COMMODITY RESEARCH

2020. 12. 7

글로벌투자전략팀

진종현
Research Associate
chonghyeon.jin@samsung.com
02 2020 7870

전균
Analyst
gyun.jun@samsung.com
02 2020 7044

2021년 국제유가 전망

Slow but Steady

석유 수요 전망 - 필연적인 회복

백신보급과 확장적 재정·통화정책에 힘입어 글로벌 석유 수요는 회복되고 있다. 주요 에너지 기관 전망 역시 2021년 석유 수요의 방향성에 대해 큰 이견은 없다. 2020년 2분기 판데믹 정점 당시 급격히 쌓인 해상/내륙 원유 재고는 2020년 하반기 들어 해소되고 있다. 경제활동의 재개로 석유수요가 회복될 것이며, 2021년 글로벌 원유 재고는 과거 5년 평균 수준까지 감소할 것으로 기대한다.

OPEC+ 석유 공급 전망 - 균형잡기

2021년에도 OPEC+은 공급량 조절을 이어나갈 것이다. 장기간 감산에 따른 내부 갈등이 고조되고 2021년 리비아와 이란의 원유생산 재개 등으로 생산량 통제에 대한 불확실성이 높아졌다. 하지만 중동 산유국들은 2015년 이후 누적된 재정적자를 탈피하기 위해 유가 부양에 대한 의지가 강하다. 사우디 아라비아가 OPEC+의 산유량 조절에 대한 협력을 주도할 것이며, 2020년 12월 3일 공식화된 "부분적 감산 연장안"은 OPEC+ 회원국들이 생산량 통제의 필요성에 동의하는 것임을 의미한다.

미국 석유 공급 전망 - 셰일 산업의 구조적 쇠퇴

미국 셰일 산업의 구조적 하락세는 이미 2016년 이후 진행되어 왔으며, 2020년의 유가급락은 이를 가속화 시켰다. 신규 시추 활동도 급격히 위축됐다. 바이든 정권은 친환경 정책에 더욱 박차를 가할 것이며, 금융권 내 화석연료 기업에 대한 규제도 이미 강화되고 있다. 산업전망의 붙투명성으로 향후 셰일 기업들의 자금 조달이 어려워져, 2021년 미국 셰일원유 생산량은 2020년 대비 크게 개선되지 못할 것이다.

2021년 국제유가 전망 - WTI 기준 Range 40-55달러/배럴; 연평균 49달러 전망

2021년 유가는 경제활동 재개에 따른 수요회복과 타이트한 공급상황이 겹쳐 점진적으로 상승할 것이다. 당사는 2021년 국제유가 Range를 WTI 기준 배럴당 40-55달러, 연평균 49달러로 전망한다.

Compliance Note

본 조사자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다. 본 조사자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변경, 대여할 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었습니다.

WTI Range 40-55달러/배럴; 연평균 49달러 전망

석유 수요 전망 - 필연적인 회복

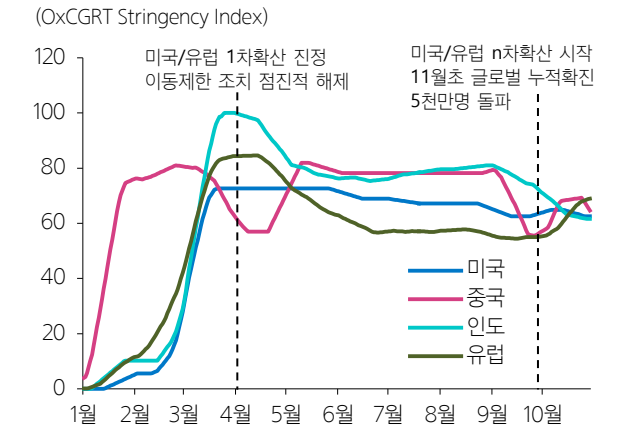
뚜렷한 수요 회복의 방향성

2021년은 Covid-19로 폭락했던 석유 수요가 반등하는 한 해가 될 것이다. 10월말 유럽/미국 내 바이러스 n차 확산으로 상당 수 국가들이 재차 락다운에 돌입하며 석유 수요가 주춤하고 있지만, 회복이란 방향성은 뚜렷하다.

옥스퍼드 대학교 Covid-19 Government Response Tracker(OxCGRT)에서 발표하는 Stringency Index는 각국 정부의 Covid-19에 대한 정책대응 엄격성의 척도로, 이를 통해 이동제한 조치의 강도를 가늠할 수 있다(그림 1). Covid-19 1차파동의 진정으로 5월부터 점진적으로 봉쇄령이 해제되면서 유동인구가 늘었으며, 바이러스의 여파로 대중교통 대신 자차를 이용하는 인구가 늘었다. Apple Mobility Driving 데이터를 보면 미국, 인도의 경우 오히려 연초 대비 교통량이 증가한 모습이다(그림 2). 하절기 Driving Season을 맞아 5월 이후 빠르게 반등한 점도 있지만, 락다운이 지속되는 가운데에도 교통량이 증가한 것은 눈여겨 볼 만하다. Covid-19의 여파로 인한 자차 이용량 증가는 구조적일 것이다.

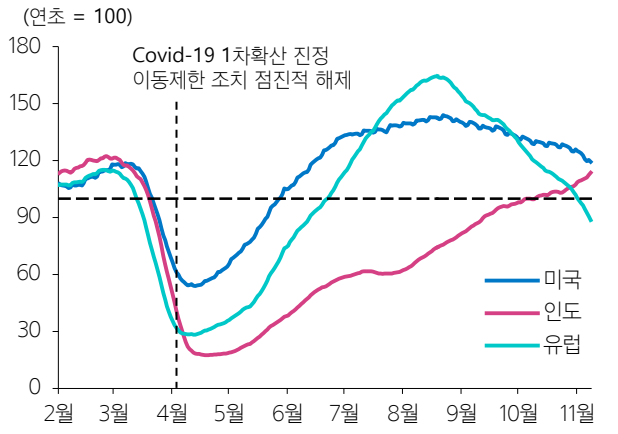
자차 이용 인구의 증가로 인한 가솔린 수요 회복이 하반기 전체 석유 수요회복을 이끌었으며(그림 3), 내년에도 추세는 이어질 것이다. 글로벌 제조업 지표 역시 확장국면에 진입함에 따라 기타 상업용 석유 수요도 반등하고 있는 모습이다(그림 4). 각국의 재정부양책은 이를 가속화 시킬 것이다.

