



# 俄乌冲突对俄罗斯债券市场及信用评级行业的影响和展望

联合资信 | 研究中心 | 主权部



联合资信评估股份有限公司  
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.

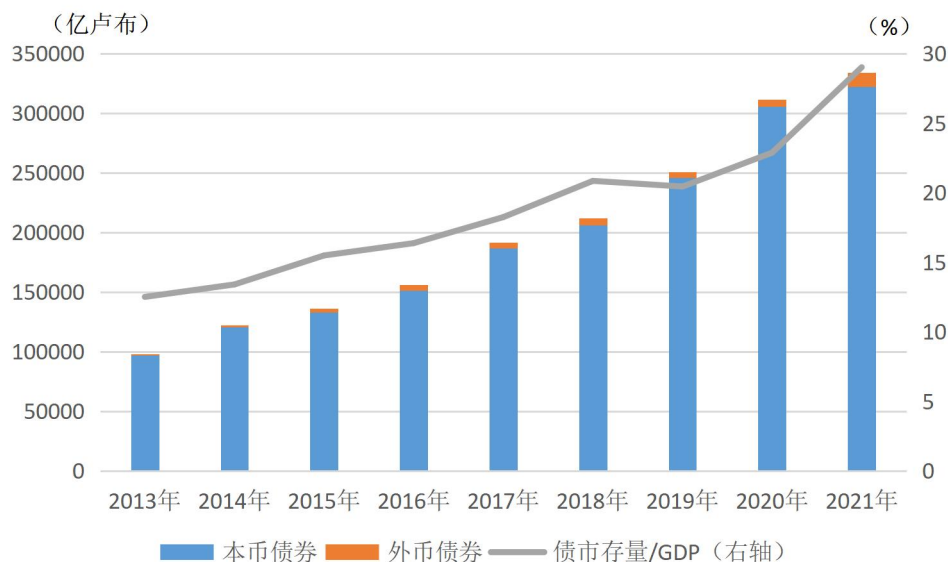


## 一、 俄乌冲突对俄罗斯债券市场的影响

### （一）俄罗斯债券市场规模较小，结构较为单一

与中国债券市场以银行间市场为主、交易所市场为辅的结构不同，俄罗斯债券市场以交易所市场为主，这主要是由于 2008 年全球金融危机之后，俄罗斯金融监管当局加大对场外市场的清理和整合，重点扶持实力较强的交易所市场。其中，莫斯科交易所（MOEX）已发展成为俄罗斯金融市场交易最为集中的场所，约 95% 的债券发行和交易集中于莫斯科交易所。监管方面，出于提高金融监管的有效性和稳定性的目的，2013 年开始俄罗斯央行对证券市场、保险市场、信贷市场等金融领域的经营活动实行统一监管。央行负责制定债券相关法规，并对债券发行以及金融机构的债券投资风险进行评估进行监控，对在莫斯科交易所进行的债券注册和交易活动进行监管。

近年来，俄罗斯债券市场发展较快，但债券市场规模仍相对较小。截至 2021 年底，俄罗斯债券市场存量规模达到 33.43 万亿卢布（约合 2.87 万亿人民币），较 2013 年底增长逾 3 倍，债券市场存量相当于 GDP 的比值也从 12% 左右上升至近 30%，但仍处于相对较低水平。分币种来看，俄罗斯债券市场以本币债券为主。截至 2021 年底，本币债券存量占 96.85%，外币债券存量占 3.15%。

