

Strategy Idea



▲ 경제분석

Analyst 이승훈

02. 6454-4891

seunghoon.lee@meritz.co.kr

중국 리오프닝과 국제유가 정체의 퍼즐

- ✓ 중국의 경우, 1) 이동활동 개선에 따른 수요 증가폭이 크지 않고, 2) 항공유 수요급증이 전체 정제유 수요에 미치는 영향이 제한적일 수 있으며, 3) 전기차 비중이 높다는 점을 고려 필요
- ✓ 아울러, 원유도입 과정에서 러시아산 비중을 늘리고 있어 국제 원유시세에 미치는 영향 역시 크지 않을 수 있음

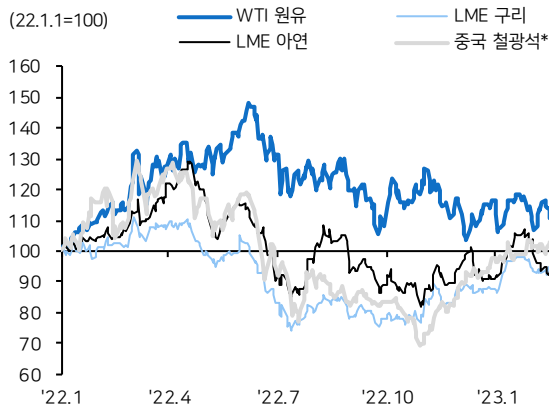
중국이 문을 열었는데, 국제유가는 안 오르고 있다!

중국 리오프닝 이후 국제유가는
오히려 하락했음

중국은 작년 11월 PCR 의무검사 해제를 필두로 방역규제를 전면 완화하면서 리오프닝에 들어 갔다. 11월 이후 철광석, 구리, 아연 등의 원자재 가격은 일제히 상승했지만, 사람들의 이동활동이 본격화될 것이라는 예상에도 불구하고 국제유가는 11월 초 수준을 밀돌고 있다. 2월 22일 기준 WTI와 브렌트유 근월물 가격은 각각 배럴당 76.1달러와 82.8달러로 11월 1일 대비 8.8%와 7.9% 낮은 수준이다.

중국의 이동수요 확대가 미국과 OPEC의 타이트한 공급 정책과 맞물리면서 국제유가가 큰 폭으로 상승할 수 있다는 일부의 견해와는 다른 양상을 보이고 있는 것이다. 혹여 중국의 거대한 시장 내지는 막대한 인구라는 통념에 팩트가 가려진 것은 아닐지 의심해봐야 한다. 오늘 전략공감2.0에는 동 이슈를 다룬다.

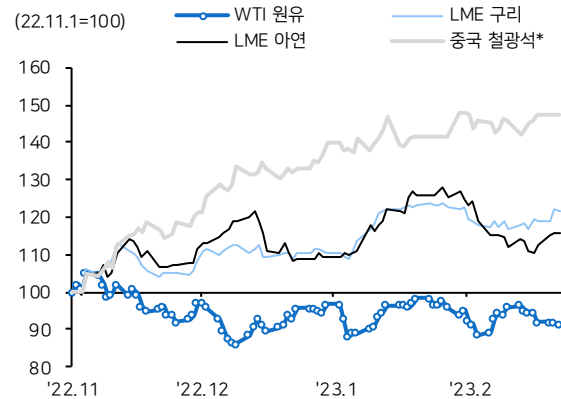
그림1 주요 원자재 가격 (근월물 기준): 2022년 연초 이후



주: * 현물가격

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 주요 원자재 가격 (근월물 기준): 2022년 11월 이후



주: * 현물가격

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

중국 석유제품 소비처 분해

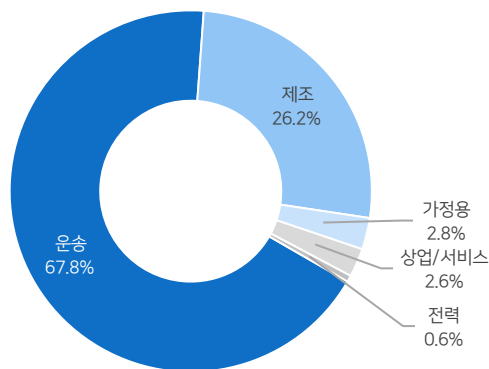
중국 석유제품 수요에서는 운송
못지 않게 산업수요가 중요

사실 우리는 이미 이 문제를 1월 4일자 칼럼의 재해석(박수연 연구원, “국제유가, 중국 리오프닝은 문제가 아니다”)에서 다루었다. 그 때의 주장을 인용해 보면, 중국은 미국처럼 석유제품의 운송부문 비중이 크지 않아(2020년 기준 미국 67.8% vs 중국 31.3%), 산업수요 회복이 중요하다는 것이었다. 중국 석유제품 수요에 있어서는 제조업의 비중이 상대적으로 높다.

