



## 印度大選：實況檢討

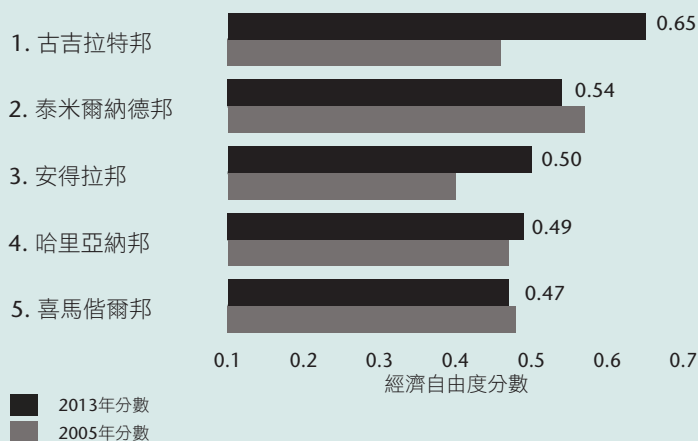
印度這個全球最大的民主體制國家剛剛完成馬拉松式的總理選舉。這次五年一度和長達五週的大選，結果顯示納倫德拉·莫迪 (Narendra Modi) 及印度人民黨 (BJP) 取得壓倒性勝利。今次大選標誌著該黨30年來的最大勝利。

該國由國會主導的政府已經連任兩屆，市場普遍揣測由一個支持改革的政黨在選舉中獲勝，將會刺激印度經濟增長進一步由投資帶動，繼而支撐印度多項基建相關項目和創造就業。

雖然大市一如預期對大選結果極度興奮，但鑒於莫迪及其所屬政黨將要面對的實際挑戰，我們提醒投資者宜保持冷靜。印度仍然要應付通脹高居不下，職位增長偏低及投資停滯等問題。為了解決這些問題，古吉拉特邦 (Gujarat) 在莫迪的管治下，就是透過加快發展農業及改善經濟自由度——當中涉及生產，銷售及使用本身資源的選擇自由。

根據一項研究顯示，古吉拉特邦的經濟自由度由被視為合理的良好水平，上升至國內最高水平，增幅已經超逾弗雷澤研究所 (Fraser Institute) 對環球市場進行的世界經濟自由度 (Economic Freedom of the World) 調查項目的水平。此項目根據實踐經驗，反映經濟自由度與經濟繁榮，人類社會的成長與進步之間的持久關係。倘若古吉拉特邦的成功模式能夠通行全國，一些迫切的國家問題亦可迎刃而解。讓我們來評估一下實際可行程度。

### 印度經濟自由度最高的五大邦



實踐經驗已經證明，「經濟自由度」與經濟繁榮，人類社會的成長與進步之間已存在持久的關係。根據一項研究顯示，印度的經濟自由度中位數於2013年普遍上升至0.43，但仍然遠遠落後於第一位的古吉拉特邦，由此可見大部分的邦仍有漫漫長路要走。由於印度多個邦缺乏連貫的數據，有關研究利用以下主要參數為諸邦評分：邦政府的規模及效率，法制及財產擁有權，以及勞工與營商法規。

資料來源：《印度諸邦2013年經濟自由度》(Economic Freedom of the States of India 2013)，Debroy, Bhandari及Anklesaria Aiyar撰寫，Cato Institute, Friedrich Naumann Foundation, Indicus Analytics and Academic Foundation合作出版



「即使印度已經出現良好的發展，要達致實際的進步，可能仍需花上相當長時間。」

市場對於印度人民黨掌權後可以取得的政績，同時有兩種不同的意見。樂觀主義者希望印度人民黨勝出後，通脹得以受控和全面推行投資改革。印度的通脹主要成因是食品價格上漲，但在農業及基建的投資匱乏，根本無法抑制食品價格，而農業及基建均需要進行龐大的改革。一個較強勢的聯邦政府固然有幫助，惟必須取得邦政府的共識，這雖然並非不可能，但要做到卻談何容易。即使已經出現良好的發展，要達致實際的進步，可能仍需花上相當長時間。說句公道話，儘管古吉拉特邦的天然資源有限，當地的農業在2001年至2010年期間卻錄得雙位數的增長，反觀全國只錄單位數的低增長。但另一種意見認為，鑑於農業政策以至耕地改革完全由諸邦控制（包括立法及執行兩方面），古吉拉特邦的成功未必能延伸至全國。古吉拉特邦的工業進步也值得讚許。當地一直以企業家精神馳名，或許莫迪只要能夠確保自由的環境，便能使古吉拉特邦興旺發展。到底此模式在印度各地區能否奏效，仍有待考驗。

因此，在目前升市下，投資者對印度應有何長遠對策？我們認為應該集中在最善於制訂未來計劃的企業，避免一些依賴宏觀政策有待落實的企業。猶幸印度經濟已經孕育大量並非過於依賴宏觀政策的企業。事實上，這些企業當中，部份在營商環境嚴峻下，已經變得更穩健及善用資源。

例如印度某些較為成功的汽車企業，透過集中於生產力及產品質素而表現出色。舉例而言，一家以消費者為主要客戶的摩托車公司，在近十年來一直受到價格上漲的壓力，但它採取的相應行動是提升生產力及價值工程，以保持盈利。另一例子是一家汽車組件製造商，該公司的客戶群屬於商業客戶，一直因為專注於產品質素及改善營運，在商業週期中仍然能夠增加市場佔有率及定價能力。在近期汽車業走下坡期間，這兩家公司均有不俗的抗跌力。

