

土耳其共和国

2021 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: B_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: 2021 年 12 月 22 日

本次评级使用的评级方法、模型:

名称	版本
联合资信评估有限公司主权信用评级方法	V3.0.201910
联合资信评估有限公司主权信用评级模型(打分表)	V3.0.201910

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

分析师: 王祎凡 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

本次评级模型打分表及结果:

本币指示评级	BB _i		本币评级结果	BB _i -
外币指示评级	BB _i		外币评级结果	B _i +
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
政治经济表现	D	国家治理		E
		宏观经济政策和表现		B
		结构特征		F
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
			政府偿债能力	d
外部融资实力	b	国际收支及外部债务状况	国际收支	d
			外债压力	b
			外债偿付能力	e
调整因素和理由				调整子级
长期面临地缘政治风险				下调本、外币 1 个子级
里拉大幅贬值, 汇率波动性较大, 削弱其外币债务偿付能力				下调外币 1 个子级

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。

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。

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，决定将其主权长期本币用等级由 BB_i 下调至 BB_i- 、长期外币信用等级由 BB_i- 下调至 B_{i+} ，评级展望维持“负面”。

2020年，土耳其强势介入叙利亚、利比亚、外高加索和东地中海等地的武装冲突，并与俄罗斯、法国、美国等大国博弈不断，令其政治稳定性有所下降。宏观经济方面，2020年土耳其在应对新冠疫情时实施谨慎的封锁政策，同时推行大规模信贷政策刺激经济，经济实现正增长，通胀水平和失业率虽然有所下降但仍处于高位。结构特征方面，土耳其服务业占比较低，消费占比较为合理；银行业资本充足率保持稳定，不良贷款率小幅下滑。公共财政方面，受经济增长带动土耳其财政收入有所增长，但政府出台一揽子经济刺激计划导致财政支出上涨，财政赤字小幅收窄但仍处于高位；虽然土耳其的政府债务有所上涨，但依旧保持在很低水平，财政收入对政府债务保持较强的偿付能力。外部融资方面，2020年受疫情影响土耳其进口上涨但出口下降，经常账户再次由盈余转向赤字，国际收支失衡；土耳其外债水平小幅上涨但仍维持在低位，其中政府外债占比较低，经常账户收入和外汇储备对外债的偿付能力再度削弱。

2021年以来，土耳其与美国、欧盟关系持续恶化，同时针对邻国叙利亚再度发起军事行动，地缘政治风险急剧上升。从宏观经济上看，受需求强劲拉动，土耳其经济本年度实现强劲复苏，预期全年经济增速将达到9.0%左右。央行持续大幅降息将推升土耳其通胀水平，预计本年度CPI同比增幅将走高至20.0%左右。失业率随着经济复苏有所下降，预计本年度失业率水平将降至11.5%左右。从财政收支看，随着经济复苏，预计土耳其财政收入将有所上涨，预计财政赤字将进一步收窄至4.9%左右，同时政府债务将保持在37.8%左右的低位。从外部融资看，2021年土耳其进出口贸易均有所改善，预计经常账户赤字将收窄至2.4%左右，但在本币大幅贬值的情况下，土耳其外债偿付压力预计将大幅上升。

评级关键驱动因素

主要优势：

1. 土耳其的政府债务维持在很低水平，财政收入对政府债务仍具有较强的保障能力

从财政收支看，2020年土耳其为应对疫情推出了一揽子经济刺激计划，总额达6,380亿里拉（约占GDP的12.7%），其中具体措施包括推迟增值税和社保的征收、降低国内增值税率、免征酒店住宿税等。但得益于经济增长的支撑，财政支出相当于GDP的比值小幅下降，财政赤字小幅收窄0.3个百分点下降至5.3%，低于 BB_i 级和 B_{i+} 级国家平均水平。2021年土耳其经济复苏较为强劲，预计土耳其财政赤字将收窄至4.9%。但从长期来看，土耳其长期经济增速将保持在3.0%左右，预期2022年土耳其财政赤字将再次走扩至5.6%左右。

