

新兴市场研究专题：图解中企在世俗伊斯兰国家土耳其的市场机遇

研究结论

东方宏观战略研究推出“新兴市场国别研究”系列，解读全球新兴经济体，涵盖东南亚、中东、南美等地区，关注新兴市场增长潜力与企业出海投资机遇。本期探讨中企在中东世俗伊斯兰国家土耳其的机遇与风险。

土耳其位于欧洲、亚洲、中东和非洲的交汇处，扼守黑海、爱琴海、东地中海商贸通道，长期以来被视为全球贸易、物流和制造业的重要战略枢纽。世界银行数据显示，2023年土耳其第一、二、三产业增加值分别占GDP的6.2%、28.4%和54.1%，继续呈现服务业占主体地位的经济结构。根据土耳其统计局数据，土耳其人均GDP由2002年3608美元提升3.7倍至2023年13243美元，剔除汇率影响（购买力平价下）2023年人均GDP超过42561美元，GDP增速也在2021年后逐步修复，稳定在5%以上，成为世界第十一大经济体和欧洲第四大经济体（紧随法国）。但与前述研究中越南、印尼等制造业拉动经济强劲增长的新兴经济体相比，土耳其工业增加值占GDP比重较低，且2024年以来工业与服务业GDP增速下滑，9月PMI指数与新增订单指数跌破枯荣线，需警惕高利率环境下经济活动放缓、需求走弱的压力。

净出口拖累经济增长，产品外销竞争力较弱。土耳其国内中产阶级伴随经济增长日益壮大，消费对GDP的贡献始终占据主导，但受通胀影响出现回落迹象，长期处于贸易逆差状态导致净出口拖累GDP增长。土耳其工业生产指数波动上升，在国家战略支持下支撑经济从恶性通胀中恢复，优越的地理位置叠加良好的制造业基础使土耳其在全球价值链中获得竞争力，兼具新兴市场国家低要素成本和灵活生产能力。基础工程建设、军工、金融是土耳其的优势产业，但仍处于向先进制造转型升级过程中，且已出现落后迹象，高度依赖能源进口推升制造业产品价格，出口竞争力被削弱，部分外资寻求向要素成本更低的埃及转移。

贸易与财政双赤字背景下高度依赖金融扩张，受美元加息周期负影响较大。美国进入加息周期后海外资本回流成为主要趋势，土耳其依靠资本账户平衡国际收支的难度增大，逆差消耗外资流入产生的外汇，美元汇率上行增大土耳其外债偿付压力。低水平储蓄率与大量美元化的短期外债加剧土耳其对国际短期资本流动的敏感性，土耳其里拉也成为新兴市场国家最脆弱的货币之一，政府一方面试图稳定货币价值、缓解偿债压力，另一方面又企图以促内需拉动经济增长、降低对外资的依赖，同时需控制通胀压力对民众生活造成的影响，货币与财政政策陷入顾此失彼的被动局面。

需警惕美土关系黑天鹅事件扰动土耳其货币市场。2016年土耳其政变后美土关系恶化，叙利亚地区的利益分配进一步加剧美土分歧，8月初，美国总统特朗普要求释放被土耳其监禁的牧师安德鲁·布伦森，在遭拒绝后迅速启动对土耳其的制裁。8月10日，美国又宣布对土耳其钢铝产品的关税翻倍，即分别达到50%和25%，当天土耳其里拉对美元汇率暴跌20%。20世纪80年代起土耳其奉行新自由主义发展模式，由于严重依赖外国资本，土耳其经济的脆弱性不断加深，货币政策独立性受到干扰，在美元进入强势通道时只能选择被动加息防止资本外流。

土耳其是北约在中东地区唯一的成员国，凭借关键的地理位置实施平衡外交战术。受美国输出民主、正发党执政后外交重心改变、土耳其加入欧盟的申请长期未通过等因素影响，土耳其与西方的合作出现倒退。2016年土耳其政变后与美国关系恶化（美国被指认为军事政变提供援助），俄罗斯-土耳其-伊朗三国集团雏形逐渐形成，出现阶段性的利益组合，进而形成在叙利亚、伊核问题、海合会等区域焦点上与美国的抗衡势力，对冲美国-沙特-以色列轴心力量。近期叙利亚政权重建过程中，土耳其与以色列在叙利亚地区主导权、与美国在东北部库尔德武装和油气产业分配等问题上出现分歧，叙利亚后阿萨德时代政治进程受土耳其影响较大，土耳其与美国、以色列出现分歧的风险超预期。

风险提示

土耳其重回中东战略影响美土关系稳定。

报告发布日期

2025年03月28日

证券分析师

曹靖楠	021-63325888*3046 caojingnan@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520010001
孙金霞	021-63325888*7590 sunjinxia@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860515070001
王仲尧	021-63325888*3267 wangzhongyao1@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860518050001 香港证监会牌照：BQJ932
彭楚榕	pengchurong@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860524080005

相关报告

新兴市场研究专题：解读泰国出海投资的机遇与风险	2025-02-11
新兴市场研究专题：图解印尼经济转型与出海机遇	2024-07-11
新兴市场研究专题：图解越南经济增长的潜力与约束	2024-06-01

目 录

世俗伊斯兰国家的形成与发展	4
“埃尔多安经济学”落地效果	6
货币危机与政策应对	9
地缘优势奠定“斡旋外交”基础	11
中企出海的机遇与挑战	12
核心投资要点	14
风险提示	14

图表目录

图 1：土耳其工业增加值占 GDP 比重（2023 年）	6
图 2：土耳其实际 GDP 同比增速（单位：%）	6
图 3：土耳其 GDP 分项占比（支出法，单位：%）	7
图 4：土耳其工业生产指数同比	7
图 5：土耳其经常账户差额（单位：百万美元）	7
图 6：土耳其金融与资本账户月度余额（单位：百万美元）	7
图 7：新兴市场国家国民储蓄率变化（单位：%）	8
图 8：土耳其财政收支（单位：千土耳其里拉）	8
图 9：新兴市场国家外债存量占 GNI 比重（单位：%）	8
图 10：土耳其外汇储备与短期外债总额（百万美元/季）	8
图 11：土耳其外贸进出口总额变化	9
图 12：新兴市场国家高科技制成成品出口比例（单位：%）	9
图 13：土耳其 CPI 指数与同比变化	10
图 14：美元兑土耳其里拉汇率	10
图 15：土耳其中央银行政策利率（单位：%）	10
图 16：土耳其通胀问题出现缓解	10
图 17：土耳其国际储备：黄金（单位：百万美元）	11
图 18：土耳其持有美债金额（单位：十亿美元）	11
图 19：土耳其与俄罗斯边界示意图	12
图 20：土耳其汽车产量数据	13
图 21：土耳其汽车销量数据	13
图 22：土耳其原始设备制造商分布情况	13
图 23：土耳其汽车出口额（单位：百万美元）	13
 表 1：现代土耳其军事政变历史	 4
表 2：正发党政治改革进程概览	5
表 3：埃尔多安时代土耳其外交政策的变化	12
表 4：中国车企出海土耳其情况	14

