

Are You Ready for the 4th Industrial Revolution?

2021. 9. 14 (화)

meritz Strategy Daily

전략 공감 2.0

Strategy Idea

이익 하향 우려로 PER 하락 지속, 이익 상향 및 외국인 매수 종목 유리

오늘의 차트

신규 태양광 ETF RAYS, 기존 태양광 ETF에 비해 중국 비중 확대

칼럼의 재해석

Biden executive order adds urgency to FMC review of ocean shipping

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



▲ **퀀트**
 Analyst **강봉주**
 02. 6454-4903
 bj.kang@meritz.co.kr

이익 하향 우려로 PER 하락 지속, 이익 상향 및 외국인 매수 종목 유리

- ✓ 글로벌 이익 전망치 상향 강도 둔화, 2022년 이익 증가율 둔화 우려, 신흥국 증시 부진
- ✓ 국내 증시 PER 하향 및 상승세 둔화, 개별 종목 주가 차이 확대
- ✓ 증시 회복에 유리한 '이익 전망치 상향 + 외국인 매수 상위 + 저PER' 조합의 유망주 선별

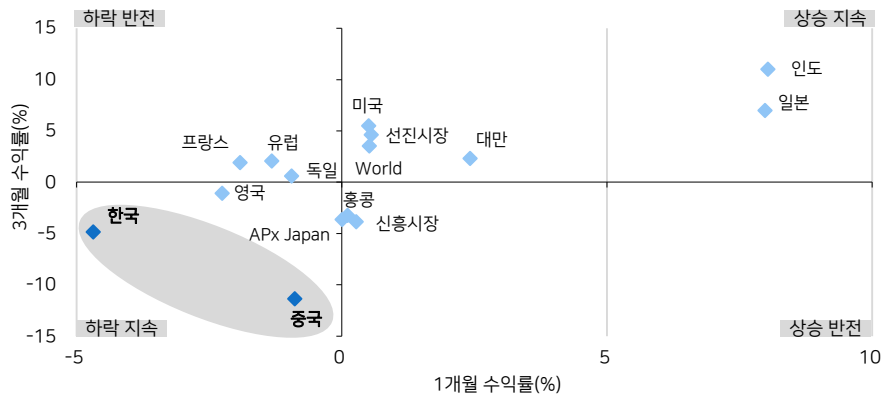
이익 전망치 상향 강도 및 이익 증가율 둔화, 신흥국 증시 부진

8월 이후 국내 증시 상승세가 크게 둔화됐다. 8월 중순 코스피 기준 200pt 이상 하락 이후 등락을 거듭하며 회복하고 있다. 필자는 지난 전략공감 ('신흥국 PER 하향 국면 : 저PER, 외국인 매수 팩터 유리')에서 단기 코스피 회복 전망과 이에 따른 방어적 포트폴리오 선별 결과를 제시했다.

한국 포함 신흥국 증시
 수익률 부진

이번 자료에서도 계량분석 관점에서 국내외 펀더멘탈 투자 환경을 점검해보자. 우선, 한국을 중심으로 신흥국 증시가 계속 부진하다. MSCI 국가별 지수 기준으로 연초 이후 선진국 수익률이 17.3%, 신흥국 2.3%로 그 차이가 15%p까지 확대됐다. 한국 증시 수익률은 1.7%로 중국을 제외하면 주요국 중 최하위다.

그림1 MSCI 기준 주요 국가별 1개월 수익률 vs 3개월 수익률 : 한국, 중국 등 신흥국 부진

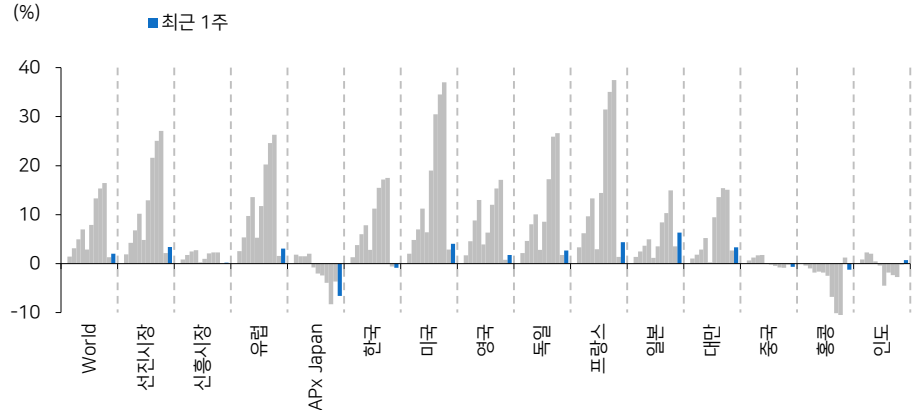


자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

글로벌 이익 전망치 상향
강도 둔화

최근 국가별 이익 전망치 순상향 비율이 신흥국 중심으로 크게 둔화됐다. 경기 회복에 대한 낙관적 시나리오가 이미 충분히 기업 실적 전망에 반영된 점, 최근 중국의 규제 우려 등이 작용했을 것으로 예상된다.

그림2 국가별 EPS 순상향 추정치 비율_최근12주



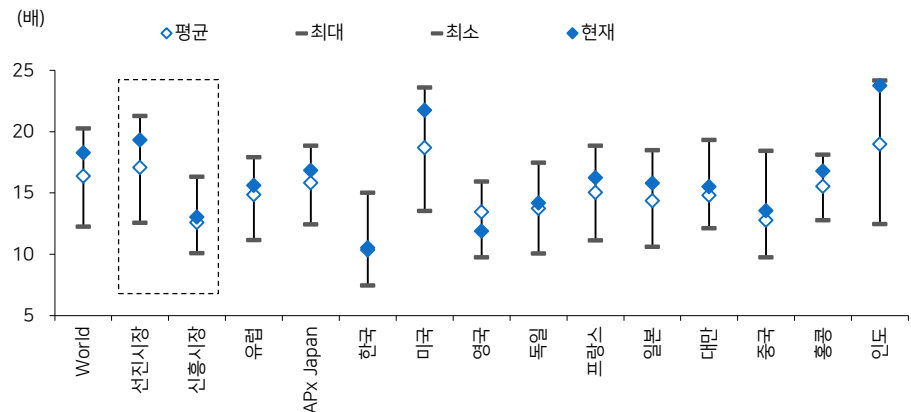
주: MSCI 국가별 지수의 12개월 예상 EPS 전망치 기준으로 (EPS 상향조정된 추정치 수 - 하향 조정된 추정치 수)/(EPS 추정치 전체수)로 계산

자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

신흥국이 선진국에 비해
PER 하향폭이 큰 상황

올해 글로벌 증시 상승의 기본 근거는 백신 접종률 확대에 의한 글로벌 경기 회복 및 내년 이후까지의 기업 이익 성장세 지속이었다. 한편, 기대보다 느린 신흥국 백신 접종률, 델타 변이 우려, 미국 테이퍼링 우려 등이 신흥국 PER 하락을 부추기는 형태다. 선진국 PER은 코로나 국면에 상향된 수준을 유지하고 있으나 신흥국 PER은 과거 평균 수준까지 하락했다.

