

유가 하락에 따른 미국 하이일드채권 시장 부진과 시사점

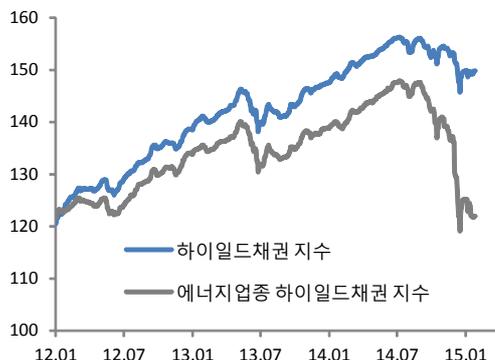
경제연구실 최석원 책임연구원 sukwonchoi@woorifg.com

미국 하이일드채권 시장이 유가 하락에 따라 에너지 업종을 중심으로 약세를 지속하고 있다. 최근 수년간 미국의 셰일 붐을 타고 관련 기업들로 막대한 투자자금이 유입되면서 에너지 업종의 비중은 과거 대비 높은 수준을 보이고 있다. 그러므로 미국 하이일드채권 시장의 안정화를 위해서는 향후 유가 향방과 해당 업체들의 수익성 유지 여부가 중요하다. 단기적으로는 셰일기업들이 비용 절감과 신규투자 억제에 나서면서 수익성에 큰 문제가 나타나지는 않을 전망이다. 그러나 중장기적으로 신규투자 없이는 생산이 감소할 수밖에 없기 때문에 저유가가 지속될 경우 수익성 악화는 불가피하며 이는 자본조달 능력을 약화시킬 것으로 보인다. 단기간에 자발적 감산이나 수요 회복을 기대하기 어렵기 때문에 유가 회복과 하이일드채권 시장의 안정화에 대한 기대 역시 이른 시점으로 판단된다.

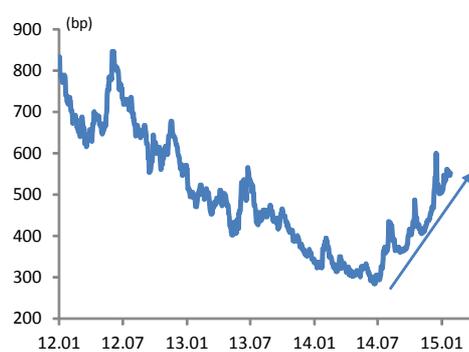
■ 미국 하이일드채권¹⁾ 시장이 유가 하락의 영향으로 약세를 지속하면서 금융 시장의 잠재적 불안요인으로 지적

- 미국 하이일드채권 시장은 유가 하락에 따른 에너지 업종 성과 악화에 따라 지난해 하반기 이후 부진을 지속
 - 최근 블룸버그 하이일드채권 지수는 2013년말 수준으로 후퇴
 - 특히 에너지 섹터 지수는 지난해 고점대비 17.6% 하락하여 2011년말 수준까지 급락하며 전체 지수 하락을 견인
- * 미국 하이일드채권 지수: 151.8(14.03) → 156.0(14.06) → 152.7(14.09) → 149.8(15.01)
 * 미국 하이일드에너지 업종 지수: 142.7(14.03) → 147.5.0(14.06) → 142.3(14.09) → 121.9(15.01)

