

지정학 갈등의 낮아진 유가 영향력



Economist

하건형

☎ (02) 3772-1946

✉ keonhyeong.ha@shinhan.com

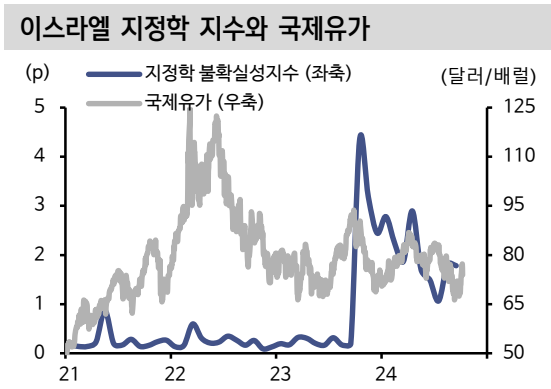
중동 지정학 갈등 재부각에도 유가 상승 탄력 제한

중동 화약고가 재차 불타고 있다. 지난 4월 이스라엘의 시리아 주재 이란 영사관 공격으로 시작된 전쟁이 이란의 제한적 보복 속에 잠잠해진 뒤 5개월 만이다.

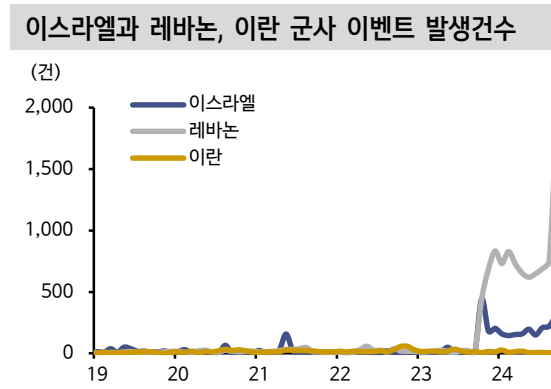
지난 7월말 이스라엘은 하니예 하마스 최고지도자를 암살한 뒤 8월말에는 레바논 무장단체 헤즈볼라 무기 저장고와 드론 기지에 선제 공습을 감행했다. 9월 중순부터 공습을 심화한 가운데 헤즈볼라 수장인 나스랄라가 사망했다. 10월 2일 레바논 남부로 지상군을 투입해 지상전으로 확대시켰다. 이스라엘은 예멘 반군 후티와 팔레스타인 무장단체 하마스 등 기타 반이스라엘 세력 공격도 이어갔다. 친이란 저항 세력에 대한 이스라엘의 공격이 잇따르면서 이란은 지난 10월 1일 이스라엘 본토를 향해 200여발의 탄도미사일을 발사했다.

9월 말까지 국제유가(WTI)는 70달러 내외에서 등락을 할 뿐 지정학 리스크에 둔감했다. 하지만 10월 1일 이란의 공격이 발생된 이후 국제유가가 70달러 중후반까지 속등했다. 이스라엘과 친이란 대리 세력과의 전쟁과 달리 산유국인 이란의 원유 생산 차질을 유발할 수 있다는 우려가 반영됐다. 뿐만 아니라 국가 간 무력 충돌은 중동 지정학 불확실성을 키울 수밖에 없다. 다만 지난 4월 90달러 부근까지 상승했던 유가와 달리 현재 70달러 중반에 머물며 레벨은 낮아졌다.

현재 이스라엘은 대이란 보복 공격에 대한 수위를 미국과 논의 중에 있다. 특히 이스라엘의 보복 의지가 강한 가운데 이란의 원유시설 또는 항구, 핵처리 시설 등의 공격이 거론되고 있다. 한편, 헤즈볼라가 지난 8일 이스라엘 측과 조건 없는 휴전 협상에 나설 가능성이 있다고 밝혔다. 중동발 지정학 불안이 국제유가에 미치는 영향을 넘어 인플레이션 재상승을 야기할 수 있을 지 살펴봐야 한다.



