

研报精选

2023年9月24日 第139期

宏观专栏

积极财政底色渐显——前8月财政收支数据点评

8月财政政策的积极底色渐显，两类财政账户支出均小幅加快，但由于财政收入滞后于经济企稳，9月收入数据或有改善。展望全年，报告预计一般公共收入实现全年预算目标的概率较大，年内支出将继续提速。而随着一揽子化债政策的落地，部分地区的债务压力或得以一定程度缓解。

美国利率或长期停留高位

美联储9月FOMC会议按兵不动，点阵图保留四季度加息的可能性，利率更高更久信号明确。报告认为，在多因素叠加下，美国利率或长时间停留高位，市场不宜再留恋终将过去的低利率时代。

专题聚焦

中美周期当前所处位置

报告认为，美国周期的大方向依然往下，“滚动式”放缓特征使其程度不会很深。中国“政策底”较为明显，关键在于修复的斜率和强度，仍需要看到更多“对症”政策巩固，中央财政和地产政策尤为重要。

印度经济：新形势下的多维视角透析

报告认为，印度最大的优势是人口正在进入红利期，有助于其更好融入全球制造产业链。但另一方面，印度女性劳动参与率低，基础设施、营商环境短板突出等问题，会成为印度进一步吸引投资的掣肘。

宏观专栏

积极财政底色渐显——前8月财政收支数据点评

财政部发布前8月财政收支数据。8月财政政策的积极底色渐显，两类财政账户支出均小幅加快，但由于财政收入滞后于经济企稳，9月收入数据或有改善。展望全年，我们预计一般公共收入实现全年预算目标的概率较大，年内支出将继续提速，基建实物量也将环比改善；但土地出让收入仍较低迷，近期出台的房地产供需政策传导至土地市场需时间。而随着一揽子化债政策的推动与落地，地方再融资债券发行的脚步或渐近，债务率较高的区域债务压力或得以一定程度缓解。

一般公共预算支出提速。前8月，一般公共预算收入同比变动10.0%（前值11.5%），支出同比3.8%（前值3.3%），一般公共预算收支的序时进度位于历史同期较高水平。一般公共预算收入方面，前8月税收同比12.9%（前值14.5%），除了增值税退税低基数效应的消退，7月经济数据较差或是主因（以增值税为例，8月收入主要体现7月工业活动走弱），随着8月经济活动短期企稳以及物价温和改善，我们预计9月增值税、消费税等税收收入均将改善；前8月非税收入同比-3.6%（前值-1.0%），细项中国有资源（资产）有偿使用收入、行政事业性收费收入、罚没收入均较前值放缓，反映短期内地方资产盘活的空间有限，难以对冲卖地收入下行影响。一般公共预算支出方面，基建和民生支出均有加速迹象，其中民生仍是财政优先确保的领域和方向。

房地产市场回暖需时间。前8月政府性基金收入同比变动-15.0%（前值-14.3%），支出同比-21.7%（前值-23.3%），卖地收入跌幅再度小幅走扩。前8月全国330城的卖地收入中，同比负增的城市数量环比增加。8月底9月初系列房地产供需调整政策出台以来，一二手房成交温和回暖，土地市场的好转仍需时间，我们预计今年政府性基金收入达成去年预算的概率较低，同比跌幅或在10-15%左右。

基建实物形成加快，全年广义基建投资增速或在7.5%附近。近日财政部

部长刘昆在作《国务院关于今年以来预算执行情况的报告》时表示¹，力争今年新增专项债券在9月底前基本发行完毕，用于项目建设的专项债券资金在10月底前使用完毕，并研究扩大投向领域和用作项目资本金范围。我们认为专项债的加快发行和投放使用，或一定程度对冲卖地收入下降影响，政府性基金支出仍有望在年内提速。高频数据显示，8月以来与道路建设相关的建材——沥青表观消费量持续改善，意味着基建施工进度加快，但去年同期投资高基数制约基建名义增速，我们认为全年广义基建投资或在7.5%附近。

近期保民生领域政策加码，财政政策在调节居民收入分配、提振消费方面的角色进一步增强。其中个税专项附加扣除标准提高，我们预计全年减税规模或约600亿元，有助减轻“一老一小”纳税人的养育成本；而2023年以来多地上调城乡居民基础养老金发放标准，并提高城乡居民基本养老保险的缴费档次并给予财政补贴，其中最高缴费档次更加接近城镇企业职工灵活就业人员缴费的最低额。以上系列政策有助降低纳税人的养育成本，提高城乡居民人群的保障力度，发挥财政在调节收入分配、提振消费方面的作用。

