

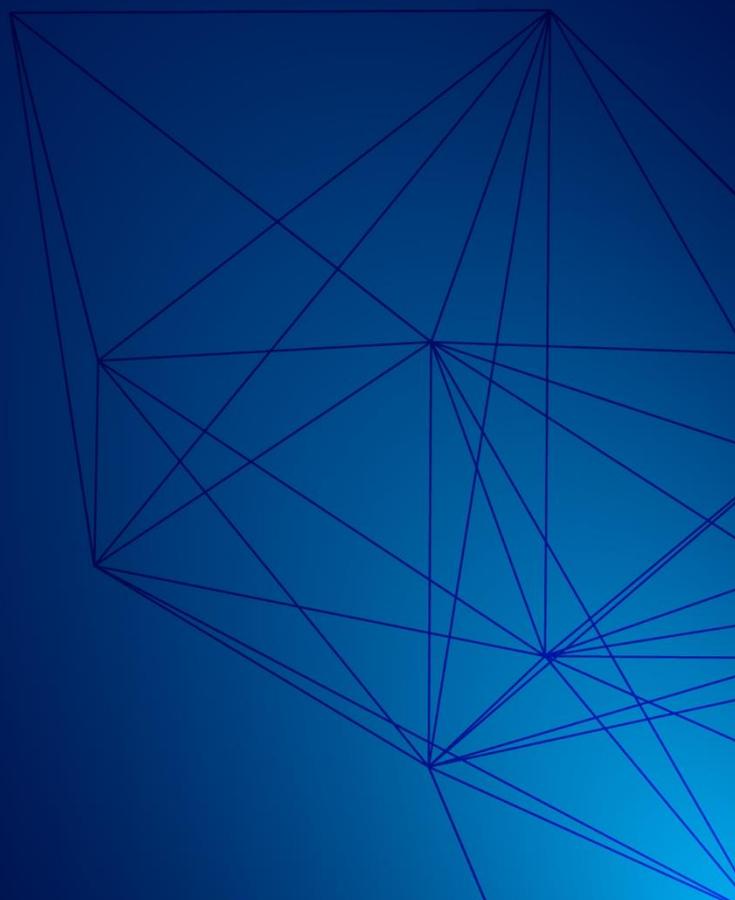


# 北大汇丰

PHBS FINANCIAL FRONTIER DIALOGUE

## 金融前沿对话

2019 年第 22 期 总第 33 期



**PHBS HFRI**  
北京大学汇丰金融研究院

主办单位：北京大学汇丰金融研究院

院长：海闻

执行院长：巴曙松

秘书长：本力

编辑：都闻心（执行）曹明明 何清颖 方培豪 朱伟豪

## 北京大学汇丰金融研究院简介

北京大学汇丰金融研究院（The HSBC Financial Research Institute at Peking University，缩写 HFRI）成立于 2008 年 12 月，研究院接受汇丰银行慈善基金会资助，致力于加强国内外著名高校、金融研究机构，以及知名金融学者之间的交流，构建开放的学术、政策交流平台，旨在提高中国金融理论与政策的研究水平，促进学术繁荣与发展，加强与政府决策部门的联系与合作，为政府决策提供参考意见，为国际金融体制改革和中国金融业的发展做出贡献。

北京大学汇丰金融研究院院长为北京大学校务委员会副主任、北京大学汇丰商学院院长海闻教授，执行院长为中国银行业协会首席经济学家、中国宏观经济学会副会长巴曙松教授。

## 美国宏观和医疗健康市场投资机会

### 【对话主持】

北京大学汇丰金融研究院执行院长、中国银行业协会首席经济学家、中国宏观经济学会副会长巴曙松

### 【特邀嘉宾】

美国汇盛金融首席经济学家陈凯丰

### 一、全球宏观经济周期情况

美国宏观经济增速下滑，2019年GDP预估增长2.0%，欧洲经济进入衰退期。目前总体看来，IMF、世界银行、各国中央银行以及政府数据显示，全球经济增长在放缓。就美国而言，2018年的经济增长大概在3%左右，2019年经济增长预计略低于2018年，亚特兰大联邦储备银行的实时美国经济增长情况显示其一季度增长率接近2%；而德国、意大利等国的制造业衰退，经济呈负增长；英国因为“脱欧”原因，目前经济也不景气，接近于零增长；主要的新兴市场经济体，包括俄罗斯、巴西和土耳其等，经济增长也接近于零或者负增长；另外，还有如阿根廷这样的国家出现巨幅降低的情况。总体而言，过去十年全球经济增长的扩张周期进入尾端。

