 年俄罗斯失业率的下降并不完全与有效推进向失业者提供职业导向和培训服务等就促就业措施有关，也是俄罗斯劳动人口短缺问题相互作用的结果。

由于低生育率和人口老龄化等人口问题的长期存在，俄罗斯劳动力人口比例不断萎缩，2018 年甚至出现了总人口数量负增长情况。2017 年俄罗斯 65 岁及以上人口占总人口的比例达到了 14.18%，较 2016 年进一步上升，达到历史最高水平。2018 年，俄罗斯总人口数量为 14,678 万人，较 2017 年减少 20 万人，为自 2009 年来第一次负增长，但随着生育率下降、以及人口老龄化加剧导致的高死亡率的影响，俄罗斯人口总数或将持续下降，预计到 2050 年，俄罗斯人口可能会下降至 1.11 亿人。

人口老龄化问题的逐渐凸显还带来了养老金问题。2018 年俄罗斯的养老金赤字预计将达 2,650 亿卢布，占整个国家预算的 1.6%。为平衡劳动力市场、提高养老金水平，俄罗斯公布了养老金改革法案，从 2019 年开始，俄罗斯男性的退休年龄将逐渐从 60 岁提高到 65 岁，女性从 55 岁提高到 60 岁。此法案的实施或将在一定程度上解决俄罗斯劳动力紧缺、养老金赤字缺口较大的问题。但俄罗斯的人口问题仍将对其经济发展造成一定程度制约。

图 4：俄罗斯失业率



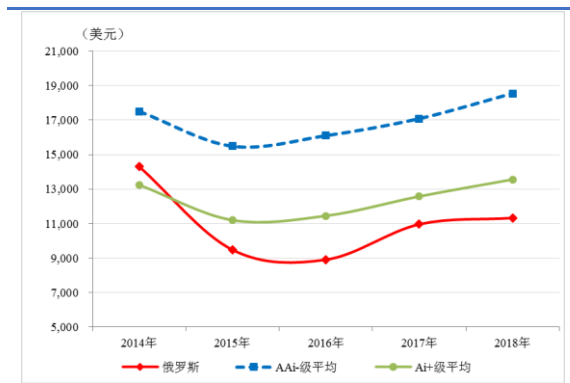
数据来源: IMF

三、结构特征

人均 GDP 持续上涨，但贫困和财富分布不均问题依然严重；得益于宏观经济环境的大幅改善，俄罗斯国际竞争力有所提升

得益于宏观经济持续复苏,2018 年俄罗斯人均 GDP 延续上年上涨趋势,达到 11,326.8 美元,较 2017 年(10,962.0 美元)上升了近 400 美元,但仍低于 A_{i+} 级和 AA_{i-} 级国家平均水平。

图 5：俄罗斯人均 GDP



数据来源: IMF

与此同时,俄罗斯的财富分布不均、人口贫困问题依然严重。据估算,俄罗斯 10%的富人坐拥 77%的国家财富。资产超过 100 万美元的人口占总人口的比例为 1%,而相比之下,资产不足 1 万美元的人口占总人口的比例却高达 82%,超过世界平均水平(70%)。俄罗斯劳动与社会保障部表示,为达到最低生活标准,俄居民收入每年赤字约达到 8,000 亿卢布。截至 2019 年 4 月,俄罗斯约有 1,900 万贫困人口,占总人口数量的 12.9%,较 2017 年底的 13.2% 有小幅改善,主要得益于税收和财政政策的优化,通过税收和预算体系再分配、并将资金用于创造精准扶贫等方面减轻民众负担、发展基础设施建设等,

从而减少贫困线以下人口数量。若这些措施能够顺利实施,预计未来俄罗斯的财富分布不均及贫困人口问题将得到一定改善。

根据世界经济论坛发布的《全球竞争力报告》,2018 年俄罗斯的全球竞争力指数为 65.6,在全球 140 个经济体中排名第 43 位,较上年上升了 2 位,全球竞争力有所增强。这主要是受益于宏观经济环境的大幅改善。

