




►印度股市長期趨勢性走高的背後，是上市公司盈利水平可預期的趨勢性增長。圖為孟買證券交易所。

印度股市（Nifty50指數）長期趨勢性走高，有賴於上市公司盈利水平持續、可預期的趨勢性增長，這和印度經濟長期穩定增長息息相關。本文嘗試通過經濟增長、宏觀政策、股市制度和外資流入等角度來梳理背後原因。

# 股市走高 企業盈利為關鍵



集思廣益 管濤

中銀證券  
全球首席經濟學家

Nifty50指數在1990年代曾長期橫盤震盪，此後雖然經歷牛熊市，但整體小跌大漲，呈現震盪上行的趨勢，並於2024年2月創下22000點的歷史新高，是2003年末點位的近12倍，年化收益率為約13%。

印度過去20年來的股市繁榮也是經濟高成長的產物。國際貨幣基金組織（IMF）統計顯示，2000至2022年印度實際GDP平均增速為6.5%，高於同期全球3.6%的平均增速，也高於新興市場和發展中經濟體5.3%的平均增速。據印度統計局統計，2003至2023年間印度名義GDP（印度盧比現價）年均增長12.7%，與同期印度Nifty50指數的年均漲幅相近。

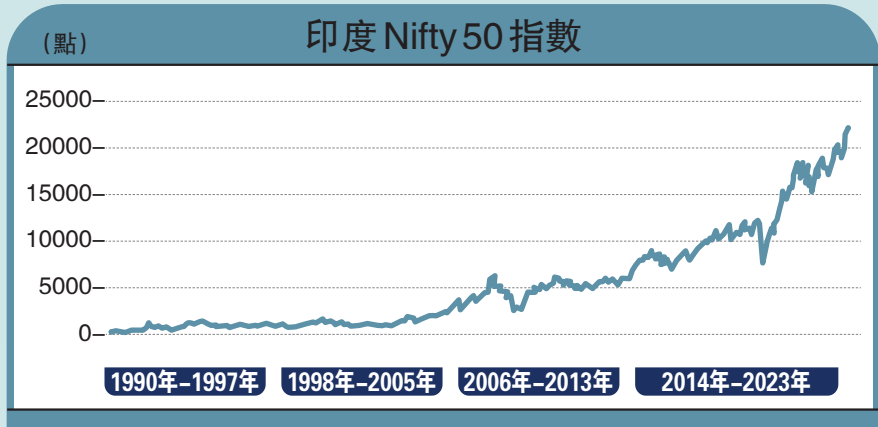
## 第三產業驅動經濟增長

從產業角度看，印度第三產業佔實際GDP的比重在2004至2019年間逐步由47.8%上升至59.1%，疫情之後雖有小幅回落，但2023年佔比仍有58.6%。從支出法看，印度經濟增長主要由國內私人消費所構成，自1997年以來佔實際GDP的比重一直在55%至60%。由於長期貿易逆差，淨出口對於印度實際GDP的貢獻也長期為負。可見，印度經濟增長主要由服務業和國內居民消費驅動，這同東亞經濟體主要依賴製造業和出口發展經濟的模型有明顯的區別。

人口紅利和科技進步構成了印度經濟長期增長的基礎。印度擁有龐大的人口基數，並且年輕人口眾多，疊加教育水平的持續改善，為印度經濟發展源源不斷地提供了性價比較高的勞動力。同時，作為一個現代化程度仍然較低的發展中經濟體，現有成熟產業技術成果的應用，已經足以快速提升印度眾多行業的生產效率，從而推動經濟產出的快速增長。

印度上市公司盈利水平隨着印度經濟增速起伏變化，前者直接影響着印度股票市場走勢。從歷史整體的利潤變動情況來看，2004至2023年，印度Nifty50指數每股淨利潤按年增速的均值為14.6%，快於同期明晟（MSCI）新興市場指數每股淨利潤平均增長12.5%的速度。從利潤變動的節奏看，印度Nifty50指數每股淨利潤按年增速走勢大致呈現出3到5年一個周期的特徵，而股指變動也大致追隨利潤周期的變動。

