

俄罗斯联邦 2020 年度跟踪评级报告

项目负责人：张婷婷 ttzhang@ccxi.com.cn

项目组成员：于 嘉 jyu@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 5 月 6 日

评级观点：中诚信国际维持俄罗斯联邦信用等级为 **A_g**，评级展望为稳定。中诚信国际肯定了俄罗斯相对较大的经济规模、审慎有效的财政和货币政策、很低的政府债务负担以及较强的对外偿付实力带来的抗冲击作用。同时，中诚信国际关注到人口结构不利、投资不足背景下的潜在增长缓慢、商业环境面临压力以及潜在制裁构成的一系列限制对信用状况造成的影响。

概况数据

	2018	2019	2020E	2021E
实际 GDP 增长率 (%)	2.5	1.3	-1.0	1.9
通货膨胀率 (CPI, %)	4.3	3.8	3.5	3.9
一般政府财政余额/GDP (%)	2.9	1.9	-1.3	-0.4
一般政府债务/GDP (%)	14.5	15.3	17.0	17.2
一般政府利息支出/政府收入 (%)	2.5	2.1	2.8	2.8
经常账户余额/GDP (%)	6.8	3.8	-1.5	1.8

正面

- 1. 经济规模较大、财政和货币政策审慎有效，经济抗冲击能力较强
- 2. 政府债务负担很低
- 3. 外汇储备充足，对外偿付实力较强

关注

- 1. 人口结构不利、投资不足，潜在增长缓慢
- 2. 法治和腐败的薄弱评估给商业环境带来压力
- 3. 潜在制裁限制外国资本和西方技术的进入

评级展望

中诚信国际认为，俄罗斯联邦信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。尽管疫情爆发和油价急剧下跌将短期冲击俄罗斯经济和财政基本面、弱化经常账户表现，但较大的经济体量、良好的财政空间、持续稳健的宏观政策组合为俄罗斯提供了抗冲击能力。

- **可能触发评级上调因素。**如果有迹象表明疫情蔓延和油价下行态势得到快速扭转，政府能够继续建立财政空间和金融缓冲，中诚信国际将考虑上调俄罗斯的主权信用评级
- **可能触发评级下调因素。**如果俄罗斯疫情加速发酵，或者油价及外部环境出现超预期恶化，进而影响经济表现和公共财政，银行借贷能力受损、国内融资受限，中诚信国际将考虑下调俄罗斯的主权信用评级。

评级历史关键信息

俄罗斯联邦	
主体评级	评级时间
A _g /稳定	2020/05/06
A _g /稳定	2019/01/08
A _g /稳定	2018/03/02
A _g /正面	2016/08/26

主权评级观点

基础实力

经济实力

俄罗斯经济受到疫情爆发和油价剧烈下跌带来的较大下行压力，今年将大概率陷入萎缩，但较强的抗冲击能力有助于其抵御负面冲击、促进经济活动恢复

受到西方制裁以来，俄罗斯保持宏观政策稳健，2018 年经济录得 2.3% 的超预期增长。2019 年下半年在货币政策相对宽松、国家项目加快实施和 OPEC+ 延长减产等因素带动下，全年录得 1.3% 的小幅增长。2020 年初以来，新冠疫情爆发和油价急跌使得俄罗斯外部环境承压、经常账户呈赤字化发展，而内需、私人投资和公共部门支出亦受到较大程度制约，经济增长下行风险较大，4 月 PMI 指标已由 3 月的 47.5 降至 31.3 的历史低位，2020 年经济将大概率面临萎缩。然而，庞大的经济规模、相对富裕的人口、审慎有效的货币和财政政策以及非常低的政府债务负担赋予了俄罗斯经济较强的抗冲击能力，使得俄罗斯在抵御衰退方面处于相对有利的地位，而疫情蔓延和油价低迷态势有望在下半年迎来拐点，有利于经济活动的恢复，但具体时间和幅度仍取决于俄罗斯疫情进展及油价回升情况。

财政实力

俄罗斯财政实力保持强劲，2019 年起债务负担略有抬升，但财政状况将基本保持稳定

油价波动对俄罗斯经济表现和税收影响较大，2018 年起实施的财政规则和审慎的支出限制使政府得以隔离预算、减少油价震荡对财政指标的传导，叠加公共负债保持低位，使得财政表现具备弹性。俄罗斯财政常年保持小幅赤字，2018 年，油气收入增加使得财政状况扭转为 2.9% 的盈余，财政储备得以重建。2019 年起，增值税率抬升有利于增加政府收入，但欧美制裁压力有所加大。得益于油价

高于预算制定标准、财政立场大致中立，2019 年仍然录得 1.9% 的盈余。由于疫情爆发和油价急跌，预计俄罗斯今年预算暂时进入赤字状态，国家项目的推进实施亦将受到影响，但后期将恢复至原定轨道。俄罗斯政府债务负担很低，一般政府债务占 GDP 的比重常年维持在 15% 左右，政府融资需求在 2018 年减速后随着国家项目和基础设施的发展而有所反弹，今年财政收支也将面临疫情相关的压力，但各指标预计仍将保持稳健。预计下半年起，疫情缓解和油价回升应有助于减轻财政负担，而政府计划继续减少外债、转向国内发行，使得融资流动性保持充足。