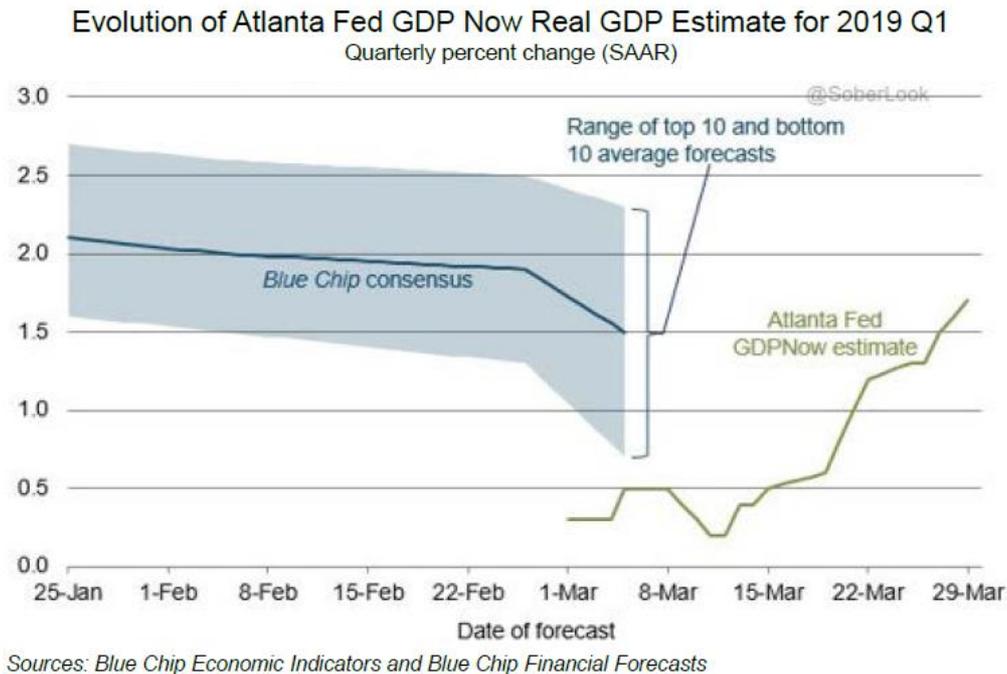


图 1

美联储在过去三年的加息和缩表已经导致全球流动性缩减。首先，美联储利息政策不断变动。美联储从 2016 年开始，三年加息 9 次，导致全球流动性降低。然而，2019 年 7 月 31 日，美联储在 9 次加息后第一次降息。此次降息可以改善市场流动性现状，但总体而言，现在市场流动性较之以前大幅降低。其次，美联储资产负债表政策在不断变动，简言之就是缩表。美联储每个月资产负债表减少 500 亿美元，已经由两年前位于峰值的 4.6 万亿美元降低到当前的 3.9 万亿美元；目前缩表已暂停，但资产负债表整体收缩了 1 万多亿美元，加之乘数效应，市场整体的资金供应减少巨大，导致全球的流动性萎缩。

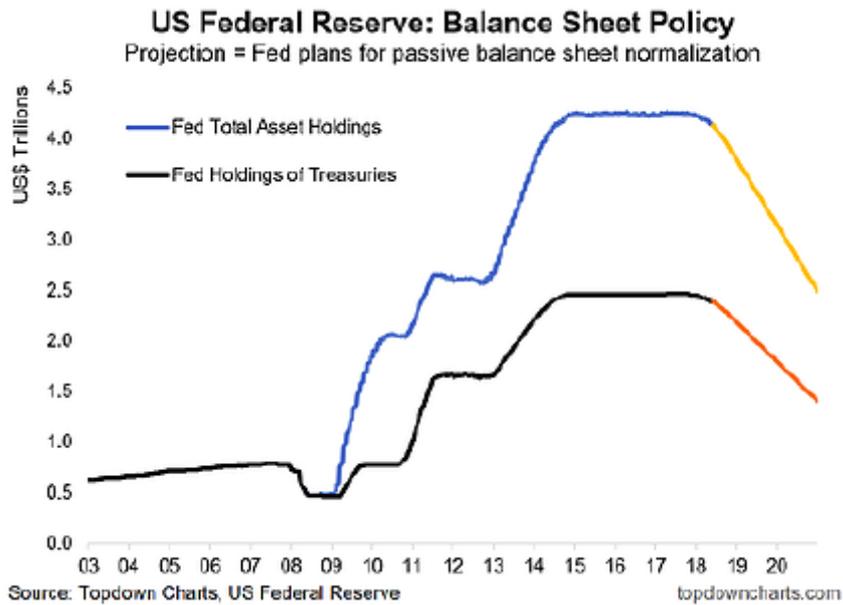


图 2

特朗普于 2017 年推出的减税法案生效，增加企业税后利润。美国这几年在进行大规模减税（从 39%降低到 21%），促进美国企业资金回流，监管放松，促进企业投资。减税对企业的利润留存和利润增加方面有大幅改善，但实际上，美国企业现在也将利润大幅度用于回购股票。例如，对于企业获得的现金流，包括税改后的新增盈余，高盛预估其中 54%将会用于企业成长投资，46%将会用于回购股票，发放股利等回馈股东（如图 3 所示）。美国企业在资本项目投入上大幅缩减，说明美国企业对于经济前景非常谨慎。我认为美国企业在观望贸易战的结果，然后决定下一步是否做资本项目的投资。



图 3

从标普成分股票来看，总利润环比增长 18%，银行业利润大幅度上涨，比如美国银行业在 2019 年第一季度的利润上升 30%；科技行业利润平均上升 20%，开始大量增加资本项下投入；能源行业平均利润上升 120%，美联储能源大会上提到全球新增原油产量将会主要来自美国。

