Strategy Idea

고유가와 중국

글로벌 투자전략 - 신흥국
Analyst **최설화**
xuehua.cui@meritz.co.kr

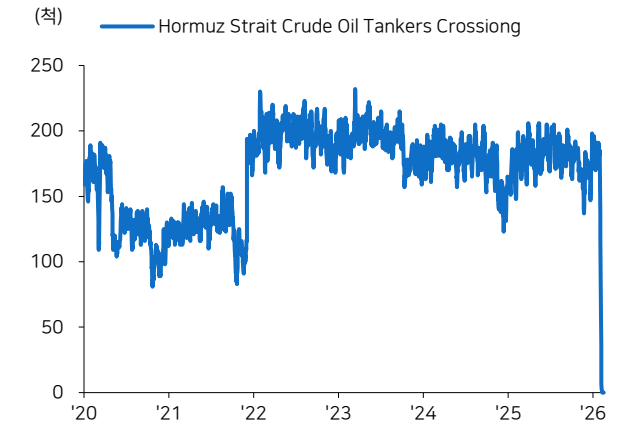
- ✓ 고유가가 중국 경기에 주는 충격: 10달러 상승마다 -0.2%, PPI는 10% 상승마다 -1.4%
- ✓ 비축유 방출, 석탄 자원 활용 및 러시아/브라질로부터의 수입 증가 등 대안으로 기타 국가 대비 충격은 제한적일 전망
- ✓ 전쟁 이후 친환경 구축 수요 증가 → 중국 ESS, 전기차, 변압기 대표 수출기업 수혜 예상

글로벌 고유가 장기화 위험 상승

중동 전쟁이 3주 차에 접어든 가운데 글로벌 시장은 아직 단기전 가능성에 기대를걸고 있지만 현실 상황은 녹록치 않다. 3월 중순 기준으로 호르무즈 해협의 통행량은 평시 대비 95%이상 급감하면서 '사실상의 전면 봉쇄'가 현실화 단계에 진입했다. 이 경우 유종이나 지역에 상관없이 전 세계적으로 공급망 마비가 발생하며, 글로벌 유가가 일제히 폭등하는 에너지 쇼크 국면에 진입할 가능성이 높다.

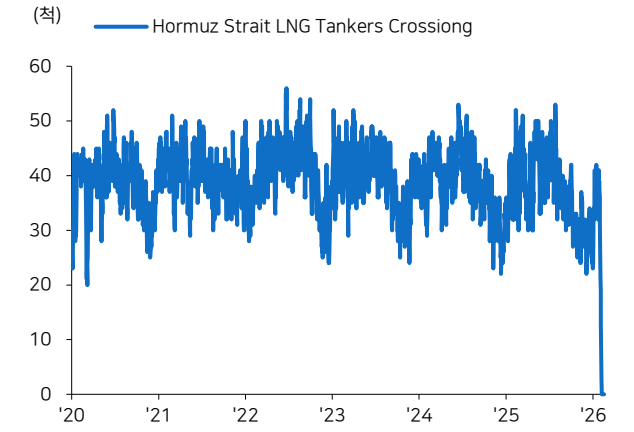
유일한 대안이었던 UAE의 푸자이라(Fujairah) 항구마저 최근 드론으로 공격을 받아 운영이 중단되면서, '안전한 우회로는 없다'는 공포가 시장을 지배하고 있다. 한국 정부도 원유 위기경보를 2단계인 '주의'로 격상시켰다.