有些私營銀行在近期不明朗的信貸環境下，同樣也因為專注於提高借貸標準，從而對抗逆市。在銘基亞洲，我們嘗試物色在跌市時表現相對合理；在升市時能夠利用經濟長遠走勢欣欣向榮的企業。

綜觀印度所有問題，該國經濟一直具有長期持續增長的趨勢。如果沒有其他選擇，最終將會推行改革。正如90年代初，印度經濟在進行改革的每一步，將會變得更強。印度央行及聯邦政府近期減低經常賬赤字的行動，在短短數月間導致盧比升值和外匯儲備增加，結果宏觀市況得以改善。在2013年，盧比疲弱導致出口銳升，自然地入口也略為放緩。印度的政治意願看來亦脆弱不堪和被視為優柔寡斷，但以選民關注的問題作為考量的優先次序（管治及增長；而非宗教及社會等級）已在慢慢轉變。發展及管治已經是這次選舉的中心主題，而各政黨即使履行部分承諾，投資改革也是勢在必行。

…應該集中在最善於制訂未來計劃的企業，  
避免一些依賴宏觀政策有待落實的企業。」

不論印度人民黨是否勝出，部分措施已經落實進行。例如基建方面，印度逐漸傾向於興建首個專用貨運通道 (DFC)，現階段的成本為130億美元。DFC連接高用量貨運目的地至專用鐵路，確保貨運速度及效率。印度的物流成本約佔國內生產總值的14%，較大部分已發展經濟的成本高，後者的物流成本佔國內生產總值的百分率介乎7%至9%。如這方面有任何改善，有望抑制通脹和推動生產增長。按理DFC項目本身應能刺激當地的水泥及鋼材事業，同時創造就業。一旦建成，DFC項目將發展成為製造業的樞紐，讓印度能好好運用其低廉和年輕的勞動力，惟現階段難以量化其成效。其他改革可能受到更大的政治阻力，單靠有利的選舉結果或者未必足夠。例如嚴重妨礙企業成功的絆腳石是複雜繁多的政策，尤其在稅務方面。各個政黨皆努力簡化稅務法例。有關此問題的共識不單只能夠提高效率，也提升印度作為更佳投資目的地的形象，有助印度吸納更多長線資金。

印度或許是全球少數息率仍然高企的經濟體。事實上，印度很多經濟問題一直由自己造成。如果印度明確制定和落實政策，經濟可望出現另一輪升浪，而環球投資者亦會視印度為可作投資的目的地，因為資金得以被充分利用，以推動增長。與此同時，我們相信目前已經有大量優秀企業，即使在缺乏大範圍改善的情況下仍然蓬勃發展，並能在市況好轉時更上一層樓。

我們重申，儘管可能會發生難以預測的事件，但擁有強大品牌，業務領域遼闊及優質管理團隊的穩健企業，往往有不俗的長線表現——不論任何政治環境。另一方面，商業模式脆弱（包括某些基建公司）的公司，其股票表現在短期內的确曾一度跑贏大市，但長線會掉頭回落，最終整體出現負回報。

**Sunil Asnani**  
基金經理  
銘基亞洲



Matthews Asia

## 披露及備註

本文討論的觀點與資料反映於特定時間的意見及市況評估，可能出現變動。閣下不應倚賴本文件作為買賣特定證券或整體市場的建議。

本報告所載資料乃取材自於編製時相信為可靠及準確的多個資料來源。銘基國際投資公司概不就使用本資料所造成的任何直接或相應而生的責任或損失承擔任何責任。

投資於國際及新興市場可能涉及額外風險，例如社會及政治不穩定，市場流通量不足，匯率波動，高波幅及監管制度不完善等。此外，單一國家基金由於集中投資特定的地理位置，可能較分散投資基金承受較高水平的市場風險。投資於中小型公司較投資於大型公司涉及更大風險，因為與大型公司比較下，中小型公司的股份可能較為波動，流通量亦較低。

本文件在新加坡，只提供予新加坡證券及期貨法第304節項下的機構投資者，以及新加坡證券及期貨法第305節項下的相關人士，兩者的定義均遵從有關法例所述。本文件不得在新加坡傳送或分發予散戶投資者。

本文件由Matthews Global Investors (Hong Kong) Ltd. 銘基環球投資（香港）有限公司發出，並未經證監會審閱。如果您是屬於香港的專業投資者，請直接聯絡銘基環球投資(香港)有限公司，了解更多關於本基金的資料。

本文件在英國由Matthews Global Investors (UK) Limited發出。Matthews Global Investors (UK) Limited是Mirabella Financial Services LLP所委任的代表，而Mirabella Financial Services LLP則受英國金融管理局 (Financial Conduct Authority, FRN 415559) 授權和監管。

本文件未經任何監管機構審閱或批核。本文件只供機構/專業投資客戶參閱。

©2014 Matthews International Capital Mgmt.LLC 銘基國際投資公司

G.MATAI – 2014年5月

電話: +1 (415) 954-4510  
電郵: [globalfunds@matthewsasias.com](mailto:globalfunds@matthewsasias.com)  
網站: [matthewsasias.com](http://matthewsasias.com)

香港:  
電話: +852-3901-0880  
網站: [hk.matthewsasias.com](http://hk.matthewsasias.com)