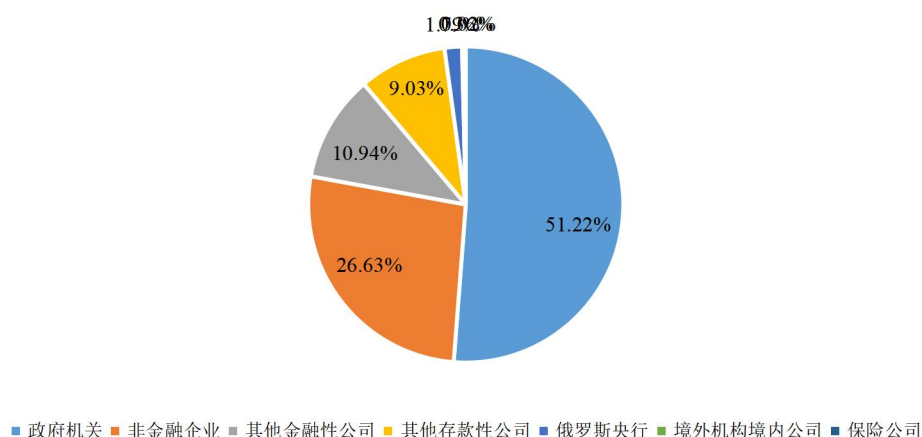


数据来源：俄罗斯央行

图 1.1 俄罗斯债券存量规模变化情况

从发行人结构看，以联邦政府为首政府机关是俄罗斯债券市场上的主要发行人，大部分债券由各级政府或政府类机构直接发行，或由政府提供显性或隐性的担保（如

国有或系统重要性机构发行的债券)。截至 2021 年末，政府机关债券余额占债券市场存量规模的 51.22%，非金融企业占比为 26.63%。从非金融企业内部来看，以石油、天然气为代表的制造业债券存量占比达到一半左右，其次为交通和仓储行业（占比 20%左右），其他债券存量占比较大的行业还有电力、信息通信、房地产等行业。



数据来源：俄罗斯央行

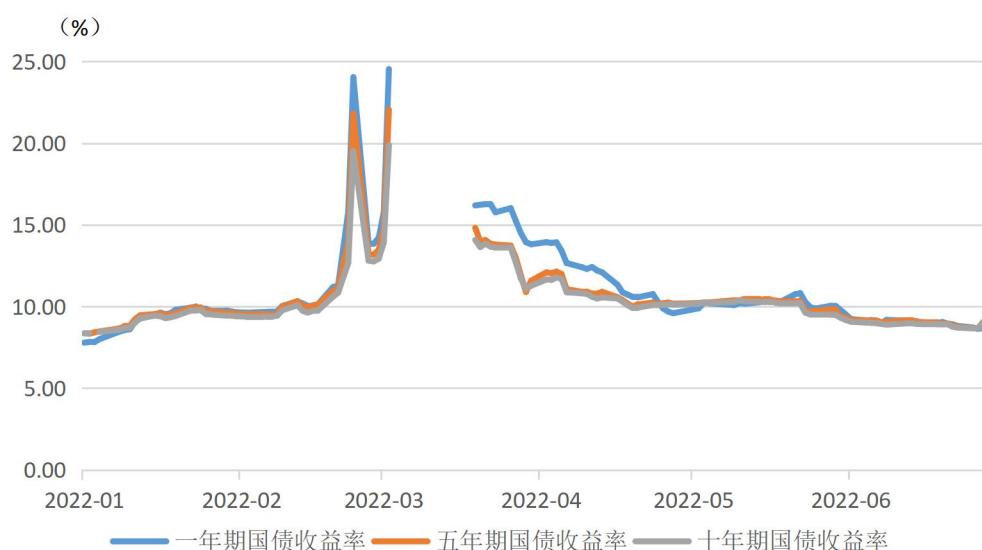
图 1.2 俄罗斯债券市场发行人结构（按 2021 年末余额统计）

## （二）俄乌冲突导致俄罗斯债券市场出现大幅波动，新发债券显著减少

2022 年 2 月俄乌冲突爆发后，欧美国家对俄罗斯采取了多轮制裁措施，其中涉及债券市场的措施主要包括限制俄罗斯主权债券交易、切断俄罗斯外债偿付渠道、禁止国际评级机构对俄罗斯相关债券评级等。为提振汇率并维护金融稳定性，俄罗斯采取了一系列反制裁措施，包括大幅提升基准利率、禁止外国人出售俄罗斯股票和债券并停止向其支付卢布计价的国债利息、暂停莫斯科交易所所有交易、固定国际评级机构出具的信用等级等。市场也开始大量抛售持有的俄罗斯主权及企业债券，导致相关债券流动性迅速减弱。根据 MarketAxess 统计，2022 年 2 月末至 4 月上旬俄罗斯主权债交易量较同期激增 35%至 70 亿美元。另据 MSCI 数据显示，截至 4 月下旬，俄罗斯主权债报价券商数量较俄乌冲突爆发前暴跌 80%，交易成本则较俄乌冲突爆发前激增 7 倍。

