

俄罗斯联邦

本次评级结果

长期本币信用等级：A₊

长期外币信用等级：A₊

评级展望：稳定

上次评级结果

长期本币信用等级：A₊

长期外币信用等级：A₊

评级展望：稳定

本次评级时间

2017 年 4 月 10 日

评级观点

联合评级于 2017 年 4 月 10 日对俄罗斯联邦（以下简称“俄罗斯”）的主权信用进行了跟踪，确定维持其长期本、外币主权信用的等级为 A₊，维持评级展望为稳定。

尽管受欧美国家制裁和油价下跌的影响，俄罗斯经济出现萎缩，普京的民众支持率依然很高，政局继续保持较高稳定；2018 年的大选，普金连任的可能性较大。乌克兰内部冲突在短期内解决无望地缘冲突风险不容忽略。国际石油的价格的企稳回升，使俄罗斯经济重新步入回升通道。因货币贬值造成的通货膨胀率上升得到有效控制，失业率维持稳定。高企的利率令企业难以承受，银行的不良贷款增加，资产质量和利润下降，银行系统风险有望在经济回暖中降低。反危机计划和经济下降行举措造成政府财政赤字上升较快，严厉的财政整固政策有望使得财政赤字在未来两年逐步降低。政府公共债务规模较低且结构较好，政府债务负担较轻。经常性账户保持盈余，外汇储备上升。国际石油价格的下跌和欧美国家的制裁将导致俄罗斯外债规模的下降，短期外债占国际储备比例较低。综上所述，联合评级认为俄罗斯具有较强的本、外币债务偿还能力，主权信用风险较低。

分析师：丁翔

邮箱：dingx@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层

<http://www.unitedratings.com.cn>

评级依据

尽管受欧美国家制裁和油价下跌的影响，俄罗斯经济出现萎缩，普京的民众支持率很高，俄罗斯国内政局继续保持较高稳定；2018 年的大选，连任的可能性较大

2014 年以来的国际石油价格下跌对严重依赖石油出口的俄罗斯经济带来比较大的冲击，居民的生活水平大幅度下降；而因乌克兰冲突导致的欧美国家对俄罗斯的制裁则进一步加剧了俄罗斯经济的萎缩幅度。在此情况下，俄罗斯的劳动争议有所上升，但并未扩展至政治层面，民众对普京总统的支持率一直保持在 88% 左右。经济的困难还使部分企业对于政府支持的依赖有所加剧，反而在一定程度上增强了普京对于政局控制力。反对派力量在政府的持续打压下严重边缘化，无力进行像样的政治动员，俄罗斯的政局因此维持在稳定的状态。

普金政府的强势对外政策强化了执政基础，2016 年 9 月，俄罗斯国家杜马选举中其领导的统一俄罗斯党继续维持了多数席位，普京总统的本届任期至 2018 年止。普遍预计他将参加 2018 年的总统选举，谋求连任，并很有可能在第一轮中以绝对的优势胜出，连任总统。俄罗斯经济在未来两年的温和复苏将有助于普金顺利实现连任。一旦如此，这将有助于该国政策的持续性和稳定性，有利于经济的企稳和回升。

乌克兰内部冲突在短期内解决无望，损害了俄罗斯地缘政治的稳定性，地缘冲突风险不容忽视

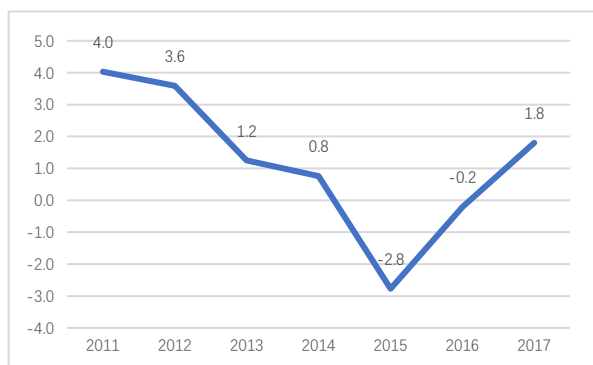
2015 年乌克兰对立双方签订的停火协议很难从根本上解决乌克兰的内部冲突。协议规定的政体改革，因给俄罗斯提供了影响乌

