

## 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

### 评级时间

2017年6月30日

### 主要数据

项目	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
GDP (亿美元)	21717.40	22318.40	20296.18	13247.34	11327.39
GDP 增长率 (%)	3.15	1.28	0.75	-3.75	-1.85
人均 GDP (美元)	15155.20	15531.24	13872.99	9054.91	7742.58
CPI 增幅 (%)	5.07	6.76	7.82	15.53	8.36
失业率 (%)	5.54	5.50	5.16	5.58	5.53
财政盈余/GDP (%)	-0.05	-1.63	-0.22	-2.37	-4.29
政府债务/GDP (%)	11.75	13.07	16.33	17.71	18.39
财政收入/政府债务 (%)	293.33	259.35	210.37	186.02	177.29
外债总额/GDP (%)	29.30	32.66	29.51	39.13	45.33
CAR/外债总额 (%)	102.76	89.38	104.73	84.96	74.26
外汇储备/外债总额 (%)	76.46	64.43	56.65	61.69	61.84

注: 1、GDP 增长率为实际 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 为经常性项目收入;
- 5、外汇储备为官方外汇储备。

### 分析师

张强 余雷

邮箱: [lianhe@lhratings.com](mailto:lianhe@lhratings.com)

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号  
中国人保财险大厦 17 层

网址: [www.lhratings.com](http://www.lhratings.com)

### 评级观点

2016 年, 俄罗斯联邦(以下简称“俄罗斯”)经济度过寒冬, 经济衰退势头趋缓, 通胀水平虽有所回落但通胀形势仍然严峻。俄罗斯工业发达, 但其经济较单一, 经济发展对能源产业的依赖性较强, 因此经济增长稳定性和抗风险能力较差, 银行业仍面临较大的风险。原油价格大幅下跌导致俄罗斯政府财政收入增长乏力, 但俄罗斯政府债务水平很低, 政府偿债能力很强。由于美国和欧盟的多轮经济制裁以及原油价格的下跌, 俄罗斯贸易总额降幅较大, 但仍维持着贸易顺差的局面, 经常账户持续盈余。俄罗斯外债水平很低, 但俄罗斯大部分外债集中在银行系统和非金融机构领域, 企业面临较大的外债偿付压力。经综合评估, 联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)确定维持俄罗斯的长期本、外币信用等级为  $A_{i+}$ 。该评级结论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。

2017 年 1 月, OPEC 的减产协议已经正式生效, 原油价格下跌空间不大, 卢布大幅贬值的局面也出现改善, 这将有利于俄罗斯经济回暖。此外, 俄罗斯政府已经开始着手调整经济结构, 促进经济多元化, 支持中小企业, 扶持汽车工业和轻工业等, 加强俄罗斯抵御外部冲击的能力。经综合评估, 联合资信确定俄罗斯长期本、外币评级的展望为稳定。

### 优势

- 自然资源丰富, 资源类产品出口优势明显;
- 人均 GDP 较高, 营商环境持续改善;
- 政府债务负担很轻, 政府偿债能力较强;
- 外债水平较低, 经常账户收入对外债的保障程度较好。

### 关注

- 国家治理能力有待改善;

- 产业内部结构不合理，经济的发展对石油等自然资源的依赖较强，抗风险能力较差；
- 通胀形势依然严峻；
- 银行业存在流动性不足、经营亏损、资本充足率下降等问题，不良贷款率也出现回升，系统风险有所增加；
- 外汇储备规模持续下降，外汇储备对外债的保障程度有所下降。

## 一、国家概况

俄罗斯联邦（以下简称“俄罗斯”）国土面积为 1709.82 万平方公里，是世界上领土面积最大的国家，位于欧亚大陆北部，地跨欧亚两大洲，有十四个陆上邻国。俄罗斯为多民族国家，拥有 194 个民族，主要少数民族有鞑靼族、乌克兰族、车臣族等。俄罗斯联邦幅员辽阔，人口密度较低且分布不均衡，大部分人口聚积在俄罗斯的西部地区（欧洲部分）。截至 2016 年底，俄罗斯总人口约 1.47 亿。

俄罗斯由 85 个联邦主体组成，联邦主体又按地域原则联合成 8 个联邦区，其中北高加索联邦区于 2010 年新设立，克里米亚联邦区和南方联邦区于 2016 年合并改组为新的南方联邦区。俄罗斯是联合国安理会五大常任理事国之一。俄罗斯是仅次于美国的世界第二军事强国。

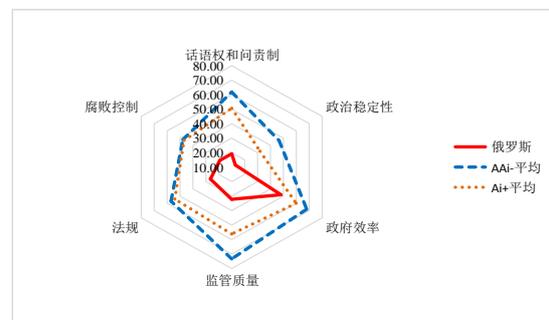
俄罗斯是世界上自然资源最丰富的国家之一，其木材蓄积量、天然气已探明储量、铁矿石蕴藏量均居世界第一位；俄罗斯也是 OPEC（石油输出国组织）以外最大的原油输出国，其石油已探明储量占世界石油已探明总量的 13%；此外，俄罗斯的煤、铝、铀、黄金等蕴藏量均居世界前列。

## 二、国家治理

俄罗斯实行联邦民主制，以俄罗斯联邦宪法和法律为基础，立法、司法、行政三权分立。根据俄罗斯宪法，俄罗斯联邦会议（即议会）是俄罗斯联邦的代表与立法机关。联邦会议采用两院制，下议院称为国家杜马，主要职责是同意总统对总理的任命，负责起草和制定国家法律等；上议院称为联邦委员会，由俄罗斯诸联邦主体各派两名代表组成，主要职能是批准联邦法律、联邦主体边界变更，决定境外驻军、总统选举及弹劾，中央同地方的关系问题等。俄罗斯联邦司法机关主要有联邦宪法法院、联邦最高法院、联邦最高仲裁

