

土耳其共和国

2024 年跟踪评级报告

本次评级结果¹:

长期本币信用等级: B_i+

长期外币信用等级: B_i

评级展望: 正面

本次评级时间: 2024 年 9 月 2 日

上次评级结果:

长期本币信用等级: B_i+

长期外币信用等级: B_i

评级展望: 稳定

上次评级时间: 2022 年 12 月 9 日

本次评级使用的评级方法、模型:		本次评级模型打分表及结果:				
名称	版本	本币指示评级	BB _i	本币评级结果	B _i +	
联合资信评估有限公司主权信用评级方法	V3.0.201910	外币指示评级	BB _i	外币评级结果	B _i	
联合资信评估有限公司主权信用评级模型(打分表)	V3.0.201910	评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
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		政治经济表现	E	国家治理		F
				宏观经济政策和表现		D
				结构特征		F
		公共财政实力	b	财政收支及政府债务状况	财政收支状况	e
					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	c
					外债压力	b
					外债偿付能力	e
		调整因素和理由				
宏观经济政策对于控制通胀的效果有待进一步显现					下调本、外币 1 个子级	
地缘政治风险较高					下调本、外币 1 个子级	
汇率稳定性较差, 明显影响其外债偿付能力					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，决定维持其主权长期本币信用等级为 B₊、长期外币信用等级为 B_i，评级展望由“稳定”调整为“正面”。该评级展望调整反映了土耳其政府回归传统经济政策轨道将有效提升政策的稳定性及可预见性、通胀水平有望持续回落、政府财政状况有望持续改善等因素。

2023年，土耳其举行了总统大选和议会选举，现任总统埃尔多安以较为微弱的优势获得连任，其领导的正义与发展党（“正发党”）也占据议会多数席位，土耳其的政局稳定性得到延续。土耳其政府在总统大选和议会选举后任命了新的财政部长和首位女性央行行长，土耳其央行年内连续七次加息将基准利率提升至42.5%，土耳其开始逐步回归传统经济政策轨道，政府政策的稳定性及可预见性得到明显提升。土耳其经济保持较快增长，名义GDP总量首次突破万亿美元，但通胀水平在此前的“低利率政策”影响下仍保持在50%以上，失业率仍处于相对高位。得益于名义GDP的大幅增长，土耳其人均GDP创历史新高，经济结构和产业结构也保持相对稳定，银行业资产质量持续改善，盈利能力保持在较高水平。受地震救援及重建、工资及养老金等支出大幅增加影响，土耳其政府财政赤字大幅走扩，政府债务水平则在名义GDP大幅增长的背景下保持低位，财政收入对政府债务的保障能力有所增强。尽管本币贬值带动土耳其出口及旅游收入有所增长，但强劲的内需及较高的进口成本使得其对外贸易和经常账户保持双赤字，经常账户收入和外汇储备对外债的保障能力保持相对稳定，但外币债务占比较高且汇率波动较大使得土耳其仍面临较大的外债偿付风险。

2024年以来，土耳其执政党正发党在地方选举中遭受重大挫折，未来可能会掣肘中央政府的政策实施并影响执政效率；对外方面，土耳其与以色列的关系持续恶化，再加上与库尔德武装力量之间的长期矛盾，土耳其将长期面临地缘政治风险。2024年一季度，土耳其经济延续良好表现，GDP增速达到5.7%，但在土耳其央行持续维持较高利率水平的影响下，预计土耳其经济增速在下半年将有所放缓，全年经济增速或将达到3.5%左右。地震重建支出的持续、国防开支的大幅增加等因素将使土耳其政府财政赤字率保持在5.5%左右的相对高位，政府债务水平则有望稳定在30.0%左右。随着高利率政策的持续及美联储有望开启降息周期，再加上国际市场对于土耳其回归传统经济政策轨道持正面态度，土耳其本币贬值幅度或将有所收窄，外债偿付能力也有望得到一定程度的改善。

评级关键驱动因素

主要优势：

1. 土耳其经济体量相对较大且经济增长具有一定韧性，人均 GDP 高于同等级别国家平均水平

土耳其是中东地区的最大经济体，2023 年土耳其名义 GDP 总量首次突破万亿美元，达到 11,084.5 亿美元，在全球排名第 18 位，与荷兰经济体量较为接近。得益于相对多元化的经济结构、连接欧亚的地理位置优势、较为旺盛的内部需求等因素，土耳其经济近年来展现出一定韧性，2020 年新冠肺炎疫情期间仍实现经济增长，之后几年也保持了相对较高的经济增速。2023 年，受年初南部地震、下半年央行大幅收紧货币政策等因素影响，土耳其实际经济增速达较上年回落 1.0 个百分点至 4.5%，处于 B₁₊和 B₁级国家平均水平之间。另一方面，得益于名义 GDP 的大幅增长，2023 年土耳其人均 GDP 创下 12,849.0 美元的历史新高，显著高于 B₁₊和 B₁级国家平均水平。

