联合资信评估有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

印度经济陷入历史性衰退，疫情成为悬在印度头上的达摩克利斯之剑



2020 年 9 月 16 日

联合资信评估有限公司

电话： 010-85679696　　地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号　　邮箱: lianhe@lhratings.com

传真： 010-85679228　　PICC 大厦 17 层　　网 址：www.lhratings.com

印度经济陷入历史性衰退，疫情成为悬在印度头上的达摩克利斯之剑

联合资信评估有限公司 主权部

主要观点

- **受宗教文化冲突、贫富差距严重以及公共卫生资源紧缺等影响，新冠疫情在印度快速扩散，未来印度可能逐步取代美国成为下一个全球疫情中心**
- **政府采取史上最严格的隔离举措，使大部分制造业和服务业活动停滞，而大面积失业对消费造成严重削弱，印度二季度经济增速创历史新低，未来疫情走向成为悬在印度头上的达摩克利斯之剑**
- **莫迪政府的强人政治形象深得民心，在国内政局稳定的前提下，印度趁中美政治博弈之际而采取“远交近攻”的外交策略，不利于国际医疗协作和经济复苏，使得本就陷入衰退的经济雪上加霜**
- **新冠疫情暴露出政府有限的财政政策空间和脆弱的金融体系，印度抵御外部风险冲击的能力明显削弱，整体经济稳定性大幅下滑**
- **贸易保护升级以及新冠疫情暴发对印度的对外贸易和外商投资均产生严重阻碍，使印度经济下行压力进一步增大**

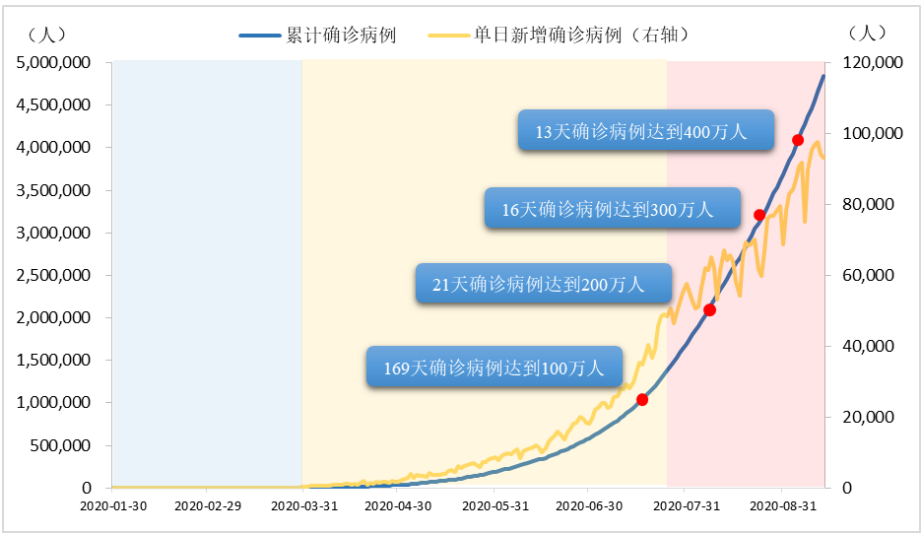
正文内容

受宗教文化冲突、贫富差距严重以及公共卫生资源紧缺等影响，新冠疫情在印度快速扩散，未来印度可能逐步取代美国成为下一个全球疫情中心

自新冠疫情暴发以来，印度的疫情发展经历了三个阶段：一是 2 月至 3 月末，印度新冠确诊病例仅为零星增长，累计确诊人数也不超过 1,000 人；二是 4 月至 7 月中下旬，印度确诊病例呈现快速增长趋势，日均新增确诊人数从 5,000 人逐步上升至 3 万人，截至 7 月 16 日，累计确诊病例首次突破 100 万人；三是 7 月末以来，印度确诊病例呈现指数级增长，日均新增确诊病例均超过 5 万人，尤其是 9 月以来每日新增确诊病例屡创新高，9 月 11 日新增确诊病例更是逼近 10 万人，创下全球最高单日新增纪录。印度确诊病例达到 200 万人、300 万人以及 400 万人的时间也由 21 天、16 天逐步缩短到 13 天。截至 9 月 14 日，印

度累计确诊病例超过 480 万人，成为仅次于美国（670 万）的第二大疫情感染国，且新增确诊人数仍未出现回落的迹象。考虑到人口基数以及所处疫情阶段，印度确诊病例超过美国只是时间问题，未来可能逐步取代美国成为下一个全球疫情中心。

