

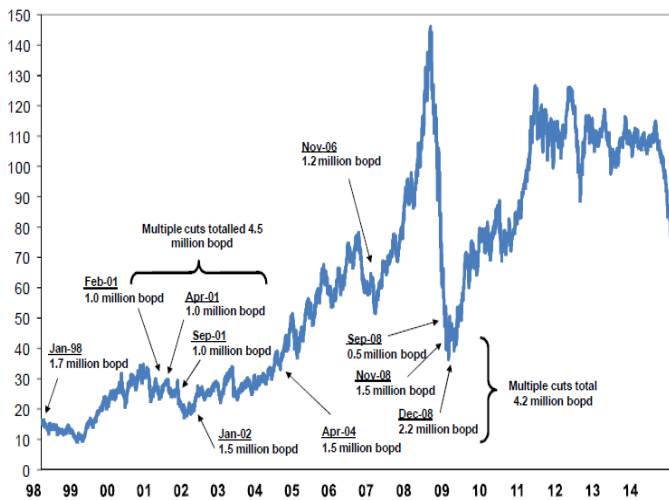
유가 전망과 투자기회

- 유가는 지금이 바닥? -



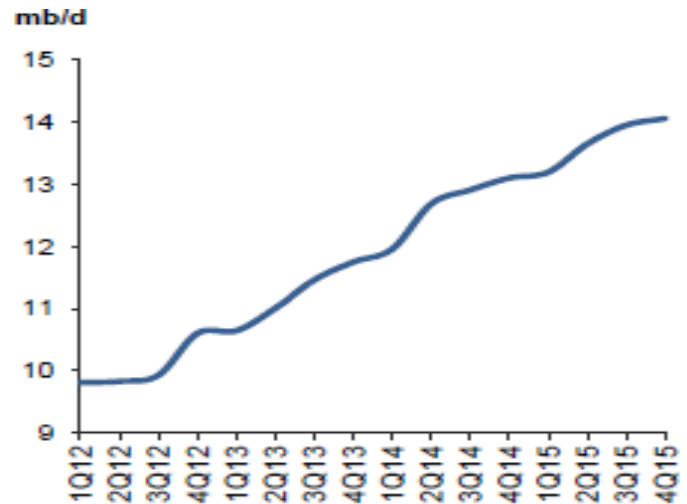
■ 유가 하락이 어디까지 갈 것인가?

<차트 1. 유가와 OPEC 감산>



자료 : JPMorgan, Brent 유가

<차트 2. 북미 원유 생산량>



자료 : OPEC Oil Market Report

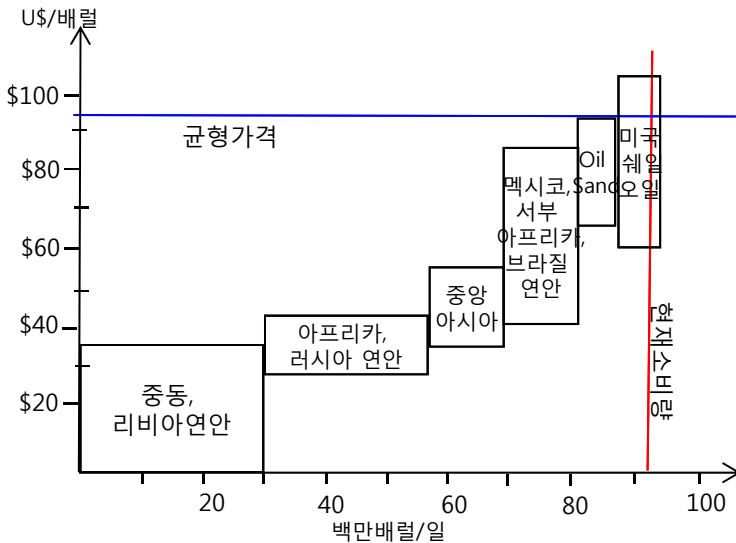
과거 20년동안 OPEC은 (차트 1)에서처럼 유가 하락기에 공급량을 감소시켜 유가가 적정 수준으로 되돌아가도록 노력해왔습니다. 그러나 OPEC은 이번에 이러한 감산 노력을 거부하고 있습니다. OPEC은 과거 수년간 미국의 증산이 글로벌 생산량 증가의 주범이기 때문에 이번에는 미국이 나서서 생산량을 감축해야 한다고 버티고 있습니다. 과연 미국은 주로 셰일층에서 비전통적인 방법으로 채굴하는 셰일원유를 중심으로 빠른 속도로 생산량을 늘려왔습니다 (차트 2). 게다가 비OPEC 국가들도 각자 여러가지 정치적 이유로 당장 감산에 나설것 같지 않습니다. 이런 상황에서 유가가 어디까지 하락할까요?