从政府债务水平看，2020年土耳其一般政府债务规模为2.0万亿里拉，相当于GDP的比值为

39.8%，虽然较上年上升了 7.1 个百分点，但仍显著低于 BB_i -级和 B_{i+} 级国家平均水平，政府债务负担很轻。政府利息支出相当于 GDP 的比值为 1.9%，较上年降低 0.1 个百分点，利息支出负担较轻。从债务偿付能力看，财政收入相当政府债务的比值为 72.2%，虽然较上年下降了 19.8 个百分点，但仍处于相对较高水平。

2. 2020 年土耳其经济在疫情的冲击下展现出一定韧性，2021 年以来土耳其经济复苏势头强劲

2020 年土耳其实际 GDP 同比增长 1.8%，经济增速高于 BB_i -级和 B_{i+} 级国家平均水平，成为二十国集团（G20）中除中国外唯一实现正增长的经济体。土耳其良好的经济表现一是因为在面对新冠疫情时实施谨慎的封锁政策，自 2020 年 5 月起逐步解除封锁，经济在二季度同比收缩 10.3% 后，三、四季度 GDP 同比增速分别达到 6.3% 和 5.9%，经济实现迅速反弹。二是土耳其推行大规模信贷刺激，2020 年 1~9 月累计降息 375 个基点至 8.25%，对消费和投资形成良好刺激，2020 年家庭消费、政府消费和资本形成总额分别同比增长 3.2%、2.2% 和 10.3%；从产业结构看，由于疫情造成的封锁，2020 年土耳其服务业同比下降 4.3%，但金融保险和信息通讯行业分别同比增长 21.4% 和 13.7%，成为拉动土耳其经济增长的主要因素。

2021 年土耳其经济增长同样强劲，前三季度 GDP 分别同比增长 7.2%、21.7% 和 7.4%，二季度经济增速创近 20 年新高。国内需求强劲是拉动经济增长的主要因素，二季度私人消费和政府消费分别拉动经济增长 13.7 和 0.7 个百分点。预计 2021 年土耳其将实现 9.0% 左右的经济增速，表明土耳其经济增长受疫情影响较小，2022 年经济增速将有望达到 3.3% 左右。

主要关注：

1. 央行货币政策独立性及稳定性较差，大规模连续降息导致土耳其里拉暴跌，并进一步推升土耳其通胀水平

2019 年以来土耳其总统因政策分歧连续解雇三任央行行长，并于 2021 年 12 月解雇该国财政部长，货币政策和财政政策的制定缺乏独立性导致投资者信心下降，土耳其金融市场多次上演“股债汇”三杀，金融系统风险急剧上升。

2020 年上半年土耳其推行的大规模信贷刺激导致本币大幅贬值，年内贬值幅度达到 30% 左右，虽然央行自 2020 年 9 月起开启紧缩性货币政策，2020 年 9 月至 2021 年 8 月期间，土耳其央行累计上调基准利率 1,075 个基点，但未能有效提振本币。

为摆脱本币美元化和刺激经济增长、创造就业，土耳其总统埃尔多安自 2021 年 9 月要求央行下调基准利率，截至 12 月中旬已累计降息 500 个基点，基准利率降至 14.0%。大幅降息导致土耳其里拉 2021 年内跌幅超过 50%，里拉兑美元汇率跌破 15:1，成为本年度表现最差的新兴经济体货币。在美联储货币政策转向、欧洲央行逐渐收紧货币政策的背景下，里拉贬值加速了土耳其的资本外流压力。土耳其央行为稳定本币，自 12 月起连续 3 次出售美元干预外汇市场，但未能改变土耳其里拉的下落趋势。

土耳其 CPI 增幅自 2017 年持续高于 10.0%，2020 年虽然较上年下降了 2.9 个百分点，但仍高达 12.3%，高于 BB_i-级和 B_i+级国家平均水平。土耳其原材料、能源等物资高度依赖进口，2021 年本币贬值进一步推升通胀水平，11 月土耳其 CPI 同比上涨 21.3%，远超央行 5% 的通胀目标，预计 2021 年土耳其平均通胀水平将达到 17.0% 左右。通胀高企将削弱本国居民的消费能力，甚至影响到宏观经济及金融系统的稳定性。

