

土耳其共和国

本次评级结果

长期本币信用等级：BBB_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：BBB_i-

长期外币信用等级：BB_i

评级展望：稳定

本次评级时间

2017 年 4 月 19 日

分析师：胡乾慧

邮箱：

huqh@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大

街 2 号 PICC 大厦 12 层

<http://www.unitedratings.com.cn>

评级观点

联合评级决定维持土耳其共和国（以下简称“土耳其”）长期本币主权信用等级 BBB_i-，维持长期外币主权信用等级 BB_i，评级展望下调为负面。

2016 年发生未遂军事政变后，土耳其国内政局依然不稳，安全问题严峻，国际关系紧张。修宪公投以微弱优势通过，土耳其将于 2019 年正式实施总统制，埃尔多安总统的集权进一步得到巩固，或将推动土耳其成为“伊斯兰国”。通货膨胀率居高不下，本国货币里拉大幅贬值，土耳其央行被迫实施紧缩政策，加之投资环境转差，将进一步抑制本国经济发展。预计 2017 年土耳其政府财政状况难以得到改善。政府债务将进一步攀升，但相对 GDP 的比例还较低，政府的偿债压力不大。为弥补经常项目赤字，政府预计扩大外债规模，外债负担率将接近国际公认警戒线；外汇储备缩水，外债偿付能力受到一定影响。综上所述，联合评级认为土耳其外币债务偿还的风险有所上升，本币债务具有足够的偿付能力，但对外币债务的偿还具有一定的信用风险。

评级依据

修宪公投通过可能增大国内政治的不稳定性

土耳其于 2017 年 4 月 16 日举行修宪公投，公投涉及 18 项宪法修正条款，其中包括将土耳其共和国政体从议会制改为总统制。土耳其最高选举委员会 27 日公布修宪公投正式计票结果，宪法修正案以 51.4% 的支持率获得通过。此宪法修正案获得通过，意味着土耳其将从 2019 年总统选举和议会选举后开始正式实施总统制。

土耳其修宪公投的通过将使总统被赋予更多的实权，政府也有可能实施更加独立的外交政策。另一方面，宪法修正案仅以 1% 的微弱优势通过，显示了民众各方意见的不一致。未来埃尔多安总统继续推行具有伊斯兰化色彩的政策可能性大，土耳其是否会转为“伊斯兰国家”上存在不确定性，或将使各党派、各种政治及宗教团体之间的矛盾趋于激化，加大国内政治的紧张局面和严重的社会矛盾。

国内民族矛盾激化，恐怖事件频发，国土安全风险上升

2016 年以来，土耳其境内发生多起枪击爆炸、恐怖袭击事件，安全形势急剧恶化。2016 年 7 月 15 日发生未遂军事政变后，土耳其政府宣布全国进入为期 3 个月的紧急状态，并对社会各领域进行全面大规模镇压，军队、司法、行政和教育等系统数万人被停职或拘留。2017 年，4 月 18 日，土耳其政府宣布将全国紧急状态第三次延长三个月，再延期之后紧急状态总时长将扩展至一年之久。同时，叙利亚难民大量涌入土耳其，引发了一系列社会问题、安全问题，对土耳其社会秩序和国内安全构成严峻挑战。总体看，土耳其国

内安全局势非常严峻复杂。

国际间摩擦不断增加，外部不确定未减弱

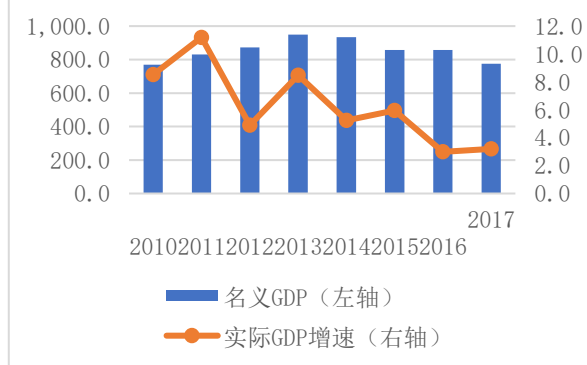
在未遂军事政变后，土耳其调整内外政策，与多国关系进入高度紧张状态。土耳其与欧盟各国在入欧、修宪公投、难民问题上摩擦不断，与美国在叙利亚问题、打击伊斯兰国、库尔德武装问题上均存在较大分歧。

