

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₊

长期本币信用等级: A₊

评级展望: 稳定

上次评级结果

长期外币信用等级: A₊

长期本币信用等级: A₊

评级展望: 稳定

本次评级时间

2018年10月31日

主要数据

	2017年	2016年	2015年	2014年	2013年
名义GDP(亿美元)	15,274.69	12,812.86	13,684.02	20,636.63	22,971.25
实际GDP增速(%)	1.55	-0.20	-2.50	0.70	1.80
CPI增幅(%)	3.67	7.05	15.53	7.82	6.76
失业率(%)	5.21	5.53	5.58	5.16	5.50
人均GDP(美元)	10,608.16	8,899.98	9,510.19	14,354.82	15,997.03
财政盈余/GDP(%)	-1.47	-3.66	-3.37	-1.07	-1.16
政府债务/GDP(%)	17.44	15.67	15.91	15.64	12.70
财政收入/政府债务(%)	190.83	209.33	199.65	216.05	263.23
外债总额/GDP(%)	33.92	40.13	37.88	29.03	31.73
CAR/外债总额(%)	90.86	74.21	84.94	104.73	89.38
外汇储备/外债总额(%)	83.52	73.47	71.06	64.35	69.92

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:

张强 张正一

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₊。该评级结果表明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, 俄罗斯经济摆脱衰退、恢复增长, 通胀压力也大幅下降, 但人口老龄化带来的巨额养老金问题给政府财政带来沉重负担, 劳动力人口的不断减少也在一定程度上制约了俄罗斯未来经济增长。2017年, 宏观经济环境的大幅改善提升了俄罗斯国际竞争力, 人均GDP出现了近5年以来首次上升, 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, 银行业资产质量和盈利能力也出现下降。国际油价的走高使得俄罗斯财政状况出现改善, 财政赤字水平大幅降低, 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, 俄罗斯进出口均出现了5年以来首次正增长, 经常账户也得到改善。外债水平明显降低, 且经常账户收入和外汇储备规模的大幅增长对外债提供了很好的保障。

优势

- 经济逐步恢复增长, 通胀压力大幅下降;
- 赤字水平大幅降低, 政府债务保持在很低水平;
- 得益于大宗商品价格回升, 进出口均出现了近5年来首次正增长, 经常账户也有所改善;
- 外债水平有所下降, 经常账户收入和外汇储备规模均有大幅增长, 对外债的保障程度有所增强。

关注

- 与西方国家关系不断恶化, 地缘政治风险较高, 美国和欧盟仍未解除对俄罗斯的制裁;
- 结构性改革进程缓慢, 现阶段经济和产业结构仍不甚合理;
- 银行业资产质量进一步恶化, 盈利能力也出现下降, 银行业整顿计划或将抬高中小银行违约可能性;
- 人口老龄化带来的巨额养老金问题给政府财政带来沉重负担, 劳动力人口的不断减少也制约了俄罗斯未来经济增长。

一、国家治理

普京成功连任总统；在新任期里，新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76.67%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65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。欧美经济制裁以国际油价断崖式下跌使俄罗斯经济遭受重挫，虽然俄罗斯在2017年摆脱了持续2年的经济衰退，通胀水平也降至历史最低点，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，自乌克兰危机以来，俄罗斯与西方国家关系不断恶化；俄罗斯前情报人员在英国中毒事件，也让俄罗斯与西方国家的关系再度陷入低潮；特朗普就任美国总统以来，美俄关系似乎有融冰迹象，但随着美国的“通俄门”调查以及在乌克兰与叙利亚等问题上的对立，美俄关系又再度降温至“新冷战形式”的对峙。俄罗斯外交遭到空前孤立。如何摆脱这种局面，是普京新一任期要继续解决的问题。

