

미국은 지금

헬스케어 산업에 대한 트럼프의 당근과 채찍



키움증권 리서치센터 글로벌리서치팀

US Strategy 김승혁 ocean93@kiwoom.com
US Equity 조민주 mj3346@kiwoom.com

Issue Brief

약가 안정에 실패했던 1기 트럼프

트럼프는 1기 시절부터 의약품 가격 안정을 위해 많은 노력을 기울였다. 예컨대 2018년 5월 발표한 American Patients First는 광고 속 약값표시 등을 통해 제약 산업 투명성 제고를 유도하는 정책이고, 2020년 발표된 Most Favored Nation은 메디케어 파트 B 처방약에 대해 미국이 지불하는 가격을 다른 국가들의 최저 지불 가격과 동일하게 맞추는 정책이다. 이러한 노력이 지속되었지만, 약가 인하에 대한 성과는 제한적이었다. 2017년부터 2021년 사이의 의약품 소매 산업의 생산자 가격지수가 변동성만 높아졌을 뿐 가격은 오히려 +3.1% 올라갔기 때문이다.

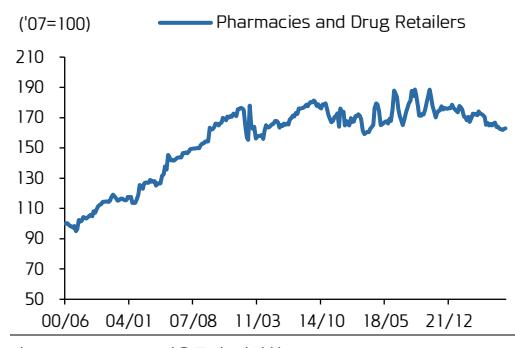
의약품 관련된 트럼프 2기의 정책 변화

2025년 1월 20일 취임 연설에서 트럼프는 미국 국민이 가장 저렴한 의약품을 누리게 하겠다고 재차 공약했다. 1기 당시 달성하지 못한 염원을 재차 꿈꾸는 것이다. 다만, 방향성에 있어 약간의 차이를 보인다. 트럼프는 2025년 1월 27일에 "의약품과 약물, 모든 형태의 의약품에 관세를 부과할 것"이라고 밝혔다. 관세율은 25% 이상 설정할 가능성을 시사했다. 상호관세 발표가 진행된 4월 2일 의약품은 공중 보건 영향을 이유로 관세 대상에서 제외되었지만, 4월 8일 공화당 전국하원의원위원회(NRCC) 행사에서 의약품 수입에 대한 주요 관세를 "매우 곧(very shortly)" 발표할 것이라 언급했다. 1기 트럼프는 약값 인하가 주 목적이었다면, 2기 트럼프는 제약 제조 기반 시설의 미국 복귀를 선결 조건으로 언급하고 있는 것이다. 관세 부과는 약품 수입의 가격을 단기적으로 높이는 요인이 될 수 있음에도, 공급망 재편을 통해 장기적 관점에서 약값 인하를 진행하겠다는 뜻이다.

다만, 본격적인 채찍을 주기 전 당근을 먼저 주었다. 트럼프는 메디케어 어드밴티지(Medicare Advantage) 플랜에 대한 보험사 지급 비율을 평균 5.06% 인상했다. 1월에 제안됐던 2.2% 인상안의 두 배 이상이 확정된 것이다. 이에 대해 자세히 알아보자.

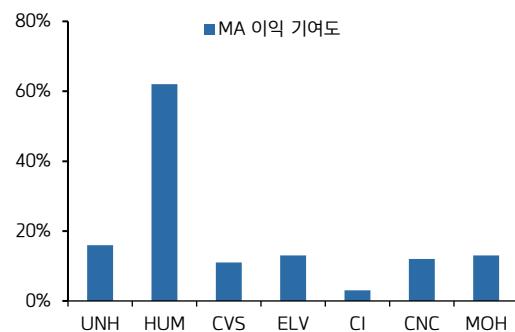
(2page 계속)

