

摘要

1、印度经济

印度的经济发展经历了殖民统治时期、计划经济体制、放松经济管制、市场经济改革四个时期。

从经济总量来看，2022年印度名义GDP为3.3万亿美元，排在美国、中国、日本、德国之后，位于世界第五，但印度的人均GDP仍处于世界较低水平。从经济结构来看，服务业是拉动经济的主要支柱，近年来制造业也有所起色。

2、印度股市

自1995年以来，印度股票市场上涨了约17倍，并在2023年底总市值突破4万亿。

行业层面，2008年金融危机以来，印度股市中信息技术、可选消费、主要消费、医药板块相对占优；近一年来，印度股市中可选消费、电信服务、医药板块相对占优。

公司层面，印度长期代表牛股有塔塔咨询服务公司、马鲁蒂铃木公司、Larsen & Toubro。

3、未来展望

展望后续，印度值得关注的产业配置线索，一则，后来居上行业，例如传统基建、数字基建、汽车和电子制造业；二则，传统优势行业，例如IT服务业、金融服务业。

4、风险提示

印度经济发生重大变化；印度产业发展不及预期；印度股票市场制度变化。

目录

CONTENTS

01 印度经济

02 印度股市

03 未来展望

04 风险提示

01

印度经济

- **殖民统治时期（1757年-1947年）**：英国对印度进行殖民统治，对印度的政治、经济和社会生活从深度干预演进为直接统治，并推行了一系列改革和政策，如土地改革、税收改革、教育改革等。这些改革在一定程度上促进了印度经济的发展和进步，但同时引发了印度人民的反英情绪和民族主义运动。
- **计划经济体制（20世纪50年代初至70年代末）**：本阶段是印度经济的起步和发展阶段。印度政府在农业方面推行“绿色革命”，扩大粮食产量，重点发展工业，对外实行贸易保护主义，实行进口替代，保护民族工业，严格控制外汇，限制外国资本流入。本阶段实施扩张性财政政策，赤字激增，外债不断扩大。

表：印度经济发展的重要时间阶段

所处阶段	事件	时间	主要内容
殖民统治时期	普拉西之战	1757年	英国以获胜告终，标志着英国对印度的殖民统治的开始。
	印度民族大起义	1857年	印度人民发动的一次大规模的反英起义，英国对印度政策的调整。
	废除东印度公司	1858年	英国政府废除了东印度公司，开始直接统治印度。
	独立	1947年	印度独立，结束了英国对印度的殖民统治。
计划经济体制	尼赫鲁上台	1948年	尼赫鲁政府实施了一系列经济政策，推动印度经济的增长。
	计划经济改革	1955年	印度实行了社会主义计划经济，政府对经济进行了大量的干预。
	经济危机	1965年	印度经济出现大幅度下滑。
	再次经济危机	1971年	经济再次大幅下滑，推动印度经济改革。

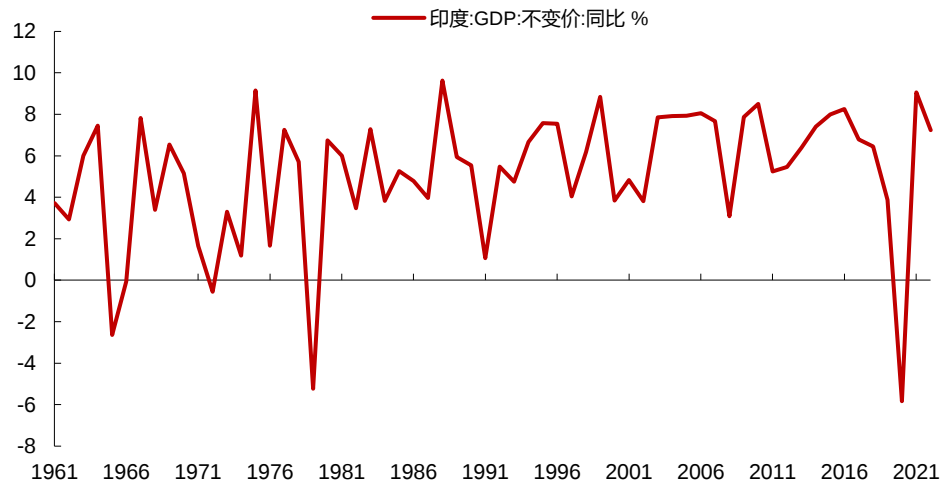
- **放松经济管制（20世纪80年代初至90年代初）**：本阶段印度政府继续推动扩张型财政政策，但对经济政策进行了调整，放松了对私营部门的限制，鼓励出口，逐步摆脱了经济缓慢增长的局面，GDP年增长率提到5.5%左右。
- **市场经济改革（20世纪90年代初至今）**：在1991年经济危机之后，印度开始推行经济改革，向市场自由化方向转变。本币卢比实现经常项目下自由兑换，鼓励私营经济发展，逐步扩大对外开放程度，取消出口补贴和进口数量限制，使其经济同国际经济接轨。这一系列的改革措施使印度经济步入良性发展阶段。

表：印度经济发展的重要时间阶段

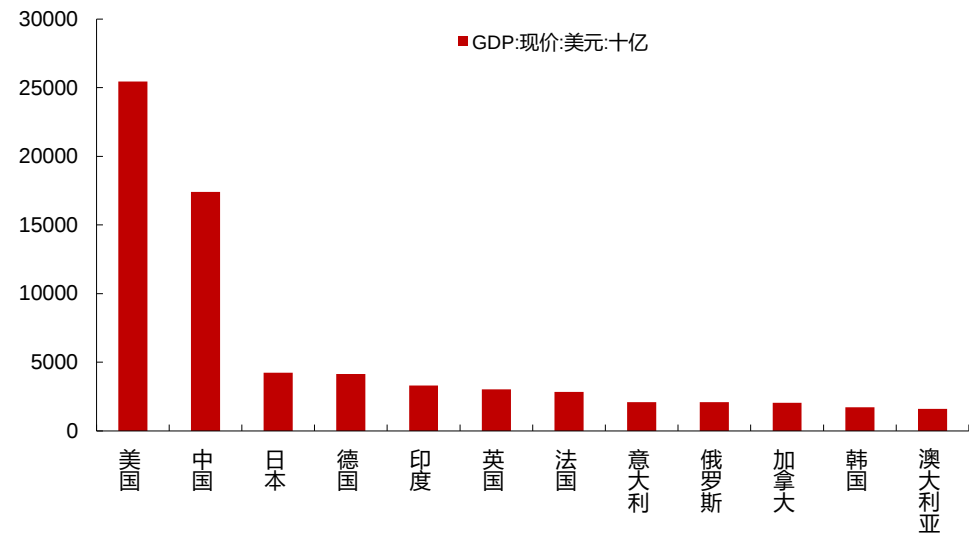
所处阶段	事件	时间	主要内容
放松经济管制	经济改革	1980年代初	印度开始尝试经济改革，对内放松管制，对外开放市场。
	经济问题频发	1980年代末期和1990年代初期	印度出现高通货膨胀、财政赤字和不良的公共债务等经济问题。
	经济危机	1991年	严重的经济危机促使印度政府开始进行深度的经济改革。
市场经济改革	拉奥上台	1991 年	拉奥政府实施了一系列经济政策改革，推动印度经济迈入良性发展阶段。
	印度证券交易委员会成立	1992年	印度股市进入高速发展阶段，逐渐成为世界新兴证券市场的代表。
	加入WTO	1995年	印度加入世界贸易组织（WTO），进一步开放了其市场。
	莫迪上台	2014年	莫迪政府实行了一系列的经济改革政策，如“国家制造业政策”、“数字印度”等。