这些制裁、反制裁措施以及市场抛售行为加剧了俄罗斯债券市场的波动，俄罗斯各期限国债收益率在俄乌冲突爆发后持续飙升，至 2 月 25 日中短期国债收益率均突破 20%，随后随着俄罗斯公布一系列反制裁措施后回落至 15%以下，但欧美制裁措施持续出台以及国际三大评级机构纷纷大幅下调俄罗斯主权信用等级使得俄罗斯中短期国债收益率在 3 月 3 日再度突破 20%，随后莫斯科交易所暂停了国债交易，3 月

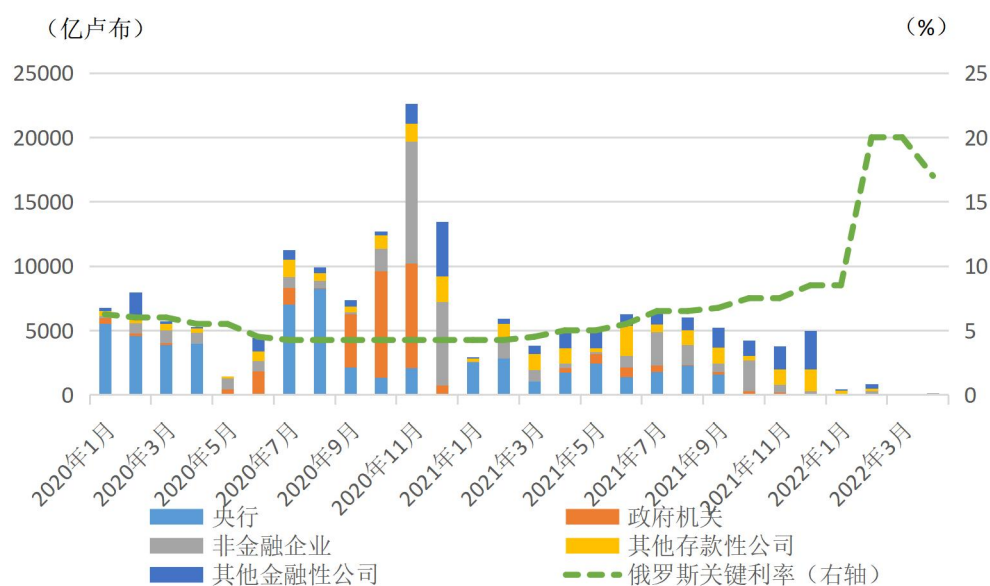
21 日重新恢复交易后国债收益率开始持续下行，至 6 月底已降至俄乌冲突爆发之前的水平。



数据来源：Wind

图 1.3 俄罗斯各期限国债收益率变化情况

从一级市场来看，俄罗斯央行大幅加息、国债收益率飙升、金融市场大幅波动等因素使得俄罗斯债券市场一级发行几近停滞，2022 年 2-4 月月度平均发行量仅为 360 亿卢布，仅为上年月度平均发行量的 7% 左右。具体来看，作为发行主力的政府机关及央行在 2-4 月仅新发约 130 亿卢布债券，仅为上年同期发行量的 2% 左右，非金融企业和金融机构新发债券规模也都出现了大幅下降。





数据来源：俄罗斯央行

图 1.4 俄罗斯债券市场新发债券情况

## 二、 俄乌冲突对俄罗斯信用评级行业的影响

### （一）俄罗斯信用评级行业概况

#### 1. 俄罗斯信用评级行业在西方制裁下不断发展

2014 年初，美国和欧盟指认俄罗斯“非法吞并”属于乌克兰领土的克里米亚，随即对俄实施制裁。随后国际三大评级机构分别多次下调俄罗斯主权信用等级和部分俄罗斯企业和地方政府的信用评级。2014 年 11 月俄罗斯央行法令第 3453-U 号生效，其中“为适用俄罗斯银行监管法案而使用信用评级的具体规定”一项表明，如果外国信用评级机构对信贷机构、其他法律实体、俄罗斯联邦、俄罗斯联邦的组成实体、市政当局以及它们发行的证券和其他金融工具进行评级，那么俄罗斯央行董事会可以根据相关法案确定上述评级的日期。

为打破国际三大在俄罗斯市场的垄断地位，2015 年 7 月 13 日，《关于俄罗斯联邦信用评级机构活动的联邦法》（俄罗斯联邦法律第 222-FZ 号）正式生效，该法规对俄罗斯信用评级机构提出了一系列监管需求，其中包括，俄罗斯本土评级机构的最低股本金额为 5000 万卢布。同时规定，位于俄罗斯联邦的外国信用评级机构的分支机构自被俄罗斯银行列入外国信用评级机构分支机构登记册之日起，有权按照俄罗斯银行规定的程序在俄罗斯联邦境内从事某些评级活动的内容，代表该外国信用评级机构分配、确认、审查和撤销信用评级和展望。

