

证券研究报告 / 宏观专题报告

印度经济分析及前景展望

报告摘要：

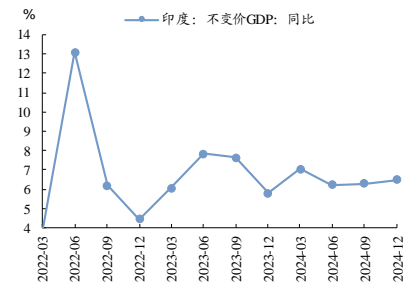
印度作为一个以国内需求为主的经济体，在全球贸易疲软的背景下，依靠自身的强劲内需，2023年经济增速全球第一。一枝独秀的经济表现，也使得2023年印度资本市场表现不俗。2023年服务业的高速增长以及资本开支的高增是印度经济的重要引擎，伴随国内需求的增加，印度第二产业增速也迎来了显著提速。这一成就与莫迪政府在大选前调用财政资源促进基建和政府投资关系密切。2023年作为印度政治的关键年，各政党均在为2024年大选冲刺，“拼增长”是印度2023年经济政策的核心。印度2023/24财年（2023年4月1日至2024年3月31日）预算从上年的7.5万亿卢比增加到10万亿卢比，同比增长33%，为该国历史上最大增幅。这个预算削减了福利和扶贫开支，增加了基础设施和军费方面的支出。印度把国防预算增长到5.94万亿卢比，比预估增加了约13%。印度铁路获得有史以来最高的2.4万亿卢比预算，城市基础设施方面的支出将增加33%。强财政刺激下，2023年印度制造业和建筑业表现不俗。

2024年预计印度宏观经济将保持韧性，2024年5月大选之前，政府的转移支付和财政支出将持续推动经济增长，大选之后，预计随着经济形势走好和全球降息周期开启，印度信贷增速和资本开支有望保持高增速，私人领域开支将继续支撑印度经济表现。根据彭博一致预期，2024年印度GDP增速预计为6.6%，固定资产投资增速8.8%，CPI同比增长5.4%。消费方面，预计将持续复苏。首先，印度核心通胀的持续放缓，实际购买力稳步增加；其次，相对强劲的经济表现，使得印度消费者信心保持高企；最后，强壮的居民部门资产负债表也为私人消费提供了基础。私人投资方面，印度私人部门资本支出有望持续增长，而这对中期经济的建设前景至关重要。主要支撑如下，其一，印度政府持续推动基础设施建设，商业环境有所改善；其二，印度非金融企业的资产负债表同样实力雄厚，也将为私人投资增长提供基础；其三，2019年以来的结构性改革措施改善了私营企业的环境，已经达到了实体经济效益逐渐显现的阶段；其四，住房负担能力改善、收入增长加快、城市化率等周期性和结构性因素将支持房地产资本支出。

印度经济长期增长的潜力有三大来源：人口红利，城镇化与国际化和高技术产业带来的制造业繁荣。印度作为世界第一人口大国，也是美国亚太战略的一个潜在支点，近年印度的发展受到全球关注。但是也需要其自身做好改革开放才能较好地将红利转化为实际的经济增长，如需要更多的基础教育投入，更多基础设施建设，更为自由化和法治化的市场改革来吸引外资和实现国际化。

风险提示：地缘政治超预期，印度国内大选结果超预期。

相关数据



相关报告

《【东北宏观】11月经济数据点评：生产强消费弱，政策仍需保持力度》

--20231218

《【东北宏观】政策宽松的必要性进一步增强》

--20231215

《【东北宏观】鸽声嘹亮，态度转向》

--20231214

《【东北宏观】二手车价格反弹，通胀缓慢回落》

--20231214

《【东北宏观】高质量发展是硬道理》

--20231213

证券分析师：张陈

执业证书编号：S0550522110002

13683268105 zhangchen2@nesc.cn

证券分析师：张超越

执业证书编号：S0550523060002

021-61001801 zhangcy_7567@nesc.cn

目 录

1.	强财政刺激背景下，2023 年印度经济增速瞩目	3
2.	2024 年印度经济增长前景分析	6
3.	印度经济长期增长潜力的三大来源	8
3.1.	人口红利（劳动力供给）	8
3.2.	城镇化进程	10
3.3.	国际化和高技术产业带来的制造业繁荣	11

