



2023. 3. 21 (화)

**meritz Strategy Daily**

# 전략공감 2.0

## Strategy Idea

CS AT1 자본 상각의 이해:

대마불사 경계한 준비된 G-SIB 정리과정

## 오늘의 차트

미국 인플레이션 기대 둔화세 지속

## 칼럼의 재해석

Humana의 Group & Specialty 라인 종료 의미

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

## CS AT1 자본 상각의 이해: 대마불사 경계한 준비된 G-SIB 정리과정

- ✓ G-SIB 관리의 목적은 1) 주요 은행 부실/도산 가능성 축소, 2) 도산시 시스템 충격 최소화
- ✓ 크레딧스위스 정리 과정에서 AT1 상각은 구제금융 사용 최소화의 예정된 과정
- ✓ AT1 상각에 따른 연쇄 부실 피할 확산 예방책 대비되어 있음. 시스템리스크로 확대해석하지 않아도 될 것이나, G-SIB 파산 절차 진행 가운데 변동성 구간 통과중임은 인지할 필요

### 금융위기와 지금의 차이는 부실 은행 정리 체계가 갖춰져있다는 것

금융위기 이후 글로벌 은행 규제  
당국은 G-SIB 선정 및 관리

금융위기를 겪고난 뒤 2011년 이후 국제기준 제정기구인 금융안정위원회(Financial Stability Board, FSB)와 바젤은행감독위원회(Basel Committee on Banking Supervision, BCBS)는 글로벌 주요 은행의 부실화 혹은 도산시 세계 경제 전반에 충격을 줄 수 있는 대형 은행을 "글로벌 시스템적 중요 은행(Global Systemically Important Bank, G-SIB)"로 선정해 관리 중이다.

**표1 2022년 11월 기준 G-SIB(Global Systemically Important Banks): 상위 Bucket은 더 많은 G-SIB 규제 자본 축적 필요**

Bucket 5	Bucket 4 (2.5% 추가)	Bucket 3 (2.0% 추가)	Bucket 2 (1.5% 추가)	Bucket 1 (1.0% 추가)
	JP Morgan Chase	Bank of America Citigroup HSBC	Bank of China Barclays BNP Paribas Deutsche Bank Goldman Sachs Industrial and Commercial Bank of China Mitsubishi UFJ FG	Agricultural Bank of China Bank of New York Mellon China Construction Bank Credit Suisse Groupe BPCE Groupe Crédit Agricole Morgan Stanley Royal Bank of Canada Santander Société Générale Standard Chartered State Street Sumitomo Mitsui FG Toronto Dominion UBS UniCredit Wells Fargo

자료: Financial Stability Board, 메리츠증권 리서치센터

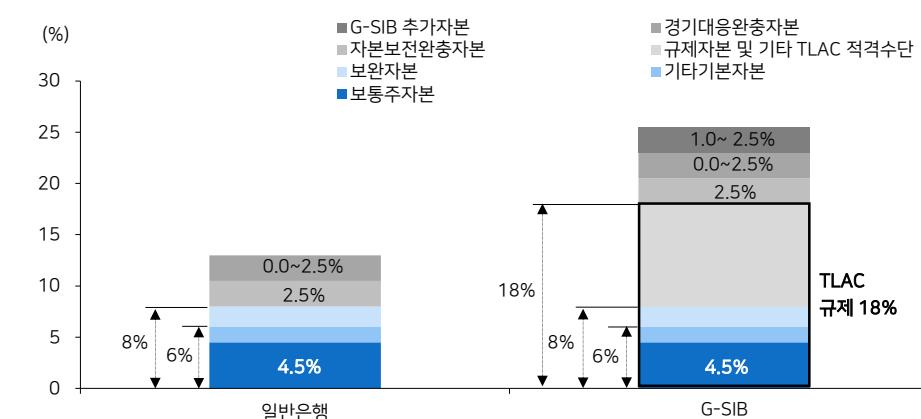
## G-SIB 도산 과정에서 나오는 손실 최소화도 이미 목적으로 하여 관리 중

### G-SIB 관리목표

- 1) 도산가능성 축소(예방)
- 2) 도산시 손실 최소화(사후관리)

G-SIB 관리의 목표는 1) 시스템적으로 중요한 은행의 부실화 혹은 도산 가능성 을 축소시키는 것과, 2) 도산하더라도 그로 인한 금융시스템의 손실 및 충격을 최 소화시키는 것이다. 이를 목적으로 은행들에게 완충자본과 손실흡수자본을 쌓도록 규제한다. 여기에 G-SIB은 일반은행보다 중요하기 때문에 더 많은 완충자본을 쌓고 더 타이트한 손실흡수력을 갖출 수 있도록 통제 받는다.

