

这次不一样？

——土耳其2018-2019年汇率危机研究

梁恩东 雍浩成 韩皓宇 滕飞

目录

01// 危机之前

02// 危机前兆

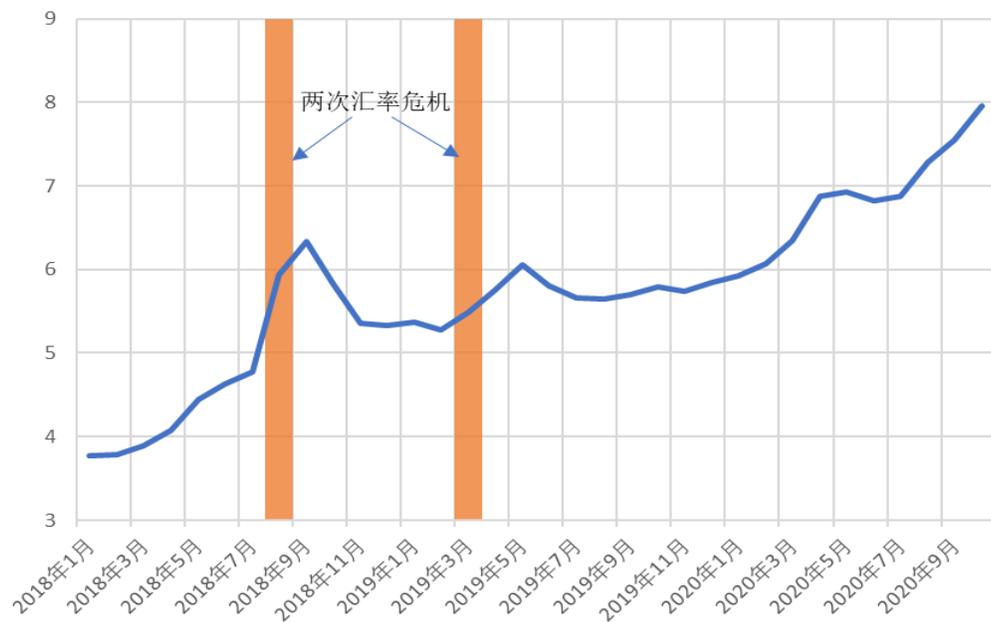
03// 危机引爆

04// 危机应对

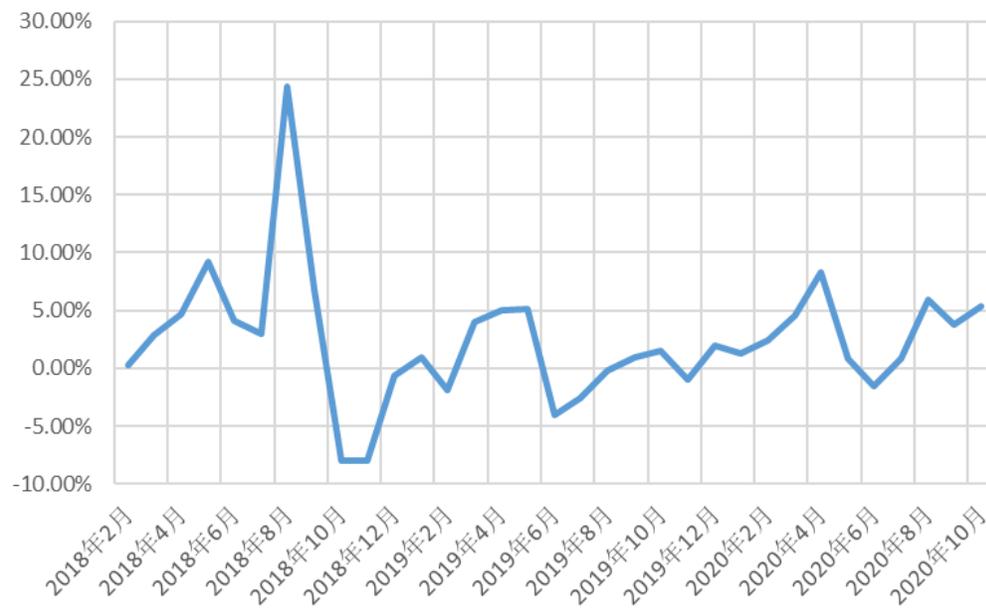
05// 危机启示

2018-2019年土耳其汇率危机概述

美元兑土耳其里拉汇率



土耳其里拉兑美元贬值幅度

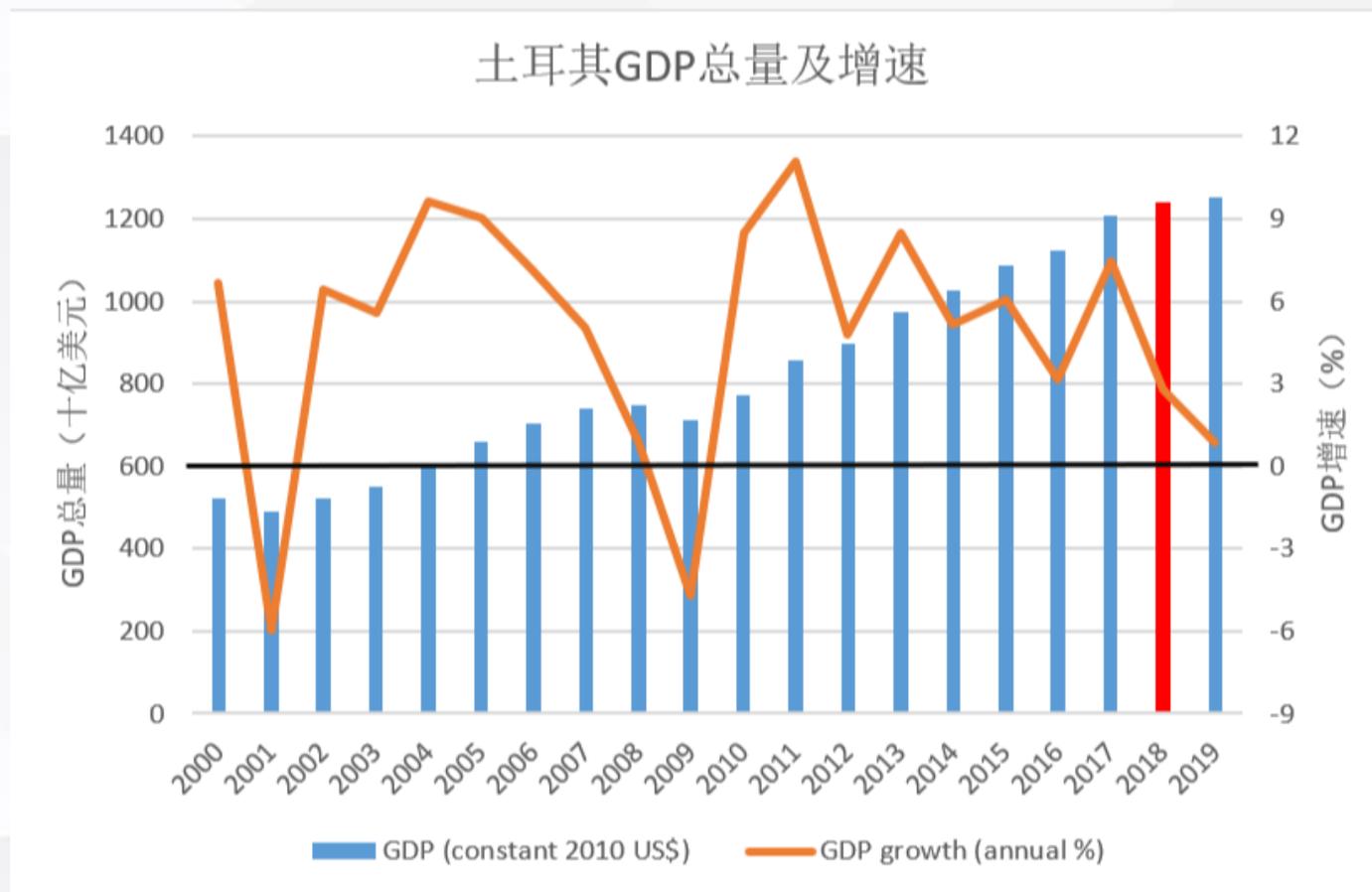


数据来源: BIS

危机之前

- 2001年，土耳其经历严重的汇率危机，不得不放弃固定汇率制，采取有管理的浮动汇率制，同时保持资本账户开放。
- 2003年，政治强人埃尔多安任职土耳其总理，大刀阔斧地开展经济改革，带领土耳其走上经济快速增长的道路。
- 2005年，埃尔多安宣布以新里拉代替饱受恶性通货膨胀之苦的旧里拉，兑换比率为1:1000000。
- 2014年，已经连任两届总理的埃尔多安在土耳其修宪后的首次全民直选总统选举中获胜。
- 从2003年到2017年，土耳其GDP年均增速达到5.75%。事实上，2018年汇率危机爆发之前，土耳其人均GDP已经突破10000美元，达到中等偏上收入国家水平。

