

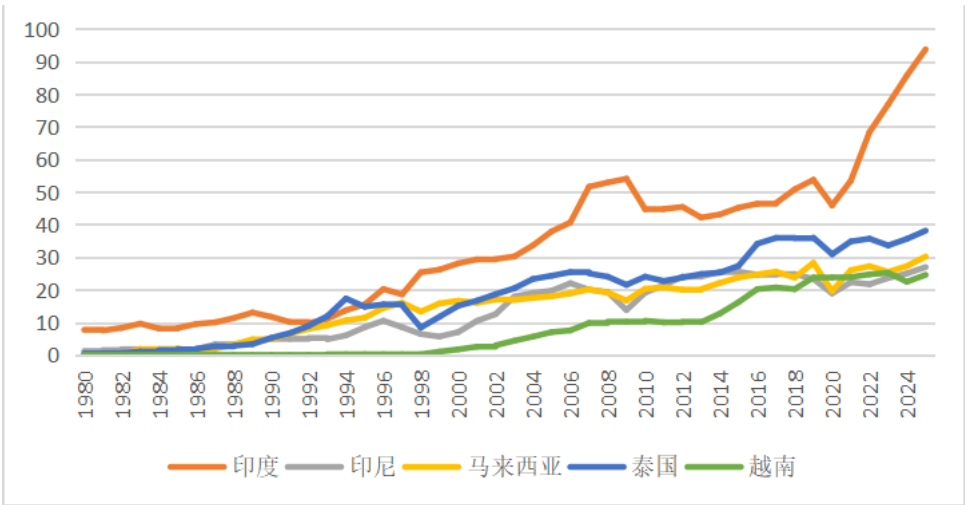
印度经济沉疾难愈，有色金属消费高增长难持续

中国金属矿业经济研究院 吴越

近年来，印度经济增长较快，近期更是宣布 GDP 已达到 4 万亿美元，成为世界第四大经济体。同期，印度铜铝铅锌等有色金属消费也在快速增长，年均增速达到两位数，增速超过东南亚经济体。市场高度关注，印度是否会像中国过去几十年持续高速增长一样创造巨量的有色金属消费，并进而对全球有色金属产业格局带来颠覆性改变。通过对印度经济的深入分析可以发现，其近年来的快速增长不具备持续性，未来经济面临诸多挑战，经济增速大概率下行，这当然也会拉低其有色金属消费增速。