世俗伊斯兰国家的形成与发展

土耳其位于欧洲、亚洲、中东和非洲的交汇处，扼守黑海、爱琴海、东地中海商贸通道，长期以来被视为全球贸易、物流和制造业的重要战略枢纽。布热津斯基曾在著作《大棋局》中将土耳其的作用定义为：稳定黑海地区，控制黑海-地中海通道，在高加索地区抗衡俄罗斯力量，在中东和中亚削弱伊斯兰原教旨主义影响，并继续成为稳定北约南翼的重要支撑点，是具有代表性的“地缘战略枢轴国家”。

学术研究成果显示，奥斯曼帝国后期遭受欧洲经济绑定，使帝国运行对欧洲依赖程度非常高，奠定现代土耳其**亲西方与世俗化的基础**。19 世纪初期奥斯曼帝国面临巴尔干地方割据势力壮大，还遭受来自西欧实力日益壮大的威胁，推进一系列改革与经济开放制度，与英国、法国等欧洲多国签署自由贸易条约，出现区域发展不平衡、外国制成品冲击本国制造业、本国商品竞争力下降等问题，并一度兴起贸易保护主义思潮，认为实行自由贸易是欧洲通过经济控制奥斯曼帝国的手段。

两次世界大战与大萧条时期是全球经济的转型期，19 世纪自由开放的经济模式失效后，国家干预主义与贸易保护成为指导战时经济与恢复战后经济的原则，土耳其在这一时期不仅面临外需疲软与军费激增的压力，更经历从庞大帝国向现代民族国家转型的艰难命题。尽管工业化与经济增长强劲，但土耳其向城市经济转型的进程缓慢且投资在 GDP 占比很低，无法为经济增长提供持续动力，帝国时期的小农经济与小规模手工作坊模式仍未彻底改变。

从大萧条中恢复后，土耳其延用国家把控市场的经济手段，叠加二战期间选择武装中立并未参战，国内的产出水平逐渐恢复。受多数人口囿于第一产业的影响，中小型家庭农场仍是主要经营模式，农村保守派与城市世俗化改革派间的矛盾加深。高比例农业人口的后果是在共和制国家机构下农业获得资源超配，占选民四分之三的农业生产者根据个人利益影响政治选举，民粹主义在二战后的土耳其滋生并成为支配国家政治的重要思潮。遗留的历史传统使军方在经济运行中的话语权经常强于文官政府。相关学术研究认为，“**军人政治**”与“**世俗化**”是土耳其在中东地区的**两大重要特征**：军人监国、文官执政的现代政体确立，为土耳其军事政变频发、西方国家质疑其民主倒退埋下伏笔；凯末尔推行世俗化改革，包括废除哈里发制度、实行政教分离、推行世俗化运动等，形成与其他中东国家截然不同的“土耳其模式”（世俗主义政权+伊斯兰宗教观念相结合）。

表 1：现代土耳其军事政变历史

时间	经过	结果
1960 年	军方因不满民主党（DP）的经济政策和对世俗主义的偏离，发动政变，推翻门德列斯政府，成立“国家团结委员会”过渡政府。	门德列斯被审判并处决；1961 年通过新宪法，军方对政治影响力增强，议会民主制度得到加强。
1971 年	军方通过发出备忘录，要求总理德米雷尔辞职，以应对经济危机和左翼、右翼暴力冲突加剧的局面。这次“间接政变”没有直接军事接管。	德米雷尔辞职，成立技术官僚政府；对左翼势力进行镇压，但社会矛盾未根本解决。
1980 年	由于政治动荡和社会暴力升级，军方全面发动政变，解散议会，暂停宪法，实施军事管制。	起草 1982 年宪法，加强总统权力，但限制个人自由；军方执政三年后，1983 年恢复民选政府。

1997 年	军方通过国家安全委员会（MGK）施压，要求伊斯兰主义政党繁荣党（RP）实施世俗政策。这次“后现代政变”未使用军事武力，而是通过政治手段实现干预。	繁荣党被取缔；世俗主义原则得到强化，军方维持对政治的间接控制。
2016 年	军方部分派系试图通过武力控制政府、媒体和关键基础设施发动政变，但因公众支持政府及安全部队的迅速行动，政变在短时间内被镇压。	埃尔多安巩固权力，通过公投改革总统制，加强对反对派的控制。

数据来源：《阿拉伯世界》，东方证券研究所

1923 年土耳其共和国成立后，凯末尔将实现世俗主义和西方化作为发展目标，用民族主义代替伊斯兰主义在民众思潮中的地位，随着后期军人干政问题频发，政治保守派倾向于复兴伊斯兰文化对抗其他激进意识形态，逐渐形成代表底层民众、宗教保守派等边缘化群体的伊斯兰主义政党。正义发展党初期奉行温和的伊斯兰主义，主张实行政府管控下的经济政策控制经济过热、降低土耳其对外资的依赖、加入欧盟，获得宗教保守主义者、民族主义者、边缘和底层群众、自由派、库尔德人支持，埃尔多安作为党主席公开坚持和遵守世俗主义原则，并与倡导温和伊斯兰运动的居伦运动结盟，摆脱军方势力的钳制，获得民众广泛支持，成为土耳其历史上第一位民选总统。

正发党重新定义世俗主义，伊斯兰保守思潮回归。根据学术研究观点，正发党执政后土耳其国内关于总统制的讨论逐渐高涨，过程中埃尔多安权力日益集中和个人化，因此与居伦运动、正发党另一位创始人居尔分歧加剧，2014 年居尔退出政坛后埃尔多安推行总统制改革，修改宪法，加强个人权力。埃尔多安重新定义世俗主义概念，强调国家平等对待不同信仰，充分尊重伊斯兰教传统，政策层面对宗教的松绑配合土耳其重回中东的外交战略，伊斯兰保守主义出现回潮迹象。