그림 1: Covid-19 1차확산 진정 당시 이동제한 조치는 완화



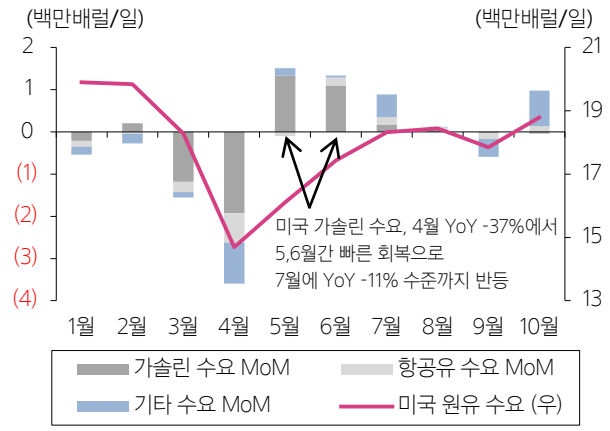
참고: 20일이동평균, 유럽은 독일/스페인/영국/이탈리아/프랑스 단순평균값
자료: University of Oxford

그림 2: 이동제한 조치 완화는 교통량 증가로 연결



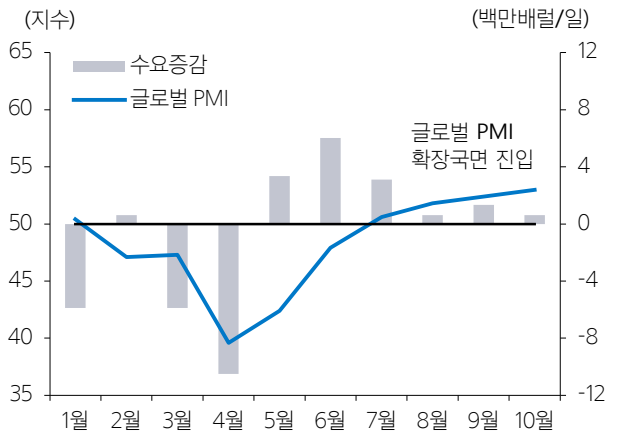
참고: 20일이동평균, 유럽은 독일/스페인/영국/이탈리아/프랑스 단순평균값
자료: Apple Mobility Driving Data

그림 3: 가솔린 수요가 전체 석유수요 회복세 견인



자료: Energy Information Administration

그림 4: 글로벌 제조업 지표 확장국면 진입



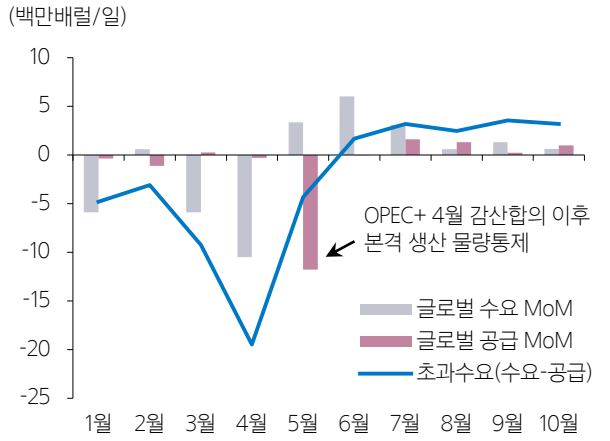
자료: IHS Markit, Energy Information Administration

수요회복이 유가 상승까지 연결되기 위해서는 재고 소진이 수반되어야 한다. 6월 이후 국제 석유시장의 초과수요(수요>공급) 상태가 지속되며, 글로벌 원유재고는 꾸준히 감소해 왔으며(그림 5), 미국 내 상업용 원유재고는 과거 5년 Range 수준까지 하락한 상태이다(그림 6,7,8). 상반기 급증했던 해상 원유 재고 역시 빠르게 감소했으며, 이에 따라 급등했던 대형화물선(VLCC) 운임료 역시 안정화되었다(그림 9).

최근 Pfizer/BioNTech와 Moderna社가 Covid-19 백신 임상 3상에서 90%를 상회하는 긍정적인 예방효과 결과를 발표한 만큼, 내년 다종의 백신 출시 및 보급의 실현가능성이 높아지고 있다(표 1). 이에 따른 2021년 석유수요 회복은 필연적이다.

주요 글로벌 에너지 기관들 역시 2021년 석유 수요 회복세를 전망하고 있다(그림 10). 장기 수요전망에 있어서는 각자 시각 차이가 있지만, 올해 Covid-19로 급락했던 수요가 내년 반등하는 것에 대해서는 이견이 없는 분위기다.

그림 5: 글로벌 석유시장, 6월이후 초과수요 지속



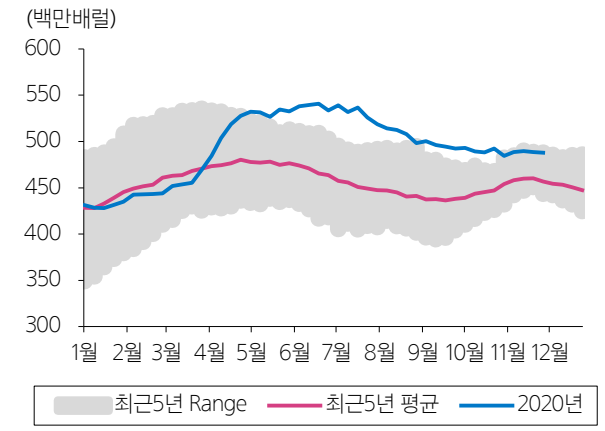
자료: Energy Information Administration, Bloomberg

표 1: Covid-19 백신 개발 Timeline

	전임상	임상1상	임상2상	임상3상	긴급사용 승인신청	출시
Pfizer	▶	▶	▶	▶	11월말	▷
Moderna	▶	▶	▶	▶	11월말	▷
AstraZeneca	▶	▶	▶	▶	12월중	▷
J&J	▶	▶	▶	▶	'21년초	▷
Novavax	▶	▶	▶	11월말	▷	▷

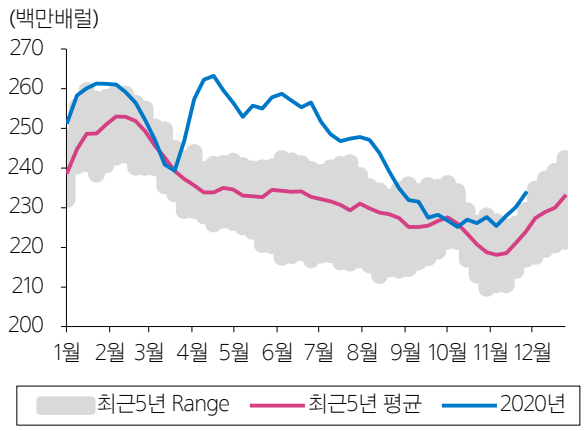
참고: ▶ 진행; ▷ 미진행
자료: 삼성증권

그림 6: 미국 상업용 원유 재고



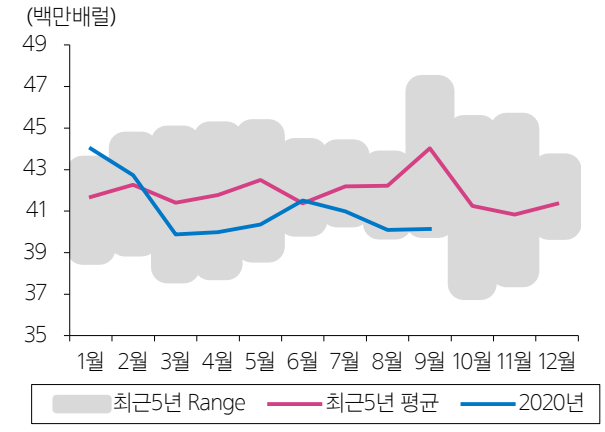
자료: Energy Information Administration, Bloomberg

