

印度，这次会不同吗？

下篇：莫迪经济学与印度新机遇



首席经济学家：章俊

分析师助理：于金潼、铁伟奥

印度，这次会不同吗？

下篇：莫迪经济学与印度新机遇

核心要点：

印度大选4月19日开启，大概率连任的莫迪希望经济增速未来可以达到8%：

印度大选于2024年4月19日至2024年6月1日举行。目前莫迪支持率大幅领先，大概率连任，巨大的优势也让他早就开始筹划下一任期的经济计划。莫迪希望新任期内印度GDP年均增长率达到8%，计划到2030年将名义GDP从目前的3.51万亿美元左右扩大到6.69万亿美元，人均收入从2,500美元左右提高到4,418美元；到印度独立100周年的2047年，GDP达到30万亿美元，成为发达国家。莫迪的愿望依然延续了此前的底色，以提升经济增速为核心，通过加强基础设施建设、发展制造业和改善营商环境形成良性循环，进而提升居民收入。基建、制造业和GDP的实际增速则是观察“莫迪经济学”成色最直观的指标。

莫迪经济学 - 从古吉拉特模型到“增长+发展+治理”：莫迪经济学的核心源自于其在古吉拉特邦执政时期形成的“增长+发展+治理”框架。其中“增长”涵盖工业化及配套、农业商业化、基础建设等多方面；“发展”指经济与社会共同发展；而“治理”则围绕莫迪作为领导人为私营投资创造良好的投资环境、提升政府效率的叙事展开。“印度制造”、百万亿卢比基建计划、生产关联激励PLI、自给自足计划和三位一体扶贫计划JAM都是其核心政策。

莫迪经济学“上半场”的成果和问题：目标宏大的莫迪经济学已经历了两个任期的考验，既有成果，也存在基建未达成目标、制造业扩张不明显、经济增长不均衡、与东南亚贸易一体化进程有限等问题。基建方面，莫迪百万亿卢比打造新印度的计划有所进展，但受限于商品贸易与财政双赤字，截至2023年仅完成了目标的一半；当然，基建带来的资本深化正为印度经济发展起到潜移默化的支持。制造业方面，莫迪“印度制造”的目标推进缓慢，制造业占经济比重边际下滑，非资源类商品出口改善有限，整体仍然受到基建不足、劳工素质偏低和本土保护主义的限制。尽管“莫迪经济学”帮助印度保持了可观的经济增速，但其发展并不均衡，除了各邦之间经济表现差异巨大外，印度的贫富差距也非常突出。最后，印度也曾经尝试加强与东盟的经济合作，不过相比东盟一体化与贸易开放的倾向，印度商品出口的弱势和偏高关税阻碍了两个经济体更深入的贸易往来。

这次有什么不一样？战略地位提升与更有针对性的产业投资：从疫情期间到俄乌冲突和发达国家通胀攀升时段，印度在赤字和通胀控制上的表现良好，和俄罗斯的贸易也使自身的能源需求得到满足，展现出基础治理能力的稳定。印度和莫迪经济学近期的主要变化为：（1）在地缘政治问题和产业链多元化进程中，印度在西方视角下战略地位显著提升；（2）投资的数量和质量较此前均有进步，更加倾向制造业与科技行业。虽然印度距离形成有竞争力的产业集群仍有显著差距，但是产业政策下的资本深化在为其提供改变老问题、优化产业结构，进而挑战经济增速上限的动力。总体上，在全球贸易转向产业链分散化和多元化、印度产业集群基础薄弱、劳工治理和资本不足问题尚未解决的情况下，我们虽然看好印度保持6%-7%的经济增速，但认为其难以复制中国加入WTO十年内超10%平均经济增长。如果“莫迪经济学3.0”可以持续增强制造业并吸引外资，那么印度增速挑战8%值得期待。

分析师

章俊

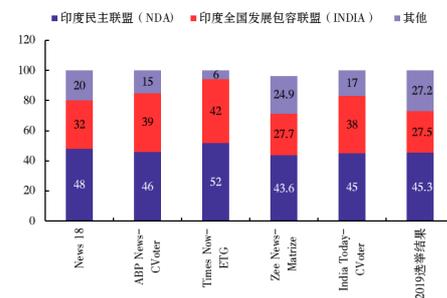
☎：010-8092 8096

✉：zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

研究助理：于金潼、铁伟奥

图：印度选举民调显示莫迪极大概率连任（%）



资料来源：Opinion polling for the 2024 Indian general election, 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

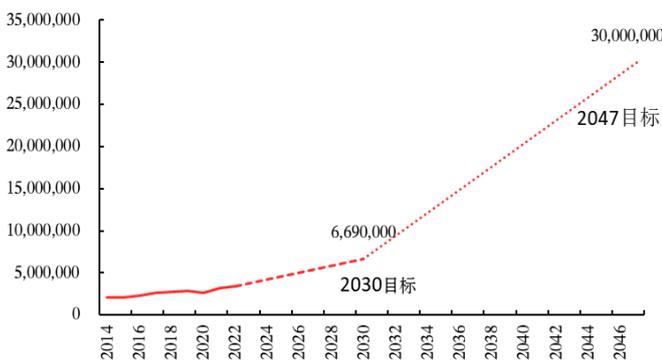
一、印度大选指南：莫迪任期“3.0”	6
（一）印度大选时间表与胜利在望的莫迪	6
（二）莫迪在为印度勾勒怎样的远景？	7
二、莫迪经济学的上半场	9
（一）从古吉拉特模型到莫迪经济学，要点是什么？	9
（二）莫迪经济学的成果和问题.....	14
三、这次的印度和莫迪经济学可能有什么不一样？	19
（一）印度在西方视角下战略位置的提升	19
（二）投资的量变与质变：更多制造业与科技领域的资金	22

在《印度，这次会不同吗？》的上篇，我们对印度的基本情况和传统优势与问题做出统计与分析：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。

随着印度大选的到来，现任总统莫迪携带其“莫迪经济学”（Modinomics）寻求第三届连任，致力于将印度实际经济增速提升至8%的水平，并使其跃升为紧随美、中之后的全球第三大经济体。印度大选于2024年4月19日正式启动，至2024年6月1日尘埃落定，目前莫迪有极大概率连任并将印度带入“莫迪经济学3.0”时代。巨大的优势下，莫迪已经开始设定经济增长目标，并对基础设施建设、现代化科技发展、社会福利、反腐和外交影响力等多方面的改善做出保证。

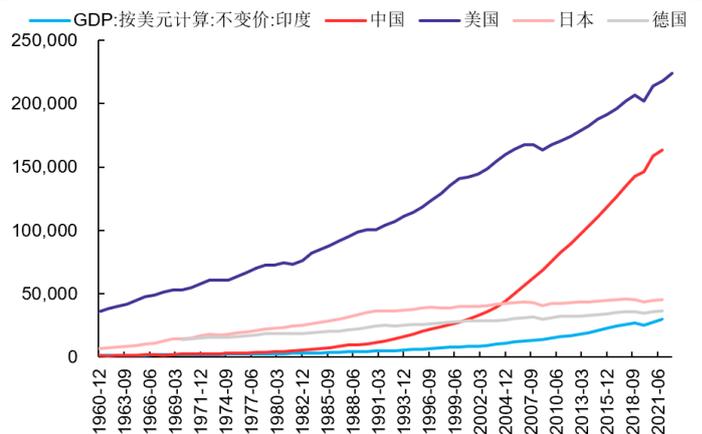
追根溯源，莫迪经济学的核心源自于其在古吉拉特邦执政时期形成的“增长+发展+治理”框架。其中“增长”的涵盖范围包括工业化及配套、农业商业化、基础设施建设等多方面；“发展”指经济与社会共同发展；而“治理”则围绕莫迪作为领导人为私营投资创造良好的投资环境、提升政府效率的叙事展开。“印度制造”、百万亿卢比基建计划、生产关联激励 PLI、自给自足计划和三位一体扶贫计划 JAM 都是其核心政策。可以说，莫迪对经济的展望依然是围绕着基建和制造业扩张的主线进行，进而带动科技与产业发展和居民财富增长。

图 1：莫迪希望 2047 年印度经济达到 30 万亿美元（万亿美元）



资料来源：Reuters，中国银河证券研究院

图 2：印度希望尽快成为世界第三大经济体（亿美元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

目标宏大的莫迪经济学已经历了两个任期的考验，既有成果，也存在基建未达成目标、制造业扩张不明显、经济增长不均衡、与东南亚贸易一体化进程有限等问题。基建方面，莫迪百万亿卢比打造新印度的计划有所进展，但受限于商品贸易与财政双赤字，截至 2023 年仅完成了目标的一半；当然，资本的深化正为印度经济发

展起到潜移默化的支持。制造业方面，莫迪“印度制造”的目标推进缓慢，制造业占经济比重边际下滑，非资源类商品出口改善有限；可以说制造业仍然受到基建不足、劳工素质偏低和本土保护主义的限制。尽管“莫迪经济学”帮助印度保持了可观的经济增速，但其发展并不均衡；亲商亲资本政策带来的副作用是，除了各邦之间经济表现差异巨大外，印度的贫富差距也非常突出。最后，印度也尝试加强与东盟的经济合作，不过相比东盟一体化与贸易开放的倾向，印度商品出口的弱势和偏高关税阻碍了两个经济体更深入的贸易合作。

虽然并不能说“莫迪经济学”对印度经济与制造业发展有颠覆性的推动，但疫情后印度的发展可能获得与以往不同的两个优势，即西方视角下战略地位的系统性提升与投资更有针对性的流向制造业和科技行业。在中美贸易摩擦的基础上，新冠疫情对全球化和产业链布局的影响系统性提升了印度对于西方主要经济体的战略意义，潜在的产业链和技术转移也更符合印度的发展规划。在逐步偏离通过东盟参加亚太经济一体化的路线并退出 RCEP 后，印度向需要进行分散化产业布局的西方大型经济体靠紧。在战略地位提升的基础上，印度投资不仅有望在数量上提升并在 2026 年达到小高峰，质量上也开始倾斜于更高附加值的制造业和科技领域。以生产链链接激励计划（PLI）为代表的产业政策针对 14 个重要行业的投资进行补贴，虽然存在审批偏慢和补贴过程较为复杂等不足，但对印度大企业的投资扩张有积极作用。投资的转变将帮助印度深化结构转变、加强私人部门投资的效率和针对性。

总体上，在全球贸易转向产业链分散化和多元化、印度产业集群和基建基础较中、韩等制造国更加薄弱、劳工治理和资本不足问题尚未解决的情况下，我们虽然看好印度保持 6%-7% 经济扩张，但认为其难以复制中国加入 WTO 十年内超 10% 平均经济增速。如果“莫迪经济学 3.0”可以持续增强制造业并吸引外资，那么印度增速挑战 8% 值得期待。

一、印度大选指南：莫迪任期“3.0”

（一）印度大选时间表与胜利在望的莫迪

印度大选于 2024 年 4 月 19 日至 2024 年 6 月 1 日举行，期间将选出印度第 18 届人民议会 543 名议员。赢得多数党的党派可以组建政府。印度宪法规定众议院议员人数上限为 552 名，但其中有为族裔保留的席位，因此最多 543 个席位是选举产生。相比很多国家在一天内完成投票和计票工作，印度大选流程要复杂得多。投票将分七个阶段进行，第一个投票日为 4 月 19 日，最后一个投票日为 6 月 1 日。全国的投票结果将于 6 月 4 日一起统计，并预计会在同一天公布。除去第一个和最后一个投票日，其他的投票日期为 4 月 26 日、5 月 7 日、5 月 13 日、5 月 20 日、5 月 25 日。有些邦将在上述的一天内完成投票，而也有些邦将分几个阶段进行投票。