2. 土耳其外部不平衡状况较为严重，尽管外债水平不高，但经常账户收入和外汇储备对外债的偿付保障能力较弱，且汇率大幅贬值预计将进一步加重其偿债压力

从外部收支看，2020 年受经济增长、内需旺盛带动土耳其进口同比上涨 1.1% 至 2,301.4 亿美元，但在疫情对全球经济造成冲击的情况下出口额同比下降了 16.8% 至 2038.2 亿美元。在此背景下，土耳其对外贸易和经常账户均由上年的盈余转为赤字，经常账户赤字相当于 GDP 的比值达到 4.9%。国际投资净头寸为 -3,784.7 亿美元，相当于 GDP 的比值为 -52.6%，长期处于国际净债务国地位。总体看，土耳其外部不平衡状况较为严重。

从外债水平看，截至 2020 年末，土耳其外债总额为 4,331.0 亿美元，相当于 GDP 的 60.2%，较上年末提高了 5.4 个百分点，高于 BB_i 级和 B_i+ 级国家平均水平，其中政府外债占外债总额的比值为 24.6%，政府外债压力较低。从外债偿付能力看，2020 年受疫情影响土耳其出口贸易有所减弱，经常账户收入相当于 GDP 的比值较上年下降 11.4 个百分点降至 49.6%。土耳其本币大幅贬值，央行使用外汇储备支撑本币，外汇储备下降至 935.1 亿美元，相当于外债总额的比值降至 21.6%。经常账户收入和外汇储备对外债的偿付保障能力均有所减弱，土耳其本币大幅贬值也将削弱土耳其的外债偿付能力。

2021 年随着经济复苏土耳其对外贸易有所回暖，预计经常账户赤字将小幅收窄至 2.4% 左右。虽然截至 11 月底外汇储备土耳其外汇储备上升至约 1,261 亿美元，但对外债的偿付保障能力仍然较弱，土耳其央行 12 月动用外汇储备干预外汇，将进一步削弱外汇储备的偿付能力。

3. 土耳其政治稳定性较差，与美国、俄罗斯关系持续处于僵局将加剧土耳其面临的地缘政治风险

根据世界银行最新公布的国家治理能力指数，2020 年土耳其政府各项治理能力的百分比排名均值为 37.4，较上年小幅下降 1.5 个百分点，尽管高于 BB_i 级和 B_i+ 级国家平均水平，但在政治稳定性一项表现明显较差，明显低于 BB_i 级和 B_i+ 级国家平均水平。

土耳其位于亚欧交接，与叙利亚、伊拉克、希腊等国接壤，地缘政治环境复杂。从与欧盟关系看，大量叙利亚难民经由土耳其进入欧洲，难民问题是土耳其与欧盟长期存在的矛盾。2021 年 12 月，欧盟宣布追加 3.25 亿欧元援助涌入土耳其的叙利亚等国难民，土耳其与欧盟关系有所缓和。

从与叙利亚的关系看，土耳其因支持叙利亚国内反对派与叙利亚关系长期处于恶化。土耳其总统于 2021 年 12 月 9 日宣布土耳其军队及其支持的叙利亚反对派武装已对叙北部的库尔德工人党展开代号为“和平喷泉”的军事行动，同日叙利亚外交部强烈谴责土耳其的入侵行为。土耳其

与邻国关系再度恶化，地缘政治风险急剧上升。

从与俄罗斯关系看，土耳其于 2021 年 12 月宣布不承认克里米亚属于俄罗斯，使此前稍有缓和的双边关系再度恶化。从与美国关系看，2018 年美国宣布对土耳其经济制裁导致土耳其经济受到严重冲击，且近期并未出现明显改善。2020 年 12 月，美国以土耳其购买俄制防空系统为由宣布对土耳其实施制裁。2021 年 4 月，美国以和俄罗斯“联系”为由宣布将制裁土耳其国防工业局 4 名官员。土美关系持续处于僵局，将加剧土耳其经济增长和地缘政治的不稳定性。

