

印度是一个怎样的国家？ ——新兴市场一本通之印度

■ 证券研究报告

分析师 陈兴

SAC 证书编号: S0160523030002
chenxing@ctsec.com

分析师 马骏

SAC 证书编号: S0160523080004
majun@ctsec.com

相关报告

1. 《越南是一个怎样的国家？——新兴市场一本通之越南》 2024-03-01

核心观点

- ❖ **一个文明古国的画像。**从文化政治来看，印度是世界四大文明古国之一，政治体制采取了英国式的议会民主制，人民院是主要的立法机构，而以总理为首的内阁是印度的最高行政机关。在多党制下，印度政权分别由以国大党和以人民党为首的政党联盟轮流掌握，今年的人民院大选或仍是两大联盟对峙局面。从地理位置来看，印度幅员广大，拥有丰富的矿产资源，钢铁和铁矿石产量在世界位居前列。从人口来看，印度人口约 14.2 亿人，已略超中国。不过，2022 年印度的劳动参与率仅为 52.4%，主因女性劳动参与率不足。此外，印度基础教育不足，导致高等教育普及程度低，毛入学率和净入学率的差距高达 37.5%。
- ❖ **经济发展中充满参差：贫穷与富有，发达与落后。**印度 2023 年 GDP 增速达到 7.7%，是全球增长最快的经济体之一。但印度作为全球前五大经济体之一，人均 GDP 却不足 2000 美元。支出法视角下，印度的 GDP 增长主要由消费拉动，消费占 GDP 比重超过 60%；财政赤字长期较高，2022 年印度的财政率超过 9%；金融服务和 IT 服务出口份额较高，但常年为贸易逆差国。生产法视角下，服务业是其经济支柱产业，三大服务业拉动 23 年印度 GDP 增长约 45.3%；“印度制造”目标下，医药、航天航空等制造业快速发展。产业方面，粮食紧俏的印度却是农产品净出口国；药品产量在全球位列前三，号称“世界药房”；航空航天产业快速发展，有望成为全球第 4 个独立掌握载人航天技术的国家；软件出口和服务外包业较为发达，其中 IT 服务出口额位居世界第二。基础设施方面，公路是客货运输主要方式，外贸主要依靠水运，电信网络发达，但电力存在缺口。要素价格方面，劳动力成本和房租地价较低，但水电资源相对匮乏，水电价格偏高。金融市场方面，拥有亚洲最古老的交易所，机构投资者占据主导，金融行业上市公司市值占比超过 1/5，剔除金融地产行业看，多家软件与技术服务行业上市公司霸榜印度前十大上市公司名单。
- ❖ **对外政策转向保守，与华合作有所降温。**印度在全球贸易中的地位日益提升，但其贸易保护主义倾向越发明显。贸易伙伴方面，印度出口主要去向美国，主要进口来源是中国。分行业来看，基础化工是印度外贸支柱行业，电子产业进口份额保持高位。中印贸易规模稳中有进，分行业来看，电子、基础化工和机械设备是中印贸易的主要领域。外商投资方面，近年来印度展现出较强的外资吸引力，其中权益投资占据主导地位。分国家来看，新加坡、毛里求斯和美国是对印度投资的主力。分行业来看，外资聚焦服务业和计算机软硬件领域。外商绿地投资呈现快速增长，但兼并收购近几年大幅回落。风险资本方面，印度 PE/VC 投资进入快速增长期，新晋独角兽企业数量蹿升。中印双边投资方面，近年来中国对印度直接投资大幅下滑。中国企业对印度投资主要集中在消费品、金属、交通运输、能源和科技等领域。
- ❖ **风险提示：**国内经济复苏不及预期，海外需求不及预期，进出口政策变动，历史经验失效等。

内容目录

1 一个文明古国的画像.....	6
1.1 政治文化：文明源远流长，两大联盟轮流执政.....	6
1.2 自然条件：淡水稀缺，矿产资源丰富.....	10
1.3 人口概况：人口众多，劳动参与率低.....	13
2 经济发展中充满参差：贫穷与富有，发达与落后.....	18
2.1 经济概貌：2023 年全球经济增长最快的经济体之一.....	18
2.2 特色产业：服务业是其支柱产业，IT 服务是主要特色.....	25
2.3 基础设施：电力存在缺口，电信网络发达.....	26
2.4 要素价格：劳动力成本低，但公用事业成本偏高.....	29
2.5 证券市场：金融发展历史早，软件技术服务行业占比高.....	31
3 对外政策转向保守，与华合作有所降温.....	33
3.1 经贸合作：贸易保护主义盛行，而吸引外资较为积极.....	33
3.2 对外贸易：中美为主要伙伴，聚焦化工和农林牧渔.....	35
3.3 FDI：投资规模高位趋缓，服务业和计算机主导.....	44

图表目录

图 1. 印度发展简史.....	7
图 2. 印度的种姓制度.....	8
图 3. 2019 年多数印度人仍认同种姓制度 (%)	8
图 4. 2011 年印度的宗教构成 (%)	8
图 5. 2011 年印度前十大使用语言占比 (%)	8
图 6. 印度权力结构.....	9
图 7. 印度的党派构成.....	10
图 8. 地方政党数量越来越多 (个)	10
图 9. 印度地理位置概览.....	11
图 10. 人均可再生内陆淡水资源 (立方米)	12
图 11. 印度主要矿产资源的产量及储量.....	12
图 12. 2021 年印度能源结构.....	13
图 13. 印度总人口及人口增长率 (%)	13

图 14. 印度出生率、总和生育率变化情况.....	13
图 15. 印度人口的年龄及性别结构（万人）	14
图 16. 印度老年人口抚养比（%）	14
图 17. 印度人口密度（人/每平方千米）	14
图 18. 印度和主要经济体劳动参与率（%）	15
图 19. 2011 年印度主要劳动力的行业分布（%）	15
图 20. 2011 年印度就业结构（%）	16
图 21. 2011 年印度自营工作者月平均收入（卢比）	16
图 22. 印度平均年薪增长情况（%）	16
图 23. 2021 年印度本科学生的学科分布（%）	17
图 24. 印度城镇化率（%）	18
图 25. 2023 年印度向外移民情况.....	18
图 26. 印度实际 GDP 增速变动趋势（%）	20
图 27. 按发展阶段印度及各国家/地区平均 GDP 增速（%）	20
图 28. 2023 年印度及各国家/地区 GDP 增速（%）	20
图 29. 2022 年各国家/地区人均 GDP（美元）	21
图 30. 支出法下印度 GDP 结构分解（%）	21
图 31. 支出法下各分项对 GDP 增长的贡献（%）	21
图 32. 居民消费支出和单位消费倾向.....	22
图 33. 2023 年印度城乡居民消费支出结构（%）	22
图 34. 印度的 CPI 同比及其目标范围（%）	22
图 35. 印度历年投资额占 GDP 的比重（%）	23
图 36. 印度投资总额及其增速（%）	23
图 37. 印度财政赤字率（%）	23
图 38. 印度财政支出结构（%）	23
图 39. 印度进出口及净出口占 GDP 比重（%）	24
图 40. 印度及部分国家/地区对外贸易依存度对比（%）	24
图 41. 生产法下印度 GDP 结构分解（%）	24
图 42. 2023 年生产法下各分项对 GDP 增长的贡献（%）	24
图 43. 印度制造业 PMI 连续 32 个月在荣枯线以上运行	25
图 44. 印度农产品进出口情况（亿美元）	25
图 45. 印度重要农作物产量（亿公吨）	25
图 46. 印度药品出口额及其增速.....	26

图 47. 印度 IT 相关产业收入及其增速	26
图 48. 2022 年印度 IT 服务出口目的地 (%)	26
图 49. 印度国道类型构成 (%)	27
图 50. 印度铁路货运周转量 (亿吨公里)	27
图 51. 印度机场历年旅客运送量 (亿人次)	28
图 52. 2023 年印度电力供给结构 (%)	28
图 53. 2018 年印度夜景最新.....	28
图 54. 印度固定宽带用户数及其增速.....	29
图 55. 印度和中国一线城市平均税后工资 (美元)	29
图 56. 印度调整后的国民净人均收入 (美元)	29
图 57. 2018 年印度新德里的水价定价标准.....	30
图 58. 2019 年各国营商指数对比 (1=最好)	30
图 59. 基本成本各分项得分情况 (1=最好, 5=最差)	30
图 60. 印度两大交易所上市公司数量 (个)	31
图 61. 印度两大交易所上市公司市值 (万亿美元)	31
图 62. 印度成人人均财富基尼系数 (%)	32
图 63. 2018 年印度 500 强上市公司投资者结构 (%)	32
图 64. 孟买证券交易所上市公司市值行业分布.....	32
图 65. 孟买证券交易所行业数量和平均市值.....	32
图 66. 印度近 10 年前十大上市公司名单及其所属行业.....	33
图 67. 印度对外贸易政策倾向保守, 但吸引投资政策较为开放.....	34
图 68. 印度人力低成本优势凸显.....	35
图 69. 印度政府保护主义和行政腐败不容忽视.....	35
图 70. 印度对外贸易发展历史中重要节点.....	37
图 71. 印度参与生效的部分区域贸易协定.....	38
图 72. 印度出口份额和 DVA 份额 (%)	39
图 73. 印度在全球价值链中的地位相对较低 (%)	39
图 74. 印度对外进、出口增速 (%)	40
图 75. 印度对外进、出口占 GDP 比重 (%)	40
图 76. 印度对主要贸易伙伴出口份额.....	40
图 77. 对主要贸易伙伴出口对总出口增速的拉动 (%)	40
图 78. 主要贸易伙伴进口份额占比.....	41
图 79. 从主要贸易伙伴进口对总进口增速的贡献 (%)	41

图 80. 印度总出口各行业份额 (%)	41
图 81. 印度总进口各行业份额 (%)	41
图 82. 印度总出口各行业近 5 年年均增速 (%)	42
图 83. 印度总进口各行业近 5 年年均增速 (%)	42
图 84. 中印经贸合作协议与项目逐步推进.....	42
图 85. 印度对中国进出口增速 (%)	43
图 86. 从中国进、出口占印度总进、出口比重 (%)	43
图 87. 印度各行业对中国出口分布 (%)	43
图 88. 印度各行业从中国进口分布 (%)	43
图 89. 印度各行业对中国出口近 5 年年均增速 (%)	44
图 90. 印度各行从中国进口近 5 年年均增速 (%)	44
图 91. 印度吸引外资的四大阶段.....	45
图 92. 印度历年外商直接投资情况 (亿美元)	45
图 93. 印度外商直接投资结构 (亿美元)	45
图 94. 对印度投资主要国家和地区分布.....	46
图 95. 2017-2023 年对印投资主要国家和地区 (亿美元)	46
图 96. 印度吸收外资各行业比重.....	46
图 97. 2017-2023 年印度吸收外资各行业分布 (亿美元)	46
图 98. 印度 FDI 流入制造业的分布情况 (亿美元)	47
图 99. 印度各地区吸收外资情况 (亿美元)	47
图 100. 印度外资流入方式占比.....	48
图 101. 印度历年外资流入方式情况 (亿美元)	48
图 102. 对印度绿地投资金额及项目数量大幅增加.....	48
图 103. 近两年对印度兼并收购金额大幅下滑.....	48
图 104. 印度 PE/VC 投资金额及成交数量.....	49
图 105. 2022 年印度新增独角兽行业分布.....	49
图 106. 中国对印度直接投资近年来大幅下滑.....	49
图 107. 中国企业对印度投资主要行业分布.....	49
图 108. 中国企业在印度投资情况 (亿美元)	50

印度是世界四大文明古国之一，如今展现出的经济发展潜力也令全球瞩目，经贸合作日益活跃。那么，印度经济发展情况如何？是企业出海投资的好去处么？

1 一个文明古国的画像

1.1 政治文化：文明源远流长，两大联盟轮流执政

自古以来，印度便以绚烂丰富的宗教文化闻名于世，王朝更迭间历经千年时光，是世界上历史最为悠久的国度之一。现代印度是如何适应新旧交替，又是如何决策自身发展方向的？

文明古国历史源远流长。印度是世界四大文明古国之一，早在公元前 2500 年至 1500 年之间，印度河文明诞生，达罗毗荼人是印度最早的居民。公元前 1500 年左右，原居住在中亚的雅利安人中的一支进入南亚次大陆，征服当地土著，创立婆罗门教，并与当地土著逐渐融合，古印度初具雏形。公元前 4 世纪，**孔雀王朝**崛起，古印度第一次实现了基本统一，君主专制下古印度经济空前繁荣。到公元 4 世纪，中世纪统一印度的第一个封建王朝**笈多王朝**建立，此时印度进入黄金时代，大乘佛教盛行，印度教兴起。1398 年，突厥化的蒙古族人由中亚侵入印度，1526 年的莫卧儿帝国是当时世界强国之一。直到 1600 年英国入侵印度，**1757 年印度沦为英殖民地**，印度的社会经济开始发生剧烈变化。**1947 年 8 月 15 日，印度宣布独立**，1950 年 1 月印度宪法正式生效，印度共和国成立，同时仍为英联邦成员。

图1.印度发展简史

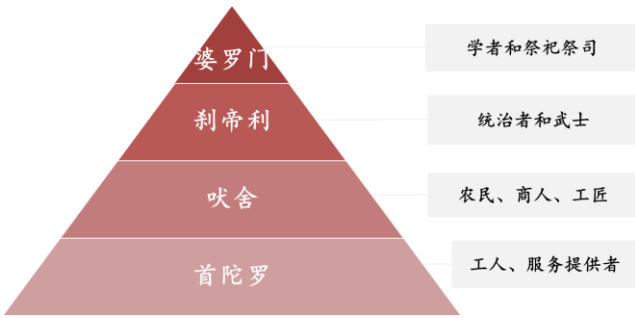


数据来源：中国商务部，财通证券研究所

古代森严的社会阶级影响至今尚存。公元前1500年左右，雅利安人入侵印度，印度进入“吠陀”时代。为了确保雅利安人统治权的稳固及社会工种的合理分配，以“种姓”划分阶级的社会制度诞生了。人们的社会等级制度被分为四个“瓦尔那”(Varna)，即婆罗门、刹帝利、吠舍和首陀罗。其中，婆罗门和刹帝利分别是最优越的两个社会阶层，分别掌握着宗教和军政权力。而吠舍和首陀罗为被统治的阶层，后随着社会分工逐渐细化，产生了更严密的种姓体系“阇提”(Jāti)制度，规定一个家族集团必须世袭同一种职业。种姓制度在印度维持了长达三千年，覆盖印度绝大多数群体，并塑造了印度的社会制度与规范。1947年印度独立时，婆罗门虽不到人口的4%，却有七成司法权和近半数国会席次。

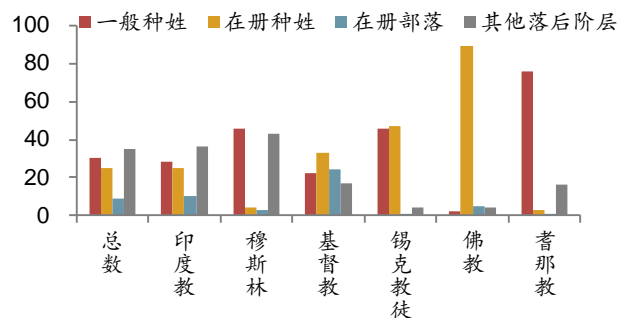
时至今日，种姓制度虽从法律上被废除，但仍然影响着现代印度。低种姓群体仍然在经济和政治领域上面临着诸多歧视困境，特别是除了四大种姓外，还有一类被称为“不可接触者”的低种姓群体达利特人。印度政府将这类低种姓群体记录为在册种姓(Scheduled Caste)、在册部落(Scheduled Tribe)以及其他低种姓群体(OBC)，以便提供政策援助。尽管种姓制度源于印度教，Pew Research的2019年的一项调查发现，约98%的受访印度人仍然认为自己是种姓成员，无论其宗教信仰。例如，印度有33%的基督徒认为自己是册种姓，尽管基督教传统上并没有种姓制度。

图2.印度的种姓制度



数据来源: Asia Highlights, 财通证券研究所

图3.2019年多数印度人仍认同种姓制度(%)

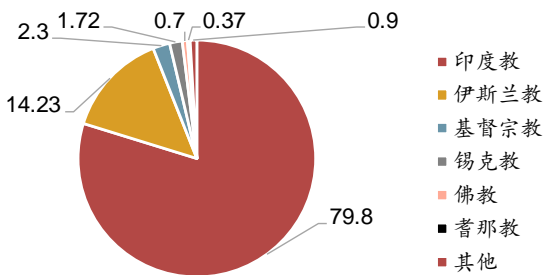


数据来源: Pew Research, 财通证券研究所

人人皆有宗教信仰。根据2011年最新印度人口普查数据,99.8%的印度人具有宗教信仰。在当今印度的六大宗教中,印度教最为主流,信徒占总人口近八成。其次是伊斯兰教,信徒占全国人口的14.2%,印度也因此成为世界上仅次于印度尼西亚的第二大穆斯林国家。而佛教在印度仅排到第五,信徒人数占总人口的0.7%。

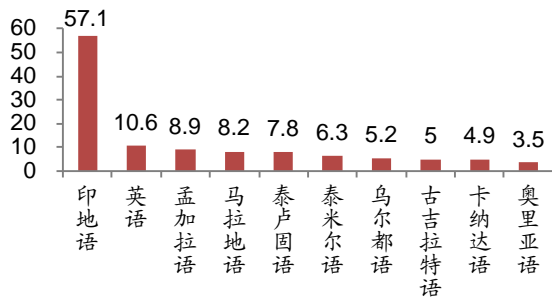
语言体系复杂。印度的官方语言是印地语和英语,不过由于历史原因,英语在政府、商业及教育领域中仍是通用语言。这可能是由于印度语言系统较为复杂,其常见语系包括印欧语系、达罗毗荼语系、汉藏语系和澳亚语系等。根据2011年人口普查统计,超过5%的人口常用的语言就有8种。

图4.2011年印度的宗教构成(%)



数据来源: 印度统计局, 财通证券研究所

图5.2011年印度前十大使用语言占比(%)



数据来源: 印度统计局, 财通证券研究所

印度政治体制与英国类似。1950年印度宪法生效,规定印度为联邦制国家,各邦享有许多独立权力,是相对独立的政治单位。政治体制方面,印度采取了英国式的议会民主制。

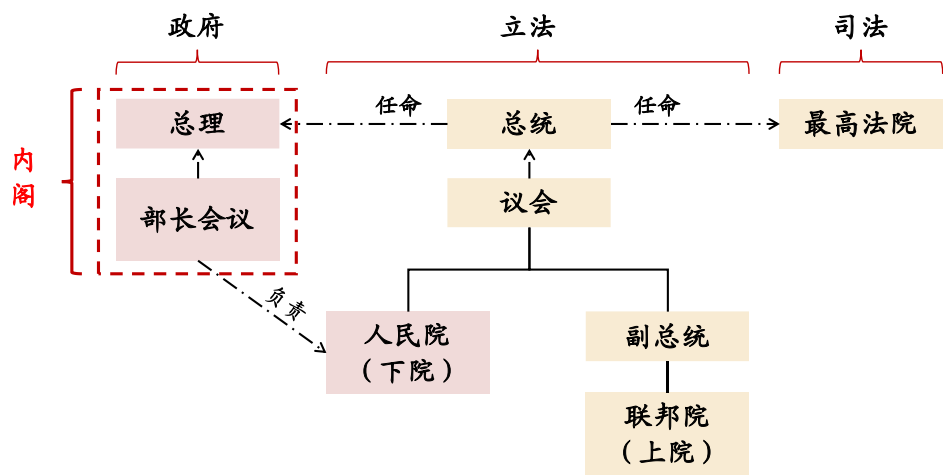
首先,联邦议会由总统和两院组成,行使立法权。总统为国家元首和武装部队的统帅,由议会两院及各邦议会当选议员组成选举团选出,任期五年,现任总统德劳帕迪·穆尔穆于2022年7月25日就任。不过,总统依照内阁的建议行使职权,实际权力不大。印度的两院分别为联邦院(上院)和人民院(下院)。联邦院共250席,其中总统提名12名具有专门学识或实际经验的议员,其余席位为各邦及中央

直辖区的代表，由副总统担任主席，与人民院一同承担立法职责。人民院是主要的立法机构，其主要职能为制定法律和修改宪法、控制和调整联邦政府的收入和支出、对联邦政府提出不信任案，并有权弹劾总统。人民院共 545 席，其中 543 席通过简单多数当选制从单一选区直接选举产生，每五年举行一次大选。

