

[Economist] 박상현 2122-9196 shpark@hi-ib.com / 류진이 2122-9210 jinlee@hi-ib.com



## 유가 60달러대 안착: 치킨게임 여부에 달렸다.

그림1. 사우디의 원유 감산 규모를 채우고 있는 미국 원유 생산



그림2. 미국 에너지청의 미국 원유생산 전망치(23년 4분기부터는 전망치임)

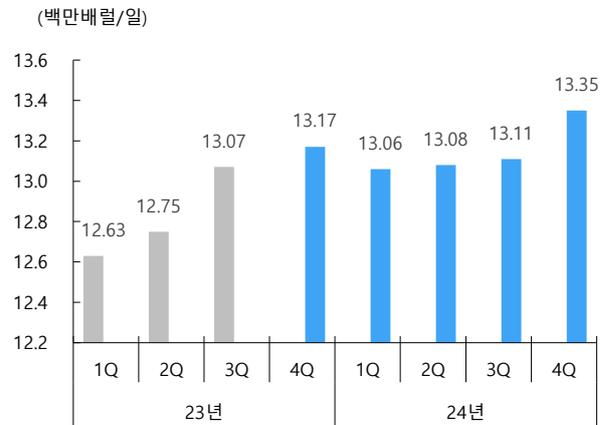


그림3. 중국 원유 수입규모가 정체된 동시에 미국 전략비축유 확충 수요가 강하지 않음

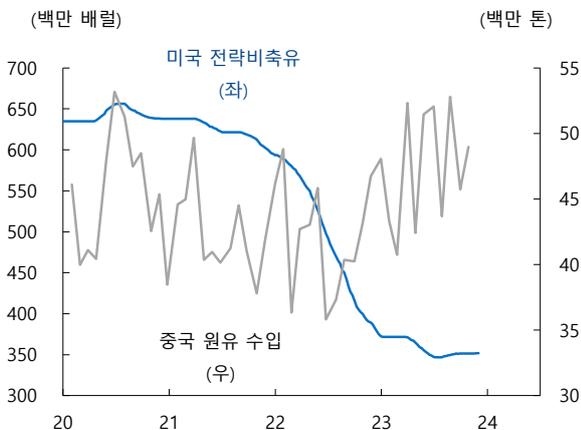
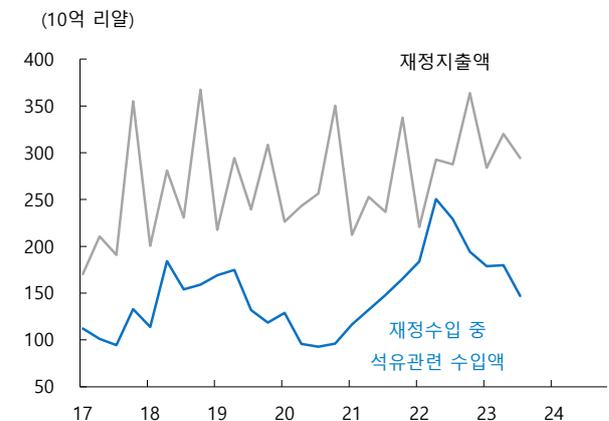


그림4. 사우디의 재정지출 및 재정수입 중 석유관련 수입액



자료: EIA, Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치본부

그림5. 사우디 원유 생산과 GDP 성장률

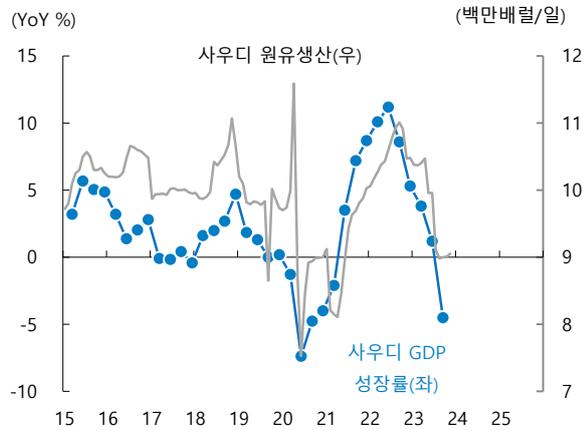
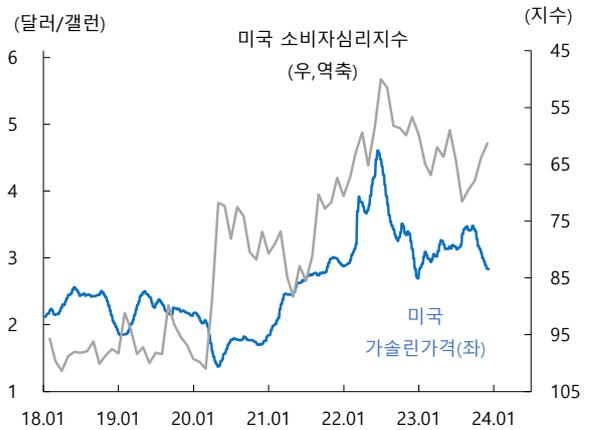


그림6. 큰 폭으로 하락 중인 미국내 가솔린 가격이 소비심리 개선에 기여할 것임



자료: Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치본부

■ 미-사우디간 원유생산 치킨게임 가능성은?

