

# 研究报告

2018年第74期

2018.8.22

执笔：

郭可为 guokewei@icbc.com.cn

## 至暗时刻：土耳其金融危机的原因及影响

### 要点

- 2018年8月10日，土耳其突然爆发金融危机，立即引起全球金融市场共振。美国与土耳其关系全面恶化，强美元周期令土耳其经济泡沫加速破裂。土耳其金融危机可能会造成新兴市场的“多米诺骨牌效应”，对欧洲的冲击也令人担忧。首先，欧洲金融业面临土耳其债务违约风险。其次，欧洲债务危机有可能卷土重来。再次，欧洲可能面临更严重的难民问题。
- 美国和土耳其在北约框架内的盟友关系暂时不会受到实质影响。首先，双方在地缘政治和安全领域尚有诸多共同利益。其次，美土关系走向恶化，必将影响美国对伊朗制裁的实际效果。再次，如果美土矛盾激化可能会促使土耳其倒向俄罗斯。
- 中国作为新兴经济体，不妨以土耳其为镜鉴，着手消除隐患，夯实中国金融发展根基。其一，结构性去杠杆化解债务危机，以更好地应对外部风险和冲击。其二，坚定推进供给侧结构性改革，提高抵御跨境资本流动风险的能力。其三，采取有效措施缩小社会收入分配差距，消除社会不稳定因素。

重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告不代表研究人员所在机构的观点和意见，不构成对阅读者的任何投资建议。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行城市金融研究所所有，仅供内部参阅，未经作者书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

2018年8月10日，土耳其突然爆发金融危机，当天里拉对美元汇率收盘下跌13.5%，盘中最大跌幅达到27%，今年以来土耳其里拉兑美元汇率的跌幅已达58%。股市方面，伊斯坦堡100指数一度大跌8.8%，创两年最大跌幅。土耳其10年期国债收益率也连续多日维持在20%以上。土耳其是全球第17大经济体，因此土耳其爆发金融危机对全球金融市场都形成了冲击，特别是新兴市场和欧洲共振效应明显。本文将尝试解答土耳其爆发危机的原因，未来会如何演化等问题。

### 一、土耳其金融危机爆发的来龙去脉

#### （一）美国因“布伦森事件”持续向土耳其施压诱发危机爆发

因土耳其羁押美国牧师安德鲁·布伦森已近2年，美国持续向土耳其施压，成为8月10日土耳其里拉暴跌的导火索。“布伦森事件”的基本背景是：2016年7月，土耳其发生未遂军事政变；2016年10月，土耳其以“从事反政府间谍活动”和“支援库尔德工人党武装实施犯罪”的罪名逮捕了布伦森，但布伦森否认受到的指控。美国多次要求释放布伦森但均遭到土耳其方面的拒绝。双方关系逐渐激化，今年8月1日，美国财政部宣布将冻结土耳其内政部长和司法部长在美方司法管辖范围内的财产或收益，并禁止美国人与之交易往来。之后土耳其方面在8月4日也宣布将冻结美国司法部长和内政部长在土资产。8月10日，特朗普通过推特表示将对土耳其征收的钢铝关税税率翻倍，铝关税由10%调整至20%，钢铁关税由25%调整至50%，并认为“眼下美国与土耳其的关系不太好”。土耳其是全球第八大钢铁生产国，也是美国进口钢铁第六大来源国，受此消息的冲击，本就危如累卵的土耳其里拉开始暴跌。

图1 土耳其里拉和美元指数走势



## （二）土耳其金融危机立即引起全球金融市场共振

土耳其金融危机“牵一发而动全身”，南非兰特等新兴市场货币遭遇重挫，全球股市跌跌不休，与土耳其地缘关系较近的欧洲股市、债市、汇市全面承压。

首先，土耳其金融危机对周边阿拉伯国家的股市产生强烈冲击。由于沙特阿拉伯、阿联酋、卡塔尔等国的多家银行为土耳其主要债权人，投资者担忧里拉的暴跌会造成债权缩水，避险情绪上升，开始抛售相关股票。其中，以市值计中东最大的商业银行——卡塔尔国家银行跌4%，创两个月来最大跌幅；卡塔尔商业银行跌4%；科威特金融社跌2.3%；沙特国家商业银行跌2.8%。

