



2023. 2. 14 (화)

**meritz** Strategy Daily

# 전략공감 2.0

## Strategy Idea

BOJ 우에다 총재 임명의 역설

## 오늘의 차트

높은 인플레이션 국면, 통화량에도 주목하자

## 칼럼의 재해석

미국 Medicare Advantage 요율, 과도한 실망은 불필요

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

## Strategy Idea



▲ 글로벌 투자전략 - 선진국  
Analyst 황수욱  
02. 6454-4896  
soowook.hwang@meritz.co.kr

## BOJ 우에다 총재 임명의 역설

- ✓ BOJ를 중심으로 나타난 유동성 증가는 연초 이후 글로벌 증시 반등의 주요 배경 중 하나
- ✓ 12월 금리 범위 확대 이후 나타난 정책 불확실성이 BOJ발 글로벌 유동성 확대를 유발
- ✓ 새 총재 임명으로 단기에 완화기조 안정되면 불확실성이 유발한 유동성 효과 둔화 가능성

### 유동성 효과로 밸류에이션 중심의 상승세 나타났던 1월 미국 증시

1월 증시 반등의 주요 배경은

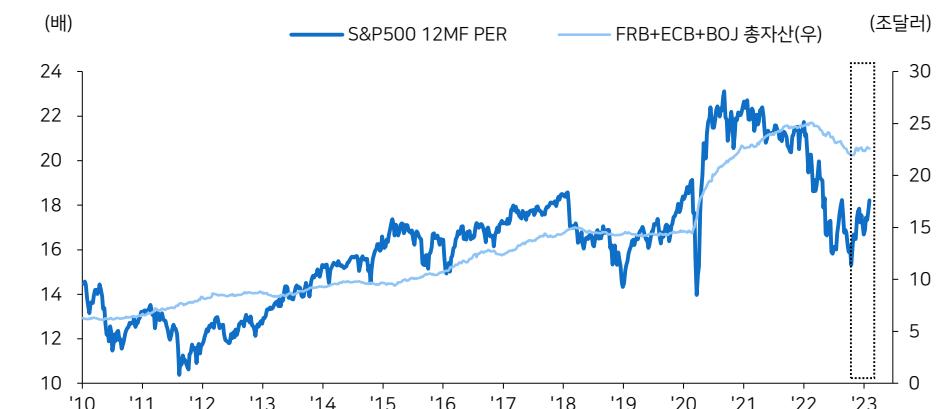
- 1) 통화정책 기대 선반영,
- 2) 유동성 효과

지난 1월 미국 증시는 4분기 실적시즌이 진행되는 가운데 실적 추정치 하향 가운데 밸류에이션 중심으로 상승했다. Global Catch Mind 2월호에서는 이런 현상의 주요 배경을 1) 디스인플레이션에 따른 통화정책 완화 기대감 선반영, 2) 유동성 효과 등이 작용한 영향으로 분석하며 밸류에이션 부담으로 1월과 같은 상승추세가 이어지기는 어렵다고 분석한 바 있다.

S&P500 PER과 글로벌 주요국  
중앙은행 총자산 규모 동반 상승

이중 유동성 효과의 배경에는 1) 1월 Growth 팩터의 아웃퍼폼, 메타버스, ARK, 블록체인 등 성장테마의 동반 상승과 2) <그림 1>과 같이 글로벌 주요국 중앙은행 총자산 증감 추이와 S&P500 밸류에이션 움직임이 동행하는 모습을 보았던 것도 있다. 작년 4분기부터 글로벌 주요국 중앙은행 FED, ECB, BOJ의 총자산 규모의 합이 증가하기 시작했으며, S&P500 12MF PER도 저점 이후 반등했다.

그림1 미국 S&P500과 주요국 중앙은행 총자산 규모



자료: I/B/E/S, 각국 중앙은행, 메리츠증권 리서치센터

FED, ECB의 긴축 가운데  
BOJ의 총자산 규모 증가가 다른  
은행들의 자산 감소분을 상쇄

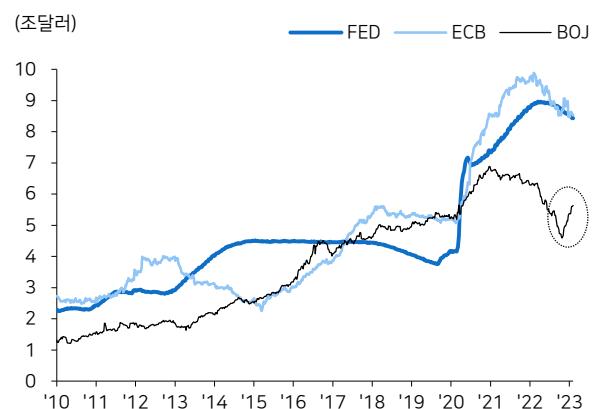
배경은 BOJ 정책 불확실성  
확대로 YCC 고수를 위한  
국채매입 규모가 커졌기 때문