- 원유생산을 두고 미국과 사우디간 치킨게임 가능성마저 일부에서 제기
  - 사우디 주도의 OPEC+의 자발적 감산 결정에도 불구하고 유가 하락세가 지속되면서 유가가 배럴당 60 달러대에 진입함
  - 이런 상황에서 일부에서 사우디의 원유 정책이 증산으로 선회할 가능성을 제기함. 감산 정책의 유가 상승 견인력 약화로 오히려 내년부터 사우디가 증산을 통한 점유율 확대 정책에 나설 수 있다는 주장임. 즉, 사우디가 원유 증산을 통해 미국은 물론 OPEC+ 회원국과도 치킨게임을 할 수 있다는 주장으로 그 가능성을 배제할 수 없다는 생각임
- 치킨게임 가능성(1): 효과가 의문시되는 사우디 감산 정책
  - 11월 기준으로 사우디 원유생산량은 905만 배럴/일 수준으로 최대 생산능력(1,200만 배럴/일) 대비 약 300만 배럴/일 감산 중임. 특히, 지난해말 대비 사우디의 원유생산은 약 143만 배럴/일 줄어들었지만 OPEC 전체 원유생산은 같은 기간 113만 배럴/일 줄어드는데 그침. 사실상 사우디를 제외하고 여타 OPEC 국가는 지난해 말 대비 증산 중임. 사우디의 감산 정책이 앞으로도 실효를 얻지 못할 수 있음을 시사함
  - 동시에 미국 원유생산은 11월 기준으로 1,320만 배럴/일 수준으로 사상 최고치임. 지난해 말 대비로는 약 110만 배럴/일이 증가한 것임. 공교롭게 OPEC 전체 원유 감산 규모와 유사한 수준임. 이는 사우디의 감산에도 불구하고 원유 공급측면에서 큰 차질이 발생하지 않았음을 의미함
  - 관건은 내년 원유 수급인데 현재 원유 수요는 미국과 중국의 동반 경기 둔화로 원유 수요가 강하게 증가할 가능성이 낮아짐. <그림 3>에서 보듯 중국 월별 원유수입 규모는 답보 상태이며 또 다른 잠재 원유 수요로 예상되었던 미국의 전략비축유 재확충 수요 역시 매우 더딘 흐름을 보이고 있음. 당분간 원유 수요가 크게 증가하지 않을 가능성이 큼
  - 반면, 공급측면에서 미국 에너지청 전망에 따르면 미국내 원유생산은 24년말 1,335만 배럴/일로 올해보다 약 15만 배럴/일 증가할 것으로 추정되고 있음. 증산 규모가 크다고 할 수 없지만 미국내 원유 생산 증가 추세는 사우디의 감산 정책에는 부담을 줄 수 있음
  - 여기에 공급측면의 또 다른 변수는 러시아로 예상됨. 러시아의 24년 예산안에 따르면 내년 예산액은 올해보다 22.3% 증가할 계획임. 특히 24년 국방 예산이 올해보다 70% 가까이 증가함. 우크라이나 전쟁 장기화에 대비해서 국방 예산을

급격히 증액한 것으로 판단됨. 따라서 원유 등 각종 원자재 수출이 러시아 연방 재정수입의 주원천임을 감안하면 러시아가 사우디 주도의 추가 감산정책에 적극적으로 참여할 가능성은 낮고 오히려 원유 수출을 확대할 여지가 있음

- **치킨게임 가능성(2): 사우디 경제와 재정 상황도 감산 정책 지속 가능성을 낮추고 있음**

- 사우디 주도의 감산정책으로 유가가 다시 급반등한다면 현 감산정책을 유지할 여지가 있지만 감산 정책에도 불구하고 현 유가 수준이 유지될 경우 사우디 경제와 재정에도 큰 악재로 작용할 여지가 있음
- <그림 4>와 <그림 5>에서 보듯 사우디 경제는 원유생산 추이에 좌지우지되고 있음. 더욱이 각종 대형 재정 프로젝트 추진으로 재정지출이 증가하는 국면에서 재정수입 중심에 있는 석유관련 재정수입액은 감산 여파로 오히려 줄어들고 있는 추세임. 따라서 현 원유생산과 유가 수준을 사우디 경제가 얼마나 감내할 수 있을지가 의문시됨

■ **사우디가 오히려 증산을 통해 미국 셰일 업체와의 생존 게임에 돌입할 수 있음**

- **미국 셰일 업체를 재차 압박하기 위해 사우디가 증산에 나설 가능성이 있음**

- 아직은 시나리오지만 사우디가 미국내 원유 생산을 주도하고 있는 셰일 업체를 압박하기 위해 증산을 통한 유가 하락 카드를 선택할 가능성은 잠재해 있음. 주지하고 있듯이 사우디의 원유 생산 비용과 셰일 업체의 원유생산 비용은 현격한 차이를 보이고 있어 유가 추가 급락시에는 미국 셰일 업체의 생산 및 경영에 큰 타격을 주면서 미국내 원유생산이 줄어들 수 있음

- **시나리오지만 사우디가 증산을 통한 치킨게임에 나선다면 국제 유가가 큰 폭으로 하락할 수도 있음**

- 유가 지지를 위한 감산 정책을 포기하고 사우디가 증산으로 원유 생산 정책을 피봇할지는 내년 1 분기중 판가름나지 않을까 싶다는 생각임. 현 유가 수준이 유지될 경우 사우디가 감산정책을 고집할 필요성이 떨어지기 때문임
- 물론 변수는 남아 있음. 일례로 이스라엘-하마스간 학전 우려 등이 재고조되면서 유가가 반등할 경우 사우디의 감산 정책 역시 유지될 것임

- **만약 사우디가 증산 정책으로 선회한다면 이는 디스인플레이션 기대감을 더욱 확산시키는 동시에 미국 등 주요국의 경기 연착륙에 기여할 것임. 향후 유가 추이, 특히 사우디의 원유정책의 변화 가능성도 주시할 필요가 있음**

Compliance notice

▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.

▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자 : 박상현, 류진이)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증명자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.