法院及联邦总检察院。总统是俄罗斯国家元首，任期 6 年（不可连任超过 2 届），由人民直选产生。总统拥有相当大的行政权力，有权任命包括总理在内的高级官员，但必须经议会批准。总统同时也是武装部队的最高统帅以及国家安全会议的主席，并可以不经议会通过直接颁布法令。俄罗斯现任总统为弗拉基米尔·弗拉基米罗维奇·普京，俄罗斯人民对普京的支持度和信任度较高；俄罗斯现任联邦政府总理为德米特里·阿纳托利耶维奇·梅德韦杰夫，曾担任上届（第三届）俄罗斯总统。俄罗斯实行多党制，统一俄罗斯党是俄罗斯最大的政治力量以及俄罗斯杜马第一大党，现任党主席为梅德韦杰夫。在国家杜马内，统一俄罗斯党联合其他党派，形成支持总统的稳定多数，为普京和梅德韦杰夫的顺利施政提供了重要保障。

根据世界银行发布的国家治理指数，2015 年，俄罗斯国家治理能力均值为 26.34，与 2014 年相比，俄罗斯国家治理能力均值有所下降。由于接连不断的军事冲突，2015 年，俄罗斯的“政治稳定性”指标下降至 10 年以来最低水平。俄罗斯政府效率和监管质量都不高，人民没有太多话语权，法律法规不完善。此外，由于法律制度缺陷和执法不严等原因，俄罗斯腐败问题屡禁不止，其“腐败控制”指标也一直处较低水平。总体看，俄罗斯的国家治理能力一般，明显低于 AA<sub>i</sub>-和 A<sub>i</sub>+级国家平均水平。



注：所选用的 AA<sub>i</sub>-级主权样本为墨西哥和波兰；A<sub>i</sub>+级主权样本为匈牙利、印度、印尼和泰国，以下同。

数据来源：世界银行

图 1 2015 年俄罗斯国家治理能力

### 三、宏观经济

#### 1. 货币调控政策效果欠佳，反危机措施初见成效

2014年，美国及欧洲等西方国家因“乌克兰乱局”对俄罗斯实施的多轮经济制裁，以及国际油价的持续大幅下跌等事件重挫了俄罗斯经济，加速了俄罗斯的资本外逃，导致卢布大幅贬值，物价飞速增长。为遏制通货膨胀并应对卢布贬值，俄罗斯央行在2014年先后6次上调贷款基准利率，累计加息幅度达1150个基点；其中2014年12月16日，俄罗斯央行大幅上调贷款基准利率650个基点至17.00%，这是俄罗斯自1998年以来最大幅度的加息。虽然连续的加息对短期稳定汇率、抑制通胀起了一定作用，但也抑制了投资和消费的增长，对俄罗斯经济造成较大的冲击。面对经济增长持续下行的局面，俄罗斯央行从2015年2月开始进入了降息周期，先后9次降息共计575个基点至9.25%<sup>1</sup>，以稳定经济，但该宽松举措也促使俄罗斯CPI继续大幅增长。

在卢布危机爆发之后，俄罗斯政府迅速出台了2015年反危机计划，以稳定经济和金融市场。2015年反危机计划包含60个条款，确定的措施集中在7个方面：一是支持进口替代；二是支持非原料商品包括高科技商品出口；三是促进中小企业发展；四是为重大经济领域创造融资条件，包括完成国防采购；五是对受通胀影响的较为困难人群进行补偿；六是降低劳动力市场紧张程度；七是优化预算开支和稳定银行系统。这些措施实施后，市场信心渐趋稳定，卢布汇率开始反弹。

进入2016年后，为有效应对危机，使俄罗斯经济在中长期摆脱原有增长方式，实现经济多元化，俄罗斯政府于2016年3月出台了2016年反危机计划。这次出台的反危机计划有120项措施，主要分为两个方面：首先是最大程度减轻经济衰退对居民生活的影响，向地方提供

财政支持；其次是扶持面临困难但潜力巨大的部门，如汽车工业、轻工业、交通机器制造和农业机器制造及建筑部门等，同时立足于结构性改革，包括扶持中小企业、改革司法体系、优化国家开支等。这些措施使得俄罗斯经济衰退势头缓解，反危机计划初见成效。

#### 2. 经济衰退势头趋缓

2012年以来，随着欧债危机对全球经济、贸易的影响愈加明显，俄罗斯的出口增速急剧萎缩，同时俄罗斯国内固定资产投资疲软，俄罗斯GDP增速开始下滑。从2014年第四季度开始，俄罗斯经济进入负增长通道。2014年，俄罗斯GDP增速仅为0.75%，2015年，俄罗斯经济更是萎缩3.75%。原油和大宗商品价格大幅下跌、美国及欧盟对俄罗斯实施经济制裁、物价大幅上涨抑制了消费是导致俄罗斯经济衰退的主要原因。

进入2016年后，政府反危机计划的政策红利，加上俄罗斯经济对低油价和西方制裁已经有了一定适应性，俄罗斯经济逐渐趋稳。2016年，俄罗斯GDP总量为860436亿卢布（11327.39亿美元），全年GDP增速为-1.85%，经济衰退势头趋缓。俄罗斯是出口拉动型经济体，主要依赖石油和天然气出口。但由于国际油价的下跌和西方的经济制裁，2016年，俄罗斯净出口额降至4438.5亿卢布，同比减少33.87%，对其经济形成一定程度的拖累，但消费支出和投资增速有所回升，分别增长2.97%和8.11%。