그림 7: 미국 가솔린 재고



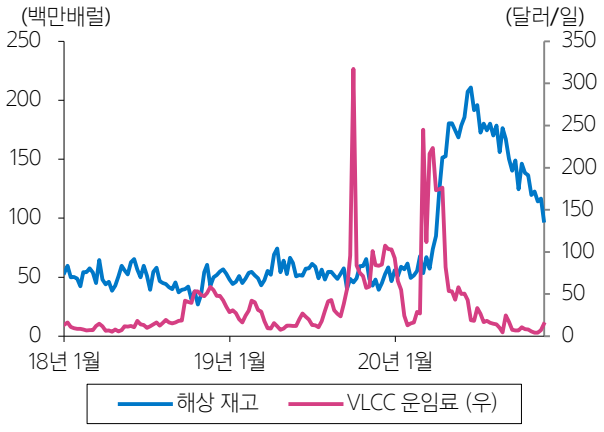
자료: Energy Information Administration, Bloomberg

그림 8: 미국 항공유 재고



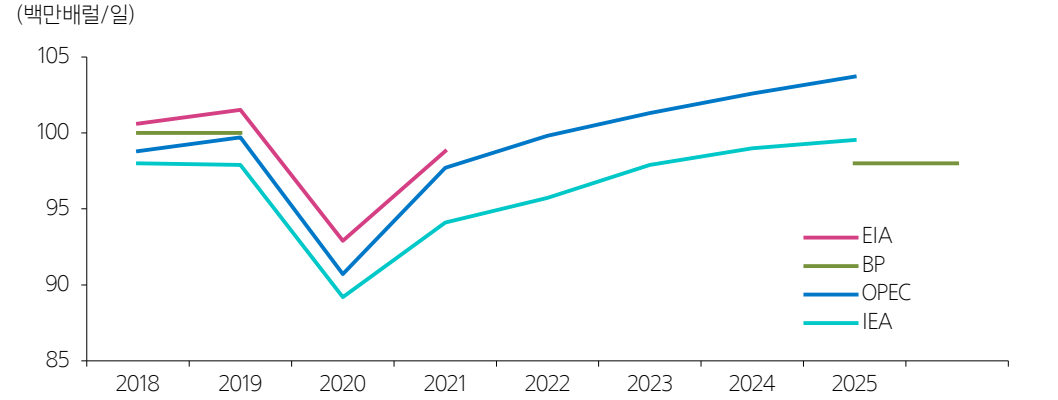
자료: Energy Information Administration, Bloomberg

그림 9: 해상 원유 재고 및 VLCC 운임료



자료: Bloomberg

그림 10: 주요 기관별 석유 수요 전망



참고: EIA 11월 *Short Term Energy Outlook*, OPEC *World Oil Outlook 2020* Reference Case, IEA World Energy Outlook 2020, BP *Energy Outlook 2020* Net Zero 시나리오 기준 (BP Energy Outlook 2020은 2019-2024년 수치 미제공)

자료: Energy Information Administration, OPEC, International Energy Agency, BP

OPEC+ 석유 공급 전망 - 균형잡기

까다로운 OPEC+의 균형잡기

OPEC+은 그 어느 때보다 어려운 과제에 직면해 있다. 2021년 산유량 조절은 첨예한 균형잡기의 연속일 것이다. 백신의 보급으로 수요는 필연적으로 회복될 것이지만, 빠르게 증산을 하기에는 2020년 상반기 유가폭락의 악몽이 떠오를 것이다. 반대로 장기간 지속되어온 감산은 회원국들(특히, 아랍에미리트와 같은 감산 모범국)의 피로도를 누적시키고 있다. 더불어 과도한 감산으로 유가가 급등한다면, 어부지리로 미국 셰일 산업이 다시 살아날 우려도 있다.

2020년 12월 3일 개최된 정례 회의에서 OPEC+는 2021년 1월부터 기존 합의된 바와 같이 190만 b/d(2020년 4월 OPEC+ 감산합의 사항)가 아닌 50만b/d을 증산하기로 결정했다. 매월 장관급 회의를 통해 석유 시장의 현황을 모니터링하고 그에 맞추어 감산폭을 조절해 나갈 것을 약속했으며, 월별 증산폭을 최대 50만b/d에 한정할 것을 약속했다(표 2). 부분적인 감산 연장안에 대해 동의한 동시에, 수요가 뒷받침이 된다면 증산으로 대응할 수 있다는 점을 시사한 것이다. OPEC+의 균형잡기는 2021년에도 이어질 것이다.

최근 OPEC+ 내부 갈등에 대한 의혹이 불거지고 있는 것은 사실이다. 특히, 감산연장에 대한 아랍에미리트(UAE)의 반발이 심하다. 2020년 11월 30일 OPEC 정례 회의에서 UAE는 모든 회원국의 완전한 감산준수를 전제 조건으로 내세우며, 감산연장에 비협조적인 모습을 보였다. 앞서 11월 중순에는 UAE가 OPEC+ 탈퇴를 내부적으로 고려 중이라는 루머가 보도되었으나, 이후 Suhail al-Mazroui 에너지부 장관은 로이터를 통해 UAE는 OPEC+ 감산에 전적으로 협력 중이며, 장기간 신뢰를 지켜온 국가임을 강조해 갈등설을 부인했다.

UAE는 OPEC 생산량의 13%를 차지하는 대형 생산국이다(그림 11). UAE의 탈퇴는 카르텔의 붕괴를 의미하며, 극단적인 경우 기타 회원국들의 줄이탈까지 야기할 가능성도 있다. 이는 곧 유가의 붕괴로 연결될 것이기 때문에, UAE의 입장에서는 자충수를 둘 이유가 없다.