一、印度有色金属消费在低基数基础上增长明显，基建项目是主要推动力

图 1：印度与东南亚部分国家铜消费量对比（万吨）

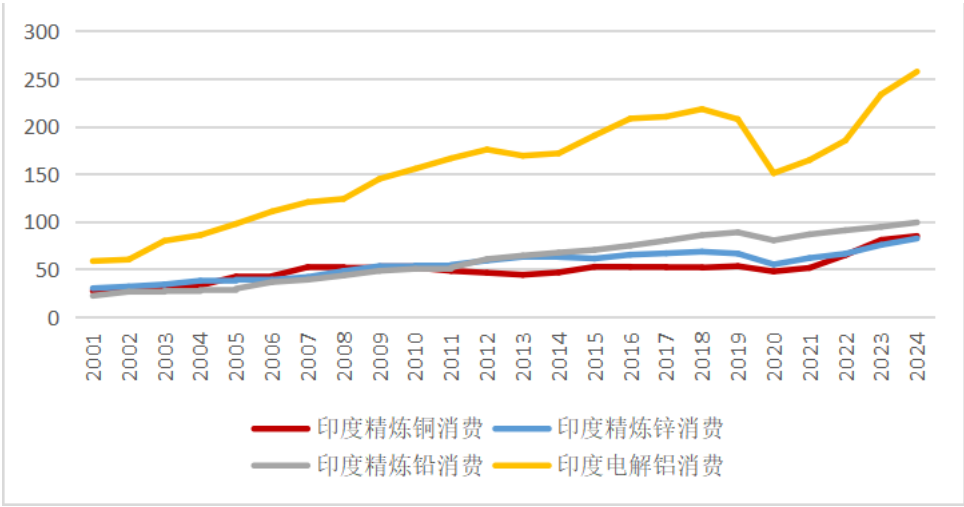


数据来源：WM

长期以来，印度经济发展呈现增速较快但能源和资源消

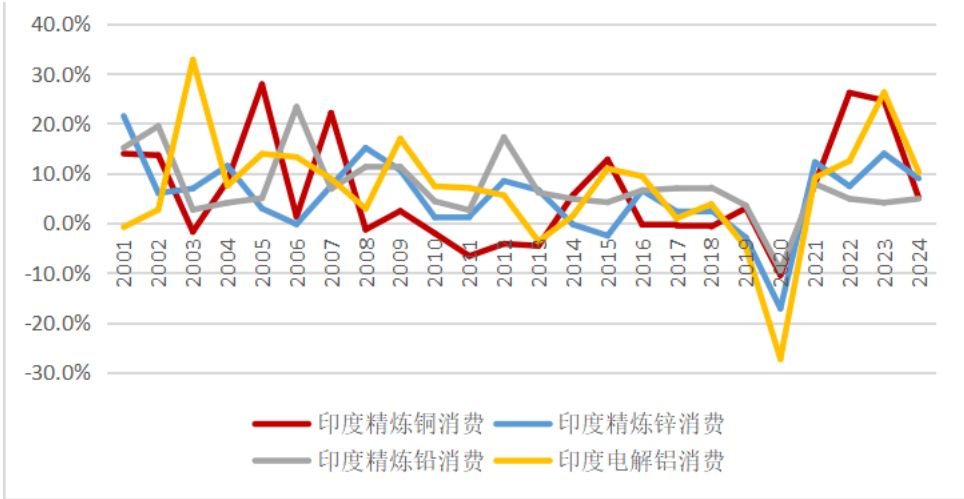
耗较低的特点。其有色金属消费不但远低于中国，甚至仅与越南、泰国等人口规模和经济体量较小的中小国家相当。2020 年以来，印度的有色金属消费明显加速，特别是铜消费增长尤为明显，从长期 50 万吨左右水平快速上升到 80 万吨的水平。

图 2：印度有色金属消费趋势（万吨）



数据来源：CRU

图 3：印度有色金属消费增长率（同比）



数据来源:CRU

然而，制造业并非印度有色金属消费增长的主要推动力。据 CEIC 数据库，按各行业 2014 年三季度至 2023 年四季度

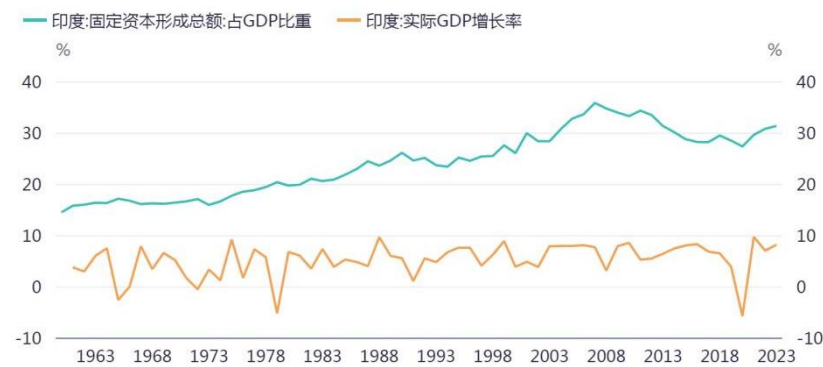
对 GDP 增长的平均贡献计算，印度经济前三大支柱行业均属服务业：一是金融、保险、房地产及商务服务，合计贡献 25.23%；二是贸易、酒店、交通和通信，合计贡献 24.39%；三是社区、社会和个人服务，合计贡献 14.40%。三项相加的 GDP 贡献度常年超过 50%以上，随后才是制造业（13.92%）和建筑业（9.45%），并且制造业在 GDP 占比在不断缩小。而印度的城市化率增速比较缓慢，过去十年年均增速 0.3%-0.4%，2024 年的城市化率仅约 36%，对有色金属消费增速贡献较小。

