

印度，这次会不同吗？

上篇：硬币的两面

截至 2023 年 12 月，印度孟买证券交易所总市值逼近 4.38 万亿美元，达到疫情前的两倍，跃升为美国、中国和日本之后的第四位。IMF《世界经济展望》预测印度 2024 年增长率 6.3%，为大型经济体中增长最快。不仅经济总量持续扩张，印度在 2023 年 4 月人口预计达到 14.26 亿，超越中国成为第一人口大国。同时，印度内外部发展也充满希望：一方面，莫迪百万亿卢比投资基建并打造新印度的计划有所进展；另一方面，美国印太战略等推动全球产业链重构，印度是重要目的地。在此背景下，看好印度经济发展前景的声音层出不穷，有预测认为印度将在 2027 年成为世界第三大经济体，经济体量在未来十年翻倍。不过，也需要认识到这并不是印度首次被看好。尽管印度在市场化改革之后增长具有韧性，但也并未实现全球金融危机之后位于 8% 以上、稳步超过中国的乐观预期。为此，我们尝试回答一个对全球投资者至关重要的问题：印度，这次会不同吗？本报告为上篇，主要分析印度经济的两面，即比较优势与发展瓶颈。



首席经济学家：章俊
宏观分析师：高明
分析师助理：于金潼

印度，这次会不同吗？

上篇：硬币的两面

核心要点：

为何关注印度市场？截至2023年12月，印度孟买证券交易所总市值逼近4.38万亿美元，达到疫情前的两倍，跃升为美国、中国和日本之后的第四位。IMF《世界经济展望》预测印度2024年增长率6.3%，为大型经济体中增长最快。不仅经济总量持续扩张，印度在2023年4月人口预计达到14.26亿，超越中国成为第一人口大国。同时，印度内外部发展也充满希望：一方面，莫迪百万亿卢比投资基建并打造新印度的计划有所进展；另一方面，美国印太战略等推动全球产业链重构，印度是重要目的地。在此背景下，看好印度经济发展前景的声音层出不穷，有预测认为印度将在2027年成为世界第三大经济体，经济体量在未来十年翻倍。但是，这并不是印度首次被看好。尽管印度在市场化改革之后增长具有韧性，但也并未实现全球金融危机之后位于8%以上、稳步超过中国的乐观预期。为此，我们尝试回答一个对全球投资者至关重要的问题：**印度，这次会不同吗？**本报告为上篇，主要分析印度经济的两面，即比较优势与发展瓶颈。下篇《莫迪经济学与印度新机遇》将分析莫迪改革能否打破印度“增长天花板”的问题。

印度经济发展的三个阶段：第一阶段从印度独立至1990年，以计划经济和国有经营为主。第二阶段是1990年市场化改革至莫迪执政之前。第三阶段是莫迪政府执政之后。“莫迪经济学”针对印度经济结构偏向第三产业与消费，城乡二元化格局不利于提升居民整体收入等问题，希望通过发展基础设施和工业来加强工业体系、平衡产业结构、提升人均收入，从而突破“增长天花板”，需重点关注。

印度经济结构的主要特征：（1）整体增速高于全球平均增速，能对全球经济增长形成拉动，但受外部影响较为明显，年度之间波动较大；（2）第二产业占GDP比例相对较低且存在下滑趋势，第三产业为支柱产业，重点包括信息技术、食品与农产品加工、纺织服装、生物和制药等；（3）消费占据主导地位，投资对经济贡献较低，虽然类似于发达国家结构，但形成原因不同；（4）服务业中金融与房地产占比较高；（5）非正规经济占GDP和就业的比例较高，弱化经济政策影响力和统计准确性。（6）区域集中：印度有29个邦、6个联邦属地及1个国家首都辖区，2022年排名前五的邦贡献了印度GDP的47.3%。

印度经济的五大基础：（1）人口年龄结构；（2）城乡二元结构与非正规就业的“稳定器”作用；（3）信息技术、医药健康、金融、商业咨询等行业优势；（4）印度精英阶层的西方化价值观与人脉；（5）印度洋航线枢纽、自然资源。

印度经济的现有问题：（1）劳动参与率与整体受教育程度偏低；（2）工业化困境：基础设施不足——工业发展受限——贸易与财政双赤字——基础设施投资不足；（3）民族保护主义，对特定行业的投资存在禁止和限制。

贸易与财政双赤字问题：国内资源不足以支撑人口规模，商品贸易长期逆差，服务贸易不足以扭转整体逆差。这不利于外汇储备与资本积累，也限制了政府投融资能力，既引发外债积累与本币贬值的负向循环，也会加剧财政赤字与政府债务。工业化既是解决贸易与财政问题的路径，同时也是贸易与财政改革的结果。

资本市场准入与汇率制度：外国投资者进入印度市限制较少；但投资债市实行配额制，且持有期有限制，因此债市外资持有比重始终不高。汇率制度偏保守，离岸货币不可交割，在岸货币兑换机构需持央行颁发牌照，经常项目自由兑换。

分析师

章俊

☎：010-8092 8096

✉：zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

高明

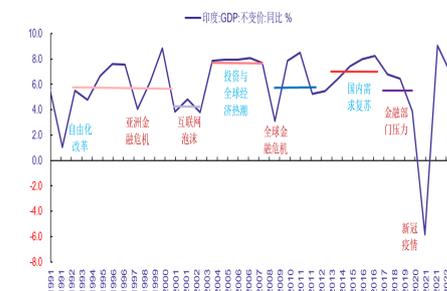
☎：010-8092 7606

✉：gaoming_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522120001

研究助理：于金潼

图：印度 GDP 增速与全球重要事件



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

风险提示：

1. 印度统计数据口径不一致或方式不规范的风险
2. 对莫迪政府改革政策理解不到位的风险
3. 机构预测存在偏差的风险

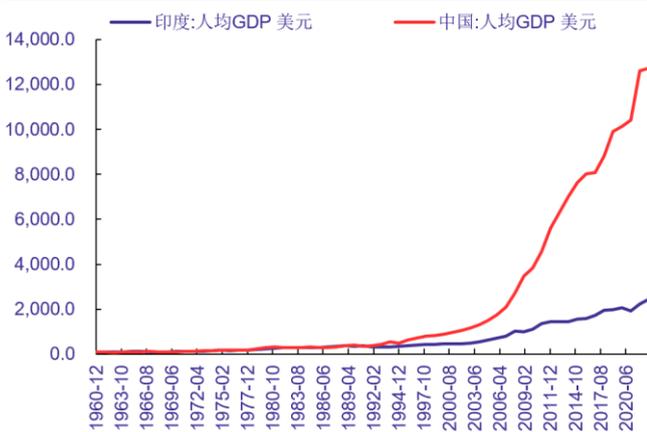
目 录

一、印度的经济基础	6
(一) 印度经济发展的三个阶段	6
(二) 印度经济增长与产业结构的五个特征	6
(三) 印度主要经济区域及其优势行业	9
(四) 印度的人口结构	12
(五) 印度的国际贸易与财政收支	12
(六) 印度的资本市场	15
二、印度经济的比较优势	16
(一) 潜在劳动力优势	18
(二) 服务业发展基础	20
(三) 非正规经济保证底线	22
(四) 文化与资源优势	23
三、印度经济发展的瓶颈	24
(一) 大众教育与劳动参与率	24
(二) 商品贸易与财政双赤字限制工业化进程	26
(三) 民族保护主义与准入限制	30
附录	31

印度经济在 2022 年增长 7% 之后在正式超越其前宗主国英国，成为美、中、日、德之后的第五大经济体。印度人口在 2023 年 4 月达到 14.26 亿，超越中国成为第一人口大国^①。从发展趋势来看，莫迪百万亿卢比投资基建打造新印度的计划有所进展，印度在近年高通胀环境下的价格治理也经受住了考验，其蓬勃向上的劳动力人口也引发承接更多产能的遐想；另一方面，在以美国为首的西方国家加强印太战略推动全球产业链重构的背景下，印度对外资吸引力上升，亦可以依托“中国+1”等战略加快产业结构转变并提振居民收入。

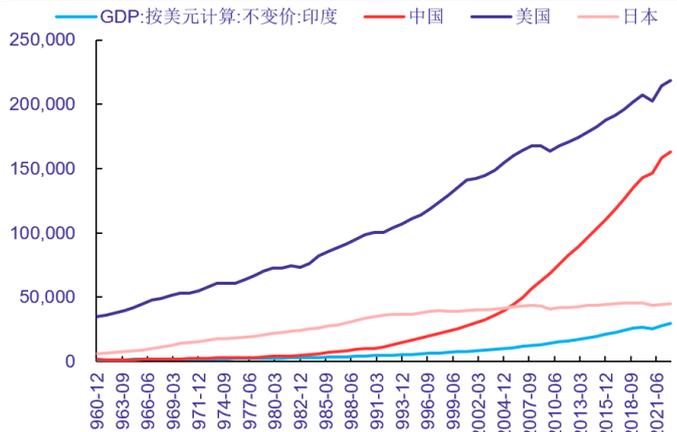
在此背景下，看好印度经济发展前景的声音层出不穷，有预测认为印度将在 2027 年成为世界第三大经济体，经济体量在未来十年翻倍。虽然如此，这并不是印度首次被看好：尽管印度在市场化改革后增长较有韧性，但也并未实现经济增速在全球金融危机后稳步超过中国、位于 8% 以上的乐观预期。这不禁让投资者产生了一个问题：**印度，这次会不同吗？**

图 1：印度人均 GDP 与中国存在显著差距，增长斜率较平稳



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 2：印度有望在 2020 年代成为世界第三大经济体



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

回顾过往数据，此前看好印度的主要理由（人口、结构性改革、贸易全球化带动出口和制造业等）并没有完全发挥，印度经济和工业化进程的提升相对有限，

在经济增长层面，印度的重要特征即相对平稳，但也难以显著加快。其 2000 至 2010 年平均实际增速 7.24%，2011 至 2019 年平均增速略降至 6.58%；作为对比，中国 2000 至 2010 年和 2011 至 2019 年增速均值为 10.38% 和 7.35%。因此，印度并未达成在全球金融危机后实际增速超越中国的壮举。从人均 GDP 增长考虑，印度与中国的增长差距更加明显，2011 至 2019 年中国人均 GDP 增长均值高达 9.49%，印度仅有 4.85%；而截至 2022 年，印度人均 GDP 约为 2410 美元，而中国人均 GDP 是其的 5.28 倍，差距显著。

从制造业发展来看，印度的结构性改革推进较慢且尚未成功提升其制造业综合实力。印度制造业占 GDP 比重从 2010 年的 17% 左右逐步下行，2022 年仅有 13.35%；而中国制造业比重虽然从 2010 年时 30% 左右的份额小幅下行至 27.70%，但仍远强于

^① India poised to become world's most populous nation | UN News
请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

印度，这背后是印度基础设施建设薄弱和资本相对匮乏的老问题。贸易方面，由于印度制造业增长缓慢，对外资源依赖度高，商品贸易处于持续逆差状态，需要靠优势服务贸易填补；在印度结构改革和基建明显改善前，形成持续的贸易顺差对其并非易事。

人口方面，尽管印度有着明显的供给优势，不过其大量的劳动年龄人口并不直接等于劳动力人口：在教育水平偏弱的基础上，印度的劳动参与率显著落后于主要东南亚制造国，这导致高质量劳动供给于中国依然存在差距。不仅如此，印度的产业结构和大量非正式经济也决定了其难以将劳动力引导至制造和高端服务等高附加值门类，大量劳动力游离在农业和低端服务业之间，青年失业率高企。总体上，从结构性改革、人口和产业链转移等传统理由看好印度的观点依然将面临上述的问题。这也引发了印度本次到底能否打破传统“增长天花板”的疑问。

但展望未来，印度突破瓶颈的机会主要来自于（1）莫迪经济学下产业政策的推进和基建的逐步改善，（2）印度在西方视角下的战略地位提升有望为其带来更多基数和资金，（3）印度在资本形成稳步增长的基础上更注重高新技术和形成产业链，并在经济强邦加速布局，与中国过去依托优势先发展东南沿海的战略类似。目前来看，在印度人口、第三产业、文化与资源等传统亮点的加成下，印度有望维持 6%-7% 的年化实际增速。这不仅意味着其经济体量在未来十年内增长 80% 以上，也将带来客观的投资回报。当然，印度的老问题和结构性改革目前面临的困难也提示不能过度夸大印度的增长潜力，需要对其第二产业和制造业投资趋势保持密切的观察。

无论如何，逐渐崛起的印度正成为经济和金融世界中不可忽视的力量，但与大量学习借鉴中国发展模式的越南等制造业国家不同，印度在治理方式、文化习惯、经济背景等方面都与中国存在显著区别，投资者需要更深入的理解印度的发展模式和未来机会。本文为《印度，这次会不同吗？》的第一部分，旨在对印度的基本情况和传统优势与问题做出统计与分析。本文的第一章节从经济发展阶段的划分、经济增长与产业结构的特点、主要经济区域和其优势行业、人口情况、贸易与财政情况和股市与债市情况六个方面阐述了印度的基本情况。第二章节则致力于分析印度的传统优势和问题。印度的传统优势主要包括大量潜在劳动力带来的比较优势、第三产业的扩张和大量非正规经济形成的增长底线和文化资源优势；而其老问题则包括人口劳动参与率和素质较低、偏弱的第二产业商品贸易赤字形成的负反馈以及民族保护主义下众多行业的准入限制。总体上，印度的人口、第三产业和非正规经济方面的特征都决定了印度“上有顶下有底”的箱体增长状态，保持现有的状态已然可以在未来十年维持相当高速的名义 GDP 增长，对应权益市场不俗的表现。而如果要打破印度经济增长的“顶”，则需要第二产业、基础教育、文化和政治制度等方面的不断革新突破。

一、印度的经济基础

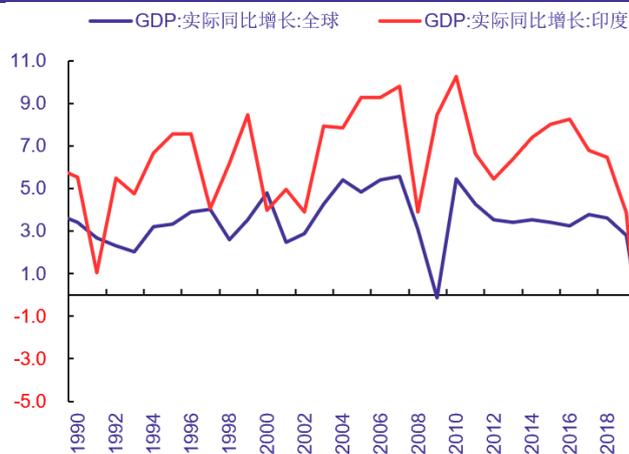
（一）印度经济发展的三个阶段

印度的经济发展可以划分为三个阶段：**第一阶段是从印度独立至 1990 年**，当时的印度经济在尼赫鲁产业政策下以计划经济和国有经营为主，形成倾向于苏联模式的混合所有制，印度重工业在政府支持下增长迅速并打下基础。随后国大党逐渐对计划经济进行改革，私人部门作用有所扩张，但仍未拥抱市场经济。**第二阶段则是 1990 年后的市场化改革至莫迪上台前**，该阶段初期苏联解体对印度的国家主导经济模式信心造成严重冲击，苏联对印的投资与援助也随之中断。印度大力进行了自由市场化改革，一方面使印度部分经济效率提升并重新焕发活力，另一方面也使印度的非正规经济在政府控制力和财政实力弱化的情况下成为吸纳就业的重要部门，这阻碍了印度第二产业的发展和第三产业的升级。**第三阶段则是莫迪政府上台后以古吉拉特模式为基础发展出的“莫迪经济学”**，希望通过发展印度基础设施和工业来平衡产业结构、吸纳就业，为经济增长加速。

（二）印度经济增长与产业结构的五个特征

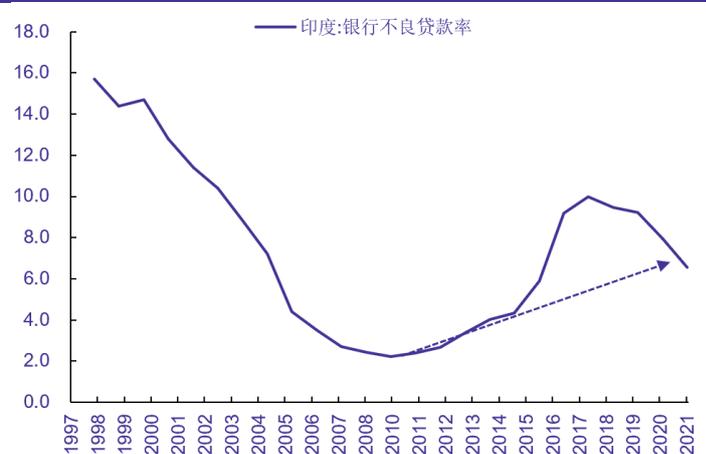
印度的经济有以下五个特征：（1）整体增速较快并对全球经济增长形成拉动，但各年间波动高；（2）第二产业占 GDP 比例相对较低且有下滑趋势，第三产业为主要支柱；（3）消费占据主导地位，投资对经济贡献较低，虽然类似于发达国家结构，但形成原因不同；（4）服务业中金融与地产占比较高；（5）非正规经济占经济和就业比例较高，弱化经济政策影响力和统计准确性。总体上，印度经济增长中枢受外部影响较为明显，但可以维持相对高速增长，而其产业结构受到资本和劳动力素质等方面制约而明显偏向第三产业与消费，在城乡二元化格局下不利于提升居民整体收入、加强工业体系并确保高经济增速的可持续性；这也是莫迪政府改革的重点。