의약품 소매 산업 생산자 가격



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

주요 건강보험 기업별 MA 이익 기여도



자료: Morgan Stanley, 키움증권 리서치

대폭 인상된 메디케어 요율

4/7 일 미국 보건의료관리청(CMS)은 민간 건강보험 업체들이 운영하는 공적보험 프로그램인 MA(Medicare Advantage Part C) CY2026 요율을 초기 예상치(+2.23%)와 이전치(CY2025 +3.7%)를 크게 상회하는 +5.06%로 발표했다. 해당 요율은 정부가 민간 건강보험 업체들에게 지급하는 1인당 평균 지급액의 전년대비 증가율로 볼 수 있으며, 건강보험 업체들의 수익성에 직접적인 영향을 준다. 지급액이 크게 인상될 경우, 보험사에게 더 많은 재원을 제공한다는 의미로 이를 통해 보험사들은 비용 부담을 줄이고 혜택을 확대할 수 있다. 이에 힘입어 인상안 발표 직후인 4/8 일 건강보험 업종 주가는 긍정적으로 반응한 바 있다. 실제로 매년 메디케어 지급률 발표 직후 건강보험 업체들의 주가 추이를 보면, 예상치를 상회 혹은 하회함에 따라 움직이는 경향을 나타내는 것을 확인할 수 있으며, 2024년 바이든 정부 당시 CY2025 요율을 초기 제안에서 변경하지 않은 +3.7%로 설정했을 때 건강보험 업체들 주가는 대부분 5%대 이상 하락하는 모습을 보였다. 당시 AHIP 설문조사에 따르면 2023년 MA 계획 비용 성장률은 연중 모든 분기에서 7% 이상, 4분기에는 8% 이상을 기록한 반면, 지원금 증가분은 그보다 낮은 수준으로 책정되어 오히려 건강보험 업체들의 재정적 압박으로 이어질 수 있다고 해석됐기 때문이다.

메디케어 요율 인상에 따른 수혜주는?

메디케어 요율 인상 소식이 전반적인 건강보험 업종 센터먼트에 긍정적인 온풍을 불러일으킨 가운데 기업단에서 살펴보면, 메디케어 점유율 1위 기업인 유나이티드헬스 그룹(UNH.US)과 메디케어 관련 건강보험 매출 비중이 높은 휴마나(HUM.US)의 수혜가 가장 클 것으로 전망한다. 유나이티드헬스 그룹의 MA(Medicare Advantage Part C) 점유율은 28%로 2순위인 휴마나(17%) 대비해서도 2배 가까운 높은 수준을 기록하고 있고, 이익 기여도도 16%로 높아 요율 인상이 수익성 개선에 보다 유리하게 작용할 수 있다. 휴마나의 경우, MA 점유율은 17%로 유나이티드헬스 대비 낮지만 이익 기여도가 62%로 과반수를 차지한다는 측면에서 요율 인상에 따른 직접적인 수익성 개선 효과가 더욱 클 수 있다는 장점이 있다.

하지만, 대형 건강보험 업체들의 경우, 단순히 건강보험 사업만을 영위하는 것이 아닌 PBM, 즉 약국급여관리자 사업부도 동시에 운영하는 경우가 대부분이다. 메디케어 요율 인상에 따른 수혜가 기대되는 동시에 트럼프 행정부가 지향하는 약가 인하 방향과 PBM에 대한 부정적인 스탠스 상존한다는 점은 여전히 해소되지 못한 불안 요인이라 생각된다. 또한 업종 특성상 정부 영향력이 크고 트럼프 행정부는 특히 규제나 정책 이슈를 쉽게 단정하기 어렵기 때문에 규제에 대한 불확실성에 따라 파생될 비용 증가나 성장 지연이 변동성을 높일 수 있다는 점도 유의할 필요가 있다.

트럼프가 PBM에 우호적이지 않은 이유는?