其次，内阁是印度的最高行政机关。总理和内阁部长组成的内阁是印度的决策机构，包含内阁部长共 27 人，总理由总统任命。根据宪法，总理可来自人民院或者联邦院，但多数情况下印度总理来自人民院。

最后，印度最高法院是印度的最高司法权力机关，有权解释宪法、审理中央政府与各邦之间的争议问题等，最高法院法官由总统委任。而总检察长由政府任命，其主要职责是就执法事项向政府提供咨询和建议，完成宪法和法律规定的检察权，对宪法和法律的执行情况进行监督等。此外，各邦设有高等法院。

图6.印度权力结构



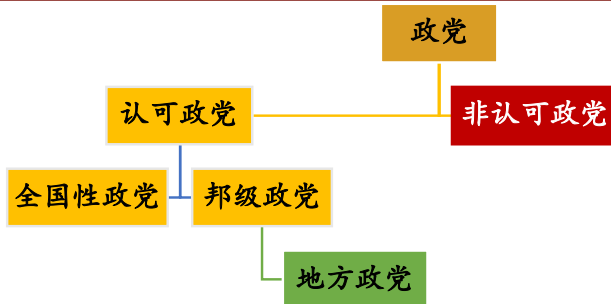
数据来源：孙益众《印度议会体系及其在政治结构中的地位》，财通证券研究所

两大政党联盟对峙。印度施行多党制，根据选举委员会的标准，根据在人民院中占据席位数量和有效选票拥有率，政党可分为全国性政党和邦级政党。此外，各邦邦内还存在着地方政党。2023 年印度共有 6 个国家级政党，57 个邦级政党，以及 2597 个未被认定的政党。已注册的政党享有如保留党徽、在国有电视和广播上的免费播出时间、在设定选举日期和提供选举规则 and 规定方面的咨询等权力，并可以参与选举。

20 世纪 90 年代前，印度政局长期由印度国民大会党（简称“国大党”）单一掌控。1996 年后印度政局不稳，到 1999 年先后曾举行 3 次大选，产生了五届政府，直到 1999 年-2004 年间印度人民党为首的全国民主联盟上台执政。此后，印度政局从单一大党转变为二元政党联盟对抗，国大党领导的团结进步联盟和人民党领导的全国民主联盟对人民院席位展开争夺。地方政党在人民院获得的席位数稳步增

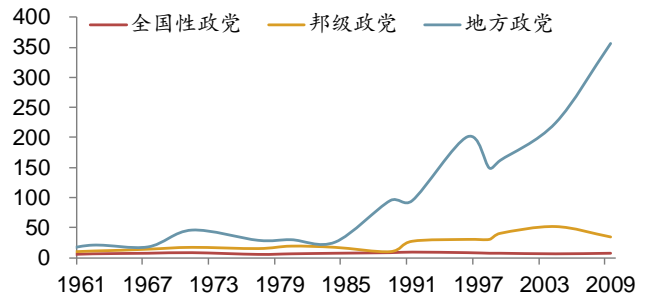
加，由1951年的7%，到2019年已经占总席位的26.7%。2004年-2014年间，团结进步联盟再次上台执政，后续2014年人民党赢得人民院过半数席位，成为第一大党，在中央单独执政。2019年，人民党再次领导全国民主联盟赢得过半数席位，莫迪总理成功连任。今年4月至5月期间，人民院将展开新一轮选举，或仍是两大联盟对峙局势。

图7.印度的党派构成



数据来源：王子涵《多元社会背景下印度地方政党的崛起》，财通证券研究所

图8.地方政党数量越来越多（个）



数据来源：印度选举委员会，财通证券研究所

1.2 自然条件：淡水稀缺，矿产资源丰富

人文和经济均根源于该国的自然禀赋，印度的自然环境条件具备什么特点？

印度幅员广阔。印度是南亚次大陆最大的国家，国土面积298万平方公里（不包括中印边境印占区和克什米尔印度实际控制区等），居世界第七位。印度北面与多国为邻，东北部同中国、尼泊尔、不丹接壤，东边与缅甸相接，东南部与斯里兰卡隔海相望，西北部与巴基斯坦交界。南面临海，东临孟加拉湾，西濒阿拉伯海，海岸线长约8000公里。国土宽阔，印度跨越2个时区，即东5区、东6区。

城市特色鲜明。首都新德里（New Delhi）是全国的政治和行政中心，同时也是最重要的铁路和航空交通枢纽，人口约1800万。孟买（Mumbai）则是印度的商业和金融中心，拥有印度证券交易所和多个大型企业总部。加尔各答（Kolkata）是印度的文化中心，以其丰富的历史、文学和艺术场景而闻名。此外，还有一些具备特殊产业优势的城市。“印度硅谷”班加罗尔（Bangalore），是印度主要的技术和信息技术中心，众多国内外科技公司的研发中心和办公室位于此地，拥有诸多软件、生物技术和制药公司的海得拉巴（Hyderabad）同样是一个重要的技术中心。

图9.印度地理位置概览



数据来源：中国自然资源部标准地图服务，财通证券研究所

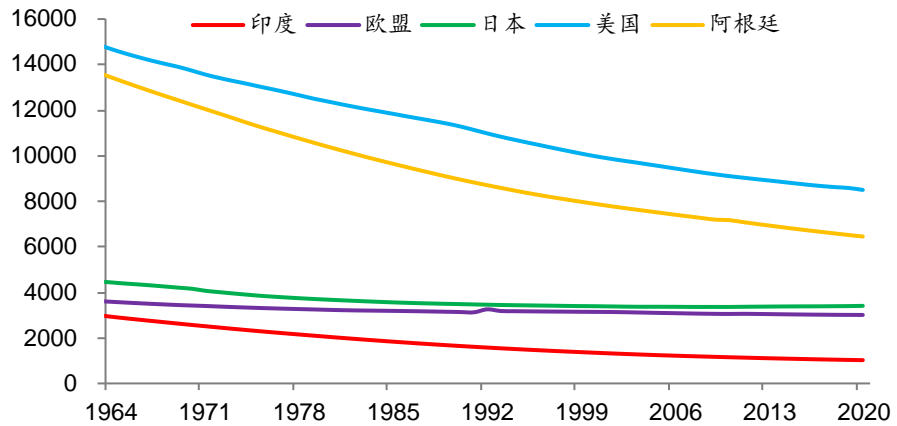
水资源短缺严峻。印度的水资源短缺问题极其严峻，尽管印度人口超过 14 亿，但仅拥有世界 4% 的淡水资源，世界上水资源紧张的 20 个大城市中有 5 个位于印度，其中德里位列第二。NBR 报告显示，印度缺水主要由三个因素导致。

首先，庞大的人口导致人均淡水拥有量不足。印度的可用水量总计 7000 到 12000 亿立方米之间，人均拥有 1000 立方米的水资源，而美国人均拥有量约 8000 立方米。当一个国家的人均年水量少于 1700 立方米，即认为是水资源紧张。

其次，城市水处理设施的投资不足导致水质恶化。印度大多数河流的水质大致上不适合饮用，甚至有许多河段不适合沐浴。恒河清理计划虽自 1984 年启动，然而多数河段污染未得到治理，创建的设施也并未有适当维护。

最后，由于农民过度抽取，地下水供应减少。根据 NBR 测算，2010 年印度抽取了 2510 亿立方米的地下水，相比之下美国只抽取了 1120 亿立方米。根据世界银行统计，2020 年印度的人均可再生淡水资源仅为 1035 立方米，远低于世界平均水平的 5500 立方米。

图10.人均可再生内陆淡水资源（立方米）



数据来源：世界银行，财通证券研究所

矿产资源丰富。印度资源丰富，有矿藏近 100 种，约 2.2% 的 GDP 来自采矿业。根据印度矿业部，印度铁矿石、钢铁年产量占世界总产量的 6.8%、5.6%，产量在世界分别位列第四、第二，其铁矿石储藏量高达 64.1 亿吨。此外，印度的精制铅、锌块和铬铁矿产量在世界上也位居前列，产量均位于世界前五。

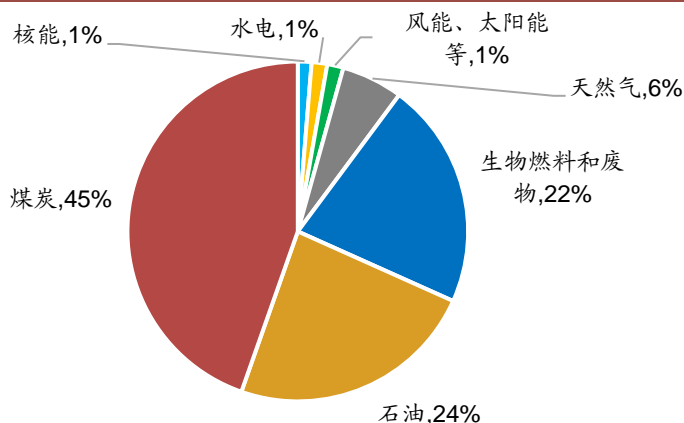
图11.印度主要矿产资源的产量及储量

资源种类	产量世界排名	年产量占全球比重 (%)	储量 (万吨)
钢铁	2	5.6	/
精制铅	3	1.7	190
锌块	3	5.2	744
铁矿石	4	6.8	641186
铬铁矿	4	9.2	7854
铝土矿	6	9.2	64649
精炼铜	7	1.5	216
钛金属	/	/	1600
黄金矿石	/	/	0.01

数据来源：印度矿业部，财通证券研究所

能源依赖进口。根据 IEA 发布的《2021 年印度能源展望》报告，印度是世界第三大能源消耗大国，其能源消耗结构主要以煤炭和原油为主，2021 年分别占印度能源结构的 45% 和 24%。IEA 估计，随着印度经济的发展，化石燃料进口总额在未来二十年将增加两倍，能源安全面临持续风险。由于印度的国内石油和天然气产量继续落后于消费趋势，到 2040 年，对进口石油的净依赖度将从 2020 年的 75% 升至 90% 以上。

图12.2021年印度能源结构



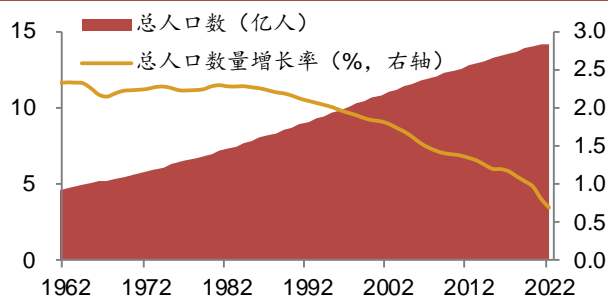
数据来源：IEA，财通证券研究所

1.3 人口概况：人口众多，劳动参与率低

众所周知，在这片广阔的国土上，“人多”也是印度的重要特征。具体而言，印度人口究竟有多少，结构如何，人才储备是否充足？以下据此展开分析。

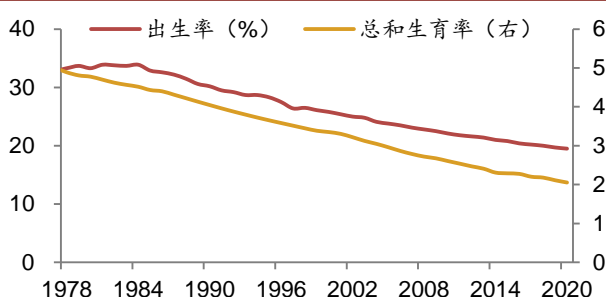
人口众多。根据世界银行数据显示，截至2022年底，印度全国人口约14.2亿人，人口数量已略超中国。从长期来看，印度人口增速呈放缓趋势，新增总人口数量也在逐年减少。人口出生率有所下降，2020年印度出生率约为19.5%，较2000年的25.8%有所下滑。随着近年城市化率提高、医学知识普及和民众受教育程度提升，印度的总和生育率也从2000年的3.4下降至2020年的2，不过仍然高于中国的1.2或美国的1.7。

图13.印度总人口及人口增长率（%）



数据来源：世界银行，财通证券研究所

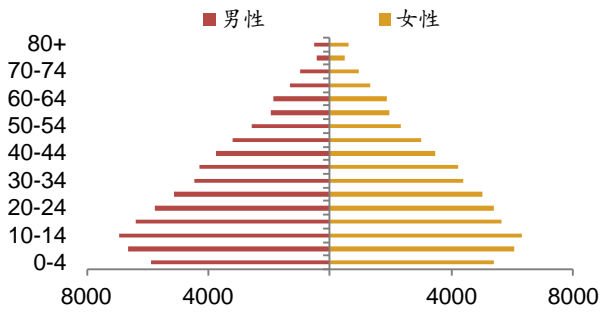
图14.印度出生率、总和生育率变化情况



数据来源：CEIC，财通证券研究所

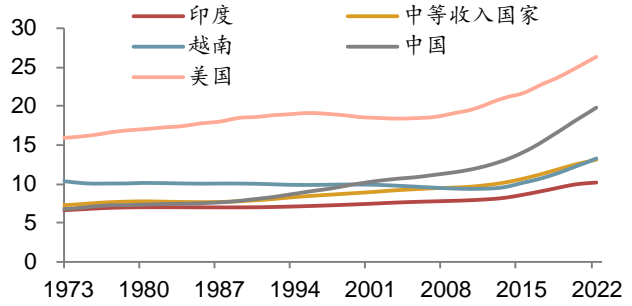
仍是年轻的国度。根据世界银行数据显示，截至2022年，印度65岁及以上的人口比例仅为6.9%，而劳动力主体15-64岁人口占比约为67.8%，0-14岁的人口比例为25.3%，人口结构较为年轻。此外，世界银行指出，2022年印度的老年抚养比（即65岁以上人口除以工作人口）仅为10.2%，低于如美国等发达国家，也在中等收入国家中处于较低水平。

图15.印度人口的年龄及性别结构 (万人)



数据来源：印度统计局，财通证券研究所

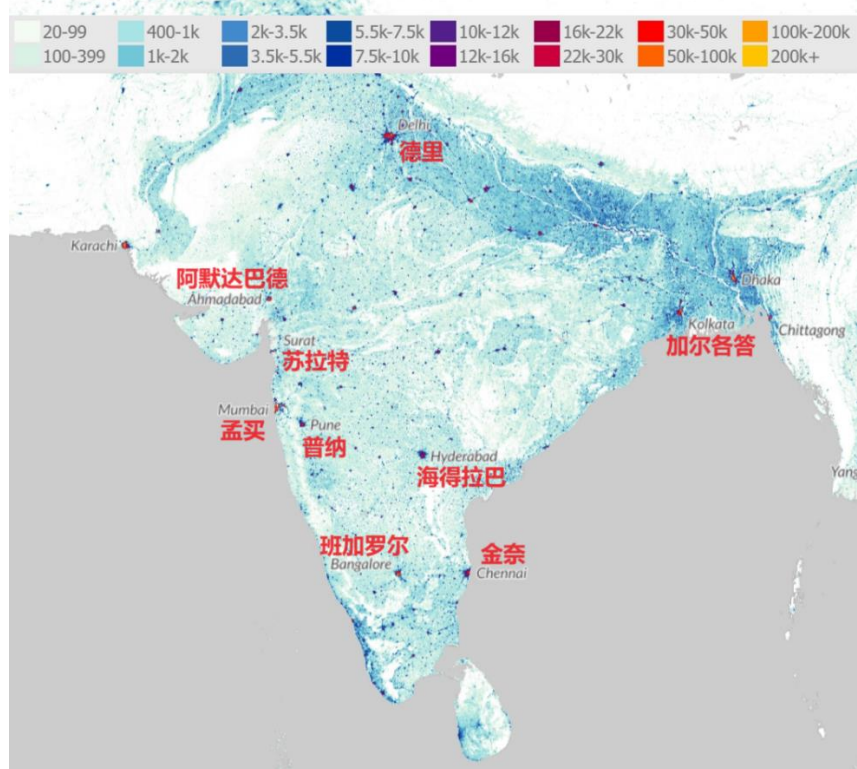
图16.印度老年人口抚养比 (%)



数据来源：世界银行，财通证券研究所

人口集中在主要城市。2021年印度平均人口密度为424人/平方公里，据中国商务部对外投资报告显示，印度人口分布主要集中于北部喜马拉雅山脉南麓、印度河-恒河流域，其中东部的恒河三角洲最为稠密。其中，印度人口最多的北方邦拥有超过2亿人口，是世界上人口最多的一级行政区。北方邦、比哈尔邦、恰蒂斯加尔邦、贾坎德邦、拉贾斯坦邦、中央邦六个邦约占印度人口的40%。

图17.印度人口密度 (人/每方千米)

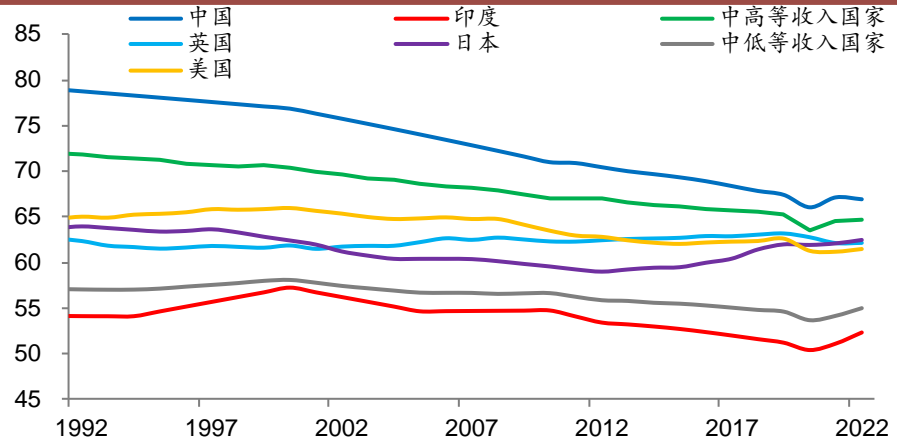


数据来源：luminocity3d，财通证券研究所

印度劳动参与率较低。根据世界银行，2022年印度的劳动参与率仅为52.4%，将近一半的人口退出了劳动就业市场，相较于中国2022年劳动参与率为66.9%，印度劳动参与率偏低。另据CSE《2021年印度工作状况报告》显示，2012年至2018年期间，印度劳动年龄人口增加了1.2亿人，但劳动力人数仅增长了770万人。

劳动力参与率偏低，主要原因是印度女性劳动就业不足，2022年印度男性的劳动参与率为75%，而印度女性仅为28%，对比来看，中国女性的劳动参与率约为62%。

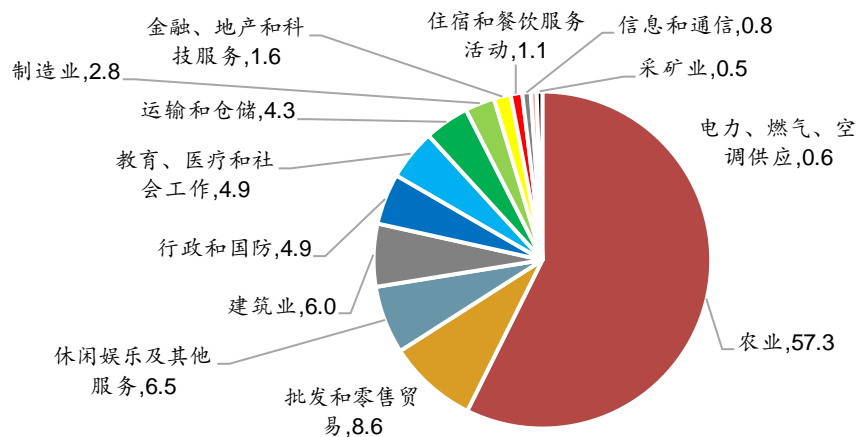
图18.印度和主要经济体劳动参与率（%）



数据来源：世界银行，财通证券研究所

主要劳动力仍然集中在农业生产。根据印度统计局2011年最新发布数据，印度近六成的主要劳动力仍在从事农业。从事人数排行第二到第四位的行业分别为批发零售贸易、休闲娱乐和建筑业，占比分别为8.6%、6.5%和6%。此外，制造业、金融和科技服务行业的占比偏低。

图19.2011年印度主要劳动力的行业分布（%）

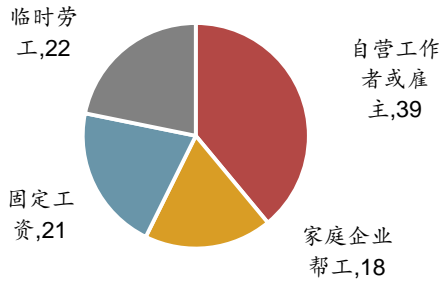


数据来源：印度统计局，财通证券研究所

自营和临时工较多，城乡收入差距大。印度的劳动法规定四种就业形式，包括自营工作者、家庭企业帮工、固定工资员工和临时劳工。从结构上来看，印度大部分劳动者为自营工作者和雇主，根据印度最新发布2011年数据显示，被企业（包含家庭企业）雇佣的固定工资劳工占比仅为21%，大部分劳动者就业形式为自营工作者（39%）或者临时劳工（22%）。收入方面，根据印度劳动和就业部最新调