그림3 국가별 최근 5년 PER 범위

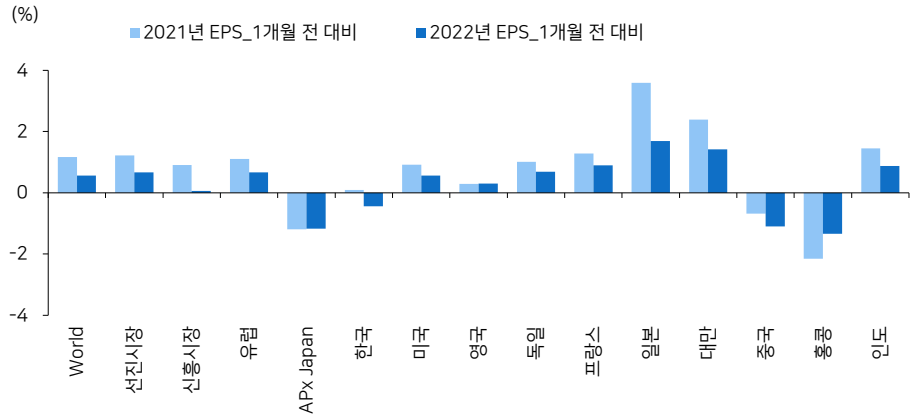


자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

신흥국 중심으로 2022년
이익 전망치 상향 강도 둔화

국가별로 올해 및 내년의 이익 전망치를 보면 신흥국의 2022년 전망치 상향세가 크게 둔화됐다. 한국, 중국, 홍콩은 소폭 하향 조정으로 반전됐다. 통상적으로 PER은 이익 증가율에 민감하다. 성장주의 PER이 가치주보다 높은 이유이기도 하다. 미국을 포함한 선진국 증시가 현재의 높은 PER(미국 23.1배, 유럽 14.6배)을 유지하기 위해서는 이익 성장에 대한 신뢰가 유지되어야 한다.

그림4 국가별 EPS 전망치 변화율

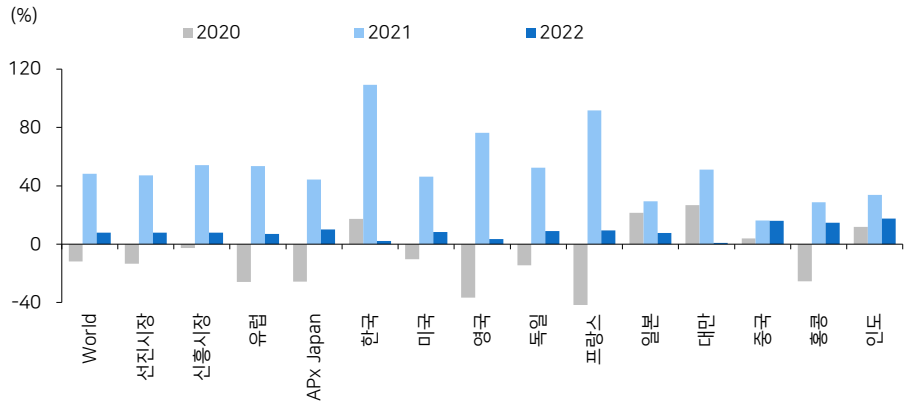


자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

2022년 주요국 이익 증가율
10% 이하로 둔화

남은 하반기 증시의 위험 요인은 내년 이익 증가율에 대한 우려다. 올해 대부분 국가의 이익 증가율이 50% 전후로 크게 높다 보니 내년에는 이익 증가율이 한 자릿수로 둔화될 전망이다. 참고로 한국은 올해 1분기의 NAVER 1회성 이익(15조)을 제외하면 내년에 10% 전후의 이익 증가가 예상된다.

그림5 국가별 연간 EPS 증가율



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

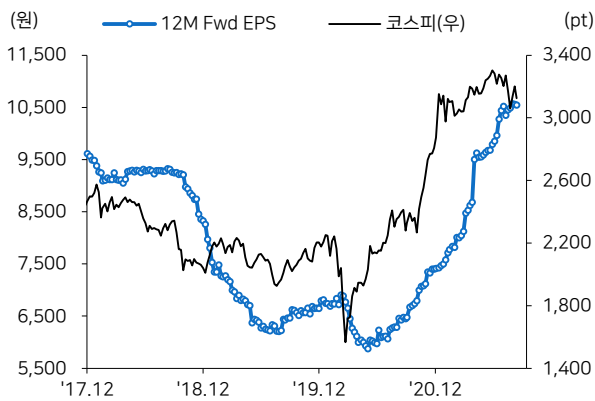
주: 한국은 2021년 1분기 NAVER 해외 법인 지분 가치 평가로 1회성 이익 15조가 포함, 이를 제외할 경우 2022년 한국의 이익 증가율은 10% 정도로 추정

국내 증시 PER 부담 크게 완화, 종목별 수익률 차이 확대

한국 PER 연초 15배에서 최근 10.7배까지 크게 하락
 코로나 이전 PER 9~11배

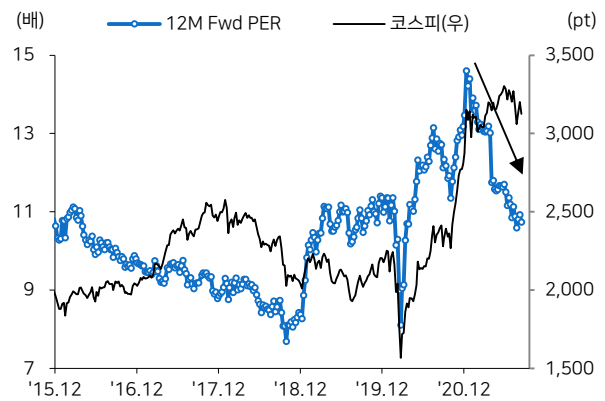
앞서 설명한 대로 상반기 10% 이상 크게 상향조정 됐던 이익 전망치 상승세가 최근 둔화됐다. PER은 연초 이후 분모(이익)는 크게 증가, 분자(주가)는 소폭 하락하며 12개월 예상 PER이 15배에서 최근 10배 후반까지 하락했다. 연초 이후의 높은 PER 부담은 대부분 해소된 셈이다. 한편, 코로나 국면 이전의 한국 PER이 9~11배였던 점을 고려하면 현재 PER은 높지도 않고 낮지도 않은 중립 수준이다.

