2023年醫療服務板塊展望

全球觀察

施亞瑩、管紫庭 中銀國際研究有限公司

去年新冠疫情對醫療服務板塊造成不同程度的影響，其中如腫瘤治療等治療需求較剛性的領域表現更堅韌，得益於其穩定持續的病人來源和治療的迫切性；輔助生殖行業則明顯受疫情衝擊，部分重點城市疫情暴發嚴重影響了治療的開展；此外，新冠疫情對其他可選消費屬性較強的醫療服務造成的影響更大。

展望2023年，筆者預期民營醫療服務板塊迎來的利好包括：(1)需求在優化調整疫情防控相關措施後快速恢復；(2)持續的政策支持，包括將藥品、耗材和服務的價格指導分離；(3)DRGs / DIP（按疾病診斷相關分組付費 / 按病種分值付費）的持續深化改革，當中運營效率高、不依賴藥品和耗材收入的民營醫院將受惠更多；及(4)醫保基金逐步納入合適的分娩鎮痛和輔助生殖技術項目等。

在新一年，筆者認為與門診相關、技術成熟、剛需及可負擔性較高的手術和服務（如腫瘤治療、輔助生殖和眼科手術）的需求將在醫院重新開放後迅速提升；相反，可選屬性較高、相對更創新的服務需求恢復可見度則相對較低。

疫情防控優化後迎來復甦

2022年12月26日，國家衞健委發文宣布自2023年1月8日開始將新冠病毒感染調整為「乙類乙管」，具體措施包括不再對患者實施隔離措施和不再判定密切接觸者等。同時取消入境隔離政策，僅要求入境人員持有48小時核酸陰性證明。根據國家衞健委數據，全國發熱門診的診療量在2022年12月23日達到高峰的286.7萬人次，之後持續下降，到2023年1月12日回落到47.7萬人次，較峰值減少83.3%；從門診情況來看，整體呈現正常診療逐步恢復的態勢；2023年1月12日全國普通門診診療總人次為913.5萬，基本恢復到疫情前的水平。

隨着政府優化疫情防控措施，新冠疫情快速過峰，預計將令投資者重新聚焦於醫療服務營運者的業務基本面和盈利能力。筆者相信醫療服務會從疫情防控優化中受益，具體表現在：(1)醫院人流量恢復；(2)跨省就醫人數增加；及(3)民營醫療機構海外業務復甦。

政策持續支持民營醫院發展

為了優化國家醫保基金支出，DRGs / DIP改革要求醫院提高運營效率，減少重複和不必要的處方。市場普遍認為，此次改革將促使醫院降低藥品費用，同時提高服務費用。因此，DRGs / DIP改革將對高度依賴藥耗收入的醫院產生巨大影響。

此外，筆者認為DRGs / DIP改革會降低住院病人單人收入，進而令單床收益下降。因此，醫院需要通過提升床位周轉率來優化運營效率，以抵消改革帶來的影響。預期部分目前住院進行的治療，將更多地被轉移到門診進行。2023年政府亦會將DRGs / DIP改革擴展到更多地區。

2022年12月14日，中共中央、國務院印發了《擴大內需戰略規劃綱要（2022－2035年）》，提出要提供多層次醫療健康服務，支持社會力量提供多層次、多樣化醫療服務，鼓勵發展全科醫療服務，增加專科醫療等細分服務領域有效供給。為緩解公立醫院壓力，解決未獲滿足的醫療需求，中央政府十多年來一直通過引入資本、消除冗餘壁壘等方式鼓勵民營醫院發展。

筆者認為，醫療資源供需失衡的局面仍將長期存在，民營醫療作為公立醫療體系的重要補充，有助解決內地醫療需求未獲滿足和醫療資源失衡的問題。人口老齡化、疾病圖譜變化、醫療技術進步、居民支付能力提升將成為優質醫療服務需求持續增長的核心驅動力。此外，筆者認為醫療服務價格改革和藥耗服務分離的政策趨勢將持續下去。

重點關注民營醫療機構併購

在新冠疫情的衝擊和宏觀經濟前景不確定的情況下，醫療服務領域2022年的收併購步伐較2021年有所放緩，主要由於：(1)疫情限制了實地盡職調查；(2)在疲軟的宏觀環境下對併購的態度更加保守；及(3)二級市場估值下跌，導致一、二級市場出現估值倒掛。展望2023年，筆者預期將看到更多的併購落地，主要得益於：(1)疫情防控的全面調整優化；及(2)更多低效率的私立醫療服務機構因經營困難而尋求出售。

