



北大汇丰

PHBS FINANCIAL FRONTIER DIALOGUE

金融前沿对话

2021 年第 20 期 总第 106 期



PHBS HFRI
北京大学汇丰金融研究院

主办单位：北京大学汇丰金融研究院
院长：海闻
执行院长：巴曙松
秘书长：本力
编辑：都闻心（执行） 曹明明 方垚豪 朱伟豪

北京大学汇丰金融研究院简介

北京大学汇丰金融研究院（The HSBC Financial Research Institute at Peking University，缩写HFRI）成立于2008年12月，研究院接受汇丰银行慈善基金会资助，致力于促进金融学术研究、金融市场运行、金融机构监管、金融政策决策之间的交流互动；立足粤港澳大湾区，以全球视野，构建开放的金融专业交流平台，使金融教学与金融研究相互带动，通过编辑出版专业刊物、发布专业研究报告、举办专业讲座、组织前沿学术会议等多种形式，为区域金融发展和国家金融决策提供积极的智力支持，努力将北京大学汇丰金融研究院打造成为聚焦市场前沿的金融专业智库。

北京大学汇丰金融研究院院长为北京大学校务委员会副主任、北京大学汇丰商学院院长海闻教授，执行院长为巴曙松教授。

印度疫情危机对中国的影响

【对话主持】

巴曙松（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【特邀嘉宾】

张智威（保银资产管理公司总裁兼首席经济学家）

今天很荣幸与大家来交流我对印度情况的看法。印度区域的事情是比较热门的话题。在国内资管行业的私募基金里，我们公司可能是目前为止唯一一家在印度开设办公室、并且雇佣当地人管理的公司。我的很重要的一部分工作，就是与印度的同事讨论印度的局势、中国的局势，以及相互之间的关系等问题，所以我们公司对印度的关注较多。

一、印度疫情整体情况比较严重



图 1

当前印度的情况大家也都了解——疫情比较严重。从现在全球疫情发展的状况来看，出现了两极化的发展趋势：发达国家（美国、欧洲等）情况好转得比较快；发展中国家（以印度为代表）的情况依然严峻。这种分化的情况在未来下半年可能会是持续存在的。在全球宏观领域，大家也对分化比较有共识，认为此次分化可能是历史上比较极端的一次分化。



图 2

单看印度方面的情况，阳性感染率（核酸检测的人中最后检查出来是阳性的人数占比）水平已经上升到20%左右，并且存在统计结果中不包含没有检测的人、生病的人是否能够及时预约检测等问题，所以当地情况确实是比较严重的。如果大家关注2020年印度疫情的变化，可以看到印度疫情见顶后，恢复的时间较长。这是因为印度幅员比较大，当地的管控措施也不是那么严格，所以2020年9月份疫情状况见顶之后，印度过了很长时间才恢复到正常水平。

二、印度金融市场的反应并未出现大幅波动

虽然印度的疫情情况很严重，但是，如果仅看金融市场，似乎感觉不到出现了很严重的疫情。印度在股票市场上有一定波动，但是和2020年的情况不太一样；外汇市场上也并未出现大幅波动。这是很有意思的现象——实体经济的情况比较差，但是金融市场很平静。

我们把一些比较大的投行在第二波疫情之前对印度2021年GDP增长的预测和当前的预测做一下比较，可以看到，疫情来临之后，这些卖方机构大多数下调了他们对印度的GDP增长预测，但是下调幅度并不大。截至目前，大多预测印度能够有9-10%左右的增长，我认为预测偏乐观一些。

我与部分卖方机构的经济学家做了一些交流，大家普遍预测疫情会在二季度见顶，对经济的主要影响会在二季度体现，到三季度、四季度情况会逐渐好转。大家主要是根据2020年的情况来分析。2020年疫情来得很快，印度的隔离政策也比较严格，所以经济的恢复也是比较快的。但是我个人认为，这一次的情况可能和上一次不太一样。现在卖方分析比较乐观的依据之一，是孟买所在邦的疫情情况变化。

