

# 全球资产量化：印度市场长短期趋势因素梳理

2024年05月13日

➤ **印度人口有着高基数、快增长的特点。**印度的年龄结构显示出年轻人口占比较高，这为印度的经济发展提供了巨大的潜力。与中国横向对比来看，印度当前的人口结构与中国 1995 年左右的人口结构相类似。

➤ **印度 2023 财年 GDP 超越英国成为世界第五大经济体。**印度自 1991 年改革以来，开始了 30 多年经济的持续快速增长。在 2021 财年受到疫情引发的经济收缩后，印度经济连续两年录得超过 7% 的增长，并且预计在 2024 财年第三次实现这一增长率。

➤ **从三大产业结构来看印度经济，服务业则是印度经济发展的最主要驱动力。**工业取得一定发展但制造业仍相对薄弱，信息技术和 IT 外包服务，在全球范围内建立了印度作为服务提供国的声誉。

➤ **从三驾马车来看，印度经济主要以消费驱动。**私人消费占 GDP 比重约 60%，投资大致占 30%，对外贸易长期处于赤字状态。

➤ **印度面临着三高的问题：高财政赤字、高贸易赤字、高通货膨胀。**高财政赤字导致政府只能通过制造高通胀来维持政府债务的可持续性；高通胀现象扭曲了投资和储蓄行为；长期的经常项目赤字，意味着印度依赖外资流入维持本国投资增长，从而加大了印度受到国际金融冲击的风险。

➤ **印度股票市场成熟，为世界第四大股票市场。**印度主要股指近年来表现强势；行业分布来看金融服务、信息科技占比最高；2020 年以来，印度中小盘风格表现明显强于大盘；自由流通市值视角下，当前印度外资持股比例最高。

## ➤ 印度证券市场核心趋势：

- **大金融：家庭储蓄加速流入股市。**印度共同基金仍处于快速扩容阶段，大量的增量资金持续进入印度股票市场。
- **大消费：中产增多消费前景广阔。**可支配收入的快速提高与中产阶级的崛起使得印度极具成为消费大国的潜力。
- **大基建：政府资本开支迅速增长。**印度中央政府资本开支 2021 财年-2024 财年年均复合增长率达 32.91%。印度中央政府 2024-2025 财年的资本开支预算预计同比增长 11.1%，占 GDP 的 3.4%。

## ➤ 印度证券市场量化逻辑验证：

- **印度指数的收益来源是什么？**当前印度大盘股主要收益来自盈利增长，中小盘则从估值提升中获取收益。
- **印度大小盘是否有轮动效应？**印度有着平均 5-7 年左右的大小盘轮动周期，当前或处于小盘切大盘的时间点。
- **分歧度流动性指标对印度是否有效？**分歧度流动性指标能够对印度市场进行有效划分，主要需要规避分歧度↑流动性↑象限。
- **外资对印度市场影响多大？**外资净流入可以解释 NIFTY 50 指数约 30% 的月度收益率波动，日频的外资动向是判断印度市场走向的较好工具。

➤ **风险提示：**量化模型基于历史数据，市场未来可能发生变化，策略模型有失效可能；模型采用的样本数据有限，存在样本不足以代表整体市场的风险。海外政策超预期、地缘政治发展超预期会放大经济和金融市场波动，产生较大偏差。



### 分析师 叶尔乐

执业证书：S0100522110002

邮箱：yeerle@mszq.com

### 研究助理 祝子涵

执业证书：S0100123030018

邮箱：zhuzihan@mszq.com

### 相关研究

1. 量化周报：市场处于一致上涨状态-2024/05/12
2. 量化分析报告：2024 年一季报行业个股超预期扫描-2024/05/07
3. 量化专题报告：深入价值之路：量化刻画“护城河”与安全边际-2024/05/06
4. 资产配置月报：五月配置视点：解析新质生产力指数-2024/05/06
5. 量化周报：量价特征向有利环境变化-2024/05/05

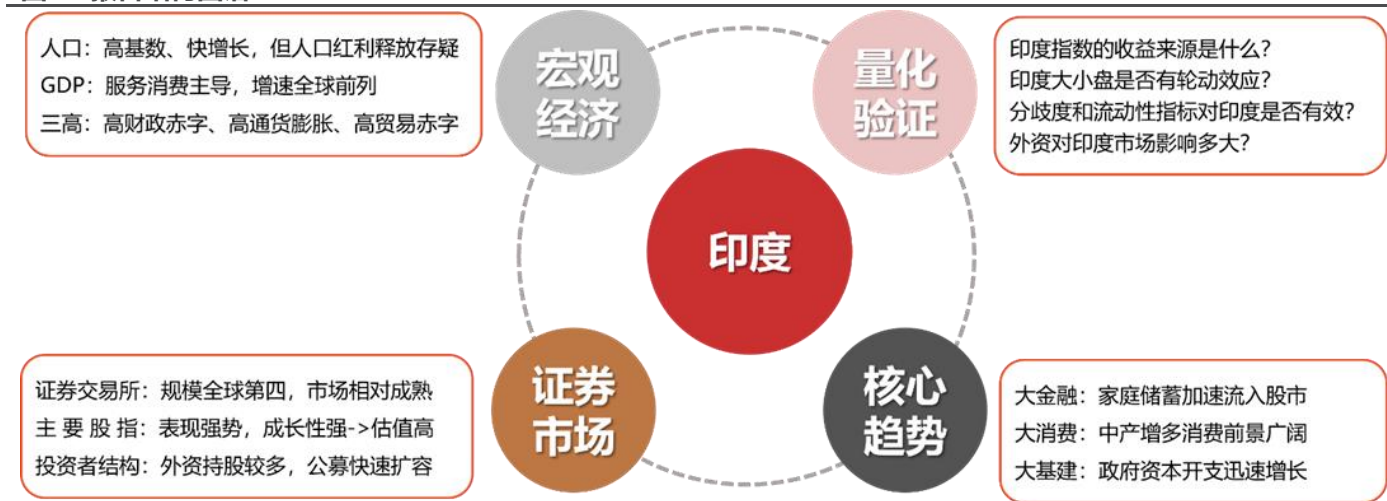
# 目录

<b>1 宏观视角下印度经济的主要特征</b>	<b>3</b>
1.1 印度人口：高基数、快增长，但人口红利释放存疑	3
1.2 印度 GDP：服务消费主导，增速全球前列	5
1.3 印度的三高：高财政赤字、高通货膨胀、高贸易赤字	9
<b>2 印度证券市场：基本概况</b>	<b>11</b>
2.1 印度证券交易所	11
2.2 印度主要股指	11
2.3 印度投资者结构	14
<b>3 印度证券市场：核心趋势</b>	<b>16</b>
3.1 大金融：家庭储蓄加速流入股市	16
3.2 大消费：中产增多消费前景广阔	17
3.3 大基建：政府资本开支迅速增长	18
<b>4 印度证券市场：量化逻辑验证</b>	<b>20</b>
4.1 印度指数的收益来源是什么？	20
4.2 印度大小盘是否存在轮动效应？	21
4.3 分歧度流动性指标对印度是否有效？	22
4.4 外资对印度市场影响多大？	25
<b>5 总结</b>	<b>27</b>
<b>6 风险提示</b>	<b>28</b>
<b>插图目录</b>	<b>29</b>
<b>表格目录</b>	<b>30</b>

# 1 宏观视角下印度经济的主要特征

印度主要股指长期较好的表现，引发全球投资者对印度股市增长核心动力的关注。本文从宏观经济的总量与结构开始，逐步向下延伸至证券市场的微观结构与核心趋势，最后用量化方法对印度市场进行刻画和判断，以相对全面的视角揭示一个真实的印度市场。

图1：报告结构图谱

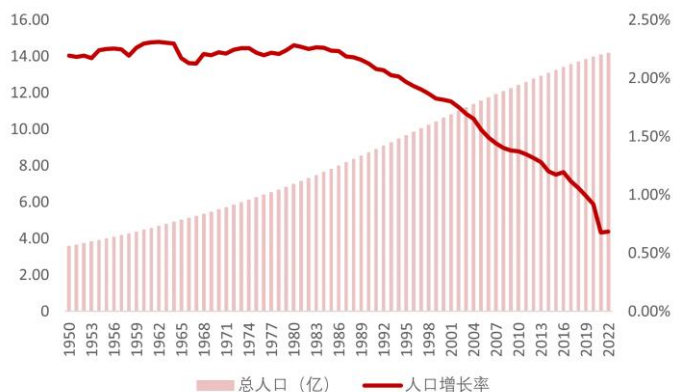


资料来源：民生证券研究院绘制

## 1.1 印度人口：高基数、快增长，但人口红利释放存疑

印度人口有着高基数、快速增长的特点。人口既是核心的劳动要素，也是重要的消费动力，是评估一个国家长期经济潜力的重要指标。联合国数据显示 2022 年印度总人口达 14.17 亿人，根据推算 2023 年已超过中国成为世界上人口最多的国家。2022 年印度人口增长率为 0.69%（联合国预测 2023 年印度人口增长率为 0.92%），虽然不断减缓，但是相较于许多其他国家（中国-0.01%，美国 0.47%），其人口仍在快速增长。

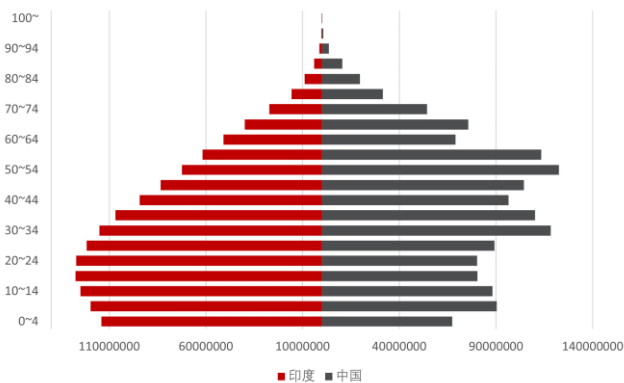
图2：印度的人口结构



资料来源：《2022 Revision of World Population Prospects》，民生证券研究院

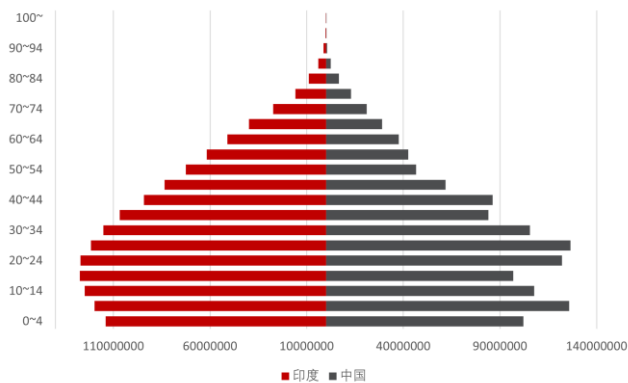
印度的年龄结构显示印度年轻人口占比较高，这为印度的经济发展提供了巨大的潜力。当前印度30岁以下人口占比51.8%（中国为34.8%），超过人口总数的一半；而65岁及以上的人口占比仅为4.1%（中国为8.4%）。印度15-64岁处于劳动年龄的人口占比67.8%，略低于中国的69.0%，但是受益于印度更为年轻的人口结构，这一比例有望进一步提升。与中国横向对比来看，印度当前的人口结构与中国1995年左右的人口结构相类似。