图 3：1990-2022 年全球和印度 GDP 增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 4：1997-2021 年印度不良贷款率（%）

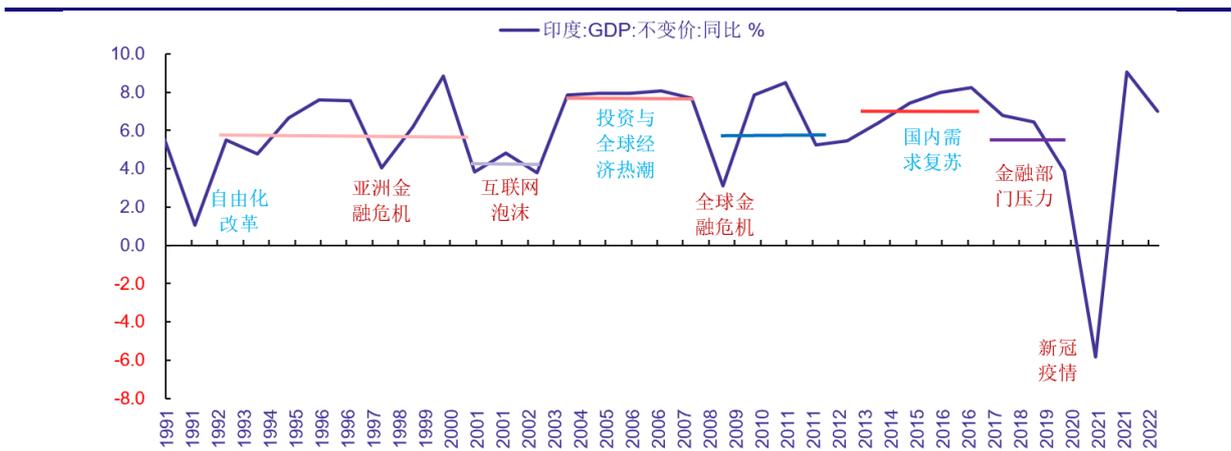


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

从印度 1991 年拥抱市场化以来的经济增长来看，印度的 GDP 增长均值约为 6.3%，请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

明显快于全球 3.5%，对世界经济增长拉动明显。除了以较高速度发展外，印度经济的另一特征是波动性较高，内外生冲击造成了印度经济增长中枢的波动。1992 年自由化改革步入正轨后至互联网泡沫前，尽管受到亚洲金融危机的负面冲击，印度的经济增长均值达到 6%；而互联网泡沫期间，印度经济增速降低至 4.2%左右。随着美国经济再度加速以及中国“入世”等因素催化，全球新一轮投资和经济增长热潮持续至 2008 年金融危机前，期间印度的实际增长率高达 7.9%。虽然全球金融危机后印度经济恢复较快，国际经济低迷和欧债危机等因素还是将其增长率拖回 6%左右的水平。2013 到 2016 年，印度经济逐渐恢复，平均增长达到 7.1%，但与此同时印度银行贷款不良率显著提升，埋下隐患。2017 年至疫情前，印度金融部门受到内外部压力，拖累印度增长率下行至 5.7%。2020 年，印度经济负增长 5.8%，为 1979 年以来首次。印度 2021 和 2022 年经济恢复较好，同比分别增长 9%和 7%，但疫情以来平均增速仍仅为 3.4%，距离疫情前增长中枢存在差距。因此，莫迪经济学的“下半场”对印度能否进一步转型并稳定经济增长意义重大。

图 5：印度 GDP 增速与全球重要事件（1991-2022）

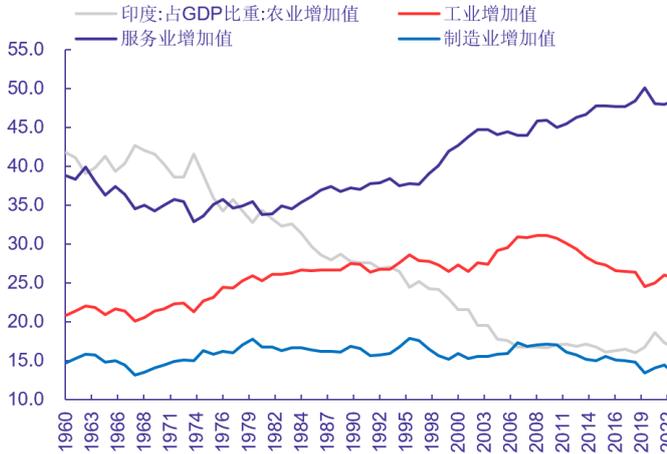


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

印度的产业结构有三个特点：（1）三产贡献高于二产且后者有下降趋势、（2）消费对经济拉动强于投资、（3）消费和服务业中金融和地产占比较高。前两个特点与发达国家较为接近，但这一程度上并不是印度政府的主动选择，而是受制于自身的城乡二元体制和资本相对匮乏等因素而形成的，缺乏投资与基建的负面作用限制了印度的增长潜力。IMF 口径下，印度的第三产业占 GDP 比例长期接近 50%，与中国三产占比较为接近，主要的区别在于第二产业的疲弱：印度第二产业占 GDP 比重 2012 年以来从 31%左右下降至 2019 年以来的 26%附近，而农业则一直维持 17%左右，这显示出印度工业吸纳农村就业能力较弱。同时，服务业和高占比和比中国更低的储蓄率等因素使印度的消费成为拉动经济增长的首要驱动力，对经济的贡献率接近发达国家。一方面，以消费主导的经济可以更好地承受外生冲击，印度从外部经济危机恢复的速度往往较快；但另一方面，印度投资不足限制了工业和公共设施的增长，也不利于金融和地产以外第三产业的发展。服务业中，金融和地产业由于进入难度较低且对资本友好而发展迅速，2006 年以来平均增长为 8.9%，显著高于经济整体、制造业和服务业的增长。这种趋势利于印度金融和地产市场的投资回报，但对于经济中长期的结构平衡可能构成挑战。从就业吸纳角度考虑，占就业人口 44%

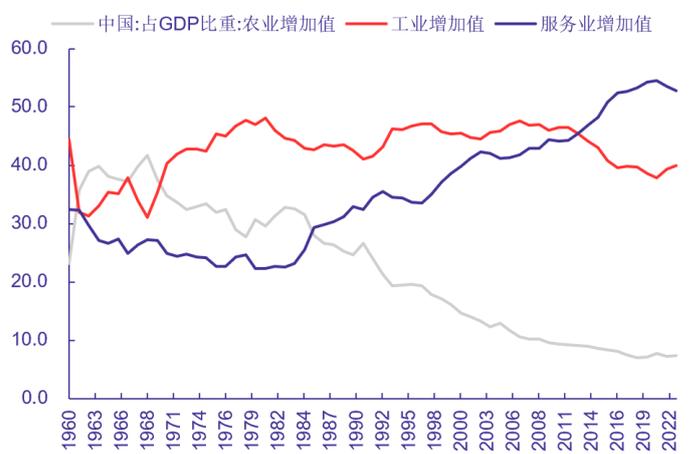
的农业仍是最大的蓄水池，制造业占比一直维持在 12% 的低位^②。

图 6：印度各行业增加值占 GDP 比重（%）



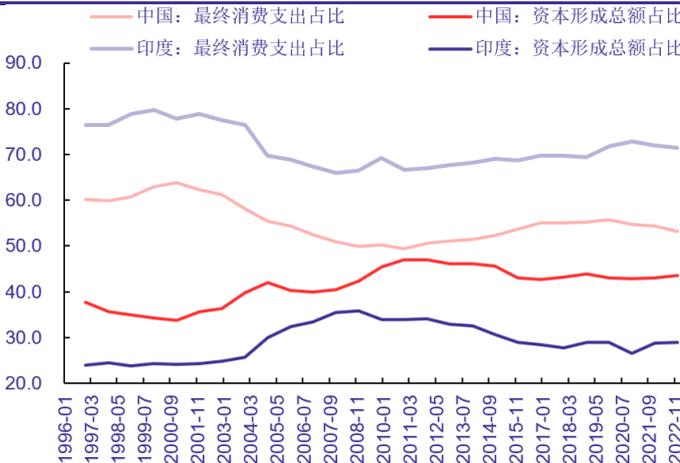
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 7：中国各行业增加值占 GDP 比重（%）



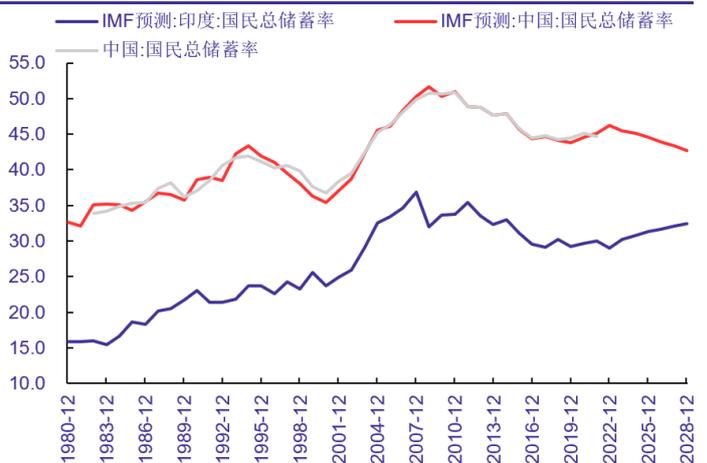
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 8：中国和印度消费支出和资本形成占比（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 9：中国和印度国民储蓄率（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

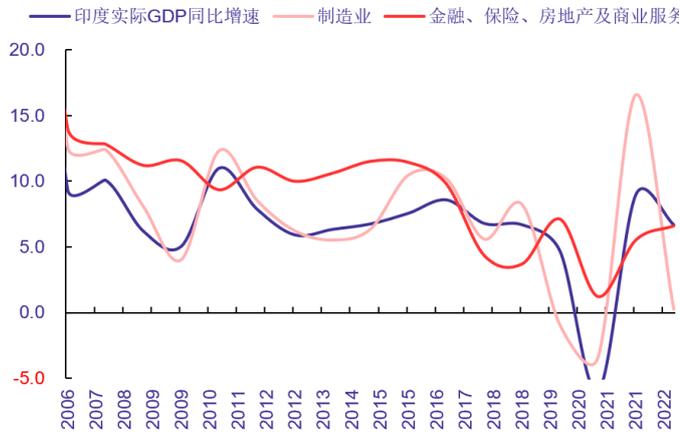
最后，印度的经济数据由于统计方法问题和非正规经济占比高，准确度存疑。以印度 2013 年快速恢复的数据为例，这种恢复中包含了印度估算制造业方法的调整，使得 2013-2014 年的制造业增加值增速从 4.7% 上调至 6.6%，降低了数据的可比性。但更重要的问题是印度政府对二元结构下的乡村经济控制制度和能见度低，准确统计的难度很高。IMF 等机构对印度非正规经济部门的研究显示，以占经济增加值比例计算，2017-2018 年非正规经济为 52.4%，超过经济总量的一半；行业中农业、贸易修理和食品、建筑、房地产和专业服务中非正规经济占比为 97%、87%、75% 和 53%，统计难度巨大^③。因此，对印度经济数据需要交叉验证，这也加大了政策制定难度。

^② IMF working paper, NO.254: Informal Employment Trends in the Indian Economy: Persistent informality, but growing positive development

^③ Mehrotra, Santosh. "Informal Employment Trends in the Indian Economy: Persistent Informality, but Growing Positive Development." EMPLOYMENT Working Paper No. 254: Informal Employment Trends in the Indian Economy: Persistent informality, but growing positive development, January 17, 2020.

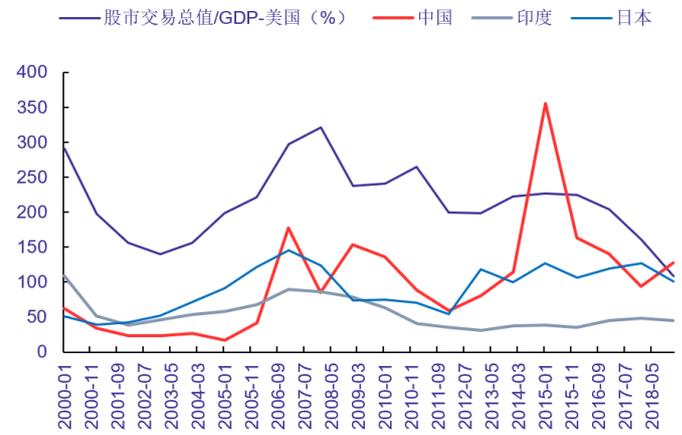
请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

图 10: 印度分行业 GDP 增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 11: 中、美、印、日股市总市值/GDP



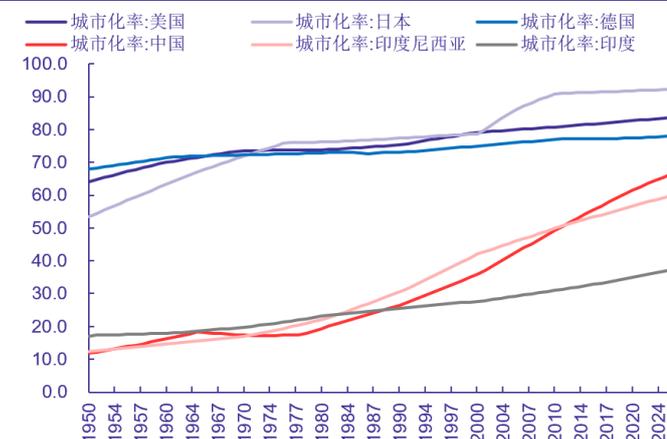
资料来源: Fred, 中国银河证券研究院

(三) 印度主要经济区域及其优势行业

联合国数据显示, 印度 2022 年城镇化率不足 36%, 显著低于中国的 64%和印尼的 58%; 这表明印度潜在发展空间广阔, 但巨大的区域和城乡差异也是制约其全面发展的因素。鉴于印度的不均衡发展 and 巨大的区域性差异, 对印度经济的理解不应只停留在大而化之的国家层面。了解对增长做出主要贡献和区域后, 才可以更好地理解莫迪经济学对于古吉拉特模式的推广并不致力于覆盖所有省份, 也不意味着全面带动各地方发展。对印度来说, 只要莫迪改革在自由化和发展程度较高的几个邦可以见效, 那么未来较高的经济增速就有保障。

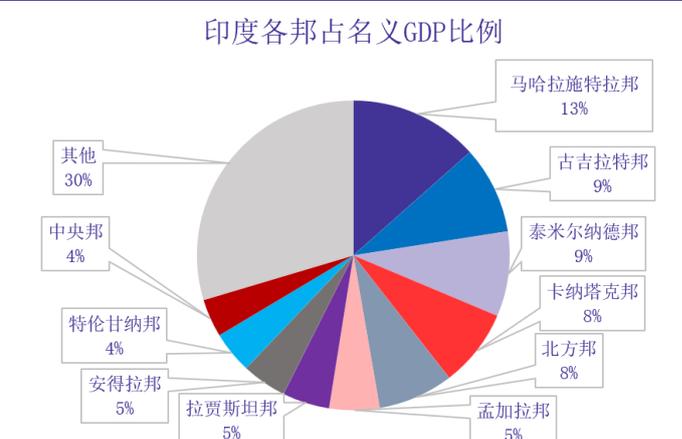
作为联邦制国家, 印度共有 29 个邦、6 个联邦属地以及 1 个国家首都辖区。按各邦对 GDP 的贡献排名, 前五位分别是 (1) 马哈拉施特拉邦, (2) 古吉拉特邦, (3) 泰米尔纳德邦, (4) 卡纳塔克邦和 (5) 北方邦, 合计占印度 2022 年 GDP 的 47.3%, 是印度经济的半壁江山。下面将介绍马哈拉施特拉邦和古吉拉特邦, 并列举主要邦中的重点产业。

图 12: 印度与其他国家城镇化率对比 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 13: 2022 年印度各邦名义 GDP 占比



