

自主創新和國際化成中國生物醫藥行業驅動力

全球觀察

魯雲、唐雨欣 中銀國際研究有限公司

今年10月以來，由於政府對醫保政策釋放的積極信號，製藥和生物技術公司第三季度的業績在反腐運動背景下展現出的韌性，以及創新藥全球化的成功案列，中國生物醫藥板塊的市場表現有所回暖。

生物醫藥企業明年聚焦「三重點」

今年7月初，國家醫保局就《談判藥品續約規則》和《非獨家藥品競價規則》公開徵求意見。與去年6月發布的規則相比，儘管核心支付標準不變，但今年的新增規則使藥品醫保續約的價格降幅更加透明。今年11月初，國家醫保局工作人員公開表示，在創新藥上市初期將滿足企業盡快回收研發成本的需求，給予合理的價格回報。

考慮到政府對創新藥的持續支持政策、美聯儲加息結束後全球投資者的風險偏好情緒以及淨虧損大幅縮減帶來的盈利可見性提高，筆者認為內部創新能力、全球化視野和盈利可見性將是生物醫藥公司在2024年關注的重點。

(一) 收入提升和成本控制雙舉並措，提升盈利可見性。根據市場平均預測，中國領先生物醫藥公

司的平均收入將大幅增長，在2026年達到2022年的三倍以上。

與此同時，其平均研發費用率和銷售管理費用率將分別從2022年的89%和70%收窄至2026年的35%和32%。由此可見，中國生物醫藥公司的盈利前景將在未來幾年逐漸明晰。

(二) 國內和海外市場齊頭並進，新分子類型帶領創新浪潮。國內方面，多個創新藥有望在今年的醫保談判中取得進展，其中包括第三代EGFR-TKI抑制劑、BTK抑制劑、RET抑制劑、CDK4/6抑制劑、FcRn拮抗劑等重磅品種。筆者預計2024年創新藥獲批的節奏將進一步加快，其中自身免疫領域將迎來密集上市的第一年。

海外方面，今年10月底以來，多款國產創新藥在美國FDA接連獲批上市，意味着美國FDA對中國創新藥的註冊渠道仍舊暢通。此前的成功案列亦表明，在頭對頭試驗中展示出優效性和被納入美國臨床治療指南將是國產創新藥拓展海外市場最有效的途徑。筆者預計2024年將有更多中國創新藥在美國申報上市及公布評審結果。此外，2023年中國生物

醫藥對外授權交易的數目和金額都有顯著提高，截至目前已有超過35起1億美元以上的交易，其中10億美元以上的交易高達15起，出海前景可期。值得注意的是，今年與抗體偶聯藥物相關的10億美元以上對外授權交易達到7起，帶領了新一波中國醫藥創新的浪潮。

(三) 專注於海外市場和後期項目的生物醫藥外包服務商CXO，將在下行周期中更具韌性。中國CXO行業目前正處於估值底部，而今年三季度以來，基金重倉持股的比例有所回升，反映出當前生物醫藥投融資緊張和地緣風險有所緩和後的反彈潛力。筆者看好專注於海外市場和後期項目的領先CXO公司，因其在下行周期中更具韌性。

國際大客戶收入貢獻穩定

儘管受到新冠相關大訂單的擾動，中國領先CXO在今年上半年的非新冠收入仍然維持30%以上的同比增長。此外，全球前十大製藥企業的研發費用率長期穩定在19%至20%的區間內，因此以頂

級製藥公司客戶收入為主的CXO更加受益。

投融資環境改善海外收入佔比升

今年前10個月，中國生物醫藥投融資總額同比大幅降低46%，而全球總額則同比降低25%，其中9月份環比增長21%，釋放出海外投融資市場有所恢復的積極信號。與此同時，中國領先CXO的海外收入加權佔比也從2020年的67%上升至2023年上半年的73%。