그림1 **호르무즈 해협을 통과하는 유조선 수**



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 **호르무즈 해협을 통과하는 LNG선 수**

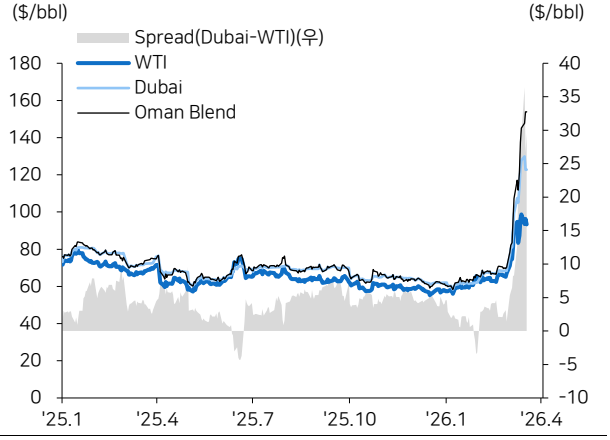


자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

대다수 제3국들은 여전히 명확한 지지 의사를 밝히지 않는 채 관망하고 있다. 중국은 미국의 파병 요구를 거부하며 정전과 안정을 강조하는 원론적 중립을 유지하고 있다. 유럽은 미국의 승전 가능성을 저울질하며 신중한 태도다. 특히 주요 아랍국들은 자국 영토가 전장이 되는 것을 방지하기 위해 전황이 미·이 측에 유리하면 서방에 협력하고, 미군이 열세에 처하면 오히려 이란의 손을 들어 미군 기지를 철수시키는 기회주의적 실용 노선을 취하고 있다.

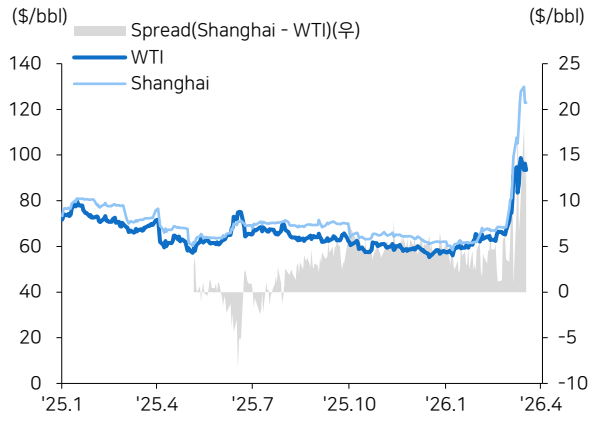
미·이 연합군과 이란 양측 모두 전략적 이익을 위해 해협 봉쇄를 추진할 유인이 현재 충분하다고 보인다. 이에 따라 단기적으로 에너지 공급 부족 사태가 조기에 해결되기 녹록치 않다. 현재 지정학적 피해 여부로 아시아계 유가(두바이, 오만, 상하이 등)와 국제 유가(WTI, 브렌트 등)들의 스프레드가 벌어지고 있지만, 앞으로 전쟁 국면이 길어진다면 이 스프레드 또한 축소될 가능성이 높다(그림 3, 4).

그림3 **중동 유가와 국제 유가 차이**



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 **상하이와 국제 유가 차이**



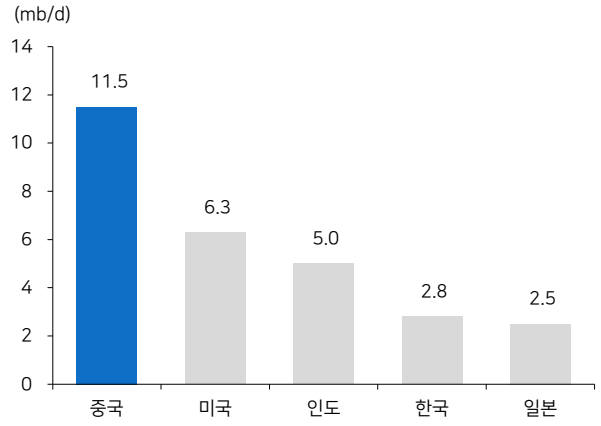
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

고유가가 중국 경기에 주는 충격

중국은 전세계 원유 수입국 1위 국가이다. 일 평균 수입량은 약 1,150만 배럴로, 미국의 2배 가까이에 달한다. 비록 그동안 신재생에너지 등 친환경 노력들을 많이 했지만, 화학 제품 자급률을 빠르게 높이면서 원유의 연간 수입량이 꾸준히 증가했고 수입 의존도도 73%까지 늘었다(그림 6). 이 중 호르무즈 해협을 통해 수입되는 비중이 약 36~40%로 추정되기 때문에, 이번 중동 사태로 고유가가 장기화된다면 중국 경기와 물가에 미치는 영향을 간과하기 어렵다.