资料来源: IBEF, 中国银河证券研究院

马哈拉施特拉邦位于印度的西海岸，与古吉拉特邦、中央邦等接壤。2022 年该邦贡献了印度 GDP 总量的 13.4%，其名义 GDP 为 31.98 万亿卢比（4306 亿美元），贡献最大。马哈拉施特拉邦也是印度经济最发达的邦之一，是 IT 和 ITeS、电子以及自有业务外包行业的重要中心，其主要城市孟买则是印度的经济和商业中心。贸易方面，马哈拉施特拉邦的主要出口产品包括珍珠、宝石、黄金和其他贵金属首饰、钢铁和药物制剂。同时，该邦拥有完善的工业基础设施：除了 16 个机场外，该邦还有 2 个主要港口和 48 个次要港口以及完善的电力供应网络。吸引外资方面，工业和内部贸易促进部（DPIIT）数据显示，2019 年 10 月至 2022 年 6 月间马哈拉施特拉邦的外国直接投资（FDI）流入达到 539.71 亿美元，占印度总 FDI 流入的 27.94%。

与马哈拉施特拉邦相邻的古吉拉特邦同样位于西海岸，拥有所有邦中最长的 1600 公里的海岸线，也是莫迪的政治根基所在。2022 年该邦名义 GDP 为 22.61 万亿卢比（3044 亿美元），排名第二，贡献了印度 GDP 总量的 9.12%。古吉拉特邦是印度领先的工业化邦之一，其二产对经济贡献度达到 43%，超过三产的 37%，在印度较为罕见。其不仅具有大型炼油能力并被称为“印度石油之都”，也是世界上最大的加工钻石生产地，占全球加工钻石份额的 72%和印度钻石出口的 80%。其纺织业也较为突出，占印度牛仔布产量比重达到 65%至 70%，亦是世界第三大生产地。基础设施方面，古吉拉特邦拥有 42 个港口、17 个国内机场和 3 个国际机场，还有 106 个产品集群和 60 个特别经济区，足见莫迪对第二产业的重视。吸引外资方面，该邦在 2019 年 10 月至 2023 年 3 月间 FDI 流入额为 319.01 亿美元，增速与规模都位居前列。

从对 GDP 贡献前五的邦的核心产业考虑，共通的类别包括信息技术（IT 和 ITeS）、食品与农产品加工、纺织服装、生物和制药等。马哈拉施特拉邦除了 IT 和生物制药优势外，在银行与非银金融服务、珠宝、汽车零部件和油气方面也有建树。古吉拉特邦是石油天然气与化工业中心，其港口、矿产、能源电力、工程与汽车也独居优势。GDP 排名第三的泰米尔纳德邦在金融、电子硬件、水泥等方面表现不俗，特色产业链是汽车和相关产业链。排名第四的卡纳塔克邦在电子和电信、航空航天、汽车、可再生能源和动画方面有优势。北方邦则更偏重于农业、矿业和手工业。总体上，印度各邦产业特色明显，虽然整体符合第三产业和第一产业偏强的特征，但在工业方面也各有优势，配合以相应产业政策将对国内外资本有相当的吸引力。

图 14：印度重要的经济邦基本位于沿海地区



资料来源：Cacahuete, Ravikiran Rao, Nichalp, 中国银河证券研究院

（四）印度的人口结构

联合国预测印度在 2023 年成为人口第一大国，其拥有全球最年轻的人口之一且结构相对健康，对于形成内循环和发展第二产业都有相当的潜在优势；不过，印度人口也面临教育水平较低、失业率偏高等问题。印度的人口优势和问题会在印度传统优势与问题部分详述，本段仅作简单介绍。

截至 2022 年，印度人口总数超过 14.09 亿，2023 年印度人口预计超越中国。印度不仅人口众多，且目前依旧保持 0.8% 的正增长，联合国预测印度人口 2050 年后才会开始下降，因此，印度在劳动力供应上仍然持续增长，人口红利有减弱趋势但依然存在。同时，印度人口结构非常年轻，呈现明显的纺锤形并以青年人口（15-24）为主，劳动力人口（15-64 岁）占总人口的比例从 2000 年以来持续超过 60%，高比例的劳动力人口也为印度的经济发展提供了潜在动力。

不过印度的劳动力质量相对一般，大量停留在第一产业。世界银行数据显示，2018 年印度成人识字率为 74.4%（其中男性为 82.4%，女性 65.8%），而作为对比，中国成人识字率为 96.8%（其中男性为 98.5% 女性 95.2%），印度平均受教育水平相比于其他国家仍有差距。印度当前城市化水平依然处于较低水平，相对应的城市人口占总人口的比例约为 35%，城镇化过程中如何进一步吸纳就业并提高居民收入是印度的机会也是难题。

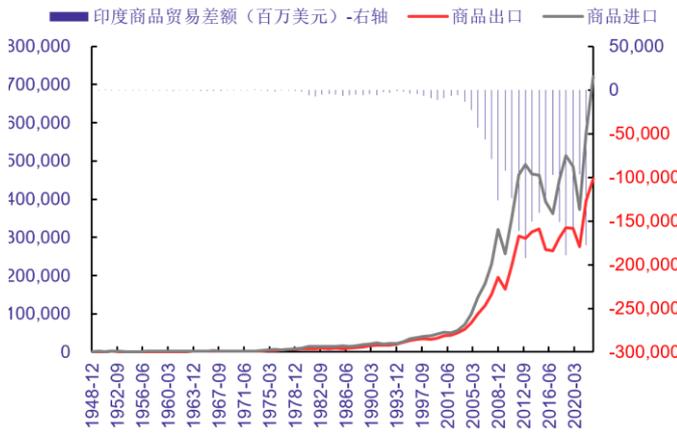
（五）印度的国际贸易与财政收支

有研究指出，印度存在“人口与资源结构紧张的基本国情矛盾”^④。在国内资源不足以支撑高速增长的人口的前提下需要长期依赖外部资源和产品的输入。这就形成了印度的长期贸易逆差、高负债率和财政赤字，进而限制印度政府的投融资，也对工业化构成挑战。

印度商品长期处于贸易逆差状态，服务贸易具有竞争力并可以维持顺差，但印度的商品与服务净出口处于逆差状态，不利于积累资本和外汇储备，且限制政府的偿债能力。商品贸易方面，2022 年印度前五大出口地为美国、阿联酋、荷兰、中国、孟加拉，分别占印度出口总额的 17.42%、7.01%、4.79%、3.39% 和 2.71%。印度前五大进口地为中国、阿联酋、美国、俄罗斯、沙特阿拉伯，分别占印度进口总额的 13.80%、7.46%、7.04%、6.47% 和 5.89%。商品结构来看，印度主要出口商品有石化产品、珠宝、药物制剂、钢铁和通信设备，占出口总额的比例分别为 21.60%、5.60%、4.31%、2.97% 和 2.85%。主要进口产品为原油、煤炭、石化产品、黄金、珠宝，占进口总额的比例分别为 22.72%、6.97%、6.61%、4.90% 和 4.30%。不难看出，印度能源的对外依赖度高是形成贸易逆差的重要原因：虽然境内拥有较为丰富的铁矿石、铬铁矿、铝土矿、云母、石膏等矿石资源，矿产品出口量大，但是印度石油、天然气、铜、铅、锌、金等矿产资源却严重匮乏，尤其是石油和天然气的短缺已经成为制约其经济发展的短板，需要从沙特阿拉伯、伊拉克等国家进口大量石油。

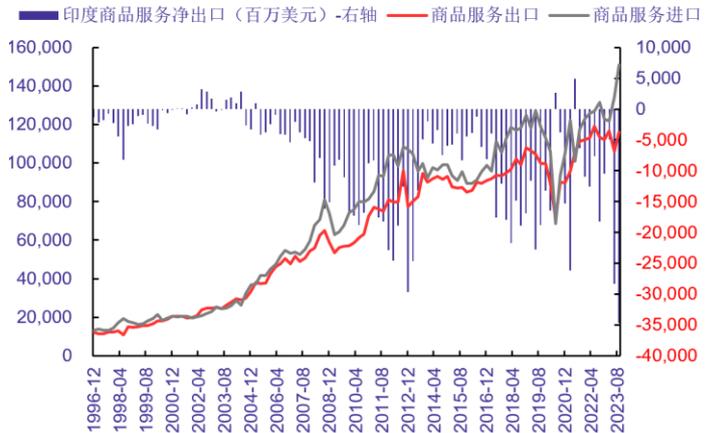
^④ 温铁军等，《全球化与国家竞争》，2021。

图 15: 印度商品进出口贸易长期逆差



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

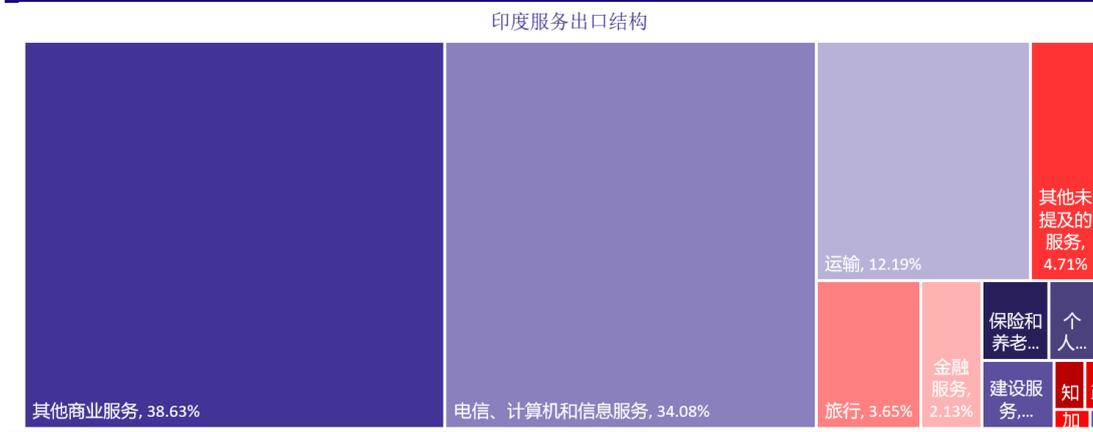
图 16: 印度服务出口缓和了贸易逆差



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

相比商品形成的逆差，印度服务贸易增长更快且形成顺差。从各服务贸易产业来看，得益于充足的人力资源和成本优势，其软件服务业一枝独秀，占服务出口总额的 34%，这与印度的信息化战略和相关人才培养密不可分。不过，印度的旅游、运输等两类重要的服务贸易发展较为缓慢，与发达国家以及中国等发展中国家的差距较大。虽然服务形成顺差，但商品的高额逆差抵消了服务出口的优势，印度贸易整体处于赤字状态。

图 17: 印度服务出口结构

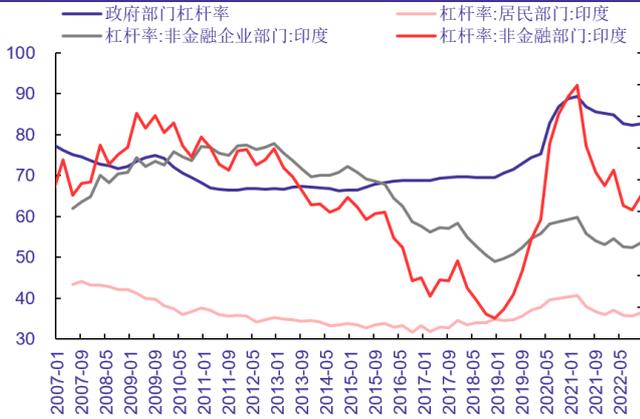


资料来源: UNCTAD, WTO, ITC, 中国银河证券研究院

贸易赤字状态意味着外债问题不易解决，偿债压力不小且负债能力偏弱。从杠杆率考虑，印度 2022 年非金融部门累计在 170%左右，虽然低于美国同期的 256%和中国的 297%，但高赤字等问题导致印度借贷能力更弱。

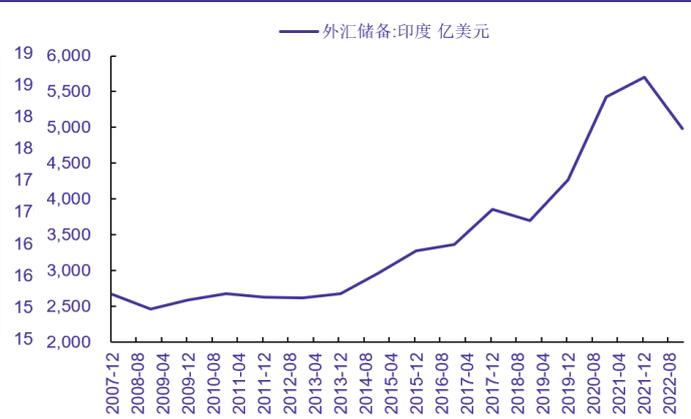
外债和利息问题方面，2021 年印度对外债务高达 6128.7 亿美元，而其 2022 年外汇储备总额仅有 4980.2 亿美元，压力相对较大。其外债占 GNI 比例 2016 年以来在 20%左右，高于中国，但低于越南和印度尼西亚等南亚国家；不过，印度的利息压力较重，其 2018 年利息占财政收入比例高达 23%，远超美国同期的 13.3%和中国的 2.8%，这对财政和债务扩张都形成显著限制。

图 18: 印度各部门杠杆率 (%)



资料来源: BIS, 中国银河证券研究院

图 19: 印度外汇储备在疫情后下行

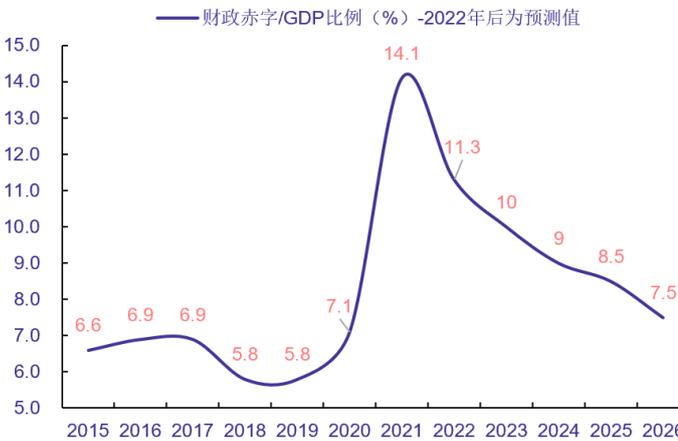


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

政府赤字方面，2022-23 财年印度一般政府财政赤字占 GDP 比重为 8.9%，其中中央政府财政赤字占 GDP 比重为 6.4%。中央政府承诺将 2023-24 财年中央政府赤字占 GDP 比重进一步降低至 5.9%，并在 25/26 财年完成 4.5% 的目标，但可信度存疑。印度政府部门杠杆率 2022 年末为 82.6%，低于美欧等高度金融化国家，但高于中国的 77.7%；印度的政府杠杆率在其他可比经济体中也位于高位，和财政情况较差的巴西类似。

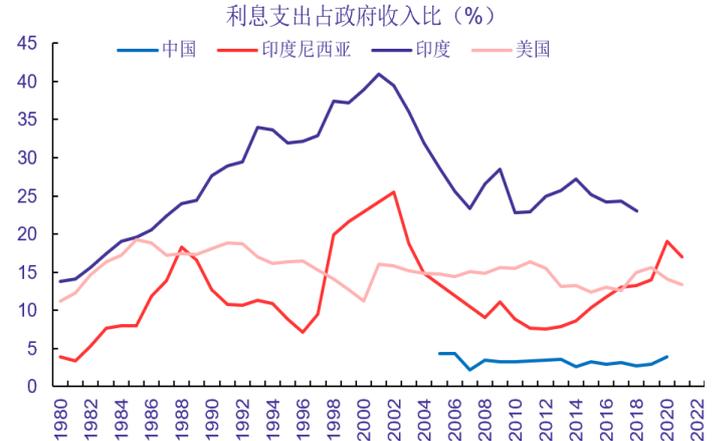
以上问题造成的另一影响是印度卢比兑美元的持续贬值：自印度 1990 年初自由化以来，美元兑卢比保持不断升值趋势，从 20: 1 左右上升至 80: 1 上方，尽管 2010 年后美元信用恢复和美元指数自身的回升也起到一定作用，但这种快速的贬值也与印度较差的贸易赤字与债务压力有关。这种贬值趋势可能与贸易赤字形成持续的负向循环，不利于印度扩大对于国际资本的吸引与利用。因此，改变二产疲弱和商品出口的颓势对印度可持续的经济增长有重要意义。

