



Rana Gupta  
高級投資組合經理

Koushik Pal  
印度股票研究高級總監

在 6 月初，印度總理莫迪（Narendra Modi）的印度人民黨（BJP）出乎意料未能在大選中取得多數議席。因此，未來五年，印度人民黨將更依賴國家民主聯盟（NDA）的現任成員以聯合政府模式執政。儘管印度經濟增長維持強勁，但細分下，資本明顯優於勞動力、利潤優於工資、投資優於消費、城市優於農村。本次大選結果出乎意料，令不少投資者質疑印度前路

將何去何從？尤其是政策能否持續、同樣的趨勢會否延續、政府會否轉向福利措施，以及這對顯著上升的股市有何影響？在本投資通訊，高級投資組合經理 Rana Gupta 及印度股票研究高級總監 Koushik Pal 將會分析近期關鍵選舉的影響，並制定路線圖，透過「5Ds」框架說明這可能會如何影響印度的經濟發展及投資機會。

## 大選後：印度前路何去何從？

在最近的印度全國大選中，印度人民黨領導的國家民主聯盟再度以多數票連續第三屆當選（NDA 3.0），並由莫迪連任總理。

印度人民黨未能取得過半數議席，令市場大感意外。領導國家民主聯盟的印度人民黨取得 240 個議席，遠低於印度議會過半數的 272 席，相比 2019 年大選結果更失去 63 席。這一結果令市場感到意外，因為 6 月 1 日發表的投票站民意調查曾預測，國家民主聯盟平均可取得 360 個議席，而所有投票站民意調查均顯示印度人民黨可輕鬆獨攬多數議席。

在 2014 年（NDA 1.0）及 2019 年（NDA 2.0）的過去兩次大選中，印度人民黨憑一己之力贏得過半數議席，而政治聯盟顯然缺乏談判能力。

雖然這是莫迪總理首次需要與政治聯盟積極合作，但對印度來說，聯盟執政可謂歷史悠久。鑑於印度擁有多元文化和語言背景，地區政黨自 1989 年以來的地位日益顯著，聯盟執政成為政治常態。這股趨勢曾於 2014 年及 2019 年暫緩，因為當時印度人民黨憑一己之力就取得多數議席。

然而，聯盟執政在 2024 年捲土重來。在這種管治架構下，規模較小的政黨通常擁有政治影響力，因此需要以協商方式制定政策。

大選結果公布後，印度市場出現短暫調整，但其後重返投票站民意調查後的高位。大選結果公布後不久，NDA 3.0 政府隨即於 6 月 8 日宣誓就職。為配合聯盟政黨，部長人數較以往增加（72 人，2019 年為 58 人），但市場預期政策將可延續，而內政、財政、外交、國防、公路及鐵路等領域的主要部長人選則維持

不變。這次大選對市場有何影響？我們將於下文作出稍為深入細緻的分析。

## 大選的影響

我們發現，印度人民黨得票率低於預期的主要邦份都是一些較貧窮的農村地區，以務農為主，而且勞動力往往缺乏技能，難以從事收入較高的工作。2024 年大選建基於 NDA 2.0，NDA 2.0 透過公共基建開支及鼓勵企業資本開支的激勵措施，致力整頓財政和推動增長，因而實現投資主導增長及固定資本形成。

然而，由於缺乏政府支持，消費市道自疫情以來持續表現欠佳。在 2021 年至 2024 年期間，情況未見顯著改善，尤其是較低端市場。我們認為，自 2021 年以來的這種 K 形復甦可能影響某些邦份的選舉結果。

我們認為在 NDA 3.0 期間，這些政策目標將會延續，例如維持財政紀律、緩和通脹，以及推動私人資本開支。較大部份的開支將再度聚焦於醫療保健、可負擔房屋及勞動力技能等領域，從而提高長期就業能力。我們相信這將成為刺激消費的關鍵。明確來說，我們預期 NDA 3.0 並非追求民粹主義，而是增加對勞動力的投資，以配合 NDA 2.0 期間推出的資本存量創造政策。

待政府在下月公布財政預算案後，經濟政策方向應會變得更明確，我們現嘗試就以下各項提供更多詳情：1) 經濟環境；及 2) 未來可能需要關注的行動。最後是我們 5D 主題一些轉變的預期。

