联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

新冠疫情尚未平息，土耳其央行何以逆势加息？



2020 年 11 月 20 日

联合资信评估股份有限公司

电话： 010-85679696　　地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号　　邮箱: lianhe@lhratings.com

传真： 010-85679228　　PICC 大厦 17 层　　网 址：www.lhratings.com

新冠疫情尚未平息，土耳其央行何以逆势加息？

联合资信评估有限公司 主权部

主要观点

- **自实行总统制以来土央行独立性和货币政策有效性受到广泛质疑，低利率政策导向下里拉面临长期贬值压力**
- **当前央行逆全球宽松重启加息一方面是高通胀局面下的货币政策纠正，另一方面体现出经济压力下埃尔多安政府的局部妥协**
- **尽管加息在短期内有助于提振里拉汇率表现，但受经济前景黯淡、外部脆弱性突出、政治环境不稳定等因素影响里拉前景难言明朗**
- **经济结构性问题突出，新冠疫情二度暴发下，经济内外增长动力不足，经济前景难以对里拉形成有效支撑**
- **外债逐年攀升，外汇储备濒临耗尽，国际收支风险加大里拉下行压力，外部脆弱性突出**
- **国际摩擦不断，国内民众不满情绪升温，埃尔多安执政基础有所削弱，政治环境的不稳定性将加剧里拉波动行情**

事件概述

2020 年 11 月 19 日，当地时间 14 点，土耳其央行宣布大幅加息 475 个 BP，将关键利率由 10.25%调升至 15%，与此前市场预期相符。消息发布后，美元兑土耳其里拉随即短线下挫 1700 点，土耳其伊斯坦堡 ISE 股票指数涨超 1%，现报 1,307.83 点。此外，土耳其主权美元债券延续此前涨幅，创下 8 个月新高，部分债券在土耳其央行加息后上涨逾 1%。土耳其 5 年期主权信贷违约掉期（CDS）较周三下跌 19 个基点，接近 378 个基点，为 3 月初以来最低水平。

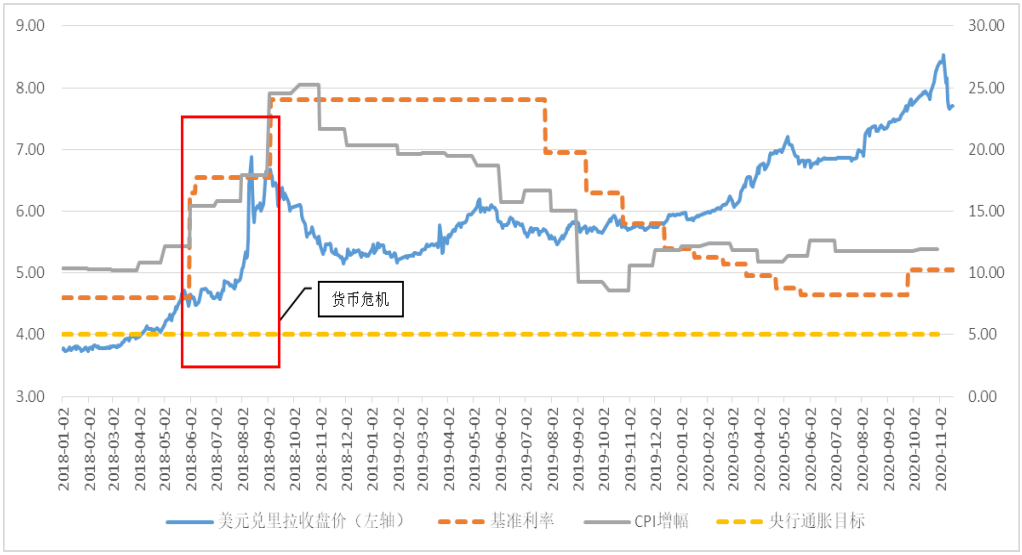
此次加息是土耳其央行在 9 月出乎市场预料之外大幅加息、10 月又意外维持利率不变后的第二次加息动作，被认为是土耳其总统埃尔多安兑现承诺，恢复对市场有利的政策。11 月 6 日，里拉单日大幅贬值 30%，美元兑里拉一度走高至 8.52 的历史记录。次日，埃尔多安撤销央行行长乌伊萨尔职务。在此背景下，11 月的加息动作实则是土耳其内外交困下多方角力的结果。