### 글로벌 주요국 중앙은행 총자산 증가에는 BOJ의 기여가 큼

글로벌 주요국 중앙은행들의 총자산 규모가 증가한 중심에는 BOJ가 있다. 달러 기준 FED와 ECB의 총자산 규모는 긴축이 본격화된 작년 8월 이후 감소하기 시작했다. BOJ도 비슷한 추세였는데, 10월 저점 이후 반등하기 시작했다. BOJ 자산 속도는 FED와 ECB 자산 축소 속도를 능가했는데, 그 배경에는 YCC를 유지하고자 하는 노력이 있었다.

일본국채 10년물 금리가 작년 9월부터 금리 상한에 도달하기 시작했고, 12월 상단을 0.25%에서 0.50%로 확대한 이후 일본 YCC 정책에 대한 의구심이 커지면서 완화기조 유지를 확인했던 올해 1월 BOJ 회의 전까지는 한 때 일본 10년물 금리가 상한을 초과하기도 했었다. 일본은행의 YCC 유지에 대한 불확실성이 금리를 높였고, 금리 상한을 지키기 위한 BOJ의 노력이 이어지면서 최근 2년래 BOJ는 가장 많은 장기채 매입을 단행하였다.

그림2 달러표시 주요국 중앙은행 총자산: BOJ 중심으로 증가



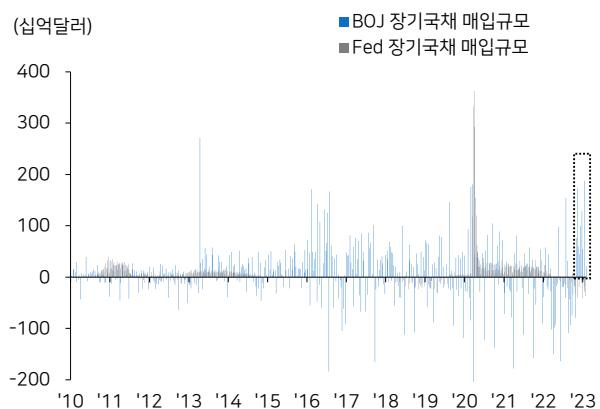
자료: 각국 중앙은행, 메리츠증권 리서치센터

그림3 일본 채권 금리와 일본은행 총자산



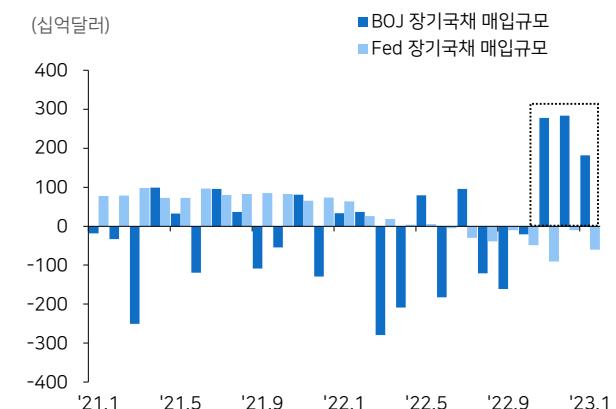
자료: Bloomberg, 일본은행, 메리츠증권 리서치센터

그림4 BOJ vs Fed 채권매입규모 비교



자료: 각국 중앙은행, 메리츠증권 리서치센터

그림5 작년말 이후 BOJ 장기국채 매입 규모 FED QT 능가



자료: 각국 중앙은행, 메리츠증권 리서치센터

BOJ 국채매입 증가로 늘어난  
유동성이 일본의 해외증권투자에  
영향을 주며 증시 반등 배경 중  
하나로 작용했을 가능성

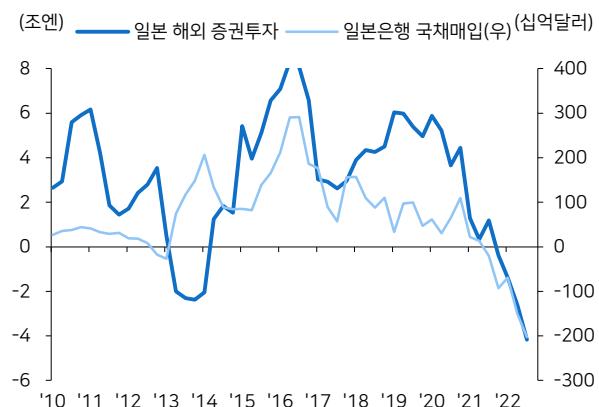
정책 불확실성이 커진 12월~1월  
사이 일본의 해외 순 증권투자  
증가가 집중

