

# 諾亞研究

2020年12月16日

主題 | 為什麼印度股指屢創新高？

夏春 諾亞控股首席經濟學家

## 核心觀點

印度上市公司的盈利雖然同比下降，但表現好於歐元區和日本，而估值上調幅度也小於歐元區和日本。因此，2021年的印度股市表現可能好於日本和歐元區。

印度兩大股指 Nifty 50 (漂亮 50) 和 BSE Sensex (孟買敏感 30 指數) 十二月以來屢屢刷新紀錄。12 月的前十個交易日裏，漂亮 50 在前七天連創新高；孟買敏感 30 指數六次突破歷史高位。本週一，12 月 14 日，收盤價分別報 13,558 點和 46,253 點，不但已經收復至年初疫情前水準，更是兩大指數有史以來的最高點。

除了來自股市上的好消息之外，印度疫情較第三季度來看，已經有所緩和。作為人口最多的發展中國家之一，面對如此巨大的醫療及公共衛生挑戰，隨著幾輪宵禁和封鎖的進行、測試效率的提高，疫情控制也稍見成效。儘管近一個月以來日均新增確診人數仍在三萬左右，但是相對於九月份峰值時的每日九萬例新增來說已經有大大改善。

基本上，製造業因封鎖措施的進一步放鬆，迎來了新增訂單，是印度經濟復蘇的動力。製造業採購經理人指數 (PMI) 也已經在十月份創下 58.9 的歷史新高，並站穩於 50 基準線以上；服務業指數雖已回復年初水準，但幅度較為緩和。國際貨幣基金組織 (IMF) 對 2020 年印度的 GDP 預測為下降 10.6%，是新興市場上表現最差的；但預計 2021 年會有 8.8% 的增長。實體經濟在飛漲的股指襯托下稍顯遜色。

我們在近半年以來的宏觀策略上一直看好新興市場，也在此前的文章中多次提及新興市場在近年來的發展潛力。在 12 月的資產配置報告中，我們也上調了亞太及新興市場的觀點至偏樂觀，主要考慮到中國經濟復蘇所帶動的進出口活動、避險資金流入、北亞科技產業發展活躍度大大提升等因素。

針對印度股市近期的表現，我們分別從短期和長期的角度總結了以下影響因素。在短期看來，疫情爆發以來實施的財政和貨幣刺激政策，帶來市場流動性顯著提升。

根據 IMF 對各國的政策追蹤，印度在初期實施的財政政策主要針對社會保障和醫療方面；十月份以來增加了對公共投資和與產能相關的 13 個重點行業的援助；其中更包括了對企業、貧困人口、移民、農民等人群的信貸支持。此類政策支出約佔 9% 的 GDP。

貨幣政策方面，三月以來央行多次進行市場操作，以提高流動性。目前印度央行的基準回購利率為 4%，甚至低於 2008 年金融危機時的水準。

短期也有來自於週邊的刺激性因素。美國大選塵埃落定，拜登此前強調上任後會修復與其他國家的關係，而美國與印度的關係發展與中美關係息息相關。

拜登在競選期間也曾表示，印度在美國的國家安全體系中佔有重要地位。他如果當選總統，印度將成為美國的天然夥伴。另外，疫苗接種計畫已經逐漸在全球各國落實。12月5日，印度總理莫迪也表示將於未來數周推出新冠疫苗，並強調新冠疫苗一經審批，當局就會展開分發工作。

從長期的角度看來，印度的人口紅利已經來臨。作為人口第二大國，擁有 13.9 億人口的印度，據統計，其年齡中位數是 28.4，比中國（38.4）和美國（38.3）都少 10 歲，65 以上人數僅佔 5%。

這樣的人口結構使得印度在勞動人口市場上具備了成本優勢、在消費市場上存在巨大潛力。再加上印度本身仍是發展中國家的本質，人民生活水準和素質仍有很大的提升空間。事實上，全球科技巨頭紛紛湧入印度也側面印證了這一點。

人口結構的變化進而導致了勞動力供給在結構上的變化。中國在近年來進行產業升級，已經不是過往的勞動密集型發展模式。印度擁有勞動力成本上的優勢，也成為了繼中國之後的「世界代工廠」。再者，印度的社會保障體系相對薄弱，當今確實是印度享受人口紅利的黃金時代。

除了人口紅利之外，境外資本自由流動的政策也是近 20 年來引領印度走向世界、走出困境的重要因素之一。2000 年起，印度逐步開放境外資本流入限制，迄今，在自動途徑上允許外國直接投資的最高比例為 100%。

以印度作為樣本國家的研究（Bau and Matray, 2020）指出，允許境外資本自由流入能減少資本市場的摩擦。一方面，在銀行系統不完善的地區，這種效應更加明顯，因為境外資本通過對本地信貸市場的介入，從而加大其競爭力，進而降低資源錯配。

另一方面，從公司層面來看，資源錯配的降低調整了扭曲的生產要素價格，進一步地，產品邊際成本降低，受影響的公司把這部分紅利通過降低價格與購買者共用；資本的邊際收益產量高的公司更能把這部分紅利用於增加產品的多樣性中，或是提高員工們的收入水準，這則是降低人力資源錯配的表現。

當然，對於長期持有印度資產的投資者來說，目前賺的盆滿鉢滿的同時，也要留意以下風險。第一，印度的經濟結構仍偏重農業，當前疫情財政政策的援助最主要還是流向農業部門；

第二，在十一月中談及《區域全面經濟夥伴關係協定》(Regional Comprehensive Economic Partnership)的文章中我們也提到，印度與亞太地區經濟整合度不深，和亞洲多個國家存在貿易逆差；

第三，印度今年以來通脹率在 7% 左右波動，是近 5 年的峰值，加上疫情後央行寬鬆政策已經有限，要留意盧比的貶值風險。

最後值得瞭解的一個重要資訊就是，印度上市公司的盈利雖然同比下降，但表現好於歐元區和日本，而估值上調幅度也小於歐元區和日本。因此，2021 年的印度股市表現可能較日本和歐元區好。

免責聲明: 本檔所有內容(包括但不限於觀點、結論、建議等)僅供參考, 不代表任何確定性的判斷, 亦不構成向任何人作出任何要約或要約邀請, 亦非投資建議。

您仍應根據您的獨立判斷做出您的投資決策, 投資涉及風險, 諾亞控股(香港)有限公司(以下簡稱「本公司」)及其關聯公司不對因使用本檔而產生的任何後果承擔法律責任。本檔包含前瞻性的預測, 任何非對過往歷史事實的陳述均為前瞻性的預測, 本公司並不保證完全準確或未來不發生變化。本報告的資訊來源於公開資料, 本公司對這些資訊的準確性和完整性不作任何保證, 也不保證所包含的資訊及建議不會發生任何變更, 本公司已力求報告內容的客觀、公正, 但文中的觀點、結論及建議僅供參考, 不代表任何確定性的判斷。

本報告相關知識產權歸本公司及其關聯公司所有, 未經本公司及其關聯公司許可, 任何個人或組織, 均不得將本報告內容以轉載、複製、編輯、上傳或發佈等任何形式使用於任何場合。如引用或刊發需註明出處為「諾亞香港研究部」, 且不得對本報告進行有悖原意的引用、刪節和修改。諾亞控股(香港)有限公司及其關聯公司保留追究侵權者法律責任之權利。任何機構或個人使用本檔均視為同意以上聲明。