■ 유가 생산의 원가분석 I

OPEC의 감산과 같은 전략적 혹은 정치적 결정이 없다면 결국 유가는 경제적 논리로 설명되어야 할 것입니다. 이런 유가 수준에서도 생산과정에서 돈을 벌 수 있는 기업이라면 계속 원유생산을 지속할 것이며, 그렇지 않은 기업은 비용을 절감시키는 등의 노력을 하다가 결국 생산을 줄이거나 포기하는 수순을 밟을 것입니다. 생산비용은 육지냐 바다냐, 바다 중에서도 얕은 곳이나 깊은 곳이나, 채굴방법이 쉽냐 그렇지 않느냐 등에 따라 천차만별입니다. 또한 생산비용에는 탐사, 개발, 생산 등 채굴과 관련된 비용과 회사 운영비, 세금 등이 포함됩니다. 사실 채굴 회사의 사업영역이 다양해서 채굴관련된 비용만을 따로 분리해 내기도 어렵습니다. 따라서 앞으로 논의될 원가분석이 아주 정확하다고 자신할 수도 없지만, 유가의 방향을 모색하기 위해서 약간의 오류나 단순화 위험을 감수하고라도 논리를 전개해 보려 합니다.

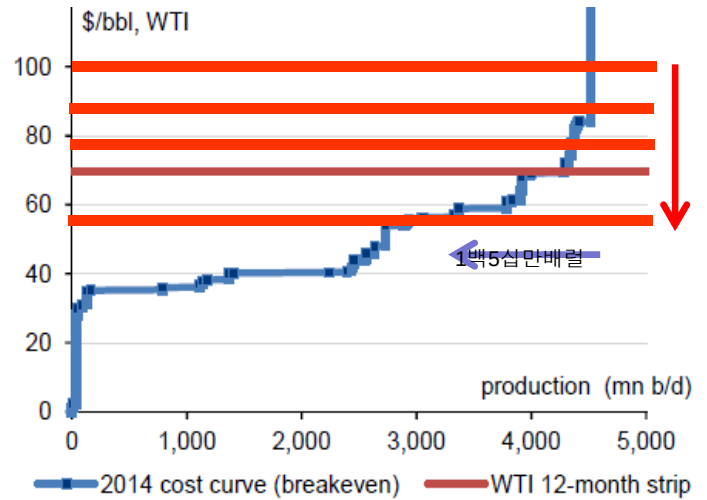


<차트 3. 지역별 원가 구조>



자료 : JPMorgan, IEA

<차트 4. 미국 셰일오일 원가 구조>



자료 : JPMorgan, 청색 실선=채굴원가, 적색 실선=유가

(차트 3)에서는 지역별 생산량과 해당 원가를 보여주고 있습니다. 중동, 러시아, 아프리카, 중앙아시아 등 오래된 유정을 가진 대규모 생산자들은 대체로 생산원가가 낮고, 남미, 북미 등 상대적으로 유정이 오래되지 않거나 채굴방법이 다소 어려운 생산자들은 원가가 높습니다. 현재 일간 글로벌 소비량이 약 92~93백만 배럴이고, 여기에 해당하는 균형가격은 대략 U\$90~100불 정도로 추정됩니다. 여기에 약간의 마진을 더해서 유가가 형성되고, 실제로 2014년 평균 유가는 약 U\$100을 조금 상회하였습니다.

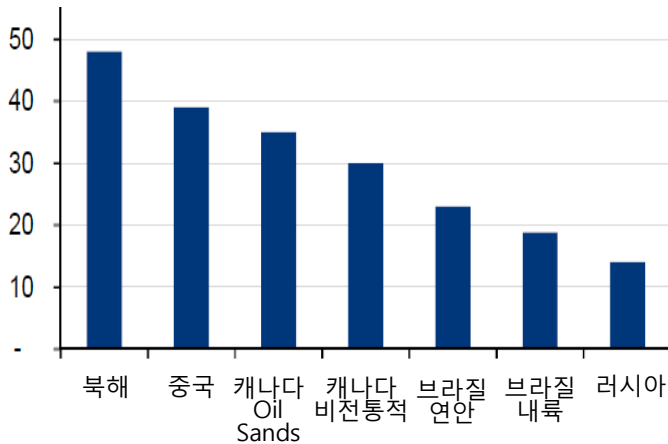
(차트 3)에서 가장 원가구조가 높은 생산자인 미국 셰일오일을 (차트 4)에서 조금 더 자세히 살펴봅시다. 유가가 U\$100일때 셰일오일은 매일 4백5십만 배럴이 손익분기점 생산량입니다. 그러나 유가가 60불로 하락한다면 손익분기점이 3백만 배럴까지 낮아지고 1백5십만 배럴은 손익분기점에 도달하지 못합니다. 결국 유가가 크게 하락한 현 상황에서라면, 미국 셰일 오일 지역에서만 약 1백5십만 배럴의 생산량이 줄어들 수 있습니다. 생산원가가 높은 다른 지역(캐나다 Oil Sands 지역, 북해지역, 브라질 심해지역 등)도 마찬가지로 생산량이 줄어들어야 할 것입니다. 그런데 유가가 낮아진지 꽤 지났다고 생각하는데 왜 이런 지역에서 감산 소식은 들리지 않을까요?