俄罗斯的经济在2016年第四季度恢复增长，但拉动经济增长最重要的三个因素（消费、投资、净出口）依然增长乏力。

俄罗斯近10年（2007年~2016年，下同）的GDP平均增长率为1.47%，低于AA<sub>i</sub>-和A<sub>i+</sub>级国家平均水平（分别为2.99%和4.41%）；经济增长波动性（为10年GDP增长率的标准差）（4.84%）较高，俄罗斯经济波动性较大。

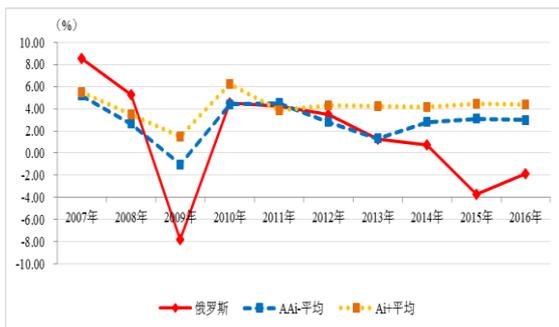
<sup>1</sup> 俄罗斯央行最近的一次降息是2017年4月28日，下调基准利率50个基点至9.25%。

表 1 2012~2016 年俄罗斯宏观经济表现情况

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
GDP 增长率 (%)	3.15	1.28	0.75	-3.75	-1.85
GDP (亿美元)	21717.40	22318.40	20296.18	13247.34	11327.39
CPI 增幅 (%)	5.07	6.76	7.82	15.53	8.36
失业率 (%)	5.54	5.50	5.16	5.58	5.53

注：GDP 增长率为实际 GDP 增长率，以本币计算，不考虑汇率变动因素。

数据来源：俄罗斯联邦统计局、IMF



注：图中 IMF 公布的 2016 年数据部分为预测值，以下同。  
数据来源：IMF

图 2 近 10 年俄罗斯 GDP 增长率

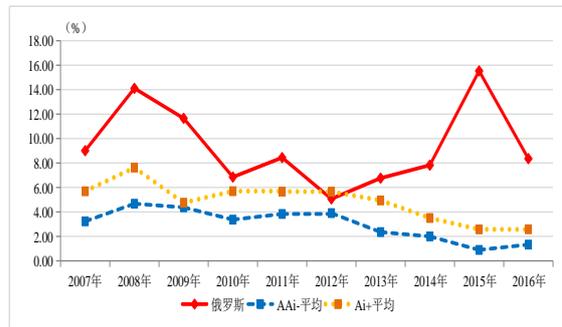
### 3. 通胀水平仍然较高

进入 2014 年以来，受西方国家经济制裁、原油价格大幅下跌等因素的影响，市场对卢布信心减弱，卢布兑美元出现暴跌。此外，面对美国和欧洲的多轮制裁措施，俄罗斯于 2014 年 7 月推出对西方的反制裁措施，限制进口原产于西方国家的部分类别食品，导致物价飞涨。

为遏制通货膨胀并应对卢布贬值，俄罗斯央行在 2014 年先后 6 次上调贷款基准利率，连续的加息对短期稳定汇率、抑制通胀起了一定作用，但高息环境也使俄罗斯经济日益突出的衰退风险愈发严峻。俄罗斯央行从 2015 年开始开启了降息周期以刺激经济。该宽松举措促使俄罗斯 CPI 继续大幅增长。2015 年，俄罗斯 CPI 增幅高达 15.53%。但随着原油价格以及卢布兑美元汇率趋于稳定，2016 年，俄罗斯国内通货膨胀压力得到缓解，CPI 增幅降至 8.36%。

与 AA<sub>i-</sub> 和 A<sub>i+</sub> 级国家相比，俄罗斯的通货膨胀率较高，10 年 CPI 增幅均值为 8.36%；CPI 增幅的波动性（10 年 CPI 增幅的标准差）为 3.36%，高于 AA<sub>i-</sub> 和 A<sub>i+</sub> 级国家平均水平。

俄罗斯面临的通胀压力较大。



数据来源：IMF

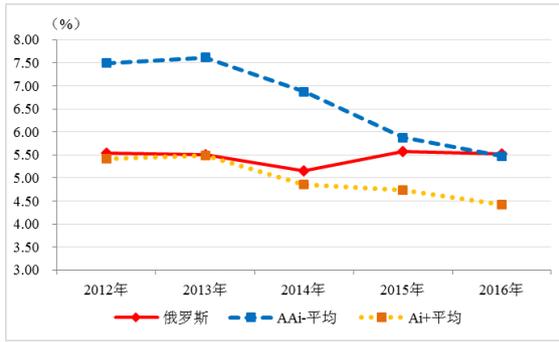
图 3 近 10 年俄罗斯 CPI 同比增幅

### 4. 就业状况略有改善

金融危机期间，俄罗斯失业率飙升。为改善就业市场，2010 年以来，俄罗斯政府实施了一系列就业改革措施，如增加失业补贴支持重新就业、帮助失业人员学习新技能、完善社会保障等。同时俄罗斯政府还支持中小企业发展，在保障经济增长的同时还可以创造更多的职位。受益于这些措施，俄罗斯失业率稳步下降，由 2010 年的 7.30% 降至 2014 年的 5.16%。但当前俄罗斯的失业状况仍然呈现失业人员年轻化（失业人员平均年龄 35 岁，失业人群中 25 岁以下的占 30% 左右）、各地区失业率差距较大的特征（莫斯科失业率一直在 1% 以下）。由于不利的外部环境，2015 年俄罗斯全年失业率较 2014 年小幅增加至 5.58%。