4. 受经济增长拉动土耳其银行业数据表现稍有改善，但资产质量较差，本币大幅贬值将进一步削弱银行业的资产质量，房地产市场过热或将加剧其金融系统不稳定性

2020 年受经济增长拉动，土耳其银行业资本充足率较上年提高 0.3 个百分点至 18.7%，不良贷款率同比下降 1.1 个百分点至 3.9%，总资产收益率（ROA）和净资产收益率（ROE）分别较上年提高 0.1 个和 0.9 个百分点至 1.5% 和 13.7%。虽然土耳其银行业表现从数据看稍有改善，但银行资产质量较差，截至 2021 年 12 月初，土耳其银行外币资产占比超过 90%，外币贷款占比上升至约 40%，较 2020 年末提高了约 10 个百分点。土耳其汇率急剧贬值，将造成其资产质量的进一步下降。

大规模信贷政策刺激土耳其房地产价格快速上涨，2020 年土耳其房价同比增长 30.3%，2021 年截至二季度，土耳其房价同比上涨 29.2%，涨幅连续两年位居全球首位。房地产价格大幅上涨和本币急剧贬值相互叠加，推升了土耳其房地产泡沫和资本外流的风险，或将加剧金融系统不稳定性。

5. 土耳其失业率持续高企，2020 年受劳动参与率下降和《禁止裁员法案》影响，失业率小幅下降，但仍处于高位

土耳其自 2001 年银行业危机后失业率持续高企，2018 年因受到美国制裁土耳其经济增速下行，失业率再度走高。2020 年，土耳其失业率小幅下行，一是因为受疫情影响，土耳其劳动参与率较上年下降 3.7 个百分点至 49.3%；二是土耳其政府于 4 月出台《禁止裁员法案》，同时为企业提供社会保险费，此后该法案被数次延长至 2021 年 7 月；三是占 GDP 总量 19.1% 的制造业实现了 3.2% 的增长，拉动该行业就业人数增加。2020 年末土耳其失业率小幅下降 0.6 个百分点降至 13.1%，但仍显著高于 BB_i 级和 B_i+ 级国家平均水平，其中 15~24 岁青年人口失业率达 25.3%，面临严重的结构性失业问题，较高的失业率加剧了土耳其社会局势的不稳定性。

2021 年土耳其经济复苏较为强劲，但失业率仍处于高位，前三季度失业率分别为 12.9%、12.4% 和 11.7%，失业率虽然小幅下降但仍处于高位。预计 2021 年末和 2022 年末土耳其失业率将分别下降至 11.5% 和 11.0%。

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. 土耳其推行宽松的货币政策严重打击国内投资者信心，经济增长和金融系统的不稳定性加剧；
2. 土耳其与美国关系恶化程度加剧，地缘政治风险显著上升，或土耳其国内暴发政治风险事件，政治不稳定性加剧；
3. 土耳其本币持续大幅下跌，对外债的偿付能力进一步削弱；
4. 土耳其通胀水平和失业率进一步恶化，严重削弱居民消费意愿和消费能力。

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. 土耳其国内政治局势显著好转，政治稳定显著上升；
2. 土耳其本币汇率趋于稳定，汇率风险显著降低；
3. 土耳其货币政策独立性及其有效性得到显著提升，通胀水平显著下降；
4. 失业率显著下降，结构性失业问题得到明显改善。

附件 1:

