COMMODITY RESEARCH

2021. 2. 22

국제유가 점검

새로운 균형점

글로벌투자전략팀

진종현
Research Associate
chonghyeon.jin@samsung.com

전균
Analyst
gyun.jun@samsung.com

국제유가 전망 상향조정 - WTI Range 50-65달러/배럴; 연평균 59달러

당사는 2021년 국제유가 Range를 WTI 기준 배럴당 50-65달러, 연평균 59달러로 Range 상/하단 및 평균을 각각 10달러 상향 조정한다. 당초 예상 대비 신흥국의 원유 수요가 견조하며 2분기 중 선진국의 집단면역 달성에 따른 하반기 추세적 경기회복세가 예상되기 때문이다. 나아가 WTI유가 60달러/배럴 도달 이후 사우디의 증산 가능성이 대두되고 있어, 향후 OPEC+은 이 레벨을 유지하는 선에서 공급조절을 해 나갈 것으로 전망한다.

석유 수요 - 연중 회복세 기대

당초 "2021년 국제유가 전망: Slow but Steady"에서 예상했던 것보다 원유에 대한 수요회복이 빠르게 이루어지고 있다. 특히, 선진국 대비 코로나 봉쇄의 강도가 낮고 경제활동이 비교적 자유로운 신흥 아시아의 수요가 빠르게 개선되고 있다. 선진국의 경우, 당사 Macro View에 따르면 올 2분기 중 집단면역을 달성할 것으로 전망하고 있다. 하반기부터 선진국 중심의 추세적 경기회복이 시작되며 원유 수요가 이에 따라 연중 회복세를 지속할 것이다.

OPEC+ 석유 공급 - 예견된 사우디 증산의 시사점

최근 사우디가 4월 이후 증산을 계획 중인 것으로 보도되고 있다. 사우디가 60달러/배럴 수준에서 증산을 계획하고 있다는 것은, 향후 이 레벨이 OPEC+의 생산량 조절 관련 결정에 있어 중요한 Key Number로 받아들이고 있다는 뜻이다. OPEC 회원국은 여유 생산여력이 상당히 많이 남아 있기 때문에 60달러/배럴을 유지하는 선에서 증산의 페이스를 완만히 조절해 나갈 것으로 전망한다.

비OPEC+ 석유 공급 - 바이든이 억제하는 미국 석유생산

최근 텍사스 주의 이례적인 강추위로, 석유 생산시설의 가동이 중단되며 미국 원유 생산량이 급락하여 유가 역시 일시적으로 오버슈팅한 바 있다. 계절적인 이슈이기 때문에 2월이 지나 생산시설이 정상 가동된다면 유가는 이에 대한 상승폭을 반납할 것이다. 하지만 장기적인 관점에서 바이든의 당선과 구조적인 셰일산업 쇠퇴로 결국 미국 석유 생산량은 연내 크게 개선되지 못할 것이며, 국제유가에 수동적으로 대응하는 데에 그칠 것이다.

이슈 점검 - 연내 이란 복귀 가능성

6월 18일 이란의 대선이 예정되어 있다. 보수파가 집권할 가능성이 높지만 국민적 지지를 위해 미국과의 핵협정 재협상 및 경제제재 완화는 연내 이루어지며, 연말까지 0.5백만배럴/일의 이란産 원유가 복귀할 것으로 예상한다. 다만 바이든 행정부는 미국의 COVID-19 사태가 진정된 하반기 이후 본격적으로 핵협상 테이블에 복귀할 것이기 때문에 결국 이란의 추가 석유공급은 선진국의 수요에 의해 상쇄될 것이며 국제유가에 미치는 영향은 제한적일 것으로 판단한다.

Compliance Note

본 조사자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다. 본 조사자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변경, 대여할 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었습니다.

