

 **Manulife** Investment Management  
宏利投資管理

# 印度：邁向下一個 增長階段

2023年9月

在過去三年，印度是表現最佳的地區股票市場之一。然而，在目前不明朗的市場環境下，投資者或會質疑當地的發展趨勢，以及締造投資機會的長遠增長動力。在今期 Portfolio Insights，高級投資組合經理 Rana Gupta 及印度股票研究總監 Koushik Pal 剖析自 2014 年推行的「由上而下」結構性改革，如何為印度注入經濟正規化、數碼化及製造業復甦等主要增長動力，繼而加強當地經濟的韌性。此外，他們將會闡述日漸冒起的「5D」發展趨勢 — 數碼化 (Digitisation)、去全球化 (Deglobalisation)、減碳 (Decarbonisation)、人口結構 (Demography) 及減赤 (Deficit Reduction)，這些新增長動力使印度的商業環境出現範式轉移。

## 目錄

第 3 頁	前言
第 4 至 5 頁	奠下基礎
第 6 至 7 頁	轉型發展
第 8 至 11 頁	投資機遇
第 12 頁	市場結構和背景
第 13 頁	總結



**Rana Gupta**  
高級投資組合經理



**Koushik Pal**  
印度股票研究總監

## 前言

地緣政治緊張局勢升溫，加上供應鏈轉移，令環球市場環境迅速變化，亦使印度持續轉變。

自 2014 年以來，在審慎和定向政策的推動下，印度的演變已形成一種範式轉移。印度經濟展開結構性轉型，一系列關鍵政策為新經濟方向奠下基礎。事實上，在經濟正規化、數碼化及製造業復甦三項重要動力的支持下，由政府帶領的改革為印度帶來長遠增長活力。

我們相信這些動力相輔相成，開始從結構上提升印度的宏觀經濟韌性，使其財政更穩健，推動外貿結餘。通脹可能出現結構性下降，降溫應有助加強經濟增長的良性循環。整體來說，這些發展應可推動印度經濟的轉型，使其經濟趨向正規、數碼化、有效率、以資本開支主導，而且更具韌性，同時應可提高生產力，使印度能夠締造本土資本，並吸納更多環球資本。

在這些經濟轉變的推動下，印度的投資機會亦出現變化。這篇文章將具體剖析印度的現有政策和改革，以及探討這些措施為印度奠下經濟初步增長的基礎。此外，我們亦會深入審視以下範疇，詳細闡述印度的未來增長：

- 印度在更正規的經濟環境下改善數碼和實體基建，將如何締造新的商業機會？
- 如何激勵本土製造業？若干領域的資本開支持續改善，有助推動進口替代，並可望增加出口；
- 為何行業整合與經濟顛覆變革同時出現？
- 哪些地區可能進一步城市化？原因何在？
- 綜觀所有因素，適當的政策如何幫助印度實現能源轉型？

- 財政及經常帳赤字收窄，加上通脹波幅不大，為印度提供強勁的宏觀經濟環境，使其增長動力可進一步擴展及更可持續；
- 最後，我們把這些增長動力歸納為數碼化、去全球化、減碳、人口結構及減赤（5D 發展趨勢），並解釋這些動力將如何重塑印度各個行業的商業環境。

基於現時的市場及投資環境，這篇文章解釋，為何在政策貫徹一致和穩定的監管環境下，投資者應考慮透過印度股票參與當地長期增長主題。整體而言，在環球增長及企業盈利環境反覆波動的不明朗時期，我們認為印度股票提供大量可持續的增長機會。

## 奠下基礎

長久以來印度經濟由不太正規及大多數非正規的行業組成，後者以現金交易為主，政府甚少作出監管。基於非正規經濟的結構，我們認為印度市場欠缺效率且生產力偏低，是窒礙印度經濟發展的一個主要瓶頸。

現屆政府在 2014 年首次上任，當時制定的初步政策及改革，確立了印度由非正規經濟邁向正規經濟的轉變。圖 1 概述印度過去九年的改革歷程，這些改革促使印度邁向下一個增長階段。

我們必須明白，印度現時的增長動力源於 2014 年以來持續執行的審慎及定向政策。印度經濟轉型的第一步是通過「JAM 三位一體」（JAM Trinity）政策（有關主要改革的簡要描述，請參閱附錄）建立一個系統，為所有印度公民提供一個身份證號碼，以及一個相連的銀行帳戶。這個過程減少政府派發福利金的遺漏情況，確保有需要人士獲得所需的援助。其後，印度政府相繼推出多項改革及政策，包括引進商品及服務稅（GST）。政府無法從未註冊的公司獲取足夠的交易資料以徵收稅項。商品及服務稅統一了印度的稅收制度，公司必須向政府註冊並報告所有交易，以提高透明度。

圖 1：主要政府改革（2014 年至 2023 年）

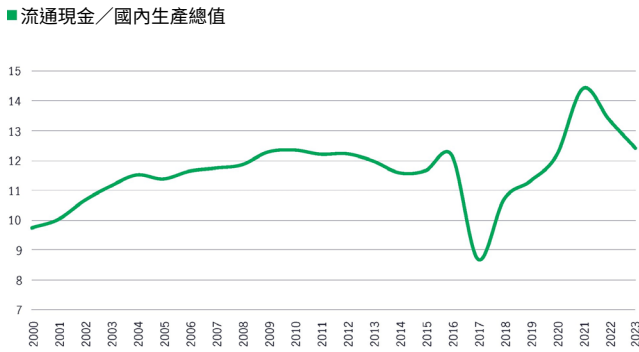


資料來源：宏利投資管理分析，2023 年 8 月。

非正規公司必須註冊及繳稅，才能進入正規經濟。這亦有助公司向銀行及其他金融機構提供業務證明，使其更容易申請貸款。在以現金交易為主的經濟體經營業務的公司，也可藉此參與印度的增長。長遠而言，這有助提升效率；推行大額鈔票改革

(demonetisation) 後，現金使用並無持續減少，但使用量近年卻有下跌趨勢（圖 2）。

圖 2：流通現金（CIC）佔國內生產總值百分比（%）

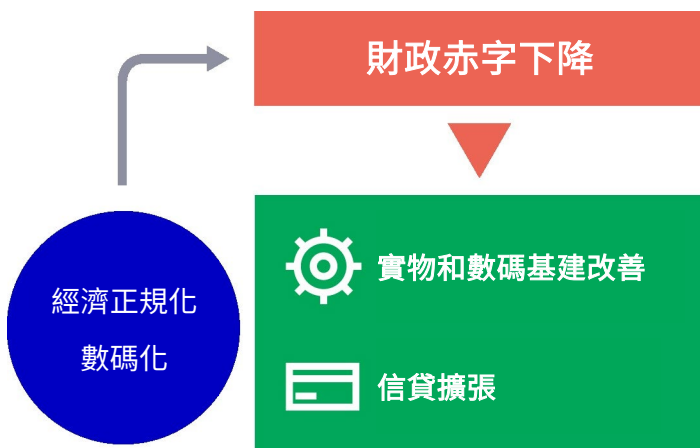


資料來源：環亞經濟數據、印度儲備銀行、Kotak Economics Research 估計，2023 年 7 月。上述資料可能包含日後預計發生的事件、目標、管理規定或其他估計所作出的預測或其他前瞻性陳述。概不保證有關事件將會發生，未來事件可能與本文所述出現顯著差異。

