

최근 국제유가 강세의 지속 가능성 점검

김희진 | 책임연구원 (3705-6225)

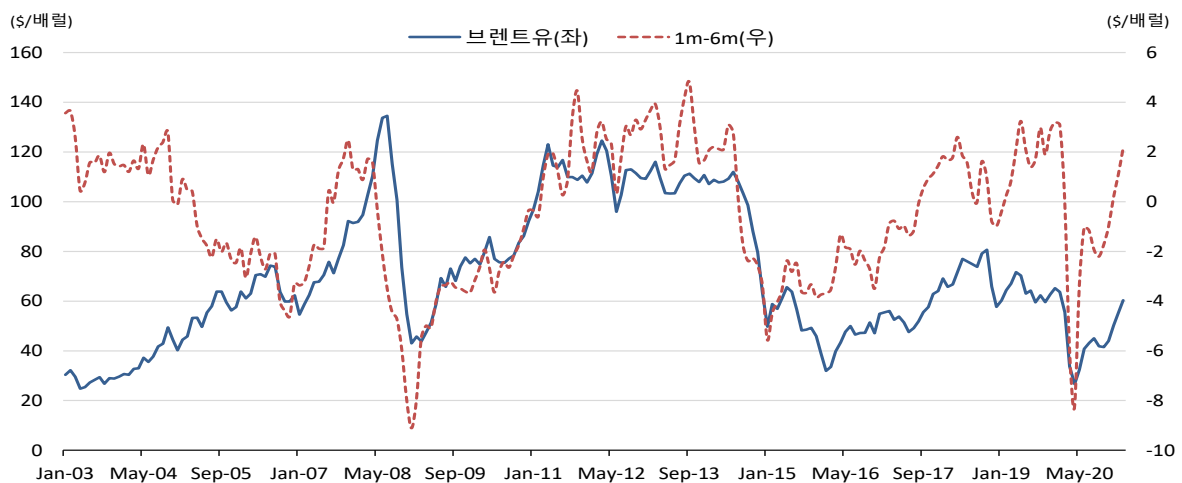
오정석 | 전문위원 (3705-6231)

- [동향] 국제유가(브렌트유 기준)는 2/16일 \$63.35로 팬데믹 직전 수준(20.1월 중순) 회복
 - 팬데믹 최저점(20.4.21 \$19.33) 대비 +228%, 박스권 조정(20. 6~10월) 후 본격적인 상승세가 시작된 작년 10월말 이후로는 +69%
 - 최근 강세는 ①백신보급에 따른 수요회복 기대, ②사우디의 추가 감산(1월 생산량 일일 912만배럴 → 2~3월 일일 812만배럴), ③美 한파에 따른 생산중단 등에 기인
- [주요 변수 점검]
 - (수요) 금년 세계수요는 증가세를 나타내며 연말경 팬데믹 직전 수준에 근접할 것으로 예상되나 중국(세계 2위 소비국) 상황이 최대 변수
 - (공급) 금년 세계공급은 3% 정도 증가가 예상되나 현재 수준의 유가가 유지(또는 추가 상승)될 경우 증가 폭이 확대될 가능성
 - (수급) 금년 세계수급은 일일 40만배럴 내외 공급부족 예상. 다만 수요는 하향 조정, 공급은 상향조정 가능성이 높아 수급불균형 우려는 크지 않을 것으로 평가
 - (금융자금) 아직까지는 유가 강세를 설명할 수 있을 정도의 특징적인 모습은 없으며, 위험선호심리의 향방이 앞으로의 금융자금 움직임에 최대 관건
 - (ESG) 친환경에 대한 관심과 각국의 정책지원 및 규제 강화는 단기적으로 공급 위축 요인, 중장기적으로 수요와 공급을 동시에 낮추는 요인
- [전망] 국제유가는 당분간 현재의 강세 기조가 이어지겠으나 현 수준보다 큰 폭의 추가 상승 가능성은 제한적. Supercycle 진입에 대한 평가는 신중할 필요
 - 경기회복 기대감과 OPEC+ 감산 등으로 단기적으로 강세기조가 유효할 전망. 다만 미국 등 비OPEC 증산 가능성과 비수기 진입 등이 상방 경직성 요인으로 작용 예상
 - 하반기 이후에는 상방요인보다 하방요인이 강화될 것으로 보여 국제유가는 금년 전체적으로 상고하저(上高下低) 패턴을 나타낼 가능성
 - 한편 최근 유가의 Supercycle 진입 평가가 제기되고 있으나 과거 '05~'08년 Supercycle과 차별점이 많아 판단에 신중할 필요

