



Rana Gupta
印度股票專家

印度股市在 2021 年初至今表現強勁¹。當地於年初經歷第二波嚴峻的新冠肺炎疫情後，經濟步入周期性復甦，加上長期經濟主題吸引，帶動印度股市取得出色表現。在今期投資通訊，高級組合經理兼印度股票專家 Rana Gupta 解釋政府正規化改革與再投資，如何分別為製造業經濟數碼化這兩大動力奠定基礎，從而產生協同效益，推動印度的長遠經濟增長。

印度股票：兩大動力推動長遠增長前景

在早前的[文章](#)當中，我們指出印度經濟於 2014 年開始踏上結構性轉型的進程。過去三年，在協調一致的政策框架下，這個進程步伐堅實。改革的第一步是正規化及在全國推進 4G 網絡建設，為透過數碼化推動增長的計劃奠定穩固基礎。及後政府推出支援製造業的政策。我們早已稱為“3Rs”政策框架：

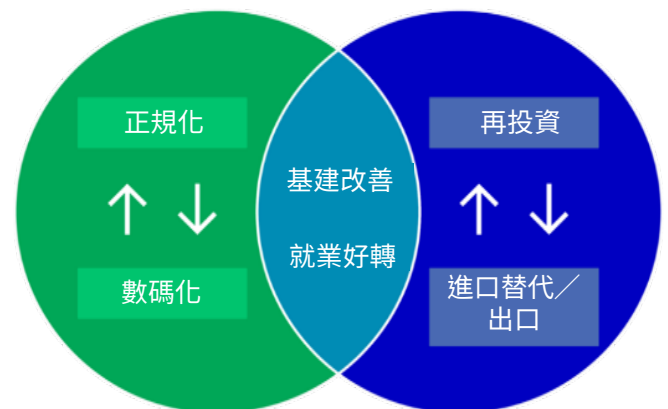
- **循環流轉 (Recycle)**：私有化國有企業以循環再用資金；
- **重建儲蓄 (Rebuild)**：寬減企業和中等收入家庭稅項以促進儲蓄；及
- **再投資 (Reinvest)**：政府推出政策吸引儲蓄資金再投資於製造業。

新冠肺炎疫情導致印度經濟備受衝擊，反而加快當地的變革轉型。一方面，政府持續致力在“3R”框架及正規化下推出長遠政策。另一方面，印度企業也積極數碼化，以抵禦疫情帶來的衝擊。由於供應鏈受到

阻礙，以及成本上升，本地商業活動轉而集中在製造業非進口。

誠如前文所述，印度經濟的結構性轉型已衍生出兩個重大主題，有望成為印度中期增長趨勢的主要動力：透過數碼經濟推動正規化及進行製造業再投資（見圖 1）。

圖 1：正規化與再投資的良性循環²



第一股動力：推動正規化帶動數碼經濟

印度的數碼經濟在過去五年顯著增長。時至今日，隨著數碼企業吸引環球資金追捧和陸續招股上市，數碼經濟迎來轉捩點。

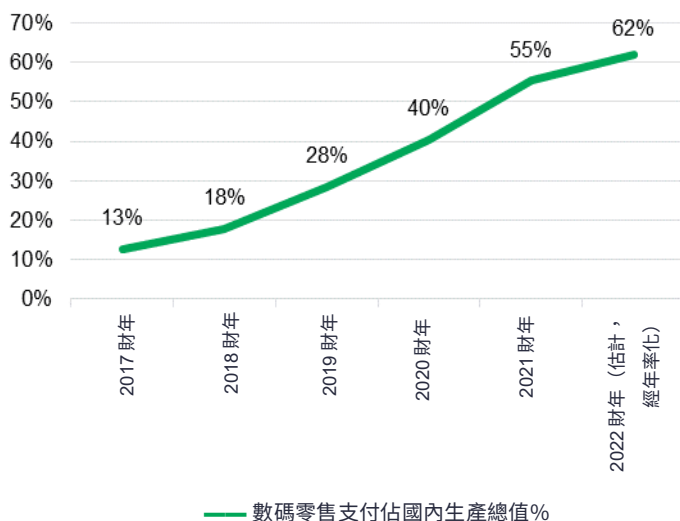
¹ 資料來源：彭博資訊。

² 資料來源：宏利投資管理。

回顧 2014 年，印度政府啟動正規化改革，推進個人身份紀錄並連繫銀行帳戶及流動裝置（JAM 三位一體政策）³，為上述變革奠定基礎。此外，堵塞漏稅的間接稅改革也帶來相輔相成的效益。

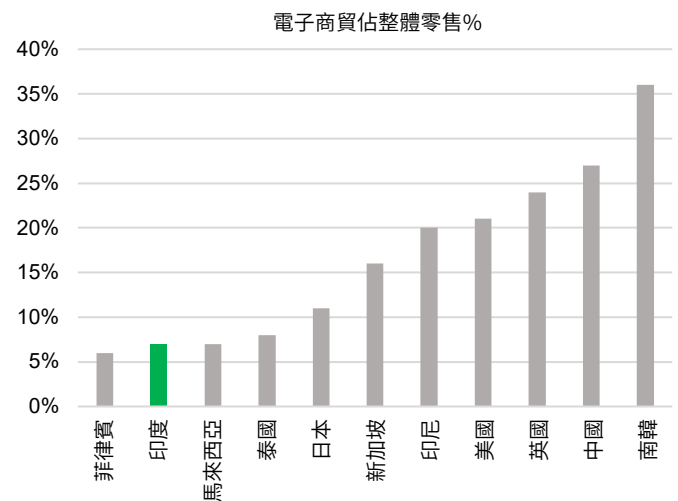
正規化改革與數碼化形成良性循環，帶動龐大數碼經濟的發展，而數碼經濟有助提升生產力和增加市場佔有率，從而進一步促進正規化進程。事實上，這個情況正逐步出現，智能手機用戶（到了 2025 年⁴用戶人數估計達到 10 億人）及互聯網訂戶均有望在未來五年急速增長。個人和企業應用數碼科技的趨勢帶動數碼支付和電子商貿的增長。即使印度的電子商貿滲透率（佔總零售銷售百分比）在近期有所增加，但全球排名仍然偏低，因此未來仍有龐大增長潛力（見圖 2 及 3）。

圖 2：數碼支付增長強勁⁵



³ JAM 三位一體政策借助電訊基建，推動減少使用現金和紙張，引導並未開設銀行帳戶的個人進入正規經濟。2016 年起印度 4G 網絡私人投資急增，推動全國 4G 網絡覆蓋率升至接近 99%，有助增強政策的影響力。資料來源：<https://www.gsma.com/membership/resources/upgrades-in-mobile-speeds-in-india-come-with-expanded-4g-availability/>

圖 3：印度電子商貿具備長遠增長空間⁶



隨著數碼化與正規化相輔相成地發展，利用智能手機和流動網絡連繫用戶與企業的嶄新數碼平台陸續出現。大型平台亦在傳統的零散市場領域中冒起，例如個人服務、交通、外賣速遞、款客服務和藥店等。

這類平台有助企業發展壯大，令較小規模和非正規的商販逐漸進入正規經濟。金融科技公司因而開拓出新商機，利用交易數據，優化信貸申請、審核及收款程序。這類公司亦向未曾獲批的客戶提供信貸，有助鞏固和延續數碼化與正規化的良性循環。我們認為印度邁向更正規和數碼化經濟的進程將會帶來重大轉變。

這些發展為資本配置開闢新途，有望推動印度繼美國和中國之後，成為互聯網企業的下一個重大市場。儘管印度的電子商貿在過去五年強勁增長，但目前整體滲透率仍然偏低，而印度的用戶基礎僅次於中國。

⁴ 資料來源：Statista、Kotak Institutional Equities，2021 年 9 月。

⁵ 資料來源：印度儲備銀行、NPCI、印度政府、公司資料、Jefferies，2021 年 9 月。

⁶ 資料來源：歐睿 (Euromonitor)、摩根大通，2021 年 9 月。

第二股動力：再投資促進製造業增長

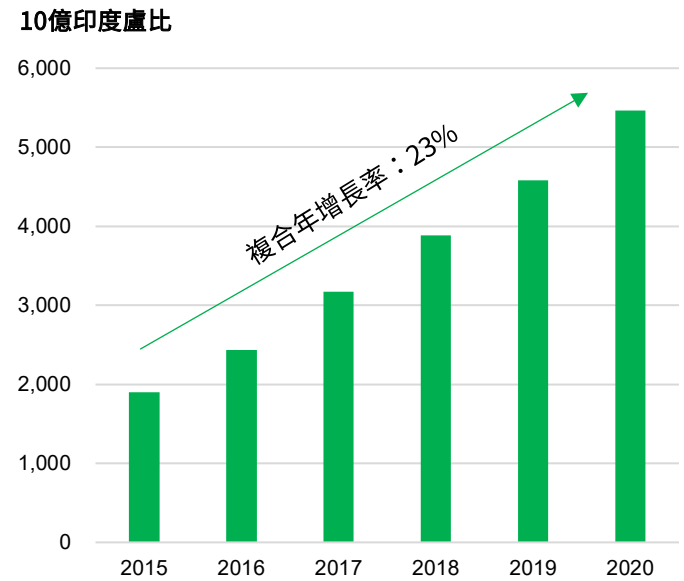
我們相信印度正值關鍵時刻，透過 3Rs 框架下我們稱為再投資政策的全方位政策，可望提高製造業佔國內生產總值的比例。隨著全球尋找中國以外的替代採購來源，印度可透過把握進口替代機遇及提高產品出口比例（目前已佔可觀比例）實現上述目標。

為把握機遇，這政策框架有三大支柱：

- 1) 新的製造業投資項目享有較低的 15% 企業稅優惠，這稅率是亞洲最具競爭力之一；
- 2) 推出多項與生產掛鈎的獎勵措施，旨在刺激新投資及促進印度本地生產；
- 3) 推出措施降低進口比例顯著的行業的進口意欲；

這些刺激政策落實後，一些本土消費已達致足夠規模的貨品已帶來進口替代產品的投資，進而增加國際品牌選擇印度作為生產據點的可行性，以及在當前全球化步伐減慢的情況下，搶佔全球出口佔有率。事實上，這個情況正逐步出現，印度本土電子產品產量穩步增長，可望在 2022 年實現可觀的出口增長（見圖 4）。

圖 4：本土電子產品產量強勁增長⁷



在芸芸旨在提升製造業佔國內生產總值比例的措施當中，生產掛鈎獎勵計劃最受政府重視。目前，根據生產掛鈎獎勵計劃的預期，13 個受惠行業在未來五年⁸ 獲發的獎勵合共約值 260 億美元。由於流動電話製造的進口依賴程度高，加上市場規模龐大，因此是率先獲得生產掛鈎獎勵計劃給予重大政策扶持的領域之一。鑑於計劃成功提高本土生產，我們預期當局將宣布在以下領域推出生產掛鈎獎勵計劃：

- 進口替代：電訊設備、空調；
- 推動本土生產具競爭力的行業出口增長：汽車、製藥、紡織和化工；
- 新興領域的新投資：太陽能光伏電池、先進化學電池組。

我們相信生產掛鈎獎勵計劃最終將在未來五年吸引龐大的投資，帶來約 30 至 35 萬億印度盧比的增值⁹，

⁷ 資料來源：MeitY、Kotak Institutional Equities，2021 年 9 月

⁸ 資料來源：India Brand Equity Foundation，截至 2021 年 7 月 27 日。

⁹ 資料來源：Crisil。

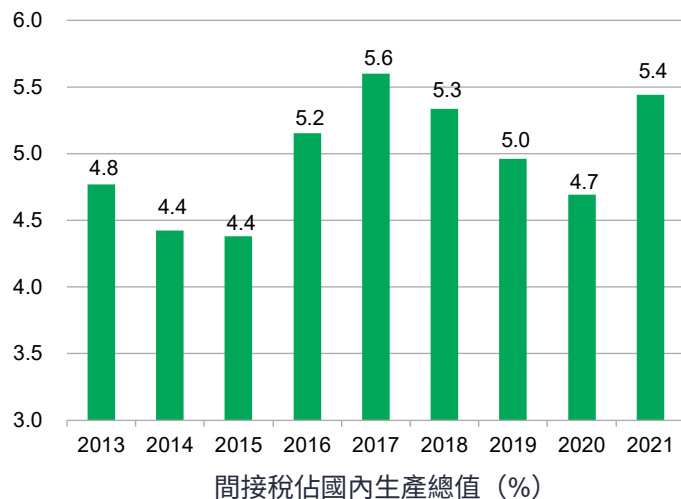
進而提高製造業佔國內生產總值的比例，屆時將形成另一個良性循環：新增的製造業產值提高本土儲蓄，改善政府財政，令政府有空間以最佳的基建和誘因扶持製造業。

宏觀展望：財赤降低、生產力提升

上述兩個主題可望相輔相成，創造另一個增加就業、提高本土儲蓄及有助再投資於改善基建的良性循環。事實上，隨著經濟更趨正規和數碼化，遵守稅務法規的情況好轉，可見兩個主題發揮協同效益，有助印度改善宏觀環境，進一步鞏固其財政狀況（見圖 5）。

經常帳赤字減少受惠於優化本地製造業改革和獎勵措施令進口減少和出口增加，由於數碼相關活動及製造業信佔本地經濟百分比上升，有助推動生產力提升。

圖 5：稅收增加，應可降低財赤¹⁰



上述情況亦使印度外貿結餘更為強韌。現時，印度外國直接投資和外國證券投資的流入量較經常帳赤字的

-1%為高¹¹，反映國際收支平衡錄得穩健的盈餘，使其更有能力抵禦外圍衝擊，例如油價大幅飆升。事實上，印度的外匯儲備處於歷來高位，約為 6,400 億美元¹²。

鑑於印度借入的國際貸款有限，即使已發展市場央行開始貨幣政策正常化，我們對印度的外貿結餘和貨幣仍感到安心。印度債券在今年底可望獲納入新興市場指數。若然實現，未來 12 個月或可錄得 400 億美元資金流入¹³。考慮到印度盧比前景穩定，10 年期債券孳息率現時處於 6% 的水平，我們相信債券孳息率上升壓力有限。

從周期性角度來看，鑑於商品及服務稅稅收等高頻指標按年大幅增長，因此印度擁有有利條件在第四季（2021 曆年）強勁復甦。我們預期印度儲備銀行將維持寬鬆貨幣政策以支持經濟復甦。

此外，印度仍然是擁有足夠疫苗產能讓全體國民接種的少數國家之一。這有助支持經濟進一步復甦。我們相信印度現時接近大部份成年人口已接種至少一劑疫苗，預料到 2022 年初幾乎所有成年人將完成接種疫苗，其後印度有望成為疫苗淨出口國（見圖 6）。

最後，隨著印度本土儲蓄率上升，加上信貸運用展現新商機，銀行和金融服務業亦有望帶來投資機遇。鑑於結構性經濟增長改善，而且通脹放緩，我們預期印度家庭將可撥出更多儲蓄，投資於保險和互惠基金等

¹⁰ 資料來源：環亞經濟數據、Kotak Institutional Equities，2021 年 9 月。

¹¹ 資料來源：印度儲備銀行。

¹² 資料來源：彭博資訊。

¹³ 資料來源：路透，截至 2021 年 10 月 12 日。

金融工具。事實上，從本土儲蓄流入股票市場的資金可能是未來帶動股市上升的強大動力。

經濟更趨正規化及出售國有資產均有助改善政府財政收支平衡，我們預料政府將增撥基建資源，以及加推獎勵措施，扶持製造業。過去五年，經過資產重大重組後，印度企業的財政狀況穩健，預期它們將會增加投資，繼而為工業領域帶來更多機遇。

