

2025年05月21日

## 主題趨勢報

印度

# 關稅談判順利

# 印度股市即將挑戰前高



## 報告摘要

- 印巴衝突態勢趨緩，預計影響有限
- 關稅談判進展順利，預計將領先日韓完成協議
- 利多尚未完全反映，逢低加碼搶占先機

投資聲明:本研究報告由永豐商業銀行提供，資料來源為永豐證券投資顧問股份有限公司，所載資料僅供參考，無法保證內容完整性或預測正確性，亦不作任何保證，資料內容若有變更，將不另行通知，客戶投資前應慎審考量本身風險承受度，並應自行承擔投資風險。投資均有風險，任何投資商品過去績效亦不代表未來績效之保證，且有可能受市場波動導致本金損失；若申購以外幣計價的投資商品應瞭解匯率變動風險亦有可能導致本金之損失。未經永豐商業銀行及永豐證券投資顧問股份有限公司同意，不得以任何形式沿用、複製或轉載本文件之內容。

2025年05月21日

## 主題趨勢報

### 投顧觀點

印度經濟正逐步從2024年的低谷中走出，通膨的持續放緩為降息循環打開窗口，同時有效提振消費回暖，金融業、工業與房地產正緊隨其後一同復甦，並且根據IMD預估今年西南季風將於5/27相較過往提早一週抵達達喀拉拉邦海岸，預計全印度6~9月平均降雨量將達到長期平均降雨量的105%，印度預估豐沛降雨將使2025-26作物年度(始於7月)的產量將達到3.54億噸糧食，環比增長3.8%，因此**相較往年，今年不需再擔心印度食品通膨問題。**

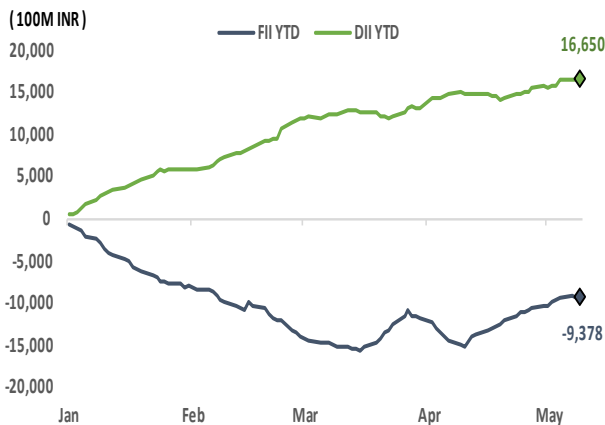
在關稅問題上，印度坐擁龐大內需市場，只需開放市場即可滿足川普需求，並且印度對外出口商品多為低階電子產品、石化產品與珠寶，而藥品多為低利潤的學名藥，均未觸及川普對於「美國製造」願景的核心產業，因此**印度相較亞洲其他出口導向國家，更容易與美國達成共識，預期印度談判進度將領先日韓。**

### 操作建議

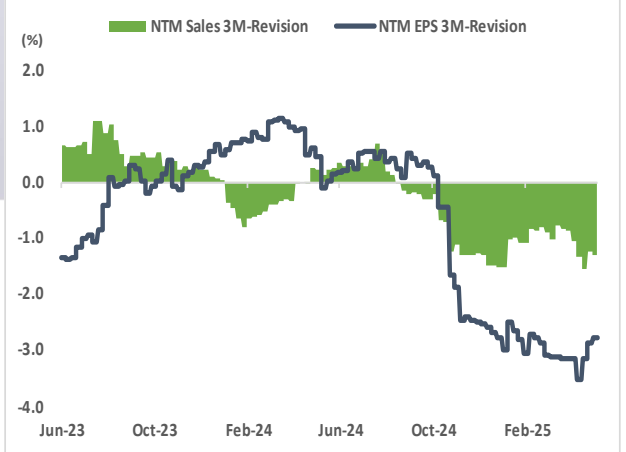
印股在歷經1.5個月反彈後，雖Nifty50指數尚未回到2024/10的高點，但未來12個月預估P/E已恢復至21.4倍(5年百分位71%)，不過**市場對印股的獲利預期尚未反應經濟復甦以及潛在的關稅談判利多，獲利預期的回升將改善高估值問題，因此預期印股回調風險較低。**

從資金層面來看，外資自4/18以來淨回流印股69億美元，但僅占2024/10~2025/3所拋售的314億美元的21%，仍有相當大的回補空間，並且內資買盤自3月以來因關稅問題而持續趨緩，**預計印美關稅談判塵埃落定後也將吸引內資大舉回流，帶動印股重返歷史高點26000點，預估Nifty50指數未來3個月區間為24000~27000點，維持相對正向評等，可透過定期定額或效率投資法分批佈局。**