图3：2022年印度与2022年中国人口年龄结构对比



资料来源：《2022 Revision of World Population Prospects》，民生证券研究院

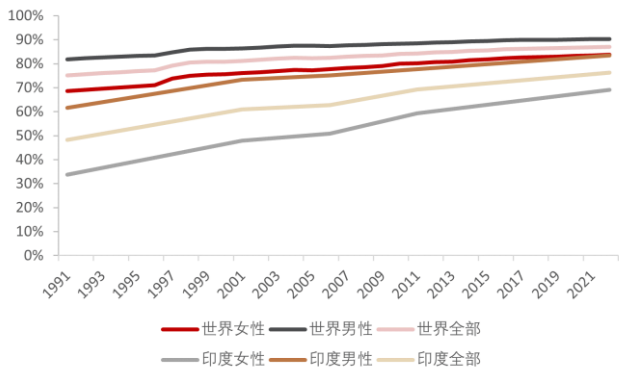
图4：2022年印度与1995年中国人口年龄结构对比



资料来源：《2022 Revision of World Population Prospects》，民生证券研究院

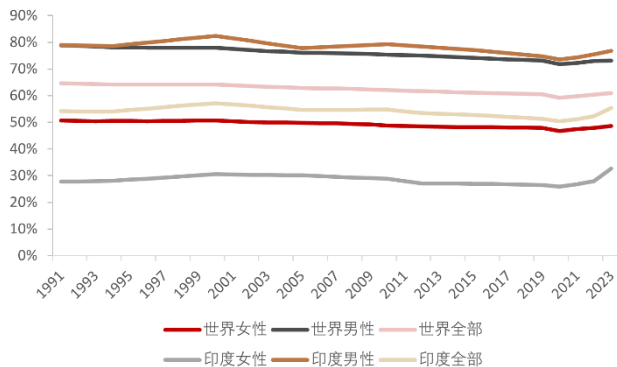
印度人口高基数、快增长的特点与印度年轻的人口结构虽为印度带来巨大的人口红利，但同时也令印度面临诸多挑战。年轻人口不断进入就业市场为印度提供丰富的廉价劳动力，这将为印度带来巨大的竞争优势。人口红利在无疑对印度经济起到强力推动的同时，其持续性也是印度政府需要重点关注的问题，尤其是教育质量的提高与配套基建的推进。劳动年龄人口是否具有相应的劳动能力，社会能否提供相应足够的就业机会，都将影响印度的人口增长将会转换为人口红利还是人口负担。国家信息中心经济预测部的报告《关于印度人口红利的研判分析》中提到，受产业结构、人口综合素质、社会文化和性别歧视等多重因素影响，印度大概率将错过人口红利窗口期，“空有人口、难有红利”。

图5：印度成年人口识字率与世界平均对比



资料来源：World Bank, 民生证券研究院

图6：印度劳动参与率（分性别）与世界平均对比



资料来源：World Bank, 民生证券研究院

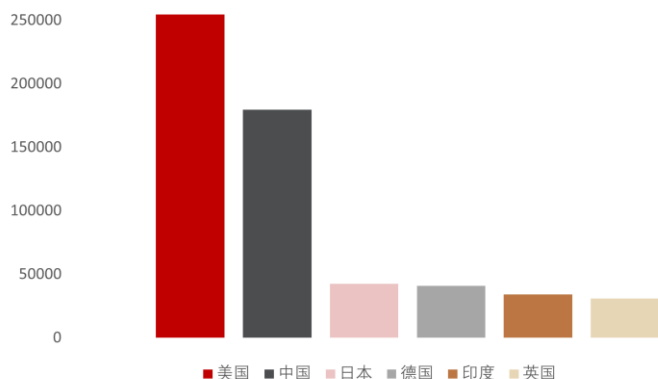
## 1.2 印度 GDP：服务消费主导，增速全球前列

### 1.2.1 GDP 整体概况

印度财年受其英国殖民历史的影响，与许多其他国家计算不同，其开始于每年的4月1日并结束于次年的3月31日。例如2022-2023财年时间范围是2022年4月1日至2023年3月31日，通常也简记为2023财年或FY23 (Fiscal Year 2023)。

印度2022-2023财年名义GDP约为272万亿卢比，按年平均汇率折算约为3.42万亿美元，实际GDP增速约为7.24%，使得印度超越英国成为世界第五大经济体。印度财政部在2024年1月29日发布的《The Indian Economy—A Review》中表示预计印度将在未来三年内GDP达到5万亿美元，成为世界第三大经济体，未来几年的GDP增速均会在7%以上。

图7：2022年全球主要经济体GDP（单位：亿美元）



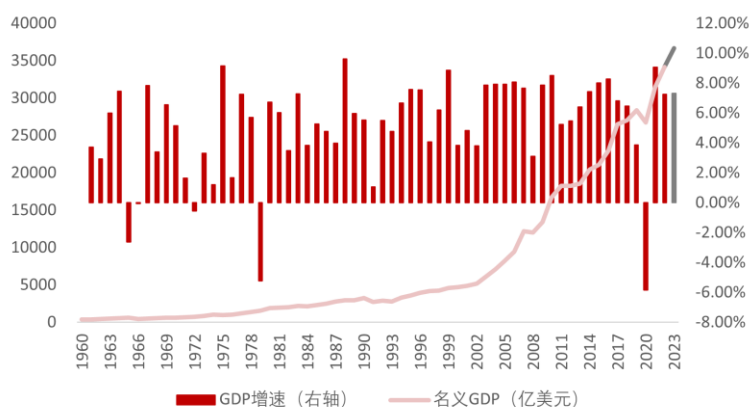
资料来源：World Bank, 民生证券研究院

自1991年面临国际收支危机以来，印度启动了一系列市场化和全球化的经济改革措施，这标志着30多年来经济持续增长的开始。印度在20世纪50年代到80年代期间饱受印度式增长速度 (Hindu Rate of Growth) 困扰，在这一时

期，印度的年均 GDP 增长率大约为 3.5%。从 1991 年国际收支危机后，印度开始进行深刻的经济改革，包括自由化、私有化和全球化等措施，经济增长率因此显著提高。尽管东亚金融危机和 2008 年全球金融危机期间增长速度有所减缓，但经济仍保持增长，直至 2021 财年才出现经济的暂时衰退。

**在 2021 财年经济收缩后，印度经济连续两年录得超过 7% 的增长，并且预计在 2024 财年第三次实现这一增长率。**在本财政年度前半段，印度经济的实际增长率达到了 7.7%，基于下半年历史增长模式，全年增长率甚至可能超过印度储备银行 (RBI) 预测的 7%。根据印度国家统计局的首次预估，2024 财年印度的实际 GDP 增长率将达到 7.3%，这一数字超过了多家国内外机构的预测 (IMF 预测 6.7%)。

**图8：印度名义 GDP 及增速**

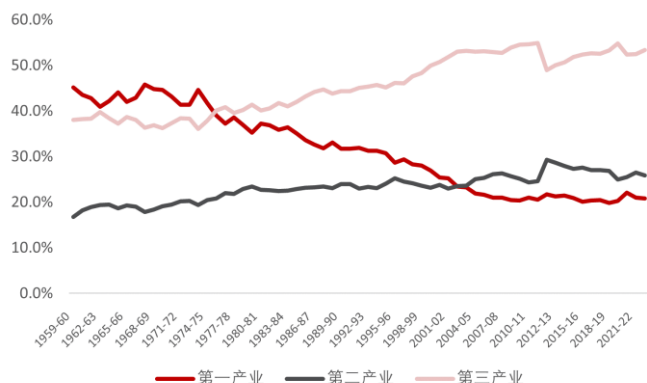


资料来源：World Bank，民生证券研究院，注：灰色标注的 2023 财年为印度国家统计局首次预估值

## 1.2.2 印度的经济结构

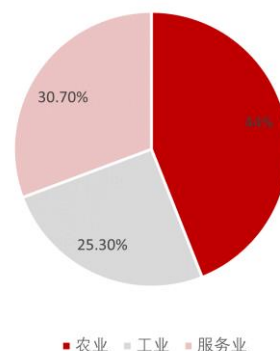
从三大产业结构来看印度经济，1991 年改革以来，印度农业产值比重不断下降，工业取得一定发展但制造业仍相对薄弱，服务业则是印度经济发展的最主要驱动力。在经济自由化之前，第一产业是印度经济的主要支柱，占 GDP 的比重较高。自 1991 年以来，尽管农业产值持续增长，但因为其他产业特别是服务业的快速增长，其在 GDP 中的比重却逐渐下降。印度的工业部门实现了一定程度的增长和现代化，政府对外资的开放和对制造业的支持推动了这一部门的发展，但是制造业仍相对薄弱。服务业是印度经济增长的主要驱动力，其在 GDP 中的比重显著增加，在全球范围内建立了印度作为服务提供国的声誉。2021 年三大产业吸纳的就业人口占比分别为农业 44%，工业 25.3%，服务业 30.7%。

图9：印度三大产业结构变化



资料来源：Reserve Bank of India, 民生证券研究院, 注：2013-14 财年印度第二、三产业权重变化原因是国民核算方式的调整

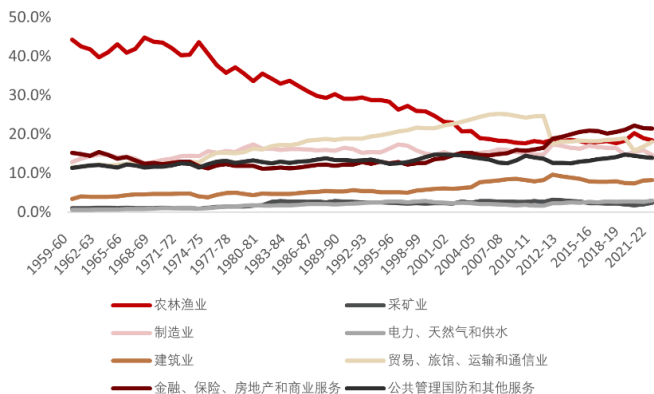
图10：印度三大产业吸纳就业人口比例



资料来源：World Bank, 民生证券研究院

自 1991 年经济改革以来，在推动经济增长方面，服务业和建筑业的贡献日益增加，而制造业的比重则经历了持续的波动，时而出现下降。第二产业内部，尽管印度有着相对廉价和充裕的劳动力，并且政府推出了“Made in India”等倡议以促进制造业发展，但由于制造业面临着全球竞争压力、生产效率较低、基础设施不足等问题，制造业在印度经济中的比重经历了波动，甚至时而呈现出下降趋势。要实现制造业的持续增长和提高其在经济中的比重，仍需解决这些结构性问题。

图11：印度经济结构变化-细分行业

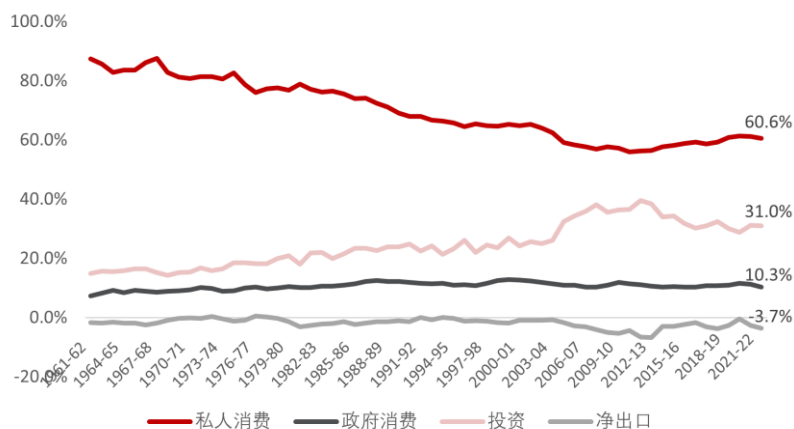


资料来源：Reserve Bank of India, 民生证券研究院

自 1991 年实施经济改革以来，印度选择将服务业，尤其是信息服务业，作为其发展的重点产业。国际收支危机的背景下，资金的短缺使得印度难以在改革初期提供较多的基础设施投资，因此难以走大规模工业化的道路。与制造业和其他重资本行业相比，服务业特别是信息服务业的初始投资相对较低；随着全球化的加深和信息技术的快速发展，国际市场对信息服务业，包括软件开发、IT 咨询和业务流程外包的需求大幅增加，印度凭借英语语言优势和丰富的技术人才池，成功定位自己为全球信息服务业的主要提供国。