图 1 印度累计确诊和单日新增病例情况



数据来源：WIND，联合资信整理

印度确诊病例大幅增长主要是印度自身存在的一些根深蒂固的结构性问题所导致。一是印度是世界上受宗教影响最深的国家之一，宗教及文化冲突在一定程度上制约其社会进步。3 月末政府采取全国封锁举措，对弱势群体造成巨大冲击。由于印度存在结构性社会阶级失衡，多数底层的印度工人只能以打零工谋生，经济长期封锁造成大规模的失业，导致大量失业民众被迫返乡，疫情震中由新德里、孟买等大城市向医疗资源更加贫瘠的农村地区转移。当疫情传播到印度偏远地区时，当地民把疫情视为一种社会禁忌而非医学病症，选择不去做检测而是通过祭拜神灵的方式进行治愈，使得政府卫生防控举措的实施难度显著增大。

二是印度种姓制度等级森严，社会贫富差距严重。印度延续千年的种姓制度加剧了社会阶层固化，社会不公和贫富差距问题日益严重，根据美国布鲁金斯学会报告显示，截至 2018 年 5 月，印度极度贫困人口达到 7,060 万，高居世界第二位，再加上生活在贫民窟的人数高达约 3 亿，拥挤且落后的生存环境加剧了病毒的传播。此外，印度人口密度极高，平均人口密度高达 455 人/平方公里，是全球平均水平的 7.6 倍，难以达到社交安全距离，一旦疫情扩散将很难得到及时的医疗救助，甚至可能演化为人道主义危机。

三是印度基础设施落后且公共医疗资源紧缺，对疫情防控造成阻碍。由于印度产业结构发展不均衡，公共基础设施发展相对落后，在新冠疫情蔓延初期，民众无法获得有效的医疗物资和隔离治疗，再加上政府病毒检测能力有限，导致大量潜藏病例被耽误以及疫情

加速扩散。此外，印度的医疗体系较为脆弱，财政对医疗保障支出的占比仅为 1.3%，处于世界较低水平；印度有 1,154 万名注册医生，平均每 10 万人拥有 86 名医生，远低于世界 150 名医生的平均水平；印度 ICU 病床数量不足 10 万张，目前的医疗体系承载能力已经处于崩溃边缘。因此，在这些结构性问题之下，新冠疫情在印度大肆扩张。

政府采取史上最严格的隔离举措，使大部分制造业和服务业活动停滞，而大面积失业对消费造成严重削弱，印度二季度经济增速创历史新低，未来疫情走向成为悬在印度头上的达摩克利斯之剑

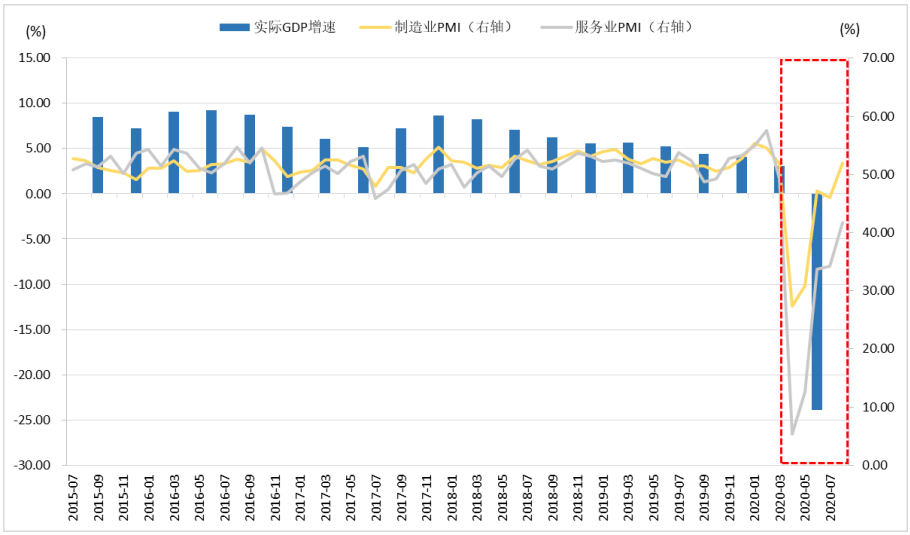
在疫情暴发以前，印度是新兴市场和发展中经济体里经济增速最快的国家之一。尤其是在 2019 年莫迪政府获得连任后，政府继续加大对经济的改革力度，推动逾十年来规模最大的国有企业民营化计划，通过出售石油、天然气管道以及道路等领域国有资产股份，以筹资削减财政赤字、吸引外资并提振经济发展。此外，在全球经济下行以及美联储开启降息通道的背景下，印度央行采取宽松的货币政策以释放经济活力，2019 年印度央行 5 次下调基准利率合计 135BP，使得印度经济总量上升至 2.9 万亿美元，位居世界第五大经济体；实际 GDP 增速保持在 6.1%，远超新兴市场和发展中经济体的平均经济增速（3.7%）。

