



內地互聯網醫療長遠前景看俏

財經評述

陳逸群 管紫庭 中銀國際研究有限公司

數字醫療有助改善內地醫療的供給和需求，在供給側，互聯網診療彌補了線下醫療資源短缺，而線上銷售令低線城市居民更易購得藥品；在需求側上，居民在線就醫更方便、省時。筆者看好內地在線醫療的長遠前景。隨着全國醫保信息平台、處方流通平台等基礎設施獲建，以及醫保基金餘額獲改善，預計長遠而言，內地在線醫療將釋放巨大潛力。然而，筆者認為互聯網醫療的短期催化劑有限，並預期短期內監管環境不會放鬆，而部分與疫情相關的需求將在2023年轉回線下渠道。

短期內政策不會全國性放鬆

內地互聯網醫療是強政策驅動行業，在過去5年，網售處方藥、醫保線上買藥和互聯網診療三大重點領域的政策經歷了多輪變動。然而，大部分互聯網醫療政策已

經落地，因此筆者預期短期內政策不會出現全國性放鬆和利好因素，主要由於（1）醫療體系涉及的利益方很多，短期內難以協調；（2）國家堅持對醫療行業採取嚴謹審慎態度；（3）內地醫療政策的高度屬地化管理；（4）缺乏相關基礎設施，包括統一的處方流轉平台和對互聯網醫療活動的有效監管系統；及（5）醫保基金赤字問題依舊難以解決。

處方藥短期難以流向線上

線上渠道是疫情期間緩解病人購藥難的重要方式之一，但筆者認為，缺乏醫保覆蓋仍會成為處方藥流向線上渠道的最大阻礙，且短期內醫保不會覆蓋線上買藥，主要因為：（1）國家醫保基金仍入不敷出；（2）對於線上醫保買藥結算的監管相對困難；（3）病人往往會在醫保覆蓋後提升購

買頻率和購買量；及（4）地方政府沒有動力去覆蓋線上買藥。此外，有別於部分市場觀點，筆者認為價格優勢將不是線上購藥受到醫保覆蓋的重要因素，主要由於醫保政策已對藥品設定了支付上限。筆者預期短期內一些相對富裕的城市可能會以O2O的形式試行醫保覆蓋，而不會出現全國性的調整。

除醫保外，筆者也看到其他限制處方藥外流的短期因素，包括（1）「以藥養醫」問題難以完全解決，醫院對於處方藥外流的動力不強；（2）互聯網診療的適應症相對有限，無法提供某些病種的處方；（3）缺乏全國性的處方流轉平台；及（4）院外藥品供應的劣勢，線下渠道往來品類數量有限，線上渠道則時效性低。

然而，筆者看好處方藥外流的長期增長，利好因素包括：（1）在基礎設施端，

國家統一醫保信息平台的建設和省級電子處方流轉系統的鋪開；（2）在供給端，集採中標的藥廠尋求院外渠道以及一些被醫保目錄周期性剔除的藥品向零售端回流；（3）慢性病藥品適合線上購藥；（4）可能出現利好政策；及（5）老齡化和低線城市帶來的增量。

短期內不同品種將表現分化

2022年來，互聯網診療得到了更多的政策支持，由於其部分緩解了疫情期間線下醫療資源緊張。2023年1月，對於新冠的互聯網首診也被放開。筆者預期互聯網診療是短期內最有可能受到政策利好推動的互聯網醫療領域，未來的關注點包括：（1）允許慢性病、常見病等病種的首診放開；及（2）將線上處方納入處方流轉體系。筆者認為慢性病將是互聯網診療的重

從量寬走到加息 市場央行皆為難

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理



◆美聯儲以貨幣政策為主要工具，自然把應對通脹置於優先位置。只好見步行步數據為本，但數據出來往往已滯後於市場時刻都在更新的想法，局方要因而在這些區間增加期望管理以補不足。