- **市场经济改革后，印度近30年实际GDP增速较快。**观察近六十年印度实际GDP增速的情况，可以看到，在1960年-1980年（属于计划经济体制时期），印度平均年实际GDP增速为3.4%；在放松经济管制时期（1980年-1991年），印度平均年实际GDP增速为5.3%；在市场经济改革时期（1992年-2022年），印度平均年实际GDP增速为6.2%。
- **名义GDP角度来看，2022年印度处于世界前五的水平。**2022年印度名义GDP为3.3万亿美元，排在美国、中国、日本、德国之后，位于世界第五。

图：印度 GDP 实际增长率

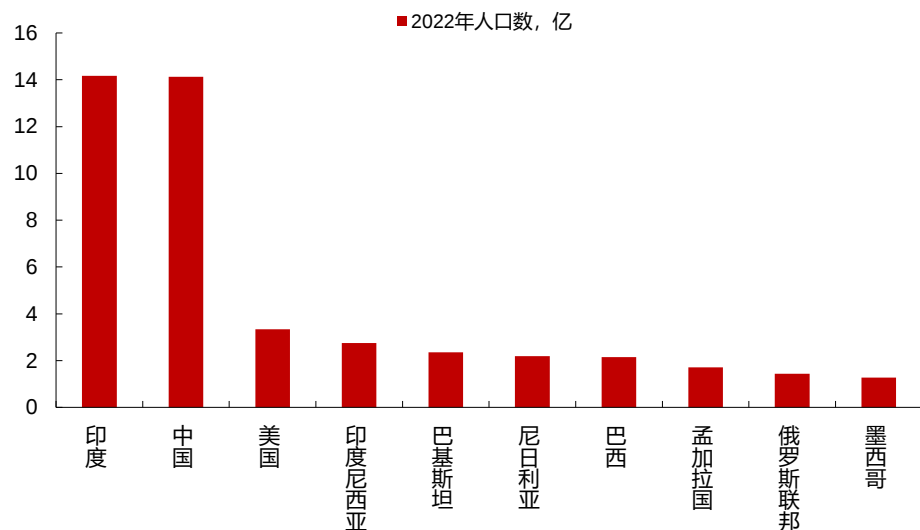


图：2022年名义GDP印度排名世界第五

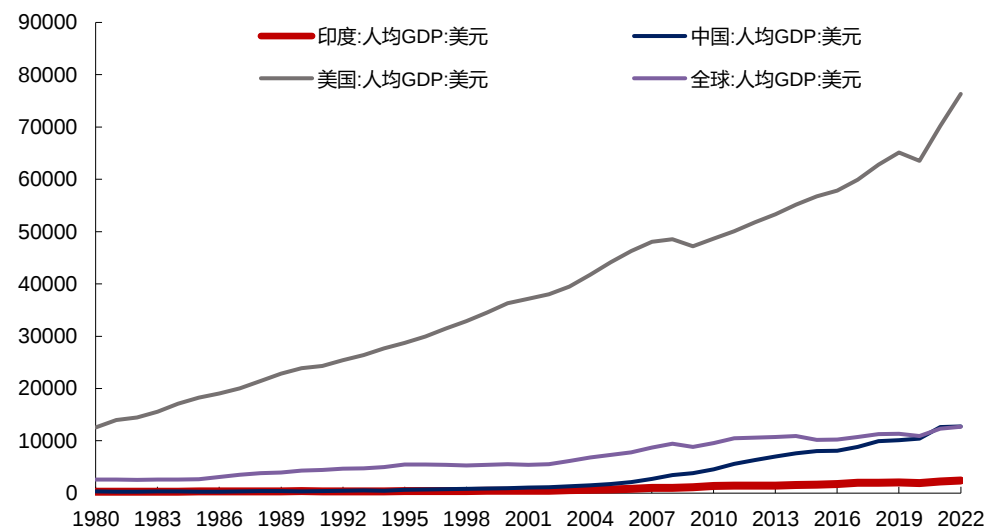


- **2022年印度的人口数量快速增长，人口数量较多。**根据世界银行数据，2022年印度人口数量达到14.2亿。人口基数大、生育水平高，人口增长惯性是推动印度人口快速增长的主要原因。
- **然而，由于人口数量多，印度的人均GDP仍处于世界较低水平。**根据世界银行数据，2022年印度人均GDP为2411美元，低于全球平均水平，2022年全球人均GDP为12688美元。1991年至2022年，印度人均GDP从304美元上升至2411美元，涨幅高达693%；同期中国人均GDP从359美元上升12720美元，涨幅高达3441%。

图：2022年人口数量前十大国家

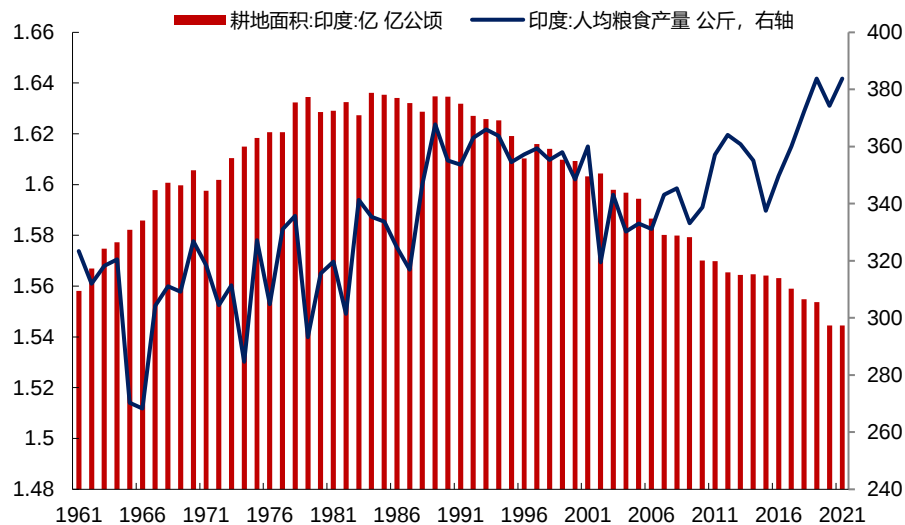


图：印度、中国、美国、全球人均GDP

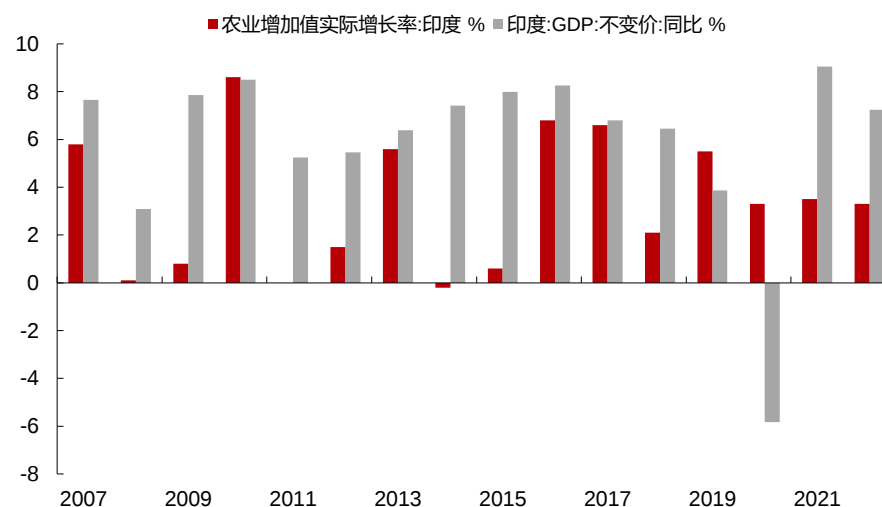


- **印度耕地面积较大，但一直处于下降的趋势中，人均粮食产量相对较低。**截至2021年，印度耕地面积达到1.54亿公顷，位于世界前列。但从上世纪80年代开始，印度的耕地面积已经开始逐年下降。此外，印度人均粮食产量在近二十年内有所增长，但仍低于国际公认的400公斤的粮食安全线。
- **农业对印度经济增长的贡献度降低。**对比印度农业增加值实际增长率和印度实际GDP增速，可以看到近20年来，绝大多数年份印度农业增加值的实际增长速率都低于其GDP的实际增长速率，农业对于经济增长的贡献在逐步降低。