图 20: 印度赤字率预计逐渐回落至疫情前水平



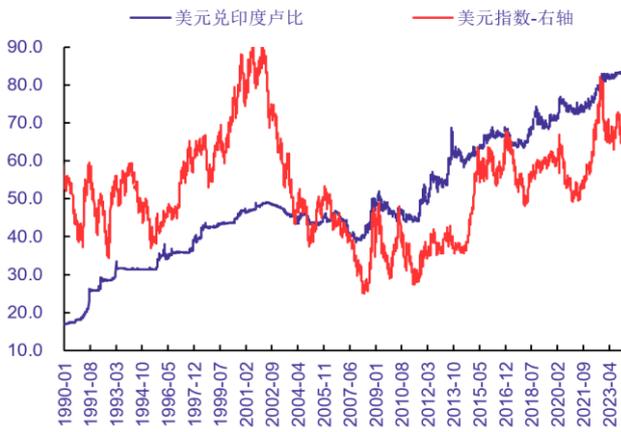
资料来源: EY, 中国银河证券研究院

图 21: 印度利息支出占政府收入比有回落但仍处于偏高水平



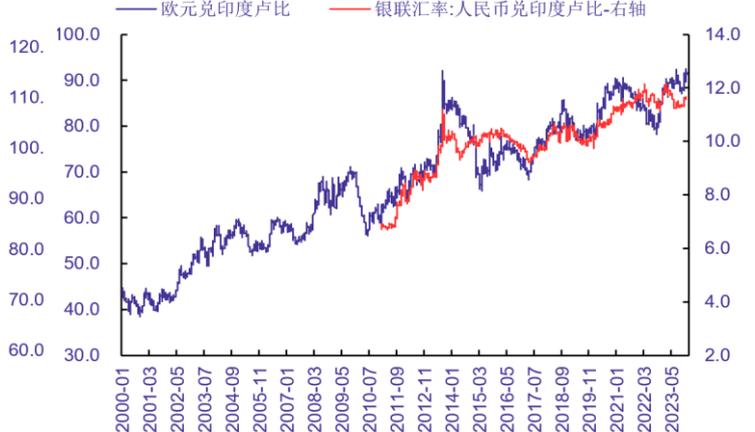
资料来源: World Bank, 中国银河证券研究院

图 22: 印度卢比兑美元处于持续贬值状态



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 23: 印度卢比兑欧元和人民币整体也在持续贬值



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(六) 印度的资本市场

如前文产业结构部分讨论, 印度的服务业中金融发展较为超前, 开放程度比起第二产业明显更高。股票方面, 印度主要交易场所为印度国家证券交易所 (NSE) 和孟买证券交易所 (BSE)。交易所权益证券总市值不断上行, 印度证券权益证券疫情前市值约为 2 万亿美元, 2023 年 12 月已经上升至 4.38 万亿美元, 涨幅迅速。NSE 的 Nifty 50 指数和印度孟买 30 指数 (S&P BSE SENSEX 指数) 是两大重要股指。以孟买 30 指数为例, 其旨在衡量在孟买证交所上市、跨印度经济关键行业的 30 家最大、最具流动性和财务状况良好公司的表现。从成分股所属行业来看, 金融行业占据最大份额, 为 41.52%, 其次为信息技术 (14.67%), 能源 (12%), 其他行业包括快速消费品、运输设备、资本货物、电信、电力、化工石化、耐用消费品、医疗保健、房地产、金属, 金属制品及采矿。印度股市除在 2020 年受疫情影响出现较大跌幅外, 整体跟随印度名义 GDP 高速增长, 上涨时长和幅度都较为可观。国债方面, 印度 1 年期国债收益率 2023 年 12 月底约为 7.1%, 10 年债收益率 7.2%。印度短期债券基本紧密跟随印度央行政策利率, 值得关注的是印度的 10 年债和短期国债的期限利差较低, 这可能反映出市场预期印度仍将保持较高且稳定的增长。

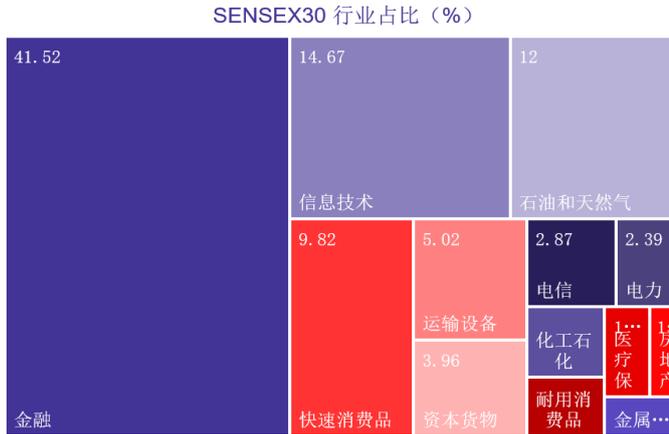
当然, 股债市场的准入程度也存在显著差距: 外国投资者进入印度股票市场限制较少, 而投资债券市场则实行配额制, 且对持有时间有着严格要求, 这使得外资持有印度债券比例始终不高。2020 年 4 月印度央行允许外资无限制购买规定的数十只国债, 但情况也未有改善。而相较而言, 外资却成为了推动印度股市的重要力量。因此, 开放程度对于印度各类产业的发展都十分重要。有效吸引和利用外部资本是莫迪政府需要解决的核心问题之一^⑤。

外汇方面, 印度汇率制度偏保守, 离岸货币不可交割, 在岸货币兑换机构需持央行颁发牌照, 而经常项目则可以自由兑换。但是如此前讨论的一样, 尽管印度的服务贸易较快增长并形成顺差, 其商品贸易的逆差金额更大。对于汇率的管制主要

^⑤ 中国银行全球市场部外汇台 蒋海粟

源于印度贸易赤字与外债所产生的压力，在长期贸易逆差的情况下，印度目前约 5000 亿美元的外汇储备主要依靠印度央行对外储和货币兑换的审慎管理，海外侨民的汇款和国外 FDI 等因素。

图 24：印度 SENSEX30 行业构成



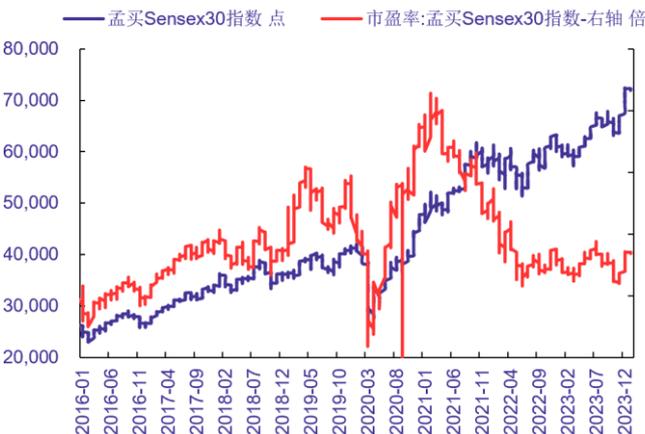
资料来源：S&P，中国银河证券研究院

图 25：孟买证券交易所总市值超过 4 万亿美元



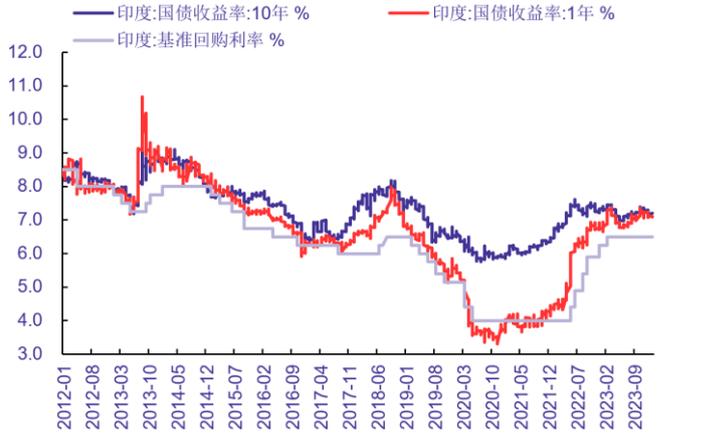
资料来源：CEIC，中国银河证券研究院

图 26：印度 SENSEX30 市盈率和指数



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 27：印度 1 年、10 年国债收益率与基准回购利率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

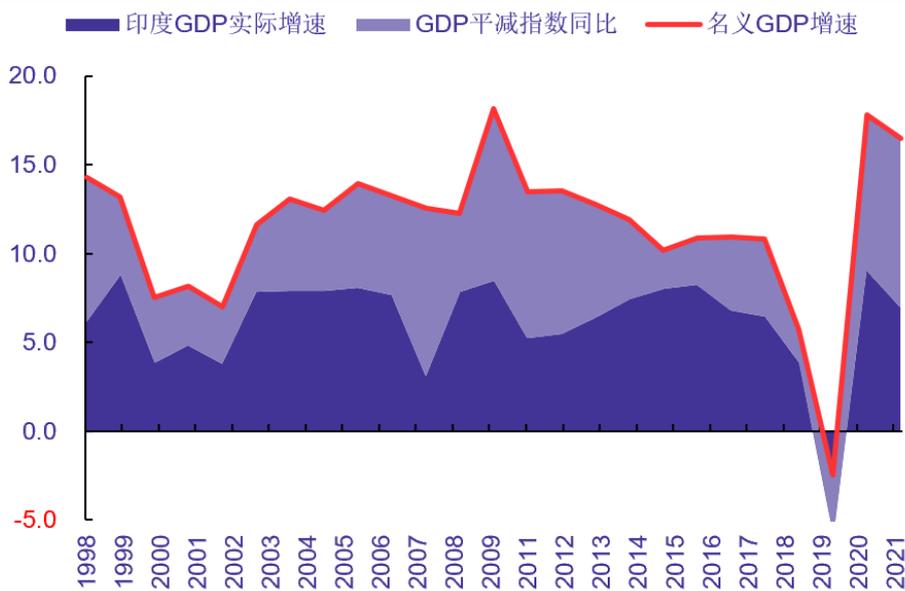
二、印度经济的比较优势

印度的人口、第三产业和非正规经济方面的优势都决定了印度的增长是“上有顶下有底”的增长箱体，这与印度各阶段平均经济增速的相对平稳密不可分。需要指出的是，尽管印度经济存在明显的缺陷，也有相当一部分批评指出其未来增长难以取得突破，但需要意识到以印度现有的状态已然可以维持较高速的名义 GDP 增长。

从投资的角度考虑，较高的名义经济增速对应着权益市场中名义利润的增长，这也是印度权益市场连续表现较好的重要原因之一。2000 年以来，印度的名义 GDP、GDP 平减指数（通胀）和实际 GDP 增速均值分别为 6.1%、5.3%和 11.4%；而印度 SENSEX30 同期的年度增速均值为 13.7%，股指年均值的年化增长率约为 12.0%，和名义经济增长匹配度较高。以实际增速外推，即使 2022-2031 年间印度维持 6%-7% 的实际增速，其在 2031 年的实际经济规模将增长 79%-97%，大概率跃升成为世界

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

第三大经济体。因此，印度即使改革不成功，无法进一步调整产业结构并利用外资，短期内其仍可维持目前的经济增长和通胀中枢，也可能为权益市场带来可观的收益。而鉴于印度较低的城镇化率和资本深化程度，其增长中枢显著下台阶近年内也较难出现，这也是印度权益市场的优势之一。如果要打破印度经济增长的“顶”，则需要**在第二产业、基础教育、文化和政治制度等方面的不断革新突破，而击穿印度经济增长的“底”也需要像新冠疫情这类可以明显波及非正规经济部门的冲击。**

图 28：印度名义与实际 GDP 增速 (%)


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

表 1：印度各类指标显示其在制造业方面的潜在比较优势 (%)

指标	单位	中国	印度	印尼	韩国	马来西亚	菲律宾	新加坡	中国台湾	泰国	越南
劳动适龄人口 (15-64)	百万人	1010.8	939.8	187.6	3.5	22.7	71.9	4.3	16.9	49.1	67.4
劳动力 (15+)	百万人	793.8	471.3	139.2	28.6	16.3	43.8	3.4	11.9	39.1	56.2
仅接受基础教育人口	% (劳动力)	N/A	75	56	13.9	23.6	69.4	14.3	15	58.3	60.6
仅接受中等教育人口	% (劳动力)	N/A	10.9	31.2	32.6	47.7	5.1	26.9	31.9	23.2	24.3
接受高等教育人口	% (劳动力)	N/A	14.1	12.7	53.3	28.7	25.5	58.9	53.1	17.5	15.1
识字率	%	96.8	74.4	96	97.9	95	96.3	97.5	96.1	93.8	95.8
制造业工资	美元/小时	7.1	0.8	1	22.3	4.7	1.5	24.1	11.7	2.6	1.6
最低工资	美元/小时	1.9	0.3	0.7	8.9	1.4	1.7	NA	5.1	1.5	0.7
企业税率	%	25	15-25	25	25	24	30	17	20	20	20
工业竞争力指数	排名	2	38	40	5	22	4	9	8	25	36
海港服务效率	1-7 (最高)	4.5	4.55	4.4	5.46	5.2	3.68	6.45	5.4	4.08	3.84
空运、货运	百万吨-公里	19264	875	675	12457	817	361	3020	NA	684	572
边境通关效率	1-5 (最高)	3.29	3	2.67	3.4	2.9	2.5	3.89	3.5	3.1	3

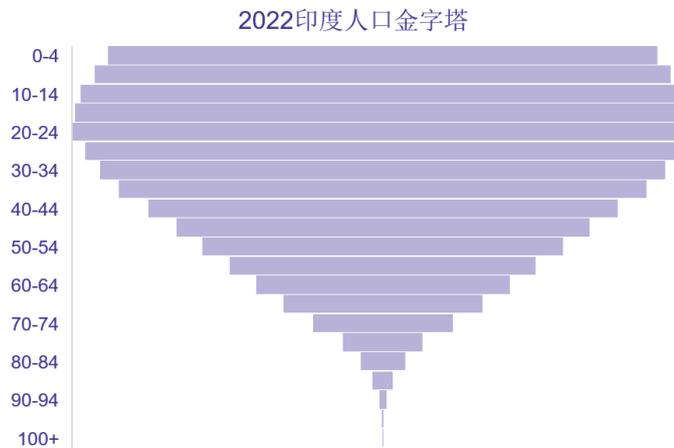
资料来源：World Bank, ILO, UNIDO, Euromonitor, 中国银河证券研究院

（一）潜在劳动力优势

在中国劳动市场跨越刘易斯拐点、劳动力人口逐步下滑的情况下，国际投资者将眼光投向了人口红利和潜力明显的印度，期望印度可以在一定程度上复制中国制造业的成功。印度人口优势在于年轻化和高潜在劳动力供给。按联合国预测，印度可在 2023 年中跃升为人口第一大国，总人口预计达 14.26 亿人，其中 20-64 岁人口将超过 8.45 亿，形成大量潜在劳动力供给。

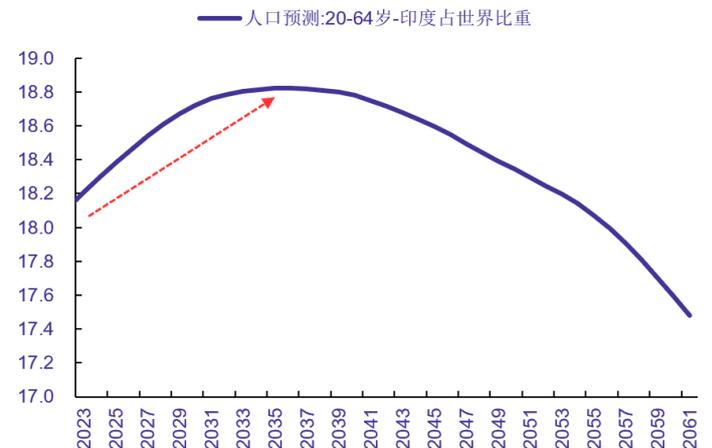
印度拥有全球最年轻的人口之一：2023 年，印度中位数年龄仅为 29.2 岁，而中国则逐渐上升至 39 岁。联合国预测显示，印度拥有全球最长的人口红利时期，可以一直持续至 2055 年。而其人口红利将在 2041 年左右达到顶峰，即 2041 年时，接近 60% 印度的人口将处于 20-59 岁的适龄劳动力年龄区间，形成巨量潜在供给。除联合国预测外，OECD 对于印度人口结构的预测也显示印度年轻人口远高于世界平均水平：2023 年，印度 15-24 岁人口比重为 17.7%，而世界平均水平为 15.3%，2035 年前，印度 15-24 岁年轻人口占总人口比例也会持续高于世界平均；大量年轻劳动力带来的需求与供给理论上将对印度的经济增长形成长期支撑。