資料圖片

十多年的量寬，超低利率環境，通脹似有若無，的確可能令人輕敵大意，以為年年都是如此，大家根本不用擔心，因為資金無限供應，則相對有限的資產，原則上便只得升值一途。

其值得留意的是，當中過程，甚至在量寬一開始時，不是沒有警告，反而是很多人都深明，萬一貨幣供應增長源源不絕，最終怎么可能沒有通脹呢？

且戰且退因怕買得太遲

是這樣的一個環境下，最初很多人都滿有戒心，且戰且退，未許全拋一片心，把所有注碼都押下去。

結果如何？有點違反常理似的，通脹多年未見，只是資產價格一直升，連最初批評的人，也被迫加入這行列這陣營，生怕買得太遲，沒有搭便車的好處。

之後又如何？不得不信邪的是，當最頑固的一批反對者都掉轉槍頭，歷史的教訓，市場的智慧，永恒的道理，便是

勢力逆轉的開始。

不過，也得有個觸發點，不就是疫情下的通脹壓力嗎？萬事俱備，只欠東風。多年來的量寬貨幣供應，真正派上用場，一下子，什麼都漲，物價指數只能反映其設計者想其反映的，而大家對號入座，生怕通脹真的要來，都加速了這個物價上升的趨勢。

顯然，投資者要汲取教訓，但不容易，因為每次大升跌，看起來都跟上一次不一樣，雖然最終結果卻是，今次也不例外。

對投資者不容易，對美聯儲官員來說，何嘗不是進退兩難？誠然，作為央行，以貨幣政策為主要工具，自然最關心物價穩定，責無旁貸，所以通脹一事，一定是置於優先位置。始終，以貨

幣政策工具，處理貨幣現象，是最起碼的事。

貨幣政策處理貨幣現象

不錯，純粹以政策工具而言，貨幣政策既是唯一真正可用的工具，直接作為貨幣現象的通脹，當然是較有理由先處理，這一點，尚未計及市場預期對於通脹的影響，以至通脹高企的情況一旦持續，其頑固性不容忽視。而其他的政策目標，包括充分就業，屬於能力範圍內，可以做的盡量做，做不了也怪罪不得。何況失業什麼的，一日未惡化，始終與衰退相去甚遠。然而，局方既有充分就業的考慮，更要留意，其成立甚至存在目的，多少與狹義的銀行體系或廣義的金融市場穩定有關。

數據滯後需增期望管理

遏止通脹的過程中，貨幣政策的變化，例如結構性的量寬退市縮表，又或周期性的加息周期延長，在在影響金融市場的情況，則局方不得不審時度勢。無論如何，美聯儲如今只好見步行步，數據為本，好處是有理據，大家夠客觀，但壞處亦是顯而易見，就是數據出來之時，已經是滯後，尤其市場每一刻都在更新的想法，投資者的預期瞬間已經反映，局方卻要定期間隔着更新，難怪要在這些區間之間，多加期望管理的工夫，以補不足。

■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。

經濟衰退陰霾未散 投資機遇仍存

余康如 施羅德投資管理多元化資產投資總監

2022年對股票和債券投資者來說充滿挑戰，但經過去年末如理想的表現和顯著下挫後，2023年將不乏具吸引力的投資機遇。從宏觀經濟環境來說，我們預計發達經濟體今年普遍會陷入衰退，歐元區很可能與美國、英國同樣出現產出倒退的情況。不過，市場走勢早已反映對經濟變化的預期，所以隨着我們在投資領域發現更多亮點，投資者不宜在2023年減持套現。

長期債券避險可選

固定收益是2022年市況低迷的重災區，

但考慮到今年可能會陷入衰退，我們認為從短期來看，這類資產能夠為投資組合提供吸引的收益來源和分散投資風險。各國央行積極採取緊縮政策，而隨着通脹持續從高位回落，我們相信美聯儲的鷹派取態將有所轉向。由於我們預計今年經濟將會放緩，我們認為在短倉增加的情況下，市場對增長的擔憂有機會在債券價格上反映出來，所以我們開始對債券久期採取較積極的部署。

股票方面，我們仍然相信利率見頂已舒緩股票估值的一定壓力，並為股票帶來戰

術性的上升空間。環顧發達市場，與美國股票相比，歐洲股票可以看高一線。

歐洲股票看高一線

歐元區經濟出乎意料地持續向好，今年冬季天氣偏向和暖，未有導致能源危機，加上製造業數據勝過預期，估值亦有吸引力，這些因素都有利好作用，但經濟衰退隱憂仍不容忽視。相比之下，我們看淡美國股票，原因是企業盈利預期似乎仍稍嫌樂觀，加上美聯儲着手量化緊縮，流動資金減少或會對估值倍數造成更大壓力。