图：印度耕地面积和人均粮食产量

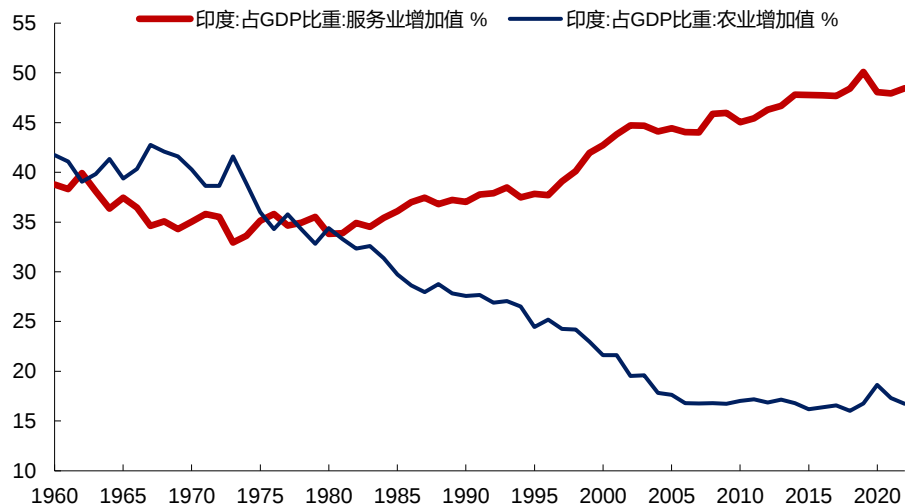


图：印度农业增加值增长率和实际GDP增长率

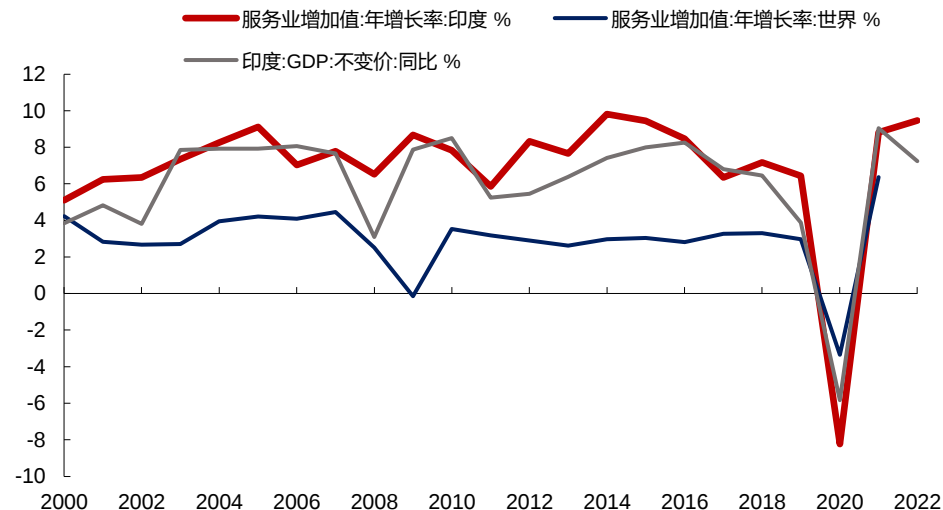


- **印度经济的主要支柱是服务业。**不同于一般经济体的产业转型，印度在发展完第一产业后，直接跳过了第二产业（工业化阶段），将第三产业发展成为了核心支柱产业。从GDP占比角度看，上世纪70年代之后，印度服务业占GDP的比重渐渐超过了农业占GDP的比重，成为拉动经济最主要的分项，截至2022年服务业占GDP的比重高达48%。
- **增速角度看，印度服务业近年来依旧保持较快的增长。**2021年印度服务业增加值的增速为8.8%，高于世界服务业增加值的增速6.3%。从历史数据来看，印度服务业增长速率在大部分时间中均高于世界水平，且高于印度实际经济增速。

图：印度服务业增加值占GDP比重

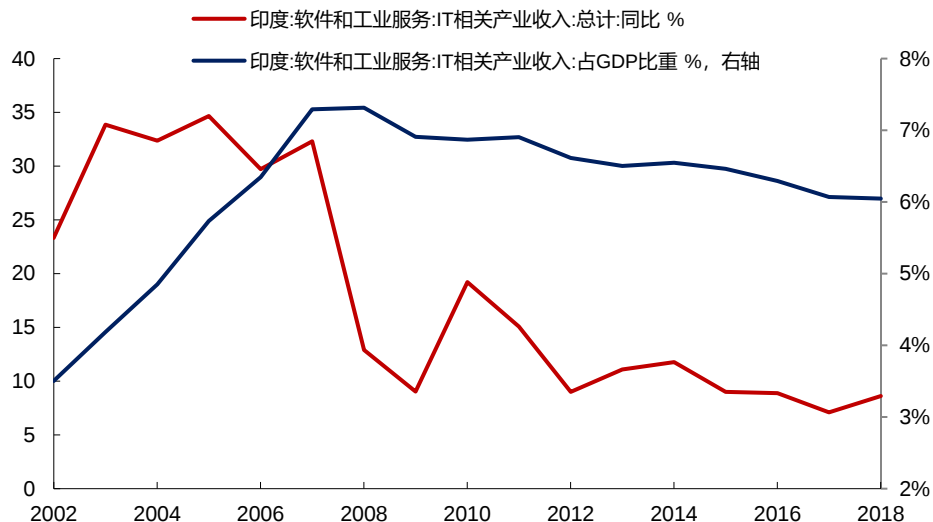


图：印度服务业增加值年增长率

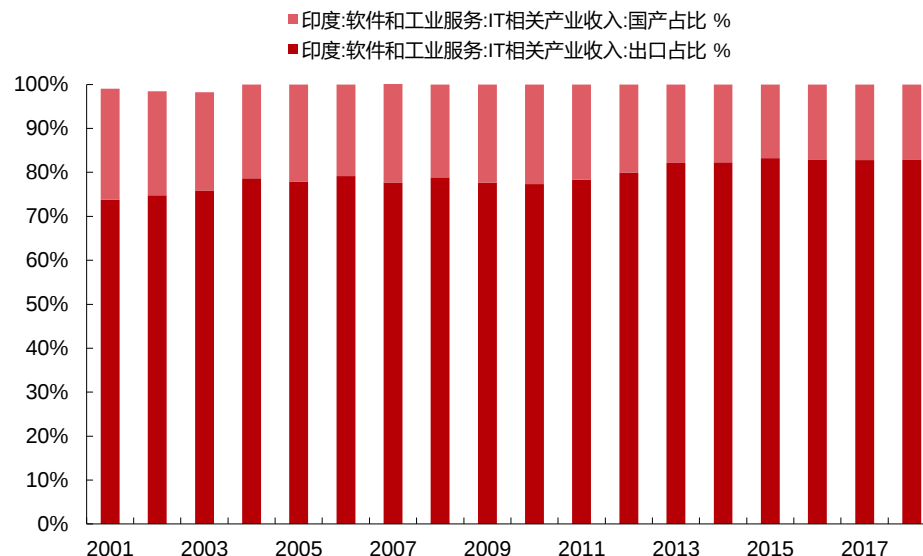


- **经济全球化的发展，使得欧美国家逐渐将一些服务业外包给其他地区。**印度作为人口大国，积极捕捉全球需求，抓住了服务业外包全球化的红利。一方面，英语是印度主要语言之一，在服务外包领域具有一定优势；另一方面，印度和美国时差在半天左右，能够较好匹配美国市场的夜晚时间。
- **客服外包和软件外包是支撑印度服务业走强的两大领域。**受益于廉价劳动力优势，印度率先通过客服外包获得全球市场的垂青，而软件外包则成为后起之秀，拉动其服务业快速增长。数据上，IT相关产业收入的增速在过去十年基本处于10%左右，占GDP的比重在2018年达到了6%，而2018年IT业务中83%的收入由其出口贡献。

