

投資管理

環球經濟放緩，印度增長加快

2023年6月



陳瑩若
高級經濟師
及投資策略師

重點

- 印度經濟已從新冠疫情衝擊大為復甦，這是受到消費開支強勁和接觸密集型服務業反彈所支持
- 由於重新開放的升勢減弱、政策收緊的影響滯後及外圍挑戰，未來數季的增長可能放緩，但印度應可繼續成為增長最快的主要經濟體之一
- 印度的宏觀穩定性受到週期和結構方面的利好因素支持。企業和銀行的資產負債表出現改善可支持信貸增長，為投資週期回升奠定基礎，這是中期增長可持續性的關鍵
- 24財年的聯邦預算有效平衡了增長支援和財政整固，資本開支動力繼續為焦點所在，而財政可持續性及整體宏觀穩定性的憂慮受到控制
- 印度的國際收支平衡動態出現結構性轉變。服務出口強勁和匯款流入增加，有助抵銷商品貿易平衡惡化。此外，外來直接投資的前景呈結構性升勢，降低了印度的中期外部脆弱性
- 通脹逐步回落的趨勢，加上國際收支平衡風險降低及實際利率能提供理想緩衝，將可為印度央行提供更大政策靈活性
- 印度的結構性增長形勢保持不變，快速數碼化、龐大基建動力、外來直接投資增加和結構性改革及人口結構利好，均可支持生產力動態改善。印度把自身定位為替代地點，為跨國公司在多極世界中提供多元化供應鏈的功能

資料來源：彭博、滙豐投資管理，2023年5月。

本文件所載的資訊並非旨在作為投資建議或推薦。非合約文件。本評論提供了近期經濟環境的整體概覽，僅供參考。本市場傳訊資料不應被讀者視為投資意見，或作為購入或出售投資產品的建議，也不應被視為投資研究。本文所載之內容並非因應旨在提供獨立投資研究的法定要求而準備，亦無受到發放此文件前禁止進行交易的約束。本文件顯示的數據為過往數據，過去表現不應視為未來回報的指標。本文所載任何預測、預計或目標僅供參考，且並非任何形式的保證。滙豐投資管理概不就未能達成任何預測、預計或目標承擔責任。

週期性增長可能放緩，但仍保持穩健

在接觸密集型服務業反彈支持下，印度經濟已從新冠疫情衝擊中大為復甦。然而，印度未來數季的增長可能放緩，原因包括重新開放的升勢減弱、家庭耗盡疫情期間的儲蓄、貨幣政策收緊的滯後影響、新冠疫情相關的財政救助措施撤銷及西方即將步向衰退帶來外圍挑戰。

然而，預期印度仍可繼續成為全球增長最快的主要經濟體之一，24-25財年（預測）增長率約6.0%（對比2023財年為7.2%）¹。印度有別於眾多新興市場國家，受全球需求放緩的影響較低，因印度出口目前佔GDP的比例不足四分之一。受惠於勞動市場有改善和農村工資上漲，城市消費持續強勁，農村需求亦有復甦跡象。

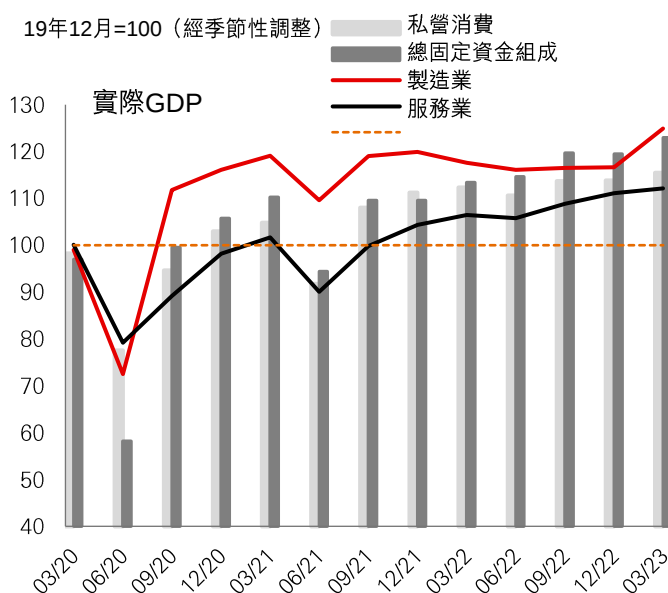
厄爾尼諾現象仍然是增長和通脹前景的風險，因印度約60%農村人口受僱於農業行業¹。然而，農村經濟的結構已有改善，包括擴展道路、灌溉和儲水能力、數碼化和較佳的信貸渠道等，均可降低農業對雨季的依賴程度。非農業行業佔農村收入的比率越來越高，也反映農村經濟的多元化程度大幅提高。

