



Rana Gupta
印度股票專家



Koushik Pal
高級分析師

與眾多受 2019 新型冠狀病毒疫情影響的市場一樣，印度在 2020 年面對困境，經濟陷入自 1952 年以來最嚴重的收縮¹。然而，近期公布的數據顯示，隨著新增確診個案回落，當地經濟活動轉趨活躍，最壞的情況或已過去。在這份 2021 年前景展望中，高級組合經理兼印度股票專家 Rana Gupta 與高級分析師 Koushik Pal 認為，鑑於結構性政府政策有利和周期性因素利好，為兩股中期變革趨勢帶來支持：透過數碼經濟推動正規化及製造業再投資，印度經濟有望在今年恢復顯著增長。

2021 年前景展望：印度重現增長

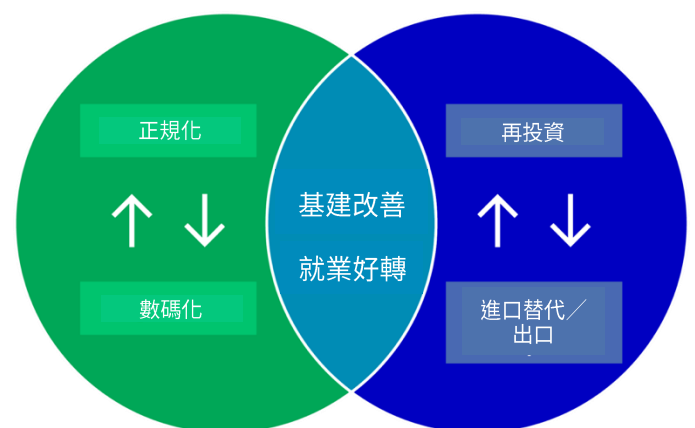
儘管 2019 新型冠狀病毒疫情為經濟和社會帶來重重挑戰，但我們相信最壞的情況或已過去，印度具備充分條件，憑藉政府的長遠政策框架和印度儲備銀行的寬鬆貨幣政策，可望在 2021 重拾強勁增長²。市場資金大量流入，以把握印度長期增長的優勢，這有助形成良好貨幣環境及維持偏低實質利率，為增長前景帶來更大的支持。現時，疫情對印度經濟的衝擊顯然已見曙光：現有感染病例在過去三個月持續減少，而且大規模疫苗接種計劃已於 2021 年 1 月展開。

事實上，印度中長期增長主題正進一步受惠於政府在疫情期間推出的政策措施及近期公布的 2021 年財政預算案，這些主題可望逐步成為市場焦點。

過去六年的重點政策議程，衍生出兩個重大主題（見圖 1）。我們相信這兩個主題將推動印度發揮中期增長潛力：

- 1) 透過數碼經濟推動正規化；
- 2) 製造業再投資。

圖 1：中期變革主題的良性循環³



¹ 資料來源：彭博資訊，2021 年 1 月 7 日。

² 印度國家統計局：《首次國民收入預先估計》：2020 年至 2021 年實質國內生產總值增長估計為 -7.7%，而 2019 年至 2020 年的增長率為 4.2%。

³ 資料來源：宏利投資管理。

這兩個主題應可成為印度展現中期增長潛力的主要利好因素，而且可望相輔相成，創造一個增加就業、提高本土儲蓄及有助再投資於改善基建的良性循環。正規化正加快印度的龐大數碼經濟增長，而數碼經濟在刺激生產力的同時亦推動正規化發展進程。

此外，我們相信印度的製造業增長正處於轉捩點。隨著貿易關係緊張，加上供應鏈分散至中國以外地區的趨勢可能在中期持續，印度應可繼續受惠於環球資金流入。國際企業已在電子產品生產等領域作出巨額投資，印度政府亦已調整政策議程，銳意提供誘因吸引製造業本地化。製造業增長有助創造更多正規職位，繼而推動民眾的收入增長和消費，從而形成另一個良性增長循環。

過去的結構性改革奠下增長基礎

正如我們在過往的投資通訊中一直強調，撇除疫情在2020年帶來的挑戰及較早前的周期性放緩，印度仍是一個「自下而上」的本地投資主題，受惠於多項已經落實，旨在促進正規化發展的結構性改革，包括：「JAM⁴三位一體」（JAM Trinity）政策、下調企業稅、間接稅改革（商品及銷售稅）、房地產規管（《房地產（規管與開發）法》〔RERA Act〕）及《破產法》。

