



由於地緣政治緊張局勢升溫，加上商品價格急漲，2022 年第一季，印度股市與其他新興市場經歷重重挑戰。在今期投資通訊中，高級投資組合經理兼印度股票專家 Rana Gupta 與印度股票研究總監 Koushik Pal 解釋說，儘管短期內重大周期性挑戰可能持續，但經濟正規化持續

深化和數碼經濟增長的長期主題保持不變。他們亦認為，政策制定者將加強並進一步重塑經濟的結構性優勢，例如加快落實本土再投資政策，以推動日後製造業增長。

儘管面臨周期性挑戰，印度經濟 保持長期結構性優勢和抗逆力

印度曾是 2021 年表現最好的新興市場之一，但在 2022 年第一季沽壓增加，並錄得外資淨流出。儘管市場氣氛顯著改變的原因眾多，但近日原油價格大幅上漲是關鍵因素。

近日宏觀環境的重大變化可能引起投資者疑慮，特別是印度的疫後經濟復甦在新環境下能否持續。鑑於目前的地緣政治不確定性及其帶來的油價影響，我們將聚焦於印度的重要關鍵領域及其對我們觀點的影響：

1) 我們先前提及的正規化、數碼化及製造業復甦的長期結構性增長主題均獲政府政策支持，儘管面對短期壓力，但仍保持不變。

2) 於目前周期，印度經濟較過往更能抵禦油價衝擊，過去八年以改革主導的結構轉型有助鞏固這優勢。

3) 最後，我們探討就目前情況對行業觀點作出調整。

印度的結構性投資主題維持不變

儘管近期面臨周期性挑戰，但印度仍然是一個「由下而上」的本土投資主題，當地的監管環境穩定。正如我們在早前的文章闡述，這優勢歸功於當地政府自 2014 年連續推行兩輪政府改革，讓印度踏上結構性轉型之旅：

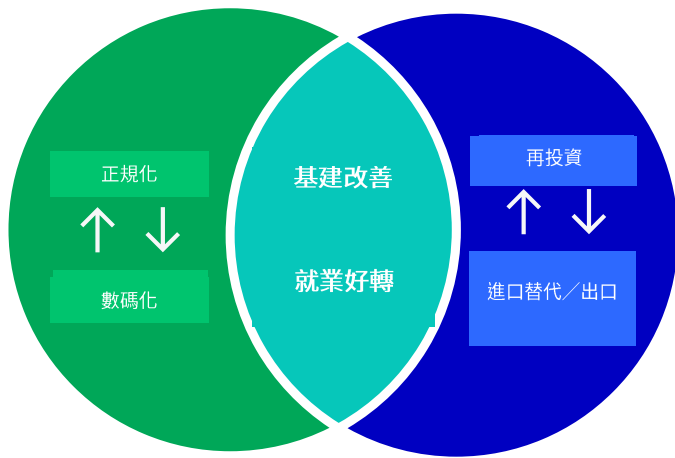
- 正規化改革¹（我們稱之為「4F」）建立更正規的經濟，從而改善印度的潛在增長前景。這些重要改革為印度的增長政策奠下基礎。

¹改革包括 JAM 三位一體政策、商品及銷售稅、《房地產（規管與發展）法案》及訂立破產法等。

- 3R 框架，旨在透過全方位政策，提高印度製造業佔國內生產總值的比例²。

我們在 [2021 年 10 月份的文章](#) 剖析，這些結構性轉型相輔相成，衍生出兩個重大主題（見圖 1），有望成為印度中期增長趨勢的主要動力：1) 正規化帶動數碼經濟擴張及 2) 再投資促進製造業增長。

圖 1：兩個中期主題的良性協同效益



僅供展示目的

油價衝擊可能加快印度經濟轉型

外部宏觀衝擊對加快印度經濟轉型發揮重要作用。當印度政府在正規化及 3R 框架下推動長期政策轉變之際，疫情亦加快了經濟改革的步伐。

我們認為油價上漲對印度本年外貿結餘的潛在壓力，可能導致類似結果 — 加快政策步伐，透過生產掛鉤獎勵計劃實現印度增加製造業再投資的潛力。事實

上，再投資政策的重點是當地政府希望減少印度對進口的依賴，以及促進本土製造業活動。

我們估計於 2022 財政年度，石油進口將佔印度總進口開支約 26%³。儘管印度於可見未來需要進口原油，但當地政府目前鼓勵本土資金透過以下方式投資於生產掛鉤獎勵計劃下的其他重要非商品項目：