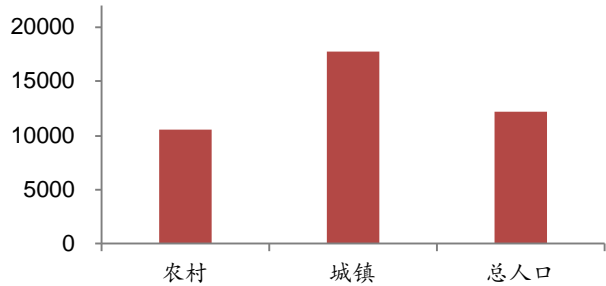
查数据，城镇劳动者月平均收入比农村劳动者高出 7124 印度卢比，城乡收入差距巨大。

图20.2011年印度就业结构(%)



数据来源：印度劳动和就业部和国家抽样调查办公室(NSSO)，财通证券研究所

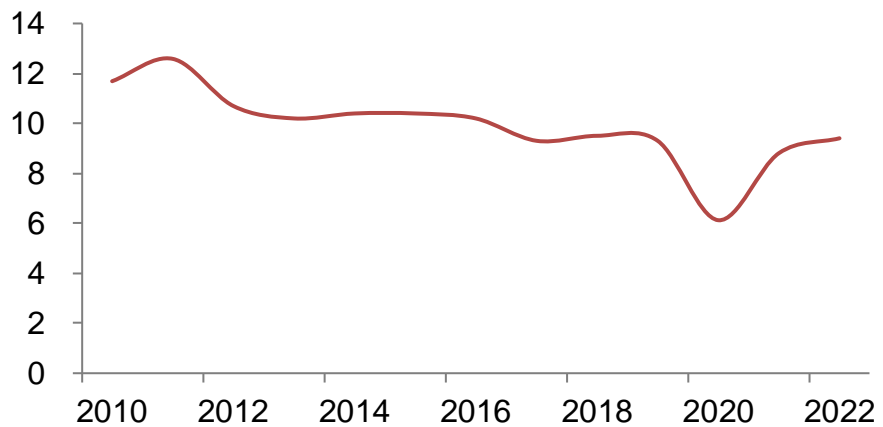
图21.2011年印度自营工作者月平均收入(卢比)



数据来源：印度劳动和就业部和国家抽样调查办公室(NSSO)，财通证券研究所

薪酬增长迅速。2010年以来，印度平均年薪保持两位数增长，直到2017年印度的平均加薪增幅首次低于两位数，降至9.3%。印度各邦的最低工资规定不同，根据Picodi公司的追踪调查，2021年印度平均最低工资为6209卢比，折算后约95美元，低于越南(160美元)、泰国(220美元)和马来西亚(258美元)等东南亚国家水平。不过，基于人才素质和职业选择不同，高薪人群收入较为可观，Forbes调查发现，印度大学学历起年薪一般在170万卢比以上；分行业来看，软件工程师、开发运营工程师和金融分析等热门职业收入更高。

图22.印度平均年薪增长情况(%)



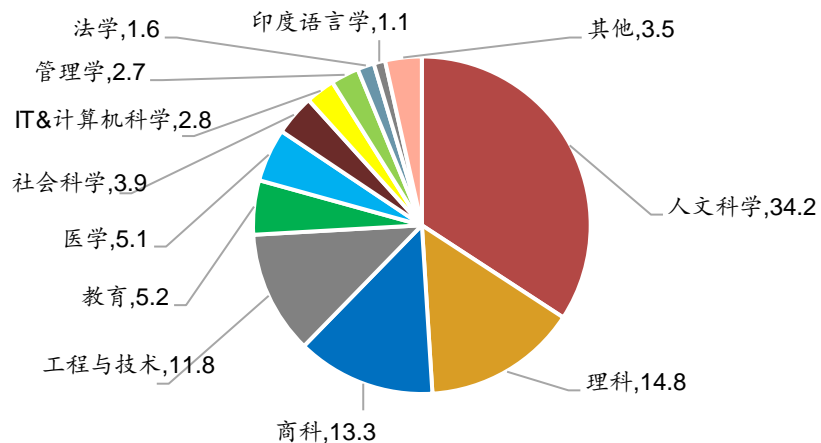
数据来源：Statista, Aon, Hindustan Times, 财通证券研究所

基础教育仍待提升。净入学率是用于衡量完成高中学业人群中升入大学人数的比率，根据米塔尔和帕塔沃德汉《衡量印度学生受高等教育的机会》(2021)的计算，2017年印度的净入学率为64.3%，甚至略高于英国的63.1%。然而，从毛入学率的角度来看，即高等教育入学率占18-23岁年龄组人口总数的比率，印度的毛入学率仅为27.4%，远低于全球平均水平的29%，同时也低于巴西(51.3%)、中国

(49.1%) 等中等收入经济体。印度的毛入学率和净入学率差距之高，说明**印度基础教育不足，导致高等教育普及程度低**。教育的不充分也造成了人才储备匮乏，ISR 发布的《2021 年印度技能报告》指出，仅有 45.9% 的印度年轻人可以找到工作，主因大部分人缺乏应聘岗位所需技能。

理工科学高等院校建设突出。印度高等教育部数据显示，2021 年印度本科生中，学习人文科学的学生最多，占本科学生比例约 34.2%，其次是理科、商科和工程技术，占比分别为 14.8%、13.3% 和 11.8%。虽然印度高等教育普及程度低，不过也建设了世界排名靠前的高等院校，特别是理工科学学科，在 2023 年 QS 世界大学排名中，有 41 所印度大学上榜。其中，印度科学学院 (Indian Institute of Science) 的排名上升了 31 位，全球排名第 155 位，在印度大学中排名第一。其次是印度理工学院 (Indian Institutes of Technology) 孟买分校和印度理工学院德里分校，均进入前 200 名。

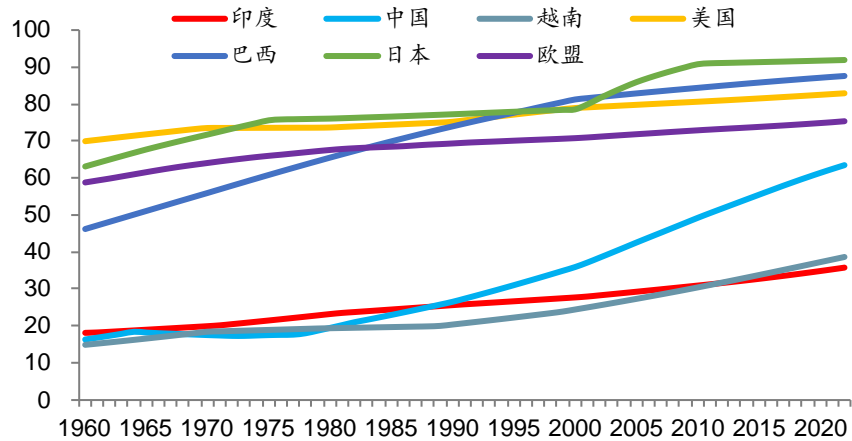
图 23. 2021 年印度本科学生的学科分布 (%)



数据来源：印度高等教育部，财通证券研究所

城镇化率持续提升。自 1960 年以来，印度的城镇化率整体呈现持续上升的趋势，仅部分地区存在城镇化水平下降的情况。不过总体来看，2022 年印度的城镇化率仅为 36%，与同为新兴市场国家的越南和巴西相比偏低，并落后中国近 28 个百分点。

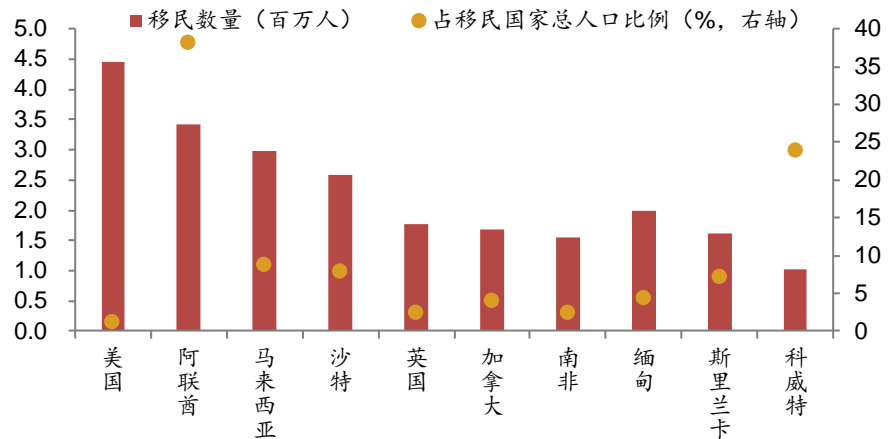
图24.印度城镇化率 (%)



数据来源：世界银行，财通证券研究所

向外移民人数较多。印度外交部数据显示，每年约有 250 万印度人移居国外，以至于印度成为世界上向外移民最多的国家。许多印度人为了就业机会而定居中东或西方国家，美国、阿联酋、马来西亚、沙特阿拉伯、缅甸、英国、加拿大、斯里兰卡、南非、科威特是印度移民最受欢迎的前十大目的地。在阿联酋和科威特，印度移民人数占该国本地人数的比例分别达到 38% 和 24%。受教育交流项目以及针对高技能工作者的新临时签证的吸引，印度人向美国移民数量最多，2023 年达到 446 万人。

图25.2023 年印度向外移民情况



数据来源：印度外交部，财通证券研究所

2 经济发展中充满参差：贫穷与富有，发达与落后

2.1 经济概貌：2023 年全球经济增长最快的经济体之一

印度拥有古老的文明和独特的文化，但是水资源稀缺且人口众多，那么在这样的自然文化背景之下，其经济发展如何？接下来我们从经济发展阶段、经济增速横纵比较、GDP 支出法和生产法拆分视角来进行介绍。

首先，印度 GDP 的核算方式与越南和我国不同，采用**支出法**进行核算。从理论上讲，生产法和支出法核算的 GDP 并无明显差异。但是，在实际操作中，**生产法往往具备更强的数据支撑，而支出法则显得没那么严谨**。印度的 GDP 核算确实具备很强的印度特色，比如核算的项目中包含股票市场变动、非市场交易和贫民窟的房租等。因此，在印度超高的 GDP 增速面前，我们有必要更加理性。

纵向看，除部分经济增速较低的年份外，1980 年以来印度大部分时间的实际 GDP 增速均较高。英国的殖民对印度的农业和手工业发展带来破坏，同时为了使其成为英国的原料供应地，一定程度上对印度工业的发展带来抑制。此后的数年，印度经济的发展都始终在产业结构调整问题上大费周章，平衡各产业发展成为印度经济发展的重要主线之一。在产业结构的不断发展中，印度独特经济发展模式形式，其发展历程可以粗略划分为三个阶段。

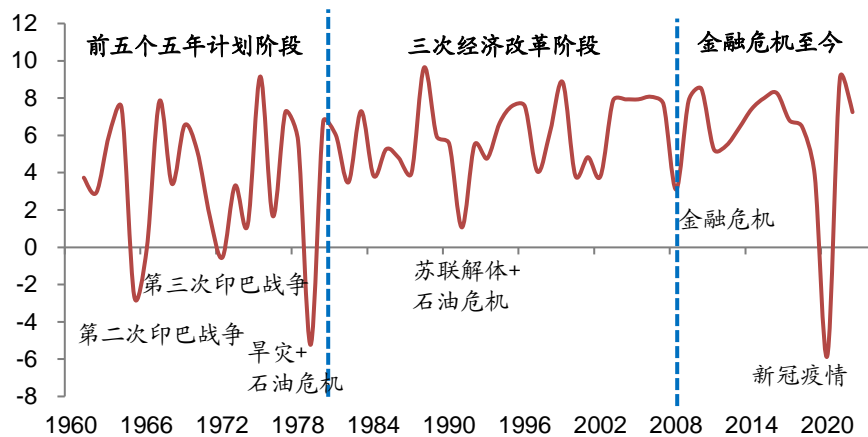
第一阶段：1951-1980 年，前五个“五年计划”阶段，1960-1980 年 GDP 年均复合增长率为 3.32%。1947 年印度摆脱英国殖民，开启了经济独立自主的发展时期。1951 年印度效仿苏联，制定了五个五年计划，优先发展重工业。“一五”计划时期，农业发展为主，工业相对偏弱；“二五”和“三五”计划”时期，印度开始实施工业化战略，重工业得到发展的同时，服务业也逐渐起步；但是到了“四五”计划时期，面对国内战乱和饥荒，印度缩减对工业发展的支持，并扩大粮食进口；“五五”计划时期，印度的工业没有得到进一步发展，但服务业比重上升，产业结构在“五五”计划末期逐渐失衡。1966-1980 年的 15 年被印度经济学家称为“经济滞胀”时期，经济增速持续低位。

第二阶段：1980-2008 年，三次“经济改革”阶段，1980-2008 年 GDP 年均复合增长率为 5.90%。产业结构的失衡为印度的经济改革埋下伏笔。1980 年，英迪拉·甘地进行了第一次改革的尝试，通过放宽对私人部门的限制、解除对大企业的信贷配额限制等提振经济增长，并吸引外资在高科技部门投资，以弥补印度技术力量和资金的不足，大力发展印度的科技产业。这次改革对当今印度的经济发展仍然发挥着重大的影响。1991 年，拉奥上台后推出了一系列改革措施，包括放松对工业、外贸和金融部门的管制等，通过吸引外资化解外汇危机，并推动印度混合经济模式向市场经济的模式转变。1992 年至 1996 年实现经济年均增长 6.2%。1999 年，印度实行第二阶段经济改革。2001 年，出台“十五”计划对第二阶段经济改革进行深化，加速国有企业私有化，实施部分生活必需品销售自由化、改善

投资环境、削减财政赤字等改革措施。“十五”计划期间，GDP 年均增长 7.8%，高于“九五”计划的 5.5%，印度成为是世界上发展最快的国家之一。

第三阶段：2008 年至今，金融危机后至今，2008-2022 年 GDP 年均复合增长率为 5.99%。三次改革促进了印度经济的增长，但是 2008 年全球金融危机爆发，对印度的经济增长带来较大冲击，经济增速从 2007 年 7.7% 滑落至 2012 年的 5.5%。2014 年，莫迪提出“印度制造”战略，大力扶持制造业，将工业化再次定为经济发展目标。莫迪政府一方面加强基础设施建设，另一方面保护本国工业和信息技术行业发展，推动其工业和服务业继续发展，产业结构整体也逐渐趋于平衡。

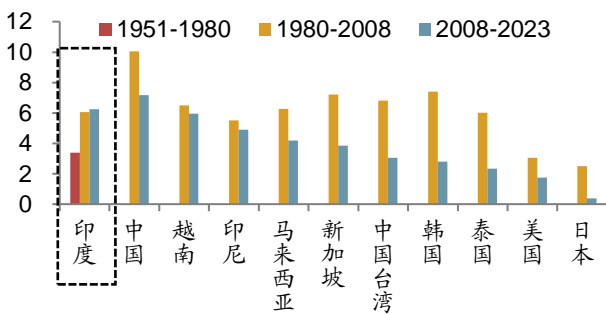
图26.印度实际 GDP 增速变动趋势 (%)



数据来源：Wind，财通证券研究所

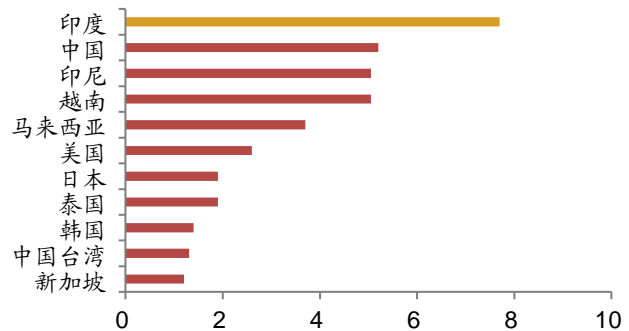
横向看，印度是 2023 年全球经济增长最快的经济体之一。2023 年印度抗住全球经济衰退的压力，实现经济增长 7.7%，成为经济增长最快的经济体之一。但是从各个发展阶段的平均 GDP 增速看，印度的表现并不抢眼，较我国仍逊色不少，主要的原因是其 GDP 增速的波动较大。印度 GDP 波动较大原因可能是多方面的，一是如前所述，其 GDP 核算的口径相对独特；二是印度的基础设施和工业发展相对薄弱，较难对其经济发展带来长期稳定的支撑。

图27.按发展阶段印度及各国家/地区平均 GDP 增速 (%)



数据来源：Wind，财通证券研究所

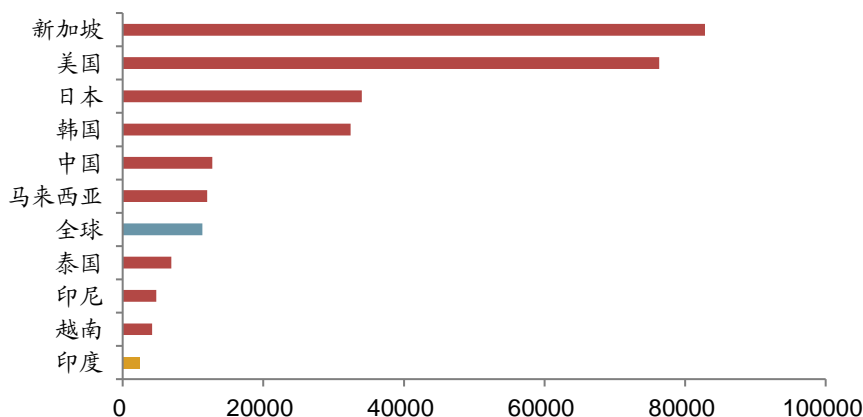
图28.2023 年印度及各国家/地区 GDP 增速 (%)



数据来源：Wind，财通证券研究所

高经济增速的同时，印度也是人均 GDP 最低的国家之一。2022 年数据来看，印度的人均 GDP 仅 2411 美元，分别是中美日人均 GDP 的 19%、7%和 3%左右，甚至比全球人均 GDP 还低出 8908 美元。从历史上看，印度人均 GDP 在 2007 年首次超过 1000 美元，并在 2019 年首次超过 2000 美元，但是受新冠疫情影响，2022 年才再度回升至 2000 美元以上。

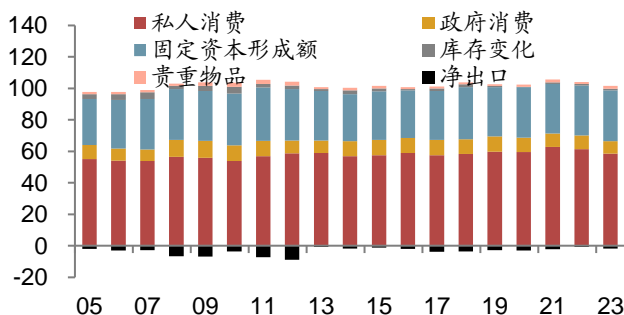
图29.2022 年各国家/地区人均 GDP（美元）



数据来源：Wind，财通证券研究所

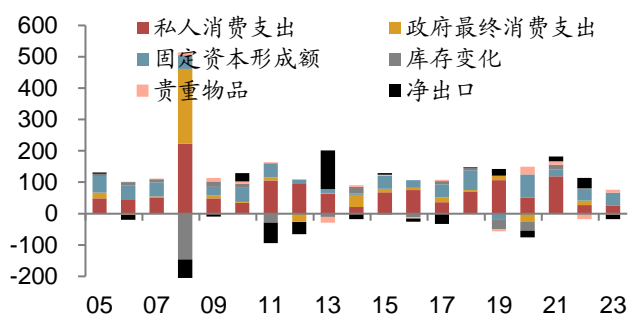
印度的 GDP 主要由消费拉动，消费占 GDP 比重超过 60%。从支出法角度看，消费、投资、净出口在印度消费中的占比基本保持长期稳定，其中消费在 GDP 中占比最高。截至到 2023 年，最终消费支出占 GDP 比重达到 66.4%，其中私人消费占比 58.6%，政府消费占比 7.8%；固定资本形成额占比约 32.4%；由于长期的贸易逆差，净出口占比约为-1.7%。从对 GDP 增长的贡献看，占比最高的消费是经济增长的主要贡献来源，其次是投资。

图30.支出法下印度 GDP 结构分解 (%)



数据来源：Wind，财通证券研究所

图31.支出法下各分项对 GDP 增长的贡献 (%)