至於亞洲股市，鑒於經濟活動有望回暖，我們看好內地和香港兩地的股市。預計內地以增長主導的政策將提振區內市場氣氛，並有利個別板塊的表現。

兩地股市受惠復甦

在經過過去幾年的低谷後，我們相信內地股市和港股的估值具吸引力，加上經濟活動有望復甦，在政策與流動性的支持下，盈利有望上調。整體來說，在目前的周期性時刻，我們預計通脹將略為緩和，但仍要留意會否出現衰退跡象。（節錄）

財政預算案彰顯信心展現務實新氣象

張宏業 特許測計師、中國房地產估價師

時隔剛好一年，財政司司長發表2023年至2024年度財政預算案，也是新一屆政府任期內的首份。預算案結語部分的第223段指出：「香港人從來不怕挑戰。挑戰，催生出更大的創意與能力」。「在新時代、新階段、新征程上的香港，一定會更好！」新一份預算案以鮮橙色作為封面色調，寓意香港人需要創新求變，而第222段則反映了財爺的期望：「新一屆政府在行政長官領導下，全力以赴、積極實幹，帶來了新氣象，新面貌。」「香港的未來是機遇與挑戰並存，機遇大於挑戰。在中華民族偉大復興的新征程上，香港有着獨特而重要的角色，可以發揮難以替代的作用，我對香港的未來充滿信心。」

緊扣高質量發展成新亮點

作為中央政府任命的特區「司庫」，財政司司長確實展現了對未來經濟的無比信心，並把財政資源重新計劃，減少防疫、抗疫、扶企的開支，致力再大舉於投放香港未來發展。

筆者認為不少市民批評是次預算案減少

派糖，似乎有些短視。如何逐步把連續性的赤字預算案扭轉成為增長性勢頭，是特區財政方向最重要環節。市民和企業應該給些特區政府時間，畢竟花錢容易，創富困難。希望經過首半年復常期後，特區經濟會迎來實質性增長勢頭。

仔細分析，是次的撥款條例草案不乏新亮點，有着切實地、同步地緊扣中共「二十大」報告提出的關於高質量發展大方向的前進目標。如第46段說明：堅持以科技創新驅動發展；通過制度優化、政策革新以創造新動力；着力推動綠色低碳科技及產業發展，邁向綠色轉型。

預算案共同開拓新局面的篇章中，以數字經濟為總起，再分述數碼基建及數碼轉型。數碼基建惠及本地居民及企業，改善市民生活質素和便捷程度，並為企業經濟發展提供先進及更全面電信基礎設施，幫助企業趕上世界性電子商貿潮流，有助提高效率 and 減低經營成本。特別着力撥款五千萬加速推動Web 3（第三代互聯網）生態圈發展和加快創建虛擬資產，祈望吸引相關具潛質的新型企業落戶香港，落實新

一屆政府相關「招人才、搶企業」舉措為香港殺出創新道路。

綠色發展願景為創新賦能

這一篇章的另一個主要內容，聚焦把香港建設為國際綠色科技及金融中心的願景。推動綠色經濟以實踐可持續發展，是全球和國家重要課題。綠色經濟可以推動多種行業增長，包括金融、商業、專業、環保、認證行業，也是促進跨地區、跨國家交流和合作，通過綠色經濟合作大大加強粵港澳大灣區、「一帶一路」等等地方企業達至合作雙贏。

在創新創科領域上，第72段起具體性說明了在可見未來，特區政府勾勒出多個重要發展方向，包括生命科技及人工智能、微電子研發院、培育初創企業及新型工業化，為未來特區注入創新元素、創造新經濟力量。

作為國際性金融中心，財政司司長交代了未來迎接國際潮流的新方向和新高舉措。作為相關業界的一分子，筆者特別關注「家族辦公室」的未來發展。在預算案第

96段中，財政司司長重申為單一家族辦公室在香港管理的家族投資控權工具的合資格交易提供利得稅豁免，相關寬減將適用於2022年4月1日或以後起計的任何課稅年度。特區政府並且於預算案第97段中正式宣告實際地扶助和吸引更多家族辦公室落戶香港，包括未來三年向投資推廣會撥款一億元舉辦活動吸引它們來港，首項重點活動是預告3月底舉辦「裕澤香江」高峰論壇及開展相關人員專門培訓。

