

宏观研究/深度研究

2019年09月25日

李超 执业证书编号: S0570516060002
研究员 010-56793933
lichao@htsc.com

张浩 +86 21 28972068
联系人 zhang-hao@htsc.com

相关研究

- 1《宏观:需求仍在筑底,等待企业盈利改善逻辑》2019.09
- 2《宏观:负利率对资产价格的影响》2019.09
- 3《宏观:负利率政策是如何从央行开始传导的》2019.09

印度砸基建,全球经济看到曙光?

核心观点

莫迪于8月对外宣布其新政2.0目标,用5年打造5万亿美元新印度,重在推进经济、科技等方面的发展,亮点在于5年投入百万亿卢比(约1.4万亿美元、10万亿人民币)资金振兴基建。我们认为印度具备一定生产要素优势,现代化基建是解决印度经济困局、实现腾飞的关键,但资金难题困扰印度基建。财政预算内资金和债务融资的支持力度有限,考虑基建项目特性和潜在风险,我们认为2019年新增三项措施吸引社会资本参与基建,但或效果有限,地方政府债务问题、赤字压力、反腐等是潜在风险。我们预计资金问题较难化解,印度基建落地或不及预期,对经济支持作用有限。

莫迪独立日宣布新政2.0:百万亿卢比砸基建,打造5万亿美元“新印度”

2019年8月15日,莫迪在红堡发表独立日讲话,宣布其新政2.0目标“用5年时间打造新印度,带领印度成为5万亿美元经济体的一员”。根据印度央行预计,印度有望在2019年成为3万亿美元俱乐部的一员,需在2020-2024年保持10.64%以上的名义GDP增速方能实现5万亿美元目标。莫迪希望在未来五年中积极布局经济建设带动印度维持快速增长态势,其中5年投入百万亿卢比(约1.4万亿美元)的基建振兴计划是本次发言的最大亮点。我们认为,印度能否持续改善自身基建条件并实现生产性及非生产性基建的全面提升,是决定其能否成功跻身5万亿美元俱乐部的关键。

现代化基建是解决印度经济困局、实现腾飞的关键

莫迪新政2.0聚焦经济增长。印度在生产要素层面具有较好的禀赋条件,城镇化率、有效劳动人数、出生率等指标显示印度仍具有较强的、可预期的人口红利;但印度基建相对薄弱成为影响生产要素潜能释放的限制因素。参考中国经验,我们认为,现代化基建是解决印度经济困局、实现腾飞的关键,一方面是经济增长的重要组成部分,另一方面生产及非生产性基建水平的提升为制造业等产业发展奠定基础,在降低交易成本、挖掘消费潜力、助力产业升级等方面均有表现。因此结合中国经验,我们认为打造5万亿美元新印度重点在于百万亿卢比基建能否成功落地,资金是关键。

资金仍是印度基建难题,社会资本积极性有限

莫迪第一任期时基建便是重点投资方向,但资金是难题。2014至2019年间,由于预算内资金和债务的支持有限,印度政府积极开拓PPP模式吸引社会资本参与,但基建项目周期长、收益低导致引资效果不佳。2019年印度财政部披露旨在吸引社会资本三种新增资金来源支持基建,央行成立信用担保公司对项目增信,发长期债券为基建项目融资,以及鼓励外资投资基建;我们认为,由于基建项目本身特性和潜在风险,社会资本(包括外资)参与热情有限。

大基建能否带动印度经济大发展?——四大隐忧是难题

印度发展大基建带动经济大发展,我们认为存在四大隐忧。其一,债务与赤字上升较快,印度财政健康程度存忧。其二,地方政府隐性债务是潜在风险,隐性债务的快速上涨导致印度面临防风险和稳增长左右互搏局面,或影响基建落地。如果经济保持高增速便能覆盖新增债务风险,但预计目前印度较难实现。其三,印度的分层财政体制和腐败问题,导致基建资金使用效率较低。其四,全球经济下行冲击印度经济增长,进一步扩基建对冲经济下行压力难度较大,资金短缺是限制因素。综合来看,我们认为印度大力发展基建的决心明确,但能否成功并带动经济大发展?仍有隐忧。