中國領先CXO在手訂單增速在今年均有不同程度的下滑，其中處於臨床早期階段的項目數量有所減少，而後期階段的項目數量則保持穩定。筆者認為這與CXO的客戶在投融資緊缺環境下的策略轉變有關。

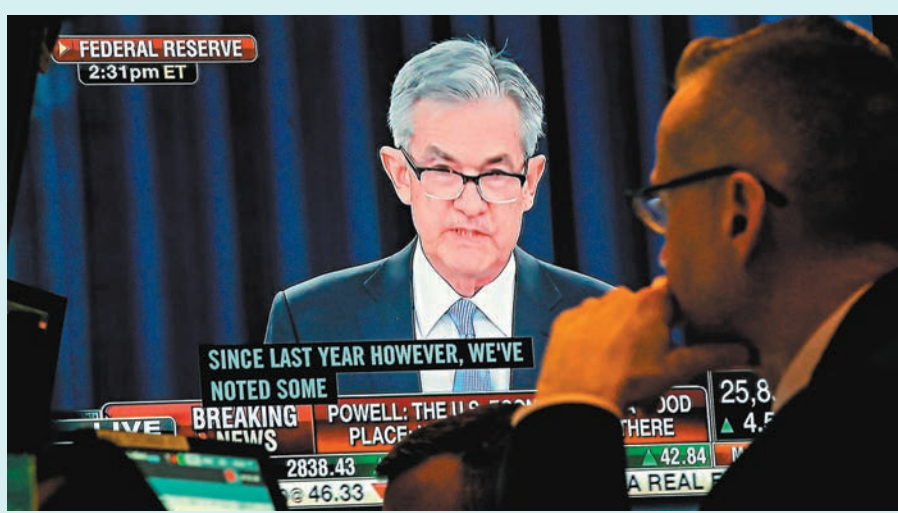
訂單增速放緩或影響早期項目

總而言之，儘管面臨種種挑戰，筆者認為自主創新和國際化仍是中國生物醫藥行業發展的主要驅動力，將支持領先公司穿越下行周期，實現可持續的增長。

加息止步憧憬未必能成真

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理



◆由於年初至今，不少人對於各地央行收緊貨幣政策的程度和速度，有着不合理的預期，最終這個落差化為投資損失，成為投資者積極追回報的誘因。
資料圖片

踏入12月份，全球市場的變化，與這裏之前的預測相當脛合。首先，外界對於通脹回落已有一定信心，亦明白央行官員有類似看法，才會願意在此前暫停加息，意味着加息周期實際上可能已經完結，只是這樣維持在較高利率水平較長時間，可以維持多久，才開始減息而已。

萬事俱備，只欠東風，故此，當美聯儲主席發言，對於收緊貨幣政策的立場軟化，投資者自然心領神會，12月可以大舉展開追落後和粉飾櫥窗之舉。

事實上，由於年初至今，不少人對於各地央行收緊貨幣政策的程度和速度，有着不合理的預期，最終這個落差化為投資損失，故此成為不少人在年底前，積極追回報爭表現的誘因。

完場前不宜冒險追回報

是的，若全年大部分時間已經勝利在望，甚至穩操勝券，早已經不用煩心，儘管有些人仍將會汲汲於利潤極大化的目標，但多數人的選擇是，當回報已屆一定水平，比正常時候明顯為多之時，便會得些好意須回手，把已經賺到手的，化為穩定的項目，以保存勝利的果實。

相反，若全年大部分時間落後，臨完場之前，必然是以較高風險的選項，盡可能追回部分失分，化腐朽為神奇。這種作風，不獨投資市場如是，運動比賽亦如是，簡單之是人性使然。的確，上述的投資者心理，符合近年學術界甚為得

