



俄羅斯債券訪談篇



Robert Burgess

投資分析員兼研究總監

駐於倫敦

俄羅斯揮軍入侵烏克蘭，發動歐洲數十年來最大規模的地面戰，數以百萬民眾的生活受到威脅。烏克蘭平民相繼逃難，離鄉別井，觸發大型人道危機。俄烏衝突加劇，其影響的蔓延程度令人深感不安，並對那些陷入這次危機的人們帶來嚴重衝擊。

本文聚焦於這次衝突可能帶來的市場和經濟影響。

在本訪談篇，Robert Burgess 回答有關俄羅斯即將到期償債的問題。他亦探討俄羅斯和其他新興市場潛在債務違約的風險和影響。

為何市場對俄羅斯的償債問題議論紛紛？

在 3 月初，俄羅斯當局表示會以俄羅斯盧布償還硬貨幣主權債券，而非美元，以保留外匯儲備。市場亦憂慮有關還款可能被鎖定於某些西方國家無法取用的賬戶內。這情況將構成違約。在有關公告發出後，多家俄羅斯企業據報成功以美元償還債務。

自公告（3 月 16 日）以來首筆主權硬貨幣債券到期還款當日，俄羅斯財政部長表示已發出付款指令，但財政部並未收到確認，而有新聞報道指債券持有人在 3 月 16 日營業時間結束時仍未收到款項。事實上，俄羅斯有 30 日票息支付寬限期，而有關債券持有人已於 3 月 17 日收到美元款項，因此俄羅斯已避免債務違約。

俄羅斯硬貨幣主權債券即將到期的還款

債券	金額 (百萬美元)	下一個票 息支付日	寬限期	寬限日 結束	原貨幣	替代支付貨幣	可交收信貸 違約掉期	結算 途徑
俄羅斯 2023 年到期債券	3,000	16/03	30 日	15/04	美元	只限美元	有	DTC
俄羅斯 2043 年到期債券	1,500	16/03	30 日	15/04	美元	只限美元	有	DTC
俄羅斯 2029 年到期債券	3,000	21/03	30 日	20/04	美元	歐元、瑞士法郎、 英鎊、俄羅斯盧布	無	NSD
俄羅斯 2035 年到期債券	4,000	28/03	30 日	27/04	美元	歐元、瑞士法郎、 英鎊、俄羅斯盧布	無	NSD
俄羅斯 2030 年到期債券	2,334	31/03	15 個 營業日	22/04	美元	只限美元	有	DTC
俄羅斯 2022 年到期債券	2,000	04/04	30 日	04/05	美元	只限美元	有	DTC
俄羅斯 2042 年到期債券	3,000	04/04	30 日	04/05	美元	只限美元	有	DTC
俄羅斯 2026 年到期債券	3,000	27/05	30 日	26/06	美元	歐元、瑞士法郎、 英鎊	有	NSD
俄羅斯 2036 年到期歐元債券	1,091	27/05	30 日	26/06	歐元	瑞士法郎、英鎊、 俄羅斯盧布	無	NSD
俄羅斯 2027 年到期債券	2,405	23/06	30 日	23/07	美元	歐元、瑞士法郎、 英鎊	有	NSD
俄羅斯 2047 年到期債券	7,000	23/06	30 日	23/07	美元	歐元、瑞士法郎、 英鎊	有	NSD
俄羅斯 2028 年到期債券	2,500	24/06	15 個 營業日	16/07	美元	只限美元	有	DTC
俄羅斯 2027 年到期歐元債券	1,364	20/11	30 日	20/12	歐元	瑞士法郎、英鎊、 俄羅斯盧布	無	NSD
俄羅斯 2032 年到期歐元債券	1,364	20/11	30 日	20/12	歐元	瑞士法郎、英鎊、 俄羅斯盧布	無	NSD
俄羅斯 2025 年到期歐元債券	1,910	04/12	30 日	03/01	歐元	瑞士法郎、英鎊、 俄羅斯盧布	無	NSD

數據截至 3 月 14 日。資料來源：彭博、美銀環球研究、摩根大通。NSD = 俄羅斯國家證券存管處，即俄羅斯的結算系統。DTC = 美國存管信託公司，是一家美國結算與交收公司。可交收信貸違約掉期 = 若出現違約，債券將觸發信貸違約掉期事件。