克兰国内政局的可能，所以在乌克兰遭到了广泛的杯葛。另一方面，俄罗斯也绝对不能接受一个亲西方的乌克兰政府存在，因此，目前乌克兰这种长期停火伴随着间歇式低强度冲突的局面可能会长期存在；而欧美对于俄罗斯的经济制裁措施预计也将继续，从而持续损害俄罗斯地缘政治的稳定性，地缘风险不容忽视。

国际石油价格的企稳回升，使俄罗斯经济重新步入回升通道

长期以来，俄罗斯经济和产业结构单一，经济增长过度依赖于能源，特别是石油的出口。2014 年下半年起，国际石油价格的大幅下跌给俄罗斯经济造成了严重冲击。面对外汇收入的急剧减少，政府不得不允许本币大幅度贬值以避免外汇储备的消耗，其后虽然实现了控制通货膨胀率和稳定汇率的基本目标，但经济增长受到了比较严重的影响，于 2015 年出现了 -2.8% 的收缩。

图 1：俄罗斯 GDP 增长率（%）



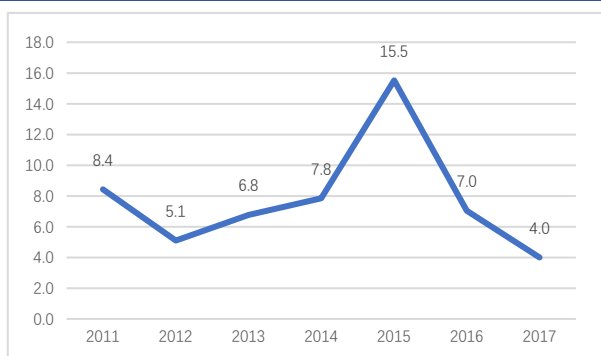
数据来源：联合评级主权数据库，EIU 数据库；2017 年数据为预测值

随着国际石油价格逐步企稳并于 2016 年初开始小幅回升，俄罗斯的经济已开始复苏，GDP 增速由 2015 年的 -2.8% 回升至 2016 年的 -0.2% 以后，预计 2017 年的经济增长率有望重回正值，且这种趋势有望在未来两年继续。

因货币贬值造成的通货膨胀率上升得到有效控制，通胀率回归正常水平，失业率维持稳定

2014 年下半年起的石油出口收入的下降，以及对西方报复性禁止进口主要食品迫使卢布大幅度贬值，从 2013 年末的约 30 卢布兑 1 美元贬值 2015 年的约 60 卢布兑 1 美元，至 2016 年中最高约 67 卢布兑 1 美元。卢布的大幅度的贬值导致了通货膨胀率的急剧上升，至 2015 年达到 15.5% 的峰值。随后，卢布汇率开始企稳，通货膨胀率随之开始下降，至 2016 年回落到 8.1% 的水平，未来两年，预计俄罗斯的通货膨胀率可以控制在 4% 左右的正常水平。

图 2：俄罗斯通货膨胀率（%）

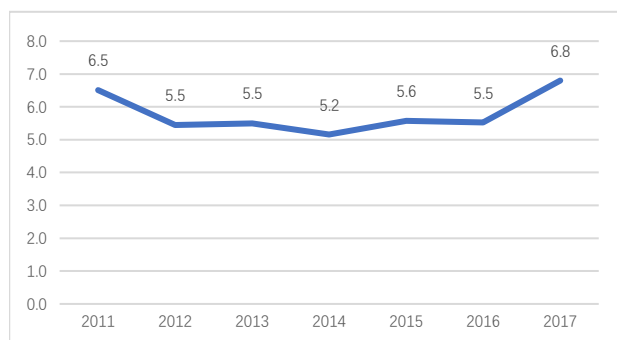


数据来源：联合评级主权数据库，EIU 数据库；2017 年数据为预测值

虽然经济增速下降，通货膨胀率走高，但俄罗斯的失业率基本维持了稳定。2016 年处于 5.5% 的较低水平。经济减速没有造成失业率大幅上升的主要原因在于：一是政府对相对重要企业的支持，二是俄罗斯企业普遍采用了降低实际工资水平而非裁员的方式来应对经济危机。但是，近期调查报告显示制造业和服务部门已经开始减少雇佣的劳动力，甚至裁员。从长期看，俄罗斯面临人口老龄化、劳动力不足和养老金不断上升等压

