

# 通过美国银行账户偿还债务受阻，俄罗斯主权违约风险再度上升

2022 年 4 月 4 日，俄罗斯政府根据合约规定需要支付一笔于当日到期的欧洲债券本金 20 亿美元（经俄罗斯财政部回购操作后当日只需偿付 5.5 亿美元）以及一笔于 2042 年到期的美元债券利息 8,400 万美元。同日，美国财政部宣布暂停俄罗斯政府通过美国银行进行主权债务支付，但将根据个案情况允许其利用此类资金进行美元计价主权债务的派息。此前，俄罗斯政府已委托美国代理银行摩根大通进行了 5 次主权债务利息支付，但在美国财政部发布最新规定后，摩根大通拒绝处理 4 月 4 日到期的俄罗斯主权债务本息支付，俄罗斯主权违约风险再度上升。

**俄乌冲突爆发以来，尽管欧美制裁措施使得俄罗斯外债偿付能力严重受损，但俄罗斯仍极力避免主权债务违约**

俄乌冲突爆发之后，欧美国家迅速推出多轮包括冻结俄罗斯央行海外资产、限制俄罗斯主权债券的发行及交易在内的数项制裁措施，导致俄罗斯政府约 3,000 亿美元外汇资产无法动用，俄罗斯外债偿付实力严重受损，俄罗斯政府也声称可能会用卢布偿还美元债务，市场对于俄罗斯主权违约的预期持续加深，并高度关注俄罗斯自俄乌冲突爆发后最近一笔美元主权债券的偿付情况。3 月 16 日，俄罗斯应支付两笔美元债券利息合计约 1.17 亿美元，并通过美国代理银行进行了支付，尽管制裁措施导致的技术原因使得债权人未能在当天收到利息支付，但大部分债权人在隔日或晚些时候收到了派息，短暂平息了市场对俄罗斯可能违约的担忧。随后，俄罗斯政府又通过了美国代理银行进行了数次主权债务派息，表明俄罗斯在困难情况下仍极力避免主权债务违约。

**通过美国银行账户偿还债务受阻使得俄罗斯主权违约风险再度上升，俄罗斯政府用卢布偿还美元债务或构成技术性违约，后续债务偿付存在较大不确定性**

根据美国财政部于 3 月 2 日发布的规定，美国投资者可以在 5 月 25 日之前收取来自俄罗斯财政部、俄罗斯央行及俄罗斯国家财富基金的债券本息以及股利。此项限期豁免政策本使国际投资者燃起短期内可以如约获得偿付的希望，但美财政部最新发布的限制处理禁令则让市场对俄罗斯可能触发违约条款的担忧再起。该政策不但让俄罗斯政府陷入消耗现有为数不多的美元储备、动用新增的外汇收入或者违约的选择难题，还使得其在 3 月出台的豁免政

策效力大幅削弱。美国财政部最新限制政策发布后，俄罗斯 5 年期 CDS 迅速跳涨逾 1,000 个基点并创纪录新高，表明市场预期俄罗斯触发主权债券违约条款的可能性已达到历史最高点。

俄罗斯财政部于 4 月 6 日表示，因美国代理银行拒绝了到期主权债务的支付委托，俄罗斯拟用卢布代替美元支付国际持有人债务本息。4 月 11 日，俄罗斯财政部长西卢安诺夫表示，如果西方国家试图迫使俄罗斯违约，俄罗斯将提起诉讼，“因为俄罗斯已采取一切必要行动确保投资人收到债务偿付”，其强硬表态暗示俄罗斯在被迫阻断通过美国银行账户进行偿付后或将坚持使用卢布履行支付义务。2014 年克里米亚事件后，俄罗斯政府为防范西方制裁对主权债务偿付的影响，在部分新发美元债券中加入了允许在极端情况下使用欧元、英镑、瑞士法郎甚至卢布偿还债务的条款。但由于在 4 月 4 日进行偿付的两笔债券均在 2012 年发行，且明确规定了必须用美元进行偿还，并没有包含允许使用卢布偿付的条款，因此俄罗斯此次用卢布偿付债务的行为或构成技术性违约。

自 1917 年布尔什维克革命以来，俄罗斯从未出现过外币主权债务违约，但在 1998 年发生过本币主权债务违约事件。由于在 4 月 4 日进行偿付的俄罗斯主权债券合约条款中均附有 30 天偿付宽限期，俄罗斯政府仍存在一定转圜余地，但若 30 天宽限期过后俄罗斯主权债券持有人仍未能以约定货币获得该笔派息，则意味着俄罗斯发生实质性违约，这也将是逾百年来首次外币主权债务违约。此次还本付息之后，俄罗斯政府还需在 5 月 27 日进行两笔外币主权债务派息，由于这两笔债券均包含卢布偿付条款，俄罗斯政府按时足额完成偿付的压力不大。但届时限期豁免政策已经逾期，俄罗斯政府或将在进行债务偿付时出现新的技术困难，目前俄罗斯尚未对如何支付 5 月 25 日之后的主权债务本息进行表态，后续债务本息偿付仍存较大不确定性。联合资信将持续关注俄罗斯主权债务后续偿付情况，并及时评估其对俄罗斯主权信用级别的影响。