投行对印度经济预测乐观，普遍预测二季度之后经济会恢复正常

PinPOINT
保银投资

卖方投行对印度2021年经济增长的预测 (YoY %)		
	第二波疫情之前的预测	当前预测
JPM	13	11
GS	10.9	9.7
MS	12.1	11.5
BAML	9	9
Citi	12.5	12
Nomura	12.8	9.8

数据来源: Bloomberg

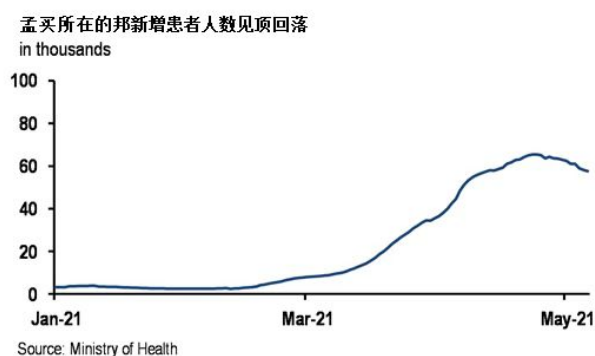
仅供内部讨论, 未经许可请勿转发

5

图 3

卖方乐观分析的一个根据：实施隔离政策后新增病例见顶

PinPOINT
保银投资



数据来源: JP Morgan

仅供内部讨论, 未经许可请勿转发

6

图 4

从图 4 可以看到，新增患者的人数已经有一定的回落迹象，因为这部分地区较早宣布隔离措施。印度这一次的政策叫做“分邦”，即每一个邦、每个城市自主决定政策，这与 2020 年由中央政府统一颁布疫情防控政策有所区别。在这种新的政策下，孟买、新德里这些大城市是推行隔离政策较早的一批，而且推行得比较严格，后面的城市政策实际上并不是那么严格。卖方分析师经常会用孟买所在邦的情况

为例来做外推，认为其他地区也会出现隔离一段时间之后，新增患者的人数见顶，然后情况逐渐好转的可能。

结合印度疫情之后的返工情况，根据 Google Mobility 数据（Google Mobility 能够追踪人们在使用 Google Map 时去的地方是哪里），如果一个人去办公室或者去工厂，那么会被定义为返工，如果去超市买东西，或者去居民区，则不被定义为返工。卖方在做 GDP 下调预测的时候，可能看到了返工情况，而且在几个星期之前返工情况看起来还不是那么差，那时候大家看到疫情下降了 20-30% 左右。

这一次印度政府采取的政策与以前不一样，这一次是保生产的，不像上次那么严格。上次，政策要求关闭工厂，督促农民工返乡。以孟买为例，孟买虽然是政策比较严格的一个邦，但是在生产方面，孟买的工厂没有被隔离，也没有停止生产。印度采用的是比较去中心化的政策，将权力下放到各个邦，让各个邦根据自身情况来分邦施策。

但是，如果看一些细化的数据，根据 Google Mobility 数据，情况可能还会继续恶化。因为前期推动隔离政策的一些地方，比如像孟买和新德里，它们的数据看起来并没有什么特别的好转，最近甚至在逐渐恶化。所以，如果看印度整个国家的 Mobility Index，在过去的两个星期内是逐渐下滑的，同 2020 年 3 月份相比，是大幅、迅速的下降。从斜率上来看，这一次下降的速度不像上次那样“掉下悬崖”，但还是有一定斜率的，所以对经济的影响也是有的，只不过可能还没有立刻显现。所以，印度是否到二季度就能基本把不良影响控制住，

三季度是否能够出现比较明显的反弹，我认为还不能下定论。

另外，印度现在主要推行打疫苗政策，长期来看肯定是有用的，但是短期来看，印度在疫苗供给方面的瓶颈效应比较严重，有一些制造疫苗的原材料在国际上比较紧缺，美国也不能给它提供特别多原料。如果做预测，到 2021 年年底都不见得能够达到群体免疫的水平。所以，现在印度的疫情状况不容乐观。