印度長期實施了強度較高的擴張性財政政策，且近年來強度進一步走高。據IMF統計，印度財政赤字率在2000至2022年間平均為8.2%，而同期全球新興市場和發展中經濟體的財政赤字率為4%，印度的財政赤字率是新興經濟體的两倍以上。2000年至今，除2006至2007年（兩年平均赤字率為5.2%）和2017至2018年（兩年平均赤字率為6.3%）的赤字率偏低之外，其餘年份的赤字率均維持在7%或以上的較高水平。2022年印



度財政赤字率為9.2%，雖然較疫情衝擊後的2020年和2021年有所回落，但仍顯著高於疫情前2010至2019年平均6.8%的水平。

從財政支出方向看，由1994至2023年間，印度發展性支出佔財政總支出比例平均為56%，非發展性支出佔比持續在50%以下。2020年以來，發展性支出佔比更是上升至60%以上。從發展性支出的細項看，醫保和教育等社會福利、農業發展以及電力和工業發展是主要支出項目。此外，印度政府預算官網的數據顯示，政府推動的資本開支（包括相關財政補助）增速近年來持續提升，並預計將於2024至2025年財年達到約15萬億盧布，這相當於2023年印度名義GDP的約5%。印度政府長期對居民的社會福利支持有助於鼓勵居民增加消費，而對於農業、工業產業及基礎設施的支持則有助於提升經濟的競爭力和發展潛力。

印度央行貨幣政策的主要目標是維持物價穩定，同時兼顧經濟增長目標。2016年以來，印度央行正式將4%的CPI按年增速作為通脹目標，並追求將通脹控制在2%至6%。2014至2017年間，印度通脹水平增速從高位震盪回落，並一度跌破2%的政策目標區間下限。為此，印度央行採取寬鬆貨幣政策，持續調降政策利率，逐步將基準利率由8%下調至6%，推動了經濟增長和通脹水平回升。2020年疫情爆發後，印度央行又快速將政策利率由5.15%大幅下調至4%，這使印度經濟在疫情後強勁反彈，但也導致通脹於2022年1月至2023年2月間持續高於6%的政策目標區間上限。因此，印度央行從2022年第二季開始緊縮貨幣，一年左右將基準利率由4%升至6.5%。在強力緊縮的影響下，印度經濟增速由高位回落，通脹率也再次回落至6%以下，2024年1月為5.1%。

## 充裕流動性支持股市

此外，廣義流動性的變動也對印度股市存在一定的影響。歷史數據顯示，印度Nifty50指數的按年變動大約滯後印度M2（廣義貨幣供應）按年增速變動約一個月左右。廣義流動性變化，一方面對於實體經濟活動和企業利潤變動具有一定的領先作用，另一方面也影響資本市場的增量資金供給。印度央行通過調整利率走廊，進行公開市場操作和調整金融監管政策等方式調節廣義流動性，整體充裕的

廣義流動性也支持印度股市整體的優異表現。

從監管機構來看，負責印度證券的監督和管理工作的印度證券交易委員會採取多種措施來保護投資者權益。例如增加新股申購的便利性和公平性，加大對券商的監管力度，提高「投資者保護基金」對投資者的賠償上限等。印度證券交易所強制退市層面具有較高的靈活性與自由裁量權，並以退出機制保障了公眾投資者的權益，同時對被強制退市的公司採取非常嚴厲的懲罰措施，並且落實到上市公司董事及發起人。

另一方面，印度也比較注重股票市場的投融資平衡。近年上市公司現金分紅金額整體高於募資金額。2023年，印度上市公司募資約316億美元，而同期上市公司現金分紅約525億美元，是募資金額的1.66倍。2014至2023年間，印度上市公司合計募資約2482億美元，現金分紅約3514億美元，後者是前者的約1.42倍。

## 市場改革吸引外資入市

為吸引外資進入印度股市，印度政府和相關機構近年進行一系列金融市場的政策調整和改革，包括增強上市公司財務信息的披露強度、不斷放寬對於外來證券投資的限制等。這些舉措取得了一定成效，印度在MSCI全球標準（新興市場）指數中的權重由2013年的6.4%增加至目前的18.2%。截至2024年1月末，外資持倉約佔印度股票市值的16%。