正文内容

自实行总统制以来土央行独立性和货币政策有效性受到广泛质疑，低利率政策导向下里拉面临长期贬值压力

在埃尔多安 2014 年担任总统后，一直积极推动修宪。2017 年土耳其通过全民公投将延续近百年的议会制政体转为总统制，总统被赋予了更大权力，其中就包括任命央行行长、副行长及货币政策委员会成员权力。2018 年通过提前选举埃尔多安顺利当选总统，因其坚持低利率政策，并将高通胀归咎与央行高利率政策，既忽视基本货币常识，同时因此频繁干预央行行长人选及货币政策调整。2019 年以来，埃尔多安已经前后更换了三名央行行长。这一做法加大了国际投资者对土耳其央行独立性的担忧，同时低利率的政治压力削弱了央行货币政策的有效性，进一步加大了市场对于土耳其金融系统的担忧。

图 1　土耳其里拉汇率、CPI 增幅及基准利率走势（%）



数据来源：WIND，联合资信整理

私有化、低利率、加大对房地产和基础设施的投入，以及对弱势群体的补助是埃尔多安政府推动经济发展、巩固政权的主要手段。低利率政策环境在提高信贷的同时为国内通胀飙升提供了土壤，货币也因此承受着持续的贬值压力。2018 年 8 月份因美国制裁、投资者信心下滑、资本流出加剧，土耳其里拉加速大幅贬值，8 月单月贬值幅度达到 33.72%，引发货币危机，土耳其央行将基准利率由 17.75%提升至 24.00%，通过大幅加息在一定程度上支撑了里拉表现，稳定了部分国际投资者的市场信心，叠加外汇兑换收紧等措施，缓解了流动性危机。2019 年因国内急需提振经济、提高信贷活动，央行在 8 月结束收紧重启降

息通道，并在债务高企、外汇储备不足、新冠疫情冲击、美联储持续宽松政策等内外因素压力下，将基准利率由 24.00%的高位逐步下调至 8.25%。受此影响，土耳其里拉自 2019 年年末逐步进入贬值通道，美元兑土耳其里拉逐步走高。另一方面，由于通胀水平持续高于利率，土耳其实际利率水平自 2020 年起即进入负利率区间，土耳其也成为全球借贷成本最低的国家之一；里拉在 2020 年前 10 个月内累计贬值 40.22%，是新兴市场中贬值幅度最大的货币之一（见图 1）。

当前全球宽松货币环境下，土耳其央行逆势重启加息一方面是高通胀局面下的货币政策纠正，另一方面体现出经济压力下埃尔多安政府的局部妥协

2020 年在新冠疫情冲击下，全球经济遭遇重大冲击，以美联储为首的全球主要央行纷纷开启降息大幕，并因疫情的持续延续了宽松货币环境。但对于土耳其而言，经济面临结构性问题，外汇储备能力薄弱，长期高通胀压力下，经济根本无力维持低利率环境，里拉频频失守。2020 年 8 月，里拉陷入历史低位，甚至已经超过 2018 年货币危机时期，土耳其央行在充分利用外围工具和停止供给最低利率融资等方式后仍无法遏制里拉贬值趋势。里拉疲软，土耳其央行面临高通胀局面与维持国内物价稳定政策目标的困境。

2020 年 9 月，土耳其央行迫于经济市场压力加息 200 个 BP，将基准利率上调至 10.25%，这一加息已经超乎市场预期，但并未减弱投资者对政府的观望态度，里拉在短暂走强后又重回跌势。11 月，受到央行行长、财政部长人选接连更换，以及央行放宽银行掉期限制政策的多重影响，里拉行情上蹿下跳，大幅波动。此次土耳其央行逆全球宽松环境加息，一方面是央行面对高通胀局面下其他外围工具均无法遏制里拉跌势下做出的货币政策纠正，另一方面也是埃尔多安政府在当前经济压力下的局部妥协，经济现实说明当前土耳其无法在保持低利率的同时支撑里拉汇率。