风险提示:全球经济超预期回升,印度经济超预期上行,中美贸易摩擦超预期回升,印度财政超预期实施大规模支出计划,海外资本超预期大规模流入印度。

正文目录

莫迪宣布新政 2.0：斥资百万亿卢比砸基建，打造新印度.....	4
2014-2019：莫迪五年任期干成了什么？	6
2014-2019：莫迪“新政 1.0”政策见效果，印度实现大发展	6
莫迪新政 2.0：五年规划、十年愿景助力打造“新印度”	9
经济领域：聚焦基建，推广印度制造，关注农业问题	9
科技领域：打造数字印度，推进航天航空	10
环境领域：聚焦水污染和印度环境问题	11
印度财政部公布 2019-2020 年收支重点	12
现代化基建是解决印度经济困局、实现腾飞的关键	13
印度在生产要素层面具有较好的禀赋条件	13
基建薄弱限制生产要素优势释放	14
参考中国经验，现代化基建是解决印度经济困局、实现腾飞的关键	14
百万亿（卢比）资金干基建，钱从哪里来？	16
历经 5 年，基建有改观但依旧薄弱，资金是难题	16
大基建助力新印度，钱从哪里来？	17
大基建能否带动印度经济大发展？——四大隐忧是难题	19
印度财政健康程度存忧	19
地方政府隐性债务是潜在风险	21
印度的分层财政体制和腐败问题是潜在隐患	23
全球经济下行冲击印度经济，扩基建对冲难以实现，资金是最大制约	24
风险提示	25

图表目录

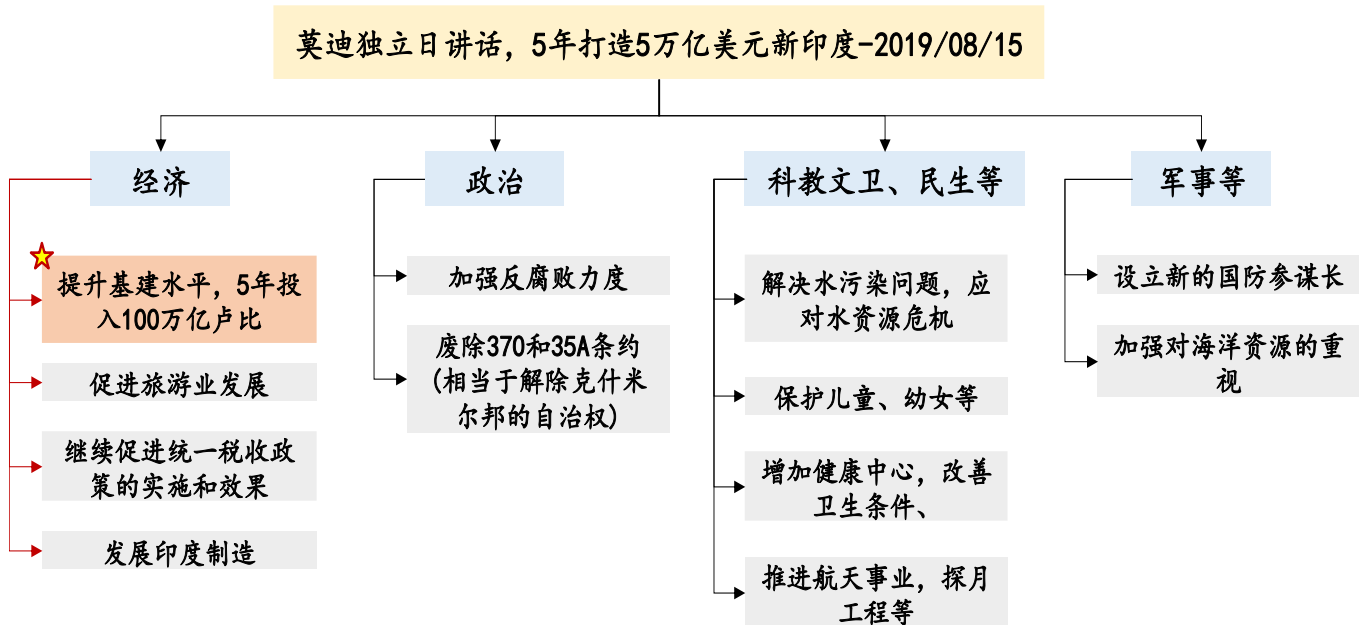
图表 1：莫迪 2019 年 8 月独立日讲话宣布，用 5 年时间打造 5 万亿美元“新印度”	4
图表 2：莫迪的成长经历、从政标签和改革招牌	6
图表 3：莫迪在古吉拉特邦的经济改革带动经济保持快速增长	6
图表 4：2014 年莫迪上任后，印度经济维持在较高的增长平台上	7
图表 5：截至 2018 年印度 GDP 排名已位居全球前 7	7
图表 6：2014-2018 年间，印度是金砖五国中增长最快的（美元口径）	7
图表 7：结构性改革推动印度经济增长走出独立行情	7
图表 8：2014 年以来印度铁路持续增长，但远低于同期经济增长速度	8
图表 9：印度机场基建持续改善，货运及载客数量持续上升	8
图表 10：改善营商、吸引外资是印度经济快速发展重要因素，2018 年印度全球营商环境排名继续上升	8
图表 11：印度“十年愿景”之十点目标	9
图表 12：印度二氧化碳排放量不断上行，人均可再生水资源逐步下降	11