以上观点来自：2023年9月18日中金公司研究部已发布的《积极财政底色渐显——前8月财政收支数据点评》

邓巧锋 分析员 SAC 执证编号：S0080520070005 SFC CE Ref: BQN515

黄文静 分析员 SAC 执证编号：S0080520080004 SFC CE Ref: BRG436

段玉柱 分析员 SAC 执证编号：S0080521080004

周彭 分析员 SAC 执证编号：S0080521070001 SFC CE Ref: BSI036

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

¹ https://www.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/caizhengxinwen/202309/t20230905_3905503.htm

宏观专栏

美国利率或长期停留高位

美联储9月FOMC会议按兵不动，符合预期。官员们大幅上调对今年GDP增长的预测，经济“软着陆”或已成为其基准情形。点阵图保留四季度加息的可能性，明年降息预期被削减50 bp，利率更高更久（high for longer）信号明确。这次会议还传递了一个重要信息，即美联储认为实际中性利率或已抬升，期限溢价扩大也推动了利率上涨。我们认为在多因素叠加下，美国利率或长时间停留高位，市场不宜再留恋终将过去的低利率时代。

9月FOMC货币政策声明变化不大，主要的变化发生在经济预测和点阵图方面。从经济预测来看，美联储大幅上调了对今年GDP增长的预测，Q4 GDP同比增速从6月预测的1.0%上调至2.1%，翻了一倍；对今年底PCE通胀的预测从3.2%小幅上调至3.3%，对核心PCE通胀的预测从3.9%小幅下调至3.7%²。这些调整与我们的预期基本一致——当前美国经济的韧性超出了大部分官员的预期，上调GDP是必然结果（参考报告《[上调美国GDP增长预测](#)》）。此外，美联储还上调了对2024年Q4 GDP同比增速的预测至1.5%（此前为1.1%），对核心PCE通胀的预测保持在2.6%不变。尽管鲍威尔在记者会上不愿承认³，但在我们看来，美联储或已将经济“软着陆”作为了基准情形。

从点阵图来看，四季度加息的可能性被保留，但缺乏共识。尽管最近两个月核心通胀有所放缓，但由于经济增长持续强于预期，加上油价反弹，使得美联储官员们对后续的通胀风险仍然保持警惕。在填写点阵图的19名官员中（包括最新加入的理事Adriana Kugler），有12人认为四季度还需再加息一次，另外7人倾向不再加息，这一力量对比与6月时变化不大。对于四季度是否加息，鲍威尔在记者会上态度模棱两可，直言需要依据数据行事。我们认为，这表明美联储内部对于加息没有形成共识，对此市场只能耐心等待更多数据公布。

² <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcprojtabl20230920.pdf>

³ <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomcpressconf20230920.htm>

明年降息预期被削减，利率更高更久（**high for longer**）信号明确。这次的点阵图提供了一个重要信息，即美联储对于2024年底联邦基金利率水平的预测中值从4.6%提高至5.1%，上升了50 bp。如果从降息的角度看，这意味着对明年降息幅度的预期从100 bp削减至了50 bp。我们认为，这表明美联储认为美国利率需要在相当一段时间内停留在高位，高利率或将是未来6-12个月的基本态势。

更重要的是，利率更高更久或反映实际中性利率（ r^* ）上升。鲍威尔在记者会上表示，未来几年实际中性利率的水平可能比之前预计的更高。我们从美联储官员们提供的预测中也可以看出这一点：官员们对明年底联邦基金利率的预测中值从4.6%提高至5.1%，但对核心PCE通胀的预测却保持在2.6%不变。由此得出，官员们对2024年底实际利率的预期从2.0%提高到了2.5%。进一步看，对2025年、2026年底实际利率的预期分别为1.6%、0.9%，也较此前的预测提高，且均高于2019年的0.5%。我们认为，这样的变化传递了一个信号，即实际利率中枢或已较疫情前提升。

