

俄罗斯联邦

2021 年跟踪评级报告

本次评级结果¹:

长期本币信用等级: A_r+

长期外币信用等级: A_r+

评级展望: 稳定

上次评级结果:

长期本币信用等级: A_r+

长期外币信用等级: A_r+

评级展望: 稳定

本次评级时间: 2021 年 6 月 15 日

本次评级使用的评级方法、模型:

名称	版本
联合资信评估有限公司主权信用评级方法	V3.0.201910
联合资信评估有限公司主权信用评级模型(打分表)	V3.0.201910

注: 上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

分析师: 程泽宇 张敏

邮箱: 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 (100022)

网址: www.lhratings.com

本次评级模型打分表及结果:

本币指示评级	A _r +	本币评级结果	A _r +	
外币指示评级	A _r +	外币评级结果	A _r +	
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
政治经济表现	D	国家治理	F	
		宏观经济政策和表现	B	
		结构特征	F	
公共财政实力	a	财政收支及政府债务状况	d	
		政府债务负担	b	
		政府偿债能力	a	
外部融资实力	a	国际收支及外部债务状况	b	
		外债压力	a	
		外债偿付能力	b	
调整因素和理由				调整子级
--				--

注: 政治经济表现及相应各级因素由高到低分为 A、B、C、D、E、F 六个等级; 公共财政实力、外部融资实力及相应各级因素由高到低分为 a、b、c、d、e、f、g 七个等级; 模型内指标为五年加权平均值; 通过政治经济表现和公共财政实力矩阵分析模型得到本币指示评级结果, 结合外部融资实力表现得到外币指示评级结果

¹ 本评级结果为主动评级结果, 评级资料主要来源于公开信息, 与委托评级相比, 评级调查工作(可能无)和评级信息存在不充分局限性。联合资信不对评级报告所记载内容的真实性、完整性、及时性作任何保证。本评级结果和评级报告中记载的内容不应作为对任何投资行动的建议, 联合资信不对因使用此评级结果或评级报告中记载的内容所造成的任何损失承担任何责任。

评级概况：

联合资信评估股份有限公司（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₊，评级展望为“稳定”。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。

2020年，俄罗斯通过修订宪法强化了总统权力并取消了总统连任限制，国内政局总体保持稳定。受新冠疫情冲击、石油输出国组织（OPEC）及非OPEC产油国执行减产、国际油价大幅波动、欧美持续实施制裁等多重因素影响，俄罗斯实际GDP增速下降至-3.1%，但与欧美发达国家及大部分新兴市场国家相比，俄罗斯经济衰退幅度相对较小。受新冠疫情影响，俄罗斯人均GDP水平明显下降，银行业盈利状况也有所恶化，但在银行业监管要求放松的背景下，不良贷款率进一步降至8.8%。受政府推出大规模经济刺激计划影响，俄罗斯政府由财政盈余转为较大幅度赤字，赤字规模相当于GDP的比值达到4.1%，政府债务水平也上升至19.3%，但仍处于相对较低水平，财政收入对政府债务的保障能力极强。俄罗斯对外贸易及经常账户盈余均有所收窄，但得益于外汇储备的持续增长，俄罗斯外债偿还能力依然很强。

展望2021年，在新冠疫情逐步得到有效控制、国际油价持续回升的背景下，俄罗斯经济增速有望反弹至3.2%左右，但美联储货币政策可能提前收紧、与乌克兰持续冲突可能引发欧美进一步制裁等因素或将给俄罗斯经济增长带来一些不确定性。俄罗斯政府财政赤字水平有望收窄至2%以内，政府债务水平也有望维持在较低水平。尽管目前政府美元融资渠道受阻，但较大规模外汇储备将给俄罗斯外债的偿还提供有力的保障。