중유 정제 이후 나오는 나프타 등
의 산업용 비중이 크다는 점 유의

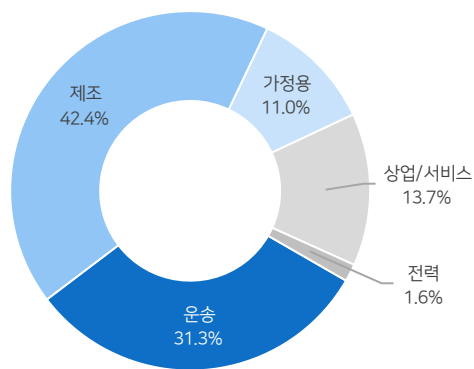
제조업이 가솔린, 등유, 경유 등 우리에게 잘 알려진 정제유를 수요한다는 것이 선뜻 와닿지 않을 것이기에 석유제품별 소비 비중을 그림 5에 도해하였다. 우리가 익히 아는대로 가솔린, 등유, 경유의 운송업 비중이 높은 것으로 나타나고 있다. 등유와 경유는 운송 수요가 전체의 92.8%와 66.7%에 달한다. 퍼즐은 “기타”에 있다. 원유에서는 제법 많은 종류의 석유제품이 발생하는데, 중유 정제 이후에 나오는 나프타, 피치, 코크 등이 여기에 해당한다. 이들은 플라스틱, 고무, 화학섬유 혹은 각종 건축자재 등의 기초원료로 사용된다. 이 비중이 상당하다는 것이다.

그림3 석유제품 소비처: 미국 (2020)



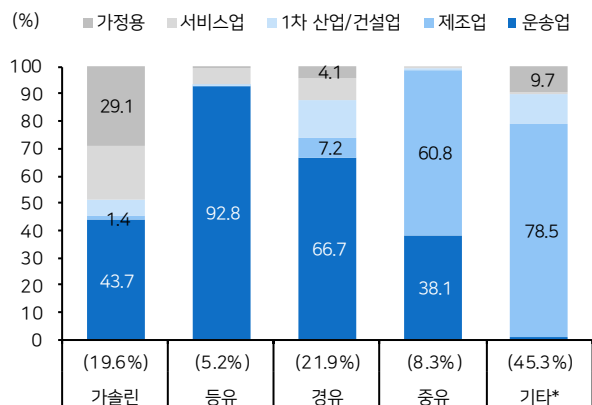
자료: US EIA, 메리츠증권 리서치센터

그림4 석유제품 소비처: 중국 (2020)



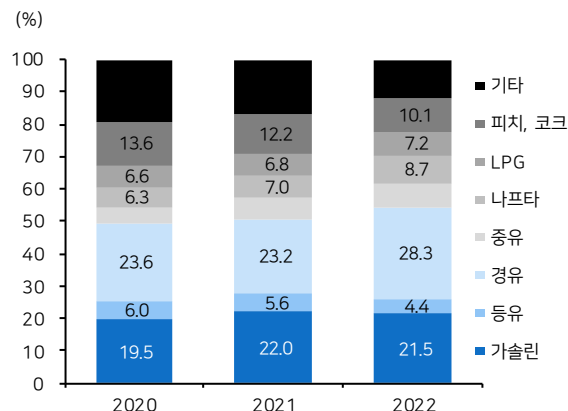
자료: 중국 국가 통계연보 (2020), 메리츠증권 리서치센터

그림5 중국의 주요 석유제품별 소비처 (2020)



자료: 중국 국가 통계연보 (2020), CEIC, 메리츠증권 리서치센터

그림6 유종별 생산 비중 (물량 기준, 2020~22)



자료: 중국 국가 통계국, CEIC, 메리츠증권 리서치센터

모빌리티 수요 개선에 따른 영향 점검

모빌리티 수요는 개선 중이나...

