

공존과 공멸의 갈림길에 선 원유시장

서태종 3276-6184
seotaejong@truefriend.com

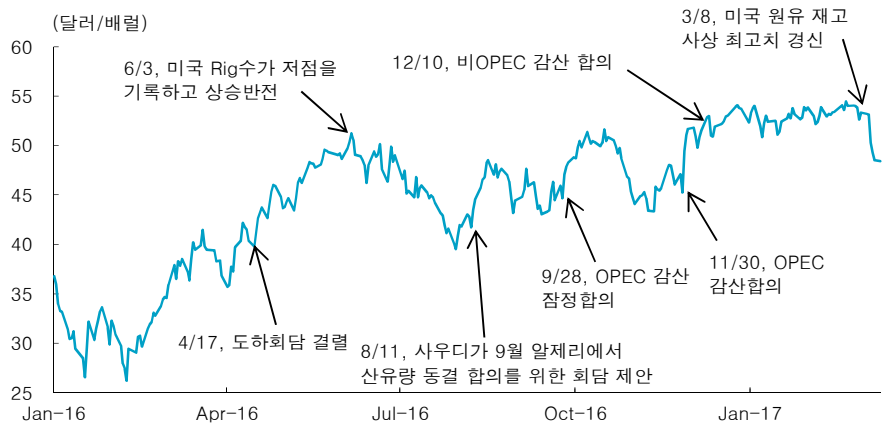
- 2017년 1월부터 미국 셰일오일 생산량은 상승반전. 최근 가파른 증가세를 나타냄
- 미국 셰일오일 업체들은 공존할 것인지 공멸할 것인지 선택해야 함
- 미국 셰일오일 생산량 증가세가 감산 합의 연장 여부를 결정짓는 바로미터 중 하나가 될 것

미국 셰일오일 업체들의 증산을 경계하는 사우디

미국 셰일오일 업체들의 증산을 경계하는 사우디

최근 감산 합의 연장에 대한 불확실성이 높아진 가장 큰 이유는 바로 사우디의 미묘한 입장변화가 감지되었기 때문이다. 지난 주 사우디의 칼리드 알 팔리 석유장관은 "OPEC 감산으로 인해 유가가 반등하는 국면에 미국 셰일오일 업체들이 무임승차하는 일은 없을 것"이라고 언급하면서 OPEC의 감산 이행이 미국 셰일오일의 생산량을 늘리는 계기가 되는 것을 경계했다.

[그림 1] 유가 추이



자료: Bloomberg, 한국투자증권

사우디가 이처럼 셰일오일의 증산을 경계하는 것은 당연하다. 셰일오일의 증산 여부는 OPEC 회원국들의 감산 합의 이행 여부 뿐만 아니라 더 나아가서는 감산 합의 연장 여부를 결정짓는 중요한 요소가 될 수 있기 때문이다.

미국 셰일오일의 증산 속도를 살펴볼 필요가 있음

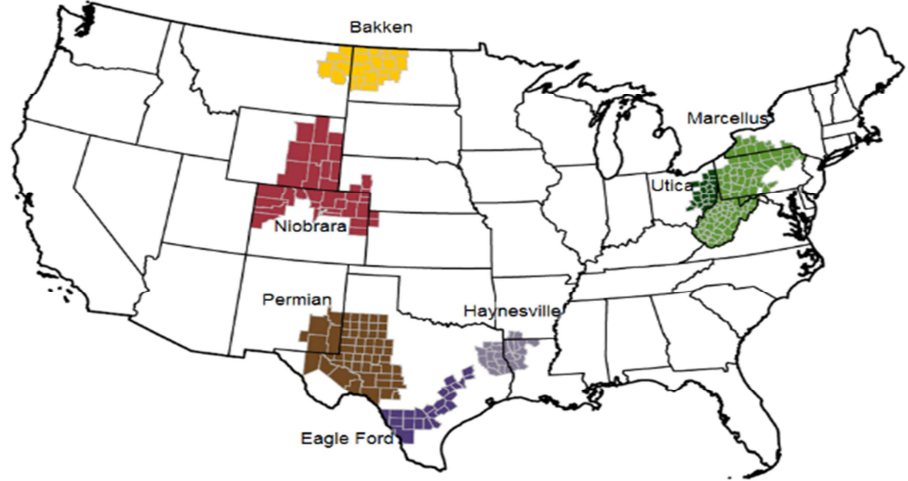
OPEC의 감산 이행으로 유가가 상승하게 되더라도 셰일오일 업체들이 이를 상쇄하는 규모로 증산을 하게 될 경우 유가는 다시 하락할 가능성이 높다. 만약 이렇게 될 경우 OPEC은 감산 이행으로 인해 점유율만 빼앗기는 것이나 다름 없다. 감산을 충실히 이행하더라도 오히려 점유율 하락으로 이어질 수 있기 때문에 산유국들간 감산 합의 불이행 가능성이 높아질 수 있고 감산 합의 자체에 대한 효용성이 의심 받을 수 있다. 따라서 미국 셰일오일 증산 여부와 속도를 면밀하게 살펴볼 필요가 있다.