图表 13: 印度提高医疗卫生投入应对潜在的水污染、卫生问题等	11
图表 14: 印度 2019-2020 年财政预算收支一览	12
图表 15: 莫迪新政帮助印度经济增长维持在 6%至 10%的增长平台	13
图表 16: 截至 2018 年, 印度仍有人口数量红利和结构红利	13
图表 17: 印度吸引外资流入	13
图表 18: 印度电力基础设施仍有空间	14
图表 19: 移动电话、宽带相关领域印度较中国仍有差距	14
图表 20: 中国基建投资与经济增长关系密切	15
图表 21: 印度基建仍相对薄弱, 人均能耗量并未显著上行	16
图表 22: 印度基建仍相对薄弱, 电力消费量并未显著上行	16
图表 23: 印度基建仍然薄弱, 航空货运量增长缓慢	16
图表 24: 印度基建仍然薄弱, 铁路货运量增长缓慢	16
图表 25: 印度 2019-2020 年财政预算中主要项目支出一览, 基建相关占比不高	18
图表 26: 印度经济增长与中央政府债务密切相关	19
图表 27: 印度财政赤字增长较快	19
图表 28: 印度外债规模也在不断上升	19
图表 29: 印度卢比持续贬值加重债务压力	19
图表 30: 2018 年全球主要国家政府杠杆率水平一览, 印度政府杠杆率达到 67.2%	20
图表 31: 印度中央政府债务依存度不低 (2019 年仅考虑上半年的中央政府债务净增长)	20
图表 32: 印度中央及地方政府财政支出占税收收入比重较高, 需要通过债务融资方式补充资金缺口	20
图表 33: 曼尼普尔政府提供的政府担保债务数据一览	21
图表 34: 印度各邦已披露政府担保债务规模一览, 2014 年起快速增长 (空白部分为数据缺失, 而非 0)	22
图表 35: 印度分层财政体系, 共分为三层	23
图表 36: 印度中央税收收入较多, 地方较少	24
图表 37: 印度中央向地方政府在基建领域提供较多转移支付	24
图表 38: 为实现 5 万亿美元目标, 印度 2020-2024 年的名义 GDP 平均增速需达到 10.64%以上	25
图表 39: 印度 2019 年 Q1、Q2 名义 GDP 分别为 9.5%和 7.95%	25

莫迪宣布新政 2.0：斥资百万亿卢比砸基建，打造新印度

莫迪独立日发表“新政 2.0”，5 年打造“新印度”，基建计划成亮点。2019 年 8 月 15 日，莫迪在红堡发表独立日讲话，用 5 年时间打造“新印度”，成为 5 万亿美元经济体。莫迪的讲话被视为指导印度未来 5 年发展的战略方针，也可以称之为“新政 2.0”，从经济、政治、科教文卫、民生、国防军事等多个维度进行阐述。经济方面，莫迪表示要 5 年投入 100 万亿卢比（约 1.4 万亿美元、10 万亿人民币）发力提升基建，促进旅游业发展，发展印度制造，促进统一税收体系的落地；政治方面，莫迪强调了反腐的重要性以及控制克什米尔邦的重要性；此外，科教文卫部分的举措被莫迪频繁提及，水污染是印度要大力改善的问题，保护儿童和女性、反堕胎法案、增加健康中心并改善卫生条件是重要目标；科技层面，莫迪肯定了印度航天事业的发展和探月计划的成功。综合来看莫迪此次在独立日上的展望，我们认为印度 5 年 5 万亿美元的增长目标可谓“宏大”（印度央行预计 2019 年印度名义 GDP 总量有望超过 3 万亿美元），与之对应的经济政策中，拉动经济增长的核心在投资，特别是 5 年 100 万亿卢比（约合 1.4 万亿美元、10 万亿人民币）的基建振兴计划，是莫迪本次发言的最大亮点。

