

上银基金一周早知道|人口老龄化趋势下的医疗消费需求如何看？

主讲人介绍



纪晓天

上银基金权益投研部研究员

普渡大学学士，哥伦比亚大学硕士。擅长产业趋势研究，把握产业前沿动态，目前主要研究方向为医疗器械、消费医疗、美护。于 2020 年 6 月加入上银基金。

市场概况

上周大盘呈现震荡探底走势。上证综指下跌 6.19%，报收 2730.15 点；深证成指下跌 8.06%，报收 8055.77 点；创业板指下跌 7.85%，报收 1550.37 点。除银行板块上涨外，煤炭、电力、电信运营、家电、保险板块相对抗跌。建议持续关注防御能力较强的高股息板块，但对于其中位置相对较高的品种切勿盲目追高。

重点关注

1、美联储 2024 年 1 月议息会议解读

美国时间 2024 年 1 月 31 日，美联储 FOMC 会议维持利率不变。声明公布及鲍威尔讲话后，CMEFedWatch 显示，3 月降息概率由 55.4% 下降至 34.5%，但全年至少

降息 150BP 的概率由 61% 上升至 67.2%; 10 年美债利率日内大幅下跌 12BP 至 3.92%; 美元指数收涨 0.12%; 美股三大指数分别收跌 0.8-2.2%。

本次会议声明有多处改动，强调了双向风险正走向更好的平衡，为年内降息铺垫，但也强调在降息前美联储需要获得更多信心。重点包括：（1）在描述政策目标时，新增“委员会判断，实现就业和通胀目标的风险正在走向更好的平衡”；（2）在描述货币政策的评估框架时，调整为“即将到来的数据，不断演变的前景，以及风险平衡”，表述上更抽象，但强调了“风险平衡”；（3）新增“委员会预计，在降息前，还需要获得更多信心，以确认通胀能够可持续地走向 2% 目标”。鲍威尔讲话保持模糊，暗示不过早降息。整体来看，鲍威尔如期保持模糊言论。首先，关于降息并未给出详细的降息标准，也未表明本轮降息是否连续。不过，他提到 3 月就开始降息不是最可能的情形，暗示货币政策会保持一定耐心。其次，关于经济与通胀判断，他对于“软着陆”的态度似乎比此前表现得更加谨慎，强调美联储还没有宣布抗击通胀的胜利，尽管不太担心经济增长对通胀的影响。最后，关于缩表，他预告美联储将于 3 月会议深入讨论缩表问题，本次会议相关讨论较为有限。

对于首次降息的条件，美联储用了非常模糊的表述——需要“更大信心”，说明美联储首次降息的选择将具有较强主观性。美联储选择不过早降息，或是一种“定力博弈”。首先，美国经济增长较强，赋予美联储不急于降息的底气；其次，自 12 月议息会议以来，降息预期发酵令金融条件已经转松，进一步减弱了 3 月开启降息的必要性；最后，美联储与市场预期的博弈仍在进行。如果过早降息，那么市场很容易猜测美联储在之后的会议上会持续降息，全年大幅降息，美联储引导市场预期的难度会加大；美联储也可能有意隔离降息与缩表决策，防止市场对“流动性危机”的过度担忧；美联储保持定力，可以传递货币政策独立性。

对市场而言，美联储年内降息的方向仍然明确，近期博弈点仍在首次降息节点与全年降息幅度。在此背景下，市场“宽松交易”可能经历一定反复，但也不至于上演“紧缩交易”。若后续降息预期修正，预计 10 年美债收益率在 4% 左右震荡；美元指数保持相对稳定，但也取决于非美经济和政策变化，尤其关注日银会否进一步释放退出负利率的信号；美股估值环境相对稳定，但 4% 左右的 10 年美债利率，意味着标普 500 指数风险溢价接近 0，美股表现整体将更受益于盈利驱动。

2、证监会宣布，全面暂停限售股出借

1月28日，证监会进一步优化融券机制，沪深交易所同步发布相关公告。

优化融券机制，是对“以投资者为本”的理念的具体落实举措。证监会将进一步优化融券机制，具体包括：一是全面暂停限售股出借，自1月29日起实施；二是将转融券市场化约定申报由实时可用调整为次日可用，对融券效率进行限制，自3月18日起实施。沪深交易所同步公告，为进一步优化融券制度，经中国证监会批准，决定暂停战略投资者在承诺的持有期限内出借获配股票；通知实施前尚未了结的出借合约到期不得展期，自1月29日起施行。

全面暂停限售股出借，融券规模阶段性缩减，融券收益短期承压。2023年10月，证监会取消上市公司高管及核心员工通过参与战略配售设立的专项资产管理计划出借，并限制其他战略投资者在上市初期的出借方式和比例。包括融券端，将融券保证金比例由不得低于50%上调至80%，对私募证券投资基金参与融券的保证金比例上调至100%，发挥制度的逆周期调节作用。根据证监会数据，截至1月19日，融券余额较新规实施之初降幅达23.4%；战略投资者出借余额降幅更大，达到35.7%。此外，新规发布后存在高管战略投资者的新股上市，上市初期均未发生出借。此次全面暂停限售股（券商自有券源主要来自于科创板跟投）出借，一定程度上抑制了券商融券业务券源（23年6月末，中信证券融出证券规模236亿，华泰证券173亿），融券业务规模减少带来的对应收益预计将短期承压。