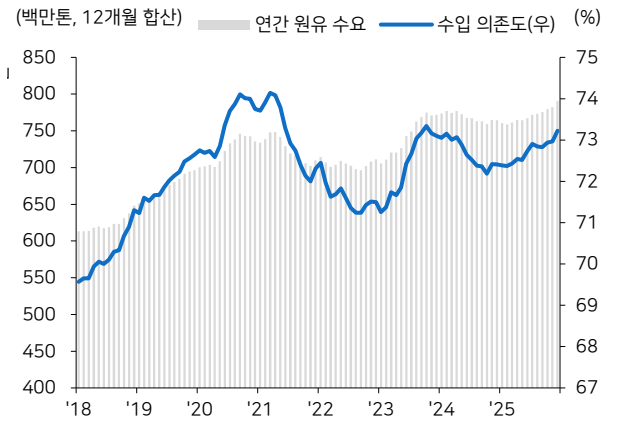
현재 중국 PPI(생산자물가)에서 석유와 화학 제품이 차지하는 비중이 약 14%로 조사된다(그림 7). 과거 국제 유가와 중국 PPI 전년동월비 상승률 추이를 보면 2012년과 2022년 중국 부동산 경기가 급랭했던 시기를 제외하고는 상관관계가 높았다(그림 8). 올해 중국 부동산 경기의 추가 급락할 가능성이 낮다는 점을 감안하면 이번 유가 상승이 중국의 수입 물가 상승으로 연결될 개연성이 높다.

그림5 **2025년 전세계 원유 수입량 Top5 국가 비교**



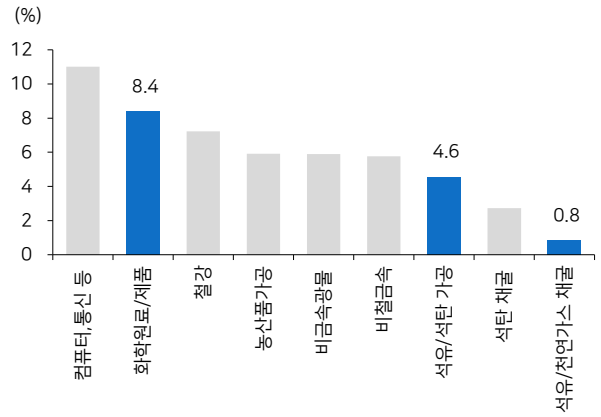
자료: IEA Oil Market Report(2026.03), US EIA STEO,메리츠증권 리서치센터

그림6 **중국의 원유 수요량 매년 증가, 수입 의존도 73%**



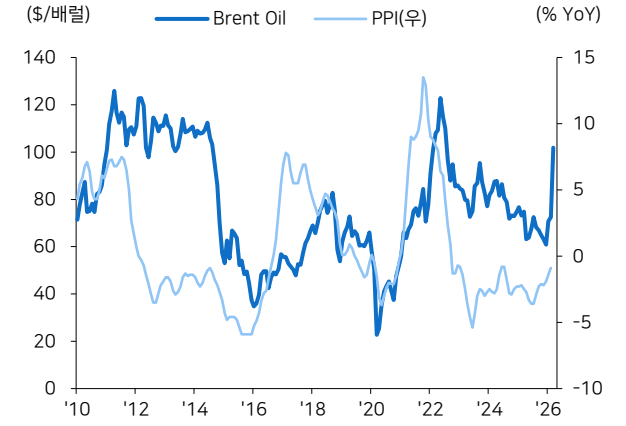
자료: 해관총서, 메리츠증권 리서치센터

그림7 **중국 PPI 내 석유 및 화학 관련 제품 비중:**



자료: Galaxy Securities, 메리츠증권 리서치센터

그림8 **국제 유가와 중국 PPI 상승률 추이**



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

이런 점들을 감안해서 민감도 분석을 해보면 유가가 10 달러씩 상승할 때마다 중국 GDP 성장률에는 -0.2%p의 충격을 줄 수 있다(중국의 연간 원유 수입량 42억 배럴을 기준으로 계산). 또한 생산자물가(PPI) 중 원유 및 화학제품의 비중이 14% 내외인 점을 감안하면 유가가 10%씩 오를 때마다 PPI는 1.4%p씩 상승하게 된다.