俄羅斯就未來債券款項會否違約？

這問題取決於俄羅斯在目前的制裁措施下是否有財力和能力支付（還款能力），如果有，則視乎俄羅斯是否願意還款（還款意願）。

至少在 2022 年 5 月 25 日之前，俄羅斯在技術上仍有能力償還債務。雖然美國的制裁措施禁止涉及俄羅斯央行、國家財富基金和財政部的交易，但目前仍准許俄羅斯償還債券款項，直至 5 月 25 日為止。俄羅斯亦有財力支付還款。

還款意願方面，俄羅斯當局發表的聲明指，俄羅斯可能會以盧布支付硬貨幣債券還款，但其後亦表示會以美元支付。

3 月 16 日到期的票息須以美元支付，否則觸發信貸違約事件，但未來兩筆 3 月 21 日和 3 月 28 日到期的債券票息（俄羅斯 2029 年及 2035 年到期債券）則較難確定。該兩隻債券的若干條款導致正式違約（定義見國際掉期業務及衍生投資工具協會決議委員會）的準則模糊不清。首先，有關條款指如果俄羅斯政府「因控制範圍以外的原因」而無法以美元付款，則可以盧布付款。條款適用的情況並不清晰。其次，有關債券由俄羅斯國家證券存管處經歐洲結算系統在俄羅斯境內持有，意味外國投資者可能無法取得還款。若俄羅斯支付還款，但投資者無法存取有關資金，情況或會構成違約。

現時充斥俄羅斯信貸違約掉期市場錯位的消息。當地情況如何？

在某些情況下，投資者會為硬貨幣債券買保險，即所謂的信貸違約掉期。透過信貸違約掉期，投資者可買賣債券的信貸風險，而無需在債券違約時參與債券重組或訴訟（過程需時頗長）。信貸違約掉期旨在於違約事件發生後觸發付款，以保障主權債券持有人。若觸發信貸違約掉期事件，有關方面會舉行拍賣競投未償還債券，從而釐定付款金額，一般會在數週內支付。款項金額稱為剩餘價值。在一般情況下，若出現違約，信貸違約掉期和債券市場應為債券持有人提供相若的引伸債務回收率。

然而，目前俄羅斯五年期信貸違約掉期的引伸債務回收率遠低於相關債券（截至 3 月 15 日）。俄羅斯信貸違約掉期持有人就違約保障支付的金額低於債券市場價格引伸的金額，部分反映市場憂慮若俄羅斯未能支付票息，有關信貸違約掉期合約可能無法妥為發揮保障作用。

若俄羅斯出現違約，債務回收率應會處於甚麼水平？

一般而言，若主權發行人處於違約階段，便會與債券持有人協商重組債務。過程通常是以還款期較長、利息款項較低及／或名義金額較低的新債交換有關違約債券。若未能達成協議，債券持有人可訴諸法庭。

俄羅斯的情況有別於過往大部分的違約事件。當地實施外匯管制，以防外國投資者從俄羅斯撤走資金，而且制裁措施禁止外國人持有任何作為交換而新發行的外債。這意味目前無法寄望出現債務重組。

對俄羅斯信貸評級／指數納入有何啟示？

摩根大通在 3 月 7 日宣佈，因應市場衝擊可能影響指數複製市場表現的能力，旗下所有固定收益指數均剔除俄羅斯的證券。上述措施將在 3 月 31 日起生效，目前有關債券的估值頗低，俄羅斯佔有關指數的比重亦相應甚低，因此應不會帶來顯著影響。

俄羅斯已失去三大評級機構（標準普爾、穆迪和惠譽）給予的投資級評級。僅在一週內，標準普爾對俄羅斯的評級便由投資級的 BBB- 降至反映即將出現違約的 CCC-。與此同時，穆迪把俄羅斯主權債券的評級由 B3 調低至 Ca，僅高於違約級別一級，而惠譽則把俄羅斯評為 C 級。

當地貨幣主權債券面對甚麼處境？

當地貨幣債券亦瀕臨違約邊緣，因為俄羅斯當地貨幣債券的外國持有人似乎未能在 3 月 2 日限期前收取票息。惠譽和穆迪均表示，如果寬限期屆滿後情況不變，便將會構成違約。俄羅斯政府據報已全數支付票息，但有關資金似乎被鎖定於非居民無法取用的在岸賬戶之內。由於有關債券屬當地貨幣債券，受俄羅斯法律規管，因此非居民持有人行使法定追索權的渠道有限。