2020 年，印度基本控制住疫情是在 9 月份（新增患者的人数见顶），但是疫情的上升和下降速度都是比较慢的，也就是说，即便新增人数见顶之后，因为感染人数很高（每一天都要有 40 万人左右），疫情恢复的速度有多快，这是要打一个问号的。

三、印度疫情对中国的影响

下面我说一下对中国的影响。大家可以在市场上看到一些观点，比如从短期来看，对中国的出口会有一定帮助，因为一些订单会从印度转移到中国。中国近期的出口数据确实是很亮丽的。另外，一些印度出口的、在国际市场份额中占比较大的货物，在印度生产受到影响后，可能会影响到印度在整个国际市场上的供给。这方面我并不是特别担心，部分原因是因为印度这一次的政策与以前不同，是保生产的，所以对出口产品、出口企业的生产是采取开放态度的，对于生产方面的影响似乎并不严重。这是从 2020 年政策中学到的教训——如果政策制定得太严，经济会受到严重影响。从印度政府的角度来说，可能没有能力，也不愿意再做一次特别严的隔离，严厉隔离政策对经济、

财政和银行的影响都非常大，所以这一次的政策相对宽松一些。

我认为，印度疫情对中国的影响是中长期的，一年、两年甚至更长，主要是从产业链转移的角度。

过去几年，产业链转移话题一直比较火热，就是说中国作为世界工厂，是否会有一些产能转移到越南、印度等国家，一个标志性事件是苹果手机开始在印度生产。摩根斯坦利调研了中国台湾的三大电子厂商在全球范围内如何布局生产，它们在计划方向上基本是一致的，都是要下调中国大陆的产能占比，把一些产能转移到越南、印度等地，尤其在电子产品方面，计划把较多产能转移到印度。从中国和印度相互之间的竞争角度来看，这是比较重要的一件事情。

总体来说，印度疫情的变化肯定对产业链的转移产生了一定不良影响，可能会使得更多产业链在长时间内留在中国，或者更多产业转到越南去。从客观角度来说，印度疫情对中国和越南的产业链具有一定的正面影响。

四、印度产业链转移情况

印度与中国以前走的路较为相似。以手机为例，印度政府在 2020 年 4 月推出了手机 PLI (Production Linked Incentive) 资助战略。印度政府愿意资助一些厂商，且资助的金额较高，占销售额的 4%-6% 左右，并要求相关厂商在印度当地的生产和投资达到一定规模。三星、富士康等海外厂商及印度本地的一些厂商，都可能加入到该计划中来，这些厂商要承诺，5 年内的销售和投资要达到怎样的水平。这基本上

是生产本土化战略，或者说是进口替代。推行了 5 个月之后，2020 年下半年，印度政府做了复盘回顾，参加该计划的厂商的产品投资和生产工作等有一定进展，但由于 2020 年疫情的原因，进展并不是很顺利。

手机行业是印度政府进口替代战略中比较成功的一个例子。印度的手机零件进口逐渐上升，整机进口逐渐下降。从整机的角度，印度已经变成进出口国。PLI 战略实际上与 WTO 的一些规定相抵触，但从法律上看并没有直接产生冲突。当然现在 WTO 的力量也在逐渐下降，全球范围内对自由贸易的推动力度下降，这可能也是印度能够推行政策的原因之一。

2021 年印度又在更多行业，包括空调、LED 等，继续推进 PLI 战略，厂商承诺把产能做上去，政府给予补贴。当然由于疫情的原因，PLI 战略的推行速度不见得会那么快。一些厂商在与印度政府协调，希望可以把 5 年计划往后推迟，毕竟在疫情背景下想要达标是比较困难的。从长远上讲，可以看到印度政府的决心，希望提高制造业在 GDP 中的比重。目前印度的服务业比较强势，印度政府可能看到了中美贸易冲突给制造业发展带来的机会，所以推动力度较大。在这方面东南亚实际上也是一样，印尼、菲律宾都将税率降低了一些，希望能够承接一些从中国转移出来的产业链。所以我认为，产业链转移是未来几年很重要的宏观趋势。

