

印度共和国

2021 年跟踪评级报告

本次评级结果¹:

长期本币信用等级: A_r-

长期外币信用等级: A_r-

评级展望: 负面

上次评级结果:

长期本币信用等级: A_r+

长期外币信用等级: A_r+

评级展望: 负面

本次评级时间: 2021 年 6 月 15 日

本次评级使用的评级方法、模型:

名称	版本
联合资信评估有限公司主权信用评级方法	V3.0.201910
联合资信评估有限公司主权信用评级模型(打分表)	V3.0.201910

注: 上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

分析师: 程泽宇 张敏

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层 (100022)

网址: www.lhratings.com

本次评级模型打分表及结果:

本币指示评级	BBB _i		本币评级结果	A _i -
外币指示评级	BBB _i		外币评级结果	A _i -
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
政治经济表现	D	国家治理		E
		宏观经济政策和表现		B
		结构特征		F
公共财政实力	d	财政收支及政府债务状况	财政收支状况	g
			政府债务负担	d
			政府偿债能力	g
外部融资实力	a	国际收支及外部债务状况	国际收支	c
			外债压力	a
			外债偿付能力	b
调整因素和理由				调整子级
印度拥有充足的劳动力优势, 疫情好转后经济增长潜力巨大				上调1个子级
作为具有国际影响力的区域大国, 获得来自国际组织等外部支持的可能性较大				上调1个子级

注: 政治经济表现及相应各级因素由高到低分为 A、B、C、D、E、F 六个等级; 公共财政实力、外部融资实力及相应各级因素由高到低分为 a、b、c、d、e、f、g 七个等级; 模型内指标为五年加权平均值; 通过政治经济表现和公共财政实力矩阵分析模型得到本币指示评级结果, 结合外部融资实力表现得到外币指示评级结果。

¹ 本评级结果为主动评级结果, 评级资料主要来源于公开信息, 与委托评级相比, 评级调查工作 (可能无) 和评级信息存在不充分等局限性。联合资信不对评级报告所记载内容的真实性、完整性、及时性作任何保证。本评级结果和评级报告中记载的内容不应作为对任何投资行动的建议, 联合资信不对因使用此评级结果或评级报告中记载的内容所造成的任何损失承担任何责任。

评级概况：

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对印度共和国（以下简称“印度”）的主权信用进行了跟踪评级，决定将其主权长期本、外币信用等级由 A₊ 下调至 A₋，评级展望维持“负面”。

2020年以来，莫迪政府因抗疫不力而饱受民众诟病，再加上政府农业改革动摇了农民的根本利益，频频暴发游行示威活动，印度政治稳定性进一步下降。宏观经济方面，新冠疫情暴发改变了印度的经济增长态势，印度经济陷入严重衰退；严格的封锁举措造成大量企业停工停产，导致印度就业环境进一步恶化；受农产品价格逐步走高影响，印度物价水平小幅上涨，但仍处于健康可控区间。结构特征方面，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；疫情造成居民财富明显缩水，贫富差距问题进一步加剧；但银行业资产质量和盈利状况继续保持稳健。公共财政方面，为防御疫情政府采取大规模的财政救助方案，造成财政收支失衡问题进一步放大；财政支出激增加剧政府债务负担，财政收入对政府债务的保障能力大幅削弱。外部融资方面，受外贸环境恶化影响，印度进出口和经常账户收入均大幅萎缩；但印度外债水平很低，经常账户和外汇储备对外债的偿付实力保持强劲。

2021年以来，印度出现变异毒株令疫情更加严峻，加剧了民众对政府施政能力以及疫情防控举措的不满，接连出现多起大规模的游行示威活动，印度政治稳定性进一步下降；印度加大封锁措施对全球服装、药品、科技服务以及全球航运产业链均造成一定冲击，拖累印度经济的复苏步伐；疫情二次暴发预计将进一步加剧政府财政支出压力，预计财政收支将保持较大的赤字敞口，政府债务水平也将保持高位运行；虽然印度外债压力小幅升高，但经常账户以及外汇储备对外债总额的保障能力依旧强劲。