資產負債表有改善，可支持資本開支週期

經濟復甦推動23財年的信貸增長急升。受抑壓需求減少及高政策利率傳導至貸款利率，反映信貸增長可能已經見頂，但銀行和企業的資產負債表有改善仍可支持信貸週期，家庭槓桿率水平則處於低位。2018年以來，印度上市企業的債務權益比率普遍呈下行趨勢¹。

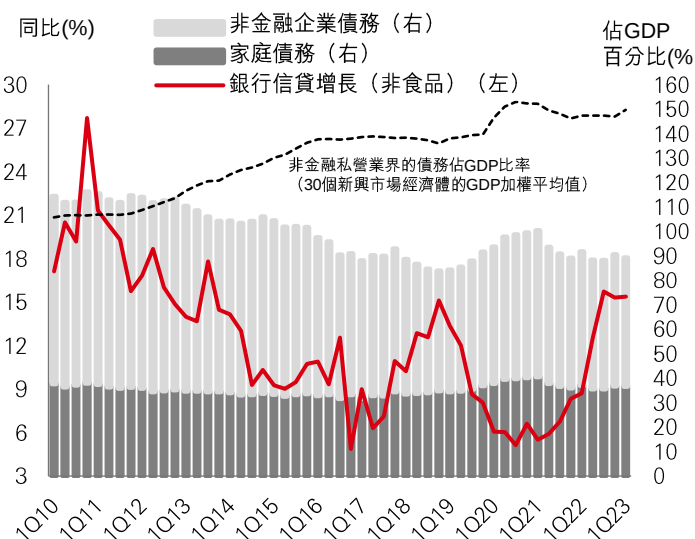
印度銀行業自2015年大規模清理受壓資產以來，資產質素已有改善，目前資金充裕。指定商業銀行的不良資產總額比率由2018年3月的11%，降至2022年9月的七年低位5.0%，平均資本與風險加權資產比率則由13.8%升至16%²。這預示著投資週期的升勢——基建具有財政動力，且新項目公佈反映特定行業的企業資本開支有復甦跡象。另一方面，受壓抑需求強勁、高負擔能力和未售庫存減少，使房屋市場復甦受支持。供需動態利好可能有助降低按揭貸款利率上行的影響。

增長復甦強勁



資料來源：CEIC、彭博、滙豐投資管理，2023年5月

新興市場的私營業界債務比率偏低



資料來源：IIF、CEIC、彭博，2023年1月

註1：資料源自CEIC，滙豐投資管理，截至2023年5月。註2：資料源自CEIC，彭博，截至2023年1月。資料來源：CEIC、彭博、滙豐投資管理，2023年5月。

投資涉及風險。過去表現不代表未來表現。本簡報所載的任何預測、預計或目標僅供參考，概非任何保證。滙豐投資管理對未能達到該等預測、預計或目標不承擔任何責任。上述觀點截至編製為止，如有更改，恕不另行通知。本文提供的資訊不構成任何投資建議或意見。僅供說明。

24財年的預算審慎，資本開支為焦點

印度政府的資產負債表仍然緊絀。23財年第四季的總債務佔GDP比率為81.3%，在新興市場之中屬偏高，但已低於21/22財年的高峰（約90%）³。2023財年的基本赤字（primary deficit）規模巨大，佔GDP的3.0%，2017-19年平均佔比為0.35%³。然而，24財年聯邦預算妥善平衡了由資本開支主導的增長支援與財政整頓。當局的目標是中央政府財政赤字佔GDP的5.9%，即低於23財年的6.4%³。這反映政府承諾中期財政整頓的方向，26財年前赤字將進一步降至佔GDP的4.5%³。

隨著基建持續帶來動力（當局也有意增加私人資本開支，這是可持續增長的關鍵）及食品和肥料補貼法案進一步減少，開支組成的質素將得以改善。預算也繼續支援中產階層、創造就業、氣候變化目標和擴大如電子等策略領域在本地的製造供應鏈。預算也以提高稅務合規程度為目標，進一步簡化稅務事宜。

