Market Analyst 민병규
02-3770-3635 / byungkyu.min@yuantakorea.com

상대가격 관점에서 본 유가의 현 위치

What's new

- 국제유가가 배럴 당 20달러 대에 진입했습니다. 사우디-이란 간 대립으로 인해 향후 OPEC의 감산 합의가 더 어려워 질 것이라는 전망과, 서방국의 대 이란 제재 해제 발표가 원인이었습니다.
- 국제유가는 명목 가격으로도 금융위기 당시 저점을 하회하고 있지만, 기타 자산과의 상대적 관점에서도 예외적인 가격대를 형성하고 있습니다.

Our view

- 쿼터 결정에 있어 OPEC은 명분보다는 실리를 택해왔습니다. 사우디와 이란은 1988년 이후 3년간 국교를 단절했던 경험이 있습니다. 동 기간 OPEC의 쿼터는 총 6번 변경되었습니다. 최근 사우디-이란 사태에도 불구하고 OPEC 회원국 간에는 3월 임시 총회 개최가 논의되고 있습니다.
- 1986년 이후 유가와 구리의 상대 가격을 비교해보면 유가가 현 수준보다 더 하락할 확률은 9.1%, 실제 하락했던 것은 전체 기간의 약 6.4%에 불과했습니다.

국제유가, 배럴 당 20달러대 진입

- 작년 12월 이후 국제유가는 -29.4% 하락. 이슬람 종파 갈등으로 향후에도 감산이 어려울 것이라는 점, 대 이란 경제 제재 해제로 원유 공급 과잉이 심화 될 것이라는 우려가 원인으로 작용

상대가격 관점에서 살펴본 유가의 현 위치

- OPEC의 목표 산유량(쿼터)은 구성 국가간의 분쟁과는 별도로 운영.

  사우디와 이란은 1988년 4월부터 1991년 8월까지 약 3년간 국교가 단절. 그러나 동 기간 OPEC은 총 6차례의 목표 산유량(증산과 감산 모두 포함) 변경을 단행

  최근에도 사우디-이란 사태가 종파 갈등으로 확산 중. 그러나 회원국 간에는 오히려 3월 임시회의 개최가 활발하게 논의

  즉 OPEC은 과거와 현재 모두 쿼터 결정에 있어 이념보다는 실리를 취하려는 경향
- 이란의 원유 시장 복귀는 이란 핵협상이 타결 된 지난 7월 이후 이미 반년 이상 노출 된 이슈

  지난 주 중에도 미국과 이란 양국 모두 대 이란 제재 해제가 임박했다는 성명을 발표

  이란 핵협상이 타결 된 지난 7월 이후 국제유가는 이미 -48.3% 하락한 상태

  지난 주말 유가 하락은 새로운 하락 국면을 알리는 신호라기 보다, 상징적인 의미에서 나타난 일시적 충격에 가깝다는 판단
- 명목 가격 기준 국제유가는 이미 금융위기 당시 저점을 하회. 상대적 관점에서도 현재 유가는 예외적인 가격대 형성 중

  MSCI 전세계 지수 대비 WTI가 추가 하락 할 가능성은 11.5%. '88년 이후 실제 하회한 기간은 7.6%

  구리 가격 대비 WTI가 추가 하락 할 가능성은 9.1%, '86년 4월 이후 실제 하회한 기간은 6.4%

국제유가, 배럴 당 20달러대 진입

지난 주 국제유가(WTI)가 2003년 11월 이후 처음으로 배럴 당 30달러를 하회했다. 금융위기 당시 저점은 물론, 중국 경제의 고성장과 달러 약세에 힘입어 2002년 서막이 올랐던 원자재 슈퍼사이클 초기 수준으로 되돌아온 것이다.

2014년 하반기 이후 국제유가 하락의 근본적인 원인은 미국 달러의 강세, 그리고 미국과 OPEC 을 중심으로 한 글로벌 공급과잉에 있었다. 그러나 두 가지 변수 모두 최근 유가 동향과는 거리가 먼 움직임을 보이고 있다.