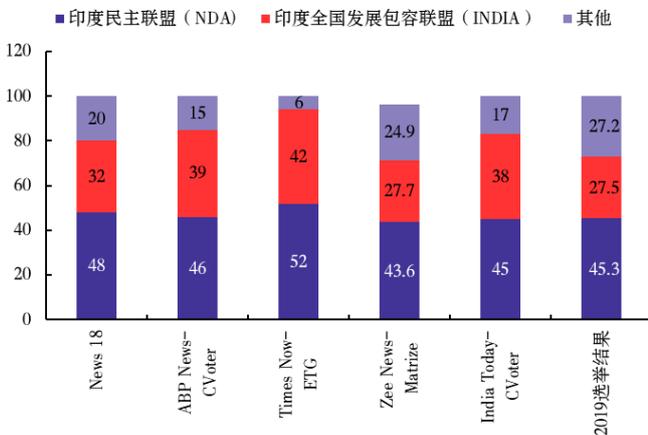
表 1：印度选举时间表

投票活动	阶段						
	1	2	3	4	5	6	7
投票日期	4月19日	4月26日	5月7日	5月13日	5月20日	5月25日	6月1日
选区数目	102	89	94	96	49	57	5
计票日期	2024年6月4日						

资料来源：印度选举委员会，中国银河证券研究院

目前莫迪支持率大幅领先。印度现任总理莫迪将竞选第三届连任。印度实行多党制，约有 2660 个注册政党，此次参加选举的政党预计也在 2400 个以上。但目前印度政局日趋两极化，出现了两个政治联盟，分别为现任执政党全国民主联盟 (NDA) 和反对党印度全国发展包容联盟 (INDIA)。NDA 由莫迪所在的印度人民党 (BJP) 领导的、为主要由中右翼到右翼组成的政治联盟。而 INDIA 是一个由最大反对党国大党组成的中左翼至左翼反对派联盟，包含社会党和印度共产党 (马克思主义) 等。目前根据民调显示，莫迪所在的 NDA 的支持率全面领先反对派 INDIA，平均支持率在 45% 左右，领先幅度达到 10 个百分点。因此本次选举大概率还是莫迪连任。

图 3：印度选举民调 (%)



资料来源：Opinion polling for the 2024 Indian general election，中国银河证券研究院

目前，莫迪所控制的 NDA 掌握 16 个邦的首席部长位置，在人民议会中有 346 个席位，占据绝对多数，也意味着其推动政治和经济日程的能力较强。2 月 5 日莫迪在议会演讲中曾表示，印度人民党要在此次大选中夺得 370 个人民院席位，而 NDA 则有望获得 400 个以上的席位。在 2019 年的选举中，印度人民党在人民院获得了 303 个席位。

表 2：莫迪领导的 NDA 目前在选举上存在显著优势，难以撼动

印度各邦	首席部长党派	隶属党派联盟	议会席位
安德拉邦	YSR 国大党	无	25
阿萨姆邦	印度人民党	NDA	14
比哈尔邦	联合政府	NDA	40
恰蒂斯加尔邦	印度人民党	NDA	11
德里	平民党	INDIA	7
果阿	印度人民党	NDA	2
古吉拉特邦	印度人民党	NDA	26
哈里亚纳邦	印度人民党	NDA	10
喜马偕尔邦	印度国大党	INDIA	4
贾坎德邦	贾坎德邦穆克蒂莫尔查	INDIA	14
卡纳塔克邦	印度国大党	INDIA	28
喀拉拉邦	印度共产党（马克思主义）	INDIA	20
中央邦	印度人民党	NDA	29
马哈拉施特拉邦	SHS	NDA	48
曼尼普尔邦	印度人民党	NDA	2
梅加拉亚邦	全国人民党	无	2
米佐拉姆邦	米佐民族阵线	无	1
那加兰邦	那加兰邦民主联盟	NDA	1
奥里萨邦	比朱·贾纳塔·达尔	无	21
本地治里	AINRC	NDA	1
旁遮普省	印度国大党	INDIA	13
拉贾斯坦邦	印度人民党	NDA	25
锡金	锡金自由党	NDA	1
泰米尔纳德邦	DKM	INDIA	39
特兰加纳	印度国大党	INDIA	17
特里普拉邦	印度人民党	NDA	2
北方邦	印度人民党	NDA	80
北阿坎德邦	印度人民党	NDA	5
西孟加拉邦	全印度特里纳莫大会党	INDIA	42

资料来源：Election Commission of India，中国银河证券研究院

（二）莫迪在为印度勾勒怎样的远景？

巨大的优势也让莫迪早开始筹划下一任期经济计划。在莫迪任期内印度 GDP 年均增长率达到 8%，也因此莫迪在选举集会上强调经济增长是最大的成就之一，并“保证”如

果他如民调预测的那样连续赢得第三个任期，印度经济将从现在的第五位跃居世界第三位。4月14日，莫迪和印度人民党为竞选发布第三任期《莫迪的保证》宣言，覆盖低收入人群、中产阶级、女性、青年人、老年人、农民、渔民、基础设施、文化、政府治理、外交等多方面。

表 3：莫迪对基建、收入改善、反腐和外交等方面都做出了保证

领域	内容
中产阶级	1. 提供负担得起的优质住房和医疗保健 2. 将印度顶级创业生态系统扩展到二三线城市，创造高价值就业机会。 3. 通过扩大 AIIMS 和 Ayushman Arogya Mandir 网络确保优质的医疗保健服务。 4. 通过引入更多的印度理工学院、印度管理学院、印度医学科学院和其他此类机构，并推出将学术与实践技能相结合的实习项目 5. 促进优质高等教育。 6. 重点关注现代道路网络，通过新时代列车和扩展网络增强铁路和地铁连通性，开发综合电动汽车充电站，建设新机场 7. 负担得起的 5G 和创新 6G 技术推进电信基础设施。 8. 开发更多公园和游乐场等绿色空间，恢复湖泊和池塘等水体，并开发其他自然空间，使城市更具适应性、可持续性和人性化。
劳工	1. 定期审查最低工资 2. 为有组织部门的工人提供保险计划以及获取这些计划的数字方式 3. 节日期间保障农民工专列 4. 为卡车司机提供更好的国家高速公路设施 5. 对于小型企业加大获得营运资金的支持 6. 小型企业经营制度将得到简化
基础设施	1. 扩大铁路网络，提高客运和货运能力 2. 重建火车站 3. 扩建地铁网络 4. 扩大农村道路连通性 5. 加强道路安全 6. 主要城市周围的环路以缓解拥堵 7. 推广电动汽车，增加充电站 8. 更多机场，扩展服务 9. 扩建水都城并建设本土航运业
国家治理	1. 继续打击腐败 2. 将统一民法典作为国家政策的指导原则 3. 制定国家诉讼政策以加快法庭案件的解决 4. 加强统计机构，推动数据驱动的决策
外交	1. 将加强印度作为全球南方国家主要代言人的地位 2. 将专注于通过继续印度的人道主义救援和救灾计划成为第一反应者 3. 致力于让印度成为联合国安理会常任理事国 4. 将继续努力凝聚全球反恐共识，打击恐怖融资 5. 将继续关注邻里优先政策 6. 将扩大印度的外交网络

资料来源：Election Commission of India，中国银河证券研究院

经济方面，3月莫迪曾召开部长会议，要求各部门起草制定百日计划和五年计划。要求到2030年将名义GDP从目前的3.51万亿美元左右扩大到6.69万亿美元，人均收入从2,500美元左右提高到4,418美元，达到莫迪宣扬的“国家发展2047”计划目标。该计划目标为到2047年，即印度独立100周年之际，印度GDP达到30万亿美元，成为发达国家。根据莫迪要求，**预计在5月百日计划和五年计划会最终敲定，我们将持续跟踪。**

基建政策上，莫迪承诺要扩大铁路网络，提高客运和货运能力，重建火车站，并开通三条新高铁线路，位于东部，北部和南部。虽然没有具体的政策计划，但我们可以通过不久前莫迪宣布的政策看到方向。此前在2月28日，莫迪在泰米尔纳德邦启动价值超过1730亿卢比的多个基础设施项目并为其奠基，该项目旨在利用印度海岸线的优势提升

贸易能力，建设印度一个绿色氢枢纽港，推出印度第一艘本土绿色氢燃料电池内河船舶。在 10 个州/联邦直辖区的 75 座灯塔中投入旅游设施。扩建周边铁路项目，以及投入四个公路项目。港口、绿色能源、铁路和交通基础设施将会是重点方向。

福利方面，印度人民党的福利计划包括：1. 让所有 70 岁以上的印度人享受现有的免费健康保险计划；2. 推动所有家庭安装管道燃气，以跟进 2016 年推出的补贴烹饪气瓶计划；3. 提高非农小微借款人的贷款上限；4. 为 3000 万贫困人口提供免费住房；5. 2029 年之前继续为 8 亿印度人提供免费谷物计划。

总体上，莫迪的愿望依然延续了此前的底色，以提升经济增速为核心，通过加强基础设施建设、发展制造业和改善营商环境形成良性循环，进而提升居民收入。而基建、制造业和 GDP 的实际增速则是观察“莫迪经济学”成色最直观的指标。

二、莫迪经济学的上半场

莫迪作为总理已经推进“莫迪经济学”两个任期，该理论从“古吉拉特模型”改进而来，以“增长+发展+治理”为核心框架，通过基建和积极吸引外部资本等方式扶持本土制造业并推动经济发展。“印度制造”、百万亿卢比基建计划、生产关联激励 PLI、自给自足计划和三位一体扶贫计划 JAM 都是其核心政策。从成果来看，莫迪政府在过去两个任期内的确进一步拓展了印度铁路、公路、港口等交通设施的建设与服务效率，也成功使印度维持了 6%-7% 的经济增长。当然，“莫迪经济学”也仍然受制于财政和其他资金不足的限制，其基建并未达到 2019 年时提出的目标；同时，在基建仍然不足的情况下，印度的制造业发展程度有限，服务业依然占据主导地位，贫富差距也进一步扩大，经济结构的调整依然任重道远。

（一）从古吉拉特模型到莫迪经济学，要点是什么？

1. 古吉拉特模型的成绩

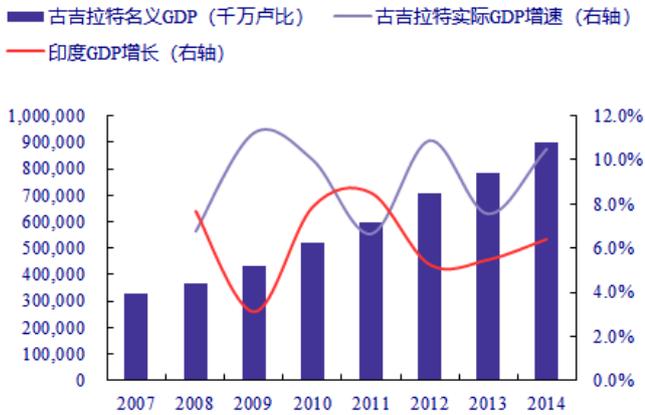
莫迪在 2001 年至 2014 年担任古吉拉特邦首席部长，而他在古吉拉特邦创造的经济成绩也被称为“古吉拉特模式”。在莫迪领导下，古吉拉特邦在 2007 年至 2014 年期间的平均名义 GDP 增长率达到 15%，实际 GDP 增长率为 9%，远超印度全国同期的 6%。同时，失业率也大幅低于印度全国水平。莫迪在 2001 年接任时，古吉拉特邦的失业率为 4.55%，而全国失业率为 8%。到 2011 年，古吉拉特邦的失业率仅为 1.2%，对应全国失业率依然高达 8.2%。