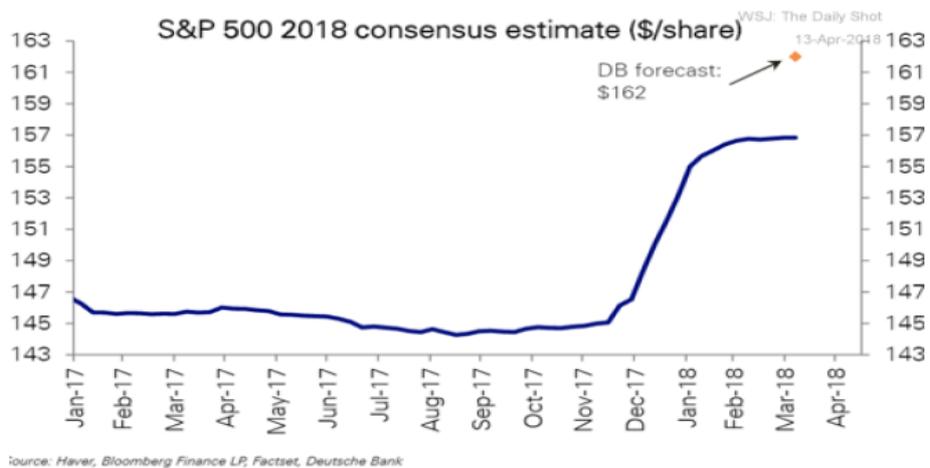


图 4

2019-2020 年将会推出大规模基础设施建设项目。美国基础设施建设已经被放入优先级，各个地方政府发行的属于“基础设施”开发的市政债券融资规模超过过去几年。结合政策导向和地方政府的财政实力，可预测美国的“四万亿”即将来临。美国的机场和道路等基础设施非常陈旧，美国有必要为应对经济放缓投资基建，但是政府用于基建投资的钱从何来，是个非常大的挑战。

特朗普的基础设施建设计划——2,000亿美金基建规划	
刺激项目	批准1,000亿美金用于奖励创新型基建项目方
乡村基建项目	指定500亿美金用于满足乡村基建需求
变革性项目	批准200亿美金用于交通、饮用水、能源、商业用地及宽带等板块的革新性项目
融资项目	拨款200亿美金用于扩大现有的基建融资项目，如TIFIA，RRIF，WIFIA，及USDA乡村公共事业服务
联邦资本周转基金	设置100亿美金的资金池用于联邦持有不动产的购买、建筑及翻新
公共用地和联邦资产	与基建相关的公共用地产生的收入、资本成本和维修费用的法律产生了变化
提升基建许可	新建了“One Agency, One Decision”的批准流程，缩减了基建项目的批准程序

图 5

## 二、为什么在美国投资医疗健康产业？

从整体宏观到具体行业，我们认为市场的投资机会或者可选择的方向在减少。可以选择一些能够减少对经济周期的敏感性，或者追求一些不太受经济周期影响的投资或受经济周期影响比较小的行业。因此，我们选择医疗健康行业，该行业确实受经济的波动性影响较少。

为什么我们在美国选择投资医疗健康行业？美国是世界上医疗占 GDP 比重最高的国家，大约 17.8% 的 GDP 用于医疗。从图 6 可

以看到，美国医疗情况比较特殊。1980 年左右，美国和全球各国的 GDP 中医疗占比较为接近，大概在 8%-9%左右，与法国、德国以及瑞士等的情况接近。但是近 40 年来，美国的 GDP 用于医疗上的开销迅速上升。比如，当前美国医疗占 GDP 为 17.8%，而 OECD 国家该比例平均是 9%。确实不可思议。