■ 유가 생산의 원가분석 II

왜냐하면 생산자들이 버틸수 있어서입니다. 유전사업자들의 원가를 조금 더 분석해보면, 채굴과 직접적으로 관련된 채굴비용(Lifting Cost), 관리비, 생산과 연동된 세금 등을 합하여 현금원가를 구성하는데, 이는 채굴을 할때 반드시 발생하는 현금비용입니다. 한편, 채굴활동과 직접적으로 연관되지는 않지만, 이미 채굴을 위해서 투자한 설비의 감가상각비도 감안해야 합니다. 미래 채굴을 위해서 투자하는 탐사비용, 유전개발비용 등도 주요 비용입니다. 그러나 매우 단기적으로 볼때, 생산자들은 채굴활동에 반드시 필요한 현금원가보다 원유가격이 높다면, 적어도 당분간은 생산을 지속하는 것이 경제적으로 합리적인 행위라고 할 수 있습니다. 그렇기 때문에 주요 생산자들은 아직 감산을 본격적으로 시작하지 않고 있습니다. 그렇다면 원유채굴의 현금원가는 얼마나 될까요?



<차트 5. 지역별 현금원가 구조>



자료 : Bank of America

<차트 6. CNOOC 배럴당 원가 구조>

항목	'2013	'2014(E)
실제 판매가	104.6	99.9
Lifting Cost(채굴비용)	12.5	12.5
Windfall Tax	11.6	9.9
Resource Tax 등	9.8	9.4
판매관리비/기타	3.2	3.2
현금원가	37.1	35.0
탐사/개발	6.8	3.9
감가상각	22.3	21.7
고정원가	29.1	25.6

자료 : CNOOC, Nomura

(차트 5) 지역별 현금원가 구조를 보면, 유가가 U\$50이 될 때 현금원가가 U\$48로 추정되는 북해지역은 거의 단기손익분기점에 도달한다고 볼 수 있습니다. (차트 5)에서 미국 셰일오일의 현금원가는 표시되어 있지 않지만, 적어도 U\$50불은 넘는 것으로 추정되고 있습니다. 그렇다면, 유가가 U\$50 이하인 현재 상황이 지속된다면 미국 셰일오일과 북해지역은 단기적으로도 생산하면 생산할수록 손해를 보는 상황이거나 그런 상황에 가까워 졌다고 볼 수 있습니다.

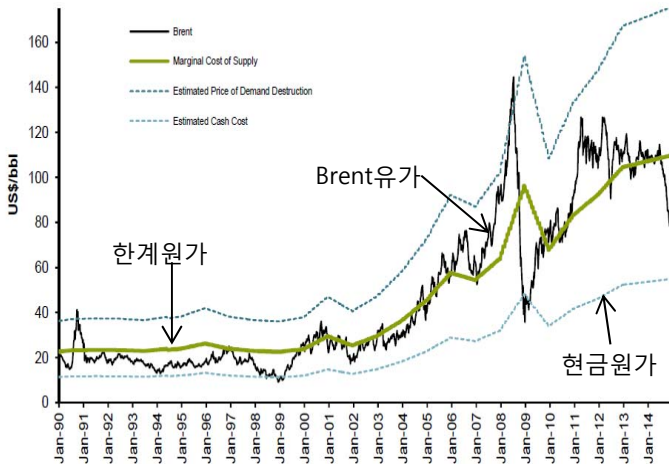
(차트 6)에서는 CNOOC의 원가분석을 보여줍니다. CNOOC은 중국 3대 에너지 국영기업중 하나인데, 다른 에너지 기업들과는 달리 원유와 가스 채굴(E&P)을 전문으로 하고 있어서 채굴관련 원가분석에는 가장 적합한 업체입니다. (차트 6)에서 보면, CNOOC의 현금원가는 대략 35~37불 정도임을 알 수 있습니다. 그런데 CNOOC은 중국에서는 물론 전세계 지역의 유전에서 채굴사업을 영위하고 있습니다. Nomura의 애널리스트 분석에 따르면 CNOOC의 Lifting Cost(채굴비용)는 중국연안 등에서는 배럴당 U\$12 정도이지만, 중국을 제외한 아시아지역, 최근 인수한 북미지역 등은 U\$22~24로 전체 평균보다 U\$10정도 높아 그런 지역의 현금원가는 U\$45~47에 육박하게 됩니다. 즉, CNOOC과 같은 대규모 생산자도 일부 지역에서는 유가가 이미 현금원가와 비슷한 수준까지 하락하였다고 볼 수 있습니다. 만일 생산비용이 더 높은 셰일오일을 생산하는 중소기업체들의 원가분석을 한다면 CNOOC의 아시아 및 북미지역 원가인 U\$45~47보다 낮을 수는 없을 것입니다. 따라서 채굴비용이 높은 지역의 상당히 많은 생산자들은 현재의 유가가 그들의 현금원가 이하이거나 적어도 현금원가와 비슷해 졌다고 추정해도 무방할 것입니다.

