

# 土耳其 里拉大幅贬值 外债偿付压力上升

■ 文/ 张珏 刘柯琦

## 摘要 ▶▶▶

美国对土耳其加征钢铝关税，加速土耳其里拉大幅贬值。近年来，土耳其经济增长对宽松的货币政策和积极的财政政策依赖度高，货币贬值趋势较为明显。同时，土耳其外债规模常年处于高位，里拉的大幅贬值将导致其外债偿付压力显著上升。近期土耳其央行采取货币使用限制及加息的措施，对货币政策进行调整，货币贬值情况有所缓解。但在美联储持续加息的影响下，土耳其货币政策的有效性仍存在较大不确定性。新世纪评级将持续高度关注土耳其央行货币政策的实施及其主权信用风险变化。

## 一、美国加征钢铝关税加速土耳其货币大幅贬值

美国于8月10日晚间宣布对土耳其加征钢铝关税，税率分别上调至50%和20%，加速土耳其里拉大幅贬值。截至9月24日，在不到两个月的时间内，土耳其里拉跌幅已超过16%。

土耳其是北约成员国，2016年以前不断寻求加入欧盟。但此后土耳其的外交政策出现摇摆，并介入美俄在中东地区的战略博弈，激化了其与西方国家之间的诸多矛盾。

2016年土耳其发生政变，总统埃尔多安认定此次政变由流亡在美的前土耳其宗教人士费图拉·居伦策划，为迫使美国遣返居伦，土耳其以从事反政府间谍活动、支持居伦的理由逮捕了美国牧师安德鲁·布伦森。土美双方在交涉无果的情况下，美国决定对从土耳其进口的钢铁及铝征收惩罚性关税，引发市场恐慌，加速了土耳其货币贬值。

虽然美国对土耳其钢铁和铝增收惩罚性关税是里拉暴跌的导火索，但本次土耳其货币的大幅贬值的根本原因主要来自于土耳其的经济长期以来存在的一系列问题。

## 二、土耳其经济面临的内外部问题

土耳其经济自2002年以来（除2008-2009全球金融危机期间）维持高速增长，其复合增长率达5.79%。土耳其2017年实际GDP增速为7.05%，2018年第一季度GDP实际增长率达7.36%。但土耳其经济的快速增长主要依赖于极其宽松的货币政策和积极的财政政策拉动，低利率、货币超发，同时不断发行大量外债，给其经济发展留下了严重隐患。

土耳其外债处于较高水平，且近年来呈逐年上升的趋势。2017年末外债规模达4542.84亿美元，基本上是2009年末的2倍；2017年末土耳其外债与GDP之比高达53.48%。同时，土耳其对外贸易竞争力较弱，经常账户常年赤字，2008年至2014年期间，由于其资本与金融账户净流入能够抵消其经常账户赤字，国际收支基本保持盈余状态。

但随着2012年以来，土耳其资本不断外流，金融账户余额难以对经常账户赤字形成有效补充，土耳其国际收支余额由盈转亏，不断消耗着官方储备。

图1：土耳其里拉汇率走势



数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

图2：土耳其国际收支账户（单位：百万美元）



数据来源：IMF，新世纪评级整理

截至2018年7月末，土耳其外汇储备约785亿美元，难以对其外债形成有效支撑，外债偿付压力明显增加。

图3：土耳其官方储备（单位：百万美元）



数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

土耳其总统埃尔多安多次干预土耳其央行政策的出台，使得土耳其央行的独立性和货币政策的有效性受损。埃尔多安认为高利率才是高通胀的元凶，倾向人为压低利率，并且希冀以此刺激经济增长。土耳其常年实行宽松的货币政策，并且近年货币超发导致本国货币对内贬值，通货膨胀一路上扬。

土耳其近年来的通胀水平均远超其5%的通胀控制目标，2017年土耳其CPI同比增长首次达到两位数，为11.14%，在新兴市场中目前只有阿根廷和埃及的通胀水平为两位数。2018年土耳其通胀水平进一步走高，8月其通胀率已高达17.90%。这导致里拉对外也出现贬值压力。

2014年美国复苏以来，美联储开启加息通道，美元走强。而一直以来在美元走强的时期，新兴经济体容易发生汇率和金融危机。土耳其由于其高通胀、低外汇储备、国内外政治局势不稳、叠加美元走强等因素的影响，自2012年以来，里拉兑美元汇率持续下跌，截至2018年8月底，跌幅约160%。

### 三、土耳其外债偿付压力上升及其影响

土耳其的外债，主要来自于欧洲银行。根据国际清算银行数据，截至2018年第一季度，外资银行持有土耳其约2233亿美元的债务。其中，西班牙、法国及意大利是土耳其最主要的三大债主国，合计约占总量的60%。一旦里拉持续贬值过度，将导致土耳其资本外流加剧以及外汇储备被过度消耗，土耳其将难以偿还欧洲银行的巨额贷款，继而殃及欧洲银行业。

同时，土耳其的货币危机导致市场恐慌向外扩散，俄罗斯、南非、印度及印度尼西亚等国货币均有不同程度的贬值，加剧了投资者对新兴经济体风险的担忧。在美国经济复苏强劲、贸易和金融政策强势、美元明显反弹的大环境下，新兴市场国家易受到资本外流的冲击。目前，越来越多的基金开始压缩新兴市场货币的投资占比或者进行沽空。

为了应对汇率贬值和资本外流，土耳其目前主要有两方面的举措，一方面是对货币使用进行限制，土耳其总统埃尔多安颁布命令：禁止土耳其实体之间的合同使用里拉以外的货币。不过土耳其美元化程度较高，连土耳其政府的许多合同都是以外币计价，实行难度较高。而另一方面则是依靠土耳其央行进行加息：土耳其央行在2018年6月进行了两次加息，将关键利率上调至17.75%，但导致国内股市、债券市场均出现暴跌。

不过，土耳其央行最终顶住政治压力，在9月13日宣布再次加息，将关键利率上调625个基点至24%，超过市场此前预期的21%，打破了市场的悲观预想，土耳其里拉短线有所拉升，释放出积极信号。土耳其里拉在未来是否能遏制跌势，可能将取决于土耳其央行是否能不受到政府干预持续保持其独立性，目前埃尔多安仍对加息这一举措表现出不欢迎的态度，其在9月14日称“只会在这段时间内容忍利率位于较高水平”。如果土耳其央行不能坚持地执行加息政策，那么里拉的未来很难被市场看好，土耳其经济也将持续恶化。