

供需均有上行动力

——宏观经济研究周报

申港证券
SHENGANG SECURITIES

2023年2月28日

投资摘要：

我们追根溯源确定了印度经济事务部高频指标体系(HFIs)中重要指标的数据来源，并根据最新数据对印度经济状况进行了点评。目前印度供需两旺，经济高速增长有望保持，下阶段应关注通胀走势、美联储的利率决议以及印度储备银行的应对态度。

高频指标体系

印度经济事务部选择了一系列月频数据对实体经济的需求端进行监测，同时利用成熟的工业生产指数作为供给侧的指示指标。但印度经济事务部并不按月发布以上的指标体系中的各项数据，我们通过追溯数据来源，在保证数据连续性和完整性的基础上，部分还原了印度的经济指标监测体系。

供给提速

制造业和服务业景气度持续环比提升。2023年1月印度制造业PMI55.4，前值57.8，服务业PMI57.2，前值58.5。尽管较上月环比下降，两大行业PMI仍处于荣枯线以上，延续了从2021年中开始的扩张趋势。

8大核心行业工业产出逐步回升。12月末8大核心行业工业生产指数152.2，同比增长7.4%，增速较11月末提升1.7个百分点。2022年1季度后，俄乌冲突导致的原材料价格高企影响了印度的工业生产，8大核心工业生产指数自3月后开始走低。10月后冲突影响逐步弱化，同时全球高息环境下对原材料和资源品的需求开始收缩，这对长期保持贸易逆差的印度形成利好，8大核心行业工业生产指数增速触底回升。

原油行业工业生产同比负增，煤炭、电力行业增速居前。从行业来看，2022年12月末煤炭、电力行业工业产出分别同比增长11.5%、10%，而原油行业则同比下降1.2%。俄乌冲突后印度大量从俄罗斯购进低价原油对国内的原油行业产能形成了一定的挤压。

耐用消费品和中间产品产出同比下降。从产品来看，12月原材料产出同比增长8.3%，环比增长9.2%，在所有产品中增速最高。但耐用消费品增速12月出现了较大幅度的下滑。12月末乘用车、二轮车和三轮车销量均出现下滑，但随后1月即快速修复。在需求回暖的带动下，预计1月耐用消费品产出增速有望实现回升。

需求依然强劲

农业需求保持稳定。拖拉机、化肥、二轮车和三轮车销量可以近似代表农业需求。1月拖拉机销量同比增长24.4%，较上月收窄1.2个百分点，但仍保持高位。化肥销量1月同比增长4.2%，增速较上月收窄7.4个百分点，销量绝对值呈现上行趋势，叠加1月二轮车和三轮车销量反弹，农业需求保持稳定。

飞机客运量增速保持高位，铁路货运规模逐步扩大。12月印度飞机客运量同比增长14.6%，增速较上月提升2个百分点。2022年1季度以来，印度单月飞机客运量均保持在2000万人以上，规模较2021年显著扩大。1月印度铁路货运量同比增长3.9%，增速较上月提升0.8个百分点。受工业生产降速的影响，铁路货运量2022年前3季度持续下行，9月后触底回升，目前仍具有上行动力。

电子渠道支付业务快速增长预示消费需求旺盛。1月UPI支付笔数和支付金额分别同比增长74.1%和56.1%，映射印度国内旺盛的消费需求。

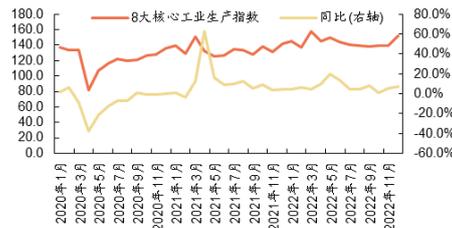
风险提示：政策风险、国际油价等资源品价格超预期变动、通胀超预期上行。

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

2020-22年印度8大核心工业生产指数



资料来源：印度工业发展和国内贸易部，申港证券研究所

相关报告

- 1、《紧张状态下的弱松动信号——宏观经济研究周报》2023-1-10
- 2、《整体较弱但仍有结构亮点——宏观经济研究周报》2023-1-15
- 3、《出口继续承压——宏观经济研究周报》2023-1-29
- 4、《不作过分“鹰派”判断——宏观经济研究周报》2023-2-5
- 5、《复苏尚需更多证据——宏观经济研究周报》2023-2-12
- 6、《结构重于总量——宏观经济研究周报》2023-2-19

