

2022年醫美行業展望

財經評述

李婷婷、韓詩晨 中銀國際研究有限公司

2021年11月，國家市場監督管理總局發布了《醫療美容廣告執法指南》的終稿，與2021年8月的意見稿相比無實質性的差異。此指南的關鍵思想是禁止未經授權的廣告、提供誤導性信息和引起容貌焦慮的廣告。指南亦禁止以整形前後對比、「分享官」等形式做推廣。同時，披上健康知識分享和採訪外衣的醫美廣告也被明令禁止。基本上，廣告只能是基礎的醫美項目信息傳播，不能有任何包裝。

資產證券化產品受遏制

此外，醫美貸和以醫美貸為基礎的資產證券化產品亦受到遏制。當前，部分業內公司向無力承擔美容醫療費用的消費者發放醫美貸款，此類消費大約佔行業總消費的15%-20%。因此，醫美貸

的監管將會縮小非正規市場。

我們認為該指南的淨影響包括：診所獲客成本增加、小型公司以及非正規參與者和非法產品退出市場。在更嚴格的醫美貸限制下，以醫美貸為基礎的資產證券化產品被禁止，這將縮減該行業近期的市場規模，但將有助於需求的長期健康增長。

展望2022年，我們預計會有更多的政策在未來6個月陸續推出。據估計，目前約70%的美容診所是非正規的，或使用非法產品和設備。此外，下游診所的激烈競爭使得獲客成本高漲。在收緊醫美廣告後，診所每個客人50%至70%的收入將作為介紹費支付給第三方，大多數診所亦會錄得虧損。

我們期待政府從嚴執法，規範非法診所、非法

產品、非法設備和沒有正規牌照的醫生。因為在更規範的營運環境下，正規診所將能夠以合理的營銷成本獲得合理的利潤，而這將利好正規和合法的診所、產品和設備供應商。

行業有望保持良好增長

事實上，醫美行業是經濟放緩下少數能夠保持良好增長的行業之一，而年輕一代對美的強烈追求，加上父母對於醫美的接受度提高是主要驅動力。根據弗若斯特沙利文預測，2020-2030年中國醫美行業的市場規模將以15.5%的年複合增長率增長，而目前的規模為1,549億元人民幣。在非手術和手術項目之間，我們預計非手術項目的增長將高於手術項目。另外，進口替代將繼續讓國內品牌擴大其市場份額。



◆國家市場監督管理總局發布了《醫療美容廣告執法指南》的終稿，禁止未經授權的廣告、提供誤導性信息和引起容貌焦慮的廣告。 資料圖片

非農雖遜預期 未改加息憧憬

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

美國去年12月非農增長低於預期，但似乎這也沒有太大動搖投資者對於美聯儲的預期。非農報告雖不及市場預期，但投資者還是預期美聯儲最快或在三月就有加息的行動。

對息口敏感的兩年期美國國債收益率一度突破0.9%關口；十年期美國國債收益率延續升勢，已經連續上漲六日至1.7620%，上周五一度高見1.7992%。

美匯指數在非農公布後轉跌，失守96一線，跌穿50日線支持，低見95.712，單日跌幅擴大至0.62%，最終結束兩周連跌，反彈0.05%。短線繼續遇阻97，但上行趨勢並未改變。

英鎊短線或能延續反彈

隨著美元回落，歐元反彈，已經升穿50日線，上周五收漲0.56%至1.1360，最終結束兩周連陽，回落0.09%。但目前還保持在1.12至1.14區間波動，保持弱勢。英鎊在上周五升穿百日線，單日收漲0.41%，已經錄得三周連陽，短線或能延續反彈。

恐慌指數VIX原本才跌回20水平之下，上周波幅又增加，再度升穿20水平，不過上周五又轉跌4.33%，最終結束兩周連跌，反彈8.94%至18.76。納指明顯受壓，上周連跌四日，失守一萬五，全周回落4.53%。標普全周跌1.87%，和道指一同結束兩周連陽。

金價料將維持區間波動

金價表現反覆。上周五一度失守百日線，低見1,782.2美元，好在之後從三周低位反彈

回來，結束兩日連跌，但也未能重拾千八水平，最終結束三周連陽。金價目前還在1,750至1,850美元區間波動，預料還將維持一段時間。但考慮美聯儲加息前景，金價後市或面對壓力，進一步下行的概率大。