## 經濟環境

印度人民黨連續兩屆以多數票當選的國家民主聯盟政府，要了解其整體經濟政策設定，我們將政策議程分為兩個類別：

- 1) **政策優先重點**：推動整體經濟決策。
- 2) **財政優先重點**：推動政府管理收入與開支的方式。

## 政策優先重點 — 正規化、數碼化及製造業復甦

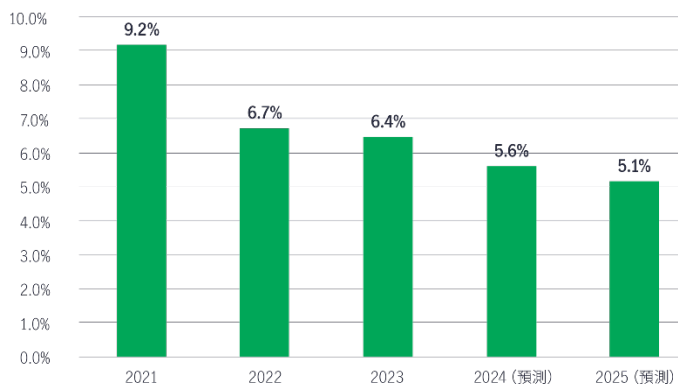
- 在 NDA 1.0 期間（2014 年至 2019 年），最明確的政策特徵是推動數碼經濟及間接稅制改革（在全國層面引入商品及服務稅），使經濟正規化。2020 財年至 2025 財年（估計）的數據可反映有關成果，稅務佔國內生產總值比率由 10.0% 升至 11.7%。
- 在 NDA 2.0 期間（2019 年至 2024 年），最明確的政策特徵是大幅削減財赤，同時增加公共基建投資，以及鼓勵企業創造資本投資，增加製造業佔國內生產總值的比重。
- 這些政策成功把印度打造成一個更符合稅務規定，而且經濟更趨正規或數碼化，公共基建亦較佳的國家。此外，由於跨國企業採取「中國+1」政策，印度公司開始建立資本存量，以把握進口替代、提升國內附加值及捕捉出口機會。
- 我們認為，這種政策傾向導致投資表現顯著優於消費，從而帶動 K 形復甦。消費自疫情以來受困，以及資本對比勞工的相對吸引力，進一步加劇上

述情況。然而，從正面角度來看，推動國內製造業、可再生能源、電動車、半導體、電子等優先重點領域私人資本開支的大部份措施已取得成果。

## 優先財政目標 — 大幅減少赤字，以及偏好資本開支多於收入開支

- 在 NDA 2.0 (2019 年至 2024 年) 期間 (尤其是過去四年)，政府大幅減少財政赤字，由 21 財年佔國內生產總值約 9% 降至 24 財年的 5.6%，並料將於 25 財年及 26 財年分別進一步降至 5.1% 和 4.5%，成功在六年內將赤字 (佔國內生產總值%) 減半 (見圖 1)。

圖 1：印度財政赤字，2021 年至 2025 年 (預測)<sup>1</sup>

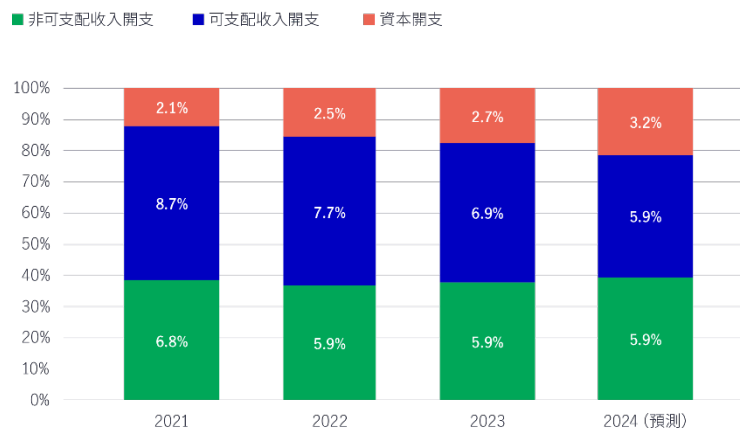


- 隨著經濟趨向正規化後稅務合規及稅收得到改善，資本開支的三年複合年增長率 (2021 年 3 月至 2024 年) 約為 31%，可見開支管理側重於資本開支方面，收入開支的複合年增長率則約為 4.3%。

<sup>1</sup>資料來源：財政部。

- 因此，資本開支佔國內生產總值的比率由 21 財年的 2.1% 升至 24 財年的 3.2%，預計到 25 財年將進一步升至 3.4%。相比之下，收入開支佔國內生產總值的比率由 21 財年的 15.5% 跌至 24 財年的 11.9%。即使是收入開支方面，推動長期投資及勞工就業的可支配部份 (不包括利息及工資) 佔國內生產總值的比率亦由 21 財年的 8.7% 減至 24 財年的 5.9%。