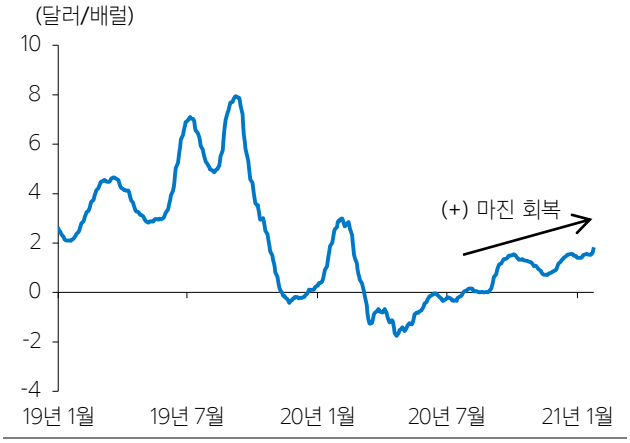
WTI Range 50-65달러/배럴; 연평균 59달러로 상향조정

석유 수요

연중 회복세 기대

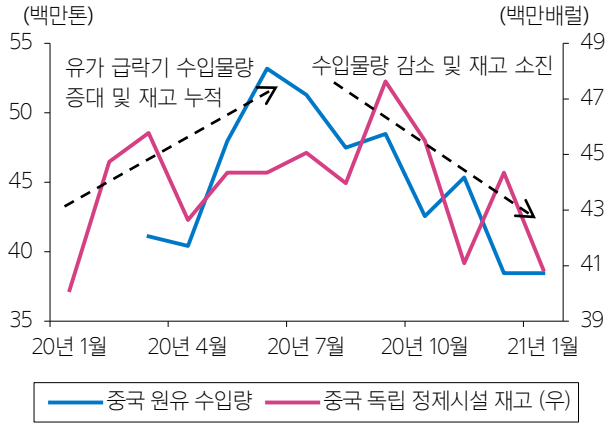
연초 이후 신흥 아시아 대형 소비국의 수요 회복세가 눈에 띈다. 백신보급은 선진국 대비 느리지만 코로나 봉쇄령 강도가 낮아 경제활동이 비교적 자유로운 까닭으로 해석된다. 아시아권 정유업체들의 마진 기준이 되는 싱가폴 복합정제마진은 작년 7월을 저점으로 점진적인 상승세를 보이고 있는데(그림 1), 공급이 타이트한 가운데 아시아 지역의 석유제품에 대한 수요회복이 이루어지고 있다는 뜻이다.

그림 1: 싱가폴 복합정제마진 회복세



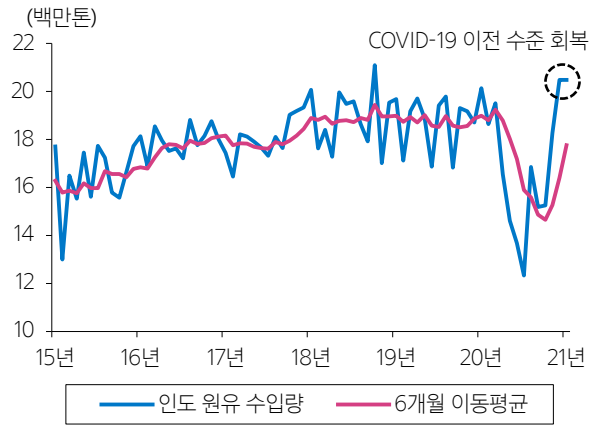
자료: Datastream

그림 2: 중국 원유 재고 Drawdown 진행 중



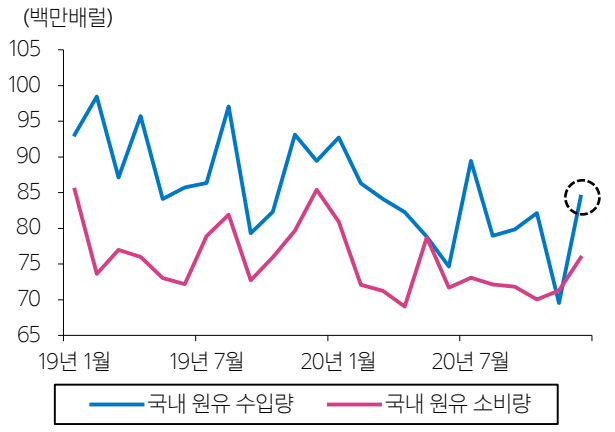
자료: Bloomberg

그림 3: 인도 원유 수입량 회복



자료: Bloomberg

그림 4: 국내 원유 수입 및 소비량 작년 연말 반등 관찰



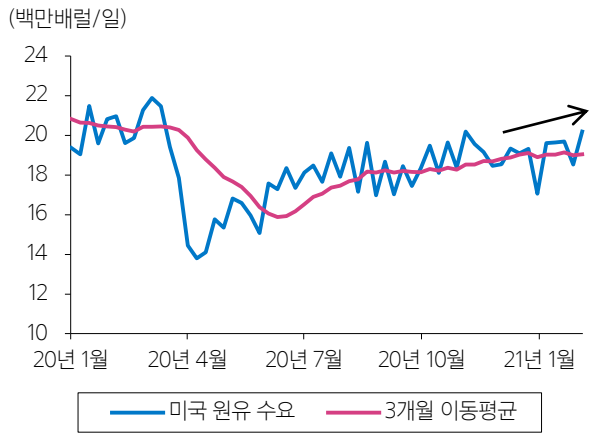
참고: 월간 데이터; 2020년 12월까지
자료: 한국석유공사

중국의 경우 작년 상반기 유가 하락기에 전략적으로 원유수입을 대폭 늘린 만큼 최근 수입물량이 감소하였다. 하지만 독립 정제시설(Teapot Refinery)이 집중되어 있는 샨동 지방의 재고를 보면, 작년 상반기에 재고가 증가한 뒤 하락세를 보이고 있어(그림 2) 중국 내 수요가 꾸준히 뒷받침되고 있음을 반증한다. 인도의 경우 작년 7월의 저점 이후 반등해, COVID-19 이전의 수입량을 상회하고 있는 상황이다(그림 3). 한국의 경우 작년 연말 원유 수입 및 소비량이 소폭 반등하는 것이 관찰되었다(그림 4).