因此，即使政府為本土製造業提供稅務優惠，但仍能增加稅收。印度的財政狀況因而改善，並有能力進行關鍵的實體基建投資。

經濟正規化為數碼經濟增長奠下穩固的基礎，透過提高生產力及大幅增加稅收，有助政府逐步增加開支，而不會顯著擴大財赤（圖 3）。

圖 3：經濟正規化及數碼化推動轉變



資料來源：宏利投資管理分析，2023 年 8 月。僅供說明用途。

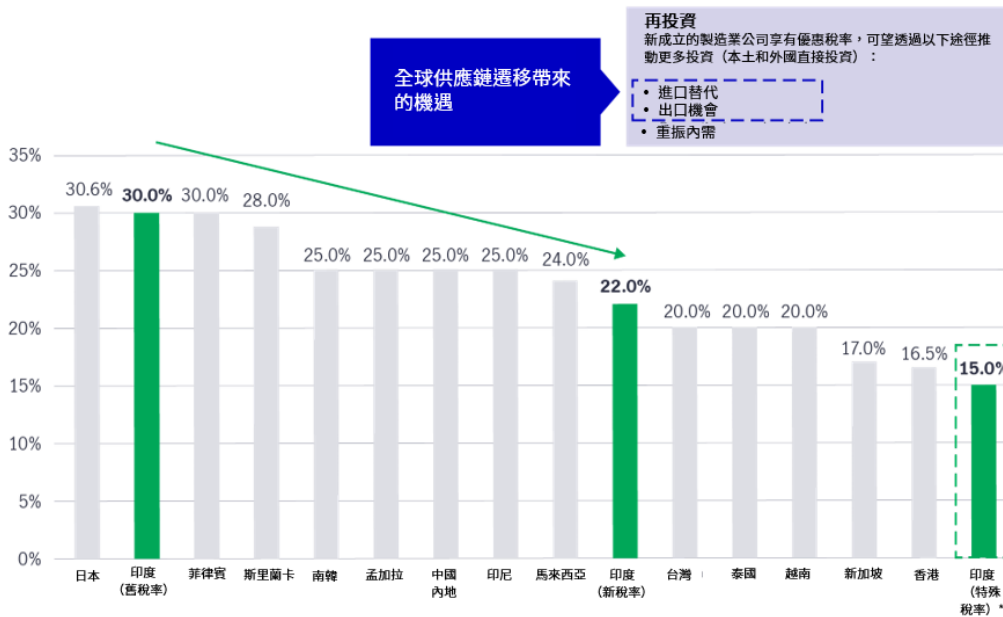
更重要的是，印度政府可利用從以上措施所得的資源，增加發展實體基建的資本開支，為企業於當地生產提供誘因，這對提高當地製造業佔國內生產總值的比重至關重要。事實上，當局一直聚焦於建設基建、促進投資，以及鼓勵生產多於刺激消費。我們相信，這些措施將有助從結構性上降低通脹。

數碼經濟持續發展，已逐漸將非正規行業轉變成正規行業，而推動經濟正規化須依靠正規信貸而非現金進行擴張。

印度成立房地產管理局（Real Estate Regulatory Authority, RERA）和實施《破產法》等其他大型改革，亦為提升當地增長潛力奠下穩健基礎。

建基於以上改革，政府公布多項政策，以提高製造業佔國內生產總值的比重。在 2019 年，印度將企業稅率由 30%調低至 22%，並對新成立的製造業企業實施較低的優惠稅率（15%）（圖 4）。這措施具有雙重目的：推動當地對製造業的投資，同時吸引外國直接投資，以協助有意參與「中國+1」策略的跨國企業分散生產基地。

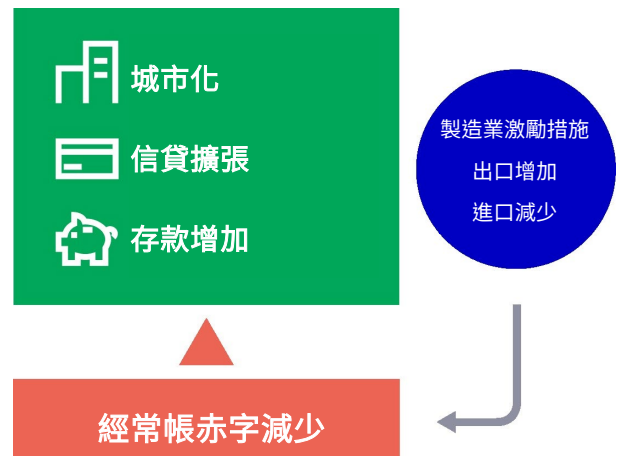
圖 4：減稅有助提升印度的競爭力



\*註：特殊稅率是指優惠稅率，受惠對象是於 2019 年 10 月 1 日後註冊成立、並於 2023 年 3 月 31 日前開始生產的製造業公司。資料來源：彭博資訊、畢馬威，截至 2019 年 9 月 24 日。

印度的另一項重大政策扶持是實施生產獎勵計劃（production-linked incentive, PLI, scheme），其旨在提高本土製造業產能，並推動進口替代（圖 5）。計劃針對的行業包括流動電話及大型家電（例如空調）範疇。

圖 5：製造業激勵措施改變了商業和經濟環境



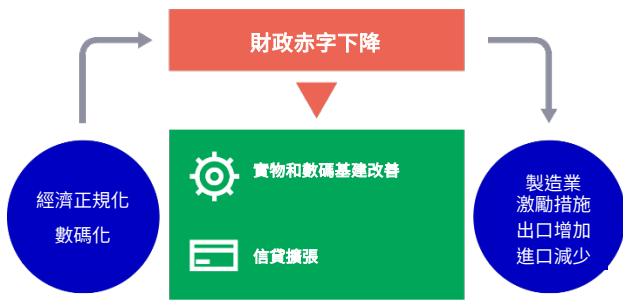
資料來源：宏利投資管理分析，2023 年 8 月。 僅供說明用途。

就印度傳統出口強勁的領域而言，生產獎勵計劃有助推動汽車、製藥、紡織和化工業的出口增長；受惠於該計劃帶動新投資的新興行業包括高效太陽能光伏模組和先進化學電池儲能業。此外，印度推出限制進口措施，以促進本土製造業新投資。

## 轉型發展

自 2014 年以來，印度經濟的結構性改革融合發展，衍生出我們在先前部份討論的兩大重要主題：經濟正規化和製造業再投資（圖 6）。自 2020 年以來，這些主題持續貫穿在我們的投資分析（相關投資通訊列表載於附錄）。

