

政治干预与市场力量对抗的一场自然实验

——土耳其股债汇三杀点评

✎ : 孙付 执业证书编号: S1230514100002 瞿黔超 (联系人)
 ☎ : 021-64718888-1308 021-80106023
 ✉ : sunfu@stocke.com.cn quqianchao@stocke.com.cn

报告导读

- 2019 年 3 月 27 日土耳其再次遭遇股债汇三杀，各种资产均遭抛售，土耳其岌岌可危。

相关报告

《土耳其的危局时刻》

投资要点

□ 土耳其再次面临危机的直接原因

3 月 22 日摩根大通发布报告，提醒投资者土耳其里拉贬值风险，土耳其金融市场大幅波动。3 月 23 日土耳其银行和金融市场监管机构发表声明说，正在对摩根大通等机构涉嫌通过误导和操纵市场行为导致土耳其外汇市场波动进行调查。3 月 24 日土耳其总统厄尔多安发出威胁，声称将追究恶意做空里拉投资机构 and 个人的责任。但是厄尔多安的威胁适得其反，反而坚定了海外投资者逃离土耳其的决心。

厄尔多安为了避免货币贬值，赢取 3 月 31 日的地方选举，不惜动用政治手段来与市场力量对抗。为了避免海外基金经理做空里拉，厄尔多安逼迫土耳其银行大幅减少对海外基金公司的流动性提供，导致周三土耳其隔夜互换利率跳涨至 1200%。近期厄尔多安一直在为所属的 AK 党（正义与发展党）地方选举站台，制造声势，为夺取首都安卡拉和第一大城市伊斯坦布尔的地方选举胜利而做准备。地方选举结束之后，厄尔多安政府有可能会采取激进的促经济增长政策，重新用行政命令来降低基准利率，刺激信贷发放，来保证经济名义增速的回升。但是厄尔多安的这些政策显然是牺牲长期利益来换取短期的政治胜利，不具有可持续性。土耳其再次上演了一场政治干预与市场力量对抗的自然实验。

□ 土耳其危机的影响

目前土耳其内外交困，经济正处于 2010 年以来最糟糕的境地。不仅经济陷入衰退，2018Q4 实际 GDP 增速为 -3.0%，而且还伴随着高通胀，自 2018 年 9 月以来 CPI 一直都维持在 20% 上下。此外，未来一年还得支付(roll over)1770 亿美元的外币债务。在通胀高企和里拉贬值预期（汇率波动率上升）的背景下，土耳其企业和民众纷纷将储蓄转换成美元或者欧元，进一步加剧了里拉的贬值预期。土耳其货币危机的爆发，促使民间自发地进行一定程度的经济美元化过程，未来土耳其的货币和金融主权或受削弱。鉴于里拉的汇率波动和强大的政治干预，未来海外投资者对土耳其的投资可能会望而却步。目前看来，土耳其危机的影响主要是短期性的和情绪面上的，估计会给新兴市场带来一定波动性，但危机对外传染的风险较低，在长期不大可能影响到其他经济体的发展。

报告撰写人：孙付

数据支持人：瞿黔超

1. 土耳其再次面临危机

2018年8月，土耳其遭遇货币危机，土耳其里拉暴跌，引发投资和消费放缓，日常消费品和能源价格大涨。土耳其政府随后收紧财政和货币政策，大幅提高基准利率，暂时稳定住了汇率。年初以来土耳其金融市场也一直较为平静，直到3月22日，摩根大通发布报告，提醒投资者土耳其里拉贬值风险，土耳其里拉对美元汇率当日跌幅超过5%，土耳其金融市场大幅波动。3月23日土耳其银行和金融市场监管机构发表声明说，正在对摩根大通等机构涉嫌通过误导和操纵市场行为导致土耳其外汇市场波动进行调查。3月24日土耳其总统厄尔多安发出威胁，声称将追究恶意做空里拉投资机构和个人的责任。但是厄尔多安的威胁适得其反，反而坚定了海外投资者逃离土耳其的决心。