2015 年 7 月底，俄罗斯当局重新提出了建立本国信用评级机构的计划。俄罗斯央行表示，信用评级机构被视为金融市场基础设施的一个主要组成部分，其活动应能抵御地缘政治风险等。同年 12 月，俄罗斯正式宣布其本土信用评级机构 ACRA（Analytical Credit Rating Agency）成立。此后，俄罗斯多家本土评级机构向俄罗斯银行提出登记申请，2016 年 Expert RA 也被纳入评级机构注册名单。2019 年，又有两家本土评级机构 NCR（National Credit Ratings）和 NRA（National Rating Agency）的注册申请得到俄罗斯银行的批准。截至目前。经俄罗斯银行注册的本土评级机构有四家。

2016 年，俄罗斯通过了一项于 2017 年正式生效的、针对评级机构的法规，该法规要求国际三大评级机构只能通过由俄方监管的子公司发布评级，同时要求其子公司也需认同一些特定条件，其中包括发布的评级结果不能因外部政治压力撤回。但从总

体表现来看，俄罗斯这一措施的效用并不显著，根据俄央行的表述，其银行的某些监管方面仍在使用国际评级。

## 2. 俄乌冲突爆发后，俄罗斯监管积极减弱对国际评级的依赖，加强对本土信用评级机构的保护

自 2022 年 2 月 24 日俄乌冲突爆发以来，以美国、欧盟为首的多个西方经济体已经对俄罗斯采取了多轮制裁措施，3 月上旬，标普、穆迪和惠誉三大评级机构先后宣布暂停在俄罗斯的一切商业活动，且累计数次下调俄罗斯主权信用评级并撤销了部分被美国和欧盟制裁的重要俄罗斯企业的信用评级，之后，三大评级机构受欧盟委员会 2022/428 号条例<sup>1</sup>出台的影响，分别宣布将在限定日期之前撤销所有现存俄罗斯相关信用评级。

为应对本次信用评级制裁，俄罗斯央行积极调整对信用评级的监管要求<sup>2</sup>，对于国际评级的使用表现更为审慎，减轻国际评级对金融活动的影响，并从政策层面加强对本土信用评级机构的保护，并完善相关制度建设。2021 年 12 月，俄罗斯央行在信用评级机构活动专家委员会中已经提出了相关设想，其中包括：信用评级机构应独立验证其方法，并以规定的形式准备报告将其提交给俄罗斯央行；俄罗斯央行应建立关于信用评级机构所有评级行动的统一信息数据库；新的信用评级机构的加入等。

2022 年 6 月 10 日，俄罗斯央行进一步扩大了用于监管的信用评级机构范围，将 NCR 的银行和非金融企业评级结果以及 NRA 的银行评级结果纳入监管范围。此前，在监管方面，俄罗斯央行的监管依赖于 ACRA（全行业）和 Expert RA（全行业）的评级结果，NCR 出具的评级结果主要适用于监管保险公司的活动以及非合格投资者购买结构性债券。截至目前，俄罗斯所有信用评级机构均被纳入俄罗斯央行用于监管的信用评级机构范围，这将有助于推动俄罗斯本土评级机构发展，促进俄罗斯评级行业竞争。

### （二）俄罗斯信用评级机构业务发展情况

从评级业务量情况来看，截至 2020 年末，四家评级机构的合计信用评级结果为 1489 个，ACRA 和 Expert RA 两家评级机构占据了 97.31% 的评级业务市场份额。其

<sup>1</sup> 欧盟委员会当日发布的 2022/428 号条例，自 2022 年 4 月 15 日起，禁止欧盟内信用评级机构向任何俄罗斯国民、居住在俄罗斯的自然人在俄罗斯成立的任何法人、实体或机构提供信用评级服务以及与信用评级活动有关的任何订阅服务。该条例的出台意味着以三大国际评级机构为首的欧盟内营业信用评级机构必须撤销涉及俄罗斯主权及实体的所有信用评级，否则将面临失去欧盟营业资格的危险。