圖 6：印度增長的良性循環

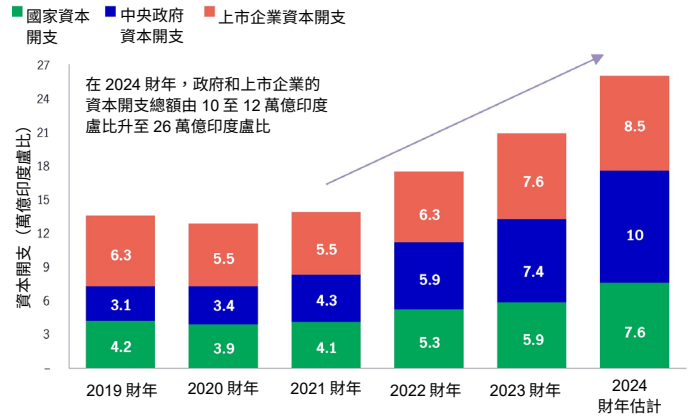


資料來源：宏利投資管理分析，2023 年 8 月。僅供說明用途。

以上主要增長動力在過去數年開始表現強勁。在本部份，我們將分析這兩股動力的實質成果。

隨著再投資主導的政策推動各界加大在印度的投資，私營機構和政府的資本開支已大幅上升（圖 7）。實體基建投資創造有利於印度製造業的環境，從而令進口減少，並有助推動出口主導的增長。

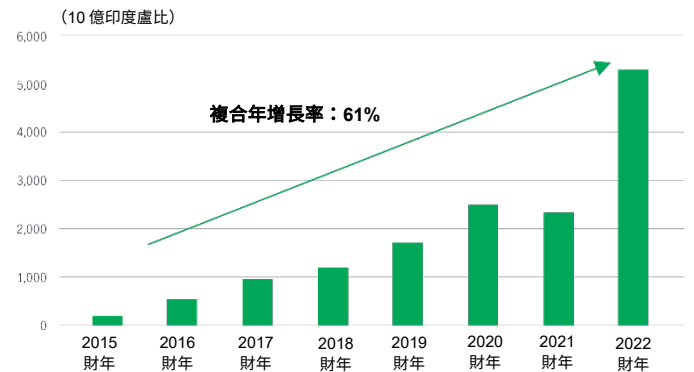
圖 7：在多项改革支持下，資本開支顯著增加



資料來源：環亞經濟數據、Capitaline、I-SEC 研究（I-SEC Research），2023 年 6 月。上述資料可能包含日後預計發生的事件、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。概不保證有關事件將會發生，未來事件可能與本文所述出現顯著差異。

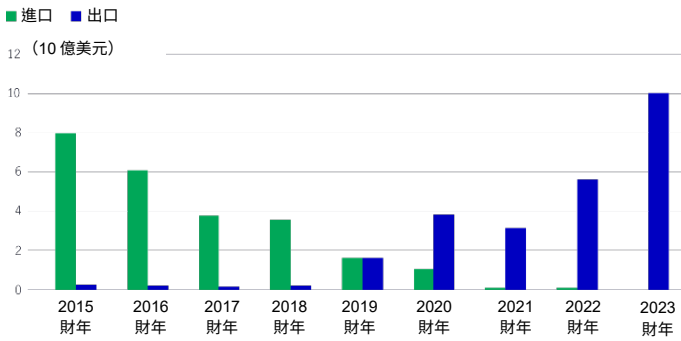
舉例說，政策主導的措施支持電子業穩步增長，特別是在流動電話生產方面；自 2015 財年以來，流動電話生產的複合年增長率達 61%（價值）（圖 8）。事實上，印度已從流動電話淨進口國轉變成淨出口國：2023 財年的流動電話出口額超過 100 億美元，而 2015 財年的進口高峯值約為 80 億美元（圖 9）。

圖 8：印度流動電話製造業的價值大幅上升



資料來源：MeitY、Investec Securities Research，2023 年 7 月。

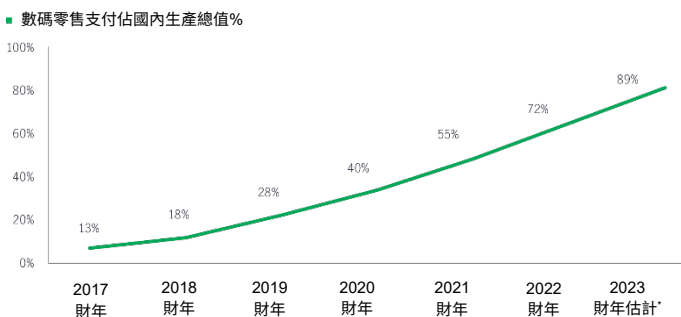
圖 9：印度已轉變為流動電話淨出口國



資料來源：MeitY、Investec Securities Research，2023年7月。上述資料可能包含日後預計發生的事件、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。概不保證有關事件將會發生，未來事件可能與本文所述出現顯著差異。

同樣，數碼化與經濟正規化相輔相成：數碼支付強勁增長（圖 10），數碼足跡亦不斷擴大，而且稅務合規的情況有所改善，帶動稅收顯著增長，在過去兩年，商品及服務稅的複合年增長率達 26%（圖 11）。

圖 10：自 2017 財年以來，數碼零售支付（佔國內生產總值的百分比）展現強勁增長



資料來源：印度儲備銀行、NPCI、印度政府、公司資料、Jefferies，2023年3月。\*年率化數據

圖 11：稅務合規情況有所改善，帶動政府收入強勁增長



資料來源：印度財政部、摩根士丹利研究，截至 2023 年 5 月。

### 主要增長動力可望逐步提升印度的宏觀經濟韌性

整體而言，隨著稅收增加令財政狀況改善，加上外貿結餘的正面因素（淨出口增加）轉佳，我們相信以上動力已開始從結構上提升印度的宏觀經濟韌性。通脹結構性下降，應有助加強經濟增長的良性循環。

這些發展應可推動印度經濟的轉型，使其經濟趨向正規、數碼化、有效率、以資本開支主導，而且更具韌性，同時亦有望提高生產力，使印度能夠締造本土資本，並吸納更多環球資本。

此外，以上動力與目前宏觀和環球動力互動影響，正逐漸形成新的主題和機會，可望在未來數年促進印度的生產力和增長：

- 印度改善實體和數碼基建，建立了參與市場的新渠道，擴大整體潛在市場，並有助提高效率。這些發展正逐步降低吸納和服務新客戶的成本。鑑於市場擴張和參與市場的成本降低，印度企業更願意透過進一步投資，借助這些市場效率獲益。
- 經濟更趨正規和數碼化，令數碼足跡融入更多金融交易範疇。此舉令金融服務更普及化，並擴大



信貸渠道，同時提高資產質素。更容易獲取信貸令投資和消費模式改變。

- 隨著印度邁向正規化發展和轉型，管理有方的大型公司可望取得更多市場份額，對資產密集型企業而言尤其如此。此外，創新企業有望把握這些成果為市場帶來顛覆性影響，特別是在消費和金融服務領域。
- 基建、資本開支和工業化水平改善，應有助進一步促進城市化發展，並推動房地產和相關行業的增長。
- 隨著城市化發展，消費者在汽車、家居、大型家電或電子產品等不同行業選擇功能多樣的產品。憑藉企業和政府的資本開支，消費者亦選擇可將實體與數碼世界聯繫起來的多功能產品。簡而言之，本土生產的產品內容水平正逐步提升。過往，印度的大部份有關產品依賴進口，但受惠於生產獎勵計劃，現時部份有關開支轉為資助公司興建廠房，以滿足急增的需求。