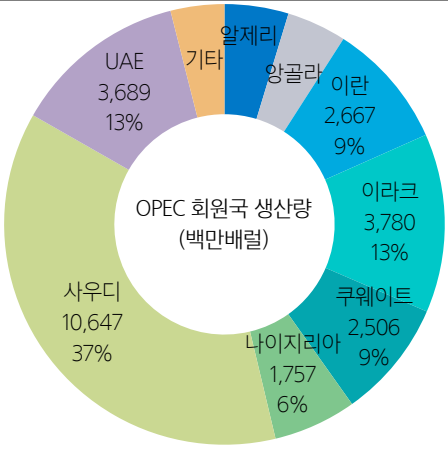
오히려, UAE로서는 (향후 생산량 증대를 대비해) 추후 OPEC+의 국가별 감산쿼터 책정에 있어 협상력을 확보하기 위한 레버리지 수단으로 루머를 활용했을 가능성이 충분하다. 그와 동시에, OPEC+ 내부 갈등설은 미준수 국가에 대한 추가감산 압력을 높이는 역할을 할 것이다

표 2: OPEC 감산 스케쥴 현황

기간	감산량
2020년 5월 - 2020년 7월	9.7백만배럴/일
2020년 8월 - 2020년 12월	7.7백만배럴/일
2021년 1월 - 2021년 x월	7.2백만배럴/일
2021년 x월 - 2022년 4월	증산폭 월 최대 0.5백만배럴/일

자료: OPEC

그림 11: UAE는 OPEC 내 대형 생산국, 탈퇴는 카르텔 붕괴 야기



참고: 2020년 8월 기준
자료: Energy Information Administration

사우디 아라비아 주도 생산량 조절

최근 불거진 각종 노이즈에도 불구하고, OPEC+의 협의가 내년까지 비교적 견조히 유지될 것이라고 보는 이유는 4월 이후 지속되어 온 OPEC+의 감산기조가 리더인 사우디 아라비아를 필두로 자율적으로 형성되어 왔으며, 평균적으로 완전감산을 달성해 왔기 때문이다.

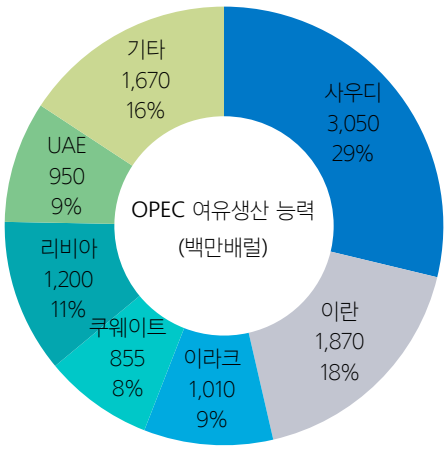
사우디 아라비아의 OPEC+ 내 주요 의사결정권자로서의 지위는 절대적이다. OPEC+ 회원국 가운데 최대 석유 생산국이자 여유 생산능력의 30%를 보유한(그림 12) 국가로서, 감·증산과 관련해 카르텔 전체의 방향성을 결정한다고 할 수 있다. 2020년 4월 사우디 아라비아의 리더십 아래, OPEC+는 감산 준수 프로세스를 정교화했다. 타이트한 감산 모니터링을 위해 공동기술위원회(JTC) 및 공동감산점검위원회(JMMC)를 매월 개최하도록 했으며, 감산 미준수국에 대해 추가감산 계획안 제출을 의무화했다.

나아가 사우디 아라비아는 미준수국에 대한 기존의 미온적 스탠스를 버렸다. 과거 사우디 아라비아는 자발적 추가 감산을 통해 OPEC 전체 생산량을 조절해 왔다. 하지만 2020년 들어, 사우디 아라비아는 미준수국에 대해 석유 할인판매를 통한 유가전쟁 가능성을 제기하는 등 OPEC 회원국에 대해 감산쿼터를 준수할 것을 거듭 강력 권고해 왔다.

사우디 아라비아는 유가 부양에 대한 욕구가 강할 수 밖에 없다. 사우디 아라비아는 2020년 7월, 부가세(VAT)를 3배(5%→15%) 인상했는데, 판데믹으로 인한 재정지출 증가와 유가폭락으로 인한 수익 하락이 겹쳐 재정환경이 급격히 악화되었음을 알 수 있는 대목이다.

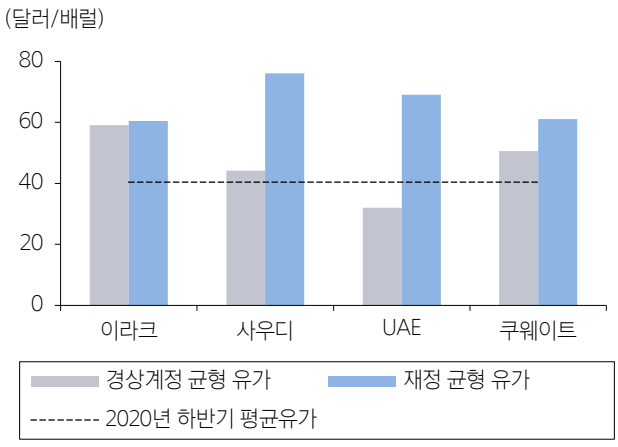
나머지 중동 산유국들의 실정도 비슷하다. 현재 유가는 중동 산유국들의 재정균형을 위한 BEP 유가에 턱없이 모자란 수준이다(그림 13). 더구나 대부분의 중동 국가가 2015년 이후 재정적자 상태를 지속 중이며, 올해 들어 적자폭은 더욱 심화되었기 때문에 OPEC 내 감산필요성에 대한 컨센서스가 더욱 강하게 형성될 수밖에 없다.

그림 12: OPEC 내 주도권을 쥔 사우디 아라비아



자료: OPEC, Bloomberg

그림 13: 주요 산유국, 재정균형 위해 유가부양 필요



자료: IMF

리비아 및 이란 증산의 변수

더불어 최근 빠르게 정상화되고 있는 리비아의 생산량과 이란의 잠재적 증산은 OPEC+의 동조화된 감산기조를 촉구시키는 요인이다. 리비아 국영석유사(NOC)는 석유수출항에 대한 불가항력을 해제한 이후, 석유 생산량을 1.2백만b/d까지 늘렸으며, 최근 1.7백만b/d 수준으로 안정화가 되기 전까지 OPEC 감산에 미참여할 것임을 시사했다.

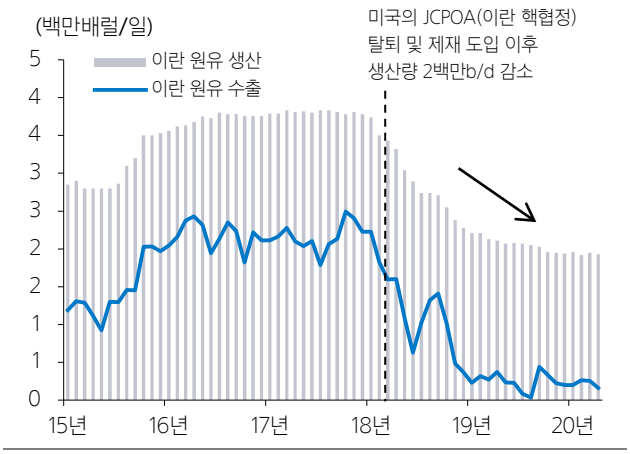
이란의 경우, 트럼프 정권 하 미국이 2018년 3월 이란과의 핵협정(JCPOA)으로부터 탈퇴한 뒤 같은 해 11월, 기존 對이란 제재를 복구(우방국들의 이란산 석유 수입 금지)시켰다. 이에 따라, 현재 이란의 석유 수출량은 90% 감소, 석유 생산량 역시 고점 당시 3.8백만b/d에서 1.9백만b/d로 위축된 상태이다(그림 14).