2017년부터 미국 셰일오일 생산량은 증가세

매달 미국 셰일오일
생산량을 발표하는 EIA

EIA(미국 에너지정보청)는 매달 Drilling Productivity Report(이하 DPR)를 통해 미국 내 7개 주요 셰일오일 생산 지역의 산유량을 발표한다. 이들 지역은 셰일오일 생산이 급증했던 2011년부터 2014년까지 미국 산유량 증가분의 92%를 차지할 정도로 셰일오일 생산이 가장 활발했던 지역이었다. 이들 지역의 셰일오일 생산량이 사실상 미국 셰일오일 생산의 대부분을 차지하고 있다고 봐도 무방하다.

[그림 2] 미국 셰일오일 업체들의 활동이 가장 활발한 일곱 개 지역

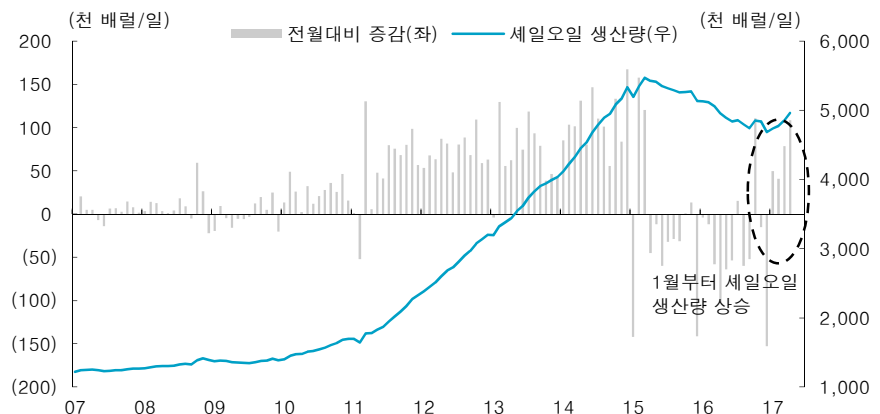


자료: EIA, 한국투자증권

2017년부터 증가세를
보이기 시작한
미국 셰일오일 생산량

그리고 이번 주 월요일(3/13)에 EIA는 DPR을 발간하면서 미국 셰일오일 생산량과 전망치를 발표했다. 가장 주목할 부분은 미국 셰일오일 생산량이 2017년부터 완연한 증가세를 보이고 있으며 그 증가세가 더욱 빨라지고 있다는 것이다. EIA는 미국 셰일오일 생산량이 1월과 2월에 각각 4.9만 b/d, 4.1만 b/d 상승세를 보였지만 3월과 4월에는 7.8만 b/d, 10.9만 b/d 증가할 것이라고 전망했다.

[그림 3] 미국 셰일오일 생산량 추이



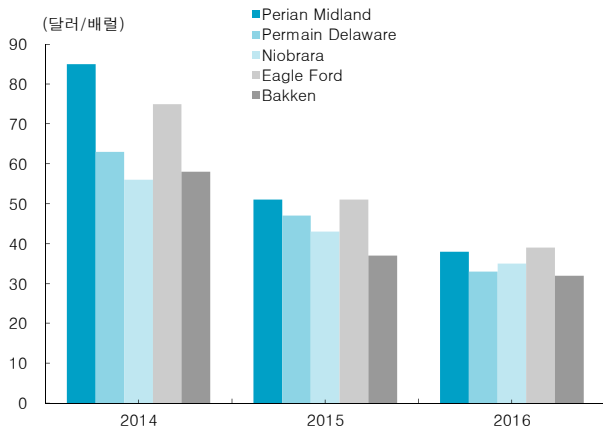
자료: Bloomberg, 한국투자증권

셰일오일 생산량이 증가세를 보인 이유

이처럼 셰일오일 생산량이 증가세를 보인 가장 큰 이유 중의 하나는 바로 셰일오일 업체들의 기술개발로 인해 손익분기점 유가가 낮아진 가운데 유가가 상승세를 보이면서 미국 rig 수가 빠른 속도로 증가세를 보였기 때문이다. 2014년만 하더라도 배럴당 50~80달러에 달하던 손익분기점 유가가 최근에는 30달러 후반 대까지 낮아졌다. 물론 손익분기점 유가가 유정별, 기업별로 차이가 큰 것을 감안하면 실질적인 손익분기점 유가는 40~50달러 수준일 가능성이 높지만 최근 들어 손익분기점 유가가 상당히 낮아진 것은 부인할 수 없다.

