

2019 新型冠狀病毒（COVID-19）對環球市場造成破壞，印度也未能倖免，該國的封鎖措施令經濟活動銳減。然而，我們認為最壞情況或已過去：經濟增長逐步見底；政府政策仍然利好；以及疫情相關的健康指標趨穩。在今期投資通訊，印度股票專家 Rana Gupta 和 Koushik Pal 闡釋，儘管印度受到疫情打擊，但當地短期內有望受惠於經濟正常化的進程，並在長期獲得現有結構性動力加快的支持，例如經濟正規化和政府再投資。

印度經濟復甦之路

早在 2019 新型冠狀病毒疫情爆發之前，我們已一直認為，隨著非正規經濟減速，加上貨幣環境收緊導致非銀行金融機構之間的信貸放緩，印度經濟面對周期性下滑。

雖然我們早前預期在“3R”¹政策的支持下，當地經濟會於 2020 年上半年復甦，但其後疫情爆發和政府實施抗疫封鎖措施，令經濟失去上升動力。結果，第二季國內生產總值按年下跌約 24%。

儘管第二季增長大幅下滑，但國內生產總值屬於事後指標，只反映印度直至 6 月底實施嚴厲封鎖措施造成的損害。其後，印度經濟已逐步重啟，不少活動回復正常。我們認為最壞情況或已過去，原因有三：

1. 低迷的經濟狀況已經見底。
2. 政府提供的資金及支持政策令貨幣環境保持良好。

3. 2019 新型冠狀病毒疫情趨穩。

這些因素有利經濟活動持續回升，經濟數據自 3 月遭受衝擊後也持續改善。雖然預期未來復甦之路崎嶇不平，但考慮到正規化有望繼續推動數碼經濟發展，而政府的再投資政策應可支持製造業復甦，因此我們仍看好印度的中期增長潛力。

經濟增長已見底並可望回升

我們認為國內生產總值增長已觸底，未來應會持續改善，預料實質國內生產總值將在 2022 財年²實現雙位數增長，但各行各業和不同地區的復甦進度仍然不一。儘管如此，鑑於大部份城市中心目前已幾乎正常運作，我們對活動水平恢復的信心也隨之增強。

許多供求方面的「由下而上」指標正好引證這個論點。所有類別的汽車銷售均見改善（見圖 1）。此外，瀝青消耗量增加反映建造業回升，而鐵路貨運量錄得正增長則顯示工業活動亦已開始逐步正常化（見圖 2）。

¹“3R”分別為：「循環流轉（Recycle）」－國營企業私有化；「重建儲蓄（Rebuild）」－寬減企業和中產階層稅項；以及「再投資（Reinvest）」－為本地製造業提供誘因，將節省的稅項投資於進口替代。

