

2019년 3월

제 1권 제 2호

미중 무역협상에 따른 유가 랠리는 제한될 것

2월의 벤치마크 원유 선물은 1월 대비 평균 7% 상승하며 미중 간 무역 협상에 대한 낙관적 기대감에 따른 부양효과를 계속 누렸습니다. 그러나 3월 초 들어 랠리가 정체되었습니다.

무역 합의로 가는 길은 험난했지만 협상의 중요 사안들은 최종 단계로 나아가고 있습니다. 그 중에는 미국이 중국에 요구해 온 산업 구조의 변화와 이행 메커니즘이 포함되어 있습니다. 합의는 이루어질 것으로 보이며, 이 보고서를 쓰는 현재 트럼프 대통령과 시진핑 주석이 3월 27일 만나 합의안에 서명할 것으로 예상되고 있습니다.

그런 한편, 미 연준은 지난 12월 처음으로 비둘기파로 전환되는 신호를 보인 이래 지속적으로 인내심을 갖고 조심스럽게 금리인상을 다루는 접근법을 재확인하고 있습니다. 사실 2018년 내내 연준의 잦은 금리인상으로 투자자들은 계속해서 불안에 떨어야 했습니다.

글로벌 시장은 이 두가지 호재에 환호를 보내며 2월말에는 금융시장 대 폭락의 시발점이었던 작년 10월 초 수준 근처까지 회복되는 모습을 보였습니다 (7페이지 차트 참조).

하지만 유가의 반등은 상대적으로 약했고 향후에도 그런 상태가 유지될 것으로 예상합니다.

미중 간의 관계 회복 기대감에서 비롯된 경제 훈풍이 세계에서 2번째로 큰 원유 소비국이자 원유 수요 성장세에 가장 큰 기여를 하는 중국에 미치는 영향은 이미 유가에 상당 부분 반영되었다고 생각합니다. 또한, 세계 최대 경제국인 미중 간의 합의가 2019년과 2020년에 예상되는 글로벌 경제 성장세 둔화에 특효약이 되지 못할 것임이 자명해지고 있습니다.

리커창 총리는 3월 5일에 열린 전국인민대표회의의 연례 회의 개회사를 통해 중국이 처한 환경은 "점점 더 엄중하고 복잡한 양상"을 보이고 있으며, 앞으로 펼쳐질 "험난한 과정"에 대비해야 한다고 경고했습니다.

중국은 일반적인 예상대로 2019년의 공식 성장률 목표치를 6.0-6.5%로 낮췄습니다. 작년의 GDP 성장률은 6.6%로 1990년대 이후로 가장 낮은 수준을 기록한 바 있습니다. 최근 중국의 경기부양책이 글로벌 금융위기 이후의 부채발 호황 때처럼 경기를 다시 끌어올릴 수 있을 것으로는 보이지 않습니다.

미중 간 관세전쟁의 그림자가 겹치면서 원유 시장의 관심은 다시 펀더멘털로 쏠리고 있습니다. 현재 전반적인 수급이 균형 상태인 것은 시장 심리에 중립적 요소로 작용하며 유가가 박스권에서 움직일 것임을 암시하고 있습니다. 하지만 최근 몇 달 간 원유 공급에 영향을 미칠 지정학적 위협이 계속 누적되고 있습니다.

그 중 으뜸은 베네수엘라입니다. 1월 28일자로 부과된 미국의 PDVSA 제재로 하루 1백만 배럴 이상의 전체 원유 생산이 잠재적 위험에 처한 상황인데다 궁지에 몰린 마두로 대통령에 대한 과잉도 국회의장의 정치적 도전이 내전 상황으로 빠져들 가능성도 대두되고 있습니다. 현재까지 베네수엘라는 정치적 교착상태에 빠져 있지만 원유시장은 최악의 상황까지는 고려하지 않고 있습니다.

같은 OPEC 국가인 나이지리아의 경우에는 무함마두 부하리 현 대통령이 연임에 성공하긴 했지만 2월 23일의 대선 결과에 대해서는 논란이 많습니다. 석유가 풍부한 남부의 주들은 부하리 대통령의 핵심 경쟁자인 아티쿠 아부바카에게 표를 던졌고 이 지역의 인프라 시설에 대한 군사공격이 재개되면 원유생산에 상당한 피해가 발생할 수 있습니다.

OPEC은 합의한 일 812,000 배럴의 생산량 감축의 시동을 걸었습니다. 1월 1일부터 시작해 2월 100% 준수를 목표로 합의를 이룬 11개 회원국의 노력에 더해 목표 대비 감축량을 늘린 사우디의 힘이 컸습니다. 나머지 3개 회원국(리비아, 이란, 베네수엘라)이 목표 달성에 미달한 가운데, OPEC은 작년처럼 시장을 과도하게 긴축시키지 않도록 각별히 주의할 필요가 있습니다.