### 1.2.3 消费、投资、进出口

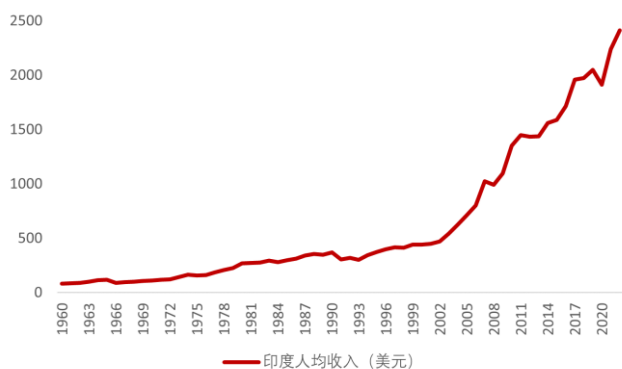
图12：印度的消费、投资与净出口



资料来源：Reserve Bank of India, 民生证券研究院

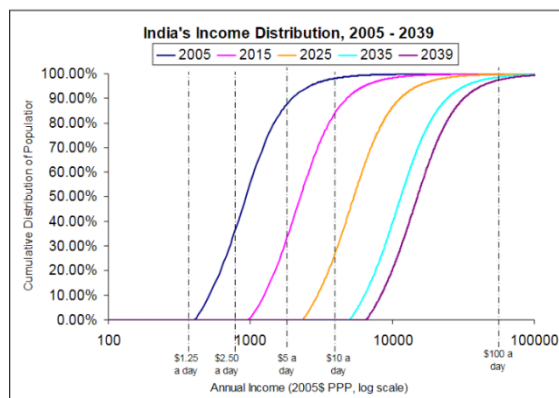
印度是一个以消费驱动的经济体，这一点从私人消费在 GDP 中占 60% 的贡献中得到体现。印度经济在过去十年中显示出强劲的 GDP 增长和人口优势，这使得印度人均收入有显著提升，世界银行数据显示印度人均收入在 2019 年便超过 2000 美元，并预计未来将继续快速增长。OECD 预计 2030 年超过 65% 的印度人口将被归类为“中产阶级”及更高，将是 2019 年的两倍以上。年轻且庞大的人口加上快速增长的收入，使得印度消费成为全球投资领域中最引人注目的叙事之一。

图13：印度人均收入



资料来源：wind, 民生证券研究院

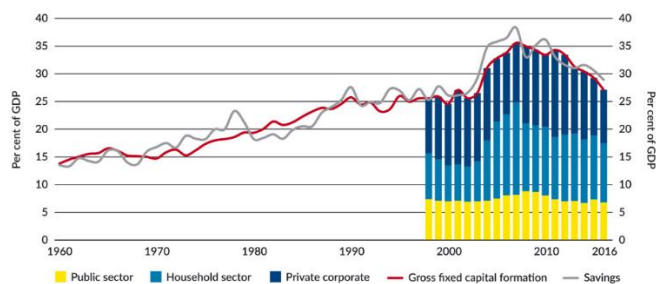
图14：印度人均收入分布预测



资料来源：OECD, 民生证券研究院

要未来几十年实现高增长，印度需要维持强劲的投资。在早期阶段，国内储蓄的增加为投资提供了主要的资金来源，而在后期，随着全球化的深入和国际资本的流动性增强，国外资本流入开始在资金来源中占据更重要的位置。在 1991 年到 2008 年期间，印度的投资率从 20% 急剧上升到大约 35%，尽管之后有所回落，但仍保持在 30% 的水平。深入分析投资资金的来源显示，2007 年之前，投资率的增长主要得益于储蓄率的提升；而 2007 年以后，印度外国直接投资占 GDP 的比重中枢则出现明显上移。

图15: 印度投资率和储蓄率的变化



资料来源: 澳大利亚外交与贸易部, 民生证券研究院

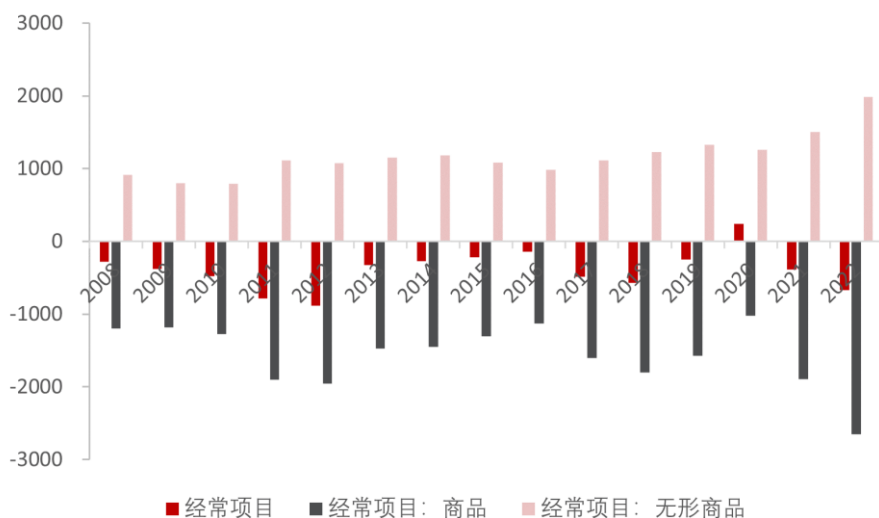
图16: 印度外国直接投资净流入占 GDP 百分比 (%)



资料来源: wind, 民生证券研究院

**印度长期处于贸易逆差的状态。**印度的贸易逆差应该从两个层面来看, 首先是印度作为信息服务业的主要提供国, 其囊括服务的无形商品出口一项长期为正。但是因为印度制造业整体偏弱, 商品出口竞争力不强, 加上能源方面的资源禀赋不足, 需要大量进口石油天然气等资源, 出口的商品项长期处于逆差状态。由于商品项的逆差大于无形商品的净出口, 所以印度整体呈现贸易逆差的状态。

图17: 印度经常项目 (单位: 百万美元)



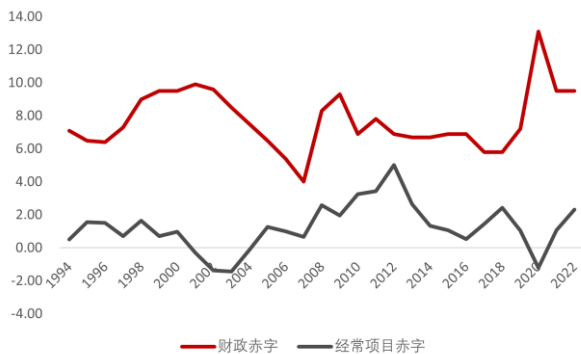
资料来源: wind, 民生证券研究院

### 1.3 印度的三高: 高财政赤字、高通货膨胀、高贸易赤字

从宏观经济的角度来看, 印度当前面临着“三高”的问题: 高财政赤字、高通货膨胀、高贸易赤字。印度长期实施扩张性财政政策, 2000 年到 2022 年财政赤字率平均为 7.75%, 远超其他新兴经济体财政赤字率 (中国 2023 年财政赤字率 3.8%); 高财政赤字使得印度政府需要一定的通胀来维持自身债务的可持续性, 从印度的货币政策也可以看出这一点: 印度 2016 年开始采用通胀目标制作为货币政策框架, 其通胀目标为 4%, 容忍区间为 2%-6%。高通胀现象扭曲了投资和储蓄行为, 从而会对经济长期的增长潜力产生负面影响。长期的贸易赤字, 意味着印度

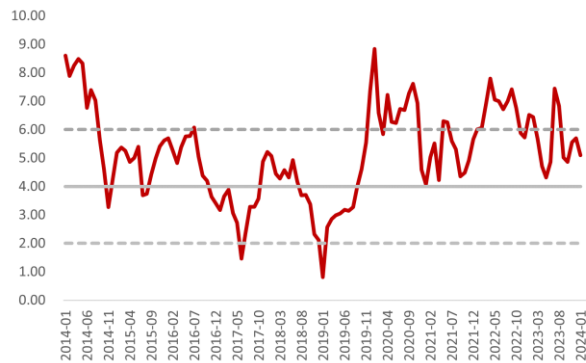
严重依赖外资流入来维持本国投资增长，从而加大了印度受到国际金融冲击的风险。

图18: 财政赤字与经常项目赤字 (% of GDP)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图19: 印度 CPI 同比 (%)

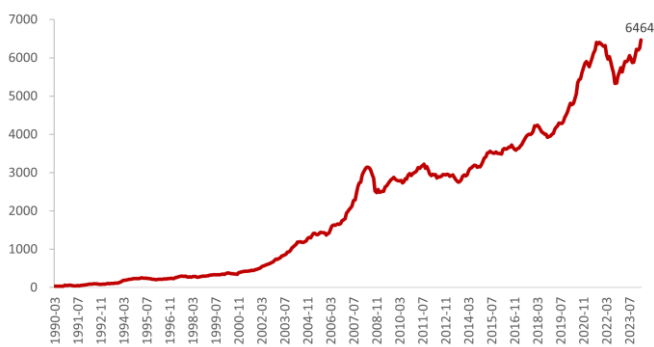


资料来源: wind, 民生证券研究院, 注: 印度通胀目标值为 4%, 合意区间为 2%-6%。

为增加应对外部冲击的能力，印度在过去 20 年间积累了大量的外汇储备。

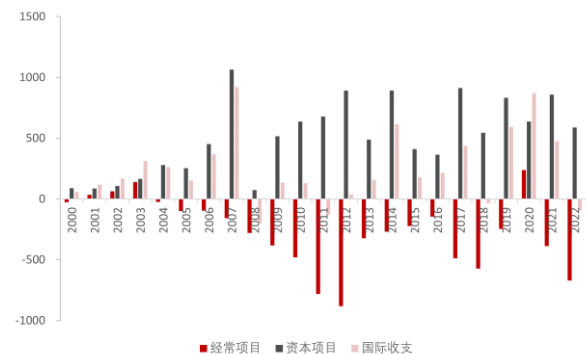
2024 年 3 月印度外汇储备达到 6464 亿美元。长期贸易逆差的背景下，印度能够积累大量外汇储备的原因是其资本账户的长期盈余：一方面外资的流入是印度重要的资金来源，另一方面印度侨民汇款的规模也在世界排名的前列。较大规模的外汇储备使得印度有着一定应对外部冲击以及进行汇率干预管理的能力，但是也要注意，2008 年国际金融危机和 2014 年美联储货币政策转向两个事件中，当出现对新兴经济体资本流入的突然逆转时，印度的宏观经济表现都受到了较大冲击。

图20: 印度外汇储备 (单位: 亿美元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图21: 印度的国际收支 (单位: 亿美元)



资料来源: RBI, 民生证券研究院

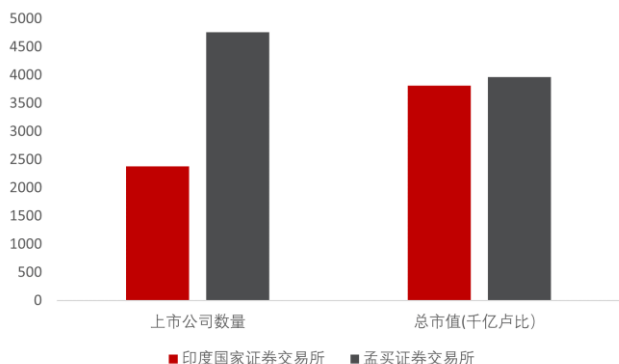
## 2 印度证券市场：基本概况

### 2.1 印度证券交易所

全印度共有两家全国性证券交易所，分别为孟买证券交易所 (Bombay Stock Exchange, BSE) 和印度国家证券交易所 (National Stock Exchange, NSE)。孟买证券交易所成立于 1875 年；印度国家证券交易所成立于 1992 年，并于 1994 年开始交易。两个交易所遵循相同的交易机制、交易时间和结算流程，目前仍为 T+1 交割的模式，但是从 2024 年 3 月 28 日开始，将针对部分股票提供 T+0 结算的可选项，当前仍处于从 T+1 到 T+0 的过渡阶段。