□ [동행] 국제유가(브렌트유 기준)는 2/16일 \$63.35로 팬데믹 직전 수준(20.1월 중순) 회복

- 팬데믹 최저점(20.4.21 \$19.33) 대비 +228%, 박스권 조정(20. 6~10월) 후 본격적인 상승세가 시작된 작년 10월말 이후로는 +69%
 - 최근 강세는 ①백신보급에 따른 수요회복 기대, ②사우디의 추가 감산(1월 생산량 일일 912만배럴 → 2~3월 일일 812만배럴), ③美 한파에 따른 생산중단 등에 기인
- 유가 강세기에 나타나는 백워드이션(Backwardation, 만기가 짧은 선물의 가격이 만기가 긴 선물에 비해 높은 현상)도 강화
 - 브렌트유 1개월물과 6개월물 가격차이(1m-6m)는 작년 12월 (+)로 돌아선 이후 지속적으로 확대되며 최근 \$2.8를 상회
 - 이는 2003년 이후 기간 중 백분위 90%에 해당하는 높은 수준으로 단기 조정 가능성을 시사(그림 1 참고)
- 사우디 아랍라이트의 3월 인도분 對아시아 공식판매가격(OSP)*은 \$1로 팬데믹 직전 수준(\$3.4)을 아직 크게 하회
 - * 공식판매가격(Official Selling Price)은 기준유가(두바이유)에 할인(수요 둔화시) 또는 할증(수요 호조시)하는 형태로 사우디는 매월초 익월 인도분의 OSP를 발표(→최종 판매가격=유가+OSP)
 - OSP가 낮다는 것은 실제 수요 회복세가 강하지 않음을 시사

〈그림 1〉 브렌트유 선물가격 및 1m-6m 가격차이(월평균)



자료: Bloomberg

□ 주요 변수 점검

① [수요] 금년 세계수요는 증가세를 나타내며 연말경 팬데믹 직전 수준에 근접할 것으로 예상되나 중국 상황이 최대 변수

○ (전망) '21년 세계수요는 일일 9,767만배럴로 전년대비 +5.8% 예상. 다만 팬데믹 이전인 '19년 대비로는 8.3% 낮은 수준(EIA, '21. 2월 전망)

- 글로벌 수요는 항공유(jet fuel) 수요 급감에도 불구하고 하반기 들어 경기회복 등에 힘입어 개선될 것으로 예상

* '20.12월 항공 여객기 교통량은 전년동기대비 70% 낮은 수준(IATA, 국제항공운송협회)

○ (아시아 수요) 중국의 V자 경기반등에 따른 원유수입 증가 및 인도, 한국 등 주요 소비국의 경기 개선에 따른 수요 회복

- 중국은 경제활동 증가로 지난해말 정제량이 사상 최대치를 기록했으며 1월 원유수입은 일일 1,112만배럴로 전월대비 18% 증가(OilX)

- 빠른 경기회복, 독립정유사(일명 teapot)에게 부여된 쿼터의 증가, 재고감소 등으로 중국의 수입은 증가세를 이어갈 가능성

* 중국은 소규모 독립정유사에게 연간 최대 수입량을 할당하는 쿼터제를 시행 중

○ (패키징 수요 증가) 코로나19 장기화로 배달 문화가 보편화되면서 트럭 운송용 연료 및 포장용 석유화학 제품에 대한 수요가 증가

- 코로나19로 재택근무 확산, 온라인 쇼핑 확산으로 택배 물량이 폭증. 배달 업체들의 화물 운송용 디젤 연료에 대한 수요(trucking demand) 급증(Citi)