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。

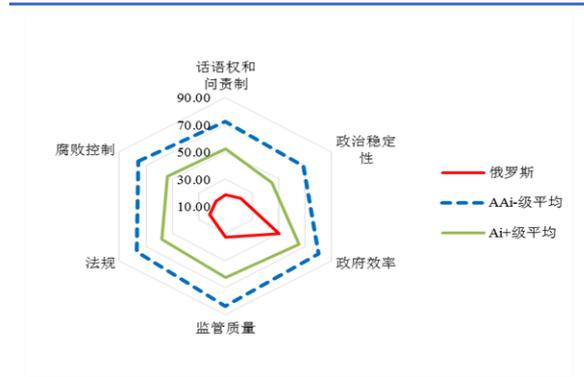
欧盟方面，今年7月，欧盟宣布延长对俄经济制裁到2019年1月，这是自2014年7月以来欧盟第6次延期对俄经济制裁。欧盟对俄的经济制裁主要针对金融、能源、防务以及军民两用产品等诸多领域。相较以往而言，此次延长制裁不仅继续囊括传统经济领域，而且对军用资源和产品等方面也出台了相关制裁措施。俄罗斯方面在宣布采取反制裁措施的同时，将目光转向东亚、南非等市场，希冀寻求新的可替代选项，借此减少对欧盟的过度依赖，抵消制裁产生的负面影响。

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27.12，较上年（25.98）有所改善。由于接连不断的军事冲突以及恐怖主义袭击事件频发，俄罗斯的“政治稳定性”指标得分依旧是表现最差的指标之一。由于俄罗斯对叙利亚巴沙尔政权的强力支持以及军事介入叙利亚，近年来俄罗斯面临“伊斯兰国”的恐怖威胁大增。2017年俄罗斯共阻止了61起恐怖袭击，其中18起为大型恐怖袭击，还制止了56个隐秘涉恐团伙的活动。

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。仅2017年前9个月，俄罗斯就有超过1.3万人被卷入腐败犯罪，其中上千人在行政或立法机构任职，150多人为联邦机构官员。2018年1月1日，俄罗斯一项新法律生效，因腐败性质罪行而被解职的官员将在5年内被列入“黑名单”而无法再次进入国家机构。这是把腐败官员从国家机构清理出去的一个实际步骤。俄罗斯之前颁布过的各种反腐败法律法规均效果不佳，此次的“黑名单”法规能否奏效还有待观望。总体看，俄罗斯的国家治理能力较差，明显低于AA_i-级和A_i+级国家平均水平。

图1：2017年俄罗斯国家治理能力



数据来源：世界银行

二、宏观经济政策与表现

随着国际油价走高，俄罗斯经济走出衰退泥潭，恢复缓慢增长

2017年，俄罗斯GDP总量为15,274.69亿美元，实际GDP增长率为1.55%，结束了持续2年的经济衰退，开始恢复缓慢增长。消费和投资成为拉动俄罗斯经济增

长的主要动力。具体来看，2017年俄罗斯最终消费支出同比增长1.82%，逆转了连续2年的负增长态势，居民消费支出同比增长了1.75%，政府消费支出同比增长了0.07%。投资方面，2017年俄罗斯投资总额增长了1.69%，为2013年以来首次实现正增长。进出口贸易表现方面，净出口同比下降了2.26%，对俄罗斯经济增长造成一定程度的拖累。

俄罗斯能够实现经济复苏的重要条件还是国际油价的走高。近年来，俄罗斯在OPEC面前的话语权显著增强，从2016年底开始实现了联合减产，帮助油价回升，以减轻产油国损失。

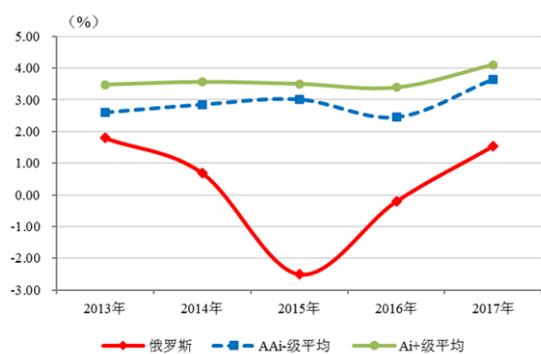
进入2018年以来，俄罗斯经济发展大致符合预期，1月~7月GDP较2017年同期增长了1.70%。但2018年俄罗斯经济增长仍面临一些不确定因素：美国发动贸易战对世界经济和俄罗斯经济的影响；美国出台的一系列对俄罗斯的新制裁措施也在一定程度上对俄罗斯商贸积极性造成了负面影响；金融市场波动加剧，资本外流加速，有价证券收益率上升等因素均对俄罗斯的经济增长构成了风险。2018年8月，俄罗斯总统普京签署了一项法案，规定从2019年1月起，将增值税税率从现行的18%提高至20%，这将对居民消费造成负面影响。考虑到上述因素的影响，2018年9月，俄罗斯经济发展部将2018年度GDP增速预期从1.9%下调到了1.8%，并将2019年度GDP增速预期从1.4%下调至了1.3%。