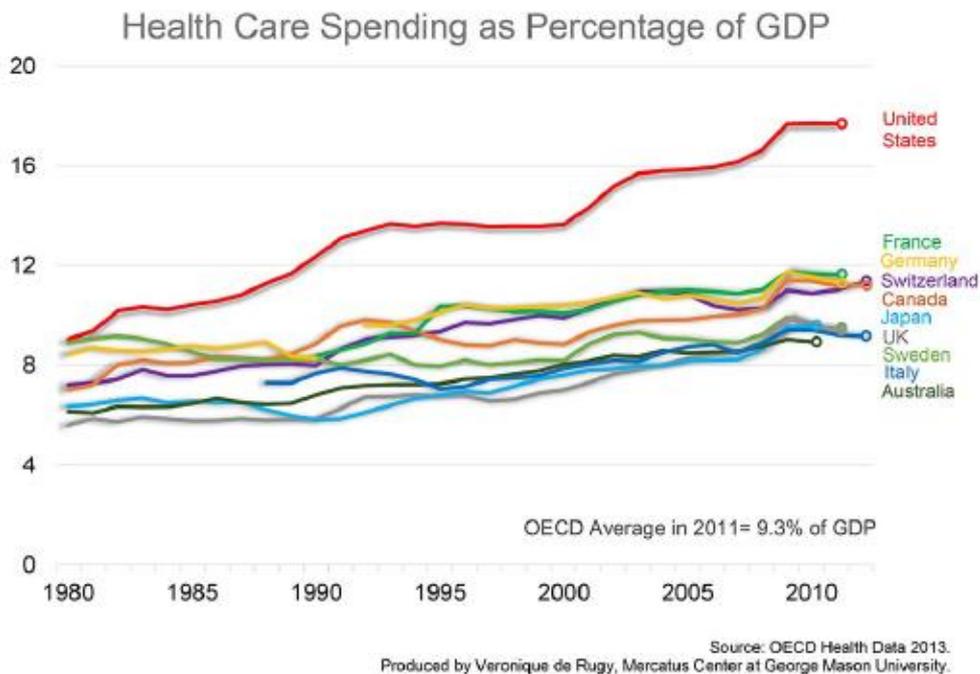


图 6

为什么美国的大量资源用于医疗健康产业？全球人均医疗花费最高的两个国家是美国和瑞士，这两个国家也是医疗健康领域最为领先的国家。从文化角度来看，美国人通常认为“对抗衰老和死亡是一场搏斗，而不是自然规律，绝不想放弃”。较之于欧洲和日本等国家，出现绝症的时候，病人通常会选择放弃或者寻求安乐死，但是美国文化从宗教角度来说，绝不放弃，所以在医疗上的花费远高于其他国家。另外就是游说，医疗健康产业的游说力量非常强大，国会很难改变。

比如奥巴马医改到现在还没有被推翻；克林顿、布什在任期都大力增加医疗服务覆盖范围。因此，游说力量导致了政府的投入不断增加。再者，医疗健康是一个对抗周期的投资。比如，即使出现金融危机，大家还是得看牙。同时，虽然目前美国医疗健康行业存在大量机会，但是风险也很大。

**医疗健康市场产业链投资的宏观机遇与挑战。**对于大型制药企业，最大的风险在于目前有大量的专利快要到期，可能造成企业未来收入的断崖式降低，其次是美国政府和国会不断要求企业降低药品价格。对于中小型医药创新企业，主要风险在于负现金流，估值过高，一旦药品研发成功，企业股价会翻倍很多，但一旦药品研发失败，企业的存续性可能出现问題。对于医疗房地产项目投资，比如医院诊所大楼建设，我认为人口增长红利方面还是为其带来了有很好的机会。

具体来看，近年来医疗市场呈现出以下几个特征：一是医疗市场面临成本控制的压力。2018年是过去46年来美国第一次出现年度药品平均价格下降的情况。

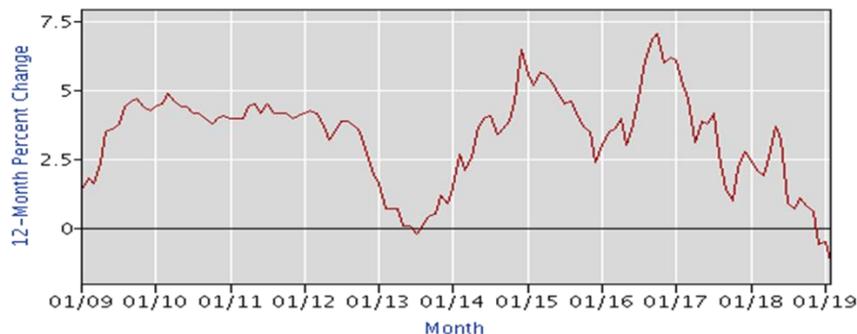


图 7

二是美股的医药上市公司整体回报大大低于标普 500 指数。随着

美国联邦政府、州政府和美国国会对医药价格的压力，美国大型制药企业的利润前景存在大量不确定因素，特别是监管风险。这也是为什么最近几年美国大型制药企业上市公司的股票回报非常一般，回报低于以标普 500 指数为代表的美股市场回报。我们不建议投资人高配美国大盘医药行业股票。

三是处方药物平均价格在 2018 年降低了 2%，属历史罕见。

四是住院服务费用价格水平增长接近于零，为过去四十年最低水平。这也反映了全球通胀很低，连医疗服务通胀都降到零。



图 8

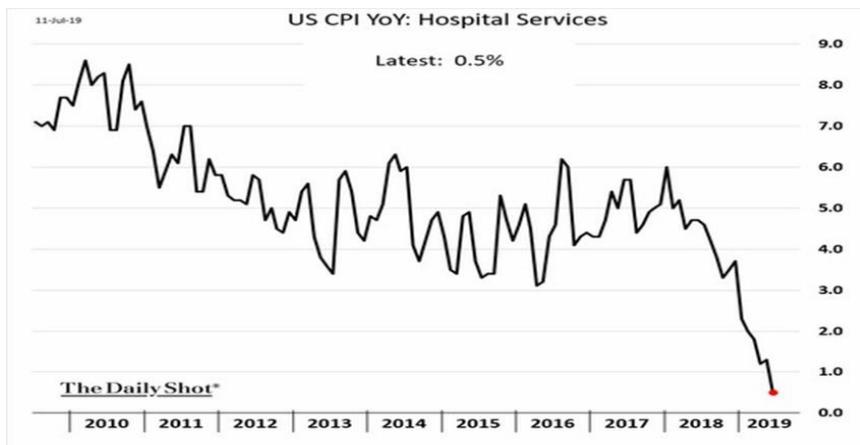


图 9

五是住院人数不断下降，门诊人数大幅上升。过去 20 年，美国发生了一个翻天覆地的变化：住院病人的总人数缓慢下降。也就是说，美国 3 亿多人口，总住院人数从每年 3 亿人次缓慢降低到 2 亿人次。但是，去专科的诊所门诊看病，或者是在手术中心做完手术回家休息的人数，从每年 2 亿多人次上升到了 7 亿多人次。可以说，现在综合性医院面临很大的问题，专科医院很有希望。因此，如果考虑医疗方面投资，要优先考虑专科诊所手术中心，尽量减少投资医院大楼。