- E-commerce 확산으로 포장재 및 플라스틱의 원료인 납사에 대한 수요 급증. 납사는 보통 유가에 할인된 가격으로 거래되나 최근에는 30센트 할증되어 거래되며 5년래 최고치(DV Trading)

② [공급] 금년 세계공급은 3% 정도 증가가 예상되나 현재 수준의 유가가 유지(또는 추가 상승)될 경우 증가 폭이 확대될 가능성

○ (전망) '21년 세계공급은 일일 9,729만배럴로 전년대비 +3.3% 예상. 다만 팬데믹 이전인 '19년 대비로는 6.9% 낮은 수준(EIA, '21. 2월 전망)

- 인플레이션을 반영한 실질유가가 백분위 50% 이상 수준이면 미국 등 비OPEC 생산이 증가하는 경향이 있는데, 최근 유가는 60% 수준
 - 美 최근 생산은 일일 1,100만배럴로 작년 최고치 대비 16% 낮으나 △유가의 Shale band 하단* 상회 △시추기 증가(최근 6개월 +134기) 및 증가세 지속 가능성(현재 306기 → 6월말 450기 전망) 등을 감안하면 향후 빠른 회복세를 나타낼 소지
 - * Shale Band 하단(\$50 내외)은 셰일오일의 손익분기점으로 이를 상회하면 생산이 증가
 - 캐나다와 브라질 생산도 팬데믹 이전 수준을 뛰어넘는 호조세가 예상
- 비OPEC 생산 증가는 OPEC+에 증산 압박으로 작용할 것으로 보이며, 따라서 OPEC+는 늦어도 4월말까지 증산 여부를 결정할 가능성
 - OPEC+(23개국)은 '20.5월 일일 970만배럴(글로벌 공급의 10%) 감산 개시 이후 금년 2월 현재 일일 812.5만배럴 감산 중. 사우디는 2~3월 일일 100만배럴 추가 감산을 선언하며 유가 상승에 일조

③ [수급] 금년 세계수급은 일일 40만배럴 내외 공급부족으로 전망('20년은 192만 공급초과). 다만 수요는 하향조정, 공급은 상향조정 가능성이 높아 수급불균형 우려는 크지 않을 것으로 평가

- 현재 주요국에 대한 수요전망은 백신 보급에 따른 빠른 경기회복을 전제로 하고 있어 코로나19 및 경제 상황에 따라 하향조정될 가능성
- 반면 공급은 추가 감산보다는 증산 가능성이 높아 upside risk에 무게. 이에 따라 재고 감소세도 완만하게 둔화될 소지
 - OECD 재고는 '21.1월 기준 30.30억배럴로 '20.4월 고점에서 낮아진 상황(EIA)

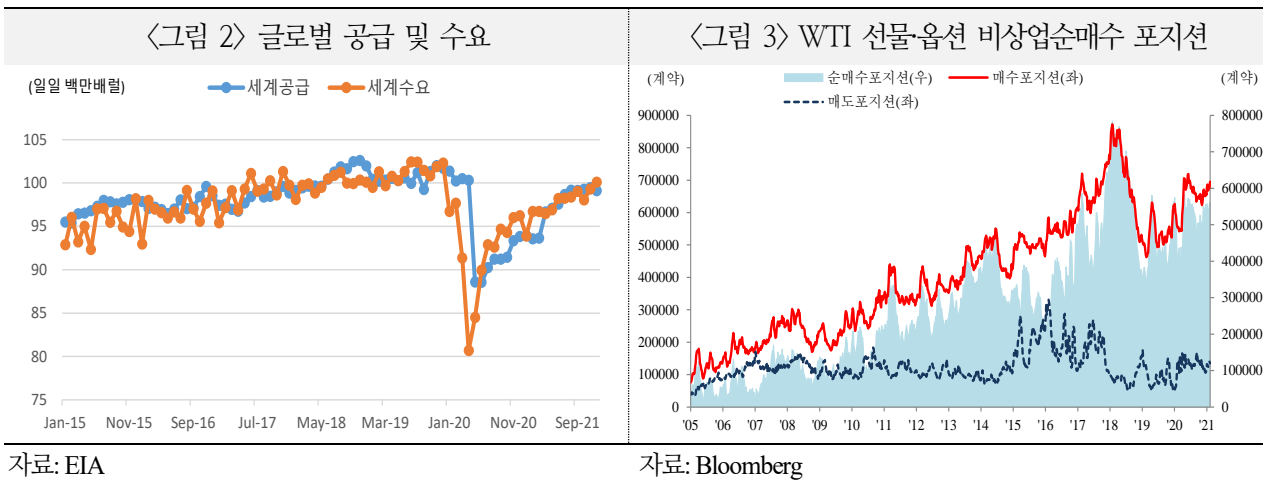
〈표 1〉 EIA의 세계 석유수급 전망(일일 백만배럴)