图：印度IT相关业务收入增速和占GDP比重

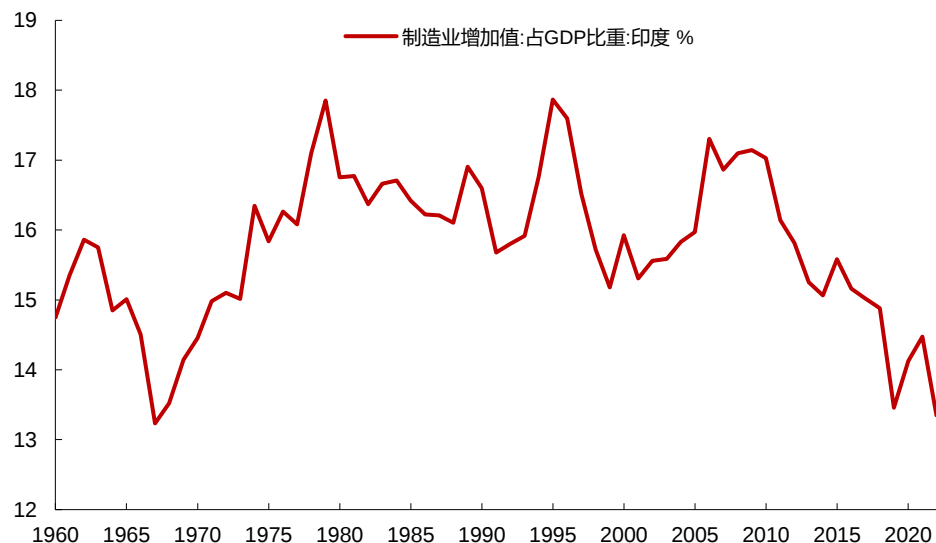


图：印度IT相关业务收入结构分布

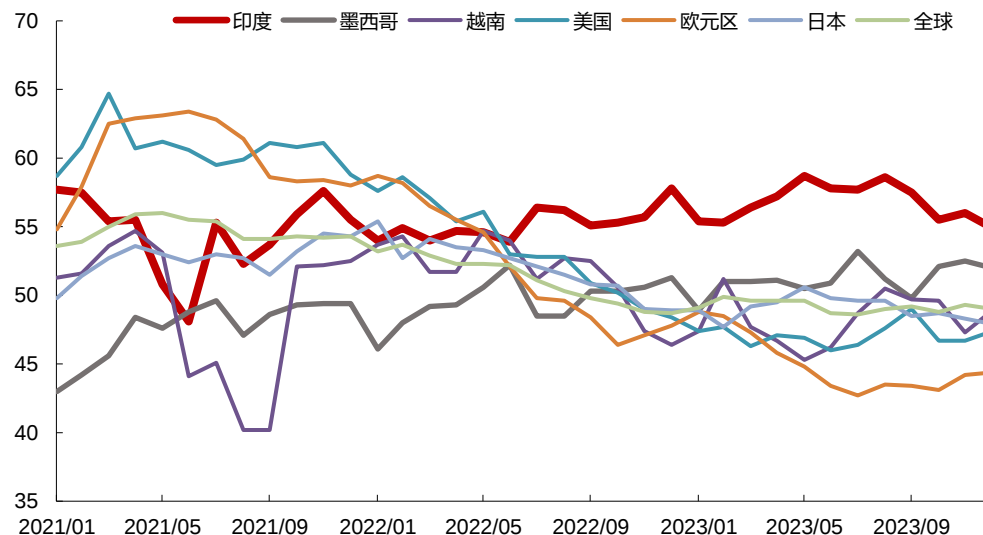


- 印度制造业并未实现莫迪上任时的目标，占GDP的比重反而有所下降。印度制造（Make in India）是莫迪在2014年9月提出的一项重要政策，其希望能够改善营商环境，吸引外资来印度投资制造业，以拉动经济，目标将印度制造业产值占到国民生产总值的25%。但从数据上看，2014年-2022年，印度制造业占GDP的比重从15%下降至13.4%，离预期的目标渐行渐远。
- 然而近两年来，印度制造业景气优势显现。2022年以来，全球制造业景气有所放缓，而印度制造业PMI基本维持在55左右。

图：印度制造业增加值占GDP比重

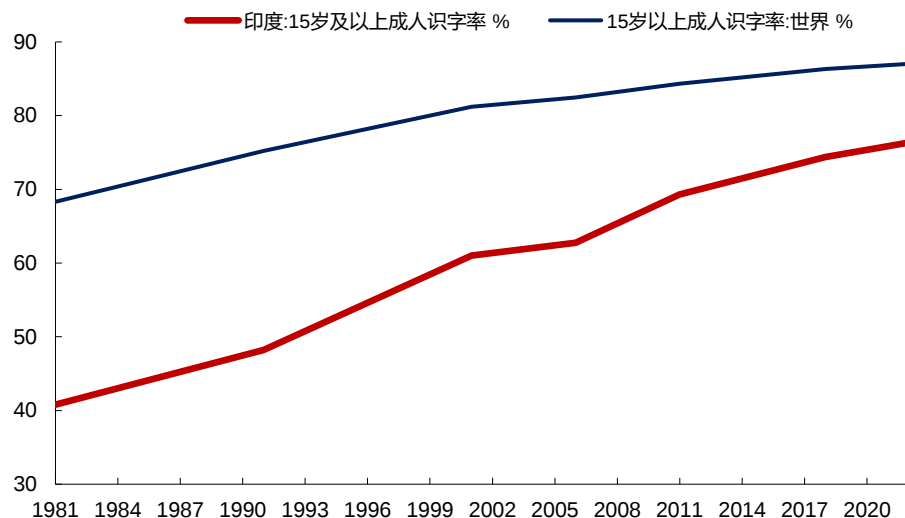


图：2021年以来各国的制造业PMI情况 (%)

