

医药小思 3：医药，能否穿越周期？

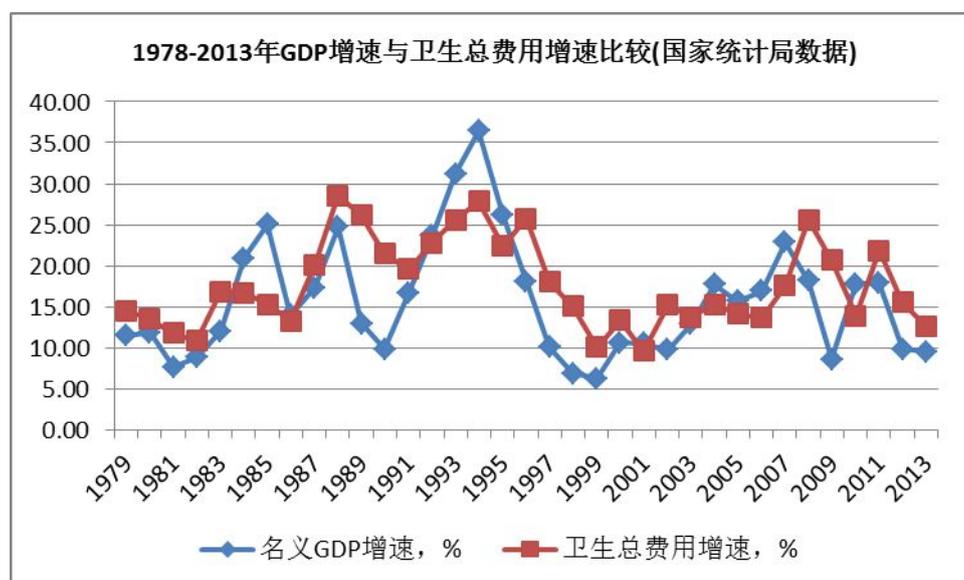
前按：经济下行、股市大跌，估计很多人想知道，医药到底能否穿越周期？今天，我们以国家统计局的公开数据为基础，来回答一下这个问题。当然，国家统计局并未公布医药行业的规模(注：你在其它地方也找不到这个数据，卫生部的跟国家统计局的一样，工信部的只有制药工业数据，商务部的只有医药商业数据，至于其它咨询公司，那都是拍脑袋猜的数)；但它披露了卫生总费用——广义上说，“卫生总费用=医药总收入”（同一笔钱，一个支出口径、一个收入口径而已）。我们下面的数据，基于这个基本假设。

I. 医药，也有周期！

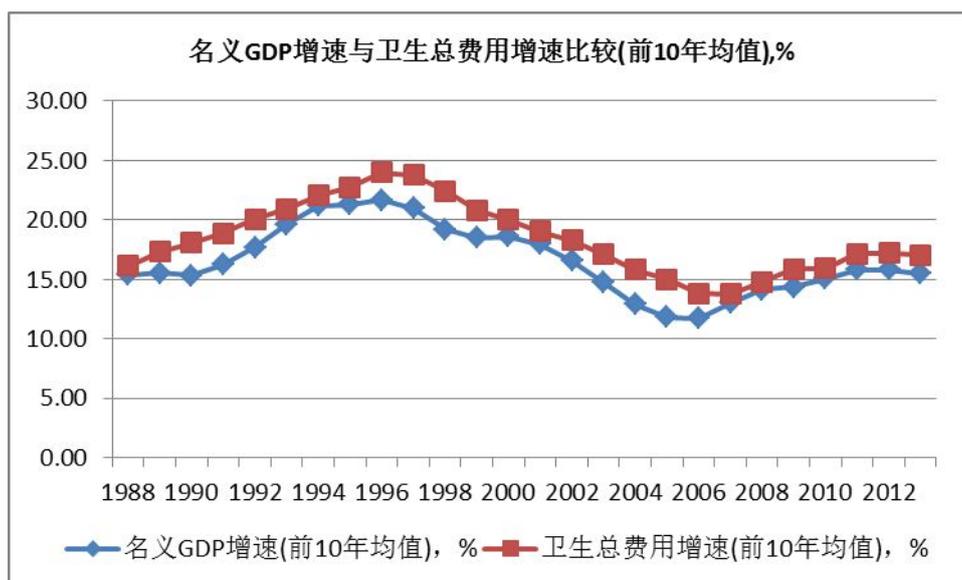
1978年，中国生产总值(名义GDP)为3645.2亿、卫生总费用110亿、人均GDP为381元、人均卫生费用未11.5元。2013年，GDP为568845亿、卫生总费用31669亿、人均GDP为41908元、人均卫生费用为2327.37元。

具体地说：1978-2013年历年名义GDP增速的均值为15.73%、标准差为7.06%；同期卫生总费用增速的均值为17.67%、标准差为5.26%；两者相关系数为0.63。