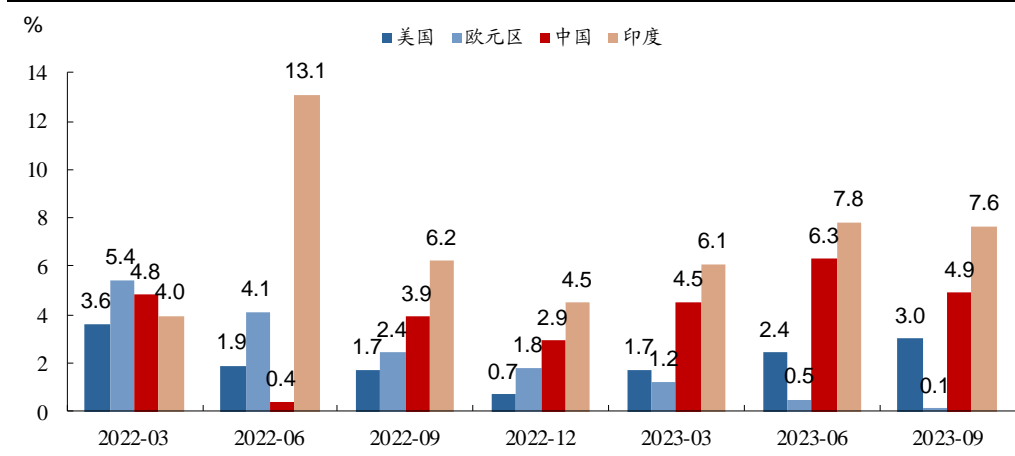
图表目录

图 1:	印度近两年实际 GDP 保持了较高同比增速水平	3
图 2:	印度资本市场反映经济动能偏强	3
图 3:	印度经济结构（三产视角）	4
图 4:	印度为内需驱动为主的经济体	4
图 5:	2023 年印度工业快速增长	4
图 6:	2022 年-2023 年上半年印度面临外需疲软	4
图 7:	印度经济分项拉动（三产视角）	5
图 8:	印度经济分项拉动（支出法）	5
图 9:	印度近两年保持了较高的资本开支增速	5
图 10:	印度近两年保持了较高的信贷增长	5
图 11:	印度通胀整体保持火热状态	6
图 12:	印度消费者信心持续恢复	6
图 13:	印度近两年保持了较高的资本开支增速	6
图 14:	印度不变价 GDP 同比增长	7
图 15:	印度家庭部门净资产	7
图 16:	印度私人消费支出	7
图 17:	印度非金融企业净资产	8
图 18:	印度基础设施行业指数	8
图 19:	印度工业前景调查	8
图 20:	印度制造业展望指数	8
图 21:	印度各年龄段人口结构	9
图 22:	中国各年龄段人口结构	9
图 23:	印度未受过教育或培训的青少年比例	9
图 24:	印度未受过教育或培训的女性青少年比例	9
图 25:	印度男性劳动参与率持续下降	10
图 26:	印度女性参与率处于极低水平	10
图 27:	印度失业率保持相对高位	10
图 28:	印度青年失业率高达 20% 以上	10
图 29:	印度仍然处于较低的城镇化水平	11

1. 强财政刺激背景下，2023 年印度经济增速瞩目

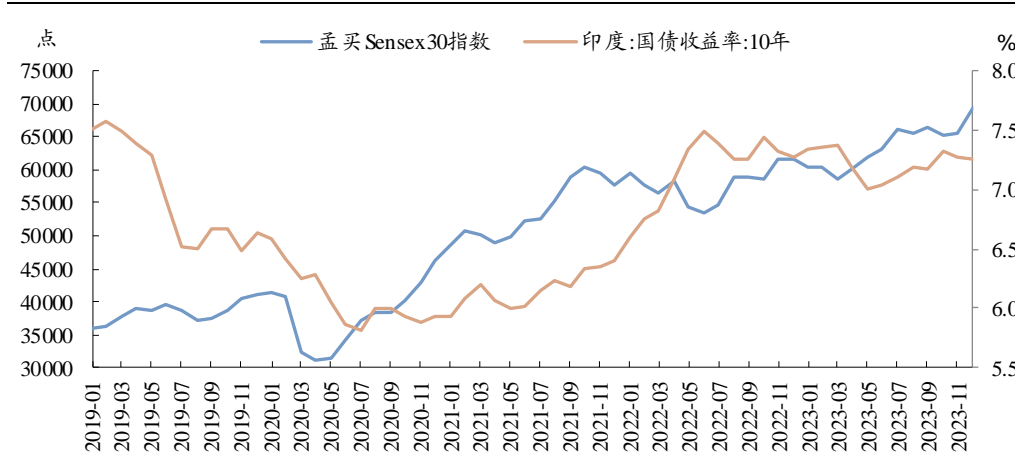
自 2022 年印度走出疫情后，经济重回高速增长轨道。作为一个以国内需求为主的经济体，在全球贸易疲软的背景下，依靠自身的强劲内需，经济增速全球第一，近乎新兴市场平均水平的两倍。一枝独秀的经济表现，也使得 2023 年印度资本市场表现不俗。

图 1: 印度近两年实际 GDP 保持了较高同比增速水平



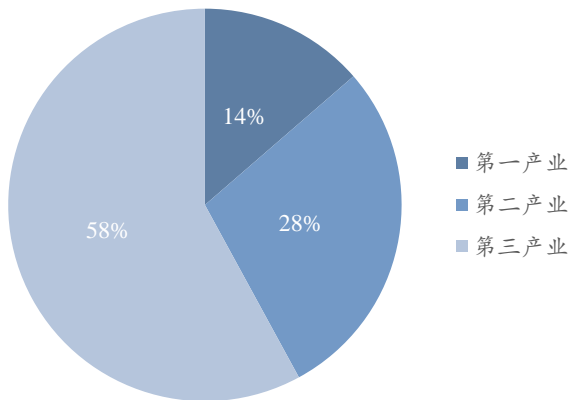
数据来源: Bloomberg, 东北证券

图 2: 印度资本市场反映经济动能偏强



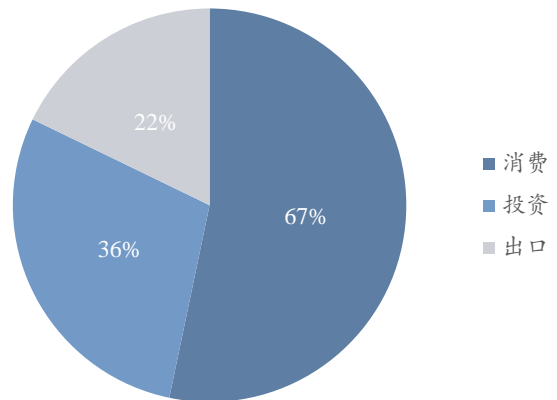
数据来源: Bloomberg, 东北证券

图 3: 印度经济结构 (三产视角)



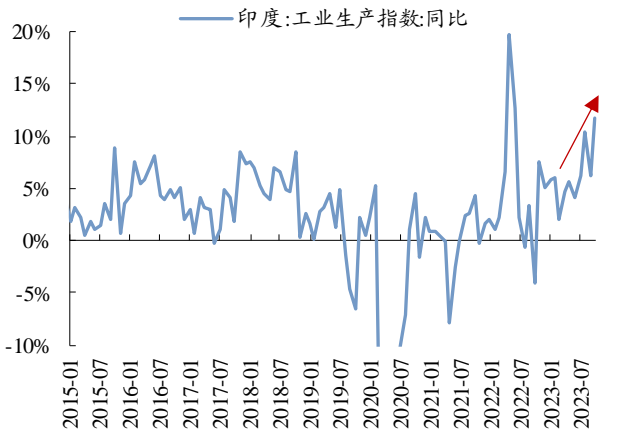
数据来源: Wind, 东北证券

图 4: 印度为内需驱动为主的经济体



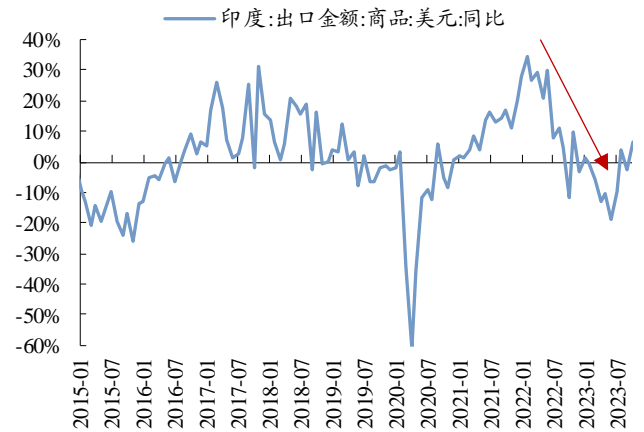
数据来源: Wind, 东北证券 (进口为负权重, 故以上三项拉动项相加大于 100%)

