2019 年 3 月 31 日

宏观经济

土耳其困局，有多大涟漪？

——土耳其货币大跌点评

宏观动态

分析师

张文朗 (执业证书编号：S0930516100002)
021-52523808
zhangwenlang@ebscn.com

黄文静 (执业证书编号：S0930516110004)
010-56513039
huangwenjing@ebscn.com

邓巧锋 (执业证书编号：S0930517100005)
021-52523805
dengqiaofeng@ebscn.com

◆ **要点**

近期土耳其金融市场再次站在风口浪尖，经历股债汇三杀，近期部分新兴市场国家如阿根廷、南非、巴西、墨西哥受此影响，货币也有不同程度贬值。在美国经济放缓、加息暂缓背景下，新兴市场国家刚经历短暂喘息，又经历此番金融动荡，原因为何？未来会如何演变？

外储急缩是触发土耳其金融市场动荡的导火索。今年 3 月第 2 周土耳其外汇储备环比缩水 3%，而国内企业和个人外币存款均有增加，或反映出私人部门对其社会稳定和经济信心不足。

土耳其地方选举暗藏政治风险。于 3 月 31 日开始的地方选举成为近期影响土耳其的重大事件，各党派尤其重视对伊斯坦布尔和安卡拉等大城市的争夺，若反对党赢得关键城市，未来政治和经济决策的不确定性均将有所增加，而目前来看存在这一可能性。

最根本的还是经济基本面。2018 年土耳其的货币和财政政策均有收紧，GDP 增速大幅下滑至 2.57%，国内消费和投资信心都受到打击。目前国内失业率持续上升，通胀虽小幅回落但仍远高于 5%的目标通胀率，央行陷入保增长还是降通胀的两难困境。高频数据显示，近期土耳其的工业、服务业信心指数均较为脆弱，制造业 PMI 弱企稳仍位于荣枯线以下。

私人部门和财政隐性债务风险均在加剧。土耳其的企业和居民贷款均有部分来自于外币借贷，里拉贬值对其还本付息带来较大冲击。BIS 估算显示去年下半年以来土耳其私人非金融部门的还本付息负担陡升。而为了整顿财政纪律，土耳其政府的赤字率显著降低，但同时政府在 2017 年推出了旨在保障中小企业融资的政府担保基金计划，如今伴随着不良贷款总额与不良率齐升，政府未来的隐性债务风险增加。

余波未消，某些区域金融市场或面临调整压力。随着土耳其整体不良贷款率的上升，可能会对债权国形成负面效应，尤其是欧洲银行业对土耳其的风险敞口整体较大。此外，去年下半年以来新兴市场的内部分化在加大，巴西、越南、印度等国的通胀较低，经济基本面也在缓慢复苏，或不会受到较大冲击；而外债负担较重的新兴国家，如阿根廷、墨西哥等国，或由于市场情绪上的连带作用，金融市场也面临调整压力。鉴于中国相对稳健的基本面，这种情况下，人民币短期仍受到支撑。

在去年 9 月份金融市场发生巨幅震荡之后，近期土耳其金融市场再次站在风口浪尖，经历股债汇三杀。其中股指 ISE National-100 大幅下挫（自 3 月 19 日高点至 3 月 27 日，股市跌幅超 12%）抹平今年以来涨幅，10 年期国债收益率飙升至 18.28%（3 月 27 日，3 月初~14.7%），土耳其里拉兑美元汇率急贬（今年 3 月初至 27 日贬值 3.3%）。受此影响，近期部分新兴市场国家如阿根廷、南非、巴西、墨西哥的货币也有不同程度贬值。美国经济放缓、加息暂缓背景下，新兴市场国家刚经历短暂喘息，又经历此番金融动荡，原因为何？未来会面临怎样的不确定性？

外储急缩是导火索

今年 3 月以来，土耳其央行外汇储备急剧缩水是触发金融市场动荡的导火索，3 月第 2 周央行外汇储备环比缩水 3%（表 1），而外币存款方面，国内的企业和个人外币存款均有不同程度增加，尤其是企业增速尤快（表 2）。或反映出私人部门对未来社会稳定和经济信心不足。