整體而言，財政政策可支持印度的國內需求強勁和提高生產力，同時使財政可持續性和整體宏觀穩定性的憂慮受到控制。24財年預算在選舉前一年未有受民粹主義影響，但在2024年大選（及未來數月舉行的邦選舉）前夕，將可能有更多政策承諾，支持農村經濟和基層。換言之，目前稅收強勁和大量印度央行的股息轉移，可能有助維持推行財政整頓。

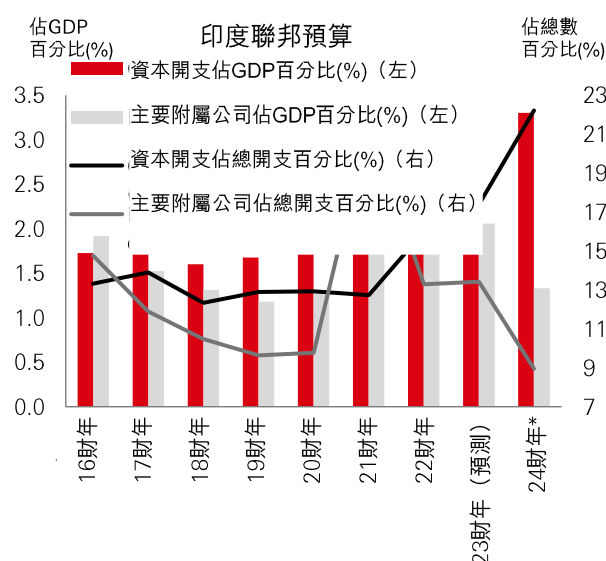
外部脆弱性降低

環球石油/商品價格由2022年的高位回落，舒緩了印度經常賬結餘和通脹的壓力。我們預期24/25財年，印度經常賬赤字將收窄至佔GDP的2%或以下，屬可持續的水平，對比之下，數字曾在22財年的1.2%，擴大至23財年首三季的2.7%⁴。印度的商品出口將面臨全球需求減弱帶來的壓力，但商品價格可能走低（或升幅有限）或可抵銷一些影響。

印度的國際收支平衡動態出現結構性轉變。服務出口強勁和匯款流入增加，有助抵銷商品貿易平衡惡化。疫情期間全球數碼化、遙距工作的增長趨勢及跨國公司更加接受遙距營運，增加了軟件/科技和研發服務的離岸和出口需求，而印度在這方面相對具優勢，同時可提供其他廣泛專業服務（如商業諮詢）。即使假設在服務貿易大增後將稍為回歸平均值（即穩定水平），我們預期在全球經濟低迷時期，印度的服務出口將比商品有更佳表現。

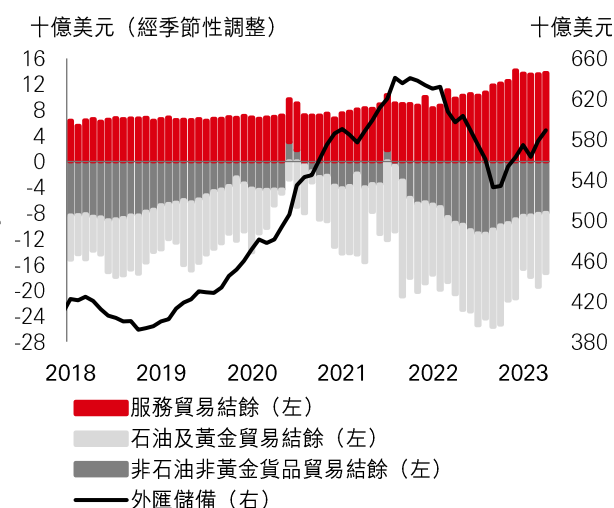
此外，印度的外來直接投資呈結構性上升趨勢的前景及外匯儲備充足，降低了印度的外部脆弱性。疫情期間，外來直接投資顯著增加，這主要受電腦軟件服務大增推動，惟數字在23財年回落，部分原因為一些回報效應和全球推動因素（如金融環境收緊）。雖然全球不確定性為週期性的外來直接投資前景蒙上陰霾，但結構改革和轉型改善了印度中長期的外來直接投資前景（稍後討論）。外來直接投資增加，令印度有較穩定的資金，用以平衡或緩衝經常賬赤字的影響。