图 5: 2023 年印度工业快速增长



数据来源: Wind, 东北证券 (2021 年为两年复合同比增速)

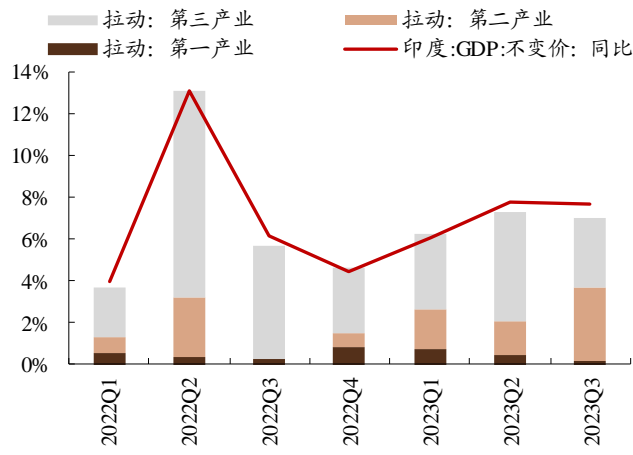
图 6: 2022 年-2023 年上半年印度面临外需疲软



数据来源: Wind, 东北证券 (2021 年为两年复合同比增速)

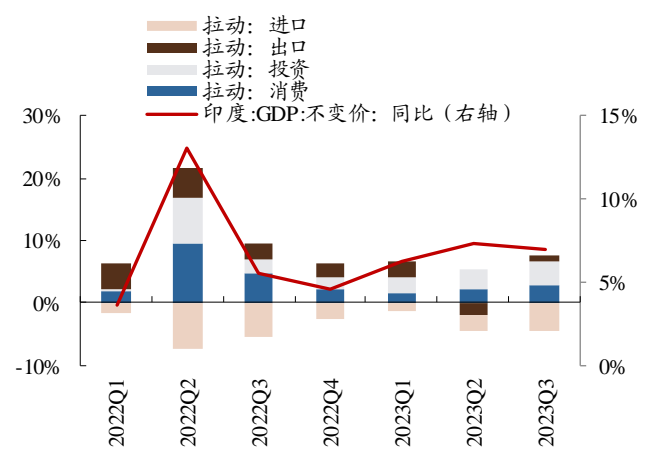
2023 年服务业的高速增长以及资本开支的高增是印度经济的重要引擎, 伴随国内需求的增加, 印度第二产业增速也迎来了显著提速。这一成就与莫迪政府在大选前调用财政资源促进基建和政府投资关系密切。2023 年作为印度政治的关键年, 各政党均在为 2024 年大选冲刺, “拼增长” 是印度 2023 年经济政策的核心。印度 2023/24 财年 (2023 年 4 月 1 日至 2024 年 3 月 31 日) 预算从上年的 7.5 万亿卢比增加到 10 万亿卢比, 同比增长 33%, 为该国历史上最大增幅。这个预算削减了福利和扶贫开支, 增加了基础设施和军费方面的支出。印度把国防预算增长到 5.94 亿卢比, 比预估增加了约 13%。印度铁路获得有史以来最高的 2.4 万亿卢比预算, 城市基础设施方面的支出将增加 33%。强财政刺激下, 2023 年印度制造业和建筑业表现不俗。

图 7: 印度经济分项拉动 (三产视角)



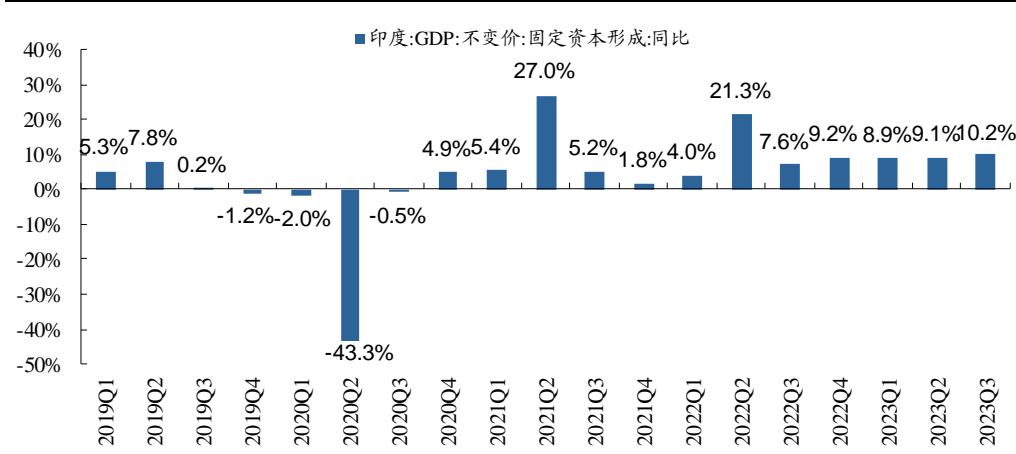
数据来源: Wind, 东北证券

图 8: 印度经济分项拉动 (支出法)