表 2：正发党政治改革进程概览

时间	重要事件
1994 年	3 月埃尔多安当选伊斯坦布尔市市长。3 个月后，他被土耳其国家安全法院以“发表煽动宗教仇恨言论”为由，判处 10 个月监禁，5 年内不许从政。
2001 年	8 月，埃尔多安与美德党改革派创建正发党并任主席。
2002 年	11 月，正发党赢得议会选举。宪法修正案推翻了限制埃尔多安从政的判决。
2003 年	3 月 11 日，塞泽尔总统任命埃尔多安为总理并授权组阁。
2007 年	5 月，土耳其大国民议会通过关于直选总统的宪法修正案。7 月，正发党再次赢得大选。10 月，土耳其就总统直选宪法修正案进行全民公投并获得通过。宪法修正案将现行的议会选举总统制改为全民直选，总统任期由 7 年降至 5 年，可以连任一届。
2010 年	5 月，政府提出宪法修正案。9 月 12 日，修正案在全民公投中以 58% 的得票率获得通过。修宪内容达 26 项，削弱了军权和司法独立权。
2011 年	6 月，正发党连续第三次赢得大选，埃尔多安连任总理。

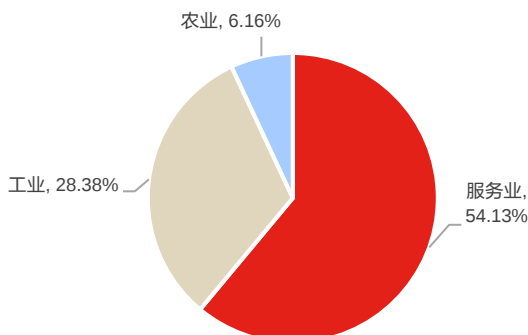
2014 年	正发党主席埃尔多安在 8 月 10 日举行的首次总统直选中胜出，成为土耳其第一位民选总统。埃尔多安明确提出将通过修宪扩大总统职权，将土耳其变为总统制国家。
--------	---

数据来源：中国社会科学院西亚非洲研究所，东方证券研究所

“埃尔多安经济学”落地效果

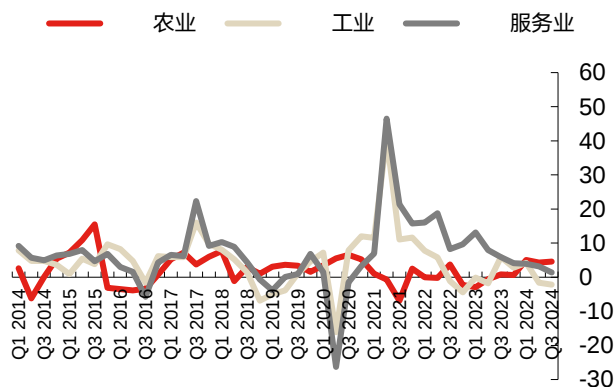
土耳其是金砖国家之外的新兴经济体，凭借强劲的增长潜力被誉为“新钻国家”并成为 G20 成员国。世界银行数据显示，2023 年土耳其第一、二、三产业增加值分别占 GDP 的 6.2%、28.4% 和 54.1%，继续呈现服务业占主体地位的经济结构。根据土耳其统计局数据，土耳其人均 GDP 由 2002 年 3608 美元提升 3.7 倍至 2023 年 13243 美元，剔除汇率影响（购买力平价下）2023 年人均 GDP 超过 42561 美元，GDP 增速也在 2021 年后逐步修复，稳定在 5% 以上，成为世界第十一大经济体和欧洲第四大经济体（紧随法国）。**但与前述研究中越南、印尼等制造业拉动经济强劲增长的新兴经济体相比，土耳其工业增加值占 GDP 比重较低，且 2024 年以来工业与服务业 GDP 增速下滑，9 月 PMI 指数与新增订单指数跌破枯荣线，需警惕高利率环境下经济活动放缓、需求走弱的压力。**

图 1：土耳其工业增加值占 GDP 比重（2023 年）



数据来源：Wind，东方证券研究所

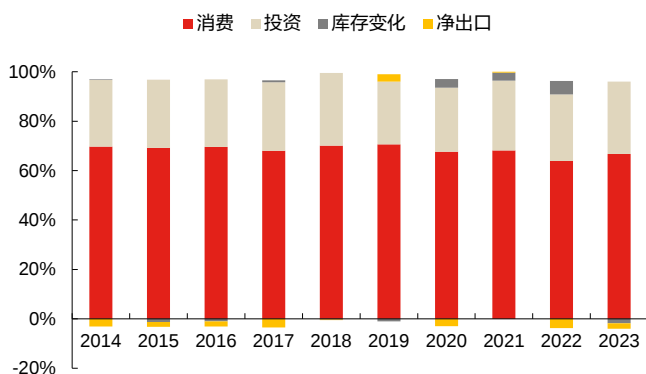
图 2：土耳其实际 GDP 同比增速（单位：%）



数据来源：Wind，东方证券研究所

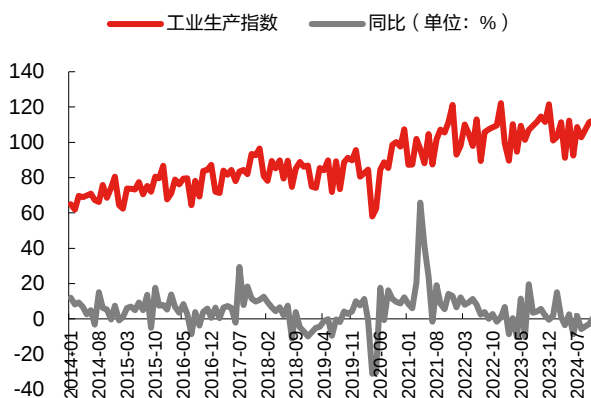
净出口拖累经济增长，产品外销竞争力较弱。土耳其国内中产阶级伴随经济增长日益壮大，消费对 GDP 的贡献始终占据主导，但受通胀影响出现回落迹象，长期处于贸易逆差状态导致净出口拖累 GDP 增长。土耳其工业生产指数波动上升，在国家战略支持下支撑经济从恶性通胀中恢复，优越的地理位置叠加良好的制造业基础使土耳其在全球价值链中获得竞争力，兼具新兴市场国家低要素成本和灵活生产能力。基础工程建设、军工、金融是土耳其的优势产业，但仍处于向先进制造转型升级过程中，且已出现落后迹象，高度依赖能源进口推升制造业产品价格，出口竞争力被削弱，部分外资寻求向要素成本更低的埃及转移。