“古吉拉特模式”由三个主要组成部分组成：**投资基础设施；改善政府治理；对企业部门提供大量投资激励和补贴**（以吸引投资，并尽可能满足企业需求）。首先，基础设施建设方面，莫迪重点关注道路、机场和电力的建设。并在任期内帮助古吉拉特邦实现了“村村通”，确保了所有农村地区都有了道路交通的便利^①。第二，莫

^① 姚玮洁：“古吉拉特模式”的印度期待

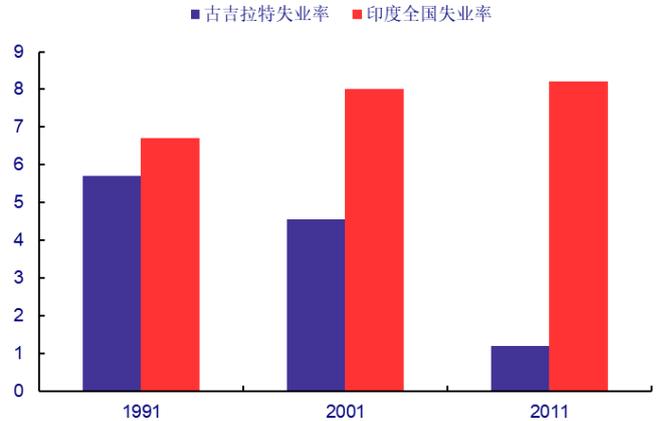
迪的竞选口号“最小化政府、最大化治理”充分体现了其对政治治理的理念。具体来说，莫迪政府利用科技手段推动电子政务，从而提升政府管理的范围和效率。同时，他推动权力下放，打破政府各部门之间的壁垒，以进一步提高政府的运作效率。第三，莫迪在古吉拉特邦执政时鼓励大型企业和资本在古吉拉特邦投资。政府提供了资本、利息、基础设施等多方面的补贴，包括土地、供水和自然资源等，以及免除对工业企业的污染许可手续等便利措施。当企业想购买来自普通牧场、指定保护区、国家公园和灌溉肥沃的土地时，价格从每英亩 1 卢比起步^②。企业的投资规模越大，获得的补贴比例也越高。税率和补贴方面则根据具体企业的情况进行分别评估。例如，塔塔汽车公司的塔塔-Nano 项目获得了高达 3000 亿卢比的补贴。

图 4：古吉拉特在莫迪治理下增速明显高于印度整体



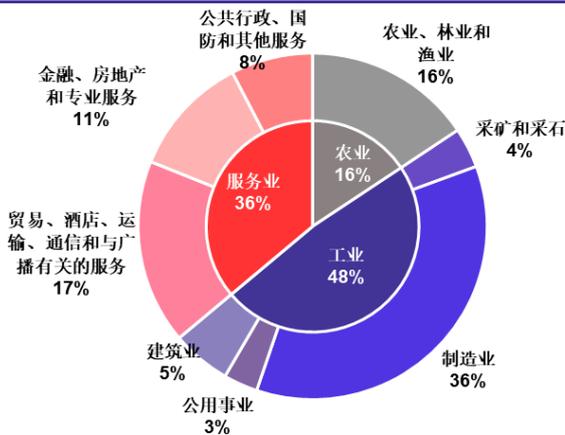
资料来源：Socio-Economic Review, World Bank, 中国银河证券研究院

图 5：古吉拉特的就业情况也明显更好 (%)



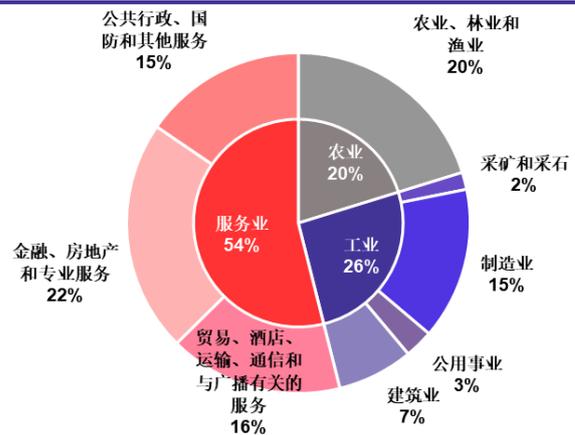
资料来源：Economic growth: story of Gujarat since 1960, what next?, 中国银河证券研究院

图 6：古吉拉特的工业占比较高



资料来源：Statistics Times, 中国银河证券研究院

图 7：印度经济仍以服务业为主，制造业偏弱



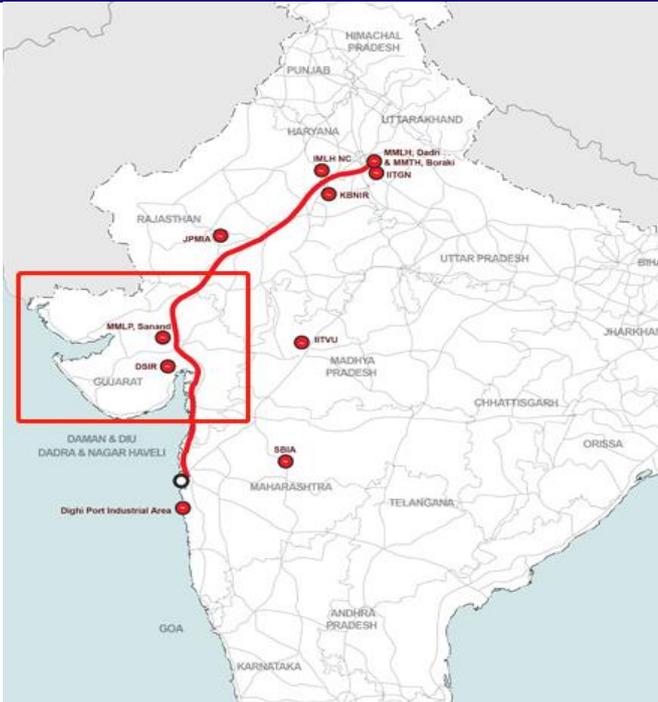
资料来源：Statistics Times, 中国银河证券研究院

在吸引国内和外国投资方面，“古吉拉特模式”侧重于吸引在制造业、石化和纺织业等领域的投资，造就了古吉拉特区别于印度全国的经济结构。印度全国是以

^② The Wire: The Truth Behind the Gujarat Growth Model

发展第三产业为主，而古吉拉特的第一大产业是工业，占比 48%，服务业占比为 36%。当然，古吉拉特可以大力发展制造业不单是莫迪的理念造就的，地理位置的优越使它具备了发展制造业的天然条件，德里-孟买工业走廊和“专用货运走廊”横穿古吉拉特邦，为货物运输和物流提供了高效便捷的基础设施。

图 8：德里-孟买工业走廊示意图，红框为古吉拉特邦区域



资料来源：印度国家工业走廊发展有限公司，中国银河证券研究院

2. 莫迪经济学的要点：“增长+发展+治理”下的印度制造与基建

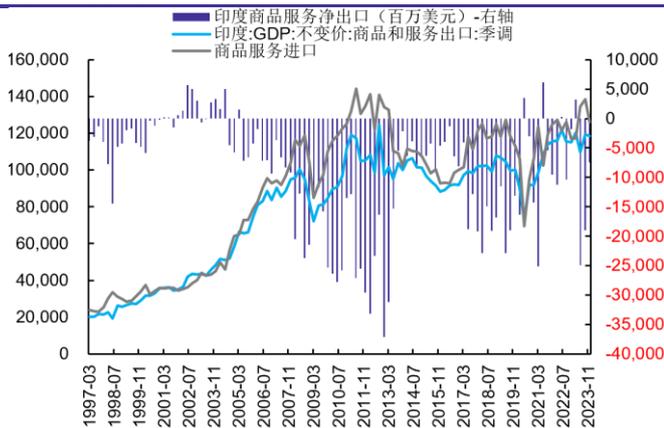
2014 年，莫迪凭借个人之前在古吉拉特邦主政所带来的成功和“最小化政府，最大化治理”的宣传成功赢得大选并入驻印度中央。他的经济顾问迪哥把莫迪沿用的古吉拉特邦模式，概括为增长、发展、治理三条并行的故事线，而“古吉拉特模式”也转变为了“莫迪经济学”。其中“增长”具有极大包容性，其涵盖范围包括工业化以及配套发展，农业商业化，基础设施建设提升等多方位经济增长；“发展”则既包括经济发展，也覆盖社会发展；“治理”则围绕莫迪作为“一个有魄力的领导人”，为私营投资创造良好的投资环境且提升了政府支出的效率。迪哥认为正是这三条故事线的汇聚使得古吉拉特邦年均经济增长超过 10%。

随着莫迪的上任，印度正式进入莫迪经济学 1.0，以改善营商环境，吸引外资作为发展经济的核心。2014 年开始，印度开始推进对外开放，逐步取消外资持股限制，部分行业如军工，医药由原先的外资占比 49%放松到 100%。莫迪加大外交力度，积极招商引资，吸引外资。他希望大量资金的流入可以使得众多行业快速发展，打造完整的制造业产业链和供应链。我国手机厂商也在这一年大力进入印度市场，并开

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。

启了一段长达五年的蜜月期，2014 年印度智能手机出货量只有 0.8 亿台，2019 年五年过后增长至 1.5 亿台，印度成为全球第二大手机市场，小米、华为、OPPO 等也分别在印度设立组装厂。从 2014 年起，印度的外商直接投资净流入保持着快速上涨的趋势，但很快又快速回落。其中的原因之一就是印度各邦之间的保护主义并未根除，对外资的进入设下壁垒；直到 2017 年 GST 新税制（商品和服务税）的实行，印度建立了一个统一税制的市场，才使外资进一步涌入。

图 9：印度净出口改善并不明显



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 10：印度经济总量的排名不断提升

	世界经济体GDP排名					
	2003	2008	2013	2018	2019	2023
美国	1	1	1	1	1	1
中国	6	3	2	2	2	2
德国	3	4	4	4	4	3
日本	2	2	3	3	3	4
印度	12	12	10	7	5	5
英国	4	5	6	5	7	6
法国	5	6	5	6	6	7
巴西	14	9	7	9	9	8
加拿大	9	11	11	10	10	9
意大利	7	7	9	8	8	10