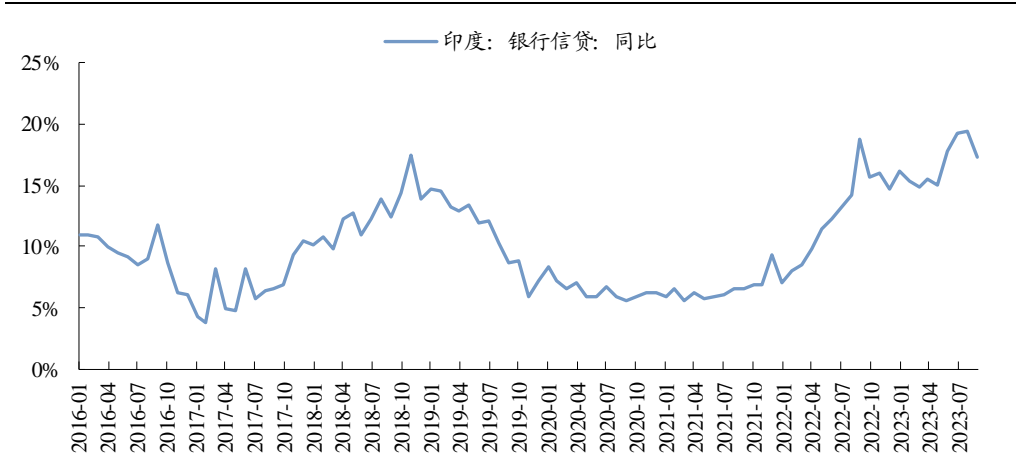
数据来源: Wind, 东北证券 (进口为负权重, 故以上三项拉动项相加大于 100%)

图 9: 印度近两年保持了较高的资本开支增速



数据来源: Bloomberg, 东北证券

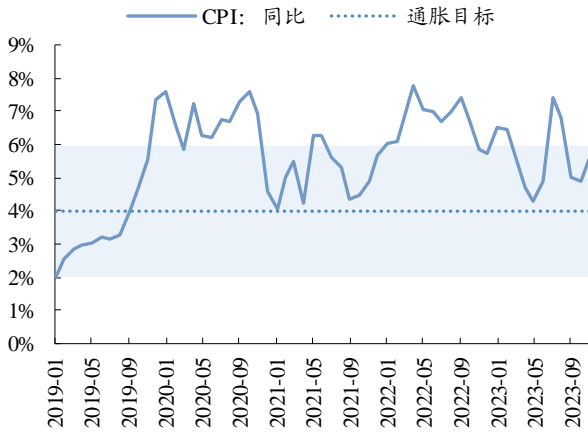
图 10: 印度近两年保持了较高的信贷增长



数据来源: Bloomberg, 东北证券

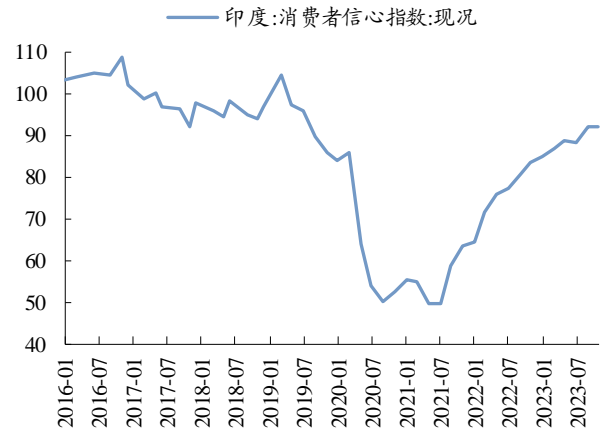
由于财政发力和资本开支的高企, 印度消费者信心指数持续修复, CPI 通胀保持相对高位, 整个经济处于较强的扩张态势。

图 11: 印度通胀整体保持火热状态



数据来源: Wind, 东北证券

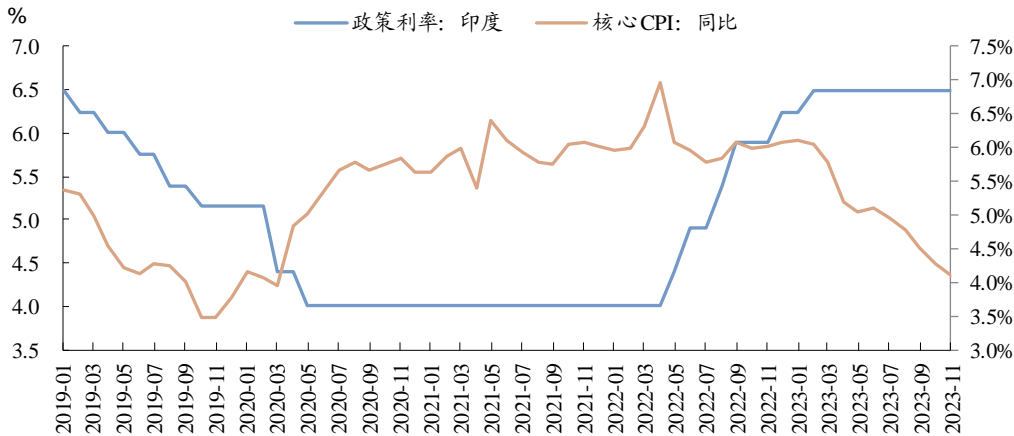
图 12: 印度消费者信心持续恢复



数据来源: Wind, 东北证券

货币政策方面, 进入 2023 年之后, 随着印度核心 CPI 的顺利回落, 印度央行自 2 月最后一次加息之后, 就事实上结束了加息周期, 这也防止了持续的加息周期进一步对经济产生过多抑制。