당사 Macro View에 따르면 선진국은 올 2분기 중 집단면역을 달성할 것으로 전망하고 있다. 이스라엘이 그 대표적인 예로, 전 인구의 45%가 최소 한 차례 접종을 마쳤으며 현재 속도대로라면 3월까지 집단면역에 도달할 것으로 예상하고 있다. 하반기부터 선진국 중심의 추세적 경기 회복이 시작될 것이며 원유 수요도 이에 맞추어 연중 회복세를 지속할 것으로 예상된다(그림 5).

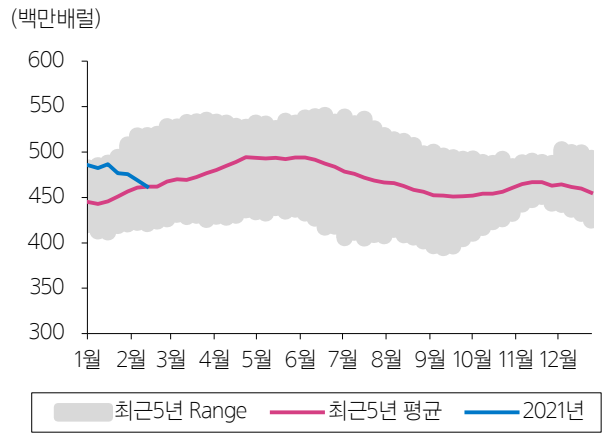
더불어 OPEC+의 대규모 감산에 따른 타이트한 공급으로 원유 재고는 빠르게 감소 중이다. 작년 7월 5년평균을 20% 가까이 상회했던 미국 원유 재고는 연초 이후 재차 5년평균에 근접한 상태이다(그림 6).

그림 5: 연중 수요회복 지속 기대



자료: EIA, Bloomberg

그림 6: 미국 상업용 원유재고 5년 평균까지 감소



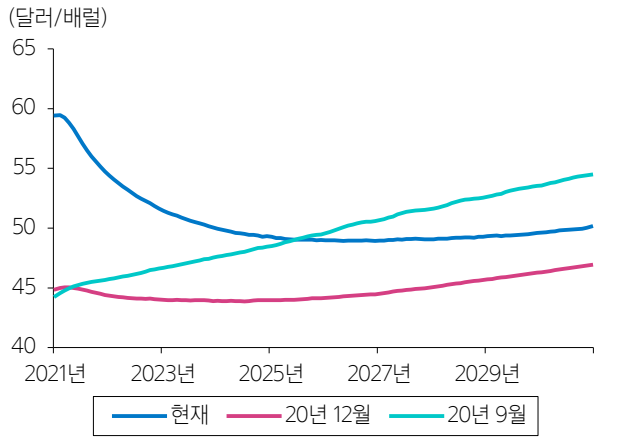
자료: EIA, Bloomberg

WTI 선물 지표도 견조한 원유 수요를 가리키고 있다. WTI 선물은 현재 완전한 백워데이션(근월물>원월물 가격) 상태이다(그림 7). 작년 9월까지만 해도 원유선물 커브는 콘탱고(근월물 <원월물 가격)를 띄고 있었지만 작년 4분기 이후 유가 랠리 과정에서 근월물의 가격이 원월물 대비 크게 상승했다.

현재 WTI선물의 1개월물-12개월물 스프레드는 2020년 4월의 -15달러/배럴에서 현재 +5달러/배럴까지 크게 반등한 상태다(그림 8). 원유선물의 백워데이션은 당장 인도가 가능한 원유 현물/단기물에 대한 수요가 높으며, 그만큼 공급 역시 타이트하다는 증거이다. 더불어 원유선물의 백워데이션에 의한 롤오버 비용 상승은 투기적 참여자들의 캐리 트레이드에 대한 인센티브를 저해하기 때문에 원유재고 감소는 당분간 지속될 것으로 예상한다.

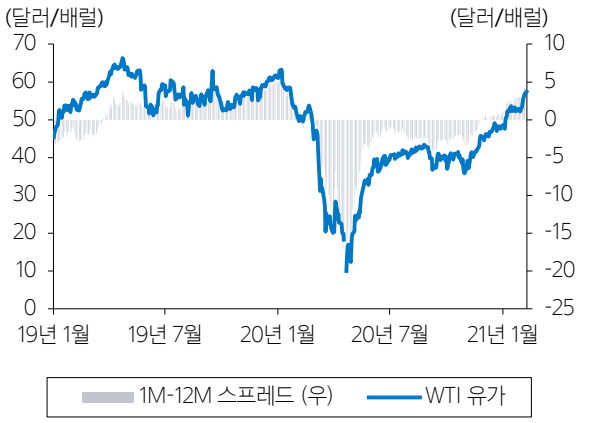
작년 유가 급락 이후 Key Producer의 역할을 수행하고 있는 OPEC+의 입장에서는 재고 누적의 이슈가 빠르게 해소되었기 때문에 감산에 대한 압박감으로부터 비교적 자유로워질 수 있다. 연초 이후 재고해소 과정에서 유가가 20% 이상 상승했기 때문에 더욱 그러하다. 자발적으로 1백만배럴/일까지 추가 감산을 해가며, OPEC+ 전체의 감산을 강하게 주도하였던 사우디의 증산 가능성에 대한 보도가 그 증거이다.