■ 유가는 U\$40~45이 바닥일 듯

그렇다면 약 4백5십만 배럴을 생산하는 셰일오일의 현금원가가 적어도 U\$50보다 크고, 2백5십만 배럴을 생산하는 북해지역도 현금원가가 U\$48이라면, 유가는 U\$50 미만으로 내려가기 힘들다는 것이 경제적 측면에서 합리적인 결론입니다. 즉, 단기적으로도 가격하한은 U\$50이라고 할 수 있습니다. 다만 생산자들의 원가절감 노력, 선물포지션과 재고수준, 그리고 가격탄력성이 비교적 낮은 자원(commodity) 특성, 시장심리 등을 감안하면 가격이 하한가격 아래로 급락(under-shooting)할 가능성도 배제할 수 없습니다. 상기 요인을 반영하여 가격하한 밑으로 빠지는 폭을 U\$5~10 정도 감안하면, 유가는 대략 U\$40~45 정도가 바닥이라고 생각됩니다. 그러나, 급락하는 상황이 발생한다 하더라도 유가는 현금원가 수준인 U\$50까지 빠르게 회복할 것이라고 예상됩니다.



<차트 7. 유가와 한계원가, 현금원가>



자료 : Bernstein

<차트 8. 과거 유가 반등 사례>

항목	85년	90년	97년	08년	현재
최고점(A)	85.11	90.10	97.10	08.07	14.07
바닥(B)	86.03	91.02	98.06	08.12	?
개월수 (A→B)	4	4	8	5	6(?)
하락폭	-67%	-57%	-49%	-78%	-60%
6개월+ 반등폭	39%	24%	0%	113%	
12개월+ 반등폭	79%	5%	60%	135%	

자료 : Bernstein, Bloomberg

위와 같은 분석을 시계열적으로 확대하면 (차트 7)과 같은 그래프가 나옵니다. 초록색 실선은 한계생산자의 원가, 즉 해당기간에 지금의 미국 셰일오일과 같은 생산자의 원가(한계원가)를 나타내며, 아래 점선은 한계생산자의 현금원가를 보여줍니다. 역사적으로 볼때, 유가는 단기적으로 급상승 혹은 급하락하였던 경우도 있었지만, 대체로 한계원가와 비슷한 궤적을 그렸다고 볼 수 있습니다. 즉, 유가는 장기적으로 볼때 한계원가로 회귀하는 경향이 강하며, 이번 급락기에도 시일이 지나면 유가는 한계원가인 U\$90~100 이상으로 회귀할 것으로 전망됩니다.

또 한가지 주목할 점은 유가가 급락하였던 경우에도 현금원가보다 더 많이 내려가지 않았으며, 곧 현금원가 수준에서 반등하였다는 것입니다. 실제로 1998년에도 현금원가에서 반등하였으며, 2009년에도 현금원가보다 약간 아래로 하락(under-shooting)하였다가 현금원가 수준까지 이내 회복한 후 중국에는 한계원가까지 회복하였습니다. 따라서, 현재 유가가 현금원가인 U\$50 아래에 있으므로, 유가가 약간의 under-shooting 이후 반등할 수 있다고 예상됩니다.

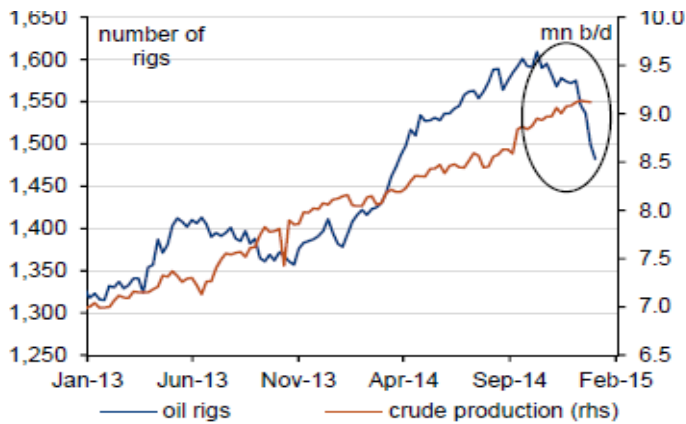
■ 그럼 언제 반등할 것인가?