圖 2：政府開支：資本開支上升，但可支配收入開支減少，2021 年至 2024 年 (預測)<sup>2</sup>



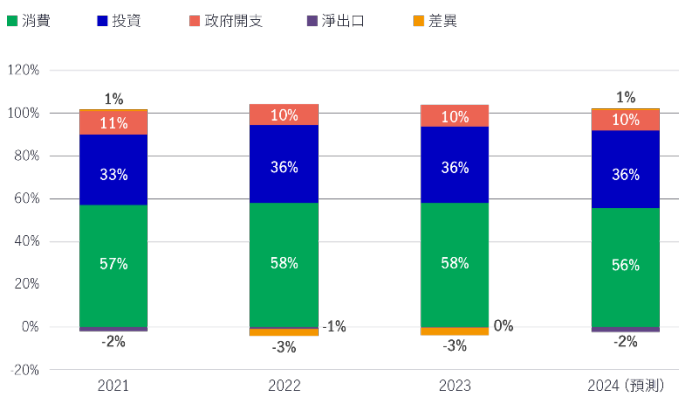
## 結果：國內生產總值增長受投資帶動，通脹偏低及外貿結餘穩健

- 上述政策框架的結果顯而易見，隨著經濟於疫後復甦，投資帶動實質國內生產總值增長。印度是這段期間增長最快的主要經濟體，複合年增長率為 8.3% (2021 年 3 月至 2024 年)，而且經常帳穩健，國際收支平衡錄得盈餘，通脹亦偏低。
- 自 2021 年 3 月以來，投資一直推動國內生產總值增長，複合年增長率為 11.8%，投資佔國內生產總值的比重亦由 33% 增加約 300 點子至 36%。與

<sup>2</sup>資料來源：財政部、Kotak 估計。

此同時，消費增長自 2021 年 3 月以來複合年增長率為 7.4%，表現遜於實質國內生產總值增長。因此，消費增長佔國內生產總值的比重同期由 57% 跌至 56%（見圖 3）。

圖 3：實質國內生產總值組成部分的比重，2021 年至 2024 年（預測）<sup>3</sup>



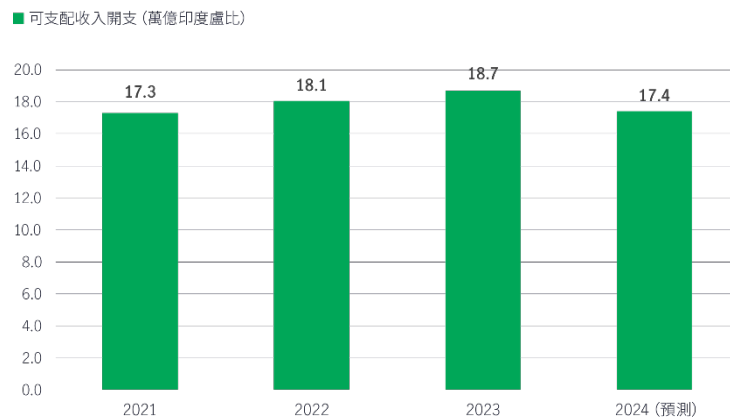
### 未來可能需要關注的行動

展望未來，我們需要強調新政府在兩大經濟管理支柱方面的區別，即政策及開支的優先重點。

政府的核心經濟綱領將維持不變，包括發展製造業及以投資推動增長。這些目標與政府的長期願景一致，即發展本地製造業，從而減少淨出口，並透過綠色轉型提高能源自主程度。我們亦認為政府已為上述領域的私人資本投資奠定基礎。

然而，政府可能對如何管理可支配收入開支重訂優先次序，以絕對價值計算，過去三年的可支配收入開支仍大致持平（見圖 4）。

圖 4：可支配收入開支停滯不前，2021 年至 2024 年（預測）<sup>4</sup>



在 7 月即將公布的財政預算案中，政府可能會在醫療、技能發展及房屋方面投放更多資源，以推動農村勞工的長期發展。我們相信政府可以實現這個計劃，同時不會偏離財政整頓目標，因為政府目前擁有大量資源，包括但不限於強勁的稅收，而來自印度儲備銀行的股息收益亦遠高於預期。

我們認為 NDA 3.0 意識到即使選舉結果遜於預期，也不一定需要推行民粹主義，因為這或會削弱過去十年建立的宏觀政策及財政框架。與此同時，為實現持續及均衡的長期增長，政府需要解決消費問題。

正如上文所述，解決方案在於勞工市場。促進就業的關鍵不單是透過資本投資推動增長加快，同時需要提供更多具備受僱條件的勞工來配合相關發展。

儘管市場普遍預期政府將維持目前取向，聚焦於資本開支多於消費，但我們認為政策官員將會增加開支，提高勞工市場的供應及就業能力，從而應對消費問題。這將與政府早前推出的政策相輔相成，包括創造