图 13: 印度近两年保持了较高的资本开支增速

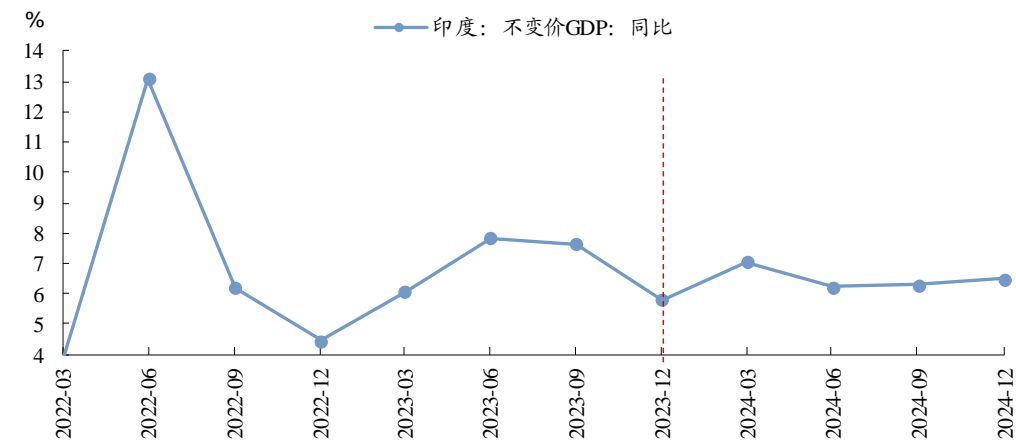


数据来源: Bloomberg, 东北证券

2. 2024 年印度经济增长前景分析

2024 年预计印度宏观经济将保持韧性, 2024 年 5 月大选之前, 政府的转移支付和财政支出将持续推动经济增长, 大选之后, 预计随着经济形势走好和全球降息周期开启, 印度信贷增速和资本开支有望保持高增速, 私人领域开支将继续支撑印度经济表现。根据彭博一致预期, 2024 年印度 GDP 增速预计为 6.6%, 固定资产投资增速 8.8%, 工业生产同比增长 5.4%, CPI 同比增长 5.4%

图 14: 印度不变价 GDP 同比增长

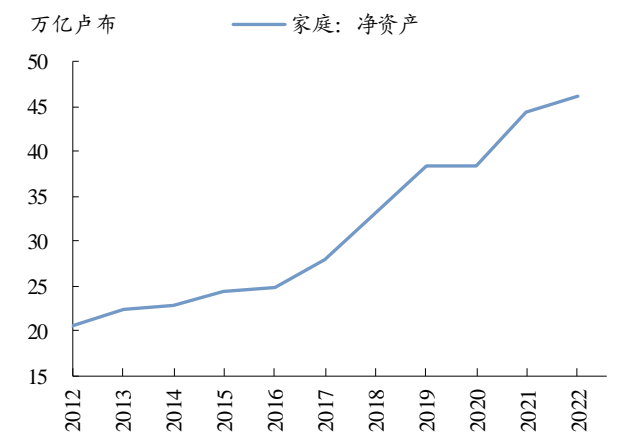


数据来源: Bloomberg, 东北证券

消费方面, 预计将持续复苏。首先, 印度核心通胀的持续放缓, 实际购买力稳步增加; 其次, 相对强劲的经济表现, 使得印度消费者信心保持高企; 最后, 强壮的居民部门资产负债表也为私人消费提供了基础。

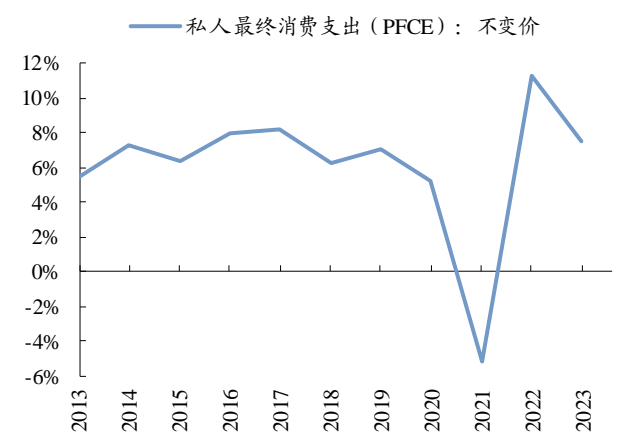
私人投资方面, 印度私人部门资本支出有望持续增长, 而这对中期经济的建设前景至关重要。主要支撑如下, 其一, 印度政府持续推动基础设施建设, 商业环境有所改善; 其二, 印度非金融企业的资产负债表同样实力雄厚, 也将为私人投资增长提供基础; 其三, 2019 年以来的结构性改革措施改善了私营企业的环境, 已经达到了实体经济效益逐渐显现的阶段; 其四, 住房负担能力改善、收入增长加快、城市化率等周期性和结构性因素将支持房地产资本支出。

