

土耳其共和国跟踪评级报告

本次评级结果

长期本币信用等级: BB_{i+}
长期外币信用等级: BB_{i-}
评级展望: 负面

上次评级结果

长期本币信用等级: BB_{i+}
长期外币信用等级: BB_{i-}
评级展望: 负面

本次评级时间

2019年12月9日

主要数据

| | 2018年 | 2017年 | 2016年 | 2015年 | 2014年 |
|----------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| GDP (亿美元) | 7,712.7 | 8,526.5 | 8,633.9 | 8,594.5 | 9,340.8 |
| 实际GDP增速 (%) | 2.8 | 7.5 | 3.2 | 6.1 | 5.2 |
| CPI增幅 (%) | 16.3 | 11.1 | 7.8 | 7.7 | 8.9 |
| 失业率 (%) | 11.0 | 10.9 | 10.9 | 10.3 | 9.9 |
| 人均GDP (美元) | 24,920.0 | 24,592.7 | 23,168.7 | 22,760.1 | 21,742.9 |
| 财政盈余/GDP (%) | -3.1 | -2.2 | -2.4 | -1.3 | -1.4 |
| 政府债务总额/GDP (%) | 30.2 | 28.2 | 28.3 | 27.6 | 28.8 |
| 财政收入/政府债务 (%) | 104.5 | 111.3 | 115.6 | 116.1 | 110.5 |
| 外债总额/GDP (%) | 57.7 | 53.5 | 47.4 | 46.5 | 43.5 |
| CAR/外债总额 (%) | 52.2 | 48.1 | 47.9 | 51.5 | 56.3 |
| 外汇储备/外债总额 (%) | 16.0 | 18.1 | 22.1 | 22.9 | 25.9 |

注: 1. 实际GDP增速以本币计算, 不考虑汇率变动因素;
2. 财政盈余/GDP为负表示财政赤字相当于GDP的比值;
3. 政府债务为一般政府债务总额;
4. CAR为经常账户收入

分析师:

胡前方 张正一

联合资信评估有限公司

电话: 010-85679696

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层

网址: www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对土耳其共和国(以下简称“土耳其”)进行了跟踪评级,确定维持土耳其长期本币信用等级为 BB_{i+} ,长期外币信用等级为 BB_{i-} 。该评级结果表示土耳其的主权信用存在一定风险,尚可从商业或金融部门获取资金偿付债务本息,但易受到不利环境和经济条件冲击。

2018年以来,土耳其完成总统大选,并且正式实施总统制,埃尔多安获得连任,总统获得更广泛的权利,预计埃尔多安将继续主导土耳其政治至2023年。与此同时,被取缔的库尔德工人党和伊斯兰国恐怖袭击,以及叙利亚难民问题均对土耳其地区安全形成威胁,而土耳其于近期采取的出兵行动则更加剧了地区安全风险。经济方面,2018年土耳其因与美国关系紧张遭遇国际投资者撤离,本国里拉大幅贬值,并引发流动性危机。在此背景下,2018年土耳其经济增速大幅下滑,并在下半年陷入衰退,经济面临高通胀和高失业局面。在政府积极斡旋之下,土耳其资本市场在2019年逐步企稳,美元兑里拉汇率也从高位回落。政府财政方面,积极审慎的财政政策原则一直是执政党的主基调,政府低赤字和低负债现状是最好反映。但为稳定汇率,央行动用大量外汇,2018年外汇储备对外债保障程度持续下滑。土耳其与美国持续的紧张关系将继续影响国际投资者信心,同时央行继续降息的可能性仍存,里拉仍面临贬值风险。

优势

1. 政府债务负担较小,财政收入对政府债务的保障能力较强;
2. 外债以中长期为主,短期债务风险相对较低;
3. 经常账户收入对外债保障能力提升。

关注

1. 经济增速大幅下滑,高通胀,高失业;
2. 地区安全形势严峻,与美关系紧张;
3. 银行业对汇率高度敏感;
4. 货币贬值压力持续存在。

一、国家治理

总统制代替共和制，埃尔多安扩大总统权力，继续主导土耳其政局；叙利亚难民、库尔德工人党、伊斯兰国恐怖袭击等问题加剧了地区安全风险

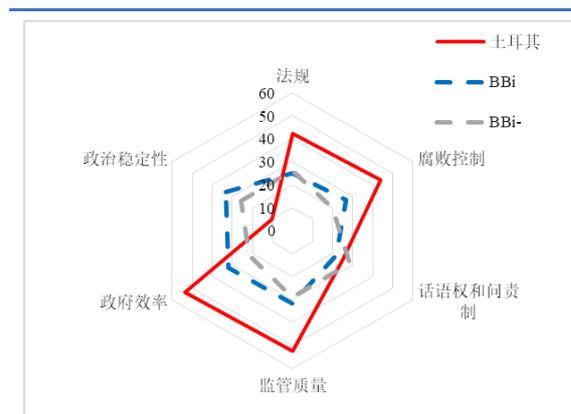
2018年6月计划于2019年底举行的第一轮总统选举提前举行，在掌握国内媒体宣传力量背景下，埃尔多安获得连任。同一天，埃尔多安带领的保守派正义与发展党（AKP）和右翼联盟民族行动党（MHP）在议会选举中获得多数席位。2017年4月的修宪公投中，政府以微弱优势赢得了公投，使得土耳其由议会制转向总统共和制。总统在更多领域被赋予更广泛的权利，特别是在官员任用方面，极大地削弱了议会的力量。今年7月，埃尔多安就利用总统权利解除了中央银行行长职务并任命副行长担任行长职务，尽管此举被认为违反了《中央银行法》，但也表明了埃尔多安进一步扩大和利用总统权力的决心。此次埃尔多安的连任象征这土耳其正式进入总统制时代。尽管在今年6月的伊斯坦布尔市长选举中，反对派以更大优势获胜，但这并不能动摇埃尔多安及其正义与发展党的国内执政地位。预计埃尔多安将继续带领正义与发展党执政到2023年的下一次大选。