短期內俄羅斯有沒有可能耗盡資源，無法償還債務？

危機之初，俄羅斯的經濟實力穩健，尤其是與 1998 年相比，當時俄羅斯的當地貨幣債券出現違約，宣佈延期償付硬貨幣債券款項。在 1998 年，俄羅斯政府幾乎完全依靠外部融資彌補預算赤字，但在 2021 年，俄羅斯錄得預算盈餘，而且自 2008 年以來一直是對外淨債權國。對比 1998 年，現時商品價格亦較為有利：油價在 1998 年觸及每桶約 10 美元的低位，而目前油價處於每桶 100 美元附近。

與此同時，俄羅斯央行自 2015 年以來持續累積儲備。截至 2022 年 1 月，俄羅斯的外匯儲備為 4,630 億美元，黃金儲備為 1,320 億美元。截至 2021 年 6 月底，歐元、美元和人民幣依次佔俄羅斯外匯儲備約 41%、21% 和 17%。

儘管如此，在制裁措施下，俄羅斯無法取用約 3,000 億美元外匯儲備，若俄烏衝突持續，外國的制裁措施保持不變，俄羅斯因無力還債而違約的機率最終將會增加，尤其是通脹勢將加快升溫，經濟亦很可能嚴重萎縮。因此，決定因素在於俄烏衝突的持續時間。

若俄羅斯出現違約，會否如 1998 年般蔓延至新興市場？

目前，俄羅斯和其他新興市場國家的情況與當年截然不同。

首先，俄羅斯債券的所有權分佈與以往有很大分別。1998 年俄羅斯的違約事件導致與華爾街有聯繫的高槓桿大型對沖基金 Long-Term Capital Management 倒閉。在今次危機爆發前，外資僅持有約 200 億美元俄羅斯硬貨幣政府債券（另有 400 億美元當地貨幣債券），規模並不龐大。若部分大型企業出現違約潮，或會衍生更大問題，但據報大部分企業有能力在 3 月份償還美元債務。

此外，許多違約負面影響已經出現。俄羅斯主權債券的價格已處於違約水平，評級機構給予的評級已假設其即將出現違約，主要指數供應商亦已將俄羅斯由主要指數中剔除。因此，若俄羅斯果真出現違約，應不會對環球金融市場帶來直接重大衝擊或導致廣泛新興市場受牽連。

Robert Burgess 為現任資本集團固定收益投資分析員兼研究總監，負責研究新興市場債券。他擁有 30 年投資行業經驗，其中六年任職資本集團。他持有英國倫敦大學（University of London）經濟學碩士學位及英國牛津大學（Oxford University）政治學及經濟學學士學位。Robert 駐於倫敦。

過往業績並非將來業績的保證。本資料僅供參考，並不構成有關購入或出售在此列明的任何證券或票據的要約、招攬要約或建議。

閣下於投資前應考慮的風險因素：

- 本文不擬提供投資建議或被視為個人推薦。
- 投資的價值及來自投資的收入可升亦可跌，閣下可能損失部分或全部原投資額。
- 過往業績並非將來業績的指引。
- 若閣下投資的貨幣兌基金相關投資的貨幣呈強勢，閣下的投資將貶值。貨幣對沖試圖限制這一點，但不保證會完全成功對沖。
- 視乎策略而定，風險可能與投資於固定收益、衍生工具、新興市場及／或高收益證券有關；新興市場比較波動，而且可能有流動性的問題。

本信息嚴格只限收件人機密使用，並限於其所示之目的，不得透露或分發給第三方或被第三方依賴。過往的業績表現並非未來業績表現的指標。本信息並非銷售或招攬他人購買或出售任何證券，亦並非提供任何投資服務。

本信息所包含的陳述是已識別身份的個別人士的意見及所信，不一定反映資本集團或其聯屬公司的觀點。雖然資本集團已合理盡力地向其認為可靠的第三方來源取得資料，但對該資料的準確性，可靠性或完整性概不發表任何申述或保證。本通訊提供的信息屬於一般性質，並沒有考慮您個人的目標，財務狀況或需要。對本信息作出任何行動之前，您需按您個人的目標，財務狀況和需要考慮其合適性。

本信息由美國加州註冊的資本集團成員 Capital International, Inc. 撰寫。成員的法律責任有限。所有資本集團的商標均由資本集團公司或其位於美國、澳洲及其他國家的聯屬公司所擁有。本信息所提及的其他公司及產品名稱均為其所屬公司的商標或註冊商標。

© 2022 版權屬資本集團所有並保留一切權利。