图 3：土耳其 GDP 分项占比（支出法，单位：%）



数据来源：Wind，东方证券研究所

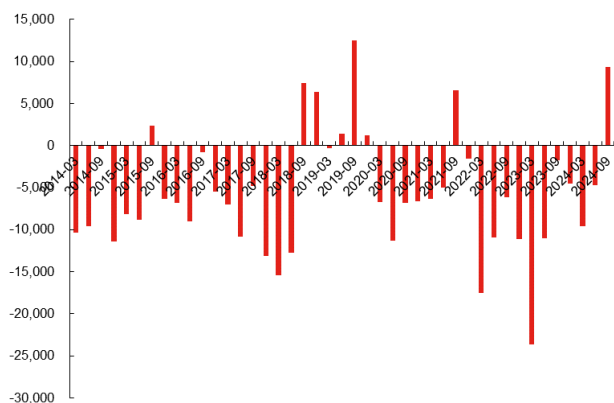
图 4：土耳其工业生产指数同比



数据来源：Wind，东方证券研究所

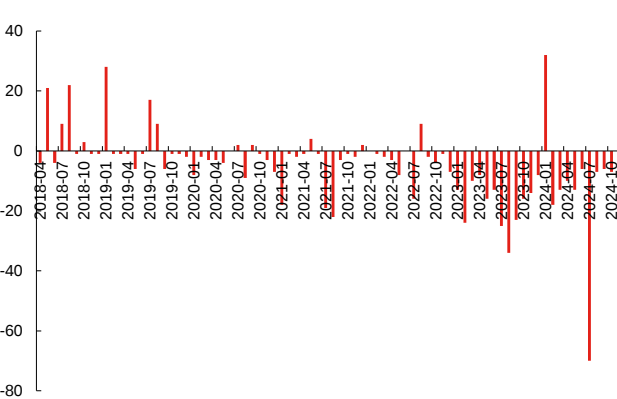
经常账户赤字压力转移至资本账户，对短期资本流动敏感度高。土耳其在新兴市场国家中处于脆弱区间，原因在于外向型经济体与经常账户持续赤字的特征重合，导致土耳其对外部宏观环境与需求变化的敏感度非常高，经济增长未改善经常账户余额常年为负的问题，说明其制造业与出口产品国际竞争力较弱，增长更多依靠制造业以外的其他部门。为了向持续的经常账户逆差提供外汇融资，土耳其很高程度地开放了资本与金融账户，而流入的外国资本中大部分是进入金融市场的投机性短期投资，加深本国市场波动性和经济脆弱性。长期依赖低成本外国资本填补赤字缺口，导致土耳其对全球资金流动异常敏感，抗风险能力较弱，债权国担忧其债务违约，易出现恐慌性抛售危机。

图 5：土耳其经常账户差额（单位：百万美元）



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 6：土耳其金融与资本账户月度余额（单位：百万美元）

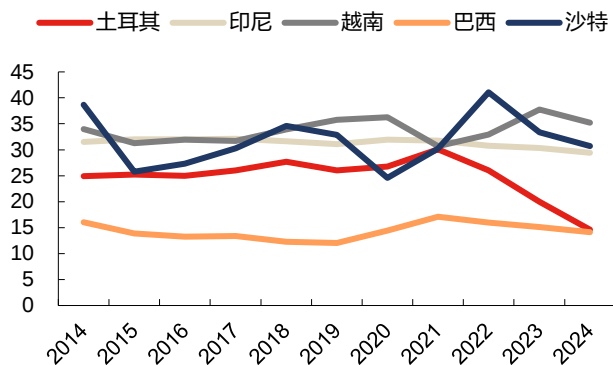


数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

贸易与财政双赤字背景下高度依赖金融扩张，受美元加息周期负影响较大。美国进入加息周期后海外资本回流成为主要趋势，土耳其依靠资本账户平衡国际收支的难度增大，逆差消耗外资流入产生的外汇，美元汇率上行增大土耳其外债偿付压力。低水平储蓄率与大量美元化的短期外债加剧土耳其对国际短期资本流动的敏感性，土耳其里拉也成为新兴市场国家最脆弱的货币之一，政府一方面试图稳定货币价值、缓解偿债压力，另一方面又企图以促内需拉动经济增长、降低对外

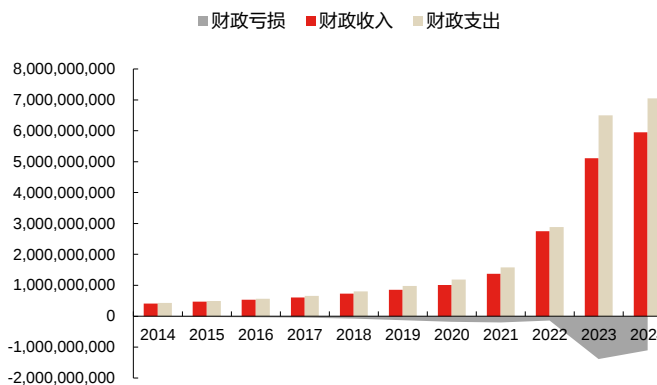
资的依赖，同时需控制通胀压力对民众生活造成的影响，货币与财政政策陷入顾此失彼的被动局面。

图 7：新兴市场国家国民储蓄率变化（单位：%）



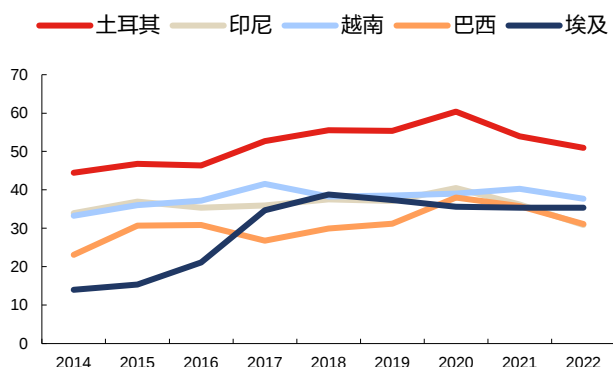
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 8：土耳其财政收支（单位：千土耳其里拉）