바이든은 트럼프와 달리, JCPOA 재협상에 대한 의지를 여러 차례 표명한 바 있어 이란의 증산이 유력해진 상황이다. 다만 2020년 11월 27일, 이란 핵 프로그램의 핵심 참모이자 고위 연구원인 모센 파크리자데의 피살로 중동 내 지정학적 리스크가 급격히 고조되며, 바이든의 對이란 제재 완화속도가 지연될 가능성은 있다.

이란이 파크리자데 피살과 관련해 이스라엘과 미국을 배후세력으로 주목하고 강력 보복("Severe Revenge")을 예고한 만큼, 미국 내 바이든의 유화적인 對이란 스탠스에 대한 반대의견은 더욱 거세질 것이다. 그러나, 궁극적으로 바이든은 온건적인 외교정책을 표방하며 UN안보리와 의견을 같이할 가능성이 높아, 對이란 제재는 선제적으로 (부분적이나마) 완화될 가능성이 높다. 결국 2021년 이란이 점진적으로 생산량을 늘려, 2022년까지(2년에 걸쳐) 최대 2백만b/d의 석유가 추가 공급될 것으로 추정된다.

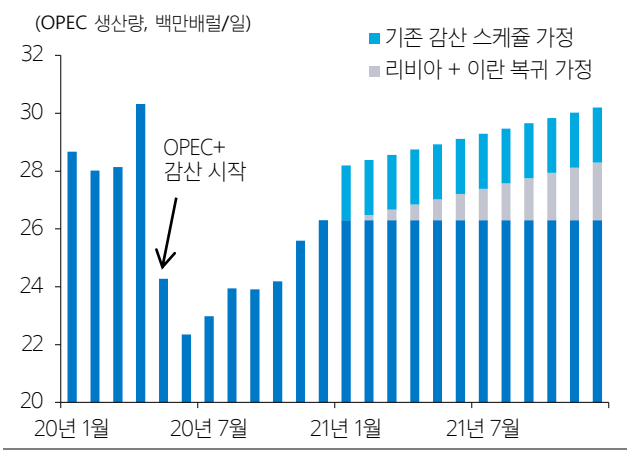
동 시나리오에서 2021년 복구될 것으로 예상되는 리비아와 이란의 잠재 생산량은 2백만b/d(리비아 0.5백만b/d + 이란 1.5백만b/d) 수준이다. 올 4월에 합의된 감산 스케줄(2021년부터 5.8백만배럴/일 감산)을 유지했다면 2021년 상반기에 Covid-19 이전 수준의 산유량으로 복귀했을 가능성도 있다(그림 15). OPEC이 공급량 증가속도 통제에 대한 필요성을 더욱 느낄 수밖에 없는 이유이다.

그림 14: 이란의 증산 가능성



자료: Bloomberg

그림 15: 리비아 + 이란 복귀는 감산을 촉구



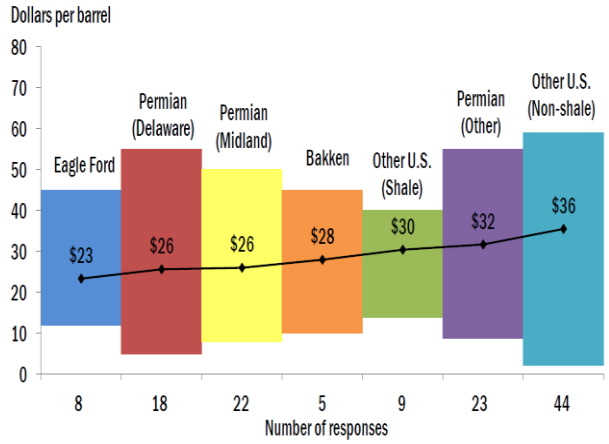
참고: EIA의 OPEC 12월 예상 생산량 기준으로 가정
자료: Energy Information Administration, Bloomberg, 삼성증권 추정

미국 석유 공급 전망 - 셰일 산업의 구조적 쇠퇴

미국 셰일 산업 붕괴는 현재 진행형

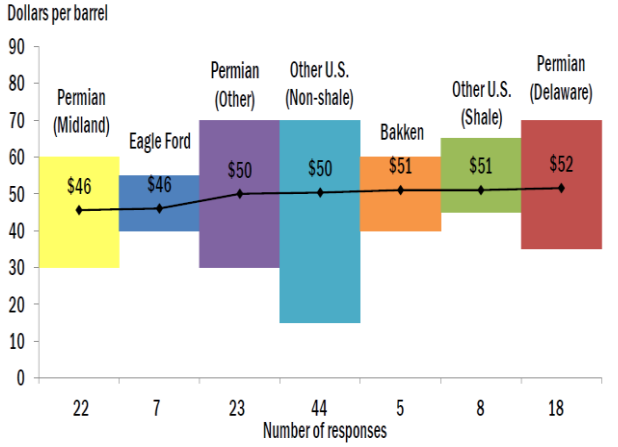
미국 셰일 산업의 붕괴는 내년에도 지속될 것이다. 댈러스 연준 에너지 설문 (Federal Reserve Bank of Dallas Energy Survey)에 따르면, 기존 생산 중인 유정의 경우 평균 BEP 유가가 30달러 수준이다(그림 16). 다만, 셰일 유정은 가채매장량에 대한 소진 속도가 전통 유정 대비 월등히 가파르기 때문에 (2년 내 전체 매장량 80% 소진), 대부분 연내 혹은 2021년 중으로 소진될 것으로 예상된다. 반면, 신규 유정의 경우 평균 BEP 유가가 50달러 수준이기 때문에(그림 17) 현재 유가레벨에서 셰일 기업은 적극적으로 생산량을 증진하기 어려울 것이다.