2016 年，俄罗斯的经济的发展基本上已经从油价下跌的影响中恢复，且卢布汇率保持相对稳定，俄罗斯经济基本面得到改善，失业率也随之下降至 5.53%。

俄罗斯近 5 年（2012 年~2016 年，下同）的平均失业率为 5.66%，处于 AA<sub>i-</sub> 级和 A<sub>i+</sub> 级国家平均水平之间。



数据来源: IMF

图 4 俄罗斯失业率

总体看, 2016 年, 大宗商品价格的企稳以及美元兑卢布汇率趋于稳定或将降低俄罗斯经济的衰退风险和卢布贬值风险。2017 年 5 月 26 日, OPEC 宣布将 2017 年 1 月开始生效的减产协议延期至 2018 年 3 月, 预计国际油价会继续回升, 刺激俄罗斯经济进一步复苏, 预计 2017 年俄罗斯经济将增长 1% 左右。

#### 四、结构特征

1. 产业结构近 5 年保持稳定, 但产业结构不合理且缺乏国际竞争力

2011~2015 年, 俄罗斯第一产业、第二产业和第三产业增加值在 GDP 中的占比基本保持稳定, 5 年均值分别为 4.06%、32.97% 和 62.97%。

俄罗斯地域辽阔, 但受气候影响农业发展程度一般, 小麦等主要粮食作物仍依赖进口。近些年, 俄政府在扶持农业生产方面采取了一系列政策。2007 年, 俄罗斯新《农业法》生效, 随后政府又颁布了第一个农业发展 5 年规划 (2008~2012 年), 具体措施包括加大农业财政支持、实现农业现代化和加快重点领域发展以替代进口等。2015 年, 俄罗斯政府继续加大支持力度, 从联邦预算中划拨约 90 亿卢布用于农村地区发展, 该项目计划在 7 年时间内恢复俄罗斯农村地区的原有活力。近 5 年俄罗斯农业增加值在 GDP 中的占比稳中有升。

第二产业方面, 俄罗斯工业发达, 核工业和航空航天业在全世界范围内都占有重要的

位置。但俄罗斯工业结构不合理, 石油、天然气和煤炭等资源开采工业一直占据俄罗斯工业的主导地位, 而重工制造业由于缺乏投资和人才其国际竞争力已远不如前苏联时期, 轻工业也发展缓慢。受国际油价下跌的影响, 近五年, 俄罗斯工业增加值占 GDP 的比重有所下降, 但下降幅度不大。

第三产业中, 批发和零售贸易以及汽车、摩托车和个人物品的维修服务业和房地产业占比高, 而对社会及经济持续发展至关重要的金融、教育和卫生等占比偏低。

整体看, 俄罗斯各产业内部结构的不合理严重影响了产业结构高级化的进程, 存在国际竞争力较弱、抗风险能力较差的特征, 不利于经济的稳定发展。

2. 营商环境不断改善, 但卢布贬值导致俄罗斯人均 GDP<sup>2</sup>下降明显

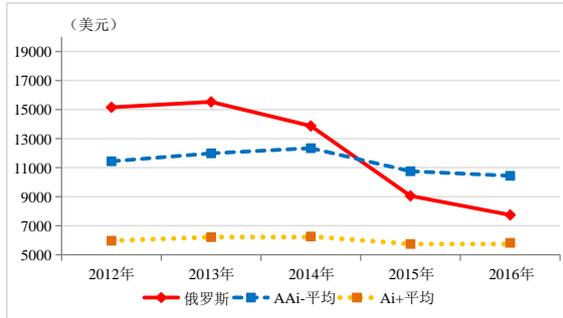
根据联合国开发计划署公布的《2016 人类发展报告》, 俄罗斯 2015 年的人类发展指数为 0.804, 在 188 个国家中排名第 49 位, 属“极高人类发展水平”行列。

此外, 为了改善营商环境, 多年来俄罗斯政府多个领域进行了多项改革。俄罗斯是 2004 年以来欧洲和中亚地区实施改革最多的国家之一 (超过 30 多项), 根据世界银行发布的《2017 营商环境报告》, 2016 年, 俄罗斯营商环境在全球 190 个经济体中排名第 40 位, 这也是目前为止俄罗斯的最佳排名。营商环境的不断改善有助于吸引外资流入。

2012 年~2014 年, 俄罗斯人均 GDP 一直高于 AA<sub>i</sub>- 和 A<sub>i</sub>+ 级国家平均水平。但近两年原油价格暴跌、美欧对俄罗斯的制裁导致俄罗斯经济疲软, 卢布兑美元出现大幅贬值导致俄罗斯人均 GDP 下降明显。2015 年, 俄罗斯人均 GDP 进一步下降至 9054.91 美元, 较上一年下降了 34.73%, 处 AA<sub>i</sub>- 和 A<sub>i</sub>+ 级国家平均水平之间。2016 年, 受经济回暖, 卢布汇率趋稳的影响,

<sup>2</sup> 以美元计, 以下同。

俄罗斯人均 GDP 减幅有所收窄，但依然延续了下降趋势。



数据来源: IMF

图 5 俄罗斯人均 GDP

3. 银行业存在利润缩水、资本充足率下降以及不良贷款率持续升高等问题，系统风险有所增加

俄罗斯实行独立的央行监管制度，由俄罗斯中央银行负责国内所有信用机构的注册以及颁发各种业务经营执照。截至 2015 年底，在俄罗斯中央银行完成注册的且有经营执照的信用机构有 733 家，较上年同期减少 101 家。从银行的所有制性质来看，俄罗斯银行大致可分为国有银行、私有银行两大类。2015 年，俄罗斯继续减少有外资参股的银行数量，截至 2015 年底，这一类银行数量由 225 家（2014 年底数字）下降至 199 家，其中外资银行<sup>3</sup>数量下降至 106 家。