为何实际利率或上升？一个解释是经济表现强于预期，美国国内投资需求存在向上空间。一是因为拜登政府产业政策促进制造业投资，特别是在半导体、芯片、新能源等高端制造领域。二是房地产开发商需要加大新房建设，以满足美国居民对可负担住房的需求。这些因素可能导致美国库存周期提前开启，制造业景气度回升，增加经济向上动能。与此同时，美国劳动力需求仍然高于供给，劳动者工资增长稳健。最近美国罢工与涨薪事件频繁发生，也表明劳动力市场仍然处于紧俏状态。

我们建议投资者关注美国经济的新常态，美债利率或长时间停留高位。新形势下，全球经济深刻调整，疫情后美国政府大幅加杠杆，财政刺激力度史无前例，其结果是私人部门繁荣，风险与脆弱性转向政府部门。对于当前的利率上升，除了上述提到的实际利率外，还有一个原因是期限溢价（**term premium**）扩大，而这又与美国政府的融资需求增加，美联储“缩表”，以及海外投资者

对美国国债的需求下降有关。往前看，随着实际利率上升，期限溢价扩大，美债利率或将在相当长时间内维持高位。美国利率更高更久或是新常态，市场不宜再留恋终将过去的低利率时代。（参考报告《[美国评级下调，美债利率或结构性上升](#)》）。



以上观点来自：2023年9月21日中金公司研究部已发布的《美国利率或长期停留高位》

刘政宁 分析员 SAC 执证编号：S0080520080007 SFC CE Ref: BRF443

肖捷文 分析员 SAC 执证编号：S0080523060021

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

专题聚焦

中美周期当前所处位置

上周中国央行再次降准，8月金融和主要经济数据也普遍好于预期（尤其是零售明显改善），政策稳增长意图明显，市场关注在当前“政策底”下，中国经济将以多快的斜率修复。对比之下，美国CPI和零售超预期，加上近期地产和再工业化推动的看似“新增长动能”的显现，使得市场对二次通胀和经济再加速的也讨论渐多。暂时无法证伪的政策和修复预期叠加供给与库存约束，也推动部分国际和国内大宗商品价格如原油和铁矿石等明显修复（8月中旬至今分别上涨9.0%和24.6%）。那么，中美周期能否从错位走向修复的共振？我们将在报告中进一步探讨中美周期所处的位置。

整体上，美国周期的大方向依然往下，“滚动式”放缓特征使其程度不会很深，但局部顺周期部门如地产和投资的改善无法完全摆脱紧信用约束而逆势上行。相反，中国“政策底”较为明显，关键在于修复的斜率和强度，仍需要看到更多“对症”政策巩固，关键在于中央财政和地产。因此，当前交易供需短期错配和修复预期的大宗商品反弹的持续性有其道理，但持续性需要需求端更多改善才能支持。美国当前周期仍是成长为主，顺周期改善恐怕需要等待宽货币和宽信用周期的到来。

美国：大方向往下，程度不至很深；顺周期的改善无法完全摆脱紧信用约束，仍以成长为主

整体看，当前美国经济处于放缓期（一个完整经济周期的后端），但由于“滚动式”放缓特征导致我们在任何一个时点观察美国经济都会呈现此消彼长、整体都还不错的效果，更何况还有持续不断的财政刺激（《[美国经济为何迟迟没“衰退”？](#)》）。但信用周期依然是看似混乱的各个环节背后“穿针引线”的主线。换言之，地产和投资周期绕过信用紧缩直接开启上行周期并不现实，例如当前30年按揭利率高达7%。更何况如果目前地产和投资周期果真开启，那就意味着通胀存在再加速风险，美联储加息路径需要上修，进而又会反过来对其形成压制，逻辑上并不自洽。

与中国类似，美国本轮也是货币和信用周期明显错位。美联储的货币紧缩2022年3月就已经开始，但大规模且持续不断的财政扩张使得紧信用明显迟到，3月SVB事件后财政再度扩张就又是一个典型例子。不过，迟到并不意味着缺席，紧信用的开启会成为约束增长的“地心引力”。3月以来中小银行风险的暴露在刺激政府信用扩张的同时，也加快了私人信用紧缩的到来，尤其体现在中小银行更相关的间接融资：1）银行信贷标准已经明显收紧，尤其是收紧商业地产、大中型企业和小企业的工商业贷款标准的银行占比快速上行（三季度分别68.3%、50.8%和49.2%），且接近疫情初期最高点（77.5%、71.2%和70.0%）；信用卡和住宅贷款的标准也有所收缩。2）工商业贷款绝对规模明显下滑（自3月以来下滑1.6%），同比增速接近0增长（9月最新同比0.7%），消费贷和住宅增速高位回落。