印度有色金属快速增长的核心推动力是政府对基建的投资。莫迪政府在 2014 年-2023 年累计投入 43.5 万亿卢比（以当前汇率计算约合 5200 亿美元）用于基建，初步扭转投资占 GDP 比重下滑的趋势，标志着印经济或从“国内消费单一拉动”转向“消费、投资等‘多驾马车’共同拉动”。从长期看，这种投资强度相较其 GDP 规模并不是特别高，但由于这些投资中约六成用于电网、新能源发电、机场、地铁等有色金属消耗强度较大的基建项目，因此显著提高了有色金属消费增速。2022 年，印度基本完成全民通电，用电需求明显增加；国际能源署的报告称，过去两年的极端高温天气使得印度电力消费猛增 15%，进一步推动电网建设加速。

综合分析不难发现，印度近几年较快的有色金属消费增长，一是由于 2020 年的基数较低，二是得益于政府投资的拉动。回溯其历史来看，印度经济和有色金属消费增速波动较为明显，过去有过短暂的更高速的有色消费增长阶段，但

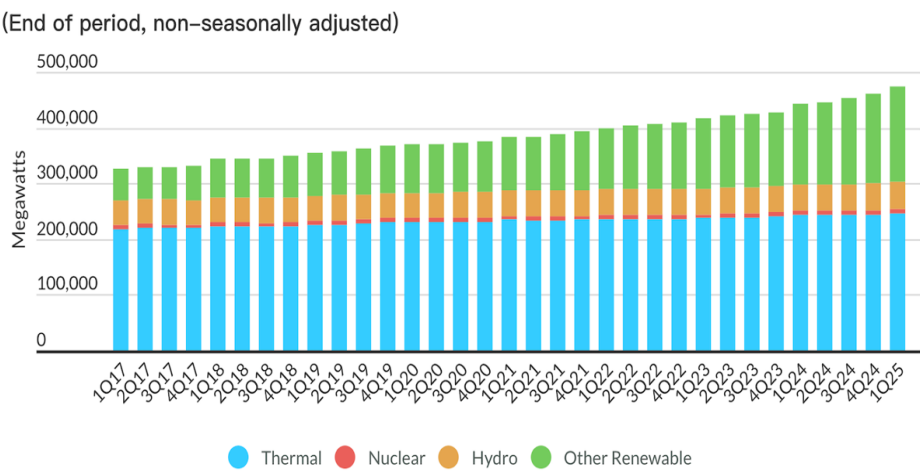
并没有保持高增长，导致长期平均增速并不高。

图 4：印度基建投资占 GDP 比重和 GDP 增长率



数据来源：同花顺

图 5：印度电力装机容量



数据来源：印度能源部，网络公开资料

二、印度经济顽疾依旧：无法创造足够就业，经济增长缺乏持续推动力

从各国经济发展史不难看出，对于人口过剩的农业大国，农业无法提供足够就业和经济增量，低收入国家的财富规模和消费能力非常有限，仅靠服务业和消费也拉动不了就业和经济，发展工业特别是制造业是解决就业和经济发展的不二出路。一般情况下，农业国转型推进工业化和城市化进程的初期，是劳动生产率提升迅猛的阶段，如中日韩都曾经历了