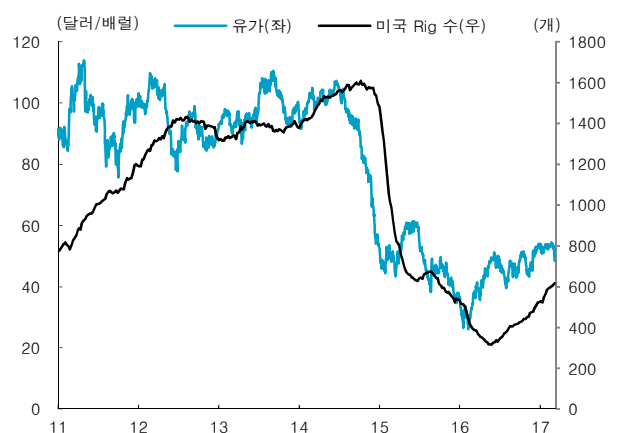
게다가 미국 rig 수 또한 2016년 5월말을 기점으로 상승세를 보이기 시작해 지난주 금요일 기준 617개를 기록했다. 이는 2016년 5월 말 대비 301개나 늘어난 것이며 전년동기대비 231개 많은 수준이다. 미국 셰일오일 생산량의 선행지표인 미국 rig 수가 꾸준하게 증가하는 이상 셰일오일 생산량 또한 늘어날 수 밖에 없다.

[그림 4] 셰일오일 업체들 손익분기점 유가



자료: Rystad Energy, 한국투자증권

[그림 5] 미국 rig 수 및 유가 추이



자료: Baker Hughes, Bloomberg, 한국투자증권

공존할 것인가? 공멸할 것인가?

셰일오일 생산량 증가 속도가 중요

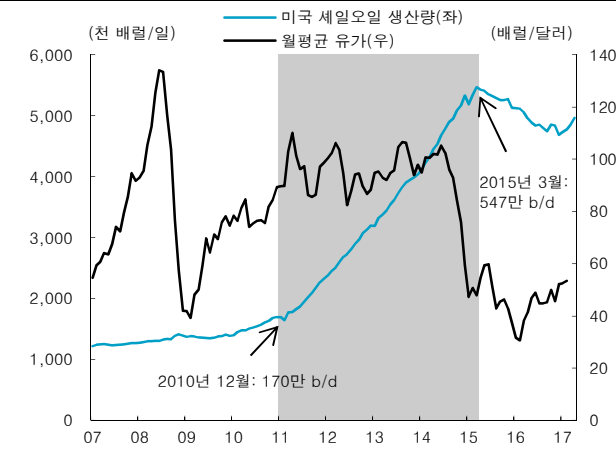
과거에 비해 높아진 유가 수준과 미국 rig 수의 증가세를 감안할 때 당분간 미국 셰일오일 생산량의 증가세가 지속될 것은 자명하다. 문제는 속도다. 만약 과거와 같이 미국 셰일오일 생산량이 빠르게 증가한다면 OPEC은 감산 합의 연장을 앞두고 고민이 깊어질 수 밖에 없다. 앞서 설명한 것처럼 감산 합의로 인한 과실을 미국 셰일오일 업체들이 대부분 향유할 가능성이 높기 때문이다.

2011년 1월부터 2015년 3월까지 미국 셰일오일은 급격한 증가세

미국 셰일오일 생산량을 살펴보면 2011년부터 급격하게 증가세를 보였고 이러한 증가세는 2015년 3월까지 이어졌다. 이 기간 동안 170만 b/d에 불과했던 미국 셰일오일 생산량은 377만 b/d 증가한 547만 b/d까지 치솟았다. 이로 인해 미국 산유량에서 셰일오일이 차지하는 비중은 30%에서 57%까지 증가했다.