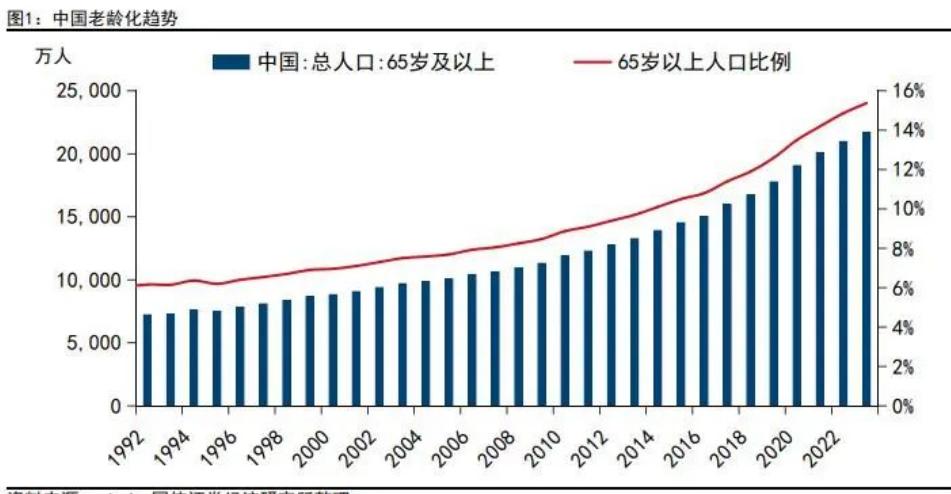
定价效率降低，突出公平合理。此前，投资者使用约定申报出借，出借的证券盘中可以实时到达证券公司，供融券投资者实时卖出，本次将转融券市场化约定申报由实时可用调整为次日可用，可降低融券效率，制约机构在信息、工具运用方面的优势，给各类投资者更充足的时间消化市场信息，营造更加公平的市场秩序。预计后续围绕上市公司治理、市值纳入央企国企考核评价体系、中长期资金入市政策将逐步出台。证监会2024年系统工作会议强调：①大力推动提升上市公司的可投性，完善上市公司质量评价标准，督促和引导上市公司强化回报投资者的意识，更加积极开展回购注销、现金分红；②推动将市值纳入央企国企考核评价体系，研究从信息披露等角度加大对低估值上市公司的约束；③大力推进投资端

改革，推动保险资金长期股票投资改革试点加快落地，完善投资机构长周期考核，健全有利于中长期资金入市的政策环境。

3、1月制造业PMI超季节性回升

1月份，PMI数据出现了超季节性回升。出口大幅回暖，在扩需求政策发力、假期消费和春节消费预期的带动下，国内制造业和服务业需求也出现改善。需求端的回暖进一步带动了制造业企业增多生产。不过，制造业价格仍然承压；地产低迷和基建偏慢导致建筑业景气度也出现超季节性回落；小型企业景气度偏低经济修复不均衡特征延续。从基本面来看，数据有边际改善，经济是在平稳修复的。但从市场表现来看，债市开盘大涨，股市景气度在开盘冲高后回落，市场调整还是与投资者情绪低迷、风险偏好偏弱有关。后续的关键是需要强有力逆周期调节措施落地以打破预期的负循环。地产方面，需求端、融资端均出台了更多稳增长措施，政策的落地有望打开行业修复空间。比如苏州、上海等地进一步放开了限购，再比如南宁、重庆等地已梳理出部分房地产项目“白名单”并推送至银行，此外，国新办新闻发布会强调要求“三大工程”尽快形成实物工作量。固投方面，化债背景下部分省份2024年固投目标增速较2023年下调，不过大部分省份在加大产业投资力度、建设现代化产业体系方面着墨较多，随着政策对制造业支持力度的增加，制造业投资有望担起更多带动扩大国内需求的任务。

每周一图 | 人口老龄化趋势下的医疗消费需求



资料来源：国信证券研究所

1、我国即将进入中度老龄化阶段

2022 年中国 65 岁及以上人口占比 13.7%，根据联合国人口署预测，2023 年占比将达到 14.3%，进入中度老龄化阶段，从 7% 到 14% 历时 23 年（2001—2023），2034 年占比将达到 21.6%，进入重度老龄化社会，历时 12 年。日本老龄化率从 7% 上升至 14% 历时 25 年（1970—1994），再到 21% 历时 13 年（1994—2006）。中国老龄化进展速度快，与日本类似，当前我国处于轻度老龄化社会向中度老龄化社会过渡的阶段，相当于日本 1994 年的水平，但历时要快于日本。中国与日本的人口结构及经济发展水平存在跨时空相似性，在人口增速、经济发展水平与老龄化等方面存在共通之处，因此日本的老龄化发展道路对我国具有一定的借鉴意义。