图表1：莫迪 2019 年 8 月独立日讲话宣布，用 5 年时间打造 5 万亿美元“新印度”



资料来源：印度政府网，华泰证券研究所

如何打造“新印度”，7 月印度财政预算法案给出清晰指引。在莫迪大谈“新印度”之前，印度财政部已有战略部署。2019 年 7 月 5 日，印度联邦财政和公司事务部部长 Nirmala Sitharaman 对 2019-2020 年财政预算及远期政策规划进行介绍，主要涉及增长目标、具体措施、预算收支等多个领域；关于如何打造“新印度”，根据 Nirmala Sitharaman 的发言，投资、对外开放、科教文卫、民生保障等是战略重点。2019 年，印度名义 GDP 有望达到 3 万亿美元规模，Nirmala Sitharaman 表示 5 年后达到 5 万亿美元经济规模的目标是全体人民的“印度梦”。投资领域，Nirmala Sitharaman 特别强调印度会更加积极，一方面是打造多元的包含生产性及非生产性基础设施，如 2018 年至 2030 年拟投入 50 万亿卢比（约合 7000 亿美元、5 万亿人民币）用于铁路基础设施；另一方面是加大对数字经济、中小企业的投资，有效创造就业并推动创新，比如实现光纤网络的覆盖、初创企业无需所得税核查等。同时，印度将加强开放促进改革，吸引外国直接投资，比如允许外国投资者 100% 全资设立保险机构。科教文卫和民生保障方面是印度财政支出的重点方向，航天计划、人工智能、污染治理、就业保障、语言培训等均是政策重点推进方向。

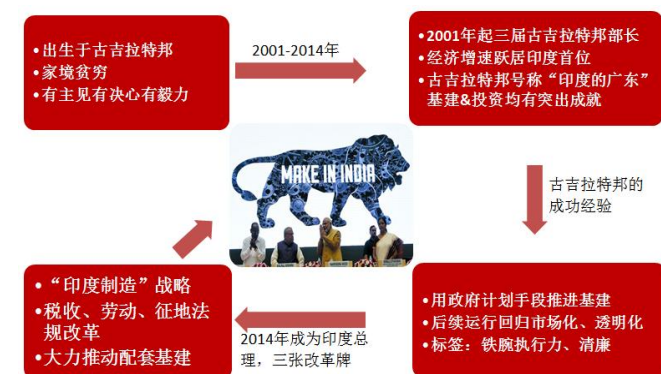
我们认为，近期印度财政预算文件和莫迪独立日发言的先后发布，向世界各国亮出了印度宏大的发展目标，我们从中可以看到一些借鉴中国经济增长经验的痕迹，通过结构性改革释放制度红利，通过投资驱动释放有效需求，伴随着较大的人口数量红利、城镇化的结构红利等生产要素优势，印度经济有望像“中国改革开放四十年”一样出现经济腾飞。从这一视角来看，我们认为，印度经济能否出现“增长奇迹”需要莫迪未来 5 年实施针对性政策，基建等投资的有效落地是关键，关系着拉动经济增长、实现工业化、创造就业等方面的成败。

2014-2019：莫迪五年任期干成了什么？

2014 年莫迪胜选带动印度进入“新时代”。在印度做总理从来不是易事，需要面临各种社会经济问题，从摆脱贫困、解决腐败、维护妇女权益，到改善医疗卫生体系、维护国家安全、改进社会治安等等。2014 年 5 月 16 日，印度人民党拿下人民院多半席位成功胜选，“平民总理”莫迪上任开启自己的第一个五年任期（印度人民院每 5 年换届一次），莫迪的成功上任成为印度经济发展的关键节点，印度走进“新时代”。