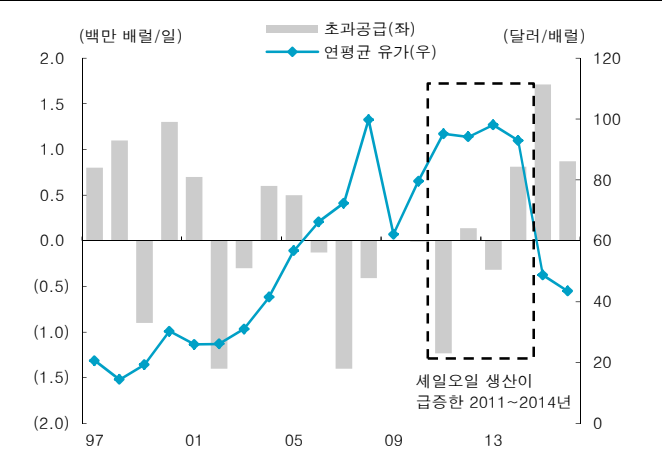
이처럼 셰일오일의 생산량이 급증할 수 있었던 배경에는 원유 수요 증가가 이를 상쇄하면서 유가가 배럴당 80~100달러 사이에서 유지될 수 있었기 때문이다. 실제로 [그림 7]에서 볼 수 있듯이 셰일오일 생산량이 빠르게 늘어났었던 2011년과 2013년에는 글로벌 원유시장이 오히려 공급부족을 겪으면서 유가를 지지했다.

[그림 6] 미국 셰일오일 생산량과 유가 추이



주: 음영처리된 부분은 셰일오일이 가장 빠르게 증가한 시기
자료: EIA, Bloomberg, 한국투자증권

[그림 7] 글로벌 원유시장 초과공급 규모 및 유가 추이



자료: EIA, Bloomberg, 한국투자증권

당시 미국 셰일오일 월평균 생산량은 7.4만 b/d씩 증가

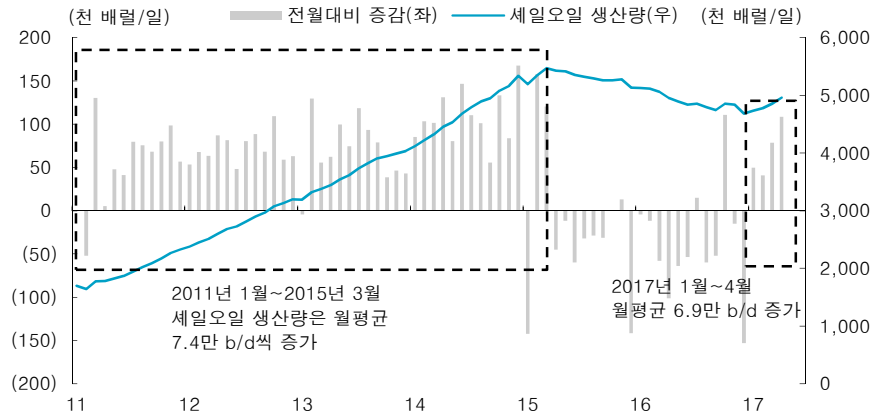
당시만 하더라도 셰일오일 업체들 입장에서는 이익 극대화를 위해 Q를 최대한 늘리는 것이 합리적인 선택이었다. 아무리 Q를 늘려도 P(유가)가 유지되었기 때문이다. 따라서 셰일오일 업체들은 창출된 이익을 다시 Capex 투자에 쏟아부으면서 Q를 늘리는데 집중했다. 그 결과 미국 셰일오일 생산량이 짧은 시간 내에 빠르게 증가할 수 있었다.

이로 인해 2011년 1월부터 2015년 3월까지 미국 셰일오일 월평균 생산량은 7.4만 b/d씩 증가했다. 한창 증가세가 가팔랐던 2014년에는 무려 월평균 10.8만 b/d씩 증가세를 보였다.