但是，2020 年新冠疫情暴发后改变了印度的经济增长态势。一方面，新冠疫情暴发对印度的产业结构造成严重冲击。印度的产业结构存在软肋，三大产业结构分布比例为 20%、25%以及 55%，呈现出“两头重和中间轻”的特点，说明印度高度依赖初级农业且工业基础薄弱，而服务业发展的根基也并不牢固。因此，在 3 月末政府采取史上最严格的居家隔离政策后，大量企业停工停产，印度 2020 年 4 月和 5 月的制造业 PMI 分别下跌至 27.4%和 30.8%，服务业 PMI 则大幅下跌至 5.4%和 12.6%，表明印度大部分制造业和服务业活动已经停滞，只有生产和销售生活必需品的企业还在运行，使得国家经济运行陷入瘫痪。虽然在政府逐步放松封锁管制后，制造业和服务业 PMI 在 6 月后逐步回暖，但疫情也在复工复产后也出现二次暴发，继续拖累经济发展。

另一方面，新冠疫情加剧印度居民失业，遏制消费对经济的提振作用。印度是拥有 13 亿人口的全球第二人口大国，供过于求的人口结构导致就业市场竞争激烈，再加上印度产业结构分布不合理，服务业和工业对就业的吸纳能力不足，因此印度的失业率长期维持在 8%左右。而新冠疫情的暴发犹如雪上加霜，根据印度经济监测中心的调查显示，截至 5 月第一周全国失业人数将近 1.2 亿人，失业率推高至 27.1%，对社会稳定性造成严重影响。大范围失业使居民消费能力受到严重制约，导致 7 月居民消费信心指数下降至景气线以下。由于印度私人消费对经济的贡献作用高达 63%，消费疲软导致经济增长动力严重不足。

在此背景下，2020 年二季度，印度实际 GDP 增速大幅下滑至-23.9%，其中除农业部门同比增长 3.4%，为唯一正增长部门外，其余经济部门均录得大幅下滑；下滑最为严重的是建筑业（-50%）、服务业（-47%）、制造业（-39%）和采矿业（-23%）。印度二季度经济增速创 1996 年有数据统计以来新低，同时在亚洲主要经济体中也表现最差。而未来疫情走向成为悬在印度头上的达摩克利斯之剑，如果印度的疫情持续恶化，在接下来的两个季度也会面临技术性衰退，预计 2020 年印度经济增速可能下滑至-10%。

图 2　印度经济增速和 PMI 表现情况



数据来源：WIND，联合资信整理

莫迪政府的强人政治形象深得民心，在国内政局稳定的前提下，印度趁中美政治博弈之际而采取“远交近攻”的外交策略，不利于国际医疗协作和经济复苏，使得本就陷入衰退的经济雪上加霜

莫迪政府对内统治稳固成为其大国外交的重要基础。2019 年 5 月，印度大选结果出炉，现任总理纳伦德拉·莫迪所在人民党领导的全国民主联盟赢得大选，此次莫迪连任是印度人民党第二次获得压倒性的胜利，也是印度自 1984 年以来首次出现单一党派连续两次赢得议会多数席位。由于印度政局受党派和宗教冲突频繁以及印巴军事摩擦升级等因素影响，长期以来印度政治稳定性较差，而本次连任不仅打破了印度政局政党更替频繁的局面，还扩大了莫迪政府在议会中的话语权，有助于印度各项经济政策的稳定和莫迪强人政治的延续。莫迪强人政治的局面并未受到新冠疫情的影响，相反坚定了莫迪的救世主形象。根据 6 月 30 日的印度民调显示，印度总理莫迪的支持率高达 74%，国内政局较为稳定。