整體來說，印度經濟正在經歷一種範式轉移：從非正規行業到正規行業，從現金到數碼化，從進口到本土製造。

另一方面，印度正在將實體和數碼基建升級，並聚焦於能源轉型，以減少依賴化石燃料。我們認為減少依賴化石燃料，將有助釋放能源轉型的投資機會，降低石油進口開支，並進一步促進印度的宏觀穩定性。

我們現在將仔細分析這些發展如何為投資者締造新機遇。

<sup>1</sup>資料來源：環亞經濟數據、印度電訊管理局，截至 2023 年 7 月。

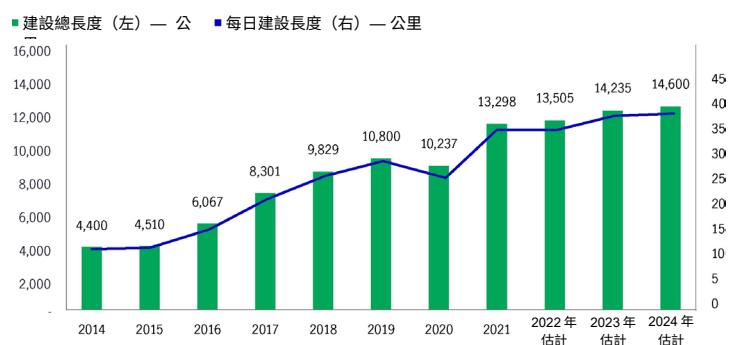
## 投資機遇

過去十年，印度的數碼和實體基建有明顯改善。

擴展數碼基建是正規化進程的核心，為「JAM 三位一體」政策和印度的數碼支付革命提供支持。印度自 2016 年開始推出 4G 技術以來，已由一個高速無線寬頻覆蓋率甚低的國家，發展成 4G 網絡覆蓋全面，並擁有 10 億智能手機用戶的國家。目前印度是全球每名用戶數據使用量最高的國家之一，每名用戶於每月的使用量為 17 個十億位元組 (GB)<sup>1</sup>。另外，當地於 2023 年開始 5G 網絡建設，並可望在 2025 年底前於主要城市完工。

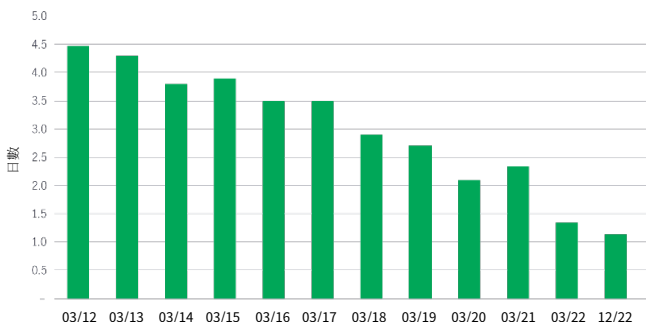
同樣，作為供應面政策措施的一部份，實體基建有重大改善。印度加快公路建設步伐，並加大當地的港口容量（圖 12 和 13），這些發展均有助緩解物流瓶頸，並降低物流成本。

圖 12：公路建設步伐加快，建設總長度亦有所增加



資料來源：PIB、印度道路運輸及公路部 (MoRTH)、印度國家公路管理局 (NHAI)、Kotak Institutional Equities 估計，截至 2023 年 7 月。上述資料可能包含日後預計發生的事件、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。概不保證有關事件將會發生，未來事件可能與本文所述出現顯著差異。

**圖 13：自 2012 年以來，貨櫃船平均滯港時間（日數）顯著減少**

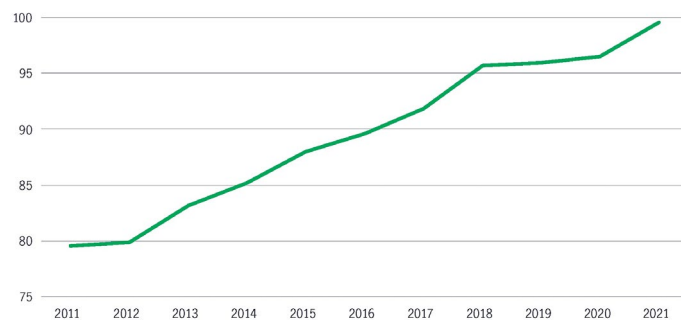


資料來源：印度航運部（Ministry of Shipping）、Kotak Institutional Equities，截至 2022 年 12 月。

印度將在 2024 年開通專用貨運走廊，是另一項具標誌性意義的事件，有關走廊將新增 7,000 公里的專用貨運軌道，並採用雙層裝載（double stacking）技術，有望將運輸成本佔國內生產總值的比重再降低 200 個基點。

印度對發電、輸電和配電的投資，亦使住宅和工業用電供應顯著改善（圖 14）。

**圖 14：電力供應顯著改善（佔用電力人口百分比）**



資料來源：世界銀行，截至 2021 年。

### 新基建帶來嶄新業務模式和投資機會

印度改善實體和數碼基建，並與商品及服務稅和 JAM 三位一體政策等正規化改革相輔相成，已大幅提高當地經濟的生產力和增長潛力。此外，統一支付介面（unified payment interface, UPI）等政府措施帶動數碼交易增加，並減少現金使用率。

另外，有關措施亦增加交易的數碼足跡，可望降低信貸審批程序的成本，因而為食品、物流、電子商貿和金融服務等服務領域創造新機遇，並引入數碼主導的業務模式。

以上情況亦削弱了許多發展成熟的現有企業的網絡優勢，因為廣泛的數碼覆蓋範圍及互通的平台，能夠讓新的市場參與者接觸眾多客戶，並有機會以較低的交易摩擦和成本爭取市場份額。我們預計：

- 現時，外賣送遞和快速商貿（quick commerce）等「超地方化」（Hyperlocal）企業可建立具有高度適應性的業務模式，以高頻率改變庫存水平、配送半徑範圍和配送合作夥伴選擇。透過掌握客戶智能手機的數據分析，這些公司可就繁忙及非繁忙時間的需求作出應對。

- 新物流企業正在冒起，它們利用大數據分析和大型倉庫營運，生產力相當於目前標準約三倍。這個情況帶來進一步影響，因為物流成本降低有助擴大電子商貿平台的覆蓋範圍，並增加整體潛在市場的規模。
- 目前，傳統貸款機構和金融科技平台透過向個人客戶和小型企業提供新貸款，以及利用高頻支付數據和商品及服務稅紀錄，擴大信貸市場，在毋須犧牲信貸質素的情況下，以低成本爭取市場份額和客戶。
- 在 2019 財年至 2022 財年期間，無擔保信貸的複合年增長率約為 29%，儘管如此，體系內所報告的資產質素正逐步改善。信貸供應改善和印度的年輕人口結構可望支持消費需求，特別是對較高級和非必需消費領域的需求。
- 現時數碼保險平台與新世代保險公司合作推出創新產品，以降低客戶成本，同時提高保險業滲透率。