**그림1 바젤 완충자본규제와 TLAC(Total Loss-absorbing Capacity, 총 손실흡수자본) 체계**



자료: 한국은행(2016), 메리츠증권 리서치센터

**표2 G-SIB 선정 지표기준법 사용 지표: 일정 기준에 따라 점수화 하여 G-SIB 선정**

부문 (가중치)	설명	개별지표	설명
글로벌 영업활동 수준 (20%)	비교은행 대비 본점 소재국 이외 국가에서 영업활동의 중요도 측정	국가간 청구권	국제청구권과 해외사업장 지역청구권(청구권; 여타 은행에 대한 예치금 및 잔고, 대출 및 선급금, 증권 및 지분 보유분 등)의 합
		국가간 부채	은행의 본국 이외에 소재하는 경제주체에 대한 부채를 포함
규모 (20%)	특정 은행 영업활동이 글로벌에서 차지하는 비중이 큰 경우 해당 은행의 부실 또는 도산이 글로벌 경제 및 금융시장에 손실 초래 가능	바젤III 레버리지비율 산정기준 총 익스포저	개별 은행 규모 지표는 해당 은행의 총 익스포저 금액을 전체 평가대상은행의 총 익스포저 금액 합계액으로 나누어 산출
	특정 은행의 영업활동이 다른 은행과 계약상 의무 등으로 복잡하게 연결되어 있는 경우 해당 은행 부실이 여타 은행 부실 이어질 가능성 높아짐	타 금융기관에 대한 자산	타금융기관 대출+타금융기관 증권 보유분+역환매조건부 증권 시가평가액 +타금융기관 대여증권 시가평가액+타금융기관 장외파생상품 시가평가액
		타 금융기관에 대한 부채	타금융기관 예치금+해당은행 발행 증권 타기관 보유분+환매조건부증권 시가평가액+타금융기관 차입증권 시가평가액+타금융기관 장외파손 시가평가액
		도매자금조달비중	총부채에서 소매자금조달금액(소비자예금과 소매고객 보유한 채무증권의 합)을 차감하여 계산한 도매자금조달금액을 총부채로 나누어 산출
대체가능성 (20%)	개별은행 부실/도산의 충격은 해당은행이 수행하고 있는 기능을 다른 은행이 대체하기 어려울 경우 커질 수 있음	보호예수자산	보호예수기관으로서 보유인 자산의 가치를 전체 평가대상은행의 보호예수자산 가치 합계액으로 나누어 산정
		지급결제규모	개별은행 지급시스템 결제 총금액을 전체 평가대상 은행 지급결제금액의 합계액으로 나누어 산정
		채권/주식 인수 규모	개별은행 연간 채권/주식 인수금액을 전체 평가대상 은행들의 연간 채권/주식 인수금액의 합계액으로 나누어 산정
복잡성 (20%)	개별은행의 부실/도산의 충격은 사업내용과 영업구조 및 운영의 복잡성에 비례하여 증가	장외파생상품가치	파생상품의 명목가치, CCP를 통해 청산되지 않는 장외파생상품금액에 초점
		레벨3 자산	시장가격이나 모형 등 관찰가능한 수단에 의해 공정가치를 결정할 수 없는 자산
		트레이딩계정 및 매도가능자산 가치	트레이딩 계정에 속한 금융증권 및 매도가능증권 합계액 대비 개별은행의 해당 자산 보유금액 비율

자료: 한국은행(2011) 재인용, BCBS, 메리츠증권 리서치센터

표3 2022년 G-SIB dashboard: 항목별 지표의 점수화를 통한 G-SIB 선정 및 관리

은행	국적	총점	글로벌영업활동	규모	연계성	대체가능성	복잡성
JP Morgan	미국	447	390	414	436	500	492
HSBC	영국	371	682	283	254	299	336
Citi	미국	367	480	269	244	500	344
BNP Paribas	프랑스	345	603	277	301	226	317
BOA	미국	331	228	330	268	468	362
ICBC	중국	293	132	530	394	191	218
Bank of China	중국	293	259	403	390	197	214
Barclays	영국	281	371	167	203	226	437
MUFG	일본	269	361	311	227	179	268
Goldman Sachs	미국	266	258	172	215	252	436
Deutsche Bank	독일	258	372	125	130	274	387
China Construction	중국	224	59	451	215	192	202
Credit Agricole	프랑스	223	201	245	267	144	258
Morgan Stanley	미국	206	153	135	170	259	311
Agricultural Bank	중국	203	39	435	251	164	126
Societe Generale	프랑스	201	238	150	222	123	275
UBS	스위스	198	255	99	247	201	190
Mizuho	일본	181	198	197	150	185	174
SMFG	일본	180	246	217	224	62	151
Santander	스페인	174	447	170	136	44	75
Wells Fargo	미국	172	53	210	165	224	209
RBC	캐나다	172	243	136	155	173	151
Credit Suisse	스위스	168	191	88	153	229	180
BNY Mellon	미국	156	65	43	129	500	43
ING	네덜란드	149	395	97	125	46	82
State Street	미국	146	66	30	108	500	27
Standard Chartered	영국	142	288	88	133	77	122
BPCE	프랑스	138	107	161	142	45	237
Toronto Dominion	캐나다	137	263	133	86	87	115
BoComm	중국	127	46	180	172	87	152
Unicredit	이탈리아	123	226	103	164	43	78
Nomura	일본	105	99	42	64	111	209
Industrial Bank	중국	104	12	144	197	90	76
CITIC	중국	101	20	132	155	100	99
China Merchants	중국	99	28	147	143	105	70
Intesa	이탈리아	98	90	116	144	29	108
Bank of Montreal	캐나다	97	154	80	94	88	68
Shanghai Pudong	중국	93	14	132	183	87	50
DZ Bank	독일	93	35	56	200	24	151
Bank of Nova Scotia	캐나다	89	136	95	98	40	74

주: BoComm, Nomura, China Industrial Bank, CITIC, China Merchants, Instesa, Bank of Montreal, Shanghai Pudong, DZ Bank, Bank of Nova Scotia는 G-SIB에 포함되지 않음

자료: BIS, 메리츠증권 리서치센터

### G-SIB는 전반적으로 안정적인 자본 비율 유지 중

#### 전반적으로 안정적인 규제 자본 관리 상황, 소수 은행이 일부 지표에서 눈에 띌

CET1 자본은 보통주, 자본잉여금, 이익잉여금, 기타포괄손익누계액으로 구성된다. 은행이 자본 구조상 손실을 가장 먼저 보전할 수 있는 핵심 자본을 포괄한다. BIS는 글로벌 은행들에게 최소 4.5% 이상의 CET1 비율 유지를 규제한다. G-SIB에게는 추가적으로 1.0~2.5%의 자본 축적을 요구하는데, 이를 감안해도 평균적으로 13%가 넘는 높은 CET1 자본 비율을 유지하고 있다.