往后看，美国周期的主要关键节点为：今年底美联储接近加息尾声，紧信用仍在继续；超额储蓄明年初基本消耗完毕（《[美国居民没钱了？](#)》，我们测算明年二季度初）会逐步抑制消费，库存去化也要持续到明年二季度附近，因此美国经济或今年底和明年延续下行态势，但程度不至很深（居民资产负债表依然健康）。因此，市场预期明年下半年后美联储可能开启降息周期，届时信用周期重启企稳，推动补库周期的再度开启，或实现经济触底后的再复苏。

相比高利率下“薄弱环节”金融风险的暴露（今年以来美国中小银行问题已经多次验证政策可以有效兜底），当前美国周期面临的**最大风险反而来自非基本面因素导致的供给冲击**，例如油价如果再度意外大涨，可能使得成本驱动通胀二次走高，进而迫使货币政策“牺牲”增长的应对，这才是增长和金融市场的最大压力。具体来看，

► **库存周期：主动去库尚未结束，我们测算或持续至明年二季度。**美国本轮库存周期去年10月转为主动去库（全社会实际库存同步增速从去年10月的7%已回落至今年6月的2.2%，处于1998年以来38%分位数）。但受疫情后产能不足及供应链扰动等因素影响，各环节的去库进程存在结构性错位。分环节由快到慢，零售（除汽车）>零售>批发>制造。具体看，除纺织品、家具、电脑外设

等已经接近去库尾声，大多行业还在去库进程中。我们测算主动去库或持续到明年二季度，零售商最快（明年1月末）、批发商其次（一季度末）、制造商最慢（二季度末）。

► **地产周期：**当前处于底部，库存较低；但开启上行周期需要金融条件配合。当前美国看似强劲的新屋开工主要是受成屋低库存造成的补库需求影响，买家买不到合适的成屋，转为购买新屋，才导致新屋销售修复但成屋销售回落的局面（7月美国新屋销售折年数再度抬升至71.4万套，为2022年2月以来新高；但在房地产市场销售中占比九成的成屋销售7月回落至407万套，为去年末以来新低）。然而，伴随美债利率上行，此前利率回落的窗口期不再，美国抵押贷款固定利率再度超过前期高点（30年期抵押贷款固定利率8月末一度抬升至超7.2%，突破去年10月7.1%的）。高利率对未来地产销售的抑制依然显著，叠加居民储蓄和购买力下降，地产周期很难在宽松前开启（《[美国地产周期重启了吗？](#)》）。

► **投资周期：**局部有热点，整体仍在放缓。当前整体投资依然趋弱，但建筑相关投资一枝独秀，主要源于电子和电气等景气行业（《[从投资视角看美国产业链重构：美国再工业化系列研究（1）](#)》）。考虑到制造业建筑支出占GDP总非住宅固定资产投资的比例为5%左右，具有结构性特征，不一定能够逆转趋势。微观层面也是类似，美股二季度资本开支增速和绝对规模小幅提高，能源和交运的高增速仍然是疫情低基数导致，半导体及汽车增速的提升主要受政策驱动的再工业化影响，同样呈现了高度结构化的特征（《[从美股盈利看美国经济“滚动式”特征：美股2Q23业绩回顾](#)》）。

中国：“政策底”明显，但宽货币尚未传导至宽信用；实际库存不算低，中央财政和地产仍是关键

中国经济处于复苏早期，“政策底”已现，但关键问题仍在于速度斜率，信心有待强化。7月末政治局会议以来，国内政策不断加码，稳增长意图明显。不过，居民和企业信心仍有待修复，体现在投资和中长期信贷数据依然偏弱，“政策底”仍需要更多且“对症”的政策巩固。除了继续放松核心城市的地产

政策外，在私人部门预期较弱环境下，中央政府逆周期信用扩张在此之前可能更加有效。地产政策主要看一线城市，财政更大的意义在于“兜底”信用风险以降低风险溢价，促进宽信用开启（《[从信用周期看中美周期错位](#)》）。

继8月底央行调降MLF政策利率和LPR利率后，9月央行再度降准25bp。如果考虑到当前的经济潜在增速回落和通胀预期，流动性环境仍有宽松的必要和空间，降低融资成本是政策出路之一。往前看，四季度美联储加息和利率压力缓解有可能给国内政策提供更多宽松空间。（《[从中美错位看市场可能出路：2014 or 2019?](#)》）。