可以看到，印度股市長期趨勢性走高的背後，是上市公司盈利水平持續、可預期的趨勢性增長。與此同時，印度政府也持續在金融市場進行大刀闊斧的改革，注重投資者保護和投融資平衡，穩妥推進金融市場對外開放，持續吸引外資入場。外資的入場推升了股票價格，為印度本土投資者帶來財富效應的同時，印度股市也為國際投資者帶來豐厚的回報。

借鑒印度的經驗，針對活躍中國資本市場，筆者認為，一方面，要堅持問題導向、結果導向，堅持長短結合、標本兼治，採取切實有效的宏觀調控和改革開放措施，穩住增長、防住風險、提振信心。另一方面，在進一步對標國際高標準持續推進金融市場制度型開放的同時，完善中國股市的基礎制度和法治保障，從源頭提升上市公司質量，更加注重保護投資者利益，促進股市投融資功能的進一步平衡。

# 跨界合作刺激內需消費



共創共享 戈峻

天九共享集團  
CEO

2024年全國兩會召開，也是實現「十四五」規劃目標任務的關鍵一年。中國經濟面臨着複雜內外部環境、風險和挑戰，尤其是目前正處於經濟結構的快速轉型期，消費取代投資成為拉動增長的最主要動力。兩會期間，國家會在培育壯大新興消費方面有何務實舉措值得關注。

疫後消費復甦是去年經濟一大亮點，全國社會消費品零售總額按年增長7.2%，增幅較2022年大幅提升。消費的興旺也延續至今年春節，春節8天假期，全國國內旅遊的出遊人數達到4.74億人次，出遊總花費6326.87億元（人民幣，下同），分別較疫前2019年同期增長19%和7.7%。

然而，消費火爆的背後仍存不明朗因素，全國社會消費品零售總額在剔除基數等影響後，兩年複合增速只有3.4%；今年春節出遊人數及總花費雖有增長，惟人均每日旅遊花費按年減少約5%。與此同時，在高基數、疫後報復性消費及旅遊等反彈力度減弱的憂慮下，消費復甦步伐或有放緩隱憂。

面對挑戰，從供給側，明確要加快形成新質生產力，從需求側看，新質生產力將激活新質消費，而新質消費的動力又為新質生產力的發展提速增效，形成良性循環。

值得注意的是，中國年輕一代消費者成為新質消費的引領者。據數據分析機構艾媒諮詢的統計，去年全國餐飲表現中，超過六成的消費群體是中青年；化妝品市場方面，男性化妝品市場規模在去年達到165.3億元，有近69%消費者購買國產化妝品時，會更重視產品質量；另有57%消費者只會光顧一至兩間新式茶飲品牌。

可以看出，中國新質消費潛力不容忽視，一眾商家亦絞盡腦汁吸引消費群體，其中跨界合作是常見的營銷手段，例如去年瑞幸與茅台合作推出的「醬香拿鐵」備受追捧，但也不是每個跨界合作都能成功，最近星巴克的紅燒肉拿鐵，就有消費者批評68元一杯的咖啡，只是上面放了一小块豬肉脯。

值得留意是，像瑞幸與茅台這類跨界合作，屬於同類共享的商業模式。即合作雙方都在同一類別的產業，彼此運用各自資源，讓1+1大於2。但正如生

產企業發展新質生產力需要大共享平台助力一樣，服務型企業要吸引新質消費，也需要突破傳統，從大共享角度重塑商業模式。

去年8月，茶飲品牌蜜雪冰城與中國郵政聯名推出主題郵局門店，此次聯名不僅是一次簡單的跨界品牌宣傳這麼簡單，其背後正是基於大共享時代的商業模式創新。

## 品牌IP聯乘 吸引年輕一族

首先，作為新興茶飲品牌，蜜雪冰城正處於規模擴張階段，需要拓展市場進一步攤薄成本；其次，作為老牌國企，中國郵政坐擁近9000個攬投部、5.4萬個營業支局所、4.3萬處投遞服務網點和42萬個合作郵購站點資源，雖然過往中國郵政一直嘗試盤活這些資源，例如建立中郵大藥房、郵政咖啡館、郵政超市等衍生品品牌，但未能形成規模並加以推廣。