2024 年一季度，土耳其经济延续良好表现，GDP 增速达到 5.7%，但在土耳其央行可能在较长一段时期内维持较高利率水平的背景下，土耳其国内消费和投资都将受到一定抑制，2024 年全年经济增速或将下行至 3.5%左右，2025 年则有可能进一步下行至 3%左右。

2. 土耳其政府债务维持在较低水平，但政府债务结构有待进一步改善

尽管近年来土耳其政府维持宽松的财政政策使得土耳其财政赤字和政府债务规模大幅增长，但在通胀高企、名义 GDP 总量大幅增长的背景下，土耳其政府债务相当于 GDP 的比值仍维持在相对较低水平。截至 2023 年末，土耳其政府债务总额为 7.6 万亿里拉，相当于 GDP 的比值为 28.9%，较上年同期降低 1.9 个百分点，显著低于 B₁₊和 B₁级国家平均水平。从债务偿付能力看，2023 年财政收入相当于政府债务的比值为 98.2%，较上年提升了 11.9 个百分点，财政收入对政府债务的保障能力进一步增强。从利息负担来看，随着土耳其央行自 2023 年下半年起大幅加息，土耳其政府债券的融资成本也有所走高，2023 年政府利息支出相当于 GDP 的比值为 1.8%，较上年提升了约 0.5 个百分点。另一方面，从政府债务结构来看，土耳其政府债务中外币债务占比较高，截至 2023 年末达到 64%左右，面临较大的汇兑风险。

展望 2024 年，地震重建支出的持续、国防开支的大幅增加等因素将使土耳其政府财政赤字率保持在 5.5%左右的相对高位，政府融资需求依然较大，但在名义 GDP 继续增长的背景下，政府债务水平则有望稳定在 30.0%左右。随着土耳其政府持续发行高息本币债券替换外币债券，外币债务占比已在 2024 年 6 月末降至 60%以下，且未来仍有进一步下降的可能，另一方面政府利息支出则有望持续走高，相当于 GDP 的比值或达到 3%左右。

主要关注：

1. 近年来实施的非传统“低利率政策”使得土耳其面临严重的恶性通胀及本币大幅贬值；
随着土耳其回归传统经济政策轨道，通胀水平有望在未来一段时期内持续下行，本币贬值的状况也有望得到一定程度的缓解

2021 年以来，土耳其总统埃尔多安为刺激经济增长多次干预货币政策，要求土耳其央行连续降息，同时因政策分歧于 2021 年 3 月和 6 月分别解雇央行行长和财政部长。随后，土耳其央行连续下调基准利率至 8.5%左右。随着欧美央行开启加息周期，土耳其本币的贬值压力持续加大。尽管土耳其央行为抑制本币贬值出台多项措施，包括提高商业银行存款准备金率、收紧对企业的里

拉贷款限制、鼓励出口企业将收入兑换为里拉等，但未能取得显著成效。里拉兑美元汇率从 2021 年初的 7.4 左右持续上涨至 2023 年末的 29.4 左右，三年期间的累计贬值幅度高达 300%，成为表现最差的新兴市场货币之一。另一方面，由于材料、能源等物资高度依赖进口，本币贬值引发了严重的输入性通胀，再加上俄乌冲突引发全球大宗商品价格上涨，土耳其出现了恶性通货膨胀，2022 年和 2023 年平均 CPI 同比增幅分别高达 72.3%和 52.9%，显著高于 B₊和 B_i级国家平均水平。

2023 年 6 月总统大选和议会选举后，土耳其政府任命了新的财政部长和首位女性央行行长，其中新任财政部长希姆谢克在上任后宣布了一系列的改革措施，包括回归理性经济政策、提高政策的透明度和可预测性、控制通胀和贸易赤字、防止货币进一步贬值等。土耳其央行则在年内连续七次加息将基准利率提升至 42.5%，2024 年以来又进一步将基准利率提升至 50%，表明土耳其开始逐步回归传统经济政策轨道，政府政策的稳定性及可预见性得到明显提升。随着最低工资水平的大幅上调，土耳其的通胀水平在 2024 年上半年仍维持在 60%以上，本币贬值幅度收窄至 11.7%。展望未来，随着高利率政策的持续及美联储有望开启降息周期，再加上国际市场对于土耳其回归传统经济政策轨道持正面态度，土耳其本币贬值幅度或将进一步收窄，通胀水平在高基数效应下也有望持续下行，但预计在未来较长一段时期内仍将保持在较高水平。