内容目录

1. 每周一谈:	3
1.1 高频指标体系	3
1.2 供给提速	3
1.3 需求依然强劲	5
2. 风险提示.....	7

图表目录

图 1: 2021-23 年 1 月印度制造业和服务业 PMI	3
图 2: 2022 年各月 8 大核心工业生产指数及同比	4
图 3: 2022 年-23 年 1 月印度乘用车销量	5
图 4: 2022-23 年 1 月印度二轮车和三轮车销量.....	5
图 5: 2022 年-23 年 1 月印度拖拉机销量	5
图 6: 2022 年-23 年 1 月印度化肥销量.....	5
图 7: 2022 年印度国内飞机客运量	6
图 8: 2022 年-23 年 1 月印度铁路货运量	6
图 9: 2022 年-23 年 1 月印度 UPI 支付笔数及同比	6
图 10: 2022 年-23 年 1 月印度 UPI 支付金额及同比	6
表 1: 印度经济事务部经济监测指标	3
表 2: 2022 年 12 月核心行业生产指数及其变动	4
表 3: 2022 年 12 月主要产品工业生产指数及其变动	5

1. 每周一谈：

1.1 高频指标体系

由于各行业增加值及 GDP 数据的时效性问题，印度经济事务部选择了一系列月频数据对实体经济的需求端进行监测，同时利用成熟的工业生产指数作为供给侧的指示指标。二者结合能够填补数据空白并对当下经济运行情况进行观测。但印度经济事务部并不按月发布以上的指标体系中的各项数据，我们试图通过追溯数据来源，在保证数据连续性和完整性的基础上，部分还原印度的经济指标监测体系，并依据相关指标数据，对印度目前的经济状况进行点评。

表1：印度经济事务部经济监测指标

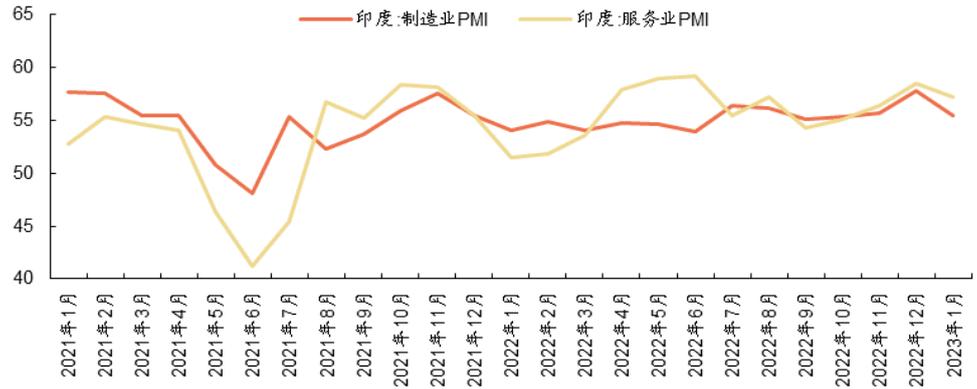
指标名称	中文名称	数据来源
Domestic Tractor Sales	拖拉机销量	印度拖拉机和机械化协会
Fertilisers Sales	化肥销量	印度化肥部
Index of 8-Core Industries(ICI)	8大核心工业生产指数	印度工业发展和国内贸易部
Index of Industrial Production(IIP)	工业生产指数	印度统计和项目实部
Passenger Vehicles Sales	乘用车销量	印度汽车生产协会
Two-wheeler&Three-wheeler sales	二轮车和三轮车销量	印度汽车生产协会
Power Consumption	电力需求量	Wind
Power Supply	电力供应量	Wind
Domestic Air Passenger Traffic	国内飞机客运量	Wind
Rail Freight Traffic	铁路货运量	印度铁道部
UPI Volume	UPI 支付笔数	印度国家支付公司和印度储备银行
UPI Value	UPI 支付金额	印度国家支付公司和印度储备银行
PMI Services	制造业 PMI	Wind
PMI Manufacturing	服务业 PMI	Wind