降速後若再提速 加息步伐惹風險

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

踏入2023年，外界原來以為十分明朗的，如今都變得不明朗。是的，之前人人以為，隨着通脹高位見頂回落，美聯儲為首的央行，自然順應趨勢，把加息步伐放慢，這亦是具體可以見諸其行動的，只要這個趨勢持續，則一切好辦，利率不用急速攀升，投資者也有好日子過。

然而，隨着愈來愈多數據說明，通脹雖然的確是高位見頂回落，但其回落速度實在太慢，甚至有可能死灰復燃，果如是，屆時太早把加息步伐放慢了，只好再把它提速進行，這一點的負面影響，比起去年連續四次75點子的加息，恐怕作為市場接收到的信息而言，大概還要再差一些。畢竟，之前是順着大勢，力遏通脹，則加息由漸進變提速，順理成章，大家都早有預期。

通脹降溫慢 資產回吐急

如今卻是，看來已經慢下來的，突然又再提速的話，不但去年11月至今的升勢受阻，甚至有可能扭轉好轉的形態，股匯債商品整體再度明顯受壓，也說不定。始終，數據主導一切，通脹未見真正收伏，回落速度太慢，而失業未見惡化，衰退未見縱影，則局方大可以繼續加息。如此一來，投資者有必要為之前的進取部署小心風險管理。

的確，一直跟進當前金融市場最重要，也關乎所有資產價格的因素，就是央行對於未來一段日子，採取的貨幣政策取態，究竟是相對寬鬆，抑或相對收緊。不要小看這個因素，以為是老生常談，其實，只要搞通這個關鍵，其他差不多便是迎刃而解。

貨幣供應貫穿資產價格

貫穿所有資產價格的，其實是跟資產價格相對的貨幣供應，若貨幣供應愈多，貨幣愈不值錢，資產則愈值錢，反之亦然。同樣道理，在大家熟悉的現金流折現模式下，貼現率愈向上，資產價格往下的方向是一致的，只是具體的跌幅不一樣而已。

以去年11月至今的變化來看，事實正是如此，由美聯儲把加息由提速變減速，到近日看到經濟數據熾熱，又可能有所改變，近期數星期的股匯債商品逆轉之前的反彈升勢，一如這裏一直跟進分析預測的一樣。

市況猶如半杯水

整體市況而言，如今是半杯水。若要樂觀的，可以說，現在是什麼都剛好，通脹開始降溫，失業尚未惡化，衰退只聞樓梯響，原則上實體經濟是好的，企業經營環境，也在全球都復常之下，也是好的。這樣一來，中長線是樂觀的，一切回復正常的年代，不是太極端的放水，也不是太極端的收水，正常周期，正常反應，一切都正常。

◆隨着通脹高位見頂回落，美聯儲為首的央行，自然順應趨勢，把加息步伐放慢。資料圖片

若要悲觀的，就是打擊通脹恐怕力有不足，央行勢必把原來放慢了的加息勢頭，起碼延長一點，未來恐怕尚有連續幾次的25點子加息，甚至若通脹降溫太慢，則一如有美聯儲官員所言，真的加個50點子也不是意外，如此一來，即使目前未有衰退，也可能是央行主動出擊帶來衰退。無論如何，單是加息持續，未能盡快了結加息周期，已經足夠令投資者頭痛，資產價格回落在所難免。

（權益披露：本人涂國彬為證監會持牌人士，本人或本人之聯繫人或本人所管理基金並無持有文中所述個股。）

ChatGPT熱潮 不過是歷史重演

黃偉棠 時富資產管理董事總經理、特許金融分析師、註冊會計師

早前內地某科技龍頭企業發布一個中國風格的ChatGPT程式，導致股價一度上漲15%，業內人士都在推算這一項目能帶來多少實際盈利收益，哪些行業會最為受惠，或對該龍頭公司產生哪些結構性變化。市場對這新技術充滿幻想，但在較年長而富有經驗的投資者來看，其實這只是歷史的再一次重演。