在与欧美关系紧张的局势下，土耳其开始加强与中东和俄罗斯的关系。2016 年 6 月，土耳其与以色列签署了双边关系正常化协议，恢复因加沙救援船只遭袭而破裂长达六年的关系。同月，土耳其总统埃尔多安就 2015 年击落战机事件向俄罗斯总统普京致道歉信，并表示愿意赔偿。此后土俄两国关系开始逐渐改善。

政局动荡不利于经济持续发展，近年来经济增速下滑

土耳其地处欧亚、中东和北非之交，得益于优越的地理位置，2013 年以前土耳其经济快速发展，名义 GDP 逐年增长，2013 年实际 GDP 增速达到 8.5%。但另一方面，土耳其的经济发展严重依赖外商投资，对投资者的风险偏好和资本流动性的变化非常敏感。近

图 1：土耳其经济发展情况（十亿美元，%）



数据来源：联合评级主权数据库，2017 和 2018 年数据为预测值

年来随着土耳其不断卷入地缘冲突，国内环

境动荡，投资环境转差，经济发展受到影响。2016 年名义 GDP 为 8,566 亿美元，实际 GDP 增长率仅为 3.0%，同比下降 3%。

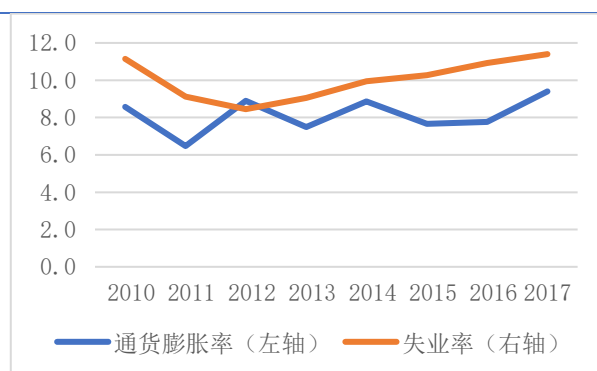
从中期看，政局不稳、不断走弱的里拉和高失业率带来的收入减少都会削弱私人消费的愿望。同时持续下降的固定投资、旅游收入的减少，以及未来加息通道带来资金成本的必然上升等因素都不利于土耳其中长期的经济发展。联合评级预计，2017 年 GDP 增速在 3.2% 左右。

不断走高的通货膨胀和失业率，都对其经济和社会发展带来不利影响

土耳其常年实行宽松货币政策，M2 增速远高于 GDP 增速，造成国内通货膨胀率较高。2014 年中期至 2016 年 9 月，尽管通货膨胀率高企，在统治者的政治压力之下，土耳其中央银行仍然多次降息，导致 2016 年土耳其通货膨胀率高达 7.8%，远高于政府制定的 5% 的中期通胀目标。自 2016 年 11 月后，土耳其央行逐步进行加息，但货币政策紧缩效果有限。土耳其境内食品价格较为波动，联合评级预计 2017 土耳其通货膨胀率将继续走高。

伴随高通货膨胀率的是土耳其居高不下的失业率。土耳其大力发展以旅游业及相关产业为代表的现代化服务业，而国内制造业发展滞后，经济体不能吸纳足够的就业人口，因此经济总量增长虽快，但失业问题却没有得到很好解决，也带来了大量社会问题。2013 年以来，土耳其失业率不断走高，2016 年为 10.9%。鉴于土耳其经济增长乏力，国内环境动荡，联合评级预计 2017 年土耳其将面临更加严重的失业问题，失业率将攀升至 11.5% 左右。