资料来源：申港证券研究所整理，其中除 8 大核心工业生产指数、工业生产指数和 PMI 指数外，其他指标为需求侧指标

1.2 供给提速

制造业和服务业景气度持续环比提升。2023 年 1 月印度制造业 PMI55.4，前值 57.8，服务业 PMI57.2，前值 58.5（图 1）。尽管较上月环比下降，两大行业 PMI 仍处于荣枯线以上，延续了从 2021 年中开始的扩张趋势。自美联储加息以来，印度储备银行持续“跟注”，目前政策回购利率已处于高位。在高息的压力下，未来两大行业的扩张速度或进一步减弱。

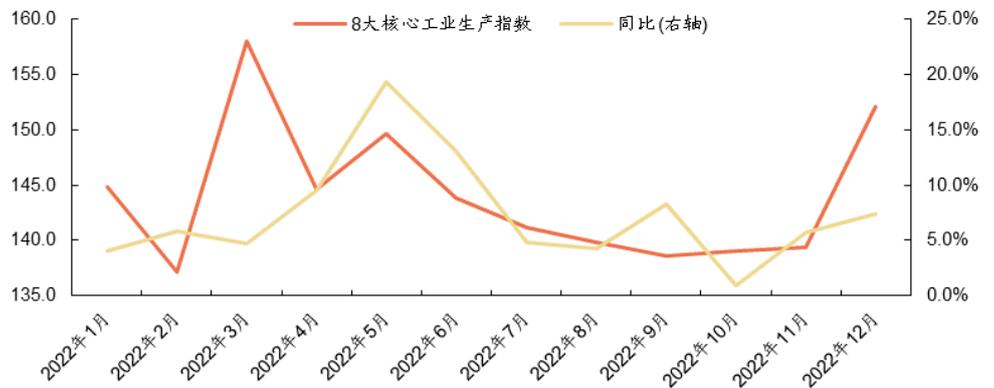
图1：2021-23 年 1 月印度制造业和服务业 PMI



资料来源: Wind, 申港证券研究所

8大核心行业工业产出逐步回升。12月末8大核心行业工业生产指数152.2，同比增长7.4%，增速较11月末提升1.7个百分点（图2）。2022年1季度后，俄乌冲突导致的原材料价格高企影响了印度的工业生产，8大核心工业生产指数自3月后开始走低。10月后冲突影响逐步弱化，同时全球高息环境下对原材料和资源品的需求开始收缩，这对长期保持贸易逆差的印度形成利好，8大核心行业工业生产指数增速触底回升。

图2: 2022年各月8大核心工业生产指数及同比



资料来源: 印度工业发展和国内贸易部, 申港证券研究所

原油行业工业生产同比负增，煤炭、电力行业增速居前。从行业来看，2022年12月末煤炭、电力行业工业产出分别同比增长11.5%、10%，而原油行业则同比下降1.2%（表2）。原油一直是印度主要的进口资源品，俄乌冲突后印度大量从俄罗斯购进低价原油对国内的原油行业产能形成了一定的挤压。

表2: 2022年12月核心行业生产指数及其变动

指标名称	2022年12月	同比	环比
8大核心工业生产指数	152.2	7.4%	9.2%
工业生产指数-煤炭	183.1	11.5%	9.4%
工业生产指数-原油	78.2	-1.2%	3.2%
工业生产指数-天然气	74.5	2.6%	3.9%
工业生产指数-石油加工产品	139.3	3.7%	16.4%

指标名称	2022年12月	同比	环比
工业生产指数-化肥	129.9	7.3%	0.6%
工业生产指数-钢铁	185.5	9.2%	5.6%
工业生产指数-水泥	184.1	9.1%	12.2%
工业生产指数-电力	178.7	10.0%	7.2%