其次，土耳其金融危机的溢出效应迅速在其他新兴经济体得以体现。危机当天，阿根廷比索下跌4.4%。8月17日的南非兰特兑美元汇率较8月10日跌幅超过10%。马来西亚林吉特、印尼盾等其他新兴市场货币也受到拖累，俄罗斯卢布兑美元也跌至两年低点。MSCI 新兴市场指数8月10日至19日累计下跌了5.17%。债券方面，摩根大通新兴市场本币债券ETF基金跌了2.59%。摩根大通新兴市场美元债基金的跌幅为1.13%。

再次，发达经济体也未能在土耳其金融危机中独善其身。受里拉8月10日暴跌影响，欧元当日收盘跌1%，美国标普500指数下跌0.71%，俄罗斯、法国、意大利、英国股指分别下跌3.68%、1.99%、2.34%和0.97%。被视为避险资产的德

国国债收益率跌至1个月低点0.31%，8月15日意大利10年期国债收益率收盘于3.16%，创下2014年5月26日以来的新高；意大利5年期国债收益率也触及两个月高位2.405%。

### （三）土耳其政府多措并举试图缓解危机

面对汹涌澎湃的金融危机，土耳其政府竭尽全力予以应对。8月10日，土耳其总统埃尔多安在《纽约时报》上发表文章称，美国对土耳其的单边主义行动将会危害到美国自己的利益，而且也会迫使土耳其去寻找新的伙伴和盟友。14日，埃尔多安在一场集会上表示，土耳其将抵制美国的电子产品。埃尔多安强调：“土耳其应尽量保持低利率，将寻求与中国、俄罗斯等重要贸易伙伴以本币而非美元进行交易”。8月15日，土耳其总统埃尔多安签署命令，将进口自美国的乘用车、酒类和烟叶关税分别提高120%、140%和60%。此外还上调了对美国化妆品、大米和煤炭等商品的关税。

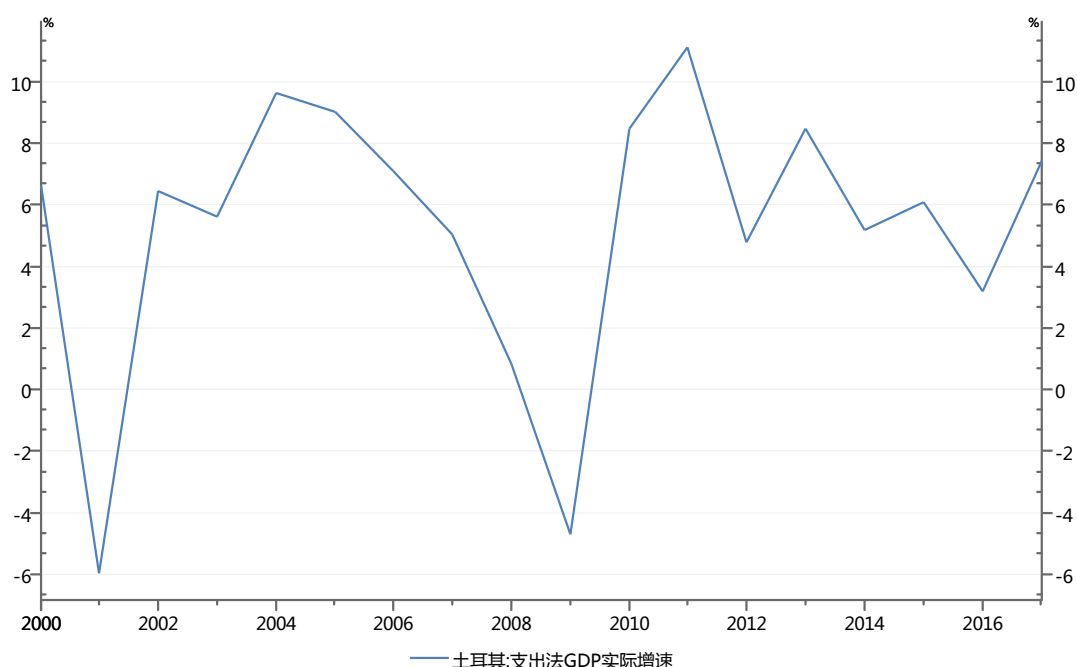
同时，土耳其财政部和央行也宣布重磅措施应对危机。埃尔多安的女婿、财政部长阿尔巴伊拉克宣布土耳其将进行结构性改革，并介绍了土耳其未来的新经济模式。这一新经济模式包括一份中期发展计划，其中包括削减公共开支、改革税收政策，以及保持央行货币政策独立性等内容。土耳其央行宣布稳定汇率的“组合拳”：一是降准。各期限债券的里拉存款准备金将下调250个基点，部分期限的非核心外汇负债的存款准备金率已下调400个基点。二是加大外汇流动性供给。土耳其央行称将恢复外汇存款市场的中介功能。银行将能够借到一个月期的外汇存款。银行的外汇存款限制可能上调500亿美元。三是除了美元以外，欧元可以用作维护里拉储备。土耳其央行将提供数10亿里拉、60亿美元和30亿美元等值黄金的资产给金融系统。四是加强资本管制。