그림6 12개월 예상 EPS vs 코스피



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림7 12개월 예상 PER vs 코스피

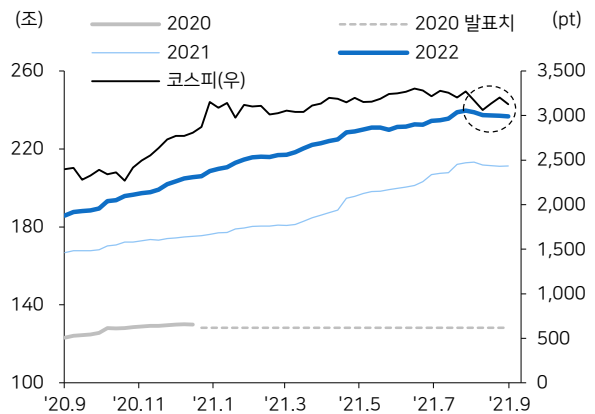


자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

과도한 이익 기대치에 대한
 눈높이 하향 및 이에 상응한
 주가 조정 국면

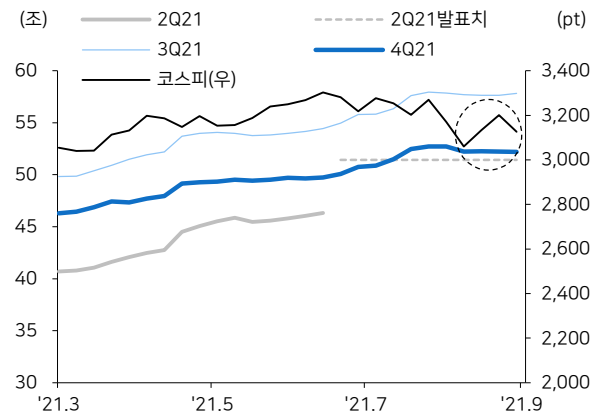
최근 한국 증시의 소폭 가격 조정은 작년 이후 큰 폭의 주가 상승폭에 비해서는 미미한 수준이다. 이익 전망치가 쉬지 않고 상향조정 되는 것은 불가능하며 과거 통상적으로 이익 전망치는 오히려 연중 10~20% 하향조정 된 경우가 대부분이었다. 결국, 과도한 이익 기대치에 대한 눈높이 하향 및 가격 조정이 현재 진행되는 것으로 보는 게 자연스럽다.

그림8 코스피 연간 영업이익의 전망치 변화



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림9 코스피 분기 영업이익의 전망치 변화

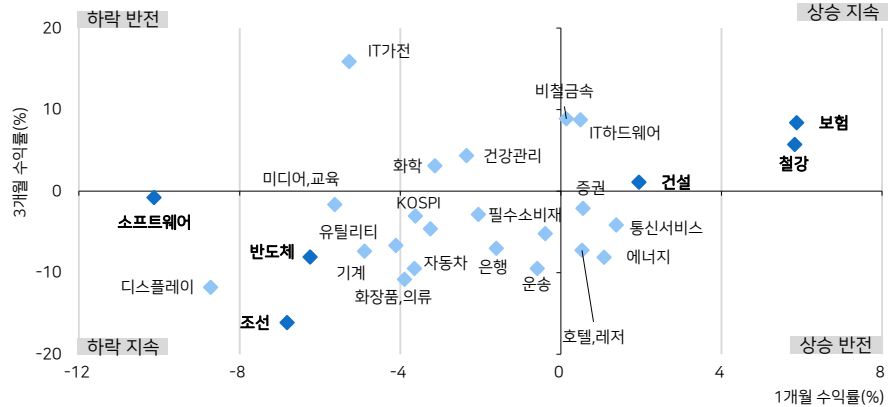


자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

이익 전망치 변화에 따른
업종별 주가 차별화 심화

최근 한국 업종별 수익률은 하락이 우세한 가운데 수익률 차별화가 두드러진다. 이익 전망치가 상향조정된 철강, 보험, 건설 등은 수익률이 양호했지만 조선, 반도체, 소프트웨어 등은 이익 하향, 수익률 하락이 나타났다.

그림10 한국 업종별 1개월 수익률 vs 3개월 수익률

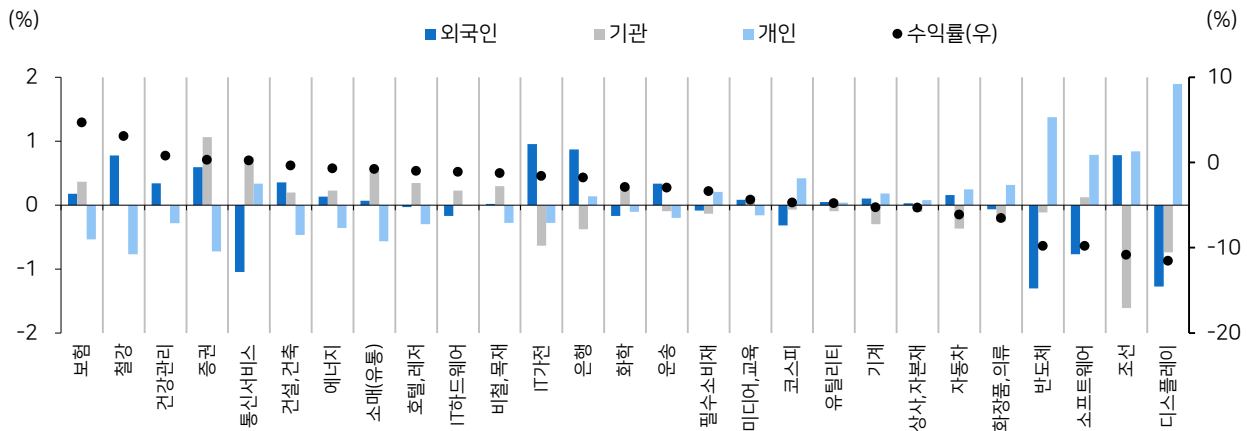


자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

외국인 수급의 주가 영향력 강화
지속중

투자주체별 수급 상으로는 외국인 매매의 주가 영향력이 꾸준히 높다. 8월 증시 급락 직전인 8월4일 이후를 보면 외국인 매수가 집중된 보험, 철강, 건강관리, 증권 등의 수익률이 우수했다. 반도체, 소프트웨어, 디스플레이는 외국인 매도, 수익률 부진이 나타났다. 외국인 매매와 개인 매매의 방향성이 반대로 나타난 경우가 많다는 점도 작년 이후 증시 수급의 특징이다.