我們亦認為隨著正規化的基礎準備就緒，印度政府將可把握獨特機遇，透過我們稱為“3R”的政策框架重振經濟增長。

⁴ JAM 是印度政府推出的普惠金融政策，將銀行帳、手機號碼及身份證號碼綁在一起。

1) 循環流轉（Recycle）：透過國營企業資產私有化，為政府開支需要提供資金。

2) 重建儲蓄（Rebuild）：寬減私營企業和家庭稅項以增加儲蓄。多個行業開放外商直接投資，進一步提高儲蓄。

3) 再投資（Reinvest）：為製造業和環球資本提供誘因，把儲蓄資金再投資以取代進口，並增加印度出口佔環球市場的份額。

儘管循環流轉措施在2020年因疫情衝擊經濟而短暫減慢步伐，但政府在過去18個月不斷推動重建儲蓄和再投資的政策議程，疫情期間聚焦於長期政策，著手調低企業稅率，精簡勞工法例，以及提供製造業本地化的誘因，而非單靠推出財政刺激措施⁵。

財政預算案支持並加強增長政策

印度政府於2021年2月1日發表最新一份財政預算案，內容著重於促進增長，多於短期財政紀律，而且並未提及任何出乎預期、並且可能影響投資情緒的加稅措施。我們相信這是合理之舉，因為經濟復甦初期需要財政開支和政策扶持。良好的環球貨幣環境及「自下而上」的因素均利好印度，意味當地市場可支持政府借入更多短期貸款。

即使當局近期略為放寬財政政策，但中期財政整頓軌跡不變，並將貫徹實行。儘管財赤高於過往目標，但當局推算赤字仍可由2020至2021財政年度的

⁵ 政府下調企業稅率至22%，將44條不同的勞工法例合併為四項勞工法案，並在主要電子產品製造和製藥範疇推出與生產相關的獎勵計劃。

9.5%，降至 2021 至 2022 財政年度的 6.8%⁶。當局訂下的中期財政整頓目標同樣明確，未來五年的目標財赤將削減至少於 4.5%⁷。

我們認為下個年度的削赤目標審慎。實際情況可能會令市場喜出望外，因為考慮到稅收的有利因素及過去數月的高頻指標，我們認為名義國內生產總值增長預估和稅收增長目標均屬保守。

更重要的是，政府開支和政策重點可望帶來較佳的乘數效應，而非僅提供短期刺激作用；“3R”框架下的多項政策公布應可加強中期增長潛力，吸引外資流入：

循環流轉 (Recycle)：政府推出目標宏大的資產貨幣化計劃，對這個範疇撥出龐大的預算開支：

- 將兩家國有銀行和保險公司私有化
- 建立更多類似房地產投資信託基金結構的產品，透過高速公路、配電及鐵路資產（專用貨運走廊）賺取利潤。
- 藉其他核心基建資產獲取收益，例如機場、石油與燃氣管道、鐵路基建、體育場館、收費公路及倉庫。

重建儲蓄 (Rebuild)：

- 延長經濟適用房的特別稅務優惠，以支持樓市復甦。
- 提供約 27 億美元重整國有銀行的資本結構⁸。

- 計劃成立一家資產重組公司，以接管陷入困境的銀行業，或有助加快解決不良資產問題。
- 將保險公司的外商直接投資比重限制由 49%提高至 74%，或可為別具吸引力的印度保險業引入更多資金。

再投資 (Reinvest)：

- 資本開支配置在今年穩健增長 26%，主要集中於公路、鐵路、國防及城市住屋等領域。教育、醫療及公共交通網絡等社會政策範疇獲得額外撥款。與此同時，長期開支補貼減少。
- 計劃成立一家發展金融機構，在三年內提供基建融資，目標貸款組合約為 680 億美元⁹。
- 提高特定汽車零件、手機配件及電子零部件的關稅，進一步推動本土化發展。