2015 年，尽管俄罗斯的宏观经济状况和外部环境持续恶化，但俄罗斯银行业的运行基本保持平稳。截至 2015 年底，俄罗斯银行业资产总额为 83 万亿卢布，小幅增长 6.9%，银行资产与 GDP 的比值为 102.7%。2015 年，俄罗斯银行业贷款规模增加了 7.6% 至 44 万亿卢布，贷款的增加大部分来自俄罗斯银行业资产重组项目中的银行，这些银行担负着向优先部门和中小企业增加放款的责任。从负债端来看，2015 年，俄罗斯信贷机构的资金基础有所扩张。负债总额中居民储蓄和机构存款总额增加了

15.6% 至 27.1 万亿卢布，占俄罗斯信贷机构负债总额的 32.6%。其中居民储蓄增加了 25.2% 至 23.2 万亿卢布，占银行业负债总额的 28.0%。但自 2012 年以来俄罗斯国民储蓄率持续波动下降，2012~2016 年，俄罗斯国内总储蓄的 5 年复合增长率为 -0.55%，这种趋势不利于俄罗斯银行体系的稳定。

2015 年，俄罗斯银行业利润总额为 1920 亿卢布，较 2014 年大幅缩水 67.4%，主要原因：一是宏观经济的不景气，导致市场上对贷款的需求大大降低，银行净利息收入减少；二是受通货膨胀率走高和卢布贬值的影响，俄罗斯银行在国内的融资难度也有所加大，导致资金成本大幅上升，进一步压缩银行的利润空间。

近几年，俄罗斯银行业不良贷款率持续走高，截至 2015 年底，俄罗斯银行业的不良贷款率为 8.30%。俄罗斯银行业的资本充足率缓慢下降，由 2012 年的 13.70% 降至 2015 年的 12.70%，但仍高于 8.0% 的最低资本充足率要求。

总体看，俄罗斯银行业系统风险较高。

#### 4. 俄罗斯贫富差距问题凸显

苏联解体后，俄罗斯的国有资产被寡头、俄罗斯新贵收入囊中，国内贫富差距迅速拉大。根据《2016 年全球财富报告》中，俄罗斯被评为世界上贫富分化最严重的国家，俄罗斯排名前十名的富人坐拥 89% 的国家财富，这一比例高于全球范围内任何一个主要经济体。

西方国家对俄罗斯食品进口实施制裁以及卢布的大幅贬值，使得俄罗斯陷入恶性通货膨胀，物价飞涨。此外，油价的走低对俄罗斯经济造成重创，于 2015 年进入经济衰退。种种原因导致俄罗斯生活在贫困线下的人口数量急剧增加，贫困问题愈发严重。2012 年俄罗斯国家贫困线以下人口贫困率仅为 10.70%，截至 2015 年底，这一数值已经跃升到 13.30%。

总体看，俄罗斯营商环境不断改善，虽然卢布贬值造成人均 GDP 不断下跌，但其人均

<sup>3</sup> 外资持股超过 50% 的银行。

GDP 仍处于较高水平；俄罗斯三大产业内部结构不合理，国际竞争力较弱；银行业所面临的各类风险有所加大，这种情况也不利于俄罗斯经济的健康发展。

## 五、公共财政

### 1. 财政政策较谨慎，实现支出结构改善尚需时日

财政政策方面，当前俄罗斯的财政政策继承了普京首任总统期间（2000~2006 年）实行的一系列财政政策，主要有以下几方面特点：一是降低国家支出规模，包括政府行政管理支出、基础设施建设支出，同时提高政府采购效率。目的是为了在未来可能减税的情况下也有充足的财政预算来保障国家公共服务质量，不会引发预算赤字和依靠国家债务增长来弥补赤字的危险。二是国家支出结构向突出社会公共职能转化，不再从事营利性的投资支出，即缩减对国民经济领域的投资，随着多数国有企业的私有化和股份制改组，企业扩大再生产的资金来源主要依靠自有资金和金融市场融资。三是税收改革，包括减少税种、降低税率、提高税基、简化纳税体系等，税收则采用公平和支付能力原则，即相同纳税能力的人应该缴纳相同的税收，同时考虑纳税人的实际能力。可以看出，俄罗斯当前实行审慎的财政政策，对控制政府支出和债务规模、减轻政府的财政负担有积极影响。但目前俄罗斯的战略型企业（如石油、天然气公司、航空公司、银行等）仍归国有，公私合营改革尚在推进过程中，在当前经济不景气的情况下俄政府仍在为国有企业提供资金援助。此外，为应对国际油价下跌以及西方经济制裁所带来的金融和经济危机，俄罗斯政府致力于向本国的战略性企业以及受制裁的银行和企业提供援助。

### 2. 财政赤字水平近 2 年增长明显

2012 年~2016 年，俄罗斯财政收入基本呈增长趋势，5 年复合增长率为 3.74%。2016 年，

俄罗斯财政收入达 27.75 万亿卢布，较上年增加 4.73%，与该年度俄罗斯 GDP 的比值为 32.25%。

从财政收入结构看，税收收入是俄罗斯财政收入的主要来源。从近 5 年情况看（百分比为占财政总收入的百分比 5 年均值），对俄罗斯财政收入贡献较大的有对外经济活动税<sup>4</sup>（16.91%）、社保缴费（19.18%）、资源使用税（11.08%）、个人所得税（10.35%）和企业所得税（9.49%）。总体来说，俄罗斯财政收入较为稳定。

表 2 2012~2016 年俄罗斯财政状况

单位：万亿卢布/%

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
财政收入	23.09	24.08	26.77	26.49	27.75
财政支出	22.83	24.93	27.61	29.31	30.89
财政盈余	-0.04	-1.15	-0.17	-1.94	-3.73
财政盈余/GDP	-0.05	-1.63	-0.22	-2.37	-4.29

注：财政盈余为负表示负财政赤字，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：俄罗斯联邦统计局，IMF