力。

图 3：俄罗斯失业率（%）



数据来源：联合评级主权数据库，EIU 数据库；2017 年数据为预测值

高企的利率令企业难以承受，银行的不良贷款增加，资产质量和利润下降，银行系统风险有望在经济回暖中降低

自乌克兰危机开始，欧美国家对俄罗斯发起了多轮制裁，俄罗斯经济开始下滑，货币贬值，通胀上升，外资出逃。为了应付这些状况，俄罗斯央行于 2014 年 5 次调高基准利率，最后至 17%。高企的利率使得部分企业难以承受，导致违约增加。受其影响，俄罗斯银行业的不良贷款率从 2013 年的 6% 上升至 2016 年的 9.16%，资本充足率则从 11.49% 下降至 9.35%。考虑到政府有足够的意愿和资源在银行可能出现危机时给予必要的支持，俄罗斯银行业风险爆发的可能性不大。

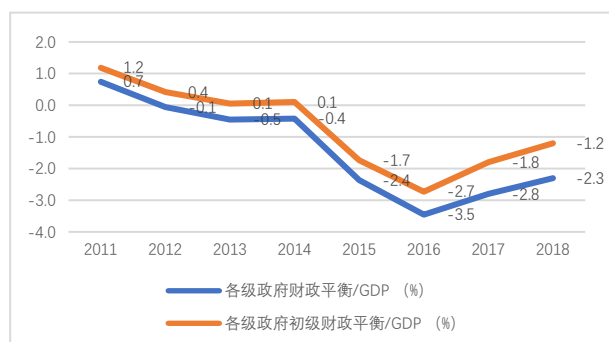
在汇率基本稳定后，俄罗斯央行从 2015 年起开始多次下调了基本利率，截止目前，已降到了 10% 的水平，贷款企业的负担有所减轻。未来两年，随着俄罗斯经济的逐步复苏，这一利率水平有望进一步降低。

反危机计划和经济的下降造成政府财政赤字上升较快，严厉的财政整固政策有望使得财政赤字在未来两年逐步降低

面对欧美国家的经济制裁，俄罗斯采取

了大量的反危机计划来支持战略性银行和企业；同时，走低的国际石油价格和外部融资渠道变窄使得俄罗斯的财政赤字在过去两年迅速上升。

图 4：俄罗斯财政和初级财政平衡/GDP (%)



数据来源：联合评级主权数据库，EIU 数据库；2017 年数据为预测值

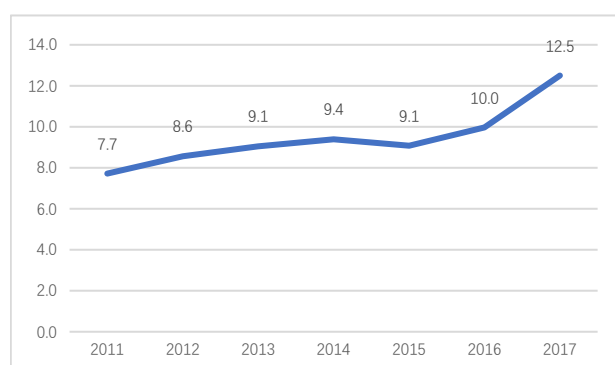
从 2014 至 2016 年，俄罗斯的财政余额占 GDP 的比重从基本平衡上升到赤字 3.5%，而且这还是在出售了俄罗斯石油公司部分股份情况下实现。如果剔除出售股份收入的因素，2016 年俄罗斯财政赤字达到了 GDP 的 4.4%，为 2009 年以来新高。财政赤字的缺口主要靠储备基金来支出。虽然俄罗斯储备基金和国家财富基金规模有所下降，但短期内仍可提供缓冲。同时，为了控制财政赤字，俄罗斯财政部决定采取整固政策，已确定冻结未来三年的财政支出。2017 年随着油价小幅回升，预计未来两年俄罗斯财政赤字占 GDP 的比重有望下降。

政府公共债务规模较低且结构较好，政府债务负担较轻

得益于前些年高企的国际能源价格和审慎的财政政策，俄罗斯的公共债务占 GDP 的比重长期维持在个位数，经济危机以来，这个比例有所上升，但依然控制在 10% 左右的水平，2015 年公共债务规模为 1,241 亿美元，占 GDP

比重的 9.1%，未来两年这个指标可能继续上升，至 14.3% 的水平，但还是远远低于 60% 的一般警戒线，不会形成财务风险。

图 5：俄罗斯公共债务占 GDP 比重 (%)