### 규제 대비 높은 손실 흡수력 확충

손실흡수력을 평가할 수 있는 위험가중자산 대비 TLAC 비율도 높다. BIS는 G-SIB가 해당 비율을 2019년 이후 16%, 2022년 이후 18%의 비율을 유지하도록 규제하고 있다. 그런데 2022년말 G-SIB들의 평균적인 TLAC 비율은 29.7%로 규제 수준을 크게 웃돌아 당국의 요구 대비 높은 손실흡수력을 유지하고 있다.

미국의 SVB 사태나 유럽의 크레딧스위스 사태는 각각 다른 이유로 문제가 심화되었고, 해당 문제를 스크리닝할 수 있었던 기준(미실현 손실규모 확대, 예금인출 심화에 따른 현금부족 및 자금조달 실패) 지표를 살펴보면 향후 바클레이즈 같은 은행이 유럽 금리 인상에 따른 채권 가격 하락이 문제될 수 있는 우려가 확인되나 평균대비 높은 현금 보유 비중(24.4% vs G-SIB 평균 11.8%)을 고려할 때 유동성 위기에 따른 맹크런 문제가 당장 부각되지는 않을 것으로 보인다.

**표4 최근 은행 부실 사례에서 확인된 기준에서 G-SIB의 주요 위험 지표**

은행명	주가수익률 (%, YTD)	CET1 비율 (%, 최소규제 4.5%)	위험가중자산 대비 TLAC 비율 (%, 최소규제 18%)	CET1 대비 미실현 손실률 (%)	예금증가율 (% YoY)	예대율 (%)
제이피모간체이스	-6.2	13.6	29.4	-7.6	-5.0	48.5
HSBC 홀딩스	5.1	14.2	30.1	-1.7	-8.2	59.6
씨티그룹	-2.2	12.2	27.3	-5.7	3.7	52.1
BNP 파리바	-2.9	12.3	27.7	-4.8	5.3	88.3
뱅크오브아메리카	-16.0	12.8	29.0	-7.8	-4.6	54.5
바클레이즈	-12.0	13.7	33.5	-30.1	5.1	74.1
미쓰비시 UFJ 파이낸셜 그룹	-7.2	10.4	18.2	-8.8	3.1	49.8
골드만삭스 그룹	-11.6	14.4	43.7	-2.3	5.3	49.4
도이치은행	-17.3	13.4	-	-3.8	2.9	81.5
크레디아그리콜	1.6	11.0	27.2	-8.4	6.0	59.7
모간스탠리	-1.0	15.6	54.9	-6.4	-0.6	51.2
소시에테 제네랄	-9.7	13.3	25.3	-3.5	4.3	96.8
UBS 그룹	-9.9	14.2	33.0	-10.3	-3.1	77.3
미즈호 파이낸셜그룹	-1.6	12.5	24.2	-6.4	3.5	56.1
스미토모 미쓰이 파이낸셜그룹	-2.4	11.2	25.0	-7.1	4.6	57.9
방코 산탄데르	8.3	12.0	25.1	-10.3	11.7	99.4
웰스파고 & 컴퍼니	-8.5	12.0	23.3	-7.7	-6.6	69.6
로열 뱅크 오브 캐나다	0.0	12.6	26.4	2.8	9.8	68.1
크레디트 스위스 그룹	-32.7	14.1	39.5	-3.5	-40.6	113.8
뉴욕멜론은행	-6.5	11.2	30.0	-16.3	-12.7	23.7
ING그룹	-6.3	14.5	30.4	-7.2	3.8	99.9
스테이트 스트리트	-7.5	13.8	27.7	-14.4	-7.7	13.7
스탠다드차타드	1.9	14.0	32.1	-3.9	-2.7	63.2
그루페 BPCE	-	15.8	24.8	-3.4	4.5	121.2
토론토 도미니언 은행	-11.1	16.2	-	-5.6	9.2	68.4
우니크레디트	19.8	16.0	26.9	-1.3	3.2	89.9

주1: 그루페 BPCE는 비상장사, 최근 5년간 계속 예대율 100% 이상. 반면 크레딧스위스는 4Q22에 전분기대비 1,250억 달러 예금 인출되며 예대율 상승