그림11 8월 4일 코스피 3,280pt 이후 투자 주체별 '순매수/시가총액', 업종별 수익률

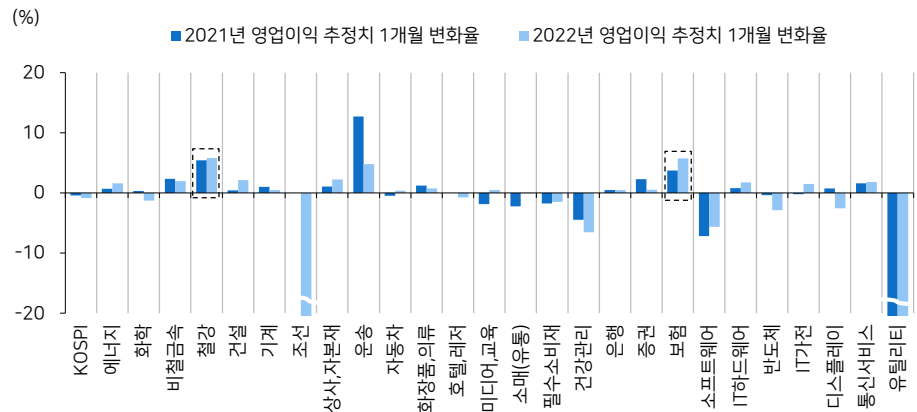


자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

이익 전망치 하향 업종 우려 부각
철강, 보험 업종 이익 전망치 상향

상반기에 대부분 업종의 이익 전망치가 상향 조정되고 추가로 어닝 서프라이즈 또한 빈번했던 반면, 최근에는 일부 이익 전망치 하향 업종이 나타났다. 조선, 유틸리티가 큰 폭의 하향 조정을 보였고 시가총액 최상위 업종인 반도체도 이익 전망치 하향이 나타나며 업황에 대한 우려가 커졌다. 작년 및 올해 상반기 주도 업종인 소프트웨어도 최근 중국의 게임 규제, 국내의 빅테크 규제 우려가 부각되며 주가가 하락했다. 한편 철강, 보험은 이익 전망치 상황이 돋보인다.

그림12 업종별 이익 전망치 변화

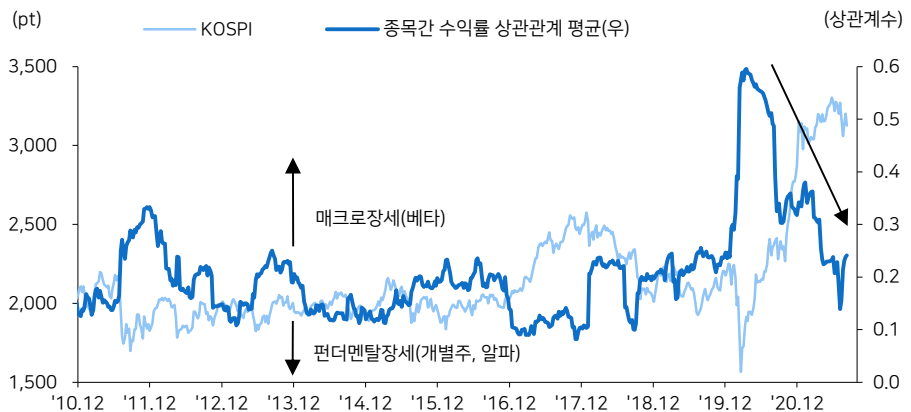


자료: 메리츠증권 리서치센터

매크로 장세에서 펀더멘탈 장세로
회귀 : 종목별 주가 차별화 정도
가 코로나 이전 수준까지 회복

증시 PER 하향 안정화, 업종별 이익 모멘텀 차별화로 종목별 주가 차별화가 심화됐다. 종목 간 수익률 상관계수 평균치는 매크로 변수의 증시 영향력이 커지는 시기에 커지고 기업 펀더멘탈이 주목받는 시기에 작아진다. 작년 코로나 증시 급락 이후에 종목 간 수익률 상관계수 평균치가 급등했는데, 이후 꾸준히 하향 안정화(정상화)되면서 최근에는 과거 범위까지 하락했다. 당분간 매크로 장세보다는 펀더멘탈 장세 성격의 종목간 주가 차별화 국면이 지속될 것으로 본다.

그림13 개별 종목 주가 차별화 장세로 회귀 : 종목간 수익률 상관계수 평균치가 하향 안정화



자료: 메리츠증권 리서치센터

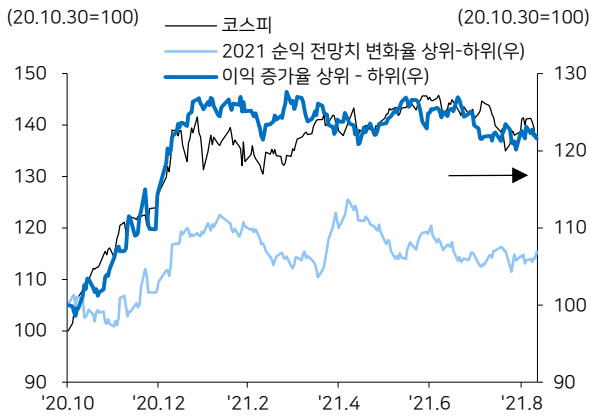
투자 지표별 성과 추이 및 종목 선별

계량분석(퀀트) 방법론 상 특정 투자 지표를 중심으로 증시 주도 스타일을 모니터링하는 것이 효과적이다. 가령, PER 지표의 투자 효율성을 체크하기 위해 PER이 낮은 20%종목(코스피200중 PER이 낮은 40종목)과 PER이 높은 20%종목의 투자성과 차이를 계산해보는 것이다. 팩터 분석(Factor analysis)이라고 하며 증시의 성격을 분석하거나, 유망 종목을 선별하는 데 자주 쓰인다.

6월 이후 퀄리티(수익성, 안정성) 투자 지표의 성과 반등, 밸류에이션 지표의 성과 부진 나타남
투자 심리 약화, 약세장 패턴

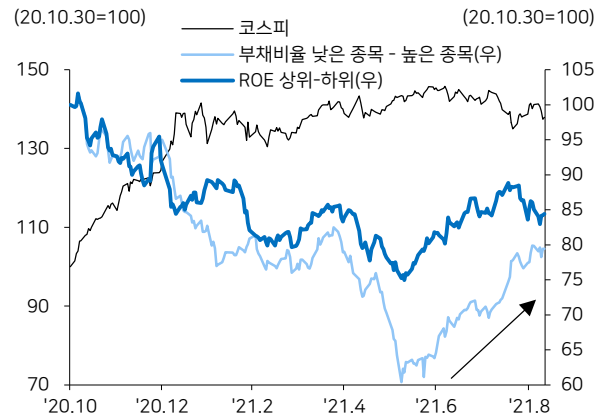
이익 증가율 및 이익 전망치 팩터 수익률은 횡보 추세다. 한편, 보수적 투자 지표로서 하락장에서 성과가 우수한 경향이 있는 부채비율, ROE 팩터의 수익률 반등이 6월 이후 두드러졌다. 강세장에 유리한 팩터이며 상반기 성과 호조를 기록한 밸류에이션 팩터는 PBR을 중심으로 6월 이후 성과 하락이 나타났다. 외국인 수급 팩터는 꾸준히 안정적인 성과를 나타냈다. 종합하면, 6월 이후 약세장 패턴, 보수적인 투자 패턴이 만연해 있었다는 점으로 평가할 만 하다.