이를 정리하면 아래 〈표 1〉과 같다. 즉 현재 별다른 변화가 없다는 전제에서 유가 100 달러 이상부터 중국의 연간 성장률 목표 달성에도 부담이 커질 수 있다.

표1 **유가 변화가 중국 GDP와 PPI 상승률에 미치는 효과**

유가 시나리오 ($/bbl)	GDP 충격(pct)	PPI 상승 효과(%p)	비고
70-80	0	-0.5 ~ 0.0	
80-90	-0.21	0.50 ~ 1.75	PPI 플러스 전환, 비용 압박 상승
90-100	-0.42	1.75 ~ 3.50	제조업 공급망 마진 압박 뚜렷
100-110	-0.63	3.50~5.25	제조업 경기 임계점
110+	>-0.63	>5.25	스태그플레이션 상태

자료: 메리츠증권 리서치센터

중국의 대응 여력과 중장기 대안: 주변국 대비 충격은 제한적

그러나 현실적으로 고유가가 중국 경기에 미칠 충격이 예상보다 약할 수도 있다. 아래와 같은 3가지 이유 때문이다.

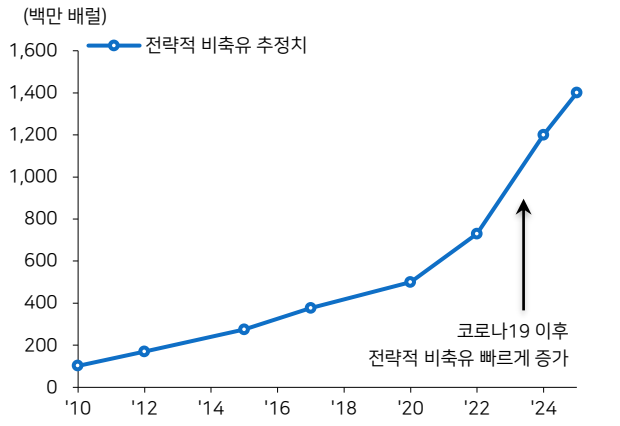
첫째, 비축유 방출이다. 중국은 코로나19 이후부터 국가 안보를 강조하며 전략적 비축을 빠르게 늘렸다. 현재 중국의 원유 비축량은 125일로 추정되며, 유럽의 주요국인 프랑스(95일), 독일(90일)보다 양호하다.

둘째, 일본, 한국과 다르게 중국은 에너지원 중 석탄 비중이 높고, 석탄화학도 발달되어 있다. 일반적으로 유가가 배럴당 70~80 달러를 상회하면 석탄화학의 원가 경쟁력이 납사 크래커(NCC)를 압도하기 시작한다. 중국 전체 에틸렌 생산능력의 약 25~30%가 석탄 기반으로 확보되어 있고, 석탄은 중국 내 자급이 가능하다. '22년 러-우 전쟁으로 유가가 급등했을 때에도 중국은 석탄 생산량을 늘리고, 낮은 가격의 석탄 장기공급 계약을 체결하며 2%대의 CPI를 유지했다(그림 11).

셋째, 수입 지역의 진일보 다원화이다. 이미 러시아, 브라질 등 기타 지역으로부터의 원유 수입 비중이 '11년의 10%에서 '25년 26%까지 상승했는데, 향후 이 비중이 더 확대될 전망이다(그림 12). 특히 1) 이번 해상 리스크를 상쇄하고자 러시아 및 중앙아시아를 통한 육로 수입을 늘릴 것이며, 2) 결제 수단도 위안화로 바꿔 외환 리스크와 제재 위협에도 방어할 수 있다.