²由 2021 年 4 月 1 日至 2022 年 3 月 31 日。

圖 1：汽車銷售³

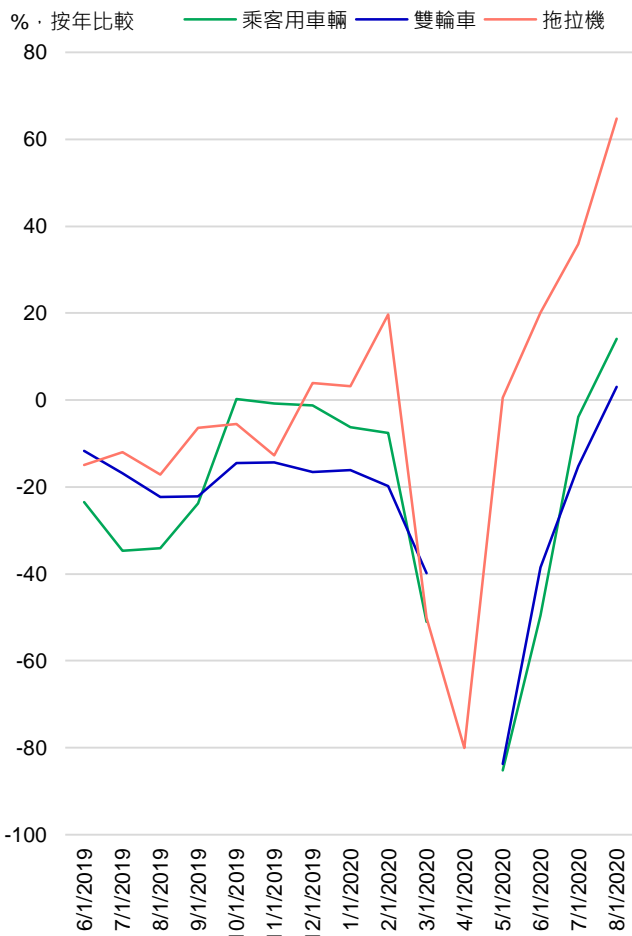
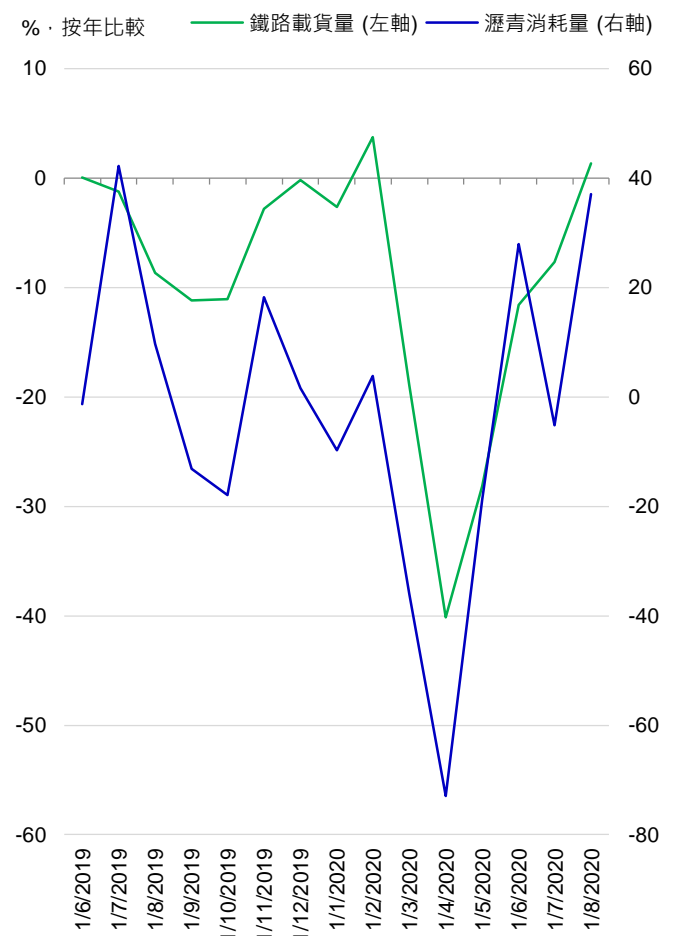


圖 2：瀝青消耗量及鐵路增長³



貨幣環境良好

初期的週期性放緩和疫後復甦階段的貨幣環境有別，是兩者之間的重要差異。自 3 月以來，印度儲備銀行已大幅減息 115 基點。該行亦透過長期再融資操作和目標長期再融資操作，以目前的較低政策利率為銀行業提供額外流動性（相當於國內生產總值約 4.5%），並繼續干預債券市場，以確保市場運作暢順⁴。