우선 과거 사례가 어땠는지 살펴보겠습니다. (차트 8)에서는 과거 유가가 바닥을 친 후 반등하였던 경우를 요약하여 보여주고 있습니다. 과거 네번의 걸친 유가 급락기를 살펴보면, 대략 6개월 동안 하락하였으며, 그 하락폭은 50~80%에 달하였습니다. 한편, 바닥을 도달한 이후에는 6~12개월 이내에 강하게 반등하였습니다. 이번 경우에도 하락이 시작한지 6개월이 지났으며, 하락폭은 약 60%입니다. 대략 큰 하락 사이클이 막바지에 도달하고 있지 않나 추측되는 대목입니다.

유가가 반등하기 위해서는 가장 쉬운 해결책이 감산인데, 아직 주요 생산자들 사이에서는 그런 모습이 보이지 않고 있습니다. OPEC이나 비OPEC이나 모두 자신들이 감산을 주도하지 않겠다는 기싸움을 하고 있는데, 그 와중에도 원가구조가 높은 지역부터 점차 피로감을 느끼기 시작할 것입니다. (차트 9)에서 볼수 있듯이, 셰일오일 생산지의 굴착장비(rig) 숫자는 줄어들고 있는 등 생산활동이 점차 위축되면서 생산량 감축으로 연결되기를 기대하고 있습니다.



<차트 9. 셰일오일의 굴착설비(rig counts)>



자료 : Bank of America

<차트 10. 미국 에너지기업 HighYield 부도율추정>

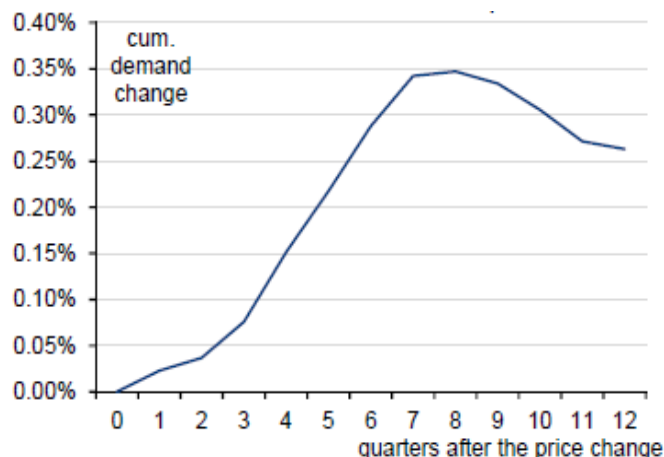
가정	원유 U\$75, 천연가스 U\$3.5	원유 U\$65, 천연가스 U\$2.5
부도 발생률		
2015	3.9%	3.9%
2016	4.8%	20.5%
2017	3.0%	15.5%
연평균	3.9%	13.3%
3년 누적	11.6%	39.9%

자료 : JPMorgan

셰일오일 생산자들의 재무상황도 고려대상입니다. 원유 생산자 중 정부와 관련이 있는 기업(Nation Oil Company)은 정부의 목표량을 생산해야 하고 여차하면 정부에 의존할 수 있으므로, 좀 손해를 보고서라도 원유 생산을 지속할 수 있습니다. 하지만 민간기업은 기댈 수 있는 정부가 없으니 경제적 손익에 민감할 것입니다. 민간기업 생산자들 중에서 한계기업인 셰일오일 기업들은 과거 수년간 외부차입을 통해서 빠르게 생산설비를 증설하였으며, 현재 재무비용의 압박에 시달리고 있습니다. 최근 미국 채권시장에서 부도위험이 가장 우려되는 영역이 바로 셰일오일 기업입니다.

(차트 10)은 셰일오일 생산자를 포함한 에너지기업이 발행한 High Yield 채권에 대해 원유가격별 부도발생률을 추정한 자료입니다. 원유가격이 U\$65에 머무를 경우 부도율이 상당히 가파르게 늘어나는 것을 볼 수 있으며, 이런 상황이 3년간 지속되면 해당 채권의 누적 부도율은 40%까지 상승합니다. 결국 많은 한계기업들이 도산할 것이라는 추정입니다. 이미 이런 위험을 반영하여 High Yield 채권의 요구수익률은 2014년 6월 5%에서 2015년 1월 현재 7%까지 상승하였습니다. 결국 미국 High Yield 시장에서도 셰일유정에서 활동하는 에너지 기업이 낮은 유가상황을 오래 버티지 못할 것이라는 것에 동의하고 있다고 볼 수 있습니다.