资料来源：CEOWorld，中国银河证券研究院

政策方面，莫迪经济学 1.0 以扶持印度本土制造业和解放贫困人口的生产力为抓手，由两个支柱构成，即“印度制造”增长策略及“JAM 三位一体”扶贫计划（Jan Dhan Yojana/公众储蓄户口计划，Aadhaar/身份识别码，及 Mobile/手机号）。首先“印度制造”期望通过国际竞争力的提高和劳动密集型企业来创造就业机会，解决年轻人就业问题。同时，该计划也希望通过经济和社会发展形成涓滴效应，最终实现缩小城乡之间距离的目标。其次，相较于传统的扶贫方式，莫迪政府提出了“JAM 三位一体扶贫计划”，通过使用电子科技，有针对性的为贫困家庭提供福利资助。该政策对底层的贫困人群带来了一定的生活保障，但无法对于缩短贫富差距起到积极的效果，赤贫百姓的后续发展依然需要完全依赖个人能力。莫迪“重经济，促改革”的新政使印度经济保持着较高的增长速度，显现出较强的经济增长内生动力，使 GDP 总量稳步提升至世界前列。印度的 GDP 总量排名从 2013 的第十名进入 2019 年的第五名。同样，国内迅速发展的制造业也为印度的出口起了一定的支持作用，在莫迪经济学 1.0 期的前期进一步缓解了贸易差额。从 2014 年到 2016 年间，贸易差额有所缩小，尽管这种改善并未能持续。

莫迪经济学 1.0 时期政府所倡导的基建计划也是推动经济发展的重要因素。莫迪政府积极开拓以社会资本与政府资本相结合的 PPP 模式来吸引私营部门和外资的大量投资。从 2014 至 2018 年间，莫迪政府一边大力修建公路设施，一边打破政府垄断铁路运输的限制，使得民企及个人可以参与到修建铁路过程中来积极增加铁路建设。2016 年，印度首班准高速列车，时速 160 公里的加迪曼快车投入运营，联通德里和阿格拉。2017 年 3 月，印度铁路公司下辖铁路网路轨总长达到 121407 公里，线路总长 67368 公里。莫迪也希望提升铁路现代化程度，目前印度大部分宽轨铁路

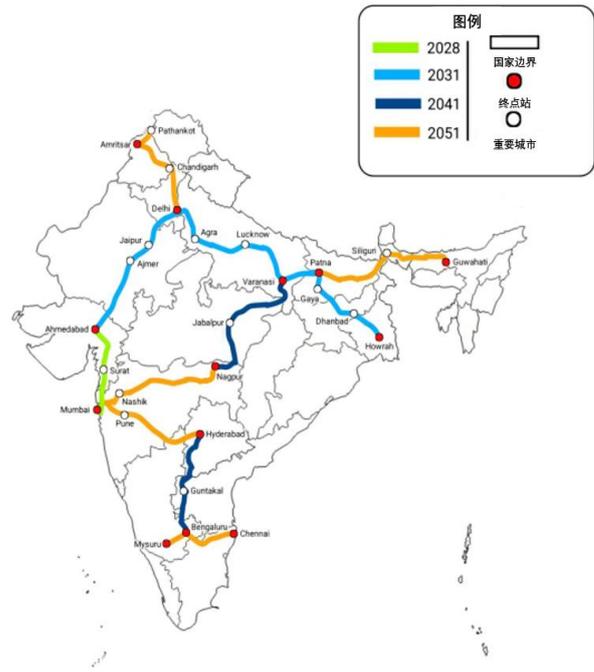
已使用长焊轨及预应力混凝土轨枕，48%的铁路轨道实现电气化。同时，政府也积极支持非生产性的基建项目，如医院、学校等公共设施，加强教育和科研。2014-15 至 2020-21 学年，平均每年新增 59 所高校。国家重要性研究所(INIs)数量翻了一倍，从 2014-15 年度的 75 个增加到 2020-21 年度的 149 个。

图 11: 印度轨道交通网络



资料来源: PlaneMad, 中国银河证券研究院

图 12: 印度高铁建造计划



资料来源: High-speed rail alliance, 中国银河证券研究院

2019 年莫迪再度当选，莫迪经济学正式步入 2.0 时期。莫迪宣称将进一步从经济，科技，社会的多个维度为印度带来变革。经济方面，莫迪政府坚持以“Made in India”作为要点，推广印度制造，关注中小微和初创企业并重点推动科技等行业的发展。提出了生产关联激励 PLI (Production Linked Incentives) 竞争政策和“印度自给自足”(Atmanirbhar Bharat) 保护政策来激励制造业的发展。PLI 通过提供一系列财政激励支持产业发展，其政策涵盖的 13-14 个产业多与现代制造业相关。政府希望用 PLI 来促进国内制造业进步，吸引更多高科技领域的投资计划，推动本土制造发展。自给自足计划则以稳定内需、扩充产能为目标，计划通过建设完备的本土供应链和产业链推动印度成为世界经济强国。自给自足计划主要有四个举措，一是为中小微企业部门提供政策扶持，二是就业压力之下放宽劳工规定，三是鼓励出口并限制进口的本国产业保护，四是加快吸引投资。

莫迪经济学 2.0 再度强调基建是经济发展的核心，要推进生产和非生产基础设施建设。莫迪在 2019 提出 100 万亿卢比基建计划，持续对铁路，交通，运输通道和其他基础设施进行进一步建设。不仅生产部门会进行升级以提高运作效率，非生产性领域也有进一步改善，例如建设互联网教育帮助印度农民线上学习。其他方面的举措还包括建设保障房项目 (Pradhan Mantri Awas Yojana-Urban)、推动建设新国家

教育框架、通过职业培训计划（Pradhan Mantri Kaushal Vikas Yojana）为国家重点培育科技人才等等。在科技金融领域，莫迪政府意图打造数字印度，用数字化方式推动经济效率性，通过“废钞令”迫使群众在银行开户，鼓励线上支付；同时，对于特定个体（从银行取出超一亿卢比）征收预扣税款的 2% 的现金使用税以及为店家免费安装来推广移动支付，帮助政府加强税收管理。

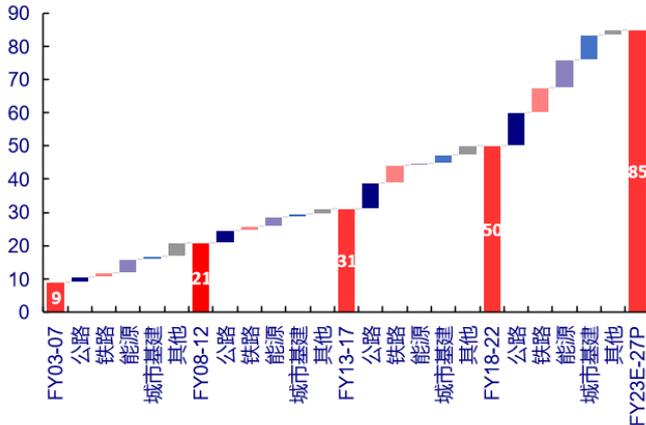
（二）莫迪经济学的成果和问题

1. 基建有明显进展，但增长仍不及宏伟愿景

基建方面，莫迪政府取得一定进展但并未达成目标，计划部分受制于财政困境。莫迪在 2019 年宣布将启动 100 万亿卢比（约合 2019 年的 1.4 万亿美元）的基础设施建设计划，称为“基础设施管道（National Infrastructure Pipeline, NIP）”，包括近 5800 个项目，实际总额 111 万亿卢比。根据标普估算，截至 2023 年，NIP 总共达到了目标额的 44%，50 万亿卢比左右，尚未达成目标，但预计在 2024-2025 财年继续完成 31%，届时投资总额将达到原计划的 75% 左右。分行业来看，政府参与的项目拥有较高完成度，其中铁路工程完成 61%，公路工程完成率为 55%，但灌溉和城市基础设施等民间投资参与的项目落后于 NIP 总体完成额。在绿色能源建设上，印度提出 2047 年实现能源自主，2070 年碳中和，并提出 2030 年实现 450 吉瓦的可再生能源发展目标，截至 2020 年已经完成 135 吉瓦，达到目标的 33%。总的来说，NIP 确实激励了印度的基建速度，2018-2022 财年比 2013-2017 财年在基础设施上的投资增加了 61%，但除铁路和公路外，其他基建项目依然未达到预期。

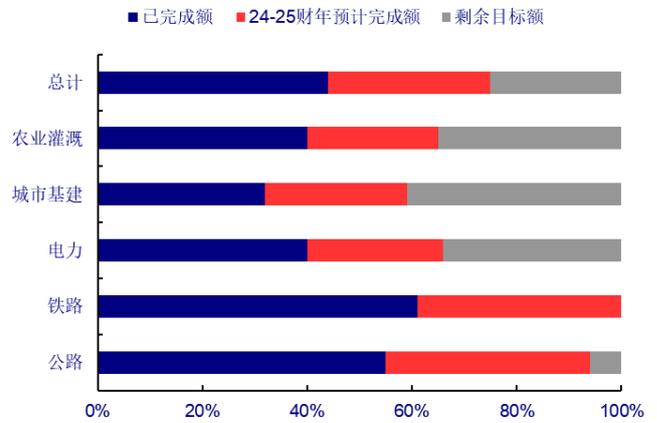
尽管目标未达成，但逐步的资本深化正发挥潜移默化的作用。目前印度物流成本约占 GDP 的 14%，但政府旨在通过基础设施发展和流程改革将其降至高个位数水平（约占 GDP 的 8%），与发达国家保持一致。以港口为例，印度的港口周转时间从 2009 年的 4.63 天下降到 2019 年的 2.12 天，虽然与全球平均水平相比仍然偏高。印度在物流绩效指数的“贸易和运输相关基础设施质量”中获得 3.2 分，略低于中国的 4 分（满分 5 分）。

图 13: 印度基建计划投资情况 (万亿卢比)



资料来源: S&P, 中国银河证券研究院

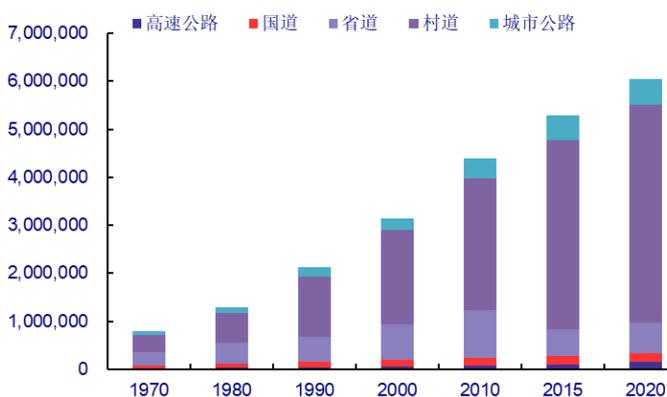
图 14: 印度基建计划完成情况



资料来源: S&P, 中国银河证券研究院

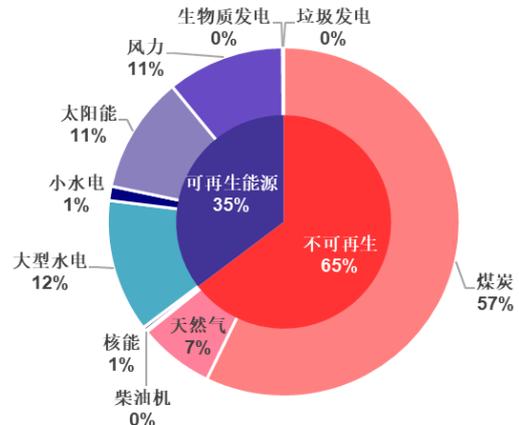
制约印度大力投资基础设施的根本是资本不足。111 万亿卢比的投资金额比印度政府过去 10 年的投资规模还要大。2008 至 2017 年, 印度政府在基建方面的投资只有 1.1 万亿美元^③。2020 至 2021 财年, 疫情冲击下的印度政府公共债务大幅抬升, 财政赤字率由计划的 3.3% 大幅扩张至 7.3%, 政府部门的公共债务占 GDP 的比重由此前数年平均 70% 的水平大幅抬升至 88.53%。财政方面的困难限制了印度政府扩大对基础设施投资的空间, 只能寻求吸引民间投资和外资, 但如前所述, 民间投资项目的完成情况并不及预期。2021 年印度财政支出中, 服务于教育、医疗、能源、交通运输以及农村和城市发展的总支出为 8.8 万亿卢比, 占印度目前的财政的 22%, 其中交通运输为 3.3 万亿卢比, 这个数字仅达到交通运输部对于公路建设的目标, 但距离包含公路、铁路等广义交通运输的投资计划还有很大距离。同时印度的公路建设中, 占比最大的是农村道路, 占比高达 72%。高速公路、国道和省道等承担重要运输任务的公路仅占 15.6%, 总长度为 96 万公里。