政府開支質素有改善



註*預算估計；資料來源：CEIC、彭博、滙豐投資管理，2023年5月

服務出口強勁；商品貿易逆差收窄



資料來源：IIF、CEIC、彭博，2023年1月

註3：資料源自印度政府網站、印度央行、CEIC，2023年5月。註4：滙豐投資管理，2023年5月。資料來源：CEIC、彭博、滙豐投資管理，2023年5月。

通脹溫和，為印度央行提供了政策空間

整體消費物價指數通脹由2022年9月的7.4%，降至4月的4.7%（同比），食品、燃料和核心指標的物價均有所緩和⁵。趨勢反映了基數效應、供給側對商品價格和運輸成本的衝擊舒緩，及貨幣緊縮的滯後影響。

我們預期通脹將保持在印度央行的可接受範圍之內（4%中期目標 $\pm 2\%$ ），24財年平均約5%。投入成本轉嫁減少和國內需求轉弱，應有助遏止核心通脹，雖然藥品價格上漲、房屋通脹和工資存在一些不確定性，但通脹預期一直保持穩定。農業投入成本下降和政府的供給側措施可能有助繼續讓食品價格通脹受到控制。

通脹逐步回落的趨勢及國際收支平衡風險減少（也受惠於我們在年初預期聯儲局政策將會轉向），加上實際利率緩衝，將使印度央行可進一步聚焦國內增長和考慮穩定性。印度央行在4月份會議上保持政策不變，並表示會繼續依賴數據。我們認為未來數月當局可能暫停政策，如通脹回落進一步加快，則可能會在24財年下半年減息（放寬累計加息幅度250個基點）。

結構增長形勢保持不變

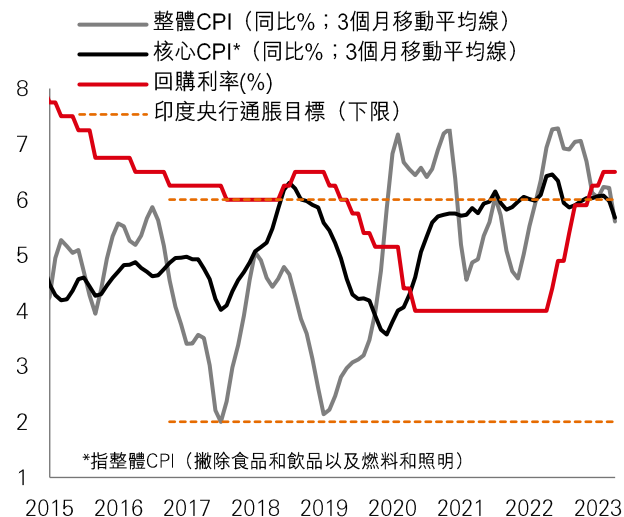
整體而言，印度處於有利位置駕馭全球挑戰，此乃受到國內需求強勁、宏觀穩定性改善和結構性增長形勢利好支持。我們認為私營製造業資本開支週期轉向，將成為印度中期增長潛力的關鍵。

快速數碼化和印度大力推動基建有助提高生產力。數碼基建「India Stack」結合數碼支付和身份識別，藉此擴大金融的融入程度。這亦用作促進創新、擴大市場、提高公共開支效率和服務的平台。「印度製造」和生產相關激勵計劃等政策，鼓勵國內生產半導體和顯示器、流動設備、製藥、食品加工和汽車等策略行業，此將有助促進數碼化。

生產相關激勵計劃的目標是提高印度製造業的競爭力和出口、吸引外來直接投資及促進技術型職位，相關挑戰需要持續政策和改革努力來配合。由於印度的生產成本相對較低、國內市場龐大（中產階層迅速增長）及政府為改善營商方便程度及加深融入全球價值鏈而推行改革計劃，均可支持印度把自身定位為替代地點，讓跨國公司達致供應鏈多元化（例如中國+1及友岸合作）。外包勞動力需求和離岸外包至印度的趨勢也日漸增強，使印度成為「世界的辦公室」。