从外部来看，叙利亚难民给土耳其经济带来的压力让土耳其国内民众普遍不满。同时，被取缔的库尔德工人党和伊斯兰国的恐怖袭击也对土耳其地区安全产生严重影响。2019年10月土耳其出兵叙利亚东北部，打击该地区的主要库尔德组织。尽管在美国的调停下事态没有失控，但是该行动或将刺激库尔德组织，增加该地区暴力活动的风险。土耳其仍然面临严峻的地区安全形势。

除政治稳定性有所提高外，国家治理能力全面下滑

根据世界银行最新公布的国家治理能力指数，2018年土耳其政府各项治理能力百分比排名均值为37.9，较上年（40.3）明显下滑。具体来看，除了政治稳定性外，在法规、话语权和问责制、腐败控制、监管治理和政府效率5个方面，土耳其均表现下滑。从图1可以看出，土耳其国家治理能力分布较为分散，各个方面表现分化程度较大；但从整体均值来看，土耳其国家治理能力平均水平（37.9）与BB_i级（28.4）与BB₋（25.1）级国家平均水平相比仍相对较高。

图 1：土耳其国家治理能力（2018 年）



数据来源：世界银行

二、宏观经济政策与表现

2018 年经济增速大幅下滑，创五年来新低

近年来，政府耗费了大量的时间和精力在国内修宪公投、总统大选等内部政治事件，以及应对国际外交关系中，特别是与美关系，国内经济改革几近停滞。同时，2018 年美联储连续加息背景下，新兴市场资本扰动频繁。土耳其经济增长严重依赖外国资本流入，资本市场的动荡对其经济增长产生严重负面影响，与美关系紧张导致里拉大幅贬值，加剧了国际投资者对其投资环境的担忧。在此背景下，2018 年，土耳其名义 GDP 达到 37,243.9 亿里拉（约 7,712.7 亿美元），经济在下半年陷入衰退，全年实际 GDP 增速仅为 2.8%，较上年（7.5%）大幅下滑 4.7 个百分点。从图 2 可以看出，土耳其近 5 年 GDP 增速波动幅度较大，且 2018 年经济增速创五年来最低，5 年平均实际 GDP 增速（4.9%）更接近 BB_i-级国家平均水平（4.9%），高于 BB_i 级国家平均水平（3.9%）。

具体来看，2018 年土耳其经济增长主要由消费和净出口带动。其中，由于大选的提前举行，政府消费支出增长较快。2018 年政府消费实际增速达到 6.6%，较上年增长了 1.4 个百分点，对实际 GDP 增长贡献了 0.9 个百分点；由于里拉大幅贬值，一定程度上削弱了国内消费信心，私人消费实际增速为 0.3%，较上年大幅下滑 5.9 个百分点，对实际 GDP 增长贡献 0.2 个百分点，较上年大幅下滑。新兴市场投资者信心不足，土耳其固定资产投资实际增速由上年的 8.1% 大幅下滑，2018 年不仅未实现增长，反而萎缩了 0.1%，拖累经济增长。另一方面，土耳其里拉的大幅贬值打击了进口，进口实际大幅萎缩，进口实际增速为 -7.4%，逆转去年增长态势；出口实际增速为 7.6%，也不及上年增速；出口增速大于进口，净出口对 GDP 的贡献了近 3 个百分点。

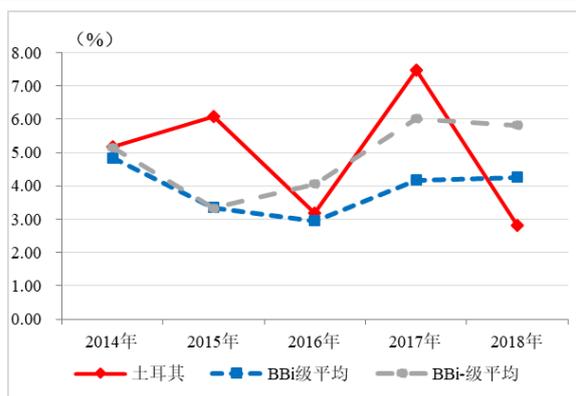
2019年一季度和二季度数据显示，土耳其经济衰退正逐步减轻，经济正逐步恢复增长。2019年以来，政府积极采取多项措施提振经济。例如提高最低工资标准、延长低耐用品税率、降低公用产品价格，积极债务再融资和重组等。同时，积极推动银行提供更为低廉的信贷支持鼓励私人消费等等。考虑到国内消费受到物价和利率的支撑以及政府积极的扩张性经济政策立场，我们预计土耳其经济在2019年将实现0.3%的小幅增长。

表 1：土耳其宏观经济表现

| | 2018年 | 2017年 | 2016年 | 2015年 | 2014年 |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| GDP (亿里拉) | 37,243.9 | 31,106.5 | 26,085.3 | 23,386.5 | 20,444.7 |
| GDP (亿美元) | 7,712.7 | 8,526.5 | 8,633.9 | 8,594.5 | 9,340.8 |
| 实际 GDP 增速 (%) | 2.8 | 7.5 | 3.2 | 6.1 | 5.2 |
| CPI 增幅 (%) | 16.3 | 11.1 | 7.8 | 7.7 | 8.9 |
| 失业率 (%) | 11.0 | 10.9 | 10.9 | 10.3 | 9.9 |