2、银发经济里的医疗需求

随着老龄化进程不断加深，老年性相关疾病的发病率不断攀升，对应诊疗需求也持续扩大。如眼病中，老年性白内障手术需求促进眼科服务和人工晶体市场增长；老年人因免疫力下降更易得 RSV、带状疱疹，带来 RSV 疫苗、带疱疫苗的需求；代谢疾病高发，带来降糖、降脂、降压及新一代改善型品种的需求；衰老带来阿尔茨海默病药物治疗和延缓衰老的“类保健”药品的需求。在经过治疗后，老年患者因为恢复慢、病情重，对应的康复需求也较为旺盛。

参考日本，我国医疗端的压力大，更需注重性价比。上世纪 70 年代，日本医药支付端陷入紧张，控费改革的初步降价开始，支付端压力倒逼日本第一梯队药企创新。80 年代日本实行每两年降价的控费改革，支付端压力再上一个台阶，推动日本药企集中度提升和头部药企进行创新，同时第二梯队药企开始发展。90 年代日本签订 ICH 协议，第一梯队药企率先开启国际化进程，构建全球竞争力。2000 年后，日本扩大 DPC，药品成为医院的成本端，第二梯队药企开始整合，为国际化储备研发实力。中国医药行业的发展背景与日本 70 年代至 90 年代具有类似性，医保支出不断提升“性价比”。我国医疗保险基金支出在 2022 年达到 2.4 万亿，逐渐上升的医保支出、人口老龄化对医保支出的“性价比”提出更高要求。2015 年开启的药审改革倒逼企业进行创新及国际化；同时医保局成立，带量采购于 2018 年正式开始，目前已经进行 7 批次；医保谈判逐步常态化。国家卫健委协调推进深化医疗卫生体制改革，如分级诊疗、医药分离、支付方式改革，拟订应对人口老龄化、医养结合措施。国家药监局牵头推动支付方式等改革，国家

医保局发挥购买者职能，通过医保谈判、带量采购等方式，提高医保效率。三者共同推动下，我国创新药占比预计将不断提升。创新药数据与国际接轨，引导产业升级。创新药研发思路往往是借鉴海外已经上市的“FirstinClass”药物，进行 fastfollow 研发。Fastfollow 模式对于药企本身来说，可降低研发风险，企业针对国内市场快速推进临床，填补中国市场用药空缺。但是进行 fastfollow 研发的问题是壁垒不高，因此国内药企对热门靶点会出现扎堆研发的情况，带来的后果是竞争格局恶化，研发内卷。同时叠加支付端压力，导致创新药在国内市场的价值大打折扣，企业的国内价值难以支撑估值，但后续 CDE 出台了相关文件，强调了创新药研发需要以临床价值为导向对药企的创新能力提出了更高的要求。我国创新药行业虽经历了一些曲折，但随着药企国际化项目的出海推进，2023 年海外 MNC 药企 BD 中国项目屡见不鲜，已验证国际上对中国创新药企的日益认可。

医保控费背景下，日本通过有效的定价机制控制了药品价差，同时通过药品加成率控制解决以药养医，引导处方外流。1992 年开始逐渐缩小批零差价和院外处方的股利政策，使得医院处方不断流到药局（只卖处方药）和药店（综合）。日本处方外流的背景是医院药品价差缩小，在院外处方费的激励下，处方外流区别于美国医院和零售药店两类终端，日本在处方外流过程中形成了院外保险药局的第三类终端，原因有二：一是与医院关系近的个人或企业受益处方外流的过程，日本前 20 大保险药局的股东大多为药剂师及药企背景；二是“处方”最核心点在于占用医保，换言之，外流的处方也应该在药占比的范畴内，因此，保险药局和零售药店的盈利模式本质不同。

日本药店行业的发展历经了集中度提升和加速处方药布局两大过程。中国药品销售模式与日本比较类似，且日本药店行业发展较为成熟，1980 年代开始连锁化发展，而中国药店自 2000 起开始连锁化，起步较晚，横向比较下仍有长足发展空间。因此，我们认为日本药店行业发展对中国企业有借鉴意义。中国零售药房目前同样在经历集中度提升及处方外流两大趋势，药事管理能力更强的头部药房有望优先受益。

风险提示：基金有风险，投资需谨慎。本资料中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成任何投资建议。投资人购买基金时应详细阅读基金的基金合同、招募说明书和基金产品资料概要等法律文

件，充分认识基金的风险收益特征和产品特性，并根据自身的投资目标、投资期限、投资经验、资产状况等因素选择与自身风险承受能力相匹配的产品。基金管理人承诺以诚实信用、勤勉尽职的原则管理和运用基金资产，但不保证基金本金不受损失，不保证基金一定盈利，也不保证最低收益。基金产品存在收益波动风险，基金的过往业绩及其净值高低并不预示其未来业绩表现，基金管理人管理的其他基金的业绩和其投资管理人员取得的过往业绩并不预示其未来表现，也不构成基金业绩表现的保证。我国基金运作时间较短，不能反映股市发展的所有阶段。行业、指数过往业绩不代表基金业绩表现，也不作为基金未来表现的承诺。