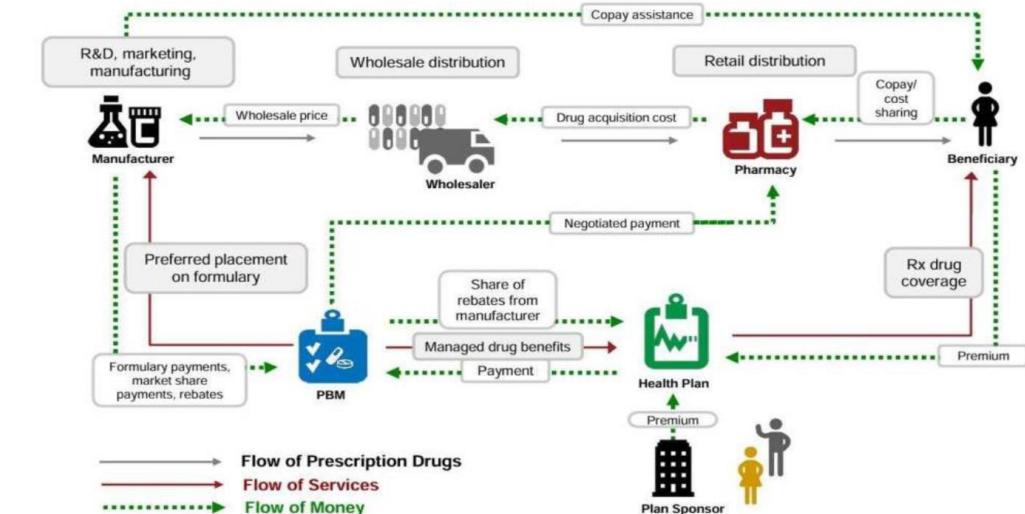
PBM은 보험사 및 소비자 대신 약값 인하 및 관리를 해주는 역할을 수행한다. 중요한 부분은 PBM이 처방약 목록을 관리하기에, 어떤 약을 우선적으로 사용할지 정한다는 것이다. 이에 그들은 제약사에게 갑이며, 제약사들은 PBM에게 다양한 명목으로 리베이트를 제공한다. 반대로 보험사는 PBM의 고객이기에(관리 수수료를 지급) PBM은 제약사에게 받은 리베이트를 보험사와 분배한다. 이러한 제약사-PBM-보험사 사이의 이해 관계는 약값이 올라갈 경우 모두가 원원 하는 구조이므로, 그간 미국 약가 상승의 원인으로 작용했다. 약값 인하를 통한 물가 안정이 궁극적인 목표인 트럼프 입장에서는 달갑지 않은 부분이다.

약가에 대한 관세가 부과되고 나면 트럼프는 PBM에 대한 구조 변화를 건드릴 가능성이 있다. PBM의 핵심 경쟁력은 불투명이다. 제약사가 PBM에게 지급하는 리베이트는 금액이 공개되지 않으며, 보험사 역시도 이를 알지 못한다. 리베이트 금액이 공개되지 않는다는 것은 상한 없이 지속적으로 높아질 수 있다는 의미이며, 리베이트가 녹아져 있는 약가 역시 같이 높아질 수 있다.

트럼프가 제어하고자 하는 부분인 이러한 불투명일 수 있다. 구체적으로는 Medicare와 건강보험 시장에서 PBM이 받는 리베이트를 100%로 보험사에 전달하도록 강제하는 리베이트 패스스루를 만들거나, PBM이 약국에 지불하는 금액과 보험사에 청구하는 금액의 차이를 없애는 스프레드 프라이싱 금지 등이 진행 가능하다. 또한 제약 유통 과정이 투명하게 공개될 수 있도록 유도할 수 있다.

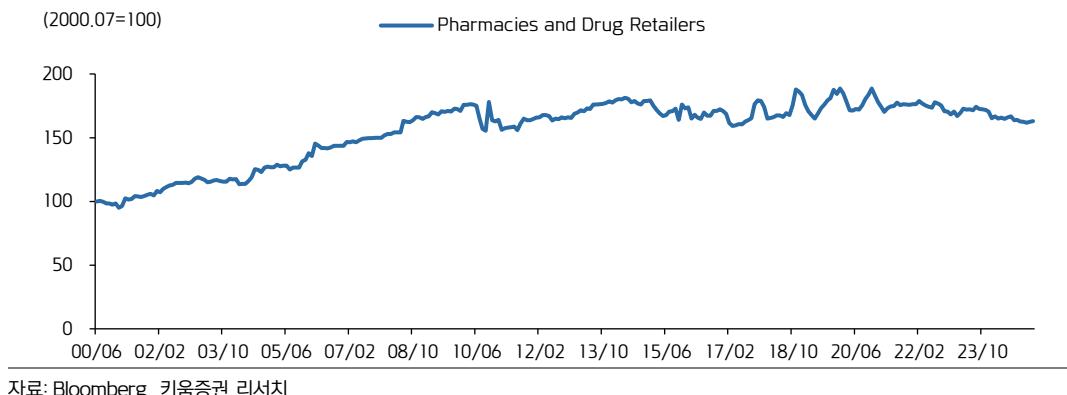
하지만 트럼프의 이러한 제약이 실질적으로 실행될지 여부는 아직 알 수 없다. PBM의 로비스트 단체인 PCMA가 트럼프 1기 당시 리베이트 공개 시도를 꾸준히 막아 온 만큼, 이번 역시도 같은 로비를 본격적으로 수행할 것이다. 트럼프 1기 때와 같이 정책 도입 시도들에 의한 가격 변동성만 높아지고, 실제 약가는 인하되지 않는 결론이 날 수도 있기 때문이다. 영향력 싸움의 승자가 누가 될 것인가가 제약 바이오 업계의 흐름에 큰 영향을 줄 것이며, 이것이 확인되기 전까지는 변동성 구간 속에 놓여있을 수 있다.