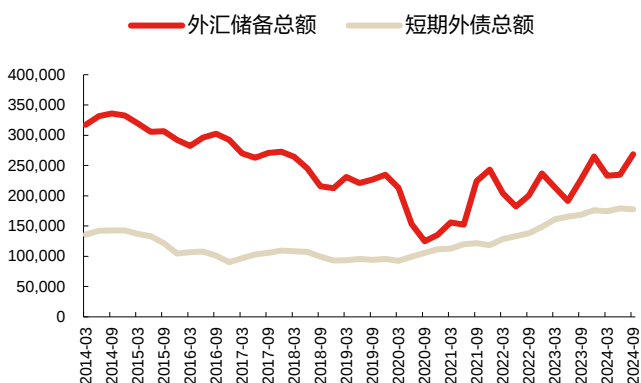
数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 9：新兴市场国家外债存量占 GNI 比重（单位：%）



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

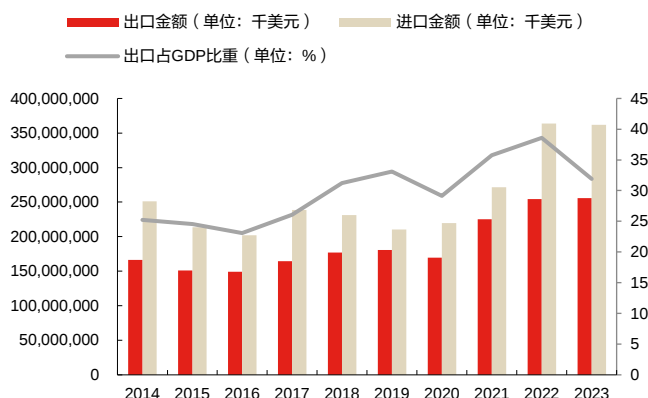
图 10：土耳其外汇储备与短期外债总额（百万美元/季）



数据来源：Wind，东方证券研究所

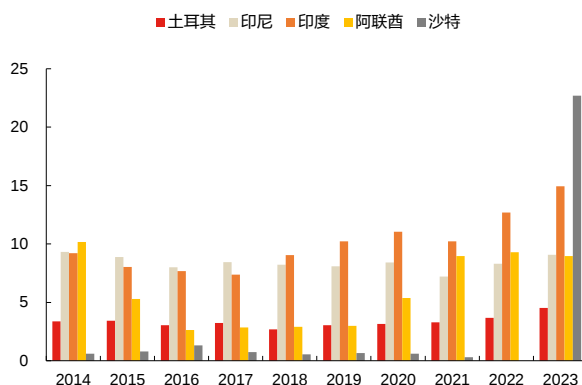
出口结构以邻近国家为主，尚未形成制造业中心的规模优势。汽车是土耳其重要的出口产品，还有化学物质及产品、成衣及纺织品服装；主要进口产品为道路机动车及其配件、机械器具及其零件。土耳其商品出口总额的 2/3 流向地理位置邻近的国家，出口运距低于世界平均水平，2023 年土耳其出口占全球总额 1.07%，考虑到叙利亚政权重建带动国内基建需求，土耳其商品与服务有望打开市场空间。2023 年土耳其出口结构中：汽车占比 12.1%，包括乘用车、运输车辆和车辆配件；机械 9.9%；矿物燃料和石油 6.4%；电气机械 6%；宝石和金属 5.3%。进口结构中矿物燃料和油 19.1%；机械 11.3%；宝石和金属 9.4% 以及汽车 8.9%。2023 年土耳其的主要出口国分别为德国、美国、伊拉克、英国、意大利，主要进口国为俄罗斯、中国、德国、瑞士、美国，贸易逆差持续且出现扩大趋势，高科技制成成品出口比例较低，受大量外资通过银行流向房地产、金融行业而非制造业影响，与其他出口导向型的新兴经济体相比优势较弱。

图 11：土耳其外贸进出口总额变化



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 12：新兴市场国家高科技制成成品出口比例（单位：%）



数据来源：Wind，东方证券研究所

劳动生产率与就业率提升缓慢，拖累经济复苏。2015 年起土耳其劳动参与率在 50%上下波动，失业率在 10%左右震荡并于 2023 年触及低点 9.4%，虽然劳动参与率与就业率均缓慢提升，但仍与头部的新兴经济体（印度尼西亚、越南）等存在一定差距。受中东地区冲突多发影响，土耳其境内积压大量难民，年轻人、女性、难民的受教育程度低，无法充分参与社会工作，另外土耳其严格的的市场制度、繁琐的规章制度、限制外国实体获取本土经营所有权等因素，阻碍企业生产扩大或创造新的就业机会。土耳其劳动法规定的征税收入与最低收入并未考虑地区差异，企业还需为员工支付较高的社会保险，多因素影响下土耳其劳动市场出现和印度类似的问题，即企业为规避高额成本和严格法律约束，减少签署正式雇佣合同的劳动力，选择短期外包、非正式劳工等方式规避风险，干扰劳动力市场的良性平衡。

货币危机与政策应对

土耳其通胀高企不下，里拉持续贬值。土耳其 CPI 同比读数从 2018 年 1 月 10.35 % 升至 2024 年 12 月 44.38 %，2022 年通胀率飙升，同年 11 月达历史最高水平 85 %。与此同时，美元兑里拉汇率快速攀升，2021-2023 年土耳其里拉兑美元分别贬值约 44%、30 %、50 %。虽然在宏观调控下通胀速度减缓，但仍与 2025-2027 将通胀降至个位数的中期经济计划目标差距较大。

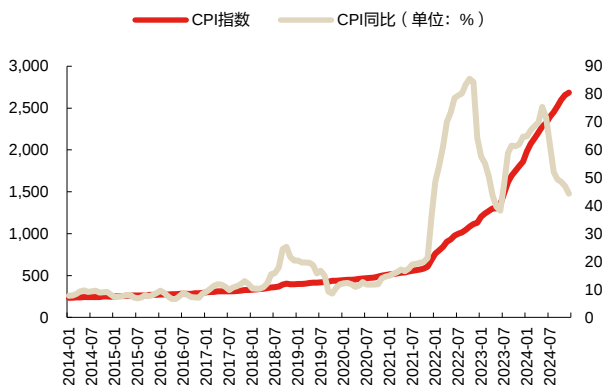
非常规货币政策是土耳其近年来通胀高企、经济恶化的主要原因之一。土耳其总统埃尔多安主张低利率政策，坚持伊斯兰教保守主义教义（高利率是万恶之母），希望利用低利率刺激国内消费和投资，以促进经济增长、提高出口、改善经常项目赤字。2021 年 3 月，时任央行行长阿巴尔因激进加息被埃尔多安解雇，这是埃尔多安第三次解雇央行行长，严重打击央行独立性，市场对土耳其货币政策稳定性产生质疑。2021 年 9 月，由新任央行行长担任主席的货币政策委员会将政策利率降至 18%，至此以后，政策利率持续降低，2023 年 5 月降至 8.5%。非常规货币政策并未取得预期效果，相反，经常账户赤字扩大，通胀率飙升，宏观经济平衡遭到破坏。土耳其能源结构以化石燃料为主，2023 年石油和天然气分别占比 29.2 % 和 26.3%；且能源进口依赖度高，2023 年能源净进口占能源使用量的百分比为 71.7%，里拉贬值与大宗商品价格走高加剧土耳其的经济压力。