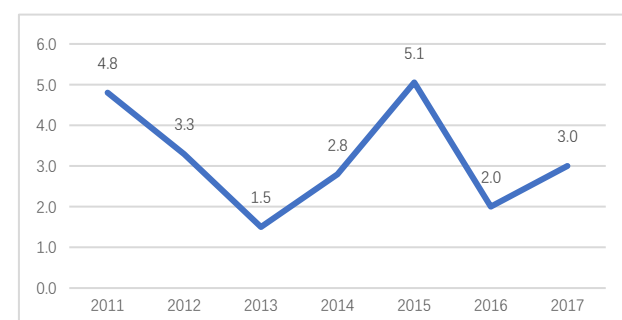


数据来源：联合评级主权数据库，EIU 数据库；2017 年数据为预测值

经常性账户保持盈余，外国直接投资呈下降趋势，外汇储备上升

尽管石油价格下降导致贸易账户顺差减少，但 2014 年和 2015 年卢布的持续贬值增加了俄罗斯商品的出口竞争力，抑制了进口需求，使俄罗斯在经济困难的条件下维持了经常性账户的盈余。2015 年俄罗斯经常账户盈余进一步扩大至 667.5 亿美元，占 GDP 比重的 5.1%。随着国际能源价格于 2016 年底开始小幅回升，预期未来两年俄罗斯的经常性账户盈余将继续上升。

图 6：俄罗斯经常性账户余额占 GDP 比重 (%)

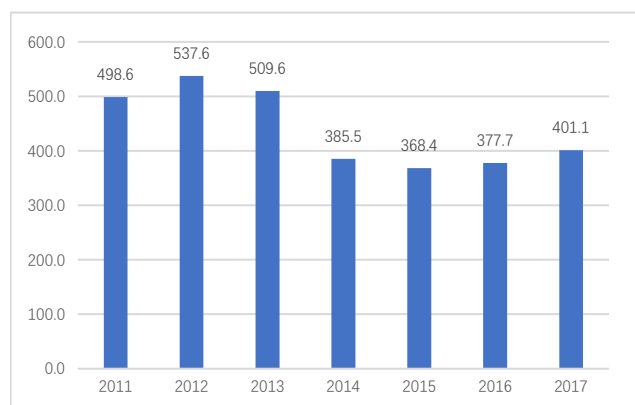


数据来源：联合评级主权数据库，EIU 数据库；2017 年数据为预测值

受益于俄罗斯经济开始恢复性增长，外国直接投资也有望摆脱前两年持续下降的局面，但由于欧美国家的制裁措施短期内放松的可能性较小，出于避险的考虑，投资的规模在未来两年难以恢复至乌克兰危机以前的高峰水平。

随着经常账户和资本账户盈余的回升，俄罗斯的国际储备从 2016 年起也转为回升，未来两年有望继续保持回升态势。

图 7：俄罗斯国际储备（十亿美元）

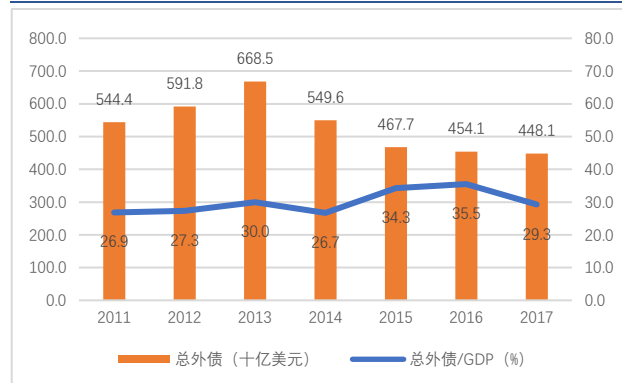


数据来源：联合评级主权数据库，EIU 数据库；2017 年数据为预测值

国际石油价格的下跌和欧美国家的制裁将导致俄罗斯外债规模的下降，短期外债占国际储备比例较低，短期偿债风险不高

国际石油价格的下降减少了俄罗斯的外汇收入，而欧美国家的制裁，在很大程度上将制约俄罗斯的外资融入渠道。在这两个因素的共同作用下，俄罗斯的外债呈持续下降的趋势，使得俄罗斯外债水平从 2013 年的 6,685 亿美元逐步下降至 2016 年的 4,541 亿美元；但由于卢布贬值，占 GDP 的比重从 30.0% 上升至 35.5%。未来两年，随着国际石油间隔的企稳回升，外债规模的下降速度将有所减缓，而占 GDP 比重，也会转为下跌，从 2016 年的 35.5% 至 2018 年的 28.1%。