2. 土耳其对外贸易和经常账户维持双赤字，外债水平持续降低，经常收入和外汇储备对外债总额的保障能力保持稳定，但外币债务占比较高且汇率波动较大使得土耳其仍面临较大的外债偿付风险

2023 年，尽管本币贬值带动土耳其出口及旅游收入有所增长，但强劲的内需及较高的进口成本使得其对外贸易仍然维持赤字状态，赤字规模达到 343.1 亿美元，较上年小幅收窄；经常账户连续第四年出现赤字，赤字规模达到 449.6 亿美元，相当于 GDP 的比值为 4.1%，较上年收窄了 1.0 个百分点。长期以来土耳其吸引了大量境外投资，使得其国际投资净头寸常年为负。截至 2023 年末，土耳其国际净负债为 2,758.2 亿美元，相当于 GDP 的比值为 24.9%，较上年收窄了 11.6 个百分点。

从外债水平看，截至 2023 年末，土耳其外债总额为 5,003.3 亿美元，相当于 GDP 的比值为 45.1%，较上年下降了 5.3 个百分点，位于 B₊和 B_i级国家平均水平之间；政府外债占外债总额的比重为 24.8%，政府外债负担相对较轻。从外债偿付能力看，2023 年土耳其经常账户相当于外债总额的比值为 73.8%，较上年有所下滑；截至 2023 年末，土耳其外汇储备上升至 1,408.7 亿美元，相当于外债总额的比值为 28.2%，较上年持平。此外，土耳其外债中 95%以上为外币计价债务，再加上近年来土耳其里拉汇率波动较大，使得土耳其面临较大的外债偿付风险。

展望未来，国际市场对于土耳其经济及汇率的信心恢复有助于外国投资的持续流入，近期土耳其央行宣布终止去年与沙特签署的 50 亿美元的存款交易也显示其对于汇率前景稳定的预期。在汇率有望趋稳的背景下，土耳其外部融资状况有望持续改善，面临的外债偿付风险有望得到一定程度的缓解。

3. 土耳其国家治理能力较弱，2023 年总统选举和议会选举后政府治理能力有望得到一定程度改善；另一方面，土耳其长期面临地缘政治风险

根据世界银行最新公布的国家治理能力指数，2022 年土耳其各项治理能力的百分比排名均值为 32.6，较上年下降 2.6，位于 B_i+和 B_i级国家平均水平之间，其中“政府效率”“监管质量”“腐败控制”等方面百分比排名均值下滑明显，主要是 2021 年以来土耳其实施的非传统“低利率政策”使得央行独立性受到较大影响，政府政策的可信度及可预见性也受到一定程度的损害。2023 年总统选举和议会选举后土耳其政府逐步回归传统经济政策轨道，尽管 2024 年的地方政府选举结果可能会对政府执政效率产生一定影响，但整体而言预计土耳其的国家治理能力有望得到一定程度的改善。

另一方面，土耳其长期面临较高的地缘政治风险。尽管近年来土耳其与周边部分国家的关系有所改善，尤其是在 2022 年恢复了与以色列的外交关系，但自 2023 年 10 月新一轮巴以冲突爆发以来，土耳其与以色列关系持续恶化，土耳其严厉谴责以色列在加沙地带的军事行动，停飞赴以航班，召回驻以大使并在 2024 年 5 月宣布暂停与以色列的所有进出口贸易活动。随着巴以冲突的持续且仍有进一步升级的可能，未来土耳其与以色列关系仍有可能进一步恶化。此外，土耳其和库尔德武装的矛盾长期存在，近年来土耳其军队多次越境打击伊拉克和叙利亚境内的库尔德武装人员。越境军事行动导致土耳其与邻国关系紧张，面临的地缘政治风险预计很难在短期内消除。

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. 土耳其与周边国家的关系明显恶化，地缘政治风险显著上升；
2. 土耳其通胀水平未能得到有效控制，超高通胀环境持续时间超出预期，对经济增长、金融稳定和汇率市场产生重大负面影响；
3. 土耳其本币下跌幅度加剧，土耳其政府为应对本币贬值消耗大量外汇储备，对外债的偿付能力遭到大幅削弱。