危机之前



数据来源：WDI

危机前兆：繁荣下的泡沫

- 埃尔多安被称为“世俗派外衣下的伊斯兰保守派”，其经济政策也受伊斯兰传统金融思想影响颇深。埃尔多安对高利率深恶痛绝，将提高利率视同叛国，施压中央银行维持长期低利率政策。



“真主准许买卖，而禁止重利。”

“真主褫夺利息，增加赈物。真主不喜爱一切孤恩的罪人。”

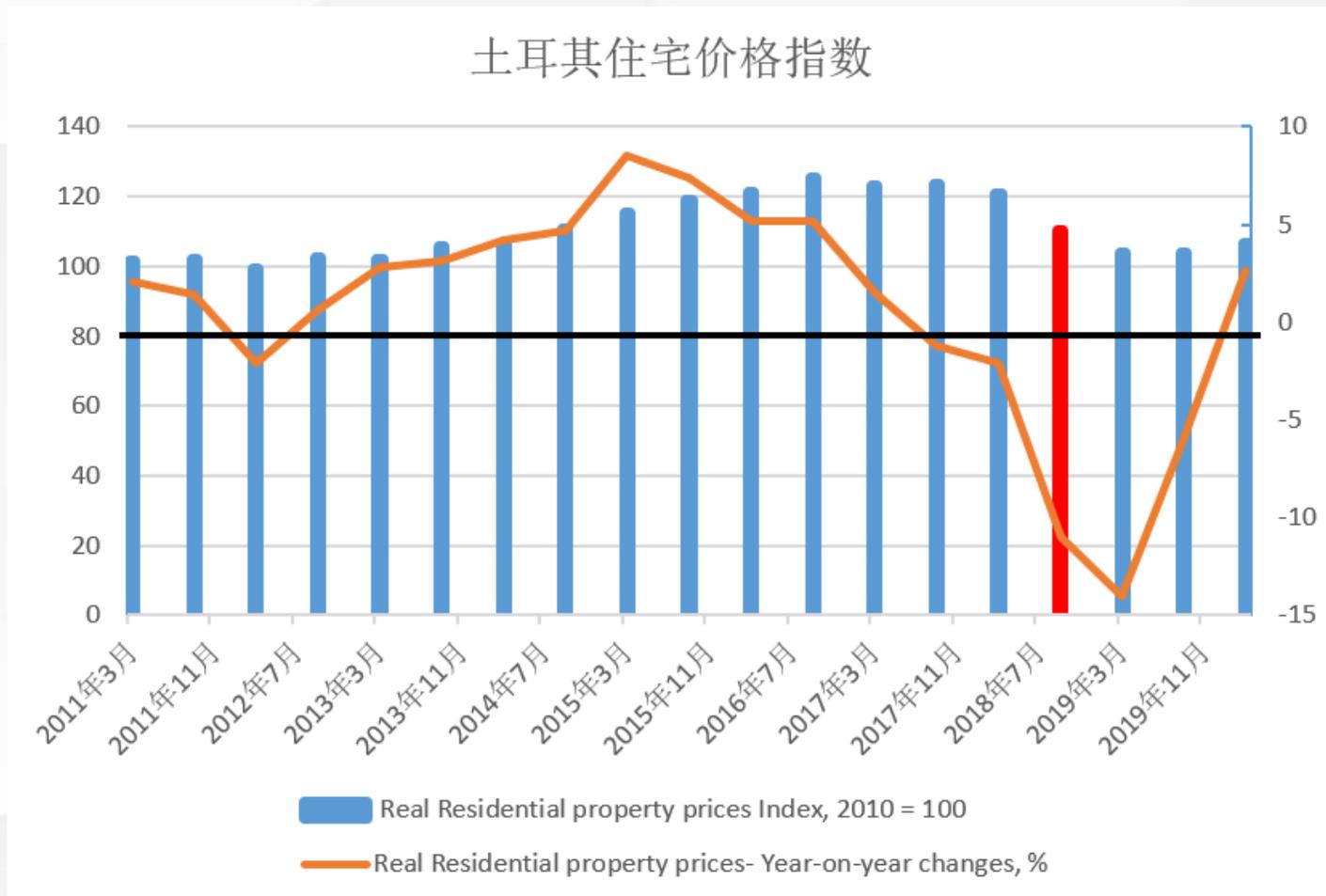
“信道的人民，应当放弃余欠的利息。”

——《古兰经》

危机前兆：繁荣下的泡沫

- 在低利率的刺激下，土耳其投资旺盛，经济快速增长，然而大部分资金流向了房地产市场，并未惠及实体经济，反而形成资产价格泡沫。。
- 此外，2008年金融危机之后，发达国家大规模QE救市，实际利率普遍降到零甚至为负。相比之下，新兴市场国家资产的回报率更具吸引力。涌入的国际热钱进一步吹大了土耳其的资产价格泡沫。