자료: LSGE, 신한투자증권



자료: ACLED, 신한투자증권

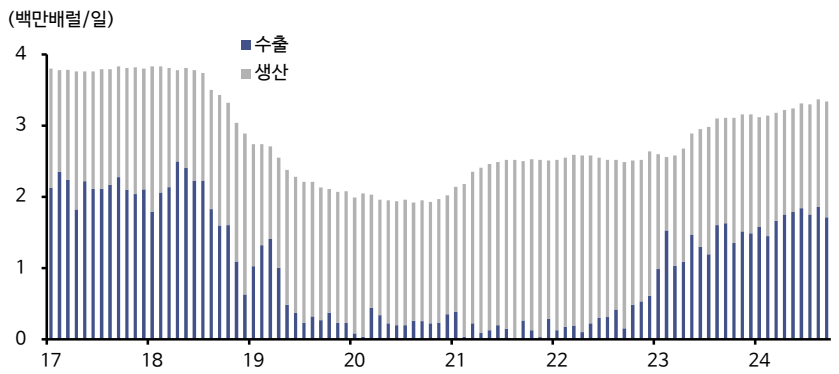
지난 4월과 다른 3가지 수급 환경

① 지정학 갈등에 따른 예상 원유 공급 차질분 제한

중동 지정학 갈등이 원유 시장 공급에 미치는 영향에 따라 유가 반응은 달라진다. 팔레스타인 무장단체 하마스, 예멘 반군 후티, 레바논 무장단체 헤즈볼라와 이스라엘 간 무력 충돌에도 관련국의 원유 생산은 모두 합쳐 5만배럴/일에 불과하다. 세계 원유 생산의 0.1%도 되지 않는다.

이스라엘과 이란 간 충돌에 유가가 민감하게 반응하는 이유 역시 이란이 현재 (2024년 9월) 330만배럴/일로 세계 원유 생산의 4% 이상을 차지하기 때문이다.

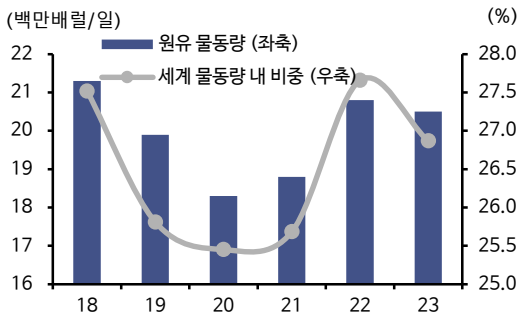
이란 원유 생산과 수출



자료: Bloomberg, 신한투자증권

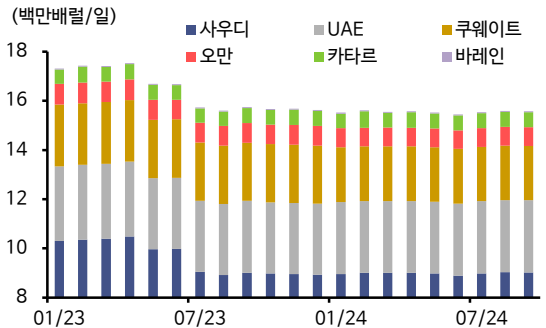
지난 4월과 현재 모두 이스라엘과 이란 간 군사적 충돌 확대에 따른 생산 차질 가능성이 유가에 반영됐다. 다만 지난 4월과 달리 현재 수니파 왕정 국가인 걸프 협력회의 국가(사우디, 쿠웨이트, 아랍에미리트, 카타르, 오만, 바레인)가 이스라엘과 이란 간 분쟁에서 중립을 지키기로 언급해 추가 확전 차단에 나섰다. 세계 원유 교역의 30%가 지나가는 호르무즈 해협의 봉쇄 및 해당국 원유 생산량 (1,560만배럴/일) 차질 가능성이 미미하다는 점에서 유가의 상방이 제한된다.

호르무즈 해협을 통한 원유 물동량



자료: IEA, 신한투자증권

걸프협력회의의 국가 원유 생산량

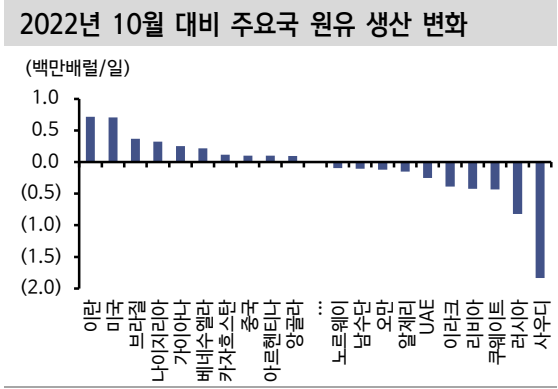


자료: Bloomberg, 신한투자증권

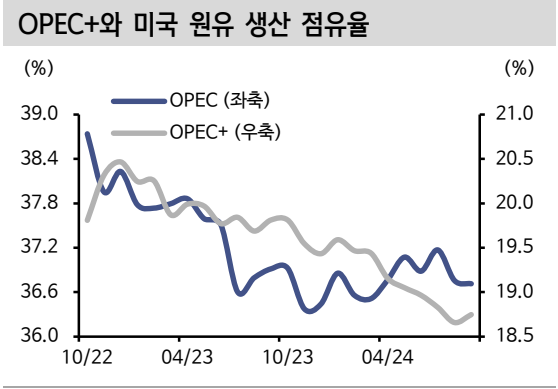
② OPEC+ 감산 동맹 균열

사우디아라비아를 중심으로 OPEC+ 감산 축소가 예정된 사실 역시 장기 수급 악화 가능성을 차단한다. 2022년 10월을 시작으로 2023년 4월, 12월에 걸쳐 OPEC+는 584.5만배럴/일의 원유 생산량 축소를 합의했다. 이를 통해 원유시장의 공급 과잉 위험을 억제하고 유가 상승을 유도했다.