네 분류의 플레이어(제약사, 약국, PBM, 보험사)가 관여된 제약 유통 과정

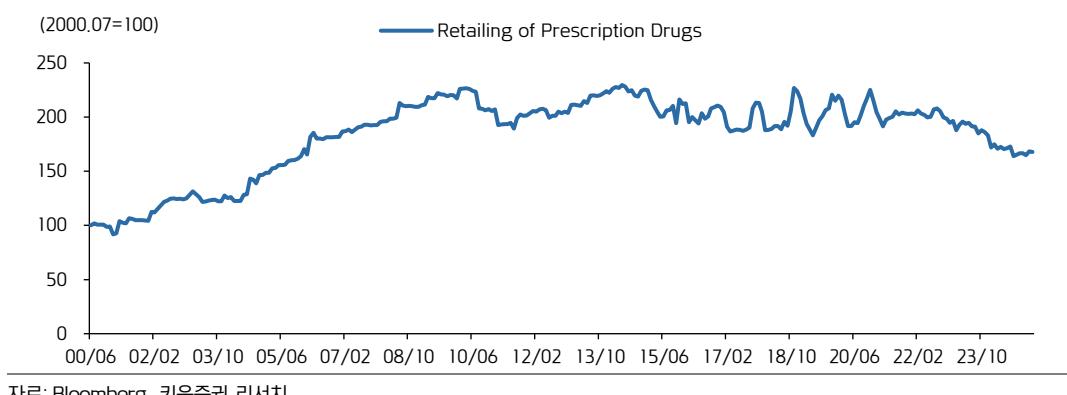


자료: USC, 키움증권 리서치

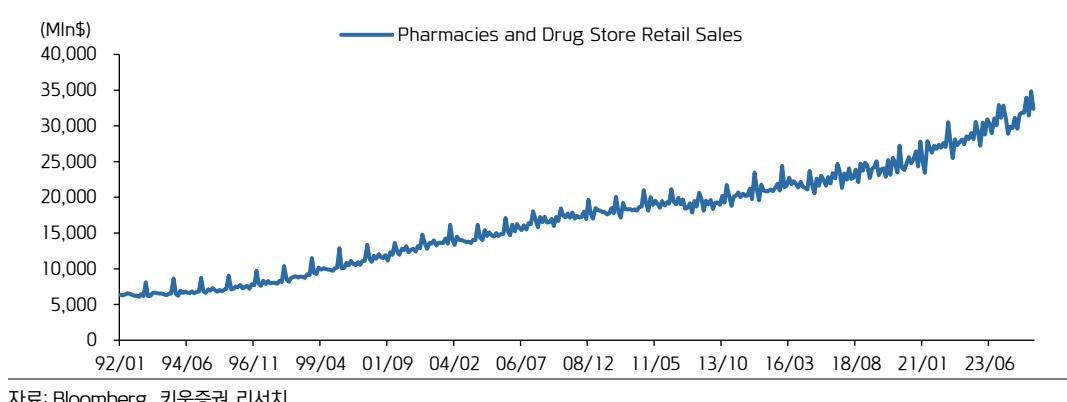
전체 약국 및 의약품 소매 산업의 생산자 가격 변동