OPEC은 2월 25일자 트윗을 통해 유가가 너무 오른다며 "진정하라"고 촉구한 트럼프 대통령의 말에 아랑곳하지 않고 원래의 목표대로 추진하고 있습니다. 사우디의 칼리드 알팔리 에너지 장관은 OPEC+가 전 세계의 과잉 원유 재고를 줄이는데 노력하고 있으며 "천천히 신중하게" 추진할 것임을 강조했습니다. 이러한 전략은 향후 수 개월에 걸쳐 시험대에 오르게 될 것입니다. OPEC+가 과거의 반기 일정보다 더 자주 만남을 갖는다는 점(다음 장관급 회의가 4월 17-18일로 예정)을 주목해 봐야 합니다.

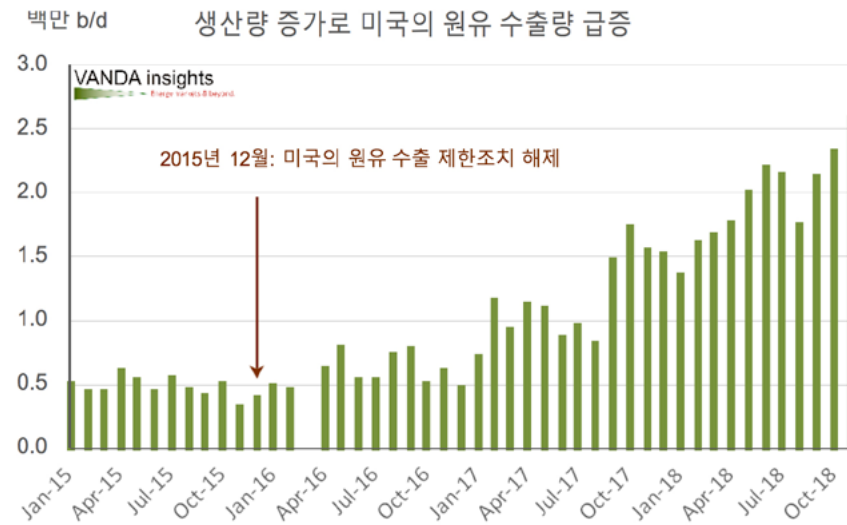
이번 호의 내용

- WTI 휴스턴 선물은 미국의 수출 현황을 반영합니다.
- 세일의 숏테일(short tail)에 주목하세요.
- 유가 회복세는 글로벌 주식 시장 반등세에 미치지 못합니다.

2019년 3월

제 1권 제 2호

미국의 수출 현황을 반영하는 WTI 휴스턴 선물



출처: 미 에너지정보청(EIA) 최신 월간 데이터는 2018년 11월까지 확인 가능

퍼미언(Permian) 분지의 원유가 걸프 코스트(Gulf Coast)의 정제시설과 수출터미널로 유입되기 시작하면서

시장은 USGC(미국 걸프 코스트) 원유 터미널 기준의 신뢰할 수 있는 투명한 배럴당 가격 지표가 필요했습니다.

최근 출시된 WTI 휴스턴 원유 선물계약은 바로 그 니즈에 부합하기 위해 만들어진 것입니다.

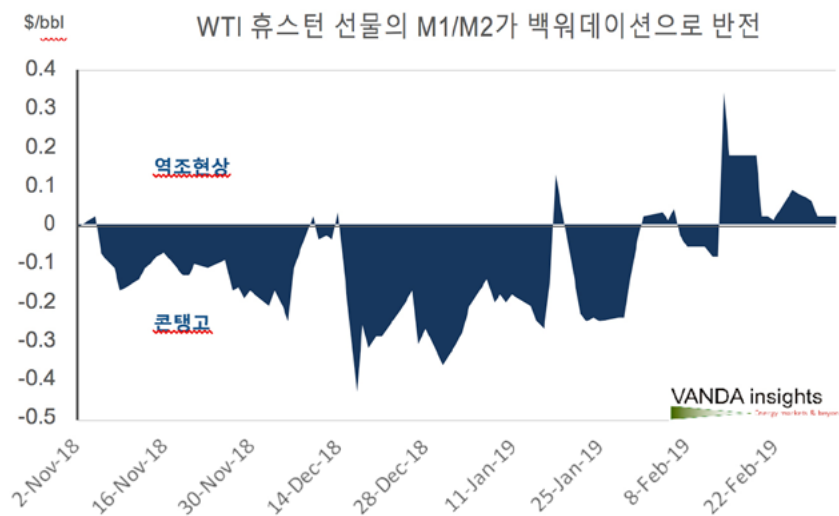
오랜 역사를 가진 NYMEX WTI 선물은 여전히 실물시장 참가자들이나 투기적 거래자들에게 인기를 얻고 있을 뿐 아니라 오클라호마 쿠싱의 계약 인도지점에서의 수급 편차현상을 보다 정확하게 반영하기도 합니다. 쿠싱의 재고가 늘어날 때마다 이 선물의 가격이 압박을 받고 있고 브렌트유 대비 할인율이 커지고 있습니다. 2018년 9월 이후로 다시 한번 이런 현상이 생기고 있습니다.