미국 하이일드채권 지수 추이



미국 하이일드채권 스프레드



주: 채권 스프레드 = 하이일드채권 금리 - 미국채 10년물 금리

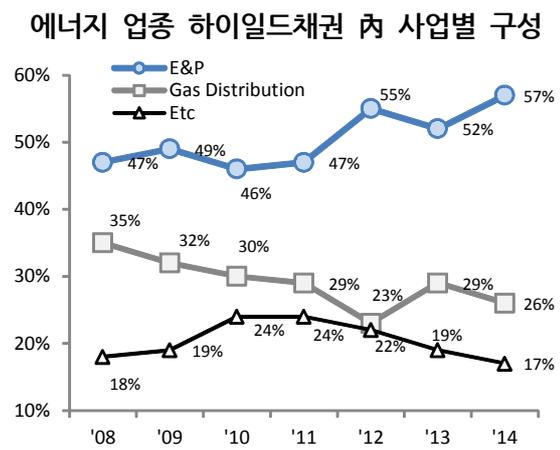
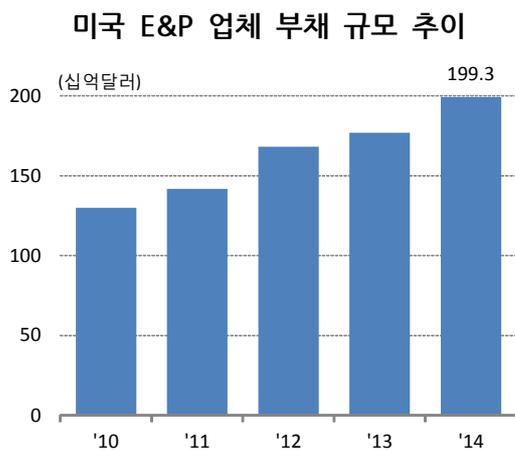
자료: Bloomberg, Barclays

1) 신용 등급이 투자등급보다 낮은 회사가 발행한 채권으로 원리금 상환에 대한 불이행 위험이 높은 반면 그만큼 이자율도 높은 채권. 무디스 평가기준으로 'Baa', 스탠더드앤amp;P(S&P) 평가기준으로 'BBB' 미만인 채권이 여기에 포함

- 미국채와 하이일드채권 간 수익률 스프레드 역시 550bp를 상회해 2012년말 이후 최대폭으로 확대
- 한편, 최근 중소 세일업체인 WBH에너지가 저유가를 버티지 못하고 파산한 후 WHP 인터내셔널과 엔데버인터내셔널 등이 파산보호 신청을 하면서 연쇄 부도에 대한 우려가 제기

■ 최근 수년간 미국의 세일오일 붐에 따라 관련 기업에 대한 투자자금 유입이 확대되며 미국 하이일드채권 시장 내 에너지 섹터 비중이 크게 확대

- 2008년 금융위기 이후 미국을 중심으로 세일오일 붐이 일어나면서 관련 기업에 대한 투자 역시 큰 폭으로 증가
 - 이에 따라 미국의 하이일드채권 시장에서 에너지 섹터 비중이 2009년 11.1%에서 2014년 6월에는 17%까지 확대
 - * 참고로 S&P에 따르면 유럽이나 아시아는 하이일드채권 시장 내 에너지 섹터 비중이 각각 5.0%, 2.0%
 - 최근 수년간 E&P²⁾ 업체의 부채가 크게 증가하며 2천억 달러에 다다랐고, 그 결과 하이일드채권의 에너지 업종 안에서도 E&P 업체 비중이 두드러지게 확대
 - * E&P 업체 부채규모(십억 달러): 141.7(2011) → 168.2(2012) → 177.0(2013) → 199.3(2014)
 - * 에너지 업종 내 E&P 업체 채권 비중(%): 47(2011) → 55(2012) → 52(2013) → 57(2014)
- 향후 유가의 향방과 그에 따른 세일오일 생산 업체들의 수익성 유지 여부가 미국 하이일드채권 시장의 안정 여부를 판단하는 중요한 기준이 될 전망