### 服務業的數碼顛覆及資產型企業整合

自 2017 年以來，印度經濟經歷多次市場顛覆性事件。然而，隨著經濟邁向正規化（大額鈔票改革、商品及服務稅、房地產規管法（RERA）和新冠肺炎疫情），行業已出現第一階段整合，隨著較小型／無組織的企業被淘汰，多個行業的大型企業成功搶佔市場份額。這股趨勢可見於房地產、建材、乘用車、航空和電訊業，而這些行業通常需要作出大量固定資產投資。

與此同時，受惠於新業務模式，顛覆行業發展的公司正把握印度經濟轉型所衍生的效率，從許多輕資產行業的現有企業手中搶佔市場份額。這些公司透過製造業激勵措施，藉數碼主導的分銷渠道及製造業新投資獲益。

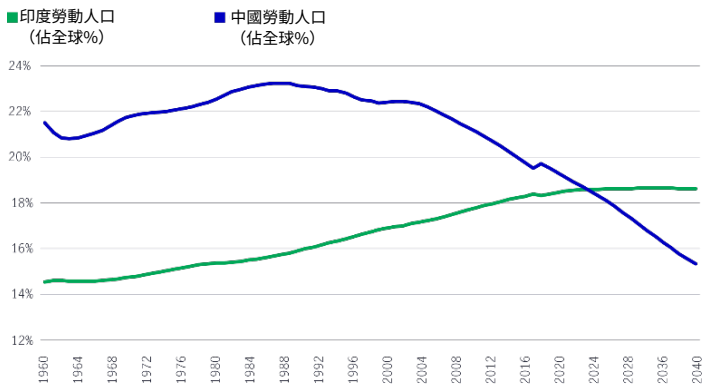
平台和直接面對消費者的品牌正為多個領域帶來顛覆性影響，例如空調、日常消費品和非必需消費品（汽車除外）、裝飾塗料和家居裝修。現有企業的投資步伐一向落後，而且寧可選擇盡量提升回報率。因此，它們成為更創新、更高效和資本充裕的新世代企業的競爭目標。

### 城市化發展可望持續

我們預期印度的城市化趨勢將會持續，並透過主要增長動力加快發展。資本開支和製造業投資增加令基建改善，將為更多城市帶來支持。

隨著更多環球資本在印度投資，追求蓬勃發展的印度年輕一代可望獲得較高薪職位。過去兩年，越來越多國際企業在印度成立知識型外判服務中心，刺激服務出口大幅增長。預計在 2027 年底前，印度將超越中國成為全球勞動人口比例最高的國家（圖 15）。根據印度全國抽樣調查辦公室（NSSO）、環亞經濟數據和聯合國估計，印度將有 10% 的人口在未來 15 年實現城市化發展。

圖 15：印度對比中國：勞動人口百分比

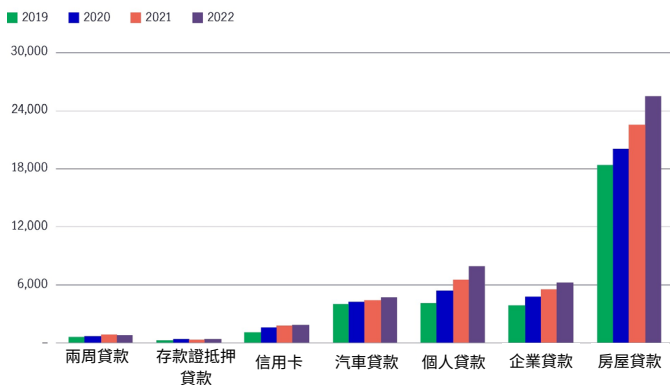


資料來源：聯合國、Axis Capital，2021 年 11 月；2021 年以後的數據屬估計。上述資料可能包含日後預計發生的事件、目標、管理規定或其他估計所作出的預測或其他前瞻性陳述。概不保證有關事件將會發生，未來事件可能與本文所述出現顯著差異。

鑑於住屋需求增加（圖 16），將對非必需消費、汽車和房地產業帶來正面影響。越來越多核心家庭推動信貸需求，亦應有利金融業發展。

圖 16：房屋貸款是最大的信貸範疇

房屋貸款佔組合最大比重



資料來源：CRIF，銀行和非銀行金融公司的未償還零售貸款組合，截至 2023 年 3 月止財年底（10 億印度盧比）。

## 印度透過能源轉型減少依賴化石燃料

印度的增長屬於能源密集型，當地過去一直依賴化石燃料，當中有大部份來自進口。因此，若要實現可持續增長，就必須轉用可再生能源。

為擴大印度的綠色能源產能，當地政府制訂進取的目標：在 2032 年底前設立 596 千兆瓦的可再生能源裝機容量，即相當於目前 176 千兆瓦裝機容量的三倍以上<sup>2</sup>（圖 17）。因此，預計綠色能源發電的佔比將由目前的約 23% 增至 44%，幾乎增加一倍<sup>3</sup>。

圖 17：印度的可再生能源發電目標進取

年份	可再生能源發電量
2017	16.5%
2018	17.5%
2019	19.1%
2020	21.2%
2021	21.7%
2022	21.7%
2023	22.6%
2030	44.3%

資料來源：印度中央電力管理局（Central Electricity Authority）《國家電力規劃》（National Electricity Plan），2023 年 5 月。可再生能源發電量以佔總發電量的百分比列示。上述資料可能包含日後預計發生的事件、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。概不保證有關事件將會發生，未來事件可能與本文所述出現顯著差異。

為應對增長所需的電力需求與日俱增，以及氣候變化問題的憂慮加劇，提高可再生能源的發電量和裝機容量勢在必行。我們認為相關投資機會總值超過 2,000 億美元<sup>4</sup>。因此，對資產擁有人（公用事業）和設備供應商來說，這個領域存在持續演變的重大機遇。

<sup>2</sup>資料來源：[https://cea.nic.in/wp-content/uploads/resd/2023/07/Broad\\_overview\\_of\\_RE\\_Generation\\_June\\_2023.pdf](https://cea.nic.in/wp-content/uploads/resd/2023/07/Broad_overview_of_RE_Generation_June_2023.pdf)

<sup>3</sup>資料來源：[https://cea.nic.in/wp-content/uploads/notification/2023/06/NEP\\_2022\\_32\\_FINAL\\_GAZETTE\\_English.pdf](https://cea.nic.in/wp-content/uploads/notification/2023/06/NEP_2022_32_FINAL_GAZETTE_English.pdf)

<sup>4</sup>資料來源：宏利投資管理分析，2023 年 8 月。

以上機遇與建立和製造可再生能源設備有關：例如，印度政府最近推出價值 300 億美元的輸電計劃<sup>5</sup>。此舉可望被視為關鍵一步，支持印度實現在 2032 年底前生產 596 千兆瓦的非化石燃料能源目標。