图 15: 印度公路建设情况 (万亿卢比)



资料来源: 印度道路运输和公路部, 中国银河证券研究院

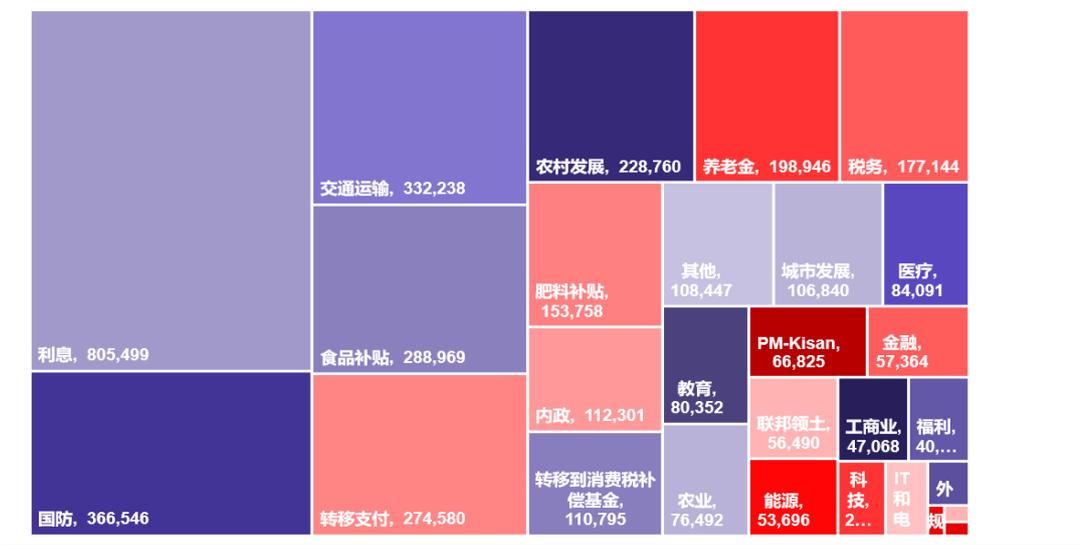
图 16: 印度发电能源构成



资料来源: 印度新能源和可再生能源部, 中国银河证券研究院

③ 商务部国际司: 印度百万亿卢比基建计划难过财政关
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 17: 印度 2021 财年财政支出结构 (千万卢比)

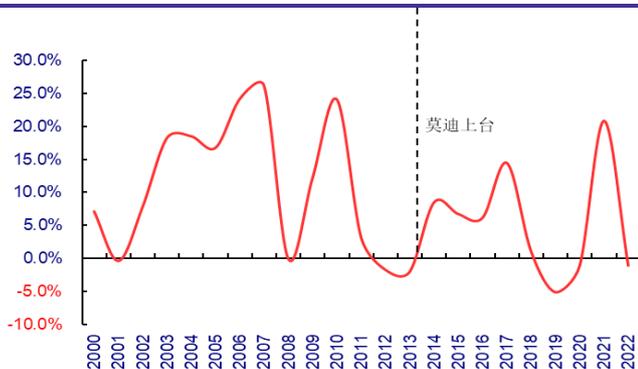


资料来源: Union Budget, 中国银河证券研究院

2. 制造业扩张不明显, 仍受限于基建、保护主义和劳工素质

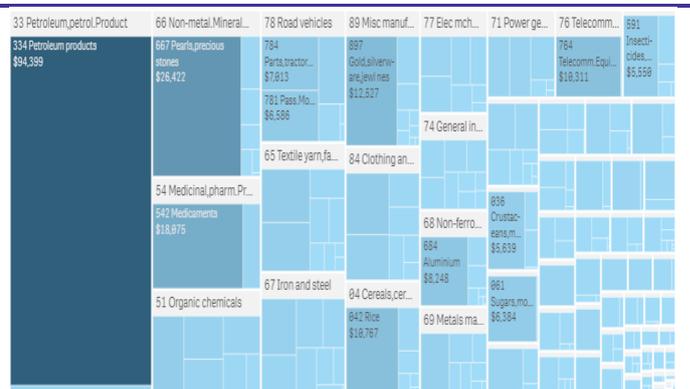
目前来看, 莫迪推动下的制造业进展尚不十分明显, 服务业继续扩大规模。2014 年莫迪提出的“印度制造 (Made in India)”计划有三个关键目标: 首先, 制造业年均产值增长 12-14%。其次, 到 2022 年, 新增 1 亿个制造业工作岗位。第三, 到 2020 年, 确保制造业对国内生产总值 (GDP) 的贡献率达到 25% (后推迟至 2025 年)。那么, 截至目前莫迪的目标实现到了什么程度? 第一, 2014 年到 2022 年间, 印度制造业增加值年增长率平均为 6%, 只有 2017 年和受低基数影响的 2021 年达到了 14% 和 21%, 其他年份均低于 10%。其次, 制造业等二产占 GDP 的比重持续下滑, 仅在 2015 年短暂抬升至 15%。从出口货物类别来看, 印度出口最多的是油气产品、采矿和医药产品, 制造业的产品出口也未经历大幅扩张。从制造业增长的角度来看, 莫迪在“印度制造”方面的进展远不及预期。

图 18: 印度工业增加值增速并未明显改善



资料来源: World Bank, 中国银河证券研究院

图 19: 印度出口仍以资源品和医药等为主



资料来源: UN Comtrade, 中国银河证券研究院

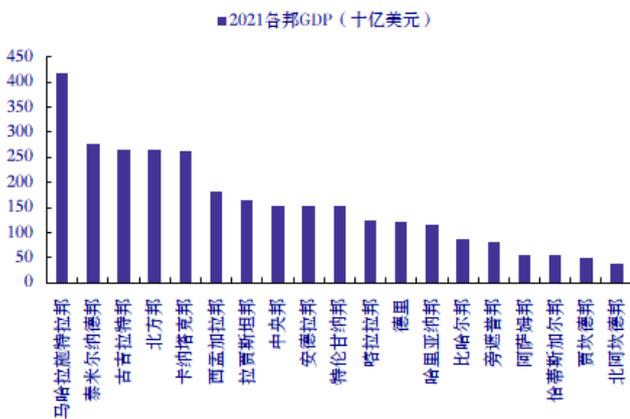
印度制造业发展受挫主要受制于基建不足、本土保护主义以及劳工效率不高。

首先，前文已提到印度在基建方面并没有达到目标，为制造业打造的基础设施环境仍然不足，也不利于产业集群的形成。根据 World Bank 物流表现指数，印度 2022 年仅得分 3.2（满分 5，我国评分 4，德国 4.3）。其次，保护主义也是制约印度制造业难以扩大一个原因，其吸引外资再进行扣押也屡有前科。2007 年印度曾扣押沃达丰 30 亿美元，直到 2020 年海牙仲裁法庭判定沃达丰胜诉才开始退款；中国手机厂商也在近年遭到围剿。虽然 2014 年莫迪上台后，我国手机厂商与印度开启了五年蜜月期，但进入莫迪 2.0 时期，情况急转直下：印度一方面提升进口手机零部件关税最高达到 20%，另一方面通过“生产关联激励计划”（PLI）为印度本土化最高的前五家手机企业提供补贴。2022 年，印度开始对手机厂商进行税收围剿，冻结小米 555 亿卢比，封锁 VIVO119 个银行账户并冻结 3.9 亿人民币资产，指控 OPPO 逃税 37 亿人民币。2023 年更是要求智能手机厂商与印度资本合资且印度资本持股达到 51%，CEO、CFO 和 COO 由印度人担任，并雇佣印度本地分销商。**这些保护主义措施都是外资长期进入前需要评估的风险因素。**最后，劳工素质也限制了印度制造业发展，高等教育覆盖范围和识字率比例偏低，不利于劳动生产率进步。

3. 经济增速保持，但财富分配不均衡

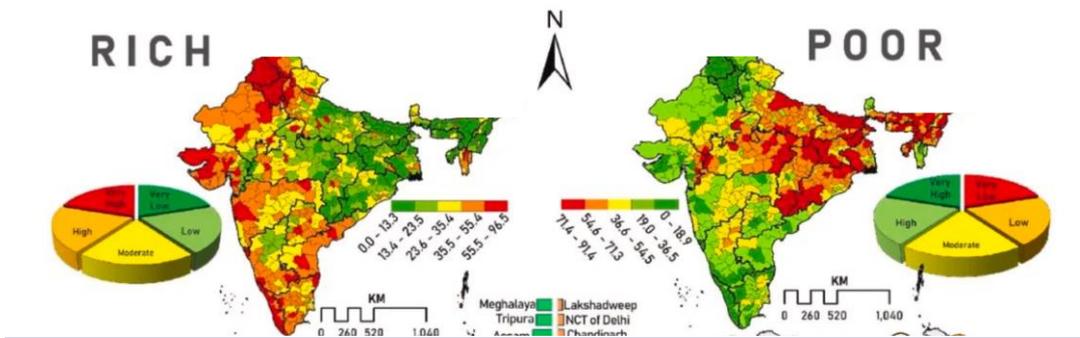
莫迪经济学为印度整体带来了高 GDP 增长，但地区发展差异也大。由于莫迪经济学是由古吉拉特邦模式演变而来，它存在着地域应用的局限性和福利倾向的不平等性；其对于印度不同地区，不同人群，不同企业带来的收入提升是不均衡的。2019 年时排名第一的马哈拉施特拉邦的 GDP 产出为 3999.2 亿美元，但从阿萨姆邦往下的 16 个地区的 GDP 产出都是少于 500 亿美元，从特里布拉邦往下的 9 个地区的 GDP 产出都低于 80 亿美元。同时身处于不同邦的印度人民的人均 GDP 也存在较大差异。处于果阿的人均 GDP 高达 7000 美元，而比哈尔邦的人均 GDP 不足 1000 美元。根据贫富级别的五分位地图显示，大多数印度富人位于西部和南部，贫困家庭在中北部、东部和东北部地区更加集中和普遍。