## 二、土耳其金融危机爆发的主要原因

### （一）土耳其经济发展模式不可持续是危机爆发的根本原因

埃尔多安执掌土耳其大权16年，从土耳其总理变为总统，土耳其国家也从议会制改为总统制。凭借2002年至2013年持续11年近7%的经济年增长率，埃尔多安创造了土耳其“经济奇迹”，土耳其成为新兴市场中一颗冉冉上升的新星。好景不长，土耳其经济在2013年后受到国内外各种负面因素的冲击表现比较疲弱。根据国际货币基金组织的统计数据，2013-2017年土耳其经济年均增长率为3.658%。

图2 土耳其 GDP 实际增速

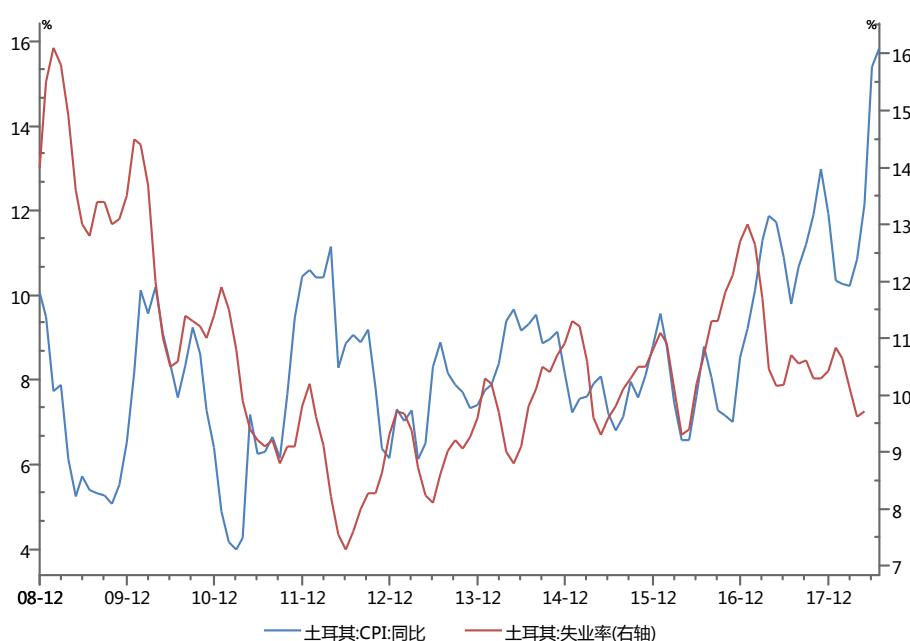


数据来源：Wind

当前土耳其经济形势具体表现为“五高”：一是高赤字。虽然近两年土耳其经常账户赤字有所改善，但其占GDP的比例仍居高不下，2017年继续扩大至GDP的5.5%。二是高外债。根据国际货币基金组织（IMF）统计，2017年土耳其外债规模已经占到GDP的53.2%，其中具有热钱性质的短期外债占到21.2%；预计2018年将进一步上升至54.1%和22.3%，达到了比较危险的水平。三是高通胀。2017年通货膨胀率达到11.92%，达到了2004年以来最高水平；2018年7月土耳其通货膨胀率更是高达15.85%。国内需求持续强劲和油价上涨，导致经常账户赤字进

进一步扩大，长期占到 GDP 的 5.5% 甚至更高。四是高失业。根据欧盟的数据，土耳其失业率长期维持 10% 左右，15-24 岁青年人失业率则接近 20%，这是导致土耳其经济不稳定的重要内因。五是高利率。经济的“四高”叠加美元升值，土耳其不得已通过提高利率的方式保卫里拉。为稳定里拉汇率，土耳其央行今年已经多次加息，目前基准利率已经达到 17.75% 的惊人高位。