图 29：印度人口结构依然十分年轻（岁）



资料来源：World Bank，中国银河证券研究院

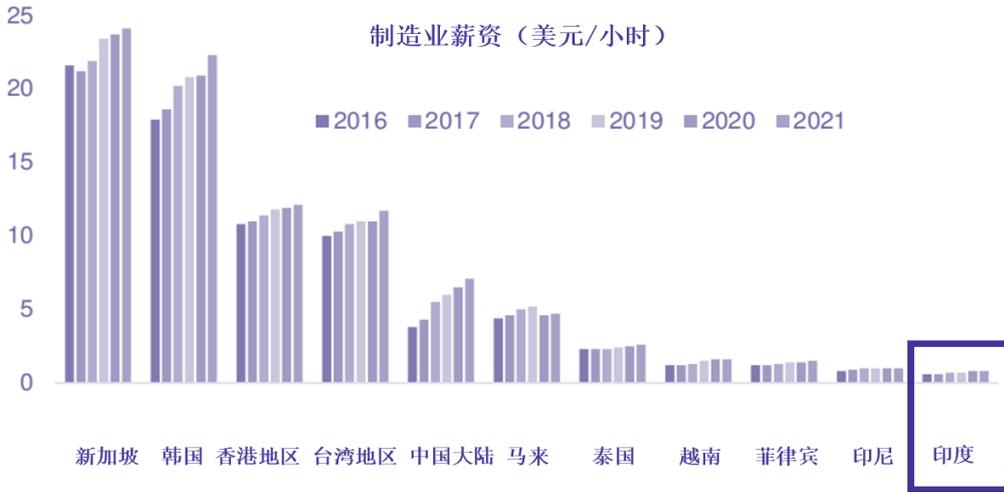
图 30：印度劳动人口占全球比重在未来十年仍将继续上行（%）



资料来源：OECD，中国银河证券研究院

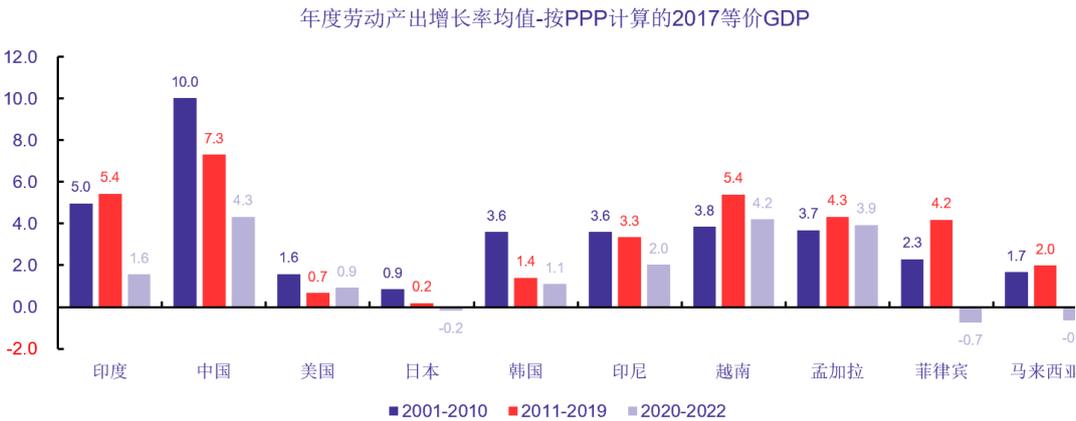
从成本考虑，印度的单位工资水平在全球范围内为最低之一，这为印度企业降低生产成本创造了竞争优势。2021 年，印度的制造业工资水平为每小时 0.8 美元，明显低于中国的 7.1 美元和韩国的 22.3 美元。与其他南亚国家相比，印度尼西亚制造业工资水平为每小时 1 美元、越南为 1.6 美元，泰国为 2.6 美元，印度仍然拥有突出的成本优势。劳动生产率方面，印度 2010-2019 年劳动生产率年度增速均值在东南亚国家中名列前茅，为 5.4% 并仅低于中国的 7.3%，与越南持平且强于孟加拉、印尼、菲律宾、马来西亚等国。尽管印度生产率在疫情期间受到明显冲击，但在印度的产业扩张和劳动力优势的支持下，有理由相信其劳动力的单位产出将逐步恢复。在低工资和不俗的劳动生产率增速支持下，印度的成本优势和效率未来都有望进一步发挥。

图 31：印度制造业薪资明显低于其他国家



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院

图 32：印度劳动生产率整体较有竞争力，但在疫情中受到冲击（%）



资料来源：ILO，中国银河证券研究院

从内生角度考虑，印度可以充分利用劳动要素上的比较优势，加快对第二产业短板的补充，将人口转移出效率更低的农业并逐渐提高单位劳动生产率，实现规模化生产并降本增效。规模经济在更高附加值产业的逐步形成不仅会提升效率，由此产生的资本积累和深化也为科研创新和制度进步打下基础，最终通过全要素生产率的提升拉动经济从量变到质变。结合国际环境来看，印度的人口比较优势明显，便于以低成本承接中低端产业。联合国在 2015 年的人口预测就已经显示世界老龄化将削弱劳动供给，2015-2030 年间全球 60 岁以上的人口高速增长，拉美和加勒比增加 77%、亚洲 66%、非洲 64%、北美 41%和欧洲 23%。到 2030 年，老龄化人口预计占欧洲和北美总人口的 25%以上，亚洲和拉美以及加勒比的 17%以上，制造业大国里德国和中国的人口抚养比预计进一步抬升。相比之下，印度大量的供给意味着劳工成本更低，在中、德、日和东南亚其他制造业中心成本上升的情况下有望承接产业转移，利用雁阵模式进行经济转型与升级。从非劳动力的角度看，印度的储蓄率低于中国且第三产业与消费更为发达，这意味着印度的消费市场规模也会随之扩张。

年轻人口消费力更强，对房产、汽车等产业联动广泛、带动资产负债表扩张的消费将对经济增长提供稳定支持。如果印度可以通过改革与产业结构调整创造更多就业岗位，提高居民收入，那么收入与投资 and 消费的正向反馈将在外循环的基础上巩固内生增长动力。

图 33：印度人口预测显示 2050 年前的持续增长

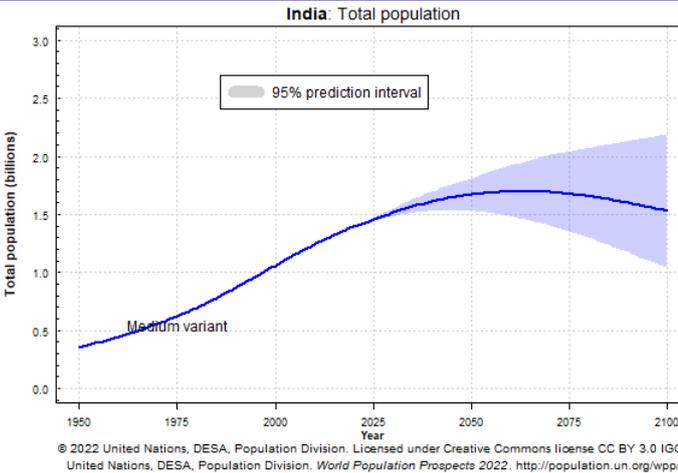
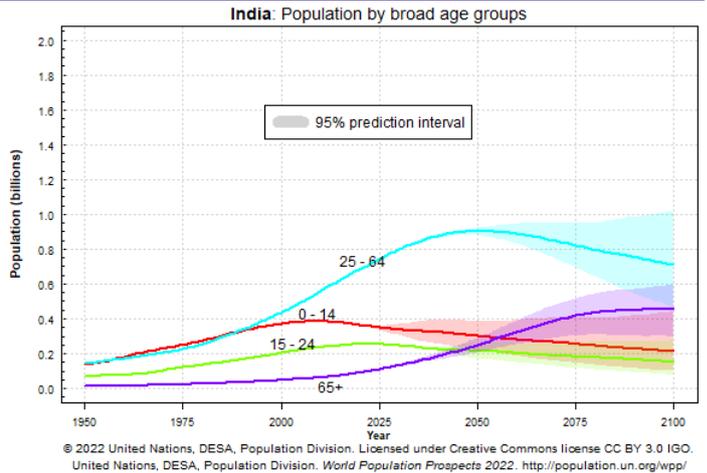


图 34：印度劳动年龄人口长期保持扩张



资料来源：World Population Prospects，中国银河证券研究院

资料来源：World Population Prospects，中国银河证券研究院

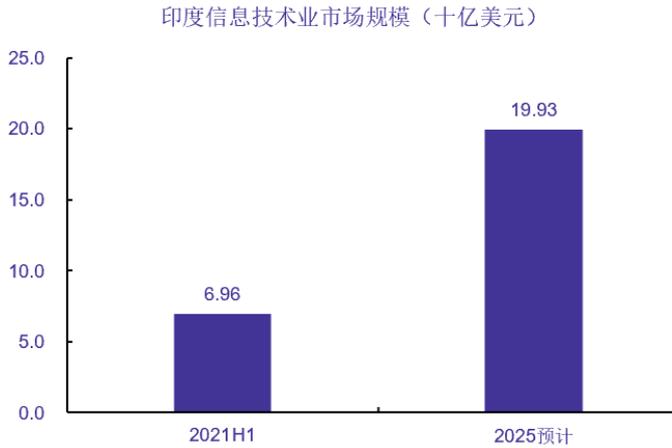
（二）服务业发展基础

印度第三产业的腾飞始于 20 世纪 90 年代，当时印度为应对严重的国际收支问题开始了一系列的经济改革，大力发展了信息技术、医药、财税和咨询等服务行业。目前服务业对印度国内生产总值贡献超过 50%，在 2021-22 年上半年实现了 10.8% 的增长，并成为就业增长最快的行业。虽然印度整体劳动素质一般，但其对优势服务业的精英教育培养了大量专业人才，形成基于专业知识和相比西方更低成本的比较优势。同时，政府通过智慧城市、清洁印度、数字印度等倡议正在营造更优渥的服务业环境，是当前印度增长的核心动力源之一。

贸易贡献方面，印度的服务出口在 2022-2023 财年将以 26.79% 的复合年增长率创下新纪录，服务出口达到 3227.2 亿美元，进口达到 1779.4 亿美元。预计全年服务贸易顺差将达到 1447.8 亿美元，比 2021-2022 财年的 1075.2 亿美元增长 34.65%，是防止印度商品贸易逆差扩张的重要动力。

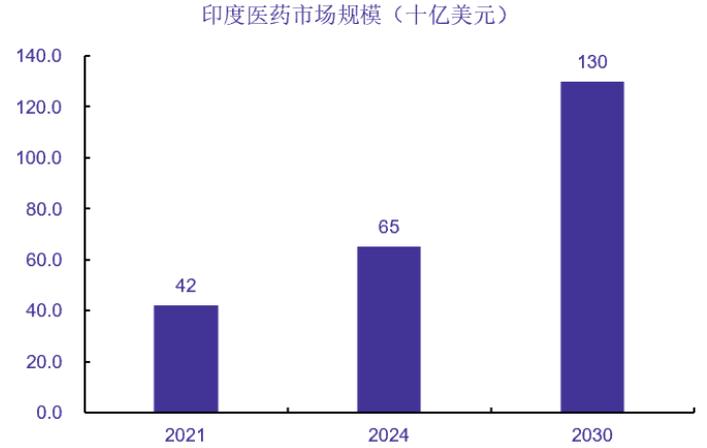
印度的优势服务产业（信息技术、医药健康、金融和商业咨询等）扩张迅速，增长率和市场规模高速扩张。在 2016 财年至 2020 财年间，以卢比计价的金融、房地产和专业服务复合年增长率达到 11.68%，而贸易、酒店、运输、通信和与广播相关的服务达到 10.98%，高于经济平均增速。同时，印度服务业市场扩张较快，前景广阔。印度媒体与机构预计，到 2025 年，印度的卫生保健行业预计将达到 3720 亿美元，数字经济将达到 1 万亿美元，IT 和商业服务市场将达到 199.3 亿美元。而到 2030 年，印度的软件服务行业将达到 1 万亿美元。优势服务业的高增长将成为印度的 GDP 增速“底线”的支撑之一。

图 35: 印度信息技术业市场规模快速扩张



资料来源: IBEF, 中国银河证券研究院

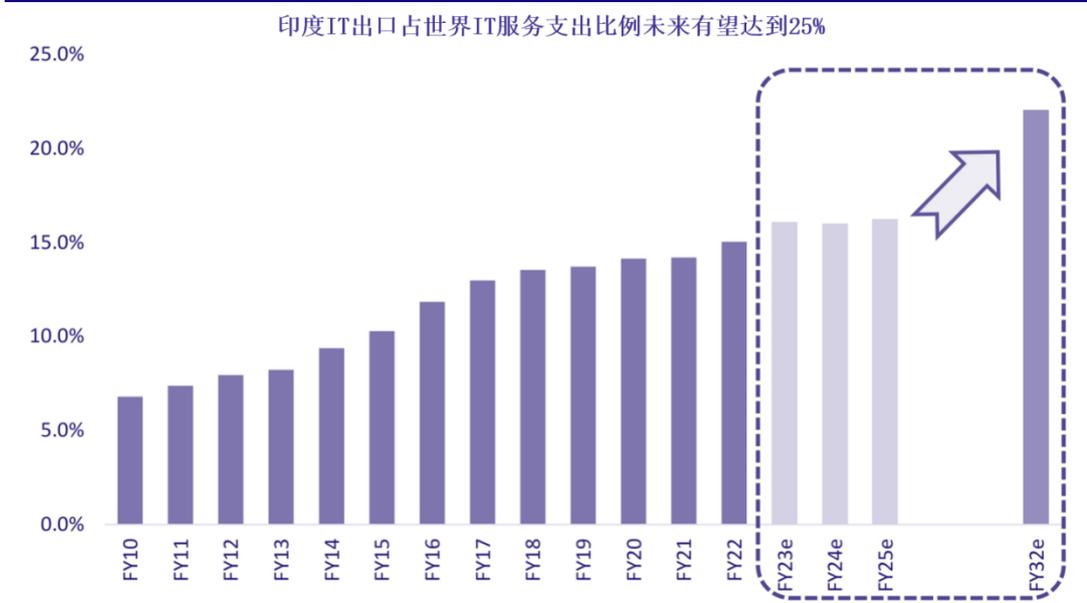
图 36: 印度医药市场也面临扩张的需求



资料来源: IBEF, 中国银河证券研究院

信息技术和商业流程管理 (IT 和 BPM) 是印度最突出的产业, 对印度经济增长至关重要: 2022 财年, IT 贡献了 7.4% 的 GDP, 预计到 2025 年将达到 10%。不仅占比高, IT 和 BPM 增长仍然迅速。根据印度软件与服务公司 (Nasscom) 的数据, 印度 IT 行业在 2022 财年的收入达到 2270 亿美元, 同比增长 15.5%。Gartner 测算, 印度的 IT 支出将从 2021 年的估计 818.9 亿美元增长到 2022 年的 1018 亿美元。印度的 IT 出口收入预计在 2023 财年将增长 11.4%, 达到 1940 亿美元。就业与人才方面, 根据微软、咨询公司贝恩公司和印度互联网和移动协会 (IAMAI) 发布的报告, 印度拥有全球 16% 的人工智能人才储备, 居世界第三位。2023 年 IT 行业预计新增 29 万个就业岗位, 使该行业的总就业人数升至 540 万人。对资本吸引方面, 从 2000 年 4 月到 2022 年 6 月, 印度的计算机软件和硬件行业累计吸纳 889.4 亿美元的外国直接投资 (FDI)。2021 年 IT 行业的私募股权投资额为 234 亿美元, 增长迅速。

图 37: 印度 IT 出口占比将提升



资料来源: Nasscom, Morgan Stanley, 中国银河证券研究院

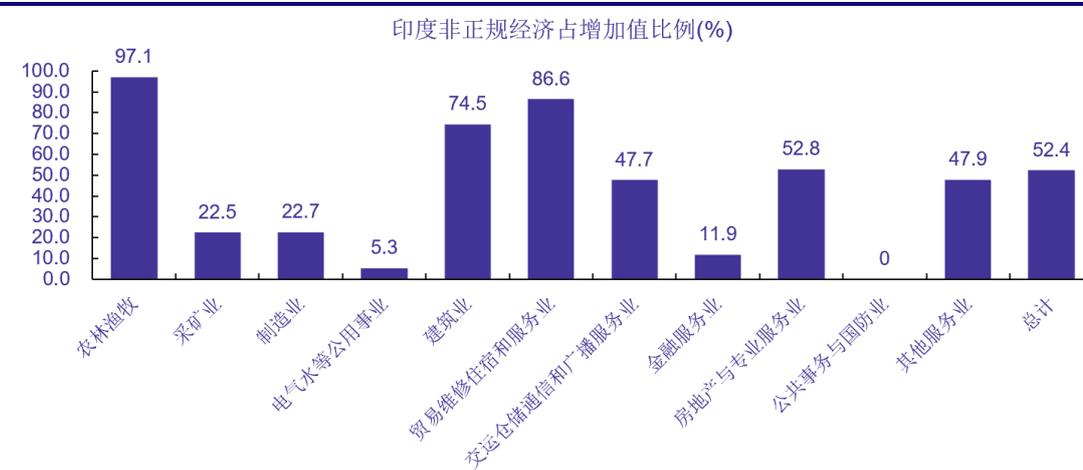
请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