表 1：2013~2017 年俄罗斯经济表现

	2017年	2016年	2015年	2014年	2013年
名义GDP(万亿卢布)	92.08	85.92	83.39	79.20	73.13
实际GDP增速(%)	1.55	-0.20	-2.50	0.70	1.80
名义GDP(亿美元)	15,274.69	12,812.86	13,684.02	20,636.63	22,971.25
CPI增幅(%)	3.67	7.05	15.53	7.82	6.76
失业率(%)	5.21	5.53	5.58	5.16	5.50

数据来源: IMF

图 2：2013~2017 年俄罗斯实际 GDP 增长率



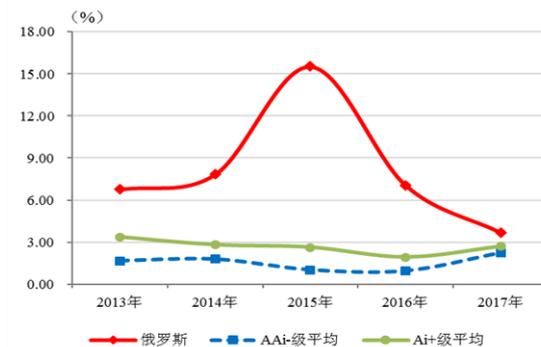
数据来源: IMF

通货膨胀率大幅下降至历史最低水平，俄罗斯通胀压力得到缓解

2017年，农产品供应的大幅增加以及卢布升值使俄罗斯通胀压力得到缓解，2017年全年俄罗斯通胀率为3.67%，较2016年大幅下降了3.38个百分点，达到俄罗斯独立以来最低水平。前几年，受经济形势影响，俄罗斯通货膨胀率一直处于较高水平。

进入2018年以来，俄罗斯通货膨胀率继续保持在低位，1月~8月CPI同比仅增长2.44%，低于央行设置的4%的通胀目标。2018年9月，俄罗斯央行启动了2014年以来首次加息，将基准利率上调25个基点至7.50%。预计俄罗斯2018年全年通胀率将保持在3.8%~4.2%。从近5年的情况看，俄罗斯的通胀水平一直大幅高于AAi-级和Ai+级国家平均水平。

图 3：2013~2017 年俄罗斯 CPI 增长率



数据来源: IMF

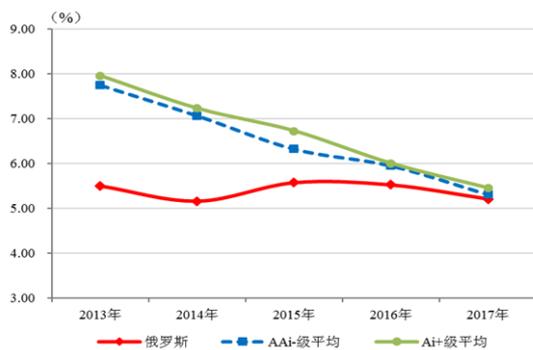
低生育率和人口老龄化问题不仅导致俄罗斯劳动力人口不断萎缩，巨额养老金还给政府财政带来沉重负担

2017年俄罗斯全年失业率为5.21%，较2016年有小幅下降，劳动力市场进一步改善。2017年俄罗斯失业率的下降并不完全与就业岗位的增加有关，相当程度上是其劳动适龄人口减少的结果。

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，同时领取养老金的人数不断增加。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年进一步上升了0.39个百分点，达到历史最高水平。人口老龄化问题的逐渐凸显还带来了养老金问题，前苏联时期遗留下的普惠性质的养老金体系早已入不敷出，用于弥补养老金缺口的国家储备基金也已基本耗尽。到2018年俄罗斯的养老金赤字预计将达2650亿卢布，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，俄罗斯宣布将进行养老金改革，根据 2018 年 8 月公布的最终养老金改革法案，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。新版法案在获得杜马和议会上院批准通过后，将提交普京签署，成为俄罗斯联邦法律。