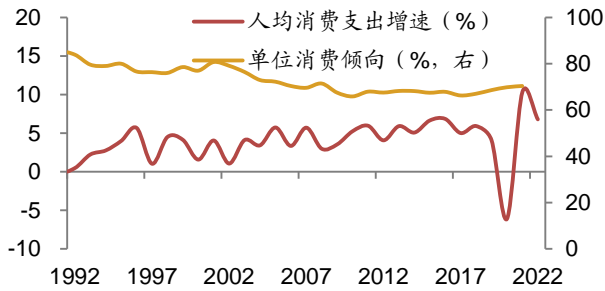


数据来源：Wind，财通证券研究所

印度居民单位消费倾向可达 70%，饮料及加工食品在城乡居民消费支出中占比最高。印度居民人均最终消费支出持续增长，2022 年达到 1285 美元，较上年增长 6.8%。整体看，人均消费支出的增速相对平稳且近年来仍有小幅提升。从单位消

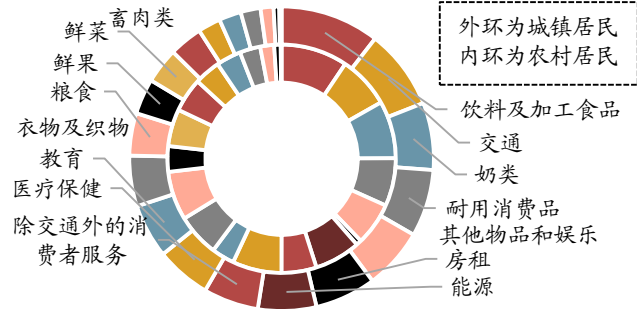
费倾向看，趋势上小幅下行，但是整体水平较高。2023 年印度居民消费支出占其收入约 70%，该水平高出越南 20%左右。从支出的结构看，城乡居民的食品消费占比仍然较高，2023 年分别达 39.7%和 47.5%，其中饮料及食品加工均为最高的支出项目，分别占比达到 10.5%和 9.4%。另外，支出项目中占比较高的还有交通、奶制品和耐用消费品等。

图32.居民消费支出和单位消费倾向



数据来源：Wind，财通证券研究所

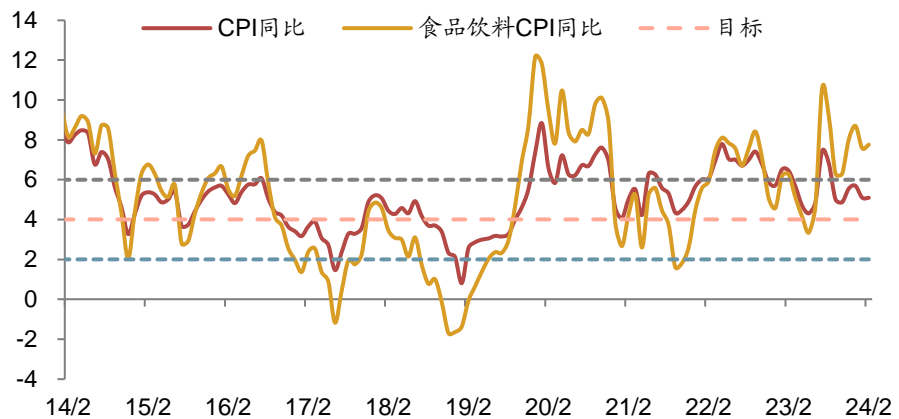
图33.2023 年印度城乡居民消费支出结构 (%)



数据来源：印度统计局，财通证券研究所

印度实行通胀目标制，国内通胀水平较高。印度采用“通胀目标制”，并将 CPI 同比增速的目标范围划定在 2%-6%以内。但是，由于人口多、气候差、生产效率低，粮食供给紧张之下，CPI 受粮食价格的影响较大。此外，由于印度的能源对进口依赖较大，输入性通胀在印度也时有发生。受疫情期间印度央行调降政策利率影响，CPI 同比增速一度高出目标上限。目前，印度 CPI 同比以逐步回归至目标范围以内，印度央行行长沙克蒂坎塔·达斯预计，2024 财年全年通胀率为 5.4%。

图34.印度的 CPI 同比及其目标范围 (%)

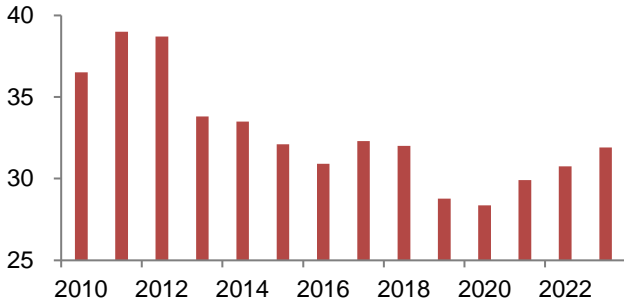


数据来源：Wind，财通证券研究所

印度 2023 年国内总投资额约 3000 亿美元，占 GDP 比重超过 30%。投资对印度 GDP 的拉动仅次于消费。从占 GDP 比重来看，2011 年后印度的投资额在 GDP 中的占比有所下降，疫情后逐步回升至 30%以上。从投资额变化看，2010 年至今，

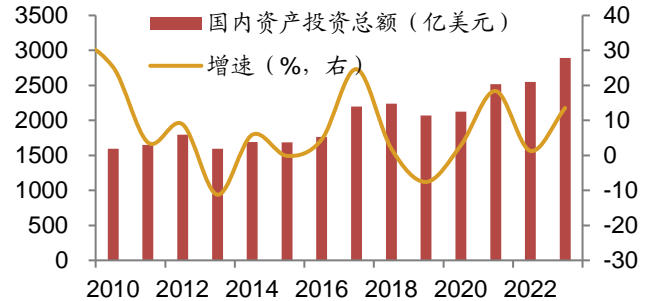
投资的平均增速超过 10%，除个别年份有所下降外，几乎持续增长，2023 年国内投资额约为 2893 亿美元。

图35.印度历年投资额占 GDP 的比重 (%)



数据来源: Wind, CEIC, 财通证券研究所

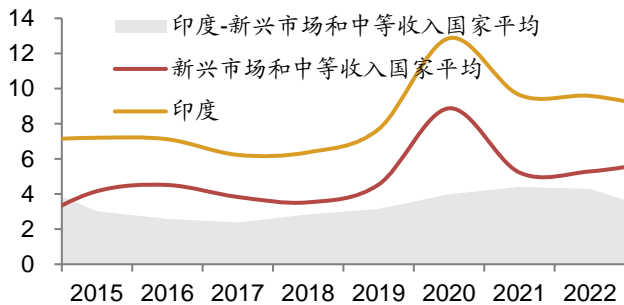
图36.印度投资总额及其增速 (%)



数据来源: Wind, CEIC, 财通证券研究所

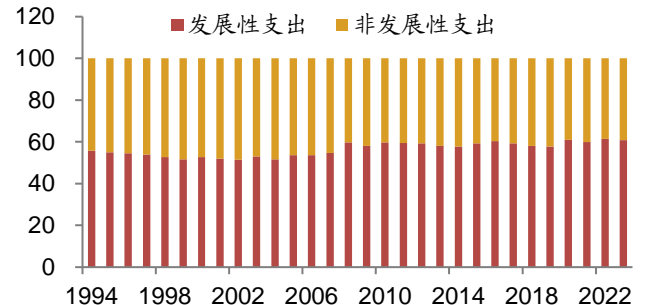
印度是高财政赤字国家，2022 年印度的财政赤字率超过 9%。印度多年来长期实施扩张性财政政策，新兴市场 and 中等收入国家的平均赤字率高出 4 个百分点。从其财政支出的结构看，发展性支出长期超过 50%，2023 年连续两年超过 60%。其主要支出重难围绕社会福利、农业发展和电力等方面，IMF 预计到 2028 年印度财政赤字率仍将高于 7.5%。

图37.印度财政赤字率 (%)



数据来源: IMF, 财通证券研究所

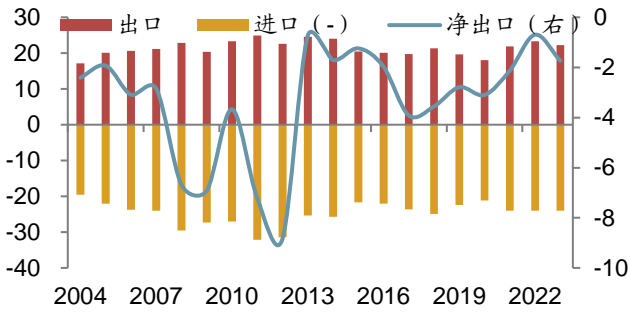
图38.印度财政支出结构 (%)



数据来源: Wind, 财通证券研究所

印度是贸易逆差国，2004 年至今出口占 GDP 不足 25%。印度的服务出口，尤其是金融技术和 IT 技术服务的外包等，是其经济发展的一大特色。2023 年印度服务出口较上年增长 7.9%，占总出口比例约 44%。但是，印度的净出口常年为负，摆脱巨大的贸易逆差成为其经济发展的一大追求。贸易逆差较大的原因来自两个方面：一是其人口众多，导致其需求较为庞大；二是其劳动力素质较低，基础设施不完善，制造业发展落后，无法为其出口提供较强支撑，同时在必要的领域（比如军工）还需要额外进口。

图39.印度进出口及净出口占 GDP 比重 (%)



数据来源: Wind, 印度统计局, 财通证券研究所, 进口额设定为负值。

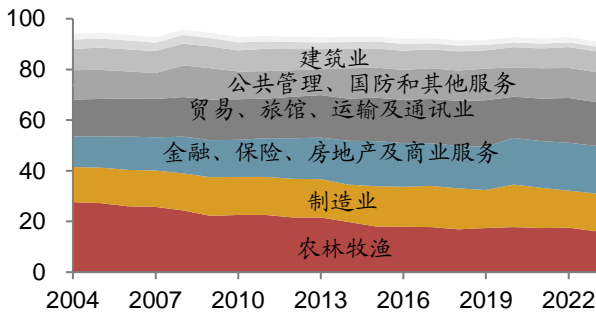
图40.印度及部分国家/地区对外贸易依存度对比 (%)

国家	2021年			2016年			2011年		
	出口	进口	净出口	出口	进口	净出口	出口	进口	净出口
印度	12.5	18.1	-5.6	11.3	15.5	-4.2	16.5	25.4	-8.8
中国	18.6	15.0	3.6	18.7	14.1	4.5	25.1	23.1	2.1
越南	90.1	91.4	1.3	68.1	68.7	0.6	61.8	56.1	-5.7
泰国	53.6	53.3	0.3	52.1	47.0	5.1	61.7	61.6	0.1
新加坡	111.2	95.5	15.7	106.0	91.5	14.5	149.0	133.4	15.6
马来西亚	80.0	63.7	16.3	62.9	55.9	7.0	78.0	64.5	13.4
印尼	19.4	16.5	2.9	15.5	14.6	0.9	22.8	19.9	2.9

数据来源: Wind, 联合国贸易和发展会议, 财通证券研究所, 图中数值为占GDP比重。

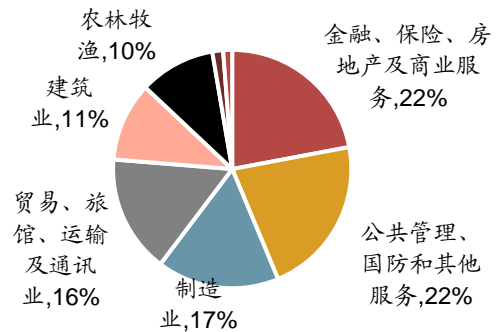
服务业占印度 GDP 的比重近 50%，同时也是 GDP 增长的主要动力。从生产法角度看，2023 年农业、制造业和服务业占 GDP 的比重分别为 16.1%、15.0%和 47.9%。服务业中，金融、保险、房地产及商业服务占比最高，为 18.8%，其次是贸易、旅馆、运输及通讯业，占比 17.4%。从对 GDP 增长的贡献力度角度看，三大服务业拉动 2023 年印度 GDP 增长约 45.3%，制造业和农业分别为 12.6%和 7.8%。

图41.生产法下印度 GDP 结构分解 (%)



数据来源: Wind, 财通证券研究所

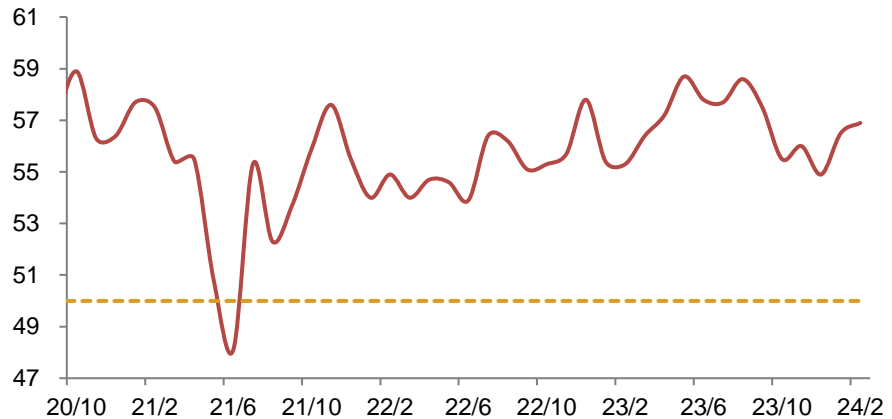
图42.2023 年生产法下各分项对 GDP 增长的贡献 (%)



数据来源: Wind, 财通证券研究所

印度制造业快速发展，纺织业是其第一大制造业。受益于得天独厚的地理条件，印度是黄麻、棉花的重要产地，纺织业是其制造业之首。在制造业占 GDP 比重约 15%的情况下，纺织业产值就占到约 6%。印度的汽车制造业起步较晚但发展较快，是全球前列的汽车市场之一。此外，印度还是发展中国家制药产业最强的经济体，印度的企业在全世界仿制药营收前 10 中几乎占据半壁江山。同时印度的卫星航天材料产品制造也在快速发展。在全球制造业景气欠佳的大背景下，印度制造业 PMI 连续 32 个月在荣枯线以上运行，“印度制造”赶超之势强劲。

图43.印度制造业 PMI 连续 32 个月在荣枯线以上运行



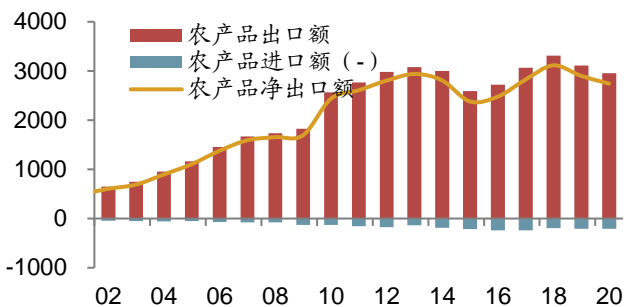
数据来源: Wind, 财通证券研究所

2.2 特色产业：服务业是其支柱产业，IT 服务是主要特色

经济的高速发展之下，其特色的产业有哪些？

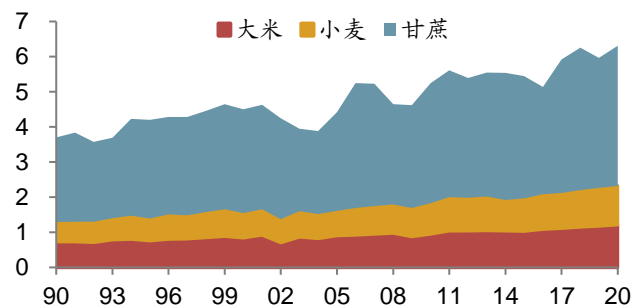
首先，印度是农产品净出口国，且为全球第一大稻米出口国。印度国内有超过一半的劳动力人口聚集在农业生产部门。作为人口大国，印度国内的粮食需求旺盛，但印度却是农产品净出口国，2020 年其农产品净出口 2744 亿美元。印度的稻米出口量常年稳居全球首位，2020 年印度大米出口 1315 万吨。其次，印度的小麦、蔗糖、黄麻和棉花等特色农产品在全球农产品市场中也占据重要位置。

图44.印度农产品进出口情况（亿美元）



数据来源: Wind, 财通证券研究所, 农产品进口额设定为负值。

图45.印度重要农作物产量（亿公吨）

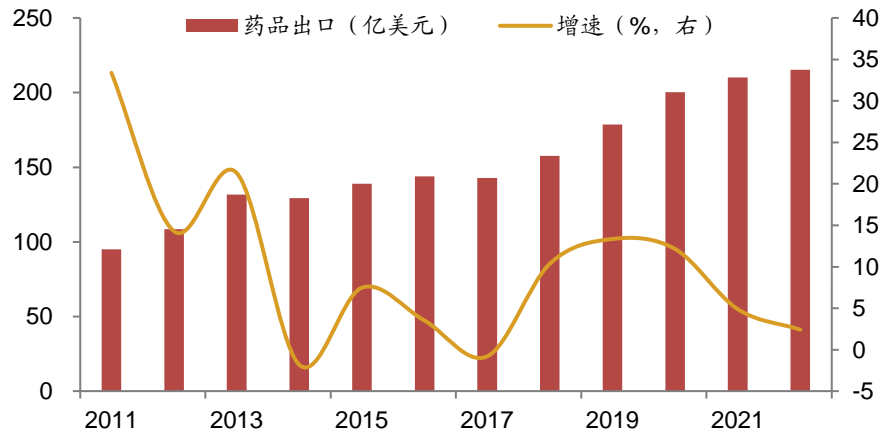


数据来源: Wind, 财通证券研究所

其次，印度的航天航空工业以及医药制造业发达。今年 2 月底，印度空间研究组织（ISRO）宣布，将于明年开始首次载人航天飞行，印度有望成为全球第 4 个独立掌握载人航天技术的国家。伴随着其航空航天事业的突破，航空航天产业快速发展。曾制造出亚洲第一架量产服役喷气式战斗机“风神”的印度斯坦航空有限公司，在 2022 年《飞行国际》的宇航 100 强名单中位列第 29 位。与此同时，印

度号称“世界药房”，其药品产量在全球位列前三，2022年药品出口额为215.2亿美元，占总出口约4.7%。

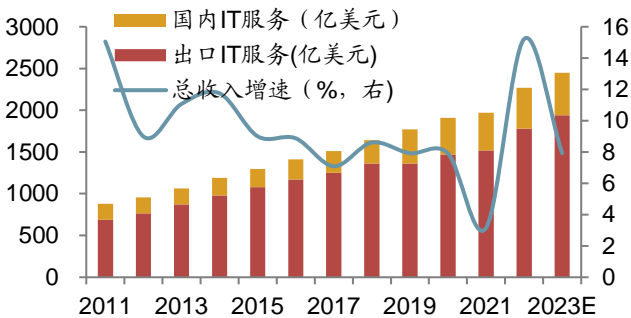
图46.印度药品出口额及其增速



数据来源：Wind，财通证券研究所

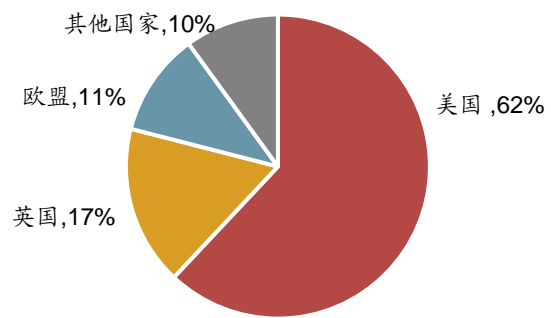
最后，服务业是印度的支柱产业，软件出口和服务外包业较为发达，其中IT服务出口额位居世界第二。目前，印度IT和BPM产业占GDP比重约7.5%，占印度总出口比重约38%。结构上来看，IT相关产业出口目的地以美国等西方国家为主，其中对美国的出口占到全部IT相关产业出口的62%。随着软件出口和服务外包业的迅速发展，近年来，印度形成了班加罗尔（被誉为“印度硅谷”）、金奈、海德拉巴、孟买、普纳和德里等一批著名的软件服务业基地。

图47.印度IT相关产业收入及其增速



数据来源：Wind，印度电子信息技术部，财通证券研究所

图48.2022年印度IT服务出口目的地(%)