注：实际 GDP 增速以本币计算，不考虑汇率变动因素。
数据来源：IMF

图 2：土耳其实际 GDP 增速



数据来源：IMF

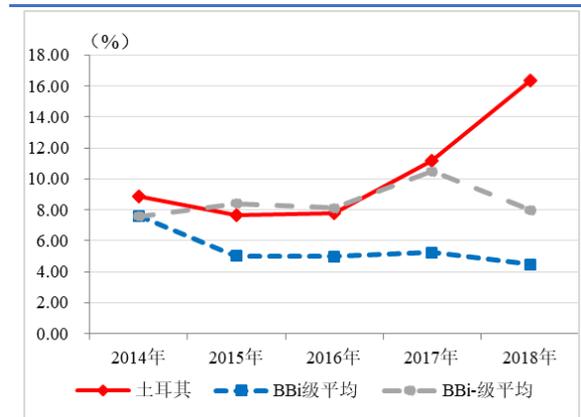
物价攀升，通胀大幅走高

2018年，受到里拉大幅贬值以及国际大宗商品价格走高影响，土耳其 CPI 增幅高达 16.3%，较上年大幅上涨 5.2 个百分点，已经连续三年增速大幅上涨，持续偏离央行 5% 的通胀目标。从图 3 可以看出，近 5 年来土耳其的通胀水平持续上涨且上涨幅度较大，平均通胀水平（10.4%）大幅高于 BB_i 级（5.5%）和 BB_{i+} 级国家平均水平（8.5%）。

2019年前 8 个月，土耳其未经调整的平均通胀率为 18.2%。2018 年的基础效应、国际油价低迷、消费需求乏力以及经济中出现的闲置产能，都对通胀形成一定抑制作用。因此，我们预计物价将在 2019 年剩下时间内趋缓，2019 年平均 CPI 增幅在 15.6% 左右，继续大幅偏

离央行 5% 的目标值。

图 3：土耳其 CPI 增幅

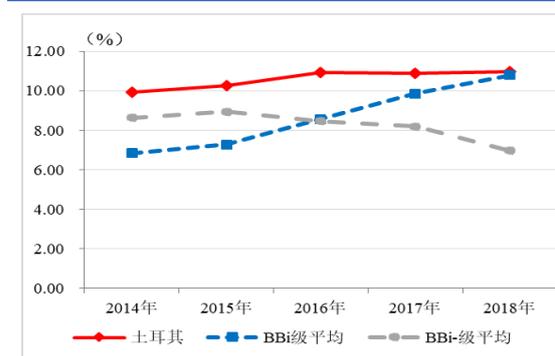


数据来源：IMF

失业率处在高位，就业市场持续面临劳动力过剩

由于里拉大幅贬值引起的流动性危机使得土耳其国内外资大量流出，企业成本上升，土耳其失业率也随之走高。2018 年，土耳其失业率仍处在 11.0% 的高位水平，较上年小幅上升 0.1 个百分点，且已经连续四年超过 10% 的水平。土耳其人口增长较快且进入重工业化阶段，就业市场持续面临劳动力过剩局面。从图 4 可以看出，土耳其近 5 年失业率均处在较高水平，5 年均值（10.6%）明显高于 BB_{i+} 级（8.2%）和 BB_i 级（8.7%）国家平均水平。

图 4：土耳其失业率



数据来源：IMF

根据土耳其国家统计局数据显示，2019 年 7 月份土耳其失业率为 13.9%，较去年同期上升 3.1%。其中，15 至 24 岁年龄段人口失业率高达 27.1%；15 岁至 64 岁年龄段人口失业率为 14.2%；非农业人口失业率为 16.5%。继 2019 年 1 月份失业率创下 10 年以来最高记录 14.7% 之后，上半年土耳其失业率总体呈下降趋势。较 2018 年

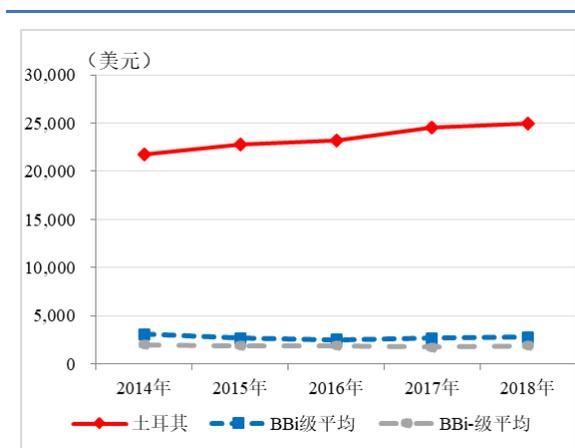
而言,预计土耳其2019年失业率整体水平将继续走高,将上升至14.0%左右。

三、结构特征

人均GDP维持在中等偏上水平,全球竞争力排名中等

2018年土耳其人均GDP达到24,920.0美元,同比小幅增长1.3%,人均GDP自2014年以来保持连续增长。与BBi-级和BBi级国家平均水平相比,土耳其的人均GDP水平明显偏高,处在全球中等偏上水平。

