Quant/Global Analyst 김광현
02-3770-3634/ kwanghyun2.kim@yuantakorea.com

브렌트와 WTI의 엇박자, 그 이유는?

What's new

- 브렌트유가 60$선에서 거래중인 반면, WTI는 50$대 초반에 머무르고 있습니다. 1년만에 가장 높은 할인율입니다.
- 작년 6월 이후 유가 급락과정에서 원유에 대한 투기수요가 위축된 가운데, 최근의 스프레드 확대는 다소 이례적입니다.
- 미국 원유재고가 사상최대치를 경신했습니다. 원인은 미국 내 Refinery의 휴업과 파업에 있는 것으로 판단됩니다.

Our view

- 달러 강세와 미국 원유재고를 고려했을 때, 유가가 급등할 가능성은 높지 않습니다.
- 그러나, 실수요를 반영하는 석유제품가격이 상승하고 있음은 주목할만한 변화입니다.
- 미국 내 Refinery의 가동률 하락은 일시적 요인이라는 점에서 유가 스프레드의 축소는 브렌트유 하락보다는 WTI의 상승으로 전개될 가능성이 높습니다.

브렌트유 60$, WTI는 50$, 스프레드 크게 확대

- 셰일 혁명은 미국의 원유수요를 대체, 2011년 이후 WTI는 브렌트유 대비 할인 거래됨
- 브렌트유가 실수요 중심인 반면, WTI는 투기수요가 상대적으로 높다는 것이 특징
- 유가하락 국면에서 브렌트-WTI의 스프레드는 확대. 투기 수요 위축되며 WTI의 하락폭이 상대적으로 높다는 판단

최근 엇갈린 방향성은 이례적, 미국 Refinery의 휴업과 파업이 원인

- 6월 이후 유가 급락 과정에서 WTI 할인율은 5% 내외로 유지. 글로벌 경기 둔화에 따라 브렌트, WTI 동반 급락
- 이미 투기수요가 위축된 상태였다는 점, 브렌트유는 올 들어 오히려 상승했다는 점에서 최근의 스프레드 확대는 다소 이례적
- 미국 주요 Refinery 들의 휴업과 파업이 원인. 미국 원유재고 사상 최고치 돌파

스프레드 축소 과정에서 WTI 상승 예상

- 실수요를 반영하는 석유제품가격은 상승 중. 스프레드 축소는 WTI가 상승하는 방향으로 전개될 가능성 높음
- 낮아진 원가로 정제마진 개선되고 있는 정유 업종과 제품가격 상승으로 수익성 개선되고 있는 화학업종에 주목

브렌트유 60$, WTI 는 50$, 스프레드 크게 확대

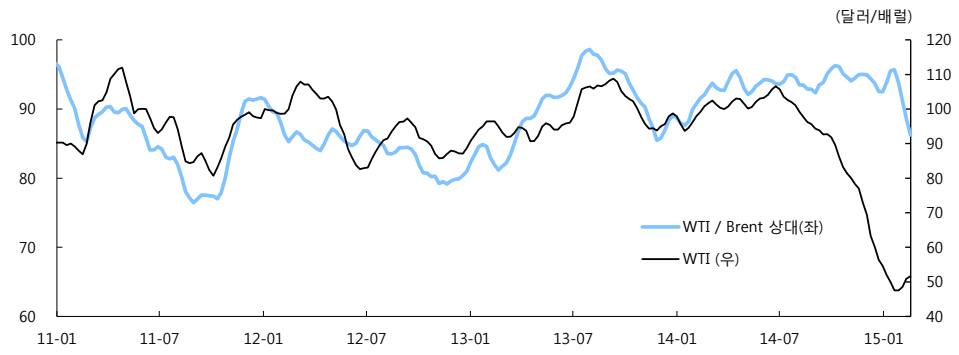
작년 하반기부터 증시에 가장 큰 영향을 미쳤던 매크로 변수는 달러강세와 유가하락이었다. 지난 6월을 고점으로 하락하기 시작한 유가(WTI 기준)는 7월 말 100달러를 하향 돌파한 이후 5개월만인 올 초 50달러가 무너지기도 했다. 2월 들어 WTI 유가는 소폭 반등했지만, 여전히 50달러 초반에서 등락중이다.

브렌트유의 최근 움직임은 이와는 다소 다르다. 연초 57달러 선에서 거래를 시작한 브렌트유는 1월 중순 45달러까지 떨어졌지만, 반등의 속도가 WTI 보다 훨씬 빠르다. 1월 말 50달러를 회복한 이후 최근 60달러 수준에서 거래되고 있다. 브렌트유 대비 WTI 유가의 상대가격은 15% 할인상태로 이는 2014년 1월 이후 최고 수준이다.