表 1：近期土耳其央行外汇储备急剧缩水

储备科目（亿美元，%）	2019/3/15	2019/3/8	2018/12/28	2018/3/16	周度增速	过去 5 周平均增速
中央银行外汇储备	944.4	974.0	919.3	1,149.2	-3.04	-0.04
黄金	206.6	204.3	199.5	251.3	1.10	-0.12
外汇资产	737.8	769.6	719.8	897.9	-4.13	-0.01

资料来源：土耳其央行

表 2：企业外币存款增速尤快，显示出对未来经济信心不足

银行存款科目（亿里拉，%）	2019/3/15	2019/3/8	2018/12/28	2018/3/16	周度增速	过去 5 周平均增速	年化增速
存款货币银行的外币存款	9,774	9,500	8,759	6,847	2.88	1.22	11.58
居民	8,816	8,557	7,840	6,082	3.02	1.27	12.44
个体	5,248	5,136	4,651	3,513	2.19	1.27	12.84
活期存款	1,220	1,195	1,043	717	2.08	1.22	16.96
定期存款	4,029	3,941	3,608	2,796	2.22	1.29	11.65
法人	3,567	3,422	3,190	2,569	4.6	1.28	11.84
活期存款	907	874	895	637	3.78	0.37	1.39
定期存款	2,660	2,547	2,295	1,931	4.43	1.60	15.92
非居民	958	942	919	766	1.68	0.71	4.27

资料来源：土耳其央行，注：外币存款增速加快有部分本币贬值因素。

地方选举暗藏政治风险

2017 年埃尔多安推动将议会共和制改为总统共和制，总统权力急剧扩大，议会其他党派对此非常不满。2018 年土耳其大选结束后，由于正发党单独没有获得国会大多数议席，与民族行动党组成执政同盟以获得国会超过一半的议席，然而民族行动党在理念上与正发党有相当分歧，这种合作的远景难以预期（表 3）。

表 3：土耳其国内政治局势概览

政治局势概览	标志性事件			
政治制度	2017 年由议会共和制改为总统共和制，废除总理一职，总统权力较大，现任总统于 2018 年 8 月就职。			
国内政局	2019 年 3 月 31 日将举行地方选举，近期民调显示反对党在首都安卡拉和最大城市伊斯坦布尔占有微弱优势，加上土耳其近来经济下行、通胀高企，总统对此表示担忧			
国际政治要闻	2018.12 土耳其总统邀请特朗普访问土耳其，特朗普表示有此意愿但未确定； 2019.2 因土耳其向俄罗斯购买军火，美国停止向土耳其出售 F-35 战机； 2019.3 美国承认戈兰高地归属以色列，土耳其在内的多个国家表示反对			
主要党派	**地位**	**政治倾向**	**国会议席占比**	**大城市执政占比**
正义与发展党	前美德党分裂后，发展派；执政党	温和伊斯兰右翼	294 / 600	18 / 30
人民共和党	主要反对党	偏左	144 / 600	6 / 30
人民民主党	社会主义性质	伊斯兰左翼	67 / 600	2 / 30
民族行动党	--	极右翼	49 / 600	3 / 30
幸福党	前美德党分裂后，保守派	偏右	42 / 600	0 / 30

资料来源：维基百科，土耳其政府网站，光大证券研究所整理

从国内外局势来看，正发党连年赢得选民支持的重要因素是土耳其的经济发展，而去年以来土耳其经济弱货币贬、失业率高企等问题都导致执政党支持率下降；土耳其作为北约成员，近年来频繁向俄罗斯靠拢，在叙利亚、耶路撒冷、戈兰高地、伊核问题上和美国有明显分歧，2018 年 10 月美国还因土耳其扣留一名美国牧师对土耳其实施经济制裁，美国和土耳其的关系愈发不稳定。

