

에너지/화학

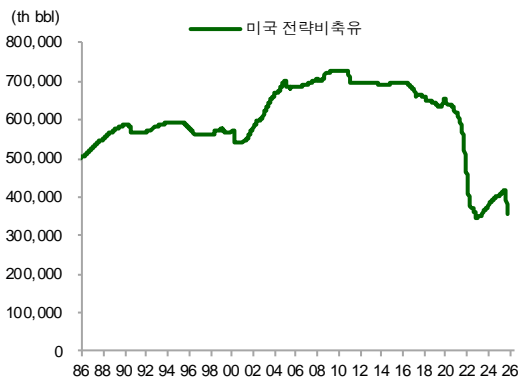
정유: 일시적 둔화 vs. 구조적 마진 강세

에너지/화학 신흥주 T.02)2004-9168 / 23278@shinyoung.com

글로벌 정유 시장 한숨 돌린 것처럼 보이지만...

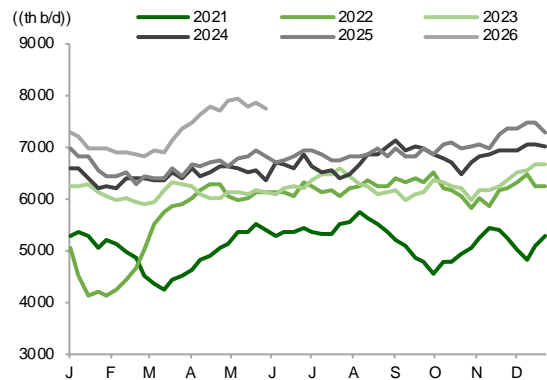
- 최근 몇 주간 제품 가격 및 마진 조정은 일시적. 정제마진 재차 반등 중
 - 최근 몇 주간 석유제품 가격 및 마진 조정. 이는 1) 미국/유럽의 전략비축유 방출, 2) 기존 재고 소진 가속화, 3) 미국의 석유제품 수출 급증, 4) 아시아향 대체 원유 화물 도착 영향이라 판단. 이는 대부분 일시적인 요인이며, 석유제품 수급은 구조적으로 타이트해지는 중. 호르무즈 폐쇄가 장기화되며 글로벌 석유제품 재고는 대폭 소진. 반면, 여름 성수기 시즌에 진입함에 따라 공급 부족 현상이 심화될 가능성 높음. 실제, 6월 초 13\$/bbl까지 조정됐던 복합정제마진은 6월 2주차 현재 29\$/bbl까지 회복

도표 1. 미국 전략비축유 전쟁 이후 방출



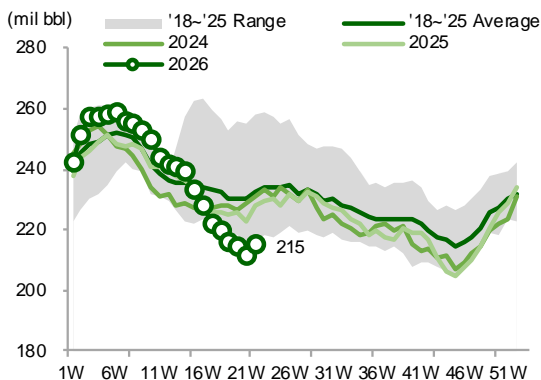
자료: EIA, 신영증권 리서치센터

도표 2. 미국 석유제품 수출량 추이(4-Week Avg.)