图5: 土耳其人均GDP



数据来源: IMF

根据世界经济论坛发布的《全球竞争力报告》,2019年土耳其的全球竞争力指数为62.1,在全球141个经济体中排名第61位,与上年排名持平。具体来看,较大的市场规模、信息通信设施的引入、基础设施以及劳动力市场等因素的明显优势支撑了土耳其全球竞争力。与此同时,在宏观经济环境方面严重恶化,主要是通胀高企;另外,关税壁垒带来的产品市场效率下滑,均拖累土耳其全球竞争力。未来如何在降低通胀的同时保持开放的经济环境将是土耳其提高全球竞争力面临的不小挑战。

消费在GDP中占主导地位,服务业发达,产业结构总体保持稳定,对外资依赖度较高

2018年,尽管里拉大幅贬值对国内消费产生了一定的负面影响,但总体来看,消费仍然占据土耳其经济的主导地位。2018年,因本币大幅贬值,购买力减弱,私人消费占GDP比值为56.7%,较上年下滑2.3个百分点;因大选提前举行,政府消费支出上升,政府消费占GDP的比值为14.8%,较上年上升0.3个百分点。另一

方面,固定资本形成总额占GDP的比值为29.9%,较上年小幅下滑0.2个百分点。净出口方面,进口总额大于出口总额,但今年得益于里拉贬值,提振出口,进出口贸易差额有所缩小,净出口与GDP比值达到-2.1%,较上年缩小了2.5个百分点。

2018年,土耳其三大产业占GDP的比值分别为5.8%、29.4%和54.3%,其中第一产业占GDP比值较上年下滑0.3个百分点,二、三产业占GDP比值分别较上年上涨了0.3和0.9个百分点。土耳其经济以服务业为主,服务业约吸纳了55.1%的就业人口,三大产业结构基本保持稳定。

土耳其国民储蓄率较低,经济增长主要依靠外资,外资在土耳其经济中扮演重要作用。截止2018年底,外商直接投资累计达到1,932.6亿美元,与GDP比值达到25.1%。2018年外商直接投资流入130亿美元,约占GDP的1.7%。房地产行业是土耳其吸引外资的重要领域,2018年为吸引外资,政府出台政策允许外国居民在保证三年不交易的前提下可以购买房产移民,且将金额门槛从100万美金下调至25万美金。另外,旅游业作为服务业中的支柱行业,在土耳其经济发展中占有重要地位,但因为政局和地缘风险等问题,2016年和2017年旅游业遭遇寒潮。2018年随着政局的稳定,旅游业正逐步恢复,全年入境旅游人数突破4,600万,实现收入295亿美元,较上年增加12.3%。且根据政府发布的“2023愿景”,土耳其旅游业有望在2023年实现借贷外国游客5,000万人次,旅游收入实现500亿美元。

银行业资本质量尚可,但盈利能力有所下滑,私营部门外币负债严重,货币贬值风险是银行业面临的主要风险

2018年,土耳其银行业资本充足率高达17.3%,较上年提升0.4个百分点,远高于资本监管要求;但与此同时,不良贷款率为3.7%,较上年大幅走高0.9个百分点,银行业资产质量有所下降。另一方面,2018年土耳其银行业总资产收益率(ROA)和净资产收益率(ROE)分别为1.8%和17.0%,分别较上年下滑了0.3个和1.9个百分点,盈利能力有所下滑。

活跃的私营部门是支撑土耳其经济的重要部门,也是银行业信贷的主要流向。2018年土耳其信贷总额与GDP占比约为77.5%,而私营部门信贷与GDP比值达到64.2%。同时私营部门负债中有近三分之一的债务为外币债务,外币债务负担较重。鉴于土耳其银行业以超级利差作为主要盈利手段,即借入美元和欧元,放贷里拉套取利润,银行业对汇率敏感度极高。因此,如果里拉继续贬值,再次触发流动性风险,那么银行业将首当

其冲受到波及。货币贬值风险是银行业当前面临的主要风险。

四、公共财政实力

赤字水平逐年扩大，但在审慎的财政政策引导下，政府财政状况整体良好

在埃尔多安领导下，政府以审慎的财政政策为主。财政支出方面，2018年，土耳其财政支出为12,890.5亿里拉，较上年提升23.3%，与GDP比值为34.6%，较上年提升了1.0个百分点。其中，社会福利和公务员报酬支出是财政支出的主要方向。2018年，社会福利支出约占全部支出的33.9%，公务员报酬支出约占全部支出的23.3%。财政收入方面，2018年土耳其政府财政总收入为11,741.8亿里拉，较上年上升了20.1%，与GDP比值为31.5%，较上年小幅提升了0.1个百分点。其中税收是财政收入的主要来源。2018年税收收入约占全部收入的57.1%，其次是社保收入，约占全部收入的24.1%。在税收收入中，商品和服务税收占主要部分，大约占税收收入的60.8%，其次是所得税收入，约占税收收入的32.7%。

2018年，土耳其政府财政赤字为1,148.8亿里拉，与GDP比值为3.1%，较上年赤字水平扩大了0.9个百分点，但赤字水平仍处在合理范围内。从图6可以看出，土耳其政府的财政赤字水平自2015年来逐步扩大，但近5年财政赤字平均水平（2.1%）仍显著低于BB_i级（3.6%）和BB_i-级国家平均水平（4.4%）。

根据土耳其官方数据，2019年1月至10月，土耳其财政收入为7,392亿里拉，同比增长16.8%；财政支出为8,439亿里拉，同比增长23.5%；财政赤字为1,047亿里拉，同比增长86.9%。随着政府中期增长目标的设立，预计政府2019年赤字水平将进一步走高。