1. 進口替代（即流動電話、電訊設備、空調）；
2. 本土製造產能強勁的行業出口增長（即汽車、製藥、紡織和化工）；
3. 推動新增長領域以提高未來自給自足的能力（即太陽能光伏（PV）電池、先進化學電池）。

事實上，這個趨勢已逐步形成，印度本土電子產品產量穩步增長，可望在 2022 財政年度實現約 33% 的出口增長⁴。我們相信生產掛鉤獎勵計劃將在未來五至七年吸引龐大的投資，帶來約 30 至 35 萬億印度盧比（4,000 至 4,660 億美元）的增值，進而提高製造業佔國內生產總值的比例⁵。

屆時應形成另一個良性循環，新增的製造業產值將增加淨出口，並提高本土儲蓄，繼而改善政府財政，最終降低資本成本，令政府擁有財政空間以最佳的基建和激勵措施扶持製造業。

我們看到，印度 2 月份發表的財政預算案亦延續相關政策，繼續聚焦於資本開支增長和削減財政補貼。預

²框架政策包括：下調企業稅、生產掛鉤獎勵計劃，以及鼓勵本土製造業新投資的限制進口措施。

³資料來源：宏利投資管理估計。印度的傳統財政年度為 4 月至來年 3 月，因此 2022 財政年度由 2021 年 4 月至 2022 年 3 月止。

⁴資料來源：宏利投資管理估計。

⁵資料來源：宏利投資管理估計。

算案亦增加對本土製造業的定向補貼，加強供應面改革以促進經濟長期增長潛力。

印度抵禦油價上漲的能力增強

印度是全球第二大原油淨進口國。若油價長期維持於每桶 100 美元以上，可能對印度經濟造成負面的周期性壓力。

根據我們的估計（見圖 2），假設平均油價一年內居高不下，每桶油價每上漲 10 美元，印度經常帳赤字便會擴大約 150 億美元。我們認為，若原油價格每桶超過 90 美元，印度整體國際收支平衡將由盈餘轉為赤字。油價上漲的周期性壓力應透過四個途徑影響印度本土經濟：

- 1) 石油進口開支上升將令國家儲備減少，並會擴大其經常帳赤字。
- 2) 當地通脹加劇，印度儲備銀行維持寬鬆立場的政策空間收窄。
- 3) 隨著本土消費和資本開支因應儲蓄減少及／或資本成本增加而作出調整，短期內實質國內生產總值增長將會下降。
- 4) 原材料成本增加以及企業業務量增長減少；目前的盈利預測將需要下調。

圖 2：假設平均油價一年內居高不下，油價宏觀影響估計（2022 年 4 月至 2023 年 3 月）⁶

	原油價格 每桶 80 美元	原油價格 每桶 100 美元	原油價格 每桶 120 美元
實質國內生產總值增長	8.5%	8.0%	7.4%
平均通脹	5.0%	5.9%	6.3%
財政赤字（佔國內生產總值%）	5.9%	6.1%	6.7%
經常帳結餘（佔國內生產總值%）	-1.6%	-2.4%	-3.3%
國際收支平衡（10 億美元）	10.7	(19.8)	(50.2)
平均布蘭特原油價格（美元／每桶）	80	100	120

儘管面臨重大周期性挑戰，但我們亦應了解為何目前印度經濟較過往更能抵禦油價衝擊。抗逆力將確保周期性問題不會損害當地經濟的長遠增長潛力，並維持整體宏觀穩定性。這個重要轉變獲三項因素支持。

1. 經常帳赤字穩定，出口佔國內生產總值比率上升：印度於過去四年落實全方位政策以改善本土製造業，其環球市場份額（特別是電子產品和化

⁶ 資料來源：印度財政部、印度儲備銀行、Kotak Institutional Equities、宏利投資管理估計，2022 年 3 月 1 日。基本情境預測分析於油價上漲前進行。通脹及財政赤字預測假設，布蘭特原油價格一年內維