<sup>3</sup>資料來源：財政部、Kotak 估計。

<sup>4</sup>資料來源：財政部、Kotak 估計。

固定資產投資，並促進印度人口如此龐大的民主國家實現可持續及均衡增長。

接下來，我們將探討先前提及 **5D** 發展趨勢框架的一些變化：數碼化（**Digitisation**）、去全球化（**Deglobalisation**）、減碳（**Decarbonisation**）、人口結構（**Demography**）及減赤（**Deficit Reduction**），以反映我們目前對 **NDA 3.0** 優先經濟政策重點的看法。

## 我們 5D 主題的一些轉變

我們預期，5D 主題——識別印度股票的主要投資主題——仍將適用。上述可能出現的轉變將會帶來一些我們致力把握的新機遇，以及一些值得注視的潛在風險。下文概述有關機遇及風險：

- 數碼化（**Digitisation**）——機會維持不變，甚至可能轉佳。
  - 我們預期在數碼化趨勢下，不可逆轉的變化依然存在。受惠於這個主題（食品平台、金融科技及物流）的顛覆性企業將繼續於目標市場內進行整合。若政府開支模式出現任何變化，可能有利上述一些擁有龐大網絡的平台。若消費廣泛復甦，這些平台的表現將會更佳。
- 去全球化（**Deglobalisation**）——高度預期政府資本開支增加帶來的風險。
  - 我們認為政府資本開支自現水平增加（佔國內生產總值%）的空間有限。因此，在

預期和估值偏高的情況下，訂單直接受惠於政府開支的工程公司，可能面臨政府重訂開支優次的風險。

- 另一方面，政府改善數碼和實體基建，並把與生產電動車、半導體、電子產品、可再生能源及工程產品相關的激勵措施正式化，已為私人資本開支建立所需的市場環境。在這些領域，我們仍然看好上述「由下而上」的主題。
- 減碳（**Decarbonisation**）——機會維持不變。
  - 我們預期印度的能源需求繼續穩步增長。分散印度能源組合，減少進口化石燃料，仍然是印度任何政府的策略性優先政策之一。
  - 我們認為，資本充裕的國有公用事業和其他私人企業將會參與並受惠於綠色轉型，以及隨之而來的發電和輸電資本開支。
- 人口結構（**Demography**）——機會可能擴大。
  - 若我們對政府撥款發展勞動力以配合早前資本焦點政策的主題實現，將有望在中期內帶動廣泛的消費增長。
  - 現時，由於印度企業的收入增長較佳，消費增長偏向中至高收入消費。
- 減赤（**Deficit Reduction**）——看好存款機構，但對可能出現的稅務變化保持審慎。



- 如上文所述，我們認為透過重整開支組合，政府有財政空間，可為社會計劃和勞動力投資提供資金。隨著赤字收窄和儲蓄增加，銀行、金融服務及保險等依靠存款運作的機構應可受惠於結構性利好因素。
- 然而，我們亦不排除出現對高收入人士加稅及／或上調股票資本增值稅的尾端風險。雖然這並非我們的基本情況預測，但我們認為應監察相關發展。

我們仍然看好印度的經濟增長、企業盈利增長、當地股票儲蓄增長，以及印度股票。

然而，我們亦需保持警惕，短期內將密切注視以下風險因素：

- 原油價格持續上升至每桶超過 100 美元；
- 稅務政策出現任何不利變動；
- 印度人民黨領導的國家民主聯盟在即將於 2024 年在馬哈拉施特拉、賈坎德、哈里亞納舉行的主要邦份選舉中，失去中央執政地位。

### 總結：

總括而言，我們認為在 NDA 3.0 期間重新調整資本開支優次，以改善勞動人口的就業能力和勞動力供應，將會與 NDA 2.0 推出的資本存量創造政策相輔相成。我們認為印度政府不會公然推行民粹主義，這可能影響整體穩定性。

整體來說，我們認為印度的實質國內生產總值增長達 7%，仍然是增長最迅速的主要新興市場之一。此

外，這應可支持企業錄得 20% 以下的低至中雙位數盈利增長。印度的經濟規模龐大，達 3.9 萬億美元，加上擁有 4.8 萬億美元市值的市場、盈利增長穩健、企業財政狀況強勁，並提供超過 15% 的股本回報率，因此印度股市創造長遠財富的潛力仍然穩健。上述因素，加上投資於股票的國內儲蓄增加，應可繼續支持印度市場的估值於新興市場內存在溢價。在這個有利的框架下，我們預期與最新「5D」框架相關的主題應可繼續表現出色。

## 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。