그림14 투자 지표 성과: 이익 전망치 변화율, 이익 증가율



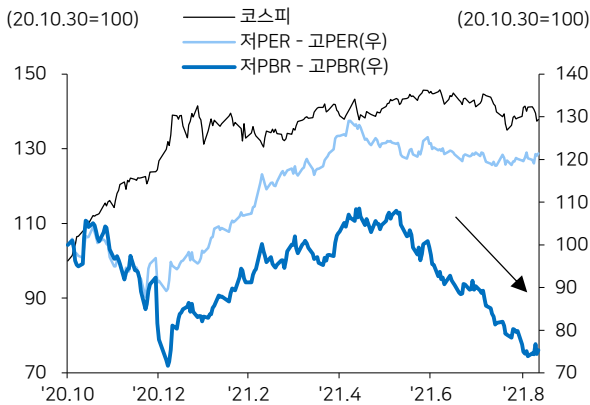
자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림15 투자 지표 성과: 부채비율, ROE



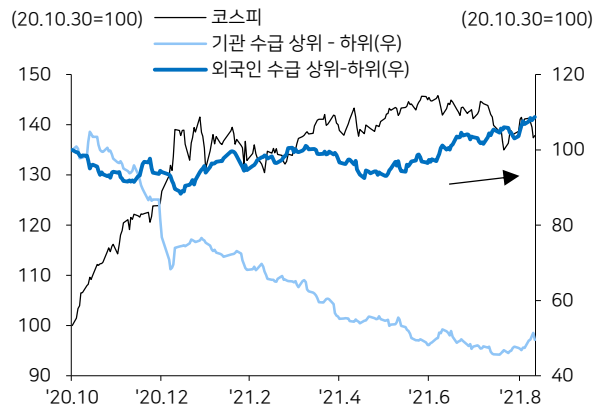
자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림16 투자 지표 성과: PER, PBR



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림17 투자 지표 성과: 기관 수급 추종, 외국인 수급 추종

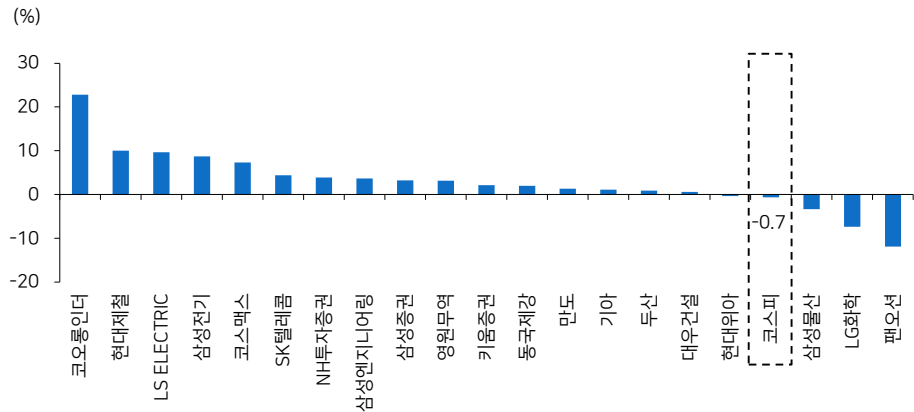


자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

증시 박스권 등락 전망
 '이익 전망치 상향 + 외국인 매수
 상위 + 저PER' 유망주 제시

종합하면, 신흥국 증시에 더 불리한 글로벌 이익 모멘텀 약화, 팩터 수익률 패턴을 고려할 때 코스피 3,000pt ~ 3,300pt 구간의 횡보 국면이 지속될 전망이다. 한편, 상당 부분 해소된 밸류에이션 부담, 기업 이익의 절대 수준 증가폭을 고려할 때 하락장 전환까지 우려할 필요는 없다고 판단한다. 지난 자료에서 제시한 '저PER + 외국인 매수 상위 유망주 포트폴리오'는 짧은 기간이지만 아래와 같이 우수한 수익률을 기록했다. 이번 자료에서는 '이익 전망치 상향, 외국인 매수 강도, 저PER'을 고려한 유망주 포트폴리오를 제시한다.

그림18 8월 26일 제시한 '저 PER + 외국인 매수 상위 포트폴리오' 성과 : 3.1% 수익률



주: 8월 26일 전략 공감 자료에서 제시한 '저 PER + 외국인 매수 상위 포트폴리오' 20종목의 수익률 표시
 자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

1) 이익 전망치 상향 + 외국인 매수 강도 상위 + 저 PER(25배 이하) 유망주 포트폴리오

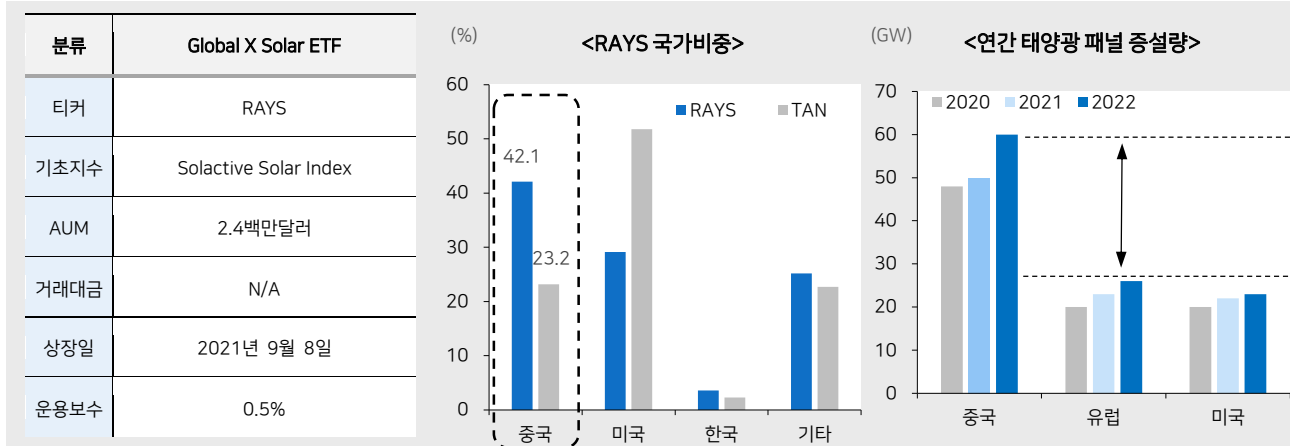
표1 이익 전망치 상향 + 외국인 매수 상위 + 저 PER 유망주 포트폴리오												
코드	종목명	업종	시총 (조원)		외국인 수급 (%)	PER (배)		EPS 증가율 (%)		ROE (%)	순이익 전망치 변화율_1개월(%)	
			20일	주가 (원)		20일 순매수/시총	12MF	12MT	2021		2022	2022
A010060	OCI	화학	3.4	142,000	4.7	7.1	1.32	흑전	16.3	16.6	2.4	
A079550	LIG넥스원	상사,자본재	1.1	51,300	2.5	14.0	1.60	23.0	18.0	11.2	11.9	
A002380	KCC	건설,건축관련	4.1	464,500	2.0	9.8	0.67	(19.2)	(17.0)	7.3	52.4	
A000880	한화	보험	2.7	35,450	2.0	5.5	0.70	216.4	(8.0)	12.2	24.4	
A016360	삼성증권	증권	4.4	49,100	1.4	5.8	0.77	74.9	(19.1)	11.6	1.3	
A001230	동국제강	철강	1.9	20,350	1.4	4.5	0.83	573.9	(2.7)	15.9	57.3	
A028670	팬오션	운송	3.9	7,230	1.3	10.5	1.27	288.2	3.8	11.1	33.2	
A004000	롯데정밀화학	화학	2.2	84,800	1.2	8.0	1.22	45.4	(7.0)	13.4	3.2	
A028050	삼성엔지니어링	건설,건축관련	4.4	22,650	1.0	12.1	2.44	43.5	1.6	17.1	0.9	
A138930	BNK금융지주	은행	2.6	7,920	1.0	3.4	0.28	44.6	1.3	7.9	0.9	
A039490	키움증권	증권	3.2	121,500	1.0	4.4	0.91	8.1	(15.9)	17.4	6.6	
A120110	코오롱인더	화학	2.6	94,900	0.9	11.0	1.21	16.8	9.0	10.7	7.1	
A004020	현대제철	철강	7.1	53,300	0.9	5.7	0.41	흑전	(4.6)	6.8	3.5	
A192820	코스맥스	화장품,의류,완구	1.5	132,000	0.8	15.4	2.90	250.6	17.9	19.8	7.0	
A036460	한국가스공사	유틸리티	3.5	37,500	0.7	7.1	0.40	흑전	11.5	6.1	1.6	
A005490	POSCO	철강	31.4	360,000	0.7	6.4	0.58	243.3	(14.5)	9.3	3.8	
A000810	삼성화재	보험	10.8	228,000	0.6	10.9	0.62	48.0	(7.5)	6.5	6.0	
A204320	만도	자동차	2.9	61,400	0.6	11.3	1.59	3,980.1	10.6	13.4	1.1	
A032640	LG유플러스	통신서비스	6.4	14,700	0.5	8.1	0.85	57.4	11.3	10.0	2.0	
A316140	우리금융지주	은행	8.0	10,950	0.5	3.4	0.32	76.5	0.1	9.0	0.6	