医药健康领域表现同样突出，增长远高于平均经济增速。作为世界上最大的仿制药供应国，印度占全球供应量的 20%，满足全球约 60%的疫苗需求。增长方面，2021 年印度制药市场年增长率为 17.7%，预计 2022 财年印度制药市场收入将同比增长超过 12%。市场规模方面，印度制药行业在全球范围内价值 420 亿美元，生物技术行业规模已超过 800 亿美元。预计印度制药行业市场规模将在 2024 年达到 650 亿美元，到 2030 年将达到约 1300 亿美元。除以上两个行业外，印度的金融业对外开放程度相对高，也是第三产业中的支柱。

（三）非正规经济保证底线

除了正规经济，印度存在大量分散、小规模、难以统计的非正规经济，这些经济主体虽然增长较慢，但比起第二产业可以有效吸纳农村就业，受外部环境冲击也相对较小，这也对印度相对平稳的经济增长和就业稳定做出贡献。有印度学者指出，在正规就业部门的劳动力不足 10%，而 IMF 研究显示 2017-2018 年有 90.7%的人口在非正规经济中就业，正规经济仅吸纳就业 9.3%，而印度 GDP 有超过 50%是由非正规经济贡献的。分行业看，非正规经济就业比例较低的有采矿业、制造业、公用事业、公共事务与国防业（信息技术业由于和交运仓储合计统计而无法直接估计），其他服务行业和农业均由高比例非正规经济构成。温铁军指出这种二元结构为印度经济提供了充足的缓冲条件，非正式经济虽然短期难以被外资和发展政策惠及，但是在全球经济和金融周期向下时也不易被波及。从印度经济自由化以来经历的外部危机来看，印度 GDP 增速在亚洲金融危机爆发的 1997 年从 6%左右的增长中枢降低至 4%，在受美国互联网泡沫影响的 2000-2002 年维持了 4.2%的增长，2008 年全球金融危机的猛烈冲击下，其增长降低至 3.1%并迅速恢复至 6%左右的中枢；只有对非正规经济部门同样造成严重打击的新冠疫情使印度经济陷入了负增长。总体上，非正规经济部门对印度的增长发挥了稳定器作用，可以抵御大量外生冲击，但也决定了印度短期增长难以大幅加快。

图 38：印度诸多行业非正规经济占比较高，帮助形成增长底线



资料来源：IMF，中国银河证券研究院

表 2：印度非正规经济吸纳了大部分就业，弱化了经济下行期的表现就业压力

就业分布 (%)	2011-2012			2017-2018		
	无组织	有组织	总计	无组织	有组织	总计
非正规经济	82.6	9.8	92.4	85.5	5.2	90.7
正规经济	0.4	7.2	7.6	1.3	7.9	9.3
总计	83	17	100	86.8	13.2	100

资料来源：IMF，中国银河证券研究院

（四）文化与资源优势

作为一个民族宗教多样和国家，印度并不存在统一的文化，但是印度精英阶层的文化可以作为印度发展的优势单独讨论。精英文化主要为印度提供了部分制度优势、教育体系优势和人脉与人力资源优势。

虽然印度发展不平衡，但受殖民影响，其国家管理体制、法律体系还是财务系统都是英美体系，这造就了印度精英阶层的西方化，其价值观和西方主流价值观基本吻合。这种状态利于印度发展外向型服务业并吸引外资，其也可顺利加入西方叙事体系，避免在以西方为主导的全球舆论中受到显著的负面冲击。语言层面，英语是印度官方语言，印度精英没有与西方的语言障碍，降低了其融入西方社会的门槛，在国际社会中的交易被认可和接受。

精英教育方面，印度的竞争观念较强，重视理工、商业和管理人才培养，教育系统与西方接轨程度高。印度高等教育竞争激烈，人才素质高。以印度高等学府印度理工学院为例，其录取率只有 2%，远低于其他国家的顶级学府。印度高等教育基本以英文授课为主，教材与学术观点和西方体系贴近，且有相当比例的精英阶层选择在完成本科教育后赴西方留学。2022 年 1-7 月，美国向印度籍学生发放了 77,796 份 F1 学生签证，高于同期向中国籍学生 46,145 份签证。在 2020-2021 学年，印度本科留学生占印度赴美留学生总人数的 14%，研究生高达 41.1%。教育和学术方面的交流也为印度的外向型发展打下良好基础。

最后，印度精英文化与西方发达国家的人脉关系也十分密切，这得益于西化的教育和大量的海外印度移民。印度裔精英在英美政坛均有不俗表现，现任英国首相苏纳克和美国副总统哈里斯均为印度裔，而印度移民在美国科技界与商界也有相当影响力。总体上，印度西化的精英文化利于印度在西方社会维持良好形象，印度对美欧的服务业出口、资本吸引、科技交流和文化联系更为密切。

资源方面，除了大量耕地和金属、煤矿与香料，印度的战略位置最值得关注。印度位于印度洋航线枢纽位置，且三面环海，战略优势十分明显。印度洋独特的地缘优势主要体现在如下三方面：第一，印度洋具有独特的战略航运价值，承担着近50%的世界集装箱运输和70%的海上石油运输；第二，印度洋航线上咽喉要地众多，是大国地缘博弈的重要战略支点；第三，印度洋北岸是现代工业所需资源的中心，蕴藏有世界半数以上的石油和35%的天然气，以及其他丰富的战略矿物资源，是世界主要大国的重要能源资源来源地。莫迪政府上台以来强化了印度在孟加拉湾的军事力量，并希望进一步扩张印度在印度洋的存在，这也与美国在印太地区加强与盟友合作的战略不谋而合。美国的印太战略报告显示拜登政府对该地区的高度重视：“在瞬息万变的战略格局中，只有将美国牢牢扎根于印太地区，与盟友和伙伴共同加强在该地区的外交存在，美国的利益才能得到保障”。因此，在印度地理位置使其战略重要性达到新高度后，美国及其西方盟友才会针对印度加大投入，这与当年冷战时期通过战略投资日韩进行离岸平衡，进而通过经济和技术投入导致日韩高速发展的模式在逻辑上有相似之处，虽然当时日韩的情况与印度无法同日而语。

总体上，印度的传统优势决定了其经济发展的上下限，人口红利、发达的部分第三产业行业以及印度非正规经济的稳定器作用决定了印度即使以当前的模式发展，短期经济增速仍将保持在亚洲领先的地位。其文化和战略优势也对经济增长的“底线”起到了保护和推进作用。

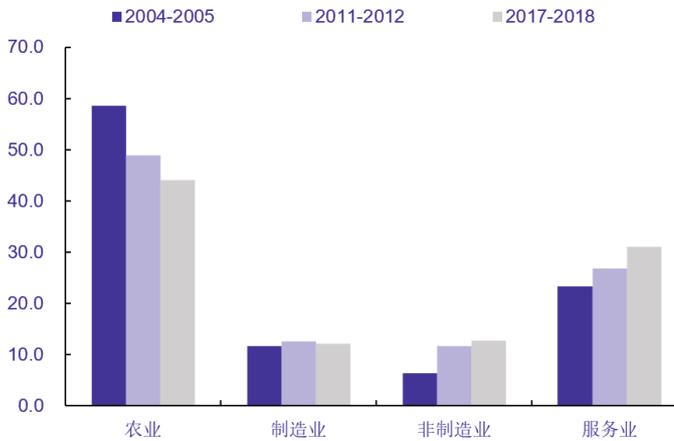
三、印度经济发展的瓶颈

印度的传统优势决定其上有顶下有底的增长，但印度发展也存在诸多制约。本部分讨论的老问题主要是限制印度经济更快增长、阻碍其第二产业扩张的因素，主要包括大量人口伴随的低素质、低劳动参与率和低就业问题，印度缺乏更多资本的情况下二产疲弱与贸易赤字形成的负反馈，以及民族保护主义对外部资本的排斥。以上老问题并未穷尽对印度发展产生负面影响的因素，但突破印度经济增长的“顶”则需要着力解决上述问题。

（一）大众教育与劳动参与率

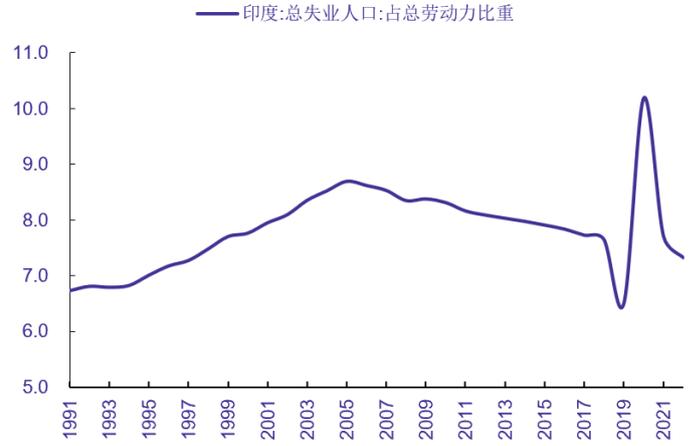
尽管印度拥有大量劳动年龄人口，但其人口红利能否顺利释放也面临挑战，主要包括低劳动力素质、低劳动参与率、高青年失业率和较差的就业结构。首先，受制于教育资源的有限投入，印度的整体劳动力素质相对较低。2018年印度受联合国调查识字率为74.4%，与较贫穷的撒哈拉以南非洲国家相近，明显低于东南亚制造业国家水平；同时，印度女性识字率低至65.8%，两性不平等也加重了印度劳动力素质问题。印度内部教育发展的不平衡也很严重，条件较好的地区(如喀拉拉邦)，识字率从初始的47.2%增至97.3%；条件较差的地区(如安德拉邦)到2020年识字率仅有70%，仍有30%的成年人不识字。这种分化限制了印度的劳动潜力。

图 39: 印度就业大量分布在农业 (%)



资料来源: IMF, 中国银河证券研究院

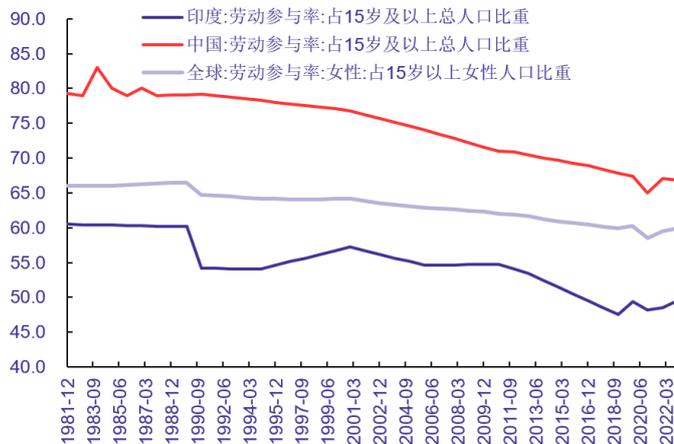
图 40: 印度失业率并不算低 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

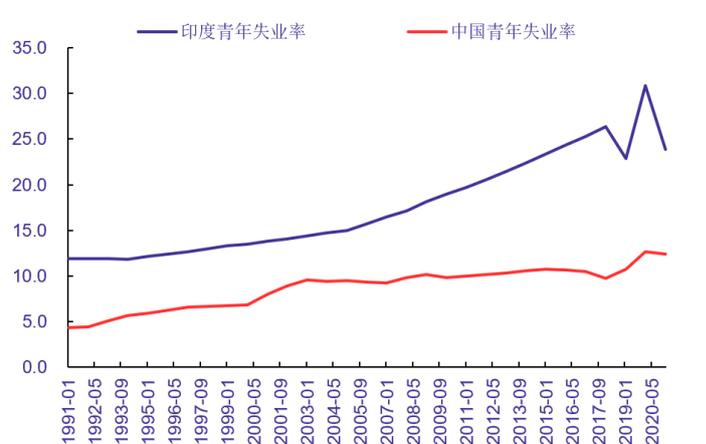
另一方面, 大量劳动年龄人口并不等同于大量劳动力人口: 印度 15 岁以上劳动参与率 2022 年为 49.5%, 明显低于世界平均水平 59.9%, 更远低于中国的 66.9%。劳动年龄人口的劳动意愿不足阻碍了有效的劳动供给。2021 年, 中国与印度的劳动年龄人口分别为 9.86 亿、9.5 亿, 仅相差 3622 万。但当年劳动力规模中国与印度分别为 7.48 亿、4.88 亿, 相差 2.6 亿, 这对应着印度中短期仍难以替代中国的生产国地位。世界银行估算的 2022 年印度青年失业率为 23.2%, 同样显著高于中国的 13.2%。国际劳工组织研究也显示, 印度 15-29 岁人口中不在雇佣、教育或培训的比例常年高于 30%, 显著高于官方口径失业率^⑥。这反映出印度政府创造青年就业的能力偏弱, 存在不能有效将人口转换为生产力的情况。因此, 印度在将大量潜在劳动供给转换为实际劳动力的征途上任重道远。

图 41: 印度劳动参与率远低于世界平均水平 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 42: 印度青年失业问题严重 (%)



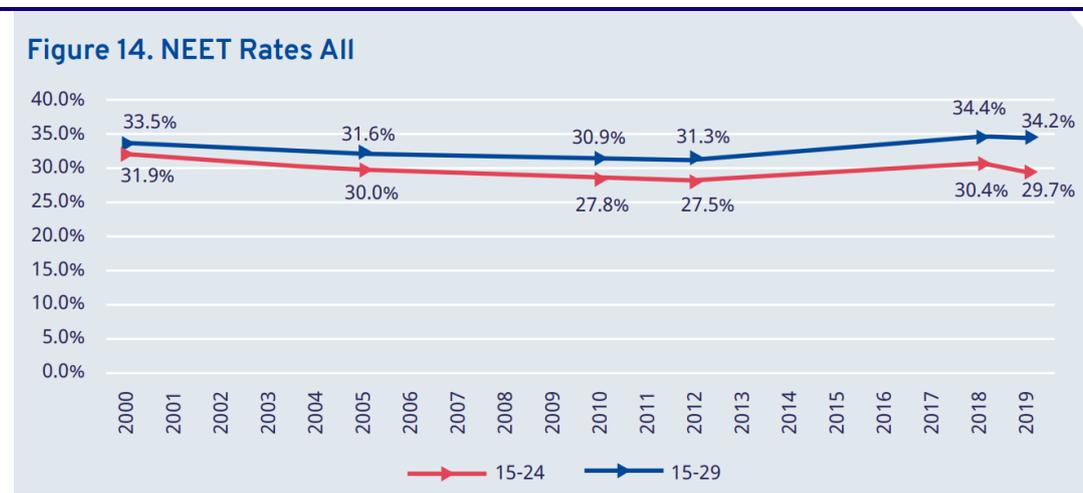
资料来源: World Bank, 中国银河证券研究院

⑥ [wcms 789243.pdf\(ilo.org\)](http://wcms.789243.pdf(ilo.org))

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

最后，印度的产业结构也限制了人口红利的释放。虽然印度劳动年龄人口庞大，劳动力人口也不可小觑，但从产业角度看大量人员至今仍在效率低下的农业部门。农业吸纳就业的比例从2000年初接近60%的比例降低至2017-18年的44%，但仍然与农业增加值占GDP的比例完全不匹配，也显示农业单位产出的效率低下。离开第一产业的人口并未进入工业部门，而是集中在第三产业的低端部分。当前印度劳动力素质较低且整体教育环境差的格局决定了大部分离开农业部门的人口难以从事信息技术、生物制药、金融与商业服务等对教育水平要求高的三产部门，而是进入了食宿、小商品贸易、修理服务等低增加值行业以及建筑业，这也形成了大量非正规经济。所以印度对产业结构的调整与改革对释放人口红利也至关重要。

图 43：印度年轻人口中不在雇佣、教育或培训人口比例过高



资料来源：IMF，中国银河证券研究院

表 3：中国、印度与部分国家人口年龄结构和抚养比-2020 (%)

国家和地区	年龄构成			抚养比
	0-14岁人口占比	15-64岁人口占比	65岁以上人口占比	
中国	17.7	70.3	12	42.2
印度	26.2	67.3	6.6	48.7
印度尼西亚	25.9	67.8	6.3	47.5
日本	12.4	59.2	28.4	69
老挝	31.9	63.8	4.3	56.8
缅甸	25.5	68.3	6.2	46.5
南非	28.8	65.7	5.5	52.2
巴西	20.7	69.7	9.6	43.5
俄罗斯	18.4	66.1	15.5	51.2

