

土耳其共和国

2020 年跟踪评级报告

本次评级结果¹:

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: 2020 年 9 月 22 日

评级概况:

联合资信评估股份有限公司(以下简称“联合资信”)对土耳其共和国(以下简称“土耳其”)的主权信用进行了跟踪评级,决定下调其长期本币信用等级至 BB_i,同时维持其长期外币信用等级为 BB_i-,评级展望维持在“负面”。该评级结果表示土耳其存在一定信用风险,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。

2019 年土耳其地方大选历经多次争执,最终执政党赢得胜利,但却失去了多个土耳其重要城市的支持,虽然并不影响短期政局的稳定性,但长期来看民众已经表现出对执政党的不满,未来执政基础仍然受到质疑。同时,土耳其国际形势和地缘政治复杂。土耳其仍然受到美国制裁,与美关系持续紧张,同时与俄罗斯关系也并未完全缓和,地区内叙利亚难民问题,以及近期与希腊和塞布鲁斯在地中海的水域争议等都为地缘政治带来潜在风险。尽管土耳其经济多元化程度较高,私人部门活跃,旅游业发达,人均 GDP 水平明显高于同等级国家平均水平,但经济对外资依赖程度较高,外部脆弱性明显。2019 年土耳其经济增长出现大幅下滑,国内通胀高企,失业率也处在高位,在外部制裁等因素影响下,投资者信心下滑,资本外逃严重,本币大幅贬值,外汇储备几乎见底。另外,政府收入和支出均较去年出现下滑,但收入减少规模大于支出,导致政府财政赤字进一步上升,政府债务随之上升。同时央行连续降息,本币大幅贬值,出口表现出优势,经常账户逆转多年赤字状况,实现小幅盈余。经常账户收入和外汇储备对外债的保障程度不高,外部融资压力存在。

2020 年在新型冠状病毒肺炎疫情(以下简称“新冠疫情”)冲击下土耳其国内经济活动基本

¹ 本评级结果为主动评级结果,评级资料主要来源于公开信息,与委托评级相比,评级调查工作(可能无)和评级信息存在不充分等局限性。联合资信不对评级报告所记载内容的真实性、完整性、及时性作任何保证。本评级结果和评级报告中记载的内容不应作为对任何投资行动的建议,联合资信不对因使用此评级结果或评级报告中记载的内容所造成的任何损失承担任何责任。

停滞，出口和旅游业均遭遇较大冲击。当前土耳其疫情已经得到一定程度控制，新增人数已经出现下滑，但是新冠对经济的负面作用仍存，经济恢复仍将是一个缓慢过程。根据官方数据，二季度土耳其经济增长同比实际下滑 9.9%，环比下滑 11%，同时失业率和通胀率仍然处在高位。为应对疫情，政府出台了多种措施保障经济和民生，例如推迟征税、取消医疗用品进口关税、推出帮扶中小企业的信贷支持等。同时央行出台强制融资规则以支持政府鼓励银行向中小企业提供贷款的号召。在此背景下，国内信贷规模迅速上升，通胀上行风险攀升，政府收入进一步减少，债务水平有所上升。土耳其里拉大幅贬值，外资出逃严重，外汇储备规模迅速消耗，已经接近 15 年来的低点。上半年经常账户大幅赤字，赤字水平相当于 GDP 的 4.1%。随着国内和国际疫情防控逐步取得成效，下半年国内外需求有望回暖，预计 2020 年全年经常账户赤字达到 3.2%，全年经济萎缩 5.0%。

评级关键驱动因素

主要优势：

1. 政府债务水平不高，财政收入对政府债务保障能力尚可

2019年土耳其政府债务总额为5,794.9亿里拉，较上年上升9.3%，与GDP比值为33.0%，较上年上升2.5个百分点。政府债务水平与同级别国家平均水平（BB_i级别平均值为60.2%，BB_i-级别平均值为44.5%）相比，处在明显较低水平。政府净债务总额约4,657.1亿里拉，较上年上升10.9%，与GDP比值为26.5%，较上年上升2.4个百分点，整体净债务水平不高。同时，利息支出压力较小，2019年利息支出与GDP的比值为1.8%。财政收入与政府债务比值为88.9%，较上年大幅下滑13.8个百分点，但仍处在尚可范围。2020年政府为应对疫情鼓励银行为中小企业提供低息贷款，主要依靠信贷投放为经济注入活力，因此政府债务上升幅度有限。截至2020年2月末，土耳其政府债务与GDP比值约为32.9%。考虑到下半年全球经济复苏和贸易环境的不确定性，预计2020年底土耳其政府净债务与GDP比值不会超过35%，整体偿债压力不大。