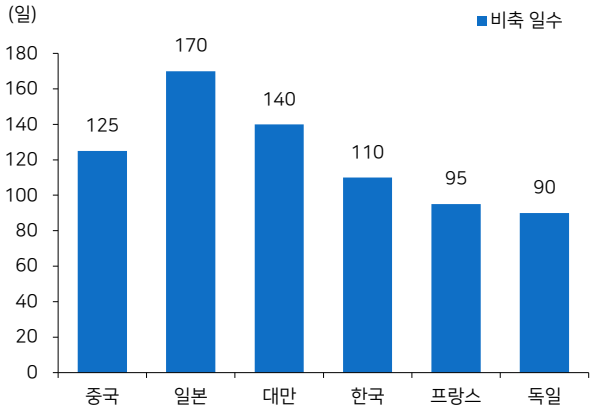
정리하면 전세계 최대 원유 소비 국가로 중국도 이번 사태의 경제적 충격을 피할 수 없지만, 유럽 및 아시아 주변국 대비 그 충격이 제한적일 것으로 예상된다.

그림9 중국의 전략적 비축유: '20년 이후 빠르게 확대



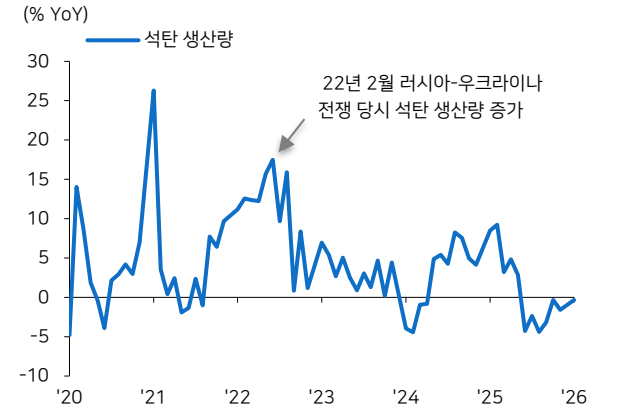
주: 정부와 민간 합산액 기준
자료: IEA, EIA,Kpler 종합, 메리츠증권 리서치센터