数据来源：Wind，印度电子信息技术部，财通证券研究所

2.3 基础设施：电力存在缺口，电信网络发达

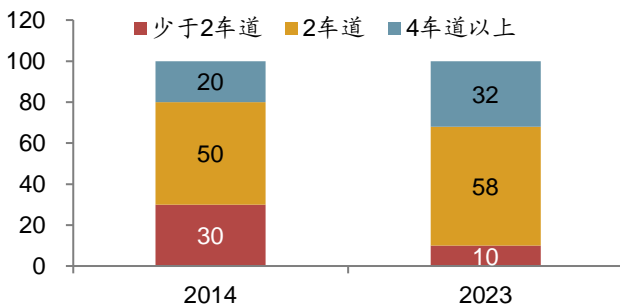
产业的发展依赖于良好的基础设施，但是印度国内的基础设施发展也存在参差。

首先，印度拥有世界上第二大的公路网，是主要的客货运输方式。印度的公路在其运输系统中承担主要角色，公路总长约667.1万公里，承载着约90%的客运和

60%以上的货运。但是基础设施总体较差，国家和邦级高速公路仅占4.9%，国道中约68%的路段为单向2车道及以下。近年来，其公路基础设施加速改善，不到十年的时间里四车道公路增加一倍，国家和邦级高速公路近五年年均增长超一万公里。印度与邻国巴基斯坦、尼泊尔、不丹、孟加拉国、缅甸之间均有公路互通。

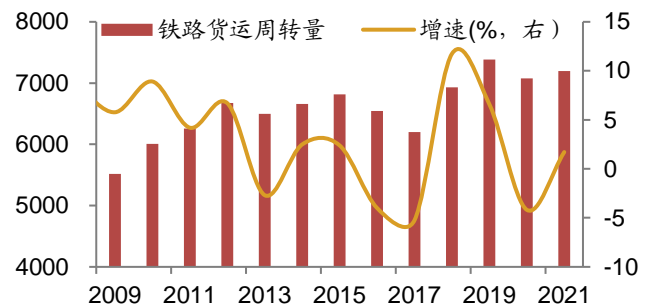
其次，印度的铁路轨道总里程居于世界前列，但运输能力有限。印度铁路总里程约12.6万公里，全国每日运营的货运列车数量达0.9万列，客运列车数量达1.35万列。整体看印度铁路相对老化，铁道标志和车辆老旧，铁路平均运行速度相对较慢，少数特快列车可以160公里/小时或稍高的速度运行，全国长途快车平均速度为50公里/小时，普通客运和通勤列车几乎不超过32公里/小时。由于征地困难等原因，印度高铁建设进展缓慢。印度与邻国巴基斯坦、尼泊尔、孟加拉国之间均有铁路互通，与不丹、缅甸的跨国铁路线也在规划当中。

图49.印度国道类型构成 (%)



数据来源：印度交通运输部，财通证券研究所

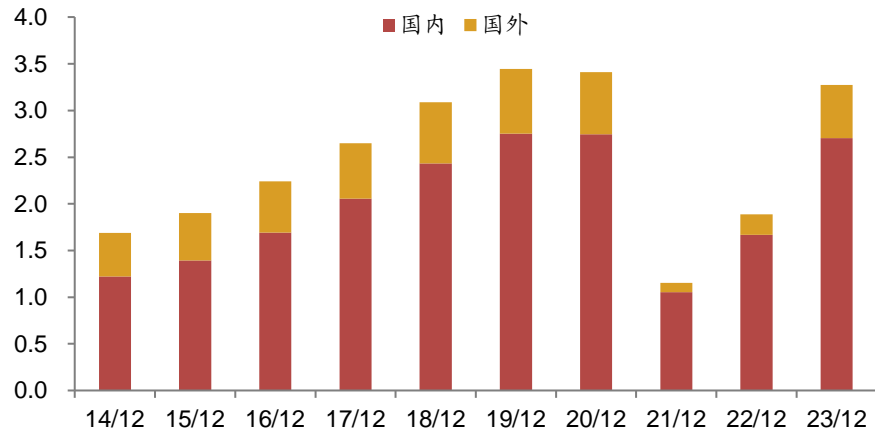
图50.印度铁路货运周转量 (亿吨公里)



数据来源：印度统计局，财通证券研究所

印度民航市场快速发展，国际及国内航班班次频繁。印度是当今世界上发展速度最快的民航市场之一，目前印度建设有约150个运营机场，其中包括137个普通机场、2个水上机场和9个直升机场。地域分布看，德里、孟买、加尔各答、金奈等20个主要城市建有国际机场。其中，英迪拉-甘地国际机场和恰特拉帕蒂-希瓦吉国际机场承载了南亚一半以上的航空交通。为了提高机场基础设施，印度政府计划到2025年底，机场数量达到220个。据中国商务部，2019年印度航空旅运量达3.44亿人次，2020-2021年受疫情影响减少过半。

图51.印度机场历年旅客运送量（亿人次）

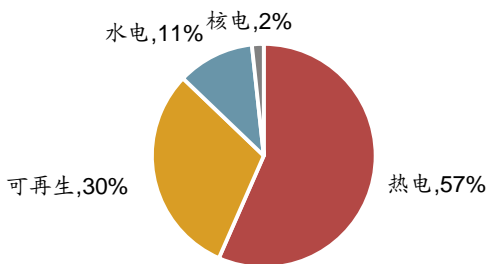


数据来源：Statista，财通证券研究所

另外，印度 95% 的外贸通过水运完成，但内河运输水平较低。海运是印度外贸运输的主要方式，基于长海岸线优势，印度拥有 12 个主要港口和 205 个非主要港口。2022/2023 财年，印度主要港口全年货运量为 7.95 亿吨，且近年来港口吞吐量稳步增长，年增长率可达 10%-12%。除对外运输外，印度国内还拥有 6 条主要国家内河航道，通航里程约 1.5 万公里。除恒河中、下游等局部地区外，印度内河运输水平相对较低，全国内河货物运输量仅占全部国内货物运输量的 0.1%。

印度电力缺口仍然较大，部分地区仍有断电发生。截至 2024 年 1 月，印度全国总装机容量达 429.96 吉瓦，但装机总容量增速较慢。从供给结构看，热容量占 57%，可再生能源占 30%，水电和核电占比分别为 11% 和 2%。从区域看，南部、东北部以及北部地区电力缺口较为明显，西部地区与东部地区电力供应较为充沛。

图52.2023 年印度电力供给结构 (%)



数据来源：印度交通运输部，财通证券研究所

图53.2018 年印度夜景最新

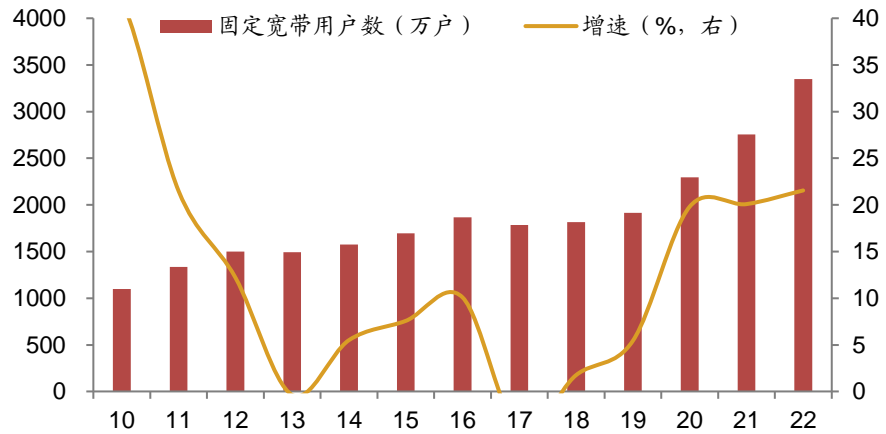


数据来源：NASA，BBC，财通证券研究所

同时，印度拥有全球第二大电信网络，移动用户数量占绝大多数。截至到 2022 年，印度固定宽带用户数达到 3350 万户，同比增速高达 21.6%。由于印度国有、民营和外资运营商之间竞争激烈，印度的通信资费相对低廉，全国电话用户总数超过 12 亿，其中无线用户占电话使用量的 98%。信息通信技术（ICT）行业和数字经济是印度经济的重要驱动力之一，对印度的国内生产总值贡献超过 13%。2022 年

10月，印度总理宣布正式启动5G移动服务，以增强数字连接、改善网络基础设施和高速互联网接入。

图54.印度固定宽带用户数及其增速



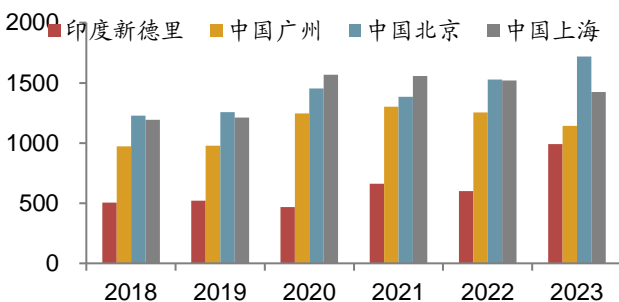
数据来源：Wind，财通证券研究所

2.4 要素价格：劳动力成本低，但公用事业成本偏高

基础设施发展不平衡的情况下，印度的要素价格也存在参差。

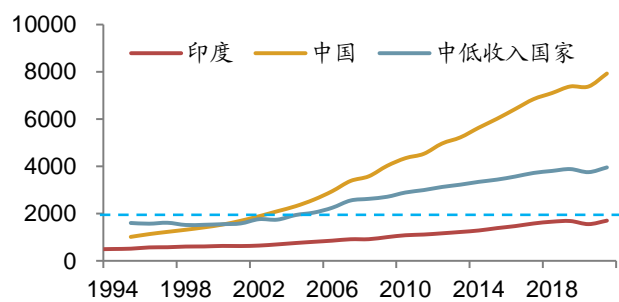
首先，印度劳动人口基数庞大，劳动力成本较低。2022年印度总人口数首次超过我国，劳动人口总数达到5.54亿。从国民净人均收入来看，2021年印度仍低于2000美元/人，常年低于全球中低收入国家平均水平。从一线城市平均税后工资来看，2023年印度首都新德里平均税后工资约为992美元，较我国广州还低出151美元。

图55.印度和中国一线城市平均税后工资（美元）



数据来源：Wind，财通证券研究所

图56.印度调整后的国民净人均收入（美元）



数据来源：Wind，财通证券研究所

其次，印度工业用地价格和租金价格较我国略低。印度制造业主要聚集于浦那、金奈、诺伊达等城市，商业中心及总部集中于孟买、古尔冈。马哈拉施特拉邦浦那市及哈里亚纳邦成熟工业园土地售价约为80美元/平方米，诺伊达土地售价约

为 150 美元/平方米，我国 2021 年 9 月工业用地平均地价约 135 美元/平方米。租金方面，2022 年 6 月，在德里市中心租住两室一厅公寓的租金约为 317 美元/月，该租金水平相当于在我国的一城市租住一间 23 平米房屋，比较来看租金水平较我国略低。

但是，印度水电价价格均高于我国。印度的生活和农业、工业发展都对淡水资源有着巨大的需求，但印度的水资源十分匮乏，因此水价较高。以新德里居民用水为例，水价由固定费用和单价两部分组成，最低档的固定费用是 2.1 美元/月，单价在 0.1-0.6 美元/吨，而我国 36 城市居民生活用水仅 0.4 美元/吨不到。由于印度的电力缺口较大，其电价水平较高。据 Global Petro Price 全球企业电价排行榜来看，2023 年 6 月印度企业用电价格约为 0.13 美元/kWh，而中国为 0.09 美元/kWh。

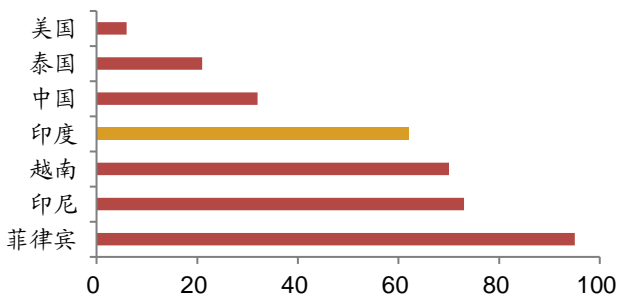
图 57.2018 年印度新德里的水价定价标准

类型及区间	固定费用 (美元)	单价 (美元)
居民用水	0-20 千升	2.1/月
	20-30 千升	3.1/月
	30 千升以上	4.2/月
商业/工业用水	0-6 千升	2.1/月
	6-15 千升	4.2/月
	15-25 千升	8.4/月
	25-50 千升	14.7/月
	50-100 千升	16.8/月
	100 千升以上	18.9/月

数据来源：中国商务部，Wind，财通证券研究所

整体看，印度营商环境较我国略差，但是劳动力成本和地产成本相对占优。据世界银行 2019 年营商指数来看，印度的营商环境优于越南但逊于我国。具体来看，据 KPMG 2021 年 6 月发布的全球营商成本报告显示，印度在劳动力成本、地产成本方面较我国相对占优，但公用事业成本、公司税和利率均相对较高。

图 58.2019 年各国营商指数对比 (1=最好)



数据来源：Wind，财通证券研究所

图 59.基本成本各分项得分情况 (1=最好, 5=最差)

国家/地区	劳动力成本	地产成本	公用事业成本	公司税	利率
印度	1	1	2	4	5
中国	2	2	1	3	4
越南	1	4	1	2	4
马来西亚	2	1	3	2	4
墨西哥	1	1	1	4	5
中国台湾	3	4	2	2	3
美国	5	3	3	3	3

数据来源：KPMG，财通证券研究所

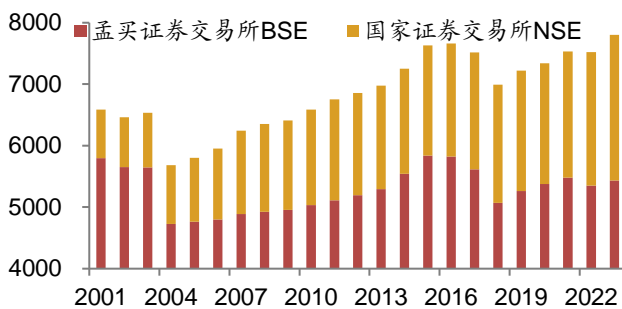
2.5 证券市场：金融发展历史早，软件技术服务行业占比高

印度经济发展迅速、IT 服务业发达，但基础设施落后、电力缺口大、淡水资源稀缺，在这样的国度其金融业却异常活跃。

印度证券交易所体系由三个层级共 20 多个交易所组成，两个国家性交易所是核心。印度证券交易所市场由全国性证券交易所、地方性区域交易所和场外交易市场三个层级共超过 20 家交易所组成，其中全国性交易所 2 家，分别是孟买证券交易所（简称 BSE）和印度国家证券交易所（简称 NSE），两大交易所在印度经济中心孟买双足鼎立，同时也在全球交易所行业中占据一席之地，市值全球排名均在前 15 名以内。

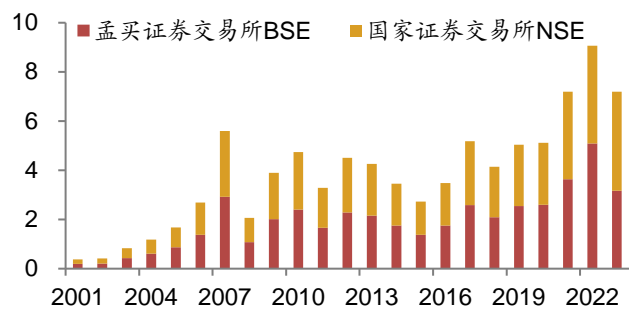
拥有亚洲最古老的交易所，上市公司数量超过我国。孟买证券交易所是亚洲最古老的交易所，正式成立于 1875 年。据彭博数据，截至 2024 年 3 月 15 日，有近 5000 家公司在该交易所上市，总市值在 5 万亿美元左右。1992 年，印度第一家公司制交易所——国家交易所诞生，引领印度证券交易所行业革新。据彭博数据，截至 2024 年 3 月 15 日，国家证券交易所所有超过 2500 家上市公司，总市值直追 5 万亿美元。对比我国来看，截至 2024 年 3 月 15 日，沪深交易所上市公司总数 4540 家，总市值约 9.98 万亿美元，印度两大交易所合计上市公司数量较我国较多，但上市公司市值与我国基本相当。

图60.印度两大交易所上市公司数量（个）



数据来源：BSEINDIA, Statistics, 财通证券研究所

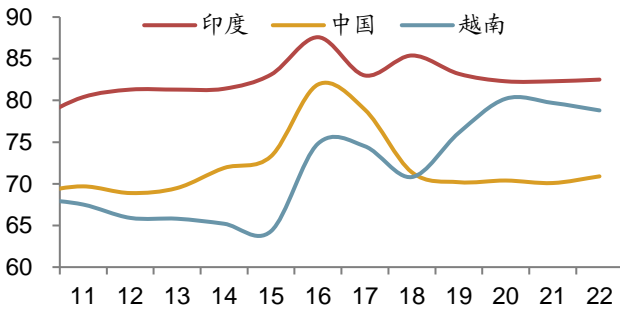
图61.印度两大交易所上市公司市值（万亿美元）



数据来源：CEIC, Statistics, 财通证券研究所

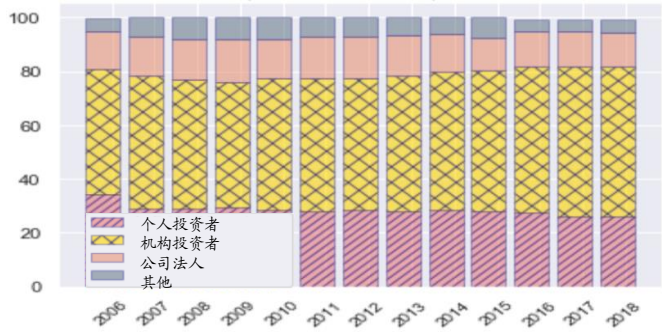
由于印度国内的贫富差距较大，机构投资者占据主导地位。据世界银行 2021 年数据，印度收入前 10% 的富人掌握着国内 27.8% 的财富，《瑞信全球财富报告》的数据显示，印度成人人均财富基尼系数超过 80%，整体看印度国内的贫富差距较大。较大的财富差距使得印度的资本市场参与者类型主要以机构投资者为主，据世界银行的数据显示，截至到 2018 年，印度 500 强上市公司中机构投资者一直是最主要的所有者类别，并且持股比例仍有增长趋势，而个人投资者的比例则从 2006 年的 34.1% 下降到 2018 年的 25.9%。

图62.印度成人人均财富基尼系数 (%)



数据来源: Wind, 财通证券研究所

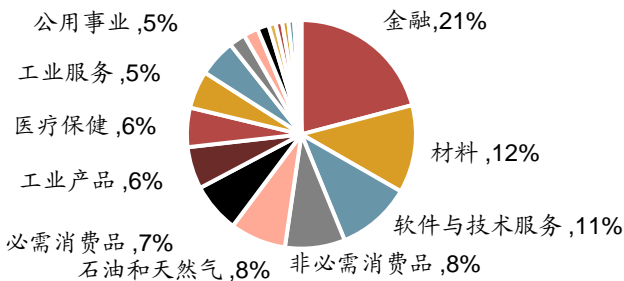
图63.2018年印度500强上市公司投资者结构 (%)



数据来源: OECD, 财通证券研究所

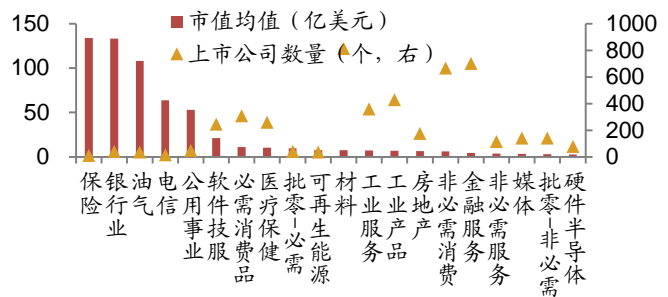
金融行业市值占比超过 1/5, 其次是材料行业 and 软件与技术服务行业。由于印度交易委员会规定, 上市公司可以在两大全国性证券交易所同时上市、同时挂牌交易。因此, 两个交易所的上市公司行业分布基本类似, 金融业市值占比超过 1/5, 此外是材料、软件与技术服务行业, 占比分别为 12% 和 10% 左右。但据上交所研究报告, 截止到 2022 年末, 从第一上市公司的行业分布看, 孟买交易所从上市公司相对更集中在高技术和新兴产业。从行业内上市公司数量来看, 材料行业上市公司最多, 其次是非必需消费品行业。从行业平均市值来看, 除金融油气外, 电信、公用事业和软价与技术服务行业最为靠前。