### BOJ로부터 늘어난 유동성이 글로벌 자산 가격 지지한 요인 중 하나라는 생각

변동성에 대응하는 가운데 BOJ가 채권을 매입하면서 시장에 유입된 유동성은 일본 외 지역의 자산 가격 지지에 기여한 것으로 보인다. <그림 6>은 국제수지 중 일본인의 해외 증권투자(portfolio investment)금액과 BOJ의 국채매입 규모를 비교한 차트다. 2010년 이후 시계열에서 두 데이터의 상관계수는 0.55로 일본인의 해외증권 투자 금액과 BOJ 국채매입 금액이 동행하는 추세를 보였다.

일본의 해외 증권투자금액의 12월 이후의 변화는 뚜렷하다. 11월까지 해외 순 증권투자금액은 -2.7조엔이었는데, BOJ가 국채금리 상한을 높이면서 통화정책 불확실성이 커져 국채매입 금액이 본격적으로 늘기 시작한 12월에는 -2,262억엔으로 그 폭이 축소되었고, 1월에는 +3.2조엔을 기록했다. 주간으로 보면 주식 채권 BOJ 변동성 확대 기간에 해외 증권투자 증가세가 뚜렷한데, 12월 BOJ회의 이후 1월 회의에서 완화기조를 확인하기 전까지 정책 불확실성이 가장 커던 기간에 해외증권 순매입이 집중되었다.

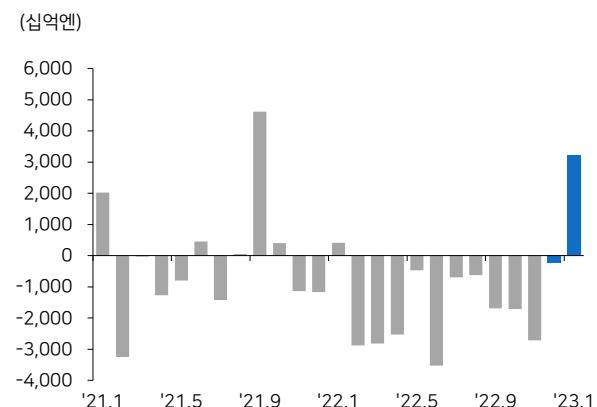
그림6 작년까지 일본 국채 매입과 해외 증권투자의 상관관계



주: 4QMA(4-quarter moving average)