3R 政策取得成效，料可帶動儲蓄增加及減少赤字

3R 政策成功落實，有助推動增長政策（正規化、數碼化及製造業），從而應可增加本土儲蓄。隨著正規就業和資本形成改善，稅收及資金流入有望增加，讓政府有更大空間撥劃開支，毋須付上擴大財赤的代價。事實上，當財赤在 2021 財年升至佔國內生產總值的 9.5% 高峰後，這些因素應有望令預算財赤加快回落至 4.5% 的中期目標（圖 2）。

⁶印度財政部：<https://www.indiabudget.gov.in/>

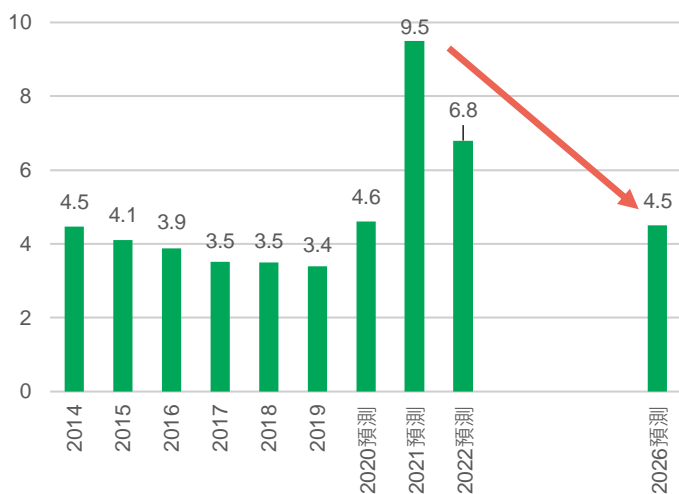
⁷印度財政部：<https://www.indiabudget.gov.in/>

⁸印度財政部：<https://www.indiabudget.gov.in/>

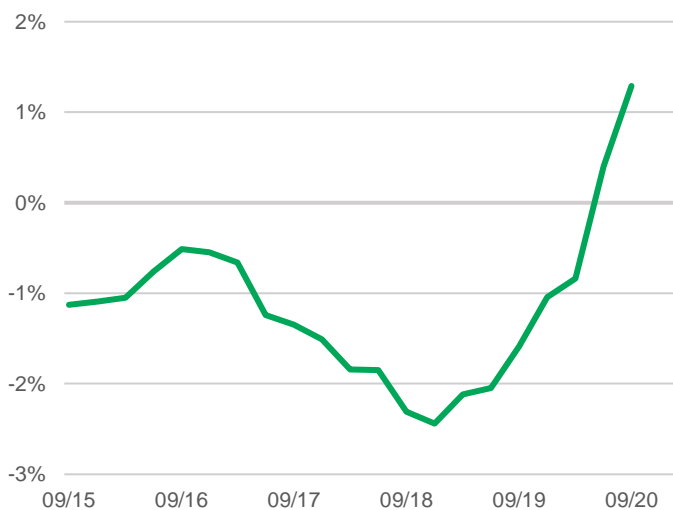
⁹印度財政部：<https://www.indiabudget.gov.in/>

圖 2：財政赤字料將回落，經常帳已錄得盈餘¹⁰

中央、邦政府及綜合財赤總額／國內生產總值 (%)



經常帳結餘 (佔國內生產總值%)



鑑於 3R 政策取得成效，電子和化工產品等範疇佔印度淨出口的份額已見上升。在過去 12 個月，印度的外商直接投資及外國證券投資資金流佔區內市場的比重亦有所提高¹¹。這增加了本土儲蓄，使經常帳錄得盈餘，並推動外匯儲備創下歷史新高¹²。隨著 2021 年經濟增長改善，預料消費需求增加將促使經常帳盈餘減少。然而，即使印度經濟增長上升，我們認為更多外資流入當地市場的結構性趨勢仍會持續，有望使外貿結餘維持可控水平。

周期性利好因素將推動增長前景

在正面的結構環境下，我們認為三大周期性因素逐漸轉趨正面，為 2021 至 2022 財政年度經濟增長出現 V 形復甦創造有利條件，實質國內生產總值料將錄得雙位數增長。