图 15: 印度家庭部门净资产



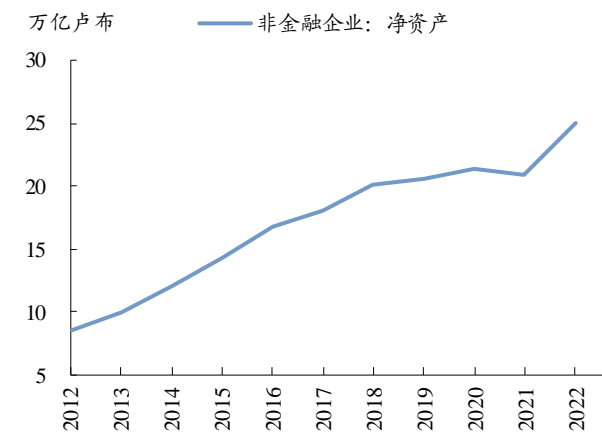
数据来源: Wind, 东北证券

图 16: 印度私人消费支出



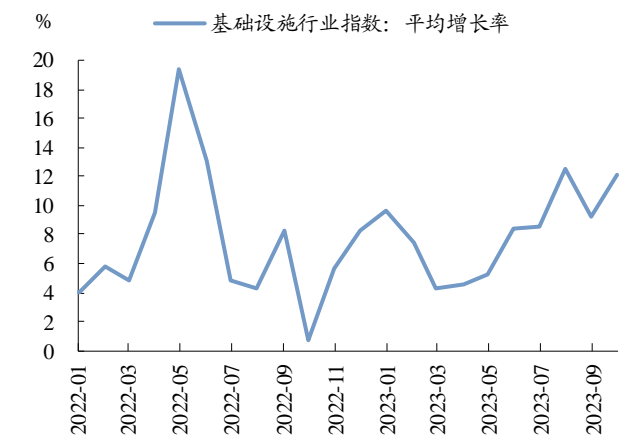
数据来源: Wind, 东北证券

图 17: 印度非金融企业净资产



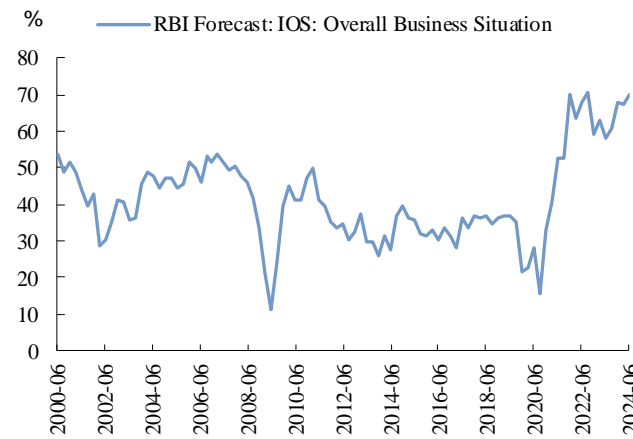
数据来源: Wind, 东北证券

图 18: 印度基础设施行业指数



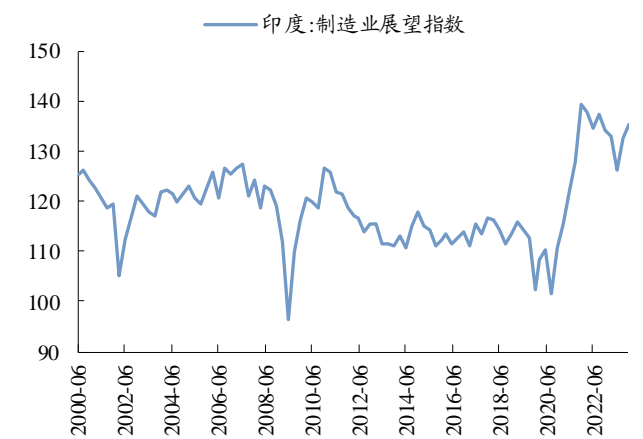
数据来源: Wind, 东北证券

图 19: 印度工业前景调查



数据来源: 印度储备银行, 东北证券

图 20: 印度制造业展望指数



数据来源: 印度储备银行, 东北证券

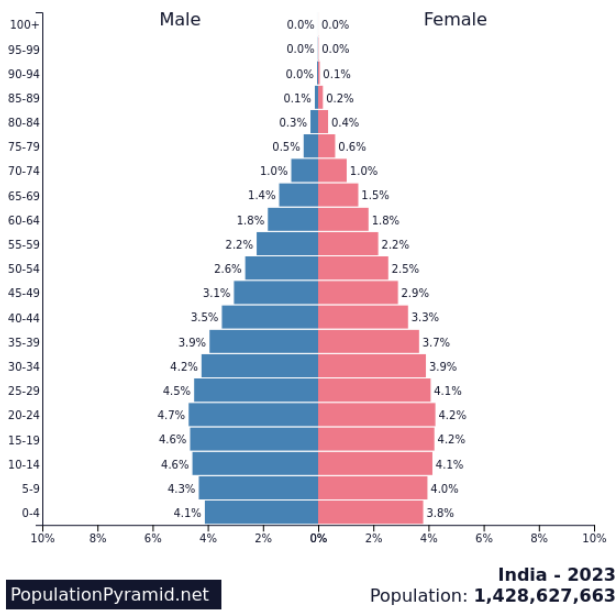
3. 印度经济长期增长潜力的三大来源

印度作为世界第一人口大国,也是美国亚太战略的一个潜在支点,近年印度的发展受到全球关注。其红利包括充足的劳动人口,广阔的城镇化空间,相对顺风的国际环境。但是也需要其自身做好改革开放才能较好地将红利转化为实际的经济增长,如需要更多的基础教育投入,更多基础设施建设,更为自由化和法治化的市场改革来吸引外资和实现国际化。

3.1. 人口红利 (劳动力供给)

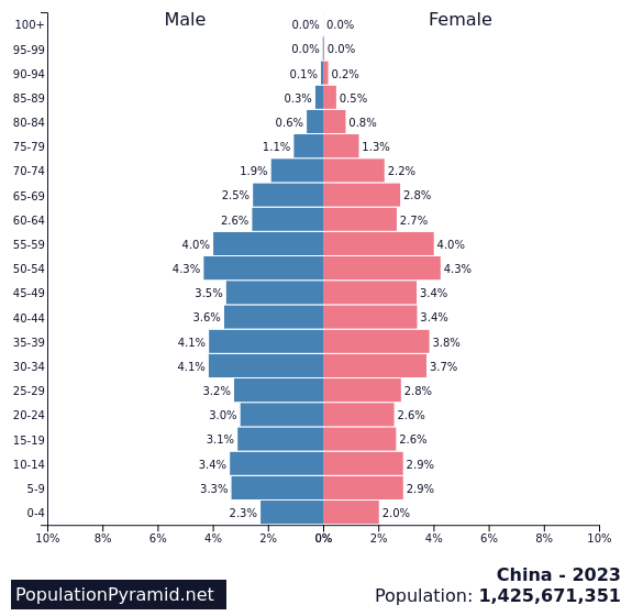
印度已经超过中国成为世界上人口最多的国家,且其人口结构使其在相当时间内不会面临老龄化问题,如果能够进行适当的教育及劳动力市场改革,则其人口特征或将成为未来经济发展的重要潜力来源。