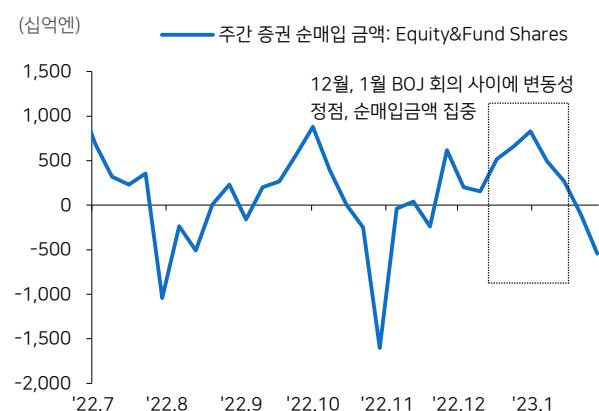
자료: 일본 재무부, 일본은행, 메리츠증권 리서치센터

그림7 일본 월간 해외 순 증권투자 금액: 12월부터 반등



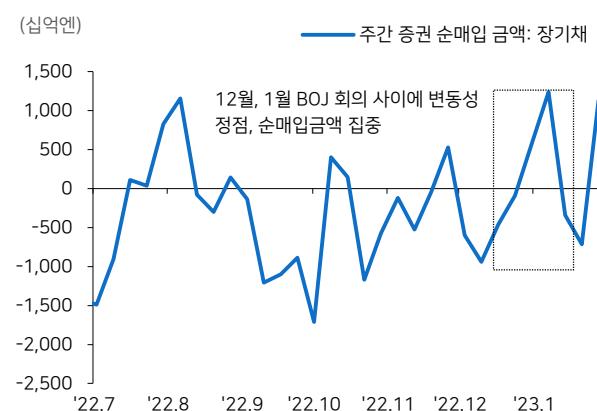
자료: 일본 재무부, 메리츠증권 리서치센터

그림8 일본 해외증권 주간 순매입금액: Equity&Fund



자료: 일본 재무부, 메리츠증권 리서치센터

그림9 일본 해외증권 주간 순매입금액: 장기채



자료: 일본 재무부, 메리츠증권 리서치센터

2월 14일 우에다 가즈오

신임 일본은행 총재 후보 인사안  
국회 제출 예정

## 우에다 일본은행 총재 후보: 시장은 dovish한 인사로 받아들이는 중

2월 14일 일본 기시다 총리는 우에다 가즈오 전 일본은행 심의위원을 총재로 임명하는 내용의 인사안을 국회에 제출할 예정이다. 인사안이 국회를 통과하면 우에다 후보는 4월 9일부터 신임 총재로 임명된다. 기존에 유력한 후보로 거론되던 아마미야 부총재는 대규모 금융완화에 기여했던 인사로 가장 dovish한 후보 중 한 명이라는 점에서 우에다 후보가 처음 거론되었을 때는 금리가 오르고 엔화 강세가 나타나기도 했다.

우에다 일본은행 총재 후보,  
'당장은 통화 완화 지속이 적절'

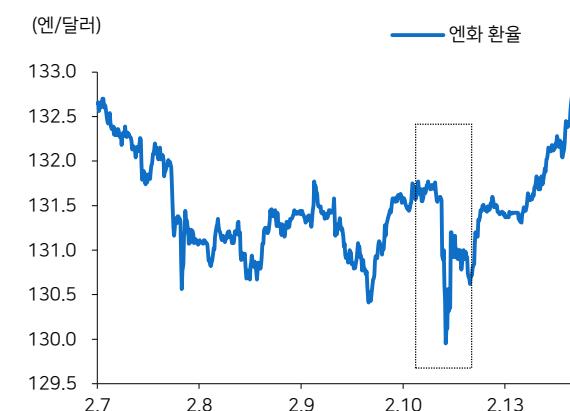
당일 해당 소식이 알려진 이후 우에다 총재 후보는 '현재 일본 상황을 고려할 때 당분간은 통화 완화의 지속이 적절하다'고 평가하면서 dovish한 스탠스를 보였다. 일본 정부는 대규모 금융완화의 출구전략을 모색할 인물로 우에다 후보를 지명했는데, 현지에서는 유연한 정책판단으로 점진적인 정책 정상화를 추진할 인물로 평가되고 있다. 이에 따라 잠깐 변동성이 커졌던 금리는 어제까지 하락 추세가 이어졌고, 환율도 절하되었다.

그림10 우에다 총리 후보 예정 소식에 채권



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림11 임명 얘기 나오고 채권 가격 움직임



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표1 우에다 일본은행 총재 후보의 주요 논문(피인용수 순)

논문명	저널	피인용수
The effects of the bank of japan's zero interest rate commitment and quantitative monetary easing on the yield curve: A macro-finance approach	The Japanese Economic Review	146
Japan's deflation, problems in the financial system and monetary policy	BIS working paper	143
The effectiveness of non-traditional monetary policy measures: the case of the Bank of Japan	The Japanese Economic Review	142
Tests of the equilibrium hypothesis in disequilibrium econometrics: an international comparison of credit rationing	International Economic Review,	130
Causes of Japan's Banking Problems in the 1990s	Crisis and change in the Japanese financial system	116
The bonus payment system and Japanese personal savings	The economic analysis of the Japanese firm	101
Deleveraging and Monetary Policy: Japan since the 1990s and the United States since 2007	Journal of Economic Perspectives	97
Institutional and regulatory frameworks for the main bank system	Economic Development Institute of the World Bank	81
Are Japanese stock prices too high?	Journal of the Japanese and International Economies	77

자료: Google Scholar, 메리츠증권 리서치센터

## 급진적 정책 전환 리스크는 완화, 다만 단기 유동성 효과도 약해질 것

급격한 통화정책 정상화보다는  
현재 완화정책과 긴축 전환 사이  
균형을 유지할 수 있는 인물

BOJ의 완화기조가 글로벌  
자산가격 주요 변수 중 하나라는  
점은 급진적 전환 가능성에 낮아진  
것은 하방 리스크 완화 요인

그러나 1월 중시가 BOJ 정책  
불확실성에 비롯된 유동성 공급  
영향이 있던 점을 감안

1월 추세가 2월에도 이어지기  
어렵다는 기준 견해 유지

기시다 일본 총리는 '너무 빨리 출구전략을 찾으면 금융시장이 혼란에 빠질 것이고, 아무것도 바뀌지 않으면 시장이 실망하게 될 것'이라고 언급한 바 있다. 현재 일본 정부가 정책 전환을 기다리는 시장과 현재 완화 정책을 고수하려는 집권당 사이의 균형을 잡을 수 있는 인물을 찾는데 주안점을 두고 있는 것을 알 수 있다.

