IBKS Spot Comment

에너지/소재

이동욱

02) 6915-5671
treestump@ibks.com

[에너지/소재]
OSP가 아니라 크랙을 보셔야 합니다

역내 등/경유 크랙이 급등한 10가지 이유

지난주 역내 등유와 경유 크랙은 각각 배럴당 117달러, 178달러를 기록하며 사실상 역사적 고점 구간에 진입했다. 이번 미국-이란 전쟁은 단순한 원유 공급 충격에 그치지 않고, 중간유분 부족으로까지 파급된 사건으로 해석할 필요가 있다. 특히 최근 시장에서는 원유 자체의 부족보다 항공유와 경유의 실물 조달 난이도가 더 빠르게 높아지고 있으며, 그 결과 중간유분 크랙이 비정상적으로 확대되는 흐름이 나타나고 있다.

첫째, 호르무즈 봉쇄는 원유보다 정유제품 시장에 더 큰 충격을 가했다. 중동은 원유 공급지일 뿐만 아니라 항공유와 경유 등 중간유분의 핵심 수출 거점이다. 호르무즈 해협 통과가 차질을 빚을 경우, 원유는 전략비축유(SPR) 방출이나 비 OPEC 증산 기대 등으로 일부 대응 논리가 작동할 수 있지만, 정유제품은 대체 공급 경로와 즉각적인 증산 여력이 제한적이다. 즉, 이번 사태는 원유 쇼크이면서 동시에 정유제품 쇼크이며, 그중에서도 중간유분 시장이 가장 직접적인 타격을 받고 있다.

둘째, 클린탱커 운임과 전쟁보험료 급등이 중간유분에 직격탄이 됐다. 완제품은 주로 클린탱커를 통해 운송되는데, 이번 전쟁 이후 전쟁위험보험료 급등, 위험해역 확대, 우회 항로 장기화, 선복 부족이 동시에 발생했다. 그 결과 완제품 운송비 상승폭은 원유 운송비 상승폭보다 더 크게 확대됐다. 등유와 경유는 클린 물동량 의존도가 높기 때문에 이러한 물류비 상승의 부정적 영향을 가장 크게 받고 있다.

셋째, 중동산 원유 공급 차질은 정유사의 중간유분 생산능력 자체를 흔들었다. 아시아와 유럽 정유사들은 특정 원유 슬레이트를 기반으로 경유와 항공유 수율을 최적화해 왔다. 그러나 중동산 원유 공급 차질이 장기화되면 단순히 원유 가격이 상승하는 데 그치지 않고, 원료 구성 변화로 인해 설비 운용 효율 자체가 저하된다. 실제로 아시아와 유럽 정유사들은 중동 물량을 대체하기 위해 미국, 브라질, 서아프리카산 원유를 급히 확보하고 있으나, 이는 생산 차질과 원료 재배치를 동시에 유발하고 있다. 휘발유는 상대적으로 블렌딩 대응이 가능하지만, 경유와 항공유는 설비 특성상 단기간 내 증산이 쉽지 않다.

넷째, 유럽의 항공유 조달 불안이 아시아 현물시장의 물량까지 빨아들이고 있다. 유럽은 구조적으로 중동산 항공유 의존도가 높은 지역이다. 최근 유럽 내 항공유 조달 불안이 심화되면서 긴급 조달 수요가 아시아 현물시장까지 유입되고 있다. 이에 따라 아시아 역내 수급이 이미 타이트한 상황에서 유럽발 추가 수요까지 가세했고, 결과적으로 등유와

본 조사분석자료는 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

경유 크랙은 한 단계 더 상승하는 구조가 형성됐다. 즉, 현재 아시아 중간유분 시장은 역내 수급 타이트와 역외 유출 수요가 동시에 작동하는 이중 압박 국면에 놓여 있다.

다섯째, 중간유분 수요는 예상보다 훨씬 비탄력적이다. 경유는 물류, 농기계, 산업용 연료 등 경제활동 전반에 폭넓게 사용되기 때문에 가격 급등에도 단기 수요 축소가 제한적이다. 항공유 역시 일부 항공편 감편은 가능하나, 전체적으로는 공급 차질이 수요 파괴보다 먼저 나타나는 구조다. 반면 가솔린은 EV 침투율 확대 및 소비자 운행 감소를 통해 일정 부분 수요 조정이 가능하다. 결국 중간유분은 가격 상승에 대한 수요 탄력성이 가장 낮은 제품군이며, 이것이 크랙 급등의 핵심 배경 중 하나이다.

여섯째, 항공유는 완충 재고가 적어 작은 공급 차질에도 가격이 과민하게 반응한다. 항공유 시장은 원유 시장의 일부처럼 보이지만, 실제로는 재고 완충 능력이 제한적이고 저장/유통 체계도 상대적으로 경직적이다. 따라서 공급 차질이 발생할 경우 충격을 흡수할 완충지대가 크지 않다. 최근 아시아 항공사들이 공급 불안을 이유로 스케줄 조정, 추가 급유, 우회 운항까지 검토하고 있는 것은 단순한 가격 상승이 아니라 실물 부족 우려가 운영 단계로 확산됐음을 의미한다. 이 경우 작은 물량 부족도 가격을 과도하게 끌어올리는 특징이 있다. 또한 항공유는 휘발유나 경유와 달리 전용 저장 탱크가 필요하다.

일곱째, 경유는 산업 활동의 가장 마지막 단계까지 수요를 지탱하는 연료다. 경유는 트럭 운송, 건설장비, 산업 설비, 일부 발전용까지 폭넓게 사용된다. 따라서 경기 둔화가 나타나더라도 가장 늦게 수요가 약화되는 연료 중 하나다. 더구나 유럽은 러시아산 경유 제약 이후 이미 대체 조달 구조가 고착화된 상태였다. 이런 상황에서 중동 충격이 발생하자 유럽은 아시아 물량을 더욱 공격적으로 흡수하게 되었고, 그 결과 역내 공급은 줄고 차익거래는 확대되는 구조가 만들어졌다.

여덟째, 정제설비는 마진이 높다고 해서 곧바로 중간유분 생산을 늘릴 수 있는 산업이 아니다. 정유사는 가동률을 높일 수는 있어도, 원유 투입 시 산출되는 유종별 비율(수율) 자체를 단기간 내 임의로 바꿀 수는 없다. 더구나 최근 몇 년간 유럽과 미국에서는 일부 정제설비가 영구 폐쇄되거나 바이오연료 설비 등으로 전환되면서 전통적인 중간유분 공급능력 자체가 축소되고 있다. 따라서 이번처럼 중간유분 수요가 급격히 증가하는 국면에서는 공급 대응력이 과거보다 훨씬 낮다.

아홉째, 역내 스윙 공급자의 부재가 수급 불안을 증폭시켰다. 평시에는 중국과 같은 스윙 공급자가 수출을 확대하면서 아시아 시장의 급등을 일정 부분 완화한다. 그러나 이번에는 중국의 수출 제한(3월 12일), 태국의 정유제품(휘발유/경유/항공유) 수출 통제 등이 겹치면서 역내 가용 물량이 오히려 줄어들었다. 이에 따라 베트남, 방글라데

시, 필리핀 등 수입 의존도가 높은 국가들이 직접적인 타격을 받았고, 중동발 공급 차질과 동북아발 수출 통제가 중첩되면서 중간유분 크랙은 폭발적으로 확대됐다.

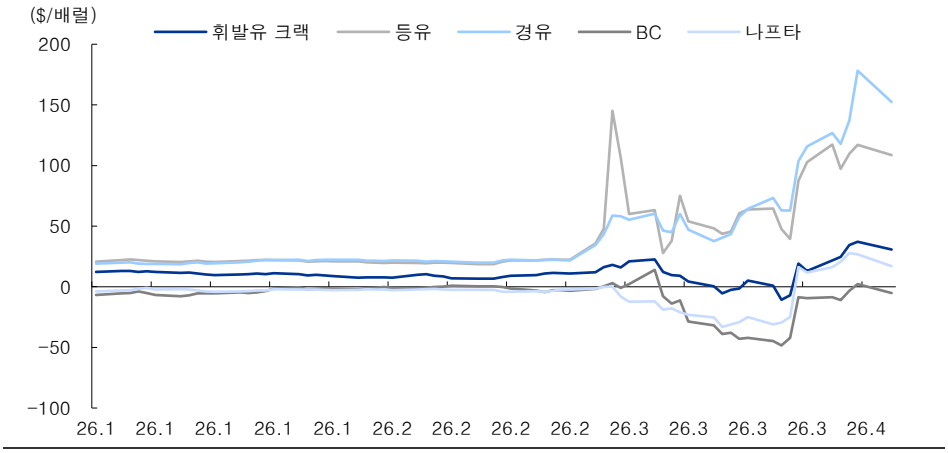
열째, 실수요뿐만 아니라 선제 확보 수요까지 유입되며 현물시장이 자기강화적으로 타이트해졌다. 이번 급등은 단순한 실수요의 견조함 때문만은 아니다. 항공사들은 현지 조달 리스크를 줄이기 위해 출발지에서 연료를 추가 탑재하는 탱커링을 확대하고 있고, 트레이더와 실수요자들도 향후 추가 상승을 우려해 구매 시점을 앞당기고 있다. 이는 실수요에 더해 선제 확보 수요까지 동시에 유입되고 있음을 의미한다. 공급 부족에 재고 선점 심리까지 결합되면서, 현물시장은 구조적으로 더욱 타이트해지고 있다.