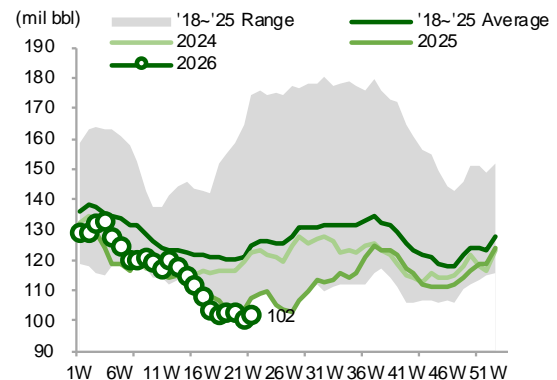
자료: EIA, 신영증권 리서치센터

도표 3. 미국 휘발유 재고 추이



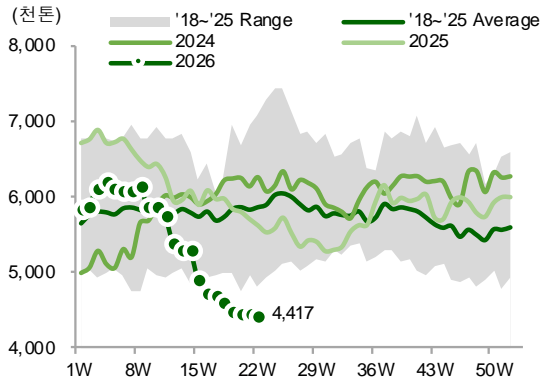
자료: EIA, 신영증권 리서치센터

도표 4. 미국 동경유 재고 추이



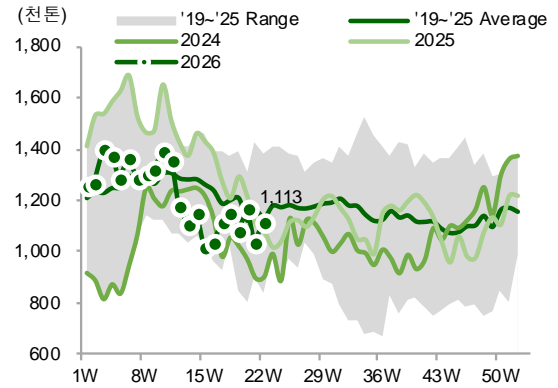
자료: EIA, 신영증권 리서치센터

도표 5. 유럽 석유제품 재고 추이



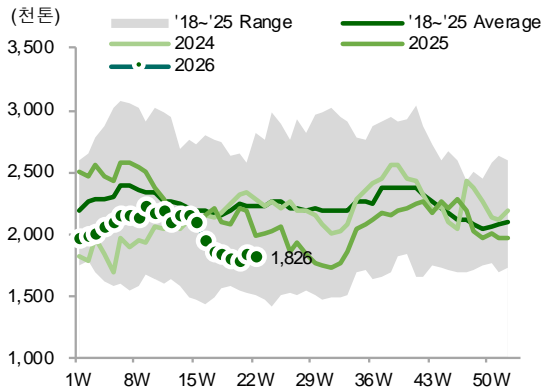
자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 6. 유럽 휘발유 재고 추이



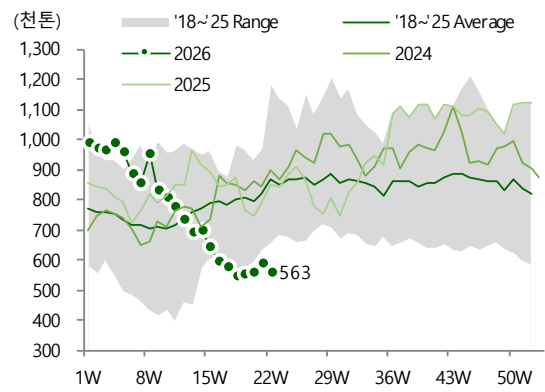
자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 7. 유럽 등/경유 재고 추이



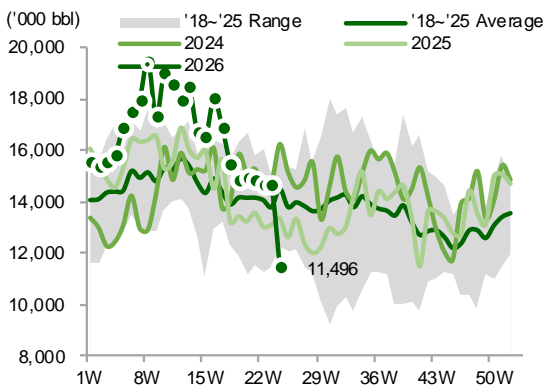
자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 8. 유럽 항공유 재고 추이