주: 종목 선정은 계량분석 방법론에 의한 것으로 당사 기업 분석 애널리스트의 의견과 다를 수 있음, 2021년 9월 10일 기준

자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

오늘의 차트 이정연 수석연구원

신규 태양광 ETF RAYS, 기존 태양광 ETF에 비해 중국 비중 확대



자료: GlobalXETF, ETF.com, IEA, 메리츠증권 리서치센터

신규 태양광 ETF RAYS 상장

지난 9월 8일 Global X사에서 태양광 ETF RAYS를 출시했다. Solactive Solar Index를 추종하고 운용보수는 연간 0.5%다. 본 자료의 목적은 기존 태양광 ETF, Invesco사의 TAN과 신규 상장한 RAYS를 비교하는 것이다. 두 ETF 모두 인덱스 펀드이기 때문에 각 ETF가 추종하는 지수의 특징 위주로 살펴보자.

기존 태양광 ETF TAN과의 차이점 : 중국 본토 상장 종목 편입여부

RAYS와 TAN의 가장 명확한 차이점은 중국 본토에 상장된 종목의 편입여부다. TAN이 추종하는 지수 MAC Global Solar Energy Index는 중국 본토(상하이, 선전) 상장 종목들을 보유하지 않고 홍콩 거래소에 상장된 종목만 편입한다. 이와 달리 Solactive Solar Index는 중국 본토에 상장된 기업들도 구성종목으로 선정한다. 중국이 태양광 산업에서 차지하는 비중이 크기 때문에 이는 중요한 포인트다.

RAYS, TAN 대비 높은 중국 비중

이와 같은 이유로 RAYS는 TAN에 담겨있지 않은 중국 기업들을 다수 보유하고 있다. 구성비중 상위 10개 종목 중 5개가 TAN에 없는 중국 본토 상장 기업이다. 그 중에는 텐진중환반도체, 룬지 그린에너지 등 시가총액이 큰 종목들도 포함되어 있어 전체적으로 중국 비중이 TAN에 비해 높다. TAN은 미국 비중이 50%, 중국 비중이 23%지만 RAYS는 중국 비중이 42%다. 미국 비중은 22%에 불과하다.

향후 중국 태양광 산업 발전의 수혜를 입을 가능성 높다는 점에서 TAN과 차별화

중국 태양광 산업은 2013년 이후 급격히 성장했다. 중국은 현재 태양광 패널이 가장 많이 설치된 국가이며 향후 증설 예상치도 다른 국가보다 높다. 이를 고려해 볼 때, RAYS는 향후 중국 태양광 산업 성장의 수혜를 받을 가능성이 높다는 점에서 기존 태양광 ETF TAN 대비 강점이 있다. 따라서 기존 ETF TAN과 차별화되는 투자 포인트가 충분하다고 판단한다.

칼럼의 재해석

김현 연구위원

Biden executive order adds urgency to FMC review of ocean shipping (The Journal of Commerce Online)

7월 9일 바이든 대통령은 "컨테이너 해운 시장이 반독점·반경쟁적 경향이 강화되면서 운임에 대한 광범위한 위법행위가 존재한다"며 미국 연방해사위원회(FMC)의 역할을 강조하는 등 시장 지배력 억제에 대한 행정명령에 서명했다. 컨테이너 해운 산업이 통합과 재편을 거치며 소수의 대형선사들만 남게 되어 반독점·반경쟁적 경향이 강화됐고, 선사들이 부과 중인 유례없는 고운임으로 미국 수출화주들이 고통을 겪고 있다는 것이다. 또, 초과보관료 및 지체료(demurrage & detention)과 관련한 광범위한 위법행위가 존재한다고 의심됨에 따라 FMC의 역할을 강조했다.

바이든의 행정명령은 FMC의 해운감독을 가속화했다. FMC는 일부 선사들의 행위를 1984년 新해운법 위반으로 판단하고 2020년 가을부터 조사를 진행하고 있었다. 1) 불합리한 초과보관료 및 지체료 책정, 2) 일부 선사들의 운송 거부에 대한 불만은 꾸준히 제기되었는데, COVID-19로 화주들의 불만이 증폭된 것이다. 2020년 FMC 규정에 따르면 물리적으로 컨테이너 인수나 반환을 할 수 없을 때 선사는 지체료 등을 징수할 수 없다고 공시했지만, 화주는 계속 요금을 지불해야 했다. FMC는 불만제기 시 조사에 착수하는 방식이 아닌 자체 조사를 통해 감독을 강화할 것이다. 행정명령에 따라 추가 입법까지 고려하고 있다. 화물 용량 관련해서는, 거부가 아닌 수요와 공급의 불균형 문제로 발표했다.

바이든 행정부, 해운업 감독을 시작하다

7월 9일, 바이든 해운업계 반독점
행정명령에 서명

지난 7월 9일, 바이든 대통령은 해운업계 가격 담합에 적극 대응하는 행정명령에 서명했다. 10대 해운회사가 2000년 12%에서 80%의 시장점유율로 확대하며, 사실상 독과점으로 운영하며 부당하게 해상운임을 책정했을 수 있다는 점을 지적한 것이다.