2023 年 H1 至今，土耳其回归常规货币政策，持续上调政策利率，经济政策初见成效。2023 年 6 月 22 日，土耳其政策利率上调至 15 %，长达一年半的非常规低利率政策结束，此后政策利率一

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

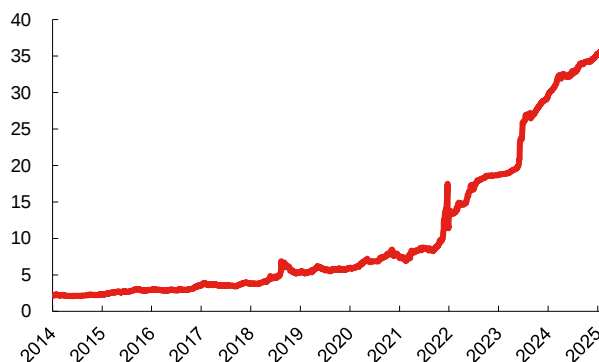
路上调至 50 %，2024 年 12 月略微下调至 47.5 %，但紧缩货币政策趋势未变。回归常规货币政策后，存款利率持续上升，存款利率和通胀率之差由负转正，截至 2024 年 12 月，存款利率 59.14 % 超过 44.48 % 的通胀率，存款实际收益率为正；消费贷款利率较稳定，个人信贷利率逐步上升。

图 13：土耳其 CPI 指数与同比变化



数据来源：Wind，东方证券研究所

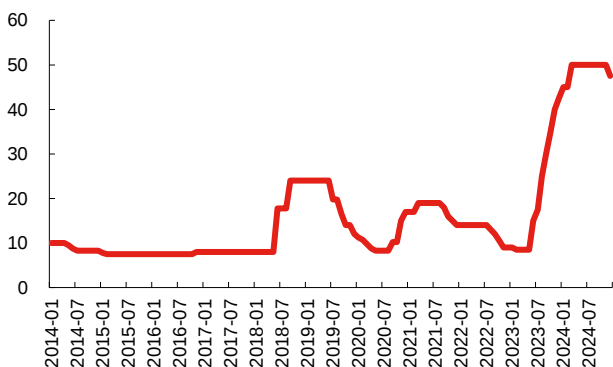
图 14：美元兑土耳其里拉汇率



数据来源：Wind，东方证券研究所

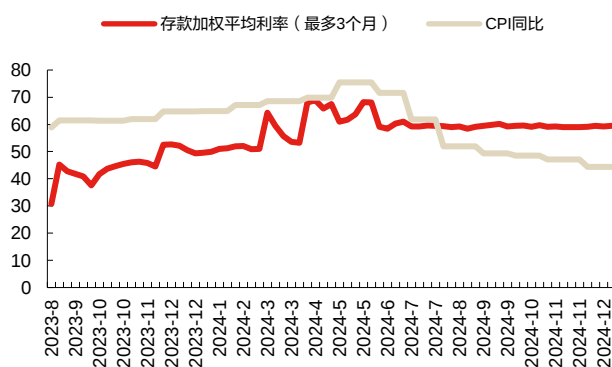
需警惕美土关系黑天鹅事件扰动土耳其货币市场。2016 年土耳其政变后美土关系恶化，叙利亚地区的利益分配进一步加剧美土分歧，8 月初，美国总统特朗普要求释放被土耳其监禁的牧师安德鲁·布伦森，在遭拒绝后迅速启动对土耳其的制裁。8 月 10 日，美国又宣布对土耳其铝钢产品的关税翻倍，即分别达到 50% 和 25%，当天土耳其里拉对美元汇率暴跌 20%。20 世纪 80 年代起土耳其奉行新自由主义发展模式，由于严重依赖外国资本，土耳其经济的脆弱性不断加深，货币政策独立性受到干扰，在美元进入强势通道时只能选择被动加息防止资本外流。出于对美联储加息、欧元和其他货币承压、地缘政治风险居高不下的担忧，土耳其已于 2018 年将存放于美国的黄金储备全部撤回，并大量削减美债持有金额。

图 15：土耳其中央银行政策利率（单位：%）



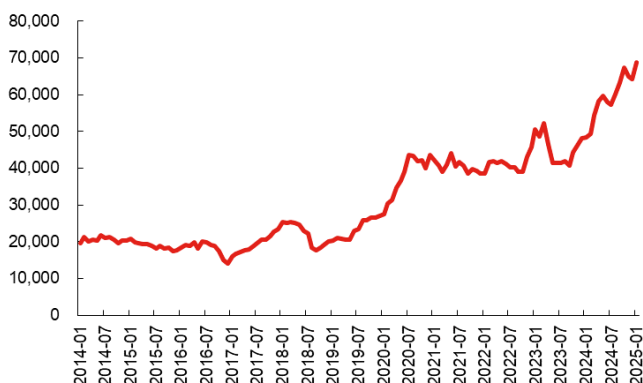
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 16：土耳其通胀问题出现缓解



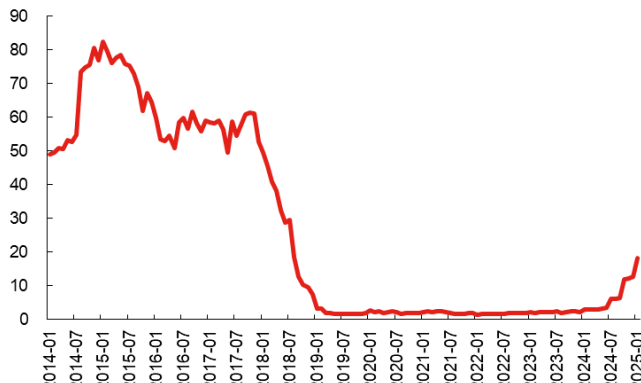
数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 17：土耳其国际储备：黄金（单位：百万美元）