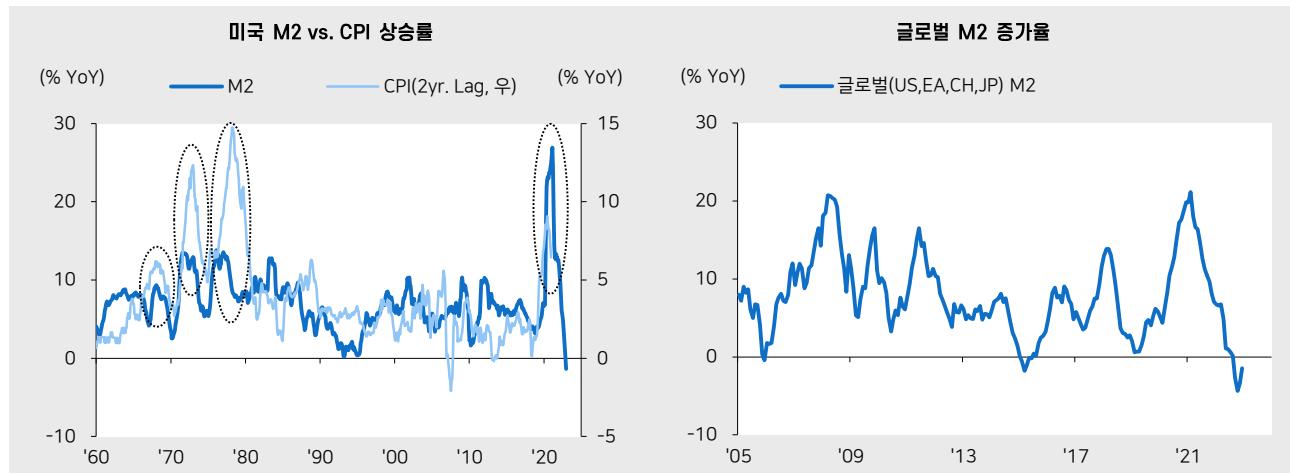
앞서 논의한 BOJ의 자산 규모 변화가 글로벌 유동성에 영향을 주었다는 점에서 일본 완화정책의 급격한 전환은 글로벌 자산 가격에 유의미한 부정적 요인이라는 생각이다. 특히, 벨류에이션 중심으로 중시가 반등했던 미국은 나스닥 중심으로 유동성 효과가 나타났었다는 점을 고려하면 일본의 정책 전환은 최근 시장 추세에서 미국 중시에 더 큰 충격을 줄 가능성이 있다. 그러나 이번 우에다 총재 후보의 성향상 급격한 정책 전환은 현실화되지 않을 가능성이 높다는 점에서 하방 리스크는 축소된 것으로 보인다.

그러나 단기 시계에서는 1월 중시가 급진적인 정책 전환 가능성을 반영하며 나타난 일본 채권시장 불확실성에서 유발된 BOJ의 유동성 공급이 영향을 주었던 것을 감안해야 한다는 생각이다. 일본 채권시장 안정은 오히려 일본발 유동성 공급 강도를 약화시키면서 1월 중시 모멘텀이 추세적으로 이어질 가능성을 낮출 것으로 보이기 때문이다. 따라서 이번 총재 후보 임명은 Global Catch Mind 2월호에서 주장한 대로 미국 중시의 1월 추세가 2월에 이어지기 어렵고, 쉬어가는 구간이 나타날 것이라는 기준 견해를 지지하는 이벤트로 판단된다.

## 오늘의 차트

박수연 연구원

## 높은 인플레이션 국면, 통화량에도 주목하자



자료: FRB, US BLS, PBOC, ECB, BOJ, 메리츠증권 리서치센터

통화량에 대한 주목도는 금리보다 낮음

BIS, 고인플레이션 국면에서 통화량과 인플레이션 상관관계 높음을 증명

통화량이 물가 상승 공통요인으로 작용하여 물가 자정작용이 없었을 가능성

통화량의 시장영향력에도 주목할 필요성

대부분 중앙은행은 금리가 주된 정책수단이다. 인플레이션을 통제하기 위해 연준을 비롯한 중앙은행들이 정책금리를 얼마나 인상할 것인지에 시장이 관심을 가지는 것도 그 이유다. 상대적으로 통화의 ‘가격’에 해당하는 금리에 정책 초점이 맞춰지다 보니, ‘통화’ 량에 대한 주목도는 낮다.