新輸電系統可望成為確保更潔淨能源供應的主要催化劑，並將在 2032 年底佔印度全國總裝機容量的 66%。該系統亦反映當地滿足能源安全需要的決心，同時意識到實現氣候變化目標的需求，從而維持可持續經濟增長。

此外，印度輸電和配電業存在持續演變的重大機遇。由於可再生能源發電中心以太陽能、風能和水資源運作，故將需要高壓輸電線路作遠距離電力輸送。

財政狀況穩健容許政府為電動車業提供補貼，使其更加合理化。然而，電動車發展已改變兩輪車的行業環境。我們預期乘用車、小型商用車和公共汽車領域將出現明顯變化。這將為汽車和汽車配件行業帶來若干投資機會，因為企業更願意接納技術合作，並作出相應投資。

### 新興的「5D」發展趨勢可望重塑不同行業的經營環境，衍生出贏家和輸家

源於以上主要增長動力的相關主題應可締造潛在投資機會。與此同時，在行業變革下進行投資需要運用與別不同的思維。

這些主題來自為潛在的投資公司帶來機遇和挑戰的相關動力。我們以「5D」發展趨勢框架劃分這些動力：數碼化（Digitisation）、去全球化（Deglobalisation）、減碳（Decarbonisation）、人口結構（Demography）及減赤（Deficit

Reduction）。在過去數十年，印度不少知名投資者藉經濟欠缺效率的趨勢為財富增值；展望未來，我們認為財富增值將源自透過創新、投資和市場定位把握印度市場效率提升的公司。

這是一個範式轉移。

我們將在下文剖析我們認為「5D」發展趨勢將如何推動各行業的變革。我們亦會為投資者分析主要投資機會來源，並闡述潛在風險。

### 數碼化：現金不再成為主流

在上一部份，我們解釋了數碼業務模式如何透過降低客戶取得服務的成本顛覆龐大的市場，例如食品、物流、小額貸款及保險業，從而提升互動參與及交叉銷售。

有關顛覆顯而易見，但市場卻忽略這些公司的投資類型，以及其只須逐步作出小額投資，便可達至規模效益的事實。我們認為市場憂慮利潤或現金流下降沒甚可取之處，在某些情況下更可能帶來負面影響。我們估計營運槓桿在未來兩至三年應可發揮作用，帶動利潤和現金流顯著增長。此外，在高息環境下，新的市場參與者進一步顛覆市場的能力已被削弱。

事實上，我們認為在資本配置方面存在風險。隨著公司現金流由貧乏轉為充裕，管理層必須明確制定相應政策，我們預期這些公司的營運現金流在未來兩至三年將可超逾資本開支。

<sup>5</sup>資料來源：<https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-12-08/india-unveils-30-billion-plan-to-upgrade-grid-for-clean-power>。

## 去全球化—重構供應鏈

鑑於全球各國致力推動本土製造業，西方國家亦試圖擺脫對中國的依賴，以「降低風險」並使供應鏈「多元化」，當前的地緣政治環境為其他製造業市場創造機會，以填補缺口。

由於印度的稅收穩健，政府能夠為當地製造業提供稅務減免和優惠，以減少鐵路、國防及電力等關鍵基建的進口依賴。與此同時，環球企業亦試圖在印度國內直接生產，替代進口，並以印度作為出口基地，實現供應鏈多元化。

全球及當地發展趨勢均有利印度本土製造業，支持其價值份額持續增長。

我們發現部份投資者對印度能否達至中國的規模或效率抱持懷疑態度。我們認為印度的基建已大幅改善，無論是由政府、環球企業或國內公司推動，提升印度生產已成為一項策略目標。

隨著時間推移，印度在勞動力供應和成本方面都變得更具競爭力。鑑於西方國家的勞工市場緊張，我們相信印度在汽車配件、化工品、電器和電子產品，以及非資訊科技服務方面的製造業發展之路仍然漫長。

我們認為這個主題存在一些外部風險：其他致力提升市場份額的國家可能會任由貨幣貶值，從而降低國內市場的生產成本。縱然有此風險，我們認為印度的生態系統不斷發展，應可支持本土製造業，使其更為穩固。

## 減碳—共創綠色未來

印度必須分散能源組合，擺脫價格大幅波動的進口化石燃料，方可實現可持續增長。為此，我們預期政府、國有公用事業公司和民營企業將對可再生能源和綠色能源進行大量投資。

此外，預期公用事業領域將展現重大投資機會，這些公司正逐步將現有業務的資金轉投太陽能、風能、水力發電及綠色氫能項目。其他機會包括零部件及設備供應商，以及輸電與配電設備領域。

我們發現投資者抱猶豫態度參與公用事業投資，主要由於這些公司的利潤大多來自燃煤項目。我們預料在未來十年，有關企業和印度的發電容量組合的化石燃料與可再生能源比例，可能會由約 60:40 調整至 34:66，有利於可再生能源發展。因此，我們選擇摒棄過去，放眼未來。

我們認為電動車轉型將成為一個核心主題，兩輪車領域的變化最為明顯，但由於現時的充電基建設施不足，投資者對四輪車和小型商用車領域的前景存疑。

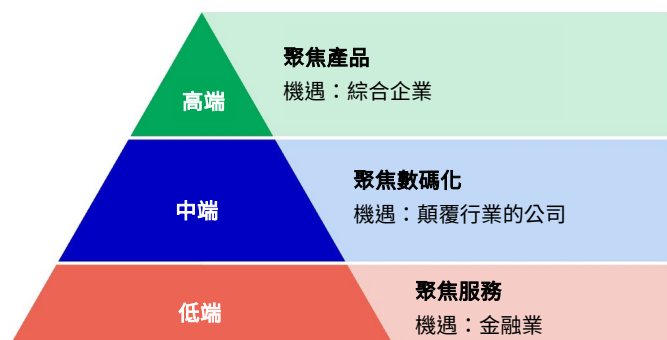
當我們分析印度多家大型汽車集團擬於 2025 年以後推出的電動車計劃，以及其相關投資和合作項目，包括採購電池以至投資於充電基建設施，我們認為印度的乘用車市場已作好準備應對顛覆，有望在未來三至五年孕育出新的市場龍頭。簡而言之，印度的顛覆主題將以兩輪車市場拉開序幕，參與挑戰的公司將投資新技術，從力求保護利潤和回報率的現有企業手中搶佔市場份額。

我們認為這個主題存在一些外部風險：畢竟，太陽能的基本組成部份是多晶矽；電池的基本組成部份是鋰。印度仍須依賴從其他地區進口這些原材料。話雖如此，我們相信印度將可繼續平衡管理地緣政治風險，同時促進減碳。

**人口結構**—*高端聚焦產品，中端聚焦數碼化，低端以服務為主*

標題概述我們看好的消費領域（圖 18）。

圖 18：不同消費範圍的機會



資料來源：宏利投資管理分析，2023 年 8 月。

**高端消費方面**，我們看好消費者購買的產品，例如汽車、珠寶、烈酒及房地產等。這些行業已進行整合，企業的競爭地位顯著提高。

耐用消費品、服裝和食品服務等領域的**中端消費**正面對重大顛覆。新企業正透過產品創新和數碼化接觸消費客群，從而提高互動參與及錢包份額，搶佔現有企業的市場份額。我們看好高度聚焦數碼化的顛覆性企業，例子包括外賣送遞服務、快速商貿、支付處理及網上保險。