图 4：2013~2017 年俄罗斯失业率



数据来源: IMF

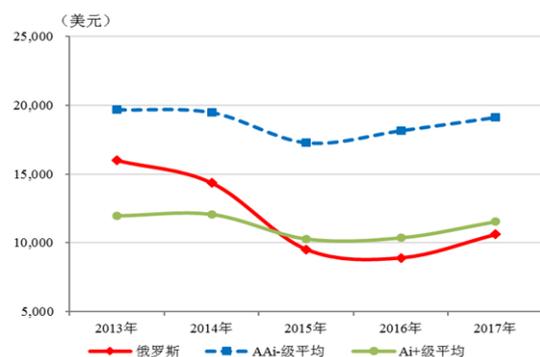
三、结构特征

人均 GDP 出现近 5 年内首次上升，但财富分布不均问题依然严重；宏观经济环境的大幅改善提升了俄罗斯国际竞争力

俄罗斯人均 GDP 在连续 3 年下降后在 2017 年出现上升，达到 10,608.16 美元，较 2016 年 (8,899.98 美元) 上升了逾 1,700 美元，与 Ai+ 级国家平均水平相当，但明显低于 AAi- 级国家平均水平。

与此同时，俄罗斯的财富分布不均问题依然严重，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%)。

图 5：2013~2017 年俄罗斯人均 GDP



数据来源: IMF

根据世界经济论坛发布的《全球竞争力报告》，2017 年俄罗斯的全球竞争力指数为 4.64，在全球 137 个经济体中排名第 38 位，较上年上升了 5 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。

受诸多因素制约，俄罗斯结构改革进程缓慢，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。2017 年，俄罗斯最终消费支出占 GDP 的比值约为 70%，基本与 2016 年持平，其中私人消费支出占 GDP 的比值约为 52%，政府消费支出占 GDP 的比值约为 18%；投资占 GDP 比值为 23.86%，较 2016 年上升了逾 1 个百分点；贸易顺差明显增加，净出口总额占 GDP 的比值小幅回升至 5.35%。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 4.01%、30.05% 和 56.18%。自 2008 年国际金融危机以来，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。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。

2017 年俄罗斯银行业资产质量进一步恶化，盈利能力也出现下降；银行业整顿计划有望加强对银行业的管理，但或将抬高中小银行倒闭或违约可能性

由于经营策略失当，2017 年 6 月，俄罗斯最大私人银行 Otkritie 开始出现存款大规模外逃现象，7 月份，该行储户抽离存款资金总额高达 74 亿美元，银行经营陷入困境。由于 Otkritie 是俄罗斯最具影响力的 10 大银行之一，对于俄罗斯银行业系统稳定性具有极端重要性，8 月底，俄罗斯央行宣布对 Otkritie 实施救助，Otkritie 成为首个接受救助的俄罗斯十大系统重要性银行。9 月下旬，俄罗斯央行再对商业银行伸出援手，宣布将俄罗斯资产排名第二的民营银行 B&N 国有化。

两家大型商业银行的崩溃，只是俄罗斯银行业当前面临严峻形势的一个缩影。2014 年以来，受油价暴跌、西方制裁、经济衰退等多重因素影响，俄罗斯银行业遭受巨大冲击，信贷资产开始不断恶化，不良贷款持续上升。截至 2017 年底，俄罗斯银行业的不良贷款率已经升至 5 年来最高水平 (10.00%)；资本充足率也较 2016

年下降了 1 个百分点至 12.07%。2017 年，俄罗斯央行连续 6 次调降基准利率至 7.75%，利率的不断走低在一定程度上削弱了银行业的盈利能力，总资产收益率（ROA）和净资产收益率（ROE）均较上年同期出现了不同幅度的下降（分别降至 1.01% 和 7.94%）。

为应对银行业的危机，俄罗斯央行采取“救大弃小”的策略。一方面，央行动用储备资金成立银行业稳定基金（BCF），向包括俄罗斯对外经济银行、俄罗斯外贸银行、Otkritie 银行、俄罗斯天然气工业银行和俄罗斯农业银行在内的一些大银行提供了援助资金。另一方面，央行成立风险资产管理部（RAD），对银行业进行清理整顿，撤销不符合资本金要求的银行牌照。2017 年 6 月，俄罗斯央行成立了存款保险机构（DIA），对俄罗斯的 27 家主要银行的存款保障方面进行监管。7 月，俄罗斯总理梅德韦杰夫签署政府决议，确立银行担保最高限额的制度¹，规定每家银行出具保函的最高限额以防控银行业风险。此举将进一步加强对于银行业的管理，并将持续清理不合格的金融机构。