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. 政府政策稳定性及可预见性持续增强，通胀水平显著下降，经济增长持续趋稳；
2. 土耳其本币汇率趋于稳定，汇率风险显著降低。

附件 1:

土耳其 2019—2023 年主要数据

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
宏观数据					
名义 GDP (亿里拉)	43,178.1	50,485.7	72,561.4	150,117.8	262,763.1
名义 GDP (亿美元)	7,605.2	7,201.6	8,183.4	9,058.4	11,084.5
实际 GDP 增速 (%)	0.8	1.9	11.4	5.5	4.5
CPI 增幅 (%)	15.2	12.3	19.6	72.3	53.9
失业率 (%)	13.7	13.1	12.0	10.5	9.4
结构特征					
人均 GDP (美元)	9,145.8	8,612.9	9,663.9	10,622.0	12,849.0
最终消费支出占 GDP 的比值 (%)	72.2	71.8	68.2	69.0	73.0
资本形成总额占 GDP 的比值 (%)	24.9	31.3	31.4	35.0	29.4
净出口占 GDP 的比值 (%)	3.0	-3.1	0.4	-4.0	-2.4
第一产业占 GDP 的比值 (%)	6.4	6.7	5.5	6.5	6.2
第二产业占 GDP 的比值 (%)	27.3	28.0	31.1	31.3	28.3
第三产业占 GDP 的比值 (%)	56.3	54.2	52.8	51.7	54.0
产品税净额在 GDP 中的占比 (%)	10.0	11.1	10.6	10.5	11.5
银行业资本充足率 (%)	18.4	18.7	18.4	19.5	19.1
银行业不良贷款率 (%)	5.0	3.9	3.0	2.0	1.5
银行业 ROA (%)	1.4	1.4	1.7	4.9	3.9
银行业 ROE (%)	10.8	10.8	13.3	37.9	33.2
公共财政					
财政收入 (亿里拉)	12,982.1	14,837.1	20,181.5	39,902.0	74,513.4
财政收入/GDP (%)	30.1	29.4	27.8	26.6	28.4
财政支出 (亿里拉)	15,052.7	17,221.5	22,365.0	41,582.1	88,949.8
财政支出/GDP (%)	34.9	34.1	30.8	27.7	33.9
财政盈余 (亿里拉)	-2,070.5	-2,384.5	-2,183.5	-1,680.1	-14,436.4
财政盈余/GDP (%)	-4.8	-4.7	-3.0	-1.1	-5.5
政府债务总额 (亿里拉)	13,985.3	19,914.5	29,303.1	46,239.9	75,891.8
政府债务总额/GDP (%)	32.4	39.4	40.4	30.8	28.9
财政收入/政府债务 (%)	92.8	74.5	68.9	86.3	98.2
外部融资					
出口总额 (亿美元)	2,538.7	2,075.2	2,873.2	3,463.7	3,525.1
进口总额 (亿美元)	2,278.8	2,302.1	2,840.2	3,830.2	3,868.3
净出口 (亿美元)	259.9	-226.9	33.0	-366.5	-343.1
经常账户收入 (亿美元)	2,629.4	2,178.9	2,981.8	3,583.4	3,691.7
经常账户余额 (亿美元)	150.1	-310.9	-64.3	-458.0	-449.6
经常账户余额/GDP (%)	2.0	-4.3	-0.8	-5.1	-4.1
国际投资净头寸 (亿美元)	-3,086.1	-3,821.2	-2,485.3	-3,305.6	-2,758.2
国际投资净头寸/GDP (%)	-40.6	-53.1	-30.4	-36.5	-24.9
外债总额 (亿美元)	4,144.6	4,285.8	4,353.7	4,570.3	5,003.3
外债总额/GDP (%)	54.5	59.5	53.2	50.5	45.1
政府外债总额 (亿美元)	997.5	1,065.8	1,136.6	1,175.7	1,241.1

政府外债/外债总额 (%)	24.1	24.9	26.1	25.7	24.8
经常账户收入/外债总额 (%)	63.4	50.8	68.5	78.4	73.8
经常账户收入/政府外债 (%)	263.6	204.4	262.3	304.8	297.5
外汇储备 (亿美元)	1,057.0	935.8	1,111.9	1,287.3	1,408.7
外汇储备/外债总额 (%)	25.5	21.8	25.5	28.2	28.2
外汇储备/政府外债 (%)	106.0	87.8	97.8	109.5	113.5