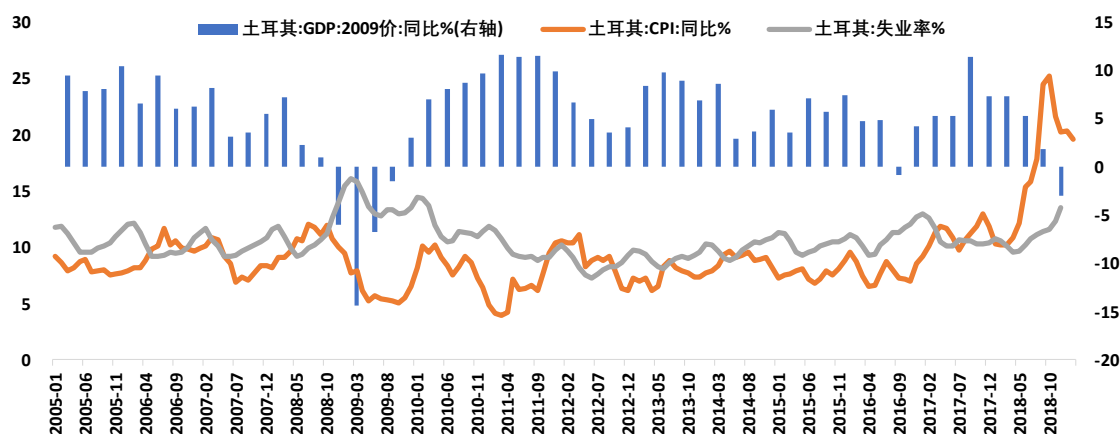
3月27日土耳其再次遭遇股债汇三杀，各种资产均遭抛售，土耳其岌岌可危。土耳其BIST 100股指单日跌幅创2016年7月以来新高，抹平年初以来的所有涨幅。土耳其10年期和2年期国债收益率分别飙升至近19%和20%。土耳其5年期CDS创去年8月以来新高。里拉对美元单日跌幅也超过2.6%。

这一切的起因是厄尔多安为了避免货币贬值，赢取3月31日的地方选举，不惜动用政治手段来与市场力量对抗。近期厄尔多安一直在为所属的AK党（正义与发展党）地方选举站台，制造声势，为夺取首都安卡拉和第一大城市伊斯坦布尔的地方选举胜利而做准备。为了避免海外基金经理做空里拉，赢取选民支持，厄尔多安逼迫土耳其银行大幅减少对海外基金公司的流动性提供，导致周三土耳其隔夜互换利率跳涨至1200%。地方选举结束之后，厄尔多安政府有可能会采取激进的促经济增长政策，重新用行政命令来降低基准利率，刺激信贷发放，来保证经济名义增速的回升。但是厄尔多安的政策显然是牺牲长期利益来换取短期的政治胜利，不具有可持续性。土耳其再次上演了一场政治干预与市场力量博弈的自然实验。

目前土耳其内外交困，经济正处于2010年以来最糟糕的境地。不仅经济陷入衰退，2018Q4实际GDP增速为-3.0%，而且还伴随着高通胀，自2018年9月以来CPI一直都维持在20%上下。此外，未来一年还得支付(roll over)1770亿美元的外币债务。在通胀高企和里拉贬值预期（汇率波动率上升）的背景下，土耳其企业和民众纷纷将储蓄转换成美元或者欧元，进一步加剧了里拉的贬值预期。土耳其货币危机的爆发，促使民间自发地进行一定程度的经济美元化过程，未来土耳其的货币和金融主权或受削弱。鉴于里拉上升的波动率和强大的政治干预，未来海外投资者对土耳其的投资可能会望而却步。目前看来，土耳其危机的影响主要是短期性的和情绪面上的，估计会给新兴市场带来一定波动性，但危机对外传染的风险较低，在长期不大可能影响到其他经济体的发展。

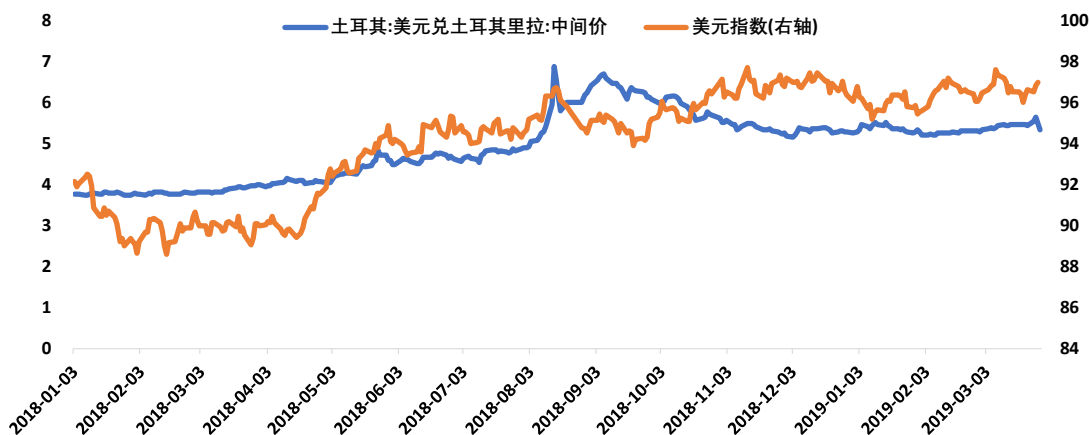
在年度报告里，我们已经做出风险提示：“随着2019年美元指数快速上行的概率大为降低，新兴市场经济体面临的货币危机压力将大大减小。但是新兴市场经济体将继续承受全球贸易与经济增长下行风险所带来的压力。政治风险较大、经济改革步伐缓慢和经济基本面较为脆弱（经常项目和财政双赤字）的国家仍将继续面临较高的资本外逃和货币贬值风险，比如土耳其、阿根廷、委内瑞拉和南非等。”