持每桶 100 美元及每桶 120 美元，當地政府透過削減零售燃油稅分別承擔 25% 及 50% 的價格。

工領域) 有所提高, 並透過增加出口佔國內生產總值百分比, 使其經常帳更加穩健 (見圖 3 及 4)。

圖 3：在油價上漲的環境下經常帳赤字保持穩定⁷

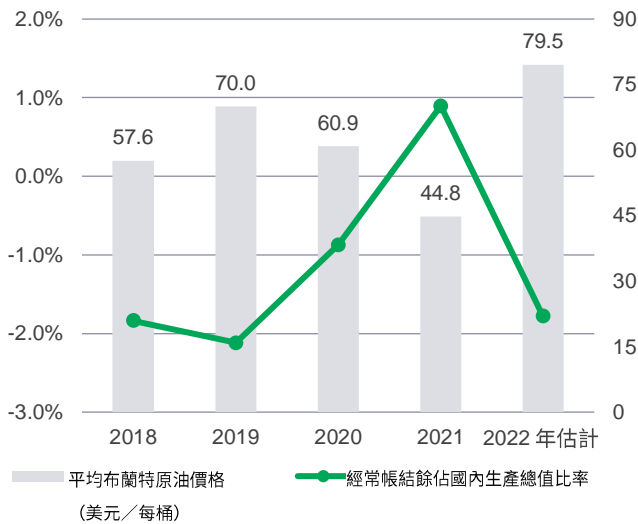
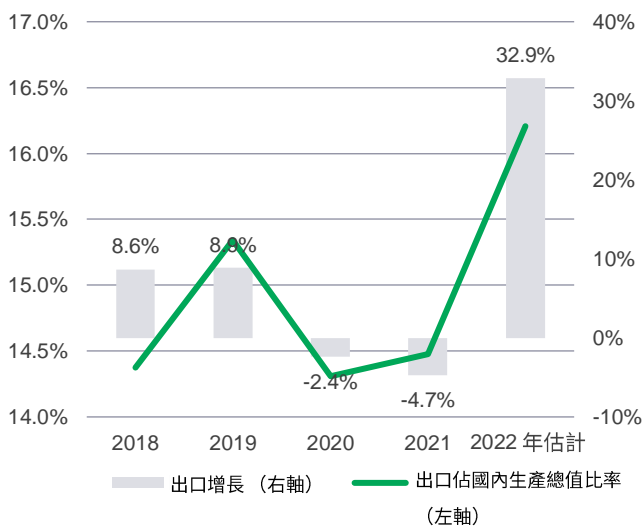


圖 4：出口增長加快, 使出口佔國內生產總值比率水平提高⁸



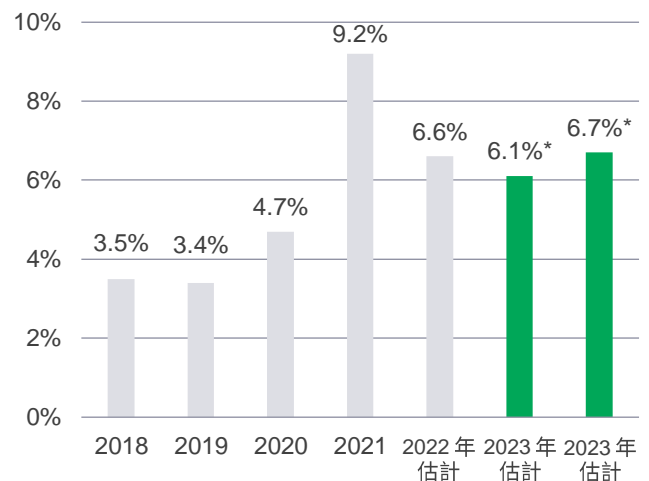
⁷資料來源：印度儲備銀行、Kotak Institutional Equities、宏利投資管理估計, 2022 年 3 月 1 日。

⁸資料來源：印度儲備銀行、Kotak Institutional Equities、宏利投資管理估計, 2022 年 3 月 1 日。

2. 財赤可控：我們預計印度政府將削減燃料消費稅, 以減輕油價上漲對消費者的衝擊, 並限制其對實質國內生產總值增長的影響。即使 50% 的影響得以消化, 我們認為整體赤字仍符合中期財政目標。儘管財政赤字可能因此而擴大, 但仍將屬可容忍範圍內。