数据来源：世界银行、IMF、土耳其国家统计局，联合资信整理

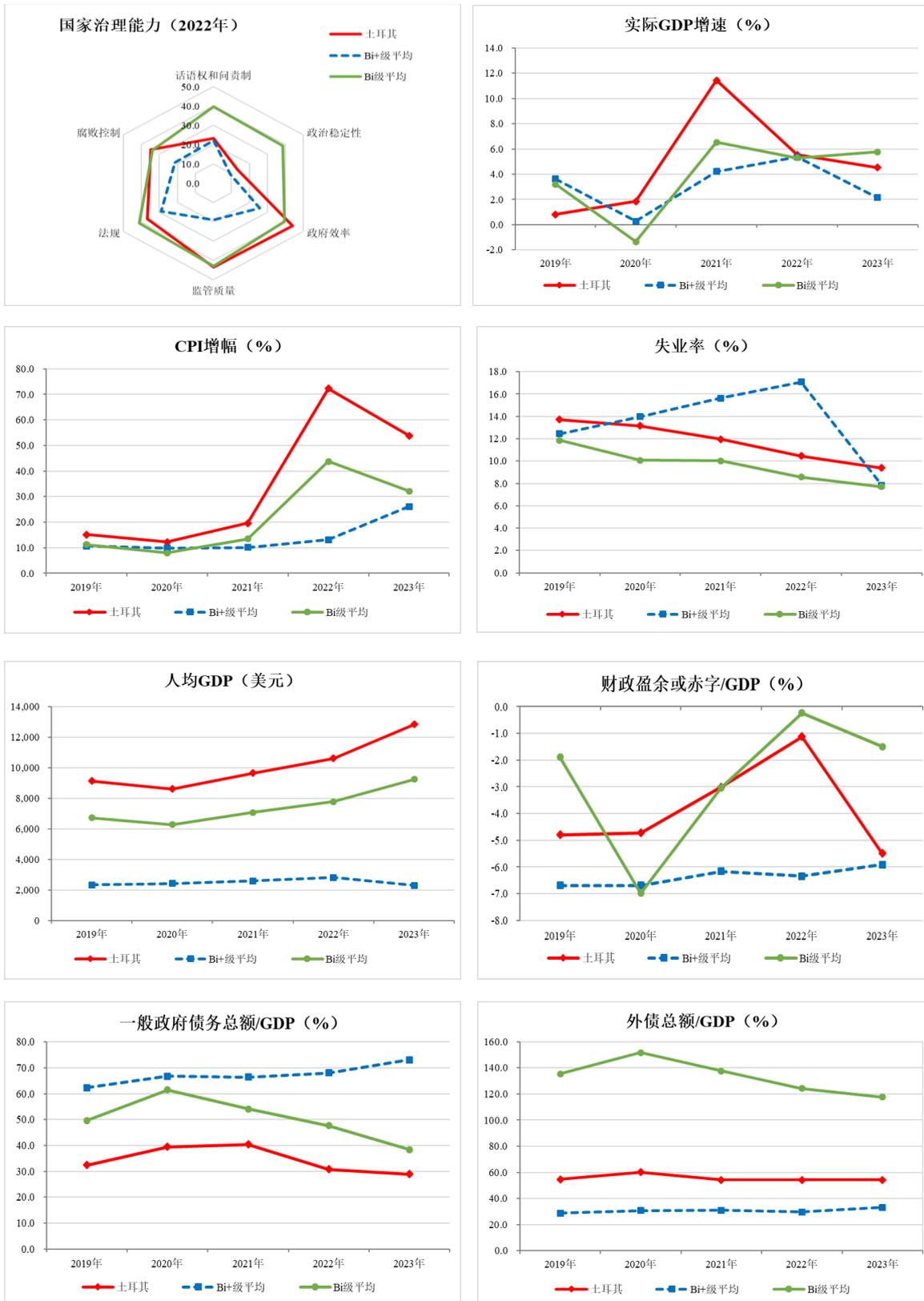
表 2 土耳其 2024—2025 年核心数据及预测

项目	2024 年一季度	2024 年二季度	2024 年预测	2025 年预测
实际 GDP 增速 (%)	5.7	-	3.5	3.2
CPI 增幅 (%)	66.8	72.3	60.0	40.0
失业率 (%)	8.8	-	9.5	9.5
人均 GDP (美元)	-	-	12,800.0	12,500.0
财政盈余/GDP (%)	-7.1	-	-5.5	-3.5
政府债务总额/GDP (%)	-	-	30.0	31.0
经常账户余额/GDP (%)	-3.8	-	-2.8	-2.2

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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

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。