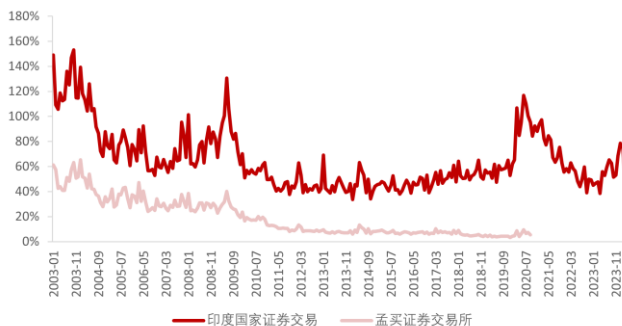
孟买证券交易所拥有上市公司 4759 家 (2024.5.10)，印度国家证券交易所拥有上市公司 2379 家 (2024.3.31)。尽管 NSE 上市公司数量少于 BSE，但二者的总市值差异不大，并且 NSE 的股票交易量和成交额明显高于 BSE。值得注意的是，印度公司可以同时多个证券交易所同时上市，因此许多大型公司选择同时在 NSE 和 BSE 上市，这也是使得二者总市值接近的原因之一。2024 年 1 月 22 日，印度股票市值首次超过香港股市，成为全球第四大的股票市场。

图22：印度市场上市公司数量与市值



资料来源：BSE, NSE, 民生证券研究院

图23：印度交易所换手率



资料来源：wind, 世界交易所联合会, 民生证券研究院, 注：世界交易所联合会提供的孟买证券交易所换手率截止到 2020 年 9 月 30 日

印度股票交易市场是新兴市场中相对成熟的市场，在资金的融通方面有效推动了印度经济的发展。

### 2.2 印度主要股指

印度两个著名的市场指数是 Sensex 指数和 Nifty 指数。Sensex 指数是印度最古老的股票市场指数，创建于 1986 年，其由 30 家在 BSE 上市的主要公司组成。Nifty 50 则是另一个主要的印度股市指数，涵盖 13 个经济部门，代表了在国家证券交易所上市的 50 家最大且最活跃的公司。截至 2023 年 9 月 29 日，Nifty 50 指数约占 NSE 上市股票自由流通市值的 59%。截至 2023 年 9 月的过去

六个月，Nifty 50 指数成分股的总交易额约占 NSE 所有股票交易额的 34.6%。

**印度主要股指近年来表现强势。**2020 年 3 月 23 日，SENSEX 和 NIFTY 指数达到阶段谷底，分别为 25981 点和 7610 点。此后，印度股市迅速走牛，截至 2024 年 5 月 10 日，分别收得 72664 点和 22055 点。2020 年 3 月 23 日-2024 年 5 月 10 日期间：SENSEX 指数总回报 179.7%，年化收益率 28.6%，年化波动率 18.5%。NIFTY 指数总回报 189.8%，年化收益率 29.8%，年化波动率 18.2%。无论是从收益回报还是风险收益比的角度来看，印度股市近年来都表现出极高的性价比。

图24：印度主要股指价格走势

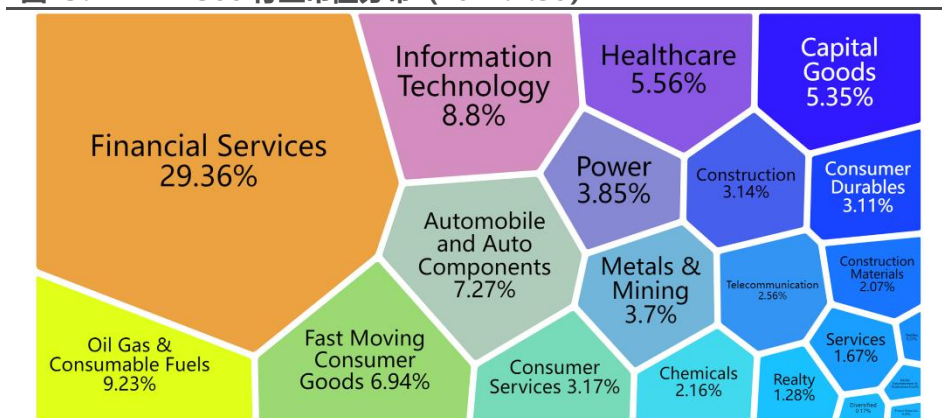


资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

**印度市场的市值行业分布和其经济结构吻合，金融服务和信息技术占比最高。**

我们以 NIFTY 500 指数为例，其由总市值和日均营业额排名前 500 的公司构成，截至 2023 年 9 月 29 日，它约占 NSE 上市股票自由流通市值的 93%，2023 年 9 月的过去六个月，指数成分股的总交易额约为 NSE 所有股票交易额的 82.6%，对于全市场的情况有较高的代表性。金融服务、信息科技占比最高，分别为 28.69%和 10.38%，其次占比较高的有石油天然气及消耗性燃料、快速消费品、汽车及汽车零部件。

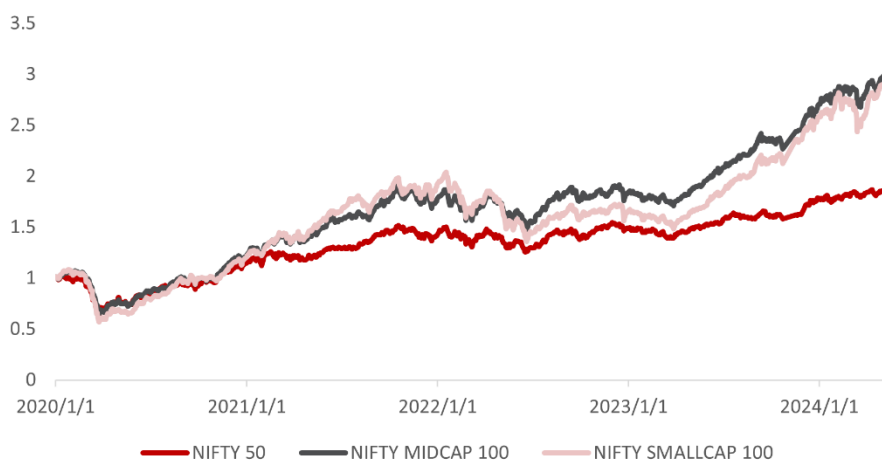
图25: NIFTY 500 行业市值分布 (2024.4.30)



资料来源: NSE, 民生证券研究院

从市值风格角度来看, 2020 年以来印度中小盘风格表现明显强于大盘。2020 年 1 月 1 日至 2024 年 5 月 10 日: 代表大盘股的 NIFTY 50 指数总回报 81.0%, 年化收益率 14.7%, 代表中盘股的 NIFTY MIDCAP 100 指数总回报 188.9%, 年化收益 27.7%, 代表小盘股的 NIFTY SMALLCAP 100 指数总回报 174.1%, 年化收益 26.2%。

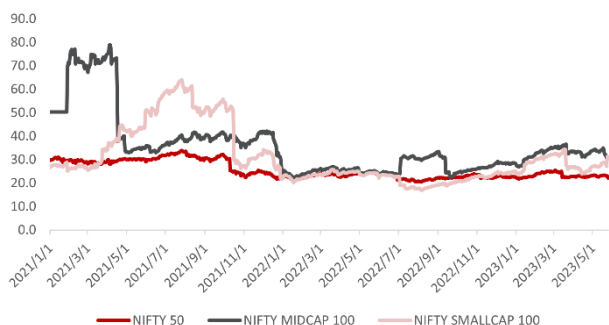
图26: 印度 2020 年以来大小盘风格表现



资料来源: Bloomberg, 民生证券研究院

估值的角度来看, 印度目前大盘相对而言更具性价比。2023 年 5 月 10 日 NIFTY 50 指数 PE、NIFTY MIDCAP 100 指数和 NIFTY SMALLCAP 100 指数的 PE 分别为 22.2、31.0、30.7。当前 NIFTY 中盘股在经历前期的暴涨之后, 估值有显著的提高; 小盘股 2023 年也出现了估值的快速提升, 但 2024 年随着业绩兑现估值回落; 大盘股则由于业绩的增长和经营的改善, 整体估值始终保持相对稳定。

图27: 印度大中小盘 PE 变化



资料来源: Bloomberg, 民生证券研究院

图28: 印度大中小盘 PB 变化

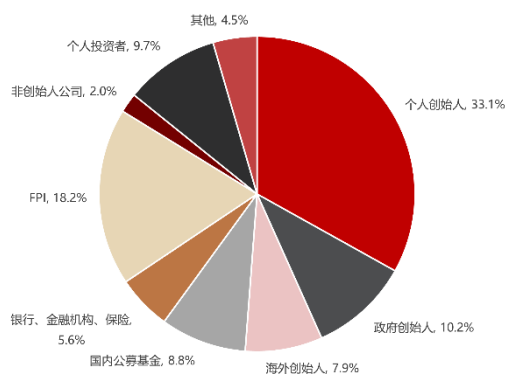


资料来源: Bloomberg, 民生证券研究院

## 2.3 印度投资者结构

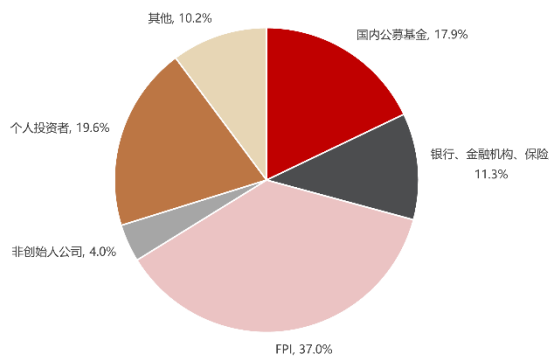
总市值视角下, 个人创始人持股比例最高; 自由流通市值视角下, 当前印度外资持股比例最高。截至 2023 年 12 月, 从总市值来看, 个人创始人占比 33.1% 最高, 其次是外国证券投资者 18.2%, 政府创始人 10.2%, 个人投资者 9.7%, 国内公募基金 8.8% 等; 从自由流通市值来看, 外国证券投资者占比 37.0% 最高, 其次分别为个人投资者 19.6%, 国内公募基金 17.9%。银行、金融机构、保险 11.3% 等。

图29: 印度投资者结构 (总市值)



资料来源: NSE, 民生证券研究院, 注: FPI (Foreign Portfolio Investors) 为外国证券投资者

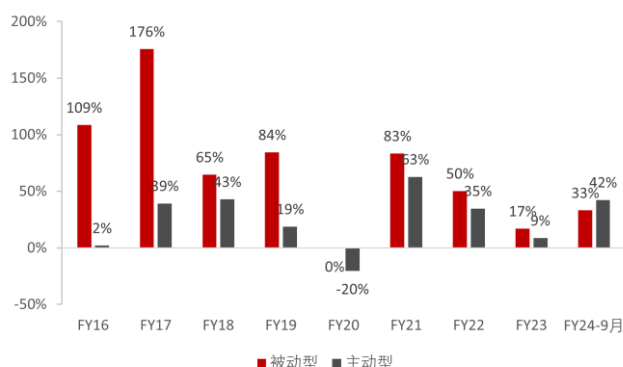
图30: 印度投资者结构 (自由流通市值)