评级关键驱动因素

主要优势：

1. 印度外债规模基数很小，经常账户收入和外汇储备对外债的偿付实力保持强劲

从外债水平看，受益于印度政府奉行审慎的外债管理政策，印度外债规模基数很小，截至 2020 年末，印度外债总额达到 5,634.9 亿美元，相当于 GDP 的比值为 21.7%，虽然因疫情因素而较上年增长 2.1 个百分点，但仍远低于 A₊ 以及 A₋ 级样本平均水平。从外债期限看，外债总额中短期外债占比仅 18.3%，印度短期外债偿付压力很小。从外债结构看，外债总额中其他部门和非金融企业外债占比合计超过 76.6%，政府外债占比仅 18.8%，说明政府外债偿付压力较小。从外债偿付实力看，疫情拖累印度对外出口，进而造成经常账户收入大幅缩减，截至 2020 年末，经常账户收入相当于外债总额的比值下降至 104.3%，虽然较上年大幅回落 11 个百分点，但保障能力依旧很强；2020 年印度外汇储备规模大幅增长 27.0%，外汇储备相对于外债总额的比值上升至 96.2%，

较上年大幅增长 20.5 个百分点，经常账户收入和外汇储备对外债的保障实力保持强劲。

2. 印度深度参与国际产业链分工，在医药、软件外包、纺织业等领域拥有举足轻重的地位

印度在全球产业链中占据重要地位。一是印度在原料药和仿制药领域表现突出，作为全球原料药最大的供应国之一，印度原料药供给占全球的 12%，仅次于美国；印度仿制药实力强大，仿制药产品面向全球 200 多个国家或地区出口，占全球市场份额的比重超过 20%，因此印度疫情防控情况会对全球生物医药产业链的修复带来结构性的影响。二是印度是全球最大的软件服务外包中心，软件产业约占全球软件产业价值的三分之一；印度是全球软件外包的第一接包市场，占全球服务外包市场的 55%，由于其产业规模庞大，劳动力素质优越，目前印度是欧美公司寻求离岸服务的最佳场所。三是印度是全球最大的产棉国，纺织行业占印度出口总收入的 15% 左右；印度也向海外大量出口矿物/燃料产品、贵金属及制品，因此印度在全球相关资源品的供应链上具有重要作用，如果未来印度疫情恶化可能会放大供需缺口，进而引起能源等大宗商品市场价格的震荡上行。

主要关注：

1. 受新冠疫情拖累印度经济陷入严重衰退，失业问题也进一步恶化

受公共卫生资源紧缺、社交距离难以保障以及宗教迷信思想根深蒂固等因素影响，新冠疫情在印度快速扩散，截至 2020 年末确诊病例突破 1,000 万例，使得印度成为仅次于美国的第二大疫情国。一方面，疫情恶化严重拖累了印度的经济增长。疫情暴发后，印度政府在 3 月末采取史上最严格的居家隔离政策，造成大量企业停工停产，进而导致 4、5 月制造业和服务业 PMI 分别下跌至 27.4%、30.8% 以及 5.4%、12.6% 的历史低点，国家经济运行陷入瘫痪。2020 年二季度，印度实际 GDP 增速同比下降至 -24.4%，创 1997 年有数据统计以来的最差表现。为提振经济复苏，2020 年印度政府采取了三轮经济刺激措施，首先在 5 月实施了总额高达约 2,800 亿美元的经济刺激措施，主要致力于提供流动性支持和基层民众的生活救助；其次在 10 月推出约 70 亿美元的财政刺激方案，主要通过刺激需求来带动经济复苏；最后在 11 月推出 200 亿美元的经济刺激计划，主要侧重于救助受疫情冲击严重的旅游、酒店、餐饮等行业。尽管多轮经济刺激方案有助于经济恢复，但印度全年实际 GDP 增速依旧下滑至 -10.3%，创 1980 年有数据统计以来新低，且低于 A_i 以及 A_r-级样本平均水平。