我們認為, 最新預算案的估計稅收相當保守。預期實際財政赤字將較預算案估計低 50 基點, 主要由於商品及服務稅的稅收可望優於預期。

圖 5：財政赤字佔國內生產總值比率⁹



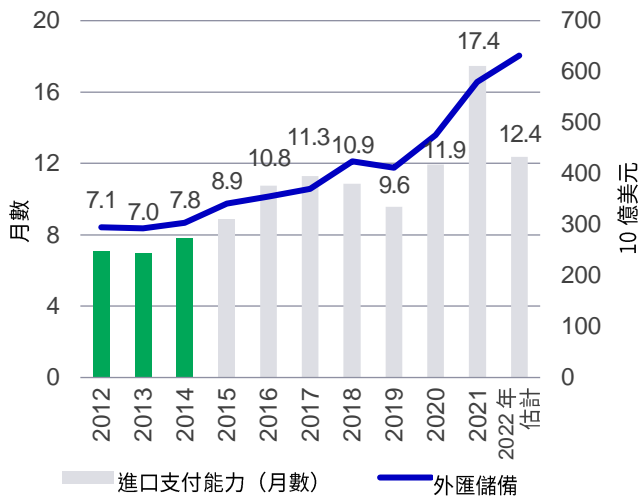
*兩項有關 2023 年財赤佔國內生產總值比率的估計, 是根據印度政府於布倫特原油價格超過每桶 80 美元時將承擔部份升幅, 假設於每桶 100 美元 (第一支棒) 及每桶 120 美元 (第二支棒) 時分別承擔 25% 及 50%。

3. 外匯儲備和進口支付能力穩健：鑑於經常帳的結構性改善、外國投資組合表現強勁, 加上直接投資流入印度參與當地的結構性增長主題, 令印度的外匯儲備接近歷史最高水平。目前外匯儲備的進口支付能力遠高於 2012 至 2014 財政年度水平 (見圖 6), 當時

⁹資料來源：印度財政部、印度儲備銀行、Kotak Institutional Equities、宏利投資管理估計, 2022 年 3 月 1 日。

原油價格長期處於每桶 100 美元以上。這應可增強盧比的穩定性，並有望遏止進口通脹加劇。

圖 6：外匯儲備和進口支付能力穩健¹⁰



地緣政治風險加劇對我們行業觀點的影響

如目前的地緣政治緊張局勢和能源市場失衡情況在較長時間內持續，鑑於能源價格高企和外貿結餘增加，預計印度 2022 曆年的增長前景將面臨周期性壓力。

然而，這並不影響改革推動的長期增長主題。事實上，這或會令當地政府加強推行再投資主導的改革，以減少淨進口。正如上文所述，即使原油平均價格處於每桶 120 美元水平，其對實質國內生產總值增長和通脹的影響亦可由透過財政緩衝局部紓緩。當然，如果油價上漲並超出我們假設的水平，將進一步令宏觀穩定性和增長估計受壓。始終，這仍是我們前景展望的重大風險。

儘管面臨短期周期性壓力，但印度完成接種疫苗的成年人數目增加，帶動服務業復甦，令印度有望於 2022 和 2023 財政年度繼續成為經濟增長步伐最快的大型經濟體之一。我們亦注意到，儘管實質國內生產總值增長將低於先前估計，但名義增長仍將保持高水平，估計 2023 財政年度名義國內生產總值增長介乎 13% 至 14%。

在經濟正規化（刺激數碼經濟急速增長及財政狀況改善）和政府政策推動製造業增長的支持下，我們看好印度的長期結構性主題。

然而，目前的挑戰意味著相關行業在 2022 曆年／2023 財政年度的收入及盈利估計將面臨額外風險。這些行業和股票過去表現良好，目前估值相對較高。儘管印度經濟正在適應當前的不明朗因素，但我們已對觀點作出下列調整。

我們短期內較為看好：

- 受目前原材料價格上漲影響較小，且具有本身「由下而上」利好因素的個別康健護理及康健護理服務（包括數碼康健護理）公司。
- 相對大型的資訊科技服務公司，可受惠於穩健的需求環境，而且受能源成本上升的直接影響較小。此外，這些公司亦受惠於美元升值。

¹⁰資料來源：印度儲備銀行、Kotak Institutional Equities、彭博資訊，2022 年 3 月 1 日。註：進口支付能力按過去財政年度的總進口開支及年末外匯儲備計算。年度是指截至 3 月底止的財政年度。

我們短期內較為看淡：

- 面向消費者的數碼經濟股，因其估值將受到環球資本成本上升的影響。能源價格上漲亦會影響消費開支和成本。
- 非必需消費品及汽車，鑑於此領域的收入增長和利潤率很可能下降，因此面臨公司盈利預測被調低的高風險。

我們繼續看好以下行業：

隨著通脹逐步帶動貸款增長，金融股應可受惠於名義增長上升。我們認為大部份大型銀行的風險回報較高，因其資本充裕，而且信貸成本應可受控。最新業績期顯示大型銀行資產質素較佳和貸款增長持續改善。金融領域方面，我們繼續偏好醫療保險和券商等領域的數碼平台。

原材料股受惠於全球商品價格上漲。在製造業擴張和商品價格上漲的環境下，印度金屬和化工製造公司繼續受惠。

我們較為看淡以下行業：

能源及公用事業。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。能源價格上漲亦增加國有能源公司承擔部份補貼的風險。

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。

551381