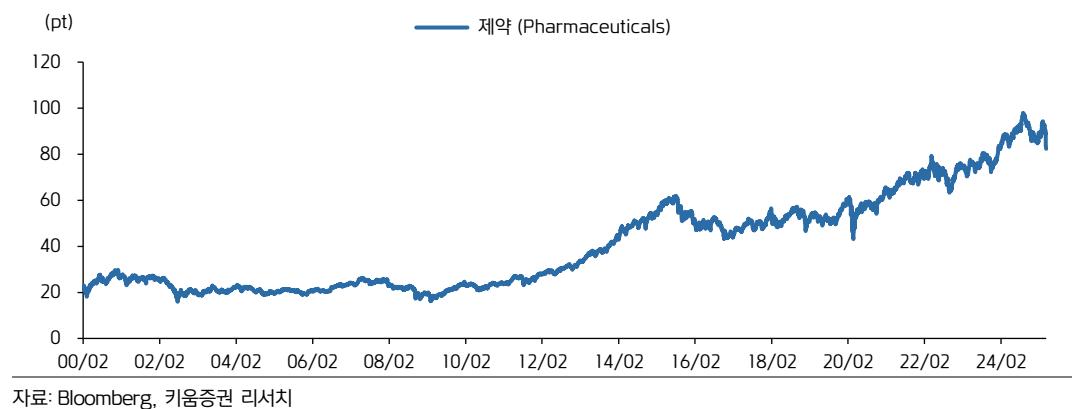
처방약 판매에 한정된 생산자 가격 변동



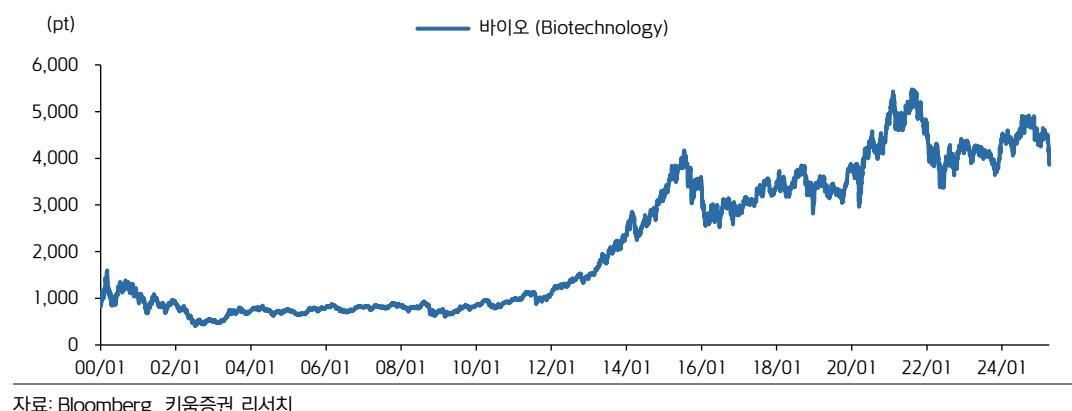
미국 내 약국에서 발생한 소매 매출



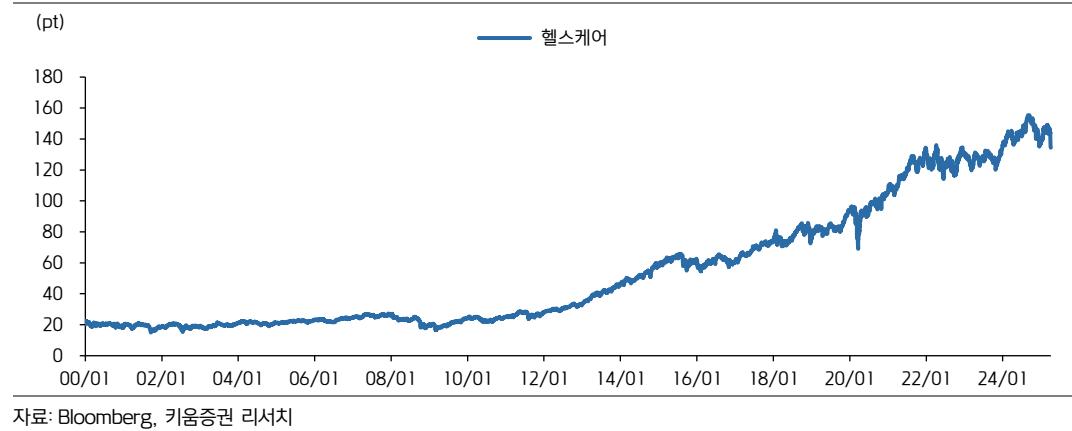
제약 (Pharmaceuticals)