儘管外資大幅回流，較上一輪314億美元拋售潮仍低



Nifty50獲利預期已開始向上修正，但仍定調負增長



資料來源：LSEG，永豐投顧整理

投資聲明:本研究報告由永豐商業銀行提供，資料來源為永豐證券投資顧問股份有限公司，所載資料僅供參考，無法保證內容完整性或預測正確性，亦不作任何保證，資料內容若有變更，將不另行通知，客戶投資前應慎審考量本身風險承受度，並應自行承擔投資風險。投資均有風險，任何投資商品過去績效亦不代表未來績效之保證，且有可能受市場波動導致本金損失；若申購以外幣計價的投資商品應瞭解匯率變動風險亦有可能導致本金之損失。未經永豐商業銀行及永豐證券投資顧問股份有限公司同意，不得以任何形式沿用、複製或轉載本文件之內容。

2025年05月21日

## 主題趨勢報

## 薛丁格的停戰，克什米爾重燃印巴緊繃態勢

克什米爾地區是近80年以來印巴間無法妥協的火藥桶，自1947/8自英國脫離後，印巴雙方即開始爭奪該地區領導權，最終雙方在1949/7依聯合國建議劃定停火線，將克什米爾劃分為印控與巴控兩部分。然而克什米爾逾七成人口為穆斯林，與印度教為主的印度存在宗教隔閡，地區分裂主義蔓延導致印控地區動盪頻繁，儘管雙方關係在2003年達成停火協議後一度趨緩，但莫迪2014年上台後大力推行印度民族主義，更於2019年取消印控克什米爾自治權，導致該地區局勢惡化，為4月恐襲事件埋下伏筆。

一群恐怖分子4/22於印巴灰色地帶克什米爾肆意開火殺傷26名旅客(25名印度人、1名尼泊爾人)，隨即印度官方以調查恐怖份子名單中有巴基斯坦公民為由，指責巴方支持恐攻，雙方緊繃態勢隨之快速升級，雙方沿著印巴控制線連續多日交火，直至美國介入調停後，由川普4/10於白宮宣布印巴停戰，然而兩方仍在停戰協議後持續爆發軍事衝突，使市場對戰爭失控擔憂升溫。

由於印度總理莫迪一貫的民族主義立場，預計印巴雙方在口頭上不會放軟，但戰爭擴大的風險趨近於零，除去兩方均為擁核國家因素外，印度正處於承接紅色供應鏈移轉的關鍵時期，此時爆發戰爭將重挫莫迪的印度製造願景，並且美國也不願見到中國的替代市場印度此時陷入封鎖，因此目前的股市回測反而是進場窗口。

## 莫迪印度製造願景與川普開拓非中市場目標一拍即合

由於全球主要經濟體(除拉美地區外)多數均被捲入美國關稅戰中，各國經濟與股市前景與對美談判順序及關稅減免程度高度相關，目前第一批談判國多遇到各自阻礙，僅有印度在關稅協議進展上脫穎而出，美國總統川普與美財長貝森特已多次公開表示印美談判進展樂觀，印度官員透露雙方均尋求在7月前快速達成協議，印度政府自接觸以來已向美國提議：(1)給予美國「前瞻最惠國條款」，但印度須得到美國供應鏈由中轉印的保證；(2)在美印24類主要貿易商品中，已有19項預定納入第一階段協議，包含如魚類、家禽、水果等農產品關稅將由30%~100%降至0%~5%；(3)在12000個關稅項目中的近90%項目提供關稅減免。

不過印美關稅談判並非全無風險，首先與日本相似，印度政府也在積極尋求關稅全額豁免名額，不同點在於關稅完全削減並非印度政府的首要目標；其次川普近期曾傳出向蘋果施壓，要求其撤離中國與印度，將工廠搬回美國本土。因此印度亦保留協商失敗的應對措施，印度政府5/13針對美國鋼鋁關稅向WTO發出「關稅報復權利」通知，其援引WTO保障措施協定，該協定允許一個國家在另一個國家進行報復會員在未適當通知或協商的情況下實施保護措施，這將威脅美國向印度出口的76億美元產品。