그림 7: WTI 원유선물 연초 이후 완전한 백워데이션 전환



자료: Bloomberg

그림 8: 원유선물 1M-12M 스프레드 vs 유가



참고: (-) 유가 제외
자료: Bloomberg

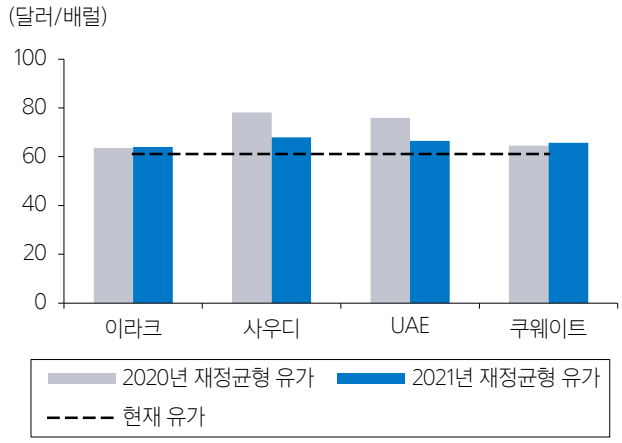
OPEC+ 석유 공급

예견된 사우디 증산의 시사점

17일(현지시간) WSJ의 보도에 따르면, 사우디는 3월 4일 개최 예정인 OPEC+ 회의에서 1백만배럴/일 증산 발표(자발적 감산량에 대한 Rollback)를 계획 중인 것으로 알려졌다. 현재 WTI기준 유가는 60달러/배럴 수준으로 사우디의 재정균형 유가인 68달러/배럴(IMF 추정치)에는 못 미치는 수준이지만(그림 7), 사우디가 증산을 계획하고 있다는 것은 어느 정도 현재 유가 레벨에 만족하고 있다는 뜻이다.

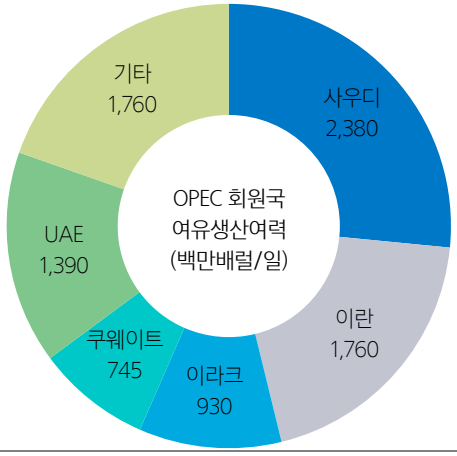
향후 60달러/배럴은 OPEC+의 생산량 조절 관련 결정에 있어 중요한 Key Number로 작용할 것으로 판단된다. 사우디를 비롯한 OPEC+ 국가들은 여유 생산여력이 상당히 많이 남아 있는 상태(OPEC 회원국 여유 생산여력은 천만배럴/일 육박, 그림10)이기 때문에, 60달러/배럴을 상회하는 유가 레벨에서는 꾸준히 시장에 물량이 추가적으로 공급될 수 있을 것이다.

그림 9: 재정균형 BEP에 근접한 유가



참고: 2020년, 2021년 모두 IMF 추정치
자료: IMF

그림 10: OPEC 여유생산여력은 천만배럴/일 육박



참고: 2021년 1월 기준
자료: Bloomberg

앞서 OPEC+는 1월 회의에서 COVID-19의 불투명한 진정세를 근거로 1분기간 산유량을 동결키로 약속한 가운데, 러시아와 카자흐스탄은 예외적용을 받으며 소폭 증산이 허용된 바 있다(표 1). 생산량을 동결한 OPEC+ 회원국들의 불만이 어느 정도 있을 것이기 때문에 3월 4일 OPEC+ 회의에서 카르텔 차원의 증산을 결정할 것으로 생각된다.