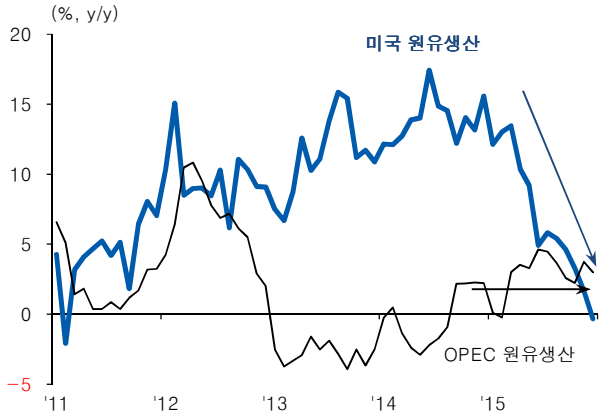
정부 주도하에 시장 점유율 확보에 나선 OPEC 의 원유 생산량은 완만하게 증가하고 있다. 그러나 시장 원리에 보다 민감하게 반응하는 미국의 원유 생산량은 가파른 감소 추세를 보이고 있다. 미 달러 가치 역시 기준금리 인상 이후 안정적인 수준을 유지하고 있다.

그럼에도 불구하고 국제유가는 작년 12월 이후 -29.4% 추가 하락했고, 이 과정에서 3개의 의미있는 가격대를 이탈했다. 유가의 추가 하락 압력을 제공한 것이 무엇인지, 해당 가격대에서 발생한 이벤트를 되짚어보면 다음과 같다.

- 배럴 당 40달러 하회(12/7일, '15년 저점 하회): 12월 OPEC 정례회의에서 감산이 불발된 당일 -5.8% 하락하며 배럴 당 40달러를 하향 돌파했다.

당시 OPEC 이 감산에 나설 것이라는 예상이 극히 일부에 불과했고, 사우디의 감산 조건(비 OPEC 과 이란, 이라크의 동참이 전제 될 경우 감산)에 대해 이란과 러시아가 이미 수용 의사가 없다고 반발했던 것을 참고하면, OPEC 감산 실패라는 상징적 의미가 가지는 영향이 컸던 것으로 보인다.

[그림 1] OPEC 의 원유 생산 증가는 완만, 미국은 빠르게 감소



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 달러 지수 하향 안정. 최근 유가와 탈동조화

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

– 배럴 당 34달러 하회(1/6일, 글로벌 금융위기 당시 저점 하회): 수니와 시아파 종주국 간 대립(사우디-이란)으로 인해 향후 OPEC 의 감산 합의가 더욱 어려워 질 것이라는 전망이 확산됐고, 미국의 휘발유 재고 증가 소식이 더해지면서 금융위기 당시 저점인 34달러를 하회했다.

– 배럴 당 30달러 하회(1/15, '03년 이후 첫 20달러 대 진입): 미국과 EU 의 대 이란 경제 제재가 공식 해제되면서 배럴 당 30달러를 하향 돌파했다. 이란은 경제 제재 해제 이후 1 주일 안에 50만 배럴/일, 올해 상반기까지 100만 배럴/일을 추가 생산하겠다는 입장을 밝히고 있다.

즉 OPEC 의 쿼터 동결과 이슬람 종파 갈등으로 인해 향후에도 감산 합의가 이루어지기 어려울 것이라는 점, 대 이란 경제 제재 해제로 원유 공급 과잉이 심화 될 것이라는 우려가 유가 하락 원인으로 작용한 것으로 정리 할 수 있다.

상대가격 관점에서 살펴본 유가의 현 위치

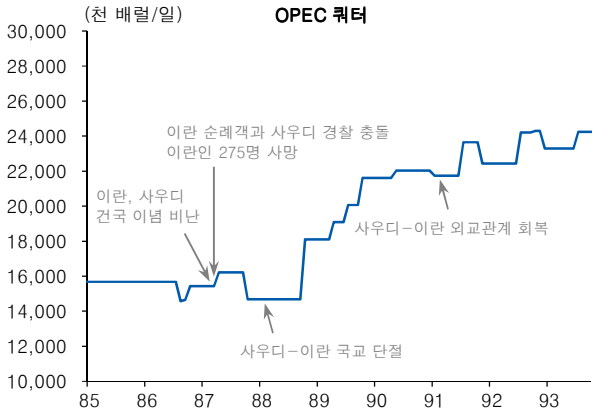
향후 유가의 방향성과 관련해서는 OPEC 의 쿼터 결정 방식이 시장의 우려와는 다른 부분이 있고, 이란의 원유 시장 복귀는 이미 반년 이상 노출 된 재료라는 점에서 향후 추가 유가 하락 원인으로 작용 할 가능성은 크지 않은 것으로 판단된다.