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 18：土耳其持有美债金额（单位：十亿美元）



数据来源：Wind，东方证券研究所

地缘优势奠定“斡旋外交”基础

亲近西方、远离中东是土耳其自凯末尔时代形成的外交主线，凯末尔历史学派认为中东其他国家是摧毁奥斯曼帝国的重要力量，因此土耳其应尽量避免卷入中东冲突，亲西方的延申使土耳其与以色列保持较紧密的关系。后期在埃尔多安带领的正发党执政后逐渐回归中东，并适当调整与西方、俄罗斯、中东国家间的外交策略。2016 年军事政变失败后，美土关系一度紧张，土耳其在叙利亚地区与西方的分歧逐渐扩大，呈现出土耳其对中东事务干预程度越深，土耳其与西方关系越紧张的趋势。2017 年特朗普宣布耶路撒冷归属以色列并启动驻以大使馆搬迁后，土耳其随后召回驻以大使以示抗议，并驱逐以驻土大使和驻伊斯坦布尔总领事。

相关学术研究表明：阿拉伯之春运动初期土耳其尚能与西方保持基本节奏一致，叙利亚内战成为土耳其与美国矛盾外化的标志，叙利亚内战期间土耳其试图以伊斯兰国（ISIS）牵制库尔德武装（库尔德工人党被土耳其认定为恐怖组织，长期主张独立建国并在土耳其境内参与分裂活动），与美国打击伊斯兰国的反恐目标背道而驰，美国也通过支援库尔德武装打击伊斯兰国的地面核心力量，美土双方因参与叙利亚内战发生正面矛盾。深层原因离不开特朗普执政后奉行“美国优先”外交思路，要求盟友承担义务，土耳其处于美国中东盟友的非核心区域（与美国对以色列提供无条件安全承诺、与海湾国家安全-能源互换机制相比），且加入欧盟的提议长期被搁置，最终选择外交转型、探索新合作伙伴。

土耳其与北约、俄罗斯间的三极关系提示黑海地区军事化风险。历史上土耳其与沙俄长期处于敌对状态，二战结束后苏联要求土耳其归还占领的卡尔斯省、阿尔达汉省两块土地，还试图在博斯普鲁斯海峡、达达尼尔海峡两处建立军事基地。土耳其与俄罗斯隔黑海相望，缺乏第三国作为战略缓冲地带，引入美国或其他欧洲国家遏制苏联在黑海地区的扩张成为土耳其惯用的地缘手段。冷战期间土耳其承担北约东南方向侧翼防御的职能，而当时北约与苏联对峙的前线更多集中在东欧地区，土耳其的战略地位被相对削弱。冷战结束后土耳其在中东、巴尔干、黑海、高加索和中亚地区承受正面压力，却被北约的其他欧洲国家视为安全负担，穆斯林占主体的人口结构与军人政治也使土耳其无法真正融入北约。北约在黑海地区的军事部署、对土耳其的安全承诺远低于埃尔多安要求，催动土耳其分化成北约中的亲俄势力。

表 3：埃尔多安时代土耳其外交政策的变化

时间	土耳其外交动向
2003 年	土耳其由于拒绝美国借道土耳其进攻伊拉克的请求而获得阿拉伯世界的好评。
2007 年	土耳其出台“零问题睦邻”政策其外交东转节奏明显提速，改善与伊拉克库尔德自治政府的关系。
2011 年	土耳其与以色列关系恶化，放弃了先前的在阿拉伯世界和以色列之间开展等距离外交的政策。同时在叙利亚问题上转向推翻巴沙尔政权的立场，在埃及则持支持穆斯林兄弟会，共同点在于支持逊尼派力量。
2015 年	未修复与西方关系的同时高调介入中东事务。
2016 年	土耳其在叙利亚发动“幼发拉底河行动”，并与伊朗联手推垮了伊拉克库尔德地区政府的独立公投。
2017 年	美国发布的《国家战略安全报告》没有提及美土战略伙伴关系，这一现象在正发党执政以来甚为罕见。
2018 年	土耳其在叙利亚北部阿夫林地区开展的“橄榄枝行动”导致土耳其与美国直接冲突的风险迅速增加。土耳其的北约成员国资格与加入欧盟申请受到质疑。

数据来源：《西亚非洲》，东方证券研究所

图 19：土耳其与俄罗斯边界示意图



数据来源：Crisis Group，东方证券研究所

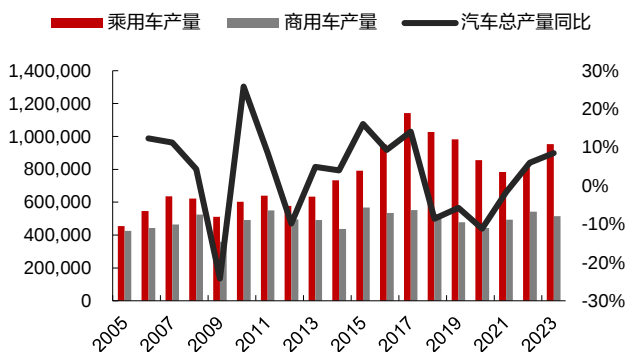
土耳其是北约在中东地区唯一的成员国，凭借关键的地理位置实施平衡外交战术，在冷战期间配合美国对抗苏联，冷战结束后通过提供军事基地、开放领空、联合军演等途径参与海湾战争与美国对伊拉克、阿富汗的干涉，试图加强与美国绑定。受美国输出民主、正发党执政后外交重心改变、土耳其加入欧盟的申请长期未通过等因素影响，**土耳其与西方的合作出现倒退**。2016 年土耳其政变后与美国关系恶化（美国被指认为军事政变提供援助），俄罗斯-土耳其-伊朗三国集团雏形逐渐形成，出现阶段性的利益组合，进而形成在叙利亚、伊核问题、海合会等区域焦点上与美国的抗衡势力，对冲美国-沙特-以色列轴心力量。近期叙利亚政权重建过程中，土耳其与以色列在叙利亚地区主导权、与美国在东北部库尔德武装和油气产业分配等问题上出现分歧，叙利亚后阿萨德时代政治进程受土耳其影响较大，土耳其与美国、以色列出现分歧的风险超预期。

中企出海的机遇与挑战

土耳其汽车产业历史悠久，汽车市场规模持续增长。2002 年至 2023 年土耳其汽车市场规模的年化增长率为 7%，2023 年汽车销量大幅上涨，同比增长 55.03% 至 128.87 万辆，创历史新高；