图 21: 印度各年龄段人口结构



数据来源: PopulationPyramid, 东北证券

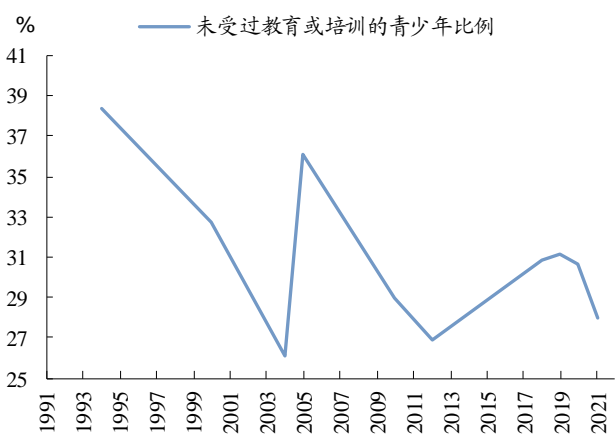
图 22: 中国各年龄段人口结构



数据来源: PopulationPyramid, 东北证券

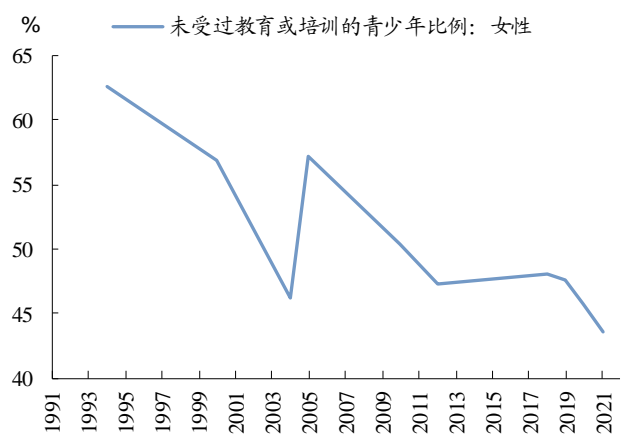
但是印度劳动力市场面临较为严峻的三个问题: 第一个是极低的教育水平, 截至 2021 年, 印度未受过教育和职业培训的青少年占比高达 28%, 女性青少年更是高达 44%。第二个是印度是亚洲女性劳动参与率最低的国家之一, 截至 2021 年, 印度男性劳动参与率为 75.1%, 女性劳动参与率仅为 27%。第三个是印度青年失业率也是亚洲最高的国家之一, 截至 2022 年, 印度青年失业率高达 23.2%。未来印度想要将人口数量转化为人口红利, 需要更多的教育普及工作以及劳动力市场改革, 提高人口素质和女性参与劳动的比例。