– OPEC 의 목표 산유량(쿼터)은 구성 국가간의 분쟁과는 별도로 운영되어 왔다. 사우디와 이란은 1988년 4월부터 1991년 8월까지 약 3년간 국교가 단절되었던 경험이 있는데, 이란의 최고 지도자 호메이니가 사우디의 건국 이념(와하비즘)을 이단이라 비난한 것으로 인해 촉발되었다는 점에서 현재의 대립 국면과 유사하다. 동 기간 OPEC 은 총 6차례의 목표 산유량(증산과 감산 모두 포함) 변경을 단행했다.

[그림 3] '15 년 저점, 금융위기 저점, 배럴당 30 달러를 차례로 이탈

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] OPEC 쿼터는 국가간 분쟁과는 별도로 운영



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

최근에도 사우디-이란 사태가 종파 갈등으로 확산되는 모습이지만, 지난 주 OPEC 의장의 발언을 참고하면 회원국 간 3월 임시회의 개최가 활발히 논의되고 있는 상황이다. 즉 OPEC 은 과거와 현재 모두 쿼터 결정에 있어 이념보다는 실리를 취하는 모습을 보여왔다.

- 이란의 원유 시장 복귀는 이란 핵협상이 타결 된 지난 7월 이후 이미 반년간 시장에서 이슈가 되었던 내용이다. 지난 주 중에도 미국과 이란 양국 모두 대 이란 제재 해제가 임박했다는 성명을 발표했었다는 점을 참고하면, 지난 주말 유가 하락이 새로운 하락 국면을 알리는 신호라고 보기는 어렵다. 오히려 작년 12월 OPEC 의 감산 불발 당시와 같은 상징적인 의미에서 나타난 일시적 충격에 가깝다는 판단이다. 앞서 언급한 여러가지 변수들이 있기는 했지만, 이란 핵협상이 타결 된 지난 7월 이후 국제유가는 이미 -48.3% 하락했다.

명목 가격 기준 국제유가는 이미 금융위기 당시 저점을 하회하고 있다. 상대적 관점에서는 현재 유가가 어느 정도의 가격 레벨에 도달했는지 구리 또는 주식과의 상대 가격(현금흐름이 없는 유가의 적정 레벨을 판단하기 위해 참고하는 지표)을 비교해보면 다음과 같다.

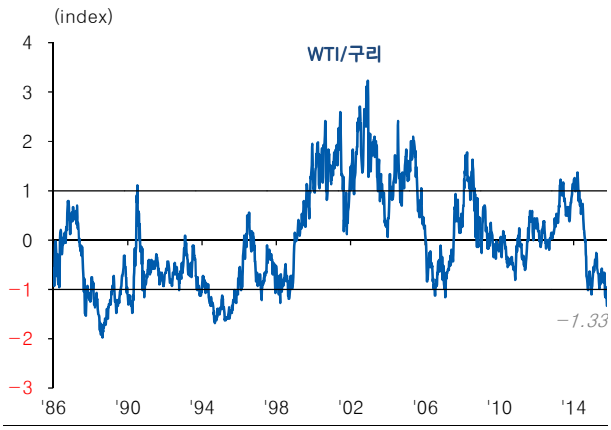
현재 WTI 가격과 MSCI 전세계 지수의 비율을 표준화 한 값은 -1.20('88년 이후 주간 데이터 기준)이다. 표준 정규분포를 따른다고 가정 할 경우 -1.20을 하회 할 가능성은 11.5%, 1988년 이후 실제로 이 지수가 -1.20을 하회한 기간은 7.6%에 불과했다.

같은 원자재인 구리 대비로는 더 예외적인 가격대를 형성하고 있는 것으로 확인된다. WTI 와 구리 가격의 비율을 표준화 한 값은 -1.33('86년 4월 이후 주간 데이터 기준)을 기록하고 있는데, 표준 정규분포상 이 값을 하회 할 가능성은 9.1%, 1986년 4월 이후 실제 이 값을 하회했던 기간은 전체의 6.4%에 불과하다.

[그림 5] 예외적인 가격대를 형성하고 있는 국제유가(1)

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 6] 예외적인 가격대를 형성하고 있는 국제유가(2)



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터