资料来源：《国际统计年鉴》，中国银河证券研究院

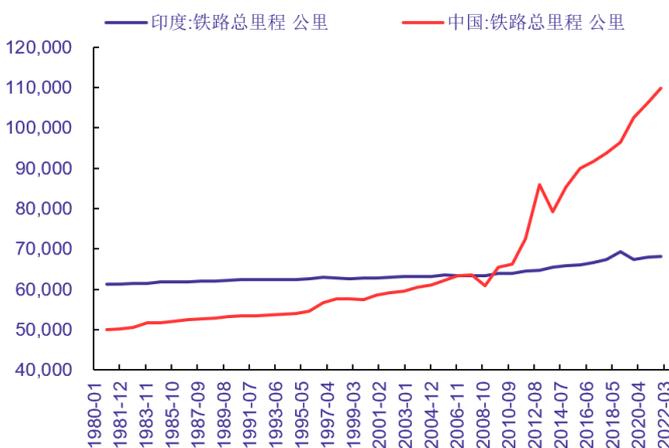
（二）商品贸易与财政双赤字限制工业化进程

印度的第二产业相对疲弱，在金融危机前占GDP的30%左右，随后逐渐下滑至25%，而制造业占比更是低至13%，小于农业占比。印度的工业表现较弱的原因错综复杂，包括先前政策导向、相关基础设施匮乏、劳动素质一般和资本匮乏等诸多因素。

其中，**资本匮乏是进行第二产业与基建投资面临的主要难题，并与印度的商品贸易赤字形成负反馈**：由于第二产业较弱、对外依赖度高，印度的商品贸易长期处于逆差状态，因此无从积累大量外汇并加大二产和基建投资，也使印度的外债付息压力沉重，从而进一步限制印度从外部获得资本的能力。反过来，资本的匮乏又限制了第二产业的发展，使商品贸易赤字维持高位，如此反复构成负向循环。打破这种循环的方式主要有二，第一是继续加强外向型服务贸易顺差以对冲商品逆差，第二是大力发展工业部门，特别是制造业，逐渐扭转商品贸易长期赤字的不利格局。同时，印度虽然劳动年龄人口庞大，但高效率的正规经济部门提供的就业岗位较少，大量人口在农业或者低端三产聚集，青年失业率远高于中美和东南亚邻国，也迫切需要发展制造业以创造新增就业。**因此，二产与商品贸易赤字形成的资本负反馈和青年人口就业问题都迫切要求印度发展第二产业，这也是莫迪政府的政策核心。**

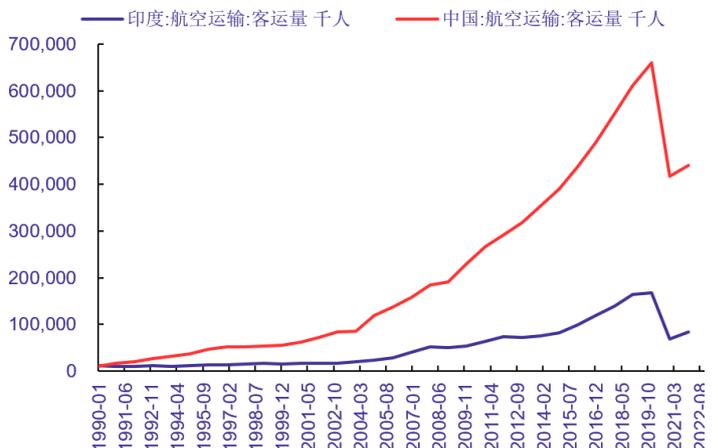
印度基础设施建设薄弱是不争的事实，尽管有缓慢改善，但受制于资金不足的问题。交通运输方面，印度 2005 年前铁路总公里数仍高于中国，但到 2021 年为 6.8 万公里，同期中国已经达到接近 11 万公里。航空运输上，尽管受到疫情影响，中国 2021 年航空运输总客运量为 4.4 亿人次，而印度仅有 0.8 亿人次；航空货运周转量方面，中国 2021 年为 209.6 亿吨公里，印度仅有 9.1 亿吨公里。海运方面，中国 2021 年为 26261 万标准箱，印度仅为 1994 万标准箱。发电量上，印度 2022 年共计 1858 亿千瓦时，中国则为 8849 亿千瓦时，接近印度的 4.8 倍。通信方面印度表现略好，其 2021 年每百人蜂窝数据用户数为 82，中国约为 122，反映出印度通信基建较其他行业相对更好；不过，宽带方面差距依旧显著：2021 年每百人宽带用户数仅 1.96，中国为 37.58。基础设施的疲弱明显限制了工业与制造业的发展，但是基建扩张的资金受制于印度财政赤字，而财政赤字一定程度上又受制于贸易赤字和外债压力，这种负循环需要打破。

图 44：印度与中国铁路总里程差距明显



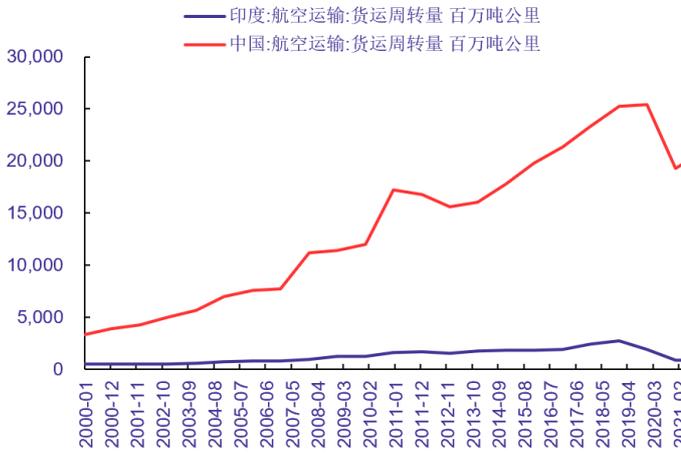
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 45：印度航空客运与中国差距同样较大



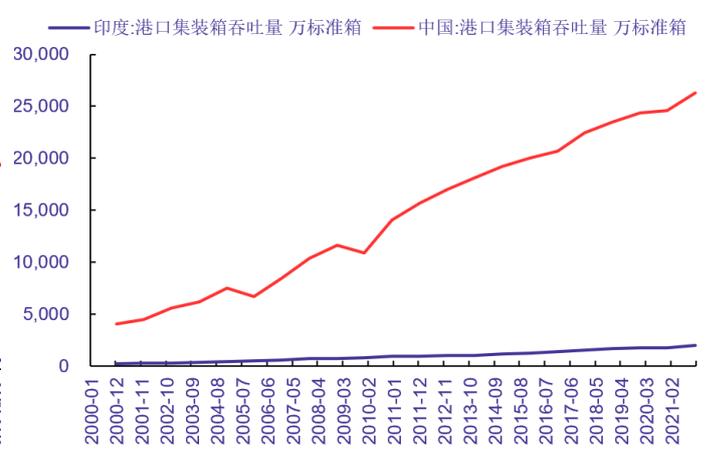
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 46: 印度和中国航空货运周转量



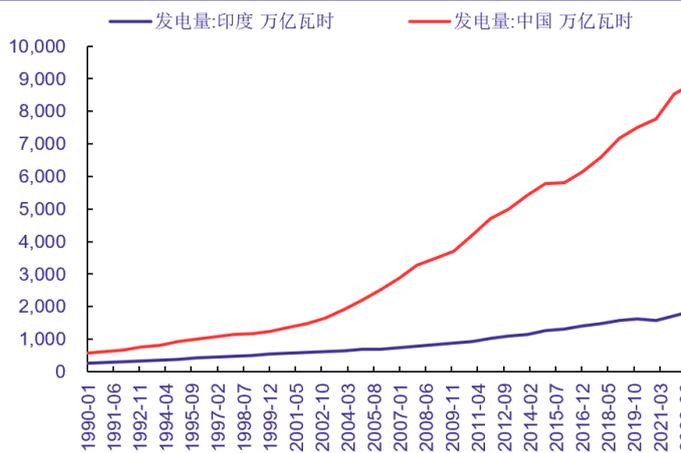
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 47: 中印港口集装箱吞吐量



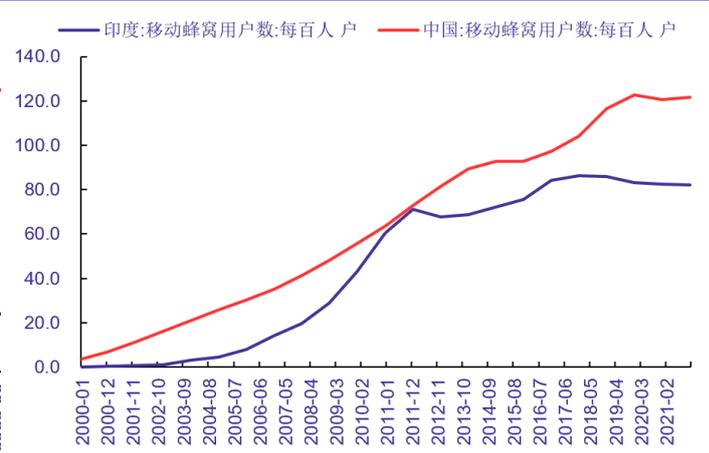
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 48: 印度和中国发电量



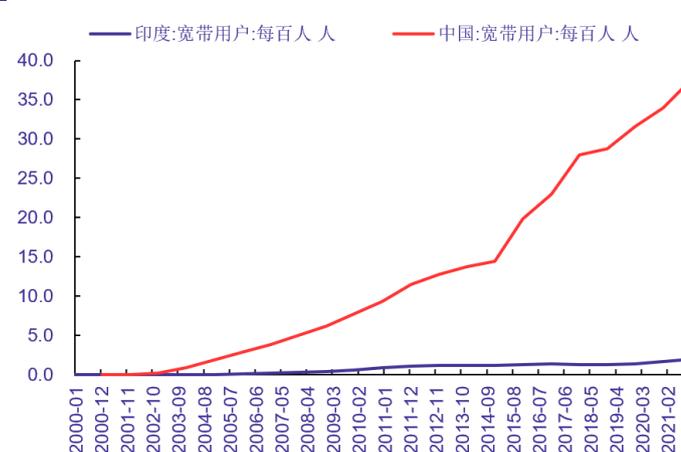
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 49: 印度和中国移动蜂窝用户数



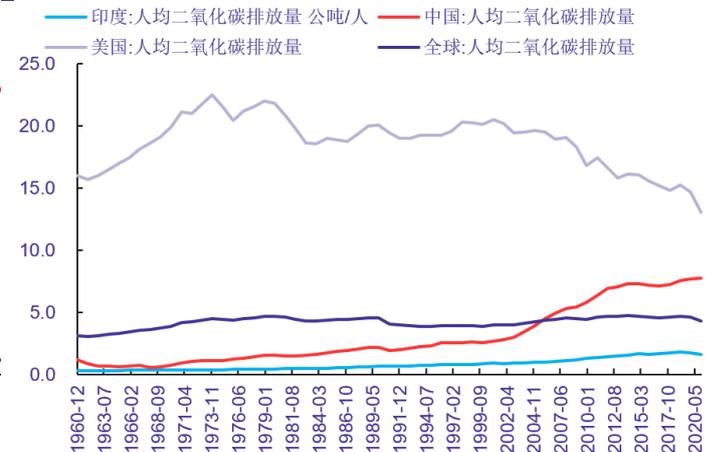
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 50: 印度和中国宽带用户数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 51: 印度人均碳排放量低于全球平均水平



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

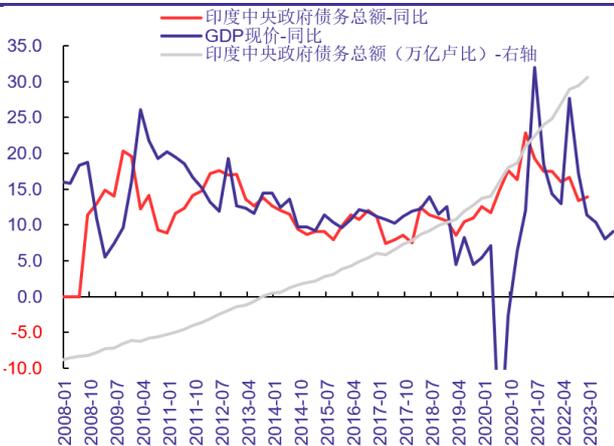
资本方面，印度的主要资金来源仍是以政府为主体，以外资和民间资本作为补充，以往资本扩张的力度有限。

首先关注政府主体的资金扩张：印度的财政扩张对名义 GDP 增速存在同步或略微领先的效应，而发展基建和第二产业、使印度经济更高速增长也需要印度政府在支出上持续发力。从印度政府的杠杆率来看，其 2022 年末为 82.6%，高于中国和可比国家；同期中央政府债务总额为 146.36 万亿卢比（按当时汇率约 1.77 万亿美元），同期中国国债余额为 25.87 万亿人民币，（约 3.71 万亿美元），从占经济规模比例来衡量并不算低。因此，如果印度不模仿发达国家进行财政货币化，印度政府杠杆率扩张幅度预计有限，增速大幅提升面临困难，要对财政力度保持观察。

在基建配套没有显著提升的情况下，民间资本的增速和补充效应同样难有大幅抬升。虽然印度非金融企业部门杠杆率仅 53.6%，相对中美欧都处于较低水平，但该部门的杠杆率自国际清算银行（BIS）有数据以来的特征就是平稳，从 2007 年至今并没有明显扩张，仅是跟随 GDP 增速而正常增长。印度希望通过生产关联激励计划（PLI）等提升企业的投资，相关机构预计未来可能有明显提升，但鉴于印度此前各类计划的拖延，同样要保持观察。

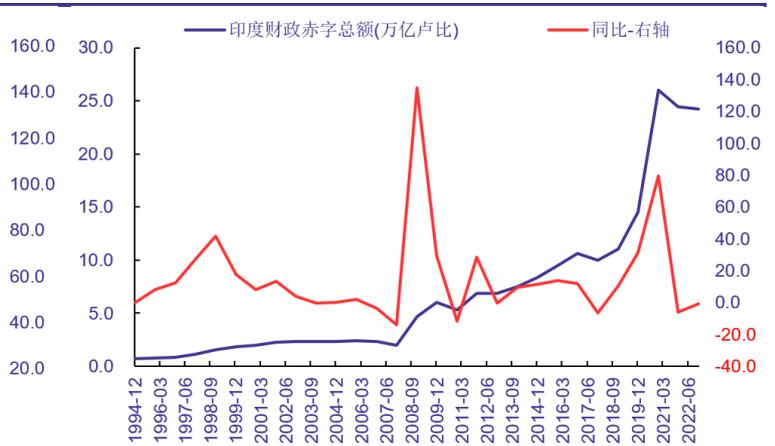
外资方面：印度 FDI 净流入 2020-2022 年为 532、289 和 359 亿美元，除 2020 年外尚未显著高于 2013 年以来的均值。截至 2023 年一季度，印度外债共计 6246 亿美元，其增速自美联储快速加息后同样开始放缓。总体上，印度的内部资产负债表与投资扩张支持第二产业的幅度暂时有限，外资方面自 2020 年起有一定抬升势头，但仍受到疫情和主要央行紧缩周期的干扰；所以，印度各方面的资金限制了其第二产业以更快速度发展。

图 52：印度中央政府债务总额增速受到经济增长的限制



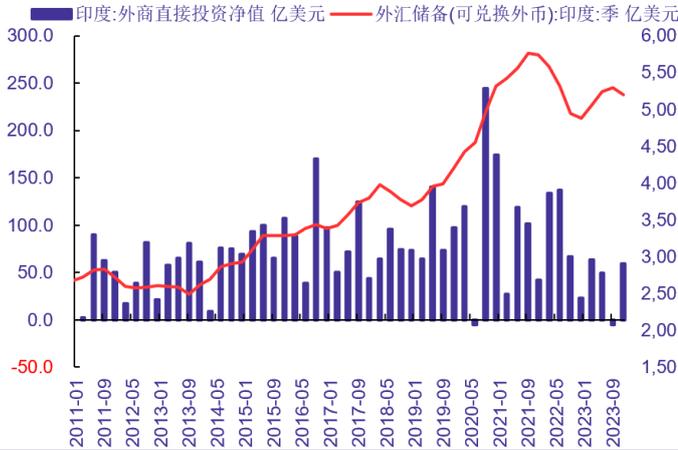
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 53：印度财政赤字增速除逆周期阶段以外相对平稳



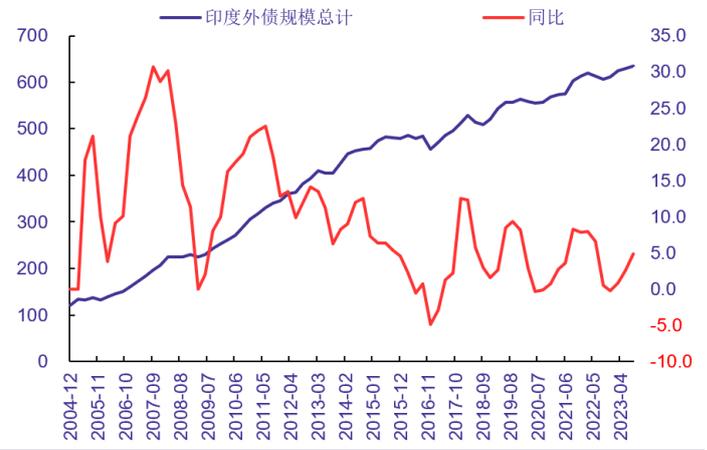
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 54：印度 FDI 增幅相对有限