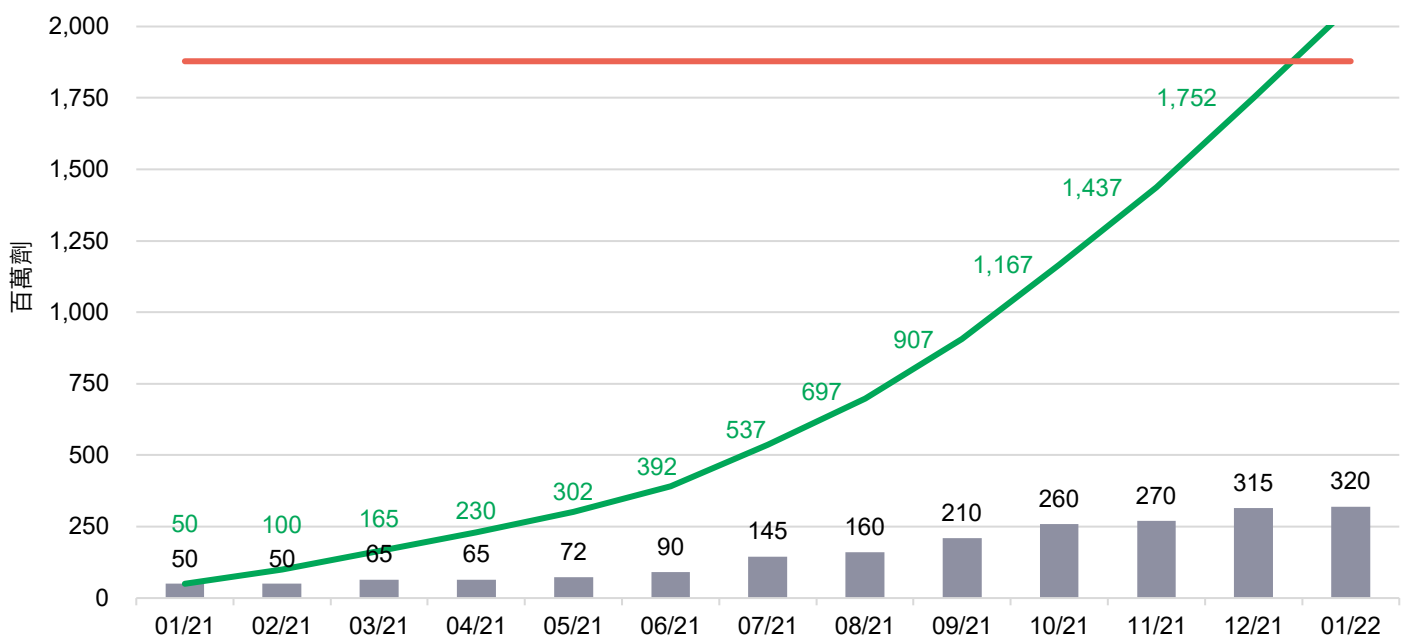
總結

我們預期，上述強大的主題動力及彼此的相互作用將能提高印度經濟的增長潛力，使其結構更具韌性。隨著正規化和推動製造業的改革及其後的宏觀影響逐漸明朗，我們相信這些因素將能推動經濟增長及帶動企業盈利上升，資本成本亦有回落空間。

未來 12 個月，隨著越來越多消費科技、醫療科技和金融科技公司上市，預期公開市場投資者將迎來大量機遇，以參與數碼化主題。對互聯網公司來說，這也

是一次重大機遇，有助其於未來長期持續增長。預料明年多家大型平台亦會在未來一年陸續上市招股。

圖 6：印度本土疫苗供應充足¹⁴



¹⁴ 資料來源：媒體報道、宏利投資管理估計。註：只考慮 Covishield 和 Covaxin 的供應，僅以成年人口計算印度的疫苗需求量。

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。