白銀跟隨黃金在上周五止跌反彈，在22美元找到支持，結束兩日連跌，最終結束三周連陽，跌幅擴大至逾4%。22美元的承接還是有限，後市或延續跌勢，或先下探20美元支持。

油價或圍繞80美元震盪

油價原本在上個月還一度跌穿65美元水平，好在很快止跌反彈，重拾200日、100日和50日線，進入新的一年延續升勢。非農報告不及預期，不利油價。但地緣政治風險即哈薩克局勢緊張，還是給油價帶來一定支持。紐油在上周五先升後跌，一度高見80.47美元，但最終結束四日連陽，回落0.7%至78.9美元，惟現在已經連續上漲三周，短線或先圍繞80美元震盪。

整體而言，本周中美通脹數據和鮑威爾講話需要關注。

(權益披露：筆者為證監會持牌人士，本人及／或本人之聯繫人並無持有所述股份。) markto@wfgold.com



◆雖然美國非農報告不及市場預期，但投資者還是預期美聯儲最快或在三月就有加息的行動。圖為人們經過美國聯邦儲備委員會大樓附近。 資料圖片

完善私有化獨立財務顧問制度

梁杰文 投資者權益關注組主席

最近一單私有化新聞引起市場關注，去年獲私有化的利豐以280億元出售旗下利豐物流業務予貨櫃航運公司馬士基(Maersk Line)，涉及金額遠遠高於早前私有化時估值72億元。一群前利豐投資者組成「利豐小股東聯盟」聯同投資者權益關注組向證監會請願，要求徹查當中有否不當之處。

關注制度存若干不足之處

近年港股私有化宗數有上升趨勢，近兩年共逾50間上市公司提出私有化，幾年

間飆升逾倍。大股東在公司股價低時提出私有化，以超低價錢收購小股東手上股票，小股東即使不願意，亦無奈被迫強行出售持股。本關注組研究過往6年私有化個案，發現制度存在若干不足的地方，今期嘗試探討私有化過程中「獨立財務顧問」安排有否不足之處。

凡私有化交易，上市公司均須委聘獨立財務顧問向獨立董事委員會及股東提供意見，理論上，獨立財務顧問必須公正無私地履行職責，分析交易，才能幫助股東作出適當的投票決定。本會研究自2016年

至2021年六年間113宗私有化交易，回顧期內獨立財務顧問一律認為私有化交易「公平」及「合理」，因而建議獨立董事會及股東贊成私有化。

本會發現財務顧問分析相關交易時沒有既定準則，難防有心人藉操縱分析方法、篩選個別例子等手段，得出心目中所需結論。舉例而言，僅比較私有化作價與過往平均股價溢價幅度，而忽略作價與每股資產淨值折讓的比較，反之亦然。本會認為部分私有化交易，財務顧問誇大未來營運風險，過分強調交易能讓股東即時把持股

套現（短期好處），而忽略當公司成功轉型或生意漸上軌道，股東潛在回報豐厚（長期好處）。若果分析並非全面、中肯而客觀，報告結論千篇一律，對股東缺乏參考價值，財務顧問安排變得「行禮如儀」。

應全盤檢討及時作出改善

現有制度存在缺陷，本港或有需要進一步強化獨立財務顧問的監管制度。若規則不合時，應全盤檢討，及時作出改善。否則無數有潛質的公司被有心人低價私有化，不利香港股市長遠健康發展。

聯儲局或更快縮表 市場動盪的導火線

劉政寧、張文明、肖捷文 中金公司

美聯儲2021年12月議息會議紀要顯示，官員們已對貨幣政策正常化(Policy Normalization)進行了充分討論，且態度較為鷹派。不僅首次加息的時間點可能提前，更重要的是「縮表」也可能來得更快。受鷹派紀要影響，海外金融市場動盪加劇，隔夜美股三大指數顯著下降，10年期美債收益率升破1.7%。我們在報告《美聯儲或提前加息，不排除「縮表」》和《美聯儲會先「縮表」嗎？》中曾提出，美聯儲對通脹的態度已經發生了方向性的轉變，這使貨幣政策退出的速度將比預期更快，不排除美聯儲在加息2次至3次後即開始「縮表」。美聯儲的紀要與我們的判斷一致，2021年12月議息會議已然成為美聯儲貨幣政策的「分水嶺」。對市場而言，更為緊湊的貨幣緊縮節奏將加大資產價格波動，這或許將是2022年海外宏觀最大的風險點。具體來看，美聯儲的紀要表達了以下幾點內容：