미 에너지정보청의 자료에 따르면, 쿠싱의 원유 재고는 작년 9월과 올 2월 사이에 2배 이상 증가했습니다.

근월물 베이시스에 대한 브렌트유 대비 WTI의 할인율은 작년 8월의 배럴 당 평균 6.57달러에서 올 2월에는 9.10달러까지 확대되었습니다.

WTI (쿠싱) 선물의 2개 근월물 간 스프레드는 작년 10월 19일 이후로 꾸준히 2자릿수의 콘탱고 상태를 유지하고 있습니다. 반면, 그에 대응하는 브렌트유 선물 스프레드는 미중 간 무역 합의에 대한 낙관적 기대감으로 유가가 랠리를 시작한 1월 중순 이후로 약간의 백워데이션 또는 가벼운 콘탱고 상태를 보이고 있습니다.

콘탱고는 즉시 인도분 원유의 가격이 시간상 더 이후의 인도분보다 가격이 낮게 책정되어 있는 상태를 의미하며 보통 시장의 과잉공급을 반영합니다. 백워데이션은 그와 반대의 상황을 의미합니다.



출처: CME

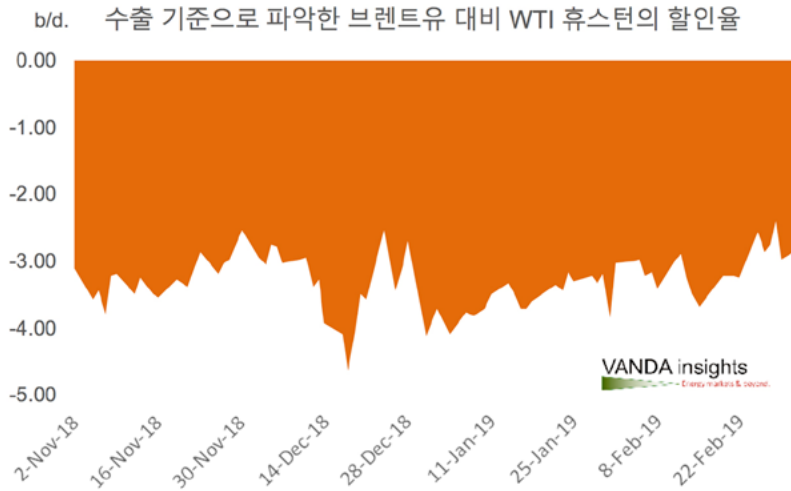
CME의 WTI 휴스턴 원유 선물을 보면 브렌트유와의 긴밀한 상관관계 그리고 좁아진 스프레드를 확인할 수 있습니다.

2018년 11월에 출시한 이 계약은 텍사스주 휴스턴에 소재한 Enterprise의 ECHO, Genoa Junction, Houston Ship Channel 터미널에서 인도되는 원유 가격을 반영합니다.

WTI 휴스턴 선물의 M1/M2 스프레드는 작년 11월부터 올 2월말까지 배럴 당 43센트의 콘탱고와 34센트의 백워데이션 사이에서 움직였습니다.

2019년 3월

제 1권 제 2호



이 스프레드는 2월 하반기까지 백워드이션 상태였는데, 이 시기 미 원유 수출은 급증세를 보이며 2월 11-15일 간 일 3.6백만 배럴로 역대 주간 최고 기록을 경신했습니다.

WTI 휴스턴 선물은 2월의 근월물 베이스 기준으로 브렌트유 대비 배럴 당 평균 3.08달러 할인된 가격으로 거래되었는데, 이 할인폭이 1월에는 3.56달러였습니다.

향후에도 미국의 원유 수출이 강세를 펼 것으로 전망되기 때문에 이 스프레드는 더욱 좁혀질 것입니다.

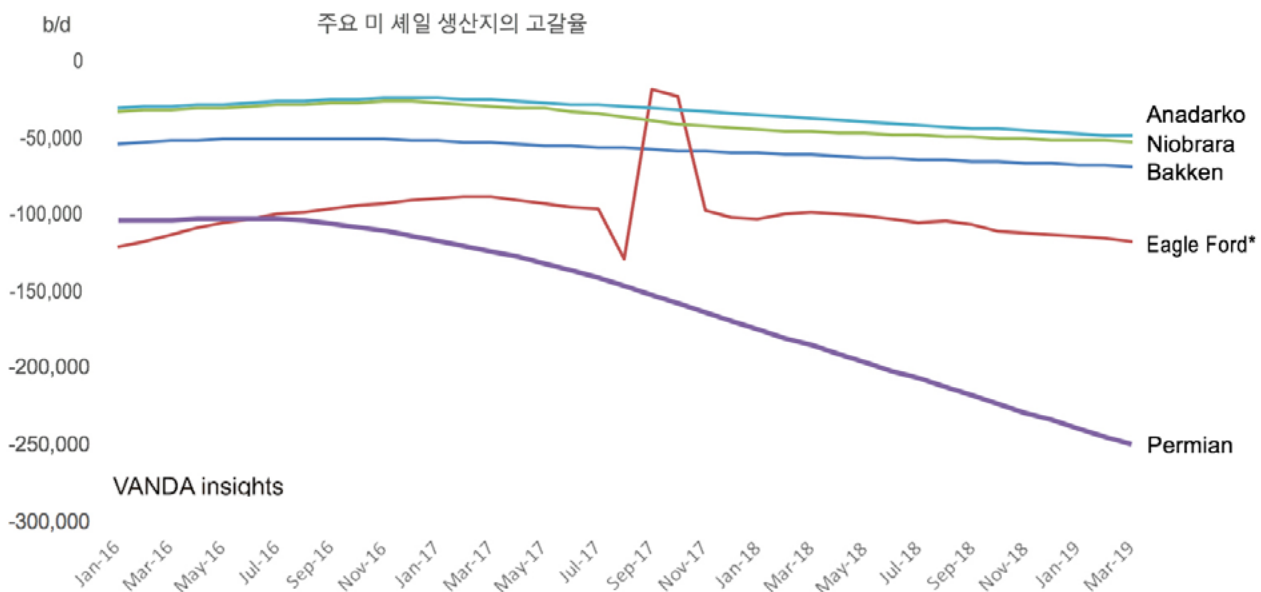
출처: CME (WTI 휴스턴), ICE (브렌트유)

세일의 숏테일(short tail)에 주목

2019년의 글로벌 공급 전망을 고려할 때 중요한 것은 미 원유 생산량의 유례없는 급증세에 현혹되지 말고 그 나머지를 확인해 보는 것입니다. 특히 2018년의 1.6백만 b/d 증가로 10.95 백만 b/d까지 엄청난 상승세가 있었습니다.

세일에서 추출되는 타이트 오일(tight oil)은 평균 7.31 백만 b/d로 작년 미국의 전체 원유 생산량에서 2/3을 차지했으며, 나머지 1/3만이 전통적인 방식의 원유였습니다.

유가 폭락으로 촉발된 2018년 4분기까지 미국 세일 생산량의 둔화가 단기간에 반전되지는 않을 수 있습니다. 생산자들이 현재의 가격 회복세가 어느 정도까지 지속될지에 대해 확신을 갖지 못하는데다 자본지출을 현금흐름 범위 내로 통제하라는 압박을 이해관계자들에게 받고 있는 상황이라 더욱 그렇습니다. 대부분의 독립 생산자들은 2019년 자본지출 계획을 2018년 대비 낮추고 있습니다.



출처: EIA 시추 생산성 보고서, Vanda Insights 분석 *2017년 8-9월에 Eagle Ford 지역에서 나타나는 이례적 변동은 허리케인 하비의 영향으로 유정이 폐쇄된 데 따른 것입니다. 2019년 2월과 3월 수치는 EIA의 예상치입니다.

2019년 3월

제 1권 제 2호

미국의 주요 셰일 산지에서 생산되는 원유의 48%를 차지하는 퍼미안(Permian) 지역의 생산량 성장률이 최근 줄어드는 현상은 올해 말 신규 파이프라인이 가동되어 현재의 병목현상을 해소해 줄 때까지 지속될 가능성이 있습니다.

2월에 발표한 EIA의 최신 월간 시추 생산성 보고서에 따르면, 지난 12월 퍼미안 지역의 리그 수는 2016년 5월 이후 처음으로 전월 대비 감소했습니다. 퍼미안 지역에서 시추에 투입되는 리그 수는 1월과 2월까지도 계속 감소하고 있습니다.

미국의 5대 셰일 산지(Bakken, Eagle Ford, Niobrara, Permian, Anadarko)의 총 리그 수는 작년 11월 828개로 고점을 기록한 후 올 1월 말에는 815개까지 떨어졌습니다.

따라서, EIA가 올 3월 미국의 7개 셰일 산지 생산량이 약 8.4백만 b/d로 전월 대비 약 84,000 b/d의 최소 상승 기록을 세울 것으로 전망하는 것도 무리가 아닙니다.

월간 성장률은 작년 9월 281,350 b/d로 고점을 기록한 후 지속 감소하고 있습니다.

셰일 리그 수 감소는 지난 2개월 간의 생산 리그 수 감소에서도 확인됩니다.

리그 수가 중요한 이유

미국 셰일산업에서 고갈률이 치솟는 것은 신규 리그 투입 속도를 결정하는 요소로서 생산량 성장을 지속에 특히 중요한 부분입니다.

2018년 미국 셰일 오일 생산량이 평균적으로 1.5백만 b/d만큼 성장한 것은 잘 알려진 사실입니다. 하지만 상대적으로 잘 알려지지 않은 사실은 그 해에 오래된 유정이 고갈됨으로 인한 생산량의 손실이 무려 5.55 백만 b/d에 달한다는 사실입니다.

EIA 데이터를 분석한 결과에 따르면, 셰일 생산자들이 자연 감소분인 5.55백만 b/d를 상쇄하고도 1.5백만 b/d의 순 증가를 이루어냈음을 알 수 있습니다.

2016년과 2017년의 연간 자연 감소분은 각각 3.8백만 b/d와 4.1백만 b/d였습니다. 결국 오래된 유정의 생산량 손실분이 산출량과 동반 상승하고 있는 것입니다.

그리고 이는 오직 생산 첫 달까지만 '신규' 유정으로 간주되는 셰일 업계에서의 감소율을 잘 보여줍니다.

그래서 셰일 생산자들은 오래된 유정에서 발생하는 필연적 손실을 상쇄하기 위한 최소 숫자의 유정을 매달 시추하게 됩니다 (시추는 했지만 완료되지는 않은 유정(DUC)의 재고에 들어가는 경우는 제외. 퍼미안의 경우는 해당되지 않음).

절대치로 나타낸 고갈률은 퍼미안이 최고이며, 계속해서 산출량 성장률 면에서 최고를 보이고 있는 점을 고려할 때 다른 셰일 생산지 대비 빠른 속도로 증가하고 있을 것으로 예상됩니다.

퍼미안 원유 생산량의 비율로 나타낸 고갈률 또한 꾸준히 증가하고 있음을 EIA 데이터에서 파생된 아래 표를 통해 알 수 있습니다. 2019년 3월 수치는 EIA의 최신 전망치이며 그 이전 월 데이터는 실제 수치입니다.

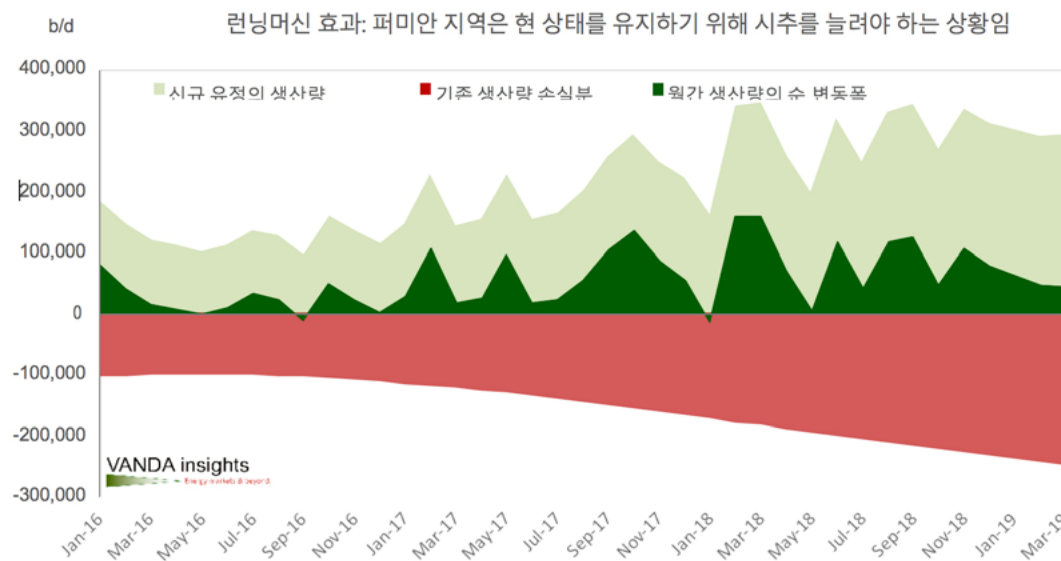
2월 퍼미안 지역 신규 유정의 리그 한 개 당 598 b/d의 생산량을 기록한 가운데, 그 달에 투입된 466개의 리그 중 409개는 오직 기존 유정의 감소분을 상쇄하기 위해, 다른 말로 1월 생산량을 유지하기 위해 필요했던 것으로 보입니다.

2019년 3월

제 1권 제 2호

퍼미안의 핵심 통계지표			
월	일평균 생산량 (백만 b/d)	일평균 고갈량 (백만 b/d)	산출량 대비 고갈률(%)
2016년 3월	1.983	0.103	5.20
2017년 3월	2.269	0.124	5.45
2018년 3월	3.169	0.185	5.83
2019년 3월(e)	4.024	0.249	6.19

아래 그래프에서 보듯, 퍼미안 지역 신규 유정의 생산량(연녹색)은 감소하는 한편 고갈률(적색)은 지속 증가하면서 산출량의 순 증가분(진녹색)이 감소하고 있습니다.



출처: EIA 시추 생산성 보고서를 근거로 Vanda Insights가 추정한 데이터 2019년 2월과 3월 수치는 EIA의 최신 예측치이며, 그 이전 달 수치는 실제 생산량 및 고갈량을 기록한 수치입니다.

자연 감소분 방지는 비용이 많이 들어가는 작업

2018년, 미국 생산자의 자본 지출 중 약 54%가 급격한 기존 유정 감소를 상쇄하기 위한 신규 유정 시추에 들어갔습니다. 주요 유전 서비스 업체인 슬룸베르거(Schlumberger)의 폴 킵스가드 CEO는 1월에 있었던 4분기 실적 콜 컨퍼런스에서 2021년이 되면 이 비율이 75%까지 급증할 것으로 전망된다고 밝혔습니다.

그는 이를 일컬어 셰일업계의 "피할 수 없는 런닝머신 효과"라고 칭했습니다.

급격한 감소율에 따른 비용 증가와 방지활동의 어려움 가중 이외에도 다른 문제들이 있습니다. 셰일 생산지에서 시추되는 유정의 수가 증가하는 가운데 생산자들은 자신의 생산지 내 생산성이 가장 높은 핵심 지역으로부터 자꾸 밖으로 밀려나고 있습니다.

2019년 3월

제 1권 제 2호

한편, 추가 회수 시추(infill drilling) 시에 '부모'와 '자식' 유정 간 간섭이 계속 발생하면서, 유정의 측방 시추 및 균열지지체(프로판트) 추가 투입에 따른 효익이 정체를 보이기 시작했습니다.

EIA는 2월에 발표한 단기 에너지 전망에서 2019년 미국 전체 원유 생산량이 연간 1.46백만 b/d 상승해 12.4백만 b/d가 될 것으로 예상했습니다. 이는 2018년의 1.6백만 b/d 증가보다 느려진 성장률이지만 추가로 더 낮춰질 가능성도 여전히 남아 있습니다.

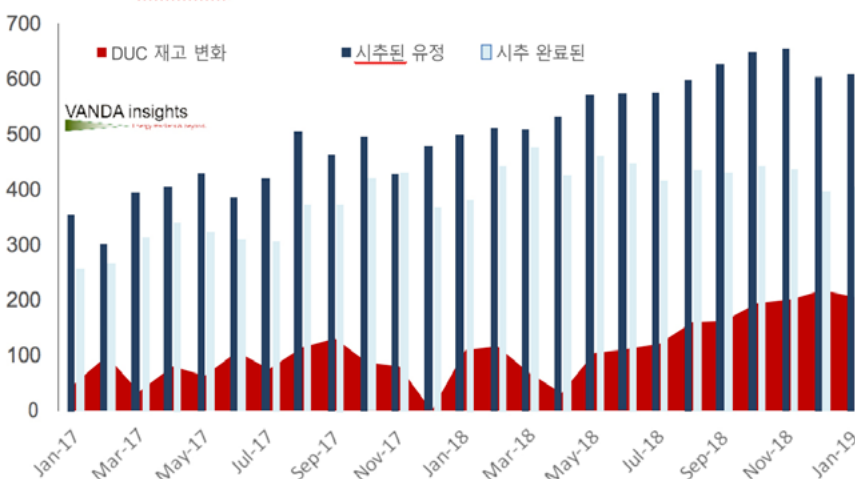
EIA의 2020년 산출량 전망치는 2019년보다 790,000 b/d 상승하는 것을 예상하고 있습니다. 따라서 성장률이 확실히 약해지고 있음을 알 수 있습니다.

2017년 3월에 휴스턴에서 열린 셰일업계의 큰 연례 컨퍼런스였던 CERAWEEK에서 퍼미안에 대한 전망에 '경조증'이 보였던 것을 기억하시나요?

일부 셰일업계 경영자들은 당시 약 2.27백만 b/d를 생산하던 미국 셰일업계의 신흥 강호 퍼미안이 10년 정도 내에 8-10백만 b/d까지 올라갈 수 있을 것이라 전망했었습니다.