주2: 지표 확인 안된 중국 G-SIB는 위 표에 정리되어있지 않음

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

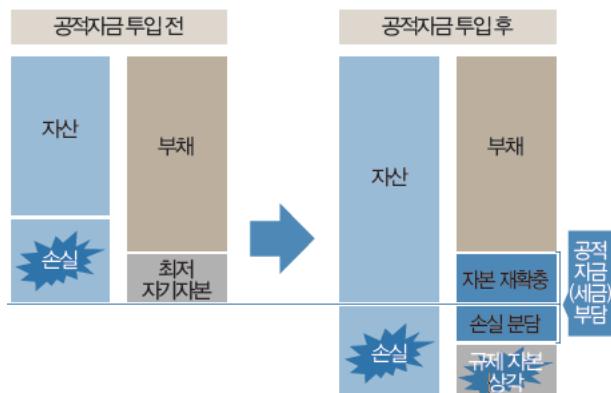
## 크레딧스위스 AT1 자본 청산은 준비된 절차에 의거한 것

대마불사를 견제하기 위한  
목적에서 손실 최소화 자본  
규제를 두고 있는 것

금융위기 이후 함께 부각된 문제는 대마불사였다. 은행의 욕심과 도덕적 해이가 유발한 손실에 공적 자금 투입이 불합리하다는 것이다. 그래서 G-SIB의 TLAC 규제에서도 제1조 "G-SIB 도산시 금융안정에 대한 부정적 영향을 최소화하고 은행의 핵심 기능을 유지하면서 납세자 부담 없이 정리절차를 진행하기 위한 손실품 수력 및 자본 재확충 수단을 확보"하는 것이 목적이라고 명시하고 있다.

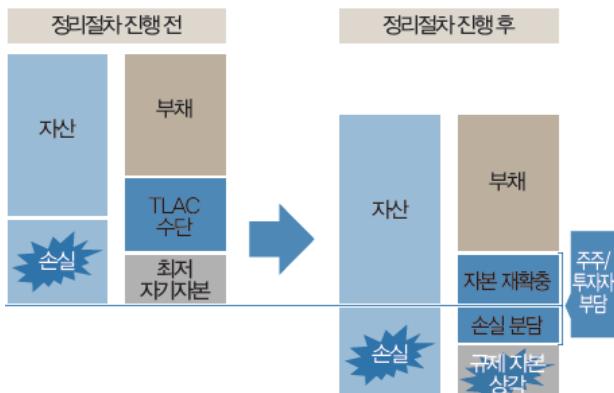
구제금융(Bail-out)에서는 정부가 투입한 구제금융으로 자본을 확충하기에 채권자, 예금자는 안전했다. 이후 마련된 채권자 손실분담제도(Bail-in) 하에서는 일부 채권과 예금이 손실을 분담한다. 여기에 대표적으로 해당하는 자산이 조건부자본증권(코코본드; 채권 발행시 미리 명시한 조건(부실 등)이 발생하면 채권자에게 원금을 갚지 않고 상각되거나 주식전환)이다. Tier 1 자본(Additional Tier 1, AT1)으로 인정되어 은행들의 자본 확충을 위해 주로 발행되었고, 은행 부실시 정리 비용을 분담하기 때문에 상대적으로 높은 금리를 보장받는다.

그림2 은행 손실 대응: 공적자금 투입 사례 예시



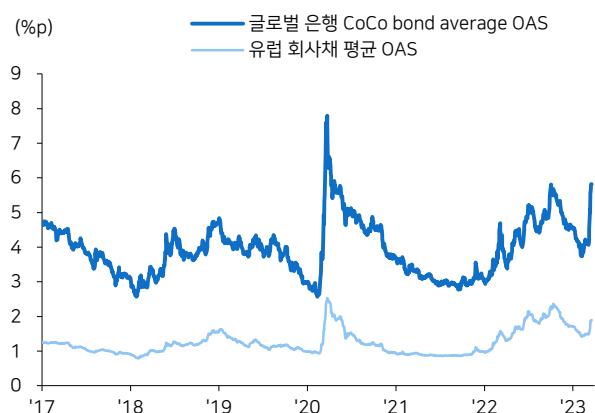
자료: 한국은행(2016), 메리츠증권 리서치센터

그림3 은행 손실 대응: TLAC를 활용한 정리절차 예시



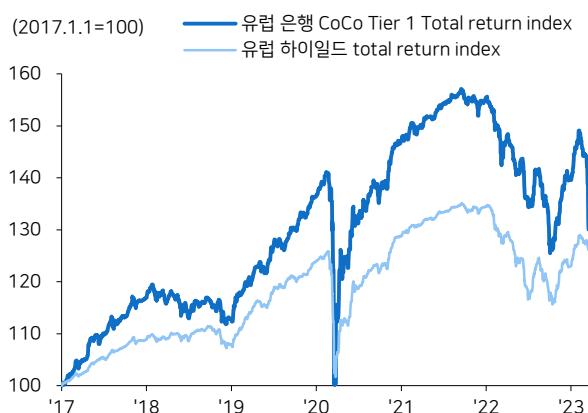
자료: 한국은행(2016), 메리츠증권 리서치센터

그림4 상대적으로 높은 스프레드를 주는 CoCo Bond



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 다른 하이일드 대비 높은 수익률 기록



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

### 확산 방지 규제로 해당 자산 부실에 따른 전염효과는 제한적

#### 크레딧스위스 AT1 자본 상각

3월 20일 스위스은행감독청은 UBS의 크레딧스위스 인수와 관련해 CS의 160억 스위스프랑 규모 AT1을 모두 상각처리했다고 밝혔다. 채권자 손실 분담의 일환으로 대마불사를 견제하고 투자자가 책임을 져야한다는 원칙에 의거한 것이다.

**전염효과 방지를 위해 이미 은행 간 손실흡수 관련 자본 투자 제한 규제를 두고 있음**

시장의 관심은 시스템리스크의 확산 가능성일 것이다. 상각처리는 가치가 0이되었다는 것인데, 해당 자산을 보유한 다른 은행들의 추가 부실이 연쇄적으로 나타날 가능성을 우려할 수 있다. 그러나 이는 일어날 가능성이 낮다고 보는데, G-SIB 및 일반 은행이 다른 G-SIB의 비규제 자본 TLAC에 투자하는 경우 같은 투자 규모를 은행의 보완자본에서 차감하도록 하고 있다. 이렇게 되면 G-SIB가 발행한 TLAC에 투자하는 은행은 규제자본 부담이 증가하므로 투자 유인이 낮다.