**印度低端市場**。主要是小型企業或從事服務業的僱人士。儘管業務規模較小，但大多具有良好的投資回報。能否取得足夠資金以擴大業務規模，是這個市場面對的挑戰。大型銀行避免批出小額貸款（即低於 100 萬印度盧比的貸款）。然而，隨著數碼交易增加、數據可用性提升，加上基礎設施改善，令放貸、評估及收回貸款成本下降，促使一些規模較小的銀行、非銀行貸款機構及數碼貸款機構在這個龐大的市場分一杯羹。我們認為這種金融服務普及化對小型企業及其貸款機構來說均屬正面。物流作為電子商貿發展的代表，可能是一個選擇。

**減赤**—*存款將何去何從？*

正如我們在上文所述，財政及經常帳赤字正在減少，令存款增加。部份存款可推動高端非必需品的增長，餘下存款則應會存入銀行及保險公司等機構，或投資於房地產和資本市場。我們認為高端非必需消費品、存款機構（銀行、保險公司）、財富管理公司及房地產領域將開始出現結構性反彈。

圖 19：存款推動經濟變革



資料來源：宏利投資管理分析，2023 年 8 月。

我們在上文已詳細探討所看好的消費類別。此外，我們認為當地流動資金的可用性將對存款公司（例如銀行和保險公司）、房地產和資本市場帶來正面的結構

性影響。事實上，當地資金流成為支撐印度股市的重要來源，詳情請參閱下一部份。圖 20 總結本部份的一些主要研究結果。

圖 20：數碼化、去全球化、減碳和人口結構對不同行業的影響

行業	數碼化	去全球化	減碳	人口結構
消費 (汽車除外)	<ul style="list-style-type: none"> <li>電子商貿平台削弱傳統分銷的優勢。日常消費品、耐用品和零售業方面，直接面對消費者 (D2C) 品牌利用數碼營銷顛覆現有品牌。</li> <li>低滲透率為外送服務和電子商貿領域的創新消費平台提供機遇。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>消費耐用品、電器產品和建材業方面，激勵措施推動本土製造業增長，將會加劇行業競爭。</li> <li>重置成本偏高惠及現有資產型企業，例如航空、醫院、電訊、房地產業。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>耐用品和電器產品領域的創新和能源效益產品將展現機遇。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>年輕客戶群較願意作出新嘗試、摒棄品牌忠誠度的觀念，而且較偏好嶄新的 D2C 品牌。</li> </ul>
汽車		<ul style="list-style-type: none"> <li>保護主義政策應會使當地電動車原設備製造商受惠。</li> <li>印度零部件供應商的出口機會增加。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>對眾多具備合適產品的市場參與者而言，電氣化發展有助改善其增長機會。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>對生活有追求的年輕一代將推動多功能汽車的需求，並增加每輛車的配備內容 (content per vehicle)。</li> </ul>
金融	<ul style="list-style-type: none"> <li>增加數碼支付和降低客戶取得服務的成本，將擴大潛在信貸市場並提高金融服務普及程度。</li> <li>有機會運用數碼覆蓋範圍提高保險和投資產品的滲透率。</li> </ul>			<ul style="list-style-type: none"> <li>數碼原生代和有追求的印度年輕一代將為無抵押信貸創造機遇。</li> <li>持續增長的小型企業將刺激小額貸款需求增加。</li> </ul>
工業 (本土)	<ul style="list-style-type: none"> <li>增加數據中心的資本開支將為工程企業帶來新機會。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>加推本土製造業激勵措施；改善資本開支周期和訂單。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>能源組合轉向可再生能源將降低熱能資產的價值。</li> <li>可再生能源資本開支、具能源效益的基建和電動車充電網絡均支持當地資本開支周期改善。</li> </ul>	



## 出口（製造業）

- 隨著環球企業將生產線分散至中國以外地區，本土工程和特種化學品公司的訂單持續增加。
- 全球電動車和可再生能源的發展為汽車零部件、工程和特種化學品公司帶來機遇。
- 印度的勞動人口比例最高，而且製造業工資具競爭力，使當地得以搶佔全球出口市場份額。

## 出口 （資訊科技服務）

- 生成式人工智能發展可能減少收入並增加內包。

資料來源：宏利投資管理分析，2023 年 8 月。

## 市場結構和背景

在過去三年，印度是亞洲表現最佳的市場之一。其出色表現由多項因素推動：國內生產總值增長強勁、宏觀經濟背景出現結構性改善、企業盈利強韌，以及當地投資者不斷增持股票。我們相信目前仍然是印度股市的入市良機，可把握當地強勁的長期財富增長潛力。

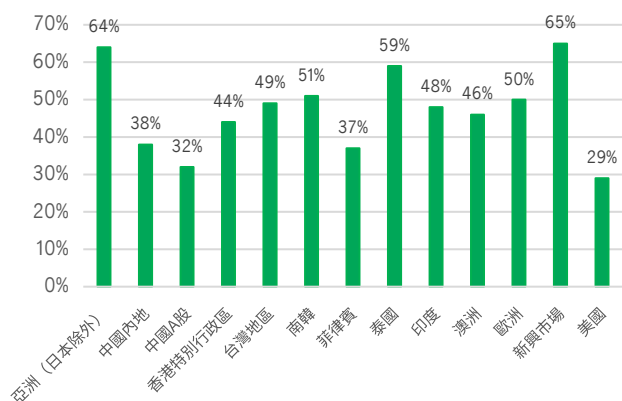
此外，我們認為中小型股應蘊含重大機遇，並可望進一步擴展，從而增加市場的深度和廣度。

相對部份主要地區市場，印度股市的相關性偏低，意味著當地不僅提供分散整體投資組合的優勢，亦可受惠於地區以至全球的結構性增長主題（圖 21）。

## 估值 — 公認的增長主題和強勁當地資金流提供支持

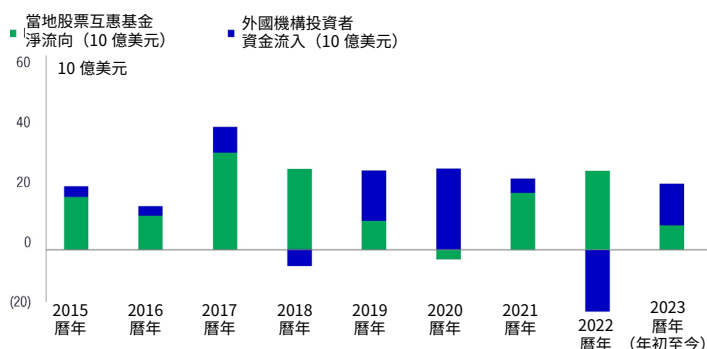
儘管印度市場在 2022 年、油價衝擊後及 2023 年初均反覆波動，但在過去三年仍然是區內表現最佳的市場之一，目前估值接近五年中位數。基於周期性，黃金經濟環境的宏觀因素（經濟增長強勁、通脹降溫、經常帳赤字和國際收支平衡強勁）仍有擴張空間。我們預料印度將錄得可觀的新興市場資金流入，以參與公認的強勁增長主題。儘管環球市場的外資流向略顯波動，但隨著經濟正規化、收入上升及金融體系存款增加，當地資金流（圖 22）已成為市場結構性支持的重要來源，有助提升估值（圖 24）。