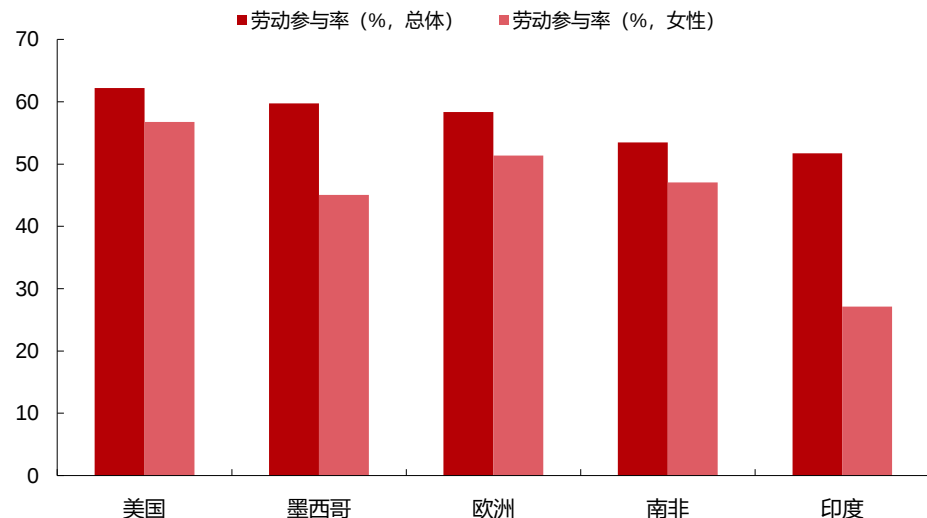


- **印度文化水平偏低，是导致整体制造业难以向高端制造迁移的原因。**根据世界银行数据，印度15岁以上成人的识字率仅为76.3%，低于世界15岁以上成人识字率87%。因此，大部分印度人仍是从事农业为主，知识密集型产业所需的高素质人才供应上并不匹配。
- **印度整体劳动参与率相对较低，导致实际劳动力供给大打折扣。**根据OECD数据，2022年印度总体劳动参与率为51.7%，其中女性劳动参与率仅为27.2%，显著低于其他国家。印度劳动参与率相对较低和印度种姓制度、性别不平等、文化水平较低等因素有一定关系。

图：印度15岁及以上成人识字率偏低

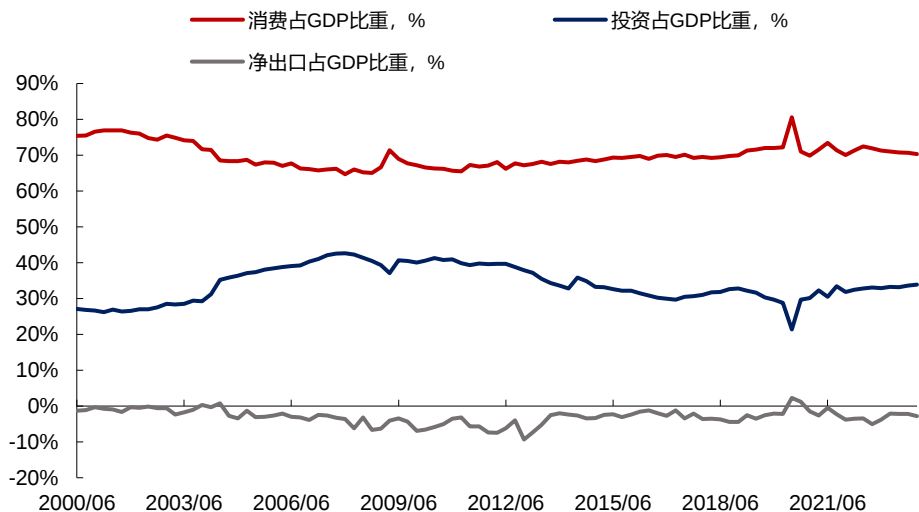


图：2022年印度总体和女性劳动参与率

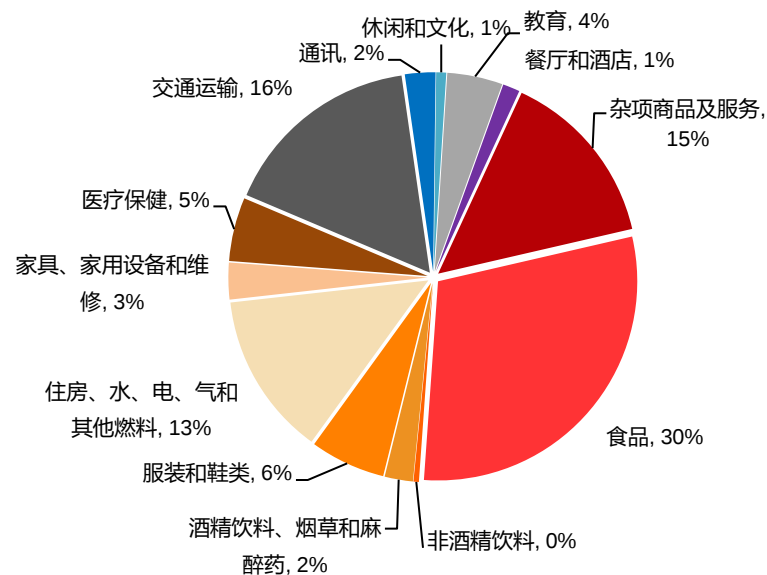


- 从拉动经济的三驾马车来看，印度经济主要以消费拉动为主。截至2023年Q3，印度消费占GDP的比重为71%，投资占GDP的比重为34%，而净出口占GDP的比重则为-2%。
- 受制造业增长乏力的影响，印度投资和就业整体偏弱，消费仍以必需消费为主，消费升级较为困难。根据CEIC数据，2022年印度私人消费中，占比最高的分项分别是食品（30%）、交通运输（16%）、住房、水、电、气和其他燃料（13%）。人均收入难以大幅提升的背景下，消费支出主要的结构仍以必需消费品为主，消费升级短期来看并没有明显的迹象和趋势。