另外，我感觉国内现在也有这个趋势，除了最顶尖的大型综合性医院前景很好以外，很多类似于美国的地区性医院，一些国内的县市一级综合性医院，可能在门诊人数上已经到达峰值，或者开始下降。同时，以后去专科医院，或者进行所谓专项手术等方面的人数会增加。

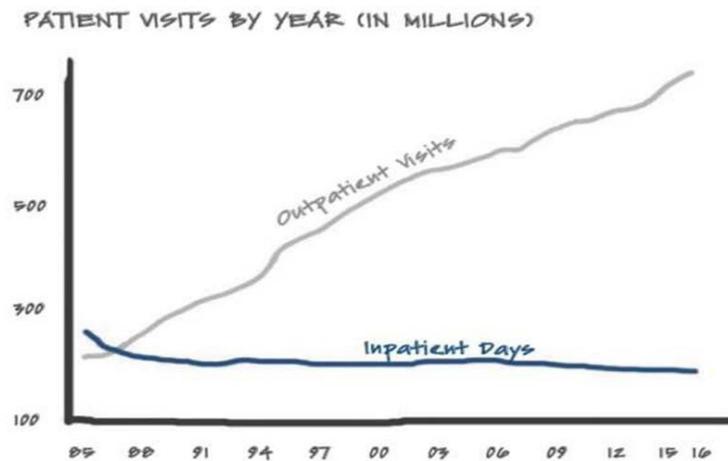


图 10

六是医疗行业的老龄化驱动。美国有一个说法，人在 65 岁之前

和 65 岁之后，其医疗费用各占整体的 50%，而且 65 岁之后，年龄越大产生的费用越高。因此，随着人口老龄化，医疗需求肯定在上升，跟医疗相关的医疗类地产现在交易规模也在逐渐上涨。同时，美国财政支出中的医疗费用占比还会不断上升，可能从目前的 5%~6% 上升到 9% 左右，会挤压很多其他支出。



图 11

七是医疗行业当前的“零售化”趋势，即逐渐远离医院作为枢纽的模式，转为走出医院进入社区的模式。比如，在社区中设立独立诊室、紧急护理中心、影像中心等，而且和手机或手表的 APP 联合，从而使大量医疗相关服务通过非住院的形式得到解决。独立诊室、紧急护理中心和影像诊断中心等宝贵的零售化医疗地产中激增。与此同时，与住院康复类病人相比，非住院型的营业收入最近显现了突破性的动力，住院设施垄断的日子已经一去不复返。另外，由于发达国家住院成本过高，住院型医疗增长会越来越缓慢，或者不断降低，主

要的增长会来自非住院型医疗服务的需求。因此，我们现在也专注于非住院型的投资，特别是专注服务非住院型的医疗物业，处于产业链上端，符合当前市场趋势，解决刚性需求。

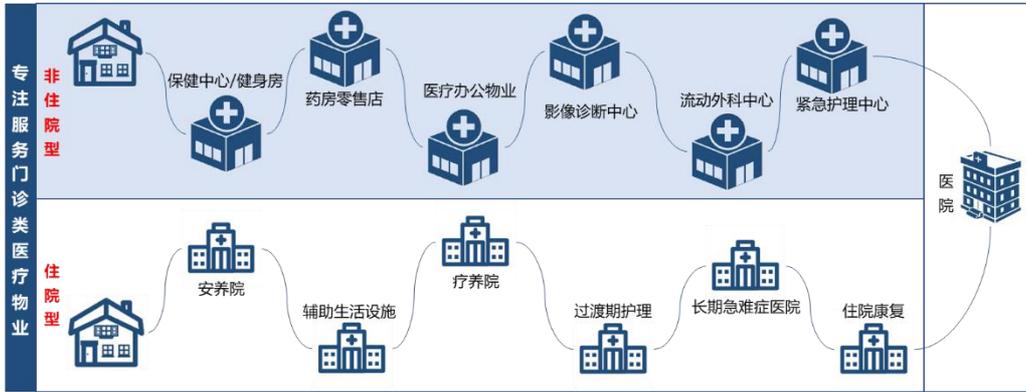


图 12

### 三、医疗健康产业投资的地域选择

根据我们的经验，如同在宏观上选择行业板块一样，医疗健康投资的地域选择也非常重要。

**医疗健康投资需要选择有人口迁入的地区。**美国现在的人口变迁非常大，例如卡罗莱纳、佛罗里达、科罗拉多、德克萨斯等州，即所谓的美国东南部和西南部的州，都是大量人口迁入的地方。这些地方的医疗健康投资机会很多，收益也很高。美国传统东北部中和西北部那些大量人口迁出的地方，包括康涅狄格、新泽西和纽约，不建议进行医疗健康方面的投资。特别是医疗需求最多的中老年人口大量搬离新泽西、康涅狄格和纽约等地区，而且他们等到快退休或者是退休以后，便搬到了东南部或西南部，把相应的医疗需求也带到那些地方。所以，投资的地域选择非常重要。