另一方面，新冠疫情暴发造成致印度就业环境恶化。印度是全球第二大人口大国，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，印度失业率长期维持在 7% 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 月第一周印度失业人数逼近 1.2 亿人，将印度短期失业率推高至 27.1%，虽然随着复工复产的推进失业压力有所缓解，但 2020 年全年失业率依旧升高至 10.4%，较去年大幅增长 2.8 个百分点，且高于 A_i 以及 A_r-级样本平均水平，印度失业问题进一步恶化。

2021 年以来，由于过早的推进复工复产以及双突变变异毒株的出现，印度疫情反扑且确诊病例呈现指数级增长，单日新增确诊人数频频突破 40 万例的世界纪录，累计确诊人数也逐步逼近 2,700 万例（截至 5 月 25 日）。如果印度疫情持续恶化会进一步拖累其经济复苏，预计 2021 年印度经济增速会降至中速增长，远低于市场早期对其高速增长的预期。此外，印度疫情失控会对全球经济复苏产生负面影响，一是印度疫情已经向周边南亚以及东南亚国家扩散，区域疫情风险敞口增大；二是印度加大封锁措施对全球服装、药品、科技服务以及全球航运产业链均造成一定冲击，拖累全球经济复苏的步伐。

2. 受财政收支失衡和政府债务上涨影响，印度政府债务偿付压力进一步增大

从财政实力看，为抵御新冠疫情对经济的冲击，2020 年莫迪政府先后三次共下拨约 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，2020 年政府财政赤字相当于 GDP 的比值上升至 13.1%，较上年大幅增长 4.9 个百分点，不仅远高于政府 5% 的财政赤字红线，还高于 A_i 以及 A_i-级样本平均水平。二是在政府加大疫情救助的背景下，2020 年政府债务规模达到 170.2 万亿卢比，相当于 GDP 的比值高达 89.3%，不仅较上年大幅增长 17 个百分点，而且高于 A_i 以及 A_i-级样本平均水平，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，2020 年财政收入相当于政府债务的比值下降至 20.2%，较上年回落 6.4 个百分点，财政收入对政府债务的保障能力进一步削弱。

2021 年以来印度第二波疫情愈演愈烈，为扶植受疫情冲击较为严重的旅游、餐饮以及航空等服务业，印度政府或将实施新一轮财政刺激方案。而新一轮财政计划将不可避免的加大政府的债务负担和财政赤字，预计 2021 年印度政府财政赤字将继续保持在 10% 左右的较高水平，政府债务水平也将保持在 90% 左右，印度的政府债务偿付压力进一步增大。

3. 印度外部风险有所增大，社会稳定性明显下降，地缘政治风险也进一步抬升

从对外贸易看，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，美印之间贸易摩擦不断，截至 2020 年 9 月，印度政府已经对 3,600 多种美国输印商品加征进口关税。在此背景下，2020 年印度进、出口额分别大幅下跌 20.4% 和 11.2%，经常账户收入也大幅下降 9.6%，印度外部风险有所增大。

从社会稳定性看，一方面，疫情暴发使得印度的社会不公和贫富差距问题日益严重。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。另一方面，2020年9月莫迪政府出台三项农业改革法案，包括废除“中间人”制度、允许农民自由出售农产品以及废除被印度农民视为“铁饭碗”的最低价格保护制度等。此次三项改革法案亦可视为其对本国农产品交易市场化转型的初步试验，但由于印度农业生产方式仍较为原始，农产品交易在国际市场缺乏价格竞争力，撤掉政府兜底保障后农民利润空间将被大幅压缩，底层农民生活质量可能大幅恶化。因此，政府的强硬态度和农民的激烈反对使矛盾越发难以调和，在2021年1月的国庆阅兵上演化为警民冲突，社会稳定性进一步下降。

从地缘政治看，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2020年8月以来，印度方面频频释放危险信息，一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；二是，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；三是，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，地缘政治风险进一步上升。