그림 16: 기존 유정 BEP 유가는 30달러 수준



자료: Federal Reserve Bank of Dallas

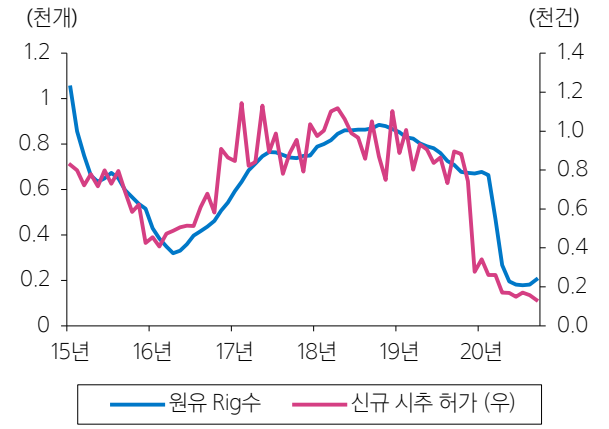
그림 17: 신규 유정 BEP 유가는 50달러 수준



자료: Federal Reserve Bank of Dallas

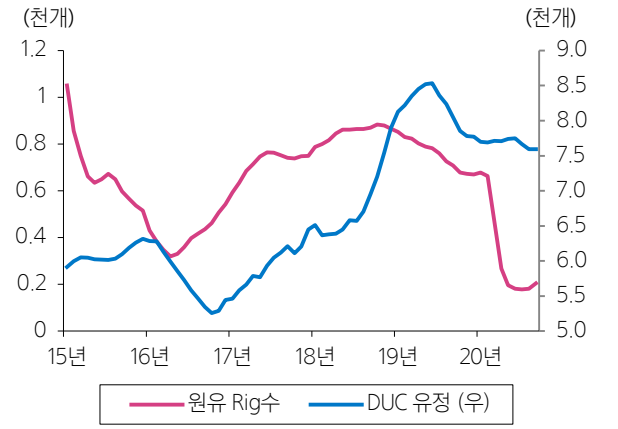
신규 시추 활동은 부진하다. 신규 유정 시추를 위한 원유 Rig수는 최근 소폭 반등하고 있지만 여전히 연초 대비 -65% 감소한 수준이며, 신규 시추 허가 신청 건수는 이미 2020년 초부터 급감하고 있는 상황이다(그림 18). 통상적으로, 신규 시추가 이루어지지 않더라도 유가가 일정 수준 상승하면 미국 셰일 기업들은 미완공 유정(DUC; Drilled but Uncompleted)을 우선적으로 가동시켜 생산량을 복구시킨다. 이 때문에, Rig수가 감소해 시추가 이루어지지 않으면, DUC 유정은 계속 줄어들 수밖에 없다(그림 19). 유가가 박스권 내에서의 완만한 반등세에 그친다면, DUC 유정은 지속적으로 소진되면서 미국 내 석유 생산이 가능한 셰일 Reserve는 계속 줄어들 것이다.

그림 18: 원유 Rig, 신규 시추허가 건수는 감소세



자료: Baker Hughes, Texas Railroad Commission

그림 19: DUC 유정수는 Rig수에 후행



자료: Baker Hughes, Energy Information Administration

미국의 셰일 기업들은 역사적으로 공격적인 외부자금 조달을 통해 유정 시추 및 생산량 증대를 해왔는데, 2014-2016년 유가 폭락 이후 Refinancing은 더욱 어려워지고 있는 형편이다. 화석연료 E&P 기업들이 대부분인 미국 에너지 섹터의 채권 발행규모는 매해 증가하고 있는(그림 20) 반면 실적은 유가에 연동되어 움직이는 데 그쳤다(그림 21).

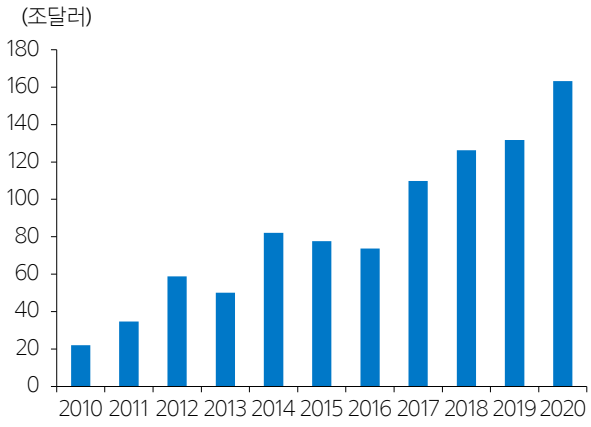
더욱이 2021년의 경우, 유가 헤지를 통한 실적방어 여력이 올해 대비 상당히 축소될 전망이다. Evaluate Energy의 2021년 1분기 *Oil Hedging Review for North American Producers*에 따르면, 2020년 미국 셰일 기업의 전체 생산량의 41% 가량이 헤지되어 있었지만 2021년의 경우 그 물량이 올해 대비 1/4에도 못 미치는 수준이다. 내년 헤지되어 있는 생산물량의 가격대 역시 올해 대비 낮은 수준이며(표 3), 2•3분기에 걸쳐 더욱 낮아졌을 것으로 예상돼 셰일 기업 실적은 유가 반등에도 크게 개선되지 못할 것이다.

S&P500 에너지 섹터의 부채비율은 S&P500 대비 월등히 높아졌다(그림 22). 2014-2016년 미국 셰일 업체들은 비용절감을 통해 부채비율을 개선한 바 있는데, 올해의 경우 비용 절감 여력이 크게 없는 실정이다.

2014-2016 유가폭락 당시 미국 셰일 기업은 생산성이 높은 Tier1 유정으로 생산을 집중시키는 "High Grading"을 통해 생산단가를 낮추었다(그림 23). 기술력 발전에 의한 생산효율성 개선이 아닌 향후 생산에 가담될 Reserve를 미리 끌어다 쓰는 형태이기 때문에, 저비용 생산이 구조적으로 지속되기 위해서는 Tier1 유정에 대한 발굴이 병행되어야 한다. 시추 활동이 급감한 지금, 대규모 Tier1 유정의 개발을 기대하기는 힘들다. 더구나 상위 Tier1 유정부터 빠르게 소진되고 있어, 전체 Tier1 유정의 생산성도 감소하고 있는 추세이다(그림 24). 2014-2016년 유가 폭락 이후 관찰된 미국 셰일 산업의 극적인 생산효율 개선이 반복되기는 힘들 것이다.

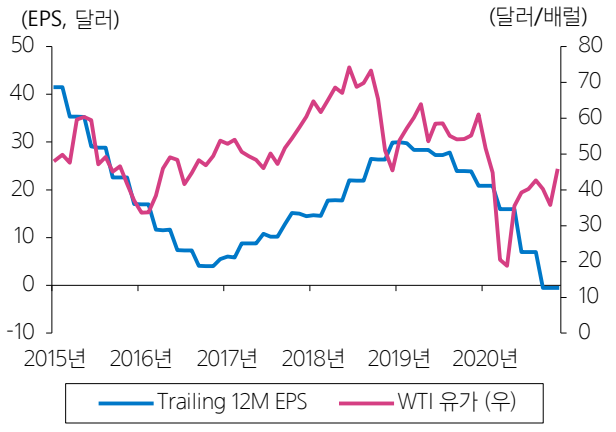
결국, 생산효율성 향상 및 재무구조 개선에 대한 낮은 기대감과 이에 따라 악화되고 있는 셰일 기업향 투심은 주가에 반영되고 있다. 2015년 이후, S&P500 에너지 섹터는 S&P500을 무려 131%p 언더퍼폼(S&P500 +82% vs S&P500 에너지 -49%)했다(그림 25). 파산하는 셰일 기업들도 누적되고 있는 추세다(그림 26). 과거에는 소규모 독립 생산기업들이 주로 파산했지만, 2020년에는 Chesapeake Energy, California Resources와 같은 대기업들도 부도를 면치 못했다.