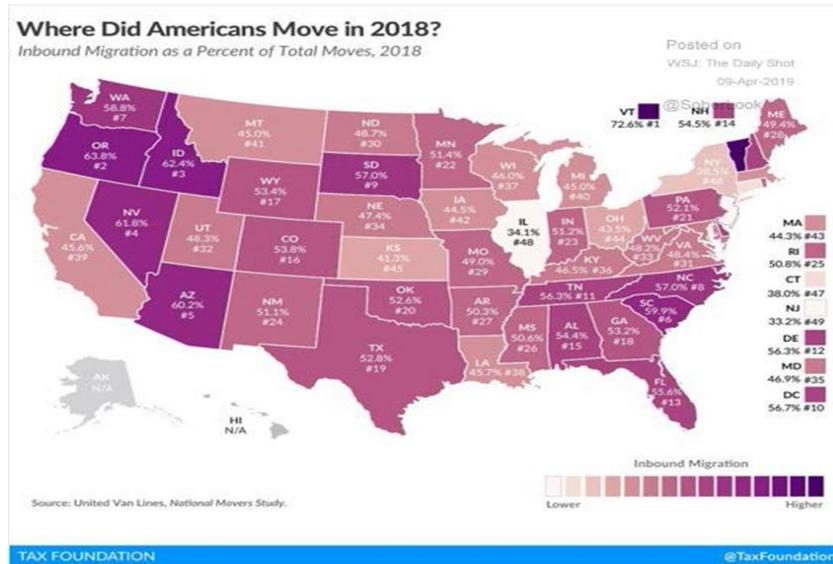


图 13

以北卡罗来纳州为例，它有大量的人口迁入，气候比较温和，适合居住，是美国人口自然增长和净流入很高的一个州；其次，北卡罗来纳州的税率比较低，同时也是美国现在的第二大金融中心，包括美国银行的总部、富国银行美国东部的运营中心、IBM、联想公司的美国总部等大量科技企业都设在了北卡罗来纳州。州内最大城市夏洛特的金融业总就业人口仅次于纽约，位居美国第二；最后，北卡罗来纳州是美国医学研究中心之一，拥有大量高质量的医疗资源，包括杜克大学、维克森林大学等大量医疗研究机构的实力非常强劲，同时也是美国科技创新的重镇，其科技三角区是美国东部的一大科技中心，其中有大量新兴的生物制药公司，如辉瑞、葛兰素史克、拜耳、诺华制药和独立实验室巨头 LabCorp 等。因此，我们认为北卡罗来纳州是进行医疗地产投资的一个很好的区域。

### 医疗物业地理分布

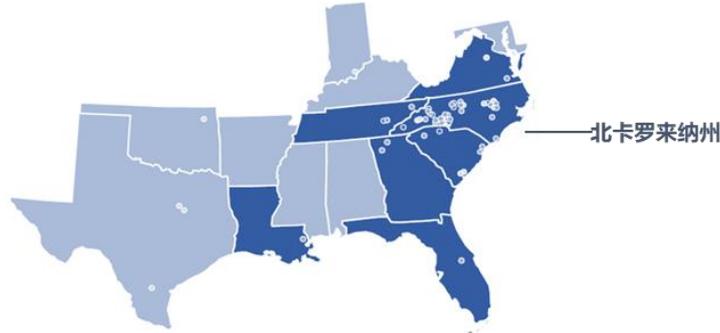


图 14

**目前的一些投资案例：**通过设立医疗地产基金的方式，以全资拥有或参股形式参与了 39 个医疗房地产项目，这些项目从其管理的 146 个地产项目中精选，遍布全美九个省，占地面积达 140 万平方英尺，市值超过 3.5 亿美元。该基金底层物业的租出率为 94%，有超过 150 家医疗机构租用其地产物业，平均租约为 7.66 年，因此可以产生稳定的租金收入。目前，该基金股权价值超过 8700 万美元，当前现金分红率为 5.5%。

**医疗房地产行业的收益和整体情况对比：**医疗地产基金的底层资产盈利主要来源于租金的现金分红与资产升值两部分。由于在 IRS 对 REITs 主体免税的先决条件制约下，REITs 需将当年 90% 的租金收益分配给投资人，所以医疗地产基金的投资人每季度初都可以收到上一季度的租金收入。另外，地产的升值部分主要来源于对底层资产的主动管理。一般情况下，根据美国的房地产业绩指数 NFI-ODCE，房地产投资的中长期资产增值在 4% 左右，现金分红为 5%。与之对比，医疗地产基金的资产升值和现金分红大约都为 6%，所以医疗地产的

回报比美国核心地产指数回报相对高一点。

**医疗房地产的三种投资策略：**第一种是核心或核心增值型，核心增值性是通过购买目前运营的医疗大楼或诊所大楼的医疗地产，进行管理，从而获取稳定收益。第二种是价值增值型，价值增值型是以相对较低的价格购买物业，进行大量装修、维护来升级物业。该投资策略的风险可能略高，收益也相对更高一些。第三种是开发型，开发型是完全主导购买土地、设计建造、租赁等全过程。该投资策略的风险是最高的，当然业绩也是最高的，因为它要从零开始建立整个医疗中心。