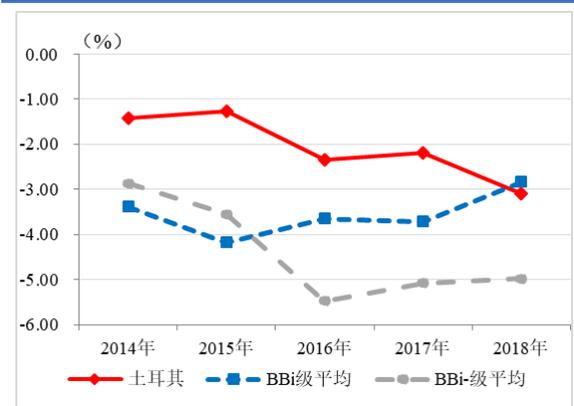
表2：土耳其政府财政表现

| | 2018年 | 2017年 | 2016年 | 2015年 | 2014年 |
|--------------|----------|----------|---------|---------|---------|
| 财政收入(亿里拉) | 11,741.8 | 9,773.2 | 8,537.3 | 7,508.3 | 6,502.0 |
| 财政收入/GDP (%) | 31.5 | 31.4 | 32.7 | 32.1 | 31.8 |
| 财政支出(亿里拉) | 12,890.5 | 10,457.1 | 9,151.4 | 7,804.1 | 6,794.4 |
| 财政支出/GDP (%) | 34.6 | 33.6 | 35.1 | 33.4 | 33.2 |
| 财政盈余(亿里拉) | -1,148.8 | -684.0 | -614.1 | -295.9 | -292.3 |
| 财政盈余/GDP (%) | -3.1 | -2.2 | -2.4 | -1.3 | -1.4 |

注：财政盈余为负表示财政赤字，财政盈余/GDP为负表示财政处于赤字状态，以下同。

数据来源:IMF

图6：土耳其财政盈余相当于GDP的比值



数据来源:IMF

政府债务水平较低，利息支出保持在较低水平，财政收入对政府债务保障能力较强

截至2018年底，土耳其一般政府债务总额为11,236.2亿里拉，较上年增加28.0%；一般政府债务总额与GDP的比值为30.2%，较上年小幅增长了1.9个百分点。从图7可以看出，土耳其一般政府债务水平明显低于BB_i级和BB_i-级国家平均水平。

同时，2018年土耳其政府债务净额约8,982.3亿里拉，较上年大幅上升29.6%；政府债务净额与GDP比值为24.1%，较上年上升1.8个百分点。政府净债务压力有所上升。

利息支出方面，2018年土耳其政府利息支出与GDP的比值为1.5%，较上年小幅上升0.2个百分点。政府利息支出水平基本维持在稳定水平。

从政府财政收入对政府债务的保障情况来看，2018年，土耳其政府收入与政府债务总额比值为104.5%，较上年下滑了6.8个百分点，但财政收入对政府债务的整体保障能力仍然较强。

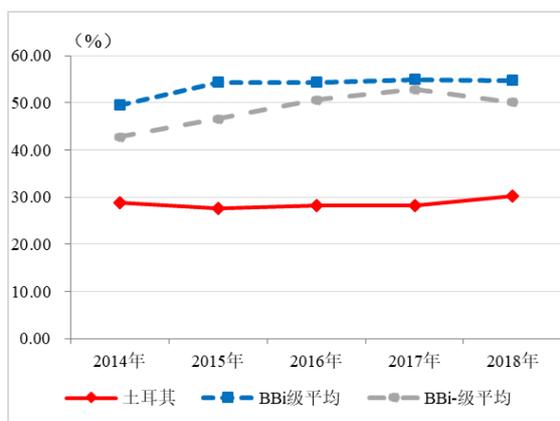
表3：土耳其政府债务情况

| | 2018年 | 2017年 | 2016年 | 2015年 | 2014年 |
|----------------|----------|---------|---------|---------|---------|
| 政府债务总额(亿里拉) | 11,236.2 | 8,779.4 | 7,385.0 | 6,464.7 | 5,881.7 |
| 政府债务总额/GDP (%) | 30.2 | 28.2 | 28.3 | 27.6 | 28.8 |
| 政府债务净额(亿里拉) | 8,982.3 | 6,930.3 | 6,113.4 | 5,369.6 | 4,871.6 |
| 政府债务净额/GDP (%) | 24.1 | 22.3 | 23.4 | 23.0 | 23.8 |
| 利息支出/GDP (%) | 1.5 | 1.3 | 1.4 | 1.9 | 2.0 |
| 财政收入/政府债务 (%) | 104.5 | 111.3 | 115.6 | 116.1 | 110.5 |

数据来源:IMF

为-48.1%，较上年收窄 6.3 个百分点。

图 7：土耳其一般政府债务总额相当于 GDP 的比值



数据来源: IMF

五、外部融资实力

受里拉大幅贬值影响，资本流入减少，国际投资净头寸下滑，对外贸易逆差缩小，经常账户状况反而得到改善

一般来说，因土耳其经济对外部资本的依赖性较高，经常账户中存在大量资本净流入，加上土耳其对进口产品依赖性较高，因此经常账户方面常年保持较大逆差。但 2018 年，里拉大幅贬值，投资者对土耳其资本市场信心不足，资本流入减少。同时，里拉贬值打击了土耳其进口贸易，对出口有所提振，对外贸易逆差较往年有所收缩。因此，经常账户状况反而得到改善。