而将于 3 月 31 日开始的地方选举成为近期影响土耳其的重大事件，地方选举每 5 年一次，将在全国 81 个省份开展，30 个大城市、1351 个区市级市长，以及 1251 个省议员、20500 个市议员职位都要进行选举。各党派尤其重视对伊斯坦布尔和安卡拉等大城市的争夺，若反对党赢得关键城市，未来政治和经济决策的不确定性均将有所增加。

伊斯坦布尔是土耳其最大城市，在地方选举中赢得伊斯坦布尔的政党被认为更有望赢得下次大选。执政党推举的伊斯坦布尔地区领导人是前任国家总理 Binali Yildirim，反对党人民共和党推举的 EkremImamoglu 主张通过加大基建和鼓励投资创业创造 20 万个就业岗位。3 月 10-18 日的 ADA 民调数据显示反对党候选人领先，但优势仅为 0.8 个百分点，最终选举结果仍难预料。

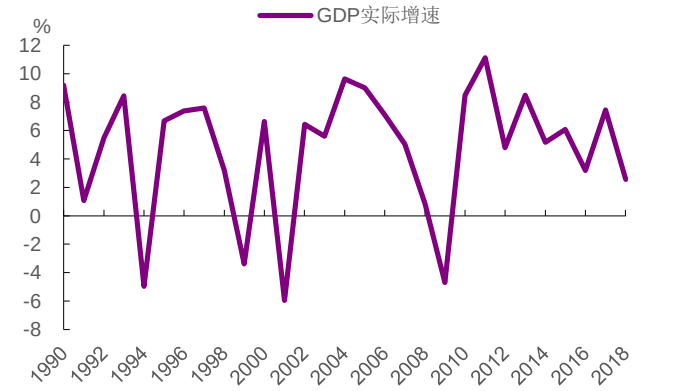
安卡拉作为土耳其的政治中心，经济上虽不及伊斯坦布尔发达，但通常认为安卡拉代表国家政治风向。反对党推举的候选人 Mansur Yavas 表示“不会通过大型项目刺激经济”而是要“利用市政资源来解决就业和贫困”。3 月中旬的民调显示反对党候选人领先执政党候选人，但优势仍较为微弱。

最根本的还是经济基本面

在经历了 2017 年的高增长之后，2018 年在全球流动性收紧的背景下，土耳其的货币和财政政策均有所收紧，经济实际增速由上年的 7.44%下滑至 2.57%（图 1），而 OECD 对其 2019 和 2020 年的经济实际增速预测分别为-0.4%和 2.7%。土耳其国内消费和投资信心都受到打击，贬值因素带来出口小幅

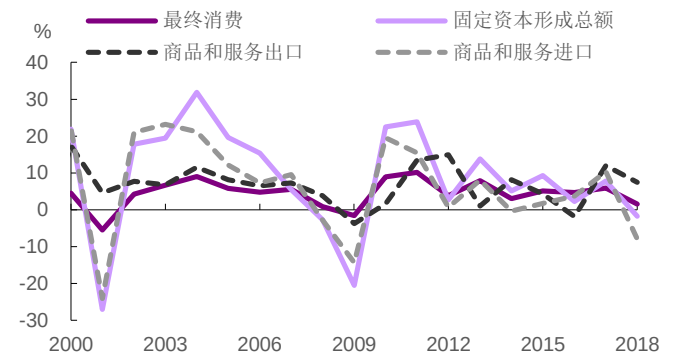
正增长（较 2017 年回落 4.5pct）、进口负增长，一定程度上托底经济增速（图 2）。