图 20：印度各邦 GDP 总量差异明显



在亲商亲资本的策略，以及减少福利开支的政策倾向下，印度的贫富差距愈发严重。根据 Oxfam 的数据里，印度前 10% 的人口占据整个国家 77% 的财富。亿万富翁的数量从 2000 年的 9 位增加到 2017 年的 101 位。在 2018 年到 2022 年间，更是保持着每天增加 70 位百万富翁的速度。在莫迪上任后，寡头企业的进一步扩张也是贫富差距扩大的重要原因。在为印度经济的快速增长带来强力支撑的同时，大企业也迅速挤压了中小微企业的生存空间。印度的六大财阀控制着印度 25% 的港口、45% 的水泥生产、1/3 的钢铁产业、近 60% 的电信用户和 45% 以上的煤炭进口。在 2022 财年，最大的 20 家企业更创造了全印度企业 80% 的利润。它们为国家带来大量 GDP 增长，政府为其大开“方便”之门。其中由阿达尼集团、信实集团、塔塔集团、贝拉集团和巴蒂电信组成的五大集团对印度经济举足轻重，它们在零售、资源和电信部门拥有着定价权，使得普通印度人难以享受到国家发展带来的红利。

图 22：印度贫富分布地图（左边为富裕程度，红色为集中；右边为贫穷程度，绿色为集中）



资料来源：The rich-poor divide - Roy et al., 中国银河证券研究院

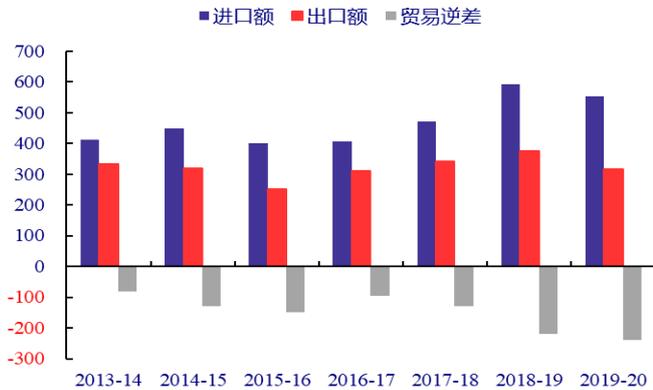
4. 与东南亚一体化程度改善但依旧较低，贸易不够顺畅

外交和外贸方面，印度的政策在莫迪任期经历了从“东看”政策到“东进”政策，再到“西倾”政策，其保护主义政策与东盟内部的开放与一体化建设背离。20 世纪 90 年初，苏联的解体导致印度失去了重大经济来源，并因此爆发的“双赤字”危机使经济面临严重问题。外贸上，印度政府意识到与东盟融合不仅可以使印度融入亚太经济圈和世界市场，同时还可以缓和与周边亚洲国家以及美国的关系，因此推出了“东看”政策来加强与东盟国家的联系和推进贸易合作。2012 年 12 月，印度与东盟关系升级为“战略伙伴关系”。2014 年，莫迪在第 12 届印度—东盟峰会上宣布升级“东看”为“东进”政策，赋予印度—东盟战略伙伴关系最高优先权。

然而印度经济问题并没有完全因为印度与东盟的靠拢而得到解决，反而围绕贸易逆差产生新的担忧。印度曾期望通过东盟成功打入全球市场，但是由于内生动力不足，印度与东盟的合作贸易收益甚微。从规模上看，印度与东盟贸易总量小，增长缓慢。2011 年印度与东盟货物贸易额为 742.3 亿美元，仅占东盟对外货物贸易总量的 3%；2019 年时这两个数字为 771 亿美元和 0.27%，占比反而下滑。与此同时，对东盟的贸易逆差则上升迅速，从 2013-2014 财年的 81.4 亿美元到 2019-2020 财年

的 238.2 亿美元，速度甚至高于贸易增速。逆差使得印度强烈不满，因此其逐渐背离“以东盟为中心”的原则，开始倒向美国主张的“印太战略”，期望融入西方来销售自身商品。

图 23：印度与东盟贸易情况（亿美元）



资料来源：印度商工部，中国银河证券研究院

印度与东盟发展思路的不契合是导致印度“西倾”的重要原因。东盟是亚洲区域一体化的代表，主张开放。对外，东盟国家利用大量自然资源和廉价劳动力作为优势，实施出口导向型发展战略，来充分融入世界经济；对内，东盟在内部推进市场开放和一体化建设，改善区内市场环境，增加对外部资源投入的吸引力。印度与之不同，其独立自主的理念以及民族情绪短期还不易改变。在面对 RCEP 的问题上，印度更与东盟持相反意见，莫迪政府认为 RCEP 会使国内市场门户大开，国外产品的涌入会严重影响本国产品，损害本国产业和贸易商的利益，对“印度制造”的国策带来损害。印度最终退出 RCEP 谈判，主动提高关税对东盟产品设障。

三、这次的印度和莫迪经济学可能有什么不一样？

尽管莫迪经济学和印度产业政策在落实过程中遇到了诸多困难，但也有不俗的成果。从疫情期间到俄乌冲突以及发达国家通胀攀升时段，印度在赤字和通胀控制上的表现较为优异，和俄罗斯的贸易也使自身的能源需求得到满足，展现出基础治理能力的稳定。在疫情和俄乌冲突爆发后，印度在西方视角下战略地位提升，同时投资的数量和质量较此前均有进步，更加倾向制造业与科技行业。虽然印度距离形成有竞争力的产业集群仍有显著差距，但是资本的逐渐深化在为其提供改变老问题、优化产业结构，进而挑战经济增速上限的动力。总体上，在全球贸易转向产业链分散化和多元化、印度产业集群基础薄弱、劳工治理和资本不足问题尚未解决的情况下，我们虽然看好印度保持 6%-7% 经济扩张，但认为其难以复制中国加入 WTO 十年内超 10% 平均经济增速。如果“莫迪经济学 3.0”可以持续增强制造业并吸引外资，那么印度增速挑战 8% 值得期待。

（一）印度在西方视角下战略位置的提升

在中美贸易摩擦的基础上，新冠疫情对全球化和产业链布局的影响系统性提升

了印度对于西方主要经济体的战略意义，潜在的产业链和技术转移也更符合自身的发展规划。美、欧、日等均希望与印度在产业链和贸易方面加强合作。

在逐步偏离通过东盟参加亚太经济一体化，选择退出 RCEP 后，印度转向靠紧西方大型经济体。2021 年印度重新开始大规模谈判和签署自由贸易协定：2020 年 11 月 15 日，印度退出 RCEP 谈判，随即在 2021 年 4 月 1 日与毛里求斯（避税国）达成协议，标志着印度签订自贸协议热潮开始。其后，印度分别与阿联酋、澳大利亚签署自贸协议，并开启与英国、加拿大和欧盟的自贸谈判。2021 年 9 月 24 日，美日印澳“四国机制”（QUAD）在华盛顿举行首次线下峰会。2022 年 5 月 23 日美国总统拜登宣布正式启动“印太经济框架”（IPEF），印度为创始成员国之一。2023 年 6 月 22 日，莫迪对美进行首次国事访问。印度以积极的态度与西方国家谈判，以期望为印度大力吸引投资，并与日本、澳大利亚达成“供应链弹性倡议”。相比身处东盟，在印太战略中，印度拥有核心国家的地位以及美国提供的诸多便利，更有利其谋求成为全球“领导性力量”的战略目标，且印太战略可能带来更的大量美欧日科技资源和资本来推进本国经济发展，符合莫迪政府对经济发展的新定位。

表 4：印度新一轮外贸谈判和协议汇总

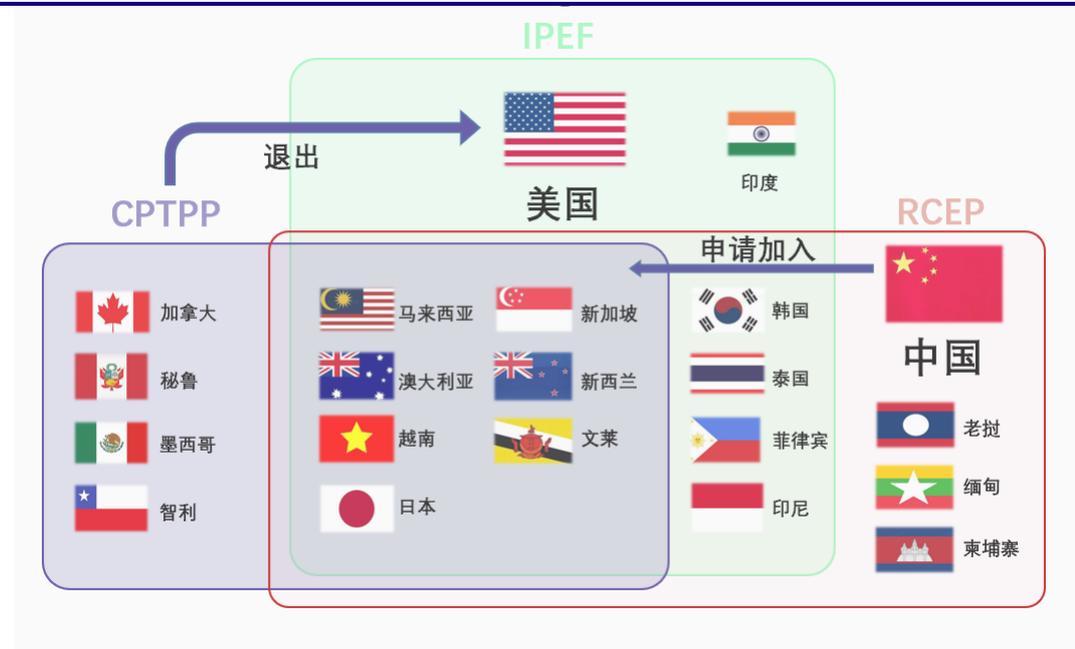
签署/启动时间	国家/地区	协议名称	状态
2021/4/1	毛里求斯	印度毛里求斯全面经济合作与伙伴关系协定	已签署
2021/9/24	美国，日本，印度，澳大利亚	美日印澳“四国机制”QUAD	启动中
2022/1/13	英国	印度英国自由贸易协定	谈判中
2022/3/1	阿拉伯联合酋长国	印度阿联酋全面经济伙伴关系协定	已签署
2022/3/12	加拿大	印度加拿大自由贸易协定	谈判中
2022/4/2	澳大利亚	澳大利亚-印度全面经济合作协定	已签署
2022/5/23	美国，日本，印度，澳大利亚、韩国、斐济、新西兰、文莱、印尼、马来西亚、菲律宾、新加坡、泰国、越南	印度-太平洋经济框架 IPEF	谈判中 (IPEF 供应链协定 2024-02 生效)
2022/6/19	欧盟	印度欧盟自由贸易协议	重启谈判

资料来源：印度商工部、美国商务部，中国银河证券研究院

西方国家对于印度战略意义的肯定从四国机制（QUAD）和印太战略中可见一斑。QUAD 更多反映印度对西方在政治与军事方面的重要性。QUAD 的第一个特征是长效化：包括四边安全对话、年度部长级对话等常规长效的沟通交流。其第二个特征是多边化与扩张：美日印澳现已召开多个“2+2”外长防长会议、美日澳防长三边会议和美日印澳外长四边会议，未来还可能出现“4+4”美日印澳外长防长会议。QUAD 不仅呈现扩容趋势，还将更广泛的安全议题纳入到机制会谈之中，并还尝试拉拢“印太”地区的其他国家加入该机制下的议题合作之中。其第三个特征是演习规模的升级：自 2021 开始，美国、日本、印度和澳大利亚以双边、三边、四边等多