资料来源：印度工业发展和国内贸易部，申港证券研究所

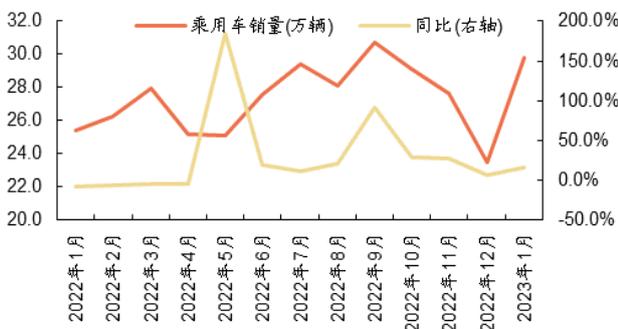
耐用消费品和中间产品产出同比下降。从产品来看，12月原材料产出同比增长8.3%，环比增长9.2%，在所有产品中增速最高（表3）。但耐用消费品增速12月出现了较大幅度的下滑，这与12月需求端的收缩有关。12月末乘用车、二轮车和三轮车销量均出现下滑（图3、图4），但随后1月即快速修复。在需求回暖的带动下，预计1月耐用消费品产出增速有望实现回升。

表3：2022年12月主要产品工业生产指数及其变动

指标名称	2022年12月	同比	环比
工业生产指数-原材料	144.8	8.3%	9.2%
工业生产指数-资本品	100.0	7.6%	0.2%
工业生产指数-中间产品	151.3	-0.3%	3.6%
工业生产指数-建材	166.6	8.2%	4.0%
工业生产指数-耐用消费品	109.7	-10.4%	-2.2%
工业生产指数-非耐用消费品	173.2	7.2%	7.4%

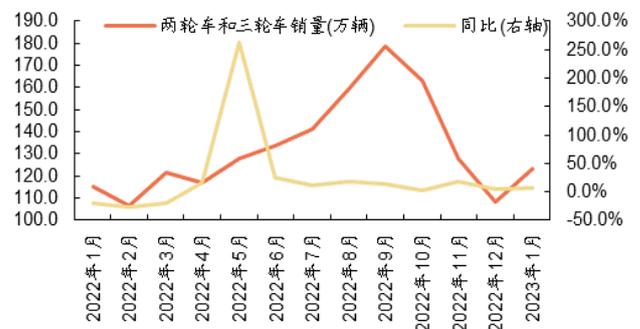
资料来源：印度统计和项目实施部，申港证券研究所

图3：2022年-23年1月印度乘用车销量



资料来源：印度汽车生产协会，申港证券研究所

图4：2022-23年1月印度二轮车和三轮车销量



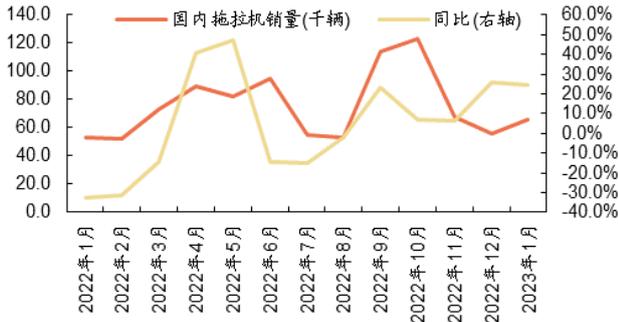
资料来源：印度汽车生产协会，申港证券研究所

1.3 需求依然强劲

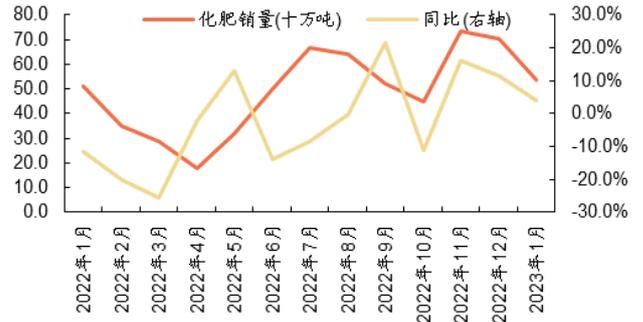
农业需求保持稳定。拖拉机、化肥、二轮车和三轮车销量可以近似代表农业需求。1月拖拉机销量同比增长24.4%，较上月收窄1.2个百分点，但仍保持高位（图5）。化肥销量1月同比增长4.2%，增速较上月收窄7.4个百分点，销量绝对值呈现上行趋势，叠加1月二轮车和三轮车销量反弹，农业需求保持稳定（图4、图6）。