2018 年，土耳其进口总额为 2,395.3 亿美元，较上年下滑了 3.9%；出口总额达 2,234.5 亿美元，较上年增长了 6.3%；对外贸易逆差为 160.9 亿美元，较上年大幅收缩了 58.8%，为近 5 年来的最小逆差。2018 年，土耳其经常账户收入达到 2,323.7 亿美元，较上年增长 5.8%；经常账户赤字为 272.5 亿美元，较去年同期减少了 42.4%，相当于 GDP 的比值为 3.5%，较上年赤字水平收窄了 2.0 个百分点，经常账户状况得到改善。

国际投资方面，土耳其因其开放的投资政策和良好的投资环境，一直受到国际投资者的青睐，在国际投资市场一直处于净债务国地位。受与美国关系紧张影响，2018 年，外商投资有所下滑，土耳其国际投资净头寸为 -3,711.1 亿美元，较上年大幅下滑 20.0%，与 GDP 比值

表 4：土耳其经常账户和国际投资头寸情况

| | 2018 年 | 2017 年 | 2016 年 | 2015 年 | 2014 年 |
|-----------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 进口总额 (亿美元) | 2,395.3 | 2,491.7 | 2,136.0 | 2,229.1 | 2,577.9 |
| 出口总额 (亿美元) | 2,234.5 | 2,101.5 | 1,879.7 | 1,990.1 | 2,208.7 |
| 贸易差额 (亿美元) | -160.9 | -390.2 | -256.3 | -239.0 | -369.2 |
| 经常账户收入 (亿美元) | 2,323.7 | 2,196.4 | 1,962.5 | 2,060.2 | 2,284.1 |
| 经常账户余额 (亿美元) | -272.5 | -473.5 | -331.4 | -321.5 | -436.1 |
| 经常账户余额/GDP (%) | -3.5 | -5.6 | -3.8 | -3.7 | -4.7 |
| 国际投资净头寸 (亿美元) | -3,711.1 | -4,638.3 | -3,697.7 | -3,850.4 | -4,457.8 |
| 国际投资净头寸/GDP (%) | -48.1 | -54.4 | -42.8 | -44.8 | -47.7 |

数据来源: IMF

外债水平低，政府外债占比不高，均以中长期债务为主，短期债务压力相对较小

截至 2018 年底，土耳其外债总额为 4,451.4 亿美元，较上年小幅下滑 2.4%，外债总额相当于 GDP 的比值为 57.7%，较上年上升 4.2 个百分点。外债水平近三年来持续上升，但整体规模仍处在低水平。从图 8 可以看出，土耳其的外债水平处在 BB_i 级和 BB_i-级国家平均水平中间，土耳其近 5 年平均外债水平更接近 BB_i-级国家平均水平。

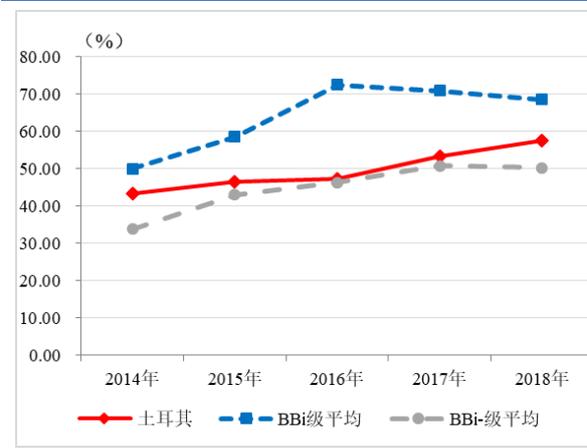
从负债结构来看，外债中私营部门债务最重，约占全部外债的 67% 左右，其次是政府外债。截至 2018 年底，政府外债为 945.0 亿美元，在外债总额中的占比为 21.2%，较上年提升了 0.7 个百分点。从期限结构来看，截至 2018 年底，土耳其外债中短期外债占比为 26.3%，存在一定短期外债偿还压力。同时，政府外债中，短期外债占比约为 16.0%，短期外债压力相对较小。

表 5：土耳其外债及外债保障情况

| | 2018 年 | 2017 年 | 2016 年 | 2015 年 | 2014 年 |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 外债总额 (亿美元) | 4451.4 | 4561.7 | 4094.2 | 3999.5 | 4060.6 |
| 外债总额/GDP (%) | 57.7 | 53.5 | 47.4 | 46.5 | 43.5 |
| 政府外债总额 (亿美元) | 945.0 | 935.0 | 855.0 | 844.0 | 882.0 |
| 政府外债/外债总额 (%) | 21.2 | 20.5 | 20.9 | 21.1 | 21.7 |
| 外汇储备 (亿美元) | 714.0 | 826.6 | 906.1 | 914.3 | 1053.4 |
| CAR/外债总额 (%) | 52.2 | 48.1 | 47.9 | 51.5 | 56.3 |
| CAR/政府外债 (%) | 245.9 | 234.9 | 229.5 | 244.1 | 259.0 |
| 外汇储备/外债总额 (%) | 16.0 | 18.1 | 22.1 | 22.9 | 25.9 |
| 外汇储备/政府外债 (%) | 75.6 | 88.4 | 106.0 | 108.3 | 119.4 |

数据来源: 世界银行

图 8：土耳其外债总额相当于 GDP 的比值



数据来源：世界银行，IMF

外汇储备下滑明显，对外债保障能力下滑；经常账户收入因出口提振，对外债保障能力有所提升

2018 年里拉的大幅贬值引发土耳其流动性危机，为应对此局面，土耳其央行动用外汇储备稳定汇率。受此影响，2018 年土耳其外汇储备为 714.0 亿美元，较上年大幅下滑 13.6%，与外债总额比值为 16.0%，较上年下滑 2.1 个百分点。外汇储备对外债的保障能力较低，且近 5 年，外汇储备对外债的保障能力连续下滑。外汇储备与政府外债比值为 75.6%，较上年大幅下滑 12.9 个百分点，外汇储备对政府外债保障能力也较低，且连续 5 年呈现下滑趋势，保障能力几近腰斩。