种形式在“印太”地区开展联合训练和演习。这充分表明美日印澳在“印太”区域内的合作明显加强。

图 24：印度为 IPEF 的重要参与者



资料来源：各组织成员国，中国银河证券研究院

如果说 QUAD 表明西方国家大力认可印度的政治重要性，那么印太战略和印太经济框架（IPEF）等政策与协定则为印度的经贸发展打下基础并留出想象空间。2022 年 5 月，美国启动“印太经济框架”（IPEF）倡议，该框架被视为美国 2017 年退出《跨太平洋伙伴关系协定》（TPP）以来，加强与地区国家经济联系的最重要举措之一。美国国务院表示，印度与美国在“印太经济框架”上密切合作，有利于推动两国经济更加紧密相连、更具弹性、更清洁和更公平。同年 7 月，美国主导召开“供应链部长级论坛”，与印度、英国、欧盟等伙伴合作以“减少对供应链的破坏与干扰，增强供应链韧性”，密切供应链合作。

与之类似，印度也与欧盟启动了新的互联互通伙伴关系。2021 年 5 月，印欧宣布建立欧盟-印度互联互通伙伴关系，承诺联手促进透明、可行、包容、可持续、全面、基于规则的互联互通建设方式，决定建立“可持续和全面的互联互通伙伴关系”。在该伙伴关系框架下，印度和欧盟将关注互联互通项目的社会、经济、财政、气候和环境的可持续性。2021 年 12 月，欧盟出台“全球门户倡议”（Global Gateway），“在全球范围提振数字、能源、交通领域的智能化、绿色化安全连接”。为此，欧盟委员会决定 2021-2027 年间拨款 3000 亿欧元用于支持互联互通项目，并明确提出支持印度等“关键印太国家”的互联互通基础设施建设。2022 年 4 月，欧盟委员会主席冯德莱恩指出，印度尤其可以在气候保护、能源生产以及数字科技等领域从“全球门户倡议”资金中获益。

在经贸层面，印度与西方国家的经济关系从经贸投资往来升级为产业链和互联互通合作等新锐领域。首先，美印与欧印双边贸易和投资持续增加：2021 年，美印

双边商品和服务贸易额达到创纪录的 1570 亿美元。美国成为印度最大的贸易伙伴和最重要的出口市场，许多美国公司将印度视为重要市场，并寻求扩大业务。同样，印度公司也寻求增加在美国市场的影响力，加强对美投资以深化贸易关系。印度与欧盟的贸易投资规模虽不及美国，但体量不小。在贸易方面，2021 年时欧盟是印度第三大贸易伙伴，占据印度同年对外贸易总额的 11%，同时也已成为印度的第二大出口目的地，占其出口总额的 15%。在投资方面，截至 2020 年欧盟对印度投资达到 870 亿美元。此外，印欧 2021 年重启停滞多年的自贸协定谈判，寻求双方都能接受的市场准入措施。

日本也在疫情前安倍与莫迪政府合作的基础上进一步加强了政治交流和往来。2022 年 3 月 19 日，日本首相岸田文雄抵达印度首都新德里与莫迪举行首脑会谈，内容包括俄乌局势以及推进日本、印度、美国和澳大利亚“四国机制”的合作等。2023 年 7 月 6 日，日本前首相菅义伟与莫迪举行了会谈，为促进日企对印投资而在税制和物流基础设施方面进行沟通，并就加强经济关系达成了一致。2023 年 7 月 20 日，正在印度访问的日本经济产业相与印度电子和信息技术部部长会谈，双方签署写入半导体领域政策对话及产业合作的备忘录。除加强合作打造朝阳产业、在半导体领域加强合作外，日方还呼吁在扶植初创企业方面加强合作，以获得拥有超过一百家独角兽企业、全球排名第三的印度的经验。

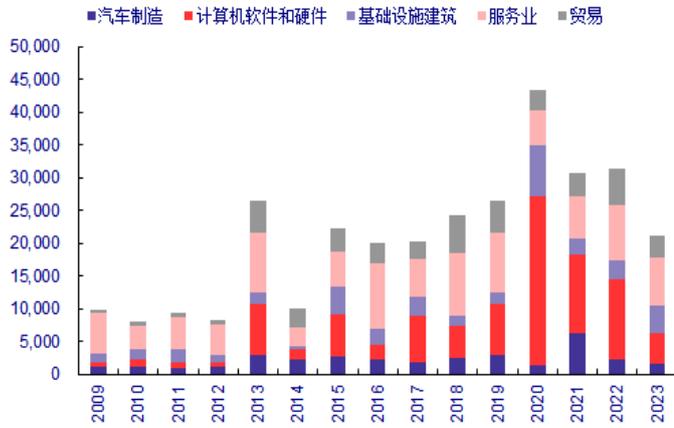
由此可见，印度对西方的战略重要性自冷战之后提升到了新高度。作为西方国家加强印太影响力的关键节点以及进行产业链转移重构的潜在伙伴，印度依托其战略地位发展经济的前景广阔。在更易获得西方资本和技术的情况下，印度第二产业和贸易赤字的老问题有望得到缓解，成为印度经济突破其增速顶部的动力。

（二）投资的量变与质变：更多制造业与科技领域的资金

在战略地位提升的基础上，印度投资不仅有望在数量上提升并可能在 2026 年达到小高峰，质量上也开始倾向于更高附加值的制造业和科技领域。投资的转变将帮助印度深化结构转变并加强私人部门投资的效率和针对性。

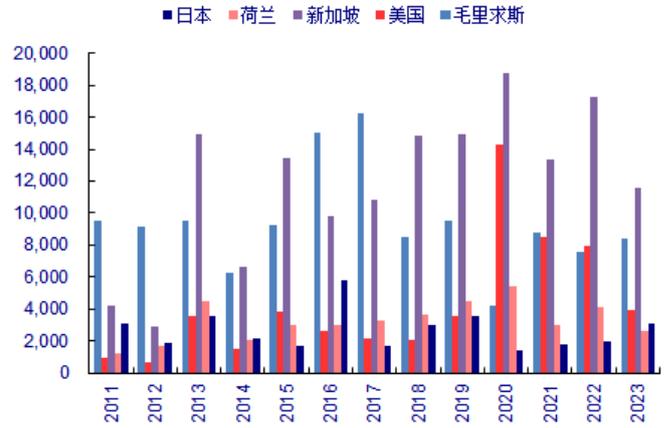
我们依然从 FDI 和整体投资结构来分析印度投资的边际变化。外资方面，印度 FDI 在疫情后一度有上升趋势，但受到了疫情和全球主要央行加息周期的冲击。不过，对资本和技术相对匮乏的印度来说，外资投向倾向消费电子等附加值更高的产业链不仅可以产生示范效应，也提高了投资的效率。如果这一趋势可以持续，将持续积极影响印度制造。从近年 FDI 来看，2020 世界对数字经济需求保障，印度 FDI 创造新高，达到 640 亿美元，新加坡、美国、毛里求斯、荷兰和日本为其前五大投资来源国。2020 年来自美国的投资达到了 140 亿美元，比 2019 年增长了 297%，2020-2022 年美国对印度总投资额达到 307 亿美元，相比 2011-2019 的总额增长了 62%。目前印度依然很难吸引大范围制造业投资，FDI 集中于服务，特别是计算机软硬件和电子等领域，比例较此前明显上升。2020 年计算机软硬件和硬件业占印度吸收外商直接投资流量的接近 40%。

图 25: 印度部分行业 FDI (百万美元)



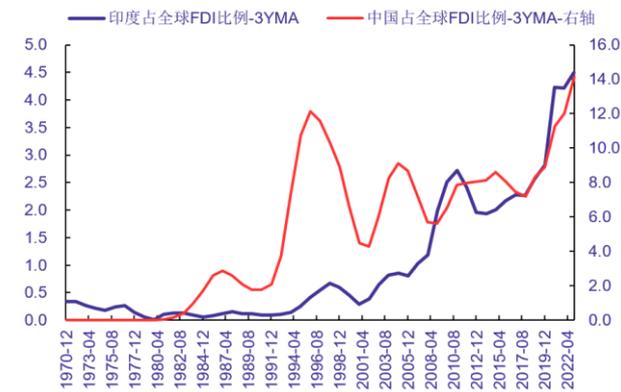
资料来源: CEIC, 中国银河证券研究院

图 26: 印度 FDI 来源国 (百万美元)



资料来源: CEIC, 中国银河证券研究院

图 27: 印度 FDI 占比逐渐上升 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

在过去的五个财年中，印度累计吸引了约 2560 亿美元的 FDI，约是前五个财年的 1.6 倍。相比之下，中国在同一时期的 FDI 流入有所下降，反映与西方摩擦造成的不利影响。印度新增的 FDI 几乎弥补了中国 FDI 的损失的一半，可能体现出外资注意力的战略转移。对于印度的新兴领域，如消费电子和计算机硬件，同期 FDI 分别增长了 3.3 倍和 4.5 倍。同时，石油产品和机床等传统行业的 FDI 较低，这表明印度正在扩大其高增长、高增加值垂直领域的制造基础。相比于 2019 年，印度 2021 年在美国市场包括汽车与零部件、医药产品、电子元器件、纺织、金属与金属制品、塑料与制鞋和医疗器械七个关键垂直领域中增加了市场份额，在消费电子和计算机硬件领域保持了市场份额，充分体现了美国与印度商贸与产业链合作的势头。不过，尽管来自美国 FDI 和出口有起色，印度在欧盟 27 个成员国市场的表现并不很出色，加强与欧盟的合作也是印度未来可以补短板的方向。

制造业的针对性政策方面，2020 年 4 月印度政府推出的生产链链接激励计划 (PLI) 致力于促进 14 个关键行业的资本支出。PLI 的重点是整合现有的制造价值链，减少进口依赖，提高竞争力以支持出口。该计划将提供 1.82 万亿卢比（接近印度 2020 年名义 GDP 的 0.65%）的激励措施，以创造接近 3 万亿卢比的收入和 2.5-3

万亿卢比的资本支出。PLI 在各个主要领域的持续推动有望增强印度作为美国和欧盟的贸易伙伴的地位，并在中期内获得市场份额的增长。

图 28：印度重要行业的 FDI 与市占率

	2019-美欧主要进口行业	5年内印度获得FDI	5年内累计FDI增长倍数	印度市占率是否提升		中国市占率是否提升	
				EU27	美国	EU27	美国
汽车与零部件	16%	✓	1.63	▲	▲	▲	▲
石油制品	9%	✓	-0.32	▼	▼	▲	▼
医药产品	7%	✓	-0.85	▼	▲	▲	▼
电子元器件	4%	✓	1.26	▲	▲	▲	▼
电脑和硬件	3%	✓	4.52	▬	▬	▲	▼
纺织	3%	✓	1.13	▼	▲	▼	▼
消费电子	3%	✓	3.33	▬	▬	▲	▼
金属和金属制品	5%	✓	1.56	▲	▲	▼	▼
塑料与制鞋	3%	✗	/	▼	▲	▲	▼
医疗器械	2%	✓	-0.79	▬	▲	▲	▲