图 1：历史上经济失速滑坡并不罕见



资料来源：Wind

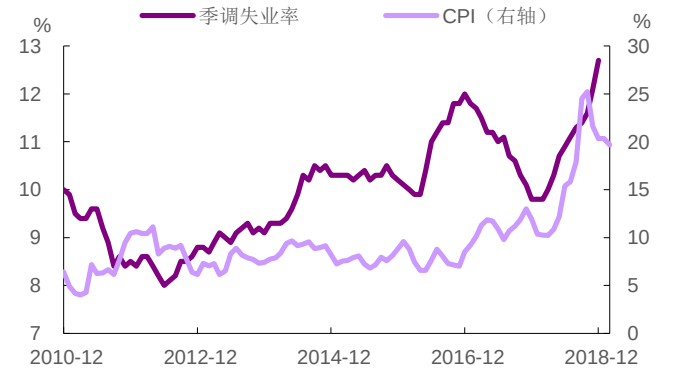
图 2：支出法下各项实际增速



资料来源：Wind

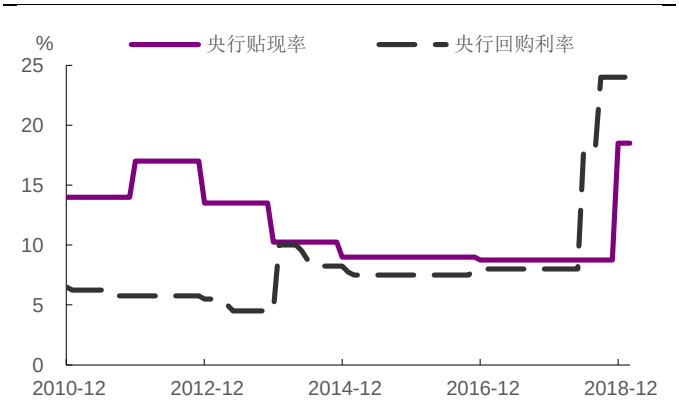
虽然今年全球流动性收紧预期已经放松，但土耳其的经济基本面仍在恶化，这是导致其本轮金融市场动荡的最根本原因。目前土耳其的失业率持续上升，通胀虽小幅回落（主要通过“Comprehensive Plan Against Inflation”进行强制性价格冻结和部分商品服务降低增值税的方式）但仍远高于 5%的目标通胀率，而土耳其央行陷入保增长还是降通胀的两难困境（图 3）。今年以来央行并未上调政策利率，这也为做空里拉的投资者提供了资金机会（图 4）。高频数据显示，近期土耳其的工业、服务业信心指数均较为脆弱，制造业 PMI 弱企稳（图 5-6），或反映企业和居民对未来经济信心仍不足。