资料来源: NSE, 民生证券研究院

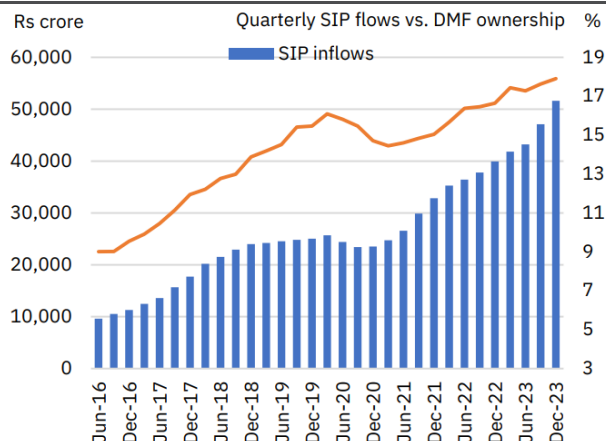
在 SIP (系统投资计划) 流入量增加的支持下, 印度国内公募基金的持股比例急剧增加。自 2014 年以来, 除 2021 财年受到宏观经济放缓与可支配收入下降导致的 SIP 流入放缓以及赎回压力较大影响, 印度国内公募基金持股比例保持上升态势, 这在很大程度上反映了散户对股票共同基金的持续兴趣, 其以 SIP 作为投资渠道参与股票市场的热情不断升温。(关于 SIP 具体分析参见报告 3.1 节)

图31: 印度国内公募基金年度增速



资料来源: NSE, 民生证券研究院

图32: 季度 SIP 流入与印度国内公募基金持股比例

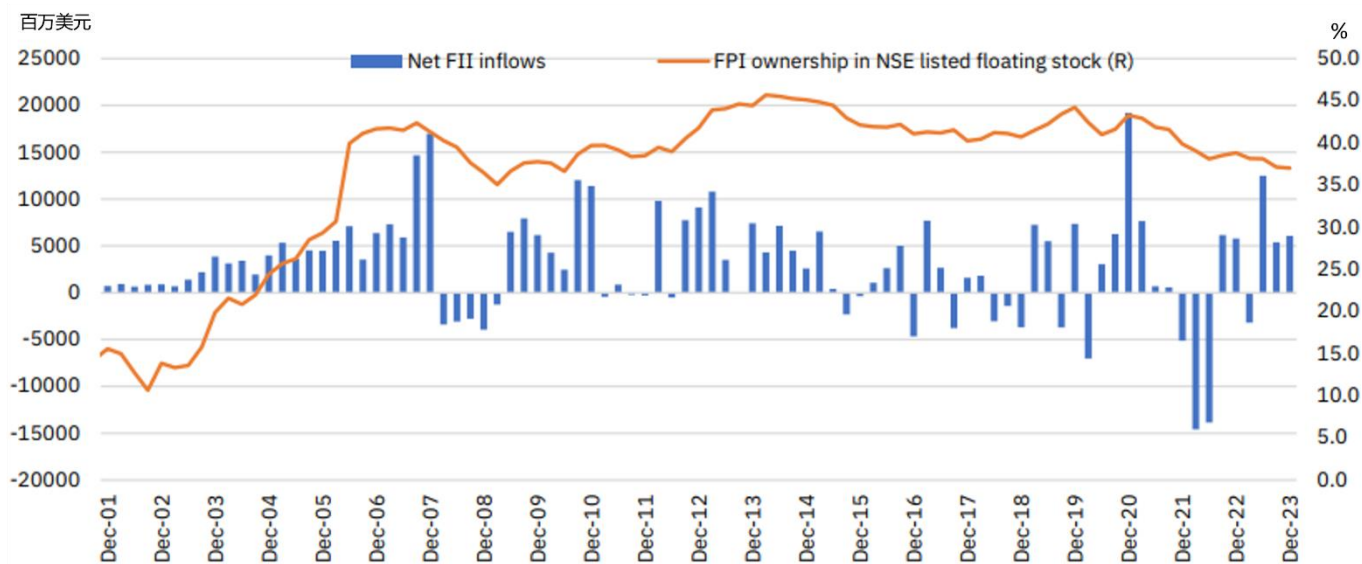


资料来源: NSE, 民生证券研究院

**与十年前相比, 2023 财年 FPI 在 NSE 自由流通市值中的持股比例下降了 20% 左右。**

2002 年至 2015 年间, 除了 2007-08 年金融危机期间的短暂时期外, FPI 在 NSE 自由流通市值中的持股比例逐渐增加。但在接下来的三年, 受到中美贸易摩擦、英国脱欧等国际因素的影响略有下降。此后 FPI 份额在 2020 年 12 月前持续回升, 虽在 2020 年前两个季度在急剧下降, 但紧接着受益于全球流动性宽松带来的风险偏好改善, 下半年 FPI 份额又有大幅上升。此后, FPI 份额一直呈下降趋势, 主要原因为地缘政治风险、全球央行收紧货币政策导致的投资者情绪减弱。

图33: FII 净流入与 FPI 在 NSE 自由流通市值中持股比例



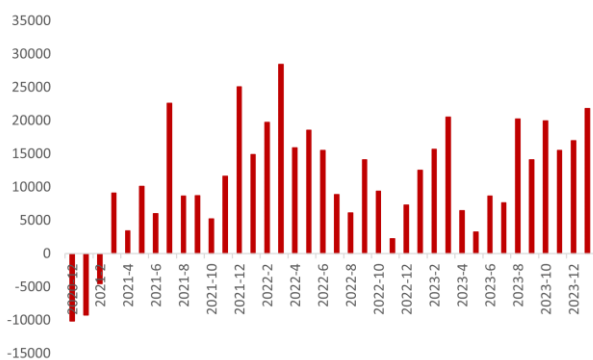
资料来源: NSE, 民生证券研究院

### 3 印度证券市场：核心趋势

#### 3.1 大金融：家庭储蓄加速流入股市

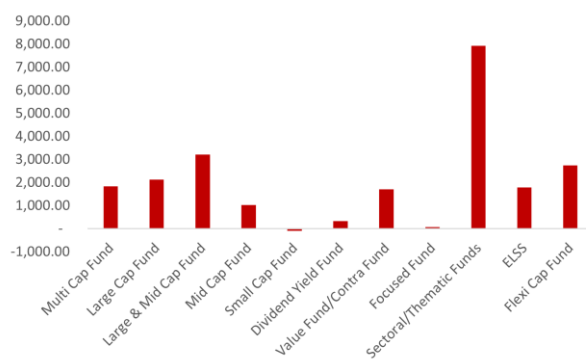
自 2021 年以来，家庭储蓄向股票金融化的趋势显著加速，印度权益基金连续 37 个月资金净流入。据印度共同基金协会 (Association of Mutual Funds in India, AMFI) 统计，2024 年 3 月印度国内权益基金净流入 2263 亿卢比，细分来看，行业主题基金更受青睐，大中盘基金的关注度也有所提高。

图34：印度国内权益基金净流入（单位：千万卢比）



资料来源：AMFI，民生证券研究院

图35：2024 年 3 月印度国内权益基金净流入（单位：千万卢比）

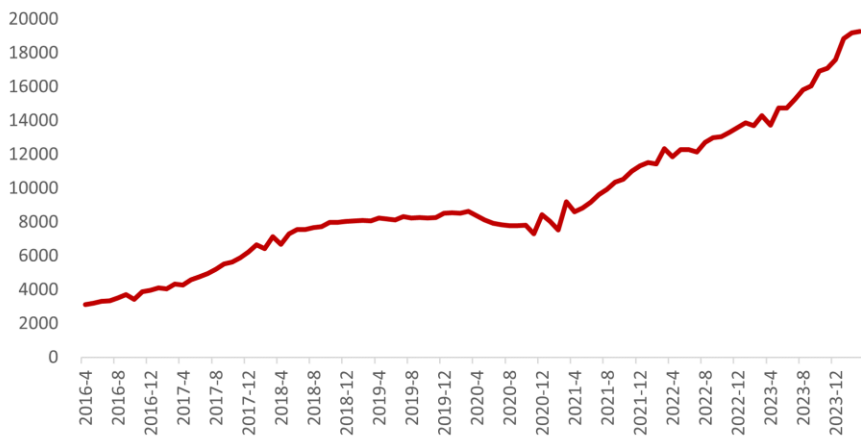


资料来源：AMFI，民生证券研究院

#### 印度共有约 7920 万的系统投资计划 (Systematic Investment Plan, SIP)

账户，通过这些账户，投资者定期投资于印度的共同基金方案。系统投资计划 (SIP) 是共同基金提供了一种投资方式，使投资者能够定期以固定金额投入共同基金方案，比如每个月进行一次，而不是一次性进行大额投资。SIP 的投资额可以低至每月 500 卢比，这与每月存入一定金额的定期存款类似。在印度，SIP 作为一种投资共同基金的方式正变得越来越受欢迎，因为它既能帮助投资者实施平均成本法，又能让投资者在不考虑市场波动和时机的情况下，以有纪律的方式进行投资。

图36：SIP 资金流入（单位：千万卢比）



资料来源：AMFI，民生证券研究院

自 2020 年以来，月度 SIP 流入量以超过 25% 的复合年增长率增长，这对缓解资金流入的波动性发挥了重要作用。印度储蓄的金融化意味着印度共同基金仍处于快速扩容阶段，大量的增量资金持续进入印度股票市场。

表1: SIP 从 2016-17 财年起按月收取的金额

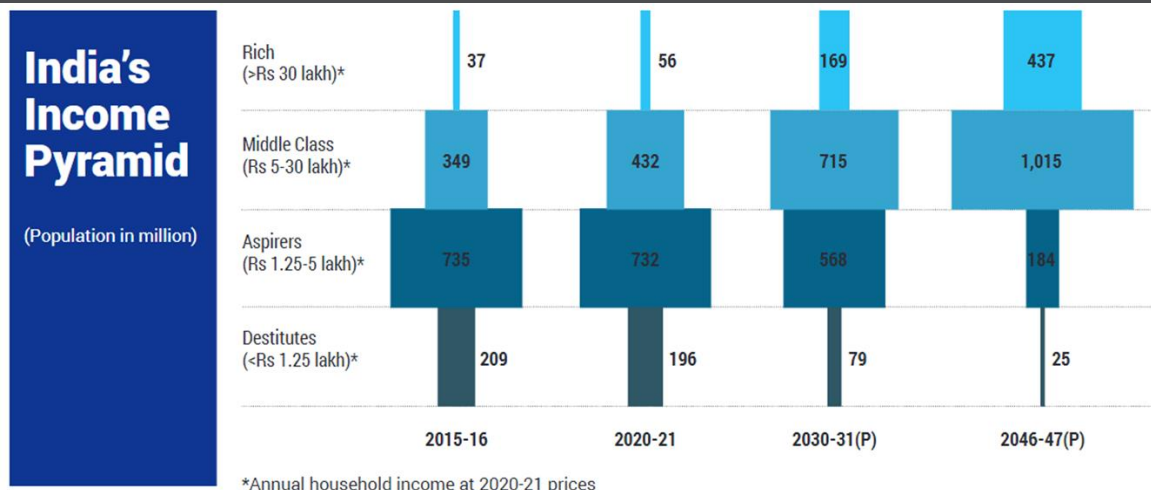
Month	SIP 贡献 (千万卢比)								
	FY 2024-25	FY 2023-24	FY 2022-23	FY 2021-22	FY 2020-21	FY 2019-20	FY 2018-19	FY 2017-18	FY 2016-17
<b>Total during FY</b>	<b>20371</b>	<b>160761</b>	<b>155972</b>	<b>124566</b>	<b>96,080</b>	<b>1,00,084</b>	<b>92,693</b>	<b>67,190</b>	<b>43,921</b>
March		19,271	14,276	12,328	9,182	8,641	8,055	7,119	4,335
February		19,187	13,686	11,438	7,528	8,513	8,095	6,425	4,050
January		18,838	13,856	11,517	8,023	8,532	8,064	6,644	4,095
December		17,610	13,573	11,305	8,418	8,518	8,022	6,222	3,973
November		17,073	13,306	11,005	7,302	8,273	7,985	5,893	3,884
October		16,928	13,041	10,519	7,800	8,246	7,985	5,621	3,434
September		16,042	12,976	10,351	7,788	8,263	7,727	5,516	3,698
August		15,814	12,693	9,923	7,792	8,231	7,658	5,206	3,497
July		15,245	12,140	9,609	7,831	8,324	7,554	4,947	3,334
Jun		14,734	12,276	9,156	7,917	8,122	7,554	4,744	3,310
May		14,749	12,286	8,819	8,123	8,183	7,304	4,584	3,189
April	20,371	13,728	11,863	8,596	8,376	8,238	6,690	4,269	3,122