**시스템리스크 확산까지는 아니나, G-SIB 부실 정리라는 변동성 구간 통과증임은 인식 필요**

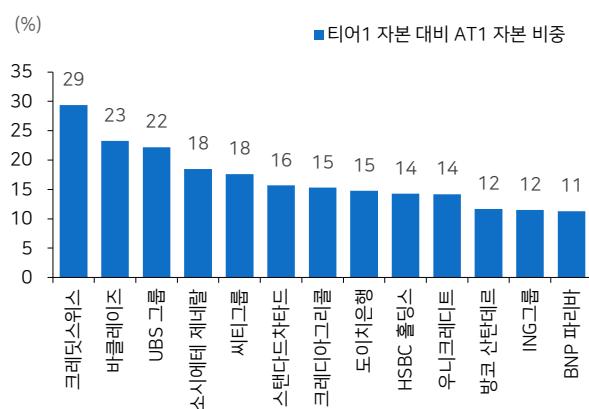
크레딧스위스의 AT1 상각으로 타 은행 AT1 채권 가격 하락이 변동성 요인으로 작용할 수 있다. 유럽은행들의 주가 반응도 신종자본으로 자본조달한 비율이 높은 은행들의 주가 낙폭이 상대적으로 큰 것이 확인된다. 시스템리스크 확산을 우려할 필요는 없으나 G-SIB 부실에 따른 정리 과정에 있음을 인지해야 할 것이다.

**표5 G-SIB 총손실흡수력(TLAC) 규제 세부내용 중 주요내용 발췌: 투자제한 조항이 전염효과 방지 조항**

구분	내용
1. 목적	G-SIB 도산시 금융안정에 대한 부정적 영향을 최소화하고 은행의 핵심기능을 유지하면서 납세자 부담 없이 정리절차를 진행하기 위한 손실흡수력 및 자본 재확충 수단 확보
4. 모든 G-SIB에 공통적으로 적용되는 최저 TLAC 규제	모든 정리그룹은 2019.1월부터 위험가중자산의 16%, 2022.1월부터 위험가중자산의 18% 이상을 보유해야 함
	동시에 2019.1월부터 레버리지 익스포저의 6%, 2022.1월부터 6.75% 이상 보유
	단, 당국이 최저 TLAC 기준을 상향조정하거나 레버리지 버퍼를 추가로 설정하는 것은 허용
9. 적격기준	a. 납입 b. 무담보 c. 상계 및 정산지급금지 d. 잔존만기 1년이상 e. 만기전 상환금지 f. 관련당사자로부터 자본조달 금지
10. 비포함 부채	예금보험 보장 예금, 요구불예금 및 단기예금, 파생거래관련 채무, 구조화 채권 등 피생언제 채무, 계약에 의하지 않은 채무, 관련도산법에 따라 선순위 무담보채권자보다 선순위인 부채, 관련법령에 의거 손실분담이 불가능하거나 손실분담시 법적 분쟁 등이 발생할 중대한 위험이 있는 채무
14. TLAC의 사용	정리당국은 계약 또는 법적 근거에 의해 외부발행 TLAC의 손실을 부담도록하거나 주식으로 전환할 수 있어야 함
15. 투자제한	<b>G-SIB이 여타 G-SIB의 TLAC 수단을 보유시 바젤III 기준에 따라 은행간 규제 자본 상호보유시 적용되는 상호공제법 적용</b>

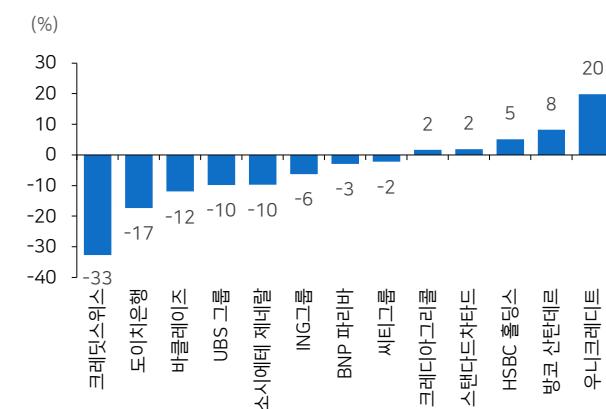
자료: Financial Stability Board, 메리츠증권 리서치센터