결국 이번 중간유분 크랙 급등은 단순한 유가 상승의 결과가 아니다. 원유 공급 차질, 제품 운송 차질, 정유사 원료 운용의 제약, 유럽의 긴급 조달 수요, 비탄력적인 실수요, 제한적인 완충 재고, 정제설비의 구조적 경직성, 역내 스윙 공급자 부재, 그리고 선제 확보 수요가 동시에 맞물린 결과다. 즉, 지금 시장은 원유 가격이 아니라 중간유분의 접근성과 가용 물량이 가격을 결정하는 국면에 들어섰다고 판단된다.

S-Oil과 SK이노베이션 정유부문 매출액의 45~50%를 차지하는 중간유분, 즉, 경유/등유/항공유 크랙이 역사적 수준까지 상승하고 있다는 점은 매우 중요하다. 비록 아람코의 5월 OSP 인상 폭(전월 대비 17달러/배럴 상승)이 역사적으로 컸더라도, 현재 국면에서는 중간유분 크랙 확대 효과가 원가 부담을 상당 부분 상쇄하거나 오히려 압도할 가능성이 높다. 여기에 유가 상승에 따른 재고평가이익, 그리고 OSP 인상분의 실질적인 비용 반영에 1~2개월가량의 시차가 존재한다는 점까지 감안하면, 2분기 정유부문 실적은 시장의 우려와 달리 의미 있는 개선이 나타날 가능성이 높다. 크랙 정상화 시점은 전쟁 종료 타이밍에 달려 있지만, 단기 종전 시에도 등유/경유 크랙은 현 수준 대비 30~50% 조정에 그칠 것으로 예상되며, 장기화 될 경우 내년 겨울까지도 높은 크랙이 지속될 가능성이 있다.

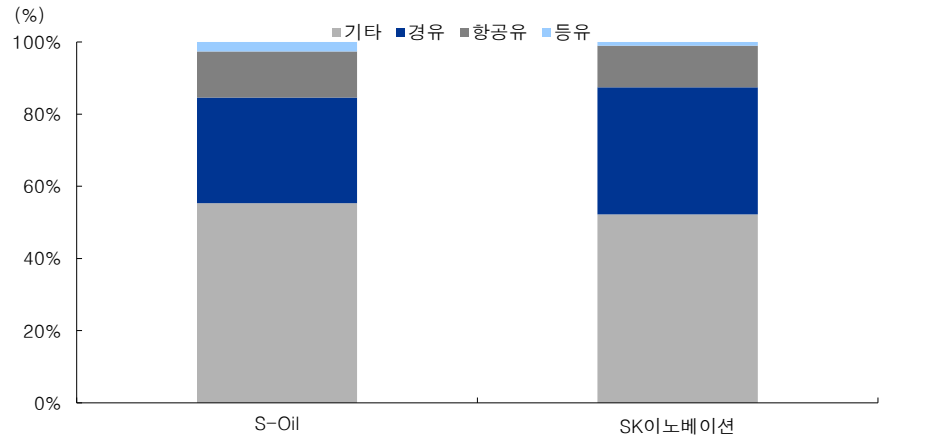
향후 전황에 따라 변수는 열려 있으나, 현재 핵심은 원가 상승 그 자체가 아니다. 중간유분 마진 확대 폭이 그보다 더 크고, 더 빠르다는 점이다.

그림 1. 역내 석유제품 크랙 추이



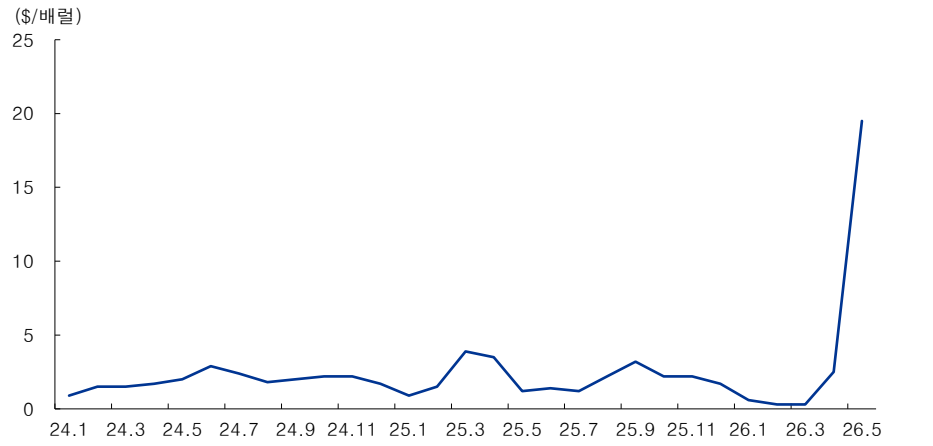
자료: 페트로넷, IBK투자증권

그림 2. S-Oil/SK이노베이션 정유부문 제품별 매출액 비중 현황(2025년 기준, 추정치)



자료: 각사, IBK투자증권

그림 3. Saudi Aramco Arab Light OSP to Asia(vs Oman/Dubai)



자료: Bloomberg, IBK투자증권

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.
동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.
조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
동 자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.