图 3 土耳其 CPI 和失业率走势



数据来源：Wind

土耳其当前经济形势的“五高”特征反映了本国经济增长模式的危机。一方面，土耳其以外向型为主、高度依赖外资的经济发展模式本身具有内在脆弱性，特别是对外资的高度依赖使土耳其经济易于受到国际金融市场波动的冲击。由于低水平的储蓄率和高水平的美元化负债，加之资本市场开放度高，外资进出自由，土耳其里拉日益受到国际短期资本的觊觎，成为世界上最易受到冲击的新兴国家货币之一。另一方面，近年来土耳其经济创新能力不足和生产成本上升，推动经济增长的内在驱动力日益减弱，投资、外贸与外资对经济的拉动作用不断弱化，经济增长更加依赖居民消费与政府支出，而消费也在很大程度



上依靠信贷支撑。高企不下的通胀率、对外资的高度依赖和持续的经常账户赤字对经济的负面影响日益凸显，并使土耳其的货币政策顾此失彼，日益失效和被动。

## （二）美国与土耳其关系全面恶化是外因之一

冰冻三尺，非一日之寒。土耳其作为北约唯一一个以穆斯林人口为主的国家，与美国关系急转直下，除了前文所述的“布伦森事件”外，至少还有以下几个方面的原因。

第一，土耳其对美国支持库尔德武装强烈不满。土耳其将库尔德民族分离主义视为最大的安全威胁，不允许本国的库尔德族势力坐大，还时刻警惕在叙利亚、伊拉克的库尔德族的动向，以防其对土国内渗透。在库尔德问题上，美国部分照顾土耳其的国家利益，如承认土耳其库尔德工人党为恐怖组织。但在叙利亚问题上，美国极力扶持叙利亚库尔德武装组织，以消灭伊斯兰国以及对抗叙利亚政府军。土耳其十分不满美国军事支持库尔德武装。即便如此，美国并未因为土耳其的不满，放弃对叙利亚库尔德武装的支持。究其原因在于两者利益错位，美国的主要目标是要清除对美国中东战略的潜在威胁和自身安全。土耳其的主要目标是坚决避免中东地区的库尔德武装坐大，以破坏土耳其的领土完整。

第二，土耳其从俄罗斯采购 S-400 防空导弹系统引发美国强烈不满。2017 年 11 月 13 日，土耳其宣布，将出资 20-25 亿美元购买俄罗斯 S-400 防空系统，土耳其是第一个购买 S-400 防空导弹系统的北约国家。美国及北约方面多次警告土耳其，如果土耳其继续按计划从俄罗斯购买、部署 S-400 防空导弹系统，美国将不会向后者交付 F-35 战斗机。而土耳其则暗示将要购买俄罗斯的苏-57 战斗机以替代 F-35 战斗机。由于涉及核心的军事机密以及数十亿甚至上百亿美元的军火贸易，双方都不太可能轻易做出较大让步。

第三，两国在伊核协议问题上也存在分歧。今年 5 月 8 日，美国总统特朗普宣布退出伊朗核问题全面协议，并恢复对伊一系列经济和金融制裁，第一批制裁已于 8 月 6 日生效，针对伊朗能源行业的制裁也定在 11 月 4 日生效。但由于伊

朗是土耳其石油的重要来源，所以土耳其已明确拒绝了美国的要求，宣称将会继续从伊朗进口石油。

### （三）强美元周期令土耳其经济泡沫加速破裂是外因之二

2008年国际金融危机爆发后，美国、欧元区等主要经济体实施量化宽松的货币政策，国际流动性充裕，大量热钱流入土耳其，为其经济增长奠定基础。2015年末美联储开启新一轮加息周期，并于2017年10月实施缩表。美国货币政策正式由松转紧，叠加减税政策和愈演愈烈的贸易争端，海外美元回流美国已成大势所趋。与此同时，土耳其总统埃尔多安似乎仍然执著于非正规的货币政策，并在6月的大选后有持续干预货币政策的倾向。在此背景下，土耳其依靠资本账户来平衡国际收支的效果越来越差。数据表明，2016年之后流入土耳其的FDI已经趋势向下，同期美元利率上行也增大土耳其的外债压力。2018年4月以来，美元指数逐渐走强带动土耳其里拉大幅贬值。即便土耳其央行于今年6月1日、6月7日分别大幅上调政策利率850BP、125BP至17.75%，亦未能阻止其资本加速流出以及本币贬值的恶性循环。