图 23: 印度未受过教育或培训的青少年比例



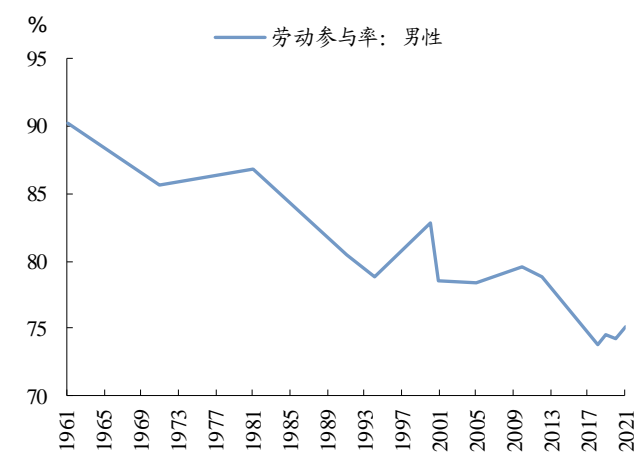
数据来源: 世界银行, 东北证券

图 24: 印度未受过教育或培训的女性青少年比例



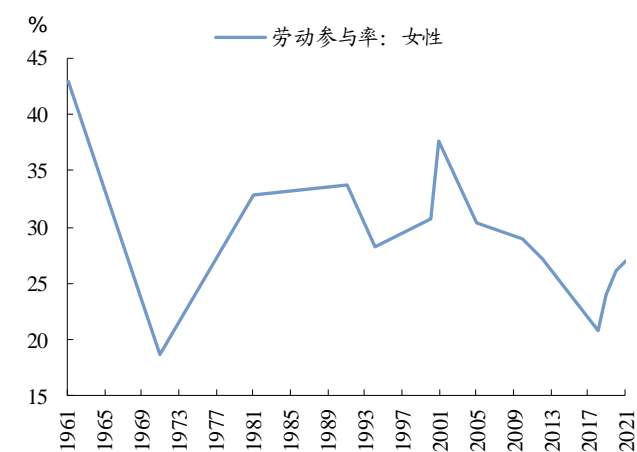
数据来源: 世界银行, 东北证券

图 25: 印度男性劳动参与率持续下降



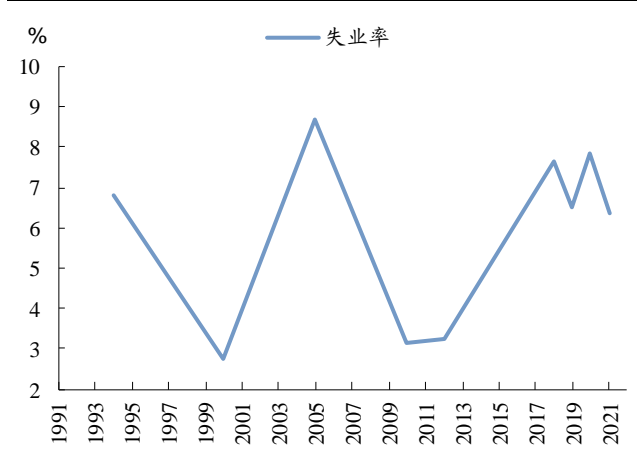
数据来源: 世界银行, 东北证券

图 26: 印度女性参与率处于极低水平



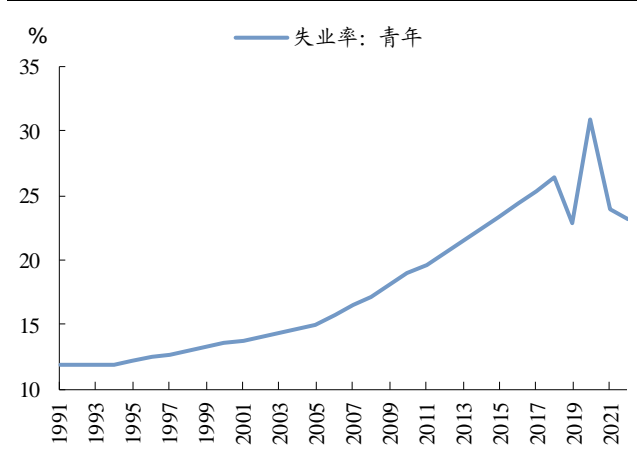
数据来源: 世界银行, 东北证券

图 27: 印度失业率保持相对高位



数据来源: 世界银行, 东北证券

图 28: 印度青年失业率高达 20%以上

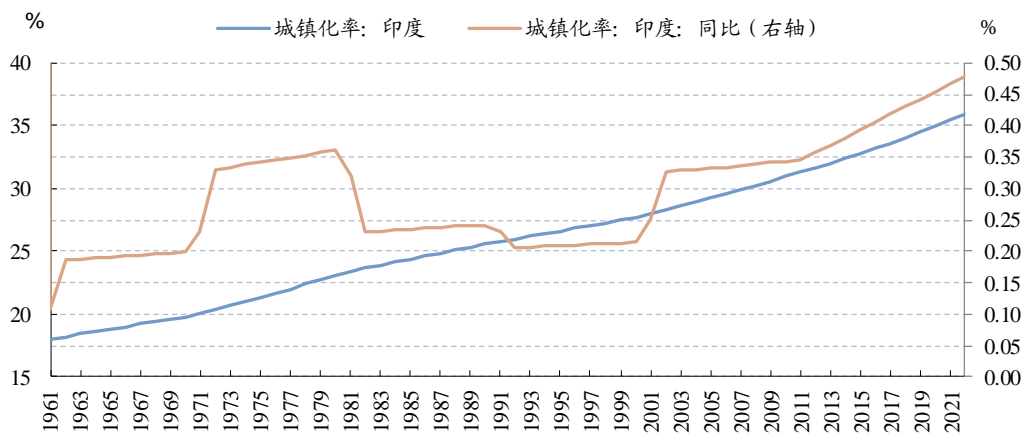


数据来源: 世界银行, 东北证券

3.2. 城镇化进程

截至 2022 年, 印度城镇化率仅有 35.9%, 仍处于极低水平。根据国际经验来看, 全球中等偏上收入国家城镇化率为 66%、高收入国家 81% 的平均水平。印度未来城镇化仍有广阔的增长空间。印度城镇化的进程, 将会带来大量的房地产和基础设施建设的基本开支, 这将为未来印度的经济增长提供动能。

图 29: 印度仍然处于较低的城镇化水平



数据来源: 世界银行, 东北证券

3.3. 国际化和高技术产业带来的制造业繁荣

鉴于印度得天独厚的地理位置, 成为美国印太战略的重要支点, 也是美国重点拉拢对象。2022年2月, 拜登政府发布的《美国印太战略》报告将推进“印太经济框架”。该报告指出, 美国将与盟友、伙伴一道, “推动构建一个‘印太经济框架’”, “旨在促进、推动高标准贸易、管理数字经济、提高供应链的弹性和安全性, 促进透明、高标准基础设施投资, 并建立数字连接”。2023年1月31日, 美国总统国家安全事务助理沙利文与印度总理国家安全顾问多瓦尔在美国启动了“美印关键和新兴技术倡议”(iCET), 旨在增强美印两国在军事装备、半导体和人工智能等方面的合作。2023年5月, 美国联手印度、阿联酋和沙特等国宣称, 正在推动一项大型交通基础设施项目。项目将连接中东和波斯湾国家, 再通过港口海路延伸至印度。

借地缘政治顺风的优势, 在参与国际协定方面, 印度积极参与多层次国际合作, 参与创建南亚自由贸易区(SAFTA)等。印度在亚洲内部建立了8个FTA, 涵盖18个国家, 除韩国、日本外, 自由贸易伙伴都是南亚和东南亚国家。具体来看, 其加入的协定为印度-斯里兰卡, 印度-新加坡, 印度-不丹, 韩国-印度, 印度-马来西亚, 印度-日本, 东盟-印度, 南亚自由贸易协定。

2009年8月, 印度与东盟签署了印度-东盟货物自由贸易协定(AITIGA), 双方决定削减五分之四贸易商品的关税, 印度也成为继中国、日本和韩国后第四个与东盟建立自由贸易机制的国家。2014年, 印度与东盟又签署了服务贸易和投资领域的自贸协定。此外, 印度还与新加坡、马来西亚分别签订了《全面经济合作协议》, 与这两国的市场开放程度超越与东盟的整体水平。另一方面, 印度与东盟的经贸关系取得长足进步: 自1993年到2008年, 印度和东盟的双边贸易额增长了约十倍, 占东盟全球总贸易额比重从1993年的0.7%增长到2008年的2.8%。2010年1月, 印度-东盟自由贸易区(The Indian-ASEAN Free Trade Area, 简称IAFTA)正式建立。

2022年12月29日, 印度与澳大利亚签署的《印度-澳大利亚经济合作与贸易协定》(ECTA)正式生效。这是在过去十年中, 印度与发达国家签订的第一个自由贸易协议。协议为96.4%的印对澳出口商品和澳大利亚85%以上的出口商品提供零关税准

入。

2023 年 12 月，英国政府高级官员抵达印度，商讨印英自由贸易协定相关事宜。英国商业贸易部和印度贸易部尚未就此事正式发表评论。印英自由贸易协定的谈判始于去年 1 月，目前为止已经进行了 13 轮谈判。对于印度政府来说，印英自由贸易协定的成功达成无疑是迈向“世界第三”的重要一步。

风险提示：地缘政治超预期，印度国内大选结果超预期。

研究团队简介:

张陈: 北京大学经济学专业博士, 拥有 3 年证券从业经验, 金麒麟奖团队成员, 曾在核心期刊发表多篇论文, 在校期间参与多项国家社科基金项目。现任东北证券首席宏观分析师。

张超越: 香港城市大学金融学硕士, 对外经济贸易大学经济学学士、会计学双学士。本科期间获数学建模国际、国家级奖项; 硕士期间 GPA 3.98/4.0。现任东北证券宏观分析师。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 15%以上。	投资评级中所涉及的市场基准: A 股市场以沪深 300 指数为市场基准, 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为市场基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准; 美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为市场基准。
	增持	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。	
	中性	未来 6 个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。	
	减持	未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。	
	卖出	未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 15%以上。	
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益落后于市场基准。	

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

东北证券股份有限公司

网址：<http://www.nesc.cn> 电话：95360,400-600-0686 研究所公众号：dbzqyanjiusuo

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 799 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