표 1: OPEC+ 러시아/카자흐스탄 증산 허용

(백만배럴/일)	2020년 12월	2021년 1월	2021년 2월	2021년 3월
OPEC+ 공식 감산규모	7.7	7.2	7.2	7.2
러시아/카자흐스탄 증산허용			-0.075	-0.075
사우디 자발적 감산규모			+1.0	+1.0
최종 OPEC+ 감산규모	**7.7**	**7.2**	**8.125**	**8.05**

자료: 삼성증권 정리

작년 이후 OPEC+는 유가부양이란 공동목표를 위해 사우디의 결정과 이에 따른 감산쿼터를 비교적 잘 준수해 왔기 때문에 60달러/배럴이라는 Key Number를 유지하는 선에서 증산의 페이스를 점진적으로 조절해 나갈 것으로 전망한다.

비OPEC+ 석유 공급

바이든이 억제하는 미국 석유생산

미국은 현재 텍사스 주의 이례적인 강추위로 인해 전력공급에 차질이 생기며, 인프라가 완전히 마비된 상태이며 석유생산 역시 예외는 아니다. 생산시설 가동중단으로 미국 최대 유전인 Permian Basin의 생산량이 최대 80%(3.5백만배럴 → 60만배럴/일 수준까지 감소) 감소하며, 미국의 원유 생산량은 일시적으로 40%(4백만배럴/일) 가까이 위축됐으며, 유가 역시 이에 반응해 오버슈팅한 상태이다. 계절적인 이슈이기 때문에 2월이 지나 생산시설이 정상 가동된다면 유가는 이에 대한 상승폭을 반납할 것으로 예상된다.

당사는 지난 12월 발간된 "2021년 국제유가 전망: Slow but Steady"에서 미국 셰일산업의 구조적 하락세는 이미 2016년부터 진행되어 왔으며, 바이든 정권의 친환경 정책은 이에 더욱 박차를 가할 것이라고 전망한 바 있다. 미국의 셰일 기업들은 역사적으로 공격적인 외부자금 조달을 통해 유정 시추 및 생산량 증대를 해왔는데, 최근 화석연료 규제환경의 강화로 Credit Line이 더욱 축소될 수밖에 없기 때문이다.

바이든 대통령이 취임 당일 북미 지역 주요 송유관인 Keystone XL 건설허가를 취소하고, 연방 부지 내 신규 시추허가를 무기한 중단하는 등 환경규제를 위한 조치가 예상보다 훨씬 빠르게 이행되고 있어(표 2) 미국 셰일산업의 생산량 회복은 더욱 어려워질 것이다. 유가가 상승하더라도 미국 셰일 기업들이 전처럼 탄력적으로 생산량을 증대하지 못할 것이다.

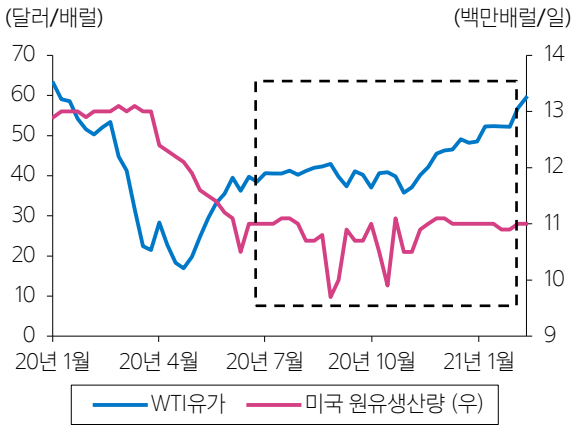
4Q20부터 유가가 60% 가까이 상승했음에도, 미국의 석유 생산량은 횡보 중이다(그림 11). 신규 시추에 동원되는 원유 Rig수는 작년 8월의 저점인 172기에서 299로 소폭 늘었지만 COVID-19 이전의 700기 대비 절반 이하이며(그림 12), 신규 시추를 위한 허가신청 건수 역시 2019년 대비 85% 감소한 상태이다. 신규 시추 활동이 수반되지 않은 채, 생산량 충당을 위해 미완공 유정(DUC: Drilled but Uncompleted)을 우선적으로 가동시키고 있어 DUC 유정 역시 소진되고 있는 추세이다(그림 13).

표 2: 취임 이후 쏟아지는 바이든의 환경관련 정책

실행일	내용
1월 20일	Keystone XL 송유관 건설허가 취소
	파리 협정 재가입
	트럼프 행정부 도입 反탄소중립화 정책 재검토 지시
	트럼프 행정부 에너지 섹터 관련 행정명령 취소
	온실가스의 사회적 비용 연구 위한 범기관 TF 창설
	Arctic National Wildlife Refuge 내 석유생산 임시 중단
1월 27일	연방 부지 내 시추 허가 잠정 중단
	Office of Domestic Climate Policy and National Climate TF 창설
	내무장관에게 2030년까지 Offshore Wind 2배 증축 지시
	Civilian Climate Corps Initiative 창설

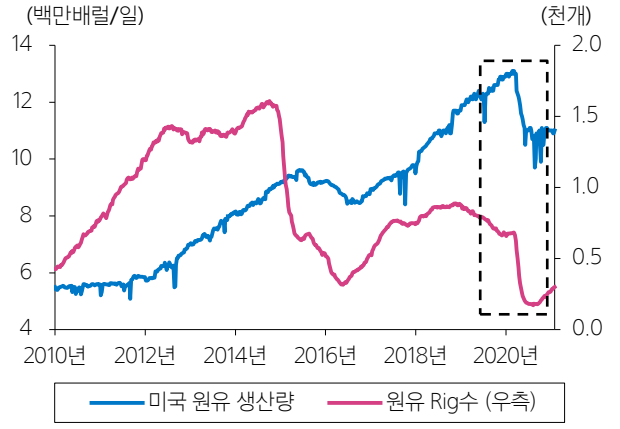
참고: 2021년 1월 20일 취임
자료: 삼성증권 정리

그림 11: 유가 반등에도 미국 석유 생산량 횡보



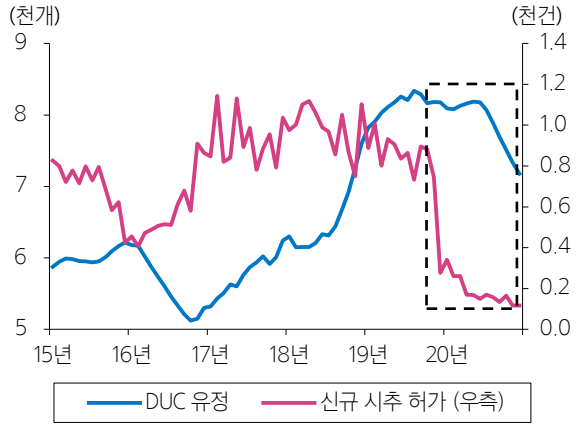
자료: EIA, Bloomberg

그림 12: COVID-19 이전 대비 현저히 낮은 Rig수



자료: Baker Hughes, EIA, Bloomberg

그림 13: 신규 시추 허가 수 감소 및 DUC 유정 소진



자료: EIA, Texas RRC, Bloomberg

미국의 석유 생산량은 연내 크게 개선되지 못할 것이며, 2021년 평균 생산량을 현재 수준 대비 1% 회복하는데 그칠 것으로 전망한다. 국제유가에 있어 올해 미국은 Price Maker가 아닌 Price Taker로서 수동적으로 대응하는데 그칠 것이다.

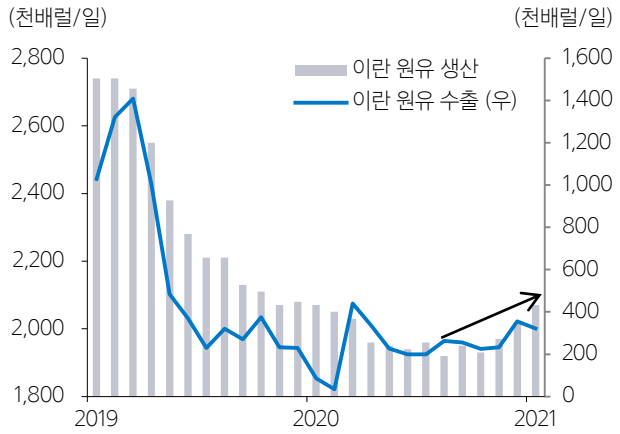
이슈 점검

연내 이란 복귀 가능성

현재 이란의 핵협정 재협상를 둘러싼 스탠스는 굉장히 이중적이다. 연초 Bloomberg는 이란이 원유 생산량을 제재 도입 이전 수준까지 복구시킬 계획을 가지고 있으며, 이미 일부 생산시설은 재가동을 시작했음을 보도한 바 있다. 실제로 연초 이후 이란의 원유 생산 및 수출량은 소폭 증가했다(그림 14).

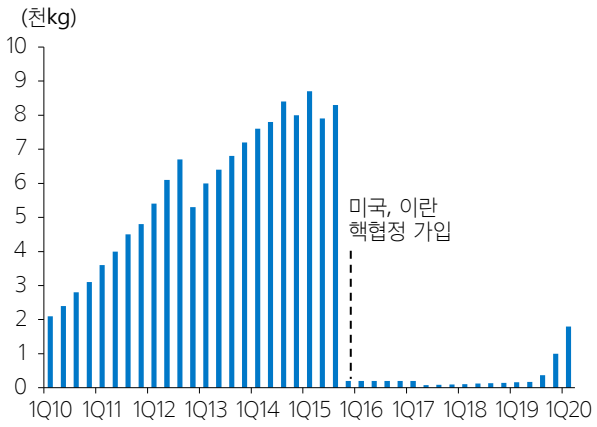
바이든 행정부와의 핵협정(JCPOA) 재협상과 이에 따른 제재 완화를 대비하는 것으로 보이지만, 동시에 핵무기 개발 재개했음을 밝히고 우라늄 농축량을 늘리는 등(그림 15) 핵협상과는 거리가 먼 움직임을 보이고 있다. 이에 바이든 행정부는 이란이 기존의 핵협정 조항을 준수할 경우에만 재협의 및 제재 완화가 이루어질 것이라고 선을 긋고 있어, 양국간 합의가 이루어지지 못하고 있는 상황이다.