净出口占 GDP 比重有所回升;受诸多因素制约,俄罗斯结构性改革进程缓慢,现阶段经济和产业结构仍不甚合理

俄罗斯的经济主要依靠消费驱动。2018 年,俄罗斯最终消费支出占 GDP 的比值为 67.0%,较 2017 年下降 3.8 个百分点,其中私人消费支出占 GDP 的比值为 49.0%,政府消费支出占 GDP 的比值为 17.6%;投资占 GDP 比值为 23.0%,较 2017 年下降 1.2 个百分点;贸易顺差再度增加,净出口总额占 GDP 的比值大幅回升至 10.0%。总体上看,俄罗斯经济发展对消费的依赖程度较高。

从产业结构来看,2017 年俄罗斯产业结构基本保持稳定,三大产业增加值占 GDP 的比重分别为 3.6%、30.5% 和 56.2%。俄罗斯经济出现衰退与危机并不是周期性的而是结构性的。俄罗斯继承了前苏联时期畸形的经济结构,80%的工业与军工有关,轻工业和农业发展滞后。自从能源企业遭受价格下滑和西方制裁双重打击以来,俄罗斯开始深入反思经济和产业结构带来的问题,更加重视制造业、农业等部门的发展。为此俄罗斯政府推出了一系列政策措施,重点发展创新型经济。2019 年,俄国家用于发展农工综合体的支持资金将超过 3,000 亿卢布,在联邦农产品出口计划框架下,6 年内将拨款 4,068 亿卢布用于支持农产品出口。此外,2024 年前俄将拨款 370 亿卢布用于小微企业发展。但由于制约因素众多,俄罗斯结构调整进程缓慢,成效不甚明显。

2018 年俄罗斯银行业不良贷款率再升新高,但盈利能力有所回升

受央行加强对于银行业的管控、对资本充足率要求、存款保险制度以及担保限额等措施影响,2018 年俄罗斯银行资产充足率有所提升,但这些措施加大了俄罗斯中小银行及不合格金融机构的压力,从而导致了不良贷款率再度升高。截至 2018 年 9 月底,俄罗斯银行业资本充足率达到 12.5%,较 2017 年底提高 0.4 个百分点;不良贷款率为 10.7%,较 2017 年底提高 0.7 个百分点,再度刷新自金融危机以来的最高水平。

从盈利能力来看,在 2018 年上半年俄罗斯央行下调基准利率、卢布贬值以及美国对俄罗斯多家银行进行

制裁的背景下，俄罗斯银行业盈利能力依旧有所增加。截至 2018 年 9 月底，银行业总资产收益率（ROA）和净资产收益率（ROE）分别为 1.4% 和 11.1%，分别较 2017 年底提升 0.4 和 3.2 个百分点，盈利能力改善明显。2018 年 9 月和 12 月，俄罗斯央行两次上调基准利率最终至 7.75%，在一定程度上有利于银行业盈利能力的改善，预计未来俄罗斯银行业盈利能力将持续提升。

四、公共财政实力

上半年国际油价走高大幅改善了俄罗斯财政状况，结束持续多年的财政赤字状态

俄罗斯财政收入主要来源于税收和能源收入，得益于 2018 年上半年国际油价的走高，俄罗斯能源收入同比大幅增加近 40%。2018 年，俄罗斯一般政府财政收入同比大幅增长了 19.6% 达到 36.7 万亿卢布，财政收入增速较 2017 年（8.7%）进一步提升。

财政支出方面，2018 年俄罗斯财政支出为 33.8 万亿卢布，同比增长了 5.6%，较 2017 年（2.1%）增加了 3.5 个百分点。由于俄罗斯财政收入增速大于财政支出增速，2018 年俄罗斯结束了持续多年的财政赤字状态，转为盈余，财政盈余规模达 2.9 万亿卢布，财政盈余相当于 GDP 的比值为 2.8%。从图 6 可以看出，2018 年俄罗斯财政盈余水平显著优于 AAi-级和 Ai+级国家平均水平。