중국의 석유제품 수요가 증가한다는 점을 부인하는 것은 아니다. 이미 중국 민용 항공국에서 집계하는 항공 승객 및 화물 회전율¹은 올해 1월 기준 전년대비 40%와 14% 늘어난 상태이다. 여기에 Bloomberg NEF(신에너지 리서치 포털)에 따르면, 예정된 항공편수를 기준으로 항공유 수요를 추산해 볼 때 올해 8월까지 현재 대비 30%, 22년 항공편이 그나마 정상화되었던 구간 대비 50% 내외 증가할 것으로 예상하고 있다.

항공유 수요 확대의 전체 정제유 수요 영향은 제한적

이는 폭발적인 증가임에는 틀림없으나, 두 가지 사안을 고려해야 한다: 1) 예정된 항공편수는 빠르게 증가하지만 코로나19가 아닌 경우에도 운항이 취소되는 사례가 있었다는 점이다. 그리고 2) 항공유(등유) 수요가 중국 전체 석유제품 소비의 5~6% 정도만을 점한다는 것이다. 전년대비 50%가 늘어도 중국 석유제품 수요에 미치는 영향은 3% 내외에 불과하다.

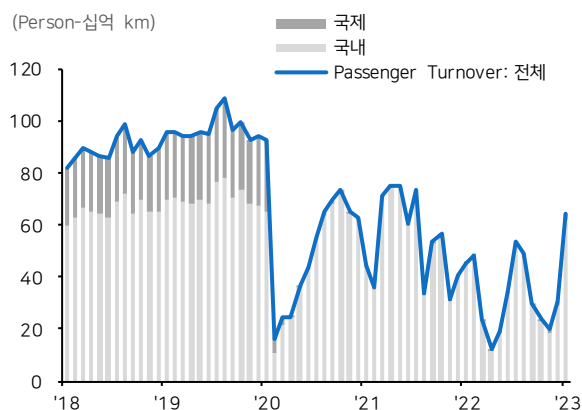
승용차 운행은 상당 부분 정상화된 것으로 판단하며...

승용차 운행 증가에 따른 수요는 어떠할까? 시내 통행량을 집계하는 데이터가 부재하여 내비게이션을 이용한 고속도로 이동량을 기준으로 본다면, 이미 춘절을 지나 2019년의 정상 수준으로 상당 부분 회복한 상태이다. 국경절 연휴 등 특수한 경우를 제외한다면 여기서 운행이 더 잦아질 가능성은 낮아 보인다.

높은 전기차 비중을 간과하지 말아야 할 것

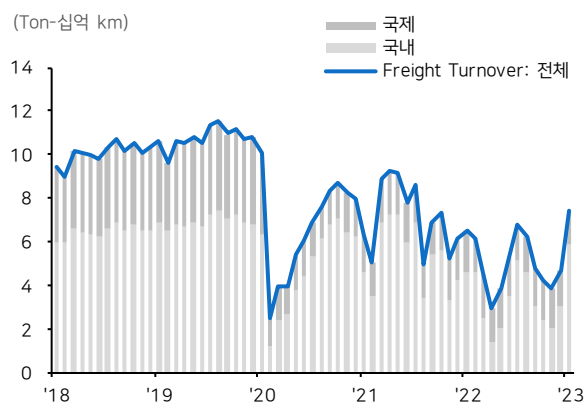
더욱이, 미국과 달리 중국 자동차 시장에서 BEV(배터리 전기차)의 침투율이 상당히 높다는 점을 간과해선 안되겠다. 2022년 기준 전기차의 중국 내 침투율은 19.8%인 데 반해 미국은 5.8%에 불과하다. 즉, 운송수요의 확대가 있다 하더라도 휘발유나 경유 수요의 증폭이 미국에 비해 현저히 제한적일 수 있다는 것이다.

그림7 중국의 항공 승객 회전율(Passenger turnover)



자료: Civil Aviation Administration of China, CEIC, 메리츠증권 리서치센터

그림8 중국의 항공 화물 회전율(Freight turnover)



자료: Civil Aviation Administration of China, CEIC, 메리츠증권 리서치센터

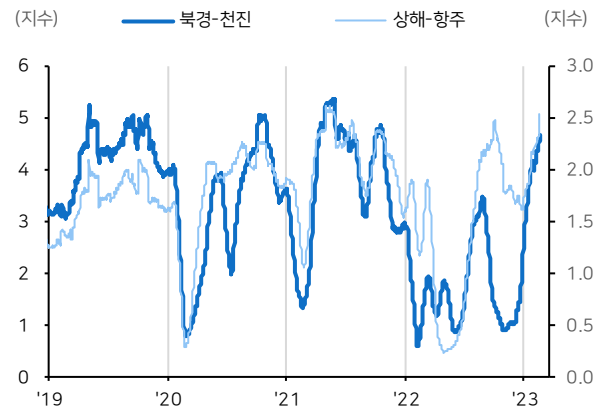
¹ 승객 회전율 = 승객수 x 이동거리, 화물회전율 = 화물중량 x 이동거리