长达二三十年、年均 GDP 增速超过 10% 的快速增长期，但是印度尚未出现类似情况。

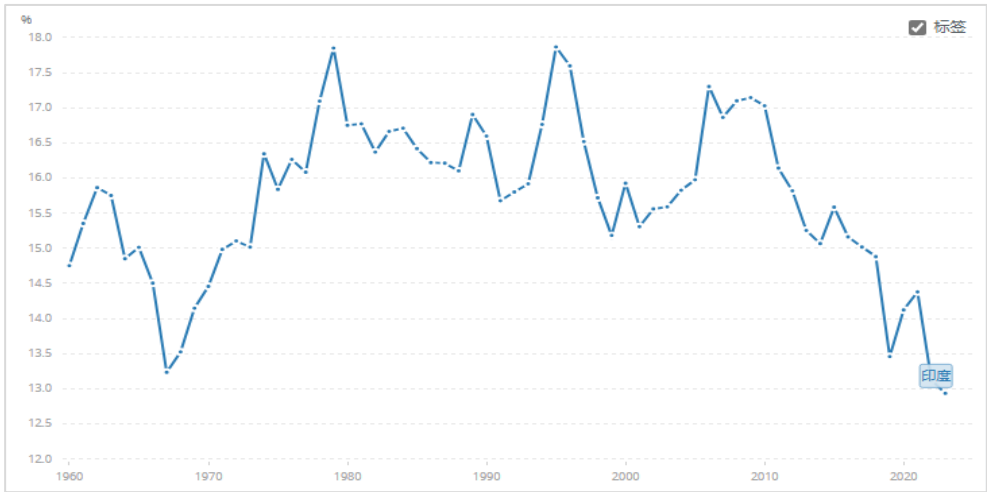
印度经济之所以被寄以厚望，很大程度上是因为观察者常将其与中国类比。中国早在改革开放前就建立了基本完整的工业体系，并通过“入世”加速了工业化，为巨量的人口提供了就业机会，进而推动了城市化进程和社会财富的积累。中国的发展成就往往被简单解释为“变现人口红利”，因此一些研究机构认为人口规模超过中国且年龄结构相对更好的印度能够“复刻”中国的成功。

尽管印度政府自九十年代以来就在大力推动本国工业特别是制造业发展，但问题是世界上人口众多、劳动力过剩的国家很多，也都在努力发展本国制造业，真正成功的只有中日韩等少数国家和地区。一个国家发展制造业的要素很多，廉价劳动力数量只是其中之一，还需要劳动力具有劳动技能和意愿，且需要国家创造良好的投资环境，如良好的能源和交通基础设施、公正稳定的法律保障等。而印度除了劳动力数量外，其他必要条件都没有优势，不但和中国相比差距大，甚至也比不上东南亚等国。就以多数国家和地区工业化初期最先发展的制造业——纺织业为例，尽管对技术和资金需求较小，对劳动力成本极为敏感，是农业国转型发展中门槛最低的制造业行业，但印度纺织业的发展还比不上斯里兰卡和柬埔寨等不发达小国，折射出其制造业的竞争力严重不足。过去十年，受劳动力成本提升、中美贸易摩擦等影响，部分中国国内劳动密集型产业转向海外布局，而印度即使在美国