拉长看，医药行业体量增速确实高于GDP、波动也更小，但我们依然发现医药行业增速跟GDP增速高度相关（见下图，医药的波动性显而易见）。



当然，如果你嫌上面的数据混乱，我们也可以拉个10年均线来平滑一下短期波动。我们会非常吃惊地发现，GDP增速、卫生总费用高度一致！（只是增速比GDP增速高点而已）这回，你还觉得医药行业能穿越周期吗？



II. 小心，周期的滞后反映！

不过，从上面两图里，我们可以发现另一个有趣的现象：GDP 在 99 年见底、医药在 01 年见底；GDP 在 07 年见底、医药在 08 年见底。在 10 年均线图里也可以看到类似的情况。也就是说，医药的周期性貌似比 GDP 慢半拍（或者说，医药具有后周期的特性）。那么，这一直觉有无数据支撑？

我们把卫生总费用增速，分别前置 2 年（T-2）、前置 1 年（T-1）、后置 1 年（T+1）、后置 2 年（T+2）。上表，我们可以看到医药还是有显著的滞后：T+1 的相关系数比 T 的相关系数更高；而且，T+1 显著高于 T-1 的相关系数。

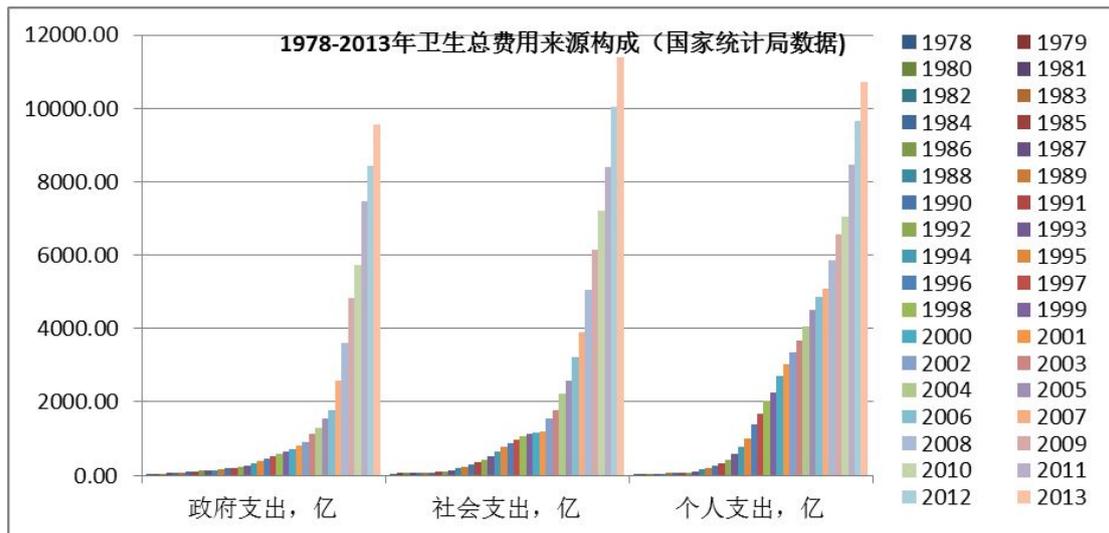
简单说，医药有着显著的后周期特性。如果你相信中国经济会下行，那你需要注意的是，医药行业或将以相似的幅度下行——只不过下行晚了 1-2 年而已！（虽然 A 股医药的 PE 长期 50-60 倍 PE，但其实 12 年医药行业增速一直在剧烈下行，以制药为例，11 年超 20%、14 年 14%、15 年估计也就 8% 左右、没比名义 GDP 增速好多少！）

| | 相关系数 |
|-----|--------|
| T-2 | 0.1382 |
| T-1 | 0.3123 |
| T | 0.6344 |
| T+1 | 0.6665 |
| T+2 | 0.4595 |