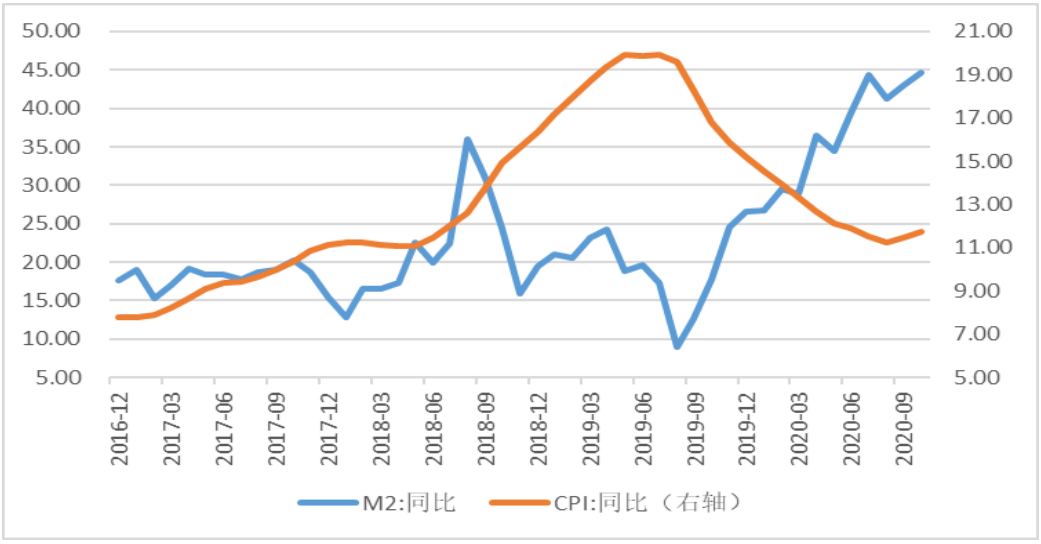
央行首要的维持通胀目标与埃尔多安政府低利率信条的相互角力仍是主导未来利率政策方向的主要力量。尽管加息行动在短期内有助于提振里拉汇率表现，但受经济前景黯淡、外部脆弱性突出、政治环境不稳定等因素影响，里拉前景难言明朗。

经济结构性问题突出，新冠疫情二度暴发下，内外增长动力不足，经济前景难以对里拉形成有效支撑

在埃尔多安低利率、私人化、对房地产和基础设施加大投入的经济增长方案引导下，土耳其依靠高债务换来了多年的高速增长，但增长的背后是经济美元化程度加深、通胀高企、债务压力攀升、房地产和金融业的泡沫形成，以及制造业的空心化，经济内生增长动力不足。到 2019 年土耳其经济中工业与 GDP 比值不到 28%，而以旅游业为主的服务业与

GDP 比值已经超过 60%，经常账户常年表现赤字，国内外汇需求旺盛；同时房地产是吸引外资的重要领域，房价在 2010 年~2019 年间每年以 8%~15%的幅度上涨，已经成为支柱产业，同时居民储蓄率较低，2019 年国内储蓄率与 GDP 比值不足 25%，且大部分以美元存款为主。另一方面，由于国内政治环境不稳定因素增多、产业结构矛盾愈发明显，叠加国际投资环境恶化，境外投资流入速度开始放缓，2019 年，土耳其 FDI 流入量较上年同期下降 35.0%至 84.3 亿美元，经济外部动力下滑。近年来，为了维持高速的经济增长，政府货币超发严重，国内 CPI 增幅持续保持 10%以上，远超过央行 5%的通胀目标。经济长期面临通胀压力（见图 2）。