사우디아라비아를 중심으로 한 OPEC+의 감산이 초기에 효과적이었으나 시간을 두고 유가 상승 압력이 약화됐다. 미국 등 비OPEC+ 국가의 원유 생산 확대로 감산 효과가 축소된 까닭이다. 2022년 10월대비 원유 생산량이 증가한 국가는 이란(72만배럴/일), 미국(71만배럴/일), 브라질(37만배럴/일), 나이지리아(32만배럴/일) 등으로 생산량이 확대된 국가의 원유 증산 규모를 합산해보면 350만배럴/일에 이른다. 현재에도 점진적으로 OPEC+ 점유율은 축소되고 있다.



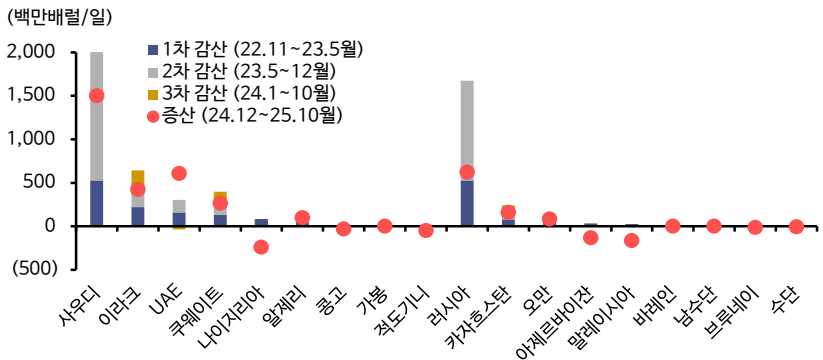
자료: Bloomberg, 신한투자증권



자료: Bloomberg, 신한투자증권

OPEC+는 금년 12월을 시작으로 2025년 10월까지 기존 감산량의 40%를 점진적으로 축소하기로 했다. 이로 인한 증산 규모는 190만배럴/일이다. 극단적으로 이란 생산이 모두 중단되더라도 관련 물량의 절반 이상을 상쇄할 수 있다.

OPEC+ 국가별 원유 감산 및 증산 규모



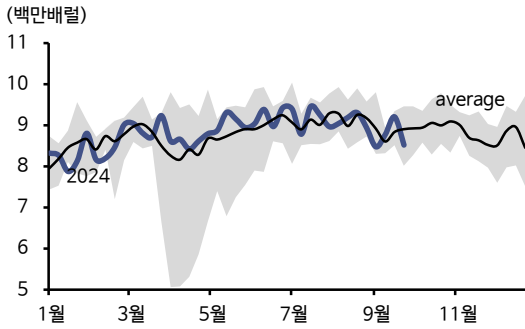
자료: Bloomberg, 신한투자증권

③ 수요 하방 압력 확대

지난 4월과 달리 수요 환경도 악화됐다. 세계 1, 2위 원유 소비국인 G2의 경기 모멘텀 둔화가 나타나고 있기 때문이다. 미국은 금년 하반기 들어 수요 모멘텀이 악화됐다. 직전 5개년 평균 수준에서 등락하다 9월 중순에는 평균치를 하회하기도 했다. 연준의 빅컷 이후 수요가 반등했으나 아직까지 추세적이지 않다.

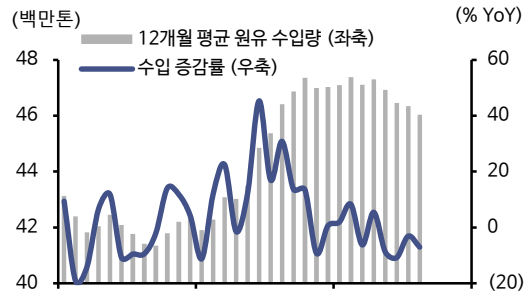
미국보다 수요 둔화가 가파른 지역은 중국이다. 중국 국가통계국 종합 PMI는 금년 4월까지 완만한 반등세를 이어가다 5월부터 꺾였다. 원유 수입 물량도 5월부터 줄어 4개월째 감소세를 이어가고 있다. 계절성을 고려해 직전 12개월 합산 원유 수입물량으로 살펴보더라도 금년 4월을 고점으로 수입량 축소가 확인된다.