1. 貨幣環境仍然良好

鑑於外資流入增加（資本帳），加上央行政策有利及淨出口比重提高（經常帳），支持本土儲蓄和流動性，因此實質利率回落。印度儲備銀行透過各種政策工具支持經濟復甦，包括干預市場，確保定價及信貸供應足以促進增長回升。這導致實質利率呈負數，消費貸款利率跌至十年低位（見圖 3）。

我們預料實質利率偏低將成為刺激資本開支的重大因素。家庭資本開支已印證上述情況，低利率

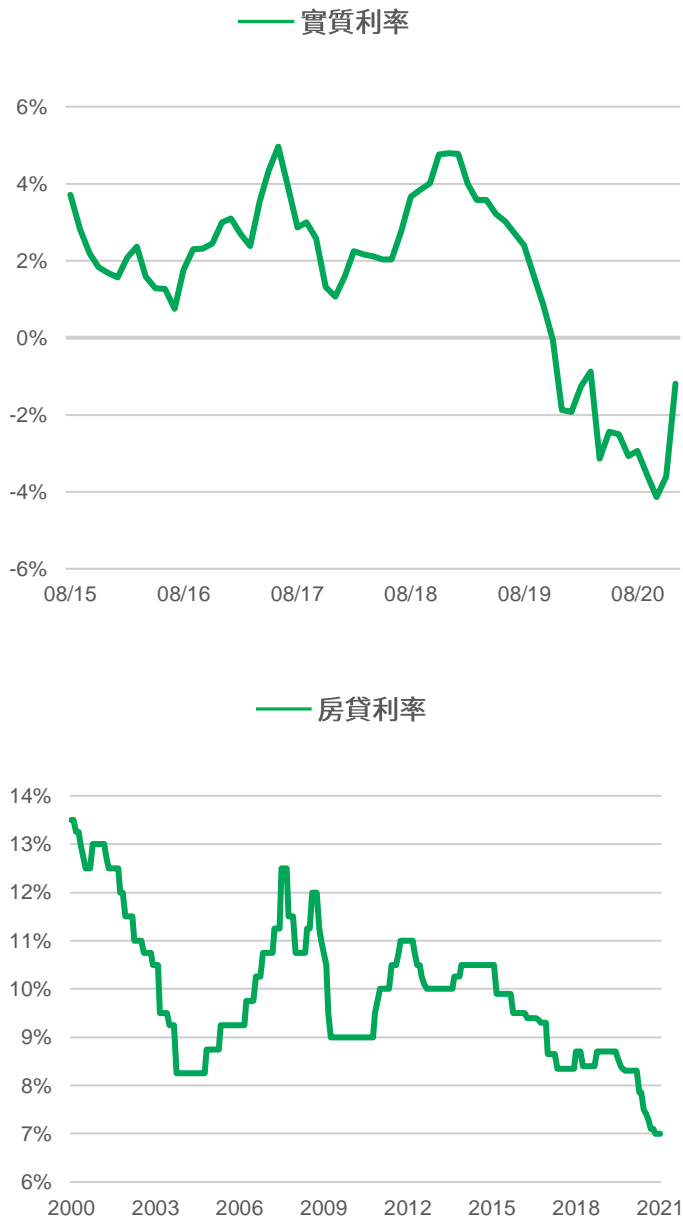
¹⁰ 財赤資料來源：印度儲備銀行、印度財政部及 Kotak Economics Research 預測，截至 2021 年 2 月 2 日；經常帳資料來源：彭博資訊，經常帳數據截至 2020 年 9 月 30 日。

¹¹ 資料來源：<https://timesofindia.indiatimes.com/business/india-business/fdi-inflows-into-india-jump-by-13-to-57bn-in-2020-un/articleshow/80460076.cms>

¹² 彭博資訊，截至 2020 年 12 月 31 日。

及定向激勵措施推動各大城市的房地產市場初現復甦趨勢。房地產銷售量已超越疫情前的水平，而且上市發展商實現強勁的按年增長。

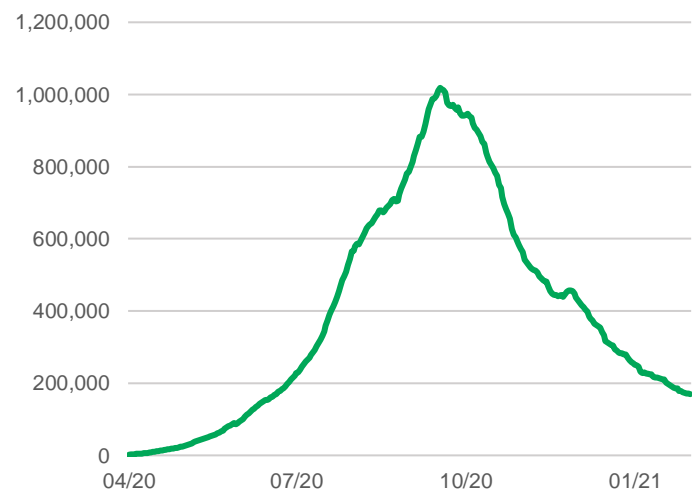
圖 3：負實質利率及房貸利率偏低推動投資¹³



2. 2019 新型冠狀病毒疫情已顯著改善

2019 新型冠狀病毒的確診病例數目在 2020 年 9 月中見頂，其後持續下跌（截至 2021 年 1 月底——見圖 4）。印度已展開大規模疫苗接種計劃，目標是在 7 月底或之前為 3 億人口注射疫苗，當中包括 3,000 萬名醫護和其他前線工作人員，以及年滿 50 歲以上或有健康問題的人士¹⁴。截至 2021 年 1 月 30 日，已有 374 萬人接種疫苗¹⁵。我們認為印度本土有足夠的能力生產 2019 新型冠狀病毒疫苗。隨著疫苗接種速度加快，預計更多行業的表現將會改善，特別是服務業，這應進一步刺激經濟復甦。

圖 4：2019 新型冠狀病毒病例數目或已見頂¹⁶



3. 經濟或已觸底回升

高頻指標已見回升，印度儲備銀行亦在近期舉行的貨幣政策會議調高對 2021 至 2022 財政年度國內生產總值的預測。隨著疫情迅速改善，經濟活動較預期更

¹³ 負實質利率 — 印度儲備銀行及彭博資訊，截至 2020 年 12 月 31 日。

房貸利率 — SBI、HDFC、Jefferies，截至 2020 年 12 月 31 日。

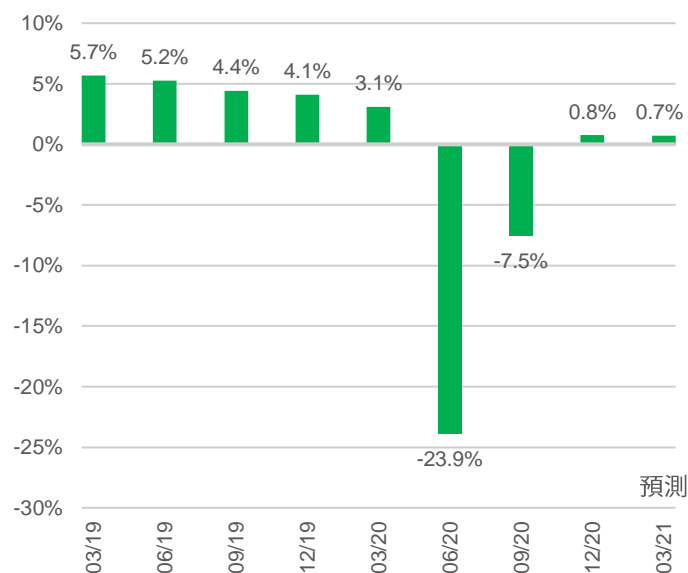
¹⁴ 路透社，2021 年 1 月 15 日。

¹⁵ Our World in Data，截至 2021 年 1 月 31 日。

¹⁶ www.covid19india.org，截至 2021 年 2 月 2 日。

快恢復正常：在過去數月，高頻指標令市場喜出望外（見圖5）。隨著經濟活動在未來數季完全回復正常，我們預期這股趨勢將會持續。

圖 5：經濟增長或已止跌回升¹⁷



周期性升勢為中期主題提供支持，有助推動行業前景

基於周期性利好因素為兩股中期增長動力提供支持，我們認為印度經濟可望在 2021 年錄得顯著增長，因此看好以下行業前景：

• 金融

金融業將受惠於汽車銷售及住屋增長復甦等周期性升勢，以及長期結構趨勢，包括透過數碼方式（例如信用卡）等正規途徑所作出的開支增加，以及當地儲蓄上升。我們預期銀行資產質素仍然受控，因大型私營銀行已透過集資鞏固財政，疫

情相關的壓力低於預期，而且印度儲備銀行已主動干預市場，以避免出現系統性問題。

• 原材料與工業

經濟復甦，政府增加基建開支，以及房地產市場回暖，令水泥、建材及商用車行業受惠，繼而推動整體原材料與工業。

• 非必需消費品

隨著經濟增長反彈，消費耐用品、電子產品和汽車等非必需品的銷售將會上升，因此這個行業料可繼續造好。

• 結構性主題

我們仍看好宏觀主題，例如進口替代，有關主題能受惠政府鼓勵本土製造的政策（例如電子製造服務公司、汽車相關行業），以及因貿易戰而推動生產分散至中國以外地區的趨勢（例如特種化學品）。這些公司遍布非必需消費品和原材料業。

我們對以下行業持審慎的看法：

• 日常消費品

這個行業被視為封鎖措施的受害者，因此在預期增長下公司估值已獲上調。我們認為非必需消費品及金融等周期性較強的行業展現更佳機遇。

• 能源

業內大部份公司的環境、社會及管治（ESG）特性較弱，而且增長前景未明。

¹⁷ 民間社會組織、Kotak Institutional Equities 預測，2021 年 1 月。

2021年前景具吸引力

總括而言，我們認為印度的最壞情況已經過去，並可望在 2021 年重拾強勁增長，因為市場已擺脫周期性挑戰，而且兩方面的發展將會推動經濟復甦：正規化將繼續促進數碼經濟發展；再投資政策則可帶動製造業復甦。從結構層面而言，鑑於結構性政府政策有利及周期性因素利好，為兩股中期變革趨勢帶來支持，我們認為印度股票的中長期投資前景仍然吸引。

免責聲明

宏利投資管理是宏利金融的環球財富及資產管理分部。本文件只供相關司法權區適用法例及規例容許收取本文件的收件人使用，內容由宏利投資管理編製，當中的觀點為撰寫文件當日的意見，並可予以更改。宏利投資管理乃根據其認為可靠的來源編匯或得出本文件的資料及／或分析，惟對其準確性、正確性、有用性及完整性概不發表任何聲明，對因使用有關資料及／或分析而引致的任何損失亦概不負責。有關組合的投資項目、資產分配或於不同國家分布的投資均屬過往的資料，並非日後投資組合的指標，日後的投資組合將有所改變。宏利投資管理、其聯屬公司或彼等之任何董事、高級職員或僱員，對任何人士倚賴或不倚賴本文件所載資料行事而引致的任何直接或間接損失、損害或任何其他後果，概不承擔法律責任或其他責任。

本文件的部份資料可能包含就日後發生的事件、目標、管理規定或其他估計所作出的預測或其他前瞻性陳述。該等事件並不一定會發生，並可能與本文件所載的情況存在重大差異。本文件載有關於金融市場發展趨勢的陳述乃按照現時的市況作出，有關市況會出現變化，並會因市場隨後發生的事件或其他原因而改變。本文件的資料僅供參考，並不構成代表宏利投資管理向任何人士提出買賣任何證券的建議、專業意見、要約或邀請。本文件的資料不得視為現時或過去的建議，或游說買賣任何投資產品或採納任何投資策略的要約。本文件所載的所有資料概不構成投資、法律、會計或稅務意見，或任何投資或策略適用於閣下個別情況的聲明，或構成向閣下提出的個人建議。過往回報並不預示未來業績。

投資涉及風險。投資者不應只單靠本資料而作出投資決定，而應仔細閱讀銷售文件(如適用)，以獲取詳細資料，包括任何投資產品的風險因素、收費及產品特點。

專有信息 — 未經宏利投資管理事先同意，不得以任何形式或就任何目的向任何第三方複製、分發、傳閱、散播、刊登或披露本文件全部或任何部分內容。

本文件由宏利投資管理(香港)有限公司屬下分部宏利投資管理(亞洲)刊發。

證券及期貨事務監察委員會並未有審閱此文件。