资料来源: AMFI, 民生证券研究院

### 3.2 大消费: 中产增多消费前景广阔

印度消费者经济研究 (People Research on India's Consumer Economy, PRICE) 2022 年研究报告显示印度中产阶级市场规模占印度人口的 30%，并预测 2047 年左右印度将拥有 10 亿中产阶级。(PRICE 对中产阶级的定义为年收入在 6,000 至 36,000 美元之间的人)。1995 年至 2021 年间，印度的这一群体每年增长 6.3%。中产阶级目前占印度人口的 31%，预计到 2031 年将达到 38%，到 2047 年将达到 60%。

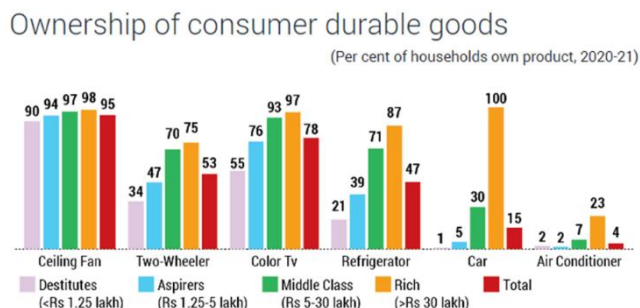
图37: 印度收入金字塔



资料来源: PRICE, 民生证券研究院

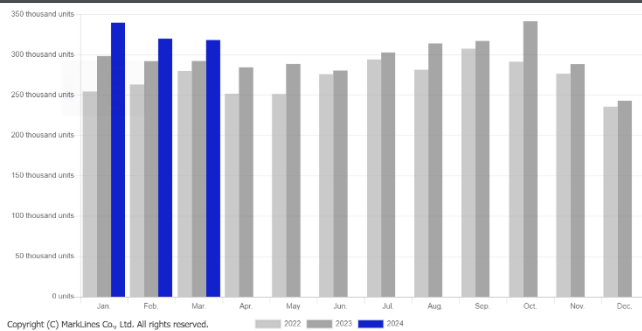
可支配收入的快速提高与中产阶级的崛起使得印度极具成为消费大国的潜力。中产阶级的增长带来了消费模式的变化，尤其是对于高端产品和服务的需求增加。随着收入的提高，印度中产阶级越来越多地追求更高质量的生活方式，这包括对品质更好的食品、更高端的汽车、更舒适的住宅以及国内外旅游的需求增加。此外，教育和健康保健服务的支出也显著增加，反映了对个人发展和福祉的重视。以乘用车为例，印度 2024 年 3 月乘用车销量同比增长 8.9%，近两年来持续保持快速增长。

图38：不同收入等级下耐用消费品的拥有比例



资料来源：PRICE，民生证券研究院

图39：印度乘用车月度销售情况

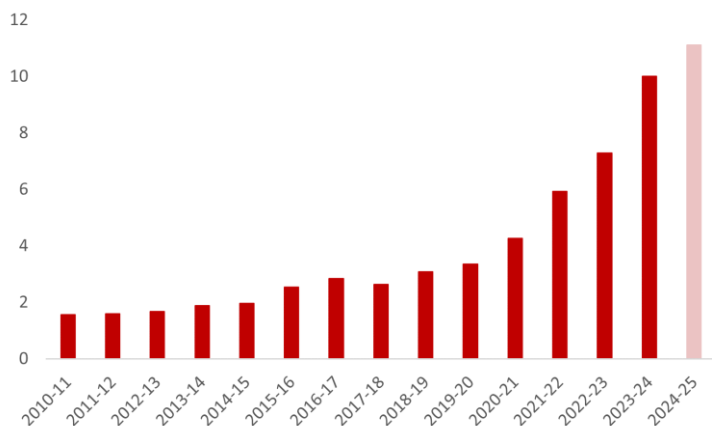


资料来源：Marklines，民生证券研究院

### 3.3 大基建：政府资本开支迅速增长

2020-2021 财年经济短暂衰退后，印度政府大幅增加了资本开支以刺激经济的增长。印度中央政府资本开支迅速从 2020-2021 财年的 4.26 万亿卢比，增长到 2023-2024 财年的 10.01 万亿卢比，年均复合增长率达 32.91%。印度联邦财政部长在 2024 年 2 月 1 日第六次提交的财政预算中，印度中央政府 2024-2025 财年的资本开支预算为 11.11 万亿卢比，同比增长 11.1%，占 GDP 的 3.4%。虽增速放缓，但与名义 GDP 增速基本保持一致，整体仍处于较高水平。

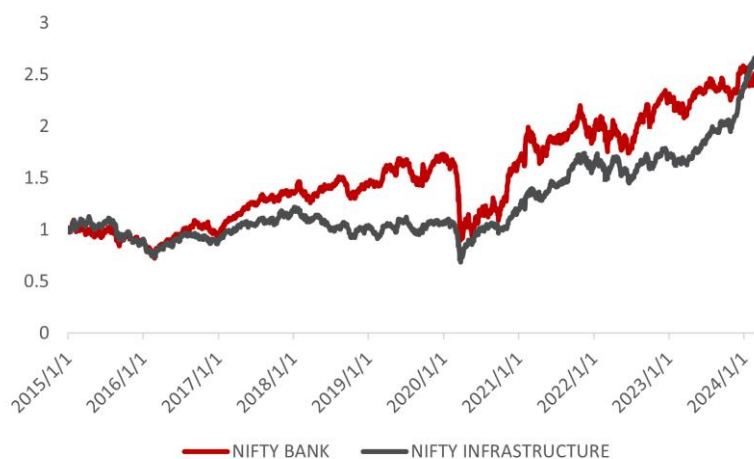
图40：印度中央政府资本开支（单位：万亿卢比）



资料来源：RBI，民生证券研究院

大量资金被投入到桥梁铁路等基础设施的建设,能够有效增加就业、提升生产效率和促进区域发展。基础设施支出的乘数效应进一步在经济的各个领域内刺激需求,带动上下游产业链的发展。改善的基础设施降低了商业运营和运输的成本,可以进一步吸引私人投资,触发一系列的正向链式反应,为持续的经济提供动力。资本开支的迅速上升,为基建和银行板块的走高带来了正向效应。

图41: 基建、银行板块走势



资料来源: Bloomberg, 民生证券研究院

## 4 印度证券市场：量化逻辑验证

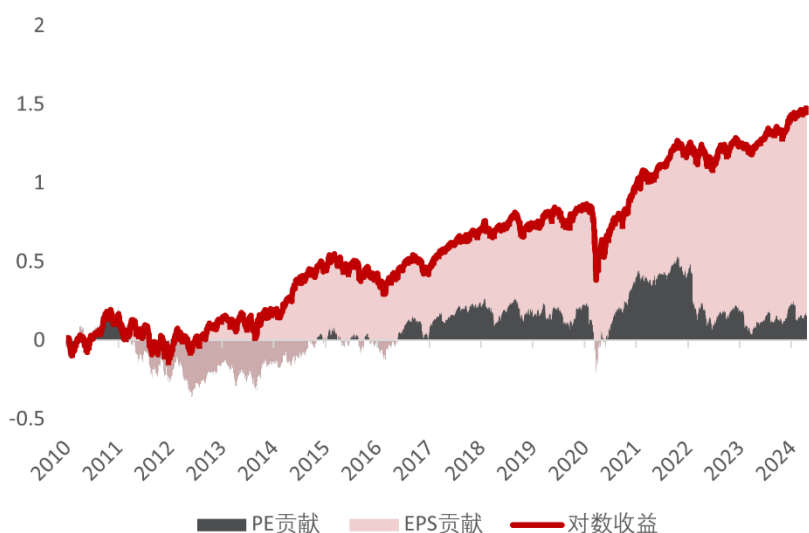
### 4.1 印度指数的收益来源是什么？

我们将指数的收益拆分为 PE 和 EPS 两部分的贡献，进而研究印度指数收益的来源，即

$$r = \frac{P_1}{P_0} = \frac{PE_1 * EPS_1}{PE_0 * EPS_0} \rightarrow \log r = \log \left( \frac{PE_1}{PE_0} \right) + \log \left( \frac{EPS_1}{EPS_0} \right)$$

对于主要大盘指数而言，企业盈利的增长是收益的最主要来源。2020 年 3 月至 2021 年 8 月，这一阶段大盘股的收益主要来自估值的提升，这一阶段企业盈利受到冲击确实难有表现；但此后估值被业绩的增长逐步消化，EPS 的提升成为收益的最主要来源。

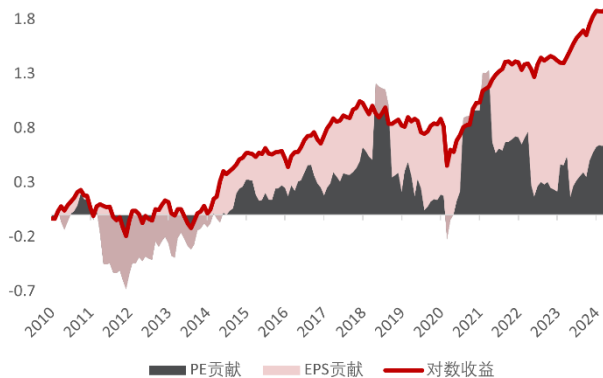
图42：NIFTY 50 收益分解



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

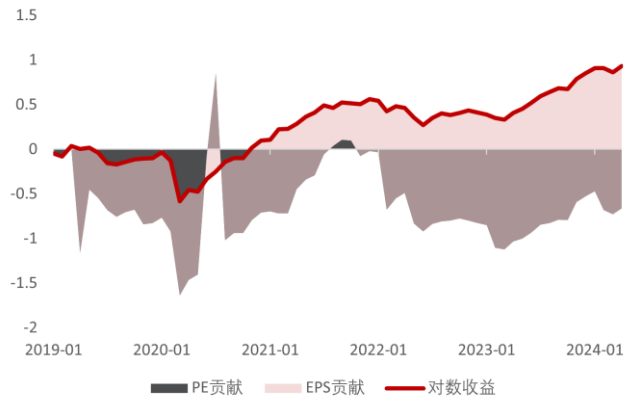
对于中小盘指数则不然，进入 2023 年以来，估值的快速拉升是中小盘收益的主要来源。NIFTY MIDCAP 100 指数从 2023 年开始，盈利增长的贡献极少，主要均为估值提高带来的收益。NIFTY SMALLCAP 100 指数虽然 2023 年也是以估值贡献收益为主，但是 2024 年 1 季度业绩得到一定兑现，估值有一定程度的降低。

图43: NIFTY MIDCAP 100 收益分解



资料来源: Bloomberg, 民生证券研究院

图44: NIFTY SMALLCAP 100 收益分解

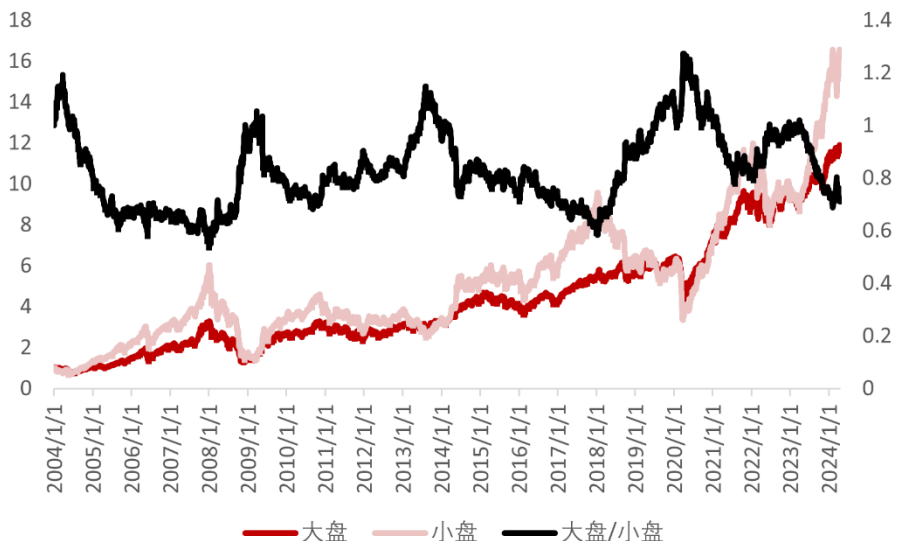


资料来源: Bloomberg, 民生证券研究院

## 4.2 印度大小盘是否存在轮动效应?

虽近期印度小盘持续跑赢大盘,但长期来看印度大小盘存在轮动效应,历史来看每轮周期时长约 5-7 年。自 2020 年 5 月开始,整体上是小盘风格占优,仅 2022 年一年印度大盘风格短暂占优。从时间维度来看,本轮小盘占优已接近四年时间,从估值维度来看,大盘的性价比相对小盘更优,长期来讲大盘在未来可能有着更好的表现。