<sup>2</sup> 2022 年 2 月 25 日俄罗斯央行董事会决定根据第 3453-U 号俄罗斯银行法令中相关规定，固定由评级机构标普、惠誉和穆迪授予的截至 2022 年 2 月 1 日的信用等级。2 月 28 日，俄罗斯央行决定降低对列入清单 1 和清单 2 的俄罗斯联邦主体和市政当局的最低信用等级要求，以保障流动性供应。3 月 10 日，俄罗斯央行再次发布公告表示，为使信贷机构保持流动性充裕，俄罗斯央行将推迟在进行流动性操作时使用信用评级的过渡日期，将在回购交易和担保贷款业务中使用交易对手方信用评级的日期由 2022 年 4 月 1 日延迟至 2023 年 1 月 1 日。

中，Expert RA 市场占有率最高，为 49.16%；其次为 ACRA，市场占有率为 48.15%；NCR 占 2.28% 的市场份额；NRA 市场份额最小，仅占 0.40%。

截至 2020 年末，四家评级机构所评发行人合计 641 家，其中有 8 家发行人具有三评级，61 家发行人具有双评级。四家评级机构中，Expert RA 发行人评级市场占有率依然最高，为 67.71%；其次为 ACRA，市场占有率为 38.07%；NCR 和 NRA 合计占比 6.24%。截至 2020 年末，债券信用评级结果共计 771 个。其中 ACRA 市场占有率为 61.35%，Expert RA 市场占有率为 38.65%。

**表 2.1 2020 年末俄罗斯主要评级机构评级业务量情况**

	Expert RA	ACRA	NCR	NRA
<b>主体</b>	<b>434</b>	<b>244</b>	<b>34</b>	<b>6</b>
银行	137	84	19	0
地区	29	34	0	0
非金融组织	129	76	7	3
保险公司	61	10	6	3
金融机构	76	26	2	0
主权政府	0	5	0	0
境外公司	0	9	0	0
国内境外公司	2	0	0	0
<b>债项</b>	<b>298</b>	<b>473</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>总计</b>	<b>732</b>	<b>717</b>	<b>34</b>	<b>6</b>

数据来源：俄罗斯央行官网

从收入情况来看，2021 年，ACRA 和 Expert RA 的整体收入水平相对较高，其评级业务收入占比均超过 95%。其中，ACRA 总收入为 5.26 亿卢布（约合 4600 万人民币），评级活动收入为 5.01 亿卢布，占比 95.38%，其他服务收入为 0.24 亿卢布，占比 4.62%；Expert RA 总收入为 6.14 亿卢布（约合 5400 万人民币），评级活动收入为 5.85 亿卢布，占比 95.33%，其他服务收入为 0.29 亿卢布，占比 4.67%。2021 年，NRA 总收入为 0.33 亿卢布，总体收入规模较小。其中评级活动收入为 0.19 亿卢布，占比 56.48%，其他服务收入为 0.15 亿卢布，占比 43.52%，评级活动收入和非评级业务收入占比相差不大。

**表 2.2 2021 年俄罗斯主要评级机构收入对比（单位：亿卢布）**

	ACRA	Expert RA	NRA
--	------	-----------	-----

评级业务收入	5.01	5.85	0.19
非评级业务收入	0.24	0.29	0.15
总收入	5.26	6.14	0.33

数据来源：ACRA、Expert RA 和 NRA 年报

从分析师人数来看，2021 年，ACRA 参与评级的分析师共 95 人，在 3 家信用评级机构中分析师人数最多；Expert RA 和 NRA 的分析师人数分别为 43 人和 38 人，分析师人数相对较少。

从国际化情况来看，2018 年 5 月，ACRA 宣布已经完成对斯洛伐克欧洲评级机构（ERA）的收购交易，将其业务扩展到欧洲市场。2019 年 ACRA 发布的战略规划显示，该机构的国际战略侧重点已经由欧洲市场转向中国、印度和哈萨克斯坦等国家，并继续发展在欧盟的子公司 ERA。2019 年 ACRA 在哈萨克斯坦的分支机构正式开业并运营。但在 2021 年 1 月，欧盟监管机构 ESMA 撤销了对 ACRA Europe a.s. 的注册资质的认可，国际化进程受阻。