“以印替中”的战略扶持下，承接的来自中国的制造业转移产能规模也仅有 10%左右，远远落后于越南等东南亚国家。

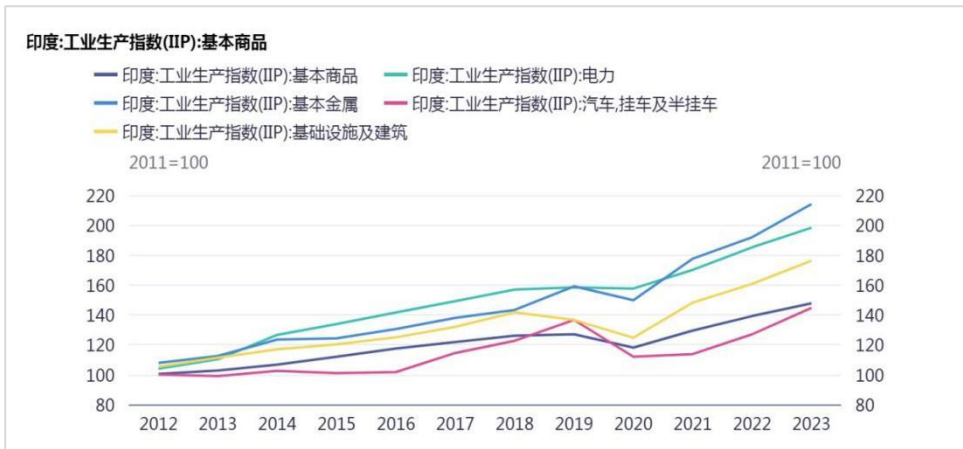
尽管印度莫迪政府上任以来，利用高关税壁垒等手段来大力推动“印度制造”，但实际效果不佳。过去，拉美国家也曾试图利用关税壁垒扶植本国制造业，效果同样并不成功。近十年来，印度制造业虽有增长却慢于 GDP 整体增速，根据世界银行数据，截至 2023 年，印度制造业占 GDP 的比重已跌至 12.8%的历史低点。

图 6：印度制造业占 GDP 比重



数据来源：世界银行

图 7：印度工业子行业生产指数



数据来源：同花顺

相应地，印度制造业并未为其快速增长的人口创造更多

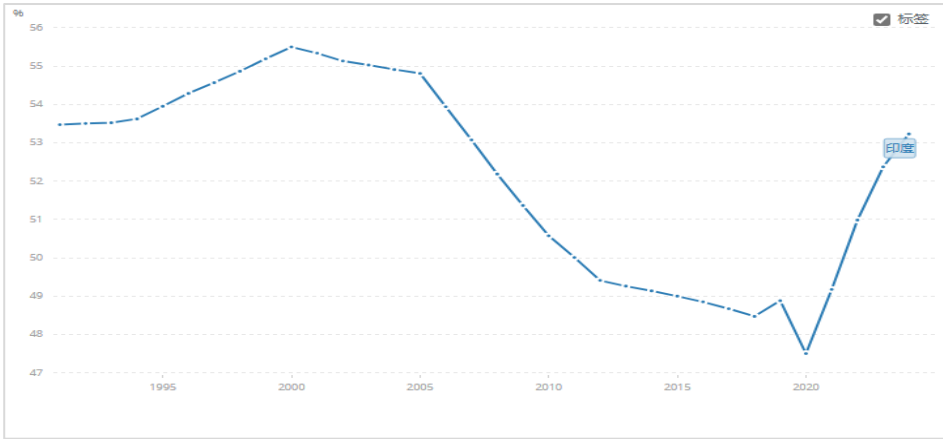
的就业机会。过去十年，印度的就业人数保持稳步增长，但制造业就业人口增速和总体就业人口增速趋同，并没有显现大量吸纳劳动力的特点，且增速慢于总人口增速。根据世界银行数据，2024 年印度十五岁以上就业人口占总人口的比率仅为 53%，甚至还低于 10 年前的水平。