연방해사위원회(FMC)는 바이든 대통령의 행정명령에 기초해 7월 12일 법무부 반독점국과 정기선업계 감시와 집행 책임에 관한 협력과 소통을 강화하는 내용의 MOU를 체결했다. 바이든의 행정명령은 독점금지 시행, 독점금지 규칙제정, 행정부 내 협력강화를 통해 '산업의 과도한 집중, 시장 지배력의 남용, 독점 및 독점의 해로운 영향을 없애는 것'을 목표로 하고 있다. FMC와 법무부 반독점국은 정기적으로 회의를 열어 해운업계의 경쟁에 영향을 미치는 법 집행과 규제 문제를 검토할 예정이다.

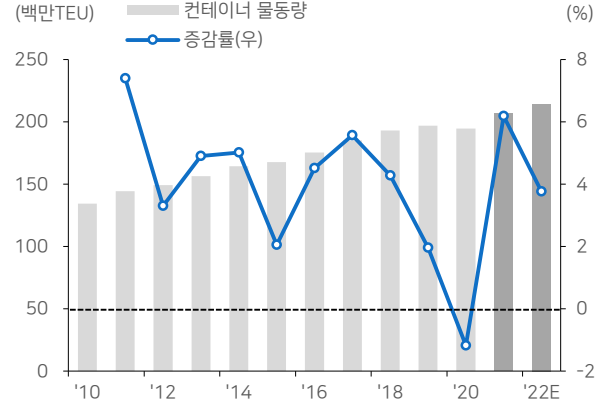
7월 20일 FMC는 원양선사감독 프로그램(Ocean Carriers Audit Program)을 본격 가동했다. 이 프로그램은 시장점유율 상위 9개 컨테이너선사가 컨테이너 반환 및 수령과 관련해 합리적인 수수료를 부과하는지 모니터링한다. 8월 추진된 해운법(Shipping Act) 개정안은 선사의 수출화물 예약 거부 금지, FMC의 선사의 잘못된 행위에 대한 모든 처리결과 공개 게시 등의 내용을 담고 있다.

그림1 Container average earnings_15개월 연속 상승



자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림2 컨테이너 해상물동량 추이 및 전망



자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

미국 정부의 규제에는 두 가지 이유를 찾아볼 수 있다.

- 1) 산업 전반의 반독점 규제 의지
- 2) 소비국의 물류비 상승 부담

1) 컨테이너시장 내 과점으로 인한 피해조사 착수

바이든 정부는 반독점 규제에 강한 의지를 갖고 취임했다. 많은 시장경쟁이 약화되어 부의 불평등이 확대되었다고 비난하며 기술, 의약품, 농업 등 전분야에서 반경쟁적 관행을 지적하고, 경쟁위원회도 설치했다. 미국 정부가 해운시장에 칼을 빼든 것은 처음이 아니다. 전세계 컨테이너 시장은 상위 10개 선사가 전체 선복의 85.0%를 지배하는 과점시장인만큼 주요 감독 대상이 되었다. 2020년 10월 FMC는 선사가 부과하는 초과보관료(demurrage), 지체료(detention) 관련 조사를 시작했다. 11월에는 3대 주요 글로벌 해운 얼라이언스 감독을 강화할 것이라고 공지했다. COVID-19로 물류에 미치는 영향이 커지며 물리적으로 컨테이너 인수나 반환을 할 수 없음에도 선사가 체선료 등의 과징금을 징수해 포워드 등의 불만이 커지자, FMC의 역할에 무게를 실어주며 해운업 감독을 강화하게 된 것이다.

2) 전통적 소비국과 수출국의 입장차이

미국이 FMC 권한의 대대적인 갱신을 시도하는 것은 1998년 개정 해운법 공포 이후 처음이다. 2001년 중국이 WTO에 가입하며 영구적인 정상무역상대국으로 인정했다. 그러나 미중간 무역 불균형이 심해지며 이를 개선해야 한다는 목소리가 높아진 것이다. COVID-19 확산 이후 해상운임까지 솟구치며 해운법 개정이라는 강수가 나왔다.

미국은 전통적인 소비국이고, 중국을 포함한 아시아 지역이 제조국이다. 그렇게 대만, 중국 등 아시아에 컨테이너 선사가 주로 형성되었고, 미국은 소비국으로서 과도한 물류비 상승에 대한 부담을 억제하고자 하는 것이다.

표1 2021년 해운업 규제 타임라인

일자	내용
7월 9일	바이든 대통령 해운업 경쟁강화에 대한 행정명령 발표
7월 12일	FMC-법무부 반독점국, 정기선 업계 감시 강화 MOU 체결
7월 20일	FMC 감독체계 '원양선사 감독프로그램(Ocean Carriers Audit Program)' 가동
8월 10일	선박 공급 의무화' 해운법(Ocean Shipping Reform Act) 개정안 발의

자료: 언론보도, 메리츠증권 리서치센터

미국은 왜 국적선사가 없을까?

국적선사를 갖는 이유:

- 1) 운임 상한선 제한
- 2) 안정적 운송 서비스 확보

국적선사란 특정 국가의 국적을 지닌 해운회사를 말한다. 제조업 국가에 있어 국적선사는 1) 운임 상한선 제한, 2) 안정적 서비스 확보의 이점을 갖는다. 첫째, 국내 수출화물에 대해 경쟁력이 강한 국적선사가 최대의 점유율을 가질 경우, 국적선사의 운임이 상한선이 되어 그 이상의 운임상승을 억제한다. 높은 운임을 책정하면 화주들이 굳이 해외 선사를 이용할 유인이 없기 때문이다.

둘째, 국내 선적공간 확보가 가능하다. 이번 COVID-19 물류대란 당시 외국적 선사들의 '한국 패싱(passing)'이 문제였다. 코로나 사태의 문제도 있지만, 선사들이 물량도 더 많고, 운임도 더 비싼 중국을 선호하며 선대편성이 중국으로 쏠린 것이다. 또, 글로벌 선사들이 특정 국가의 화주에게 선박을 충분히 공급하지 않으면서 운임협상력을 높이려는 행태를 방지할 수 있다. 그래서 우리나라, 독일, 일본, 대만 등 제조업 수출국가에 있어 국적선사는 중요성을 지닌다. 전세계 운임을 결정하는 leading company가 A.P Moller-Maersk라면 국내에서는 HMM이 그 역할을 맡고 있다.

미국의 경우에는 세계 최대 물동량을 바탕으로 세계 해운시장을 통제 관리 할 수 있기 때문에 국적선사가 필요하지 않다. 물동량을 '수요', 컨테이너 운송 서비스를 '공급'이라고 했을 때, 미국은 거대한 수요를 바탕으로 시장지배적인 위치를 지닌다. 컨테이너선 정기 운항 서비스를 제공하는 선사 중 미국항로를 빼놓고 영업할 수 있는 선사는 단 한 곳도 없다. 아시아-북미 노선 물동량은 1,550만TEU로 아시아에서 유럽 전체로 향하는 물동량보다 많다. 미국이라는 거대한 고객을 잡기 위해 다수 해운사들이 경쟁하고 있다. 즉, 국적선사가 없어도 해운사들이 알아서 합리적인 가격에 고품질 서비스를 제공하기 위해 노력하는 것이다.