**그림6 AT1으로 자본확충 비중이 높은 유럽 은행들의**



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

**그림7 YTD 주가 하락폭도 상대적으로 큰 편**

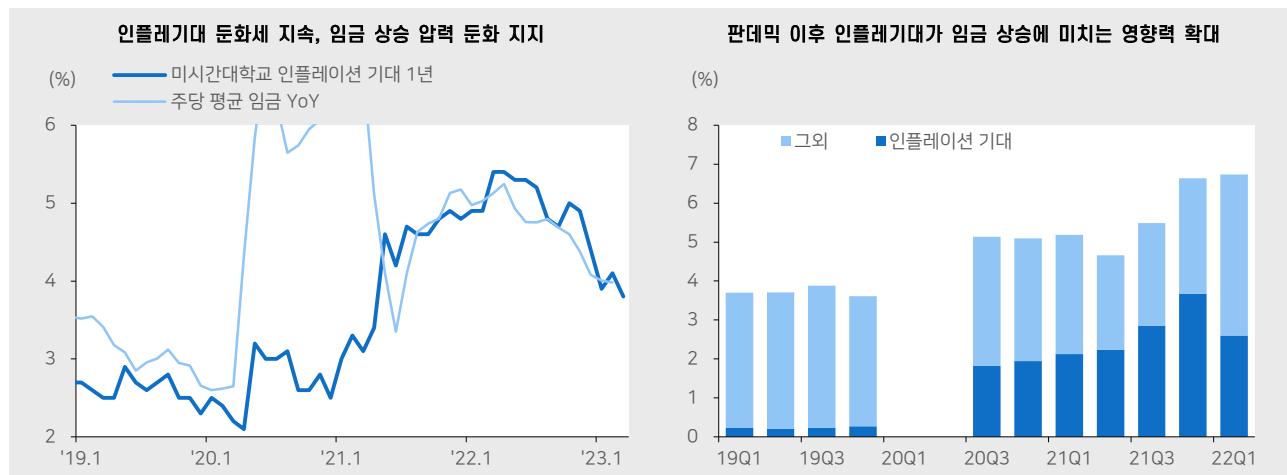


자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

## 오늘의 차트

임제혁 연구원

## 미국 인플레이션 기대 둔화세 지속



자료: 미시간대학교, SF FED, 메리츠증권 리서치센터

## 미국 소비자 인플레이션 및 향후 경기전망 악화되고 있어

미시간대학교에서 발표하는 3월 인플레이션 1년이 3.8%를 기록하며 예상치 (4.1%)를 하회했고, 전월 4.1% 대비해서도 하락했다. 전체 소비자심리지수도 67 → 63pt로 하락했다. 85%의 설문조사가 최근 은행의 금융불안이 확대되기 전에 진행된 점인 것을 고려하면 2주 뒤에 나오는 확정치는 현재 수치보다 더 악화될 가능성이 높다.

## 코로나 국면에서 인플레이션과 임금 상승률에 미치는 영향 확대

고용시장에 미치는 요인은 다양하나, 코로나 국면을 지나면서 인플레이션의 영향력이 더 확대되었을 것으로 보인다. 고용수요가 공급을 큰 폭으로 웃돌면서 구직자들의 협상력이 높아진 가운데, 취업자들이 향후 예상하는 인플레이션에 대한 보상이 더 활발하게 이루어졌을 가능성이 높기 때문이다.

## 불안정한 금융환경&amp;누적된 긴축 인플레이션 기대 낮출 것

센프란시스코 연준이 지난해 9월에 발표한 연구자료에 따르면 코로나 이전에는 인플레이션 기대가 임금 상승률에 전이되는 비율은 12% 정도에 불과했으나, '20년 이후에는 100% 부근으로 상승했다. 여전히 고용환경이 타이트한 상황에서 인플레이션 기대가 임금 상승에 미치는 영향력은 높게 유지되고 있을 것이다. 불안정한 금융환경과 누적된 긴축은 경기에 대한 눈높이를 낮출 것이고, 경기 둔화 우려를 반영하며 인플레이션도 둔화세가 지속될 것으로 예상된다. 강한 긴축에도 오히려 완화되던 미국의 금융환경도 최근 크레딧 스프레드가 급등하며 빠르게 위축되고 있다.

## 3월 FOMC 25bp 인상하며 긴축 강도 조절할 것

## 50bp 인상을 경우에도 미국채 금리 상승 압력 제한적일 가능성

금융불안과 물가에 대응하는 긴축, 두 가지 상반된 재료로 미국채 금리의 변동성은 높게 유지되겠으나, 전반적인 편더멘탈 상황도 연준의 긴축 강화보다는 조절에 더 무게를 실리게 하고 있다. 현재 시장은 3월 FOMC에서 25bp 가능성은 높게 보고 있으며, 연준이 50bp 인상을 단행하는 경우에도 금융불안 리스크가 불거지며 금리 상승폭이 제한적일 가능성을 고려해야 한다.

## 칼럼의 재해석

김지원 연구원

### Humana의 Group & Specialty 라인 종료 의미 (courierjournal)

미국 보험사 Humana는 현지시간 2월 23일 Group & Specialty 라인을 종료하기로 결정했다. 해당 사업이 더 이상 회사의 장기 전략 계획에 부합하지 않고 고객 니즈도 지속적으로 충족시키기 어렵다고 판단했기 때문이다. 사업 종료는 향후 18개월에서 24개월에 걸쳐 이루어진다.

EPS 감소 우려가 제기되었으나, 이번 뉴스는 장기적으로 Humana에 긍정적인 뉴스가 될 것으로 보인다. 구조적 체질 개선으로 2025년부터 성장세 본격화가 예상되기 때문이다. Medicare Advantage 사업 확장 관련 타사대비 가장 적극적인 행보를 보여왔고, 사업 집중화로 보험료 수입 성장세가 가속화될 것으로 보인다.