	'19년	'20년	'21년	'22년	'21.1Q	2Q	3Q	4Q
세계공급	100.61	94.21	97.29	100.77	93.72	97.09	98.99	99.28
세계수요	101.18	92.29	97.67	101.17	95.74	97.2	95.88	99.14
수급차	-0.57	1.92	-0.38	-0.40	-2.02	-0.11	3.11	0.14

자료: EIA. 주: 수급차에서 (+)는 공급>수요, (-)는 공급<수요

④ [금융자금] 아직까지는 유가 강세를 설명할 수 있을 정도의 특징적인 모습은 없으며, 위험선호심리의 향방이 앞으로의 금융자금 움직임에 최대 관건

- NYMEX의 WTI 선물·옵션의 비상업 순매수포지션은 2.9일 5.61억배럴로 고수준 ('05년 이후 기간 중 백분위 90% 상회)이나, 작년 하반기 이후로 큰 변화 無
- 시장 분위기 상 단기적으로 금융자금 유입은 더 늘어날 가능성. 하지만 위험 자산 전반에 대한 밸류에이션 부담이 커지고 있고 시장금리도 상승하고 있어 금융자금 유출입의 변동성이 크게 확대될 소지
 - 하반기에는 위험선호심리의 약화 및 유출 가능성에 무게



⑤ [ESG] 친환경에 대한 관심과 각국의 정책지원 및 규제 강화는 단기적으로 공급 위축 요인, 중장기적으로 수요와 공급을 동시에 낮추는 요인

- (단기) 미 바이든 행정부의 수입과쇄법 규제, 연방 공유지(federal land)에서의 신규 라이선스 금지, 탄소배출 규제 등은 원유공급에 부정적 요인
 - 수입과쇄법 전면 금지 시 1년 후 셰일오일 생산은 1/3, 2년 후 55% 감소(WSJ)
 - 수요에 미치는 영향은 △전기차 보급 속도 및 비중('19년 기준 전체 판매의 2.6%, 전체 차량 수의 1%에 불과) △석유화학 대체재 부재 등을 감안하면 당장은 제한적
- (중장기) '20년대 중반 이후 전기차 판매가 내연기관(ICE) 차량을 넘어서고, 선진국을 중심으로 '30년부터 ICE 차량의 생산 및 판매가 금지됨에 따라 수요와 공급의 구조적 변화가 불가피
 - 기후변화 대응 강화 기조 하에서 수요는 '30년까지 최소 10% 감소, '40년까지 최대 50% 감소 예상(BP)

□ [전망] 국제유가는 당분간 현재의 강세 기조가 이어지겠으나 현 수준보다 큰 폭의 추가 상승 가능성은 제한적

- △실질유가 기준으로 레벨 부담이 아직 크지 않으며 △경기회복 기대감이 여전하고 △OPEC+의 감산 기조가 유지되는 가운데 △완화적 금융여건이 이어지고 있어 단기적으로 강세기조가 유효할 전망
- 다만 △유가의 Sweet Spot* 상단 근접 △미국 등 비OPEC의 증산 가능성 △비수기(3~4월) 진입 등이 상방 경직성 요인으로 작용 예상