그런데 최근 BIS 연구는 통화량에 주목하여, 고인플레이션 국면에서는 통화량과 인플레이션의 상관관계가 높다는 것을 밝혔다. 연구에 따르면 32개 국가의 10년 전 대비 M2 증가율과 CPI 상승률간 상관계수는 0.98이었다. 미국으로 한정하더라도 비슷한 현상이 관찰된다. CPI 전년대비 상승률이 5%를 공히 넘는 구간에서는 과거 2년의 시차를 두고 M2 증가율이 높았음을 확인할 수 있었다.

물가상승률에 따라 국면 차이가 나타나는 이유는, 물가의 자정작용 작동 여부 때문이다. 인플레이션이 낮을 때는 물가 상승이 일부 품목에 국한된다. 따라서 해당 물품의 대체재 수요가 늘어나면서 가격이 조절된다. 하지만 인플레이션이 높을 때는 물가 상승에 ‘공통요인’이 존재하기 때문에 전방위적인 성격이 강하다. 그리고 이번 연구는 그 공통요인 중 하나가 통화량일 수 있음을 보여주었다.

나아가 통화량의 시장영향력에도 주목할 필요가 있다는 생각이다. 글로벌(미국, 유로존, 중국, 일본 4개 지역) M2는 지난해 9월 이후 전년대비 (-) 증가율을 지속하고 있다. 아직 시장은 다소 안정적이나, 유동성이 제약적인 상황에서 시장이 안정적인 것은 이례적이다. 따라서 통화량 감소로 인해 발생할 수 있는 일시적인 유동성 부족 상황과 그로 인한 일시적 환율 변동성 확대에 유의할 필요가 있다고 생각한다.

## 칼럼의 재해석

김지원 연구원

## 미국 Medicare Advantage 요율, 과도한 실망은 불필요 (Seeking Alpha)

최근 미국 주요 보험사들의 주가가 일시적으로 급락했던 현상이 있었다. 2월 2일 시가총액 순서대로 각각 UnitedHealth Group -5.3%, Cigna -3.8%, Humana -4.6% 전일대비 하락했다.

미국 보험청(Centers for Medicare & Medicaid Services)은 2월 1일 Medicare Advantage의 2024년 지급액 및 요율을 공개했다. 내년 요율은 약 2.1% 인상, 지급액은 2.3% 상승 예정이다. 다만 4월에 최종 발표되는 실질 요율이 통상 잠정치보다 높아진다는 점을 감안하면 좌절할 필요는 없다.

Medicare Advantage 시장은 꾸준히 확대되어 왔다. 2022년 가입자 수는 약 2,880만명으로 전통 Medicare가입자 수에 가까워졌다. 시장침투율도 48%까지 지속적으로 상승했다.

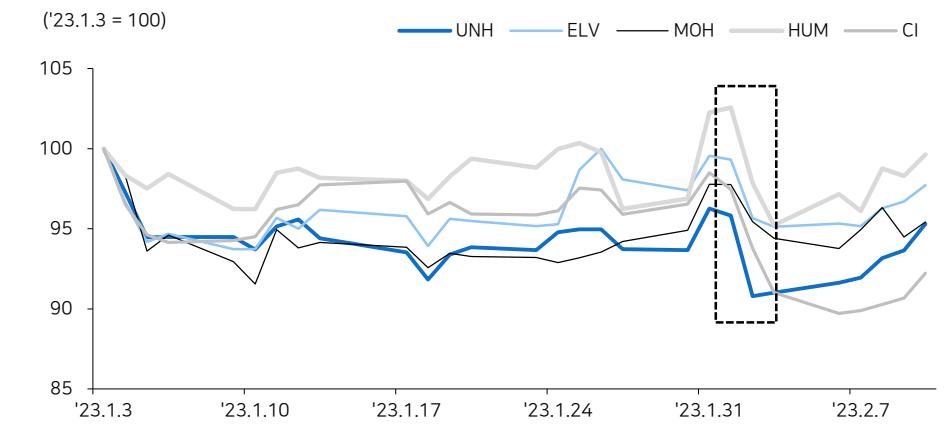
또한 소수 보험사들의 시장점유율이 80%를 넘어가고 있다. 코로나19 특수효과가 줄어들더라도 상품구조상 1) 높은 보험료, 2) 낮은 지급금, 3) 상대적으로 적은 보장 범위 이점을 가지고 있는 한, 보험사들은 Medicare Advantage 판매 규모를 늘리려고 할 것이다.

## Medicare Advantage 요율 잠정치 발표

Medicare Advantage  
요율 잠정치 발표 이후  
주가 급락

최근 미국 주요 보험사들의 주가가 일시적으로 급락했던 현상이 있었다. 2월 2일 기준 시가총액 순서대로 각각 UnitedHealth Group -5.3%, Cigna -3.8%, Humana -4.6% 전일대비 하락했다. 대표적 사회보장제도 중 하나인 Medicare Advantage의 요율 잠정치가 시장 예상보다 하회했고 이에 따라 내년 연간 수입 증가율이 1.03%로 다소 실망스러운 수치가 제시되었기 때문이다.