图 15

核心增值型案例——较低的风险及稳定的现金流。该地产的买家是杜克生命之点医疗公司（Duke LifePoint）。杜克生命之点是杜克大学的一家医疗公司和医疗生命之点公司的合资企业，给区域性的三级

中心提供医疗服务。该公司先购买现有的地产，然后全部出租给当地的一个社区医院，由于与杜克的生命系统相联系，从而提高整个医院的服务质量。

地产位置	470 Center St, Bryson City, NC
面积	11,160平方英尺
买家信息	 A Duke LifePoint Hospital
退出日期	2018年5月

- 该地产位于北卡罗来纳州与田纳西州交界处，是一个一层的，多租户的医疗办公建筑。该地产于2010年建成，占地0.59英亩。Flagship在2015年以285万美元的价格收购该地产的全部股权，并将该项目全部出租给斯温县社区医院（Swain Community Hospital）。
- 在Flagship持有期间，当地医疗系统被杜克生命之点医疗（Duke LifePoint Healthcare）系统并购，租户斯温县社区医院也进入了该医疗系统，成为了一家隶属于Duke LifePoint Hospital的医院，大大提高了斯温县社区医院的信用质量。

**主要买家信息** Duke LifePoint Hospital

杜克生命之点医疗公司Duke LifePoint是杜克大学医疗系统和生命之点医疗公司的合资企业，成立于2011年，旨在为北卡罗来纳州及周边地区的社区医院以及全国的区域性三级中心提供高质量的医疗服务。创新是杜克生命之点医疗公司的核心，不断创新并提供优质护理。



<b>\$2,850,000</b>	<b>4.5年</b>	<b>100%</b>	<b>\$3,300,000</b>	<b>12.26%</b>
初始总投资	持有时间	出租率	出售价格	净内部收益率

图 16

价值增值型案例——持有或出售皆可带来良好收益。该案例位于杜克大学附近的一个校园中，是一个相对比较老旧的诊所，通过购入改造的方式，入住率从当时的 50% 上升到 80%，直至上升到 100%，同时和美国老兵退休金合作，向老兵提供医疗服务。此外，还对医院本身做了升级，从地区性的医院升级成为全美的荣誉医院。

地产位置	3410 Executive Drive, Raleigh, NC
面积	17,500平方英尺
买家信息	
退出日期	2018年5月

□ 3410 Executive Drive是一栋两层的医疗建筑，共17,500平方英尺，位于北卡罗来纳州罗利市3410 Executive Drive的Raleigh校区杜克地区医院的校园内。该建筑建于1978年，占地面积约为1.53英亩，是医院园区内最后一小部分不属于医院的地块之一。该物业最初于2013年12月作为增值型机会而收购，当时入住率为50%。旗舰公司将该物业租赁稳定并将其注资至USAA合资企业，为投资者提供10.15%的净内部收益率。在管理和租赁物业后的3年内，杜克大学收购了该物业，允许他们与医院的长期战略计划一起控制该物业。第二次出售为投资者带来了32.03%的净内部收益率。

**主要买家信息** 

USAA为美国知名退伍军人保险公司，拥有97年的历史，为1240万名美国军官服务，持有2610亿美元的资产规模。该公司的穆迪评级为AAA，标准普尔评级为AA+。

杜克地区医院成立于1976年，与杜克大学医疗系统在1998年建立战略合作关系。杜克地区医院于2018年被US News & World Report评为北卡最杰出医院系统，自1989年至今每年被US News & World Report评为荣誉医院。



<b>\$1,970,000</b> 初始总投资	<b>7年</b> 持有时间	<b>100%</b> 出租率	<b>\$3,050,000</b> 出售价格	<b>14.45%</b> 净内部收益率
-----------------------------	-------------------	--------------------	----------------------------	-------------------------

图 17

开发型案例——绝佳的地理位置带来较高的升值空间。该案例首先寻找一个人口增长相对较快、有大量人口搬入、交通便利、地理位置不错、经济发展潜力比较好的地方购买土地，然后修建医疗办公楼，最后联系需要开业的医院诊所出租。整个项目进度非常快，一年多的时间内实现 100% 出租，收益率也不错。

地产位置	Toringdon Circle, Charlotte, NC
面积	14,565平方英尺
买家信息	
退出日期	2016年9月

□ 该地产位于南卡罗来纳州南部新开发的托林顿商务中心。该地块位于跨州485号高速和约翰斯顿大道交界处。Flagship团队在2015年发现该投资机会，经过缜密的勘察与研究，认为该区域属于新开发区域，人流量增速较高，具有非常大的经济发展潜力，遂在2015年6月购置该地块，并建成了一个两层共计14,565平方英尺的医疗办公建筑。

□ 在南卡蓬勃发展的市场和托林顿日益增加的消费需求的驱动下，Flagship决定将此项目定位为开发并出售的普通办公物业项目，及时的转型帮助Flagship获得了更高的利润，同时也体现了Flagship投资策略的灵活性。Flagship在14个月内建成并出售了所有的办公单元，为投资人带来了14.70%的收益。