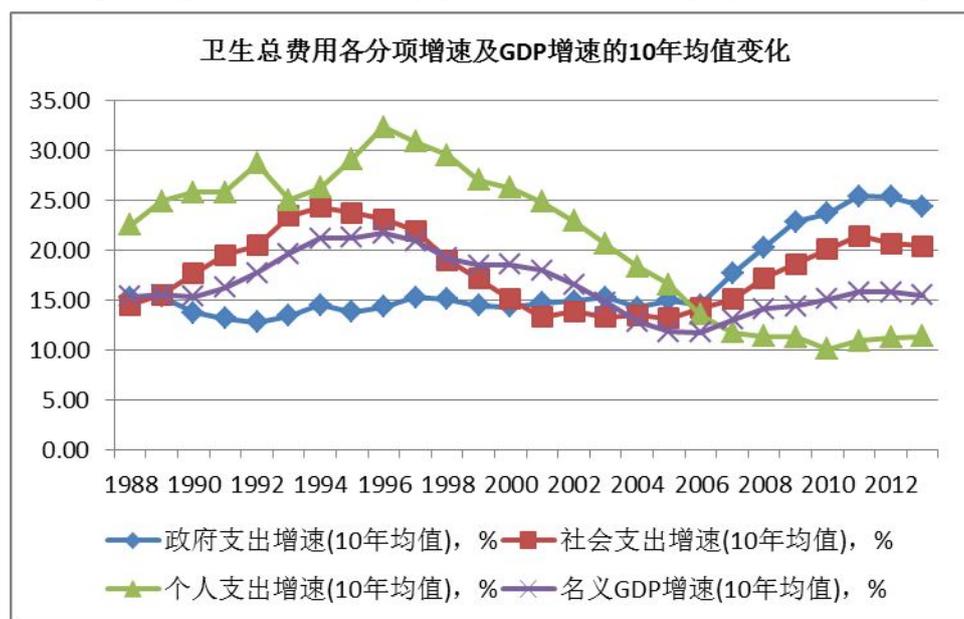
III. 周期，从何而来？

那么，问题又来了：医药周期性怎么来的？医药的后周期特性又是谁的贡献？

统计局数据里，卫生总费用由政府支出、社会支出、个人现金 3 部分组成，我们可以拉一下 1978-2013 年的数据，规模见下图：



可以看到之前个人现金支出是主力,最近10来年,社会支出、政府支出明显加快。我们还可以拉一下3块来源各自增速的10年均值变化(单年扰动太大、且我们希望看到的是大趋势,所以10年均值可能更合适)。可以看到:2006年之前政府卫生支出的10年均值一直徘徊在15%左右,但2006年起突然崛起,2011-2013年更是接近25%!个人卫生支出在1996年达顶32%之后,逐年下降,2006年更是长期低于15%!社会支出则介于两者之间波动。



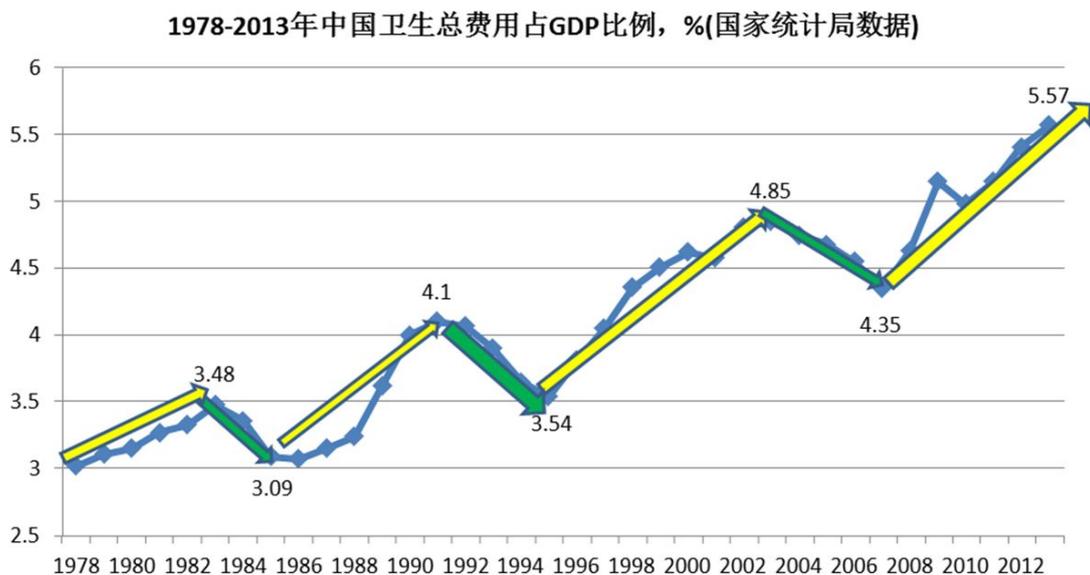
同样,我们可以拉个相关系数(见下表),我们可以得到下面几点信息:1. 分开来,社会卫生支出跟名义GDP增速的相关性好些(相关系数0.489),(这块跟企业盈利及薪酬等相关,跟经济更直接关系);2. 政府的卫生支出增速跟名义GDP增速相关性不高(相关系数0.267), (或因为医疗卫生涉及民生,政府有更多经济之外的考虑);3. 个人的卫生支出增速跟名义GDP增速相关性最差(相关系数0.208), (这个或是大家形成“医药无周期”错觉的重要来源,市场上普遍的观点认为,不管经济好坏、大家该吃药还得吃药)。

| | T | T+1 |
|---------------|--------|--------|
| 政府卫生支出VS名义GDP | 0.2669 | 0.2752 |
| 社会卫生支出VS名义GDP | 0.4888 | 0.4517 |
| 个人卫生支出VS名义GDP | 0.2084 | 0.1921 |
| 卫生总支出VS名义GDP | 0.6344 | 0.6665 |

分开来，政府、社会、个人的卫生支出跟名义 GDP 增速的相关性不强、也未看到明显的后周期特性，但合在一起，却表现出强得多的经济相关性(相关系数 0.634、远超各分项的相关系数)、而且表现出明显的后周期特性。

这是个有趣的现象，我还无法解释——至少从统计局的数据里，未找到答案。

附：不多说了，直接看图吧



——trithi, 2015.9.4