► **库存周期：**去库接近底部主要是价格因素贡献，弱需求下难大幅补库。虽然当前中国名义工业品库存增速已接近历史底部（截至7月，工企产成品库存同比1.6%），但剔除价格因素后的实际库存增速依然偏高（截至7月，扣除PPI的工企产成品实际库存同比仍达6%），说明表面上的低库存有很大价格因素。更重要的是，库存的最主要决定因素仍是需求，即便库存处于低位，但若没有需求的提振，那可能库存也会在底部徘徊较长时间的U型修复，类似于2012~2015年的情形。

► **地产周期：**二阶导企稳，但仍需看到更多政策效果。无论是出于不想简单“走老路”还是要为后续留出更多空间考虑，政策的推进步伐依然延续“循序渐进”思路且在力度上有所“保留”（例如，央行意外未下调5年期LPR；二套房首付比例调整仍由各个城市自行决定；存量贷款利率下调更多适用于二三线城市，北上等一线城市因此前发放按揭已经按照基准下调，因此影响较小等）。在上述政策支持下，地产销售和房价下滑的速度（二阶导）已经明显放缓，如高频30大中城市商品房销售和二手房挂牌出售价格指数等。但更大的修复仍需看到更多信号催化，尤其是一线城市存量房贷利率进一步调降、关键城市的二套房首付比例和按揭利率下调，甚至放开限购。近期一些核心二线城市陆续打开限购的后续效果，以及一线城市的政策进展值得密切关注。

► **投资周期：**高库存+产能利用率回落，投资周期仍在下行。近期信贷数据依然偏弱，8月私人部门信贷中短期贷款和票据融资是主要拉动，居民和企

业中长期贷款（与投资更相关）依旧疲弱。较高的实际库存和回落的产能利用率都意味着当前企业并没有进行资本开支的强烈意愿。8月，中国第二产业固定资产投资累计同比-11.5%，依然处于历史较低水平。这也部分解释了为什么宽货币下难以宽信用，以及信贷中企业中长期贷款的疲弱。

总结以上周期节奏，美国仍处于放缓通道，中国经济处于复苏早期，谈及中美周期共振可能有些太早。一方面，美国虽不至深度衰退，但增长大方向还是放缓，期待新的周期开启为时尚早，这是由其当前仍在收缩的金融和信用条件所决定的；另一方面，中国稳增长的确在不断发力，但到目前为止政策力度和实际效果还有待释放。往前看，中国在地产和财政等关键领域的发力固然可以加快这一进程的到来，美国库存周期见底并重新走向宽信用周期可能要等到明年二季度。

资产含义：海外和国内趋势性行情都仍需等待，四季度是关键窗口期；美国成长为主，中国结构优先

美国货币政策尾声、信贷紧缩、增长缓慢下行但不至于衰退等周期组合，意味着利率进一步冲高概率有限，但大幅下行空间尚未打开（我们测算4%为合理中枢，4.2~4.3%也已经计入了再度加息的空间）。这意味着大多海外资产在近期都难走出趋势性行情，四季度经济进一步放缓可能提供更好的配置机会。

- 1) 美债利率短期可能维持高位（短债难看到降息预期，长债难看到经济转弱）；
- 2) 美股盈利在“滚动式”放缓情况下盈利有支撑，深度调整风险不大，但估值偏高和流动性助力减少可能带来扰动。因此我们不建议追高，如果调整过多（我们测算金融流动性或对美股带来8~10%的回调压力），可以再度介入。
- 3) 催化黄金走势需要的衰退预期（实际利率下行）也仍需等待，短期持有机会成本较高。

对于中国市场，货币继续宽松、信贷仍待打开、经济局部回暖但总体依然偏弱的组合，意味着当前已达到“政策底”。在这种情况下，当前对大宗商品的交易无法证伪（供给有约束提供支撑）。但如果政策不发力或弱于预期，尚难打开基本面大幅修复的行情。股市层面仍以结构性机会为主，高分红+优质