图 8：印度总就业人口和制造业就业人口



数据来源：同花顺

图 9：印度十五岁以上就业人口占总人口比重



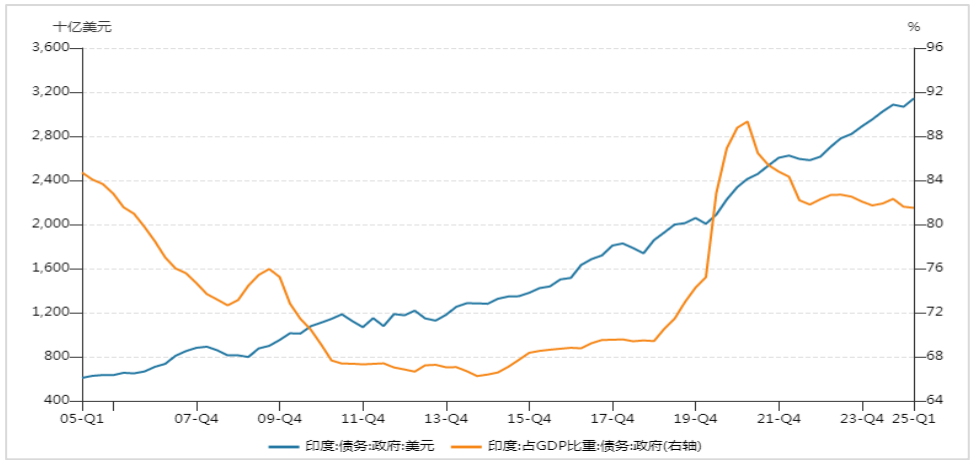
数据来源：同花顺

三、印度经济前景堪忧，有色金属消费不会持续高增长

近年来，印度经济的快速增长和有色金属消费，主要是由莫迪政府的大规模基建投资推动的，这也导致印度政府的债务率到达了一个很高水平。基建投资能否与经济发展形成良性循环，要看基建投资基建长期回报率是否高于政府借债

融资利率。据南亚研究通讯报道，莫迪政府主要以政府发债融资补充基建资金，而近年来印度的一般政府赤字占 GDP 的比重约 10%，是新兴市场国家均值的两倍有余。同时，印度政府的债务利率长期处于较高水平，当前 10 年期国债利率已达 7%，这使得利息支付就占到印度政府支出的 20%。因此，印度政府投资的可持续性值得商榷。印度基建投资长期存在效率低下的问题，延期超支是普遍现象。而印度政府的基建投资中，相当部分被投资于机场、地铁等超出国家经济发展水平的“超前消费”，出现了因地铁票价过高而上座率过低、机场航班过少等问题。因此，这类投资对经济发展更多可能意味着沉重的债务，而非持续的增长动力。

图 10：印度政府债务趋势

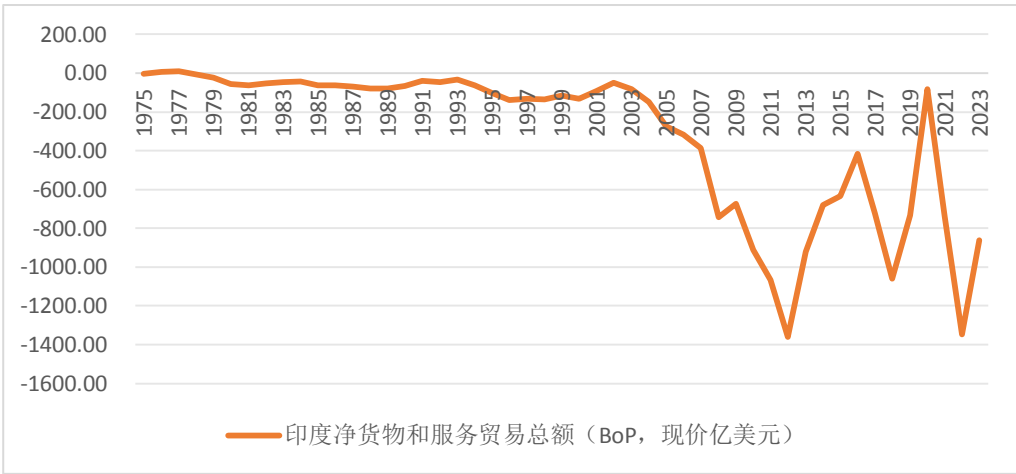


数据来源：WIND

由于制造业竞争力较低、进口依赖大，印度长期处于贸易逆差局面。印度的 IT 技术和外包服务业具备较强的国际竞争力，软件产业主要服务于国外，承接的外部服务业占全球外部服务市场近一半，但存在利润低、就业岗位有限的问题（2000-3000 万就业岗位规模），无法填补货物贸易逆差。