危机前兆：繁荣下的泡沫



数据来源：BIS

危机前兆：经常账户赤字

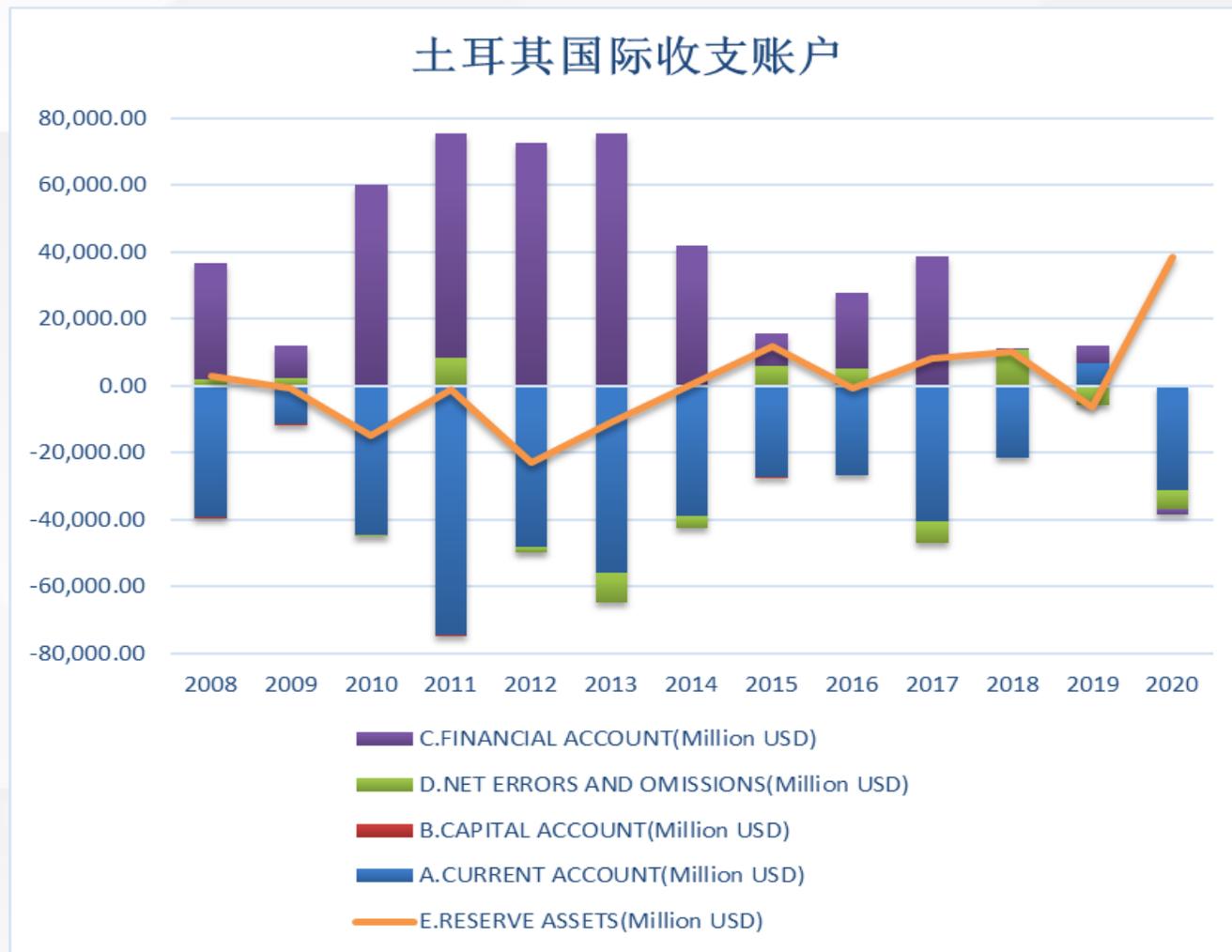
- 埃尔多安执政以来，土耳其投资率明显提高。在他上台前的2002年，土耳其投资率为17.6%，此后他执政的2003-2017年这15年间，有8年投资率超过20%，2011年达到峰值23.6%，最低的一年（2003年）也与2002年持平。
- 然而与此同时，土耳其储蓄率却在下降。2002年土耳其国民储蓄率18.6%，埃尔多安上台之后第一年即下降到15.5%，到2017年已经降到12.6%。
- 投资率上升，储蓄率却在下降，最终导致了土耳其的储蓄缺口。2002年土耳其国民储蓄尚且超过总投资，但埃尔多安上台第一年即告逆转，到2017年，储蓄缺口已占到GDP的5.6%。

危机前兆：经常账户赤字

$$I + CA = S$$

- 储蓄缺口必然带来经常账户赤字。埃尔多安执政期间，土耳其经常账户赤字由2002年的6.3亿美元猛增至75.5亿美元（2003年）~744.0亿美元（2011年），占GDP的比重也由2002年的0.27%剧增至2.5%（2003年）~9.6%（2011年）。
- 此外，欧洲是土耳其的主要出口市场，但在经历金融危机和主权债务危机之后，欧洲市场需求不振，土耳其经常账户赤字问题愈发严重。

危机前兆：经常账户赤字

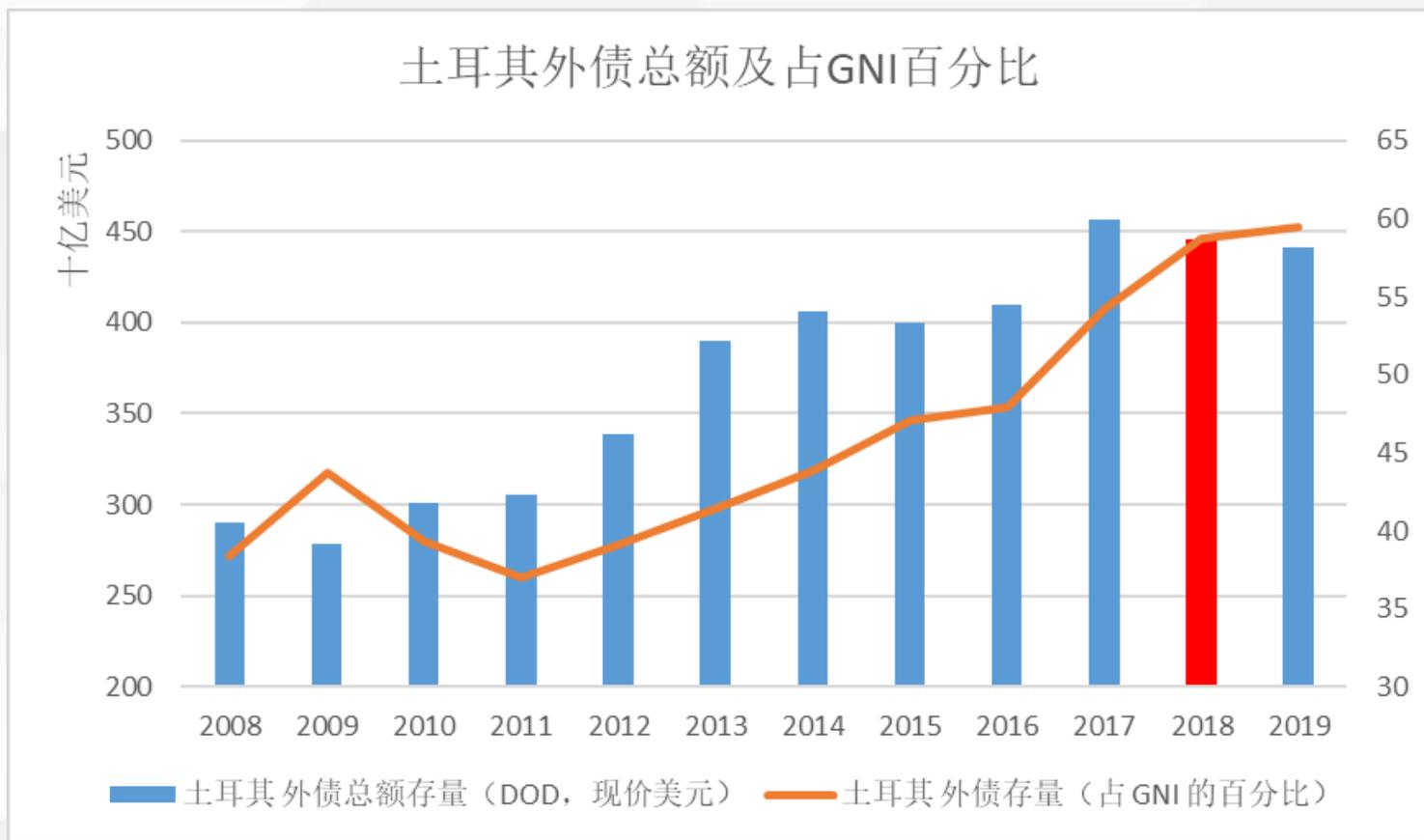


数据来源：土耳其央行

危机前兆：外债高企

- 埃尔多安政府为刺激经济，奉行积极的财政政策，热衷于大兴土木，投资于机场、铁路、运河等基础设施建设。然而，由于国内储蓄不足，势必要依赖外债。2017年，土耳其外债总额为4542.8亿美元，占当年GDP的53.38%，相比上年增幅高达11.13%。而2018年第一季度，土耳其外债总额已经达到4667亿美元。
- 土耳其外债不仅规模大，而且在结构上，短期债务比例也较高。