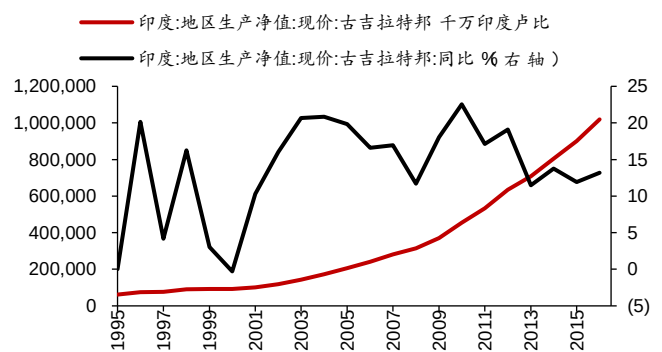
2014-2019：莫迪的政策是“重经济、促改革”，基建计划、印度制造、印度创业计划、智慧城市、统一税收改革等是莫迪政府的重要改革方向。“印度制造”旨在提高制造业在印度 GDP 当中的比重，并增加就业岗位以解决年轻人的就业问题。印度创业计划旨在鼓励印度民众创新、创业。智慧城市和基建计划有一定交叉，一方面在生产性基建领域大力发展，推动铁路、轨道交通、公路等设施的完善，打造集五大工业走廊：德里—孟买、清奈—班加罗尔、东海岸工业走廊、阿姆利则—加尔各答及班加罗尔—孟买于一体的工业型网络，整合产业和基建领域，同时每条走廊上有“智慧城市”作为关键点，在智慧城市内部，推进城镇化，改善城市基础设施，如修筑下水管道、改善清洁用水、提升公共空间，及为中下层阶级提供保障房等措施。统一税收改革是通过建立全国统一的商品及服务税税收体系（Goods and Services Tax, GST），以改变印度过去分散混乱且税负过高的税收环境。综合来看，莫迪第一个五年任期内的政策核心是“重经济、促改革”。

图表2：莫迪的成长经历、从政标签和改革招牌



资料来源：印度政府网、印度央行等，华泰证券研究所

图表3：莫迪在古吉拉特邦的经济改革带动经济保持快速增长

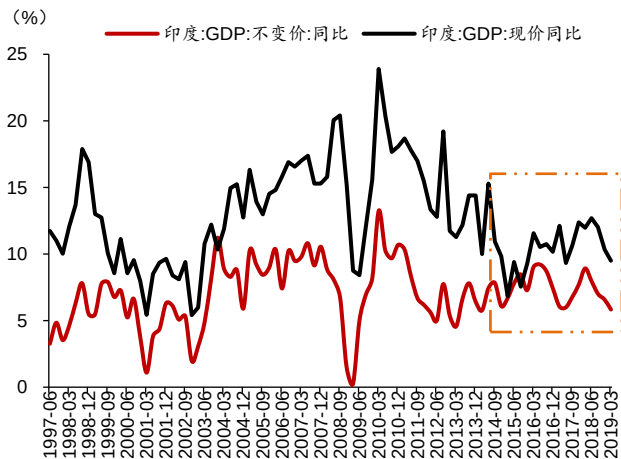


资料来源：Wind，华泰证券研究所

2014-2019：莫迪“新政 1.0”政策见效果，印度实现大发展

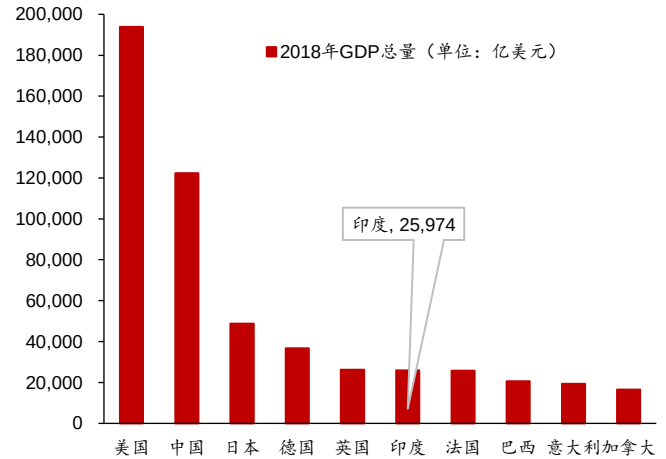
得益于莫迪“重经济、促改革”的新政，2014 年至今印度经济保持高速增长，领先金砖五国、远超全球增长。2014 年莫迪上任后，政策重心切向经济发展和结构化改革，印度经济出现快速增长。首先，2014 年前印度经济增长与全球经济增长有较为密切的联系，莫迪新政带动印度在过去五年走出独立增长行情，显示出较强的经济增长内生动力；其次，在过去 5 年中，作为新兴市场国家翘楚的金砖国家面临一定增长挑战，印度和中国依旧能保持快速增长实属不易，印度 2014 年至 2018 年经济复合增长率为 7.99%，高于同期中国 7.2% 的经济复合增长率；其三，快速的经济增长助推印度在全球 GDP（美元计价）排名中不断提升，截至 2018 年已位居全球前 7，与英国、法国位于同一水平，根据印度央行预计，印度有望 2019 年进入前 5，2024 年成为全球第 3 大经济体。