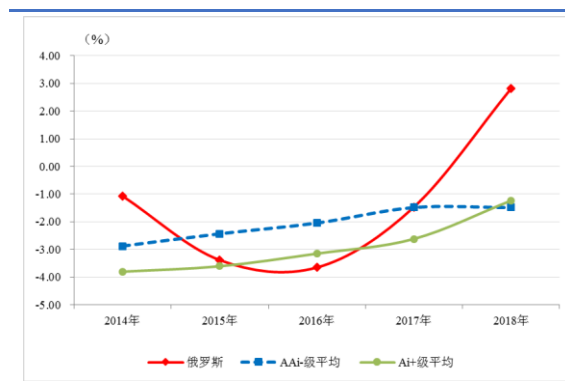
表 2：俄罗斯政府财政表现

	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年
财政收入（万亿卢布）	36.7	30.6	28.2	26.5	26.8
财政收入/GDP（%）	35.9	33.3	32.8	31.9	33.9
财政支出（万亿卢布）	33.8	32.0	31.3	29.3	27.6
财政支出/GDP（%）	33.1	34.7	36.4	35.3	35.0
财政盈余（万亿卢布）	2.9	-1.3	-3.1	-2.8	-0.8
财政盈余/GDP（%）	2.8	-1.5	-3.7	-3.4	-1.1

注：财政盈余为负表示财政赤字，财政盈余/GDP 为负表示财政赤字相当于 GDP 的比值，以下同。

数据来源：IMF

图 6：俄罗斯财政盈余相当于 GDP 的比值



数据来源：IMF

一般政府债务水平有所下降，财政收入对政府债务的保障能力显著增强

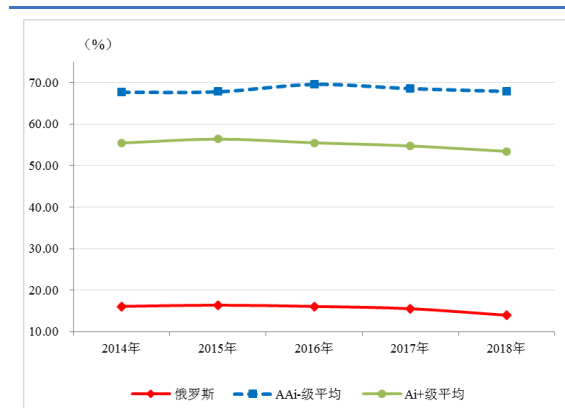
2018 年，俄罗斯一般政府债务水平有所下降。截至 2018 年底，俄罗斯的一般政府债务规模总额达到 14.3 万亿卢布，与上年基本持平；政府债务总额相当于 GDP 的比值为 14.0%，较 2017 年下降了 1.5 个百分点，同时俄罗斯政府债务水平大幅低于 AAi-级和 Ai+级国家平均水平。

表 3：俄罗斯一般政府债务情况

	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年
政府债务总额（万亿卢布）	14.3	14.3	13.8	13.6	12.7
政府债务总额/GDP（%）	14.0	15.5	16.1	16.4	16.1
财政收入/政府债务总额（%）	257.1	214.4	203.8	194.6	210.7

数据来源：IMF

图 7：俄罗斯政府债务相当于 GDP 的比值



数据来源：IMF

从财政收入对政府债务的保障能力来看，截至 2018 年底，俄罗斯财政收入相当于政府债务的比值为 257.1%，较 2017 年大幅上升逾 50 个百分点，财政收入对政府债

务的保障能力明显增强。

为增加政府财政收入，为经济复苏、能源结构调整提供资金支持，2018年7月，俄罗斯国家杜马通过了石油业税改法案。根据该法案，2019年~2024年，俄罗斯原油出口税将从2018年的30%逐渐下调至0%（每年下调5%）；与此同时，2019年~2021年，将增加同样数额的石油开采税。通过下调原油出口税、降低产品成本，有利于增强俄罗斯石油在国际市场的竞争力，获得石油市场红利，为俄罗斯获得更多的收入。预计未来6年，石油业税改法案将为政府增加1.3~1.6万亿卢布的财政收入。在经济持续复苏、财政收入有望持续增加、政府债务水平持续保持在低位的情况下，俄罗斯有望继续保持较强的偿债能力。

五、外部融资实力

2018年俄罗斯贸易情况持续改善，出口大幅增加，贸易顺差进一步扩大，经常账户盈余持续改善

2018年，俄罗斯进出口延续上年增长趋势，得益于上半年国际原油价格大幅增加，出口总额增幅明显。2018年，俄罗斯进口总额为3,433.2亿美元，同比增长5.0%；出口总额为4,960.6亿美元，较2017年大幅增长了24.0%，除了得益于上半年国际原油价格的大幅增加导致的能源原料类产品出口大幅增长外，非能源原料类商品出口增长11.6%，工业出口增长10.2%。从具体行业来看，2018年俄农产品出口增长20%，农机制造业出口增长40%，建筑材料出口翻倍，化学产品出口增加14%，轻工业产品出口增长4.6%。由于出口增速远高于进口增速，2018年俄罗斯贸易顺差较2017年增长了108.8%达到1,527.4亿美元。