图 2　土耳其 M2 和 CPI 月度同比数据（%）



数据来源：WIND，联合资信整理

2020 年新冠疫情对国际贸易和全球供应链均造成严重冲击，由于全球大多数国家为严控病情传播相继封锁边境线，国际客运量大幅下滑，土耳其旅游产业、航空业损失惨重。另外，土耳其国内也在疫情防控方面采取了多项收紧措施并开展大规模防疫措施检查，国内经济活动基本停滞。以旅游业、外商投资、服务业为主的土耳其受此影响经济遭遇重大打击，二季度经济出现 9.9%的大幅萎缩。在二季度末渡过疫情感染高峰期后土耳其宣布逐步放宽防疫限制措施，复工复产活动带来三季度经济的明显回暖，但也因此引发疫情二次暴发，近期每日新增确诊人数已接近 4 月时创下的峰值（见图 3）。11 月 20 日，总统埃尔多安宣布土耳其将收紧新冠疫情防控措施，对全国部分地区实施封锁措施，所有体育赛事将不会有观众参与。

从外部融资状况来看，三季度，旅游收入约为 40 亿美元，较去年同期下滑 71.2%，总出口额同比下降 10.9%至 1,183.3 亿美元，贸易差额大幅走扩 159.1%至-293.0 亿美元，预计 2020 年经常账户再次进入赤字状态，与 GDP 比值达到 3.2%，经常账户创汇能力有限。另

一方面，受疫情影响全球投资活动大幅降温，前三季度土耳其直接投资流入较上年同期下滑至 31.3%至 31.2 亿美元。在土耳其经济的内外部增长动力不足、创汇能力有限的情况下，预计四季度土耳其经济难见复苏，经济前景难以对里拉形成有效支撑。

图 3　土耳其新冠新增确诊趋势图（人）



数据来源：WIND，联合资信整理

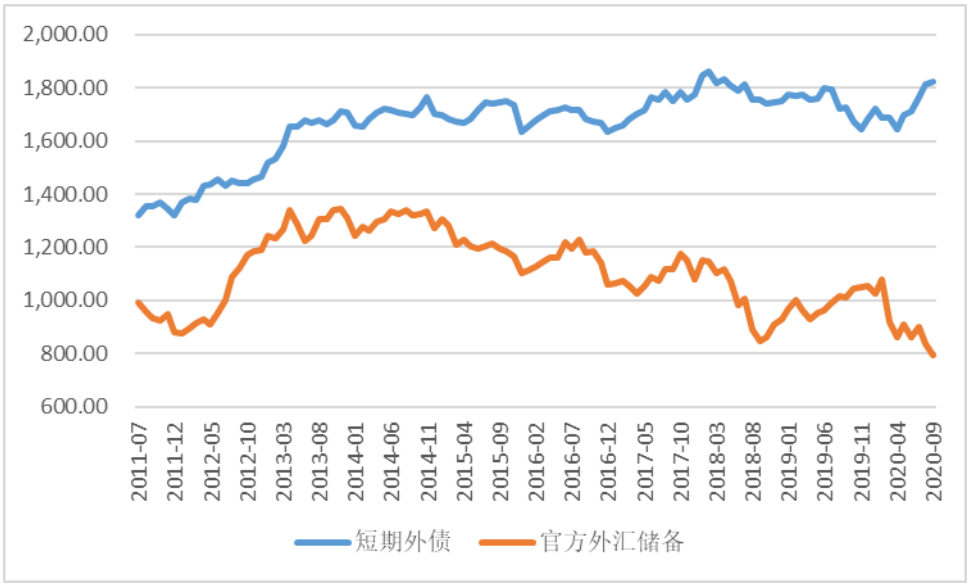
外债逐年攀升，外汇储备濒临耗尽，国际收支风险加大里拉下行压力，外部脆弱性突出

埃尔多安政府坚持低利率环境提振经济增长，依靠低利率环境为国内房地产、基础建设投入、私营企业等经济活动提供了优渥的贷款环境，以贷续贷的方式维持了多个经济部门的高速发展。同时推崇自由市场，资本流动限制相对较小，国际吸引力较强，特别是房地产、旅游业和金融业，外资投入程度较高，对外资依赖程度较深。出于对央行的独立性和政策有效性的担忧，面对国内低利率、高通胀和本币持续走弱的现状，国内居民和机构更倾向于持有美元资产。土耳其经济美元化程度较高，外债水平逐年攀升。2020 年二季度末，土耳其外债规模达到 4,218.26 亿美元，约占 GDP 的 59.5%，外债规模几乎是 2008 年金融危机时外债规模的 1.5 倍。截至 9 月底，短期外债存量达到 1,340 亿美元，较 2019 年底增长 8.8%，其中 43.2%为美元债务，其次为 29%的欧元债务。