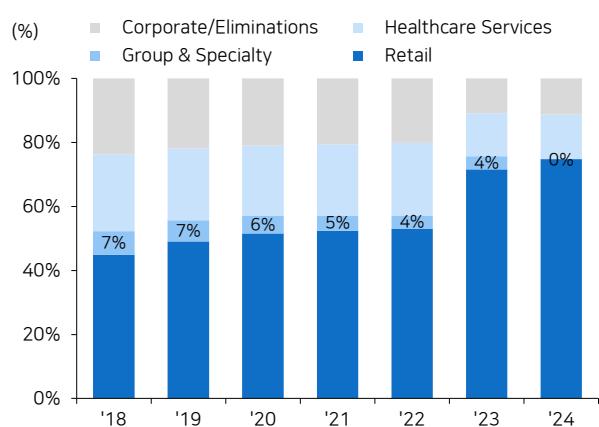
### 성장을 둔화 사업 정리한 Humana

#### Humana의 Group & Specialty 사업 종료

미국 보험사 Humana는 현지시간 2월 23일 Group & Specialty 라인을 종료하기로 결정했다. 사측은 해당 사업이 더 이상 회사의 장기 전략 계획에 부합하지 않고 고객 니즈도 지속적으로 충족시키기 어렵다고 판단했기 때문이라고 설명했다. 사업 종료는 향후 18개월에서 24개월에 걸쳐 이루어진다. Humana CEO인 Bruce D. Broussard는 "이번 결정으로 우리의 가장 큰 성장 기회와 고객에게 최고의 가치를 제공할 수 있는 곳에 자원을 집중할 수 있게 되었다"고 말했다.

미국 증권거래위원회 자료에 따르면, 고용주 비즈니스 라인인 Group & Specialty 사업부문은 22년 기준 약 8.1조원으로 Humana의 전체 보험료 수익의 약 4.1%를 차지한다. 해당 사업부문을 유지할 경우, Bloomberg 예측치로 2024년 보험료 수입 약 189조원, EPS 410억원이 예상된다. 그러나 해당 사업부문이 본격적으로 정리될 경우, 2024년 보험료 수입은 약 182조원, EPS 390억원으로 감소할 것으로 계산된다.

그림1 Humana 보험료수입 내 사업부문별 비중



자료: Humana, 메리츠증권 리서치센터

표1 Group & Specialty 라인 정리 케이스별 EPS 변화

(십억원, %)	'22	'23E	'24E
<b>Group &amp; Specialty 사업 부문 유지 시</b>			
보험료수입	200,759	175,455	<b>189,085</b>
EPS	29	36	<b>41</b>
<b>Group &amp; Specialty 사업 부문 종료 시</b>			
보험료수입	200,759	175,455	<b>182,795</b>
EPS	29	36	<b>39</b>
변화율			<b>-3.3%</b>

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

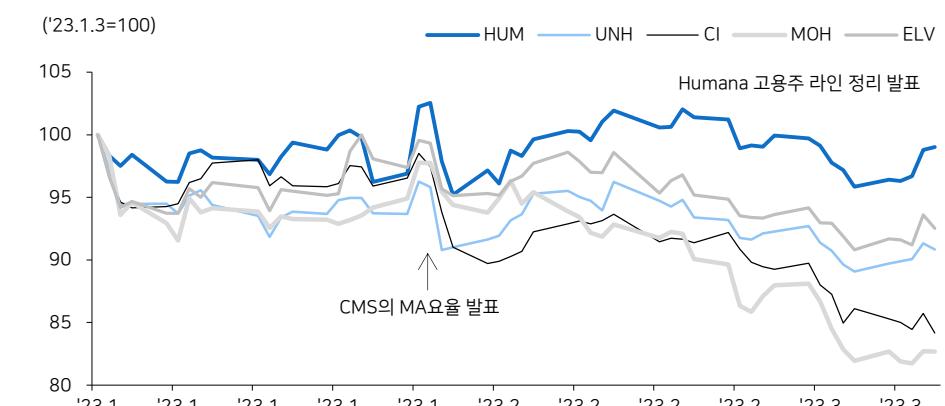
단기 EPS 감소 우려 제기,  
그러나 장기적으로 긍정적 뉴스

EPS 감소 우려가 제기되었으나, 이번 뉴스는 장기적으로 Humana에 긍정적인 뉴스가 될 것으로 보인다. 구조적 체질 개선으로 2025년부터 성장세 본격화가 예상되기 때문이다. 최근 주가 흐름은 Humana의 Group & Specialty 라인 정리 발표 일 이후 해당 뉴스에 대한 시장 기대감이 반영된 것으로 해석된다. Humana의 평균 주가 변화율(현지기준 2/23 이후부터 지금까지)은 -0.2%로, 시장 상황을 제외하고 경쟁사들이 -0.5%~-0.7% 변화하는 것 대비 상대적으로 안정적인 흐름을 보이고 있다.

MA 사업 관련  
경쟁사 대비 가장 적극적 행보

Medicare Advantage 시장의 성장과 더불어, Humana는 타사대비 가장 적극적인 행보를 보여왔다. 2015년 Oak Street Health와 파트너십 체결로 Medicare Advantage 수혜자들에게 더 높은 품질의 의료서비스를 제공하는 가치 기반 의료를 적용했다. 이후 단계적으로 확장하면서 Medicare Advantage 사업라인을 확장하고 있고, 1차 의료 부문 미국 최대 규모로 운영하고 있다.