2. 经济多元化程度较高，私人部门活跃

土耳其属于中等收入国家，人均GDP水平明显高于同等级国家均值，经济多元化基础较好，旅游业发达，私人部门活跃，表现出一定的全球竞争力和投资吸引力。2019年土耳其人均GDP达到9,042.5美元，较去年下滑3.5%，但远高于同级别国家平均水平（BB_i级别平均值为2,993.8美元，BB_i-级别平均值为2,098.8美元）。同时在全球141个经济体中，土耳其全球竞争力指数排名61位，处在中等水平。另外，土耳其经济多元化程度较高，旅游业、房地产业、服务业在经济发展中均表现出一定竞争力和吸引力。其中，旅游业是土耳其经济的重要支柱产业，2019年旅游业收入同比增长17.0%，达到345.2亿美元。但2020年以来，受新冠疫情冲击旅游业遭遇寒潮。2020年3月入境游客同比减少67.8%，一季度同比减少22.1%，旅游收入同比减少11.4%。但随着国内疫情的逐步

缓解，土耳其目前已经与俄罗斯等多个国家恢复通航，同时为鼓励外国游客入境，土耳其宣布向所有游客提供入境健康险，一旦确诊相关疾病将由政府负担所有医疗费用。预计2020年旅游业收入将达到110亿美元左右，同比下滑68.1%，2021年将有望恢复增长。

3. 银行资本充足率高，为国内经济提供了相对充裕的信贷保障

2019年，银行业资本充足率达到18.4%，较上年上升1.1个百分点，处在很高水平；同时银行业总资产收益率（ROA）和净资产收益率（ROE）分别为1.4%和12.8%，分别较上年下滑0.3个和4.1个百分点，盈利能力的下滑主要是由银行业逐步去杠杆改革带来的。通过去杠杆改革和央行对国内借贷活动的鼓励和引导，银行业对外融资需求正逐步下滑，同时银行业通过与央行的货币互换协议保持了一定的外汇流动性，2020年6月底银行业外汇流动性达到750亿美元，外部流动性尚可。同时，银行存款也保持了增长态势，即使在疫情期间，总储蓄也保持了增长态势，二季度总储蓄增长了25%。目前来看，银行业将为国内经济，特别是中小企业运营提供相对充裕的信贷保障，银行业稳健性尚可。

主要关注：

1. 本币持续贬值，外汇储备基础薄弱，经常账户将面临严重失衡

2019年，土耳其在外部制裁以及地缘政治等外部风险的冲击下，国际投资者信心不足，资本外逃加剧。为抵御经济下行风险，央行连续多次降息，多重因素下本币持续贬值。2019年，美元兑里拉汇率水平累计贬值12.5%。为应对里拉大幅贬值局面，央行多次动用外汇来进行市场干预，造成外汇储备规模连续下滑。根据世界银行数据显示，2019年底土耳其外汇储备规模约为785.3亿美元，与GDP比值为10.4%。2020年受新冠疫情影响，新兴市场经历了一波资本撤离的冲击，土耳其也深受影响，本币持续贬值，外汇储备几乎见底。自2020年年初至8月底，美元兑里拉累计贬值超过23.0%，二季度末外汇储备与GDP比值已经下滑至6.2%，外汇基础十分薄弱。另一方面，出口严重下滑，上半年经常账户大幅赤字，赤字水平相当于GDP的4.1%，经常账户将面临严重失衡，凸显其外部脆弱性。

2. 经济增速放缓，且长期面临高通胀和高失业局面

受美国制裁的持续影响，土耳其经济在2018年四季度就已经陷入衰退。2019年，为提振国际投资者信心，政府出台多项鼓励投资和吸引外资的措施，同时施压央行连续多次降息，有效带动土耳其经济逐步走出衰退，使得三季度实现正增长。全年实际经济增速为0.9%，较上年大幅下滑1.9个百分点，已经连续三年下滑。同时，通胀率在经历2018年高峰后逐步下滑，但因央行的连续降息导致通胀下行阻力较大，2019年CPI增幅为15.2%，较上年仅小幅下滑1.2个百分点，仍处在很高范围；外资信心不足的情况下，投资下滑，企业成本上升，失业率一度上升至14%，