图 2：土耳其通货膨胀率和失业率（%）

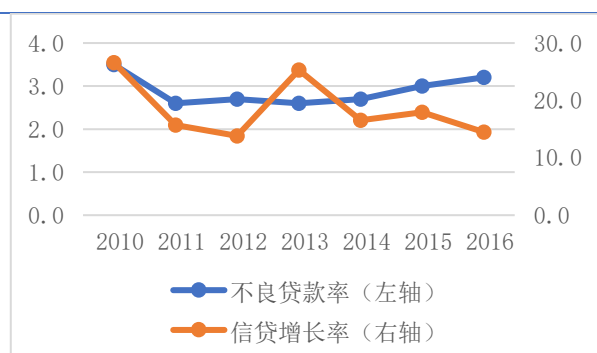


数据来源：联合评级主权数据库，2017 和 2018 年数据为预测值

央行加息可能导致不良贷款率上升，鉴于政府压力，银行信贷或增速

土耳其银行业资本充足率较高，2016 年 11-12 月间为 13.2%，高于国际标准。同时不良贷款保持在较低水平，2013-2016 年均低于 3%。但应注意到，为应对货币贬值，自 2016 年 11 月起土耳其中央银行开始紧缩货币政策，多次加息。资金成本的上升，必然加重企业和个人负担，伴随着经济下行风险较大，联

图 3：土耳其不良贷款率与信贷增长率（%）



数据来源：联合评级主权数据库，2017 和 2018 年数据为预测值

合评级预计，2017 年土耳其不良贷款率将有所上升。

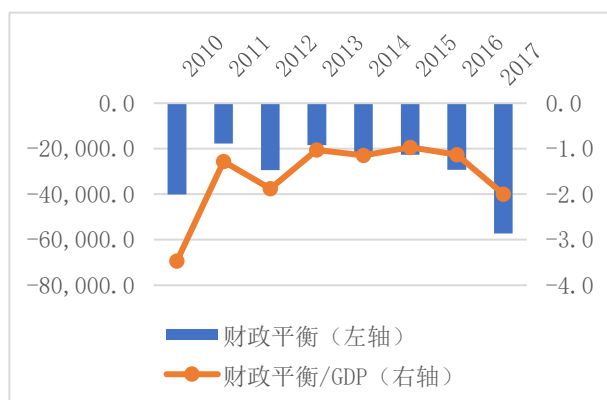
土耳其银行业信贷受政府介入较多，信贷增速时高时低。2016 年，因政治局势动荡

造成的投资环境恶化造成了土耳其信贷增长乏力，信贷增长率从 2015 年的 17.9% 降至 14.5%。2017 年 1 月又回升至 20.7%，其中部分原因属于政府对银行施压以增加贷款及保持低利率。联合评级预计，政府压力将推动土耳其 2017 年信贷增速加快。

土耳其初级财政虽有收窄，但仍维持盈余，政府债务负担小幅上升但仍维持较低水平

土耳其财政收支长期赤字。2016 年，经济增速下滑导致税收减少，同时土耳其政府在工资、养老金和叙利亚难民等方面的支出增加，加深了本已沉重的财政赤字，截至 2016 年末，赤字规模高达 292.6 亿里拉，较 2015 年末增长 29.5%，初级财政盈余也大幅下滑，其与 GDP 规模的比率由 2015 年的 1.3% 下