图64.孟买证券交易所上市公司市值行业分布



数据来源: 彭博, 财通证券研究所, 时间截至 2024 年 3 月 15 日, 右同。

图65.孟买证券交易所行业数量和平均市值



数据来源: 彭博, 财通证券研究所

多家软件与技术服务行业上市公司霸榜印度前十大上市公司名单。印度的 IT 服务行业非常发达, 剔除金融地产行业看, 4 家 IT 服务行业上市公司多次出现在名单当中。其中, 隶属于塔塔集团的塔塔咨询服务有限公司被誉为全球最有价值的 IT 服务品牌, 也是印度最大的科技公司, 其业务包括云、认知商业运作、咨询、网络安全等。仅次于塔塔咨询的印孚瑟斯, 主要提供商业咨询、信息技术和外包服务, 其次业务类似的还有 HCL 科技和维布络。

除软件与技术服务行业外, 油气和消费品行业的多家上市公司市值较大。信实工业是印度市值最大的上市公司, 也是印度最大的出口商, 名列全球百强, 其业务主要包括能源、石化、天然气、零售、电信等。斯坦联合利华是被印度政府认定

的超级贸易公司，其产品包括食品、饮料、个人护理产品等其他快消品。帝国烟草被誉为印度最有价值的商业公司之一和印度最受尊敬的公司之一，由最初专注于烟草制逐渐发展为多元化经营，目前是印度纸板和包装行业的市场领导者，另外还涉足消费品生产和酒店行业。此外，全球前列的电信运营商——巴帝电信、印度最大的制药公司——太阳药业、拥有世界上最大的太阳能光伏电站之一的阿达尼绿色能源等也榜上有名。

图66.印度近10年前十大上市公司名单及其所属行业

排名	2024	2022	2020	2018	2016	2014	软件与技术
1	信实工业	信实工业	信实工业	塔塔咨询	塔塔咨询	斯坦航空	电信
2	塔塔咨询	塔塔咨询	塔塔咨询	信实工业	信实工业	塔塔咨询	必需消费品
3	巴帝电信	印孚瑟斯	斯坦联合利华	帝国烟草	印孚瑟斯	帝国烟草	工业服务
4	印孚瑟斯	斯坦联合利华	印孚瑟斯	斯坦联合利华	帝国烟草	信实工业	医疗保健
5	斯坦联合利华	巴帝电信	巴帝电信	马鲁蒂铃木	太阳药业	印度油气	非必需消费品
6	帝国烟草	维布络	斯坦航空	印孚瑟斯	斯坦联合利华	印孚瑟斯	石油天然气
7	拉森特博洛	HCL科技	帝国烟草	印度油气	印度煤业	印度煤业	公用事业
8	HCL科技	帝国烟草	印度雀巢	拉森特博洛	印度油气	维布络	材料
9	太阳药业	阿达尼绿色能源	亚洲涂料	印度煤业	巴帝电信	斯坦联合利华	零售与批发
10	塔塔汽车	亚洲涂料	大道超市	印度石油	维布络	塔塔汽车	

数据来源：彭博，财通证券研究所，行业分类为 BICS 2 级行业分类，剔除金融和地产行业上市公司。

3 对外政策转向保守，与华合作有所降温

3.1 经贸合作：贸易保护主义盛行，而吸引外资较为积极

印度对外贸易保护，但积极吸引外资。从印度对外经贸合作的主要政策来看，**贸易领域**中，在**贸易保护**方面，为了减少海外廉价商品对国内中小型企业的冲击，印度政府禁止进口可能冲击国内产业的产品。在**关税**方面，根据2023年世界贸易组织的数据，印度是全球进口关税最高的国家之一，税率达到18%。相比之下，全球平均最惠国关税水平仅为8.9%，而中国关税最惠国的平均关税只有7.5%。**投资领域**中，在**行政手续**方面，外商直接投资可以通过“自动路径”¹和“政府批准路径”²进行投资。其中，“自动路径”允许外资在无需政府批准的规定比例内进

¹ 无需经政府审批，外国投资者或印度公司可以直接进行投资。

² 需要获得印度政府、财政部、外商投资促进委员会（FIPB）的事先批准，外国投资者或印度公司才可以进行投资。

行投资。在**激励制度**方面，印度允许符合条件的企业免除缴纳服务税。且除需要许可的产业外，经济特区的制造业允许外商100%投资。

图67.印度对外贸易政策倾向保守，但吸引投资政策较为开放

领域	项目	内容
贸易	进口关税	所有进口到印度的货物均须缴税，关税通常由基本关税（BCD）、社会福利附加税（SWS）、商品和服务税（GST）组成。
	出口关税	印度对部分出口商品征收 出口税 ，以保护国内市场和稳定国内供应。出口税根据商品的类别和国际市场需求而定。
	区域性优惠	印度与一些贸易伙伴国家签订了自由贸易协定（FTA）和双边贸易协议，以降低关税和推动贸易自由化。这些协议为参与国提供了更低的关税税率或免税额度。
	进出口许可证	对“限制”进、出口的商品实施许可证管理。其中，有多种货物进出口时需要出具进口许可证；对特定国家（地区）的货物进出口实行进出口许可证管理，如朝鲜、伊拉克等国家。
投资	行政手续	依据最新外商直接投资政策，外商直接投资通过“政府路径”时，需要获得印度政府、财政部、外商投资促进委员会（FIPB）的事先批准，而“自动路径”允许外国投资者在无需政府批准的规定比例内进行投资。
	关税、所得税优惠	符合条件的企业无需获得许可，即可进口或从印度本地购买建立经济特区及进一步经营所需的资本货物等， 无需缴纳关税 ，免缴关税时间为 5年 。前 5年 免缴所得税，第 6-10年 可按利润的 50% 上缴所得税，第 11-15年 可按照再投资利润的 50% 上缴所得税。
	地区性租税优惠	视投资金额及带来的劳动就业率，政府提供不同的租税优惠，如购买土地印花税减免、资本支出辅助、电费辅助等。
	特别投资激励	除需要许可的产业外，经济特区的制造业允许外商 100%投资 ；外汇管制更具灵活性，企业每年的外部商业借款限额为 5亿美元 ；且企业无需缴纳服务费。
	负面清单管理制度	《外商直接投资综合政策》规定了赌博业、彩票业等多个禁止外商直接投资特定行业，以及原子能/铁路、银会业务、借贷公司业务等不对私营部门开放投资的业务/行业。

数据来源：商务部《对外投资合作国别（地区）指南 印度（2022年版）》，商务部《印度货物进出口许可证管理概况》，财通证券研究所

印度人力低成本优势凸显。生产成本方面，印度超过65%的人口年龄低于三十岁，年轻丰富的劳动力资源意味着较低的劳动力成本。同时印度政府提供了关税缴纳、土地购买等方面的优惠政策，降低了外商投资成本。**市场潜力方面**，印度人口基数庞大，作为发展中国家，在基础设施建设与其他很多领域都有较大的提升空间，这也意味着巨大的潜在市场。

图68.印度人力低成本优势凸显

分类	具体优势
生产成本	人口众多，老龄化率低，劳动力成本低； 印度政府提供了关税缴纳、土地购买等方面的优惠政策，降低了外商投资成本。
区位环境	地处亚洲南部，三面环海； 海岸线长达5560公里，运输便利； 广阔的海岸线及优良的港口等海运条件。
市场潜力	印度人口基数庞大，宏观负债率低，市场发展较具潜力； 基础设施建设需求大。

数据来源：李建新、盛禾《国际视野下大人口实力比较与优化人口发展战略》晋阳学刊，财通证券研究所

政府保护主义和行政腐败不容忽视。政府方面，印度是联邦制国家，地方政府自主性大，但行政效率较低且普遍存在腐败问题，而印度的央地关系又与复杂的政党关系相交织，导致全国经济政策难以统一，增加交易成本。**政策方面**，主张“自给印度”，转向保护主义路线。2020年印度发布最新《外商直接投资综合政策》，限制陆上邻国的投资必须经过印度政府审批。**劳动力方面**，虽然人口数量众多，但教育水平相对落后，人口素质有待提升，中高端人才短缺。**基础设施方面**，公路、铁路、港口、机场等交通基础设施较为落后，电力供应存在较大缺口。**地缘政治方面**，中印政治互信变化频繁以及印度与邻国巴基斯坦关系持续紧张，恐怖活动与宗教冲突时有发生。**投资环境方面**，印度政府发布多项本国行业、产品保护政策，对外国直接投资领域的限制较多。

图69.印度政府保护主义和行政腐败不容忽视

分类	具体劣势
地缘政治	中印政治互信的变化以及印度与邻国巴基斯坦关系紧张，恐怖活动与宗教冲突时有发生。
劳动力	教育水平相对落后，人口素质有待提升，中高端人才短缺； 印度居民对外资普遍持抵制态度，抗议游行时有发生。
政府	政府的行政效率较低且普遍存在腐败问题，严重破坏营商环境。
政策	主张“只给印度”，政府越发转向保护主义路线； 产业政策只强调对国内企业的庇护，没有推动企业从事出口型制造业； 2020年印度发布最新《外商直接投资综合政策》，此政策下， 中国公司注册印度公司实操上需要更长时间。

数据来源：FIA，商务部《对外投资合作国别（地区）指南 印度（2022年版）》，财通证券研究所

3.2 对外贸易：中美为主要伙伴，聚焦化工和农林牧渔

印度具备巨大的人口规模、可观的经济体量及较高的经济增速，但印度对外贸易依存度并不高，且仍处于全球价值链中低端位置。接下来我们将聚焦**印度对外贸易的发展历史、印度贸易特点以及中印贸易现状**三个方面展开分析。

首先，印度的对外贸易发展历史大致可以分为四个阶段：

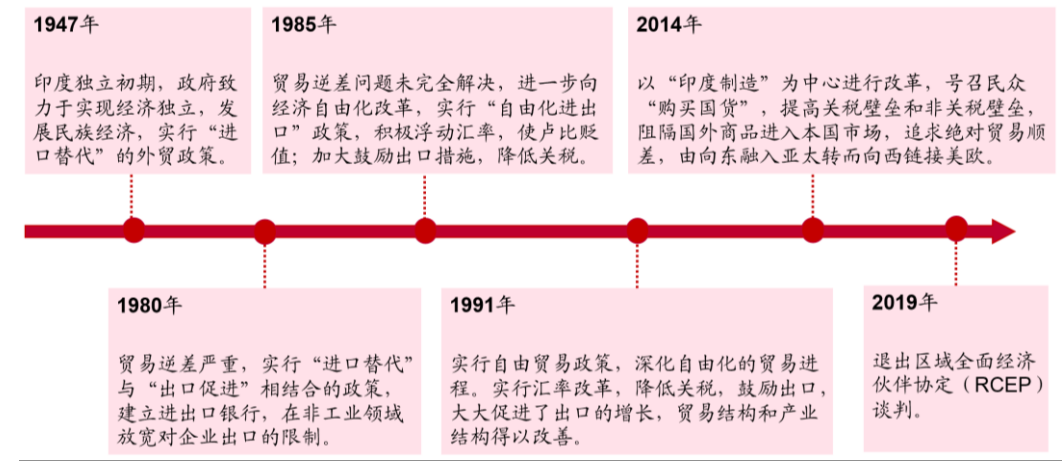
第一阶段（1947年-1979年），致力于发展民族经济，实行“进口替代”政策。这一时期，印度政府倾向于经济保护主义，强调工业化发展，以减少对外部市场的依赖，实行“进口替代”政策。一方面，印度独立初期，受战争和自然灾害影响，对外贸易条件恶化。另一方面，印度独立后外汇储备充足，外贸的创汇需求并不急迫。这一阶段，进口产品主要为生活物资和机器设备，出口产品主要为茶叶、纺织品等初级产品。

第二阶段（1980年-1990年），在工业领域继续实行“进口替代”，在其他领域实行“出口促进”政策。1980年，印度出现严重贸易逆差，开始进行经济自由化改革，建立专门的进出口银行并放宽企业的出口限制。1985年，印度开始实行为期三年的“自由化进出口”政策，积极浮动汇率使卢比贬值，加大推动鼓励出口的措施。这一阶段，进口产品主要为原料和中间产品，出口产品主要为茶叶等初级产品和皮革等制成品。

第三阶段（1991年-2013年），摒弃传统外贸模式，推行贸易自由化。1991年，印度取消进出口许可证制度，进一步降低关税和鼓励出口。1995年，印度正式加入WTO，积极与各国签署自由贸易协定。1997年，外汇管制完全取消，实现了卢比自由兑换，出口迅速增长，并成为软件出口大国。

第四阶段（2014年至今），大力发展制造业，外贸从开放转向保守。这一阶段，印度经济面临结构性挑战，外贸政策具有明显的保护主义倾向，强调自给自足，提高关税和非关税贸易壁垒，追求绝对贸易顺差，以市场换取投资，从全球化转向本土化。

图70.印度对外贸易发展历史中重要节点



数据来源：兰州大学印度研究中心《印度对外贸易政策及其对中国的启示》，财通证券研究所

参与贸易协定多，但近期贸易保护主义抬头。至2011年，印度已先后签署19个自由贸易协定（FTA），包括南亚自由贸易区协定（SAFTA）和全面经济伙伴关系协定（CEPA）等。2012年，印度宣布加入RCEP谈判。2014年，印度对外贸易政策出现保护主义倾向，此后签署的FTA逐渐减少。2019年，印度宣布退出RCEP谈判。2021年，印度重启自由贸易协定签署。2022年，印度与澳大利亚签署ECTA，这是自2011年以来，印度签署的最广泛的一项单一协议。同年，印度和欧盟重启FTA谈判。2024年2月，印度贸易部长表示，除非存在公平和公正的贸易协议，否则印度不再急于签署自由贸易协定。从近年来的趋势来看，印度对外贸易保护主义势力越来越大。

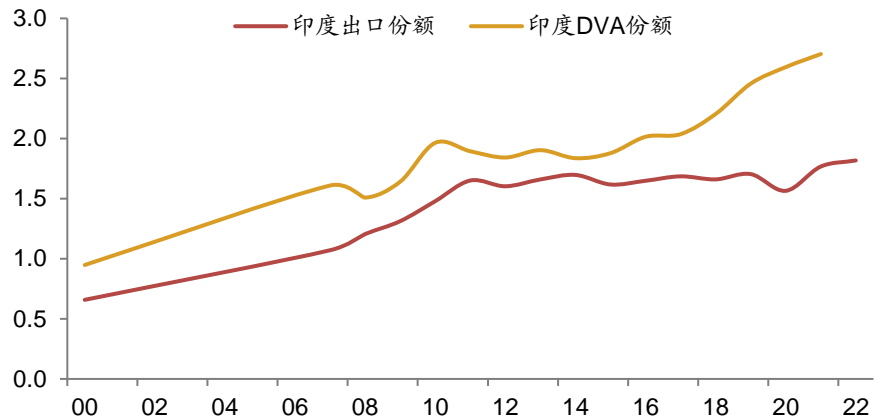
图71.印度参与生效的部分区域贸易协定

经贸协定名称	生效时间	参与方	主要内容
印度-斯里兰卡自由贸易协定	2001年	印度、斯里兰卡	消除印度和斯里兰卡之间部分商品贸易的 100% 关税。
印度-泰国自由贸易协定	2003年	印度、泰国	两年内，83种产品将先行实现 零关税 贸易，到2010年将 减免所有商品 的关税。
印度-新加坡全面经济合作协定	2005年	印度、新加坡	新加坡对印度出口的 81% 的关税削减；印度加强了对新加坡服务提供者的市场准入承诺；127个专业领域的印度人才可以申请到新加坡工作。
南亚自由贸易区协定	2006年	印度、巴基斯坦、孟加拉国、斯里兰卡、马尔代夫、尼泊尔、不丹	非最不发达国家（印度、巴基斯坦、斯里兰卡）将在前两年内削减平均关税至20%。在此后5年内即2012年底前降至0-5%。其它最不发达国家将在2007年底之前将关税降至30%，在2015年底前降至0-5%。
印度-智利全面经济合作协定	2007年	印度、智利	智利对来自印度的 91% 的商品削减关税，印度对来自智利的 98% 的商品削减关税，减税幅度在 10-50% 。
印度-韩国自由贸易协定	2010年	印度、韩国	10年内消除或减少对韩国出口货物 85% 、印度出口货物 90% 的关税。
全面经济伙伴关系协定	2011年	印度、日本	10年内日本对印度出口关税将被减少 90% ，印度对日出口关税将减少 97% 。
印度-阿富汗战略伙伴关系协定	2011年	印度、阿富汗	两国将在政治和安全等 多领域 展开战略合作。
印度-马来西亚全面经济合作协定	2011年	印度、马来西亚	印度允许马来西亚企业在印84个服务行业持有49-100%的股权，马来西亚则允许印度企业在马包括建筑业（51%）、计算机服务和管理咨询（100%）等在内的91个部门持有更多股权。印度将1225种商品排除在关税减免范围之外，马来西亚将838种商品排除在关税减免范围之外。
全面经济合作与伙伴关系协定	2021年	印度、毛里求斯	毛里求斯将获得印度 615 项产品的优惠市场准入，印度将获得 310 种产品优惠准入。
全面经济伙伴关系协定	2022年	印度、阿联酋	90% 的印度商品和 65% 的阿联酋商品将获得零关税市场准入优惠。
澳印经济合作与贸易协定	2022年	澳大利亚、印度	取消澳大利亚 85% 以上的出口产品关税和印度 96% 的出口产品关税。

数据来源：WIPO 官网，财通证券研究所

贸易逆差全球第二，附加值份额相对出口高。其次，观察印度对外贸易特点。从印度贸易现状来看，一方面，2011-2019年间，印度出口份额在1.7%附近小幅波动，近两年有所提升。2023年，印度货物贸易总额录得1.1万亿美元，但货物贸易逆差达到2389.9亿美元。自建国以来，印度外贸仅有两年顺差，其余71年均出现巨额逆差，近两年超过了两千亿美元，是除美国之外的全球第二大逆差国。另一方面，虽然近年来印度出口份额没有显著提升，但衡量“真实出口”的DVA（被他国吸收的增加值）份额远高于出口份额，且近年来两者差值逐渐拉大，指向印度出口产品附加值占全球总额比重相对较高。

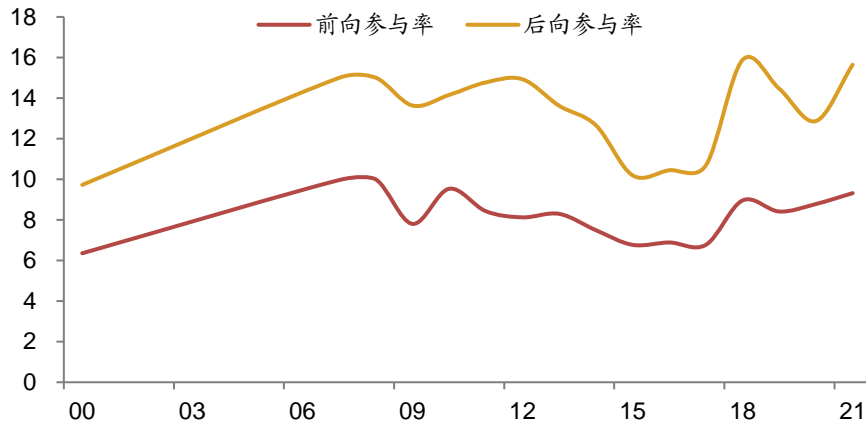
图72.印度出口份额和DVA份额(%)



数据来源: Wind, UIBE GVC, 财通证券研究所

仍处于全球价值链中低端位置。印度拥有庞大且年轻的人口群体, 依靠其丰富的劳动力资源和广阔的市场潜力, 发展了出口导向型产业, 如纺织服饰、皮革制品等。但从全球价值链的参与情况来看, 印度后向参与率相对前向参与率较高, 指向其在全球价值链的整体参与程度较深, 但印度主要参与的环节在生产尾端, 其前向参与率仅为 9%, 这意味着印度在全球价值链中“收益”相对较低。

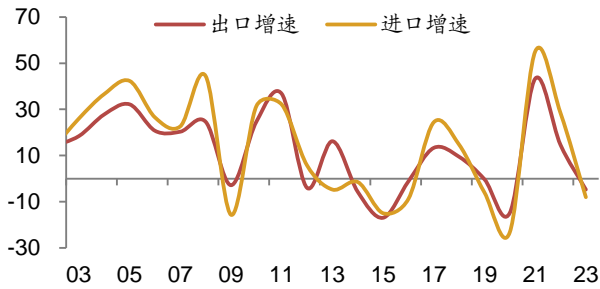
图73.印度在全球价值链中的地位相对较低(%)