评级关键驱动因素

主要优势：

1. 尽管在新冠疫情的冲击之下政府财政状况有所恶化，但政府债务仍保持在很低水平，财政收入对政府债务的偿还能力极强

受新冠疫情引发的经济衰退、国际油价大幅波动等因素影响，2020年俄罗斯政府财政收入同比减少了5.5%，为近年来首次陷入衰减；另一方面。俄罗斯政府为抗击新冠疫情并提振经济，推出了总额约8万亿卢布的经济刺激计划，使得财政支出同比大幅增长11.8%。在此背景下，俄罗斯政府自2018年以来实现财政盈余后再度陷入赤字，财政赤字相当于GDP的比值达到4.4%，为近年来最高水平，但和AA₋级和A₊级国家平均水平相比，俄罗斯的财政状况仍相对较好。

为弥补财政赤字，2020年俄罗斯政府发行了大量国债用于融资，使得俄罗斯政府债务规模首次突破了20万亿卢布，政府债务水平也在2020年底达到19.3%，较上年末提高了5.5个百分点，但和AA₋级和A₊级国家平均水平相比仍处于很低水平。从财政收入对政府债务的保障情况来看，2020年俄罗斯政府财政收入相当于政府债务的比值达到179.3%，尽管较前几年200%以上的水平明显下降，但财政收入对政府债务的保障能力仍然极强。此外，俄罗斯政府还拥有充足的主权财富基金，规模高达1,766.4亿美元（截至2020年8月统计），在必要时可以为俄罗斯政府债务的

偿还提供有效的支持。

展望未来，俄罗斯政府计划在三年内拨款 39 万亿卢布用来落实国家目标和经济发展计划，预计未来政府支出仍将保持在较高水平，而财政收入在经济复苏及国际油价回暖的背景下有望恢复增长，财政赤字水平有望收窄至 2% 以内，政府债务则有望保持在 20% 左右的很低水平。

2. 对外贸易和经常账户保持盈余，国际投资净头寸大幅增长，外债维持在较低水平，规模较大的外汇储备为外债的偿还提供了充足的保障

受新冠疫情及国际油价波动影响，2020 年俄罗斯进出口双双出现大幅下降，且由于出口降幅（21.3%）显著高于进口降幅（13.7%），对外贸易盈余收窄至 744.3 亿美元，较上年减少逾 40%。受此影响，俄罗斯经常账户盈余也大幅收窄至 339.5 亿美元，相当于 GDP 的比值为 2.3%，较上年下降 1.5 个百分点，但在新冠疫情冲击全球贸易的背景下仍属于相对较好表现。从对外投资净头寸来看，俄罗斯长期保持净债权国地位，2020 年受储备资产大幅增长及欧美制裁下外资投资存量减少等因素影响，俄罗斯对外投资净头寸进一步扩大至 5,045.3 亿美元，相当于 GDP 的 34.2%，为近年来的最高值。

受欧美持续制裁影响，俄罗斯对外融资渠道不畅，外债规模也因此有所下降。截至 2020 年，俄罗斯外债总额达到 4,678.6 亿美元，较上年减少 4.8%，但在以美元计价的 GDP 总额大幅降低的背景下，外债总额相当于 GDP 的比值则较上年同期小幅上升 2.6 个百分点至 31.7%，但仍显著低于 AA_i-级和 A_i+级国家平均水平，且政府外债占比很低（14% 左右）。俄罗斯外汇储备持续开展“去美元化”进程，同时增加黄金、人民币等储备资产，截至 2020 年末俄罗斯外汇储备达到 5,957.7 亿美元，对外债的保障程度进一步上升至 127.3%，为外债的偿还提供了充足的保障。