另外，因里拉贬值提振出口，2018 年土耳其经常账户收入达到 2323.7 亿美元，较上年上升 5.8%，与外债总额比值达到 52.2%，较上年提升 4.1 个百分点；与政府外债的比值达到 245.9%，较上年提升 11.0 个百分点，对政府外债保障能力较强。

央行继续降息的可能性存在，与美关系紧张等因素使得里拉仍存在贬值风险

2018 年 8 月土耳其里拉大幅贬值，9 月土耳其央行货币委员会大幅上调主要政策利率至 24%。但是，在 2019 年美联储连续降息带动下，全球走向降息大潮。在这种局面下，加上埃尔多安持续倡导低利率环境，并在 2019 年 7 月利用总统权利撤换了央行行长，此后，土耳其央行在今年 7 月、9 月和 10 月连续三次下调一周回购贷款利率，累计下调 1,000 个基点，目前土耳其主要政

策利率维持在 14.0% 的水平，下调幅度十分激进。里拉兑主要货币汇率正逐步恢复，加上通胀水平逐步趋缓，预计土耳其进一步降息的可能性仍然存在。

2018 年，美元兑里拉汇率平均水平在 1:4.81，全年贬值幅度达到 39.5%，其中最大贬值幅度出现在 8 月 14 日，当日美元兑里拉汇率达到 1:6.89，贬值幅度高达 82.4%。2019 年以来，里拉汇率逐步趋稳，前 10 个月，美元兑里拉平均汇率在 1:5.66，最高达 1:6.21。最新消息来看，土耳其从俄罗斯方面购买军用设施引发美国不满，美国仍未撤销对土耳其的经济制裁，国际投资者信心一时无法恢复。同时，基于埃尔多安对于低利率的号召，预计在新一任央行行长任期内降息可能极大，这一系列因素都将对里拉形成抑制，未来里拉仍存在贬值空间。

图 9：美元兑土耳其里拉汇率变化



数据来源 Wind

六、评级展望

政局方面，总统埃尔多安执政阻力因总统制实施而有所减小，土耳其政局逐步企稳；经济脆弱性明显，高通胀和高失业局面短时间内仍无法摆脱，积极方面是政府正积极扩大开放力度，改善营商环境，对外资仍有一定的吸引力；政府财政状况良好，政府债务负担较小，赤字处在合理范围，财政收入对政府债务保障能力较强；但外汇储备对外债保障能力较弱。土耳其与美国关系紧张，地缘政治复杂，外资对土耳其资本市场信心受到内外多重因素影响，里拉仍存在贬值风险。未来一段时间内，土耳其仍面临多重不确定因素。因此，经综合评估，联合资信确定维持土耳其主权信用评级展望为负面。