그 이후로 그런 기대치는 상당히 완화되었습니다. 올 1월 다보스에서 열린 세계경제포럼에서 Hess Corp.의 존 헤스 CEO는 (퍼미안 단독이 아니라) 미국 전체 셰일 생산지의 총 생산량이 향후 5년 후면 약 10백만 b/d까지 "상승할 가능성이 있지만" 그 이후로는 평탄화될 것이라고 전망했습니다.

유정 수 퍼미안의 DUC 수는 높은 수치를 보이고 있으며 계속 늘어나고 있음



출처: EIA 시추 생산성 보고서

퍼미안의 공급량이 폭발할 가능성은 별로 없음

2019년 말까지 퍼미안 지역을 미국 걸프 코스트의 정유시설 및 수출 터미널에 연결시키는

Cactus II, EPIC, Gray Oak발 약 2백만 b/d 용량의 신규 파이프라인 착공이 이루어질 것으로 예상되며, 이로 인해 텍사스와 뉴멕시코 주를 아우르는 이 지역 생산자들의 DUC(시추는 했지만 완료되지 않는 유정)에 새로운 관심이 촉발되고 있습니다.

EIA 자료에 따르면 DUC, 즉 생산 투입을 기다리는 유정의 수가 1월 말 기준 퍼미안 지역에서 4,170개를 넘었으며, 그 수는 5대 셰일 생산지 총 DUC의 약 절반에 해당합니다.

2018년 하반기부터 퍼미안 지역 생산자들은 미래 생산을 위해 시추는 했지만 완료되지 않는 매 3번째 유정을 남겨두고 있습니다.

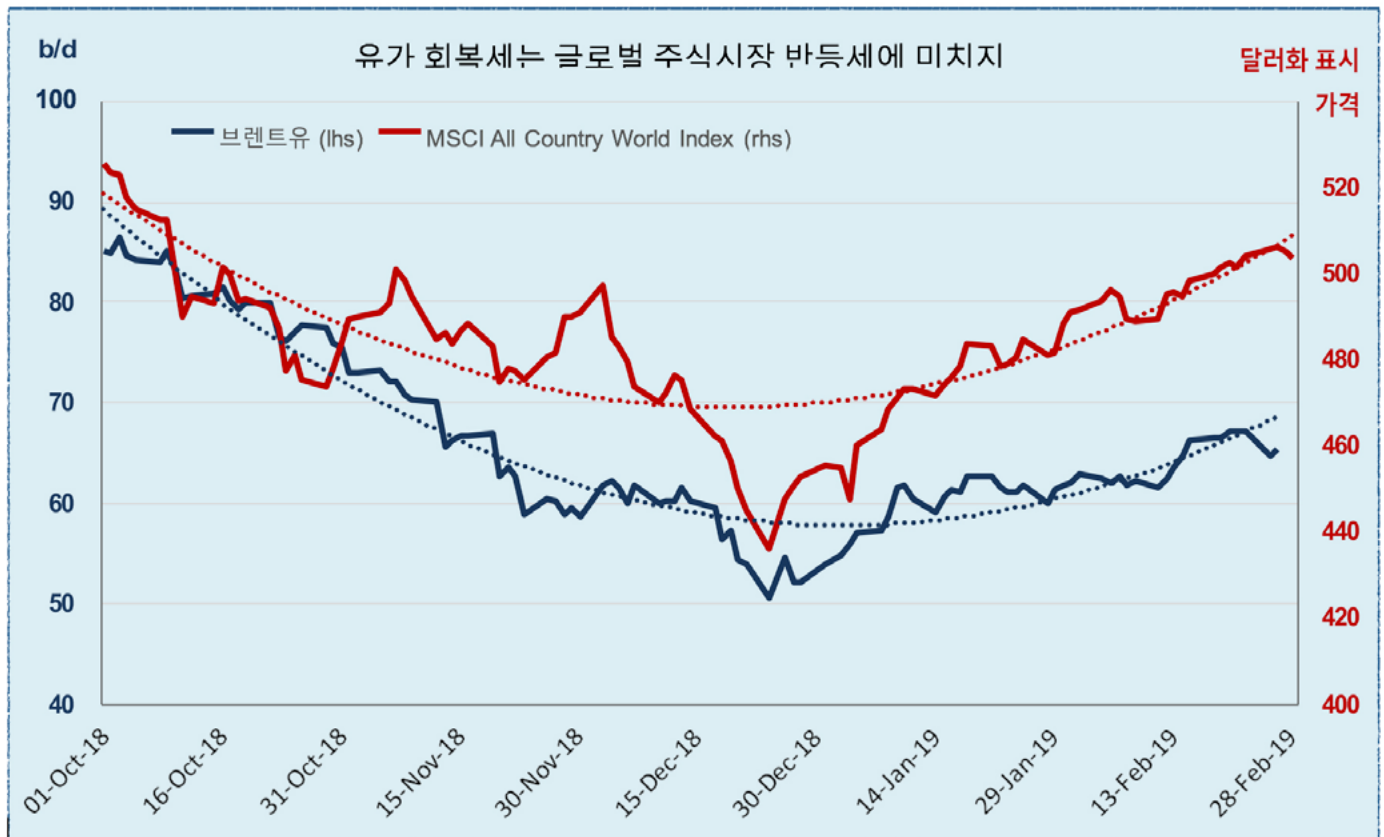
모든 퍼미안 지역 생산자들이 자신들의 방대한 DUC 재고를 동시다발적으로 생산에 투입하게 되면 수 많은 문제가 발생할 것입니다.

필수적인 파이프라인의 수송인프라 용량이 가용한 수준이라 하더라도 수압파쇄공법이 급증하면 비용 인플레이션 뿐 아니라 균열지지체, 파쇄 기술자, 파쇄 장비 및 기타 지원 인프라에 병목현상이 발생할 것입니다.

시장의 원리에 따라 갑작스러운 또는 큰 규모의 생산량 증가에 대해서는 효율화가 이루어지게 됩니다. DUC의 대규모 가동이 시작될 때 유가가 이를 뒷받침할 만큼 충분한 수준에 있다면 생산량 폭증이 가격에 대한 하방압력으로 작용하면서 추가 생산의 유인을 감소시킬 것입니다.

2019년 3월

제 1권 제 2호



출처: ICE (브렌트유), Marketwatch (MSCI All Country World Index)

글로벌 금융시장에 발생한 충격으로 위험자산의 매도세가 촉발되었던 작년 10월부터 12월까지 유가는 글로벌 주식시장과 커플링되어 움직였습니다. 리스크 회피 심리를 부추긴 것은 중국 및 세계 여러 나라의 경제적 부담 가중 신호, 미 연준이 공격적 금리인상 기조를 유지하는 가운데 기업의 조달비용 증가에 대한 우려, 미중 간 무역전쟁에 대한 절망감(작년 12월 1일 트럼프와 시진핑이 관세부와 90일 유예에 합의한 이후 올 1월 다시 재개되기 전까지 무역전쟁 종료 협상은 불확실한 상황이었음) 등이 어우러진 결과였습니다.

하지만 아래 차트에서 보듯, 브렌트유는 12월 24일의 최저점에서 꾸준히 반등하긴 했지만 여전히 10월 초 수준보다 한참 아래에 있고, 올해 들어 지금까지의 상승폭 역시 주식시장의 반등세에 비할 바가 못됩니다. 23개 선진국과 24개 신흥국을 포괄하는 글로벌 주식시장 대표지수인 MSCI All Country World Index는 2월 말 기준으로 작년 10월 1일보다 불과 4% 아래에 위치하고 있습니다.

브렌트유가 다시 80달러까지 올라갈 가능성은 거의 없습니다(작년 10월 3일에 4년래 최고점인 86.29달러 기록). 금융시장 불안에 따른 하방압력이 작용하고 있을 뿐 아니라, 미국의 이란 원유업계 제재로 인해 형성되었던 유가의 "공포 프리미엄"이 2018년 1-2월에 걸쳐 해소되었기 때문입니다. 미국이 작년 11월 5일 제재조치를 발효하기 직전에 이란 원유 수입국들에 예상보다 관대한 예외조치를 부여하면서 극단적 공급량 부족에 대한 우려는 눈녹듯이 사라졌습니다. 헤지펀드와 기타 스펙거래자들이 작년 4분기의 대규모 매도 이후 올 1월 중순부터 다시 브렌트유와 WTI 선물계약 매수를 시작하고 있긴 하지만, 가격 상승에 대한 베팅을 보여주는 순 매수 규모는 2018년 4월에 달성한 역대 최고점에 비하면 극히 작은 부분에 지나지 않습니다.

@VandanaHari_SG

Feedback

<http://vandainsights.com/>

Vanda Insights

면책조항: 이곳에 기술된 견해 및 의견은 단지 정보상의 목적을 위한 것이며 실물 코모디티나 금융상품의 매도 혹은 매수의 제안이나 권유가 아닙니다. 해당 견해와 분석은 자료 작성 시 이용 가능한 신뢰할 만한 공개정보에 기초한 것입니다. 이 보고서와 그 내용은 만다 인사이드의 사전 서면동의 없이 복사, 재배포 또는 부분적 혹은 전체적으로 복제될 수 없습니다.