土耳其 2016—2020 年主要数据

项目	2020 年	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年
宏观数据					
名义 GDP (亿里拉)	50,468.8	43,177.9	37,587.7	31,337.0	26,265.6
名义 GDP (亿美元)	7,199.2	7,605.2	7,796.9	8,589.3	8,692.8
实际 GDP 增速 (%)	1.8	0.9	3.0	7.5	3.3
CPI 增幅 (%)	12.3	15.2	16.3	11.1	7.8
失业率 (%)	13.1	13.7	10.9	10.9	10.9
结构特征					
人均 GDP (美元)	9,145.8	9,508.0	10,628.9	10,891.2	10,973.6
最终消费支出占 GDP 的比值 (%)	71.9	72.4	70.9	73.0	74.1
资本形成总额占 GDP 的比值 (%)	27.4	25.9	29.7	29.9	29.1
净出口占 GDP 的比值 (%)	-3.8	2.6	-0.2	-3.7	-2.2
第一产业占 GDP 的比值 (%)	6.6	6.4	5.8	6.0	6.1
第二产业占 GDP 的比值 (%)	27.8	27.2	29.4	29.1	28.1
第三产业占 GDP 的比值 (%)	54.6	56.5	54.5	53.5	54.0
产品税净额在 GDP 中的占比 (%)	11.0	9.9	10.4	11.3	11.8
银行业资本充足率 (%)	18.7	18.4	17.3	16.8	15.6
银行业不良贷款率 (%)	3.9	5.0	2.8	2.8	3.1
银行业 ROA (%)	1.5	1.4	2.1	2.0	1.9
银行业 ROE (%)	13.7	12.8	19.5	18.8	17.1
公共财政					
财政收入 (亿里拉)	14,486.3	12,979.0	11,565.2	9,765.5	8,537.7
财政收入/GDP (%)	28.7	30.1	30.8	31.2	32.5
财政支出 (亿里拉)	17,155.3	15,400.6	12,989.4	10,449.5	9,151.8
财政支出/GDP (%)	34.0	35.7	34.6	33.3	34.8
财政盈余 (亿里拉)	-2,669.1	-2,421.6	-1,424.2	-684.0	-614.1
财政盈余/GDP (%)	-5.3	-5.6	-3.8	-2.2	-2.3
政府债务总额 (亿里拉)	20,069.1	14,103.3	11,339.9	8,782.9	7,354.1
政府债务总额/GDP (%)	39.8	32.7	30.2	28.0	28.0
财政收入/政府债务 (%)	72.2	92.0	102.0	111.2	116.1
外部融资					
出口总额 (亿美元)	2,038.2	2,449.9	2,375.4	2,227.0	1,989.7
进口总额 (亿美元)	2,301.4	2,276.5	2,480.9	2,549.4	2,183.7
净出口 (亿美元)	-263.3	173.3	-105.5	-322.4	-194.0
经常账户收入 (亿美元)	2,147.8	2,540.2	2,464.6	2,321.3	2,072.3
经常账户余额 (亿美元)	-350.2	53.2	-217.4	-408.1	-270.4
经常账户余额/GDP (%)	-4.9	0.7	-2.8	-4.8	-3.1
国际投资净头寸 (亿美元)	-3,784.7	-3,065.7	-3,372.7	-4,433.2	-3,459.0
国际投资净头寸/GDP (%)	-52.6	-40.3	-43.3	-51.6	-39.8
外债总额 (亿美元)	4,331.0	4,164.1	4,274.1	4,514.9	4,063.1
外债总额/GDP (%)	60.2	54.8	54.8	52.6	46.7
政府外债总额 (亿美元)	1,065.9	997.5	945.2	934.8	855.3

政府外债/外债总额 (%)	24.6	24.0	22.1	20.7	21.0
经常账户收入/外债总额 (%)	49.6	61.0	57.7	51.4	51.0
经常账户收入/政府外债 (%)	201.5	254.6	260.7	248.3	242.3
外汇储备 (亿美元)	935.1	1,056.2	930.0	1,076.6	1,048.1
外汇储备/外债总额 (%)	21.6	25.4	21.8	23.8	25.8
外汇储备/政府外债 (%)	87.7	105.9	98.4	115.2	122.5