图 3：失业率持续上升，通胀远高于 5%的目标通胀率



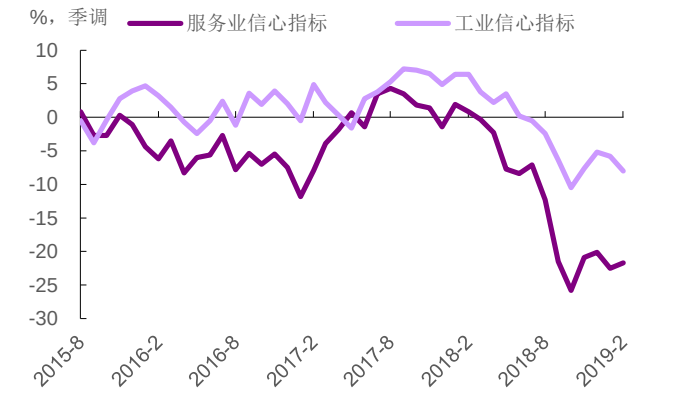
资料来源：CEIC

图 4：今年以来央行并未上调政策利率



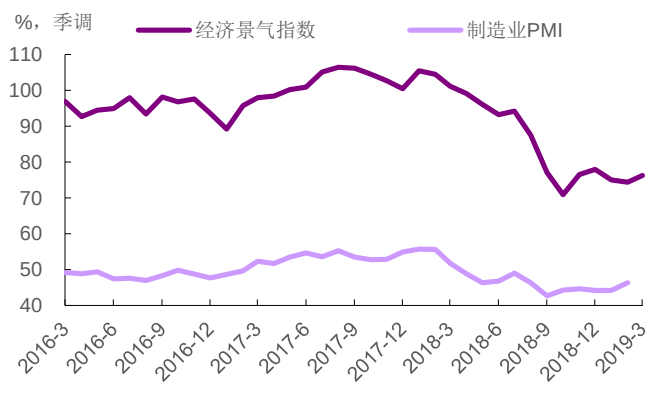
资料来源：CEIC

图 5：工业、服务业信心指标均较脆弱



资料来源：CEIC

图 6：制造业 PMI 弱企稳，仍低于荣枯线



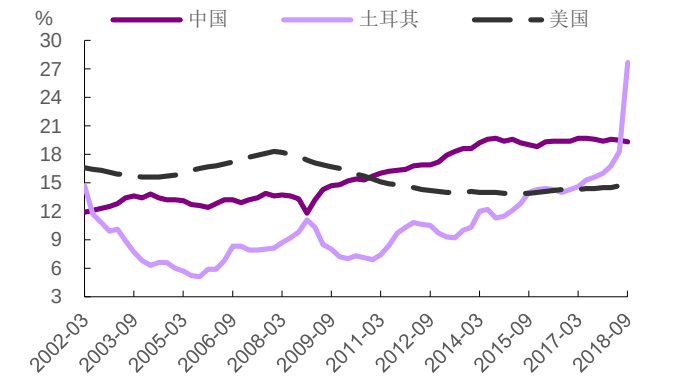
资料来源：CEIC

私人部门和财政隐性债务风险均在加剧

土耳其的企业和居民贷款均有部分来自于外币借贷，里拉贬值对其还本付息带来较大冲击。根据 BIS 估算，去年下半年以来土耳其私人非金融部门的还本付息负担陡升（图 7），远高于美国 2008 金融危机之前的水平。

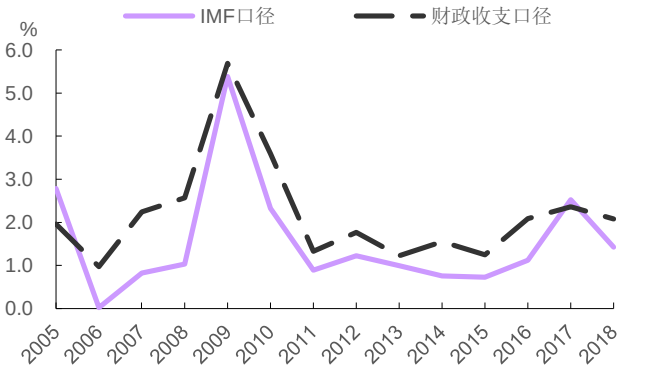
为了整顿财政纪律，土耳其政府的赤字率显著回落，2018 年财政支出尤其减少了基建方面的投资（图 8）。而根据其“新经济方案”（New Economic Program），2019-2021 年的财政赤字率目标分别为 1.8%、1.9%和 1.7%。根据财政部披露的中期财政预算方案[1]（2018-2020 年），其对 2018-2020 年的经济实际同比增速判断均为 5.5%，CPI 增速则为 7%、6%和 5%，与经济现实严重脱节，财政政策并没有发挥好逆周期调节功能。但同时，土耳其政府在 2017 年推出了政府担保基金计划（Credit Guarantee Fund），旨在通过保障中小企业融资来促进经济增长，政府向银行提供 250 亿里拉的担保并希望撬动 2500 亿里拉的信贷。这种政策性行为带来了中小企业投机套利和资金滥用行为，而如今伴随着不良贷款总额与不良率的齐升（图 9），政府未来的隐性债务风险增加。