危机前兆：外债高企



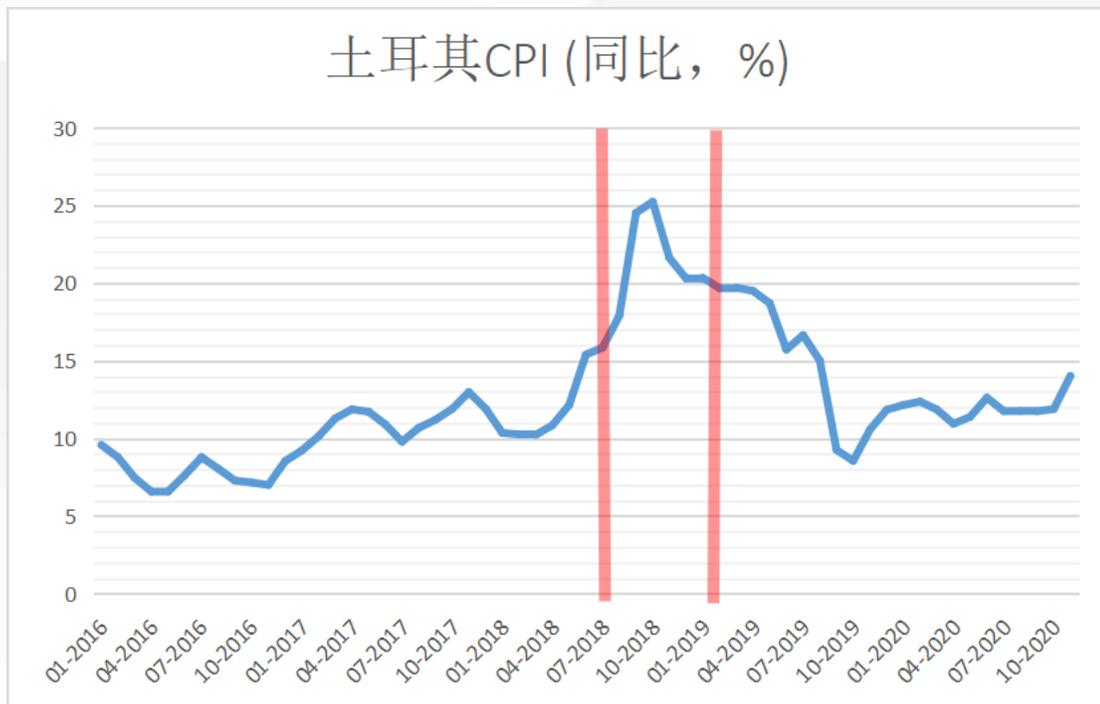
数据来源：WDI

危机前兆：通货膨胀

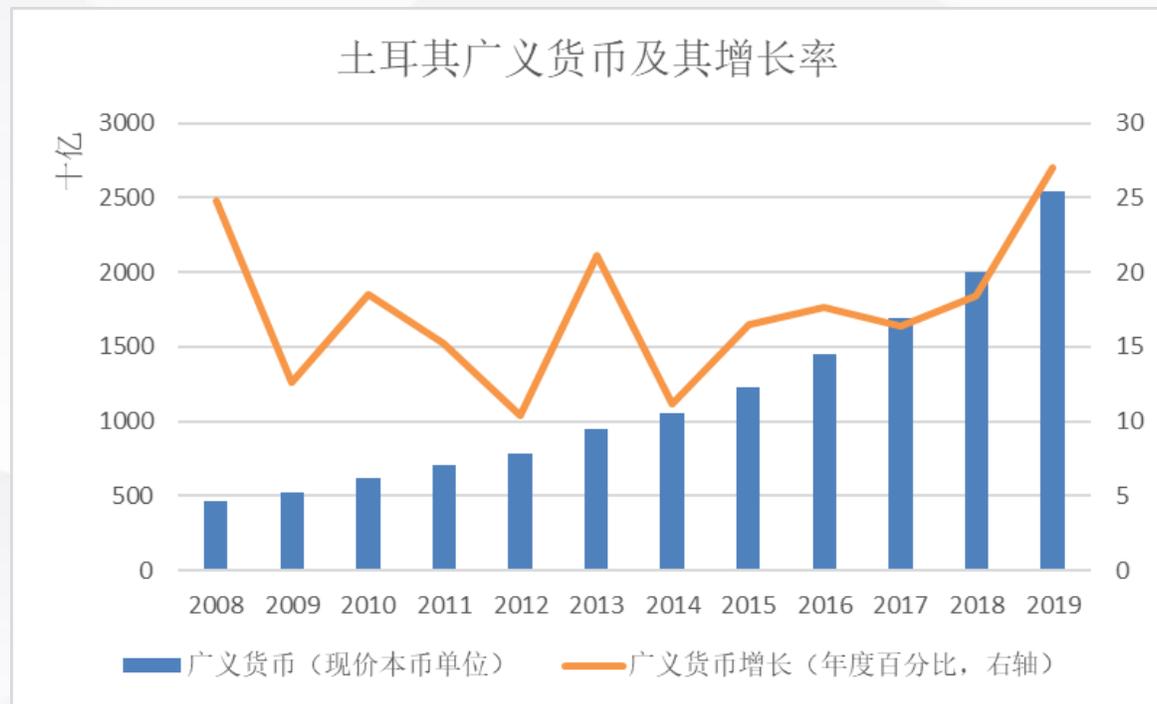
$$\frac{\Delta E}{E} = \pi - \pi^*$$

- 长期宽松的货币政策，再加上积极财政政策和央行缺乏独立性而造成的财政赤字货币化，土耳其货币超发和通货膨胀现象相当严重。从2004年的904亿里拉到2018年7月的1.85万亿里拉，土耳其的M2已经增长了约20倍。2012年后，土耳其的CPI同比增幅从未低于6%，进入2017年后通胀率更是保持在10%以上。