寵的新貴，名為行為金融學，內裏有不少相關例子。

顯然，放諸當前現實，既然目前央行近乎是為較長時間在目前利率水平這一點背書保證，意味着不加息又不減息，外界一下子由原本尚在擔心加息未完，到如今似乎篤定明年3月便可減息，中間有個極大的空間，任人詮釋，便是多數人再展開爭戰之處，起碼未來一個月，會在此落墨最多最深。但起碼肯定的主題是，之前領漲的，例如美股中的科技股，有可能獲利回吐一番，資金換馬至落後的傳統股份，一如上周美股的表現一樣。

金價敏感 幣策轉向即創新高

同理，過去幾周已經醞釀着金價的突破，重返2020年所見高位2,075美元，並於近日升破，再刷新更高水平，這一點正好印證了，之前在此說過，每逢貨幣政策有重大轉向，金價都極為敏感，金融海嘯後的量寬開展前如是，近幾年急速加息打擊通脹如是，如今可能加息完成亦如是。至於油價方面，不難發現，早前說過，純粹從

產油國的整體利益而言，由於石油的需求價格彈性較低，原則是少賣一點，但同時賣貴一點，方可有較高的總收益。

減息未必馬上到位

然而，亦是在這裏不止一次說過，要不同產油國之間互相協調，大家都遵守，並不容易。近日所見，非洲國家出於本身利益考慮，就此問題有一定意見。此之所以，原定的限產減產決定，一來拖延了公布，二來亦非全面清晰進行，與此不無關係。無論如何，地緣政治若再升溫，相信仍有反彈，但基於全球各地經濟增長所限，需求面不支持油價持續高企。

總的來說，大家為今年追落後，也同時為明年作準備，參考年內市場與央行官員的期望每每落空，外界一下子估計馬上到位的減息，恐怕亦未必容易成事。

(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。)

亞洲金融中心掀競逐 香港優勢更勝一籌

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、大學資深講師

根據加拿大智庫弗雷澤研究所(Fraser Institute)最新編制的排名，香港在世界上最自由經濟體地位被新加坡反超，目前位居第二。

然而，在華爾街看來，在爭奪亞洲頂級金融中心競賽中，香港仍然佔據優勢。香港仍然是外資企業進入內地的首選目的地；而新加坡在東南亞經濟則相對較小：這個由10個國家組成的地區擁有6.8億人口和3萬億美元經濟規模，而中國則擁有14億人口和18萬億美元經濟規模。此外，根據PreqinLtd的數據，香港擁有亞洲幾乎一半的對沖基金經理。

一些已經移居新加坡的投資銀行家已陸續回流

香港，據一位業內高管透露，一家華爾街銀行已將曾離開員工中的一半調回香港，瑞銀集團(UBS)約有三分之一的團隊員工重新調回香港。

雙幣交易增港競爭力

另外，香港推出的雙幣交易有助於成為更好的金融中心。雙幣交易允許投資者在同一平台上進行不同貨幣交易，提供更大靈活性和便利性。這將吸引更多投資者選擇在香港進行外匯和跨境交易，增加交易量和市場活躍度。香港作為離岸人民幣(CNH)中心地位將因雙幣交易推出而進

一步得到提升，加強了香港在離岸人民幣業務方面的競爭力。雙幣交易可吸引更多投資交易和業務，促進更多資金流入香港，提升香港金融市場活力。

港資本市場「水源充足」

總括而言，在基本面上，香港有着「背靠祖國、聯通世界」的優勢，在地理、發展、機遇等都勝新加坡一籌。新加坡經濟體量相對較小，特別是資本市場，意味着在權益市場交易上無法與香港競爭。相信香港仍會是比新加坡更好的金融中心。

打造航運中心善用閒置用地可「兩不誤」

黃敏碩 註冊財務策劃師協會會長

體停用。

靈活應變覓地建屋是當務之急

官地連連流標，賣地收入遠低於特區政府預期，加上出入口量大幅削減，財政司司長陳茂波直言本財政年度赤字可能再一次超過十億元，難免令人擔心庫房是否有足夠銀彈支撐。大力開拓土地，基建規劃需放眼長遠和靈活應變，尋找土地來源不宜怠慢。未來十年的熟地供應，將有一半是來自「北部