图表4： 2014 年莫迪上任后，印度经济维持在较高的增长平台上



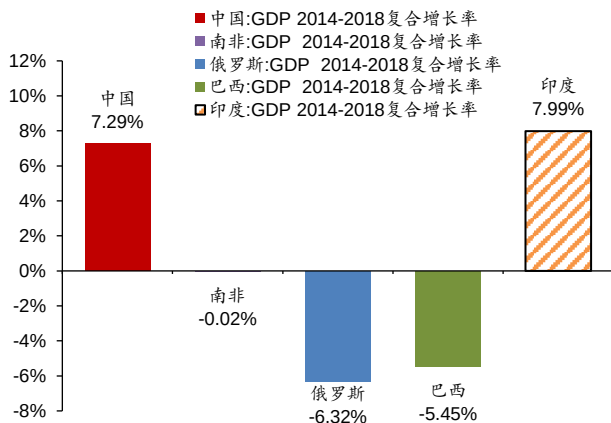
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表5： 截至 2018 年印度 GDP 排名已位居全球前 7



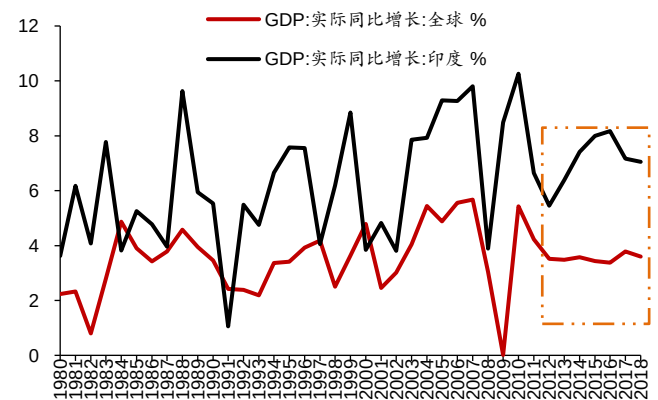
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表6： 2014-2018 年间，印度是金砖五国中增长最快的（美元口径）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表7： 结构性改革推动印度经济增长走出独立行情



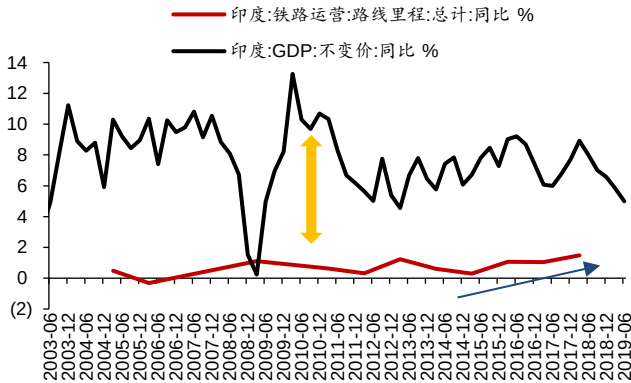
资料来源：Wind，华泰证券研究所

经济的快速增长源于莫迪结构性改革释放的经济潜能，分析 2014-2019 年印度的变化，我们认为基础设施建设、统一税改、吸引外资、改善营商环境等方面是推动印度快速增长的关键因素。

税改简政增效，改善效率带动增长。印度原有的税收体系特别复杂，分为邦内税、中央税以及邦际税，中央与地方重复性征税的问题较严重，由于印度不同邦对各自管辖内的企业实施不同的税率和税法，这使得印度被分割开，效率低下。莫迪上任时就将统一商品及服务税制改革（Goods and Services Tax, GST）作为最大愿景。统一商品及服务税制改革于 2017 年开始落地，替代了原有混乱的体系，对商业体系和企业成本有较大改善，改变了此前企业存货调整和运输费用对 GDP 的负向拖累，根据印度央行（印度储备银行）公报（公告名：Union Budget 2019-20 : An Assessment）计算，统一商品及服务税收体系至少使印度 GDP 提高了大约 3.1 至 4.2 个百分点。