WTI 는 브렌트유 대비 품질이 좋은 것으로 알려져 있으나 최근 3년간 WTI 는 브렌트유 대비 할인거래 되어왔다. 미국은 에너지 정책상 수출을 금지하고 있기 때문에 WTI 는 미국의 수요에만 영향 받는데, 셰일가스(오일) 채굴이 본격화되며 원유수요를 대체하기 시작했기 때문이다. 또한, 이러한 수급의 폐쇄성으로 인해 WTI 는 투기적 수요가 상대적으로 많다는 특징도 지니고 있다.

2011년 이후 브렌트유와 WTI 의 상대가격은 유가와 밀접한 관계를 보여왔다. 일반적으로 유가 하락 국면에서 스프레드가 확대(WTI 할인폭 확대)됐는데, 이는 유가 하락 국면에서 안전자산 선호현상이 투기수요의 위축으로 이어지며 WTI 의 추가하락을 야기한 결과로 분석할 수 있다.

[그림 1] Brent - WTI 의 스프레드와 유가 움직임이 일치, 최근 움직임은 이례적



자료:Datastream, 유안타증권 리서치센터

유가 상승 속 스프레드의 확대는 이례적

14년 6월 이후 QE 종료와 미국 금리 인상에 대한 우려로 안전자산 선호현상이 강화되며 달러가 강세로 전환됨과 동시에 구리, 밀, 옥수수 등 대부분의 상품가격이 하락했다. 달러 강세로 유가 역시 하락 요인이 있었지만, 지난해 하반기 이후 진행된 유가 급락은 수급적 측면의 이유가 더 크다.

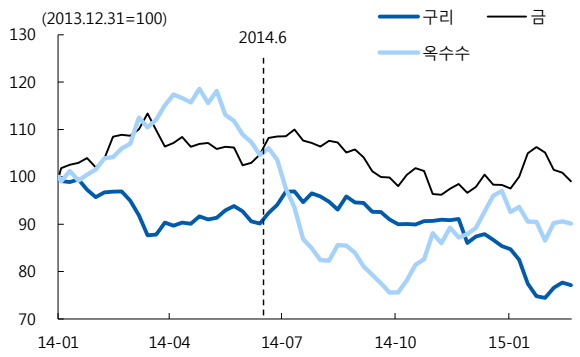
공급 측면에서는 사우디를 비롯한 중동국가들이 유가하락에도 불구하고 생산량을 유지시켰고, 수요 측면에서는 글로벌 경기 둔화가 수요 위축의 원인이 됐다. 여기에 미국이 우크라이나 사태와 관련, 러시아를 견제하기 위한 목적으로 유가 하락을 용인하며 유가의 하락 속도는 더욱 가팔라졌다.

유가가 외부변수(투기적수요)가 아닌 수급적 요인에 의해 변동된 것이다. 물론 이 시기 원유에 대한 투기적 포지션 또한 급감했지만, WTI 와 Brent 유가 동반급락하며 Brent-WTI 의 스프레드 확대는 나타나지 않았다. 유가 하락 속도가 워낙 빨라 일별로는 차이가 있을 수 있겠으나 5%대의 할인폭이 유지된 채 추세상의 변화는 없었다.

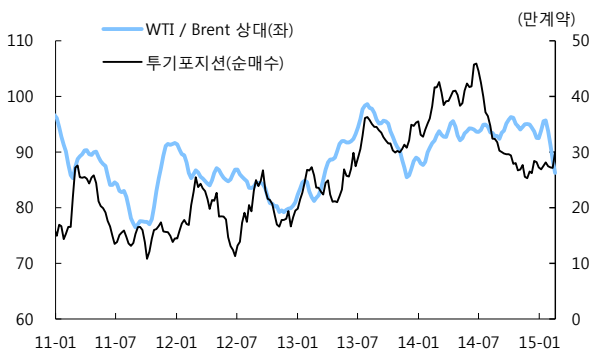
그런 의미에서 최근의 스프레드 확대는 이례적이다. 원유의 투기포지션은 11월을 저점으로 증가하고 있으며, 유가(Brent) 또한 2월 들어 뚜렷한 상승세가 관측되기 때문이다. 유가 상승과 투기적 수요의 증가가 동시에 나타나는 것은 자연스러운 현상이다.

즉, 최근의 스프레드 확대는 WTI 만의 문제로 귀결된다.

[그림 2] Commodity 가격 전반적으로 하락



[그림 3] 원유 투기포지션 감소와 함께 WTI 할인 폭 확대



자료: Datastream, 유안타증권 리서치센터

미국 Refinery 의 휴업과 파업, 원유재고 급증으로 이어져

유가 하락으로 투기수요가 급감하며 미국 내 원유 수급이 WTI 유가에 미치는 영향력은 확대됐다. 지난주 발표된 미국 원유재고는 유가 저점이었던 1월 중순 4억 배럴을 돌파한 이후 매주 사상 최고치를 경신하고 있다. 과연, 미국은 현재 공급 과잉상태인 것일까?