危机前兆：通货膨胀



数据来源：土耳其央行

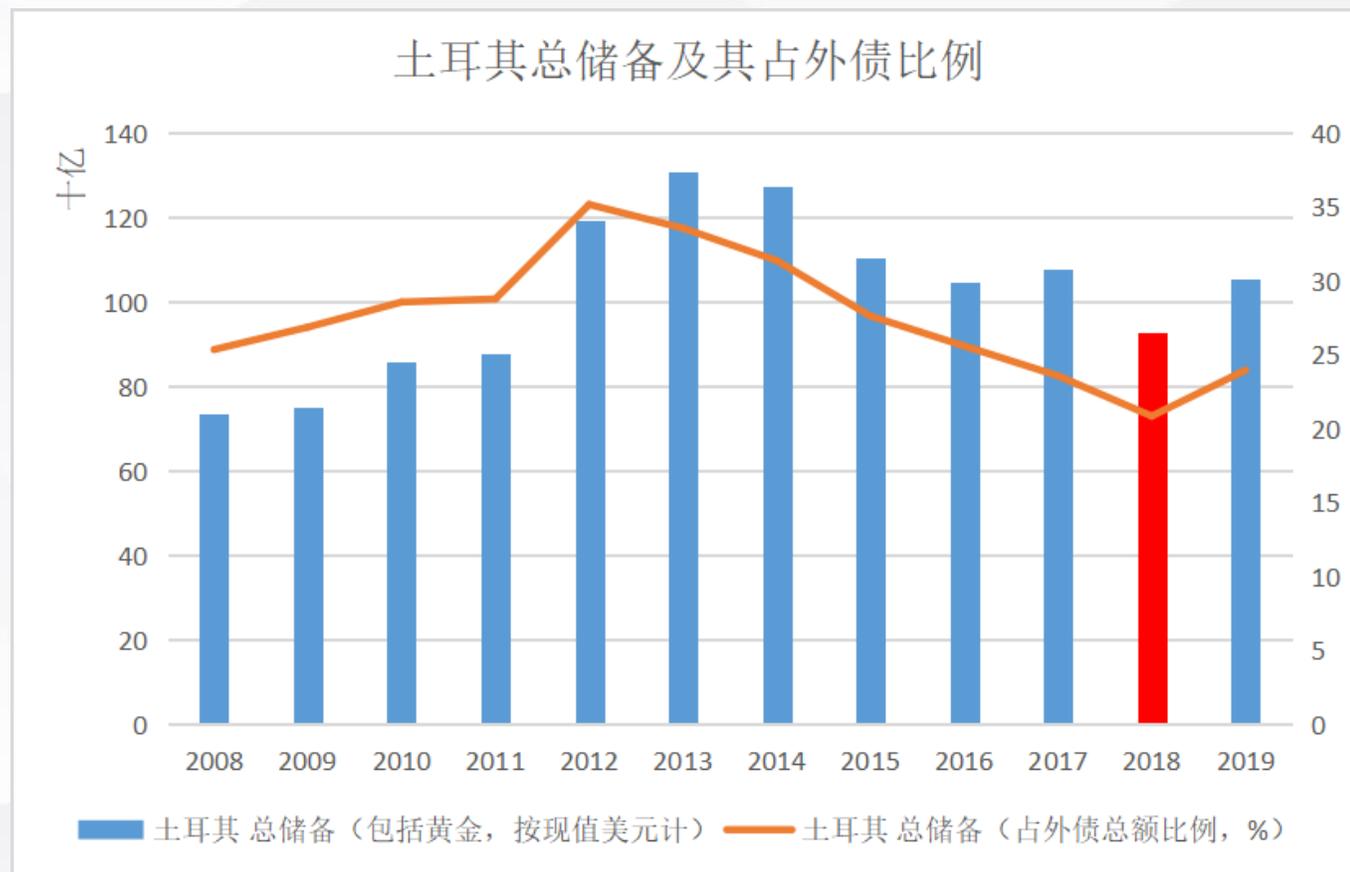


数据来源：土耳其央行

危机前兆：外汇储备流失

- 长期高通胀率，再加上政局时时有不稳（特别是2016年的未遂政变和2018年4月大选前后），民众和投资者更倾向于持有保值的外币资产，造成土耳其外汇储备的流失。截至2018年6月末，土耳其拥有外汇储备755.49亿美元，相比2014年8月的高点整整下降了375亿美元。
- 扩大的经常账户赤字和累积的大量以外币为单位的外债也加剧了外汇储备的流失。

危机前兆：外汇储备流失

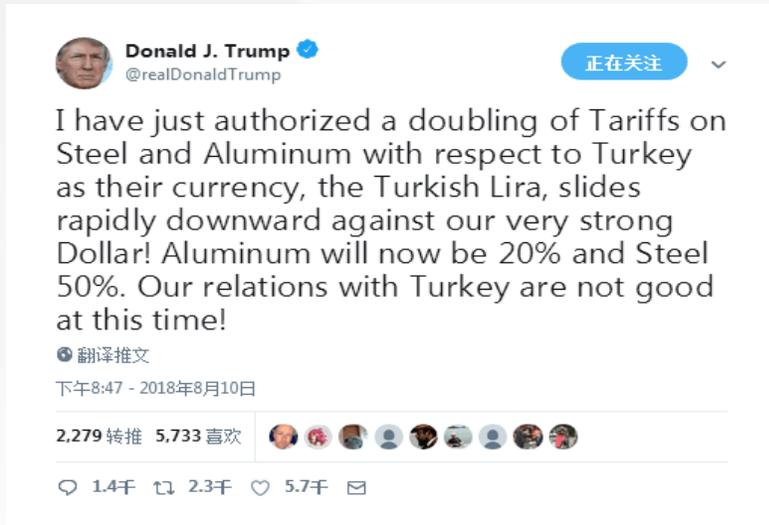


数据来源: WDI

危机前兆：挑战三元悖论？

- 为了在维持低利率和开放资本市场的同时，维护汇率稳定、控制通货膨胀，土耳其央行进行了一系列大胆创新的货币政策实验，包括非对称的利率走廊、相机的流动性管理工具、外汇缴存里拉准备金机制等。
- 土耳其央行的框架创新一度被认为相当成功，时任行长 Edem Basci 在2013年1月被英国《银行家》杂志评选为“年度中央银行家”。
- 然而，大胆的政策创新并非没有弊端。首先，政策设计过于精巧复杂，容易导致信号紊乱，加大沟通难度。其次，在汇率危机爆发、资本大量外流之前，里拉在央行干预下币值相对稳定，掩盖了低利率下经济基本面的不健康，鼓励了热钱的流入。