总结主要观点，我认为当前的金融市场对于印度疫情发展的预测可能还是过于乐观了，未来 6 个月，疫情在印度的影响可能依旧较大，甚至有可能会持续到 2022 年，产业链转移可能会受到比较长远的影响。对于中国和越南而言，印度疫情对两国产业链的正面影响可能不仅仅在短期贸易数据上显现，从中长期维度来看，可能会对两国出口，尤其是 TMT 行业的出口产生正面影响。

五、问答环节

Q1: 您如何看待本轮印度疫情对全球和中国生物医药产业链的影响？

A1: 医药这方面我并不是专家。不仅是医药，对于印度的主要行业来说，生产受到的影响都不是太大，或者说是一个比较短期的影响。因为这次印度政府的政策是保生产，不是要完全控制疫情，所以对于印度的主要出口产品的影响比较短期。另外，我最早听到疫情的时候，比较担心会出现对农产品包括食品的影响，因为印度人口比较多，可能会出现由于囤积食品造成的食品短缺。但至少到现在，看起来情况没那么严重，尤其是农村生产受到的影响比较小，对于谷物的进口似乎影响也并不是那么大。

Q2: 您对中印关系的发展怎么看？

A2: 我认为，中印的关系基本处于对立、竞争的状态中，这应该是中长期的趋势。在过去一两年里，我们感受到了一些变化，比如国内的企业微信在印度不能用，一些具有大陆背景的厂商在印度做生意

可能会变得越来越难，因为印度包括全球都推行所谓的“本地化生产”。在制造业方面，印度与中国的竞争同两年前相比已经完全不一样了，双方的竞争可能会越来越激烈。此外，中国与印度相互之间的了解程度不够。比如，如果我们想去了解美国、欧洲、日本，中国国内有很多专家，但是国内从事印度研究的专家数量远远小于从事发达国家研究的专家数量，而印度在未来 10 年、20 年的增长潜力还是比较大的。

反之亦然，印度对中国的了解也很不够。在 2020 年中国疫情发生的时候，印度的同事问我一些关于中国的问题，他们提到在印度媒体上看到的关于中国方面的报道，我看了一下都是非常不靠谱的。所以，这说明两个国家之间的交流比较少，存在误解和偏见。这也使得两个国家更容易走向对立，更容易走向恶性竞争。

Q3：印度疫情对在印度创业的金融科技公司的影响有多负面？

A3：这一次疫情的影响首先是不能旅行了。不仅海外的投资人不能够去印度旅行，包括比如富士康的员工，他们向印度派遣中层干部变得比较困难了，大家都不太敢去。其次，这也涉及到能否通过网上操作在印度做投资，或者去印度开展新业务的问题。如果已经在印度市场上有一定的运营基础，现在需要到印度建基础设施，难度就很大。这可能对那些做 OEM 的厂商有一定影响，对于那些已经在印度建厂，开始运营的 OEM 厂商来说还好一点，但如果是去印度开新厂，就会非常不容易。

本文根据北京大学汇丰金融研究院执行院长巴曙松教授发起并主持的“全球市场与中国连线”第三百五十五期（2021年5月12日）内容整理而成，特邀嘉宾为保银资产管理公司总裁兼首席经济学家张智威博士。

张智威博士现任保银资产管理公司总裁兼首席经济学家，是前德意志银行中国首席经济学家兼股票策略主管、前野村证券中国首席经济学家，曾任职于中金公司、香港金管局、国际货币基金组织和加拿大央行。张智威博士在经济学季刊等中外学术刊物发表多篇论文，拥有对外经济贸易大学经济学学士学位和加州大学圣地亚哥分校经济学博士学位。

【免责声明】

“全球市场与中国连线”为中国与全球市场间内部专业高端金融交流平台。本期报告由巴曙松教授和熊婉芳博士共同整理，未经嘉宾本人审阅，文中观点仅代表嘉宾个人观点，不代表任何机构的意见，也不构成投资建议。

本文版权为“全球市场与中国连线”会议秘书处所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复印、发表或引用本文的任何部分。



PHBS HFRI
北京大学汇丰金融研究院