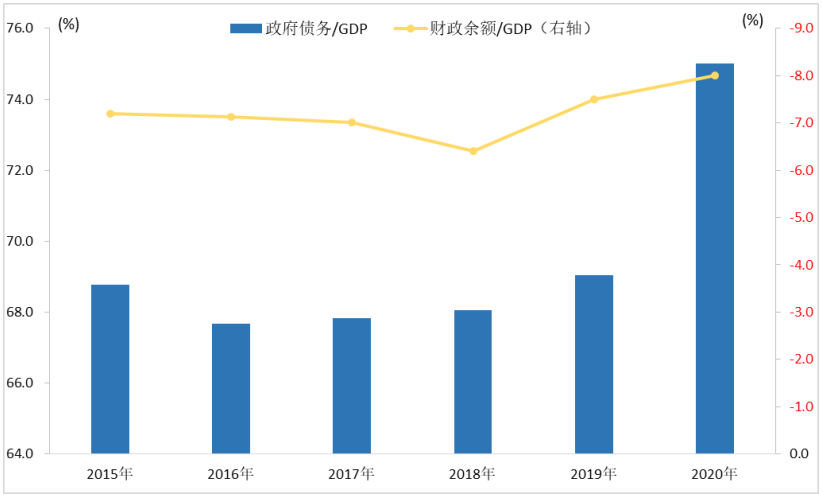
在内政趋稳的局面下，莫迪政府致力于将印度建成全球“领导性大国”，并据此塑造于己有利的国际战略环境。印度借助中美政治博弈之际，采取“远交近攻”的外交策略。

由于中印两国陆上毗邻，中国经济的飞速发展对莫迪的“领导性大国”目标形成一定制衡，因此在中美之间摩擦升级之际，莫迪选择了亲近美国的战略。自 8 月以来，印度方面频频释放危险信息，先是印度政府再次宣布禁用 118 款中国 APP，加大对中国企业的打击力度；随后，印度政府高调宣布引进法国“阵风”战斗机，并表示这是考虑到边境如今的处境；最近，印军在班公湖南岸部署了军事力量，边境上的中印军事力量已进入了彼此的射击范围，进一步加剧中印边境的紧张情绪。但是在疫情肆虐之际，大国之间地缘政治风险上升不利于国际医疗协作和本国经济复苏，使得印度本就衰退的经济雪上加霜。

新冠疫情暴露出政府有限的财政政策空间和脆弱的金融体系，印度抵御外部风险冲击的能力明显削弱，整体经济稳定性大幅下滑

为抵御新冠疫情对经济的冲击，莫迪政府先后两次共下拨约 22 万亿卢比（约 3,000 亿美元）的财政救助资金，包括为企业提供资金支持、向居民直接派发现金以及加大医疗卫生支出等方式缓解疫情对企业以及家庭的冲击。但是，印度财政可实施的政策空间极为有限。一是政府长期采取减少税收以及扩大财政支出的策略，加剧了政府财政收支结构失衡，2019 年政府财政赤字相当于 GDP 的比重高达 7.5%，远高于政府 5%的财政赤字红线。二是在政府加大基建投资的背景下，2019 年政府债务规模达到 144.3 万亿卢比，相当于 GDP 的比重高达 69%，较上年增长了 1 个百分点，政府债务压力不断增大。因此，财政收支失衡和政府债务上涨制约了莫迪政府的财政施展空间，目前 3,000 亿美元的财政救助资金很难满足现有医疗需求和企业资金需求，政府救助资金对企业和家庭的支持力度不足，最终会导致经济稳定性的下降。