그림1 CMS의 Medicare Advantage 요율 발표 직후 주가 급락

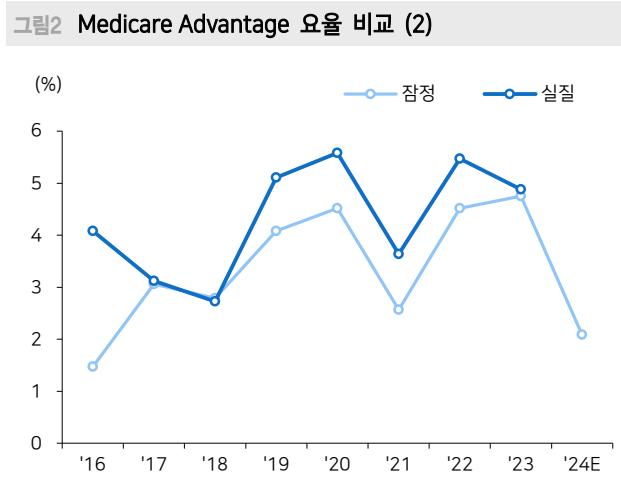


자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

미국 보험청(Centers for Medicare & Medicaid Services)은 현지시간 기준 2월 1일 Medicare Advantage의 2024년 지급액 및 요율을 공개했다. 내년 요율은 약 2.1% 인상, 지급액은 2.3% 상승 예정이다. 지난 5년간 발표된 요율 잠정치가 평균 약 3.6% 임을 감안할 때 낮은 수준이다. 다만 4월에 최종 발표되는 실질 요율이 통상 잠정치보다 높아진다는 점을 감안하면 좌절할 필요는 없다.

표1 Medicare Advantage 요율 비교 (1)			
(%, %p)	잠정	실질	(diff.)
2016	1.47	4.08	2.61
2017	3.06	3.12	0.06
2018	2.79	2.73	-0.06
2019	4.08	5.11	1.03
2020	4.52	5.58	1.06
2021	2.57	3.64	1.07
2022	4.52	5.47	0.95
2023	4.75	4.88	0.13
2024E	2.09		

자료: CMS, 메리츠증권 리서치센터



자료: CMS, 메리츠증권 리서치센터

## Medicare Advantage 시장의 성장성과 집중도

### 행위별수가제 채택

### Medicare Advantage (Part C)

Medicare는 통상 65세 이상 미국 시민권자들을 위한 연방 차원의 건강보험이다. 일반적으로 Original Medicare라고 부르며, 파트 A와 B로 구성되어 있다. 파트 A는 입원진료, 가정건강관리, 호스피스 진료 등 병원제공 서비스에 적용하는 병원보험이다. 파트 B는 의사진료, 외래환자진료, 앰뷸런스 등 진료(외래 포함)에 적용하는 의료보험이다. 구성에도 알 수 있듯, 행위별수가제를 채택하고 있는 프로그램이다.

### 표2 Original Medicare와 Medicare Advantage의 차이점

구분	Original Medicare	Medicare Advantage
의사 및 병원 선택	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Medicare 받는 전국 병원 모두 가능</li> <li>- 전문의 진료시 의뢰서 불필요</li> <li>- 공동보험비(coinsurance) 적용</li> <li>- 본인부담금은 메디케어 승인 금액의 20%</li> <li>- Medicap 이외 본인부담금에 연간 한도 없음</li> <li>- 매월 파트B 보험료 부담</li> <li>- 파트A</li> <li>- 파트B</li> <li>- Medicap</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 서비스 네트워크 내 소속된 병원만 가능</li> <li>- 전문의 진료시 의뢰서 필요 경우 존재</li> <li>- 본인부담금 규모 다양</li> <li>- 매월 파트B 보험료 + 플랜 보험료 부담</li> <li>- 본인부담금에 연간 한도 있음</li> <li>- Medicap 가입 불가</li> <li>- 파트A</li> <li>- 파트B</li> <li>- 파트D (메디케어 약품 보장)</li> <li>- 일부 부가 혜택</li> </ul>
비용		
보장		

자료: US Department of Health &amp; Human Services, 메리츠증권 리서치센터

이에 파트D까지 포함한 Medicare Advantage의 경우, 사실상 거의 전 의료 행위를 포함하게 되는 것이기 때문에 보험사 입장에서는 보험료 수입 확대 기회를 노릴 수 있는 좋은 시장이다. 추가되는 의료 행위에 비례하여 비용 상승과 보험료 인상이 가능하기 때문이다.