因此，這次雙方合作，蜜雪冰城可以在中國郵政的5.4萬個全國網點中優選20%的網點展開合作，使蜜雪冰城可望在短時間內以極低的租金和人工成本擴張規模，快速佔領市場，中國郵政則可藉着蜜雪冰城的品牌效應，有效盤活閒置資源。此外，蜜雪冰城的親民形象與為大眾服務的中國郵政天然契合，所以兩者合作已非表面上1+1大於2那麼簡單，而是將雙方「1」背後的優勢和特點也疊加起來，互惠互補，把閒置資源盤活，彼此賦能，實現有限資源的更高效利用。

事實上，作為大共享時代的商業創新，可通過「固定資產+品牌IP」、「空間資源+供應鏈網絡」等渠道資源共享模式，強強攜手，激發商業新動能；更進一步是還可做到抱團式發展，讓眾多企業擰成一股繩，形成市場合力。而通過這些大共享模式創新的消費新場景，將更有效吸引年輕消費一族，帶動新質消費的提升。



▲蜜雪冰城與中國郵政展開合作，開設網點，有效利用雙方資源，互惠互利。

# 撤辣效應 新盤二手交投轉旺



樓語縱橫 楊永健

世紀21 Q動力  
總經理

踏入龍年，財政司司長即時為樓市大派厚禮。上周公布的財政預算案中，將過去實施的額外印花稅（SSD）、買家印花稅（BSD）及新住宅印花稅（NRSD）等需求管理措施全面撤銷，今年樓市勢必運轉乾坤，走出逆境。

撤辣後的樓市會如何？首先看二手市場，此前因為買家心態審慎，即使業主不斷調低叫價，買家往往愈跌愈不敢買，因此二手交投持續處於低谷，每月的二手註冊量只有2000至2200宗左右，交投較疫情時更淡。

以十大屋苑為例，每星期只錄得零星幾宗成交，撤辣後的首個周六、日，成交量急升至近30宗水平，較過去不足10宗大增2至3倍。

有業主認為，十大屋苑每周成交量應可回升至50宗以上水平，當然有關估算是樂觀的預測，但大家需要明白，隨着樓價回升，自然會有業主即時反價。過去樓價持續回落，部分業主急於出售「止蝕」，撤辣後，相信業主會稍為調高叫價，價格回穩後，二手成交未必能夠維持高水平，相信十大屋苑每周成交

有二、三十宗已相當理想，每月二手註冊量或可重上4000至5000宗水平。

## 本月一手銷售料升至2000宗

至於一手市場，作為龍年首個推售新盤，恒基地產旗下長沙灣Belgravia Place打頭陣，最終接獲逾4400票，首批銷售的138伙於短短4小時內售罄，發展商隨即加推208伙，並安排於本周四作次輪銷售，相信反應仍會持續熾熱。

Belgravia Place屬於巴域街重建項目的第1期，四面單邊，將分成兩期發展，幾分鐘到地鐵站，交通方便，項目基座商業總樓面涉約2.8萬方呎，將會引入不同文創商店，塑造為區內文青打卡熱點，加上項目定價吸引，上車客必捧。

總括而言，2月新盤成交量只有約270宗，較1月份的430宗大減近四成。在撤辣前，買家以至發展商均對樓市持觀望態度，放慢推盤步伐，過去兩個月新盤銷售均集中於貨尾盤，未來的情況肯定截然不同。

龍年首個新盤已成功「開紅盤」，相信未來的新盤攻勢一浪接一浪，本月新盤銷售勢必較撤辣前急增4至5倍，本月首3日已售出逾500伙新盤，預期今個月新盤銷量勢必重上1500至2000宗的水平。



◀特區政府上周宣布全面撤辣後，樓市交投氣氛即時回暖。