그림9 중국발 항공편수 및 예상 항공유 수요



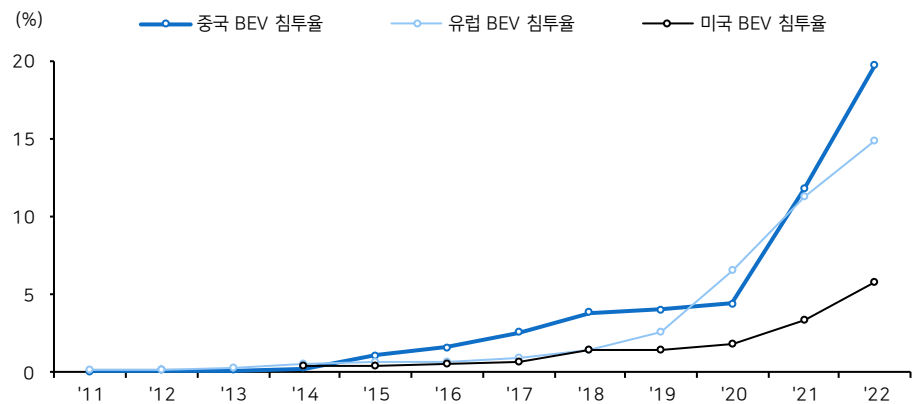
자료: Bloomberg NEF, 메리츠증권 리서치센터

그림10 중국 구간별 고속도로 이동량 (30일 이동평균)



자료: AutoNavi, CEIC, 메리츠증권 리서치센터

그림11 미국, 유럽, 중국의 BEV 침투율



주: 김준성, 노우호 외, "Meritz Future Intelligence: EV War #3" (2023년 2월 6일), p 48에서 재인용
 자료: Marklines, 메리츠증권 리서치센터

정유사 가동률 상승과 원유 도입량 증가의 문제

계절성 이상의 정유사 가동
상승일 지 여부는 불확실

정유사 가동률 상승: 정유사 가동률이 상승하고 있는 것은 사실이고, 독립 정유사(teapot) 보다는 대형 국유 정유사들이 이를 주도하고 있다. 올 초만해도 73.5%에 불과했던 정유사 가동률이 2월 셋째주 77.3%로 상승했으니 드라마틱해 보일 수 있고, 때마침 휘발유 상업재고가 작년 12월 초를 필두로 꾸준히 하락하고 있으니 수요 회복이라 논할 수도 있다. 하지만 정유사 가동률은 대체로 춘절 이후 1~2개월 간 계절적으로 상승하는 경향이 있고 그 계절성 이상의 반동이라고 보기는 아직 어렵다.

원유 도입량 증가하지만, 러시아산
의존도 커지고 있어 국제시세
영향 제한적

원유 도입량의 증가: 1월까지 전년대비 증가폭이 둔화되었던 주간 해상 원유도입량이 2월 들어 반등하면서 역시 정제유 수요 증가 기대를 높이고 있다. 수요가 늘어나는 것에 대한 이견은 없으나, 이것이 국제유가 상승을 견인할 지 여부는 또 다른 문제이다. 이유는 중국의 원유수입 내에서 러시아 의존도가 추세적으로 상승하고 있기 때문이다. 주간 해상수입 데이터로 계산해도 러시아 의존도의 추가 상승이 있었다.

주지하다시피, 러시아산 원유는 브렌트유에 비해 26% 할인된 가격으로 국제시장에서 거래 중이다. 가치 판단이나 제재 여부 등을 배제하고 어떤 제품이 더 저렴하여 생산비에 부담을 덜 줄까라는 관점에서만 생각한다면, 중국 입장에서는 저렴한 러시아산 원유를 들여 오는 것이 최적 전략일 수 있다.

작년 12월 기준 러시아산 원유 도입가는 배럴당 80달러로 중국 전체 원유 도입가 87달러 대비 10% 정도 낮은 가격이다. 근월물 가격차에 비해 도입가 가격차가 작은 것은 장기 계약 등의 변수가 존재하기 때문이다. 앞으로 중국 원유도입가는 더 낮아질 가능성이 커 보인다.