當年手機普及化，科技網（Web 1.0）的廣泛應用，雖然百花齊放，但對那些科技公司卻沒帶來實際商業收益，甚至連最基本的收入預測也未能完全掌握。只憑天馬行空的路演和市場推廣，令投資者憧憬行業和公司的日後發展，公司股價也在短時間內上漲數十倍。沒有收入作參考，市場不能用傳統投資指標企業和息稅折攤前利潤比（EV / EBITDA）或基本市盈率（PE）作為分析，甚至只能借用科研醫藥類常用的股價和預測銷售額比（P / estimated Sales）來估算公司的應有價值。直至後期，各家公司都被追捧到不能用任何基本因素去理解當前市值。當投資者看不到財務報表上的實際成果時，亦會開始懷疑公司能否繼續在互聯網市場上生存，繼而引致上世紀九十年代末科技股被大量拋售，成為著名科技網爆破之主要原因。

開創先河不等於站得住腳

不過這次想跟大家分享的不是估值預測，而是「後來居上」的背後意義，英文叫「Second mouse gets the cheese」。在這二十多年間，我們見證很多科技公司的變化，但開創先河的公司未必一定能在未來搶佔龐大市場。如當年曾風靡一時的Netscape瀏覽器、Internet Explorer瀏覽器或Yahoo瀏覽器，都在推出後的五至十年間相繼站不住腳，其主要原因為消費者需求的變更。雖然背後操作邏輯及程式沒有大太提升，但科技的演變及幾何式增長的運算能力，令後期推出的產品質素被提高。現時的消費市場不只追求普通接收新聞和消息的軟件，更渴望一個能追上時尚的程式。如當年的ICQ，相信現在的年輕人也許未曾聽過，它背後的運作理念，其實和現時的WhatsApp或WeChat非常相似，但後者因為可以因應新一代對時尚的需求，而全面壟斷之前開發的先驅老祖。

對散戶而言，現時投資在這類新領域的公司上也未必能達到預期回報，所以筆者建議投資者可以先考慮購買相關指數基金，這更能全方位捕捉整個市場變化，而不是集中在某單一公司之前景和策略，個股風險也相對地被分散化，增加整體投資的回報風險比率。總括而言，雖然俗語有云，早起的鳥兒有蟲吃，但不要忘記，在老鼠夾上第一隻老鼠的遭遇。

春節後A股走勢有何規律？

孟磊 瑞銀證券中國股票策略分析師

從過去十年的歷史上來看，A股市場在春節後呈逐步上行態勢（「春節躁動」），其中創業板指的表現領先。我們認為，年初相對寬鬆的流動性環境、經濟和企業盈利資料真空期，以及市場對日益臨近的兩會政策預期推動市場偏上行。分行業來看，數字經濟產業在春節後通常跑贏市場，而消費板塊表現疲軟。

我們計算了過去十年間兩會開幕前兩周至閉幕後兩周間A股主要指數的平均表現。我們注意到兩會前後A股市場呈現出左右兩側偏上行，中間部分偏下行的情況。我們將兩會前後分為三個階段：(1)第一階段（兩會開幕前）：投資者對政策利好有所預期，推動股指上行；(2)第二階段（兩會期間）：由於政策利好已在此前被部分計入股價，股指略有回落；(3)第三階段（兩會閉幕後）：投資者進一步學習政策信號，股指有所反彈。

市場回檔即布局良機

近期A股市場總體呈震盪態勢。投資者正在觀察今年經濟復甦的力度與速度，並等待「兩會」期間的政策信號。我們的渠道調研顯示部分公募基金在春節後面臨一定的贖回壓力。不過，在我們看來，市場回檔即布局良機。基本面方面，瑞銀證券宏觀團隊預計GDP增速或將在二季度出現明顯反彈。流動性方面，公募基金新發規模滯後於股市表現約三個月，因此場外資金有望在2月開始更大規模地入市。同時，私募基金也或將隨之提高其股票倉位追逐上漲趨勢。全年北向資金淨流入量有望達3,000億元人民幣以上。我們在風格配置上看好「成長」。板塊方面，我們建議超配電腦、動力電池、家用電器、食品飲料和休閒服務。

「簡約公屋」政策應顧念現有業主利益

張宏業 特許測計師、中國房地產估價師

2月8日，「簡約公屋」計劃首關順利通過，立法會財委會工務小組委員會會議中以絕大比數通過支持149.1億元撥款。該筆撥款足夠提供1.7萬個第一批四項「簡約公屋」計劃和第二批四個項目進行施工前期工序。這次闖關成功表示「簡約公屋」計劃已進入實施階段。