图：印度消费、投资、净出口的情况

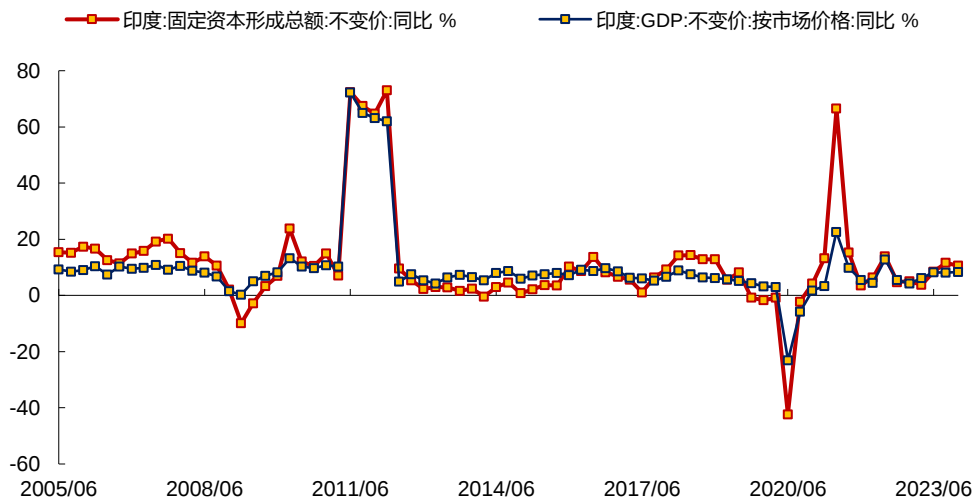


图：2022年印度私人最终消费支出占比

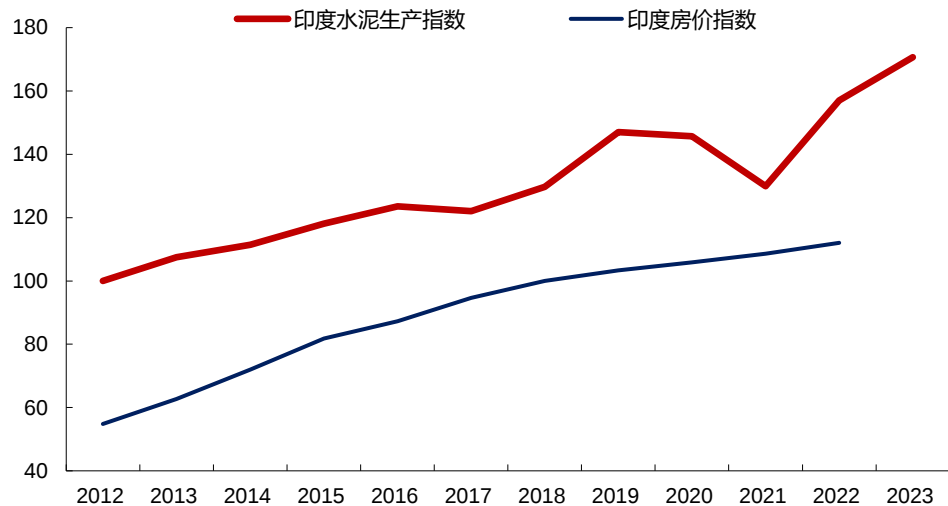


- **印度投资占GDP比例较低，但近年来加快。**一方面，截至2023年Q3，印度投资占GDP的比重为32%，低于消费的71%，历史中投资占GDP比重一直较低；另一方面，近年来印度固定资本形成总额的增速有所加快，并阶段高于印度GDP增速。
- **就投资而言，基建投资有所增加，房地产平稳发展。**一方面，印度对于基建投资格外重视，政策给予充分支持。2019年，莫迪莫迪政府推出“国家基础设施管道”（NIP）计划。根据NIP，印度在基础设施上的投资预算为1.4万亿美元，其中，24%用于可再生能源，19%用于道路和高速公路，16%用于城市基础设施，13%用于铁路。另一方面，随着印度经济走强，城市化不断推进，居民在对未来经济预期较为乐观的背景下，购房需求长期上升。

图：印度固定资本形成总额（不变价）增速和GDP（不变价）增速

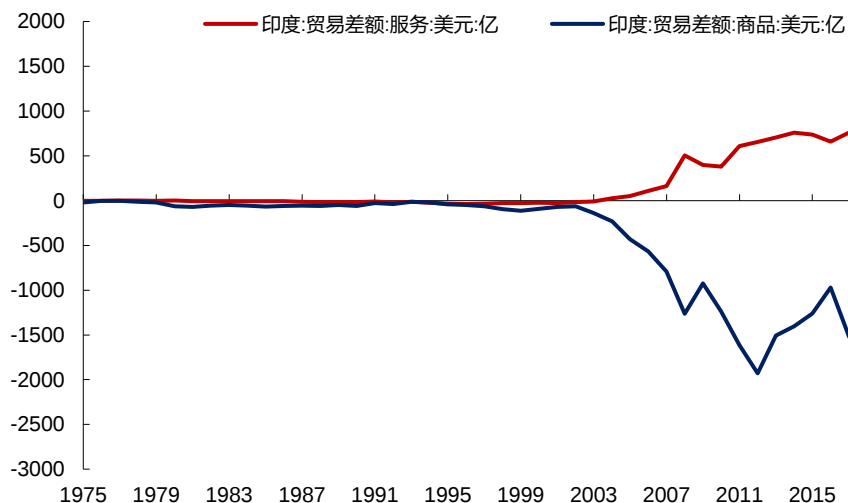


图：印度水泥生产指数和房价指数

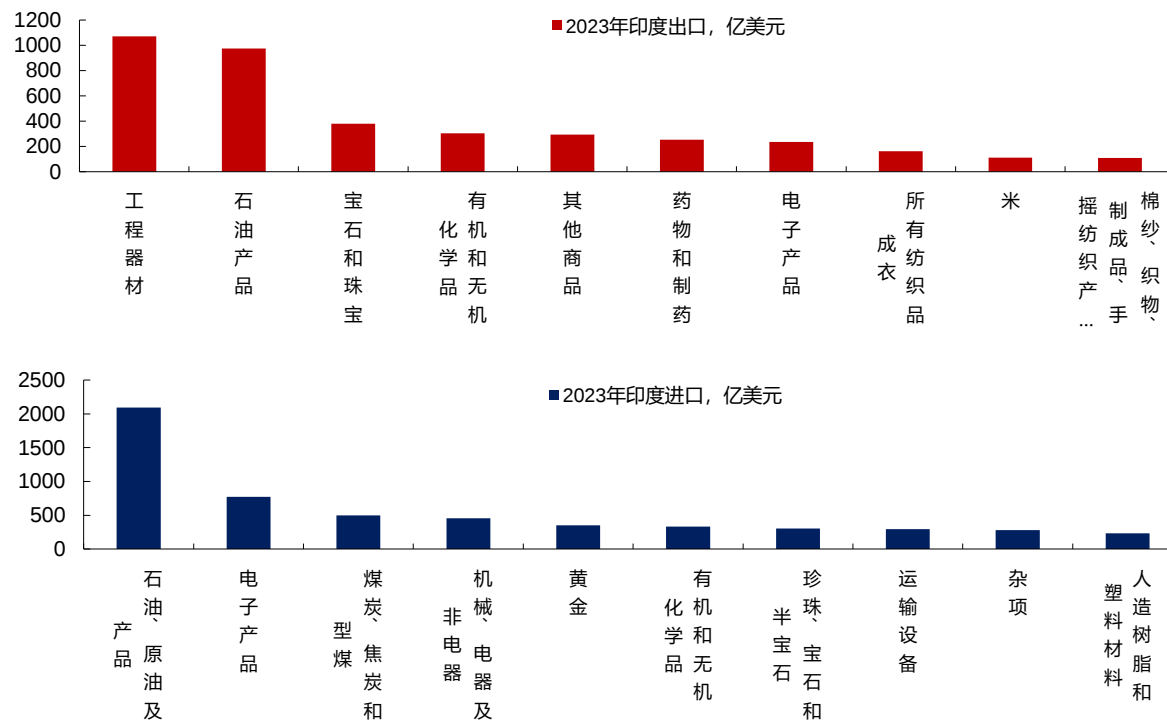


- **从净出口来看，印度商品贸易逆差持续扩大。**2022年印度商品贸易逆差高达2669亿美元，服务贸易顺差达到1325亿美元。长期来看，印度贸易逆差的局面始终未有改变。
- **从进出口的结构来看，印度出口以低附加值产品为主，进口以能源、电子为主。**根据CEIC数据，2023年印度出口最多的行业分别是工程器材、石油产品、宝石和珠宝、有机和无机化学品等，整体偏向于低附加值产品；而2023年印度进口最多的行业分别是石油原油及产品、电子产品、煤炭焦炭和型煤、机械电器及非电器等，整体以能源和高科技产品为主。

图：印度服务和商品贸易差额



图：2023年印度进口和出口的分行业情况

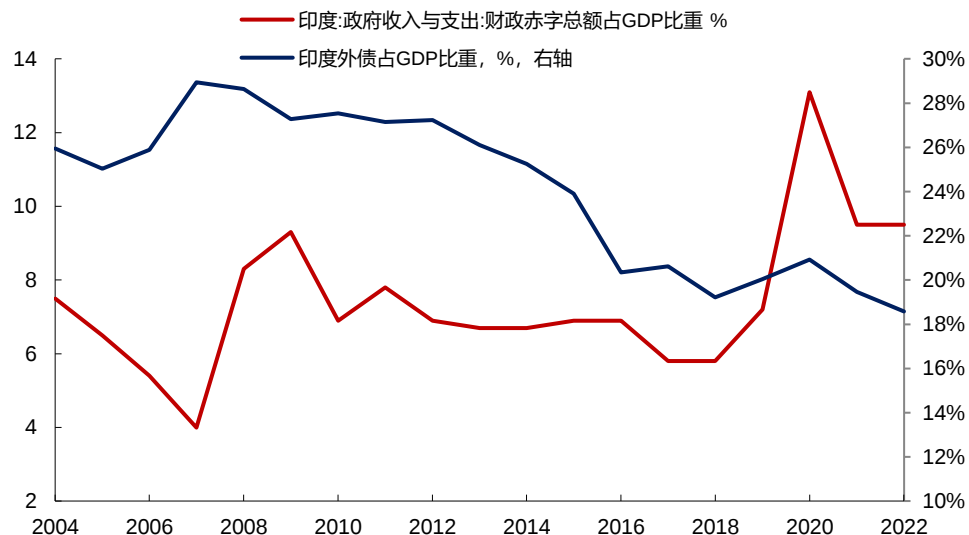


- 在长期贸易逆差的影响之下，印度卢比持续持续贬值。1991年印度开始市场经济改革后，美元兑印度卢比从18.1一路贬值到83.2（2023年12月31日）。2003-2007年期间，印度卢比贬值压力有所减缓，然而从2008年之后，贬值速度加快。从近十年货币大幅贬值背后的原因来看，贸易逆差的扩大或是其背后的主要原因。
- 由于贸易长期逆差且不断扩大，印度通过举债来增加投资刺激经济，整体债务水平相对较高。2022年，印度财政赤字总额占GDP比重高达9.5%。根据国际货币基金组织和印度储备银行的数据，2022年印度总债务占GDP的比重高达81%，印度外债占GDP比重高达19%。