그림12 독립 및 국유 정유사 가동률



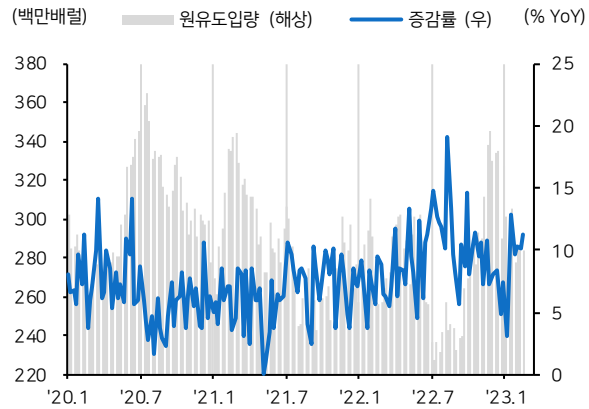
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림13 중국 휘발유 및 경유 상업재고



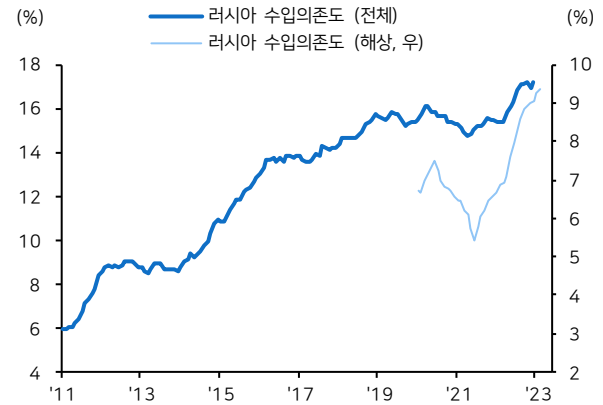
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림14 중국의 해상 원유도입량 및 증감률 (4주 이동평균)



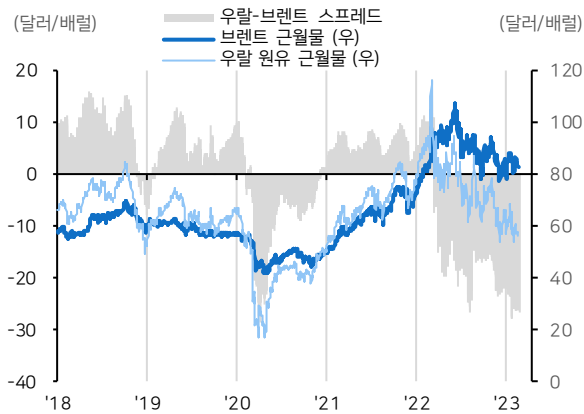
자료: Bloomberg <AHOY>, 메리츠증권 리서치센터

그림15 중국 원유수입의 러시아 의존도 (12개월 이동평균)



자료: 중국 해관, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림16 브렌트 및 우랄 원유 가격 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림17 중국의 원유도입단가: 전체 vs 러시아산



자료: 중국 해관, CEIC, 메리츠증권 리서치센터

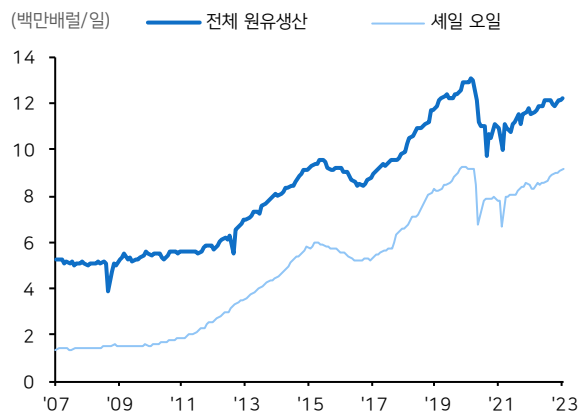
미국 측 공급확대 요인

미국은 예상과 달리 공급을 확대

중국의 수요가 늘어나는 과정에서, 다른 한편의 공급이 확대되고 있다면 초과수요에 따른 가격 상승 압력은 줄기 마련이다. 현재는 미국이 그 역할을 담당하고 있는 것으로 보인다. 작년 말에 올해를 전망할 때 대다수의 견해는 1) ESG 드라이브로 미국의 셰일 생산량이 정체되거나 감소하고, 2) 시설투자 역시 제한적일 것에 집중되었다. 그러나 올 들어 반대의 현상이 관찰되고 있다.