또, 미국 연방해사위원회(FMC)는 외국 해운사를 이용하는 미국 고객들을 철저히 보호하고 있다. FMC는 대부분이 화주인 자국 업체를 보호하기 위해 매년 해운사 중 일부를 무작위로 선정해 조사하고, 법 위반 시 벌금을 부과한다. 2016년 한진해운발 물류대란으로 컨테이너 운임이 치솟을 기미가 보이자 FMC는 한진해운 사태를 이용해 다른 컨테이너선사가 운임을 대폭 인상할 경우 바로 조사에 들어가겠다고 엄포했다. 해운얼라이언스 관련 업무도 도맡아 모니터링 프로그램으로 정기적으로 운항, 스케줄, 업무 규칙등에 FMC에 보고할 것을 의무화했고, 얼라이언스

의 선복량이 일정 수준 이상 커지면 화주 보호 목적으로 선사 가입을 허가하지 않는다.

글로벌 해운 얼라이언스

글로벌 컨테이너 시장에서 효율적인 서비스를 마진을 극대화하고자 컨테이너 해운 업계는 해운 얼라이언스를 형성했다. 주요 선사들간 구축한 해운 얼라이언스는 일종의 '카르텔'으로 협정을 맺고 각자 영업, 공동 운송을 하는 체제이다. 초대형 선박을 공유하며 규모의 경제 효과로 물류 안정성과 운송비용 절감에 따른 비용 경쟁력을 얻는 장점이 있다. COVID-19 위기에도, 선박 공급량을 유동적으로 줄일 수 있어 운임 반등에 성공했다. 정기노선과 선박을 충분히 가지고 있는 경쟁력 있는 선사만 가입 가능하다.

국내 기업 중엔 HMM이 2019년 6월 디 얼라이언스(THE Alliance)에 가입했다. 협력기간은 2030년까지이다. 얼라이언스에 가입하며 주요 기간항로에서 서비스 네트워크를 대폭 확대하는 등 한진해운 파산 이후 잃었던 국적선사가 제공했던 해운서비스를 회복했다.

해운 얼라이언스는 선박부터 항구 운영까지 공유하기 때문에 점유율이 높을수록 비용절감에 유리하다. 현재 가장 큰 해운동맹인 2M은 TEU 기준 33.5%, THE는 29.8%, Ocean은 19.3%의 점유율을 갖고 있다.

얼라이언스	순위	선사	선박 수	전체 TEU	선박 수	소유 TEU	선박 수	용선 TEU	선박 수	수주잔고 TEU	비중
2M Alliance	1	Maersk	737	4,244,143	313	2,366,554	424	1,877,589	21	169,672	17.0%
	2	Mediterranean Shg Co	615	4,131,039	214	1,319,452	401	2,811,587	52	901,818	16.5%
합산			1,352	8,375,182	527	3,686,006	825	4,689,176	73	1,071,490	33.5%
THE Alliance	3	CMA CGM	539	3,017,484	151	1,226,052	388	1,791,432	44	525,452	12.1%
	4	COSCO Group	490	2,973,641	175	1,553,344	315	1,420,297	32	585,272	11.9%
	7	Evergreen Line	205	1,420,761	118	710,129	87	710,632	85	699,776	5.7%
	35	OOCL	44	35,588	29	25,100	15	10,488	10	21,572	0.1%
합산			1,278	7,447,474	473	3,514,625	805	3,932,849	171	1,832,072	29.8%
Ocean Alliance	5	Hapag-Lloyd	260	1,782,321	110	1,049,546	150	732,775	22	415,120	7.1%
	6	One	218	1,589,481	71	529,023	147	1,060,458	14	251,692	6.4%
	9	Yang Ming	87	625,332	49	208,744	38	416,588	9	97,820	2.5%
	8	HMM	79	826,948	34	545,134	45	281,814	12	161,088	3.3%
합산			644	4,824,082	264	2,332,447	380	2,491,635	57	925,720	19.3%

주: 2021년 9월 12일 기준
 자료: Alphaliner, 메리츠증권 리서치센터

해운업계 대응

9월, 컨테이너 선사들의 잇따른 가격 고정 정책 발표

9월 중순, 운임의 지속적인 고공행진에 컨테이너선사들이 조치를 발표했다. 3, 5위 선사인 CMA CGM, Hapag-Lloyd는 가격상한제를 발표했고, 1위 선사인 AP Moller-Maersk는 장기계약 비중을 60%로 확대하는 방안을 내놓았다. 1) 미국 정부의 반독점 감독을 의식한 조치일 가능성, 2) Peak-out에 대비한 '수익 묶어두기'일 가능성으로 해석된다.

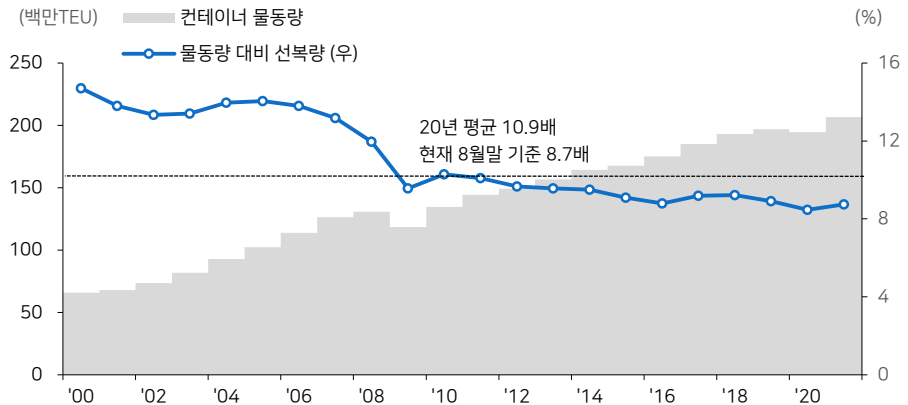
FMC의 선사 압박에도 단기적인 해상운송 수요는 오름세가 이어질 가능성이 크다. 미국 블랙프라이데이, 중국 광군제 등 연말 쇼핑시즌을 앞두고 해상 물동량이 늘어나는 시기이기 때문이다. 중국 춘절을 기점으로 컨테이너 운송 수요의 변동이 있을 것으로 전망된다. 그럼에도, 강력한 소비주체인 미국이 자국 보호를 위해 해운업 규제를 시작했다는 점에 의의가 있다.

표3 주요 컨테이너 선사 高운임 대안

선사	내용
CMA CGM	2022년 2월 1일까지 Spot운임 고정
Hapag-Lloyd	몇 주간 운임 고정
AP Moller-Maersk	장기계약 비중 60%로 확대

자료: Tradewinds, 메리츠증권 리서치센터

그림3 2021년 부족하지 않은 선복량



자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

원문: FMC intensifies monitoring of shipping alliances