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 55：印度外债规模难以大幅上升



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（三）民族保护主义与准入限制

虽然印度的精英文化接近西方，为其发展高增加值服务业和获取外资提供了便利，但印度在去殖民化过程中也将本地资产阶级的民族主义作为意识形态工具使用，结果是甘地主义下民族资产阶级形成了制度遗产，作为本地化社会主体占据国家经济中的重要地位。随之而来的是部分本地阶层对外资的不信任和对特定行业的保护主义。

根据印度信息中心（NIC）的披露，对印度投资存在大量禁止和限制的行业，除了常见的掌控国家重要资源的行业和博彩信贷业务被禁止外，印度在电信服务业、私人银行业、多品牌零售业、航空服务业、基础设施投资、广播电视转播等行业也有投资限制。安保、金融行业、能源与勘探、多品牌零售、广播通信和新闻传媒等领域对外资持股比例也有严格限制。以金融市场为例，印度的股市表现和活跃度明显优于债市的重要原因之一是股市没有对海外资本进行如同债市一般的严苛限制，可见民族保护主义下印度的开放程度还有待提高。另一方面，印度的法庭对外资也有不公正对待和判罚的情况，如印度对沃达丰等外资资金的不合理长期扣押和对中国在印手机厂商的围剿等，都对外资和外部技术更大量的流入产生了相当不利的影 响。（下表中列举了部分准入限制，细项详见附录。）

附录

1. 印度关于外国投资行业的规定

投资行业规定	行业种类
鼓励行业	电力（除核电外）、石油炼化产品销售、采矿业、金融中介服务、农产品养殖、电子产品、电脑软硬件、特别经济区开发、贸易、批发、食品加工等
禁止行业	彩票经营、赌博博彩业、互助基金（小额信贷组织）、互助借贷公司（Nidhi Company）、土地开发权转让（TDRs）、房地产投资及农场建设、雪茄及烟草业、私营企业禁止经营领域如核能和铁路建设等
限制行业	电信服务业、私人银行业、多品牌零售业、航空服务业、基础设施投资、广播电视转播等

资料来源：Commin., 中国银河证券研究院

2. 印度部分限制领域外商投资持股上限

行业领域	持股上限（%）
私人安保公司、私营银行部门	74
多品牌产品零售（需外国投资促进局批准）	51
石油天然气勘探、电力、调频广播、新闻时事电视报道、养老金管理、证券市场基础设施、保险公司	49
新闻时事报纸、新闻时事相关外国杂志的印度版本出版	26

资料来源：Commin., 中国银河证券研究院

3. 印度外国投资海外准入政策（限制领域以颜色标注）

行业领域	具体内容	持股上限	批准方式
农业	特定条件下花艺、园艺及蔬菜菌菇培育；种子及种植原料开发生产；动物管理、渔业养殖、水产养殖、养蜂业；农业及相关产业服务业。	100	自动批准
	除以上行业外，其他农业领域不允许外国直接投资进入。		
种植业	茶叶领域包括茶叶种植；咖啡种植；橡胶种植；小豆蔻栽培；棕榈树栽培；橄榄树栽培。除以上行业外，其他种植业领域不允许外国直接投资进入。	100	自动批准
采矿业	金属和非金属矿物采掘业，主要包括钻石、黄金、白银及珍贵矿物等，不包括含钛矿物；	100	自动批准
	煤炭及褐煤采掘；		
	电力项目、钢铁和水泥加工厂自用的煤炭及褐煤开采，及其他立法允许的开采活动；建立洗煤厂等煤炭加工厂，但工厂不得从事煤炭开采、不得向公开市场出售自己工厂洗煤产品或成规模煤炭，仅可将洗煤产品或成规模煤炭供给给煤炭原煤供应方；符合立法规定的煤炭出售、包括加工在内的开采活动；		
	含钛矿物的采掘、选矿活动及其增值和附加综合活动。	100	政府审批
石油、天然气勘探	油气田勘探活动，符合油气市场政策要求和政府对私人参与油气勘探的活动，如油气产品销售相关基础设施、油气产品销售、石油产品管道、天然气管道、再气化基础设施、市场研究及私营企业炼油。	100	自动批准
	国有企业参与的炼油业，且国有资本未撤资、股权未稀释。	49	自动批准
制造业	制造业依自动路径进入印度。但包括电商途径的零售贸易，在印生产制造的产品在印销售需经过政府审批，外资比例上限为 100%。		
国防	国防	100	74%以下自动批准，超过 74%且投资可能带来新技术引进或其他需记录的原因，需要政府审批。
广播	传输点（设置传输中心）；直接到户服务（DTH）；有线网络（在国家、各邦及地区运营的多系统运营商及数字化、可定位升级服务）；移动电视；空中网络服务（HITS）；有线网络	100	自动批准
广播内容 服务	调频广播，需遵守信息和广播部随时更新的要求	49	政府审批
	新闻时事电视频道链接	49	政府审批
	新闻时事数字媒体及流媒体上传	26	政府审批
	非新闻时事电视频道及频道链接上传	100	自动批准

印刷媒体	新闻时事相关外国杂志的印度版本出版	26	政府审批
	新闻时事相关报刊出版	26	政府审批
	科技杂志、专业期刊及普通期刊的出版印刷，需遵循信息和广播部随时更新的具体要求；外国报纸副本出版	100	政府审批
民航	机场建设领域绿地投资	100	自动批准
	机场建设领域现存项目	100	自动批准
	定期空运服务/国内定期客运航线地区空运服务	100	49%以下自动路径，超过49%需政府审批
	非定期空运服务	100	自动批准
	需民航总局（DGCA）批准的直升机服务/水上飞机服务	100	自动批准
建筑业：城镇、住房、基础设施建设	建设发展项目（包括城镇建设、住宅及商业场所建设、道路桥梁、酒店、度假村、医院、教育机构、娱乐设施、城市和区域基础设施及乡镇建设）	100	自动批准
工业园	新工业园和现存工业园建设	100	自动批准
卫星建设和运营	卫星建设和运营，需遵守航空部和印度太空研究组织（ISRO）相关规定	100	政府审批
私人安保公司	私人安保公司	100	49%以下自动路径，49%-74%之间需政府审批
电信服务	电信服务		
	（包括电信基础设施提供商类别1包括电信基础设施在内的所有电信服务，包括基本网络服务、联合接入服务、统一许可（接入服务）、统一许可服务、国内及国际长途、商业V-Sat服务、公共移动无线服务（PMRTS）、全球个人移动通信服务（GMPCS）、所有类别的ISP许可等。	100	49%以下自动路径，超过49%需政府审批
贸易	现购自运（Cash & Carry）及批发贸易（包括交易所交易）	100	自动批准
	电子商务活动	100	自动批准
	单一品牌零售贸易	100	自动批准
	多品牌零售贸易	51	政府审批
	免税商店	100	自动批准
铁路基础设施	铁路基础设施的建设、运营和维护	100	自动批准
资产重组公司	资产重组公司（ARC）指根据《金融资产证券化和重组以及证券利息执行法》在印度储备银行注册的公司。	100	自动批准
私营银行部门	私营银行部门	74	49%以下自动路径，49%-74%之间需政府审批
公立银行部门	公立银行部门	20	政府审批
信用信息公司	信用信息公司（CIC）	100	自动批准

证券市场的基 础设施公司	证券市场基础设施公司，即符合印度证券交易 监管委员会（SEBI）规定的证 券交易所、商品交易所、存托机构和清算公司。	49	自动批准
保险	保险公司	49	自动批准
	包括保险经纪人、再保险经纪人、保险顾问、 公司代理人、第三方管理员、 测量员和损失评估员及其他保险中介人，根据印度保险监管发展局的通知确 定。	100	自动批准
养老金部门	养老金部门	49	自动批准
电力交易	根据《中央电力监管委员会规则》注册的电力交易所	49	自动批准
其他金融服务	受印度储备银行（RBI）、印度证券监管委员 会（SEBI）、印度保险监管发 展局（IRDA）、 养老金监管发展局（PFRDA）、国家住房银行（NHB）及 其他金融监管部门监管的金融服务	100	自动批准
医药	绿地投资	100	自动批准
	棕地投资	100	74%以下自动路 径，74%以上政 府审批

资料来源：Commin., 中国银河证券研究院

4. 印度贸易相关限制

	政策标题	发布时间	具体内容
1	为强推“印度制造”限制电脑进口	2023年8月3日	限制包括笔记本电脑和平板电脑在内的个人电脑的进口，企业需要提前申请到许可证才能豁免，预计相关措施从11月1日起正式生效。该公告通知包含在HSN（HS编码：8471）有关的笔记本电脑、平板电脑、个人电脑、一体机电脑、微型电脑等产品（Laptops、Tablets、All-in-one、Personal Computer、Ultra small form factor computers and Servers），若没有进口许可且不在豁免条件情况下不允许进口。
2	印度可能继续对轮胎进口采取限制措施	2023年7月24日	印度《金融快报》7月24日报道，自印度政府对中国产廉价子午线轮胎采取限制进口措施（2008年11月）以来，印度轮胎行业从中获益匪浅。
3	限制中国部分无人机零部件进口	2023年	禁止国内军用无人机制造商使用中国制造商出口的零部件。
4	对部分黄金首饰实施进口限制	2023年7月13日	当地时间12日，印度政府宣布对部分黄金首饰和物品实施进口限制，以减少非必需品的进口并遏制贸易逆差。报道称，在该政策生效后，进口商需获得政府许可才能进口这些黄金产品。但根据印度-阿联酋全面经济伙伴关系协定(CEPA)进口的此类产品无需许可证。印度《经济时报》援引业内人士的话报道称，实施限制是因为来自印度尼西亚的黄金制品进口量增加，其中一些制品免税，并在印度被熔化制成珠宝。
5	印度将对371种中国商品实施进口限制，强制实行BIS查验	2020年7月	据“今日印度”媒体报道，政府正在考虑对主要从中国进口的各类商品实施进口限制。根据《印度时报》发表的一份报告，玩具、钢管、钢条、消费电子产品、电信产品、重型机械、纸张、橡胶制品和玻璃等物品将于明年纳入印度的强制性标准(BIS)体系。
6	限制进口中国廉价紧固件	2023年4月3日	《印度时报》报道，印度紧固件制造商协会成立50周年纪念大会于3月18日举行，协会呼吁政府对从中国进口的产品征收反倾销税。
7	计划禁止出口锂铍铟钽等稀有金属	2023年8月29日	据印度《商业标准报》(Business Standard)报道，印度政府在考虑禁止锂、铍、铟、钽等稀有金属出口的可能性，这一战略措施旨在保障本国在重要矿产资源方面的自给自足。印度政府消息人士称，“印度政府计划禁止出口锂铍铟钽等稀有金属，因为对于能源领域以及保障国家安全和取得技术成果起着重要作用”。
8	印度限制原料药出口	2020年3月	印度对外贸易总局于2020年3月3日宣布，由于冠状病毒在全球蔓延，26种活性成分和医药产品的出口将受到严格限制，直到另行通知为止。
9	印度政府将8家中国药企列入黑名单	2018年1月11日	印度经济时报发布一篇文章称印度政府已对八家中国制药公司发出禁因通知。一个特别的印度检查组检查了这些公司被并发现向印度药企提供低质量的API。
10	印度政府降低印度制药行业的原材料和中间体对少数国家的高度进口依赖	2018年1月4日	印度政府医药部(Department of Pharmaceuticals, DoP)发布一项新的药品政策草案，主要目的是降低印度的制药行业的原材料和中间体对少数国家(如中国)的高度进口依赖。印度是全球最大的仿制药供应国，但是，用于生产药品的原料药中60%以上都是从中国等国家进口的，而关键起始物料和中间体的进口比例更高。早在2016年1月，印度政府就制定了2020年为最后期限，结束印度对中国原料药(API)的重度依赖以及扩大大宗药物生产的长远计划。
11	印度限制进口光伏产品	2022/1/19	为了鼓励印度本土光伏制造，印度新能源和可再生能源部(MNRE)继续修订其“2019年太阳能组件型号和制造商(ALMM)批准清单(强制注册要求)令”。一旦实施，对进口光伏产品将又是一记重击，而已经在印度设厂的阳光电源、上能电气等则可能从中获益。

资料来源: Commin., 中国银河证券研究院

图表目录

图 1: 印度人均 GDP 与中国存在显著差距, 增长斜率较平稳	4
图 2: 印度有望在 2020 年代成为世界第三大经济体	4
图 3: 1990-2022 年全球和印度 GDP 增速 (%)	6
图 4: 1997-2021 年印度不良贷款率 (%)	6
图 5: 印度 GDP 增速与全球重要事件 (1991-2022)	7
图 6: 印度各行业增加值占 GDP 比重 (%)	8
图 7: 中国各行业增加值占 GDP 比重 (%)	8
图 8: 中国和印度消费支出和资本形成占比 (%)	8
图 9: 中国和印度国民储蓄率 (%)	8
图 10: 印度分行业 GDP 增速 (%)	9
图 11: 中、美、印、日股市总市值/GDP	9
图 12: 印度与其他国家城镇化率对比 (%)	9
图 13: 2022 年印度各邦名义 GDP 占比	9
图 14: 印度重要的经济邦基本位于沿海地区	11
图 15: 印度商品进出口贸易长期逆差	13
图 16: 印度服务出口缓和了贸易逆差	13
图 17: 印度服务出口结构	13
图 18: 印度分部门杠杆率 (%)	14
图 19: 印度外汇储备在疫情后下行	14
图 20: 印度赤字率预计逐渐回落至疫情前水平	14
图 21: 印度利息支出占政府收入比有回落但仍处于偏高水平	14
图 22: 印度卢比兑美元处于持续贬值状态	15
图 23: 印度卢比兑欧元和人民币整体也在持续贬值	15
图 24: 印度 SENSEX30 行业构成	16
图 25: 孟买证券交易所总市值超过 4 万亿美元	16
图 26: 印度 SENSEX30 市盈率和指数	16
图 27: 印度 1 年、10 年国债收益率与基准回购利率	16
图 28: 印度名义与实际 GDP 增速 (%)	17
图 29: 印度人口结构依然十分年轻 (岁)	18
图 30: 印度劳动人口占全球比重在未来十年仍将继续上行 (%)	18
图 31: 印度制造业薪资明显低于其他国家	19
图 32: 印度劳动生产率整体较有竞争力, 但在疫情中受到冲击 (%)	19
图 33: 印度人口预测显示 2050 年前的持续增长	20
图 34: 印度劳动年龄人口长期保持扩张	20
图 35: 印度信息技术业市场规模快速扩张	21
图 36: 印度医药市场也面临扩张的需求	21
图 37: 印度 IT 出口占比将提升	21
图 38: 印度诸多行业非正规经济占比较高, 帮助形成增长底线	22
图 39: 印度就业大量分布在农业 (%)	25
图 40: 印度失业率并不算低 (%)	25
图 41: 印度劳动参与率远低于世界平均水平 (%)	25

图 42: 印度青年失业问题严重 (%)	25
图 43: 印度年轻人口中不在雇佣、教育或培训人口比例过高	26
图 45: 印度与中国铁路总里程差距明显	27
图 46: 印度航空客运与中国差距同样较大	27
图 47: 印度和中国航空货运周转量	28
图 48: 中印港口集装箱吞吐量	28
图 49: 印度和中国发电量	28
图 50: 印度和中国移动蜂窝用户数	28
图 51: 印度和中国宽带用户数	28
图 52: 印度人均碳排放量低于全球平均水平	28
图 52: 印度中央政府债务总额增速受到经济增长的限制	29
图 53: 印度财政赤字增速除逆周期阶段以外相对平稳	29
图 54: 印度 FDI 增幅相对有限	30
图 55: 印度外债规模难以大幅上升	30

表格目录

表 1: 印度各类指标显示其在制造业方面的潜在比较优势 (%)	17
表 2: 印度非正规经济吸纳了大部分就业, 弱化了经济下行期的表观就业压力	23
表 3: 中国、印度与部分国家人口年龄结构和抚养比-2020 (%)	26

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

章俊 中国银河证券首席经济学家。

高明：宏观经济分析师，宏观经济研究组组长。中国人民大学国民经济学博士，招商证券与中国人民大学联合培养应用经济学博士后。2022年11月加入中国银河证券。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，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）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐曼羚 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn