

Are You Ready for the 4th Industrial Revolution?

2020. 7. 21 (화)

meritz Strategy Daily

전략 공감 2.0

Strategy Idea

금리는 왜 오르지 않을까?

오늘의 차트

미국 중소형주가 부진한 이유

칼럼의 재해석

E&P기업들에게 여전히 낮은 유가, 가스로의 패러다임 이동 시사

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



▲ **채권전략**
 Analyst **윤여삼**
 02. 6454-4894
 yeosam.yoon@meritz.co.kr

금리는 왜 오르지 않을까?

- ✓ 글로벌 위험선호 강화되고 실물경기 지표도 반등하고 있지만 금리상승 정체
- ✓ 아직 확산중인 전염병에 대한 경계심리와 실물경기 개선 기대 지속성에 대한 의문, 앞서간 위험자산이 흔들릴 때를 대비한 보험적 성격의 채권매수 유효
- ✓ 3분기까지도 개선의 기운기가 흔들리지 않아야 금리는 애초 우리 예상대로 반등할 것

위험자산은 우상향, 반면 금리는 바닥수준 머물며 횡보

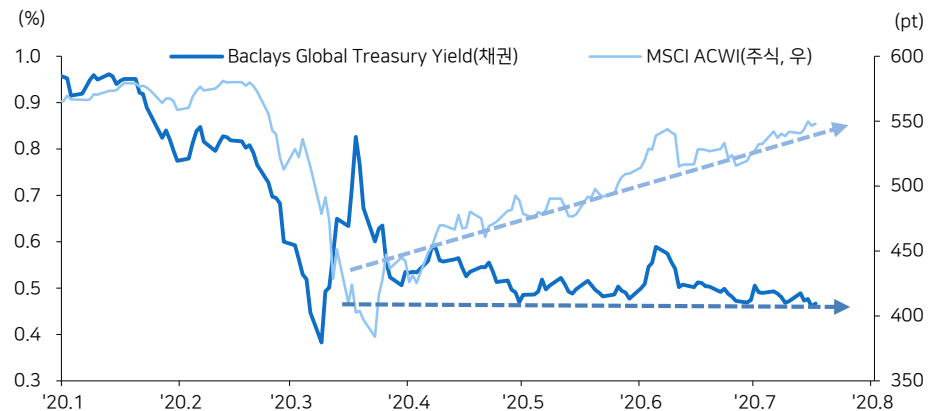
역사적인 규모의 통화화 재정정책이 실행되었고 3월 이후 글로벌 금융시장은 위험자산 주도 하에 안정흐름을 찾고 있다. 미국 주가는 코로나의 충격을 딛고 올라섰으며 유가 및 원자재 가격들도 의미 있는 반등을 나타냈다.

반면 채권시장은 금리가 3월에 기록한 저점보다 낮아지지 않았지만 여전히 바닥권에 머물고 있다. 6월 초 정도 미국에서 신규확진자가 감소하는 시기 의미 있는 반등 정도를 보이고는 위험자산과 동상이몽(同床異夢)을 나타내고 있다.

우리는 기존 전망대로 올해 남은 하반기 위험선호가 좀 더 우세한 상황이라는 전망을 유지 중이다. 다만 몇 가지 이슈의 확인 때문에 올해 3분기부터 오를 것으로 본 금리상승 타이밍이 지연될 정도를 점검하고 있다.

의미 있는 반등 나타낸 위험자산 대비 바닥탐색 지속하는 채권금리

그래프1 저점 타이밍은 다르나 3월 이후 글로벌 주가는 우상향, 금리는 바닥탐색 지속



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

현재 여건상 금리가 올랐어야 하는 것이 아니냐는 시각

완화적 정책기조를 바탕으로 일부 경제지표 개선 확인

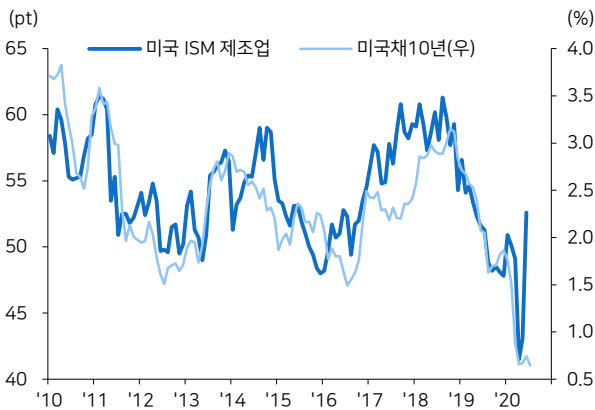
COVID-19으로 인해 기준금리 인하와 중앙은행 자산 증가 등 글로벌 통화정책이 역사적 수준으로 완화기조를 이어가면서 금리 역시 사상 최저수준을 기록했다. 그렇지만 통화뿐만 아니라 재정정책까지 더해진 정책효과는 위험선호를 자극했고 일부 경제지표 개선으로 이어지고 있다.

미국 6월 ISM 제조업 지수는 예상치인 48pt를 뛰어넘는 52.6pt를 기록했음에도 미국채10년 금리는 0.6%대 머물고 있다<그림 2>. 미국만큼은 아니지만 유럽 역시 서베이 지표를 중심으로 코로나로 인한 경제충격이 일부 완화되고 있는 것이 확인되었지만 독일채10년 역시 -0.4%대 머물고 있다<그림 3>.

경기모멘텀 지표의 큰폭 상승에도 금리 반응은 미약

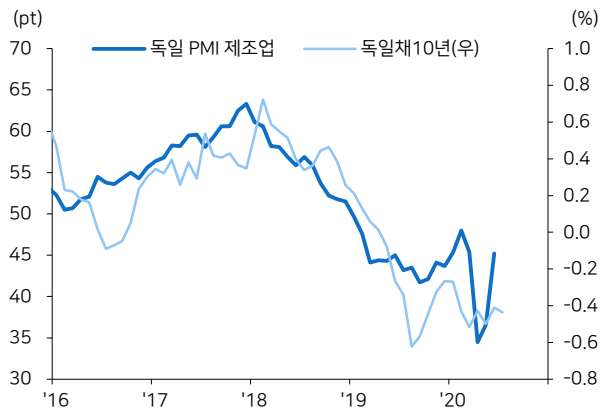
ISM 같은 서베이 지표 이외에도 고용지표와 소매판매, 일부 생산 지표까지도 예상보다는 양호한 수치를 기록하면서 경기모멘텀 지표인 서프라이즈 지수는 급격한 상승을 나타냈다. 6개월 전대비 금리레벨과 비교했을 때 기저효과로 올라오는 부분이 있겠으나 경기모멘텀 대비 금리반응이 미약한 것은 분명하다<그림 4>.

그림2 6월 ISM 제조업지수 52.6pt 대비 미국채10년 0.6%



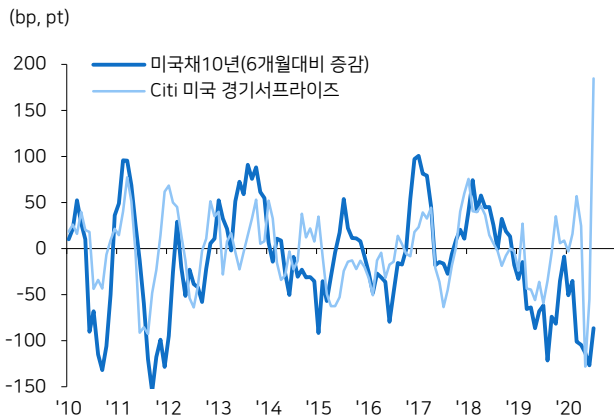
자료: ISM, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 독일 제조업 심리도 반등했지만 금리반응 미미



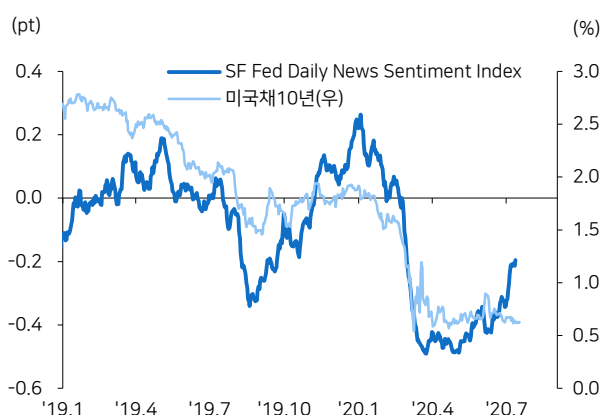
자료: Markit, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 미국 경기모멘텀만 보면 미국채10년 반등 압력 높음



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 속보성 있는 빅데이터 활용 지표도 반등흐름 지속



자료: SF Fed, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

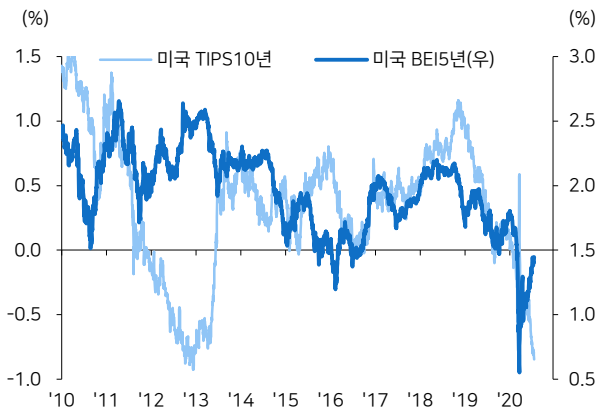
우리가 속보성 있는 매크로 지표로 제시하는 SF Fed의 Daily News 심리지표 역시 반등흐름을 이어가고 있는 것과 금리의 괴리는 더욱 심화되고 있다<그림 5>. 이것만 고려하면 채권시장은 당장 경기개선은 크게 개의치 않는 것 같다. 좀 더 미래의 채권시장 여건에 중요한 물가도 기대인플레이 지표를 중심으로 반등하고, 산업재인 구리가격 강세도 금리민감도가 낮아졌다<그림 6, 7>.

확장 재정정책에 수급부담 높지만 장단기 스프레드 확대는 제한

사실 수급적인 부분도 연준의 자산증가 속도는 완만해진 반면 확장적 재정정책에 따른 국채공급만 해도 부담이 크다<그림 8>. 과거 재정적자가 현 수준 정도 늘어나면 장기금리를 중심으로 장단기 스프레드가 벌어졌지만 통화정책의 역동성이 줄고 구조적인 문제들을 감안하여 스프레드 확대가 제한적이다<그림 9>.

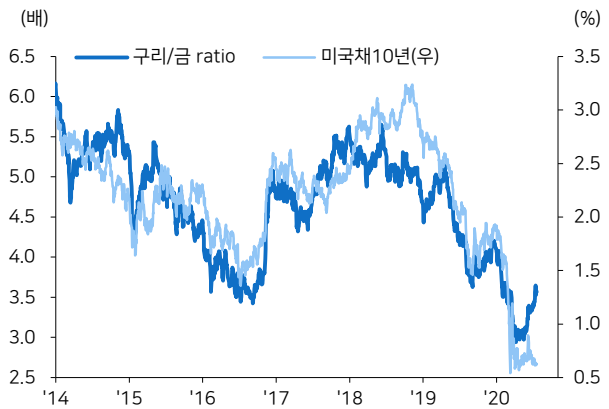
사실 상기한 내용들을 근거로 우리는 3분기에는 미국채10년 금리가 레벨을 0.8~0.9% 정도까지는 올려놓을 것으로 보았다. 우리의 예상대로 위험선호와 지표 개선이 이어지고 있음에도 미국채10년 금리가 0.6%대 머물고 있는 이유에 대해서 내용들을 정리해 보았다.

그림6 인플레이션 기대 회복, 물가채 강세 기조 유지



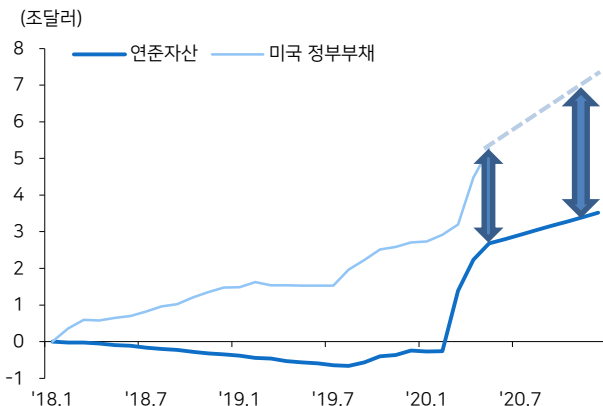
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림7 산업재 구리가 안전자산 금보다 강세



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림8 정부부채 증가대비 연준자산 증가속도 완만



자료: FRB, US Treasury, 메리츠증권 리서치센터

그림9 확장적 재정정책 고려할 때 장단기금리차 확대되어야



자료: Bloomberg, US Treasury, 메리츠증권 리서치센터

경제개선 및 위험선호 지속성에 대한 의심 해소되어야 금리상승

금리가 오르지 않는 근거 중 가장 먼저 눈에 띄는 재료는 전염병의 공포이다. 치료제 및 백신개발 뉴스가 연일 나오고 있지만 글로벌 신규확진자는 연일 최고치를 경신하고 있다. COVID-19 검색량이 줄었던 6월 초까지 글로벌 위험선호가 강화되고 미국채10년 금리가 0.9%까지도 올랐었다<그림 10, 11>.

미국 신규확진자 급증에 경기개선 지속가능성 의구심 형성

그러나 이후 미국 플로리다, 텍사스, 캘리포니아 주에서 신규확진자가 급증하자 경기개선 지속성에 대한 의구심이 늘었다. '2차 대유행'의 충격 가능성은 낮지만 현재 지표는 단기충격의 반작용으로 개선 기운기가 가파를 뿐 향후 개선 탄력이 완만할 수 있다는 내용을 'side way'라는 표현을 통해 골드만 삭스가 제기했다.

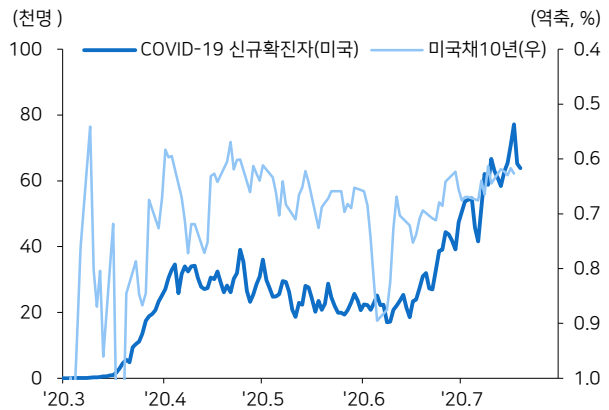
현재 서프라이즈 지수에 반영된 경기모멘텀은 주가/채권의 상대가격에 이미 반영되어 추가로 위험선호가 더 우세하기 힘들다는 지적이다<그림 12>. 미국의 경제회복관련된 tracker 지표 역시 단기간 큰 폭으로 개선되었지만 최근 기운기가 완만해지면서 코로나 이전까지 반등기대도 제한되고 있다.

그림10 전염병 우려(관심) 6월 이후 더 하락하지 않아



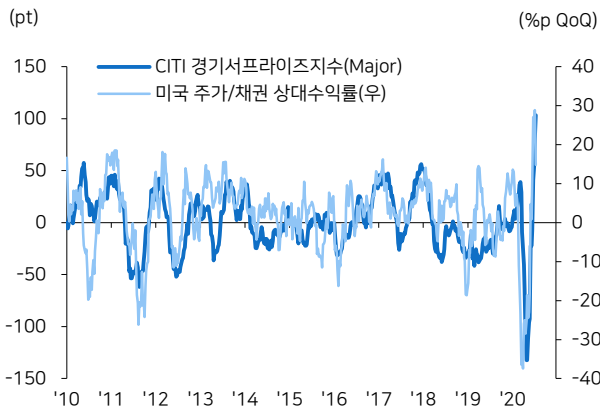
자료: Google Trend, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림11 미국 신규확진자 확장 지속, 채권시장 우호적 재료



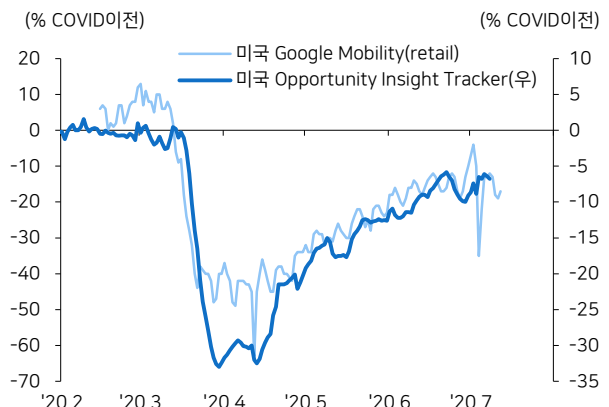
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림12 경기모멘텀 강세는 주가/채권 상대가격으로 해소



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림13 미국 경제활동 개선의 기운기 완만해지고 있어



자료: Google, Opportunity Insight, 메리츠증권 리서치센터

앞선 위험선호 부담, 보험성 채권 수요 유입은 금리 반등을 제약

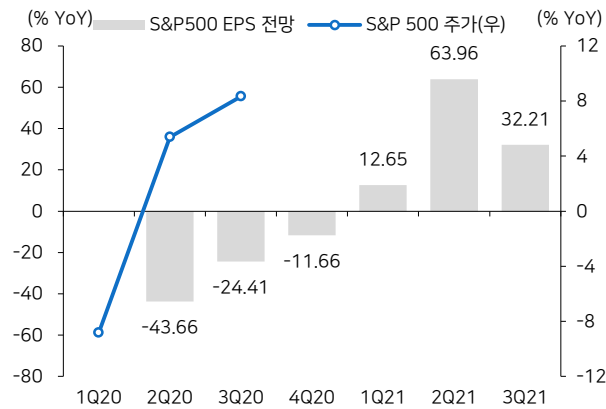
이렇게 경제탄력이 줄면서 앞서간 위험선호의 부담으로 보험성 채권수요를 금리가 오르지 않는 이유로 볼 수 있다. 미국 S&P 500지수는 3월 중 한 달 동안 주가가 고점에서 30% 이상 조정을 받았지만 현재 고점 수준을 몇 % 정도로 코로나의 충격을 대부분 회복했다.

기업실적 전망대비 주가의 회복 속도 빨라 위험자산에는 부담

그에 걸맞게 실제 기업실적을 보면 이번 2분기가 EPS기준 전년대비 -45%에 가까운 충격을 기록한 이후 3분기 -24%, 4분기 -11%, 내년 1분기 13%로 회복의 궤적은 'V'자에 가까운 형태이다. 그렇지만 예상과 달리 전염병의 공포가 기업실적이나 성장의 충격회복 기틀기를 꺾는 것은 아니지만 완만하게만 만들어도 앞서간 위험자산이 부담스러울 수 있다는 염려가 크다.

기업실적 관련해서 낙관론자와 비관론자의 괴리가 크다는 불확실성도 주식의 반대급부로 채권관심도를 높인다<그림 15>. 미국보다도 일부 과열양상을 나타내던 중국증시의 충격이 구리가격 하락으로 연결될 경우 구리/금 ratio보다 미국금리가 중심을 더 잘 잡았을 수도 있다<그림 16>.

그림14 미국 기업실적 전망 기율기대비 주가 회복 속도 빨라



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림15 애널리스트 낙관vs비관 전망차이 여전히 높게 유지



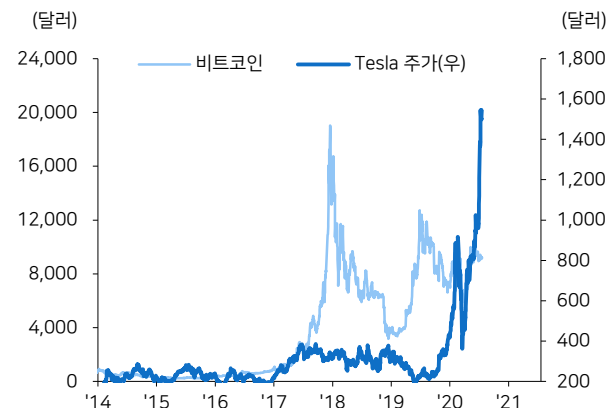
자료: WSJ 재인용, Factset, 메리츠증권 리서치센터

그림16 중국증시 반락, 구리가격 영향 미칠지 주목



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림17 테슬라 주가와 비트코인을 비교하는 비관론자



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

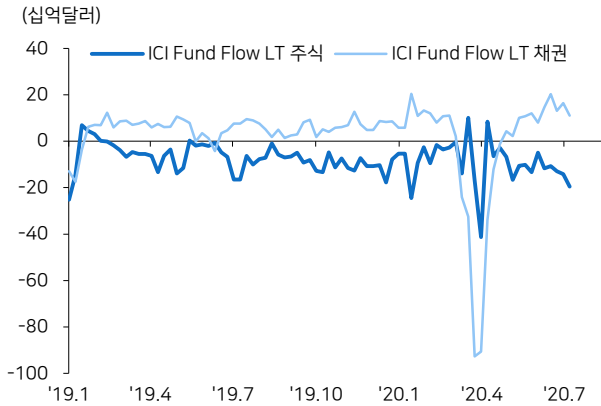
때문에 미국도 개미(로빈후드)중심으로 성장주를 중심으로 주가상승이 주도된 만큼 전문투자자들의 경계심리가 높다. 일각에서는 테슬라 주가와 비트코인을 비교 하면서 '버블'을 언급하기도 한다. 7월 중반 이후 실적발표를 앞두고 주식변동성이 확대되고 다우대비 나스닥 상대주가가 약화된 점도 지적된다.

채권으로 자금유입 지속, 미국채 외국인 중심으로 응찰률 개선

실제 ICI 기준 펀드플로우를 보더라도 미국 내 long-term 주식과 채권의 자금유입은 주식은 여전히 자금이 빠지는 반면, 채권은 저금리에도 유입되고 있다<그림 18>. 국내만 해도 채권시장에 외국인이 현선물 모두 유입세를 유지할 정도로 아직 안전자산 수요가 강하다<그림 19>. 7월 초에 있었던 미국채 10년과 30년 입찰만 봐도 외국인 주도로 응찰률이 개선되는 모습을 나타냈다.

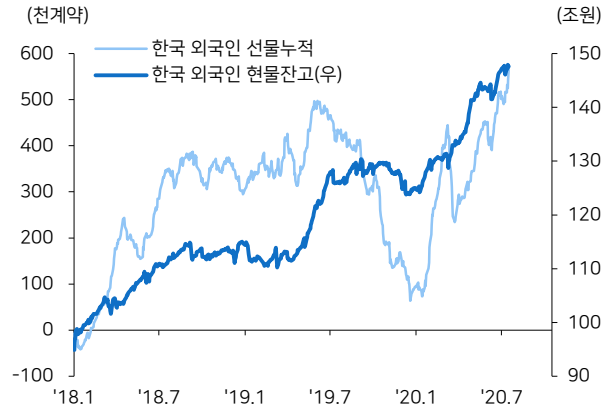
결국 전염병에 대한 공포가 해소되지 않은 상황에서 실물경제와 위험자산 회복의 지속성에 대한 의문은 안전자산 수요로 연결되고 있다. 현재 낮은 금리에도 채권 매수는 일종의 보험적 성격이 강하며, 적어도 3분기가 2분기 회복기조를 이어갈 것이라는 믿음 정도가 확인되어야 변화가 생길 것이다.

그림18 미국 주식은 outflow, 채권은 inflow 지속



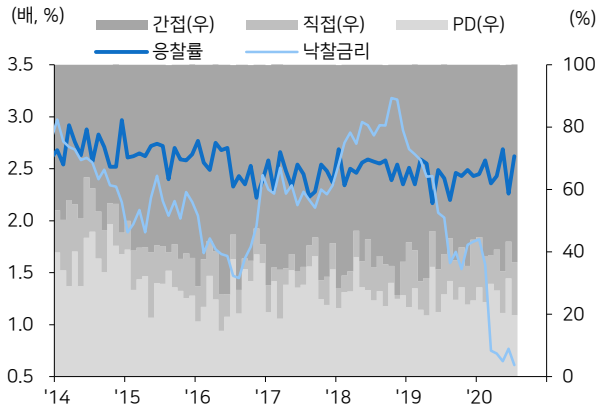
자료: ICI, 메리츠증권 리서치센터

그림19 한국 채권시장만 해도 외국인 자금유입 지속



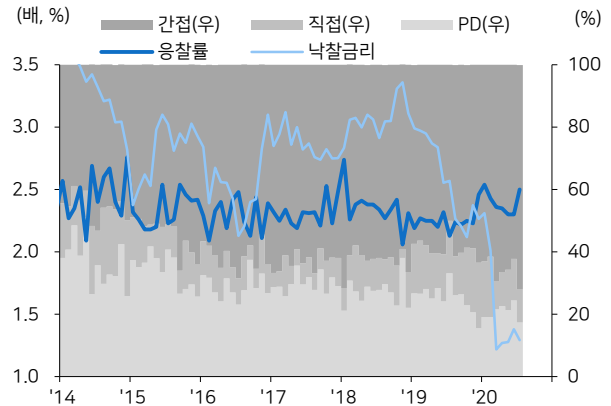
자료: KRX, 연합인포맥스, 메리츠증권 리서치센터

그림20 미국채10년 입찰결과, 응찰률 일부 개선



자료: US Treasury, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림21 미국채30년 입찰결과, 외국인 주도 자금 유입 강해



자료: US Treasury, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

유동성 시장의 끝에 대한 고민, 우리는 아직 낙관론 견지

상기했듯이 금리가 오를 만한 재료에도 금리가 오르지 않는 내용을 필자 나름 정리했지만 많은 투자자들이 '유동성'에서 근거를 찾고 있다. 2008년 금융위기 이후 유동성 장세의 특징은 돈이 풀리면 '주가상승 & 금리하락'이 동시에 진행된다. 이번 국면 역시 막대한 돈의 힘은 유사성을 나타내고 있다.

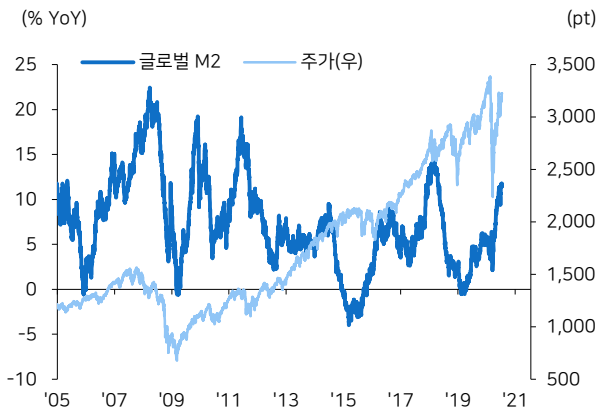
유동성 증대 따른 실물경기 회복 확인 시 채권시장 부담 커질 것

그렇지만 정책을 통한 유동성 증대는 실물경기 회복으로 이어지며 결국 안전자산인 채권은 일정부분 충격이 발생하곤 했다. 이번 국면에도 정책이 효과를 나타내면서 실물경제 회복에 대한 증거가 구체화되면 역사적 저점 부근에 머물고 있는 채권시장은 부담이 커질 수 있다.

원유수요 회복에 따른 유가상승과 추가 달러약세 진행여부 주목필요

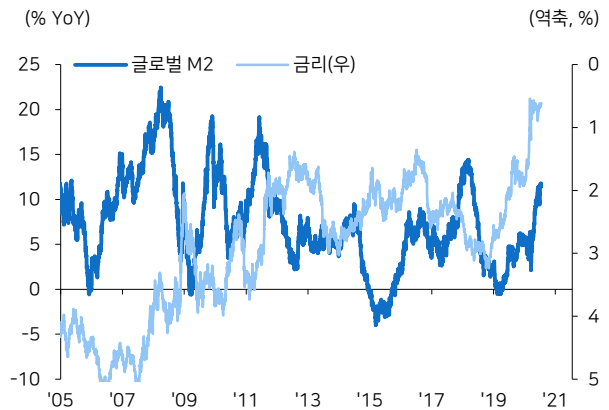
일단 코로나의 공포를 덜어내며 신규확진자라도 통제되어야 정책효과를 기대할 수 있겠으나 현재는 중요한 것은 주가상승보다 유가와 달러약세가 좀 더 중요하다. 아직은 실물경제 회복에 따른 원유수요 회복 확인이 덜 되었고, 미국 이외 경제회복에 따른 달러약세도 추가로 더 진행이 필요하다<그림 24, 25>.

그림22 돈이 풀리면 주식 같은 위험자산 반응 가장 긍정적



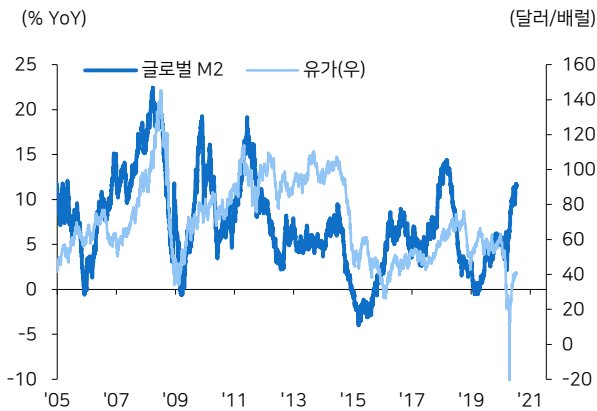
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림23 채권시장은 펀더멘탈 개선 전까지 유동성 동반 수혜



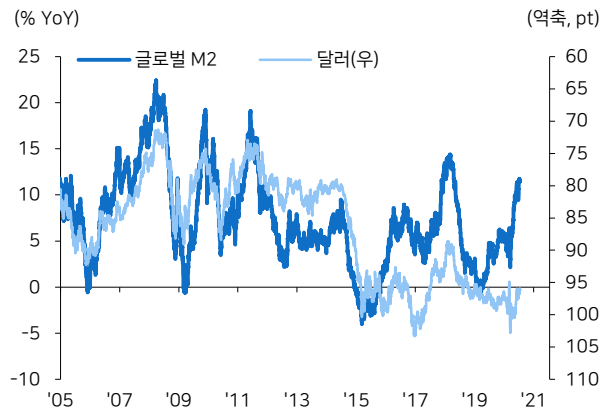
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림24 공급된 유동성 대비 유가반등 강도 미약



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림25 달러 약세 역시 아직 크게 진행되지 못함



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

이는 <그림 23>에서 보듯 유동성 공급초기 국면에서 주가와 금리 공히 강세이고 유동성 확산이 강화될수록 결국 채권시장에 충격이 발생했던 경험이 많다. QE1, 2, 3가 진행되는 국면에서 위험선호가 실물경기 회복으로 연결되는 것이 확인되면 중앙은행이 채권을 매수해 줘도 금리는 올랐다.

통화정책 급진적 전환가능성 낮지만 연말까지 0.9%대 상승가능

물론 이번 COVID-19의 충격으로 통화정책의 선회가 2013년 테이퍼 턴트럼 같은 급진적 전환을 나타낼 가능성은 적다. 그렇지만 역사적으로 가장 낮은 수준에 머물고 있는 금리 기준 채권의 고평가 인식 정도는 해소될 것이라는 기존 전망을 유지한다. 연말까지 미국채10년 기준 0.9%까지 상승은 가능할 것이다.

전염병 통제 및 예산안 확인과정속 금리반등 경계심 유지 필요

상기한 금리상승을 위한 확인과정으로 8월까지도 금리가 횡보할 수 있겠으나 전염병의 우려가 얼마나 통제되었는지 여부와 함께 내년 예산을 편성하는 9월 정도 부터는 다시 금리반등에 대한 경계심을 유지해야 할 것이다. 일부 위험자산 기간 조정국면에서 금리레벨을 크게 낮출 가능성은 제한적으로 본다.

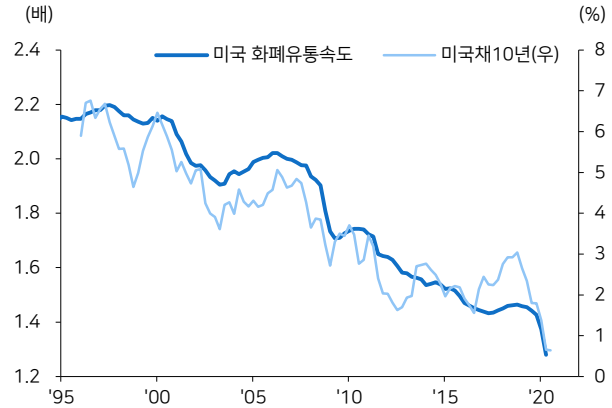
위험자산 입장에서 낮은 금리와 풍부한 유동성으로 가치주보다 성장주 중심의 강세를 이어온 흐름이 올해 6월 초처럼 변화가 생길 수 있을지 금리민감도가 높을 것이다<그림 26>. 현재 공급된 유동성이 실물경제 안정으로 이어지는 증거인 화폐유통속도(GDP/M2) 개선이 금리상승으로 이어지고 위험선호의 스타일(theme)을 바꾸는 계기가 될 수 있다는 점에서 주목할 필요가 있겠다<그림 27>.

그림26 경기개선 기대가 금리상승 연결되면 가치주 자극



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

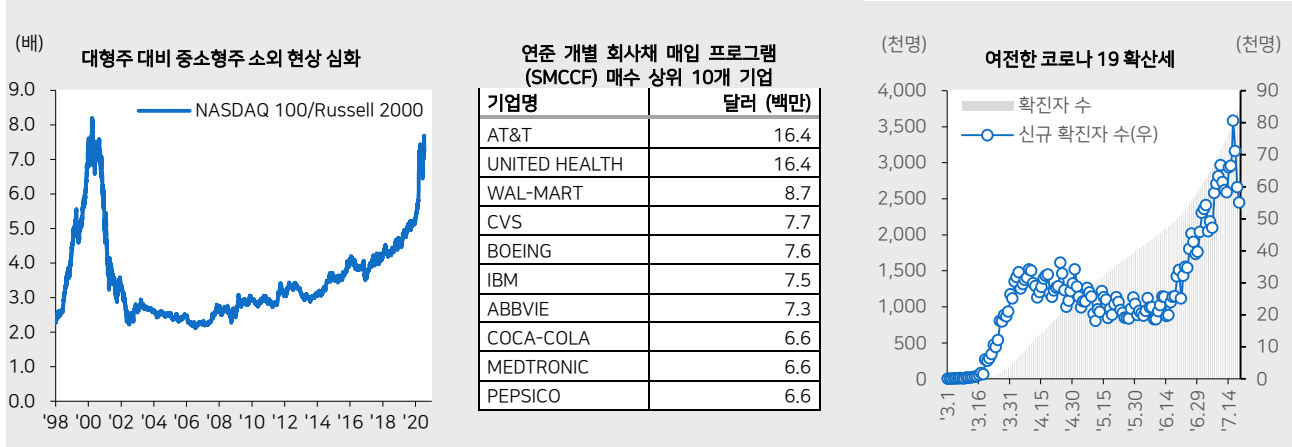
그림27 돈의 힘이 경제개선으로 연결되어야 금리 반등



자료: US BEA, FRB, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

오늘의 차트 김태형 연구원

미국 중소형주가 부진한 이유



주: SMCCF 시행기간 = 5/19~6/17
 자료: Bloomberg, New York Fed, 메리츠증권 리서치센터

연준의 완화적 정책에도 불구하고 중소형주 약세

코로나19로 인한 사회적 거리두기 여파로 연준 관련 대형 기술주에 대한 관심이 뜨겁다. 기술주의 비중이 높은 NASDAQ은 다우지수와 S&P 500을 아웃퍼폼하면서 신고가를 경신했다. 반면, 중소형주 중심의 Russell 2000 지수는 2019년 이후 대형주 지수보다 저조한 수익률을 기록중인 가운데, 기술주 쏠림 현상에 부진이 더욱 심화되고 있다. 현재 NASDAQ의 Russell2000 지수 대비 상대 강도는 2000년 닷컴 버블(최고 8.2배) 이후 가장 높은 수준(현재 7.2배)을 기록 중이다.

Russell2000 지수가 부진한 이유는 대형 기술주로의 쏠림 현상으로만 설명될 순 없다. 코로나19 이후 나온 정책의 효과를 확인하는 과정에서 중소형주의 약세가 더욱 두드러졌기 때문이다. 중소형주의 약세는 크게 두 가지로 설명할 수 있다. 1) 연준이 펼치고 있는 정책의 대부분이 중소기업이 아닌 대기업에 집중된 가운데, 2) 경기 회복 징후에도 코로나19 확산에 대한 우려가 여전한 점이다.

중소형주가 부진한 이유:
 1) 연준의 완화적 정책에도 불구하고 중소기업 지원책

연준은 메인스트리트 랜딩(MSLP)을 시작으로 중소기업에 대한 부양의지를 확신했다. 그러나, 연준의 정책기조는 소극적이었다. 연준은 자금 대출 조건을 완화시키며 중소기업에 지원을 약속했으나 재무부와의 갈등으로 인해 대출 지원은 늦어지고 있는 상황이다. 또한, 최근 공개된 연준의 회사채 매입 리스트를 보면 대기업이 차지하는 비중이 높은 것으로 확인되었다. 이와 같은 연준의 정책기조는 Russell2000 지수 내 포함된 기업들에 대한 신뢰를 더욱 떨어뜨린 것이다.

2) 경기 회복의 징후에도 여전히 코로나19 확산 우려

경기 회복의 징후는 조금씩 나타나고 있다. 6월 소기업 낙관지수는 100.6으로 2개월 연속 상승한 가운데, 6월 ISM 제조업지수는 52.6으로 확장국면에 진입했다. 다만, 미국 내 일일 코로나19 신규 확진자가 5만명을 상회함에 따라 재유행으로 인한 경기회복 지연 우려는 여전하다. 확진자 수가 개선세를 나타내지 않으면서 향후 발표될 경제 지표에 대한 의구심은 확대되었다. 따라서, 시장의 관심은 단기적으로 불확실한 중소형주보다 성장성이 높은 대형 기술주로 향하게 된 것이다.

칼럼의 재해석 위정원 연구원

E&P 기업들에게 여전히 낮은 유가, 가스로의 패러다임 이동 시사(Reuters)

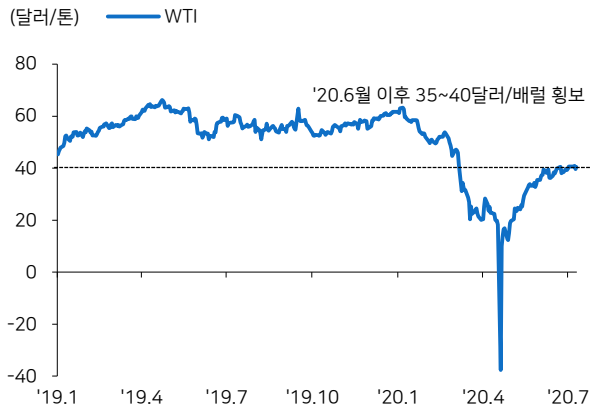
'20년 4월 한달 간 최대 37%의 일일 변동폭을 보였던 유가는 현재 40달러/배럴에서 유지되고 있다. 글로벌 조사 기관은 하반기에도 현 수준의 유가가 지속될 것으로 예상하고 있다. 글로벌 석유 메이저 기업의 정상적 사업 손익분기유가는 배럴 당 45달러이기 때문에 현 유가 수준은 여전히 위협적이다. 석유기업들은 악화된 재무 상태를 개선하기 위해 대규모로 CAPEX를 삭감하고 있다. 조사 전문기관 Rystad Energy의 연초 '20년 신규 원유 생산 프로젝트 예상 투자 규모는 1,900억 달러였으나, 현재 예상치를 전년 대비 -57% 하락한 820억 달러로 하향했다. 대부분의 E&P 사업이 지연되는 반면 천연 가스 개발 프로젝트는 계속되고 있다. 국내를 비롯한 세계 각국에서 대두되고 있는 친환경 정책에 따라 LNG는 발전용 원유 수요를 대체할 전망이다. LNG 연도별 신규 증설 계획은 큰 변동없이 유지되었다. 저유가가 극에 달했던 4월에 Shell과 PetroChina JV의 가스 프로젝트 승인도 해당 맥락에 속한다. 이 밖에 토탈 사 등 글로벌 석유 기업의 LNG 프로젝트 집중 투자는 향후 원유에서 가스로의 패러다임 이동 가능성을 시사한다.

석유 E&P 기업에게 여전히 불리한 유가

40달러/배럴 선에서 고착화된 유가는 여전히 석유 기업의 생존에 위협적(손익분기유가 45달러/배럴)

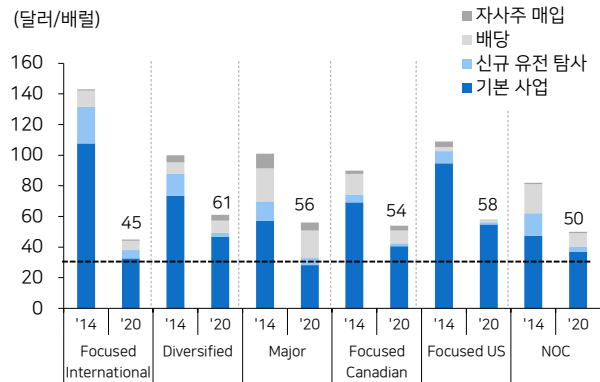
4월 충격적인 마이너스 유가 이후 3개월의 시간이 흘렀다. '20년 4월 한달 간 WTI 기준 일일 변동폭은 -24.6%~37.7%의 큰 변동을 보였다. 현재 배럴 당 40달러 수준인 유가의 변동폭은 코로나 사태 전 수준인 0.4%로 낮아졌다. 한국은행은 올해 안에 코로나 이전만큼 국제 유가가 회복하기 어려울 것으로 예상하며, '20년 하반기 유가 예상치를 30~40달러/배럴로 제시했다. 글로벌 석유 메이저 기업의 정상적으로 사업을 영위하기 위한 손익 분기 유가는 45달러/배럴 수준이다. 북미 독립 정유 기업, 국가 주도 NOC의 손익분기유가는 여전히 50달러/배럴 이상이다. 현재 40달러/배럴 선에서 고착화된 유가는 여전히 석유 기업의 생존을 위협하는 수준이다.

그림1 '19년 이후 WTI 유가 흐름



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 Peer Group별 현금흐름 손익분기유가 비교



자료: Wood Mackenzie, 메리츠증권 리서치센터

살기 위한 비용 절감

글로벌 석유 기업들은 악화된 재무 상태를 개선하기 위해 대규모 CAPEX 삭감을 단행하고 있다. 주요 독립계 석유 기업인 Apache, Murphy, Devon Energy 사 등은 올해 CAPEX를 계획 대비 30% 삭감하기로 결정했다. 다국적 석유 기업도 상황은 마찬가지다. Chevron은 '20년 투자 금액을 -20% 감축했고, Shell과 Total사 역시 각각 -20%, -25% 투자 금액 감축을 발표했다. 연초 에너지 전문 조사 기관 Rystad Energy는 '20년 신규 프로젝트 투자액 규모를 1,900억 달러로 예상했다. 그러나 40달러/배럴 유가 하에 신규 투자 FID(최종투자결정) 전망치를 전년 대비 -57% 하락한 820억 달러로 하향 조정했다. 신규 프로젝트 FID 승인 건수도 당초 50건으로 예상했으나 10~15건에 불과할 것으로 전망했다.

에너지 전문 조사 기관 Rystad, '20년 신규 원유 생산 프로젝트 규모 예상치 -57% 하향 조정

향후 2년 내에 코로나 이전 원유 수요가 회복되지 못할 것이라는 전망에 따라 장기 유가 전망 불확실성은 커지고 있다. 이탈리아 석유 메이저 Eni는 '23년 70달러/배럴로 예상했던 전망치를 60달러/배럴로 하향한바 있다. 이에 따라 '20년 1분기 석유가스 M&A 거래량 및 거래 규모는 크게 감소했다. 인수 합병 거래 규모는 전년 동기 대비 212.9억 달러에서 41.5억 달러로 -84.3% 감소했고, 자산 거래 규모는 YoY -28.2% 감소했다. 그러나 40달러/배럴 수준에서 고착화된 유가 하에 일부 석유 기업들의 재무 여건 악화는 불가피하다. 이에 따라 M&A 거래는 점진적으로 활발해 질 개연성이 높다. 과거 '14~'16년 저유가 당시 메이저 기업들은 비핵심 자산 매각, 인수 합병을 활발히 진행했다. Shell 사의 BG Group 인수 및 Repsol사의 Talisman Energy 인수(130억달러) 등의 대형 M&A가 진행된 바 있다. 풍부한 유동성과 손익 분기점이 낮은 자산들을 보유하고 있는 기업들에게 현재의 상황은 기회가 될 수 있다. 조사 전문 기관 Wood Mackenzie는 저유가 환경이 기업 단위 통합을 더욱 가속화 시킬 것으로 예상했다.

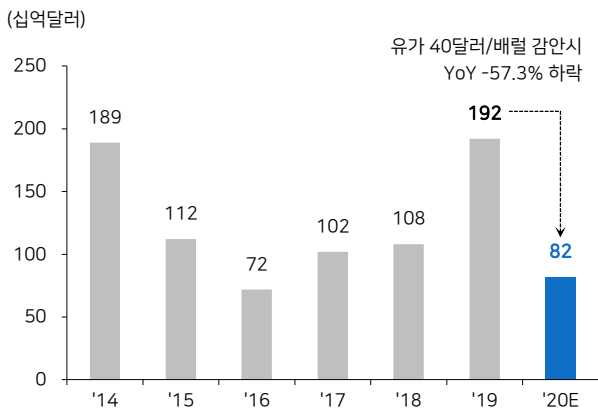
글로벌 석유기업 M&A

1Q20 석유기업 인수 합병 및 자산 거래 규모 전년 대비 각각 -84.3%, -28.2% 감소

석유기업 M&A 거래 규모는 점진적으로 증가할 개연성이 높음

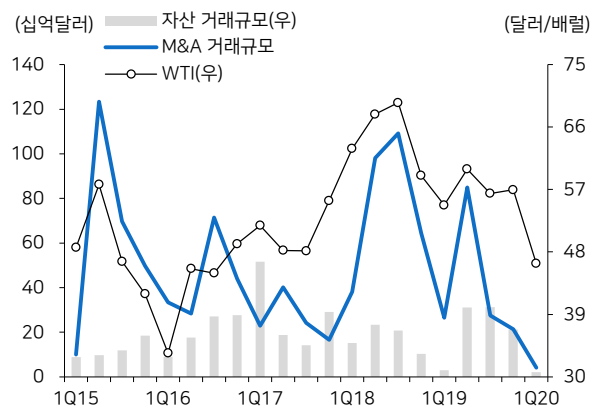
점진적으로 활발해 질 개연성이 높다. 과거 '14~'16년 저유가 당시 메이저 기업들은 비핵심 자산 매각, 인수 합병을 활발히 진행했다. Shell 사의 BG Group 인수 및 Repsol사의 Talisman Energy 인수(130억달러) 등의 대형 M&A가 진행된 바 있다. 풍부한 유동성과 손익 분기점이 낮은 자산들을 보유하고 있는 기업들에게 현재의 상황은 기회가 될 수 있다. 조사 전문 기관 Wood Mackenzie는 저유가 환경이 기업 단위 통합을 더욱 가속화 시킬 것으로 예상했다.

그림3 신규 프로젝트 투자 승인 규모 현황 및 전망



주: Offshore, Onshore 합산 투자금액
 자료: Rystad Energy, 메리츠증권 리서치센터

그림4 석유가스 M&A 및 자산거래 규모



자료: S&P Global, 메리츠증권 리서치센터

CAPEX 축소로 향후 원유 수급 타이트 가능성 존재

'25년 글로벌 약 500만 b/d 원유 공급 부족 가능성 존재

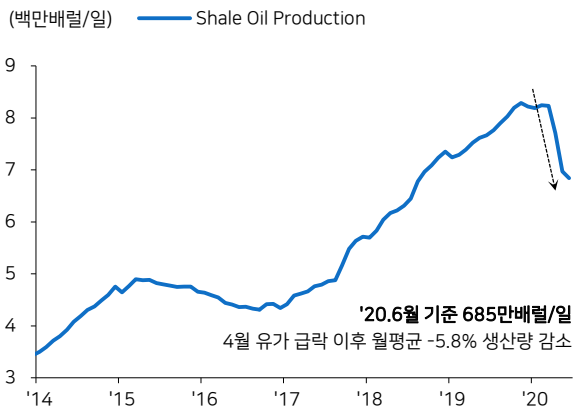
'20년 4월 코로나로 인한 원유 수요 감소분은 2,800만 b/d에 달했다. 이러한 수요 감소에 원유 초과 공급이 겹치며 유가는 급락했다. 글로벌 산유국들은 유가를 부양하기 위해 일 평균 960만배럴의 원유 감산에 합의했다. 미국의 셰일 오일 생산 또한 CAPEX 감축과 함께 감소하고 있다. 셰일 오일은 전통 방식의 유전과 다르게 지속적인 투자비 지출이 필요하다. 셰일 오일은 수압 파쇄와 수평 시추를 통해 채굴 되는데 고압의 물과 모래, 화학품을 지속적으로 주입해야 하기 때문이다. 실제로 4월 이후 미국 셰일 오일 생산량은 월평균 -5.8% 감소했다. 에너지 전문 조사 기관 Rystad Energy는 '25년 전 세계에 약 500만 b/d의 공급 부족을 예상했다. 동사가 예측한 '25년 글로벌 원유 수요는 1.05억 b/d로 코로나 이전 연간 원유 수요를 상회하는 수치다. 반면 원유 생산량은 E&P 활동 및 투자의 급격한 감소로 기존 생산량 예측치 대비 600만 b/d 감소할 것으로 전망했다. IEA(국제 에너지 기구) 역시 OPEC+ 감산합의, 북미 업체들의 원유 생산 중단으로 일 평균 1,180만 b/d 공급이 중단되고 있다고 파악했다.

경제성이 유리한 LNG 개발 사업은 계속

원유에서 가스로의 패러다임 이동 개연성 증대

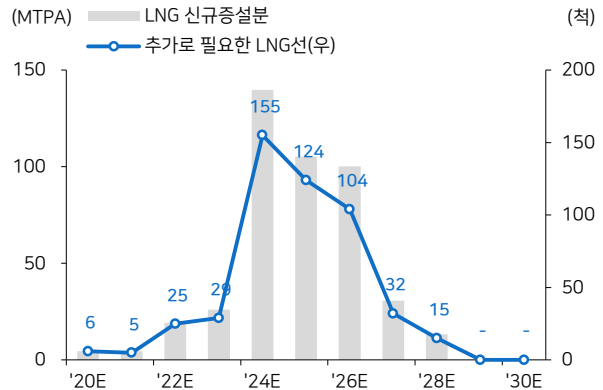
다수의 원유 생산 E&P 사업이 지연되고 있는 반면 천연 가스 개발 프로젝트는 계속되고 있다. 천연 가스는 향후 발전용 원유 수요를 대체할 전망이다. 현재 국내를 비롯한 세계 각국에서 친환경 정책을 강조하고 있다. 기존 석탄, 석유 발전에 비해 LNG 발전은 CO² 배출량이 40%에 불과하다. WSJ는 LNG 가격이 석탄 수준으로 떨어지면서 한국 등 동아시아 국가의 주요 에너지원이 석탄에서 LNG로 빠르게 이동할 것으로 분석했다. 실제로 LNG 연도별 신규 증설 계획은 큰 변동 없이 유지되었다. 이는 유가 급락으로 일정 지연 및 취소가 발생한 원유 E&P에 비해 상대적으로 영향이 미미했음을 시사한다. 4월에 Shell과 PetroChina가 50:50 합작 법인을 세워 호주 Surat 가스 프로젝트를 승인한 것도 해당 맥락에 속한다. 이밖에 Total 사 등 글로벌 석유 기업의 LNG프로젝트 집중 투자는 향후 원유에서 가스로의 패러다임 이동 가능성을 시사한다.

그림5 미국 셰일 오일 생산량



자료: EIA, 메리츠증권 리서치센터

그림6 연도별 LNG 생산량 증분 및 필요한 LNG선



자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

원문: Wave of American Oil and Gas bankruptcies to continue at \$40/bbl crude(Reuters)