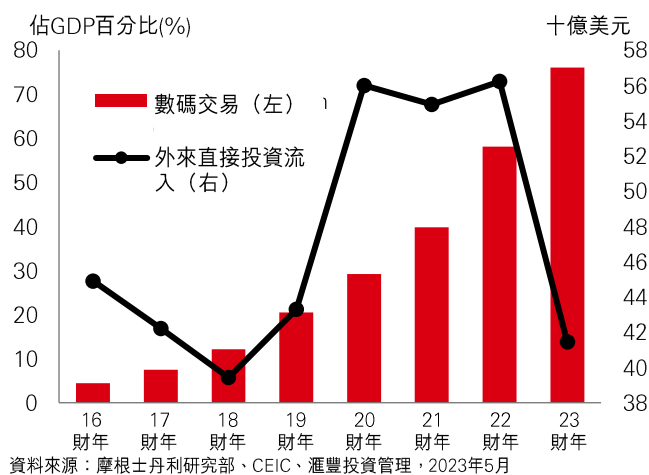
房地產、銀行業、無力償債和破產、稅務（如削減企業稅率和商品及服務稅）、直接補貼轉移和放寬行業管制等範疇的結構改革開始取得成果。然而，較具爭議性的改革（如勞工和撤資/私有化）進度緩慢，並且由於未來12個月的政治日程繁忙，進展可能再度推遲。教育、健康、（高薪及技術型）職位創造和其他有利社會經濟的政策進一步改善，將協助印度從人口紅利獲益，尤其是其年輕勞動力龐大。成功的結構轉型和提高生產力動態，或可推高儲蓄率（由出口收入提高、企業盈利能力增強及家庭收入和儲蓄上升推動），最終有助為更高水平的投資帶來資金。

通脹逐步回落提供了政策空間



資料來源：CEIC、彭博、滙豐投資管理，2023年5月

快速數碼化；疫情期間外來直接投資流入強勁



資料來源：摩根士丹利研究部、CEIC、滙豐投資管理，2023年5月

註5：資料源自CEIC，截至2023年5月。資料來源：CEIC、彭博、滙豐投資管理，2023年5月。

重要資訊

投資價值及所得收益可升亦可跌，投資者有機會未能取回投資本金。本文所載之過去業績並不代表將來的表現。本文所載之任何預測、估計及模擬均不應被視為將來表現的指標。任何涉及海外市場的投資，均有機會受到滙率兌換所影響而令投資價值上升或下跌。與已發展市場相比，新興市場投資涉及較高風險，而且較為波動。新興市場經濟體系一般大為依賴國際貿易，同時或會繼續受到貿易關卡、外滙管制、相對其他貨幣訂立的管制性調整，以及由貿易國訂立或提出的其他保護性措施所帶來的負面影響。而此等經濟體系亦會或繼續受到其他貿易國的經濟狀況的負面影響。互惠基金投資涉及市場風險，請細閱相關的文件。

無論基於任何原因，本文件所載之部分或全部內容均不得複製或進一步發放予任何人士或實體。所有未經允許之複製或使用本文件，均屬使用者的責任，並有機會引致法律訴訟。本文件只提供一般性資料，文件內所載的觀點，不應被視為出售或購入投資產品的意見或建議。文件內所載的部分陳述可能會被視為前瞻性陳述，並提供目前預測或未來的事件預估。相關的前瞻性陳述對未來表現或事件概不作出保證，並涉及風險及不確定性。基於多項因素，實際結果可能與相關前瞻性陳述大不相同。我們對更新本文件內的前瞻性陳述，或對提供實際結果與前瞻性陳述的預測不同的原因，不作出任何承諾。本文件並無契約效力，在任何情況下，於任何司法管轄範圍內均不應被視為促銷或建議購入或出售任何金融工具，如此等建議並不合法。本文所載之內容只反映滙豐投資管理於製作本文件時之觀點及意見，並會不時轉變。這些觀點並不一定代表目前的投資組合分布。滙豐投資管理所管理的個別投資組合主要反映個別客戶的目標、風險取向、投資期限及市場流動性。

我們對於任何第三方資料的準確性及/或完整性所引致的損失概不負責。有關資料乃取自我們相信可靠的來源，然而我們並無作出獨立查證。

投資附帶風險，過去的業績並不代表將來的表現。請參閱銷售文件以便獲取其它資料，包括風險因素。此文件並未經證券及期貨事務監察委員會批閱。

滙豐投資管理是滙豐集團資產管理業務的公司名稱。於香港，上述資訊由HSBC Global Asset Management (Hong Kong) Limited（滙豐環球投資管理（香港）有限公司）刊發。

本文件不應視為投資研究。本文件沒有按照旨在促進投資研究獨立性的法律規定編製，在其分發前不受任何禁止交易約束。本文件僅供營銷目的。本文件不具合約約束力，我們亦無需根據任何立法條款向您提供本文件。

版權 © HSBC Global Asset Management (Hong Kong) Limited（滙豐環球投資管理（香港）有限公司）2023。版權所有。在未得到滙豐環球投資管理（香港）有限公司書面同意前，不得將本文件內容複製、儲存於檢索系統，或以任何形式或任何方法，包括電子、機械、影印、錄音或其他方式發放。