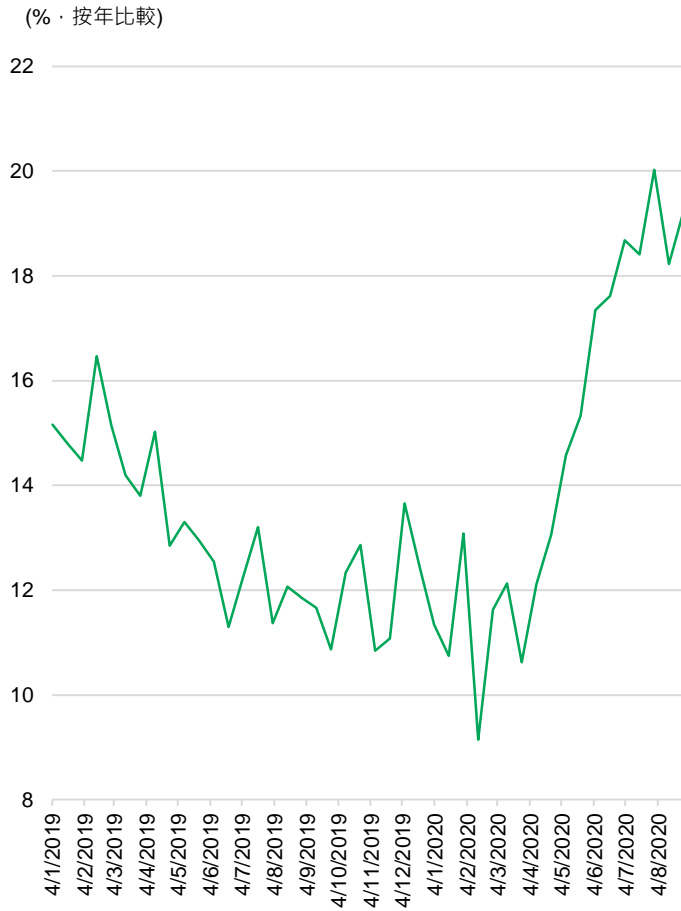
印度的國內貨幣環境亦見改善，外貿結餘仍然向好：資本和經常賬更趨穩健，國際收支平衡也錄得盈餘。從經常賬角度看，上述情況主要是因為電子和化工產品佔淨出口的份額上升，以及原油價格下跌。資金流入穩健，帶動資本賬內的外國直接投資回升，並吸引外國投資組合資金參與印度數碼經濟和製造業復甦的主題。正因如此，印度外匯儲備由 2019 年 12 月的 4,570 億美元增至 2020 年 8 月底的 5,410 億美元⁵。

³ CEIC, Kotak Institutional Equities, 2020 年 9 月 12 日。印度汽車製造業協會並無公布乘客用車輛及雙輪車四月份數據。