危机引爆：政治导火索——关税加征



军事政变未遂

2016年土耳其发生军事政变。土方认为侨居美国的宗教人士居伦是政变主谋并将其领导的“居伦运动”列为恐怖组织。多次要求将其引渡回国接受调查，但至今遭到美国拒绝。



牧师事件

2018年土耳其因恐怖活动和间谍活动正式起诉关押美国牧师安德鲁·布伦森。双方持续交涉未果使土美局势急剧恶化。



土美步调不一致

美国扶持库尔德武装、制裁伊朗；土耳其寻求同俄罗斯接近。

BIST NATIONAL 100



SOURCE: TRADINGECONOMICS.COM

2018年8月伊斯坦布尔100指数
自8月11日特朗普宣布对土加征关税后
股价立即连续跳水

Turkish Lira US Dollar

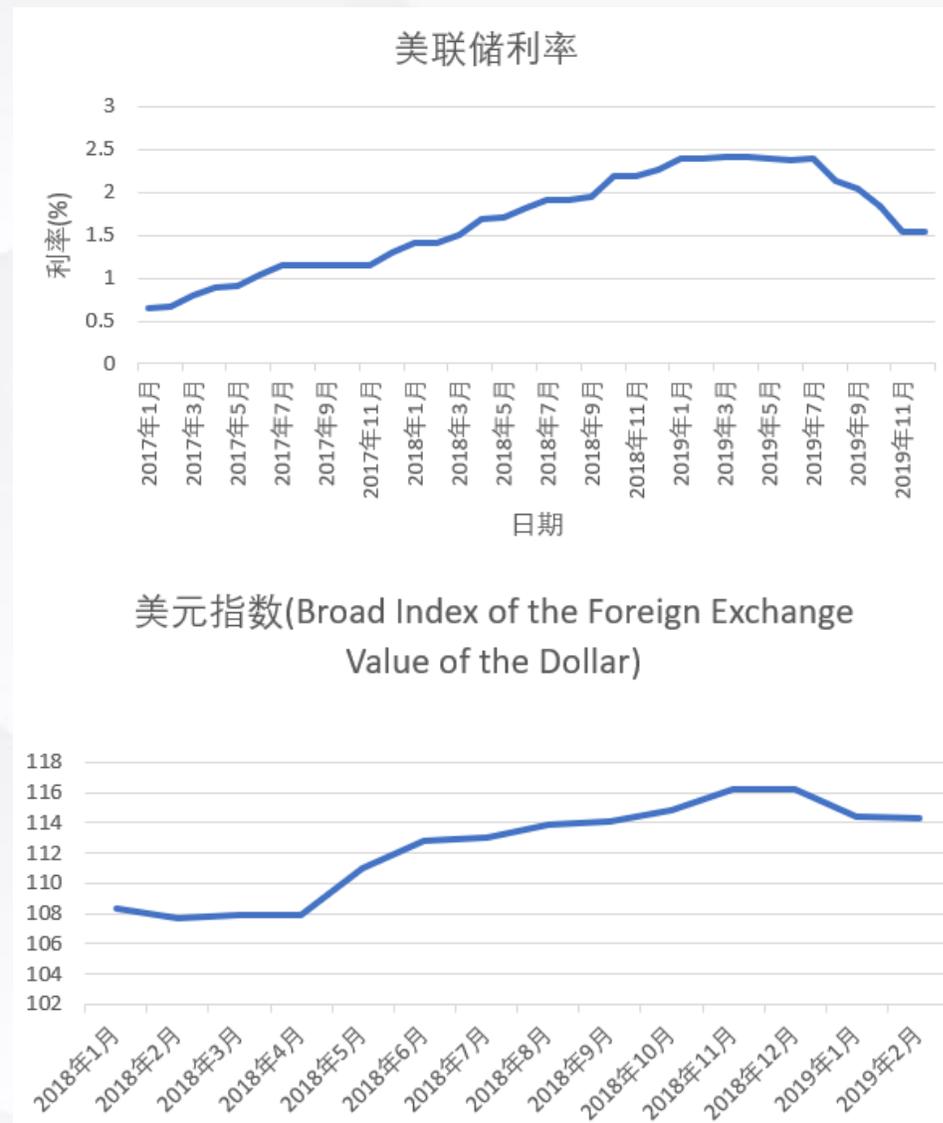


SOURCE: TRADINGECONOMICS.COM

2018年8月土耳其里拉兑美元汇率
自8月11日特朗普宣布对土加征关税后
汇率下跌13.77%

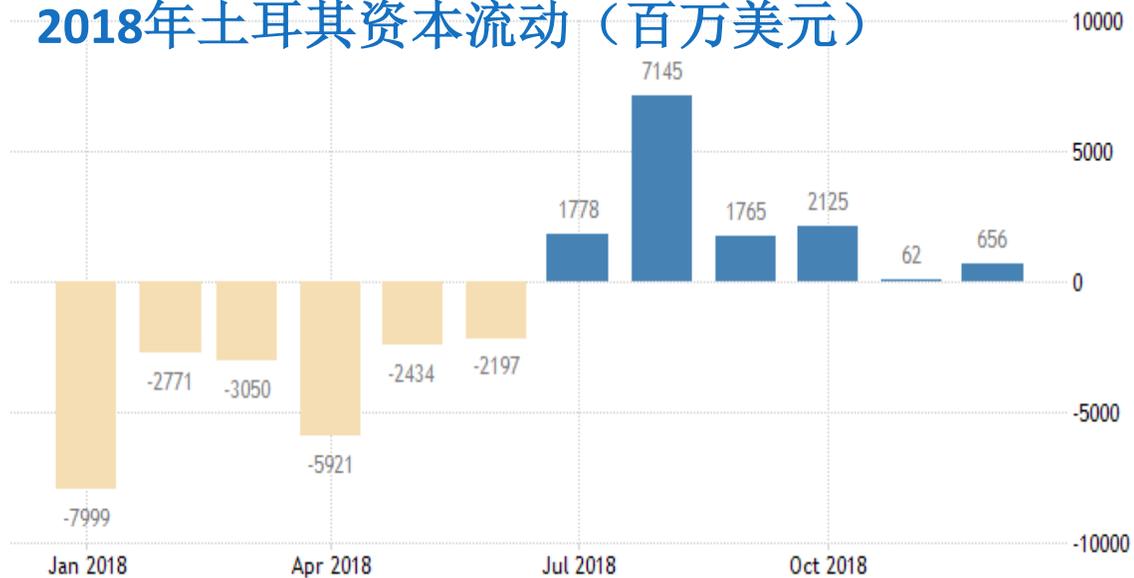
危机引爆：美元走强与贸易保护主义

- 2018年美国量化宽松货币政策、资产购买计划以及减税计划的实施使得美国家庭部门资产负债表得以修复，消费、就业状况得到改善。是支撑美元持续走强的基本面因素。随后美联储开始实施量化宽松政策退出和货币政策正常化，美元进入加息通道，导致其相对于新兴国家资产的吸引力增强，引发大量国际资本特别是短期投机资本撤离土耳其等新兴国家不断流入美国。美国加息也带动世界主要央行利率同时提升，加重了土耳其的债务负担。
- 本来，美元的走强可能利于土耳其改善经常账户状况。然而，2018年以来美国主导下的贸易保护主义抬头，全球范围内贸易摩擦现象比较严重，土耳其贸易环境反而愈加恶化，经常账户赤字愈加扩大。



数据来源: trading economics数据库

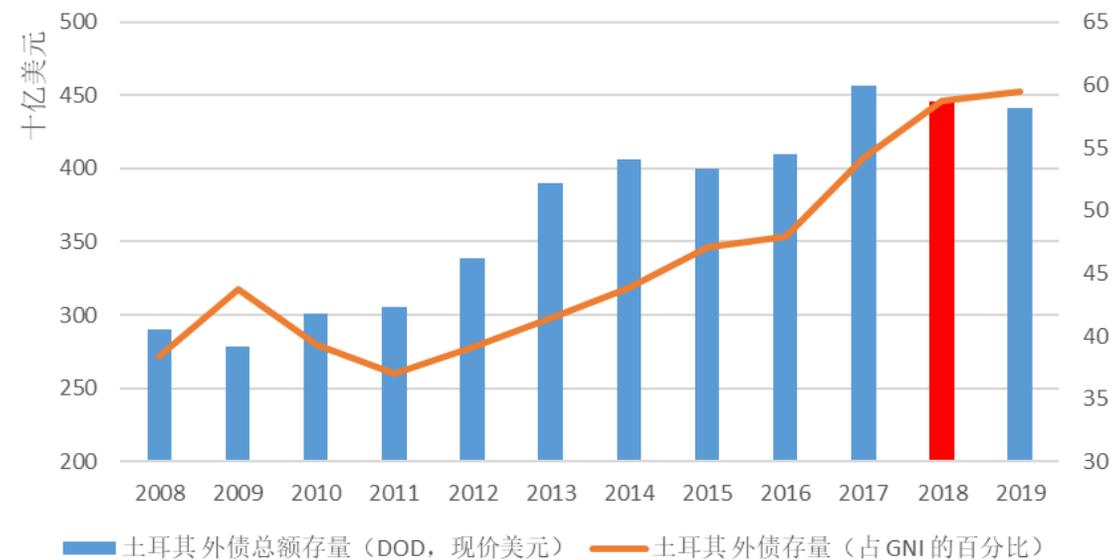
2018年土耳其资本流动（百万美元）



SOURCE: TRADINGECONOMICS.COM | CENTRAL BANK OF THE REPUBLIC OF TURKEY

*2018年随着美元走强，在中旬短期投机资本撤离
数据来源：trading economics数据库

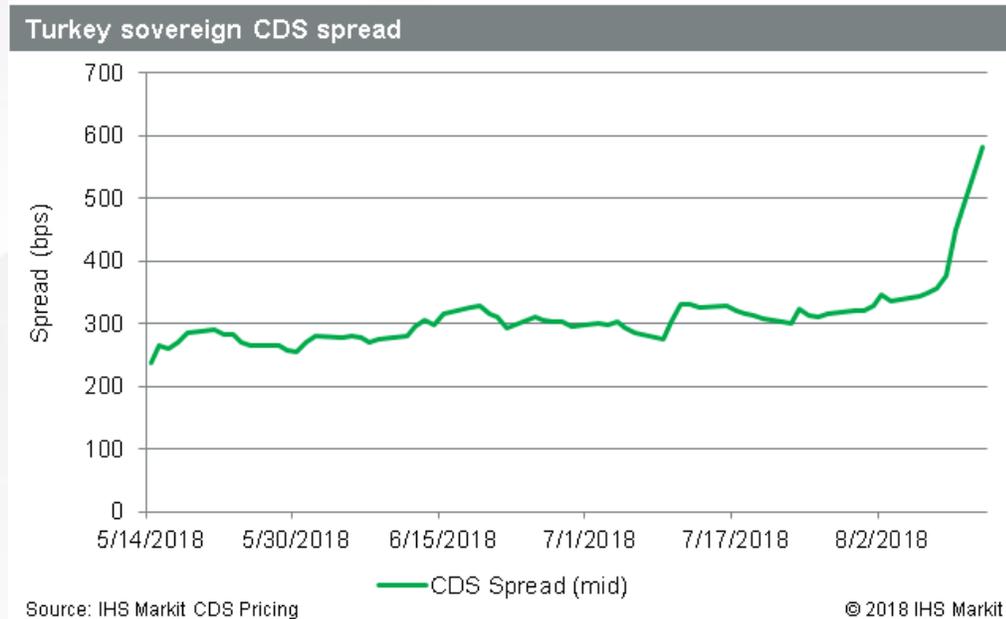
土耳其外债总额及占GNI百分比



*外债偿还压力，数据来源：WDI

危机引爆：火上浇油——贬值预期与信用评级降低

- 加息周期下的强势美元造成的热钱撤出、负债压力增大、双赤字下的储备不足、高通胀引起了市场对汇率下跌和土耳其债务清偿能力的担忧。
- 土耳其政府阻止央行加息，不仅错过了对冲汇率危机的最佳时机，还使得土耳其央行独立性和控制危机的能力进一步受到质疑。主要评级机构纷纷下调土耳其债券评级，欧洲央行也发提出警告，市场普遍预期里拉将大幅贬值。