图5：2022年-23年1月印度拖拉机销量

图6：2022年-23年1月印度化肥销量



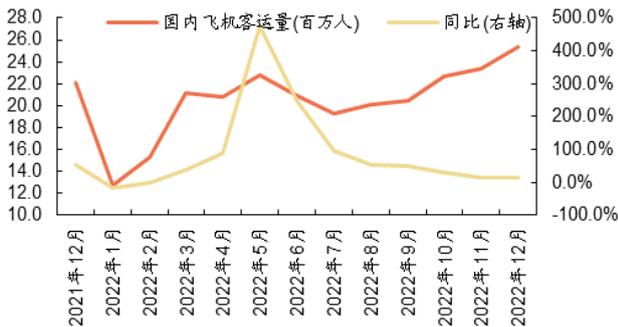
资料来源：印度拖拉机和机械化协会，申港证券研究所



资料来源：印度化肥部，申港证券研究所

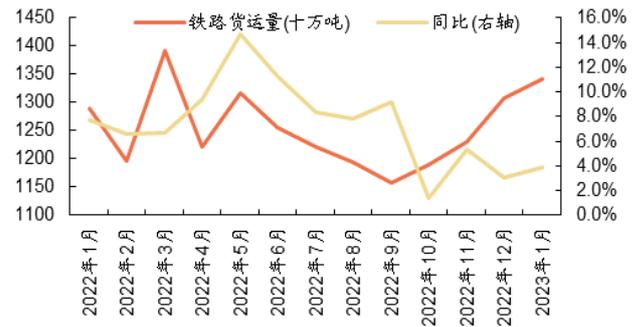
飞机客运量增速保持高位，铁路货运规模逐步扩大。12月印度飞机客运量同比增长14.6%，增速较上月提升2个百分点（图7）。2022年1季度以来，印度单月飞机客运量均保持在2000万人以上，规模较2021年显著扩大。1月印度铁路货运量同比增长3.9%，增速较上月提升0.8个百分点（图8）。受工业生产降速的影响，铁路货运量2022年前3季度持续下行，9月后触底回升，目前仍具有上行动力。

图7：2022年印度国内飞机客运量



资料来源：Wind，申港证券研究所

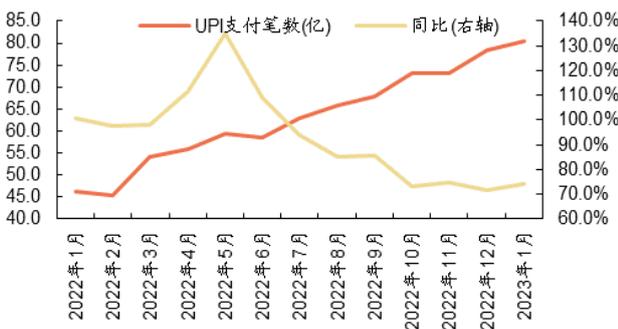
图8：2022年-23年1月印度铁路货运量



资料来源：印度铁道部，申港证券研究所

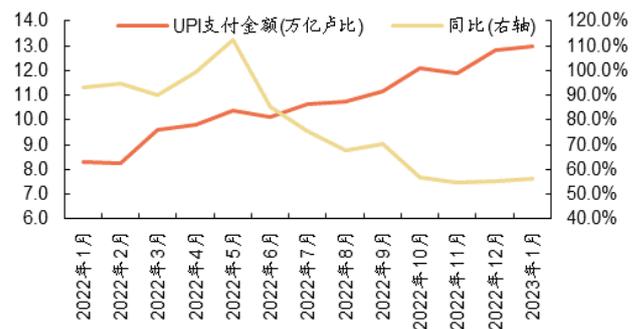
电子渠道支付业务快速增长预示消费需求旺盛。统一支付接口（UPI）是印度储备银行组织开发的电子渠道支付系统，类似于我国的快捷支付。客户通过关联银行账户在手机上可实现实时转账和支付。1月UPI支付笔数和支付金额分别同比增长74.1%和56.1%（图9、图10），背后反映的是印度国内旺盛的消费需求。

图9：2022年-23年1月印度UPI支付笔数及同比



资料来源：印度国家支付公司和印度储备银行，申港证券研究所

图10：2022年-23年1月印度UPI支付金额及同比



资料来源：印度国家支付公司和印度储备银行，申港证券研究所

2. 风险提示

政策风险、国际油价等资源品价格超预期变动、通胀超预期上行。

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上