主要关注：

1. 经济结构有待进一步改善，人均 GDP 水平偏低

长期以来，俄罗斯经济对大宗商品的依赖程度依然很高，尤其是油气产品，油气产业也在俄罗斯经济中占据重要位置。近年来，俄罗斯政府出台多项措施降低俄罗斯经济对油气产业的依赖，油气相关收入在政府财政收入中的占比已由 2010 年的 50% 左右降至 2020 年的 30% 左右，但仍是其财政收入的主要来源。2020 年受新冠疫情影响，国际油价出现大幅波动，对俄罗斯油气产业及整体经济都造成了较大影响。在全球疫情得到持续控制及全球经济复苏的背景下，未来一段时期内国际油价有望保持平稳，但欧盟可能实行碳税将给俄罗斯带来实质性风险，俄罗斯政府预计其或因此每年损失 1 万亿卢布（约合 135 亿美元）。在全球减排的背景下，俄罗斯降低油气产业依赖的趋势仍将持续，经济结构也有望进一步改善。

俄罗斯曾在国际油价处于高位时凭借大量油气产品出口积累了大量财富，人均 GDP 在 2012~2013 年一度突破 15,000 美元，但随着 2014 年以来国际油价的暴跌及俄罗斯卢布的贬值，俄罗斯人均 GDP 降至迅速降至 10,000 美元以下，随后又反弹至 10,000 美元上方小幅波动。2020 年，在经济陷入衰退及俄罗斯卢布全年贬值近 20% 的背景下，俄罗斯人均 GDP 降至 10,037.2 美元，显

著低于 AA_r-级和 A_r+级国家平均水平。尽管 2021 年以来俄罗斯央行已经两次加息来应对通胀压力并防范美元升值引发的资本外流，但未来美联储收紧货币政策可能会再度加剧俄罗斯卢布的贬值压力，对俄罗斯经济及人均 GDP 增长造成一定阻碍。

2. 国家治理能力较差，且面临较高的地缘政治风险

俄罗斯国内军事冲突不断且国内恐怖袭击事件频发，国内权力高度集中，腐败现象也较为普遍，使得其国家治理能力显著低于 AA_r-级和 A_r+级国家平均水平。2021 年 1 月，以支持反对派领导人纳瓦尔尼为主题的抗议游行在俄罗斯多个城市爆发，叠加新冠疫情对国民经济及生活造成的冲击，预计未来一段时间内俄罗斯民众对政府的信任度或将进一步下降，短期内俄罗斯政府治理水平得到明显改善的可能性不大。

从外部来看，俄罗斯面临较高的地缘政治风险。近年来俄罗斯和乌克兰之间的冲突不断，2021 年 4 月以来更是在乌克兰东部爆发了大规模军事对峙，导致两国关系进一步恶化。另一方面，俄罗斯和美国在中东等多个热点地区的博弈也有升级趋势，美国对俄罗斯的制裁依然持续，但近期拜登政府释放了一些善意，取消了对“北溪二号”项目的制裁，两国也将在 6 月中旬举办首脑峰会。在此背景下，俄罗斯面临的地缘政治风险有望得到一定缓和。

3. 银行业风险仍存，不良贷款率仍处于相对较高水平

2020 年，在新冠疫情严重冲击实体经济的情况下，俄罗斯银行业在央行的指导下通过债务重组、发放优惠贷款等方式满足了各类经济实体对资金的需求；银行业监管在疫情暴发的特殊背景下也有所放松，银行对于重组贷款可以暂时不用计提拨备。在此背景下，俄罗斯银行业相关风险总体保持稳定。截至 2020 年末，俄罗斯银行业资本充足率为 12.5%，较上年同期提升 0.2 个百分点，高于 8.0% 的最低资本充足率要求；不良贷款率为 8.8%，较上年同期降低 0.5 个百分点，但仍处于较高水平，银行业资产质量相对较差；在新冠疫情影响之下银行业的盈利能力也有所减弱，2020 年银行业利润总额为 1.6 万亿卢布，较上年同期减少 20% 左右，总资产收益率（ROA）和净资产收益率（ROE）分别为 1.7% 和 15.7%，分别较上年同期降低了 0.5 个和 4.0 个百分点。