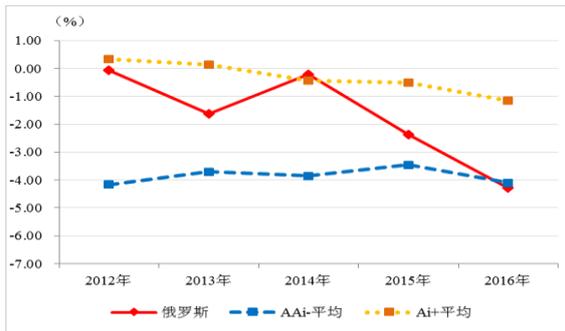
2012 年~2016 年，俄罗斯财政支出持续增长但增速逐渐放缓。财政支出 5 年复合增长率为 6.24%，财政支出增速高于财政收入增速。2016 年，俄罗斯财政支出为 30.89 万亿卢布，同比增长 5.39%，为 5 年来最低增速。

俄罗斯的主要财政支出包括政府部门支出、社会文化活动支出（公共服务）、国民经济支出（基础设施建设）以及国家安全支出，占总财政支出的百分比 5 年均值分别为 6.12%，56.49%，13.88% 和 17.42%。俄罗斯财政刚性支出占比较高。

近 5 年，俄罗斯政府一直处于财政赤字状态，且财政赤字规模不断增加。2016 年，俄罗斯政府财政赤字为 3.73 万亿卢布，较上年大幅增加 92.21%。2016 年，俄罗斯政府财政赤字与 GDP 的比值为 4.29%，为近 5 年最高值。与 AA<sub>i</sub>- 和 A<sub>i</sub>+ 级国家相比，近 5 年俄罗斯政府财政赤字水平基本处于 AA<sub>i</sub>- 级国家和 A<sub>i</sub>+ 级国家财

<sup>4</sup> 即对外经济活动中各类所得的税收。

政赤字平均水平之间。



数据来源: IMF

图6 俄罗斯财政赤字/GDP

3. 政府债务规模不断扩大,但仍处很低水平,且财政收入对政府债务保障程度很强

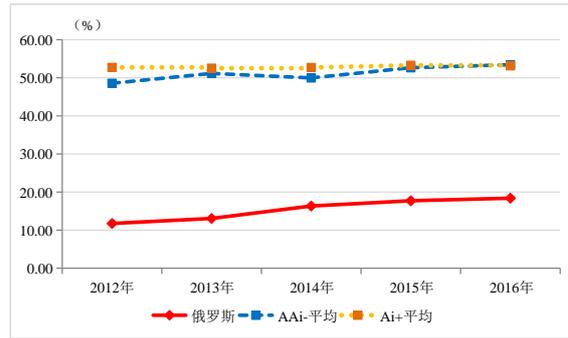
政府债务方面,俄罗斯一般政府债务主要为中央政府债务,在政府债务总额中的比重一直保持在80%左右。随着财政赤字的不断增加,俄罗斯政府的融资需求也会随之加大。根据俄罗斯2013年颁布的2013年~2016财政预算方案,俄罗斯政府计划持续扩大国债发行规模。截至2016年底,俄罗斯政府债务总额为15.65万亿卢布,较2015年底增长9.88%;俄罗斯政府债务总额相当于GDP的比例也升至5年来最高值18.39%。但受益于审慎的财政政策,俄罗斯政府债务规模显著低于A<sub>i+</sub>级国家平均水平,政府的债务负担很轻。

表3 2012年~2016年俄罗斯一般政府债务情况

单位: 万亿卢布/%

项目	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
政府债务	7.87	9.29	12.72	14.24	15.65
政府债务/GDP	11.75	13.07	16.33	17.71	18.39
财政收入/政府债务	293.33	259.35	210.37	186.02	177.29

数据来源: IMF



数据来源: IMF

图7 俄罗斯政府债务/GDP

从财政收入对政府债务的保障情况看,2016年,俄罗斯财政收入与政府债务总额的比为177.29%,虽然该比例近5年持续下降,但财政收入对政府债务的保障程度仍很强。

整体看,虽然2016年俄罗斯政府债务总额进一步上升,但俄罗斯政府债务负担仍很轻,债务偿付能力仍很强。石油和天然气相关收入一直以来都占俄罗斯财政收入的半壁江山,随着OPEC的减产,原油价格的企稳将有助于改善俄罗斯政府的财政状况。

## 六、外部融资

1. 国际贸易持续保持顺差,但经常账户收入和余额不断下降,资本流出现象有所缓解

从经常账户情况看,俄罗斯出口以能源和矿产资源为主;进口方面,由于俄罗斯能源开采技术和效率较低,其机械和运输设备主要依赖进口,另外俄罗斯在化工产品和农产品方面进口量较大。凭借丰富的自然资源禀赋优势,俄罗斯国际贸易呈持续顺差的良好态势。

表4 2012年~2016年俄罗斯经常账户情况

项目	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
进口总额(亿美元)	4446.98	4696.51	4288.98	2815.72	2660.50
出口总额(亿美元)	5897.74	5919.58	5625.51	3931.64	3321.86
净出口(亿美元)	1450.76	1223.07	1336.53	1115.92	661.36
CAR (%)	6539.91	6514.67	6273.66	4404.54	3813.20
CAB (%)	712.82	334.28	575.13	689.44	250.06
CAB/GDP (%)	3.28	1.50	2.83	5.20	2.21