评级敏感性因素

若发生（存在）以下任何情况，我们将考虑下调主权长期本、外币信用等级或展望：

1. 印度或将无法控制当前的第二波疫情，甚至出现暴发第三波疫情的可能，并对其经济复苏以及就业市场产生严重打击；
2. 印度疫情难以在短期内得到明显改善，导致医药、软件外包等国际产业链从印度转移至其他国家，进而导致印度产业链断裂；
3. 政府继续加码财政救助计划，导致财政收支结构进一步失衡，政府债务压力进一步上升，财政收入对政府债务的偿付实力进一步削弱。

若发生（存在）以下任何情况，我们将考虑上调主权长期本、外币信用等级或展望：

1. 疫情在短期内得到显著改善，疫苗的生产和接种速度大幅提高，全民免疫进程加速推进；
2. 在疫情得到明显改善的前提下，印度经济实现高速增长，且就业市场得到明显改善；
3. 政府加大政治改革力度，促使内部矛盾趋于缓和；加强与邻国的对话和谈判，地缘政治关系得到明显改善。

附件 1:

印度 2016-2020 年主要数据

项目	2020 年	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年
宏观数据					
名义 GDP (万亿印度卢比)	190.5	203.4	189.7	171.0	153.9
名义 GDP (亿美元)	2.6	2.9	2.7	2.7	2.3
实际 GDP 增速 (%)	-10.3	4.2	6.1	7.0	8.3
CPI 增幅 (%)	4.9	4.8	3.4	3.6	4.5
失业率 (%)	10.4	7.6	7.0	8.8	5.0
结构特征					
人均 GDP (美元)	1,876.5	2,097.8	2,005.9	1,981.7	1,732.1
私人消费支出占 GDP 的比值 (%)	60.2	62.8	60.2	61.1	62.2
政府消费支出占 GDP 的比值 (%)	10.6	10.4	9.8	10.3	9.9
资本形成总额占 GDP 的比值 (%)	27.7	27.5	28.9	27.9	27.7
净出口占 GDP 的比值 (%)	0.0	-0.1	0.4	0.3	-0.3
第一产业占 GDP 的比值 (%)	-	16.0	15.4	16.4	16.4
第二产业占 GDP 的比值 (%)	-	24.8	26.1	26.5	26.6
第三产业占 GDP 的比值 (%)	-	49.4	48.8	47.9	47.7
产品税净额在 GDP 中的占比 (%)	-	9.8	9.7	9.3	9.3
银行业资本充足率 (%)	15.6	15.4	12.9	12.8	13.0
银行业不良贷款率 (%)	7.9	9.2	9.5	10.0	9.2
银行业 ROA (%)	1.7	0.2	0.0	0.3	0.4
银行业 ROE (%)	20.7	2.7	-0.2	4.5	5.1
进出口总额/GDP (%)	37.7	40.6	43.5	39.6	39.3
国民储蓄/GDP (%)	28.1	28.8	29.6	29.0	29.5
信贷总额/GDP (%)	-	50.2	50.1	48.8	49.1
公共财政					
财政收入 (万亿印度卢比)	34.5	39.3	38.4	34.0	31.0
财政收入/GDP (%)	18.1	19.3	20.2	19.9	20.1
财政支出 (万亿印度卢比)	59.4	56.0	50.3	44.8	41.9
财政支出/GDP (%)	31.2	27.5	26.5	26.2	27.2
财政盈余 (万亿印度卢比)	-24.9	-16.7	-11.9	-10.9	-11.0
财政盈余/GDP (%)	-13.1	-8.2	-6.3	-6.4	-7.1
政府债务总额 (万亿印度卢比)	170.2	147.1	132.0	118.7	105.8
政府债务总额/GDP (%)	89.3	72.3	69.6	69.4	68.7
财政收入/政府债务 (%)	20.2	26.7	29.1	28.6	29.3
外部融资					
出口总额 (亿美元)	4,849.5	5,460.3	5,370.4	4,894.0	4,304.3
进口总额 (亿美元)	4,931.8	6,194.8	6,429.6	5,616.1	4,720.1
净出口 (亿美元)	-82.2	-734.5	-1,059.2	-722.1	-415.8
经常账户收入 (亿美元)	5,877.1	6,501.2	6,351.9	5,750.2	5,074.6
经常账户余额 (亿美元)	330.1	-297.6	-656.0	-381.7	-121.1
经常账户余额/GDP (%)	1.3	-1.0	-2.4	-1.4	-0.5
国际投资净头寸 (亿美元)	-3,474.3	-4,302.5	-4,337.4	-4,266.9	-3,673.4