그림10 주요국들의 원유 비축일수 비교



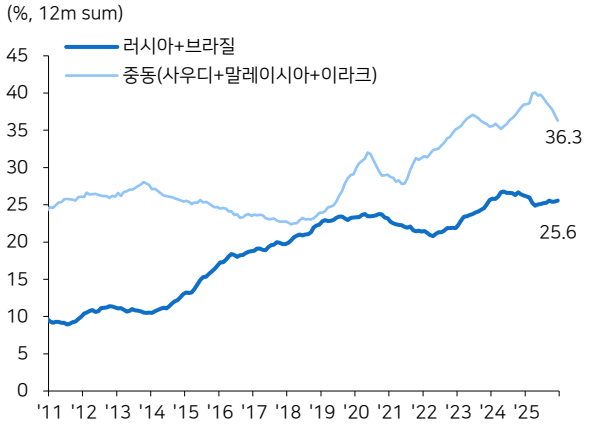
주: 정부와 민간 합산액 기준
자료: EIA, 메리츠증권 리서치센터

그림11 중국의 석탄 생산량: '22년 생산 증가 통해 유가 압력 방어



자료: 해관총서, 메리츠증권 리서치센터

그림12 중국의 전체 수입에서 러시아와 브라질 수입 비중 상승



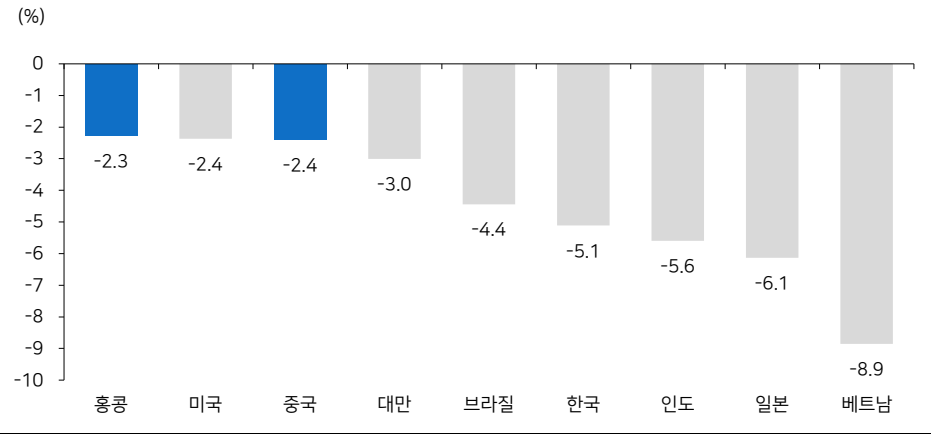
자료: 메리츠증권 리서치센터

전쟁 이후 친환경 구축 수요 증가 → 중국 선두기업 수혜

중화권 주식시장은 상대적으로 선방하는 모습이다. 2월 28일 전쟁 발발 이후 중국 증시의 대표지수 하락폭은 2%대에 그치며, 기타 아시아 국가 대비 견조한 흐름을 유지했다. 이는 연초부터 상승폭이 제한적이었던 영향도 있겠지만, 무엇보다 고유가에 대한 대응 여력이 다른 국가보다 높기 때문으로 풀이된다. 또한 중국 증시는 에너지와 소재 등 전통 산업의 비중이 높아, 유가 상승에 따른 이익 개선 기대감이 지수 하방을 지지한 측면도 있다.

단기적으로 중국증시의 변동성은 확대될 전망이다. 전쟁 불확실성에 따른 고유가 장기화 리스크가 높아지고 있고, 가장 큰 정치 이벤트인 3월 양회가 폐막되었으며 기대했던 미-중 정상회담도 1개월 미루어져 정책 모멘텀이 약해졌기 때문이다. 숲보다는 나무를 보는 전략이 필요하다. 3월부터 홍콩기업들을 시작으로 상장사 실적 시즌이기 때문에 펀더멘털 변화에 따라 업종별, 기업별 차별화 양상이 예상된다.

그림13 **미국-이란 전쟁 이후 주요국 대표지수 주가 변동폭: 중국 상대적 선방**



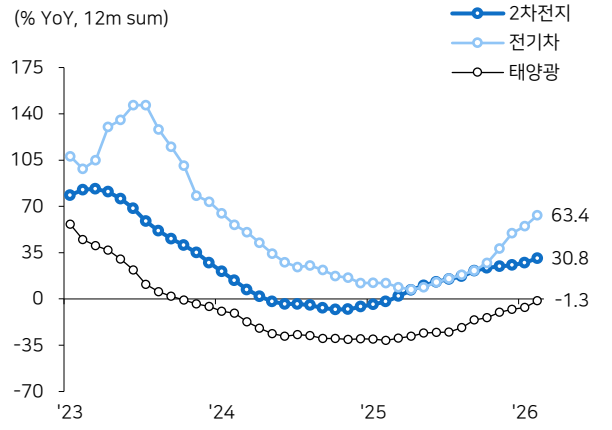
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

중기적인 관점에서 중국의 ESS, 전기차, 변압기 대표 기업에 주목할 필요가 있다. 아직 전쟁이 언제 끝날지 아직 예단할 수 없지만, 이번 전쟁으로 많은 국가들이 중동 지역 원유 의존도를 낮추려는 다양한 노력이 배가될 것이다. 여러 대안 중 한가지는 친환경 비중을 높이는 것인데, 이는 전세계 친환경 특허의 30%, 제품의 70%를 차지하고 있는 중국에 사업 확대의 계기가 될 가능성이 높기 때문이다.

실제 중국의 해외수출 대표 품목들인 2차전지, 전기차 및 태양광의 수출액 증가율이 24년을 바닥으로 반등 중이다(그림 14). 이 중 전기차는 내수 부진을 타개하고자 해외 수출에 적극 나서면서 지난 1년간 수출액이 63.4% 상승했고, 2차전지는 과거 LFP 주도에서 현재 ESS 주도로 수출액이 연간 31% 늘었다. 또한 AI 데이터센터에 따른 전력 수요 증가와 함께 중국의 변압기 수출액 증가율도 '22년의 15%에서 현재 34%까지 상승하며 수출 호조를 누리고 있다(그림 15).