其中 15~24 岁年轻人失业率高达 25%，全年失业率为 13.7%，较上年上升 2.8 个百分点。2020 年疫情之下情况更加严峻，二季度实际 GDP 增速同比下滑 9.9%，环比下滑 11%。为抵御疫情对经济的冲击，政府鼓励银行向中小型企业放贷，央行在降息的同时还出台强制融资规则，导致上半年信贷规模激增，通胀率随之走高，7 月通胀率达到 12.0%；而因经济活动停滞，就业市场遭遇严重冲击，6 月失业率为 13.4%。鉴于当前土耳其面临的内外压力，短期内高通胀和高失业局面不会改变。

3. 财政收入减少，政府赤字上升

2019 年土耳其财政政策仍保持审慎。一方面土耳其为提振经济，利用减税和补贴政策吸引外资，土耳其政府财政收入 5,149.5 亿里拉，较去年减少了 5.4%，与 GDP 比值为 29.3%，较去年下滑 1.9 个百分点；另一方面政府收紧支出，财政支出为 6,074.1 亿里拉，较去年减少 0.1%，与 GDP 比值为 34.6%，较去年下滑 0.4 个百分点；整体来看财政收入减少更快，政府财政赤字上升，赤字规模达到 924.6 亿里拉，相当于 GDP 的 5.3%，较去年上升了 1.5 个百分点。2020 年为应对新冠疫情，政府出台了多项免税和延迟征税的措施，财政支出有所提高，同时财政收入疫情之下将有所减少，2020 年政府财政赤字率将进一步走扩，预计将会上升至 6.5%。

4. 地缘政治风险仍存，对外资信心不利

2019 年土耳其与美关系一再紧张。鉴于当前土耳其政府的强硬态度，美国对土耳其制裁短期内仍不会放松，而且一旦美国制裁涉及土耳其银行业以及在叙利亚开展业务的公共机构，潜在的经济威胁也将上升。另外，近期土耳其与叙利亚军队的直接对抗进一步加剧了与俄罗斯的紧张关系，而随之产生的叙利亚流民问题可能加剧地区内政治风险上升。除此之外，土耳其在利比亚的军事行动，美国对土耳其国有银行 Halkbank 的诉讼，与希腊和塞布鲁斯在地中海的水域争议问题等都有可能加剧土耳其的地缘政治风险，影响国际投资者信心，加剧外资出逃风险。

评级敏感性因素

若发生（存在）以下任何情况，我们将考虑下调主权长期本、外币信用等级或展望：

1. 疫情无法得到有效控制，高通胀加剧，失业率上升，经济复苏不及预期或继续陷入深度衰退；
2. 信贷过度增长，银行业压力上升，政府财政负担加重，引发国内经济泡沫破裂，爆发经济危机；
3. 经常账户失衡加剧，货币迅速贬值，资本外逃，引发外部危机。

若发生（存在）以下任何情况，我们将考虑上调主权长期本、外币信用等级或展望：

1. 新冠疫情得到明显有效控制，经济表现出强劲且持续的复苏预期；
2. 贸易环境改善，外部需求上升，经常账户失衡得到改善，外汇储备上升，外部能力得到明显改善。

本次评级使用的评级方法、模型：		本次评级模型打分表及结果：				
名称	版本	本币指示评级	BB _i	本币评级结果	BB _i	
联合资信评估有限公司主权信用评级方法	V3.0.201910	外币指示评级	BB ₋	外币评级结果	BB ₋	
联合资信评估有限公司主权信用评级模型(打分表)	V3.0.201910	评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露		政治经济表现	D	国家治理		E
				宏观经济政策和表现		C
注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露		公共财政实力	c	财政收支及政府债务状况	财政收支状况	f
					政府债务负担	c
注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露		外部融资实力	b	国际收支及外部债务状况	政府偿债能力	d
					国际收支	d
注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露		外部融资实力	b	国际收支及外部债务状况	外债压力	b
					外债偿付能力	e
注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露		调整因素和理由				调整子级
		里拉大幅贬值，脆弱性较强，同时外汇储备极弱				外币-1
注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露		注：政治经济表现及相应各级因素由高到低分为 A、B、C、D、E、F 六个等级；公共财政实力、外部融资实力及相应各级因素由高到低分为 a、b、c、d、e、f、g 七个等级；模型内指标为五年加权平均值；通过政治经济表现和公共财政实力矩阵分析模型得到本币指示评级结果，结合外部融资实力表现得到外币指示评级结果				

分析师：胡前方 程泽宇

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

网址：www.lhratings.com

附件 1:

表 1 土耳其 2015-2019 年主要数据

项目	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年
宏观数据					
名义 GDP (亿里拉)	17,573.1	17,420.2	16,941.3	15,763.7	15,277.3
名义 GDP (亿美元)	7,544.1	7,713.5	8,526.8	8,637.2	8,598.0
实际 GDP 增速 (%)	0.9	2.8	7.5	3.2	6.1
CPI 增幅 (%)	15.2	16.3	11.1	7.8	7.7
失业率 (%)	13.7	11.0	10.9	10.9	10.3
结构特征					
人均 GDP (美元)	9,042.5	9,370.2	10,513.6	10,820.6	10,948.7
第一产业增加值在 GDP 中占比 (%)	6.4	5.8	6.1	6.2	6.9
第二产业增加值在 GDP 中占比 (%)	27.7	29.5	29.2	28.2	27.9
第三产业增加值在 GDP 中占比 (%)	55.9	54.3	53.3	53.8	53.3
最终消费占 GDP 比重 (%)	73.1	71.5	73.5	74.7	74.2
资本形成总额占 GDP 比重 (%)	25.1	29.6	31.0	28.2	28.4
净出口占 GDP 比重 (%)	2.7	-1.3	-3.8	-2.2	-2.2
银行业资本充足率 (%)	18.4	17.3	16.8	15.6	15.6
银行业不良贷款率 (%)	5.0	3.7	2.8	3.1	3.0
银行业 ROA (%)	1.4	1.8	2.0	1.9	1.5
银行业 ROE (%)	12.8	17.0	18.8	17.1	13.6
公共财政					
财政收入 (亿里拉)	5,149.5	5,443.9	5,322.7	5,159.2	4,904.8
财政收入/GDP (%)	29.3	31.3	31.4	32.7	32.1
财政支出 (亿里拉)	6,074.1	6,082.5	5,695.2	5,530.3	5,098.1
财政支出/GDP (%)	34.6	34.9	33.6	35.1	33.4
财政盈余 (亿里拉)	-924.6	-638.6	-372.5	-371.1	-193.3
财政盈余/GDP (%)	-5.3	-3.7	-2.2	-2.4	-1.3
政府债务总额 (亿里拉)	5,794.9	5,304.2	4,783.4	4,444.2	4,202.1
政府债务总额/GDP (%)	33.0	30.4	28.2	28.2	27.5
政府债务净额 (亿里拉)	4,657.1	4,201.1	3,774.4	3,694.4	3,507.7
政府债务净额/GDP (%)	26.5	24.1	22.3	23.4	23.0
财政收入/政府债务 (%)	88.9	102.6	111.3	116.1	116.7
利息支出/GDP (%)	1.8	1.4	1.3	1.4	1.9
外部融资					
出口总额 (亿美元)	2,470.3	2,379.3	2,227.0	1,989.7	2,103.5
进口总额 (亿美元)	2,265.6	2,476.1	2,549.4	2,183.7	2,293.7
贸易顺差 (亿美元)	204.7	-96.7	-322.4	-194.0	-190.2
进出口总额/GDP (%)	62.8	62.9	56.0	48.3	51.1
经常账户收入 (亿美元)	2,560.6	2,468.5	2,321.2	2,072.1	2,173.3
经常账户余额 (亿美元)	89.0	-207.5	-405.8	-268.5	-273.1
经常账户余额/GDP (%)	1.2	-2.7	-4.8	-3.1	-3.2

国际投资净头寸（亿美元）	-3,436.9	-3,705.3	-4,620.4	-3,677.5	-3,834.3
国际投资净头寸/GDP（%）	-45.6	-48.0	-54.2	-42.6	-44.6
外债总额（亿美元）	4,376.2	4,438.4	4,547.6	4,088.7	3,997.5
政府外债总额（亿美元）	1,580.4	1,398.6	1,361.7	1,233.3	1,166.4
外债总额/GDP（%）	58.0	57.5	53.3	47.3	46.5
政府外债/外债总额（%）	36.1	31.5	29.9	30.2	29.2
经常账户收入/外债总额（%）	58.5	55.6	51.0	50.7	54.4
外汇储备（亿美元）	785.3	728.7	841.2	920.5	929.2
外汇储备/外债总额（%）	17.9	16.4	18.5	22.5	23.2