根据央行的计划，对银行业的清理和整顿将持续 2~3 年，对资本充足率要求、存款保险制度以及担保限额等措施将至少执行到 2019 年，这将继续对面临困境的俄罗斯中小银行造成压力。预计 2017-2018 年俄罗斯央行仍将继续收紧对于银行业经营牌照的许可，中小银行未来出现倒闭或违约的可能性显著上升。

四、公共财政实力

国际油价走高大幅改善了俄罗斯财政状况，财政赤字水平大幅走低

多年来，能源收入一直占据着俄罗斯政府财政收入的半壁江山。得益于国际油价的走高，2017 年，俄罗斯一般政府财政收入同比大幅增长了 8.72% 达到 30.64 万亿卢布，财政收入增速较 2016 年（6.37%）进一步提升。财政支出方面，2017 年俄罗斯财政支出为 31.99 万亿卢布，仅同比增长了 2.12%，财政支出增速较 2016 年（6.88%）明显放缓。由于俄罗斯财政支出增速大于财政收入增速，2017 年俄罗斯财政赤字规模较 2016 年大幅下降了 57.06% 至 1.35 万亿卢布，财政赤字与 GDP 的比值为 1.47%，较 2016 年下降了 2.19 个百分点，低于 3% 的财政赤字警戒线，财政状况得到大幅改善。与 AAi- 级和 Ai+ 级国家平均水平相比，俄罗斯财政赤字水平略低。

¹ 根据决议，银行自有资本金处于 10 亿-250 亿卢布区间，担保额为资本金的 2%~10%，如资本金高于 250 亿卢布，可提供资本 5%~20% 的担保额度。

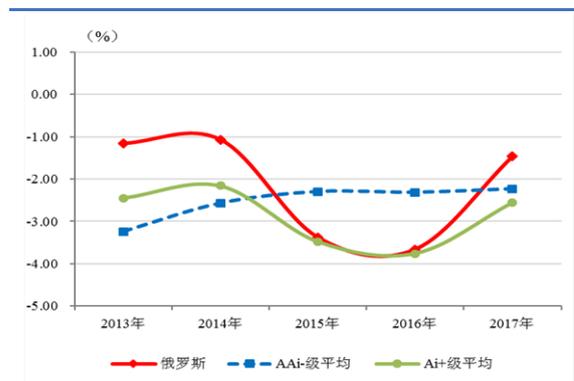
表 2：2013~2017 年俄罗斯政府财政表现

	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
财政收入 (万亿卢布)	30.64	28.18	26.49	26.77	24.44
财政收入/GDP (%)	33.28	32.80	31.77	33.80	33.42
财政支出 (万亿卢布)	31.99	31.32	29.31	27.61	25.29
财政支出/GDP (%)	34.74	36.46	35.15	34.86	34.58
财政盈余 (万亿卢布)	-1.35	-3.14	-2.81	-0.85	-0.85
财政盈余/GDP (%)	-1.47	-3.66	-3.37	-1.07	-1.16

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 6：2013~2017 年俄罗斯财政盈余/GDP



数据来源：IMF

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。

一般政府债务水平有所上升，但仍处于很低的水平，财政收入对政府债务的保障程度也很强

2017 年，俄罗斯一般政府债务水平有所走高。截至 2017 年底，俄罗斯的一般政府债务规模总额达到 16.06 万亿卢布，较上一年增长了 19.26%；政府债务总额与 GDP 的比值为 17.44%，较 2016 年上升了 1.77 个百分点。即便如此，俄罗斯政府债务水平仍然处在很低的水平。