圖 21：MSCI 明晟印度指數與其他市場的相關性



資料來源：高盛全球投資研究部，2023 年 8 月。

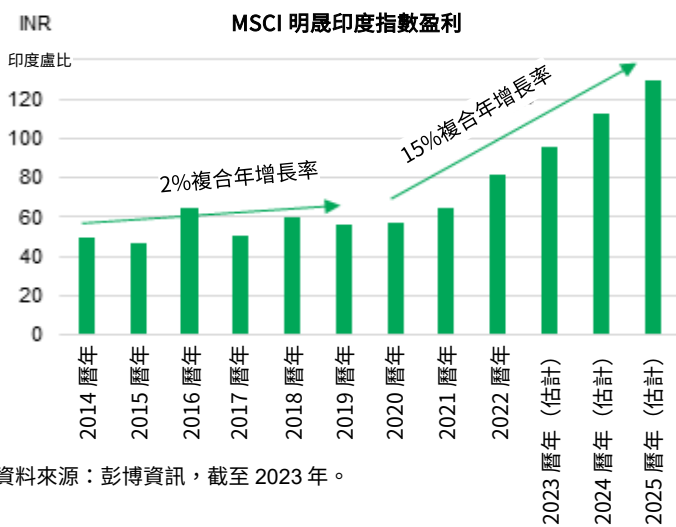
圖 22：股市資金流入 (2015 年至 2023 年，年初至今)



資料來源：印度互惠基金協會 (AMFI)、印度統計和計劃執行部、彭博資訊、宏利投資管理估計，截至 2023 年 8 月。註：自 2018 年起，套戩資金流數據並不計入當地資金流。

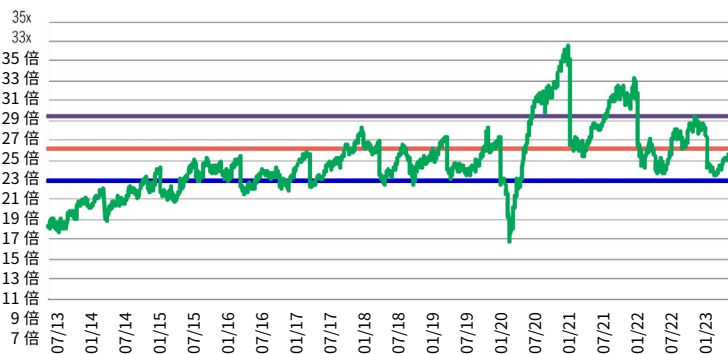
上述資料 (圖 22 及圖 23) 可能包含日後預計發生的事件、目標、管理規定或其他估計所作出的預測或其他前瞻性陳述。概不保證有關事件將會發生，未來事件可能與本文所述出現顯著差異。

圖 23：預計印度盈利增長步伐將會加快



資料來源：彭博資訊，截至 2023 年。

圖 24：MSCI 明晟印度指數市盈率估值 (2013 年至 2023 年)



資料來源：彭博資訊，截至 2023 年 7 月。註：5 年中位數 = 22.2 倍。低 1 個標準差 = 19 倍。

## 總結

數碼化為推動製造業擴張的經濟正規化及再投資政策提供支持，其主要動力已紮根於印度經濟增長議程之中。

有關成效已開始浮現：資本開支和工業訂單明顯改善、經常帳赤字收窄，通脹狀況亦轉趨穩健。我們亦相信，結構性改革將令印度經濟更具效率、生產力和韌性。強勁的主要增長動力創造多個新主題和投資機遇，有望助投資者實現財富增值。

誠然，印度在過去三年透過結構性改革和政策扶持，應對各項宏觀挑戰，包括新冠肺炎疫情和 2022 年的能源價格衝擊。印度外債偏低，加上家庭、企業和政府財政狀況穩健，而且央行政策立場保守，避免經濟體系出現過剩情況，是支持當地表現強韌的原因。這亦有助保障當地貨幣前景，容許政府維持龐大的外匯儲備。宏觀環境強韌亦支撐著國內外資金流動和估值的強勁勢頭。

從周期性角度來看，印度宏觀經濟背景亦顯得相當穩健：增長、通脹和外貿結餘動力均利好。我們認為受龐大投資所推動，最新國內生產總值數據優於預期，並符合經濟議程。

印度經常帳赤字接近零，過去兩季的國際收支平衡錄得正數。此外，隨著全球企業擴大知識型外判和諮詢服務的業務，服務業貿易順差強勁，為經常帳帶來支持。再者，海外投資者積極參與印度的增長投資主題，令資金流動維持強勁，有利當地的整體國際收支平衡。印度中長期增長趨勢保持強勁，故我們預料當地在新興市場資金流所佔的份額將會提高。

我們仍然看好印度的長期結構潛力，並認為投資方針須就上述變革作出修正。另一方面，我們認為在眾多行業中，能夠把握市場格局變化和顛覆現有傳統企業的公司，日後將可實現財富增值。我們已於上文詳述有關內容，並致力以「由下而上」的研究程序把握這些機遇。

## 附錄：

### I. 主要政策改革詞彙：

- **商品及服務稅 (GST)**：商品及服務稅於 2017 年實施，旨在以全國統一稅率取代各邦不同的稅務架構，從而改善稅務合規情況，並提高政府的徵稅能力。
- **「JAM 三位一體」 (JAM Trinity) 政策**：「JAM」代表銀行帳戶 (Jan Dhan)、唯一身份證號碼 (Aadhaar) 和流動電話 (Mobile phone)。JAM 三位一體政策基本上允許每名印度公民擁有一個唯一身份號碼，可用於開設金融帳戶。因此，政府可以進行直接轉帳、增加正規金融業人員數目，並透過流動網絡推動進程。
- **生產獎勵計劃 (PLI)**：生產獎勵計劃於 2020 年 3 月針對三個行業推出，為國內外公司在印度境內設廠生產提供稅務優惠。自推出以來，獎勵計劃已擴大至 14 個行業。
- **修訂《破產法》**：法案於 2016 年通過，旨在制定跨地區的統一法規。

### II. 宏利投資管理自 2020 年以來有關印度股票刊物

2020 年 4 月 29 日

[印度：儘管短期挑戰明顯，但長遠前景仍然吸引](#)

2020 年 7 月 24 日

[印度處於變革的十字路口](#)

2020 年 10 月 5 日

[印度經濟復甦之路](#)

2021 年 2 月 11 日

[2021 年前景展望系列：印度股票](#)

2022 年 3 月 25 日

[印度經濟的優勢](#)

## 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。