图45: 印度大小盘相对走势



资料来源: Bloomberg, 民生证券研究院

印度大小盘短期来看也有类似 A 股的季节效应。我们统计了 2004 年-2023 年 NIFTY 50 和 NIFTY SMALLCAP 100 的相对收益,发现 4 月小盘明显占优,过去 20 年间小盘胜率高达 85%,平均跑赢大盘 3.15%。4 月小盘季节性占优的

原因或许与印度财年从每年的 4 月 1 日开始有关，类似于国内的“春季躁动”。除此之外，12 月份小盘也相对占优；临近财年结束则是大盘防守风格相对占优。

表2：印度大小盘相对收益月度统计

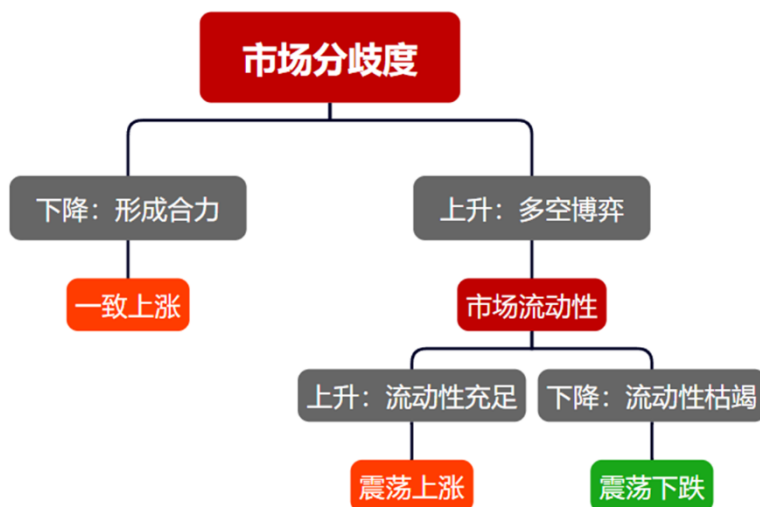
Month	大小盘平均收益差	大盘胜率
1 月	0.96%	60%
2 月	1.14%	70%
3 月	0.72%	55%
4 月	-3.15%	15%
5 月	-1.05%	50%
6 月	0.30%	50%
7 月	-0.15%	50%
8 月	-1.91%	40%
9 月	1.40%	50%
10 月	0.19%	50%
11 月	-0.21%	55%
12 月	-1.98%	30%

资料来源：Wind，民生证券研究院

### 4.3 分歧度流动性指标对印度是否有效？

使用分歧度和流动性指标能够有效区分市场的涨跌区间。我们在报告《分歧度、流动性、景气度——三维指数择时框架》中提出，使用分歧度（市场波动率）和流动性（市场成交额）两个量价指标能够对 A 股涨跌区间进行有效划分：当分歧度下降时，市场形成合力，历史上该合力方向向上概率较高；当分歧度上升时，市场进入多空博弈阶段，此时如果流动性持续流入市场，市场可能震荡上涨；但如果流动性逐步枯竭，市场可能震荡下跌。具体构建细节可以参见原报告。使用同样的框架我们对印度市场 NIFTY 50 指数尝试进行象限划分。

图46：市场分歧度与市场流动性对市场涨跌区间划分（沪深 300）



资料来源：民生证券研究院绘制

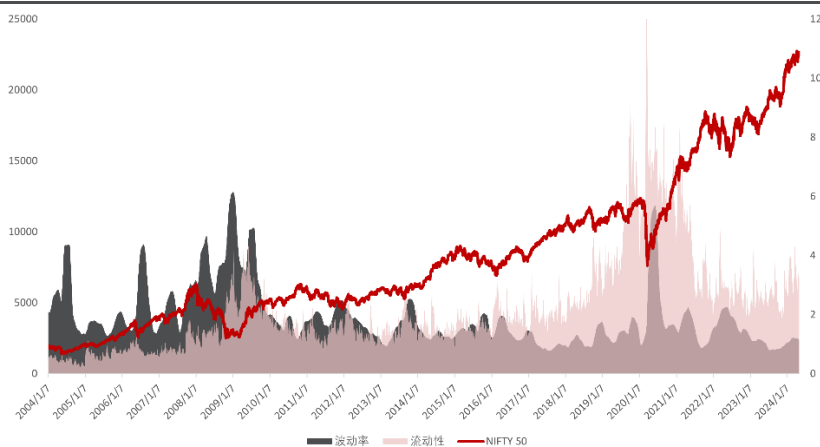
对印度市场而言，单独使用分歧度或流动性指标就有较好的划分效果。分歧度下降和流动性下降区间长期均有显著的正收益。分歧度方面，印度市场与 A 股类似，分歧度下降形成合力时一般均为向上合力；流动性方面，印度市场与 A 股则相反，当印度市场流动性下降时反而市场表现为一致上涨。

表3：分别使用分歧度和流动性进行区间划分统计（2004.1-2024.4）

	分歧度下降	分歧度上升	流动性下降	流动性上升
日均收益率	0.10%	0.02%	0.11%	0.02%
日波动率	1.17%	1.55%	1.24%	1.47%
日收益率 t 检验值	4.23	0.55	4.22	0.59
日收益率 t 检验 p 值	0.00	0.58	0.00	0.56
做多胜率	55.38%	52.88%	54.80%	53.76%

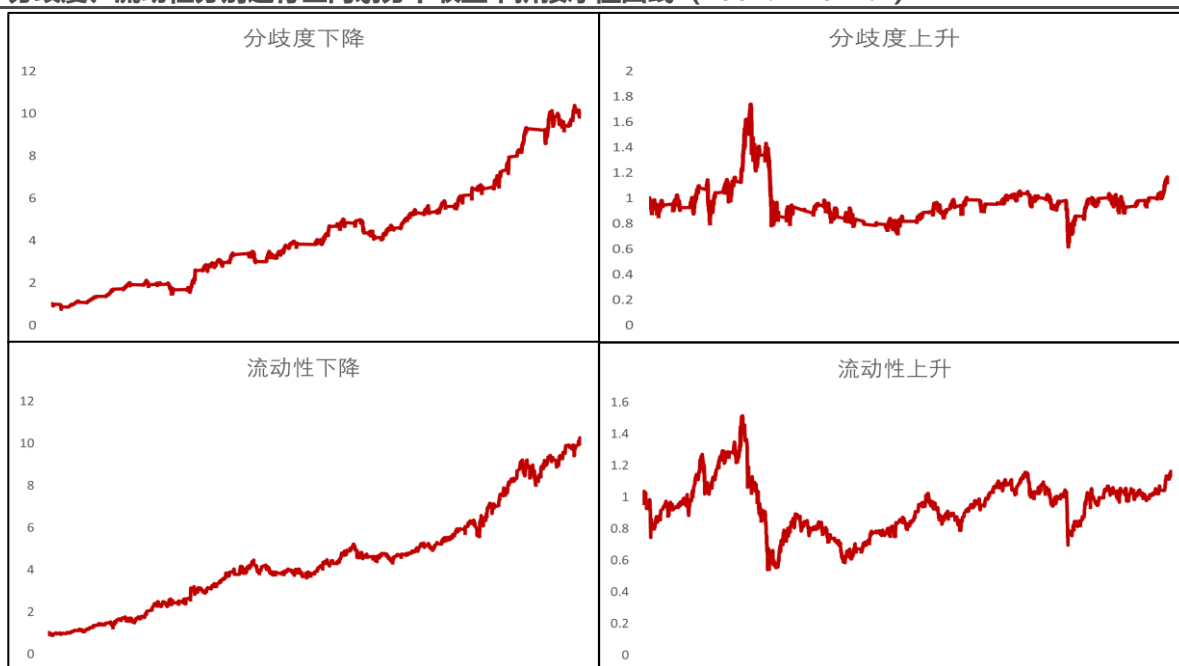
资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

图47：NIFTY 50 与分歧度、流动性



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

图48：分歧度、流动性分别进行区间划分下收益率拼接净值曲线（2004.1-2024.4）



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

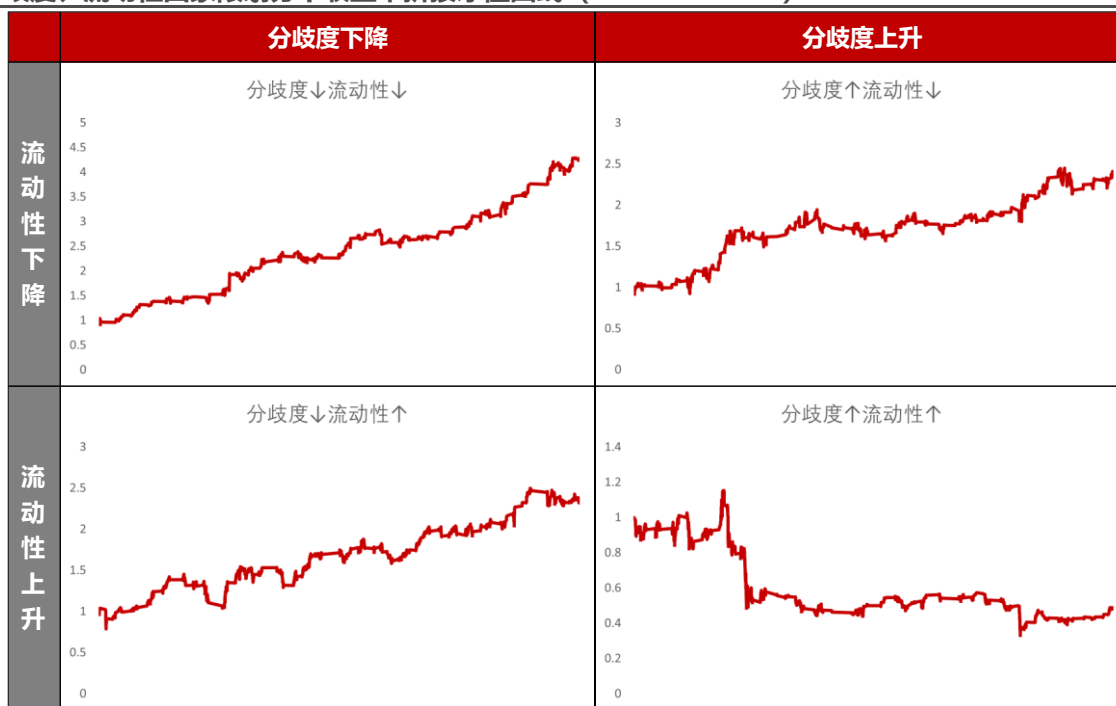
将分歧度和流动性结合起来对市场进行四象限划分可以进一步提高模型对于印度市场涨跌区间的划分能力。分歧度↓流动性↓象限的收益表现最好，分歧度↑流动性↓象限和分歧度↓流动性↑象限也整体呈现上涨趋势；只有分歧度↑流动性↑象限出现较大回撤。