## 三、土耳其金融危机的未来潜在影响

### （一）土耳其金融危机可能会造成新兴市场的“多米诺骨牌效应”

对于土耳其是否会引爆新兴市场的连锁反应，需要研究借鉴新兴市场的金融危机史。上世纪70年代以来，新兴市场中出现过3次影响较大的经济及金融危机：上世纪80年代的拉美货币危机，上世纪90年代末的亚洲金融危机，2015-2016年的资源型新兴经济体危机。本次土耳其的汇率危机和80年代的拉美货币危机颇为相似，都是由于过度依赖外部美元债务来支撑经济发展，一旦遇到强势美元，则可能触发外部债务违约。

今年恰好是2008年全球金融危机爆发十周年。今年初以来，委内瑞拉货币、阿根廷比索、土耳其里拉、俄罗斯卢布、巴西里耳，甚至印度卢比、南非兰特都出现显著的下跌。除了这些新兴市场国家或多或少都有土耳其经济的“五高”



特征外，强势美元亦对这些新兴市场国家货币造成压力。

以古鉴今，如果美联储持续加息，新兴市场会面临更大的压力，一旦多个脆弱的市场相互作用，新兴经济体爆发连锁的可能性较大。但另一方面，当前美国经济强势复苏、欧洲和日本经济同样维持温和复苏的态势，中国、印度等金砖国家也保持了较好的发展势头，这些有利因素或将阻断新兴市场危机向全球蔓延的路径。

## （二）土耳其金融危机对欧洲的冲击令人担忧

土耳其与欧洲有着紧密的联系。2017年，土耳其是欧盟的第五大贸易伙伴，总贸易额为1728.9亿欧元。截至今年5月末，外资直接在土耳其的投资额为1400亿美元。其中约75%是欧洲国家，荷兰占18%左右，以下依次为德国、法国、西班牙、瑞士和俄罗斯等。唇亡齿寒，土耳其金融危机对欧洲带来的冲击是全方位的。

首先，欧洲金融业面临土耳其债务违约风险。外国贷款占土耳其银行资产中的40%来自外国债权人，债权人主要是西班牙、法国和意大利银行，其次是美国 and 英国银行。由于里拉暴跌，土耳其银行业债务违约的风险上升。西班牙、法国和意大利的银行与土耳其银行约有1370亿欧元的业务往来。欧洲金融机构对土耳其的风险敞口集中在西班牙、法国和意大利三国，分别向土耳其借款833亿美元、384亿美元和170亿美元。西班牙对外银行（BBVA），意大利联合信贷银行（UniCredit）和法国巴黎银行在土耳其都有大量业务。如果土耳其里拉继续狂泻不止，很可能造成对外债务违约，西班牙、法国和意大利将损失惨重。

其次，欧洲债务危机有可能卷土重来。意大利10年期国债与德国同期国债息差也大幅暴涨至280个基点，远远超过息差200基点的“警戒线”。意大利债市受到土耳其金融危机的冲击最重，主要是由于市场对该国新政府担忧加剧、全球风险厌恶情绪以及对意大利银行业对土耳其的风险敞口较大等因素的影响。市场担心土耳其金融危机引爆意大利债务危机，并蔓延至欧元区其他重债国或者对土风险敞口较大的国家。

再次，欧洲可能面临更严重的难民问题。在叙利亚难民大量涌入问题上，

欧盟成员国意见分歧很大。在承诺“援助”土耳其30亿欧元换取其收容更多叙利亚难民后，欧盟才在叙利亚难民问题上获得了喘息的机会。目前，在土耳其境内或自愿或被迫安置的叙利亚难民约在300万人左右。如果土耳其出现经济金融危机，不仅无法安置这300万叙利亚难民，人口超8000万的土耳其自身也将产生百万级别的经济难民，与叙利亚难民一同涌向经济更为发达的北欧。届时难民问题或将再度引爆欧盟内部分歧。

### （三）美土关系未来尚有改善的空间

土耳其爆发金融危机后，埃尔多安随即警告美国不要铤而走险，继续做出威胁两国关系的举动，否则土耳其将寻觅“新的伙伴和盟友”。此后，土政府加强了与俄罗斯、中国、卡塔尔等国以及德国、法国等欧洲国家的联系，寻求外交上的支持。