结果就是净货物和服务贸易总额长期处于负值。

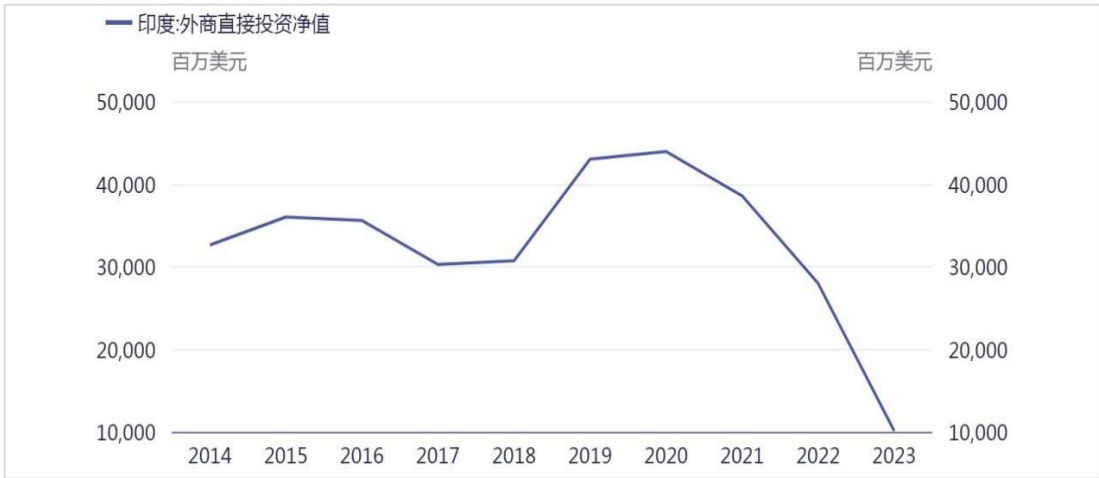
图 11：印度净货物和服务贸易总额（BOP，现价亿美元）



数据来源：世界银行

长期以来，印度之所以在国际贸易收支长期逆差局面下仍能保持经济总体平稳，主要是依赖外商投资和海外侨汇来填补缺口。由于印度潜在大市场的吸引力和国际地缘政治等原因，国际投资持续流入印度。同时，印度在海外有约 1900 万侨民和 1500 万劳工，每年向印度国内汇款在 1000 亿美元左右，2023 年更是达到 1300 亿美元，成为印度经济稳定和发展的关键支撑，但这些外部“输血”已面临减少的压力。

图 12：印度外商直接投资净值



数据来源：同花顺

印度虽然是世界第一人口大国，但无法创造足够就业，随着 AI 和机器人技术的发展，全球制造业迁移模式将发生巨大改变，印度很可能错过了最后的承接全球制造业迁移、发展本国制造业的机会。人口数量优势不仅无从发挥，反而会成为负担，未来或持续面临总体社会生产力低、整体消费能力不足的问题。同时，其政府投资不具备可持续性，支撑经济稳定和增长的三个海外收益渠道都面临严峻挑战。一是全球外包服务业（含 IT 技术）。由于印度承接的外包服务业都是技术和服务链条中边缘化的、技术含量相对较低的工作，其中相当部分会被发展迅猛的 AI 技术所取代；二是外商投资。自 2020 年以来，为了缓解国内经济压力等原因，印度政府对外商的不合理要求日益增多，印度投资环境迅速恶化，导致外商投资明显减少；三是海外侨汇。在世界经济下行和去全球化的趋势下，北美、欧洲已经在收紧或考虑收紧移民政策，比如印度第一移民目的国——美国在不断裁撤印度裔企业管理者和员工，而大量使用印度劳工的中东国家能否保持高强度基建投资增速也值得观察。

综上所述，未来印度经济面临的挑战远大于机遇，经济降速是大概率事件，有色金属消费高增长也会明显降速。但考虑到印度经济和能源资源消费的低基数，以及庞大人口的刚性消费需求，印度的有色金属消费增速预计会略高于东南亚国家，长期增速可能在 4-7% 左右（视不同金属有所差异）。