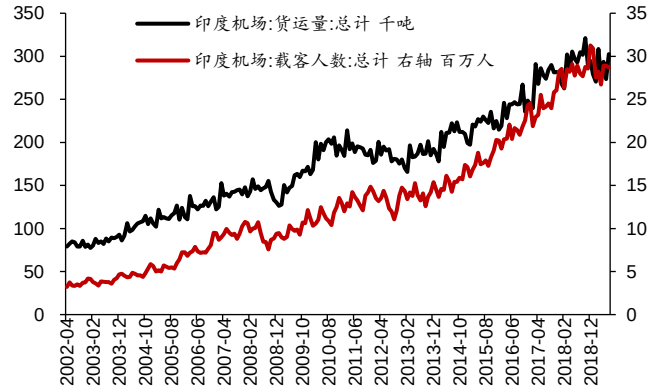
经济增长离不开印度大力推进基建，特别是“铁公机”及医院、健康中心等薄弱环节。2014 至 2018 年间，印度基建快速发展：一方面，大力修建公路设施；另一方面，打破了政府垄断铁路运输的限制，发布允许民企及个人修建铁路的许可，设立专门的铁路监管机构，积极增加铁路建设；同时，大力发展地区间的民航线路，增加全国民航基础设施建设。整体来看 5 年间印度基建变化较大，取得了一定的阶段性进展。除上述生产性基建投入外，印度政府还积极布局非生产性基建项目，增加医院、健康中心、教育机构、学校等公共物品的提供。综合来看，基建水平的整体提升实现了对经济增长的推动。

图表8：2014 年以来印度铁路持续增长，但远低于同期经济增长速度



资料来源：Wind，华泰证券研究所

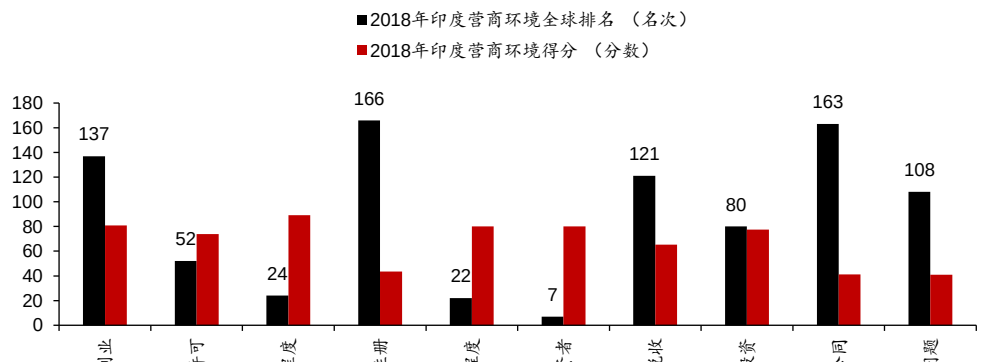
图表9：印度机场基建持续改善，货运及载客数量持续上升



资料来源：Wind，华泰证券研究所

改善营商、吸引外资是印度经济快速发展重要因素。莫迪 2014 年上任后，开始积极推进对外开放，逐步取消了外资持股限制；此前印度更多采取进口替代来保护本国产业，除印度政府一向重视、给予优惠较多的制造业和高科技行业以外，近年来对外资的限制可谓全面放宽，比如将军工、医药（新设企业）、民航（新设企业）等行业的外资持股比例由以前的 49% 上调到了 100%。此外，莫迪积极出访为印度“站台”、招商引资，吸引外资进入，包括国防、传媒、医疗、民用航空、畜牧业、银行、保险、零售业、电子商贸和视频贸易等都在印度快速发展。从 2014 年起外资流入显著提升，一定程度上带动了印度经济的增长。同时，印度积极改善自身的营商环境，在近几年世界银行发布的经商容易度报告中，印度的排名由 2016 年的 134 名稳步提升至 2018 年的 100 名，其中印度电力设施排名已从 2016 年的 51 名提升至 2018 年的 24 名，2018 年保护中小投资者排名全球第七（也是由于小企业受政策保护较好导致大企业不多），2018 年融资便利条件也排名全球第二十二。

图表10：改善营商、吸引外资是印度经济快速发展重要因素，2018 年印度全球营商环境排名继续上升



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_9942