그림2 미국 주요 보험사의 2023년 주가 흐름 추이



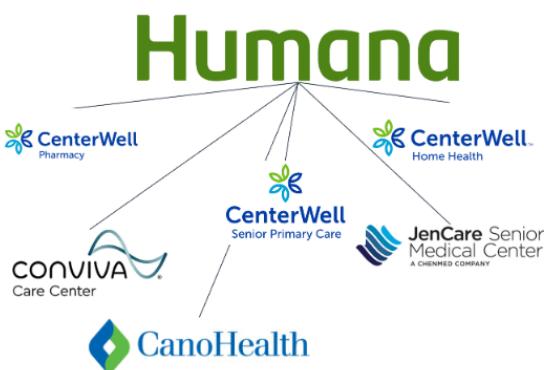
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표2 Humana의 MA 라인 확대 행보

연도	구분
'15	Oak Street Health와 파트너십 체결
'17	Kindred Healthcare 인수
'18	Walgreens와 미국 중서부 노인 MA 클리닉 오픈
'21	플로리다 내 12개 클리닉과 49개 제휴 병원 인수해 확장
'22	MA 라인 확장 본격화; CenterWell의 노인 1차 의료 범위 확장

자료: Humana, 언론보도, 메리츠증권 리서치센터

그림3 Humana의 1차 의료 사업



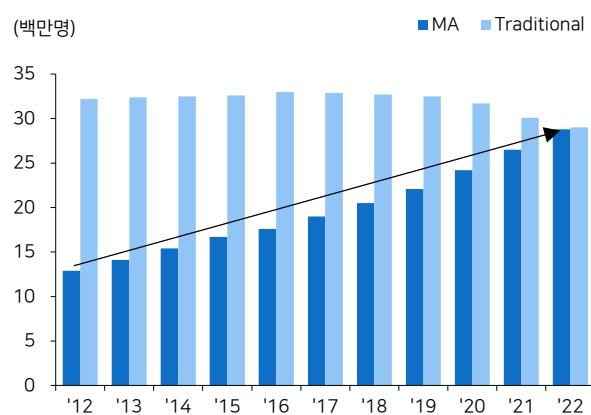
자료: Humana, 메리츠증권 리서치센터

**MA 사업 집중화로  
보험료 수입 성장 가속화 예상**

Medicare Advantage로의 사업 집중화로 보험료 수입 성장세가 가속화될 것이다. 2022년 기준 Humana의 Medicare Advantage 사업자 시장점유율은 United Health(28%)에 이어 2위를 기록하고 있다. 그러나 수입 성장세 측면에서는 순위가 역전된다. United Health가 MA 수입 연평균성장률 9.5% 기록한 반면, Humana는 9.7%를 기록하며 경쟁사들과 비교했을 때 가장 가파른 성장세를 보이고 있다.

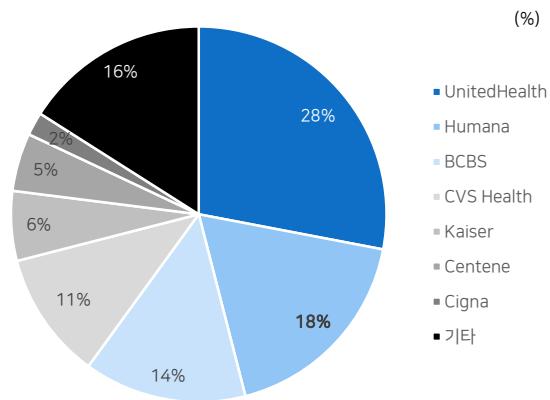
기존의 정체된 시장보다는 빠르게 성장하는 시장에 집중하는 방향을 선택한 Humana에 대한 기대감이 주가에 반영되고 있다. 사업이 완전히 종료된 후 구체적인 실적으로 가시화되면 업종 지각변동도 기대해볼 수 있다고 생각한다.

그림4 Medicare Advantage 가입자 수 추이



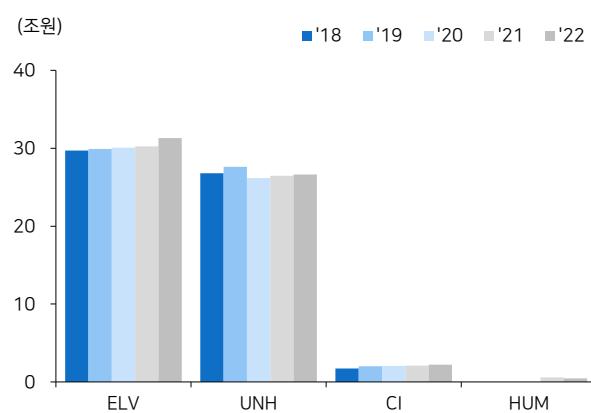
자료: USC Schaeffer Center, 메리츠증권 리서치센터

그림5 Medicare Advantage 시장점유율 (2022년 기준)



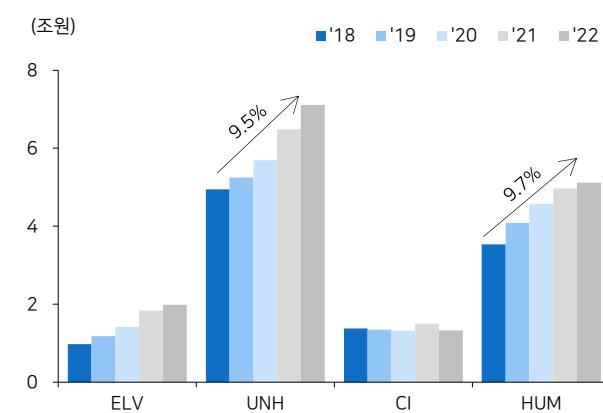
자료: KFF, 메리츠증권 리서치센터

그림6 Commercial 라인 수입보험료 추이



자료: Hospitalogy, 메리츠증권 리서치센터

그림7 Medicare Advantage 라인 수입보험료 추이



자료: Hospitalogy, 메리츠증권 리서치센터

**원문:** Louisville-based Humana to phase out of commercial insurance business. What that means