그림 14: 이란 생산시설 재가동 시작



자료: Bloomberg

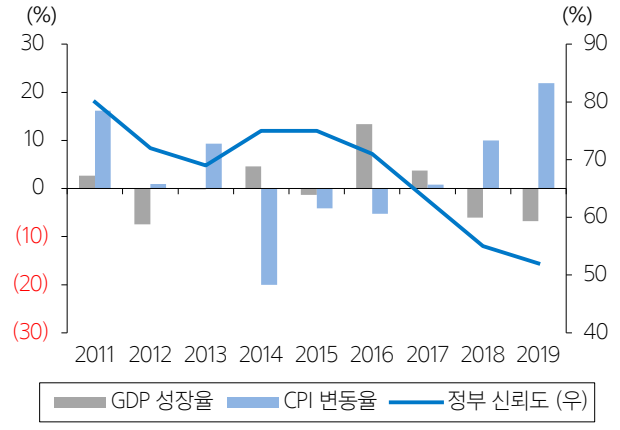
그림 15: 이란 농축 우라늄 재고 증가



자료: IAEA, Bloomberg

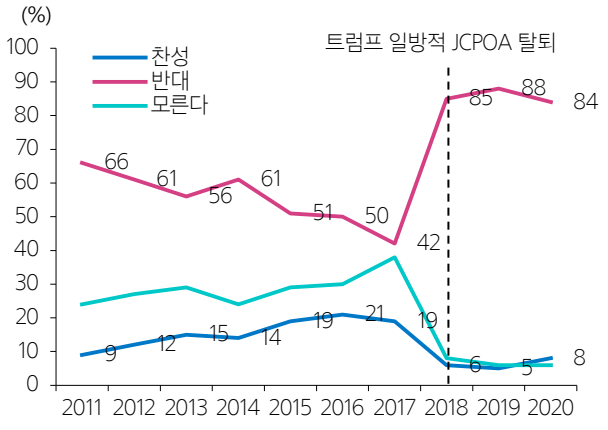
그 이면에는 정치적인 이유가 자리잡고 있다. 2015년 이란의 현 대통령인 하산 루하니가 오바마 정권과 핵협정을 맺으며 이란의 개방과 경제성장을 약속했지만, 2018년 트럼프 행정부가 핵협정을 일방적으로 파기하고 對이란 제재를 재개하며 그 약속은 물거품이 되었다. 이란의 원유수출량은 급락했고 이란의 경제 역시 타격을 면치 못했으며(그림 16), 이를 계기로 하산 루하니 대통령은 미국을 근거 없이 맹신한 리더로 낙인 찍히며 지지율은 급락했다(2016년 67%→2020 25%). 현재 이란 내부적으로 반미/반서방 센티멘트가 지배적인 상황이다(그림 17).

그림 16: 2018년 이후 이란 GDP 역성장 및 물가 급등



자료: World Bank, Bloomberg, Gallup World Poll

그림 17: 이란 국민의 미국 지도부에 대한 평가



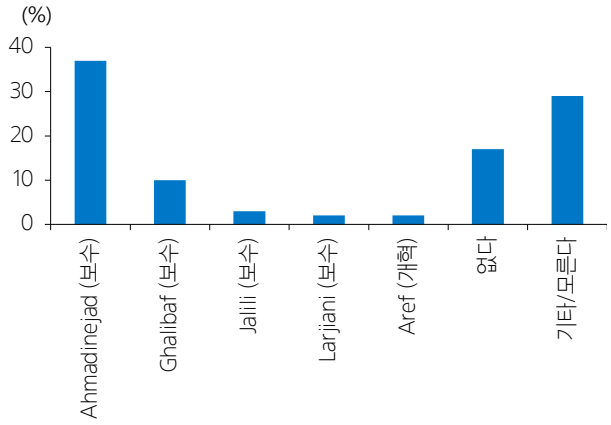
자료: Gallup World Poll

때문에 6월 18일 예정되어 있는 이란의 대선에서는 보수파(그림 18)가 집권을 할 가능성이 높은 상황이다. 보수파의 입장에서는 적어도 6월 중순까지는 제재 완화가 이루어지지 않아야 반미 반서방 센티멘트가 우세해지며, 집권 확률이 높아질 것이다. 바이든 행정부는 재협상의 전제조건으로 핵무기 개발 포기를 걸고 있기 때문에, 보수파의 주도 하에 최근 우라늄 농축량을 늘리고 공격적인 레토릭을 쏟아내고 있는 것으로 판단된다.