土耳其主权CDS价差扩大
数据来源：IHS Markit CDS pricing

	标准普尔		穆迪		惠誉
2017.1	BB negative	2017.3	Ba1 negative	2017.1	BB+ stable
2018.5	BB- stable	2018.3	Ba2 stable	2018.7	BB negative
2018.8	B+ stable	2018.8	Ba3 negative	2019.7	BB- negative

评级机构纷纷下调土耳其债券评级

危机引爆：火上浇油——贬值预期与信用评级降低

2018年8月10日，埃尔多安呼吁民众：

“将你们藏在枕头底下的欧元美元和黄金都换成里拉吧，这是国内和民族战争！”



然而这番讲话效果适得其反，反而加剧了市场恐慌和贬值预期。当天，里拉汇率跌幅从前一日的5%扩大至8%。

美元走强

土美关系恶化

外债高企

资产泡沫

CA长期赤字

外债偿付压力进一步增大

息差收敛，热钱撤出，资产价格下跌

高通货膨胀率

受到关税制裁，经常账户进一步失衡

外汇储备流失

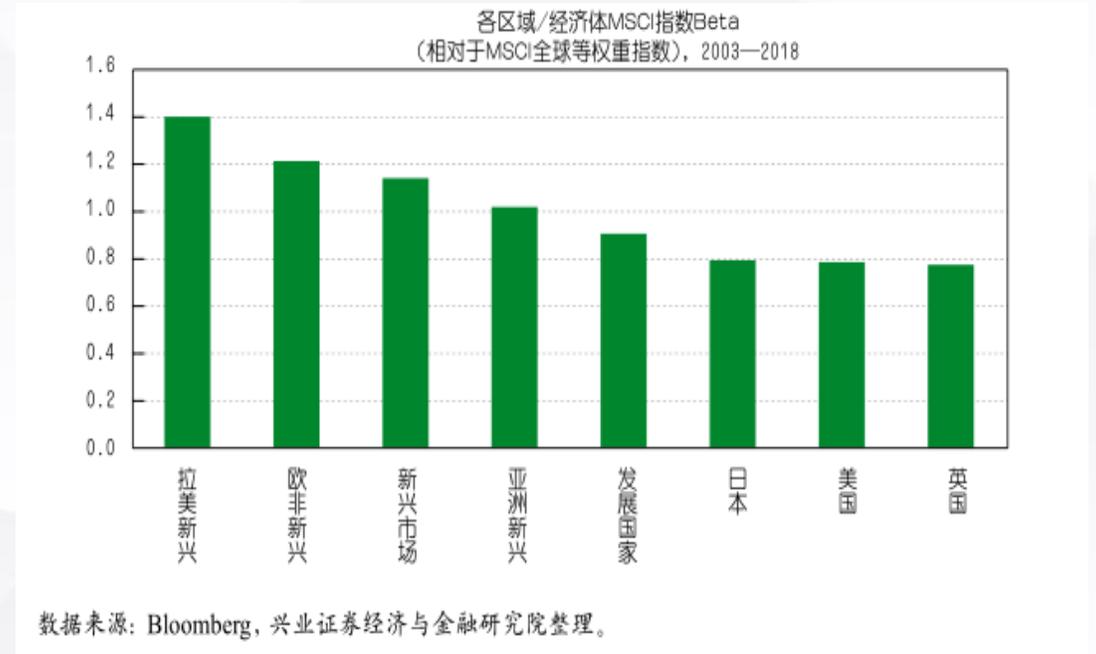
贬值预期自我实现

汇率危机



新一轮危机引爆：世界经济下行压力与避险情绪

- 2019年5月左右，土耳其又爆发新一轮汇率危机。而此时美联储、欧洲央行在货币政策转向上的节奏加快，开始实行宽松的货币政策，美国长期国债收益率也快速下降。这一轮里拉贬值逻辑与2018年强美元环境下的逻辑不同。
- 欧美货币政策转向印证了全球经济周期的拐点。全球经济下行的基本面下，避险需求增加。新兴市场国家的资产有更高的 β 值，在风险规避情绪蔓延的市场上并不受欢迎。于是土耳其面临又一波资本外流。



