

印度黎明前的黑暗

國際
視野Pierre Gave
GaveKal 亞洲區
研究部主管

正如經常閱讀本欄的讀者注意到，我的確傾向於寫有關中國的文章。畢竟，在後雷曼時代，直至目前為止，中國的確有其可取之處。嘗試了解中國下一步往何處走，是有意義的。

正如我上周試圖爭辯，我們相信，中國無疑面臨着一些短期的周期性挑戰，但其長期潛力仍然非常有吸引力。但其他亞洲強國又如何？如果中國慢下腳步，印度會否取而代之？若從最近的发展來判斷，這個可能性看來不大。

事實上，最近，一些可怕的消息正源源不絕地從印度次大陸發出。當印度總理辛格轉軸，聲稱向外資進一步開放印度的零售業時，印度 SENSEX 指數（「孟買敏感 30 指數」）卻在幾日內大跌 1000 點，令他非常尷尬。

經濟急轉弱 投資價值受質疑

同時，印度商務部亦承認，由於「分類等錯誤」，將該國 4 月至 11 月的出口值高估了 90 億美元（約 4.5%）。上周一，印度公布的 10 月份工業生產數據，亦按年下跌 5.1%，令人相當失望，遠遜於市場預期的按年下跌 0.7%，以及 9 月份的按年增長 2%。

這些壞消息已經反映在印度盧比（Rupee）的匯價上。自今年 8 月以來，盧比兌美元已經大跌了 21%，幾乎及得上 2008 年底的 23% 跌幅。

過去 10 年一直保持強勁增長的印度經濟突然轉弱，令人禁不住提出兩個重要的問題。首先，印度的結構性經濟增長，甚至整個新興市場的經濟增長，是否有被誇大之嫌？其次，現在是否應該賣掉印度股票？

當印度本國的投資者紛紛逃離股市時，有些外國投資者仍然對它不離不棄，第二個問題對他們就很切身。印度股市往往傾向比區內同等國家的股市享有溢價。這是因為，在亞洲的發展中國家



之中，印度的資本市場是迄今為止深度最大、最為發達的。

至於經濟結構方面，印度有很多有利的基本因素，例如高儲蓄率、年輕的人口結構等。但是，它亦面對着顯著的困難，這將令未來 5 年的經濟增長，難以和 2003 年至 2008 年間相比。

土地分配糟糕 窒礙製造業

土地分配弄得一團糟，這使得基礎建設項目和發展製造業中心變得既困難又昂貴。此外，該國仍然缺乏熟手技工，以及被僵化的勞動法例困擾。該國的農村就業保障計劃，令城市出現勞工短缺和工資大幅上升，最終令製造業難以超越其現時在經濟中所佔的低比重（16%）。

零售業改革失敗，表明了直至下屆選舉之後，克服有關障礙的政治意願將不再存在。總體來說，我們認為，印度的結構性經濟增長長遠還是好的。但在未來 12 個月，聽到的可能都是壞消息。

增長放緩通脹高企 政策陷兩難

在短期內，印股投資者最關心的，是該國的資金流動性問題。印度的經濟增長正在放緩，但是否放鬆銀根，卻仍然不能肯定。

儘管官方利率已大幅提高，但該國的整體通脹率一直維持在 9% 以上，幾近兩年。印度的主要進口商品（石油和煤等）的價格亦居高不下。經濟增長放緩顯示，印度央行（RBI）應該放鬆銀根。但持續的高通脹又意味着，它難以這樣做。

不過，印度仍有相當大的空間在未來兩季放鬆銀根。印度的銀根緊縮有其季節性因素。在 1 月至 3 月，該國國民到期支付利息時，就是銀根最

儘管利率已大幅提高，印度通脹卻一直高企，與此同時，當地經濟顯著放緩。在這兩難的局面下，印度央行不能隨便放鬆銀根。圖為當地人在印度央行總部外走過。（資料圖片）

緊的時期。但在第 2 季，流動性問題就會戲劇性地大幅改善。

若通脹在未來幾個月顯著改善，印度央行可能會有空間去放鬆銀根。再結合第二季的季節性因素，這將可以令該國股市強勁反彈。

另一個因素是世界性的經濟增長放緩，尤其是中國。這對印度來說，卻可能是好事。因為印度的經濟並不是出口導向型，所以，全球進口減少對它的影響，遠遠低於對東亞的出口導向型經濟體的影響（印度的經常帳長期出現赤字，主要是因為需要大量進口石油）。

中國減速 有助印度改善財政

正如我們上星期所說，若中國接受明年的經濟增長放緩至 7% 至 8%，而不推出大規模的刺激經濟計劃，油價是有可能下跌的。這將會令印度的經常帳赤字消失、游資增加，以及消費意欲改善。在這種情況下，我們現時看到的，正是黎明前的黑暗，而非惡性循環的開始。

正面的信號乃是減息、以批發物價指數（WPI）計算的通脹下降，以及隨之而來的 GDP（國內生產總值）增長穩定下來。天性樂觀的投資者可以做好準備，挑選出最受惠於周期性和低利率的股票，當風向轉變時，即入市購買。這些股票中有很多正以相對歷史平均水平的大折讓來交易。

減息空間出現 可受惠股票

要做足防風險措施，可以沽空印度的 NIFTY 指數（Standard & Poor's CRISIL NSE Index 50），後者的入場費亦相當廉宜，這會較沽出印度股票好。