总体来看，在新冠疫情的冲击下，俄罗斯银行业资本保持在充足水平，但盈利能力有所减弱，且不良贷款率仍处在相对较高水平，资产质量有待进一步改善。

评级敏感性因素

若发生（存在）以下任何情况，我们将考虑上调主权长期本、外币信用等级：

1. 经济对油气产业的依赖度明显降低，人均 GDP 水平显著提升；
2. 政府财政恢复盈余，偿债能力得到明显提升；
3. 国家治理能力持续提升，达到或接近相同信用等级国家平均水平。

若发生（存在）以下任何情况，我们将考虑下调主权长期本、外币信用等级：

1. 欧美采取的制裁措施大幅升级，对俄罗斯宏观经济及金融稳定性产生较大影响；
2. 政府持续实施宽松财政政策使得财政状况不断恶化，政府债务水平显著上升；
3. 资本加速流出并引发金融市场大幅震荡，汇率大幅贬值，对外债偿还能力产生较大影响。

附件 1:

表 1 俄罗斯 2016-2020 年主要数据

项目	2020 年	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年
宏观数据					
名义 GDP (万亿卢布)	106.6	109.2	103.9	91.8	85.6
名义 GDP (亿美元)	14,735.8	16,893.0	16,530.1	15,751.4	12,806.5
实际 GDP 增速 (%)	-3.1	2.0	2.8	1.8	0.2
CPI 增幅 (%)	3.4	4.5	2.9	3.7	7.0
失业率 (%)	4.9	4.6	4.8	5.2	5.5
结构特征					
人均 GDP (美元)	10,037.2	11,511.5	11,261.7	10,724.0	8,723.5
居民消费支出占 GDP 的比值 (%)	49.5	51.2	50.4	52.9	53.2
政府消费支出占 GDP 的比值 (%)	20.7	18.4	17.7	18.2	18.5
资本形成总额占 GDP 的比值 (%)	24.0	22.8	21.9	23.6	23.1
净出口占 GDP 的比值 (%)	5.0	7.6	10.0	5.3	5.2
第一产业占 GDP 的比值 (%)	-	3.4	3.4	3.6	3.8
第二产业占 GDP 的比值 (%)	-	32.2	32.8	30.7	29.2
第三产业占 GDP 的比值 (%)	-	54.0	53.5	56.0	57.0
产品税净额占 GDP 的比值 (%)	-	10.4	10.3	9.7	10.0
银行业资本充足率 (%)	12.5	12.3	12.2	12.0	13.1
银行业不良贷款率 (%)	8.8	9.3	10.1	10.0	9.4
银行业 ROA (%)	2.0	2.4	1.6	1.0	1.2
银行业 ROE (%)	17.5	19.5	13.0	7.9	9.8
公共财政					
财政收入 (万亿卢布)	37.0	39.1	36.9	30.6	28.2
财政收入/GDP (%)	34.7	35.8	35.5	33.4	32.9
财政支出 (万亿卢布)	41.3	37.0	33.9	32.0	31.3
财政支出/GDP (%)	38.8	33.9	32.6	34.8	36.6
财政盈余 (万亿卢布)	-4.4	2.1	3.0	-1.3	-3.1
财政盈余/GDP (%)	-4.1	1.9	2.9	-1.5	-3.7
政府债务总额 (万亿卢布)	20.6	15.1	14.1	13.1	12.7
政府债务总额/GDP (%)	19.3	13.8	13.6	14.3	14.8
财政收入/政府债务 (%)	179.3	259.6	261.0	233.1	221.7
外部融资					
出口总额 (亿美元)	3,791.2	4,817.6	5,085.6	4,104.8	3,323.5
进口总额 (亿美元)	3,046.8	3,532.5	3,435.8	3,272.5	2,661.0
净出口 (亿美元)	744.3	1,285.1	1,649.8	832.3	662.6
经常账户收入 (亿美元)	4,366.9	5,503.0	5,738.3	4,676.2	3,815.1
经常账户余额 (亿美元)	339.5	648.1	1,156.8	321.8	244.7
经常账户余额/GDP (%)	2.3	3.8	7.0	2.0	1.9
国际投资净头寸 (亿美元)	5,045.3	3,587.0	3,744.0	2,803.0	2,196.7
国际投资净头寸/GDP (%)	34.2	21.2	22.6	17.8	17.2