印度官員表示印度商業和工業部長皮尤什·戈亞爾(Piyush Goyal)將於5/19~5/22期間，與美財長貝森特進行談判，預估談判結果將傾向於樂觀。

2025年05月21日

## 主題趨勢報

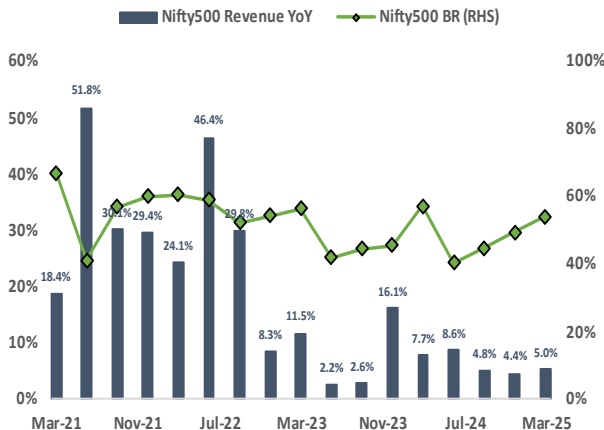
### 財報佐證復甦，內需主導增長

印度經濟正如我們預期，自Q2以來逐步擺脫2024年選舉季、貨幣與信貸監管緊縮、通膨與利率雙高的拖累，**印度4月通膨已降至3.16%，達到2019年以來新低，並且今年西南季風的提前抵達為物價的進一步降溫奠定基礎，預計印度央行將於6、8月再各降1碼至5.5%。**而印股25Q1業績已如實反映基本面的復甦，截至5/11，在消費類股的強勁成長勢頭下，Nifty500 營收/淨利YoY由4.4%→5.2%、6.4%→8.0%，淨利萎縮比例由40.8%改善至33.7%，為過去4季以來的首次改善，並且營收優於預期比例從49.3%增加至54.3%，連續3季度復甦。

消費內需市場方面，印度必須與非必須消費25Q1業績表現均相當強勁，其中必須消費品營收YoY由15%加速至16.2%，雖然印度聯合利華獲利同比下滑3.7%，不過管理層對於今年需求成長預期相當樂觀，預計FY26H1銷售表現將超過FY25H2；消費品巨頭Tata Consumer因旗下飲料、調味品等成長業務擴張快速，帶動25Q1營收增長21%，公司預計FY2026再取得強勁表現；至於非必須消費產業中，印度知名服飾品牌Trent透過在二、三線城市積極擴店而斬獲強勁收入，FY25Q4收入同比大增29%，表現遠超市場預期；印度第一季度奢侈品銷售同樣暢旺，知名珠寶品牌Titan雖受金價上漲擠壓利潤，但珠寶、手錶等奢侈品需求旺盛，FY25Q4營收同比大增19.4%。

金融業也呈現復甦態勢，隨著RBI啟動降息挹注流動性並放寬信貸監管，多家銀行財報指出融資成本降低與資產品質改善正驅動營運前景轉正，預估行業低谷已過，25Q2將恢復成長。

Nifty500獲利獲利回暖，BR連三季增加



資料來源：LSEG，永豐投顧整理

消費、金融、工業與醫藥表現較佳

| Sector   | Reported  | Revenue |          |          |       |
|----------|-----------|---------|----------|----------|-------|
|          |           | YoY     | Positive | Surprise | Beat  |
| Nifty500 | 205 / 416 | 5.0%    | 80.6%    | 2.6%     | 54.0% |
| Ind      | 26 / 80   | 10.9%   | 88.5%    | 1.8%     | 50.0% |
| BM       | 31 / 61   | 5.8%    | 75.0%    | 1.2%     | 60.0% |
| Tech     | 24 / 30   | 7.2%    | 95.7%    | -0.5%    | 33.3% |
| Discre   | 21 / 56   | 13.9%   | 84.2%    | 1.2%     | 57.1% |
| Staple   | 15 / 26   | 16.1%   | 92.9%    | 2.6%     | 60.0% |
| Fin      | 54 / 66   | 4.0%    | 76.5%    | 3.8%     | 56.9% |
| RE       | 5 / 11    | 5.5%    | 50.0%    | 0.6%     | 40.0% |
| Tele     | 6 / 12    | 5.6%    | 83.3%    | 0.2%     | 66.7% |
| Utility  | 4 / 15    | 6.1%    | 50.0%    | 2.7%     | 75.0% |
| HC       | 11 / 46   | 16.8%   | 100.0%   | 2.9%     | 45.5% |
| Energy   | 8 / 13    | 0.8%    | 25.0%    | 4.0%     | 71.4% |

投資聲明:本研究報告由永豐商業銀行提供，資料來源為永豐證券投資顧問股份有限公司，所載資料僅供參考，無法保證內容完整性或預測正確性，亦不作任何保證，資料內容若有變更，將不另行通知，客戶投資前應慎審考量本身風險承受度，並應自行承擔投資風險。投資均有風險，任何投資商品過去績效亦不代表未來績效之保證，且有可能受市場波動導致本金損失；若申購以外幣計價的投資商品應瞭解匯率變動風險亦有可能導致本金之損失。未經永豐商業銀行及永豐證券投資顧問股份有限公司同意，不得以任何形式沿用、複製或轉載本文件之內容。