<차트 11. 10% 유가하락시 유가 수요 증가>



자료 : Bank of America

<차트 12. 원유 글로벌 수요공급 >

지역	2013	2014	2015	2016
OPEC	36.7	36.7	36.6	36.7
전(前)소련연방	13.9	13.9	14.0	14.0
미국	10.2	11.6	12.1	12.6
기타 국가	30.5	30.9	31.3	31.5
공급량	91.3	93.1	94.0	94.8
수요량	91.8	92.4	93.7	95.0
공급량-수요량	-0.5	+0.7	+0.3	-0.2

자료 : IEA, BoA Merrill, 단위: 백만배럴

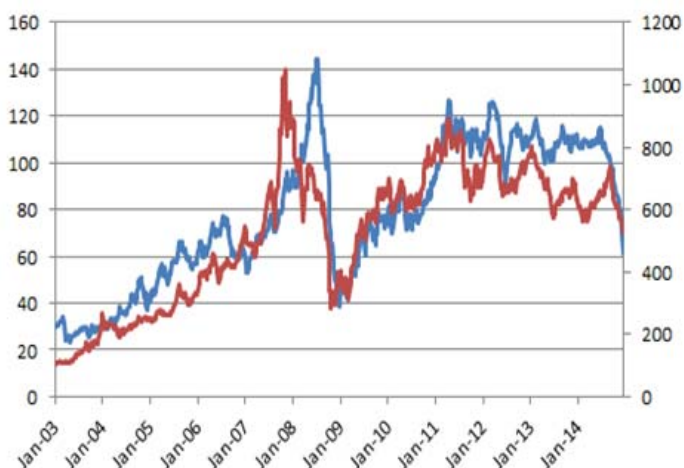
한편, 좀더 긴 안목으로 살펴보면, 생산량을 감축하려는 움직임은 이미 감지되고 있습니다. 주요 원유생산 기업들은 이미 중장기적인 생산량과 관련된 투자금액(Capex)을 20% 내외 정도 줄여서 발표하였습니다. 기업들의 투자감소로 인해 적어도 중장기적으로는 생산규모가 이전과 같이 빠르게 늘어나지 않을 것이라고 예상할 수 있습니다. 현재 채굴중인 유정이 노후화되어 매년 4~5백만배럴의 하루 생산량이 자연스럽게 소진(depletion)되며, 그 부분만큼 투자를 하지 않으면 생산규모는 줄어들게 됩니다. 따라서, 주요 기업의 투자금액 축소는 향후 수년간 생산규모 확대가 둔화될 수 있다고 해석할 수 있습니다.

또 한가지 주목할 점은 유가하락에 따른 수요 증가입니다. (차트 10)에서 볼 수 있듯이 역사적으로 볼때 유가가 10% 하락하면 어느 정도 시간을 두고 수요가 0.3% 증가하는 것으로 분석되고 있습니다. 유가하락으로 가처분소득이 늘어 자동차 구매수요와 가솔린 소비 등이 늘어나는 효과때문입니다. 최근 미국에서 가솔린 소비량이 큰 SUV 판매대수가 빠르게 증가하였다고 발표되었으며, 우리나라도 차량운행이 많이 늘어나는 움직임이 감지되고 있습니다.

결국 주요 생산자들이 자발적 감산을 하려고 하지 않는 상황에서 한계생산자인 셰일오일 기업들은 원가 압박에 시달리고 있으며, 나아가 재무적 압력과 부도위험이 높아지고 있습니다. 이로 인해 굴착설비를 줄이는 등 생산활동을 줄이고 있습니다. 다른 메이저 기업들도 투자금액(Capex)을 줄이고 있기 때문에 중장기적으로 생산규모가 둔화되는 것은 당연합니다. 게다가 수요는 가격효과로 점차 늘어날 것으로 보입니다. 이를 감안하면 대략 2015년 말에서 2016년 초에 수요공급이 균형점을 찾을 것으로 전망되며, 유가는 이를 선반영하여 2분기부터는 상승세로 반전될 것으로 예상합니다.