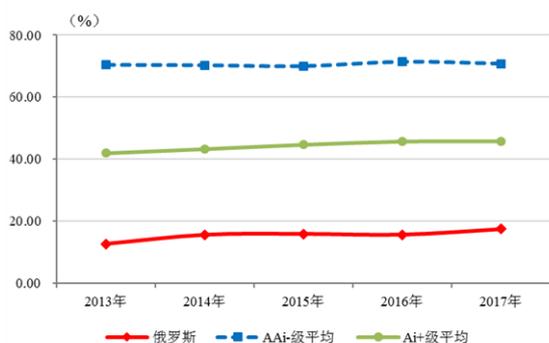
平，大幅低于 AA_i-级和 A_i+级国家平均水平。

表 3：2013~2017 年俄罗斯一般政府债务情况

	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
政府债务总额 (万亿卢布)	16.06	13.46	13.27	12.39	9.29
政府债务总额/GDP (%)	17.44	15.67	15.91	15.64	12.70
利息支出/GDP (%)	0.57	0.43	0.25	0.39	0.34
财政收入/政府债务总额 (%)	190.83	209.33	199.65	216.05	263.23

数据来源: IMF

图 7：2013~2017 年俄罗斯政府债务/GDP



数据来源: IMF

从财政收入对政府债务的保障能力来看,截至 2017 年底,俄罗斯财政收入相当于政府债务的比值为 190.83%,虽然较 2016 年有明显下降,财政收入对政府债务的保障能力依旧很强。

五、外部融资实力

得益于大宗商品价格的回升,2017 年俄罗斯进出口均转跌为升,贸易顺差有所增加,经常账户继续保持盈余且出现改善

2017 年,受大宗商品价格回升等因素的影响,俄罗斯进出口均出现了近 5 年来首次增长,其中进口总额为 3,269.50 亿美元,同比增长 22.89%;出口总额为 4,112.77 亿美元,较 2016 年增长了 23.73%,大于进口增速;因此,2017 年俄罗斯贸易顺差较 2016 年增长了 27.14% 达到 843.27 亿美元。

经常账户收入方面,2017 年俄罗斯经常账户继续保持盈余,经常账户收入为 4,707.28 亿美元,较 2016 年增长了 23.37%,逆转了近年来经常账户收入持续减少的境况;经常账户盈余为 354.37 亿美元,经常账户盈余与 GDP 的比值为 2.32%,较 2016 年增长了约 0.41 个百分点,经常账户出现改善。

国际投资净头寸方面,俄罗斯一直为净债权国。

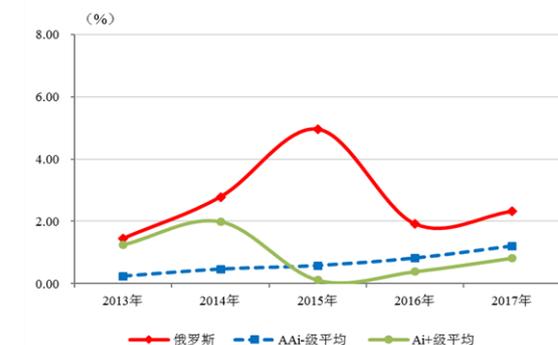
2017 年由于俄罗斯的外部增产增速 (8.64%) 大于其外部负债增速 (4.47%),俄罗斯的国际投资净头寸出现上升。截至 2017 年底,俄罗斯国际投资净头寸为 2,718.73 亿美元,国际投资净头寸与 GDP 的比值为 17.80%,较 2016 年增加 1.32 个百分点。

表 4：2013~2017 年俄罗斯经常账户及国际投资情况

	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
进口额 (亿美元)	3,269.50	2,660.61	2,817.89	4,288.98	4,696.51
出口额 (亿美元)	4,112.77	3,323.86	3,930.35	5,625.51	5,919.58
贸易差额 (亿美元)	843.27	663.25	1,112.46	1,336.53	1,223.07
经常账户收入 (亿美元)	4,707.28	3,815.54	4,403.24	6,273.66	6,514.67
经常账户余额 (亿美元)	354.37	245.17	677.77	575.13	334.28
经常账户余额/GDP (%)	2.32	1.91	4.95	2.79	1.46
国际投资净头寸 (亿美元)	2,718.73	2,110.92	3,317.28	3,101.05	1,854.83
国际投资净头寸/GDP (%)	17.80	16.48	24.24	15.03	8.07