数据来源: UIBE GVC, 财通证券研究所

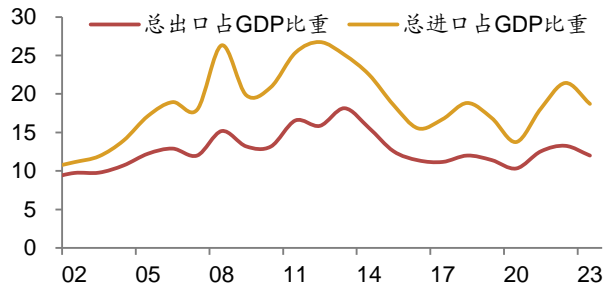
进出口增速波动大, 但占 GDP 比重逐渐降低。出口方面, 印度出口增速波动较大, 2021 年对外出口增速曾高达 43.3%, 但近两年出现大幅下降, 并在 2023 年由正转负。2013 年, 印度出口额占 GDP 比重达到近 20 年内最高点, 后续呈现震荡走低态势。进口方面, 与出口情况相似, 印度总进口增速自 2021 年达到高点后同样出现大幅回落, 其占 GDP 的比重也有所走低。

图74.印度对外进、出口增速 (%)



数据来源: iFind, ITC, 印度商工部, 财通证券研究所

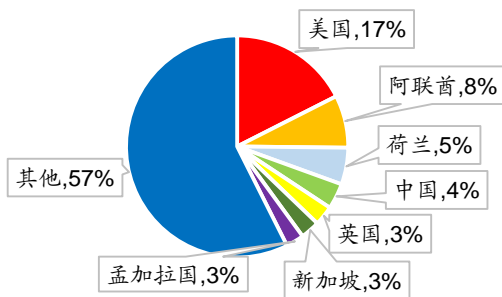
图75.印度对外进、出口占 GDP 比重 (%)



数据来源: iFind, ITC, 印度商工部, 财通证券研究所

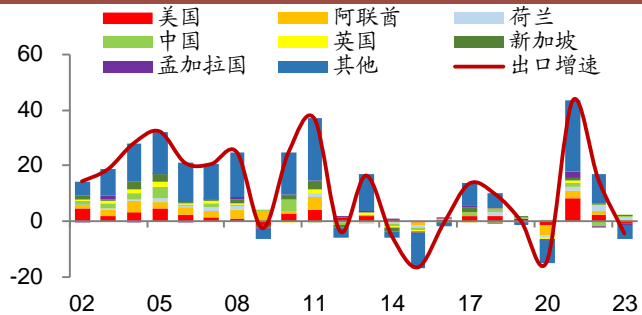
贸易伙伴较为分散, 出口主要去往美国。从出口份额来看, 印度出口国家较为分散, 除了份额排名前7的国家外, 其他国家的出口份额合计占印度总出口近六成。美国是印度当前的主要出口国, 其次为阿拉伯, 中国为印度第四大出口国。印度主要向美国出口抛光钻石、医药产品和首饰等产品, 向中国内地出口铁矿石等金属及其原材料。从出口增速的贡献来看, 2023年印度主要出口国中, 除中、英两国外, 其他国家出口额对总出口的拉动均有所走弱。

图76.印度对主要贸易伙伴出口份额



数据来源: ITC, 印度商工部, 财通证券研究所, 数据为 2023 年

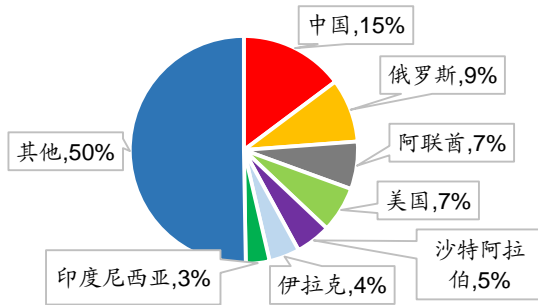
图77.对主要贸易伙伴出口对总出口增速的拉动 (%)



数据来源: ITC, 印度商工部, 财通证券研究所

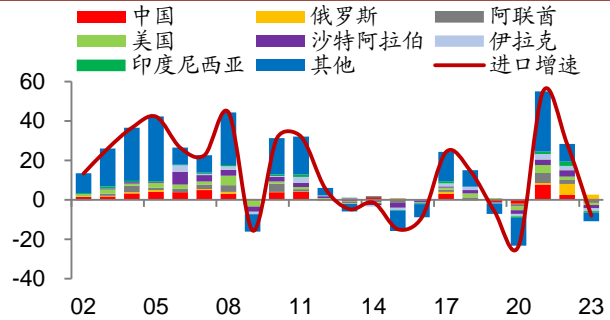
中国和俄罗斯是主要进口国。从进口份额来看, 与出口类似, 印度进口国家较为分散。按进口份额占比来看, 中国是印度当前的主要进口来源国, 比重达 15%, 随后是俄罗斯和阿联酋等资源国, 除了份额排名前7的国家外, 其他国家的进口份额合计占印度总进口近一半。印度主要从中国内地进口电子产品、化学品和汽车零部件等。从进口增速的贡献来看, 2023年印度的主要进口国对总进口的拉动均走弱, 仅俄罗斯对总进口的拉动值为正, 其他主要进口国均下降为负。

图78.主要贸易伙伴进口份额占比



数据来源: ITC, 财通证券研究所, 数据为 2023 年

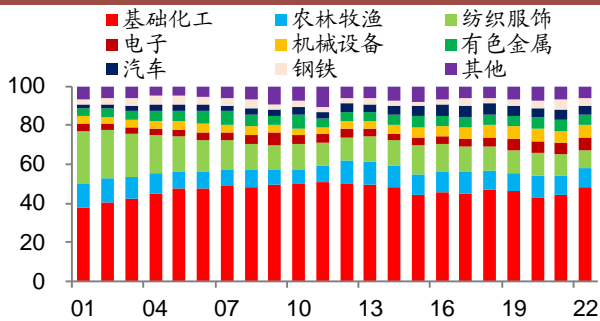
图79.从主要贸易伙伴进口对总进口增速的贡献 (%)



数据来源: ITC, 财通证券研究所

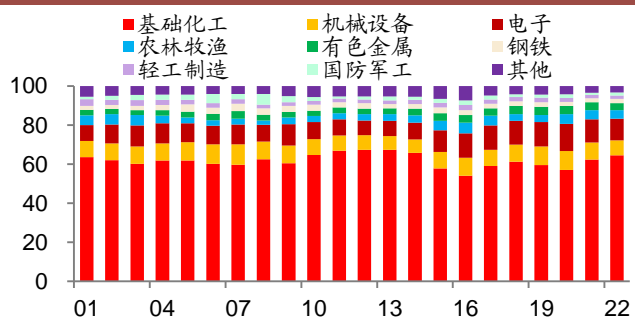
基础化工是印度进出口支柱行业。分行业来看，出口方面，2001 年以来，基础化工、农林牧渔和纺织服饰出口份额位列前茅，仅基础化工行业几乎占据印度出口半壁江山，远超排名第二的农林牧渔行业。在 2012 年以前，纺织服饰出口份额均远大于农林牧渔行业，2012 年以后两者不相上下。**进口方面与出口相似**，印度基础化工产业进口份额极高，近 20 年基础化工行业的进口额约占总进口额的 2/3 左右，远超电子、机械设备等其他行业。

图80.印度总出口各行业份额 (%)



数据来源: ITC, 财通证券研究所

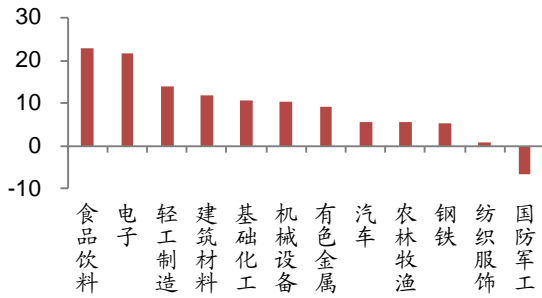
图81.印度总进口各行业份额 (%)



数据来源: ITC, 财通证券研究所

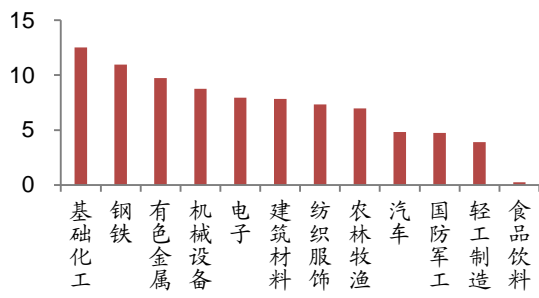
食品饮料和电子行业出口增速较快。从各行业出口增速来看，食品饮料、电子和轻工制造行业位居前三。其中，食品饮料和电子近 5 年年均增速均大于 20%，同时这些行业目前所占出口份额较低，指向其上升空间较大。从各行业进口增速来看，基础化工、钢铁、有色金属位于前三，其中，基础化工和钢铁行业近 5 年年均增速均大于 10%。各行业近 5 年进口增速均为正值，但行业间进口增速差距小于出口增速。

图82.印度总出口各行业近5年年均增速(%)



数据来源: ITC, 财通证券研究所, 数据截至2022年

图83.印度总进口各行业近5年年均增速(%)



数据来源: ITC, 财通证券研究所, 数据截至2022年

中印贸易合作逐步推进。最后, 从中印贸易的现状来看, 中国在2008-2018年间连续10年成为印度最大贸易伙伴, 虽然近几年这一地位已由美国超越, 但2023年, 中国仍旧是印度首要进口来源地和第四大出口目的地。**从贸易协定方面来看,** 2014年以来, 中印双方先后签署了《经贸合作五年发展规划》, 中印101项贸易协议。**从跨境合作来看,** 2006年以来, 中印先后发表了《联合宣言》、《中印联合声明》等。**从项目成果来看,** 2018年3月, 中国商务部和印度商工部共同主办中印企业贸易签约仪式, 两国企业共签约101项合作协议, 涉及金额24亿美元。2019年10月, 总书记同莫迪举行中印领导人第二次非正式会晤, 彼时在中印资公司已有1000多家, 投资总额80多亿美元, 为印度创造了20余万个就业机会。

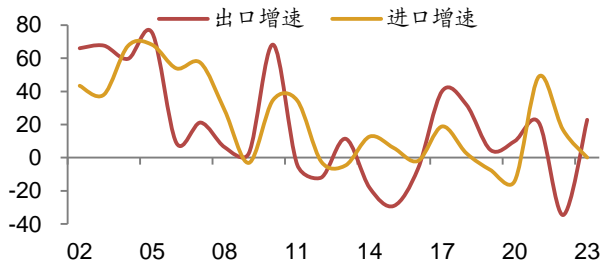
图84.中印经贸合作协议与项目逐步推进

贸易协定方面	跨境合作方面	项目成果方面
<ul style="list-style-type: none"> 2014年9月, 中印双方签署了《经贸合作五年发展规划》 2018年3月, 双方签署中印101项贸易协议, 印方支持多边贸易体系, 维护和促进区域和全球贸易发展 2019年1月, 双方签订《中印经贸与物流峰会战略合作协议书》 	<ul style="list-style-type: none"> 2006年11月, 中印发表《联合宣言》, 为进一步充实和加强两国战略合作伙伴关系, 制定深化两国战略合作伙伴关系的“十项战略”, 将中印关系提升到新水平 2014年9月, 中印发表《中印联合声明》, 两国共同倡议建设中印缅孟经济走廊 	<ul style="list-style-type: none"> 2018年3月, 中方双方主办中印企业贸易签约仪式, 两国企业共签约101项合作协议, 涉及金额24亿美元 2019年10月, 中印两国企业签署128项贸易协议, 金额超过30亿美元, 签约产品涉及矿产品、化工品、农产品、医药品等印方优势产品

数据来源: 李若杨, 张春宇. 中印经贸合作的机遇与前景[J]. 中国远洋海运, 人民网, 政府网, 财通证券研究所

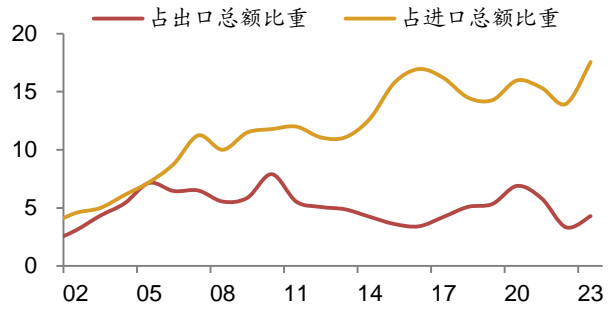
中印贸易规模稳中有进。 从中国在印度贸易中的地位来看, 中印两国互为重要贸易伙伴, 双边贸易稳步增长, 2021年首次突破1000亿美元大关, 2023年增长至1362亿美元。**出口方面,** 印度对中国出口增速的变动较大, 近两年增速变动幅度每年在20个百分点以上, 而对中国出口占印度总出口的比重较小。**进口方面,** 近二十年来, 印度从中国进口额增长迅速, 从2001年的18.3亿美元增长到2023年的超千亿美元, 占进口总额比重从20世纪初的3.6%升至17.6%。

图85.印度对中国进出口增速 (%)



数据来源: ITC, 财通证券研究所

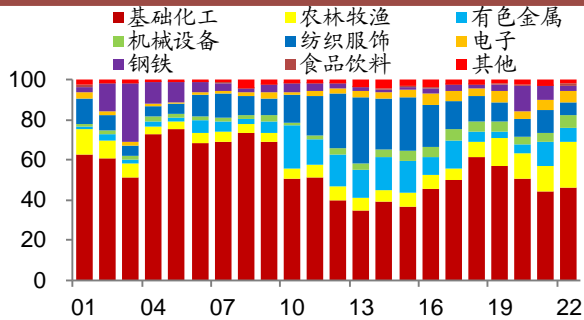
图86.从中国进、出口占印度总进、出口比重 (%)



数据来源: ITC, 财通证券研究所

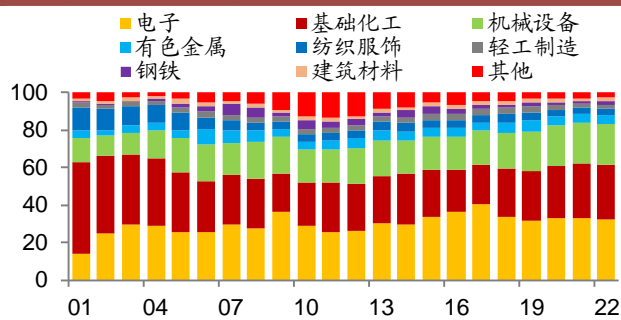
电子、基础化工和机械设备是中印贸易的主要领域。分行业看印度对中国贸易，出口方面，长期以来，基础化工牢牢占据半壁江山，多数时间为印度对中国第一大出口行业。近年来，农林牧渔等行业占比也有一定程度的增加。进口方面，电子、基础化工、机械设备行业是印度从中国进口的三大主要行业，合计占进口总额比重超七成，其中电子行业在行业进口份额中排名第一，基础化工排名第二，机械设备行业次之。

图87.印度各行业对中国出口分布 (%)



数据来源: ITC, 财通证券研究所

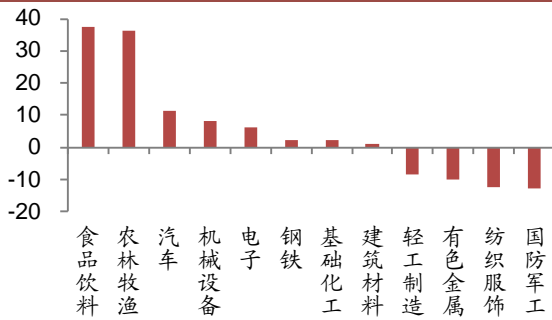
图88.印度各行业从中国进口分布 (%)



数据来源: ITC, 财通证券研究所

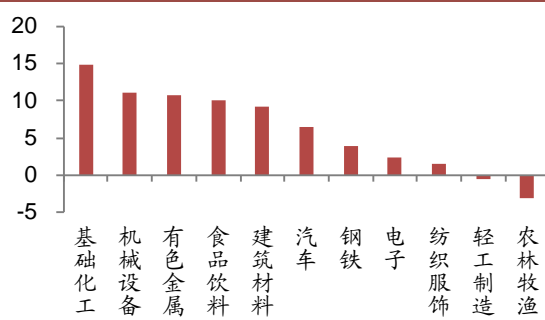
食品饮料和农林牧渔行业出口增速较高。从具体行业增速看，出口方面，食品饮料和农林牧渔行业居前两位，近5年年均增速均大于35%，而二者目前所占出口份额较低，指向这些行业发展潜力较大。进口方面，基础化工、机械设备、有色金属等行业增长较快，近5年年均增速均大于10%。虽然基础化工和电子行业近年来分别位于出口和进口份额首位，但基础化工出口、电子进口近5年年均增速均不高。

图89.印度各行业对中国出口近5年年均增速(%)



数据来源: ITC, 财通证券研究所, 数据截至 2022 年

图90.印度各行从中国进口近5年年均增速(%)



数据来源: ITC, 财通证券研究所, 数据截至 2022 年

3.3 FDI: 投资规模高位趋缓, 服务业和计算机主导

伴随着印度对外贸易高速发展, 其外资准入政策也不断放开, 21 世纪以来印度吸引外资总额不断上升, 其已成为亚洲极具吸引力的投资热土。接下来我们将聚焦印度吸引外资的发展历史、外商投资的特点以及中印双边投资现状三个方面展开分析。

首先, 印度吸引外资经历了四个阶段。1980 年以后, 印度吸引外资才真正得到发展。其引入外资的历史主要包括四个阶段: 初步限制-全面限制-初步开放-全面开放。在前两个阶段中, 印度刚独立不久, 当局充满了对外资的排斥情绪, 印度政府选择了成立国营企业来完成经济独立及工业化的任务, 并对外资进行较大的限制, 致使大量外资撤离印度。

外资流入直至 1980 年后才出现改善, 彼时第二次石油危机所导致的外汇短缺, 以及印度制造业出口的低迷表现, 迫使印度政府采取较为开放的外资政策。上世纪九十年代初, 印度爆发了国际收支危机, 并受剧烈变化的世界局势影响, 于 1991 年颁布《工业政策陈述》, 修正和改革了吸引外资的政策路线, 自此印度的外资质量得到实质性提升。但在 2020 年后, 印度政府修订了《外汇管理法》(FEMA), 其中规定与印度接壤国家的非公民实体在印度投资时, 需政府进行提前审批, 该政策导致包括中国在内的部分邻国对印度投资降温。

印度营商环境具有不确定性。近年来, 印度政府以国家安全、逃税漏税、违规汇款等为由, 对在印度投资兴业的外资企业进行打压, 部分中资、美资企业损失惨重, 比如小米在 2023 年被印度监管机构以“向外国实体非法转移资金”为由, 罚款约 48 亿元人民币, 相当于小米在印度 9 年利润总额的 6 倍。尽管印度在世界银行营商环境排名有所提升, 但外资企业在印度的经营环境并未实质性改善。许多外资企业因监管规则不明确、关税壁垒、行政繁文缛节和官员腐败等问题而选择

退出印度市场，其中不乏美国福特、德国麦德龙、英国皇家苏格兰银行这样的行业巨头。

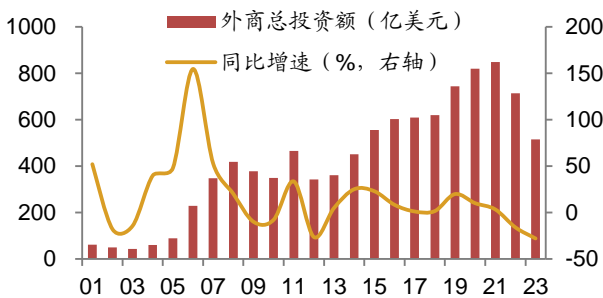
图91.印度吸引外资的四大阶段

阶段	时间	相关政策	阶段特点	吸引外资情况
初步限制阶段 1948年 - 1967年	1948年6月 1951年10月	《工业政策决议》 《工业（发展与管理）法》	印度执政当局采取了 吸收与限制 相结合的外资政策。	在宏观上将核心行业确立为国家专营行业，大范围地限制了外商的投资。
全面限制阶段 1968年 - 1979年	1969年12月 1973年9月	《垄断和限制贸易行为法》 《外汇管制法》	印度再次出现 外汇危机 ，印度政府对外资进行了严厉的限制。	这一时期对外资采取 全面限制 ，致使大量外资撤离印度。
初步开放阶段 1980年 - 1990年	1980年7月	《工业政策陈述》	印度当局审时度势，对外资政策进行灵活务实的调整，外国直接投资发展迅速。	外商合作项目从不到300项增至1024项，1988年吸引外资达到创纪录的239亿卢比。
全面开放阶段 1991年至今	1991年7月	《工业政策陈述》	印度爆发了独立以来最严重的 国际收支危机 。政府决心把印度经济从内向型转为外向型。	外资持股比例也被提高，外资合同额得到了大幅度提高。