注: CAR为经常账户收入,CAB为经常账户余额,下同。

数据来源: IMF

乌克兰危机爆发后，美欧对俄罗斯的制裁逐渐扩大，涉及金融、军事、能源等领域。俄罗斯也实施了反制裁措施，禁止从美国、欧盟、澳大利亚、加拿大和挪威进口水果、蔬菜、乳制品等。俄罗斯与欧盟（欧盟是俄罗斯最大的贸易伙伴）的双边贸易额大幅下滑。此外，国际油价的大幅下跌也大大影响了俄罗斯的对外贸易表现。2016年，俄罗斯商品和服务进出口总额为6747.36亿美元，较2015年大幅下降31.94%。2016年，俄罗斯进出口总额进一步下滑11.34%至5982.36亿美元。2012年~2016年间，俄罗斯的贸易顺差也不断缩窄，净出口从2012年的1450.76亿美元下降至2016年的661.36亿美元。

2012年~2016年，俄罗斯经常账户收入持续下降。2016年，俄罗斯经常账户收入降至5年来最低值3813.20亿美元。虽然受外贸表现的影响，俄罗斯经常账户收入不断减少，但俄罗斯经常账户一直处于盈余状态，使得俄罗斯仍具有持续的创汇能力。2016年，俄罗斯经常账户余额为250.06亿美元，较2015年大幅减少63.73%，相当于该年度俄罗斯GDP的2.21%。

从资本和金融账户情况看，2012年~2016年，俄罗斯资本和金融账户余额均为负值，呈现资本净流出状态。2014年，受经济制裁和卢布贬值影响，俄罗斯资本流出情况加剧，资本和金融账户余额大幅下降271.30%至-1730.54亿美元，达到10年来的最高值。随着俄罗斯经济逐渐好转，卢布止跌趋稳，近两年俄罗斯资本流出情况有所缓解。

## 2. 政府外债水平很低，但企业面临较大的外债偿付压力

2012年~2016年，俄罗斯外部债务规模呈先升后降趋势。截至2016年底，俄罗斯外部债务总额为5134.78亿美元，为5年来最低值，主要是俄罗斯外部融资渠道受限所致。外债总额相当于GDP的比值为45.33%。与其他A<sub>1+</sub>

级国家相比，俄罗斯外债水平也远远低于A<sub>1+</sub>级国家平均水平。

表6 2012年~2016年俄罗斯情外部债务情况

项目	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
外部债务总额(亿美元)	6364.21	7288.64	5990.41	5184.18	5134.78
政府外债总额(亿美元)	544.11	617.43	416.06	305.51	391.78
外部债务总额/GDP(%)	29.30	32.66	29.51	39.13	45.33
CAR/外部债务总额(%)	102.76	89.38	104.73	84.96	74.26
外汇储备(亿美元)	4865.78	4696.05	3393.71	3198.36	3175.48
外汇储备/外债总额(%)	76.46	64.43	56.65	61.69	61.84

数据来源：俄罗斯联邦统计局、世界银行、IMF

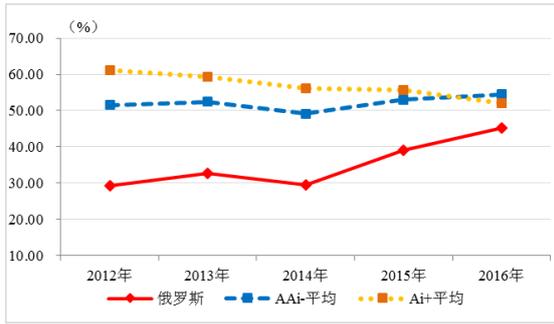
从外债结构看，俄罗斯的外部债务近5年主要集中在银行系统和非金融机构领域，而政府的外部债务在外部债务总额中的占比一直处较低水平，占比5年均值为7.50%，政府外债负担很轻。俄罗斯金融机构和其他部门面临较大的外债偿还压力，2016年，金融机构外债和其他部门外债在俄罗斯外债总额中的占比分别为22.24%和40.21%。当前外部融资渠道受限，同时俄罗斯政府对其企业或银行的外币流动性支持也存在不确定性，若经济形势进一步恶化，不排除企业出现大面积外债违约的可能。从外债的期限结构看，俄罗斯的外债以长期债务为主，截至2016年底，长期债务占外债总额的91.22%，俄罗斯短期外债偿债压力不大。

表5 2012年~2016年俄罗斯外债结构情况

单位：%

项目	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
一般政府	8.55	8.47	6.95	5.89	7.63
货币当局	2.46	2.19	1.77	2.13	2.39
金融机构	31.36	28.80	28.30	24.35	22.24
直接投资	18.89	21.38	22.59	26.98	27.53
其他部门	38.74	39.17	40.39	40.65	40.21
合计	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00

数据来源：世界银行



数据来源：世界银行

图 8 俄罗斯外债总额/GDP

### 3. 外汇储备规模大幅下降，但政府外债偿付能力仍较强

在油价暴跌和西方多轮经济制裁下，大量资本外逃，通胀攀升，卢布大幅贬值。为了抑制通胀和稳定汇率，以及为俄罗斯银行、企业提供外币流动性支持，俄罗斯动用了大量外汇储备导致其外汇储备大幅减少。截至 2016 年底，俄罗斯的外汇储备已经降至 3175.48 亿美元。2016 年，俄罗斯外汇储备与外债总额的比为 61.84%，该比例近 5 年波动下降，外汇储备对外债的保障能力有所减弱。

截至 2016 年底，俄罗斯经常账户收入与外部债务的比为 74.26%，为近 5 年来最低值，但俄罗斯经常账户收入对外债的保障程度仍处于较好水平。

### 4. 欧美对俄经济制裁仍未解除，俄罗斯国际融资仍面临一定不确定性

2008 年金融危机以来，欧洲资本市场成为俄罗斯银行和企业获得融资的关键渠道。2014 年 7 月，欧美对俄罗斯实施了最严厉的一轮制裁，欧盟对俄罗斯五家主要国有银行、三大国有能源企业和三大国防企业实施资本市场管制，禁止其进入欧盟资本市场。几乎同一时间，美国财政部公布，禁止美国公民或企业向多家俄罗斯金融、国防和能源领域的企业提供中长期贷款，并对这些企业发布中长期融资禁令，禁止其进入美国资本市场融资。西方国家对俄罗斯的金融制裁导致俄罗斯企业在国际融资的