주: E&P 업체에서 세일오일 사업의 비중이 낮은 Chevron과 Exxon은 제외되었으며, 2014년 수치는 3분기 기준임

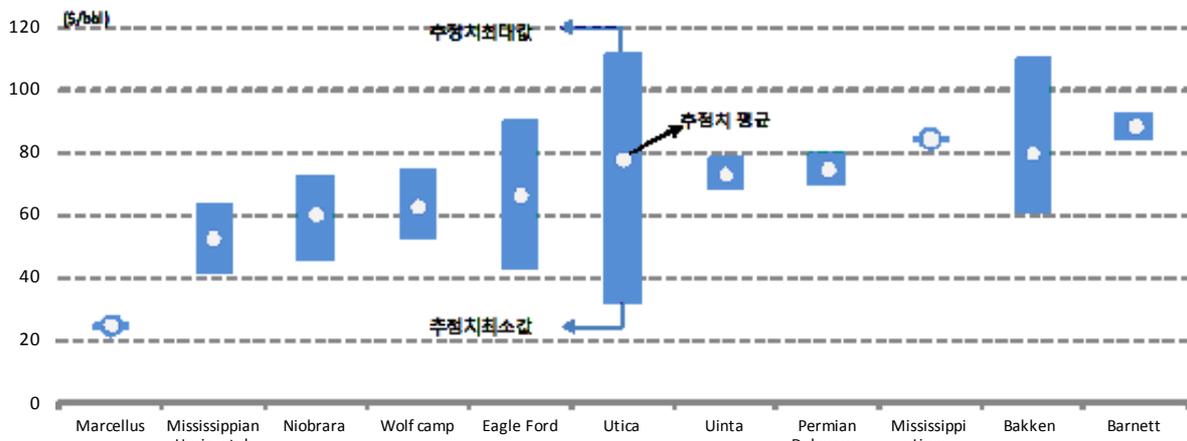
자료: Capital IQ, Guggenheim

2) E&P: Exploration & Production, 원유 및 가스 탐사 및 생산 업체

■ 저유가가 장기화될 경우 현 유가 수준에서 이익을 낼 수 있는 미국 셰일오일 생산 업체는 많지 않을 것으로 판단되며, 향후 자본조달에 악영향을 줄 가능성

- 미국의 셰일오일 생산지별 생산 비용 추정치들의 범위는 넓게 나타나고 있음
 - 일례로 North Dakota의 Bakken의 손익분기점에 대해 IEA는 배럴당 42달러 이하에서도 수익성이 있다고 추정하고 있으나, ScotiaBank 등에서는 60~80달러를 손익분기점으로 제시
 - 추정치의 분산이 높은 이유는 지역별로 많은 기업들이 생산에 참여하고 있고³⁾ 이들 기업 간 시추 방식에 따라 비용 차이가 있으며, 부채 의존도 등 재무적인 요인에 따른 비용 차이도 크기 때문
- 추정치 중 가장 낮은 생산 비용을 가정하더라도 현 유가 수준에서 이익을 낼 수 있는 생산지는 많지 않은 것으로 나타남
 - 대다수 지역의 생산비용은 배럴당 50~80달러 수준

미국 셰일 필드별 손익분기점 추정치



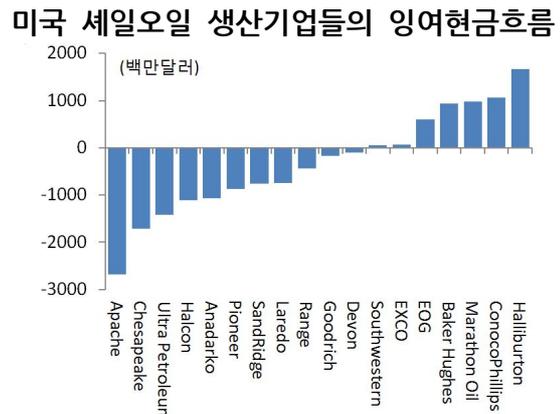
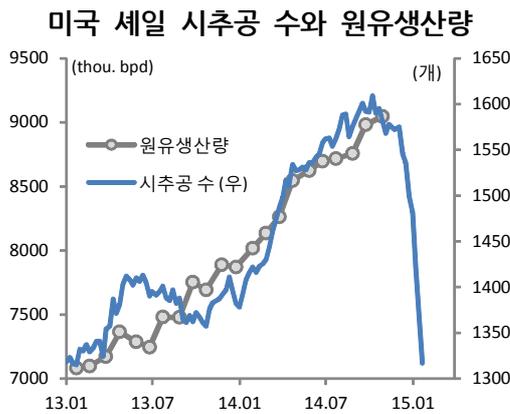
주: UBS, Goldman Sachs, Credit Suisse, Bernstein Research, Robert W. Baird Equity Research 등의 추정치를 취합하여 산출

자료: Reuters

- 단, 셰일 생산업체들은 단기적으로 유가가 추가 하락하더라도 생산 중인 유정에서는 이익을 낼 수 있음
 - 이미 생산을 개시한 유정은 생산비용이 배럴당 10~20달러로 급감하면서 수익성이 매우 높아짐
- 그러므로 셰일 생산업체들은 신규투자를 줄이고 수익성이 있는 유정에 생산을 집중하는 전략을 선택할 전망