外债总额（亿美元）	4,678.6	4,914.2	4,546.8	5,181.0	5,141.3
外债总额/GDP（%）	31.7	29.1	27.5	32.9	40.1
政府外债总额（亿美元）	653.1	699.3	439.5	556.3	391.8
政府外债/外债总额（%）	14.0	14.2	9.7	10.7	7.6
经常账户收入/外债总额（%）	93.3	112.0	126.2	90.3	74.2
外汇储备（亿美元）	5,957.7	5,543.5	4,684.8	4,327.3	3,777.4
外汇储备/外债总额（%）	127.3	112.8	103.0	83.5	73.5

数据来源：世界银行、IMF、俄罗斯国家统计局、俄罗斯央行，联合资信整理

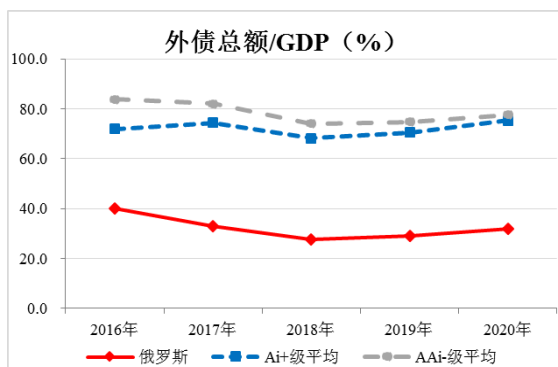
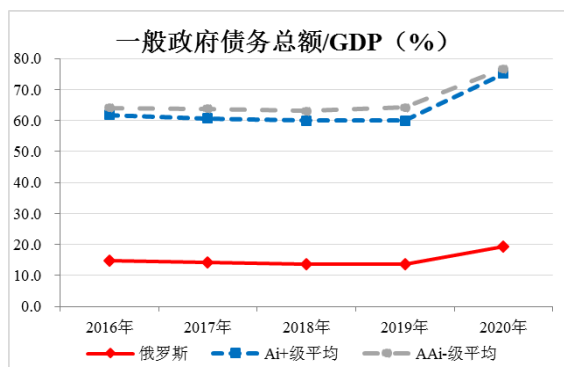
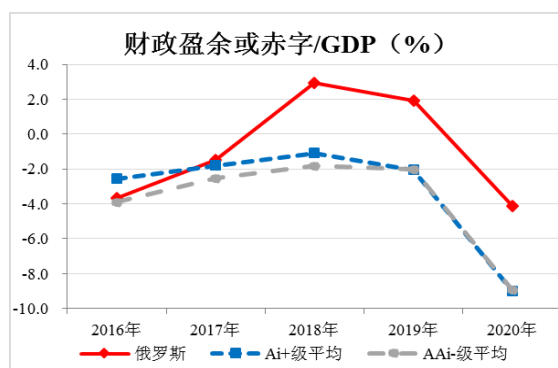
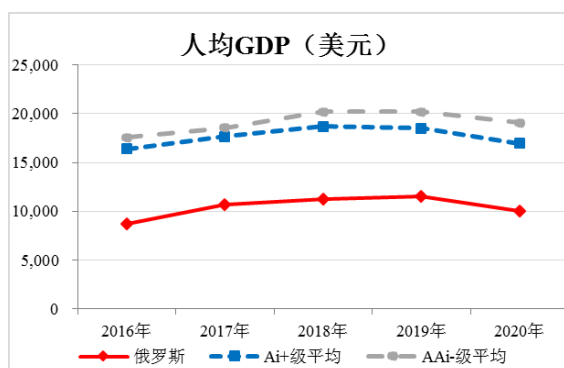
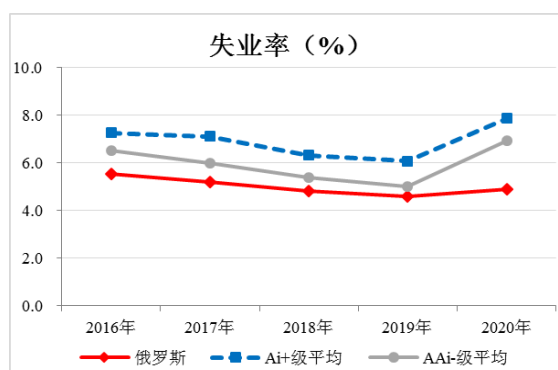
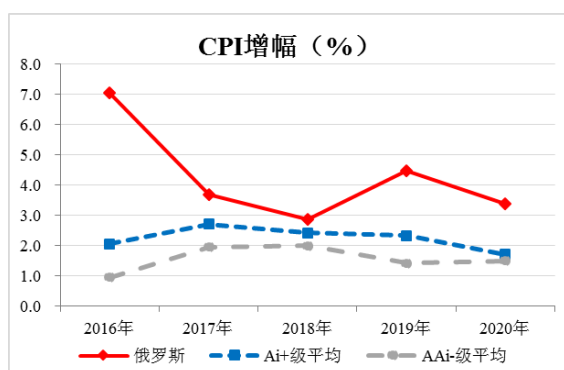
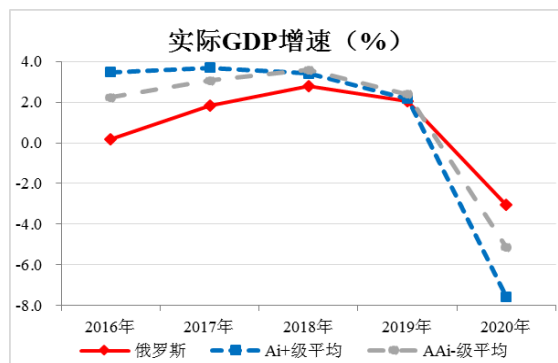