그러나 6월 대선에서 보수파가 집권을 한다면, 재협상을 원할 것이고 핵무기 개발을 부분적으로 포기해 가며 미국과의 합의점을 찾을 것으로 생각된다. 지금과 같은 경제 제재가 지속된다면 이란의 경제는 완전히 망가질 것이고, 여론도 제재완화를 가리키고 있어(그림 19) 집권한 보수파 입장에서 국민의 지지를 얻어내기 힘들 것이기 때문이다. 동시에 미국과의 재협상을 통해 제재 완화를 얻어냄으로써 경제가 회복된다면 이에 대한 공은 보수파가 차지하게 될 것이고, 그만큼 입지를 굳힐 수 있는 요인으로 작용할 것이다.

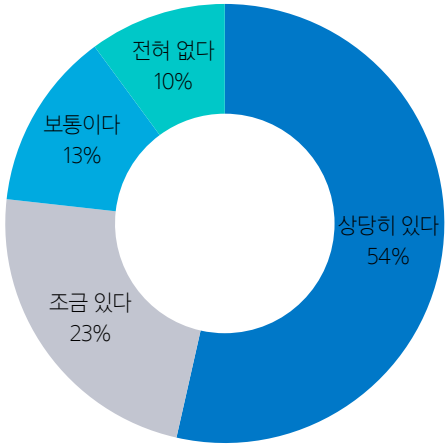
바이든 행정부는 현재 COVID-19 대응과 재정부양에 전념하고 있어 이란과의 핵협상을 비롯한 대외 이슈가 우선과제가 아니지만, 상반기 선진국의 집단면역이 달성된다면 연내 이란과의 재협상에 돌입할 것으로 생각된다.

그림 18: 2021년 이란 대선 후보 지지율



자료: Stasis

그림 19: 對이란 제재로 인한 경제적 피해 정도



참고: 2019년 11월 기준
자료: Iran Poll

對이란 제재는 협상 경과에 따라 점진적으로 이루어질 것으로 예상해 이란의 올해 증산규모는 연말까지 0.5백만배럴/일 내외, 2022년말까지 1.5백만배럴/일 수준을 달성할 수 있을 것으로 전망한다. 이란發 추가 석유물량 공급이 유가에 미치는 영향은 제한적일 것이다.

바이든 행정부는 미국의 COVID-19 사태가 진정된 후, 즉 석유 수요가 본격적으로 회복에 탄력을 받는 시점에 이란과의 핵협상 테이블에 복귀할 것이기 때문에 결국 이란의 추가 석유공급은 선진국의 수요에 의해 상쇄될 것이기 때문이다.

국제유가 전망 상향조정

WTI Range 50-65달러/배럴; 연평균 59달러

당사는 2021년 국제유가 Range를 WTI 기준 배럴당 50-65달러, 연평균 59달러로 Range 상/하단 및 평균을 각각 10달러 상향 조정한다.

중국·인도를 비롯한 아시아 대형 소비국을 중심으로 신흥국의 원유 수요는 견조히 유지되고 있다. 나아가 선진국의 경우, 2분기 중 집단면역 달성과 함께 하반기 추세적 경기회복세가 예상되고 있어 연중 원유수요의 회복세는 지속될 것이다.

OPEC+는 작년 이후 유가부양이란 공동목표를 위해 감산쿼터를 비교적 잘 준수해 왔다. 최근 WTI유가 60달러/배럴 달성과 함께 사우디의 증산 가능성이 대두되고 있는 상황인데, 이는 사우디 및 OPEC+가 60달러/배럴을 생산량 조절 관련 결정에 있어 중요한 Key Number로 받아들이고 있다는 뜻이다. 향후 OPEC+은 이 레벨을 유지하는 선에서 증산의 페이스를 완만히 조절해 나갈 것으로 전망한다.

비OPEC+ 산유국, 특히 올해 미국은 구조적인 산업의 쇠퇴와 바이든發 친환경 정책으로 생산량이 크게 개선되지 못할 것이며 Price Taker로서 국제유가에 수동적으로 대응하는데 그칠 것이다.

한편, 6월 18일 예정되어 있는 이란의 대선에서 보수파가 집권할 가능성이 높지만 국민적 지지를 위해 미국과의 핵협정 재협상에 돌입할 것이며, 이에 따라 연내 0.5백만배럴/일의 추가 이란産 석유가 추가 공급될 것으로 전망한다. 다만 바이든 행정부는 미국의 COVID-19 사태가 진정된 하반기 이후 본격적으로 핵협상 테이블에 복귀할 것이기 때문에 결국 이란의 추가 석유공급은 선진국의 수요에 의해 상쇄될 것이며 국제유가에 미치는 영향은 제한적일 것으로 판단한다.

신뢰에 가치로 답하다

삼성증권 SAMSUNG

삼성증권주식회사
서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 지점 대표번호: 1588 2323 / 1544 1544

고객 불편사항 접수: 080 911 0900

Interbrand Best Korea Brands 2019

MEMBER OF Dow Jones Sustainability Indices In Collaboration with RobecoSAM