渠道严重受阻。

2016 年以来，这一情况出现了一定程度改善。2016 年 5 月 24 日，俄罗斯财政部发行了 17.5 亿美元的欧洲债券<sup>5</sup>，开启了遭制裁后在欧洲的首次发债。之后又在同年 9 月增发了一期欧洲债券，超额认购达到六倍以上，使得债券收益率得以降至 3.90%，低于 5 月发行时的 4.75%。除此之外，2016 年，俄罗斯的多家公司也在欧洲发行了共计 20 亿美元的欧元债券。2016 年俄罗斯企业债券销售攀升至 2014 年以来最高水平，但仍大幅低于遭制裁前的水平。俄罗斯重返国际债券市场有助于缓解俄罗斯企业的外债偿付压力，但美国和欧盟至今都没有解除对俄罗斯的经济制裁，俄罗斯在国际资本市场的融资行为仍面临一定的不确定性。

2017 年 6 月 15 日，美国国会参议院通过了一项加强对俄罗斯制裁的法案，对向叙利亚政府出售武器以及进行恶意网络攻击等的俄罗斯个体采取新的限制举措。该法案还要求美国总统在放宽对俄现有制裁前寻求国会的许可，此举限制了美国总统特朗普改善俄美两国关系的余地。

总体看，俄罗斯外债水平和政府外债水平都很低，规模较大的经常账户收入对外债提供了较好的偿还保障，俄罗斯整体外债偿还能力较强。

<sup>5</sup> 俄罗斯主权欧洲债券不在制裁范围内。

## 俄罗斯主要数据

项目	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
<b>宏观经济</b>					
GDP (亿美元)	21717.40	22318.40	20296.18	13247.34	11327.39
GDP (亿卢布)	669269	710167	791997	832326	860436
实际 GDP 增速 (%)	3.51	1.28	0.75	-3.75	-1.85
CPI 增幅 (%)	5.07	6.76	7.82	15.53	8.36
失业率 (%)	5.45	5.50	5.16	5.58	5.53
<b>结构特征</b>					
人均 GDP (美元)	15155.20	15531.24	13872.99	9054.91	7742.58
第一产业在 GDP 中的占比 (%)	3.67	3.82	4.21	4.63	-
第二产业在 GDP 中的占比 (%)	33.47	32.87	32.10	32.60	-
第三产业在 GDP 中的占比 (%)	62.86	63.31	63.69	62.77	-
进出口总额/GDP (%)	47.63	47.57	48.85	50.93	52.81
65 岁及以上人口比重 (%)	13.10	13.20	13.20	13.40	-
不良贷款率 (%)	6.00	6.00	6.70	8.30	9.20
银行资本充足率 (%)	13.70	13.50	12.50	12.70	-
国内总储蓄/GDP (%)	26.21	22.28	23.97	23.35	25.50
<b>公共财政实力</b>					
财政收入 (万亿卢布)	23.09	24.08	26.77	26.49	27.75
财政支出 (万亿卢布)	22.83	24.93	27.61	29.31	30.89
财政盈余 (万亿卢布)	-0.04	-1.15	-0.17	-1.94	-3.73
财政盈余/GDP (%)	-0.05	-1.63	-0.22	-2.37	-4.29
政府债务 (万亿卢布)	7.87	9.29	12.72	14.24	15.65
政府债务/GDP (%)	11.75	13.07	16.33	17.71	18.39
财政收入/政府债务 (%)	293.33	259.35	210.37	186.02	177.29
<b>外部融资实力</b>					
进口总额 (亿美元)	4446.98	4696.51	4288.98	2815.72	2660.50
出口总额 (亿美元)	5897.74	5919.58	5625.51	3931.64	3321.86
外贸顺差 (亿美元)	1450.76	1223.07	1336.53	1115.92	661.36
经常账户收入 (亿美元)	6539.91	6514.67	6273.66	4404.54	3813.20
经常账户余额 (亿美元)	712.82	334.28	575.13	689.44	250.06
经常账户余额/GDP (%)	3.28	1.50	2.83	5.20	2.21
外债总额 (亿美元)	6364.21	7288.64	5990.41	5184.18	5134.78
政府外债 (亿美元)	544.11	617.43	416.06	305.51	391.78
外债总额/GDP (%)	29.30	32.66	29.51	39.13	45.33
经常账户收入/外债总额 (%)	102.76	89.38	104.73	84.96	74.26
外汇储备 (亿美元)	4865.78	4696.05	3393.71	3198.36	3175.48
外汇储备/外债总额 (%)	76.46	64.43	56.65	61.69	61.84
外汇储备/政府外债 (%)	894.26	760.58	815.68	1046.89	810.53

数据来源：俄罗斯联邦统计局、俄罗斯央行、IMF、世界银行。

## 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，主权长期本、外币信用等级划分为三等十级，分别用 AAA<sub>i</sub>、AA<sub>i</sub>、A<sub>i</sub>、BBB<sub>i</sub>、BB<sub>i</sub>、B<sub>i</sub>、CCC<sub>i</sub>、CC<sub>i</sub>、C<sub>i</sub>和 D<sub>i</sub>表示，其中，除 AAA<sub>i</sub>级和 CCC<sub>i</sub>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 <sub>i</sub>	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 <sub>i</sub>	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 <sub>i</sub>	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 <sub>i</sub>	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 <sub>i</sub>	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 <sub>i</sub>	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 <sub>i</sub>	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 <sub>i</sub>	信用风险高，出现了多种违约事件先兆。
	C <sub>i</sub>	信用风险很大，违约事件发生的可能性很高。
违约级	D <sub>i</sub>	已经违约，进入重组或者清算程序。