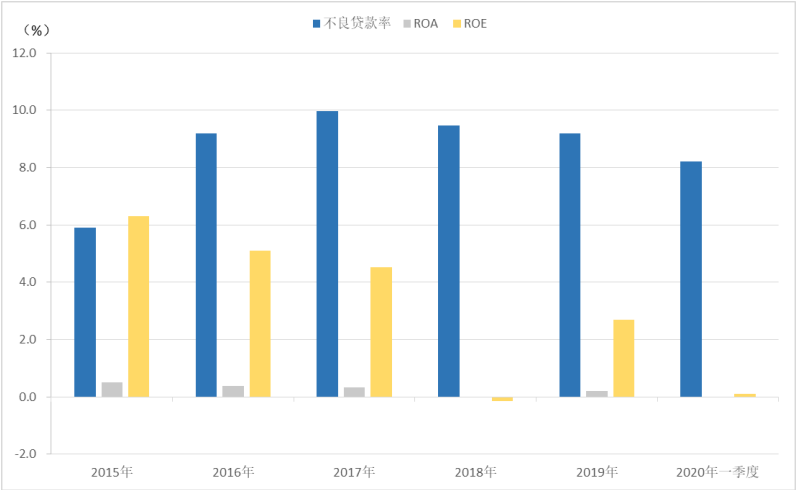
图 3　2015 年~2020 年印度政府债务情况



注：2020 年数据为 IMF 预测值；
数据来源：IMF，联合资信整理

新冠疫情也暴露出印度金融体系的脆弱性。一方面，在政府采取严格的经济封锁举措后，大量中小企业面临贷款违约的风险，预计银行未偿贷款中 20%~25%面临实质性违约风险，预计 2020 年印度不良贷款率将上升至 18%~20%，较上年增长约 10 个百分点。值得注意的是，银行贷款违约增加可能会传导至上层金融衍生品，使金融风险进一步扩散。另一方面，银行的盈利能力大幅削弱。疫情暴发后印度央行采取宽松的货币政策，央行于 3 月和 5 月分别降息 75 个 BP 和 40 个 BP，最终将银行基准利率下调至 4%，导致印度银行盈利能力持续削弱，预计 2020 年印度银行的 ROA 和 ROE 均会下降至 0%以下。整体看，在新冠疫情的冲击下，印度银行在产生大量不良贷款的同时盈利能力也大幅恶化，印度银行体系的脆弱性将愈加明显。一旦银行系统爆发风险，不仅会导致政府或有负债压力的加重，也会对实体经济造成严重冲击。

图 4　2015 年~2020 年一季度银行资产情况



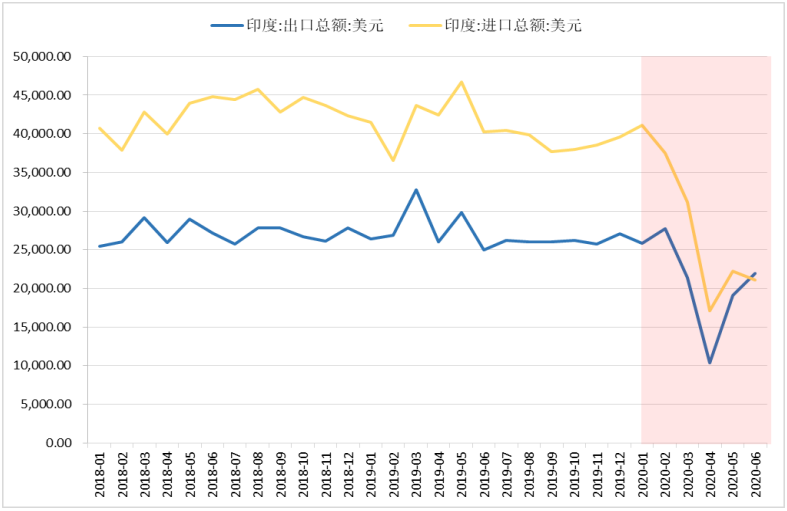
数据来源：IMF，联合资信整理

贸易保护升级以及新冠疫情暴发对印度的对外贸易和外商投资均产生严重阻碍，使印度经济下行压力进一步增大

从对外贸易来看，2019 年 6 月美国首先终止印度普惠制贸易地位，随后印度宣布对包括杏仁、豆类、核桃等 28 种美国输印产品加征关税，加征后的税率最高达可 120%，受影响的美国商品货值约 2.2 亿美元。美印之间的贸易摩擦加剧，使对外贸易对印度经济的拉动作用下降至-2.2%。新冠疫情暴发后各国政府均采取限制国际人员和物品流动的隔离举措，阻碍了原材料、中间投入和最终产品等各个环节的供应，直接影响印度的国际贸易，2020 年 4 月，印度单月出口总额和进口总额分别下降至 103.6 亿美元和 171.1 亿美元，同步大幅下滑均超过 60%。此外，截至 2020 年 9 月，印度政府已经对 3,600

多种商品加征进口关税，并且有越来越多的产品被列入限制进口清单。在此背景下，预计贸易对经济的拉动作用将进一步削弱。

图 5　2018 年 1 月~2020 年 6 月印度进出口情况



数据来源：WIND，联合资信整理

从国际投资来看，印度凭借自身的资源优势和人口红利更多的参与到国际分工之中，通过吸引国际直接投资来促进国内产业升级和技术进步。2019 年莫迪上台后，推出税收减免以及资本优惠等举措，成功吸引了大量国际资本，而外国企业也成为税收贡献的主要力量。2019 年，印度国际直接投资流入规模达到 505.5 亿美元，同比大幅增长近 20%，成为全球第八大国际直接投资流入国。国际资本流入对印度的信息技术以及电子商务发展均产生正向激励，有助于改善当地就业和促进产业升级。但是，新冠疫情暴发影响跨国公司在全球范围内的经营活动，而印度多位于国际供应链的中下游，需求刚性较大，抵御上游跨国公司变动的能力较弱。跨国公司的倒闭潮和经营亏损对印度的制造业发展、政府税收以及居民就业均产生一定拖累，导致印度经济下行压力进一步增大。