### （三）俄乌冲突之后俄罗斯评级机构的评级行动情况

俄乌冲突之后，国际三大评级机构多次下调俄罗斯主权及企业信用评级，并最终撤销信用评级。俄罗斯本土评级机构 ACRA 在 2022 年 6 月发布的研究报告中指出，国际评级机构在 2022 年 2-3 月进行的评级行动并不能反映俄罗斯发债企业真实的信用风险，而是受到地缘政治危机导致的国际主权级别上限下调的影响。而本土评级机构的信用评级是针对区域的信用评级，不会受到主权评级的影响，可以更好地反映发行人的信用质量信息。

根据 ACRA 在报告中的统计数据，2022 年 3 月-5 月，俄罗斯本土评级机构的评级行动中，仅 Expert RA 呈现信用级别下调趋势，且信用级别下调次数最多（19 次），同时 Expert RA 所评客户（15 次）也出现较多撤销评级的情况；ACRA 所评客户展望调整为“发展中”共 9 次，客户撤销评级有 6 次；其他评级机构所评客户的级别调整、展望调整和撤销评级数量均较少。

表 2.3 2022 年 3—5 月俄罗斯主要评级机构的评级行动（单位：次）

评级行动	ACRA	Expert RA	NCR	NRA
级别上调	2	3	2	0
级别下调	1	19	0	0
展望为“正面”	1	1	0	0



展望为“发展中”	9	1	2	0
展望为“负面”	1	2	0	0
根据客户要求撤销评级	6	15	3	0
新评级发布	12	11	1	5
<b>总计</b>	<b>32</b>	<b>52</b>	<b>8</b>	<b>5</b>
<b>信用评级组合</b>	<b>297</b>	<b>464</b>	<b>56</b>	<b>39</b>

数据来源：ACRA 官网

### 三、 俄罗斯债券市场及信用评级行业展望

从短期来看，俄罗斯债券市场融资功能有望逐步恢复，但新发债券规模预计仍将维持低位。通过采取大幅加息、资本管制、以卢布结算石油及天然气等措施，俄罗斯的“金融保卫战”已经取得了初步成效，美元对卢布汇率在 4 月下旬已降至俄乌冲突爆发之前的水平，较 3 月上旬创下的 120 左右的高点已下降逾三分之一，且此后一路持续下行至 50 左右，创下近 7 年以来的最低水平。在此背景下，俄罗斯央行在 4-6 月期间连续 4 次降息，将基准利率从 20% 的高位降至与俄乌冲突爆发之前相同的水平（9.5%），俄罗斯各期限国债收益率也降至 10% 以下。得益于基准利率的下降及金融市场的趋稳，再加上西方融资渠道的关闭使得国内融资需求有所增加，俄罗斯债券市场融资功能有望得到逐步恢复。另一方面，作为债券市场发行主力的俄罗斯财政部在 4 月末表示，2022 年不打算在国内或国外市场发行任何国债，因此预计 2022 年下半年俄罗斯债券市场新发债券规模仍将维持低位。受新发债券规模减少影响，俄罗斯本土评级机构短期内也将面临业务量下滑、收入下降等问题。

从中长期来看，欧美国家对俄罗斯的制裁措施预计将在相当长的一段时间内维持下去，俄罗斯的外部融资渠道也需要很长时间才能恢复，这将促使更多的俄罗斯发行人转向国内债券市场融资，再加上俄罗斯国债有望在 2023 年恢复发行，俄罗斯债券市场未来仍具有较大发展潜力。在此背景下，俄罗斯债券市场的发展将有助于带动俄罗斯本土评级机构评级业务量的增长，再加上国际评级机构的退出或将促使俄罗斯央行及财政部等相关机构加快完善相关监管制度体系，进一步降低对外国信用评级机构出具的评级结果的依赖性，俄罗斯央行也在从政策层面加强对本土评级机构的保护，俄罗斯本土评级机构将迎来新的发展机遇。但是考虑到俄罗斯央行在 2021 年 12 月提出新的评级机构的设想，未来或将出现新的本土评级机构，俄罗斯评级行业的竞争格局可能受到一定程度影响。此外，西方制裁将导致俄罗斯本土评级机构进入欧美市场

的进程被完全断裂，未来其业务经营范围或将局限在独联体之内。相比于欧美市场，独联体国家存在债券市场起步较晚、发展不完善等多种问题，同时债券市场规模也相对较小，虽然目前 ACRA 已经在哈萨克斯坦设立了分支机构，但如果未来俄罗斯本土评级机构全面进入独联体市场，或将面临行政审批手续复杂、业务开展受限、成本远远超出收入等多种问题。