图1：目前土耳其经济正处于2010年以来最糟糕的状态



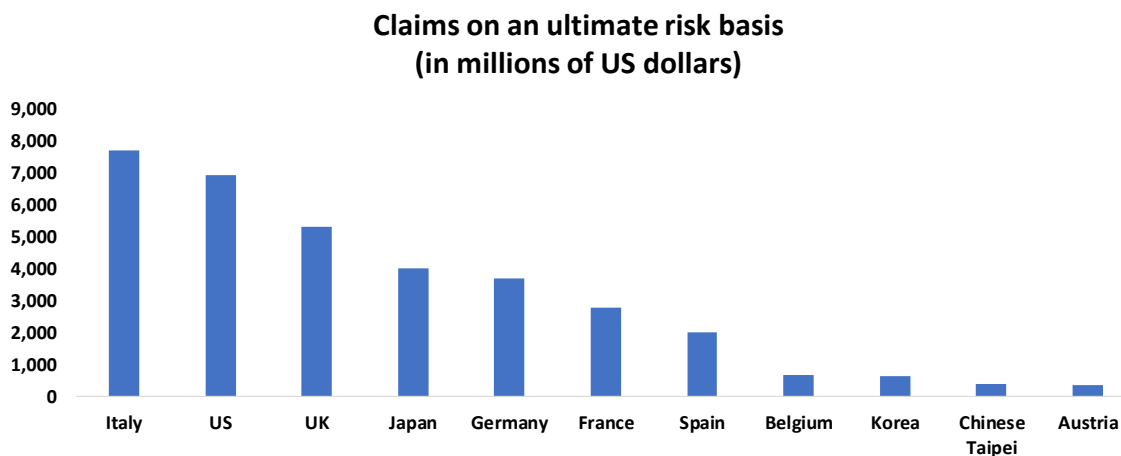
资料来源：WIND、浙商证券研究所

图2：美元对土耳其里拉汇率变化



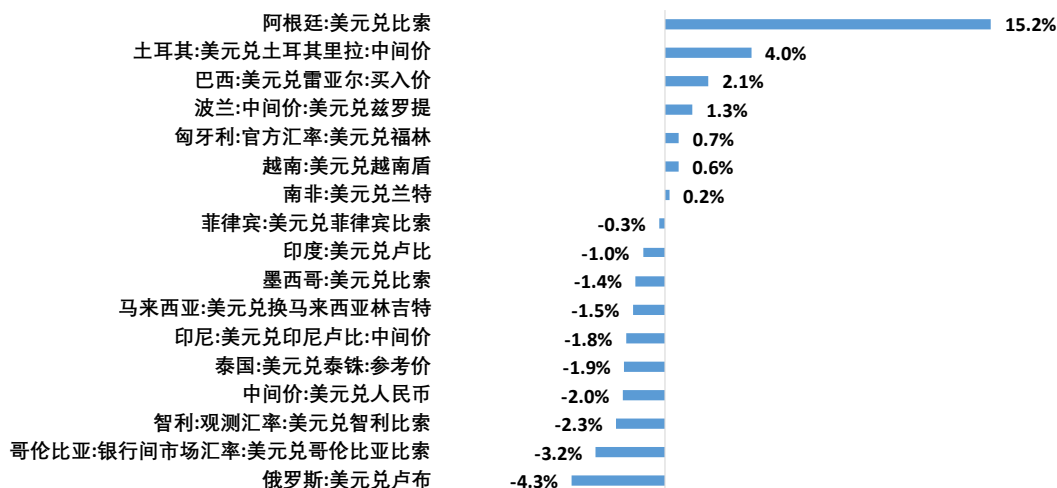
资料来源: WIND、浙商证券研究所

图 3: 2018Q3 对土耳其风险敞口最大的 10 个国家/地区



资料来源: BIS、浙商证券研究所

图 4: 年初以来部分国家货币的汇率变动情况% (截止 2019.3.27)



资料来源: WIND、浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_13467