数据来源: IMF

图 8：2013~2017 年俄罗斯经常账户平衡/GDP



数据来源: IMF

俄罗斯外债仍以直接投资公司间贷款和其他部门外债为主,一般政府外债负担不大;外债水平在连续 4 年上升后出现明显下降

截至 2017 年底,俄罗斯的外债总额为 5,181.03 亿美元,较 2016 年仅略微增长了 0.77%;外债总额相当于 GDP 的比值为 33.92%,较 2016 年下降了 6.21 个百分点。与 AA_i-级和 A_i+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直接投资公司间贷款和其他部门。截至 2017 年底,俄罗斯直接投资公司间贷款和其他部门外债在外债总额中的占比分别为 28.75% 和 38.64%;一般政府外债在外债总额中的占比为 10.74%,虽较 2016 年上升了逾 3 个百分点,但仍保持在较低水平。

从外债的期限结构来看,截至 2017 年底,俄罗斯

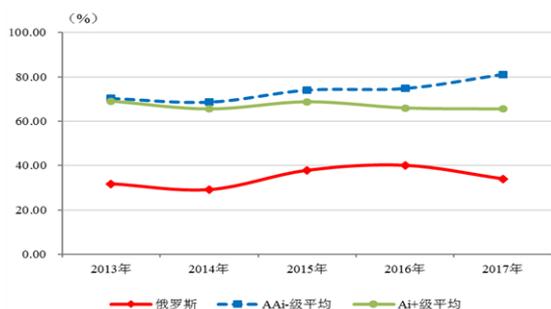
外债总额中短期债务的占比为 9.85%，较上年上升了 1.06 个百分点，但总体来看短期偿付压力不大。

表 5：2013~2017 年俄罗斯外债情况

	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
外债总额 (亿美元)	5,181.03	5,141.32	5,184.18	5,990.41	7,288.64
外债总额/GDP (%)	33.92	40.13	37.88	29.03	31.73
政府外债 (亿美元)	556.28	391.78	305.51	416.06	617.43
政府外债/外债总额 (%)	10.74	7.62	5.89	6.95	8.47

数据来源：世界银行

图 9：2013~2017 年俄罗斯外债总额/GDP



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，对外债的保障程度有所增强

2017 年俄罗斯经常账户收入相当于外债总额的比值为 90.86%，较 2016 年上升了 16.64 个百分点，经常账户收入对外债的保障能力有所增强。

外汇储备方面，截至 2017 年底，俄罗斯的外汇储备为 4,327.31 亿美元，较 2016 年增加了 14.56%，外汇储备与外债总额的比值为 83.52%，外汇储备对外债的保障能力也有所增强。

表 6：2013~2017 年俄罗斯外债保障情况

	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
外汇储备 (亿美元)	4,327.31	3,777.38	3,683.98	3,854.59	5,095.93
CAR/外债总额 (%)	90.86	74.21	84.94	104.73	89.38
外汇储备/外债总额 (%)	83.52	73.47	71.06	64.35	69.92

数据来源：IMF、世界银行

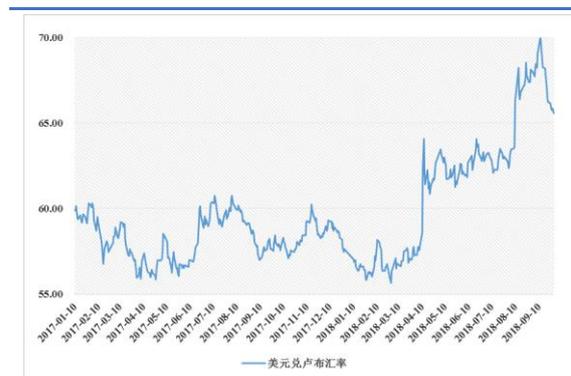
2017 年以来美元兑卢布汇率总体呈走低趋势，但 2018 年以来，受地缘政治局势恶化以及美国新一轮制裁等因素的影响，卢布大幅贬值，一定程度上削弱了俄罗斯外债偿付能力

2017 年以来，随着国际油价的回升以及俄罗斯经济复苏，卢布兑美元年内累计升值约 5%。进入 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。2018 年 1 月~9 月，卢布兑美元已经累计贬值 13.81%，与其他新兴市场国家相比，卢布贬值幅度较大。

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。但美国不断对俄罗斯实施新的制裁以及疲弱的国际原油价格仍然会使卢布继续承压，从而在一定程度上削弱俄罗斯的外债偿付能力。

图 10：2017~2018 年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，国内政局稳定。经济也摆脱衰退，有望继续增长。国际油价的回升使得政府财政状况得到大幅改善，政府债务水平保持在很低的水平。经常账户长期保持盈余，外债水平也相对较低，外债偿付能力很强。经综合分析，联合资信给予俄罗斯主权信用评级展望为稳定。