国际投资净头寸/GDP (%)	-13.4	-15.0	-16.0	-16.1	-16.0
外债总额 (亿美元)	5,634.9	5,639.4	5,212.0	5,134.6	4,560.5
外债总额/GDP (%)	21.7	19.7	19.2	19.4	19.9
政府外债总额 (亿美元)	1,061.5	1,098.5	1,047.8	1,097.6	895.0
政府外债/外债总额 (%)	18.8	19.5	20.1	21.4	19.6
经常账户收入/外债总额 (%)	104.3	115.3	121.9	112.0	111.3
经常账户收入/政府外债 (%)	553.6	591.8	606.2	523.9	567.0
外汇储备 (亿美元)	5,421.6	4,268.8	3,698.0	3,851.0	3,365.8
外汇储备/外债总额 (%)	96.2	75.7	71.0	75.0	73.8
外汇储备/政府外债 (%)	510.7	388.6	352.9	350.9	376.1

数据来源：世界银行、IMF、印度国家统计局、印度央行，联合资信整理

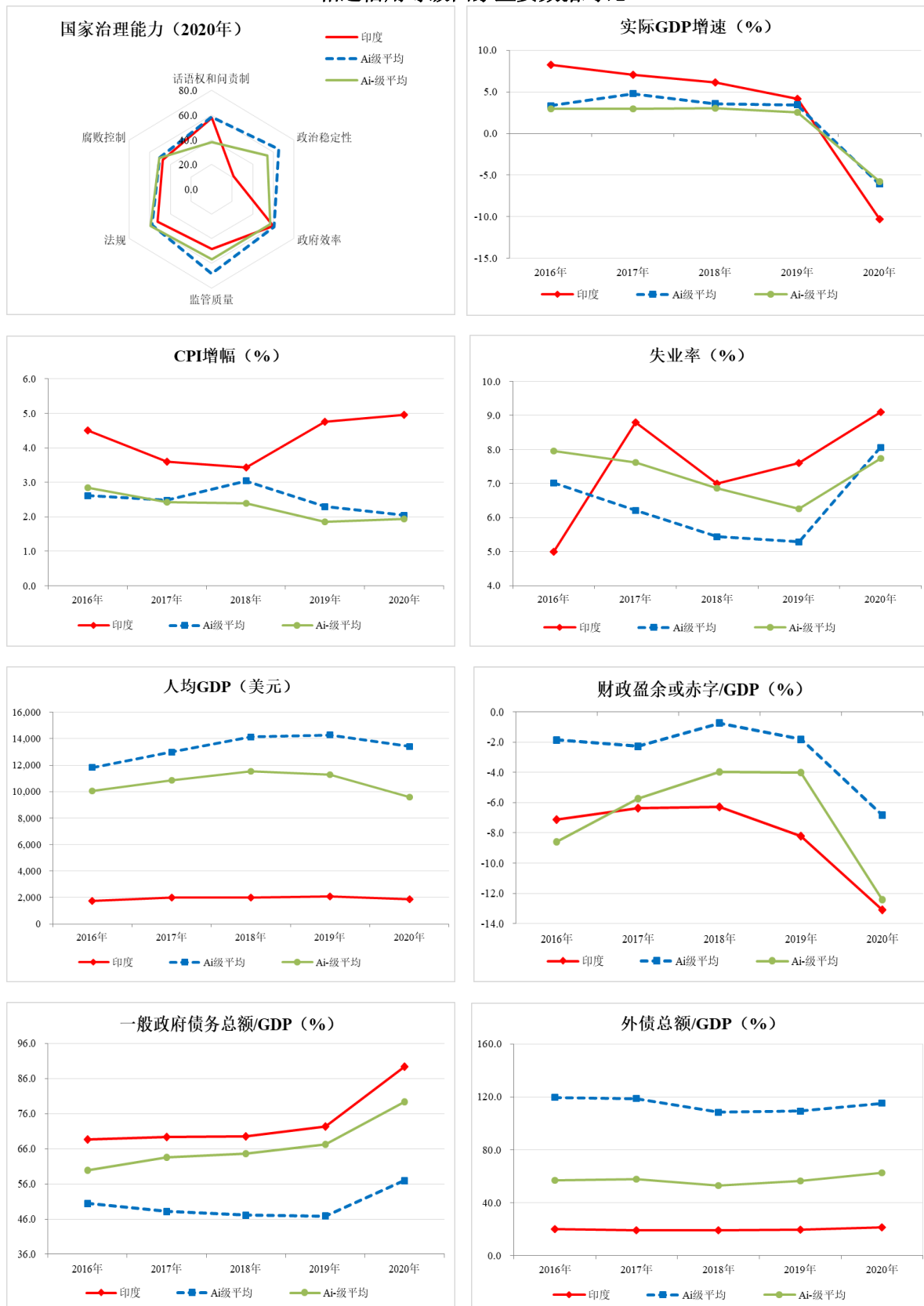
表 2 印度 2021-2022 年预测

项目	2021 年预测	2022 年预测
实际 GDP 增速 (%)	7.0	8.0
CPI 增幅 (%)	3.5	4.0
失业率 (%)	10.0	8.0
人均 GDP (美元)	2,000.0	2,200.0
财政盈余/GDP (%)	-10.0	-9.5
政府债务总额/GDP (%)	90.0	89.0
经常账户余额/GDP (%)	-1.0	-2.0

数据来源：联合资信

附件 2:

相近信用等级国家主要数据对比



数据来源: IMF、世界银行, 联合资信整理