建設「機場城市」利好會展業

筆者特別喜歡旨在把香港國際機場發展成為不同經濟活動樞紐的建設「機場城市」的發展目標，以航空為核心，結合新發展和新功能，推動香港及鄰近地區的經濟增長。作為股東和營運協作者，香港機管局可以聯手珠海共建航空產業工業園，強強聯手、優質互補，推動兩地航空事業。「機場城市」有效地推動本地及鄰近城市尤其是珠海的會展、旅遊、物流、航運行業，不負中央交託的把香港特區建設成為國際物流、航運、會展中心的發展定

要增長點。

考慮到內地醫療健康行業的數字化仍處於早期階段，滲透率提升潛力巨大，筆者對於長遠前景持樂觀態度，但認為短期內不同品類的表現將出現分化。

隨着後疫情時代來臨，筆者預期線上處方藥將會回歸正常，部分疫情中激增的需求將回流到線下，2023年的增速會有所下降。線上非處方藥將繼續保持低雙位數的同比增長。

另外，考慮到線上滲透率已經達到高位，線上保健品的增長將依靠保健品行業帶動；醫療器械中消費類和疫情相關的器械將展現相反的趨勢：與疫情相關的需求將減弱，而消費類器械的銷售有望快速回升。筆者預計在線診療服務將迎來快速增長，短期重點更多地放在O2O整合和與藥品銷售的協同銷售，而非貨幣化。

內房迎償債潮 內房股勢受牽動

黃偉棠 時富資產管理董事總經理

自去年年底開始，內地對境內房地產進行再深層的整改計劃，這些問題根源自行業發展過熱，持份者由細心經營到大刀闊斧地不斷在增加債務/股本比例（由以前平均的1.08倍到最高峰時1.4倍）而觸發的債務危機。地產發展商紛紛透過債券市場發展獲取資金，這令行業能提供大量當時評為優質高息票之債券，有的息票甚至乎高達6%至8%，相比當時美債只有0.5%的回報變得十分吸引。加上內地保險業和銀行在這段期間也火速發展，很多基金經理及私人銀行客戶都爭相購買，甚至乎有一些更集中投放在數個著名發展商的債券，未有時間進行深入分析，而忽略其背後違約風險。

當債券市場穩定時，股東和發展商都希望將整個商業模式能繼續擴展開去，利用相對低成本的融資市場來進行更高風險回報的投資，這造成當時市場上超過六成最熱門之企業債都是由內房發展商發行的，而龍頭企業曾經更跟俄羅斯發行的國家債券總量不相伯仲，可謂債可敵國，一時無兩。

逾9700億內房債今年到期

可萬萬想不到的是，上述由於行業發展過熱引發的一連串後果，導致發展商連維持正常營運也遇上困難。雖然政府可利用公司法將那些不能自救的公司終止營運和進行清盤過程，但因這些巨企牽連甚廣，對上下游供應鏈影響甚大，將對國家經濟有很大衝擊。去年內房政策的微調雖然給發展商一個喘息機會，但今年房企將要面對另一個新挑戰。原因是幾年前發行的債券將有超過9,700億元人民幣於今年到期，相對去年只有350億元的量，大家更應注意。而第二季度和第三季度總和佔全年超過60%的份額，發展商在債市的一舉一動，都會直接牽連相關股價的上落。

分析內房債價格助利潤套戥

筆者在此建議，股票投資者可以根據該公司債券價格波動，來預測該股票在短期內之走勢。尤其可以根據公司發債時市場接受之情況或未到期債券價格之變化而作出對股價短期內的預測。散戶投資者亦可以在網上尋找這些相關債券交易價格的資料，此舉可增加自己投資分析工具，可從中尋找利潤套戥的機會。

位。

新一屆政府的首份財政預算案，正好具體化、財務化地體現行政長官2022年施政報告「為市民謀幸福、為香港謀發展的」宗旨，處處展現新一屆特區政府務實、有為、敢幹、敢承擔的作風，實在應該點讚。

筆者在多個場合收聽過財政司司長的官方或非官方發言，並且也閒聊過幾句，感覺他是一位務實、幹練、有心做事的官員。其實批評是容易，肯務實做事的委實不易。希望社會各界支持新財年的財政預算案，給予特區政府時間和空間。特區不能再蹉跎歲月，應上下齊心建設美好未來。在此特別引用預算案結語第223段作總結：香港的成功故事，一直有着大家每一位，未來亦需要大家繼續努力，成就彼此。

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。