经常账户收入方面，2018年俄罗斯经常账户继续保持盈余，经常账户收入为5,724.6亿美元，较2017年增长了22.2%，增速较上年小幅下降0.6个百分点；经常账户盈余大幅增加至1,149.0亿美元，同比增长超200个百分点，经常账户盈余相当于GDP的比值为7.0%，较2017年增长了近5个百分点，经常账户显著改善。

国际投资净头寸方面，俄罗斯一直为净债权国。2018年俄罗斯的国际投资净头寸再度上升。截至2018年底，俄罗斯国际投资净头寸为3,709.4亿美元，国际投资净头寸相当于GDP的比值为22.7%，较2017年增加5.4个百分点。

表4：俄罗斯经常账户及国际投资情况

	2018年	2017年	2016年	2015年	2014年
出口额(亿美元)	4,960.6	4,001.3	3,222.2	3,786.9	5,439.8
进口额(亿美元)	3,433.2	3,269.9	2,661.0	2,817.9	4,289.0
外贸差额(亿美元)	1,527.4	731.4	561.3	969.0	1,150.8
经常账户收入(亿美元)	5,724.6	4,683.2	3,815.1	4,403.2	6,273.7
经常账户余额(亿美元)	1,149.0	332.7	245.2	676.6	575.1
经常账户余额/GDP(%)	7.0	2.1	1.9	5.0	2.8
国际投资净头寸(亿美元)	3,709.4	2,726.3	2,110.9	3,317.3	3,101.0
国际投资净头寸/GDP(%)	22.7	17.3	16.5	24.3	15.1

数据来源：IMF

俄罗斯外债规模及水平有所下降，仍以公司间借贷和其他部门外债为主，一般政府外债负担不大

截至2018年底，俄罗斯的外债总额为4,540.4亿美元，较2017年下降12.4%；外债总额相当于GDP的比值为27.8%，较2017年下降了5个百分点。与AA_r-级和A₊级国家平均水平相比，俄罗斯外债水平明显较低。

从外债构成来看，俄罗斯的外债主要来自公司间借贷和其他部门。截至2018年底，俄罗斯公司间借贷和其他部门外债在外债总额中的占比分别为30.9%和39.1%，分别较上年增加2.2和0.5个百分点；一般政府外债在外债总额中的占比为9.7%，较2017年下降了1个百分点。

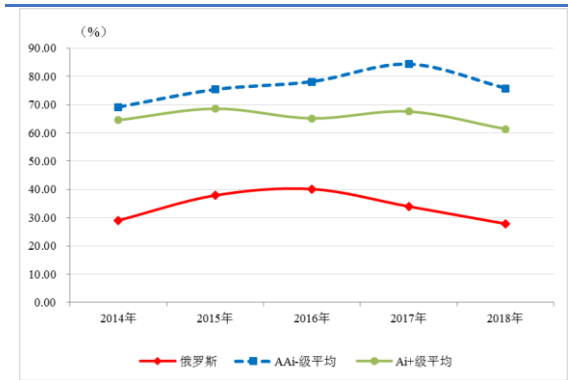
从外债的期限结构来看，截至2018年底，俄罗斯外债总额中短期债务的占比为10.6%，较上年上升了0.8个百分点，但总体来看短期偿付压力不大。从外债币种来看，截至2018年底，俄罗斯外债总额总本币外债占比为24.7%，较去年小幅下降约2个百分点，外币外债占比为75.3%。但由于俄罗斯外债水平较低，若俄罗斯卢布贬值，对其外债偿还能力造成的影响可控。

表5：俄罗斯外债情况

	2018年	2017年	2016年	2015年	2014年
外债总额(亿美元)	4,540.4	5,181.0	5,141.3	5,184.2	5,990.4
外债总额/GDP(%)	27.8	32.8	40.1	38.0	29.1
政府外债(亿美元)	439.5	556.3	391.8	305.5	416.1
政府外债/外债总额(%)	9.7	10.7	7.6	5.9	6.9