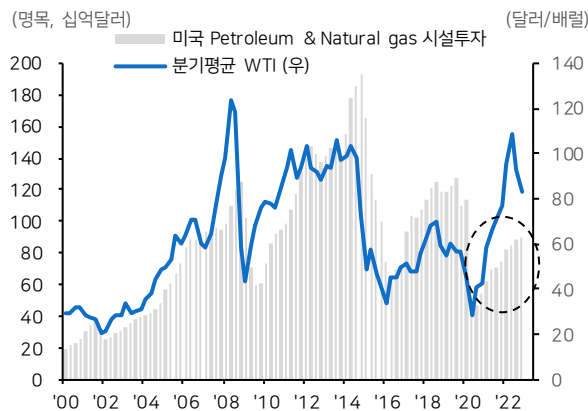
첫째, 셰일 중심으로 원유생산량은 늘고 있다. 작년 말 일평균 1,210만 배럴에서 1월과 2월 각각 일평균 10만 배럴씩 증산하고 있다. 셰일의 효율성이 높지 않지만 꾸준한 증산을 이어가는 중이다. 둘째, 국제유가의 조정에도 불구하고 시설투자를 작년 4분기까지 늘렸음이 확인되고 있다. 2020년 코로나19에 따른 투자 급감의 반작용일 수 있다. 셋째, 원유 상업재고가 올 초 이후 급증하면서 유가 하방 압력으로 작용하고 있으며, 2월 13일에는 바이든 대통령의 2분기 추가 전략비축유 방출(2,600만 배럴) 발표가 있었다.

그림18 미국 원유생산량: 전체 vs Shale Oil



자료: US EIA, CEIC, 메리츠증권 리서치센터

그림19 국제유가와 미국 원유/가스 시설투자액



자료: US EIA, US BEA, CEIC, 메리츠증권 리서치센터

그림20 미국 원유 상업재고



자료: US EIA, CEIC, 메리츠증권 리서치센터

그림21 미국 전략비축유 추이 및 전망



자료: US EIA, CEIC, 메리츠증권 리서치센터

결론

중국측 수요 확대의 유가 영향이 제한적일 가능성

지금까지의 기술한 내용을 정리하면 다음과 같다. 중국측 요인의 경우, 정제유 수요 증가 자체를 부인하는 것은 아니다. 그러나, 1) 이동활동 개선에 따른 수요 증가폭이 미국만큼 크지 않고, 2) 항공유 수요의 급증이 전체 정제유 수요에 미치는 영향이 제한적일 수 있으며, 3) 자동차 이동활동의 개선이 존재하더라도 전기차 비중이 높아 이 역시 미국만큼의 수요 급증을 유발할 가능성이 낮다. 한편, 4) 원유 도입량이 증가하는 과정에서 중국은 러시아산 의존도를 높이고 있어, 국제 원유 시세에 미칠 영향이 크지 않음도 고려해야 할 것으로 보인다.

미국의 공급 확대라는 추가 변수

미국은 작년 말의 시각과 달리 셰일 오일 증산과 전략비축유 추가 방출로 공급을 확대하고 있다. 중국의 수요 확대가 있더라도 적어도 상반기에는 유가가 눌려 있을 가능성이 크다. 추가적으로, 연준의 불확실성이 재차 높아진 과정에서 달러화가 당분간은 강세를 유지할 가능성이 크다. 이는 원유시장의 투기적 수요를 억제하는 요인으로도 작용할 것이다.

하반기 변수

하반기에는 살펴 볼 변수가 많다. 글로벌 투자 사이클이 저점을 통과하면서 교역량이 회복하고 중국발 산업수요 개선 가능성이 존재한다. 이 과정에서 러시아가 실제 감산하면서 원유수급에 영향을 미칠지, OPEC이 원유수요 증가에 비례하여 소폭 증산으로 대응할 지에 따라 유가 상승 여부와 정도가 결정될 것이다. 러시아가 감산하는 분량이 선진국 제재와 금수 조치에 따른 것이고, 생산분이 중국으로 계속 들어 가는 것이라면 양상은 또한 달라질 수 있다.

일부 전망기관에서 제시하는 것처럼 중국의 정제유 수요가 역사적 고점을 경신할 가능성을 단정하기 어렵다는 입장이며, 따라서 유가가 연내 90~100달러까지 상승할 것이란 기대는 다소 과도해 보인다. 현재로서는, WTI 국제유가가 상반기 말 75달러로 조정 받은 이후 하반기 80달러 내외로 회복할 것이라는 기존 전망이 유효하다는 생각이다.

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.