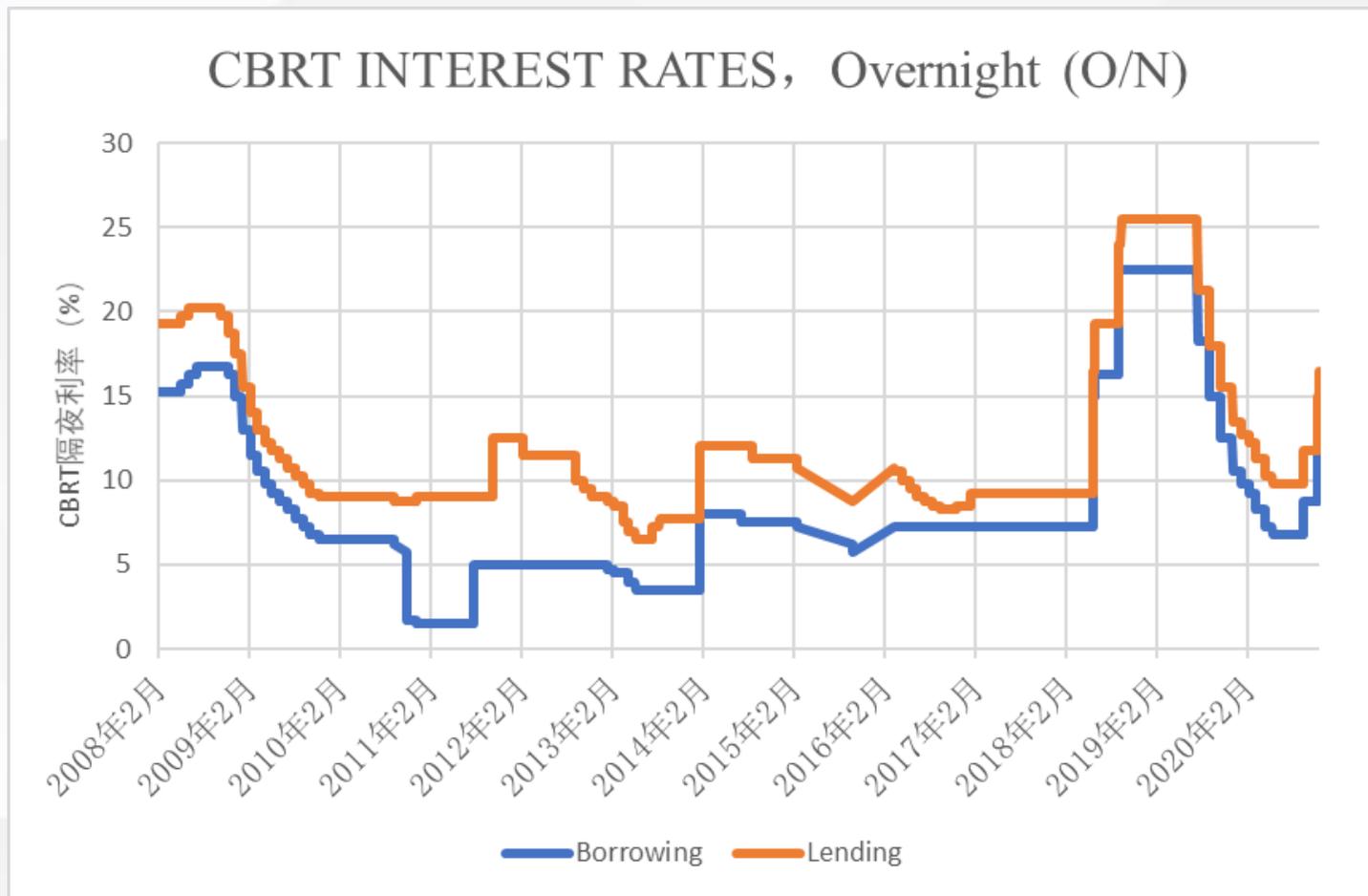
危机应对：利率政策的徘徊

- 长期低利率下经济的表面繁荣与“埃尔多安经济学”对低利率的偏爱。
- 埃尔多安政府对央行的干预。

上述原因使得土耳其央行的加息（以遏制里拉贬值）方案迟迟未能到位。2018年9月13日，土耳其央行终于宣布将基准利率上调至24%，并表示将继续维持收紧的货币政策，直到通胀得到明显改善。9月20日，土耳其财政部长公布新经济计划，下调了未来几年土耳其经济增速及通货膨胀目标，并保证土耳其政府将减少公共开支近100亿美元，体现土耳其政府有意为由债务推动的经济增长降温，并控制其两位数的通货膨胀。但由于新经济计划缺乏具体的实施细节，并未改变里拉的市场悲观预期和下跌态势。

尽管汇率危机形势持续恶化，但埃尔多安并未放弃对央行的控制和对低利率的迷恋。2018年7月9日，埃尔多安任命自己的女婿为财政部长并分管央行工作，同日里拉兑美元汇率下跌3.5%。2019年7月6日，拒绝调低利率的时任土耳其央行行长穆拉特·切廷卡亚遭埃尔多安解职。

危机应对：利率政策的徘徊

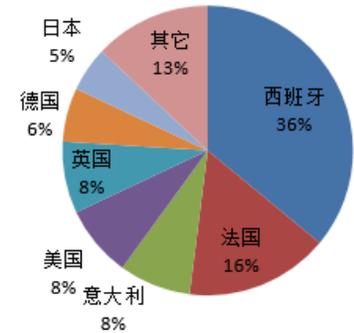


数据来源：土耳其央行

危机应对：紧急救援

- 强势总统不希望IMF对土耳其体制指手画脚，拒绝求助IMF。
- 欧洲和阿拉伯国家持有大量土耳其债券，其中西班牙、法国分别持有大量土耳其债券，分别达到833亿、384亿美元，共占土耳其2018年第一季度外债的53%，因此易受到土耳其里拉贬值波动的连锁反应。以市值计中东最大的商业银行——卡塔尔国家银行受里拉8月10日暴跌影响，股票跌幅4%，创两个月来最大跌幅。同一天，欧元当日收盘跌1%，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5年期国债收益率达到2.405%，10年期国债收益率收盘于3.16%，创下2014年5月26日以来的新低。
- 西欧各主要国家出于对土耳其危机连锁反应的忧虑和难民问题的考量，表达了援助意向；卡塔尔于8月14日宣布给予土耳其150亿美元援助；土耳其考虑在中国发行32亿美元“熊猫债”。

外国银行对土耳其的风险敞口



图片来源：长江宏观·赵伟 | 土耳其之后，谁的风险最大？
https://www.sohu.com/a/246691626_99970165

启示一：未雨绸缪

- 对于新兴市场国家而言，为了实现经济增长目标，有时依靠外债是不可避免的。
- 大多数发展中国家也不可能像中国这样依靠长期维持经常账户顺差积累大量外汇储备。
- 面对危机时，IMF提供的紧急贷款往往是有条件的。
- 因此，为了应对汇率风险，发展中国家可以“抱团取暖”，例如东南亚金融危机后建立起来的亚洲区域外汇储备库（“清迈倡议”）。

启示二：低利率的教训

- 日本和土耳其的例子表明，长期维持低利率以刺激经济无异于饮鸩止渴。
- 低利率的确能鼓励投资，但如果实体经济中没有足够的技术进步，长期低利率只会推高资产的价格。对于仰仗外资的发展中国家而言，一旦风向变化、外资撤出，泡沫很容易被戳破。

启示三：央行的独立性

- 土耳其里拉的连续暴跌，埃尔多安对央行的干涉难辞其咎。首先，如果土耳其央行能保持独立运作，就不会在土耳其经济明显过热、通货膨胀严重的情况仍然维持低利率，也不必超发货币，为扩张的财政赤字买单，从而为汇率危机埋下隐患。
- 其次，总统对央行明目张胆的指手画脚也严重损害了央行的信誉。失去民众和投资者信任的央行在应对汇率危机时，无法通过调整通胀目标等方式扭转里拉的跌势。甚至在央行已经着手提高利率的情况，对里拉的悲观预期仍然没有消散，因为人们怀疑此轮加息坚持不了多久。果然，埃尔多安身体力行地证实了人们的猜测，干脆利落地炒掉了央行行长。

启示四：任性的美国

- 美联储加息周期，新兴市场国家资本外流、外债偿付压力增大，面临汇率风险和违约风险。
- 美联储降息周期，往往是全球经济形势不乐观的时期，市场避险情绪增强，资本撤出风险较大的新兴市场国家，同样给后者带来冲击。

启示四：任性的美国



“美联储和其他发达经济体的财政刺激在新兴市场近年来的资本流动中起到的作用是相对有限的，发达经济体的货币政策正常化对新兴经济体的影响是可管控的。”

——美联储主席 鲍威尔

参考文献

- [1]毕振山.“背后挨刀”，土耳其如何自救[N].工人日报,2018-08-15(008).
- [2]董方冉.土耳其里拉遭遇黑天鹅[J].中国金融家,2018(09):101-103.
- [3]管涛,刘立品.新兴经济体货币动荡启示录[J].中国外汇,2018(19):15-17.
- [4]李伟,王宇纯.近期新兴市场金融风险成因分析及应对建议[J].对外经贸,2018(09):84-86+95.
- [5]李兆.新兴市场国家货币危机及对我国的启示——以土耳其、阿根廷为例[J].黑龙江金融,2019(05):20-22.
- [6]梅新育.土耳其地方选举或成2019新兴市场危机起点[N].第一财经日报,2019-04-09(A11).
- [7]缪延亮.央行不可承受之重——以土耳其政策实验为例[J].新金融评论,2016(02):72-85.
- [8]倪晓姗.土美外交危机引发土耳其货币里拉崩盘[N].第一财经日报,2018-08-13(A11).
- [9]邵宇.“里拉危机”国际资本如何收割新兴经济体[N].第一财经日报,2018-08-20(A11).
- [10]王涵,王轶君.土耳其的波动:这次不一样[J].金融市场研究,2019(04):73-76.
- [11]王远卓.反思土耳其货币危机[J].中国金融,2018(20):80-81.
- [12]魏敏.“埃尔多安经济学”和总统制下土耳其经济政策走向——从中央银行独立性的视角[J].土耳其研究,2018(01):21-41.
- [13]吴家明.新兴市场风暴延续 土耳其终将难逃一劫? [N]. 证券时报,2018-05-17(A02).
- [14]赵庆明.土耳其货币危机的根源[J].中国金融,2018(17):88-89.
- [15]郑超愚,王晓笛.全球化与逆全球化:土耳其货币危机的国际经济周期分析[J].新金融,2018(09):11-14.
- [16]周浩.土耳其里拉暴跌 新兴市场该吸取什么教训[N].第一财经日报,2018-08-20(A11).

谢谢观看