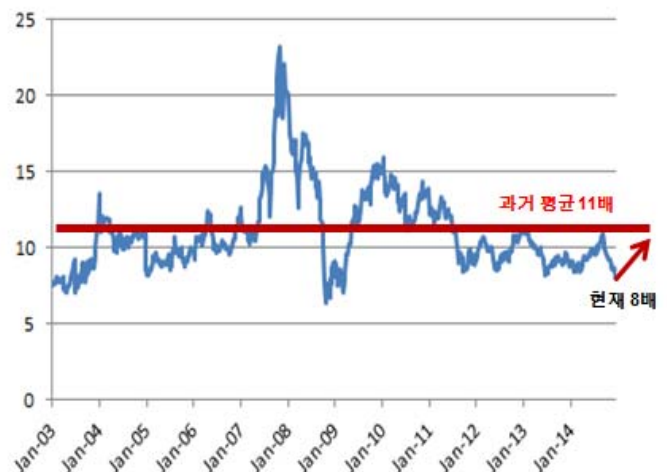
▣ 유가가 상승한다면 무엇을 투자해야 하는가? – (업종) 중국 에너지주식

<차트 13. 유가와 중국 에너지주식>



자료 : Bloomberg, 청색: Brent 가격, 적색: MSCI China Energy

<차트 14. 중국 에너지주식 P/E지수>



자료 : Bloomberg

유가상승을 가정한다면, 원유생산기업의 주식에 투자하는 것이 가장 좋습니다. 원유생산기업의 주식은 유가와 민감도가 높으며, 유가 반등시에도 같이 반등합니다. (차트 13) 특히 주목할 만한 주식은 중국 에너지 주식입니다. 홍콩 시장에 상장된 중국 에너지 주식은 저평가 되어 있을 뿐 아니라(차트 14), 여러 이유로 재평가(re-rating) 되고 있습니다.

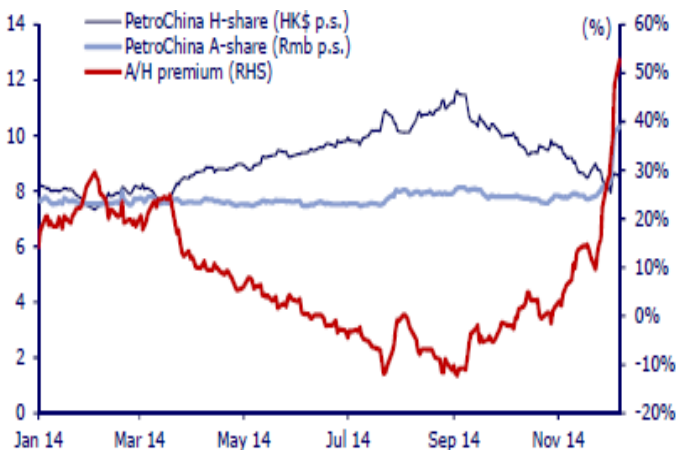


우선 중국 시장의 전반적인 심리 개선입니다. 지방정부 재정위험, 일부 산업의 과잉생산, 정부관련 기업의 비효율, 은행 부실자산 위험, 성장둔화, 환경오염 등 여러 측면에서 중국시장은 수년간 외면받아 왔습니다. 그러나, 시진핑 정부 들어서 강도높은 개혁(reform)과 구조조정이 점차 결실을 맺으면서, 보다 지속가능한 성장모델로 경제체질이 변화하고 있습니다. 2014년 10월부터 홍콩시장과 상해시장을 연결하는 후강통이 발표되어 시장의 분위기를 바꾸어 놓았습니다. 최근에는 홍콩시장과 심천시장을 연결하는 방안도 논의되기 시작하였습니다.

중국 에너지기업도 구조개혁이 진행중에 있습니다. Sinopec은 마케팅, 에너지 운송 부문을 분사하여 상장시키는 작업이 진행되고 있으며, 이를 통해서 기업가치가 높아질 것으로 기대되고 있습니다. Petrochina도 Sinopec에 이어 2015년에 구조개혁과 기업가치 제고를 위한 계획이 발표될 것으로 전망되며, 일부 저수익 유전에 대한 민간기업 합작투자도 진행중입니다. 한편, 정부에서는 정책적으로 운영되고 있는 에너지가격 결정구조를 보다 시장 친화적으로 바꾸고 있으며, 이 과정에서 몇일 전에 Windfall Tax(초과이익세)를 완화시켰습니다. Windfall Tax의 완화로 중국 에너지 기업은 유가 상승의 수혜를 더 많이 볼 수 있는 구조가 되었습니다.