成长+部分资源品(有供给约束的)可能是更好选择。如果政策推进超出预期,港股和顺周期板块或将出现较大弹性。

市场动态: 美国通胀如期反弹, 欧央行加息25bp; 欧美国债利率上行, 美元走高

► **资产表现: 大宗>股>债; 油价走高, 欧美国债利率上行。**美国8月整体CPI受油价和基数影响如期反弹, 核心通胀回落趋势不变, 美债利率和美元一度冲高后回落。油价和机票两项波动较大且联动性强, 目前判断持续走高依据不足, 因此此次数据也不足以改变9月FOMC大概率不加息的判断。8月零售同样受高油价影响, 整体环比增速超预期抬升, 但核心零售环比明显走弱, 并且6月和7月的初值数据也大幅下修, 美债利率冲高回落。欧央行宣布加息25bp, 同时上调明后年的核心通胀预期、下调未来三年GDP增长预期, 欧元走弱带动美元走高。

► **流动性: 隔夜逆回购使用量维持低位。**过去一周, OIS-SOFR利差回升至28bp, 美国高收益债和投资级债券信用利差均收窄; 衡量离岸美元流动性的指标上, 欧元、英镑与美元交叉互换走阔, 日元、瑞郎与美元交叉互换收窄。美国主要金融机构在美联储账上逆回购使用量有所回落, 当前使用量为1.4万亿美元/天。

► **情绪仓位: 布油维持超买区间, 美股净空头仓位减少。**过去一周, 超买超卖情绪上, 布油维持超买区间, 美欧日股市仍处于合理水平。投机性仓位方面, 美股投机性净空头仓位减少, 新兴市场投机性净多头仓位增加, 美元投机性净多头仓位增加, 黄金投机性净多头仓位减少, 10年美债净空头仓位增加, 2年美债净空头仓位减少。

► **资金流向: 债基、股基流入加速, 货基流入放缓。**过去一周, 债券型基金、股票型基金流入加速, 货币市场基金流入放缓。分市场看, 各主要市场股市中, 美国加速流入, 新兴市场加速流出, 日本转为流入, 发达欧洲转为流出。

► **基本面与政策: 美国整体CP及零售环比超预期抬升。8月美国CPI如期**

反弹，略超预期抬升。整体CPI同比增速受油价和基数影响，从3.2%升至3.67%，高于市场预期的3.6%；核心同比从4.7%降至4.3%，与预期一致。分项来看，油价贡献了绝大部分的整体通胀走高，机票环比也大涨4.9%（上个月-8.1%）。数据公布后，美债和美元一度冲高，但随后回落，表明本次数据非大幅超预期，此前各家预测也较为趋同。这次数据不足以改变美联储9月21日“等等看”的心态，所以9月不加息仍然是大概率事件。**8月美国零售环比超预期抬升。**整体环比0.6%（vs. 预期0.1%），核心零售（除餐饮服务、建筑材料、机动车与加油站的）环比回落至0.1%，但好于预期-0.1%。分项来看，加油站环比大增5.2%，为超预期主要原因。也导致了整体环比相比上个月 0.5%走高，但是扣掉油和其他非核心因素后，环比只有 0.1%，明显弱于上个月的 0.7%。而且，6和7月数据也大幅下修。

► **市场估值：美股估值等于增长和流动性合理水平。**当前标普500的18.6倍动态P/E等于名义利率和高收益债利差能够支撑的合理水平（~18.6倍）。

以上观点来自：2023年9月17日中金公司研究部已发布的《中美周期当前所处位置》

刘刚 分析员 SAC 执证编号：S0080512030003 SFC CE Ref: AVH867

李雨婕 分析员 SAC 执证编号：S0080523030005 SFC CE Ref: BRG962

杨萱庭 联系人 SAC 执证编号：S0080122080405

专题聚焦

印度经济：新形势下的多维视角透析

新形势下，全球经济格局深刻变革，市场对印度的关注度与日俱增。本篇报告中，我们从经济禀赋、产业政策、货币财政、国际合作、金融市场五个方面对印度发展潜力进行分析。结果显示，印度最大的优势是人口正在进入红利期，近几年政府通过产业政策加大对制造业支持，有助于其更好融入全球制造产业链。与此同时，印度加强与西方的科技合作，加快国内体制改革，经济增长潜能得到释放。但另一方面，印度女性劳动参与率低，基础设施、营商环境短板突出，土地制度制约规模发展，资本市场估值偏高，这些因素使得投资印度也并非那么容易。