资料来源：S&P、UN Comtrade，中国银河证券研究院

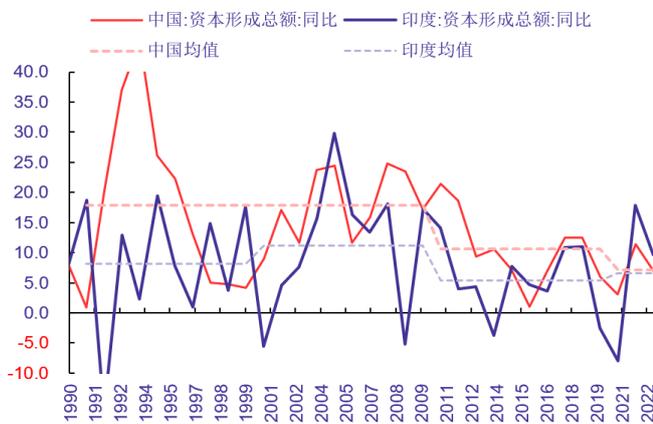
整体投资方面，以生产链链接激励计划（PLI）为首的政策将扩大高附加值领域的资本支出。印度投资主要以大公司为主，呈现高集中状态，预计将延续扩张。标普数据显示这些计划虽然有所延迟，但关键行业的资本支出可能开启新周期并在 2026 年达到近年的小高峰。当然，印度基建等老问题仍在制约其全球竞争力，但资本的逐渐深化对制造业和经济增长的积极效果在逐渐积累。

印度的投资主要来自于大型企业，中小企业占比较少，因此产业政策的引导较为重要。在 2019 财年，近 80% 的投资来自仅有的 5000 家公司，而其中 400 家公司占据了一半的资本支出。PLI 计划目前占资本开支比例较低，但大企业在政策刺激下有望发力。标普对占资本支出 40% 的 350 家工业公司的财务状况进行分析显示：2023 上半年资本支出增长 23%，而上一财年同期增长超过 30%，2023 财年的总体资本支出将增长 16-18%。PLI 计划和新兴行业的资本支出在上一个财年占资本支出的 1%，而在 2023 财年这一比例预计将增至 10%；PLI 计划和新兴行业的资本支出在 2023 财年至 2027 财年间可能占到资本支出的近 17%。如果排除 PLI 计划和新兴行业相关投资，资本支出的增长将减少近 18%，这充分展示了印度政府产业政策对投资的重要性。

传统行业方面的资本支出恢复相比之下则更加缓慢，但也有在新投资周期下加快的希望。排除 PLI 和新兴行业后，标普预计 2023 财年的资本支出将增长 8-10%。印度和钢铁和水泥等行业产能增加相对健康，可能占 2023 财年总投资的 14%，产能有望温和扩张。但整体上，传统行业的资本增长相对缓慢：在公布 2023 上半年财务

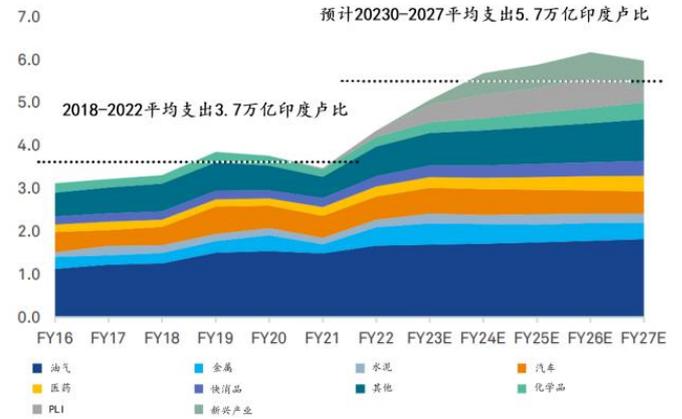
报告的 350 家公司中，只有 170 家公司的资本支出有所增加。其中石油和金属行业的资本支出占到了这些支出的一半以上。标普样本中约 49 家汽车和零部件公司中，只有一半的公司进行了资本支出，其中近 60%的资本支出由三家汽车制造商推动。根据公布财报的 350 家公司推算，标普跟踪的 13 个行业的总体工业资本支出达到 5-5.5 万亿卢比，2023 财年的增长率为 16-18%，2024 财年的增长率为 12-15%。这一增速快于中国 2010 年后资本形成总额的增速 10.6%和印度自身同期的 5.4%。受到疫情和全球主要央行加息周期影响，印度近年来的投资进展尚不显著，但可能在未来几年发力，2026 年可能是新投资周期的小顶峰。同时，也不可忽视 PLI 面临的不确定性，印度批准投资和项目实际落地时间较计划存在滞后。

图 29：印度和中国资本形成总额增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

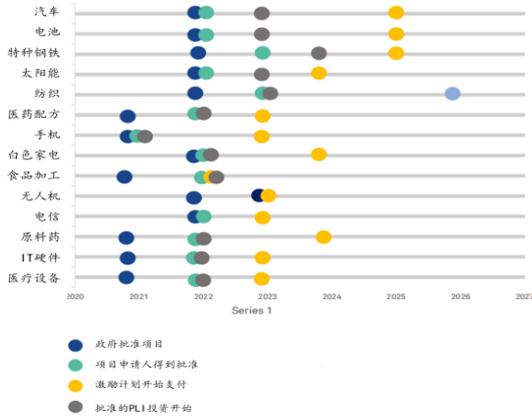
图 30：印度平均投资支出可能快速增长（万亿卢比）



资料来源：S&P，中国银河证券研究院

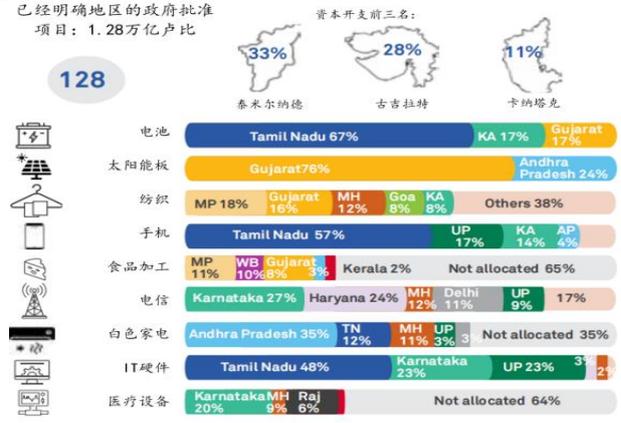
从投资的分布来看，莫迪政府也在集中力量进行不均衡发展，可以类比中国依托比较优势，先发展东南沿海再带动其他地区的模式。从已经决定的投资地点的接近 50%的 PLI 带动投资分布看，泰米尔纳德邦、古吉拉特邦和卡纳塔克邦分别占 33%、28%和 11%，均是对印度 GDP 贡献度排名前五的地区。泰米尔纳德邦的投产的主要行业有电池、手机、白色家电、IT 硬盘等；古吉拉特邦则有电池、太阳能板、纺织和食品加工；卡纳塔克邦包括电池、纺织、手机、电信、IT 硬盘和医疗设备。从分布上，经济发达的帮/区域明显有发展产业集群的趋势，如果可以配合政府在基建上的集中投资，将稳固制造业较快发展的格局。

图 31: PLI 批准投资和落地的时间存在滞后



资料来源: S&P, 中国银河证券研究院

图 32: PLI 支持行业各邦的资本开支



资料来源: S&P, 中国银河证券研究院

虽然在印度产业政策下投资有望得到量与质的双击，但印度此前各类计划推进缓慢的特征也将拉长投资周期，标普的预测可能仍存在过分乐观的风险。印度的竞争力短期也难以匹敌中韩等中高端制造国。目前看，对于先进化学电池、太阳能模块和特殊钢等复杂行业的批准延迟将导致资本支出直到 2026 财年才达到峰值，但是进一步延期的风险不容忽视。同时，在这些行业的投资实施后，申领 PLI 激励支付的流程相当复杂，这也将会拉长投资周期。如移动手持设备等具有较高激励销售比率和支付规则相对简单的行业可能会在 2028 财年之前获得最多的激励支付，其他复杂制造业则面临更多困难。最后，基建问题依然是严重的困扰：PLI 激励的许多行业的能源和物流强度仍然很高，特别是先进化学电池、太阳能模块、特殊金属和纺织品等，而相匹配的基础设施领域正处于过渡中，因此印度相比中韩等国暂不具备全面的竞争力。

总体上，我们认为印度和莫迪经济学近期的主要变化为（1）在地缘政治问题和产业链多元化进程中，在西方视角下战略地位显著提升；（2）投资的数量和质量较此前均有进步，更加倾向制造业与科技行业。虽然印度距离形成有竞争力的工业系统和产业集群仍存在相当距离，但资本的逐步深化在为印度的经济结构转型提供动力；如果外部资本流入和产业政策实施强于预期，其增速有望如莫迪期望般挑战 8%。在全球贸易转向产业链分散化和多元化、印度产业集群和基建基础较中、韩等制造国更加薄弱、劳工治理和资本不足问题尚未解决的情况下，我们虽然看好印度在未来保持 6%-7% 经济扩张，但认为其难以复制中国加入 WTO 十年内的经济奇迹。

图片目录

图 1: 莫迪的远期远景是 2047 年印度经济达到 30 万亿美元.....	4
图 2: 印度希望尽快成为世界第三大经济体 (亿美元)	4
图 3: 印度选举民调 (%)	6
图 4: 古吉拉特在莫迪治理下增速明显高于印度整体 (%)	10
图 5: 古吉拉特的就业情况也明显更好 (%)	10
图 6: 古吉拉特的工业占比较高.....	10
图 7: 印度经济仍以服务业为主, 制造业偏弱.....	10
图 8: 德里-孟买工业走廊示意图, 红框为古吉拉特邦区域.....	11
图 9: 印度净出口改善并不明显.....	12
图 10: 印度经济总量的排名不断提升.....	12
图 11: 印度轨道交通网络.....	13
图 12: 印度高铁建造计划.....	13
图 13: 印度基建计划投资情况 (万亿卢比)	15
图 14: 印度基建计划完成情况.....	15
图 15: 印度公路建设情况 (万亿卢比)	15
图 16: 印度发电能源构成.....	15
图 17: 印度 2021 财年财政支出结构 (千万卢比)	16
图 18: 印度工业增加值增速并未明显改善.....	16
图 19: 印度出口仍以资源品和医药等为主.....	16
图 20: 印度工业增加值增速并未明显改善.....	17
图 21: 印度出口仍以资源品和医药等为主.....	17
图 22: 印度贫富分布地图 (左边为富裕程度, 红色为集中; 右边为贫穷程度, 绿色为集中)	18
图 23: 印度与东盟贸易情况 (亿美元)	19
图 24: 印度为 IPEF 的重要参与者	21
图 25: 印度部分行业 FDI (百万美元)	23
图 26: 印度 FDI 来源国 (百万美元)	23
图 27: 印度 FDI 占比逐渐上升 (%)	23
图 28: 印度重要行业的 FDI 与市占率	24
图 29: 印度和中国资本形成总额增速 (%)	25
图 30: 印度平均投资支出可能快速增长.....	25
图 31: PLI 批准投资和落地的时间存在滞后.....	26
图 32: PLI 支持行业各邦的资本开支.....	26

表格目录

表 1：印度选举时间表	6
表 2：莫迪领导的 NDA 目前在选举上存在显著优势，难以撼动.....	7
表 3：莫迪对基建、收入改善、反腐和外交等方面都做出了保证	8
表 4：印度新一轮外贸谈判和协议汇总	20

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。

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