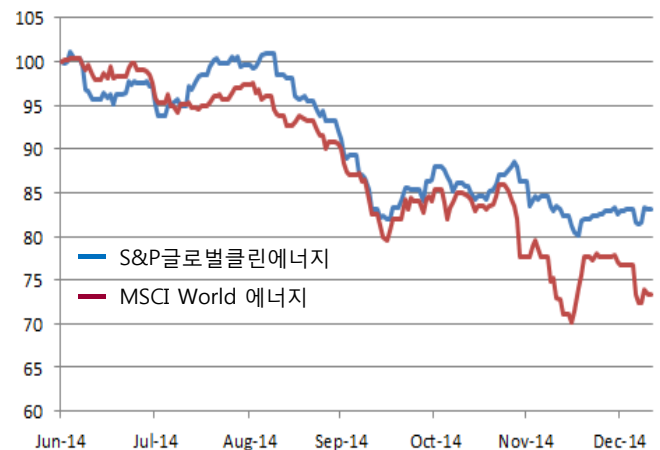
또 한가지 매력적인 점은 중국 본토시장에 상장된 동일기업의 주가(A주)와 홍콩시장에 상장된 주가(H주)가 큰 괴리를 보이고 있습니다. H주 주가가 A주에 상장된 주가보다 30~50% 낮아서 홍콩주식 투자자 입장에서 매력적인 상황이라고 봅니다. 후강통과 같은 두 시장간의 상호투자 기회가 늘어나면 자연스럽게 H주와 A주의 주가차이가 줄어들 것입니다.

<차트 15. Petrochina의 A/H주식 차이>



자료 : CLSA

<차트 16. 클린에너지 주가 추이>



자료 : Bloomberg

▣ 유가가 상승한다면 무엇을 투자해야 하는가? – 클린에너지 주식

클린에너지 주식은 시장에서 산업분류상 에너지의 하위부분으로 분류됩니다. 유가가 전반적으로 하락하는 상황에서 투자자들은 에너지 주식의 비중을 줄이려고 하였고, 에너지 섹터의 하위섹터인 클린에너지 섹터도 매도세에 시달렸습니다.



그러나, 사실 클린에너지는 유가에 크게 영향을 받지 않습니다. 태양광, 풍력 등의 전력생산 종목은 전기판매가격(tariff)과 원가, 정부보조금 등이 주가의 주요 변수입니다. 물론 유가가 전력생산에 기여하는 부분이 있습니다만, 석유는 전세계 전력생산 비중의 4%에 미치지 못합니다. LED 등 전력을 효율적으로 이용하는 종목들도 유가와 별반 연관성이 없습니다. 클린에너지의 하위섹터 중에서 굳이 관련 있는 부분이 있다면, 연료비가 저렴해져 내연기관 차량에 대한 수요가 늘어나는 점을 반영하여 전기차 수요가 줄어들 수 있지 않느냐고 따질 수 있습니다. 그러나, 전기차도 단순히 내연기관 차량의 가솔린 가격만이 구매의 결정요인은 아니라고 봅니다. 오히려 정부 지원책과 충전인프라가 확충되는 추세에서 유가하락으로 인해 수요가 줄어든다고 생각하기는 어려울 것입니다.

즉, 유가하락에 따른 주식자금 배분의 희생자로서 클린에너지는 별로 뾰족한 이유없이 매도되었다고 봐야 할 것입니다. 그렇다면 유가가 상승하지 않더라도 견조한 실적을 낼 것으로 기대되는 클린에너지 주식은 상승할 것으로 예상됩니다. 만일 유가가 상승한다면, 실적에다가 심리적인 개선효과 때문에 상승할 가능성이 높아 보입니다.

■ 결론

지금까지 논의를 종합하면, 유가는 경제적 측면에서 한계기업의 현금원가 수준인 U\$50보다 더 하락하지 않을 것으로 예상됩니다. 다만, 한계기업의 경비절감, 원유 재고수준, 시장심리 등을 이유로 추가 하락(Under-shooting)할 수 있고, 이를 감안하면 바닥은 대략 U\$40~45 정도로 전망됩니다. 유가가 낮은 수준에 머무르면 셰일오일 등 한계생산자들은 곧 감산을 시작할 것으로 예상합니다. 중장기적으로 유가는 한계원가로 회귀하는 경향이 강한데, 이번에도 투자(Capex)감소와 수요증가 등을 통해 한계원가인 U\$100까지 상승할 수 있을 것입니다.

유가가 반등할 경우 투자전략으로 에너지 가격 회복에 수혜를 볼 뿐만 아니라, 구조개혁에도 수혜를 볼 수 있는 중국 에너지 주식이 유망합니다. 또한 뚜렷한 이유 없이 에너지섹터의 자금배분 축소 과정에서 덩달아 매도되었던 글로벌 클린에너지 종목도 매력적인 투자처가 될 것입니다.

- 집합투자상품은 예금자보호법에 따라 예금보험공사가 보호하지 않으며 운용결과에 따른 이익 또는 손실이 투자자에게 귀속됩니다.
- 가입하시기 전에 투자대상, 환매방법 및 보수 등에 관하여 (간이)투자설명서를 반드시 읽어보시기 바랍니다.
- 과거의 운용실적이 미래의 수익을 보장하는 것은 아닙니다.
- 해외투자상품에의 투자는 투자대상국가의 시장, 정치, 경제상황 환율변동 등에 따른 위험으로 자산가치가 변동되어 손실이 발생할 수 있습니다.