⁴ 本地生產總值預測來自宏利投資管理，其他分析資料來自印度儲備銀行，截至 2020 年 8 月 31 日。

⁵ 印度儲備銀行及彭博資訊，截至 2020 年 8 月 31 日。

圖 3：M1 貨幣增長⁶

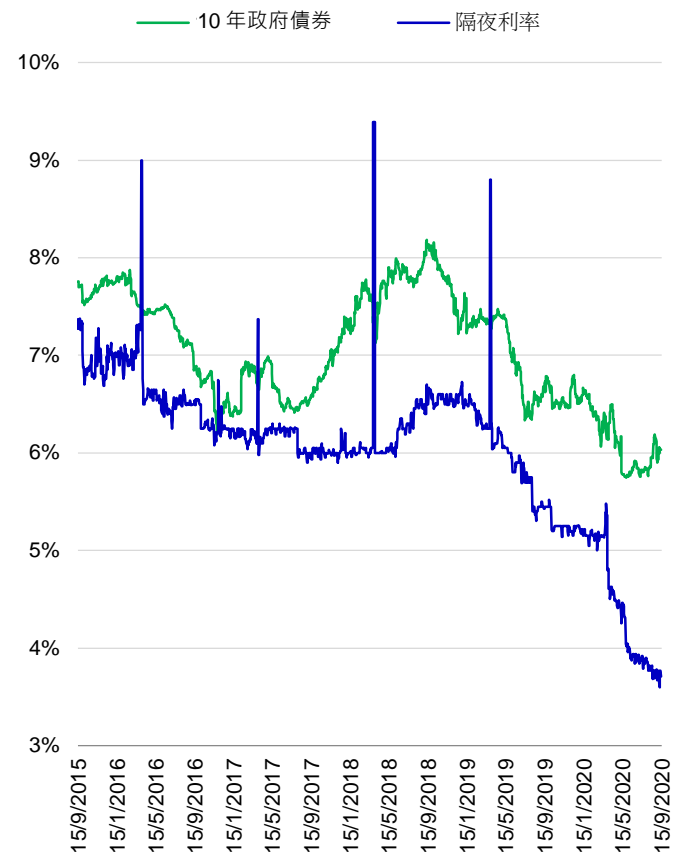


市場的流動性環境良好，從貨幣供應（M1）增長（見圖 3）和長短債利率（見圖 4）均告下跌可見一斑。事實上，現時實質利率已降至負數，是五年來首次。

儘管我們預期信貸成本從目前水平上升，但鑑於利率低企和流動性充裕，信貸成本上漲並不會削弱銀行業的實力。印度儲備銀行保持積極和警惕，應可避免銀行業出現任何系統性再融資問題。大部份主要私營銀行最近亦已籌集資金，備有充足資本。

⁶ 彭博資訊，2020 年 8 月 28 日。

圖 4：長債和短債利率下跌⁷



整體來說，隨著經濟逐步重啟，資產質素惡化的情況受控，加上大型私營銀行資本充裕，我們預期信貸傳導機制將會加快。現時亦存在名義利率較低，實質利率出現負數的情況。

此外，我們預期印度盧比不會大幅貶值，因資金流動增加將有助提振經濟增長。考慮到印度國內製造業佔經濟的比重增加，而且趨勢應會持續，因此我們也認為貿易赤字不會顯著擴大。

⁷ 彭博資訊，2020 年 9 月 15 日。

對經濟重啟信心日增

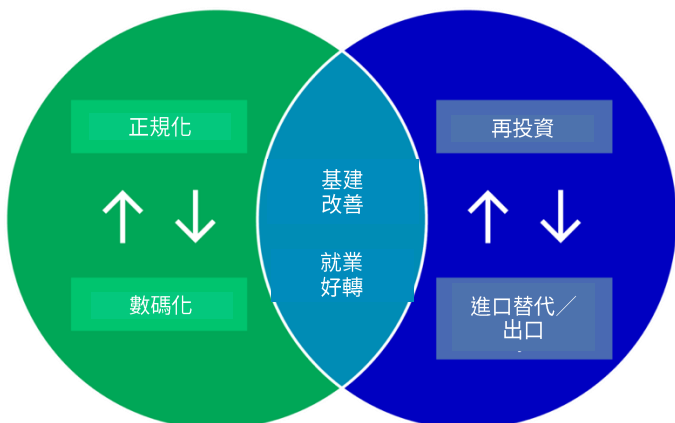
疫情方面，除出現大量確診個案的消息外，印度的形勢亦有些正面發展：過去三個月治癒個案顯著增加，死亡率則有所下跌，令現有感染病例數目受控。自 7 月以來，縱使整體確診個案仍在持續上升，但上述因素已增強政府和民眾對恢復經濟活動的信心。

整體來說，雖然感染人數增加，但我們認為當地疫情逐步回穩。我們的基本預測是印度不會進一步推行全國封鎖措施。

經濟正規化和再投資有望帶動增長

中短期而言，鑑於印度經濟逐步重啟，我們維持樂觀的周期性觀點。至於中長期方面，在數碼經濟進行正規化和製造業再投資的重大主題下，我們看好經濟結構轉型的前景。事實上，疫情已令這些趨勢加速發展。不同行業，例如必需消費品、零售、康健護理、傳媒、銀行/金融及保險、汽車業等，均推出創新的數碼平台吸引客戶，探索推動收入增長的催化劑。這些趨勢更可能互相推動，形成在中國和其他東亞經濟體所見的良好循環（見圖 5）。