► **资源禀赋方面**，印度年轻人口数量众多，劳动力成本相对较低，英语的普及率较高（与境外交流比较便利），这些是促进经济增长、吸引外商投资的有利因素。但印度女性劳动参与率低，整体受教育水平不足，加上营商环境不确定性，交通基建、物流和电力供应等短板突出，使得在印度投资也面临不少风险和挑战。

► **产业政策方面**，长期以来印度的比较优势聚焦于服务业，其服务业贸易持续顺差、制造业持续逆差。近几年来，印度政府加大对制造业发展的支持，服装、手机等产业链承接转移，数字经济领域加快发展。几十年来制约制造业规模效应的劳动力与中小企业制度得到修正，资源配置效率有所改善。

► **货币财政方面**，印度也试着大力解决一些遗留难题，如2016年的“废钞运动”。印度在解决通胀方面也较此前取得进展，但通胀仍受国内粮食生产及油价等输入性因素影响较大。印度财政具有央地分权特征，地方政府存在结构性赤字问题，近年来印度政府增加对资本性支出的投入，这有助于提升长期生产率。

► **国际合作方面**，印度加强对外技术合作，近年来在半导体、人工智能、量子网络、6G等科技领域与西方国家的合作明显增多。这些合作有助于促进印

度供应链发展，加速技术创新，提高经济增长潜能。尽管如此，印度联邦体制下中央与地方关系仍使得投资印度面临诸多风险与不确定性。

► **金融市场方面**，印度股市的良好表现一方面得益于持续的经济增长，另一方面也是资本市场不断改革、有效监管的结果，但印度股市估值水平偏高。



以上观点来自：2023年9月19日中金公司研究部、中金研究院联合发布的《印度经济：新形势下的多维视角透析》

刘政宁 分析员 SAC 执证编号：S0080520080007 SFC CE Ref: BRF443

吴婷 分析员 SAC 执证编号：S0080520120008

肖捷文 分析员 SAC 执证编号：S0080523060021

张蕾 联系人 SAC 执证编号：S0080122080210

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

附：一周主要研报回顾

宏观

- 2023.9.18 海外宏观周报：前瞻：美国利率或还有向上空间
- 2023.9.18 中国图说中国宏观周报：积极财政底色渐显——前8月财政收支数据点评
- 2023.9.18 其他宏观专题报告：印度经济：新形势下的多维视角透析
- 2023.9.21 海外央行观察：美国利率或长期停留高位
- 2023.9.22 海外宏观专题报告：三论美债利率的顶：自然利率视角

策略及大宗商品

- 2023.9.20 大宗商品：黑色金属：需求逆风中的结构亮点
- 2023.9.21 海外策略：9月FOMC：加息渐止，降息还远
- 2023.9.23 全球资金流向监测：南北向资金均转为流入

固定收益

- 2023.9.18 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2023.9.18 中资美元债周报：通胀韧性较强，远洋宣布美元债展期
- 2023.9.18 专题研究：从几个核心问题回望日本当年该如何避免失落——历史启示系列
- 2023.9.18 招投标备忘录：国开债23年第7、8、11期增发——利率债招标分析
- 2023.9.19 简评：九典转02上市定价分析
- 2023.9.19 专题研究：中上游整体转弱——债券发行人2023年半年报点评
- 2023.9.19 招投标备忘录：付息国债23年第16、18期续发，农发债23年第10期增发、第21期新发——利率债招标分析
- 2023.9.20 简评：宇邦转债上市定价分析
- 2023.9.20 专题研究：经营持续承压下筹资有所恢复，流动性压力仍存——城投债券发行人2023年半年报点评
- 2023.9.20 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2023.9.20 简评：运机转债投资价值分析
- 2023.9.20 招投标备忘录：国开债23年第13、15期增发——利率债招标分析
- 2023.9.21 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2023.9.21 招投标备忘录：贴现国债23年第59、60期新发，付息国债23年第20、21期新发——利率债招标分析
- 2023.9.21 专题研究：债券分析框架的新变化以及投资策略的以不变应万变——中金固收新趋势系列
- 2023.9.22 简评：境内机构大幅增持，境外机构延续减持——2023年8月中债登、上清所债券托管数据点评
- 2023.9.23 信用债收益率跟踪周报：理财规模继续小幅回落

2023.9.23 简评：经济补库存延续，地产回升仍偏弱——中金固收高频数据跟踪
 2023.9.23 深度研究：中美利差分化延续，中国债市补降牛未尽——四季度经济及国内外债市展望