그림 20: 美 에너지섹터 채권 발행규모는 매해 증가



자료: Bloomberg

그림 21: S&P500 에너지 섹터의 실적은 유가에 연동



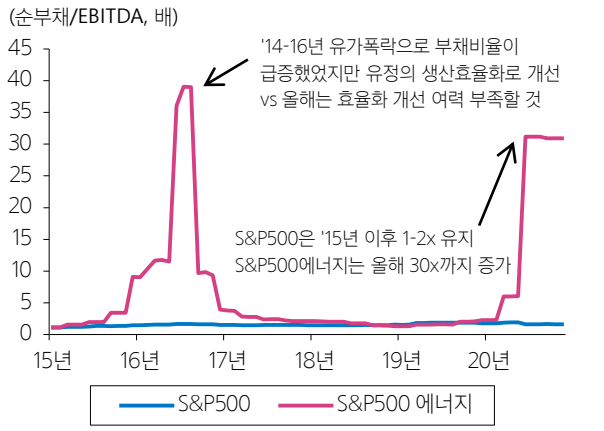
자료: Bloomberg

표 3: 셰일 기업 2021년 헤지 가격대는 2020년 대비 낮아

계약종류	2Q20	3Q20	4Q20	2021
스왑				
평균가격	45.9	47.5	46.2	48.5
칼라				
평균 상단가	54.1	54.5	54.2	46.6
평균 하단가	44.5	45.4	44.8	37.8
3-Way 칼라				
평균 상단가	63.7	64.4	62.0	49.1
평균 하단가	52.1	51.4	50.9	44.2

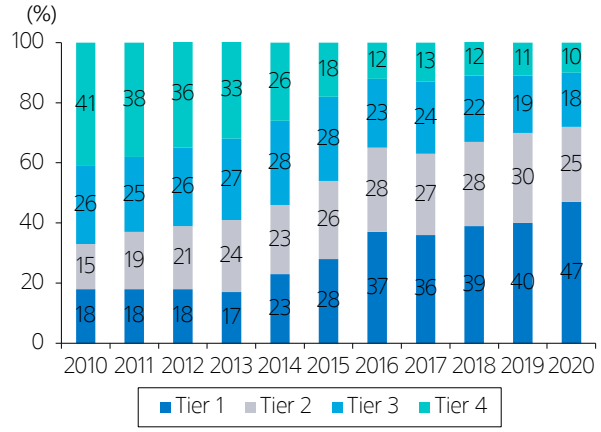
참고: 단위 = 달러/배럴
자료: Evaluate Energy

그림 22: S&P500 대비 월등히 높은 에너지 섹터 부채비율



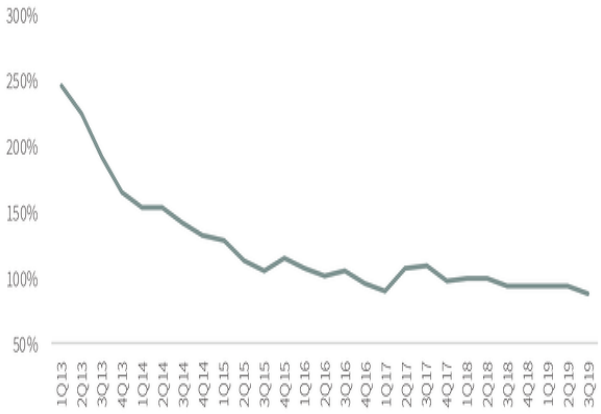
자료: Bloomberg

그림 23: 전체 미국 석유 생산량 내 Tier 1 비중은 증가



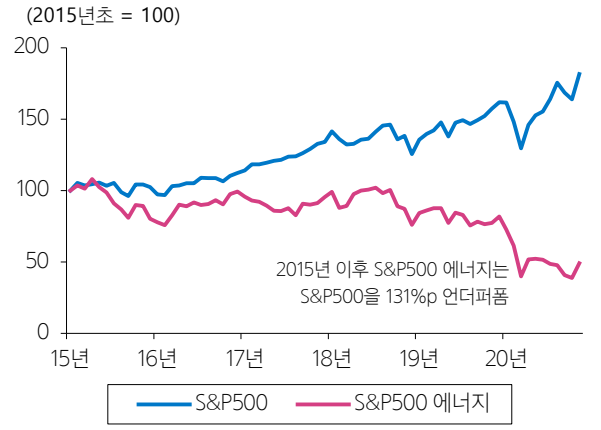
자료: Rystad Energy

그림 24: 반면, Tier2 대비 Tier1 유정의 생산성은 감소세



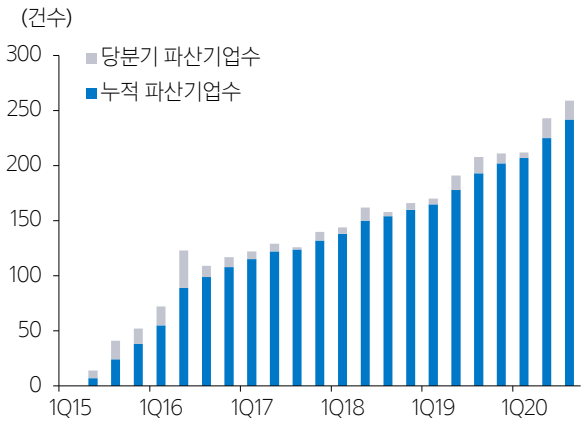
참고: 2Q 이동평균
자료: Goehring & Rozencwajg

그림 25: S&P500과 S&P500 에너지 성과간 괴리 확대



자료: Bloomberg

그림 26: 파산하는 셰일 기업수 누적증가



자료: Baker Hughes

화석연료 규제환경 강화

규제환경 역시 호의적이지 않다. 바이든 대통령 + 공화당 상원 다수석 확보의 조합이 유력시 되고 있어, "Blue Wave" (바이든 당선 + 민주당 상원 다수석 확보) 대비 셰일산업에 대한 연방정부 차원의 공격적인 규제는 다소 제약을 받겠지만, 센티멘트는 이미 기울고 있다. 최근 JP Morgan이 환경보호 서약(Climate Pledge)을 통해, 2050년까지 탄소배출 제로 달성 목표에 기여를 약속하는 등 메이저 은행간 친환경 투자 압력이 확산되고 있다(표 4). 또한 유럽권 IB를 중심으로 화석연료 기업 상대 대출 시, Due Diligence를 강화하는 등 금융권 내 화석 연료 투자에 대한 제도적인 압력도 확산되고 있다(표 5). Credit Line이 축소되고 있어 셰일 기업의 생산 증대를 위한 재원 마련은 더욱 어려워질 것이다.