图：美元兑印度卢比



图：印度财政赤字率和外债比重



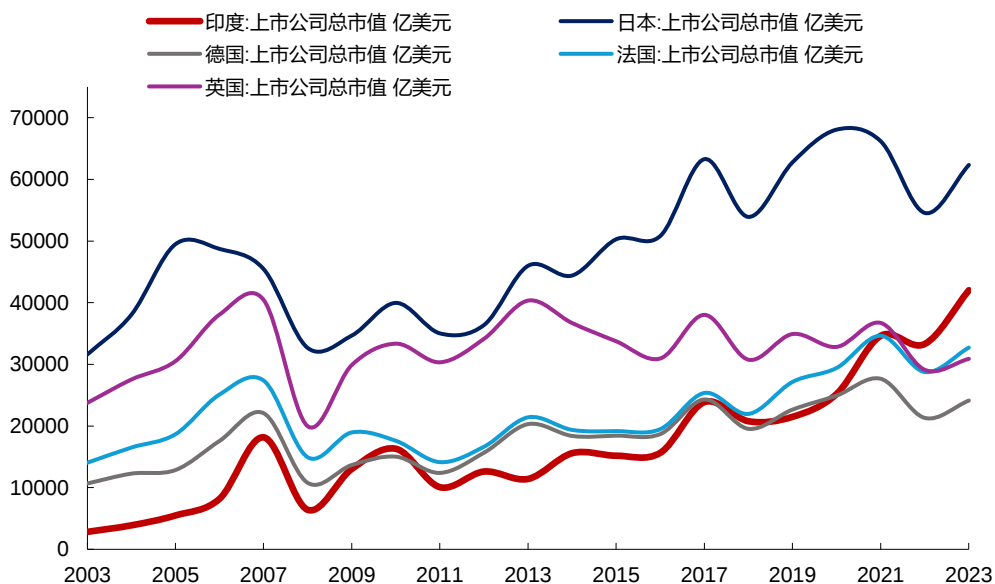
02

印度股市

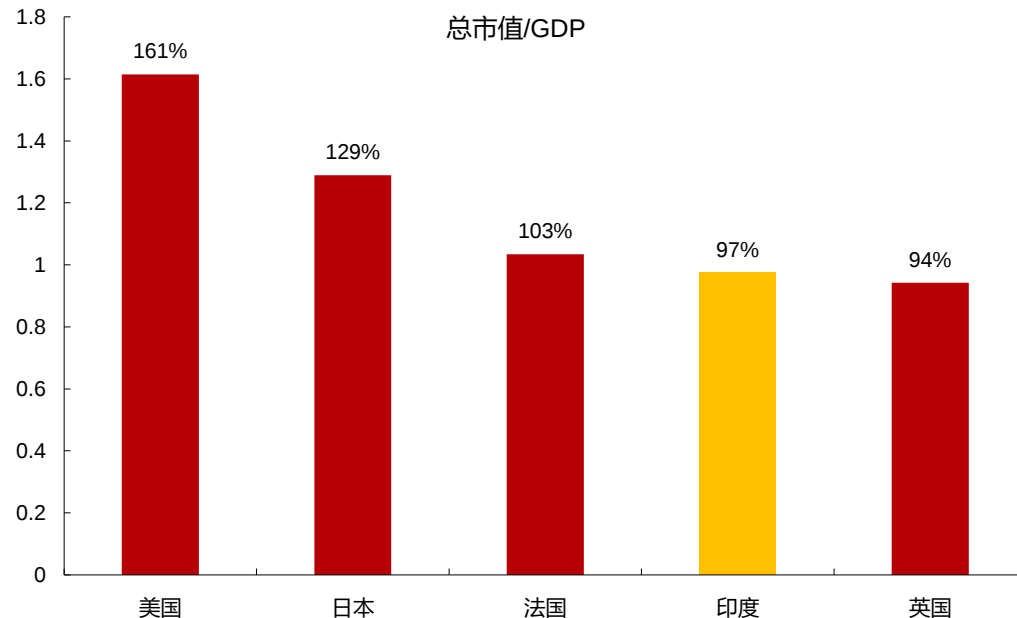
随着印度经济快速增长，印度股市也逐渐受到投资者的关注。

- 一方面，近年来印度股票市值不断攀升，先后超越法国和英国，并于2023年末突破4万亿。
- 另一方面，以“上市公司总市值/GDP”为资产证券化水平的度量指标，2022年印度资产证券化率达到97%。

图：印度股市总市值超越英国和法国



图：截至2022年印度的资产证券化水平（总市值/GDP）



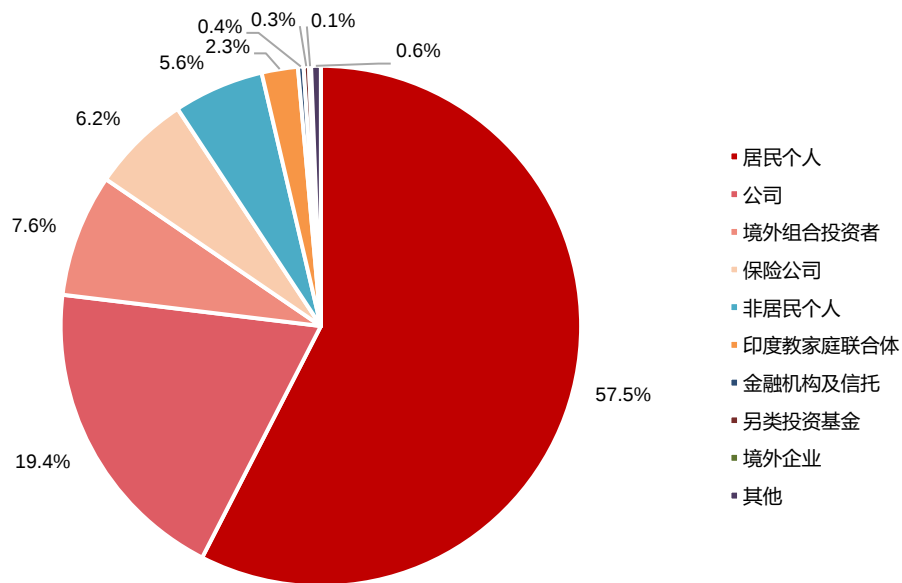
- 印度证券交易所主要以孟买证券交易所(BSE)和印度国家证券交易所(NSE)为代表，成立时间最长、规模最大。两个交易所分别推出 SENSEX指数和NIFTY指数，作为印度的权威股指。2001年起，更多的场内外交易平台被设立，产品种类更加多样。
- 印度的衍生品市场自2000年起蓬勃发展。从交易金额来看，2018年印度国家证券交易所的资本衍生品交易金额约占整体交易所交易金额的92.6%。