미국 휘발유 소비



자료: LSGE, 신한투자증권

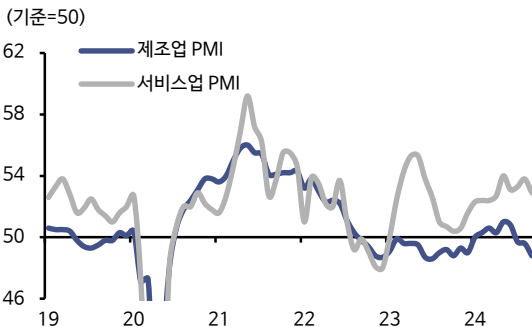
중국 원유 수입 물량



자료: CEIC, 신한투자증권

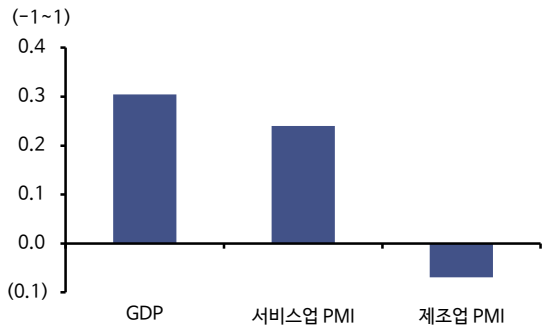
내년 세계 경제성장률은 금년과 유사한 수준을 유지할 전망이다. 다만 기존의 서비스(소비)보다 제조업(투자) 비중이 확대될 것으로 판단된다. 소비의 근간인 고용이 점진적으로 약화되는 반면 제조업은 내구재 교체 주기 도래, 선제적 재고 조정 등으로 수요 회복 여력이 확보된 까닭이다. 원유 수요는 운송 부문이 65%, 산업 23%, 주거 5%로 경제활동량 또는 서비스(내수)와 관련성이 높아 서비스 수요의 둔화는 원유 수요의 약화를 시사한다.

세계 제조업과 서비스업 PMI



자료: LSGE, 신한투자증권

에너지 가격과 매크로 변수 간 상관관계



자료: LSGE, 신한투자증권

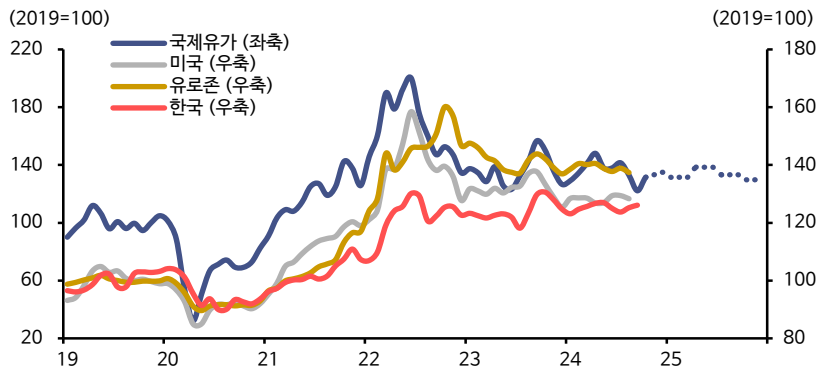
에너지발 물가 안정 효과 마무리. 인플레이 자극은 제한적

국제유가는 2022년 상반기 정점을 기록하고 하반기에 급등분을 마무리한 뒤 1년 넘게 배럴당 70~80달러대에서 등락하고 있다. OPEC+ 감산 확대 및 지정학 불확실성에 간헐적으로 상승한 유가는 비 OPEC+ 증산과 수요의 점진적 둔화 속에 후퇴를 반복하고 있다.

국제유가는 시차를 두고 주요국 에너지 소비자물가에 반영됐다. 다만 정부의 시장 개입으로 주요국 에너지 물가는 차별적으로 움직였다. 정부 시장 개입이 가장 미미했던 미국은 국제 에너지 가격 변화에 맞춰 시차 없이 에너지 소비자물가가 움직였다. 한국은 전력 및 가스 등 유틸리티 부문에서 정부의 가격 상승 제한 조치로 2~3개월 시차를 두고 에너지 물가에 반영됐으며 상승폭도 완만했다. 유로존은 보조금 정책까지 동반돼 4~5개월 시차를 두고 물가에 반영됐다.

지정학 불확실성에도 원유시장 수급 환경을 고려하면 국제유가는 배럴당 70~80달러대 등락 연장이 예상된다. 금년 5월부터 시작된 국제유가 하락이 에너지 물가 안정을 가져다줬으나 4분기 중반부터 국제유가 반등 영향이 반영되겠다. 다만 반등폭이 크지 않고 향후 제한된 범위에서 등락을 이어가는 만큼 에너지 가격에 따른 물가 변동은 제한될 전망이다.

국제유가와 주요국 에너지 물가지수



자료: LSGE, 신한투자증권
 주: 국제유가 점선은 당사 전망치 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다(작성사: 하건형).
- ◆ 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서, 향후 추가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주권사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사체에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적지와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.