附件 3:

国家主权长期本外币信用等级设置及其含义

联合资信国家主权长期信用评级包括长期外币信用评级和长期本币信用评级，国家主权长期本、外币信用等级均划分为三等十级，分别用 AAA_i、AA_i、A_i、BBB_i、BB_i、B_i、CCC_i、CC_i、C_i 和 D_i 表示，其中，除 AAA_i 级和 CCC_i 级（含）以下等级外，每个信用等级可用 “+” “-” 符号进行微调，表示略高或略低于基础等级。具体等级设置和含义如下：

等级	级别	含义
投资级	AAA _i	信用风险极低，按期偿付债务本息的能力极强，几乎不受可预见的不利情况的影响。
	AA _i	信用风险很低，按期偿付债务本息的能力很强，基本不会受到可预见的不利情况的影响。
	A _i	信用风险较低，按期偿付债务本息的能力较强，有可能受到环境和经济条件不利变化的影响。
	BBB _i	信用风险一般，具备足够的能力按期偿付债务本息，但易受环境和经济条件不利变化的影响。
投机级	BB _i	存在一定信用风险，尚可从商业部门或金融部门获取资金偿付债务本息，但易受到不利环境和经济条件冲击。
	B _i	信用风险较高，保障债务安全的能力较弱，目前能够偿还债务本息，债务的保障能力依赖于良好的商业和经济环境。
	CCC _i	信用风险较高，债务保障能力较弱，触发信用风险的迹象增多，违约事件已经成为可能。
	CC _i	信用风险高，出现了多种违约事件先兆。
	C _i	信用风险很大，违约事件发生的可能性很高。
违约级	D _i	已经违约，进入重组或者清算程序。

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
3. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。