表：印度证券交易所及其基本信息

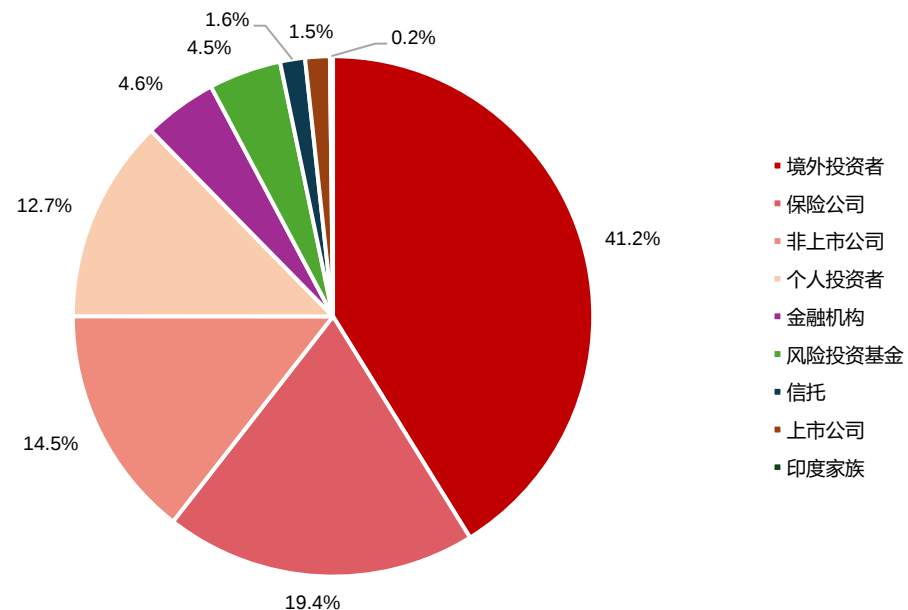
证券交易所名称	成立时间	交易所简介
孟买证券交易所(BSE)	1875	亚洲第一家证券交易所。BSE与标普共同拥有印度最受关注的标普-孟买证交所敏感指数。除了敏感指数，BSE的产品还包括 股权、指数和货币衍生品 。
印度国家证券交易所(NSE)	1992	是印度领先的证券交易所，覆盖印度各个城镇。NSE从微观结构、市场惯例和成交量等方面为印度证券市场的改革发挥了催化作用，为使用电子交易系统的投资者提供了公平、高效和透明的证券市场。NSE提供 股票、衍生品、债务和公司债券交易 。
印度清算公司(CCIL)	2001	印度清算公司提供 现金、印度国债和外汇交易清算和结算服务 ，提供了一个将金边债券作为抵押品的货币市场产品。CCIL推出了许多创新产品，如零息票债券收益率曲线、长期国债和短期国债指数、主权债收益率曲线以及基准参考利率。
印度MCX证券交易所	2003	印度多种商品交易所 (MCX) 是印度第一家上市交易所，作为先进的商品期货交易所， 为商品期货交易的在线交易清算和结算提供便利，进而为风险管理提供平台 。MCX提供超过30种商品期货合约的交易，涉及多个领域，包括黄金、黑色和有色金属、能源和农产品。该交易所覆盖印度，拥有2100多名会员。
NCDEX	2003	NCDEX的股东包括大型国家级机构、大型公共部门银行和公司。 NCDEX是印度唯一一家由国家级机构推出的大宗商品交易所 。独特的背景使其能够提供一系列目前在大宗商品市场上供不应求的优惠项目。
大都会股票交易所	2008	MCX证券交易所相信可以通过信息、创新、教育和研究来建立系统的市场发展。该交易所获得了印度证券交易委员会 (SEBI) 和印度储备银行 (RBI) 的批准，推出了一个全国性的货币衍生品电子交易平台。 可交易品种包括股票、衍生品、债券 。
India International Exchange(INX)	2016	INX是BSE有限公司的全资子公司。该交易所每天运营22小时，让国际投资者可以在全球任何地方进行交易。INX的产品包括 货币衍生品、商品衍生品和股票衍生品(含指数和股票) 。
NSE IFSC	2016	NSE IFSC有限公司是印度国家近券交易所有限公司 (NSE) 的全资子公司。NISE IFSC是一家在印度古点拉特邦国际金融科技城市成立的国际衍生品交易所。 NISE IFSC的产品包括货币衍生品、商品衍生品和股票衍生品（含指数和股票） 。

- **孟买交易所的非机构投资者比重较高，个人投资者占主导。**根据孟买交易所的数据，持股比例前五大的股东分别是居民个人、公司、境外组合投资者、保险公司和非居民个人。
- **印度国家证券交易所以境外投资者为主，机构投资者比重高。**根据印度国家证券交易所的数据，持股比例前五大的股东分别是境外投资者、保险公司、非上市公司、个人投资者和金融机构。

图：孟买证券交易所股东结构



图：印度国家证券交易所股东结构

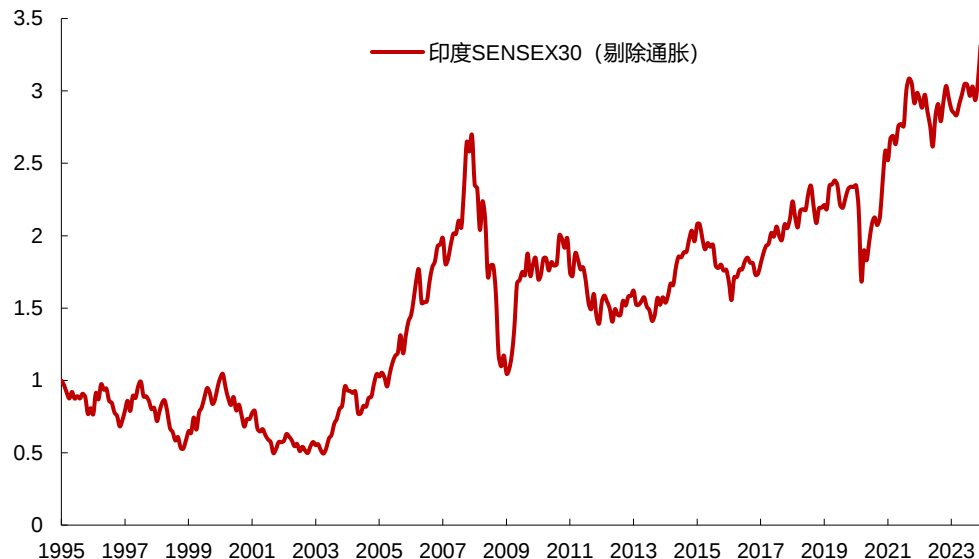


注：印度教家庭联合体是由一系列家庭成员组成的法律实体，包括父母、子女和其他亲属，在财务和税收有自己的身份，可以拥有财产、收入和负债。

数据来源：BSE、NSE公司官网（数据截至2023年3月31日），浙商证券研究所

- 以印度孟买SENSEX 30指数为例，自1995年1月3日至2024年1月17日，累计上涨1726%，年化收益率达到8.7%。
- 剔除通胀影响，印度SENSEX 30股指近一年、十年、1995年至今为止的年化收益率分别为12.3%、7.7%、4.2%。
- 剔除汇率因素影响（即将印度卢比兑换成人民币），印度SENSEX 30股指近一年、十年、1995年至今为止的年化收益率分别为21.5%、11.5%、6.7%。

图：印度股指（剔除通胀）的表现



图：印度股指（剔除汇率）的表现



以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/39706004000006062>