数据来源：世界银行

图 8：俄罗斯外债总额相当于 GDP 的比值



数据来源：世界银行

经常账户收入和外汇储备规模均有大幅增长，对外债的保障能力持续增强

2018 年俄罗斯经常账户收入相当于外债总额的比值为 126.1%，较 2017 年大幅上升了 35.7 个百分点，经常账户收入对外债的保障能力大幅增强。

外汇储备方面，截至 2018 年底，俄罗斯的外汇储备为 4,685.0 亿美元，较 2017 年增加了 8.3%，外汇储备与外债总额的比值为 103.2%，较上年增加了约 20 个百分点，外汇储备对外债的保障能力也显著增强。

表 6：俄罗斯外债保障情况

	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年
外汇储备 (亿美元)	4,685.0	4,327.4	3,777.4	3,684.0	3,854.6
CAR/外债总额 (%)	126.1	90.4	74.2	84.9	104.7
外汇储备/外债总额 (%)	103.2	83.5	73.5	71.1	64.3

数据来源：IMF、世界银行

2018 年以来，受地缘政治局势恶化以及美国新一轮制裁等因素的影响，卢布大幅贬值，央行加息后卢布虽有所回升，但未来制裁的不确定性仍是影响俄罗斯外债偿付能力的潜在风险

2018 年以来，受美国新一轮制裁以及叙利亚局势恶化等因素影响，卢布汇率在 4 月出现了断崖式的下跌。由于担心美国可能加大对俄罗斯的制裁力度，以及土耳其本币里拉大幅贬值引发全球金融市场对新兴市场国家避险情绪升温，卢布于 8 月~9 月再次大幅走低。为防止卢布进一步贬值，2018 年 9 月，俄罗斯央行启动了 2014 年以来首次加息。加息后，俄罗斯卢布趋于稳定。总体来看，2018 年俄罗斯卢布贬值幅度为 21.9%，贬值幅度较大。

进入 2019 年以来，得益于 2018 年 12 月俄罗斯央行再次加息以及国际原油价格低位回升，卢布汇率有所

走强，年内兑美元汇率已升值 3.9%，同时，美联储和欧洲央行加息预期显著下降降低了卢布的贬值压力，预计未来卢布有望保持稳定，但欧美对俄罗斯制裁不断延期仍是影响卢布汇率的潜在风险。

图 9：美元兑卢布汇率变化



数据来源：俄罗斯央行

六、评级展望

2018 年初，普京以历史最高得票率成功连任，未来 1~2 年内俄罗斯国内政局将继续保持稳定。经济有望持续复苏，通货膨胀与就业情况也有望保持稳定。国际油价的回升以及石油业税改法案有望持续改善政府财政状况，同时，政府债务水平保持在很低的水平，财政收入对政府债务的保障能力很强。俄罗斯外债水平相对较低，经常账户收入和外汇储备对外债的保障能力仍将很强，未来卢布贬值压力有所缓解也将为俄罗斯外债偿还提供保障。经综合分析，联合资信决定维持俄罗斯主权信用评级展望为稳定。