另一方面，外汇储备濒临耗尽，对短期外债的覆盖能力已经见顶，外债偿还能力有限。土耳其官方外汇储备自 2016 年以来表现持续下滑，截至 2020 年 9 月，官方外汇储备为 797 亿美元，较上月下滑 4.9%，其中外汇储备减少了 6.3%到 363 亿美元，黄金储备下降了 3.7%到 41.8 亿美元。面对外汇储备的持续下滑，土耳其积极开展国际货币互换协议，以此来避免外汇储备的支出。2020 年 5 月土耳其将于卡塔尔的互换协议额度提高至 150 亿美元。考

虑到外汇储备中存在的这部分互换头寸，预计拆除互换头寸以后外汇储备已经显示为负数，外汇储备濒临耗尽。一方面，外汇储备常年弱于短期外债规模，外汇储备对于短期外债覆盖能力已经见顶，外债的偿还能力有限。另一方面，外汇储备对进口成本覆盖能力不足，2019 年外汇储备对进口覆盖时间不足 5 个月，外汇耗尽的局面将导致土耳其国际收支能力出现问题，进而影响国际贸易的正常进行，而这将进一步加大里拉下行压力，外部脆弱性突出。

图 4　土耳其短期外债及外汇储备（亿美元）



数据来源：WIND，联合资信整理

国际摩擦不断，国内民众不满情绪升温，埃尔多安执政基础有所削弱，政治环境的不稳定性将加剧里拉波动行情

土耳其经济对外资依赖程度很高，因此市场情绪和国际投资者信心对保持经济和外部稳健十分重要。而国内外政治不稳定因素的持续加剧了国际投资者担忧，使里拉在国际外汇市场波动性明显上升。

埃尔多安自上台以来，政治态度表现强硬，在国际上与美国、俄罗斯、法国、希腊等国摩擦不断。近期来看，欧盟方面，土耳其与希腊就油气开采存在争议，且双方均态度强硬，未来仍有持续升级的可能性，这将拖累土耳其加入欧盟的进度；与俄罗斯方面，尽管土俄关系自 2019 年土耳其向俄罗斯采购 S-400 防空导弹系统起开始转暖，但在近期阿塞拜疆和亚美尼亚在纳卡地区的军事冲突中，双方处在对立且有存在根本利益冲突；与美国方面，土耳其当前与美国相互制裁，且在中东地区政治角力有可能升级，两国紧张关系有进一步深化的趋势。土耳其国际政治环境并不利于其稳定投资者信心。

另外，由于经济下滑，国内面临高通胀和高失业并存局面，民众生活面临困境。而国际制裁带来的经济发展前景高度的不确定性更加深了民众的担忧。频繁出兵海外引起了国内强烈的反战情绪，国内民众对于埃尔多安政府的不满情绪逐步升温。2020 年以来，新冠冲击下旅游业、航空业纷纷损失惨重，经济更加困难；失业率上升的同时，物价高企，里拉严重贬值，加上地震等自然灾害影响，国内民众心理防线严重崩溃，多次不顾疫情游行示威，埃尔多安政府执政基础有所削弱，国内政治形势也为国际投资者带来情绪波动，进而影响里拉走势。

政治局势因事件的突发性、影响的广泛性对国际投资者情绪具有强烈感染力，进而加剧资本流动频率，增加货币波动风险。土耳其当前内外交困的政治局面不利于吸引长期外商投资，反而容易滋生资本投机行为，加剧汇率市场波动，市场情绪也随之摇摆，多重不确定性为里拉汇率前景埋下隐患。