表4：分歧度、流动性四象限划分统计 (2004.1-2024.4)

	分歧度↓流动性↓	分歧度↓流动性↑	分歧度↑流动性↓	分歧度↑流动性↑
日均收益率	0.14%	0.07%	0.08%	-0.04%
日波动率	1.15%	1.19%	1.30%	1.73%
日收益率 t 检验值	4.07	2.11	2.11	0.83
日收益率 t 检验 p 值	0.00	0.03	0.03	0.41
做多胜率	56.86%	54.49%	52.92%	52.84%

资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

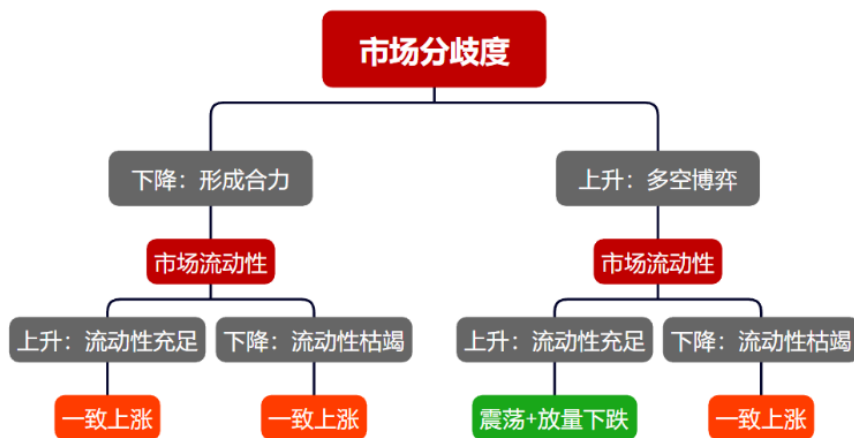
图49：分歧度、流动性四象限划分下收益率拼接净值曲线 (2004.1-2024.4)



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

因此从统计结果来看，我们仅需要在分歧度↑流动性↑象限规避风险，其他象限均可作多。

图50：市场分歧度与市场流动性对市场涨跌区间划分（NIFTY 50）

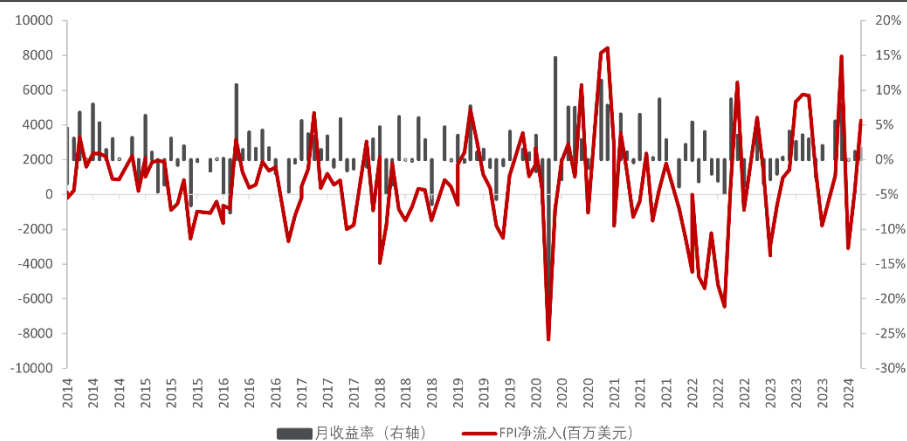


资料来源：民生证券研究院绘制

#### 4.4 外资对印度市场影响多大？

外资在印度市场占比约 37.0%，这使得其净流入的边际变化对印度市场走势有着较大影响。统计 2014 年-2024 年 4 月外资月度净流入与 NIFTY 50 月度收益率情况，二者的月度的方向同步性达 73.2%，相关系数为 0.544。

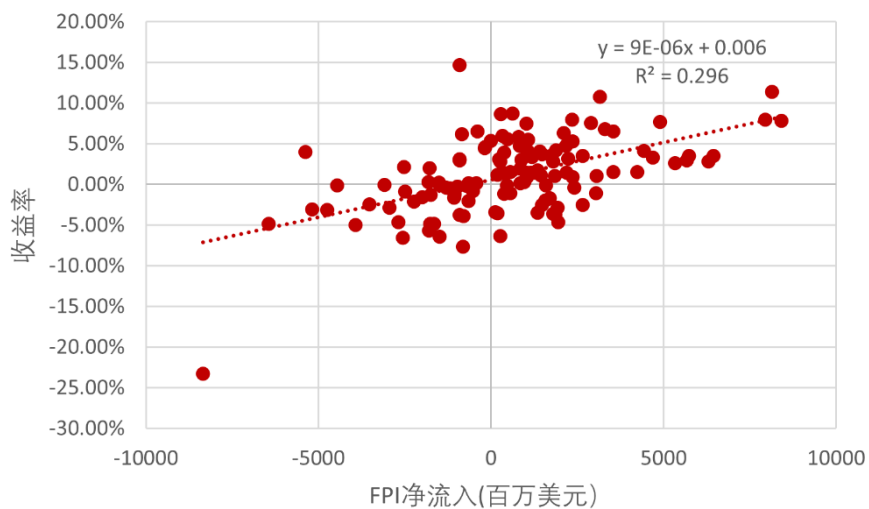
图51：NIFTY 50 月度收益率与 FPI 净流入



资料来源：wind，民生证券研究院

外资的净流入情况可以解释约 30%的月度收益变化。外资的净流入对 NIFTY 50 指数的简单的线性单变量回归的 R2 为 0.296，有着较高的解释力度。因为 FPI 净流入数据可以在 NSDL 官网进行日频的高频跟踪，可以作为我们判断印度市场未来方向的一个重要依据。长远来看，如果美联储降息全球流动性释放，对印度市场将是一个重要的利好因素。

图52: NIFTY 50 收益率与 FPI 净流入散点图



资料来源: wind, 民生证券研究院

## 5 总结

本报告对印度宏观经济和市场概况进行了梳理归纳，并且探究了印度经济和市场结构性特征与核心增长因素，后续将继续进行相关深入研究。

**宏观经济视角来看：**印度的人口禀赋优异，但是人口红利的释放仍然需要教育、基建、制度多方面的支持。印度近年经济增速较快，发展速度在大型经济体中名列前茅，服务业是其经济最主要支柱。广阔发展前景的背后，印度也面临着“三高”的问题（高财政赤字、高通货膨胀、高贸易赤字），当前印度需抓住机遇也需迎接挑战。

**证券市场视角来看：**印度股票交易市场当前体量为世界第四，是新兴市场国家中相对成熟的市场，在资金的融通方面有效推动了印度经济的发展。投资者机构上，外资占比最高(37%)，其次为个人投资者(19.6%)和印度国内公募基金(17.9%)。趋势变化上，近两年外资比例有所下降，公募基金比例持续上涨。

**市场驱动因素来看：**印度储蓄的金融化趋势意味着印度共同基金仍处于快速扩容阶段，大量的增量资金持续进入印度股票市场。可支配收入的快速提高与中产阶级的崛起为印度带来了前景广阔的消费市场。2020-2021 财年经济短暂衰退后，印度政府大幅增加了资本开支，大量资金被投入到桥梁铁路等基础设施的建设，能够有效增加就业、提升生产效率和促进区域发展。

**量化逻辑验证来看：**当前印度大盘股主要赚盈利增长的钱，中小盘从拉估值中获取收益。印度有着平均 5-7 年左右的大小盘轮动周期，当前或处于小盘切大盘的时间点。分歧度流动性指标能够对印度市场进行有效划分，主要需要规避分歧度↑流动性↑象限。外资净流入可以解释 NIFTY 50 指数约 30%的月度收益率波动，日频的外资动向是判断印度市场走向的较好工具。

## 6 风险提示

- (1) 量化模型基于历史数据，市场未来可能发生变化，策略模型有失效可能；模型采用的样本数据有限，存在样本不足以代表整体市场的风险。
- (2) 海外政策超预期、地缘政治发展超预期会放大经济和金融市场波动，产生较大偏差。

## 插图目录

图 1: 报告结构图谱.....	3
图 2: 印度的人口结构.....	4
图 3: 2022 年印度与 2022 年中国人口年龄结构对比.....	4
图 4: 2022 年印度与 1995 年中国人口年龄结构对比.....	4
图 5: 印度成年人口识字率与世界平均对比.....	5
图 6: 印度劳动参与率 (分性别) 与世界平均对比.....	5
图 7: 2022 年全球主要经济体 GDP (单位: 亿美元).....	5
图 8: 印度名义 GDP 及增速.....	6
图 9: 印度三大产业结构变化.....	7
图 10: 印度三大产业吸纳就业人口比例.....	7
图 11: 印度经济结构变化-细分行业.....	7
图 12: 印度的消费、投资与净出口.....	8
图 13: 印度人均收入.....	8
图 14: 印度人均收入分布预测.....	8
图 15: 印度投资率和储蓄率的变化.....	9
图 16: 印度外国直接投资净流入占 GDP 百分比 (%).....	9
图 17: 印度经常项目 (单位: 百万美元).....	9
图 18: 财政赤字与经常项目赤字 (% of GDP).....	10
图 19: 印度 CPI 同比 (%).....	10
图 20: 印度外汇储备 (单位: 亿美元).....	10
图 21: 印度的国际收支 (单位: 亿美元).....	10
图 22: 印度市场上市公司数量与市值.....	11
图 23: 印度交易所换手率.....	11
图 24: 印度主要股指价格走势.....	12
图 25: NIFTY 500 行业市值分布 (2024.4.30).....	13
图 26: 印度 2020 年以来大小盘风格表现.....	13
图 27: 印度大中小盘 PE 变化.....	14
图 28: 印度大中小盘 PB 变化.....	14
图 29: 印度投资者结构 (总市值).....	14
图 30: 印度投资者结构 (自由流通市值).....	14
图 31: 印度国内公募基金年度增速.....	15
图 32: 季度 SIP 流入与印度国内公募基金持股比例.....	15
图 33: FII 净流入与 FPI 在 NSE 自由流通市值中持股比例.....	15
图 34: 印度国内股权基金净流入 (单位: 千万卢比).....	16
图 35: 2024 年 3 月印度国内股权基金净流入 (单位: 千万卢比).....	16
图 36: SIP 资金流入 (单位: 千万卢比).....	16
图 37: 印度收入金字塔.....	17
图 38: 不同收入等级下耐用消费品的拥有比例.....	18
图 39: 印度乘用车月度销售情况.....	18
图 40: 印度中央政府资本开支 (单位: 万亿卢比).....	18
图 41: 基建、银行板块走势.....	19
图 42: NIFTY 50 收益分解.....	20
图 43: NIFTY MIDCAP 100 收益分解.....	21
图 44: NIFTY SMALLCAP 100 收益分解.....	21
图 45: 印度大小盘相对走势.....	21
图 46: 市场分歧度与市场流动性对市场涨跌区间划分 (沪深 300).....	22
图 47: NIFTY 50 与分歧度、流动性.....	23
图 48: 分歧度、流动性分别进行区间划分下收益率拼接净值曲线 (2004.1-2024.4).....	23
图 49: 分歧度、流动性四象限划分下收益率拼接净值曲线 (2004.1-2024.4).....	24
图 50: 市场分歧度与市场流动性对市场涨跌区间划分 (NIFTY 50).....	25
图 51: NIFTY 50 月度收益率与 FPI 净流入.....	25
图 52: NIFTY 50 收益率与 FPI 净流入散点图.....	26

## 表格目录

表 1: SIP 从 2016-17 财年起按月收取的金额 .....	17
表 2: 印度大小盘相对收益月度统计 .....	22
表 3: 分别使用分歧度和流动性进行区间划分统计 (2004.1-2024.4) .....	23
表 4: 分歧度、流动性四象限划分统计 (2004.1-2024.4) .....	24

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026