* Sweet Spot은 생산자와 소비자가 모두 만족하는 가격 수준으로 브렌트유 기준 \$55~65(하단 하회 시 생산 감소, 상단 상회 시 수요 감소, Shale Band와 유사한 개념)

〈그림 4〉 2021년 브렌트유 전망						〈그림 5〉 2021년 WTI 전망					
기관	'21.1Q	2Q	3Q	4Q	2021	기관	'21.1Q	2Q	3Q	4Q	2021
EIA	56	53	52	52	53	EIA	53	50	49	49	50
Barclays	45	49	56	61	55	Barclays	42	46	53	57	52
BoA	49	50	50	51	50	BoA	46	47	47	48	47
Citi	60	63	66	67	64	Citi	57	60	63	64	61
GS	55	60	65	65	61	GS	53	58	62	62	59
Nomura	52	53	54	54	53	Nomura	50	51	52	52	51
BNP	56	57	55	59	56	BNP	53	51	53	57	54
JPM	53	61	62	68	61	JPM	51	59	59	65	58
Median	54	55	56	60	56	Median	52	51	53	57	53

자료: 각 기관

자료: 각 기관

- 하반기 이후에는 상방요인보다 하방요인이 강화될 것으로 보여 국제유가는 금년 전체적으로 상고하저(上高下低) 패턴을 나타낼 가능성
 - 주요 IB들은 글로벌 경기에 대한 낙관적 전망과 수급 개선, 완화적 금융환경 등을 전제로 최근 유가 전망치를 상향조정하며 강세 기조를 유지
 - 최근 Citi는 금년 브렌트유 전망치를 기존 \$59에서 \$64로 큰 폭 상향조정. JPM도 글로벌 재고 감소세가 지속된다는 가정 하에 금년말 \$70도 가능하다고 전망
 - 하지만 하반기에는 실물경기와 금융시장 불확실성이 커질 것으로 보여 유가가 예상과 달리 약세로 전환될 가능성을 염두에 둘 필요
 - 수요회복이 수반되지 않은 인위적인 감산에만 기인한 유가 강세는 지속되기 어렵고, 미국 등 비OPEC 생산이 증가할 경우 러시아·이라크 등을 중심으로 OPEC+가 인위적인 감산을 지속할 가능성도 낮은 것으로 평가

- 인플레이션 압력 확대 시 현재와 같은 완화적 통화정책이 유지되기 어렵고, 기업실적 여하에 따라 주식 등 위험자산의 밸류에이션 부담이 확대될 경우 투자심리가 위축되어 유가에 하방압력으로 작용

□ 한편 최근 유가를 포함한 원자재가격의 Supercycle 진입 평가가 제기되고 있으나 과거 '05~'08년 Supercycle과 차별점이 많아 판단에 신중할 필요

- '05~'08년에는 신흥국의 수요 급증, 산유국 여유생산능력 부족, 투기자금 대거 유입 등 실물과 금융 양부문이 Supercycle을 주도
- 최근 상황은 △수요 회복이 미약한 가운데 OPEC+ 감산이 강세를 견인하고 있고 △산유국의 여유생산능력*이 충분하고 △폴린 유동성에 비해 투기성 자금 유입이 크지 않았다는 점에서 차별화

* 최근 OPEC의 여유생산능력은 일일 900만배럴(세계수요의 8~9%) 수준. '05~'08년 당시에는 일일 300만배럴(세계수요의 3%)로 시장에 즉시 공급 가능한 원유가 부족했던 상황

국제금융센터의 사전 동의 없이 상업상 또는 다른 목적으로, 본 보고서 내용을 전재하거나 제 3자에게 배포하는 것을 금합니다. 국제금융센터는 본 자료 내용에 의거하여 행해진 투자행위 등에 대하여 일체 책임을 지지 않습니다.
문의: 02-3705-6225 혹은 kimhj@kcif.or.kr, 홈페이지: www.kcif.or.kr