行业

2023.9.18 传媒互联网：8月电商数据：线上实物零售持续显示韧性
 2023.9.18 交通运输物流：航空：8月客座率创年内新高
 2023.9.18 汽车及零部件：特斯拉或推超大铸件，一体压铸技术再迎迭代
 2023.9.18 基础材料：8月：水泥量价触底，玻璃需求边际好转
 2023.9.18 主题研究：光伏热场报价探涨，关注盈利拐点
 2023.9.18 有色金属：稀土永磁：1H23业绩有所分化，需求复苏驱动磁材企业迎来业绩拐点
 2023.9.18 公募洞察系列：1H23资管业务六大观察：转型加速
 2023.9.19 软件及服务：电力现货市场：从试点探索迈向统一推进
 2023.9.19 不动产与空间服务：周评#358：上周推盘走高，新房环比转增
 2023.9.19 公用事业：电力现货市场规则出台，提升资源配置效率
 2023.9.19 家电及相关：空调内销体现基数压力，8月出口增长提速
 2023.9.20 煤炭：煤炭供给结构性趋紧：印尼视角
 2023.9.20 建材：水泥旺季前瞻：行业有望走出景气低谷
 2023.9.20 半导体：中金看海外 主题 | 半导体设备系列三：工业皇冠上的明珠，光刻机及其零部件
 2023.9.21 汽车及零部件：传统合资或终结，创新合作开新篇章
 2023.9.21 银行：区域行观察：一揽子化债方案追踪
 2023.9.21 软件及服务：美股IaaS公司业绩梳理：收入增速环比企稳，AI商业化落地稳步推进
 2023.9.21 公用事业：8月逆变器出口量降幅收窄，看好9月伴随库存去化需求改善
 2023.9.21 传媒互联网：OTA和网约车月报：暑期旅游热度延续
 2023.9.21 传媒互联网：OTA平台2Q23回顾与展望：持续超预期
 2023.9.21 农业：生猪观点更新：资金边际趋紧叠加猪价旺季不旺，产能或加速去化
 2023.9.21 化工：公开征求意见稿已出，政策约束下三代制冷剂有望迎来长周期盈利上行
 2023.9.22 工业：光伏前沿研究八：把握光伏电池技术迭代带来的全产业链变革
 2023.9.22 化工：俄罗斯限制油出口，加剧全球油品供需紧张
 2023.9.22 科技：通信网络与云端基础设施共振，云手机迎质变时刻
 2023.9.22 汽车及零部件：重卡跟踪月报：8月销量略超市场预期，出口仍具韧性
 2023.9.22 金融：保险公募渠道降费，财富管理机构的可能影响与发展选择
 2023.9.23 化工：出口回暖，关注出口占比高的化工子行业

2023.9.23 不动产与空间服务：新政下北京楼市小幅回暖，政策或将再发力
2023.9.24 机械：关注制造业复苏与新能源新技术变革



法律声明

本文章由中金研究院基于公开信息及/或中国国际金融股份有限公司已发布的研究报告（以下简称“研究报告”）制作而成。中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下合称“中金公司”）对这些信息及观点的真实性、准确性、时效性及完整性不作任何保证。

本文章仅摘编研究报告的部分观点，贵方如使用本文章所载观点，有可能会因缺乏对完整报告的了解或缺乏相关的解读而对其中的信息、观点、判断等内容产生理解上的歧义。贵方如使用本文章，须寻求专业顾问的指导及解读。

本文章中的信息、意见等均仅供贵方参考之用，其中的信息或观点不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见在任何时候均不构成对任何人的具有针对性的、指导具体投资的操作意见。贵方应当对本文章中的信息和意见进行评估，根据自身情况自主做出决策并自行承担风险。对依据或者使用本文章所造成的任何后果及风险，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本文章所载意见、评估及预测为研究报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司研究部可能会发出与本文章所载意见、评估及预测不一致的研究报告。中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本文章意见不一致的市场评论和/或观点。

本文章不构成任何合同或承诺的基础，中金公司不因任何单纯接收、阅读本文章的行为而将接收人视为中金公司的客户。

本文章的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、转载、翻版、复制、刊登、发表、修改、仿制或引用。

如有进一步需求，请联系：

赵 扬 yang.zhao@cicc.com.cn

薛皓月 haoyue.xue@cicc.com.cn

伍曼玮 manwei.wu@cicc.com.cn