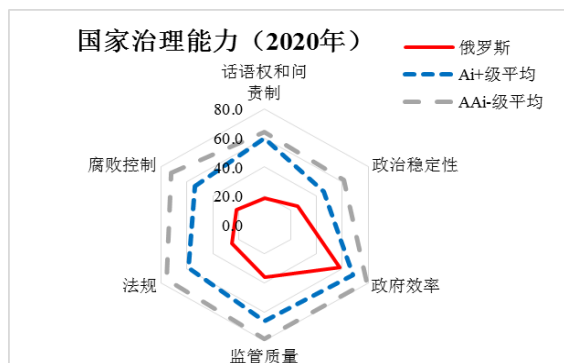
表 2 俄罗斯 2021-2022 年核心数据及预测

项目	2021 年一季度	2021 年预测	2022 年预测
实际 GDP 增速（%）	-	3.2	3.0
CPI 增幅（%）	5.6	4.5	4.0
失业率（%）	5.4	5.4	5.0
人均 GDP（美元）	-	11,600.0	12,000.0
财政盈余/GDP（%）	-	-1.8	-1.0
政府债务总额/GDP（%）	-	21.0	20.0
经常账户余额/GDP（%）	-	3.5	3.2
外债总额/GDP（%）	-	30.0	28.0

数据来源：历史数据来源于世界银行、IMF、俄罗斯国家统计局、俄罗斯央行，预测数据来源于联合资信

附件 2:

相近信用等级国家主要数据对比



数据来源: 世界银行, IMF, 联合资信整理

附件 3:

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	信用风险一般，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。

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
3. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。