바이오 (Biotechnology)



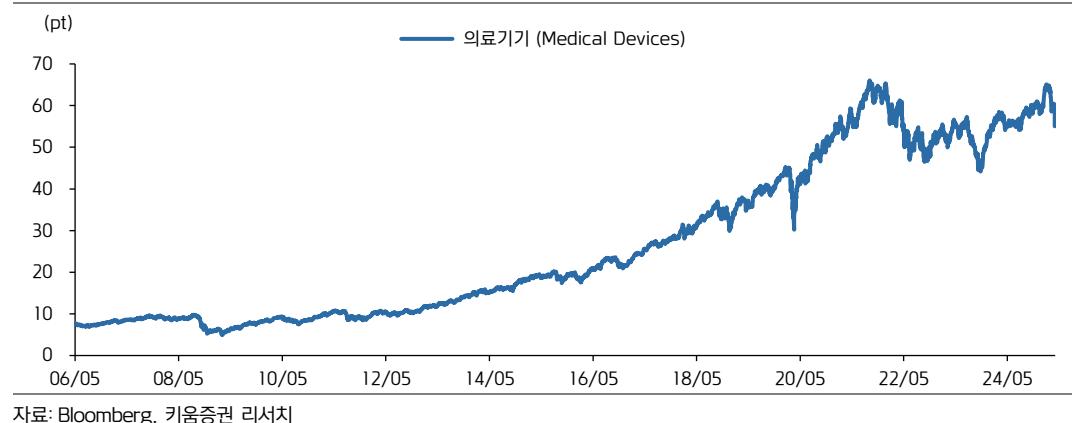
헬스케어



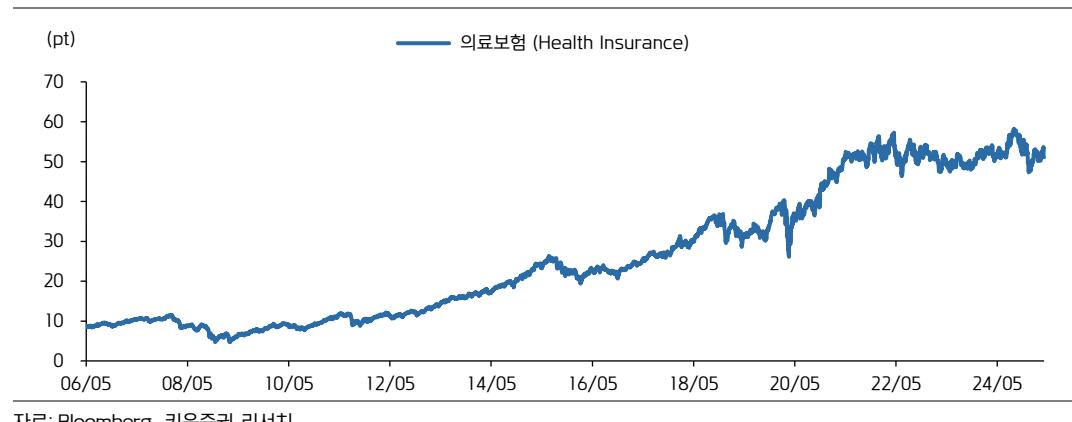
의약품 (제약+바이오)



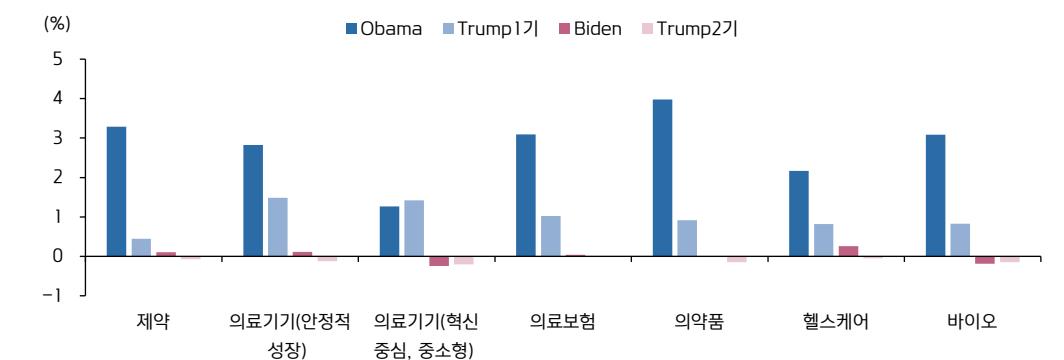
의료기기 (Medical Devices)