图 4：土耳其财政状况（百万里拉，%）



数据来源：联合评级主权数据库，2017 和 2018 年数据为预测值

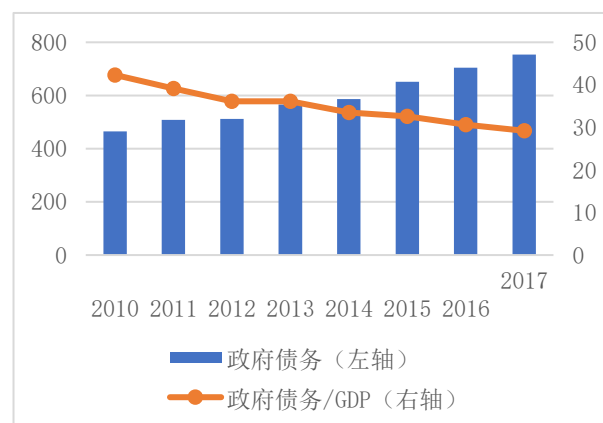
落至 2016 年的 0.8%。

央行为稳定汇率而采取的紧缩性货币政策可能抑制本国经济发展，联合评级预计 2017 年土耳其初级财政收支或将出现赤字。

持续增长的财政赤字不断推升土耳其的政府债务水平。截至 2016 年底，土耳其公共债务规模为 7,047.6 亿美元，同比增长 8.3%；

2016 年底政府债务规模与 GDP 的比率为 29.4%，但较 2010 年末减少约 10 个百分点，属于合理范围。联合评级预计，土耳其的政府债务水平在未来两年将保持继续上涨的态势，但由于其规模占 GDP 的比重不大，政府的偿付压力可控。

图 5：土耳其政府债务状况（十亿美元，%）

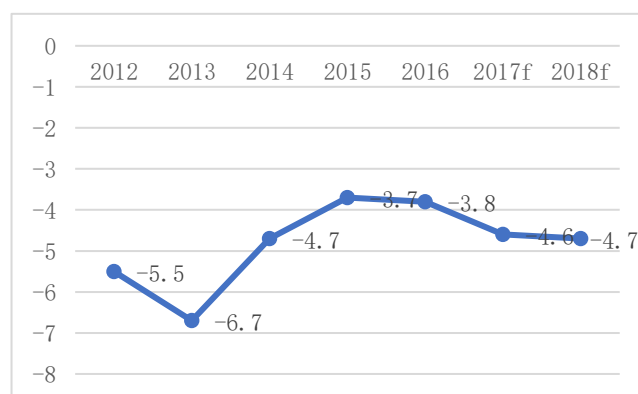


数据来源：联合评级主权数据库，2017 和 2018 年数据为预测值

经常账户情况持续赤字，受地缘政治拖累赤字水平或将小幅扩大

由于近年来土耳其经济及国内需求的稳定增长，国际油价大幅降低以及弱势里拉，经常账户赤字有所缩减。2015 年和 2016 年，经常账户赤字占 GDP 比重分别为 3.7% 和 3.8%。

图 6：土耳其经常项目平衡占 GDP 比重，%



数据来源：联合评级主权数据库，2017 和 2018 年数据为预测值

虽然土耳其里拉贬值有助于提振土耳其的主要出口部门，但出口盈余将被能源及资本性货物进口所抵消。此外，旅游行业受恐怖袭击和俄罗斯制裁的地缘风险拖累，难以重回2015年危机前的增长，因此中期内土耳其经常账户仍将维持赤字，且赤字占GDP比重呈上升趋势，中期内或扩张至5%；因此，在国际流动性受限时，可能会加大土耳其的外部融资难度。

外债负担沉重，外部流动性风险大幅上升，外汇储备减少，外债偿付压力增大

土耳其外部融资需求巨大，外债规模逐年增长。2016年末总外债规模上升至为4,043.1亿美元，总外债占GDP的比重从2012年末的38.6%增至2016年末的47.2%。预计未来外债占GDP的比重将突破50%，高于新兴市场41%的平均水平。

土耳其私人部门外债负担较重，截至2016年9月底规模达2,940亿美元，约为GDP的35%，非金融企业的外债占比47%。2017年以来，土耳其里拉贬值速度加快，增加了企业外债的本息支出，同时政变以后土耳其外部融资环境恶化，企业获取外部投资更加困难，加重了外部流动性风险。