圖 5：經濟增長的良好循環



一方面，經濟正規化正推動印度龐大的數碼經濟增長，而數碼經濟亦會透過提升生產力來推動正規化的過程。

我們也相信，隨著政府推行支持再投資政策（為當地生產提供誘因和減稅），加上全球環境利好（企業物色中國以外的供應基地），印度的製造業增長正處於轉捩點。國際企業已在印度進行大量投資，這股結構性趨勢應會持續吸引環球資金在印度發揮潛力⁸。

正規化的發展可望提升政府收益，繼而令基建開支增加。隨著製造業擴張，就業市場創造更多正規職位，將有助推動民眾的收入和消費增長，繼而形成良性循環。整體而言，雖然印度經濟最近面臨周期性挑戰，但這些主題將在中期提供強大動力。

目前為止，為應對疫情而推出的財政刺激措施主要聚焦於提供流動性（相當於國內生產總值約 4.5%）和信貸保證措施（相當於國內生產總值約 2%）⁹。直接財政刺激政策的規模則較小（相當於國內生產總值約 1%）⁹。政府並無採取廣泛的財政刺激政策，而是集中為社會上最弱勢的階層提供基本食物和收入。當經濟的產能利用率提升時，政府或會宣布加推財政措施，以確保能產生較大的乘數效應。

更重要的是，當局將政策重點集中在促進製造業長期復甦和增加進口替代。這些措施包括，額外關稅、投資相連的誘因、市場期盼已久的勞工法例簡化（以改善印度營商條件和為本地製造提供誘因），這些措施

⁸ TIMESNOWNEWS.COM: [“\\$20 billion and counting! Investments attracted by India in 3 months during Covid-19”](#)，2020 年 7 月 16 日。

⁹ 宏利投資管理，2020 年 9 月 21 日。

符合政府著意推動的再投資政策¹⁰。近期，措施旨在提振化工、活性藥物成份、流動電話和消費耐用品等行業在國內的製造產能。

措施可望吸引新投資增加，繼而促進印度資本形成周期復甦、就業機會改善和淨出口增長。

最新行業觀點

因應印度經濟的上述轉變，我們已更新行業觀點：

較看好：

- **金融**：我們預期銀行資產質素大致受控，因大型私營銀行已透過集資鞏固財政，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。透過數碼方式（例如信用卡）等正規途徑所作出的開支增加，加上汽車和房屋銷售復甦（例如一般保險），令金融服務業前景樂觀。
- **非必需消費品（汽車、服裝與食品服務）**：印度的城市地區經濟回升，加上最近結束的業績期反映企業盈利改善，許多消費相關公司的成本控制得宜，並能實現成本結構重組。隨著經濟復甦，這些公司中，不少將有望提升營運效率。此外，由於消費者寧願選擇個人化的流動工具，而非公共交通，以保持安全的社交距離，汽車公司應能造好。
- **原材料**：看好原材料的原因是印度工業活動復甦（水泥）和環球需求回升（金屬）。

- **資訊科技**：疫症大流行的情況下，全球企業重新調較商業模式及流程，資訊科技行業能繼續受惠於更快速的數碼革新項目。
- **結構性主題**：我們仍看好宏觀主題，例如進口替代行業，能受惠政府鼓勵本地製造的政策（例如電子製造服務、汽車相關行業），以及因貿易戰而分散到中國以外生產的行業（例如特種化學品、製藥）。

較看淡：

- **通訊服務和日常消費品**，這些行業被視為封鎖措施的受惠者，因此在預期增長下公司估值已獲上調。

上述觀點涉及的主要風險仍是印度爆發第二波疫情，令現有感染病例數目增加和政府推行新一輪封鎖措施。

¹⁰ The Economic times: [“Labour reforms intend to put India among top 10 nations in ease of doing business”](#)，2020年9月22日。

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。