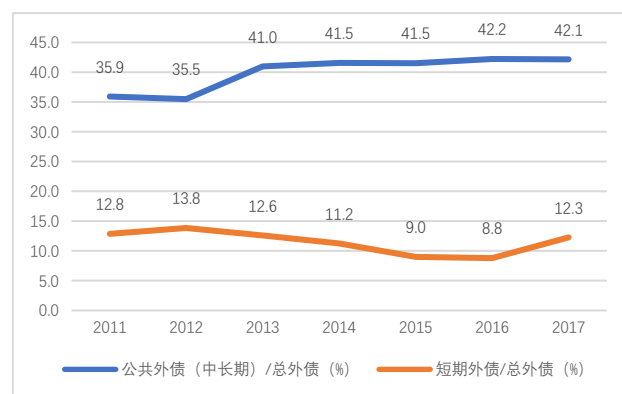
图 8：俄罗斯总外债及占 GDP 比重（%）



数据来源：联合评级主权数据库，EIU 数据库；2017 年数据为预测值

2016 年底，俄罗斯的中长期公共外债占外债总额的 42.2%，短期外债占总外债的比例较低，为 8.8%。尽管卢布贬值带来偿债成本增加，但俄罗斯较高的外汇储备和经常账户的大额顺差，使得短期偿债风险不高。

图 9：中长期公共外债和短期外债占外债总额比重（%）



数据来源：联合评级主权数据库，EIU 数据库；2017 年数据为预测值

展望

综合以上，中期内，存在对俄罗斯有利的一些因素，包括政局有望保持稳定；国际石油价格的回升将促使俄罗斯的经济重新回到增长的轨道；严厉的财政整固政策将致使财政赤字占比下降，公共债务因此有望控制在较低水平；经常性账户可继续保持盈

余；外债和外部融资的规模均呈现下降的趋势。与此同时，一些不利因素中期内也将继续存在，包括经济对于石油出口的依赖性还是很强，银行的不良贷款上升，资产质量和盈利水平的下降，外部融资渠道变窄，外国投资维持在较低水平，欧美国家制裁措施难

以取消，地缘政治不可能出现显著改观等。

有鉴于此，联合评级决定对于未来 1 至 2 年俄罗斯本、外币主权信用评级的展望为稳定。

俄罗斯主权信用评级关键数据

指标	2012	2013	2014	2015	2016	2017 ^f	中东欧 ^d	一带一路 ^a
名义 GDP（十亿美元）	2,026.5	2,166.8	2,226.6	2,059.4	1,363.8	1,280.4	731.7	404.1
人均 GDP（美元,PPP）	14,150.4	15,121.9	15,530.9	14,075.5	9,308.9	8,741.0	20,659.1	21,749.0
实际 GDP 增长率（%）	3.6	1.2	0.8	-2.8	-0.2	1.8	1.5	3.0
通货膨胀率（%）	8.4	5.1	6.8	7.8	15.5	7.0	3.7	5.5
国内信贷增长率（%）	26.8	20.0	21.3	16.0	17.7	6.1	6.0	15.9
M2 增长率（%）	21.0	12.2	14.7	1.5	11.3	9.2	8.3	11.4
各级政府财政平衡/GDP（%）	-0.1	-0.5	-0.4	-2.4	-3.5	-2.8	-2.2	-2.9
各级政府利息支付/GDP（%）	1.2	0.4	0.1	0.1	-1.7	-2.7	1.9	2.3
各级政府初级财政平衡/GDP（%）	0.4	0.1	0.1	-1.7	-2.7	-1.8	-0.3	0.2
各级政府总债务/GDP（%）	8.6	9.1	9.4	9.1	10.0	12.5	45.9	46.0
总外债/GDP（%）	27.3	30.0	26.7	34.3	35.5	29.3	76.9	72.8
短期债务/总外债（%）	13.8	12.6	11.2	9.0	8.8	12.3	19.1	20.9
经常项目余额/GDP（%）	3.3	1.5	2.8	5.1	2.0	3.0	-1.7	-0.9
国际储备/总外债（%）	4.8	3.3	1.5	2.8	5.1	2.0	38.7	128.0

数据来源：联合评级主权数据库, EIU 数据库；f 表示预测值；d 表示中东欧 19 国近五年均值；a 表示一带一路 57 国近五年均值