土耳其是进口大国，常年贸易逆差，外汇储备主要依靠旅游创汇，规模一般。受多种因素影响，近年来土耳其外汇储备呈下降趋势。在击落俄罗斯飞机事件发生后，俄罗斯

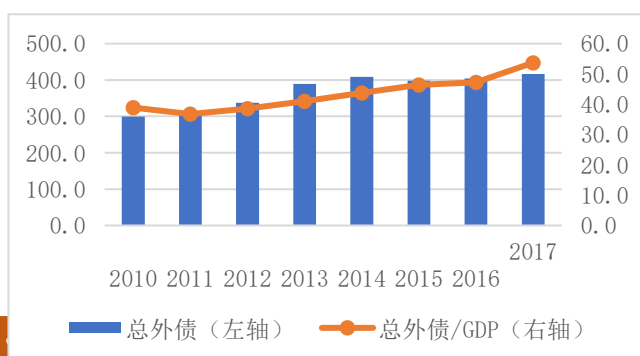
对土耳其实施了一系列经济制裁措施，加上国内政局动荡，恐怖袭击事件，土耳其旅游业遭受重创，旅游业带来的外汇收入锐减。另外由于境外投资者对于土耳其经济和安全形势缺乏信心，外商直接投资大幅萎缩，同时货币贬值导致资本外流，央行不得不大量抛售美元稳定汇率，进一步加大了土耳其外汇储备的流失。截至2016年末为920.55亿美元，较2013年约下降了17%。

总体来看，土耳其外债负担较重，受外部融资环境恶化影响，流动性风险较大，同时外汇储备一般，外债偿付压力较大。

展望

修宪公投通过将使得土耳其总统埃尔多安权力更加集中，土耳其政局动荡局面将会延续，对本国经济、财政、贸易造成冲击。经济增长乏力，通货膨胀率和失业率居高不下。本国货币不断贬值，资本外流严重。因此，联合评级对未来1-2年土耳其本、外币主权信用评级展望下调为负面。

图7：土耳其外债情况（十亿美元，%）



数据来源：联合评级主权数据库，2017和2018年数据为预测值

土耳其主权信用评级关键数据

	2012	2013	2014	2015	2016	2017 ^f	2018 ^f	中东非洲 ^d	一带一路 ^d
名义 GDP（十亿美元）	872.4	949.1	933.4	857.6	856.6	775.8	827.6	239.1	404.2
人均 GDP（美元, PPP）	20,523.0	22,153.3	22,912.3	23,913.2	24,650.0	25,770.0	26,990.0	38,578.8	21,749.0
实际 GDP 增长率（%）	4.9	8.5	5.2	6.0	3.0	3.2	3.2	1.9	3.0
通货膨胀率（%）	8.9	7.5	8.9	7.7	7.8	9.4	7.6	7.3	5.5
国内信贷增长率（%）	13.8	25.3	16.5	17.9	14.5	13.8	12.0	26.1	15.9
M2 增长率（%）	10.2	22.2	11.9	17.1	18.3	19.0	15.4	8.6	11.4
各级政府财政平衡/GDP（%）	-1.9	-1.0	-1.1	-1.0	-1.1	-2.0	-2.2	-4.3	-2.9
各级政府利息支付/GDP（%）	3.1	2.8	2.4	2.3	1.9	1.9	2.1	4.1	2.3
各级政府初级财政平衡/GDP（%）	1.2	1.7	1.3	1.3	0.8	-0.1	-0.1	2.4	0.2
各级政府总债务/GDP（%）	34.0	32.4	30.0	29.1	29.4	30.2	30.4	54.2	46.0
总债务/GDP（%）	38.6	41.0	43.7	46.4	47.2	53.7	52.9	107.8	72.8
短期债务/总外债（%）	29.7	33.5	32.5	25.7	24.2	23.8	23.0	33.0	20.9
经常项目余额/GDP（%）	-5.5	-6.7	-4.7	-3.7	-3.8	-4.6	-4.7	1.1	-0.9
国际储备/总外债（%）	35.4	33.6	31.2	27.8	26.2	25.5	25.2	103.9	128.0

数据来源：联合评级主权数据库；f 表示预测值；d 表示中东及非洲 14 国近五年均值；a 表示一带一路 57 国近五年均值