数据来源：世界银行、IMF、土耳其国家统计局，联合资信整理

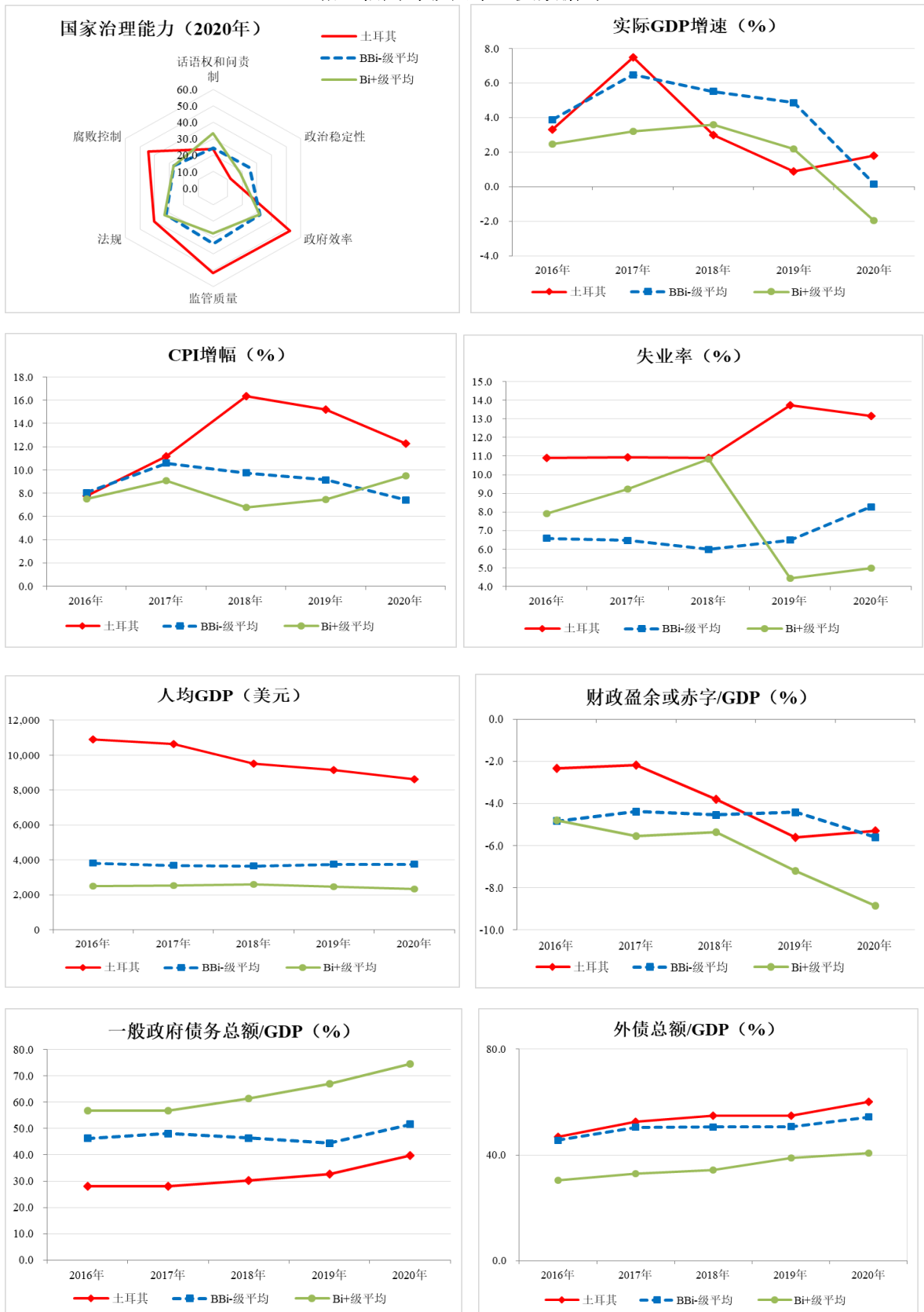
表 2 土耳其 2021—2022 年核心数据及预测

项目	2021 年一季度	2021 年二季度	2021 年预测	2022 年预测
实际 GDP 增速 (%)	7.2	21.7	9.0	3.3
CPI 增幅 (%)	3.0	4.0	6.5	4.2
失业率 (%)	12.9	12.4	20.0	15.4
人均 GDP (美元)	-	-	8,600.0	9400.0
财政盈余/GDP (%)	-	-	-4.9	-5.6
政府债务总额/GDP (%)	-	-	37.8	37.9
经常账户余额/GDP (%)	-	-	-2.4	-1.6

数据来源：历史数据来源于世界银行、IMF、土耳其国家统计局，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: IMF、世界银行, 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。

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

3. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。