对外偿付

俄罗斯外债负担很小，2020 年虽然经常账户受到负面冲击，但整体对外偿付仍将保持强劲

俄罗斯经常项目收支常年处于盈余状态，经常账户盈余继 2018 年录得 6.8% 的阶段高点后，2019 年随着油价下行降低至 3.8%，预计 2020 年由于外需疲弱和油价急剧下行将录得小幅赤字，但 2021 年起将恢复盈余。外债水平自 2017 年来持续回落，外债占 GDP 的比重由 2016 年的 39.9% 快速下行至 2019 年的 30% 左右，短期外债占总外债的比重保持在 12% 以下，期限结构合理。外储相对丰富，2019 年末达到 5,543 亿美元，为 2014 年以来最高水平，外汇储备对外债的比例上行至 112.9%，同比上升约 10 个百分点，覆盖程度较高。预计 2020 年，新兴市场避险情绪或将对外部融资带来一定制约，但影响较为有限，俄罗斯对外偿付仍将保持强劲。此外，俄罗斯自 2008 年以来始终维持国际投资净头寸为正值，处于净债权人地位；2019 年，银行外债减少使得净资本流出同比下降约 60%，外部风险敞口进一步降低。

制度实力

俄罗斯制度实力一般，年初内阁更迭和宪法修改或为未来数年的经济政策和执政路线带来不确定因

素，中诚信国际将对此保持关注

面对 2014 年以来油价大幅下跌和西方制裁冲击，政府采取了包括汇率浮动等措施且执行有力，使经济从衰退中得到较快恢复，体现出较强的危机处理能力。目前，俄罗斯国内政治环境保持大致稳定，总统普京的支持率较高，在 2018 年 3 月份举行的总统选举中获得胜选。2020 年 1 月 15 日，普京提出了一套宪法改革方案并进行内阁轮换，但随后推出的修正案对 2024 年普京不再参加总统选举的预期进行了逆转。此次政府的突然更迭给经济政策的方向带来了一些不确定性，而拟议中的宪法修改概述了俄罗斯政治框架在 2021 年下届杜马选举前可能进行的调整，或将影响普京总统未来的执政路线。

事件风险

俄罗斯地缘政治不确定性将继续带来风险，银行业整体实力偏弱

目前而言，美伊对峙下以俄乌冲突为主的传统地缘冲突焦点已大幅转移至海湾地区，然而不排除西方制裁扩大可能。尽管金融缓冲有所累积、借贷需求保持低位和相应的反危机政策将使俄罗斯能够抵御制裁，但地缘环境的不确定性和年初以来的新兴市场动荡或将刺激资本外流，需关注相关因素对主权信用的或有负面影响。俄罗斯银行体系由政

府及央行控制的四家大型银行主导，政府资产占比从 2013 年底的 60% 增至 2019 年年中的约 70%。受制于国有银行的挤出效应，银行业整体实力偏弱。2020 年，预计经济疲弱将抑制企业信贷需求，而随着人均实际可支配收入下降，零售贷款扩张正导致风险累积，预计监管机构将实施政策，预防家庭过度债务负担影响金融稳定。

评级展望

中诚信国际对俄罗斯主权评级展望为稳定。尽管疫情爆发和油价急剧下跌给俄罗斯经济带来短期冲击、弱化经常账户表现，但较大的经济体量、良好的财政空间、持续稳健的宏观政策组合为俄罗斯提供了抗冲击能力。

评级上调因素

如果有迹象表明疫情蔓延和油价下行态势得到快速扭转，政府能够继续建立财政空间和金融缓冲，中诚信国际将考虑上调俄罗斯的主权信用评级。

评级下调因素

如果俄罗斯疫情加速发酵，或者油价及外部环境出现超预期恶化，进而影响经济表现和公共财政，银行借贷能力受损、国内融资受限，中诚信国际将考虑下调俄罗斯的主权信用评级。

附：信用等级的符号及定义

主体等级符号	含义
AAA_g	受评对象的经济、财政实力极强，融资渠道畅通，基本不受不利环境的影响，违约风险极低。
AA_g	受评对象的经济、财政实力很强，事件风险敏感性很低，中期内没有重大清偿问题，违约风险很低。
A_g	受评对象的经济、财政实力较强，事件风险敏感性较低，中期内没有重大清偿问题，违约风险较低。
BBB_g	受评对象的经济、财政实力一般，不利环境在短期内不会影响债务的清偿，违约风险一般。
BB_g	受评对象的经济、财政实力较弱，目前没有明显的清偿问题和切实的调整能力，违约风险较高。
B_g	受评对象在不利环境的影响下，很有可能违约和/或支付意愿出现重大问题，违约风险很高。
CCC_g	受评对象在不利环境的影响下，极有可能违约和/或支付意愿出现重大问题，违约风险极高。
CC_g	受评对象在不利环境的影响下，基本不能保证偿还债务。
C_g	受评对象在不利环境的影响下，无法偿还债务。

注：除 AAA_g 级，CCC_g 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。