数据来源：IMF、世界银行、土耳其央行，土耳其财政部、联合资信整理

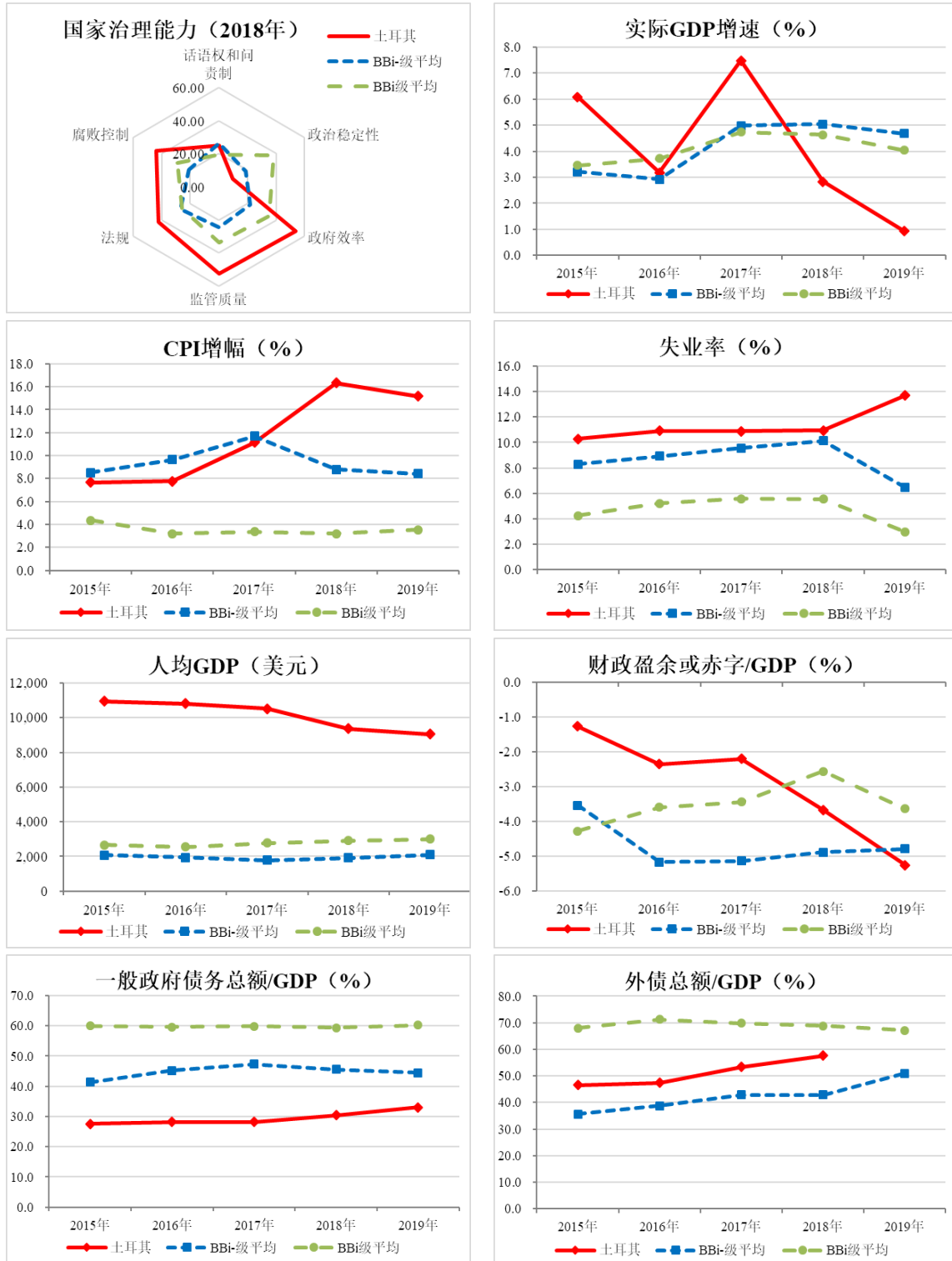
表 2 土耳其 2020-2021 年核心数据及预测

项目	2020 年一季度	2020 年二季度	2020 年预测	2021 年预测
实际 GDP 增速（%）	4.4	-9.9	-5.0	5.0
CPI 增幅（%）	10.9	12.62	12.0	12.0
失业率（%）	13.2	14.3	17.2	15.6
人均 GDP（美元）	-	-	9,683.6	10,635.8
财政盈余/GDP（%）	-2.7	-3.5	-7.5	-6.7
政府债务总额/GDP（%）	35.1	-	39.3	40.7
经常账户余额/GDP（%）	-4.5	-7.9	-3.2	-0.2
外债总额/GDP（%）	57.1	-	59.0	60.0

数据来源：历史数据来源于 IMF、世界银行、土耳其央行，土耳其财政部，预测数据来源于联合资信

附件 2:

相近信用等级国家主要数据对比



数据来源: 世界银行, IMF, 联合资信整理

附件 3:

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。