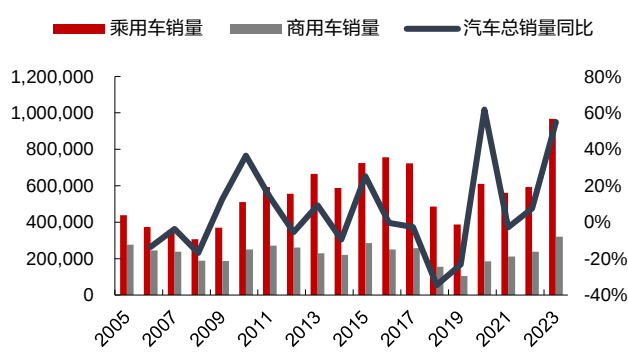
产量同比增长 8.56% 至 146.84 万辆，在欧洲商用车产量中的排名第一，欧洲汽车生产中排名第三，在全球汽车产量中排名第十二。据土耳其汽车制造商协会发布的最新数据显示，2024 年土耳其汽车销量延续上升趋势，土耳其乘用车和轻型商用车的销量同比微增 0.5% 至 123.85 万辆。

图 20：土耳其汽车产量数据



数据来源：iFind，东方证券研究所

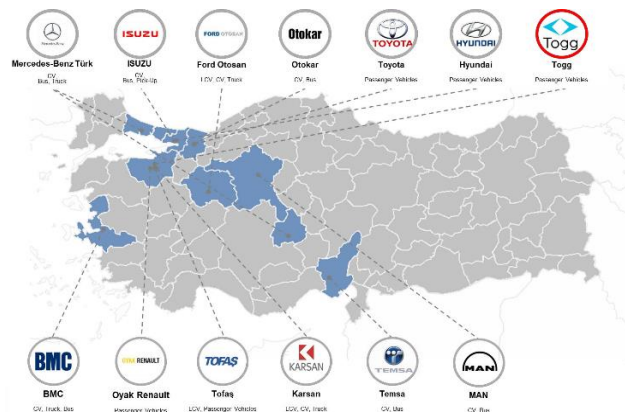
图 21：土耳其汽车销量数据



数据来源：iFind，东方证券研究所

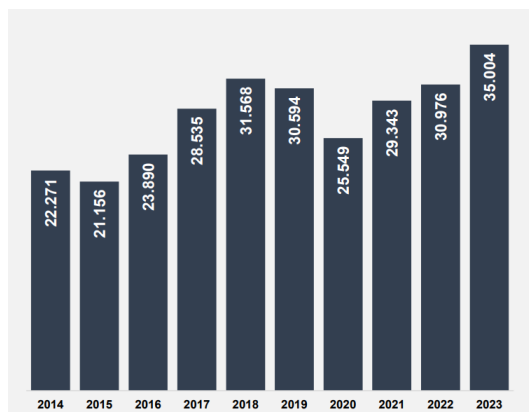
土耳其是全球卓越的汽车制造中心，汽车出口蓬勃发展。土耳其有 13 家原始设备制造商（OEM），其中 8 家为跨国公司，约有 1100 家零部件供应商为 OEM 的生产提供支持，其中 30 家跻身全球 100 强，为汽车制造在供应链方面提供支持，使得 OEM 的本地化率可达 50%-70%。兼具本土供应链优势和亚欧大陆“中间走廊”地理优势，汽车制造商纷纷选择土耳其作为出口销售的生产基地，除了菲亚特、雷诺、梅赛德斯奔驰等传统欧洲巨头外，福特、丰田、现代等美日车企也在土耳其拥有生产基地。2023 年土耳其约 70% 的汽车产量销往国际市场，法国是土耳其汽车出口的最大市场，其次为德国、英国、意大利、西班牙、波兰。

图 22：土耳其原始设备制造商分布情况



数据来源：土耳其共和国总统投资办公室，东方证券研究所

图 23：土耳其汽车出口额（单位：百万美元）



数据来源：土耳其共和国总统投资办公室，东方证券研究所

土耳其屡次对中国进口汽车加征关税，中方将按照世贸组织规则推进诉讼程序，汽车出口关税有望回归 10%。土耳其是欧盟关税同盟成员，截至 2024 年 12 月，已与 23 个国家和地区签订了自贸协定，是进入欧洲市场和许多其他出口市场的门户。此前，欧盟宣布拟对自中国进口的电动汽车征收临时反补贴税，税率从 17.0% 至 35.3% 不等。中国车企在土耳其投资建厂，以期突破欧洲“关税堡垒”，降低出海关税成本，撬动欧洲“杠杆市场”。比亚迪率先布局，计划于 2026 年底

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

投产，从土耳其生产基地下线的比亚迪汽车将免于 40% 的进口汽车税，并在 ATR 框架下享受零关税从土耳其进入欧盟市场的待遇。

2023 年以来，土耳其多次对自中国进口的电动汽车和其他车辆采取加征关税、设置进口许可证等限制措施，违反世贸组织规则，破坏中土经贸关系。2024 年 10 月 8 日，中方将土耳其相关措施诉诸世贸组织争端解决机制。在与土方磋商未果的情况下，中方于 2025 年 1 月 16 日向世贸组织提出设立专家组请求。下一步，中方将按照世贸组织规则，推进诉讼程序，维护国内产业的合法权益。

表 4：中国车企出海土耳其情况

时间	车企	事件
2024 年 7 月 8 日	比亚迪	比亚迪与土耳其政府签署在土投资建厂协议。根据协议，比亚迪将投资约 10 亿美元建立年产 15 万辆汽车的工厂和研发中心，工厂计划 2026 年底投产，将为至多 5000 名工人提供工作岗位。
2025 年 1 月 10 日	上汽	土耳其分销商 Doğan Trend（Doğan Trend 目前在土耳其市场代理包括上汽集团旗下的 MG 品牌在内的多款车型）首席执行官 Kagan Dağtekin 透露，公司与中国上汽集团就建厂事宜已合作一年，双方计划于 2025 年 1 月 10 日派遣团队前往上海进行进一步讨论。

数据来源：MarketLines，东方证券研究所

核心投资要点

汽车产业基础较好，兼具亚欧非地理走廊区位优势，利好汽车链企业出海设厂，但需考虑贸易保护主义抬头风险。

人口基数与地理面积大催生消费与基建需求，货币政策回归常规利于控制通胀，宏观环境改善与稳定仍需一定时间。

货币市场对外部变化敏感度高，特别是美土关系在叙利亚、以色列等因素影响下未处于稳定区间，警惕地缘局势变化造成的超预期扰动。

风险提示

土耳其与以色列、美国在叙利亚问题上的利益分配尚未清晰，土耳其重回中东战略影响美土关系稳定，地缘政治风险超预期。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。