俄罗斯主要数据

项目	2018年	2017年	2016年	2015年	2014年
宏观数据					
名义 GDP (亿美元)	102.2	92.1	86.0	83.1	78.9
名义 GDP (万亿卢布)	16,306.6	15,784.2	12,826.6	13,637.1	20,565.8
实际 GDP 增速 (%)	2.3	1.6	0.3	-2.5	0.7
CPI 增幅 (%)	2.9	3.7	7.1	15.5	7.8
失业率 (%)	4.8	5.2	5.5	5.6	5.2
结构特征					
人均 GDP (美元)	11,326.8	10,962.0	8,909.5	9,477.6	14,305.6
私人消费在 GDP 中的占比 (%)	49.0	52.3	52.8	52.2	53.1
政府消费在 GDP 中的占比 (%)	17.6	18.1	18.3	17.7	17.9
资本形成总额在 GDP 中的占比 (%)	23.0	24.2	23.5	22.4	22.2
净出口在 GDP 中的占比 (%)	10.0	5.3	5.2	8.1	6.4
进出口总额/GDP (%)	51.8	46.8	46.3	49.3	47.7
第一产业在 GDP 中的占比 (%)	-	3.6	3.8	3.9	3.5
第二产业在 GDP 中的占比 (%)	-	30.5	29.5	29.9	27.9
第三产业在 GDP 中的占比 (%)	-	56.2	56.8	56.1	55.6
银行业资本充足率 (%)	12.5*	12.1	13.1	12.7	12.5
银行业不良贷款率 (%)	10.7*	10.0	9.4	8.3	6.7
银行业 ROA (%)	1.4*	1.0	1.2	0.2	1.0
银行业 ROE (%)	11.1*	7.9	9.8	2.0	7.5
公共财政					
财政收入 (万亿卢布)	36.7	30.6	28.2	26.5	26.8
财政收入/GDP (%)	35.9	33.3	32.8	31.9	33.9
财政支出 (万亿卢布)	33.8	32.0	31.3	29.3	27.6
财政支出/GDP (%)	33.1	34.7	36.4	35.3	35.0
财政盈余 (万亿卢布)	2.9	-1.3	-3.1	-2.8	-0.8
财政盈余/GDP (%)	2.8	-1.5	-3.7	-3.4	-1.1
政府债务总额 (万亿卢布)	14.3	14.3	13.8	13.6	12.7
政府债务总额/GDP (%)	14.0	15.5	16.1	16.4	16.1
财政收入/政府债务 (%)	257.1	214.4	203.8	194.6	210.7
外部融资					
出口总额 (亿美元)	4,960.6	4,001.3	3,222.2	3,786.9	5,439.8
进口总额 (亿美元)	3,433.2	3,269.9	2,661.0	2,817.9	4,289.0
外贸差额 (亿美元)	1,527.4	731.4	561.3	969.0	1,150.8
经常账户收入 (亿美元)	5,724.6	4,683.2	3,815.1	4,403.2	6,273.7
经常账户余额 (亿美元)	1,149.0	332.7	245.2	676.6	575.1
经常账户余额/GDP (%)	7.0	2.1	1.9	5.0	2.8
国际投资净头寸 (亿美元)	3,709.4	2,726.3	2,110.9	3,317.3	3,101.0
国际投资净头寸/GDP (%)	22.7	17.3	16.5	24.3	15.1
外债总额 (亿美元)	4,540.4	5,181.0	5,141.3	5,184.2	5,990.4
外债总额/GDP (%)	27.8	32.8	40.1	38.0	29.1
政府外债总额 (亿美元)	439.5	556.3	391.8	305.5	416.1
政府在外债总额中的占比 (%)	9.7	10.7	7.6	5.9	6.9

外汇储备（亿美元）	4,685.0	4,327.4	3,777.4	3,684.0	3,854.6
经常账户收入/外债总额（%）	126.1	90.4	74.2	84.9	104.7
外汇储备/外债总额（%）	103.2	83.5	73.5	71.1	64.3

数据来源：世界银行、IMF、俄罗斯央行、俄罗斯联邦统计局

*2018 年三季度末数据

国家主权长期本外币信用等级设置及其含义

联合资信国家主权长期信用评级包括长期外币信用评级和长期本币信用评级，国家主权长期本、外币信用等级均划分为三等十级，分别用 AAA_i、AA_i、A_i、BBB_i、BB_i、B_i、CCC_i、CC_i、C_i 和 D_i 表示，其中，除 AAA_i 级和 CCC_i 级（含）以下等级外，每个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于基础等级。具体等级设置和含义如下：

等级	级别	含义
投资级	AAA _i	信用风险极低，按期偿付债务本息的能力极强，几乎不受可预见的不利情况的影响。
	AA _i	信用风险很低，按期偿付债务本息的能力很强，基本不会受到可预见的不利情况的影响。
	A _i	信用风险较低，按期偿付债务本息的能力较强，有可能受到环境和经济条件不利变化的影响。
	BBB _i	信用风险低，具备足够的能力按期偿付债务本息，但易受环境和经济条件不利变化的影响。
投机级	BB _i	存在一定信用风险，尚可从商业部门或金融部门获取资金偿付债务本息，但易受到不利环境和经济条件冲击。
	B _i	信用风险较高，保障债务安全的能力较弱，目前能够偿还债务本息，债务的保障能力依赖于良好的商业和经济环境。
	CCC _i	信用风险较高，债务保障能力较弱，触发信用风险的迹象增多，违约事件已经成为可能。
	CC _i	信用风险高，出现了多种违约事件先兆。
	C _i	信用风险很大，违约事件发生的可能性很高。
违约级	D _i	已经违约，进入重组或者清算程序。