俄罗斯主要数据

项目	2017年	2016年	2015年	2014年	2013年
宏观数据					
GDP (亿美元)	15,274.69	12,812.86	13,684.02	20,636.63	22,971.25
GDP (万亿卢布)	92.08	85.92	83.39	79.20	73.13
实际 GDP 增速 (%)	1.55	-0.20	-2.50	0.70	1.80
CPI 增幅 (%)	3.67	7.05	15.53	7.82	6.76
失业率 (%)	5.21	5.53	5.58	5.16	5.50
结构特征					
人均 GDP (美元)	10,608.16	8,899.98	9,510.19	14,354.82	15,997.03
第一产业在 GDP 中的占比 (%)	4.01	4.74	4.56	4.07	2.62
第二产业在 GDP 中的占比 (%)	30.05	29.28	29.78	27.90	28.21
第三产业在 GDP 中的占比 (%)	56.18	56.62	55.94	55.56	55.97
私人消费在 GDP 中的占比 (%)	52.01	52.19	51.97	53.05	52.60
政府消费在 GDP 中的占比 (%)	17.98	18.28	17.74	17.94	18.53
投资总额在 GDP 中的占比 (%)	23.86	22.83	21.88	22.24	23.13
净出口在 GDP 中的占比 (%)	5.35	5.17	8.04	6.41	5.39
进出口总额/GDP (%)	48.33	46.71	49.31	48.04	46.21
银行业不良贷款率 (%)	10.00	9.44	8.35	6.73	6.00
银行业 ROA (%)	1.01	1.20	0.23	0.95	1.87
银行业 ROE (%)	7.94	9.84	1.96	7.53	13.98
65 岁及以上人口在总人口中的占比 (%)	14.18	13.79	13.49	13.33	13.23
公共财政					
财政收入 (万亿卢布)	30.64	28.18	26.49	26.77	24.44
财政收入/GDP (%)	33.28	32.80	31.77	33.80	33.42
财政支出 (万亿卢布)	31.99	31.32	29.31	27.61	25.29
财政支出/GDP (%)	34.74	36.46	35.15	34.86	34.58
财政盈余 (万亿卢布)	-1.35	-3.14	-2.81	-0.85	-0.85
财政盈余/GDP (%)	-1.47	-3.66	-3.37	-1.07	-1.16
政府债务总额 (万亿卢布)	16.06	13.46	13.27	12.39	9.29
政府债务总额/GDP (%)	17.44	15.67	15.91	15.64	12.70
利息支出/GDP (%)	0.57	0.43	0.25	0.39	0.34
财政收入/政府债务 (%)	190.83	209.33	199.65	216.05	263.23
外部融资					
进口总额 (亿美元)	3,269.50	2,660.61	2,817.89	4,288.98	4,696.51
出口总额 (亿美元)	4,112.77	3,323.86	3,930.35	5,625.51	5,919.58
外贸顺差 (亿美元)	843.27	663.25	1,112.46	1,336.53	1,223.07
经常账户收入 (亿美元)	4,707.28	3,815.54	4,403.24	6,273.66	6,514.67
经常账户余额 (亿美元)	354.37	245.17	677.77	575.13	334.28
经常账户余额/GDP (%)	2.32	1.91	4.95	2.79	1.46
国际投资净头寸 (亿美元)	2,718.73	2,110.92	3,317.28	3,101.05	1,854.83
国际投资净头寸/GDP (%)	17.80	16.48	24.24	15.03	8.07
外债总额 (亿美元)	5,181.03	5,141.32	5,184.18	5,990.41	7,288.64
外债总额/GDP (%)	33.92	40.13	37.88	29.03	31.73
政府外债总额 (亿美元)	556.28	391.78	305.51	416.06	617.43

政府在外债总额中的占比 (%)	10.74	7.62	5.89	6.95	8.47
外汇储备 (亿美元)	4,327.31	3,777.38	3,683.98	3,854.59	5,095.93
经常账户收入/外债总额 (%)	90.86	74.21	84.94	104.73	89.38
外汇储备/外债总额 (%)	83.52	73.47	71.06	64.35	69.92

数据来源：世界银行、IMF、俄罗斯央行、俄罗斯联邦统计局

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。