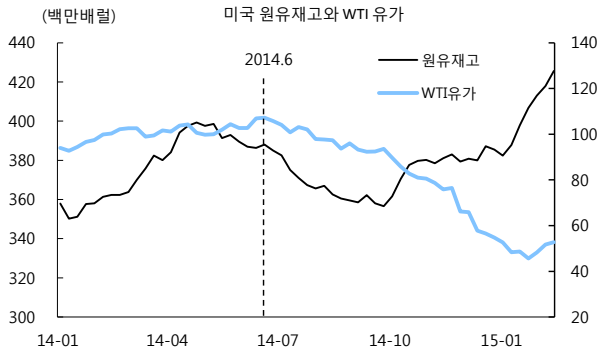
결론부터 말하면, 최근 미국의 원유재고 증가는 공급과잉에 의한 것이 아니다. 실제 수요와 관련도가 높은 제품가격의 상승이 이를 반증한다. 원유는 넘쳐나는데 제품의 생산이 원활하지 않다는 의미다. 이는 미국 내 Refinery 의 가동률과의 관련성이 높다.

최근 미국 동부지역에 내린 폭설과 한파 영향으로 일부 Refinery 업체의 가동이 중단됐다. 특히, 펜실베니아(필라델피아) 주의 피해가 가장 큰 것으로 전해지고 있는데, 이 곳은 미국 북동부 지역 내 석유 제품의 2/3 이상이 생산되는 지역이다.

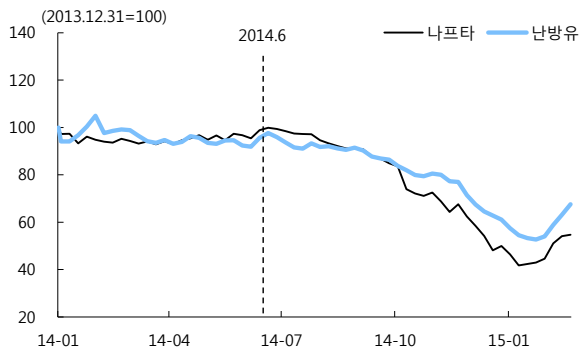
이에 더해 미국 Refinery 업계에서는 35년래 최대 규모의 파업이 4주째 진행중이다. 2월 1일 시작된 파업으로 각 회사는 퇴직 인원의 임시채용을 통해 가동률을 유지시키고 있으나, 파업에 참여하는 회사의 숫자가 늘어나고 있어 파업이 확산될 경우 가동률의 추가 하락은 불가피할 것으로 보인다.

노조측에서는 6%의 임금인상을 요구하고 있는 것으로 알려지고 있으나, 유가 하락으로 주요 정유사들의 실적이 훼손돼 노조측 요구를 모두 받아들이기는 쉽지 않아 보인다. 파업이 장기화 되고 있는 이유다.

[그림 4] 미국 원유재고 증가는 WTI 유가 하락으로 연결



[그림 5] 석유 제품가격의 상승세 뚜렷



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

WTI 의 상대 약세 현상은 일시적, 스프레드 축소 과정에서 가격 상승 예상

한파와 파업 영향으로 Refinery 의 가동률이 하락하며, 원유를 생산하는 생산하는 입장에서는 수요처가 없고, Refinery 에서 생산되는 제품을 원료로 사용하는 회사 입장에서는 공급처가 없는 상황이 벌어지고 있다. 다만, 이와 같은 가동률 하락은 일시적 현상일 뿐 유가의 추세하락으로 이어질 요인은 아니다.

물론, 달러강세와 미국, 유럽의 경기부진을 고려한다면 유가가 단기간에 급등할 것을 기대하기는 쉽지 않지만, 유가 상승에 대한 구조적인 시그널은 곳곳에서 감지되고 있다.

우선, 미국 내 시추공 숫자는 11주 연속 감소하며 peak 였던 작년 10월의 64% 수준에 머무르고 있고, 셰일오일의 채산성 감소로 신규 well 완공 계획은 축소되고 있다. 월초 4분기 실적을 발표한 BP 도 올해 투자계획을 축소할 것이라 밝힌 바 있다. 이와 같은 구조적 변화는 시차를 두고 유가에 반영될 것으로 판단된다.

단기적으로는 현재의 WTI 유가의 상대적 할인 상태의 해소를 기대해 볼 수 있다. 최근의 스프레드 확대는 미국 내 원유재고 증가에 따른 것으로, 이는 미국 내 Refinery 에서 생긴 일시적 충격에 따른 현상이기 때문에 가동률의 회복과 함께 해소될 수 있을 것이다. 최근 소폭이나마 상승하고 있는 원유 투기수요를 고려한다면, 할인상태의 해소는 Brent 유의 하락보다는 WTI 의 상승으로 전개될 가능성이 높다.

유가가 바닥을 확인했다라는 판단이라면, 정유 업종과 화학 업종에 대한 관심을 높일 필요가 있다. 정유업종의 경우 낮은 가격에 구입한 원유가 투입되며 정제마진의 개선이 확인되고 있으며, 화학업종은 제품가격의 상승으로 수익성이 개선되고 있다. 재고자산 감소로 큰 손실을 기록했던 지난 3분기, 4분기와는 달라진 환경이다.