虽然美土经济关系不断恶化，外交“口水仗”不断，但美国和土耳其在北约框架内的盟友关系暂时不会受到实质影响。首先，双方在地缘政治和安全领域尚有诸多共同利益，因此不会轻易“分道扬镳”。土耳其是北约中唯一的中东国家，土耳其对美国以及北约而言，依然具有巨大的战略价值。作为北约成员国，美国使用土耳其南部的因吉尔利克空军基地打击伊拉克、叙利亚境内极端组织“伊斯兰国”。在美国退出伊核协议之后，中东地区爆发冲突的风险加剧。土耳其对美国维持其在中东地区的势力有着不可替代的重要作用。埃尔多安在《纽约时报》发表的文章也强调，土美长期以来一直是北约盟友。因此，土耳其也不可能和美国彻底“翻脸”。其次，美土关系走向恶化，必将影响美国对伊朗制裁的实际效果。再次，如果美土矛盾激化促使土耳其“向东转”，土耳其可能倒向俄罗斯，这也不符合美国的利益。第四，埃尔多安应认识到当前土耳其经济形势危急，和美国对抗加剧将有可能导致土经济崩溃，并激化国内矛盾，影响自身政权的稳定。综上所述，土耳其和美国都有重返谈判的动机，因此未来美土关系尚有改善的余地。

#### 四、土耳其金融危机中国的潜在影响以及对策建议

从经贸联系看，2017年中土双边贸易额为263.5亿美元，下降5.1%。中国为土耳其的第十五大出口市场和第一大进口来源地。从经济基本面上看，中国较土耳其或其他一些新兴市场国家好得多：外债占GDP比重仅10%左右，占外汇储备的比重也仅有35%，自2000年以来，只有两个季度的经常帐户为净流出，国际收支总差额在大部分时间里为正数，因此我国出现大幅资本外流，并引发人民币大幅贬值的可能性并不高。因此土耳其金融危机对中国的直接影响比较有限。

但是，中国作为新兴经济体，也存在房地产泡沫、金融体系风险、收入分配不公等问题，再加上中美贸易战的冲击，中国不妨以土耳其金融危机为镜鉴，着手消除隐患，夯实中国金融发展根基。

其一，结构性去杠杆化解债务危机，以更好地应对外部风险和冲击。2018年中央经济工作会议将防范化解风险列为未来3年三大任务之首，并明确“重点是防控金融风险”，足见党中央对防范化解金融风险的重视程度之高。主动降杠杆有利于消除影响经济健康发展的风险隐患，也有利于增强经济中长期发展韧劲，应通过市场化债转股等措施优选企业优选资产，助推具有发展前景的高负债优质企业降杠杆、减负债、促改革、推转型。通过依法破产等方式推动低效无效企业退出市场。要加快投融资平台的市场化转型，这是化解债务的突破口。对现有的融资平台通过注入经营性资产和兼并重组等方式进行市场化转型，鼓励国有企业加大对城市管理基础设施等公益性行业的投入。加大企业去产能和淘汰僵尸企业力度。商业银行应主动对接监管，依法合规经营，完善风险管理框架和风险内控机制，对影子银行、资管业务、互联网金融等重点领域风险加大防范化解力度。

其二，坚定推进供给侧结构性改革，提高抵御跨境资本流动风险的能力。能否成功防范风险和渡过危机，依赖于国内经济基本面。习近平总书记指出：“推进供给侧结构性改革是我国经济发展进入新常态的必然选择，是经济发展新常态下我国宏观经济管理必须确立的战略思路。”创新驱动是供给侧改革的核心，

以创新推进供给质量与效率提高，提升全要素生产率。推进经济结构优化，促进供需动态平衡。大力培育新动能，强调科技创新，推动传统产业优化升级，发展高科技含量的优势产业。要合理利用外资，提高出口产品的附加值和竞争力，实现经济结构平稳转型。

其三，采取有效措施缩小社会收入分配差距，消除社会不稳定因素。根据国家统计局的数据，中国2017年基尼系数为0.4670，较2016年上涨0.002个百分点。国际上认为超过0.4说明这个国家贫富差距很严重，过高的基尼系数会降低一个国家的平均消费倾向，消费不足会带来内需不足，从而导致经济增长缓慢。严峻的贫富差距很可能成为中国经济进一步发展的桎梏，加大中国陷入“中等收入陷阱”的风险。政府应实施进一步减免税收优惠政策，不断扩大民众收入来源，扩大中产阶层比例，为社会稳定和增强金融抗风险能力奠定坚实基础。