都會區」和「明日大嶼」，特區政府數年前曾研究「貨櫃碼頭建屋」方案，葵青貨櫃碼頭及周邊土地面積接近四百公頃，位置優越，因應本港貨運業轉型，若把貨櫃碼頭搬遷到大嶼山，再利用原址建屋，最多可容納70萬居民，即使只取用部分土地，相信也是成本合理和較快速的安排。

貨櫃碼頭「轉場」利融入大灣區

筆者認為，貨櫃碼頭亦可考慮在大嶼山的港珠澳

開拓「一帶一路」無限商機 助力實現中國式現代化

史立德 香港中華廠商聯合會會長

中央政府駐港聯絡辦主任鄭雁雄日前出席「香港財經論壇2023」時分享指出，堅持國際化特色是香港揚名立萬的成功密碼、信心之源，作為商界人士，我對此深感認同。香港在「一國兩制」下，擁有「背靠祖國、聯通世界」的獨特優勢，可以在國家實現中國式現代化和深化改革開放的進程中，扮演「超級聯繫人」的角色，並在招商引資、商品貿易、突破科技封鎖和推動綠色發展等方面服務國家所需，並從中助開拓更多商機。

發行面向中東人民幣投資產品

首先，香港既是亞太區的國際金融中心，也是全球最大規模的離岸人民幣業務樞紐，可以為港資和內地企業的國際投資項目提供更多元化的融資渠道和選擇，並為境外人民幣資金池提供更豐富的投融資選項。具體而言，在「一帶一路」下，國家正積極拓展中東市場，香港可透過發行更多人民幣金融投資產品，吸引阿拉伯國家的投資，並讓當地企業來港上市。如此一來，將有助香港發展為伊斯蘭金融中心，並推動港商開拓總值約2萬億美元的清真產業市場。而在商品貿易方面，香港早已建立起一套與國際接軌的制度和市場標準。尤其是在商品、服務、檢測以及專業資格，均具有很高的國際認受性。未來中國品牌和產品可以借助香港在品牌發展的經驗、專業服務和國際口碑，走進東盟以至「一帶一路」市場。另一方面，「一帶一路」沿線國家及地區的企業亦可透過香港這個「跳板」，進軍內地龐大的內銷市場。事實上，廠商會今年先後訪問新加坡、馬來西亞和印尼，不少港企已與當地企業建立商務聯繫，為港商拓展東盟市場打下基礎。

力吸全球人才建國際創科中心

在科技發展方面，美國近年收緊對香港的科技出口管制，但歐盟和日韓等地未有跟隨，因此香港在引進先進設備及技術方面，仍較內地城市有優勢，加上香港擁有國際頂尖的科研實力，奉行簡單低稅制和具有國際化的生活和教育環境，可以吸引世界各地的科技企業和人才薈萃香港。

我們建議，未來香港可以在半導體晶片領域，繼續吸引全球頂尖的研發人才，並就晶片等戰略性物資的供應和輸港議題，加強與先進國家溝通，吸引海外的高科技公司來港投資設廠，以打造研發、製造和銷售高端晶片的完整產業鏈。這樣既可協助國家突破西方國家的科技封鎖，亦有利香港發展為「國際創新科技中心」，提升競爭力。

推動「一帶一路」可持續發展

最後，在綠色發展方面，國家正積極參與「一帶一路」沿線國家的基建項目，而香港作為亞太區內領先的綠色金融中心，我們可建立一個服務大灣區和「一帶一路」的碳交易平台，並向外輸出香港推動低碳的科技、經驗、綠色金融認證標準和ESG規範，既可協助「一帶一路」沿線國家和地區提升可持續發展的表現，並助業界把握綠色商機。

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。