표 4: 화석연료기업 상대 대출규모 2위 JP Morgan의 환경보호 서약

(십억달러)	2016년	2017년	2018년	2019년	2020년
Citi	29.8	31.8	35.1	41.2	36.2
JP Morgan	43.4	55.1	55.6	51.3	35.0
BNP Paribas	10.5	12.0	10.6	21.2	32.3
BofA ML	26.7	29.2	27.1	36.7	31.7
Barclays	17.6	16.2	18.0	18.7	19.7
HSBC	14.3	18.7	15.2	2.0	18.9
Wells Fargo	28.9	45.7	56.2	39.3	18.1
Societe Generale	11.7	9.2	12.3	11.4	15.8
Credit Agricole	6.6	8.2	10.3	7.2	14.6
Mizuho	15.3	11.7	20.5	21.6	14.5

자료: Bloomberg Intelligence

표 5: 주요 IB 대출규제 및 Due Diligence 강화 현황

	석탄 발전	석탄 채굴	오일 샌드	셰일 오일
Citigroup	○	X	X	X
JP Morgan	○	○	X	X
Goldman Sachs	○	○	X	X
Morgan Stanley	○	○	X	X
Wells Fargo	X	○	X	X
Barclays	○	○	○	○
BNP Paribas	○	○	○	○
Societe Generale	○	○	○	X
HSBC	○	○	○	X
Deutsche	○	○	○	X
UBS	○	○	○	X
Credit Suisse	○	○	X	X

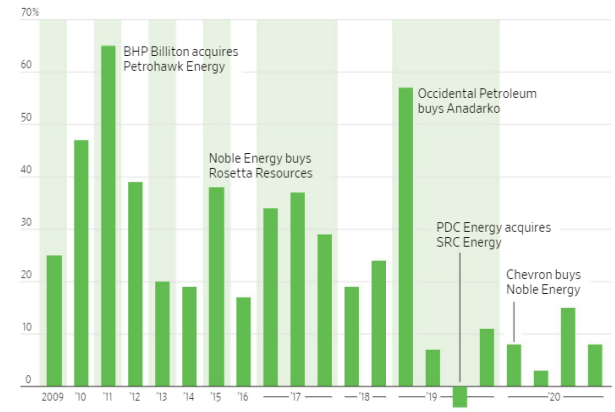
자료: Bloomberg Intelligence

최근 불고 있는 셰일 산업내 M&A 바람은 어려워진 영업환경에 대한 방증이다. 2020년 10월말, 글로벌 7대 Oil Major인 ConocoPhillips가 Concho를 97억달러에 인수를 결정한 데 이어, Pioneer Natural Resources가 Parsley Energy를 45억달러에 인수하기로 발표했다. 앞서 7월에는 Chevron-Noble, 9월에는 Devon-WPX이 M&A딜을 성사시킨 바 있어, 미국 셰일기업들 간 M&A가 가속화되고 있는 추세이다.

반면, M&A 프리미엄은 하락세에 있다(그림 27). 2010년대 초반 셰일산업 붐(Shale Revolution) 당시 60%를 상회했던 M&A 프리미엄은 최근들어 10% 수준으로 하락했으며, 심지어 디스카운트(POC Energy의 SRC Energy 인수)가 되어 거래가 성사되기도 했다. 과거 대비 셰일 사업의 매력도가 크게 감소했으며, 셰일 산업 내부적으로도 업황이 기울고 있다는 것에 동의하고 있다는 뜻이다. 최근 셰일 산업내 M&A는 경쟁사와의 인수·합병을 통해 규모의 경제를 확보하고 시장 지배력을 키우기보다, 자금조달을 위한 채권투자자 베이스를 확대시키기 위한 목적이 더 큰 것으로 보인다.

셰일기업 간 인수·합병 이후 비용절감을 위해 효율성이 낮은 유정은 정리되고, 산업 전반의 CapEx 투자가 축소되는 과정에서 내년 미국의 석유 생산 회복은 제한될 것이다. EIA는 2020년 11월 Short Term Energy Outlook에서 2021년 평균 미국 석유 생산량이 현재 수준 대비 1% 회복하는데 그칠 것으로 전망하고 있다(그림 28).

그림 27: 미국 셰일기업 M&A 프리미엄은 감소세



자료: 각 사, Goldman Sachs, Dealogic, Wall Street Journal

그림 28: EIA는 내년 미국 원유 생산량 1% 회복 전망

참고: EIA 11월 Short Term Energy Outlook 기준
자료: Energy Information Administration

2021년 유가 전망 - WTI 기준 Range 40-55달러/배럴; 연평균 49달러 전망

수요 회복에 연동된 완만한 회복세

2021년 석유 수요의 회복세는 Covid-19 백신의 보급속도에 의해 결정될 것이다. 백신은 상반기 중으로 미국·유럽 등 선진지역을 중심으로 접종이 가장 먼저 이루어질 것이며, 단계적으로 신흥지역까지 유통될 것으로 예상된다. 가장 먼저 백신보급이 이루어지는 선진지역이 석유 수요가 신흥지역 대비 높으며, 현재 이동통제 수준 역시 가장 엄격히 적용되고 있는 지역인 만큼 석유수요는 상반기에 비교적 큰 폭으로 회복할 것으로 예상한다.

공급 측면에서, OPEC+ 내부 갈등이 최근 감지되고 있는 만큼 극단적인 경우 카르텔의 분열 및 석유 과잉공급의 우려가 존재하는 것은 사실이다. 하지만 중동 산유국의 열악한 재정환경을 감안했을 때, 급격한 증산으로 또 한번의 유가폭락을 야기할 가능성은 적다. 오히려 국가별 감산쿼터에 대한 조율을 통해 감산기조를 유지할 것이며, 수요회복세에 발맞추어 천천히 생산량을 조절해 나갈 가능성이 높다.

반면, 미국 셰일 산업의 구조적 쇠퇴는 2021년에도 지속될 것이며 내년 생산량 회복을 기대하기 힘들다. 더불어 바이든의 당선으로 더욱 탄력을 받은 친환경 투자에 대한 관심은 이를 가속화시키는 요인으로 작용할 것이다.

타이트한 공급이 유지되는 가운데 수요가 정상화되는 과정에서 유가는 상승할 것이다. 당사는 2021년 국제유가 Range를 WTI 기준 배럴당 40-55달러, 연평균 49달러로 전망한다.

신뢰에 가치로 답하다

삼성증권 SAMSUNG

삼성증권주식회사
서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 지점 대표번호: 1588 2323 / 1544 1544

고객 불편사항 접수: 080 911 0900

Interbrand Best Korea Brands 2019

MEMBER OF Dow Jones Sustainability Indices In Collaboration with RobecoSAM