의료보험 (Health Insurance)



정권별 집권 기간 내 바이오 섹터 수익률



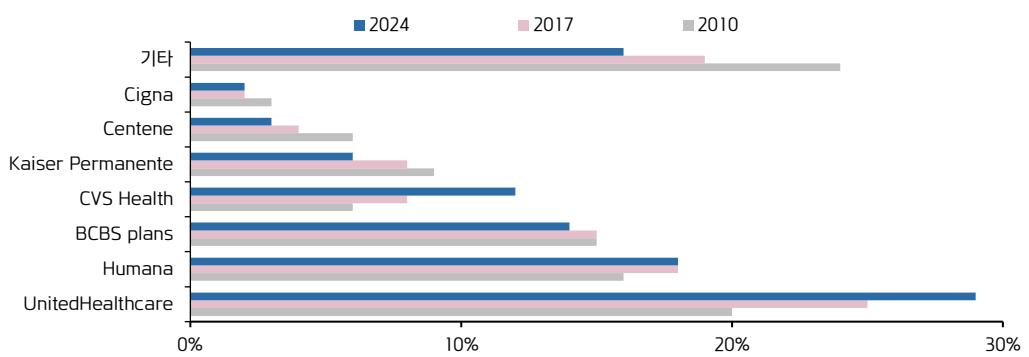
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

과거 MA 요율 발표 당시 주요 건강보험 기업별 수익률 변화

요율 반영 연도	발표일	HUM	UNH	ELV	CNC	CVS
2016	2015.4.6	-0.1%	-0.3%	-0.2%	-0.1%	
2017	2016.4.4	-2.4%	-1.9%	-2.7%	-1.2%	
2018	2017.4.3	+0.6%	-0.4%	-0.5%	-2.7%	
2019	2018.4.2	+0.6%	+3.4%	+3.4%	-0.0%	
2020	2019.4.1	-2.2%	-0.5%	-0.0%	-0.9%	
2021	2020.4.6	-2.3%	-0.1%	-0.7%	+0.0%	+1.2%
2022	2021.1.15	+0.1%	+0.3%	-0.8%	-1.9%	-1.1%
2023	2022.4.4	+1.3%	+1.5%	+1.1%	+0.8%	-0.5%
2024	2023.3.31	+5.1%	+4.6%	+3.6%	+2.3%	+2.4%
2025	2024.4.1	-13.4%	-6.4%	-3.3%	-6.8%	-7.2%
2026	2025.4.7	+10.7%	+5.4%	+1.8%	+1.7%	+5.9%

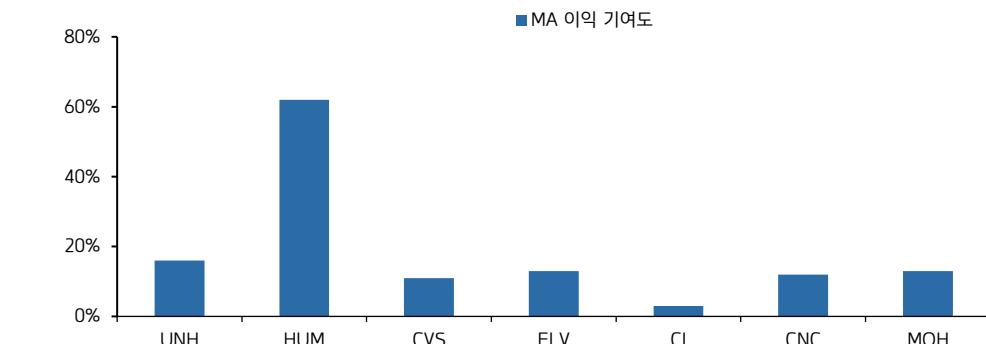
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치, 주) 발표 당시 1D 수익률

주요 건강보험 기업별 MA 점유율



자료: KKF, 키움증권 리서치

주요 건강보험 기업별 MA 이익 기여도



자료: Morgan Stanley, 키움증권 리서치

Compliance Notice

- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일제의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.