**主要买家信息** 

RE/MAX是总部在美国的国际房地产公司。该公司于2013年上市，是全球排名第一的特许经营型房地产公司。公司在全球共110个国家和地区有超过12500名房地产经纪，房产销售量在全球排名第一。作为低固定成本且轻资产型公司，RE/MAX可以收购状况较好的房地产项目，从而提高公司的收入。



<b>\$2,258,416</b> 初始总投资	<b>1.2</b> 持有时间	<b>100%</b> 出租率	<b>\$2,694,928</b> 出售价格	<b>14.70%</b> 净内部收益率
-----------------------------	--------------------	--------------------	----------------------------	-------------------------

图 18

**房地产信托基金（REITs）与封闭式基金对比：**由于主要通过房地产信托基金投资医疗地产，我认为房地产信托基金与封闭式基金的对比比较重要。房地产信托基金是一个很好的投资模式，尤其它是永续的这一点很重要。对于大量的家庭或机构，如果他们进行中长期投资，就不希望有所谓的年限。因为对于封闭式基金，到投资年限以后，就必须要把所有的资产卖掉，把钱退给投资人，让大家交税，这对于很多投资人而言不是很高效率。通过建立永续式的 REITs，大家可以赎回或投入，让主体本身是永续的，这样在税务上比较节约。同时 REITs 只要把收益分出来就不用交税。封闭式基金每年需要交税，这样的话税务上确实比较差。最后，REITs 符合免税条件，就必须高分红，因而 REITs 分红远高于一般的封闭式基金，这也是为什么 REITs 结构在美国非常受投资人的欢迎的原因。

房地产信托基金 (REITs)	封闭式地产基金
<p><b>1 永续式基金</b> REITs即房地产投资信托基金，投资形式为永续式高分红基金。REITs较高的股利率提供给投资人比较好的抗风险抗通胀投资。</p>	<p><b>固定投资年限式基金</b> 封闭式基金有固定的投资年限，适合短期的机会性投资，不适合房地产这类长期性投资。</p>
<p><b>2 免税型投资主体</b> 根据美国国税局的规定，REITs至少将75%的资产用 房地产，经营业绩中至少有75%来自于房地产，且 的应税收入通过股息分配给投资人。在满足此条件下， 底层基金可以获得免税的待遇。</p>	<p><b>纳税型公司主体</b> 封闭式基金在投资收益分配或每次投资期结束时投资人 需要承担较高的资本利得税。从税务角度来讲税务有效 性较差，不适合长期持有性的房产投资。</p>
<p><b>3 高分红式基金</b> 由于只有REITs在90%的应税收入分配给投资人后 REITs才可以获得免税的待遇，因此资产管理人在管理 资产时有较大的动力选择现金分红。</p>	<p><b>无固定分红式基金</b> 房地产投资封闭式基金一般投资标的为机会型或少部分 价值增值型投资。投资风险较大，投资期限不确定性强， 存在。</p>

图 19

### 三、问答环节

#### Q1: 美国的养老地产面临哪些挑战？

**A1:** 我们的实地调查，包括访问，看了很多美国的养老地产，我们感觉美国的养老地产也面临很多挑战。最大的问题是成本特别高，商业化运行养老很不容易。因为养老不像医疗，特别是 out-patient 门诊，它的成本是可控的，如果每天晚上医生都回家，就不存在需要晚上在医院里面服务的问题。特别是在美国，养老分为所谓的一类二类三类，第三类养老需要一直陪护，因而人工成本非常高，所以养老商业化运作其实很不容易。我觉得美国现在也做了很多探索，养老这方面比较难做得很成功，这也是为什么我们经过了很很多的研究也没有决定进行投资。因为养老不像医疗服务那样从收入和收益到成本各方面都相对比较可控。

#### Q2: 如何选择医药股？

**A2:** 医药股核心还是要看它的创新能力。目前我觉得美国最大的问题就是医药股。大型医药股手头有大量的现金，然后创新方面投入乏力，大型医药股公司都在通过并购获得新药的渠道。具体来说，我觉得还是需要专业人士来选择。我觉得医药股本身光投赛道比较难，更多的可能还是对一些具体个股的选择，具体个股非常重要，比如中小创新企业有哪些新药有可能会通过 FDA 等。

本文根据北京大学汇丰金融研究院执行院长巴曙松教授发起并主持的“全球市场与中国连线”第三百期（2019年8月14日）内容整理而成，特邀嘉宾为美国海银资本首席策略官陈凯丰博士。

陈凯丰博士担任美国海银资本首席策略官，纽约金融论坛(NYFF)联席发起人，并管理全球宏观对冲策略，同时在纽约大学、纽约佩斯大学、西班牙巴塞罗那商学院纽约中心任教，并担任纽约大学专业学院院长兼职顾问委员会委员，教授理事会委员。

### 【免责声明】

“全球市场与中国连线”为中国与全球市场间内部专业高端金融交流平台。本期报告由巴曙松教授和王志峰博士共同整理，未经嘉宾本人审阅，文中观点仅代表嘉宾个人观点，不代表任何机构的意见，也不构成投资建议。

本文版权为“全球市场与中国连线”会议秘书处所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复印、发表或引用本文的任何部分。



**PHBS HFRI**  
北京大学汇丰金融研究院