数据来源：王宏军，《印度外资制度的历史与展望》，南亚研究，财通证券研究所

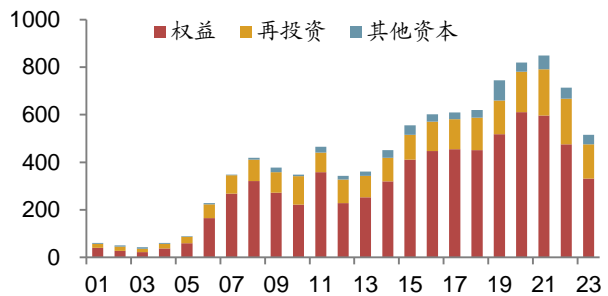
外商投资趋势上行，权益占据主导。其次，观察印度 FDI 的投资特点，随着印度外商投资政策的不断放开，21 世纪以来印度吸引外资总额稳步上升，2021 财年印度吸引外商直接投资接近 850 亿美元，较 2001 财年增长了 14 倍。得益于其巨大的市场潜力，印度已成为亚洲极具吸引力的投资热土。在外商直接投资结构方面，外商对印度的直接投资主要有权益、再投资和其他资本三种方式。其中，权益投资占据主导地位，指外国实体通过持有印度企业股权的形式对其进行投资，其占历年 FDI 比重均超过一半，部分年份甚至达到近八成。其次是再投资，占比大约为 20%，而其他资本占比相对较低。鉴于权益投资是印度吸引外资的主导方式，下文我们将重点分析印度外商直接投资中来自权益投资的部分。

图92.印度历年外商直接投资情况（亿美元）



数据来源：DPIIT，财通证券研究所，注：2001年指2001/2002财年（2001年4月-2002年3月），其他年份类推，2023财年数据截至2023年12月

图93.印度外商直接投资结构（亿美元）



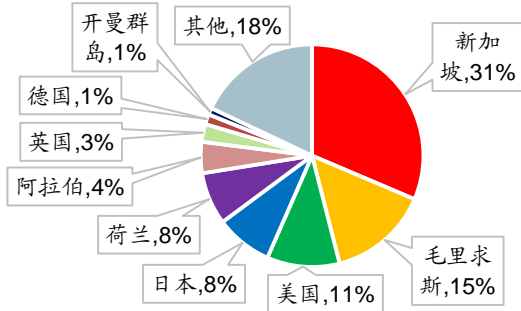
数据来源：DPIIT，财通证券研究所，注：2001年指2001/2002财年（2001年4月-2002年3月），其他年份类推，2023财年数据截至2023年12月

新加坡、毛里求斯和美国是投资印度主力。从外商投资来源国来看，2023年，新加坡、毛里求斯和美国对印度投资占比超过一半。截止至2023年9月，2023年新加坡对印度投资金额超93亿美元，占比为31%，其次是毛里求斯和美国，对印度投资额分别为43.5亿美元和31.4亿美元，占比分别为15%和11%。

毛里求斯为何是投资印度重要来源？主要有两个原因：一是印度同毛里求斯之间存在优惠税收协定，部分外国公司通过在毛里求斯注册公司的名义对印度投资。另一方面，印侨投资占据毛里求斯对印度投资的主导地位。自2017年到2023年，

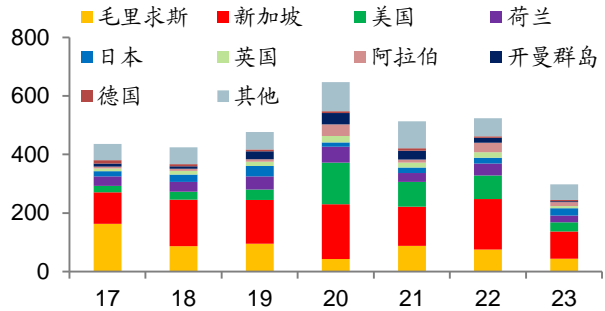
毛里求斯对印度投资金额虽有所下降，但仍是印度第二大外资来源国。值得注意的是，自2018年以来，新加坡对印度投资额超过毛里求斯，成为对印度投资第一大国。

图94.对印度投资主要国家和地区分布



数据来源：DPIIT，财通证券研究所，2023年数据截至9月，仅包含权益投资

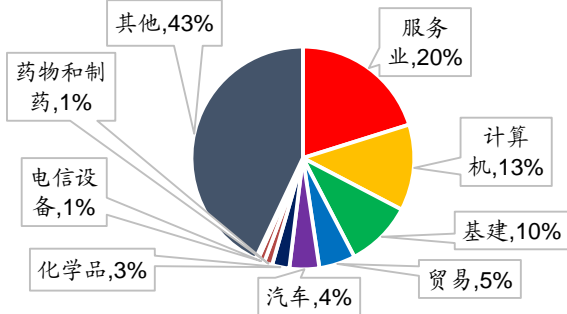
图95.2017-2023年对印投资主要国家和地区（亿美元）



数据来源：DPIIT，财通证券研究所，2023年数据截至9月，仅包含权益投资

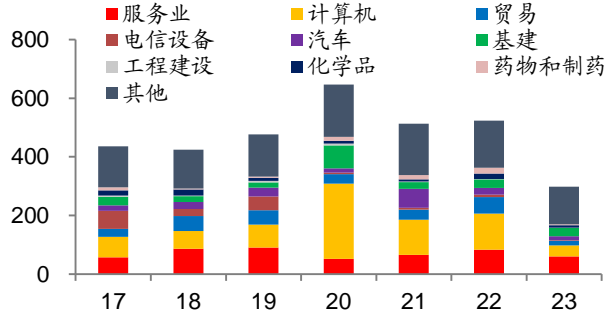
外商投资聚焦服务业和计算机软硬件领域。从外商投资领域来看，截至2023年9月，2023年印度吸收外资中投资于服务业（包括金融、银行、保险、商业、研发等）和计算机软硬件领域的金额分别达到60亿美元和37亿美元，比重分别为20%和13%，紧随其后的分别是，基础设施建设、贸易和汽车行业，占比分别为10%、5%和4%。从2017年到2023年，印度各行业吸收外资的分布情况总体保持稳定，其中服务业和计算机软硬件行业吸收外资占比常年位居前二。

图96.印度吸收外资各行业比重



数据来源：DPIIT，财通证券研究所，2023年数据截至9月，仅包含权益投资，其中服务业包括金融、银行、保险、商业、外包、研发等多个行业

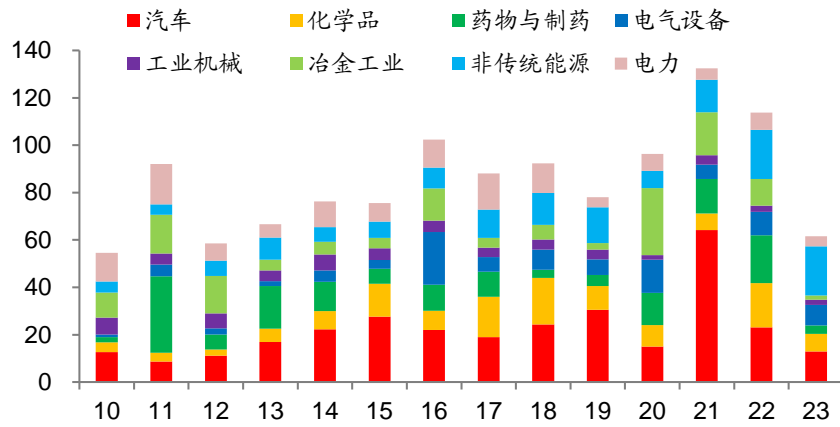
图97.2017-2023年印度吸收外资各行业分布（亿美元）



数据来源：DPIIT，财通证券研究所，2023年数据截至9月，仅包含权益投资，其中服务业包括金融、银行、保险、商业、外包、研发等多个行业

制造业FDI主要集中在汽车、新能源和制药等领域。从制造业投向行业来看，尽管印度FDI主要流向服务业，但制造业吸引外资占比仍超过20%。2010年到2022年期间，印度制造业吸引的FDI总量呈现不断上升的趋势，2021年印度制造业吸引的FDI创下新高，超过120亿美元。在制造业细分行业中，投资主要流向印度政府大力支持的汽车、新能源和制药等领域。尤其是在2021年，汽车行业吸引的FDI从2020年的15亿美元大幅增加至64亿美元，增长幅度为3.2倍。此外，新冠疫情后流入制药领域的FDI占比出现明显提升。

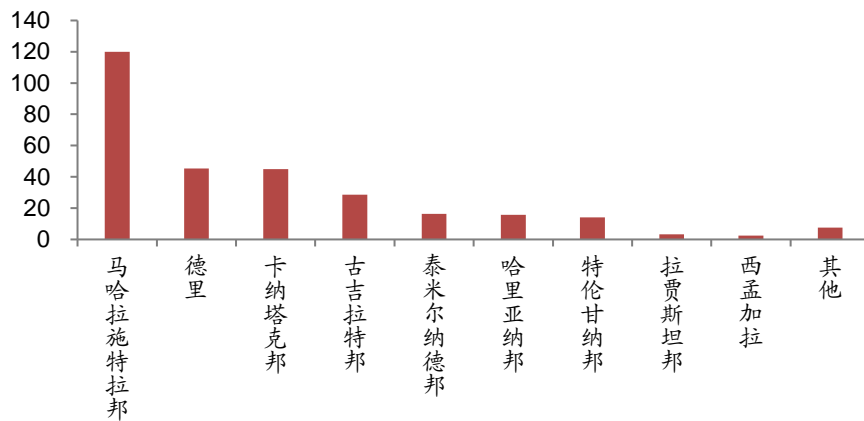
图98.印度 FDI 流入制造业的分布情况（亿美元）



数据来源：CEIC，财通证券研究所，2023 年数据截至 9 月，仅包含权益投资

西部沿海地区被投资比重最大。从被投资地区来看，外资主要流向位于印度西部沿海地区的马哈拉施特拉邦、卡纳塔克邦和古吉拉特邦。西部沿海地区为印度的工业重镇和高科技产业聚集地。2023 年，印度吸收外资最多的地区是印度工业化程度最高的马哈拉施特拉邦，以及有“印度硅谷”之称的卡纳塔克邦。其次是位于印度北部的德里、哈里亚纳邦和位于南部的泰米尔纳德邦、特伦甘纳邦。

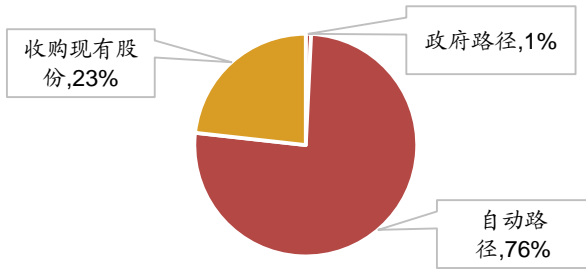
图99.印度各地区吸收外资情况（亿美元）



数据来源：DPIIT，财通证券研究所，数据为 2023 年截至 9 月，仅包含权益投资

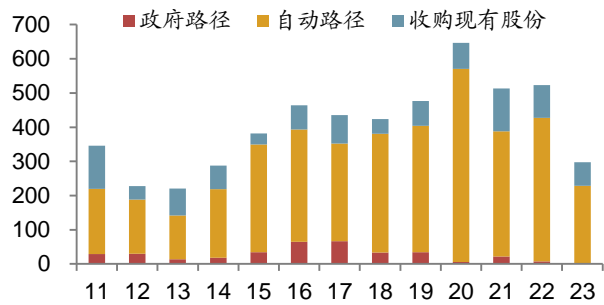
外资流入印度多数无需审批。从政府审批方式来看，截至 2023 年 9 月当年，约 226 亿美元的外资无需政府审批，便可进入印度，占比近四分之三；以收购印度企业现有股权方式流入的外资接近 70 亿美元，占比为 23%，最后，从政府审批流入的外资仅 2.3 亿美元，占比约 1%。随着印度政府不断加大外资开放力度，近年来无需政府审批的外资金额不断上升，比重也在不断扩大，而需要审批的外资比重随之缩小。

图100.印度外资流入方式占比



数据来源：DPIIT，财通证券研究所，数据为2023年截至9月，仅包含权益投资

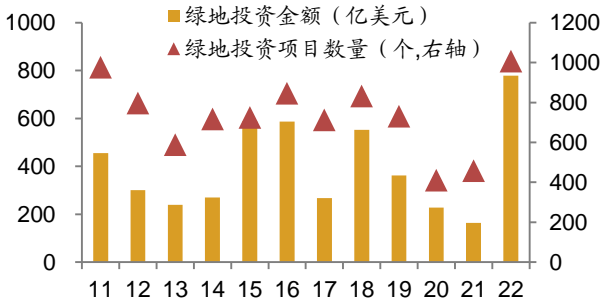
图101.印度历年外资流入方式情况（亿美元）



数据来源：DPIIT，财通证券研究所，2023年数据截至2023年9月，仅包含权益投资

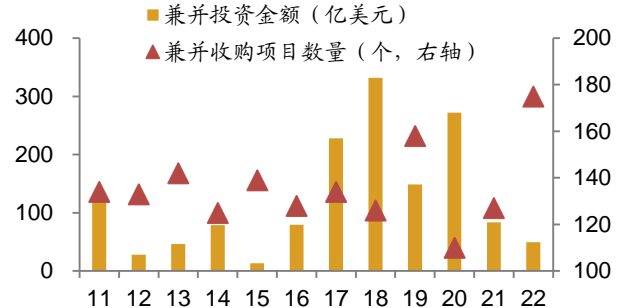
绿地投资快速增长，兼并收购大幅回落。从具体投资方式来看，2022年，外商对印度的绿地投资金额呈现快速增长，从2021年的163亿美元大幅增至780亿美元，增长幅度为3.8倍。与此同时，外商在印度的绿地投资项目数量也增长破千。近年印度绿地投资的大幅增长，或因部分外资从中国撤出而转入印度。在**兼并投资**方面，2011年到2018年，外商对印度的兼并收购金额总体呈现上升趋势，2018年兼并收购金额超过300亿美元，但近两年对印度兼并收购金额大幅回落，处于较低位置。

图102.对印度绿地投资金额及项目数量大幅增加



数据来源：UNCTAD，财通证券研究所

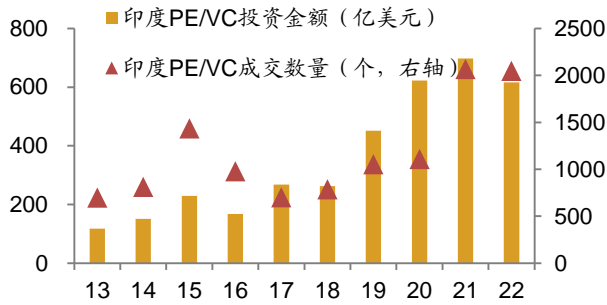
图103.近两年对印度兼并收购金额大幅下滑



数据来源：UNCTAD，财通证券研究所

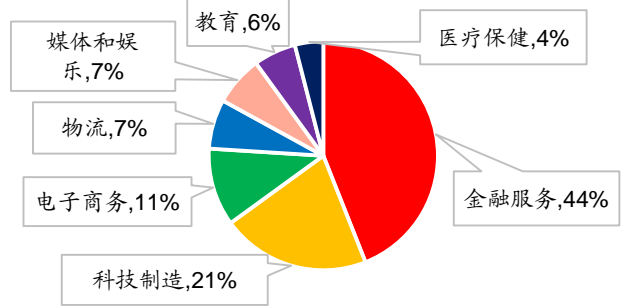
印度独角兽企业数量蹿升。从印度风险投资市场来看，2021年，印度PE/VC投资金额增速达12.2%，成交数量增速高达86.9%。到2022年，由于全球通胀、地缘政治等原因，风险投资市场有所降温，投资金额下降至616亿美元，成交数量也较2021年有所下降，印度初创企业高速增长的局面有所放缓。2021年全年，印度产生了44家独角兽企业，2022年又产生了21家“独角兽”，截至2022年印度已有超过100家的独角兽企业。从行业分布看，近几年新崛起的独角兽企业更多集中在**金融服务**和**科技制造**两大领域。

图104.印度 PE/VC 投资金额及成交数量



数据来源: Bain & Company, 财通证券研究所

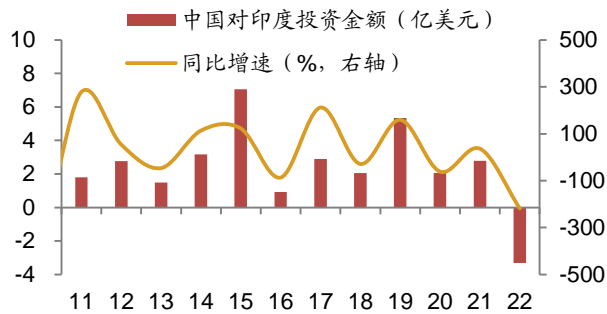
图105.2022年印度新增独角兽行业分布



数据来源: EY analysis of Venture Intelligence data, 财通证券研究所

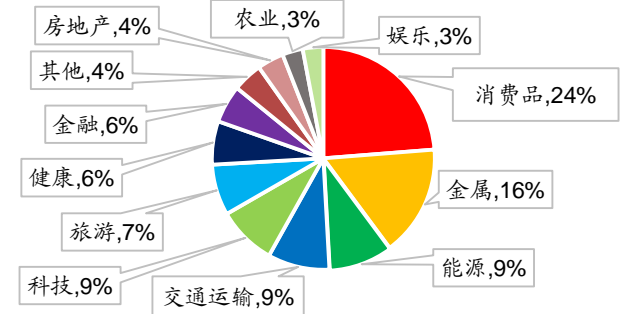
中国对印度直接投资近年来大幅下滑。最后,从中国对印投资情况来看,在2013年“一带一路”倡议提出之后,中国企业掀起了一轮对印度投资的热潮,直接投资金额从2013年的1.48亿美元快速增长至2015年的7.1亿美元。但在2020年后,印度政府修订了《外汇管理法》(FEMA),其中对外国直接投资政策进行修改,规定与印度接壤国家的非公民实体在印度投资时,需政府进行提前审批,以遏制中国等接壤邻国的影响力。受此政策影响,2020年中国对印度的FDI流量从2019年的5.3亿美元大幅下降至2.1亿美元,降幅超过50%,**2022年中国对印度FDI甚至出现净流出,流出金额达到3.3亿美元。**

图106.中国对印度直接投资近年来大幅下滑



数据来源: iFind, 财通证券研究所

图107.中国企业对印度投资主要行业分布



数据来源: CGIT, 财通证券研究所, 数据为2007-2022年累计值

中国企业对印度投资主要集中在消费品、金属、交通运输、能源和科技等领域。从2007年到2022年,中国公司在印度累计投资了171亿美元(不包括建筑合同),涉及51笔交易,其中25笔是绿地投资交易。从细分行业来看,中国对印度的投资主要集中在汽车、制药、电子商务、电信设备、手机、家用电器、电力设备、钢铁、工程机械等领域。其中,新能源汽车和手机是近年来中国企业投资印度的热门领域。目前对印度投资的代表性中国企业包括阿里巴巴、腾讯、保利集团、复星集团、海尔、比亚迪、北汽集团、小米、华为和携程等。

图108.中国企业在印度投资情况（亿美元）

企业名称	投资年份	投资金额	总投资金额	涉及行业
阿里巴巴	2014	2	22.7	移动支付
	2015	8.8		电商
	2017	1.8		电商
	2018	5.1		食品
	2019	5		电商、娱乐
腾讯	2017	11	15.1	电商、出行
	2019	1.5		金融
	2022	2.6		零售
携程	2016	1.8	12.7	旅游
	2019	10.9		
复星集团	2017	10.8	12	健康
	2019	1.2		房地产
青山钢铁	2018	11.6	11.6	钢铁
步步高电子	2018	5.6	9	科技
		3.4		
海尔	2019	5.2	5.2	家电
小米	2019	4.9	4.9	手机
保利集团	2018	3.7	3.7	能源
TCL	2019	3.1	3.1	娱乐
北汽集团	2016	3	3	汽车
华为	2015	1.7	2.7	科技
	2018	1		
美的	2018	1.9	1.9	家电
比亚迪	2019	1.4	1.4	汽车

数据来源：CGIT，财通证券研究所

风险提示：

- 1) 国内经济复苏不及预期，本文对经济运行判断基于公开数据，无法预知未来经济走势；
- 2) 海外需求不及预期，本文对印度外贸的分析基于当前海外需求情况，海外需求不及预期或对印度外贸发展带来一定冲击；
- 3) 进出口政策变动，本文的分析基于目前已有政策情况，无法预知未来政策或有变动。
- 4) 历史经验失效。历史的经济环境和条件不可能与当前完全相同。

信息披露

● 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。