美國經濟前景比預期更強

對美國經濟持樂觀態度，認為通脹存在上行風險。紀要提到，與會者認為目前美國經濟前景要比預期更強，且與上一次貨幣政策

正常化開始時相比，通脹更高，勞動力市場更緊。他們還注意到，美聯儲的資產負債表，無論是按總量計算還是相對於名義GDP，都比2014年底QE3結束時要大得多。

對資產負債表政策進行了充分討論。根據我們的統計，紀要中資產負債表(balance sheet)一詞出現的次數多達26次，除了兩次是關於家庭部門資產負債表，其餘24次都是關於美聯儲資產負債表。另外「縮表」(runoff)一詞出現的次數也高達10次。如此充分的討論不僅超出市場預期，也明顯強於12月議息會議後鮑威爾對縮表的輕描淡寫，當時鮑威爾僅是提到官員們對縮表有過討論，並未暗示討論的程度有如此之深。

「縮表」的時間可能來得更快，節奏也可能更快。紀要提到，與會者們討論了啟動「縮表」的適當條件和時機，以及這一次可能與以前的經驗有什麼不同。幾乎所有的參與者都認為，在加息後的某個時間點啟動「縮表」可能是合適的。但與會者也認為，與以往經驗相比，這次開啟「縮表」的適當時機可能更接近於首次加息的時間點（上次是在加息兩年後才開始縮表）。另有許多人

認為，資產負債表縮減的速度可能會比上一次政策正常化期間更快。

對「縮表」的支持來自於收益率曲線的考慮。一些與會者指出，在貨幣政策正常化過程中，更多地依靠縮減資產負債表、較少地依靠提高政策利率，有助於限制收益率曲線的扁平化。其中幾位與會者提出，相對平坦的收益率曲線可能對一些金融中介機構的息差產生不利影響，這可能會提高金融穩定風險。但也有人認為收益率曲線收到許多因素影響，因此很難判斷不同的政策組合會如何影響收益率曲線的形狀。

擔憂美債市場脆弱性惹關切

對「縮表」的擔憂在於美債市場的脆弱性。一些與會者對美國國債市場的脆弱性如何影響資產負債表正常化提出了關切。但有幾位與會者指出，常備回購便利工具(SRF)可以幫助減輕這種擔憂。另外與過去相比，美聯儲在貨幣政策正常化方面處於更有利的地位，因為充足的儲備框架和美聯儲目前的利率控制工具，包括儲備餘額的利息和隔夜逆回購協議(ON RRP)機制，都已到位並運行良好。一些人認為，在貨幣政



◆受鷹派紀要影響，海外金融市場動盪加劇，隔夜美股三大指數也告顯著下降。圖為美國紐約證券交易所交易員。 資料圖片

策正常化進程中，大量縮減資產負債表可能是適當的，特別是考慮到貨幣市場充裕的流動性和隔夜逆回購協議機制的高使用率。首次加息的時間點可能提前。一些與會者指出，鑒於目前更強勁的經濟前景、更高的通貨膨脹和更大的資產負債表，可能需要加快政策利率正常化的步伐。我們在此前報告中已將首次加息的時間點從2022年四季度

提前至5月，目前來看不排除進一步提前至3月的可能性。美聯儲下次議息會議的時間是2022年1月26日至27日，如果美聯儲有意在3月加息，將會在該次議息會議上釋放更明確的信號。總之，我們認為美聯儲的紀要傳遞出了超預期的「鷹派」信號。我們建議投資者未雨綢繆，對上述提及的外部風險和市場波動作一些準備。

題為編者所擬。本版文章，為作者之個人意見，不代表本報立場。