### Medicare Advantage 시장의 성장성

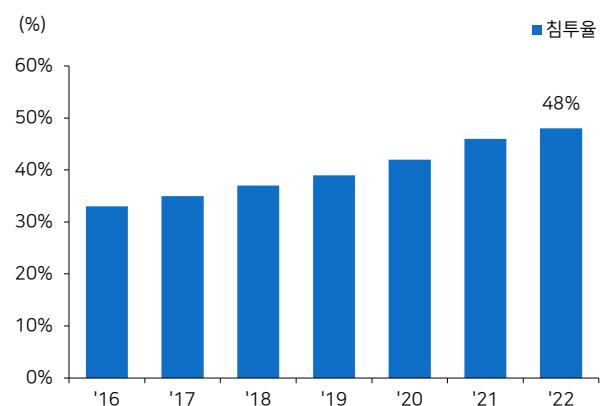
실제 Medicare Advantage 시장은 꾸준히 확대되어 왔다. 2022년 가입자 수는 약 2,880만명으로 전통 Medicare 가입자 수 2,900만명에 가까워졌다. Medicare Advantage 적격 대상자 가운데 실제 가입자를 나타내는 시장침투율도 48%까지 지속적으로 상승하며 시장의 성장성을 보여주고 있다.

그림3 Medicare Advantage 가입자 수 추이



자료: USC Schaeffer Center, 메리츠증권 리서치센터

그림4 Medicare Advantage 시장침투율

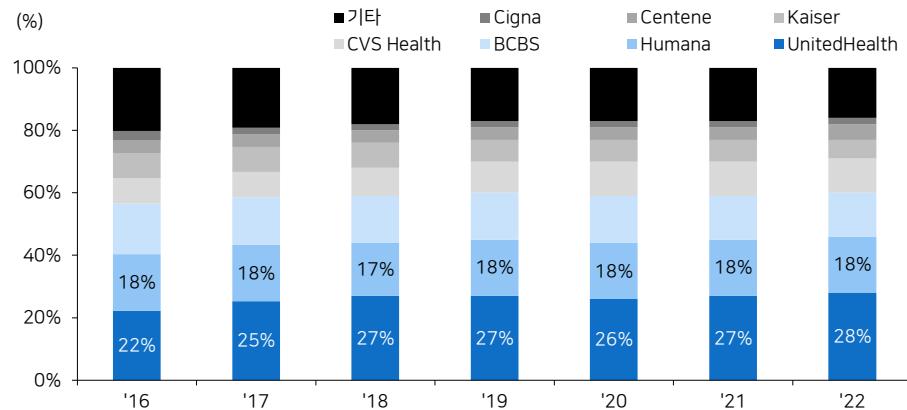


자료: KFF, 메리츠증권 리서치센터

#### Medicare Advantage 시장의 구조: 높은 집중도

또한 해당 시장은 다년간 소수 보험사들이 견고한 시장 지위를 유지해왔다. 2022년 기준 HHI지수값 약 1,490으로 고도로 집중된 시장까지는 아니지만 일부 보험사들의 시장점유율이 80%를 넘어가는 모습이다. 시장 집중도의 수치가 과거대비 꾸준히 상승하고 있다는 점은, 증가하는 Medicare Advantage 가입자 수를 확고한 시장 지위를 보유한 일부 기업이 흡수할 가능성이 높다는 점을 의미한다.

그림5 MA 사업자 시장점유율 추이



자료: KFF, 메리츠증권 리서치센터

#### 일시적인 급락일 뿐 향후 하방경직성으로 작용 가능

물론 시장점유율이 높아질수록 매년 발표되는 요율에 대한 변동성이 클 수 있다는 양면성을 내포하기도 한다. 하지만 코로나19 특수효과가 줄어들더라도 상품구조상 1) 높은 보험료, 2) 낮은 지급금, 3) 상대적으로 적은 보장 범위 이점을 가지고 있는 한, 보험사들은 Medicare Advantage 판매 규모를 늘리려고 할 것이다. 또한 기존에는 가입할 수 없었던 말기 신장 질환 환자들도 최근 가입 가능해지면서 더 많은 가입자 풀을 확보할 것으로 예상된다.

이번 CMS의 Medicare Advantage 요율 발표로 단기적 주가 급락이 있었다. 그러나 해당 시장의 성장성과 구조로 볼 때 이번 급락은 일시적일 뿐이며, 향후 유사한 이슈가 있더라도 하방경직성으로 작용할 것으로 보인다.

**원문:** *UnitedHealth, Humana take hit on low Medicare Advantage payment increase for 2024*