啟德世運道項目爭議最大

根據房屋局資料，首批四個項目分別分布於全港四區：啟德世運道、牛頭角彩興路、元朗攸壆路及屯門第3A區，只有元朗土地屬私人土地再興建矮層建築，其餘三幅土地全屬政府土地再興建高層建築至17至19層。次批「簡約公屋」分別坐落於屯門54區、小欖樂安排、柴灣常安街 / 常平街及上水蓮塘尾，除了上水項目屬私人土地再興建矮層建築外，其餘三個項目均是來自政府土地再建高層建築。首批四項目共提供約17,000伙單位，以啟德世運道的10,700伙單位規模最大，佔上總量63%且也是爭議最大的。

一如所料，絕大比例的輪候公屋者歡迎「簡約公屋」計劃。根據工聯會於2月初發布的相關問卷調查，七成輪候公屋者有意申請，且對啟德世運道和牛頭角彩興路項目特別感興趣，對該兩項選址感興趣的分別佔上約五成八及四成六，尤其對土瓜灣和九龍城眾多劏房戶更可能是最佳選項。

削商業樓面無損CBD2定位

首批四項目中，爭議性最大莫過於啟德世運道項目，主因是啟德地區被上屆政府定位為全港CBD2和眾多住宅大樓地區，尤其是跑道區盡享海景和高私隱度，儼然成為未來九龍區主要豪宅地帶。最近開盤的跑道區樓盤啟德澐璟，縱然銷情慢慢升溫，但是成交呎價也逾3.5萬元，屬於跑道區樓盤新區。從地理位置分析，啟德世運道地盤位於啟德地區最外端，鄰近新蒲崗工廠區、毗鄰宋皇臺站和啟德站，且在公共巴士、小巴等其他公共交通工具路線上，對整個啟德地區和核心商業區影響相對上較輕微，但剛好是整區的入門處，對整區形象上屬於負面因素。這些負面形象其實可通過「簡約公屋」的外觀設計，包括外觀立面設計、顏色搭配、外牆用料去優化，盡量美化公屋形象。

不少評論者說改變世運道地皮的臨時性用途會削弱啟德CBD2地位，這項立論從數據上也不太成立。世運道用地是由啟德第1M區1號、2號和2A區1號地皮組成，規劃用途是1M區1號和2A區1號是綜合發展區、1M區2號為其他指定用途。三幅用地合共提供約250萬方呎樓面，包含相當一成左右整區商業樓面供應，這項減少比例應對未來CBD2位置影響不大致命，且多幅啟德商業用地早前已流標並改劃住宅用地成功售出，市場表現說明該區商業用地需求未如原來規劃時大，削減一成商業樓面面積似乎合乎目前市場發展，對CBD2定位影響不用太誇大。

需確保使用年期「有始有終」

餘下最大的爭議是「簡約公屋」的使用年期會否由短期改為長期，正是私樓業主和新樓盤大業主最關注的。發展局和房屋局領導們齊齊表態說明世運道項目是短期性質的，當建築期和使用期合共約7年後便會退場。如果從今日起計算世運道項目會於2024年內完全交付，即至2029年左右完成歷史任務。現實上，現任負責「簡約公屋」計劃的操作官員還在其位嗎？不過如果現任特首李家超則會面對連任時首要解決的問題，是延長項目年期還是已於2029年前成功另尋土地安置呢？從長遠角度考量，當世運道項目交付後，特區官員應該謀劃他們最後的命運，並且盡快向簡約公屋住戶、啟德其他私樓小業主、啟德新盤大業主等進行有效諮詢、討論和交流，確定該項目「有始有終」，不會淪為特區政府的「雞肋」。

既然世運道「簡約公屋」項目已經確實上馬、立刻產生的問題是從現在到起碼2029年，同區的大、小私樓業主如何部署自身投資計劃，遑論小業主繼續自住或轉手離場、大業主如何有效地、成功地、最大利益化地銷售手中或未來新盤單位。這個決定無疑是不易，因為他們是以未有「簡約公屋」因素下注，於今天至2029年這項背景下如何應變呢？

從社會公平角度，「簡約公屋」是利民、便民和財富公平分配合理行為，且對整體社會穩定起着關鍵作用，是值得支持的。同樣地，香港政府理應顧念私有產權，是文明、公義政府表現。啟德區內大小業主的權益同樣應該得到合理保障，確保項目屬於短期行為，且設立和公布退場規定是投資者最佳保障，也是住戶最渴望了解的。

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。