### **俄罗斯政府或将长期被国际融资市场拒之门外，且重返之路预计将困难重重，俄罗斯政府用本币偿还外债行为可能会被俄罗斯企业及其他国家效仿**

俄罗斯目前仍有约 400 亿美元的外币主权债券尚未偿付，若发生正式违约将面临诸多困难，首当其冲便是其国际融资渠道。尽管在欧美国家各项制裁措施的限制下俄罗斯国际融资能力早已濒临消失，但如果俄罗斯出现主权违约，则意味着即使在将来欧美撤销对其制裁，俄罗斯从国际市场进行主要外币融资的希望仍将十分渺茫，且这种状态可能会持续很长时间。从历史结果来看，发生过主权违约事件的国家平均需要 5~6 年时间重返国际融资市场，俄罗

斯 1998 年发生本币主权债务违约后历经近 12 年才得以重回国际资本市场,但考虑到俄罗斯与欧美的不断升级的紧张关系、持续升温的地缘政治风险等因素,这次重返国际资本市场需要的时间可能会更久。

除了俄罗斯政府外,俄罗斯企业也将因主权违约事件严重承压。截至 2022 年 3 月 31 日,俄罗斯企业共有约 2,300 亿美元的卢布债券、约 860 亿美元的美金债券和价值约 140 亿美元的欧元债券尚未偿付。由于美国花旗银行拒绝了俄罗斯钢铁巨头谢韦尔钢铁公司(Severstal)的代理债务支付要求,导致应于 3 月 16 日获得派息的债权人在 5 天宽限期之后仍未收到利息,谢韦尔钢铁公司也由此成为俄乌战争爆发后首家出现违约的俄罗斯企业。与此同时,欧美持续加码的制裁措施将进一步限制俄罗斯企业未来一段时间内的外币债务偿付能力,俄罗斯政府以卢布偿还美元债务的处理方式可能会引发部分俄罗斯企业的效仿,俄罗斯企业的违约风险或将进一步上升。

此外,俄罗斯政府用本币偿还外债的行为也有可能引发部分国家的效仿,尤其是对于部分外债高企、外汇储备不足且政府偿债实力较弱的国家而言,用本币偿还外币主权债务以避免违约带来的好处不言而喻。持续的高通胀和突发的俄乌交战已使全球多国经济表现受到明显影响,黎巴嫩政府因流动性枯竭已于 4 月 4 日宣布破产,尽管其已与 IMF 签订了约 30 亿美元的初步协议用于外债重组、改革金融部门,但黎巴嫩政府未来是否有能力偿付该笔贷款仍未可知。除黎巴嫩之外,斯里兰卡、蒙古等国近期均陷入不同程度的经济困境,其中斯里兰卡年内需偿还外债约 70 亿美元,但其国内近期种种乱象均表明斯里兰卡经济已濒临崩溃,如果没有国际组织及时进行救助或进行债务重组,斯里兰卡按时足额偿付外债的可能性将不断下滑直至发生主权违约。如果这些国家也效仿俄罗斯选择以本币进行偿付外币债务,可能会使国际债券市场再添波澜。

**持有俄罗斯债券的债权人可能面临巨额损失,部分风险敞口较大的银行、资管及基金公司资产价值预计将大幅缩水,违约风险持续发酵可能会对部分地区的金融稳定性产生冲击**

俄罗斯外币主权债券约半数为国际投资者持有,贝莱德、资本集团以及富达等跨国资管公司均投资了大量俄罗斯外币国债。自俄乌交战以来,俄罗斯债券价格因战争风险和市场避险情绪激增一路跳水,目前个券价格仅为战争爆发之前的 10%左右。由于欧美制裁措施严重限制俄罗斯债券的交易活动,故债权人在制裁期间将无法出手所持有的俄罗斯债券,愿意接手的投资者也寥寥无几。受此影响,部分大规模持有俄罗斯债券的资管公司开始大幅减记

资产价值，部分银行也开始规划提高拨备计提标准，以避免因风险暴露过大造成无法挽回的损失。

自 1998 年以后，外国资管公司已经开始回撤在俄罗斯的资产规模，尤其是 2014 年克里米亚公投投入俄事件发生后，在俄罗斯存在风险敞口的外国资管公司纷纷加快了资金撤离速度，故因此次违约事件出现大型资管公司破产的可能性相对较小，但涉及相关风险的金融机构业绩表现预计将出现明显下滑。值得注意的是，目前全球约有价值 60 亿美元的俄罗斯主权债 CDS，一旦俄罗斯出现违约，这可能导致部分金融机构需要进行巨额赔付。即使俄乌冲突得以解决、欧美解除制裁，大型资管企业重新决定在俄罗斯进行资产配置时也将更加谨慎，这可能导致俄罗斯资产在国际金融市场无人问津的局面。

从中长期来看，购买了大量俄罗斯主权及企业债券的外国银行也可能因为俄罗斯违约面临一定的金融风险，尤其是欧洲地区银行。根据国际清算银行数据统计，欧洲地区银行是俄罗斯最大的债权人，其中法国的银行持有俄罗斯债券约 320 亿美元，意大利的银行所持俄罗斯债券近 300 亿美元，奥地利（约 220 亿美元）、美国（约 250 亿美元）和日本的银行（约 11 亿美元）也持有相当规模的俄罗斯债券。一旦俄罗斯在此次偿付中出现违约，并引发一系列连锁反应，将使持有俄罗斯债券的欧洲银行资产质量严重受损，并可能出现因个别银行风险控制能力较差导致金融风险传递并冲击整个欧洲金融系统的局面。