3) Bakken 지역의 경우 셰일기업은 100개를 상회

- OPEC의 감산 불가 선언에도 미국의 셰일 업체들은 감산보다 비용 절감을 할 것으로 알려지고 있음⁴⁾
- 원유 시추공 수(Rig Count)가 최근 들어 급감하고 있다는 사실은 셰일 생산 기업들이 이미 이러한 전략을 이행하고 있음을 의미
 - * 미국 원유 시추공 수(개): 1,558('14.06) → 1,592('14.09) → 1,499('14.12) → 1,317('15.01)
- 그러나 장기적으로는 신규투자가 반드시 필요하기 때문에 유가 부진의 장기화는 결국 수익 창출력 약화로 이어질 수밖에 없음
 - 셰일 유정은 생산량 감소율(Declining Rate)이 높아 빠르게 고갈되기 때문에⁵⁾ 생산량을 유지 혹은 증가시키려면 신규투자가 지속적으로 이루어져야 함
 - 이러한 신규투자 필요성으로 인해 잉여현금흐름(Free Cash Flow)⁶⁾이 마이너스인 업체들이 다수
- 유가 하락은 셰일오일 생산업체들의 담보 가치를 하락시켜 자본조달 능력을 저하시키고, 수익성 악화는 이자비용을 포함한 부채상환을 어렵게 할 가능성
 - 일반적으로 부채 의존도가 높은 셰일 생산업체들은 이자비용에 대한 부담이 큰데, 이는 수익성 하락이 이자지급능력을 저하시키면서 자본조달 여건을 악화시킬 가능성이 크다는 것을 의미
 - 그러므로 저유가가 지속될 경우, 생산비용이 높은 기업을 중심으로 신용등급이 연쇄적으로 하락할 가능성



주: 잉여현금흐름은 직전 4개 분기 누적치
 자료: FactSet, Baker Hughes

4) 언론보도에 따르면 Goodrich社의 사장은 비용을 감축하는 한편 원유 생산량을 늘릴 계획이며, 가격이 합리적인 수준으로 회복될 때까지 자체 수단을 강구할 것이라고 언급. Continental Resources도 2015년 시추 전 설치를 유보하는 등 비용 절감에 들어간 것으로 알려짐

5) 일반적으로 첫째 생산연도에 매장량의 60~70%가 생산되고 수 년 안에 고갈

6) 영업활동현금흐름에서 설비투자금액을 차감한 것으로 마이너스인 경우 외부에서 자본을 조달해야 함을 의미

■ 글로벌 수요가 부진한 상황에서 자발적 감산이 이루어지지 않고 있기 때문에 유가 회복을 기대하기는 어려운 것으로 판단되며, 에너지 섹터를 중심으로 부진한 미국 하이일드채권 시장의 회복 역시 지연될 전망

- 美 셰일기업들이나 OPEC은 당분간 감산에 나서지 않을 것으로 전망
 - 미국 셰일업체들은 수익성이 있는 유정을 중심으로 당분간 생산을 유지할 것으로 보여, 신규투자 제약에 따라 생산능력이 감소할 때까지 생산 감소가 나타나기 어려울 것으로 예상
 - 언론 보도에 따르면 OPEC 역시 감산에 나설 의사가 없는 것으로 알려짐
 - * OPEC의 알-바드리 사무총장은 시장 점유율을 포기할 수 없다고 밝히면서 시장의 공급 과잉이 OPEC에 의한 것이 아니기 때문에 감산 계획이 없다고 언급 (Bloomberg, 2015.1.26.)
- 한편, IMF가 최근 글로벌 성장률을 하향 조정하는 등 수요 부진도 지속될 것으로 예상되어 단기간에 유가 반등을 기대하기는 어렵다는 판단
 - IMF는 1월 20일 올해 세계 GDP 성장률 전망치를 0.3%p 낮춰 3.5%로 하향 조정
- 저유가가 장기화되는 경우 미국 셰일업체의 수익성 하락 및 재무구조 악화가 예상되기 때문에 해당 업종을 중심으로 부진을 겪고 있는 미국 하이일드채권 시장의 약세도 상당기간 지속될 전망