图 7：土耳其私人非金融部门的还本付息负担陡升



资料来源：BIS，时间截至 2018 年 9 月末。

图 8：2018 年财政赤字率显著回落

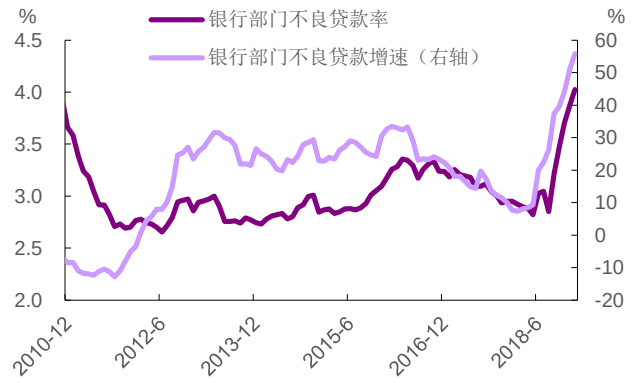


资料来源：CEIC。注：IMF 口径为 Net borrowing/GDP%，财政收支口径为(Fiscal expenditure –revenue)/GDP%

[1]财政部每年滚动制定未来 3 年的中期财政预算方案，目前还没有更新到 2019-2021 年。

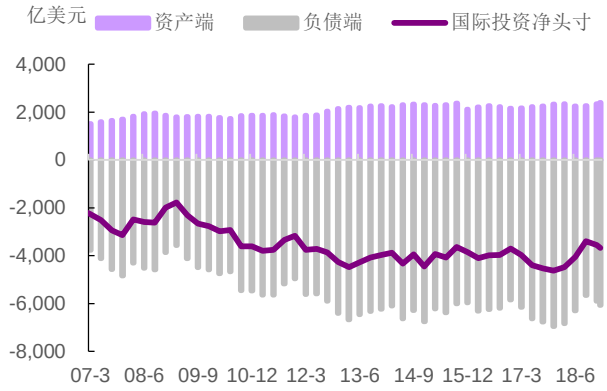
此外，土耳其的国际投资净头寸在去年年中止跌企稳后，在去年 9 月末又有拐头向下趋势（图 10），而近期外汇储备急剧减少或表明其有进一步恶化趋势，月度高频数据显示今年前 2 月土耳其的经常账户差额持续为负（图 11）。此外，从土耳其外债的部门分布来看私人部门占比最高，这其中主要是银行部门，而从期限结构来看，短期外债比例近期有所企稳（图 12）。

图 9：不良贷款总额与不良率齐升



资料来源：CEIC，时间截至 2019 年 1 月末

图 10：国际投资净头寸企稳后又有拐点向下趋势



资料来源：CEIC，土耳其央行，时间截至 2019 年 1 月末。注，2019 年负债端增长部分有国外的直接投资和权益投资增加因素。

图 11：今年以来经常账户差额又回归负值

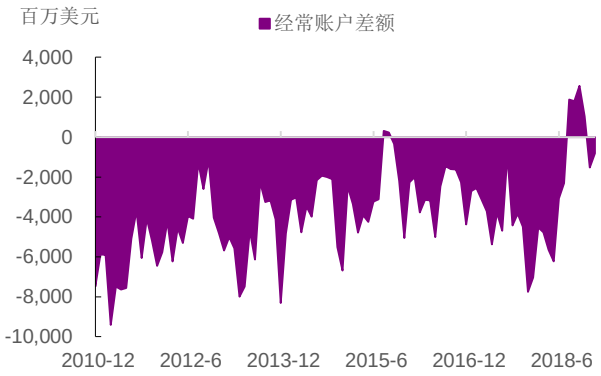
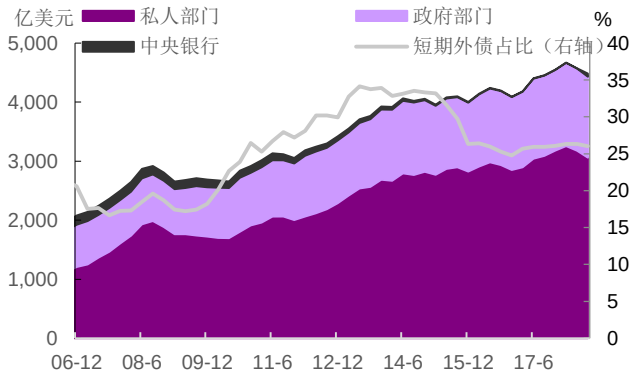


图 12：外债余额的部门和期限分布



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：
https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_13427