土耳其主要数据

| 项目 | 2018年 | 2017年 | 2016年 | 2015年 | 2014年 |
|----------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 宏观数据 | | | | | |
| GDP (亿里拉) | 37,243.9 | 31,106.5 | 26,085.3 | 23,386.5 | 20,444.7 |
| GDP (亿美元) | 7,712.7 | 8,526.5 | 8,633.9 | 8,594.5 | 9,340.8 |
| 实际GDP增速 (%) | 2.8 | 7.5 | 3.2 | 6.1 | 5.2 |
| CPI增幅 (%) | 16.3 | 11.1 | 7.8 | 7.7 | 8.9 |
| 失业率 (%) | 11.0 | 10.9 | 10.9 | 10.3 | 9.9 |
| 结构特征 | | | | | |
| 第一产业占GDP中的比值 (%) | 5.8 | 6.1 | 6.2 | 6.9 | 6.6 |
| 第二产业占GDP中的比值 (%) | 29.4 | 29.2 | 28.2 | 27.9 | 28.2 |
| 第三产业占GDP中的比值 (%) | 54.3 | 53.4 | 53.8 | 53.3 | 53.7 |
| 私人消费占GDP中的比值 (%) | 56.7 | 59.0 | 59.8 | 60.4 | 60.8 |
| 政府消费占GDP中的比值 (%) | 14.8 | 14.5 | 14.8 | 13.9 | 14.1 |
| 固定资本形成总额占GDP中的比值 (%) | 29.9 | 30.1 | 29.3 | 29.7 | 28.9 |
| 净出口占GDP中的比值 (%) | -2.1 | -4.6 | -3.0 | -2.8 | -4.0 |
| 进出口总额/GDP (%) | 60.0 | 53.9 | 46.5 | 49.1 | 51.2 |
| 人均GDP (美元) | 24,920.0 | 24,592.7 | 23,168.7 | 22,760.1 | 21,742.9 |
| 国内总储蓄/GDP (%) | 27.1 | 25.5 | 24.5 | 24.8 | 24.4 |
| 信贷总额/GDP (%) | 77.5 | 77.8 | 77.6 | 74.7 | 72.5 |
| 私人信贷/GDP (%) | 64.2 | 66.5 | 65.7 | 62.9 | 59.9 |
| 银行业资本充足率 (%) | 17.3 | 16.9 | 15.6 | 15.6 | 16.3 |
| 银行业不良贷款率 (%) | 3.7 | 2.8 | 3.1 | 3.0 | 2.7 |
| 银行业ROA (%) | 1.8 | 2.0 | 1.9 | 1.5 | 1.7 |
| 银行业ROE (%) | 17.0 | 18.9 | 17.1 | 13.6 | 14.7 |
| 公共财政 | | | | | |
| 财政收入 (亿里拉) | 11,741.8 | 9,773.2 | 8,537.3 | 7,508.3 | 6,502.0 |
| 财政收入/GDP (%) | 31.5 | 31.4 | 32.7 | 32.1 | 31.8 |
| 财政支出 (亿里拉) | 12,890.5 | 10,457.1 | 9,151.4 | 7,804.1 | 6,794.4 |
| 财政支出/GDP (%) | 34.6 | 33.6 | 35.1 | 33.4 | 33.2 |
| 财政盈余 (亿里拉) | -1,148.8 | -684.0 | -614.1 | -295.9 | -292.3 |
| 财政盈余/GDP (%) | -3.1 | -2.2 | -2.4 | -1.3 | -1.4 |
| 政府债务总额 (亿里拉) | 11,236.2 | 8,779.4 | 7,385.0 | 6,464.7 | 5,881.7 |
| 政府债务总额/GDP (%) | 30.2 | 28.2 | 28.3 | 27.6 | 28.8 |
| 政府债务净额 (亿里拉) | 8,982.3 | 6,930.3 | 6,113.4 | 5,369.6 | 4,871.6 |
| 政府债务净额/GDP (%) | 24.1 | 22.3 | 23.4 | 23.0 | 23.8 |
| 利息支出/GDP (%) | 1.5 | 1.3 | 1.4 | 1.9 | 2.0 |
| 财政收入/政府债务 (%) | 104.5 | 111.3 | 115.6 | 116.1 | 110.5 |
| 外部融资 | | | | | |
| 进口总额 (亿美元) | 2,395.3 | 2,491.7 | 2,136.0 | 2,229.1 | 2,577.9 |
| 出口总额 (亿美元) | 2,234.5 | 2,101.5 | 1,879.7 | 1,990.1 | 2,208.7 |
| 贸易差额 (亿美元) | -160.9 | -390.2 | -256.3 | -239.0 | -369.2 |
| 经常账户收入 (亿美元) | 2,323.7 | 2,196.4 | 1,962.5 | 2,060.2 | 2,284.1 |
| 经常账户余额 (亿美元) | -272.5 | -473.5 | -331.4 | -321.5 | -436.1 |
| 经常账户余额/GDP (%) | -3.5 | -5.6 | -3.8 | -3.7 | -4.7 |
| 国际投资净头寸 (亿美元) | -3,711.1 | -4,638.3 | -3,697.7 | -3,850.4 | -4,457.8 |
| 国际投资净头寸/GDP (%) | -48.1 | -54.4 | -42.8 | -44.8 | -47.7 |
| 外债总额 (亿美元) | 4,451.4 | 4,561.7 | 4,094.2 | 3,999.5 | 4,060.6 |
| 外债总额/GDP (%) | 57.7 | 53.5 | 47.4 | 46.5 | 43.5 |
| 政府外债总额 (亿美元) | 945.0 | 935.0 | 855.0 | 844.0 | 882.0 |
| 政府外债/外债总额 (%) | 21.2 | 20.5 | 20.9 | 21.1 | 21.7 |
| 外汇储备 (亿美元) | 714.0 | 826.6 | 906.1 | 914.3 | 1,053.4 |
| CAR/外债总额 (%) | 52.2 | 48.1 | 47.9 | 51.5 | 56.3 |
| CAR/政府外债 (%) | 245.9 | 234.9 | 229.5 | 244.1 | 259.0 |
| 外汇储备/外债总额 (%) | 16.0 | 18.1 | 22.1 | 22.9 | 25.9 |
| 外汇储备/政府外债 (%) | 75.6 | 88.4 | 106.0 | 108.3 | 119.4 |

数据来源: 世界银行、IMF

国家主权长期本外币信用等级设置及其含义

联合资信国家主权长期信用评级包括长期外币信用评级和长期本币信用评级，国家主权长期本、外币信用等级均划分为三等十级，分别用 AAA_i、AA_i、A_i、BBB_i、BB_i、B_i、CCC_i、CC_i、C_i 和 D_i 表示，其中，除 AAA_i 级和 CCC_i 级（含）以下等级外，每个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于基础等级。具体等级设置和含义如下：

| 等级 | 级别 | 含义 |
|-----|------------------|---|
| 投资级 | AAA _i | 信用风险极低，按期偿付债务本息的能力极强，几乎不受可预见的不利情况的影响。 |
| | AA _i | 信用风险很低，按期偿付债务本息的能力很强，基本不会受到可预见的不利情况的影响。 |
| | A _i | 信用风险较低，按期偿付债务本息的能力较强，有可能受到环境和经济条件不利变化的影响。 |
| | BBB _i | 信用风险一般，具备足够的能力按期偿付债务本息，但易受环境和经济条件不利变化的影响。 |
| 投机级 | BB _i | 存在一定信用风险，尚可从商业部门或金融部门获取资金偿付债务本息，但易受到不利环境和经济条件冲击。 |
| | B _i | 信用风险较高，保障债务安全的能力较弱，目前能够偿还债务本息，债务的保障能力依赖于良好的商业和经济环境。 |
| | CCC _i | 信用风险较高，债务保障能力较弱，触发信用风险的迹象增多，违约事件已经成为可能。 |
| | CC _i | 信用风险高，出现了多种违约事件先兆。 |
| | C _i | 信用风险很大，违约事件发生的可能性很高。 |
| 违约级 | D _i | 已经违约，进入重组或者清算程序。 |