2017년 1월부터 4월까지 미국 셰일오일 월평균 생산량은 6.9만 b/d씩 증가

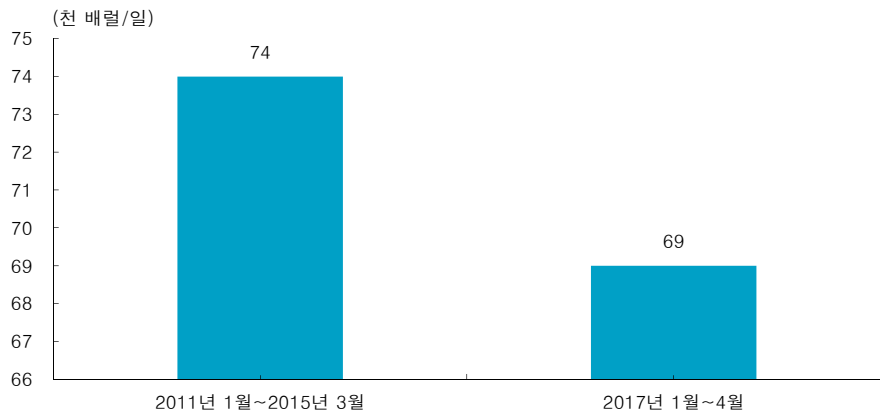
만약 올해에도 미국 셰일오일 생산량이 과거와 같은 속도로 늘어난다면 유가에 강력한 하방압력으로 작용할 것이다. 지난 월요일 EIA가 발표한 DPR에 따르면 2017년 1월부터 4월까지 미국 셰일오일 생산량은 월평균 6.9만 b/d 증가하는 것으로 나타났다. 특히 4월에는 셰일오일 생산량이 10.9만 b/d 증가할 것으로 전망하면서 본격적으로 미국 셰일오일 업체들이 증산 궤도에 올랐음을 시사했다.

[그림 8] 미국 셰일오일 생산량 추이



자료: EIA, 한국투자증권

[그림 9] 미국 셰일오일 월평균 생산량 증가분



자료: Bloomberg, 한국투자증권

**증가세가 지속될 수 있는지
여부에 대해서는 관찰할
필요가 있음**

비록 최근 미국 셰일오일 산유량이 빠르게 증가하고 있지만 이러한 증가세가 지속될 수 있을지 여부에 대해서는 아직 시간을 두고 관찰할 필요가 있다. 2014년 말부터 시작된 유가 급락으로 인해 미국 셰일오일 업체들은 산유량을 무작정 늘리는 것이 어떤 결과를 낳았는지 체험했기 때문이다. 저유가로 인해 고통받은 것은 OPEC 회원국들 뿐만 아니라 셰일오일 업체들도 마찬가지였다. 상당수의 셰일오일 업체들이 파산했으며 살아남은 업체들 또한 강력한 구조조정을 실시해야만 했다.

**현재 셰일오일 업체들의
합리적 선택은 Q를 적정
수준으로 유지하는 것**

셰일오일 업체들 역시 현재 원유시장 상황이 셰일오일 생산량이 급증했던 2011년~2014년과 다르다는 것을 알고 있다. 당시에는 P가 유지되는 상황이었기 때문에 Q를 늘리는 것이 가장 중요한 목표였지만 지금은 그럴 수 없다. Q를 과거와 같은 속도로 늘리게 된다면 P는 급락할 것이기 때문이다. 게다가 Q의 변동에 따른 P의 민감도가 높기 때문에 Q의 증가율이 P의 하락을 상쇄할 가능성은 낮다. 과거와 달리 현재 셰일오일 업체들의 합리적 선택은 Q를 적정 수준으로 유지하면서 P의 급락을 막는 것이다.

2014년에는 공멸을 택한 OPEC과 세일오일 업체

결국 미국 세일오일 업체들은 공존할 것인지 공멸할 것인지 선택해야 한다. 2014년 말에는 OPEC이 미국에게 뺏긴 점유율을 되찾기 위해 치킨게임을 벌이면서 공멸했다. 그 결과 OPEC 회원국들은 17년만에 경상수지 적자를 기록했으며 사우디는 사상 최초로 국채를 발행했다. 미국 세일오일 업체들 또한 상당수 파산하면서 저유가로 인해서 고통 받았다.

2016년에는 OPEC이 감산에 합의하면서 공존을 선택

그리고 이를 타산지석 삼아 지난 11월 30일 OPEC이 감산에 합의하면서 공존을 택했다. 게다가 감산 합의 연장에 있어서도 애매모호한 입장을 피력했던 사우디를 제외한 나머지 회원국들은 여전히 긍정적인 입장을 나타내고 있다.

세일오일 업체들의 선택이 남아있는 상황

이제는 세일오일 업체들의 선택이 남아있다. 미국 세일오일 생산량의 증가세가 더욱 가팔라진다면 감산 합의 연장에 대한 기대감도 떨어질 수 밖에 없다. 아람코의 상장 진행 상황 및 다른 OPEC 회원국들의 감산 합의 연장 지지여부 역시 감산 합의 연장을 결정하는데 중요한 역할을 하겠지만 미국 세일오일 업체들의 생산량 증가세 또한 감산 합의 연장 여부를 결정짓는 또 다른 바로미터가 될 공산이 크다.

- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.
- 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료에 제시된 종목들은 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.