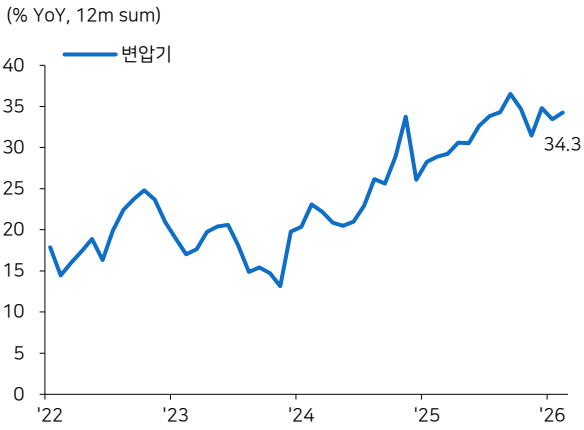
지역별로도 올해 1~2월 對 아세안(+29%), 라틴아메리카(+22%), 유럽(+28%)의 수출 모두 두 자릿수 성장을 기록했다. 올해 연초 유럽 내에서 가장 영향력이 있는 싱크탱크 유럽외교협회(European Council on Foreign Relations)에서 실시한 '트럼프 2기 정부와 글로벌 영향력' 관련 조사에 따르면, 조사 대상의 21개국 중 거의 모든 국가에서 향후 10년 내에 중국의 영향력이 미국을 압도하거나 대등할 것으로 예측했다. 특히 남아공(83%), 브라질(72%), 터키(63%) 등 신흥국들의 전망이 매우 긍정적이어서, 중국의 Non-US향 수출 호조는 향후 1~2년간 유지될 가능성이 높다. 각 영역의 대표기업들은 CATL(ESS), 비야디(전기차), 스웬전기(변압기)이다.

그림14 **중국 2차전지, 전기차, 태양광 수출액 증가율 반등**



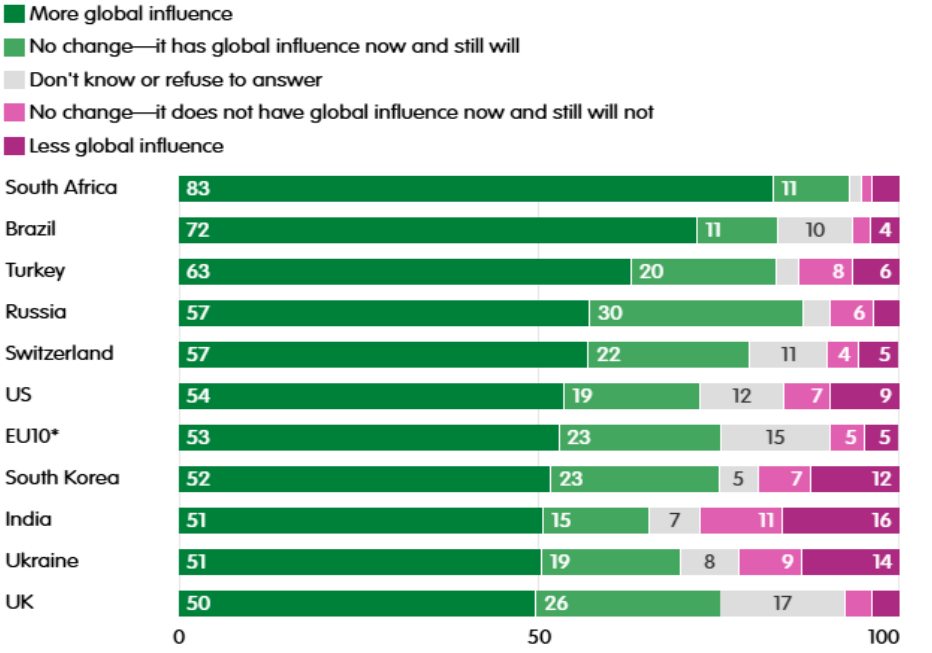
자료: 해관총서, 메리츠증권 리서치센터

그림15 **중국 변압기 수출액 꾸준히 상승**



자료: 해관총서, 메리츠증권 리서치센터

그림16 **향후 10년 내 중국의 영향력이 미국을 압도할 것이라고 생각하는지에 대한 답변**



주: EU10개국은 독일, 프랑스, 이탈리아, 스페인, 폴란드, 덴마크, 에스토니아, 포르투갈, 헝가리, 불가리아
자료: ECFR, 메리츠증권 리서치센터

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 추천 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 하시기 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.