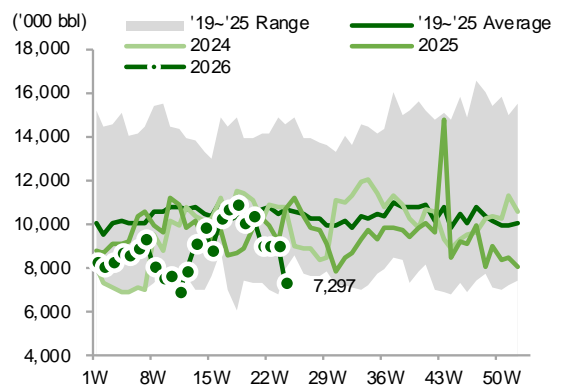
자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 9. 아시아 경질유 재고 추이



자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 10. 아시아 중질유 재고 추이



자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

2Q26 아시아 주요 석유 제품 수급 점검

• 수요 감소에도 불구하고 공급 축소 폭이 더 클 것으로 예상

- 전쟁 이후 원유 및 석유제품의 공급이 감소하고, 그에 따라 제품 가격이 급등하면서 수요 위축이 나타나고 있음. 2Q26 아시아 석유제품 수요는 전년 동기 대비 240만b/d 감소. 재고 소진에 따른 초기 완충 효과와 전쟁 직후의 선 수요가 소멸함에 따라 석유제품 수요는 2분기 후반~3분기 추가 감소 가능
- 수요 감소에도 불구하고 공급 축소 폭이 더 클 것으로 예상. 그에 따라 정제마진 강세는 지속될 전망. 2Q26 아시아 석유제품 공급은 전년 동기 대비 약 370만 b/d 감소. 이는 원유 수급 차질, 중국의 수출 규제에 따른 정제설비 운영 유연성 하락, 대체 원유 조달에 따른 수출 변화 영향

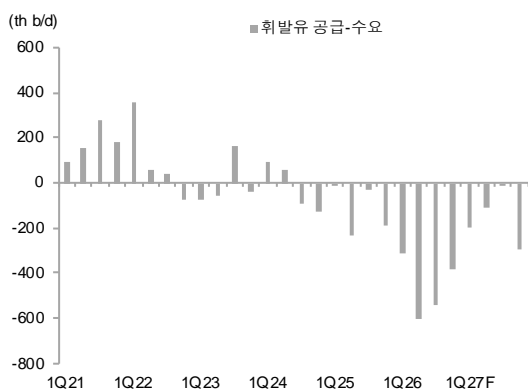
• 휘발유

- 2분기 아시아 휘발유 수요는 전년 동기 대비 약 44만b/d 감소. 이는 원유 공급 차질 및 정제설비 가동률 하락에 따른 제품 조달 타이트화 및 고유가 영향. 지난 3월 호르무즈 해협 폐쇄 직후 패닝 바이닝 및 단기 재고 축적으로 소비가 일시적으로 실제 수요량 대비 급등한 바 있음. 이후 공급 부족 지속 및 높은 가격 지속 영향으로 선수요가 소멸되며 본격적인 수요 조정이 2분기 말 발생할 것으로 전망
- 동기간 휘발유 공급은 전년 동기 대비 약 74.5만 b/d 감소. 석유 제품들 중 수급이 가장 타이트한 품목. 정유사들이 각국 정부 기조에 따라 내수 공급 유지에 집중하면서 역내 수출 물량이 감소한 영향

• 경유/항공유

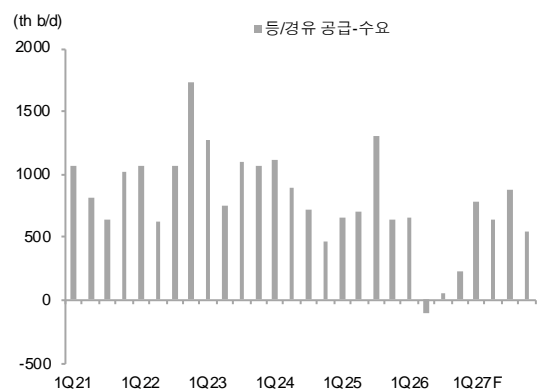
- 2분기 아시아 경유 수요는 전년 동기 대비 약 34만b/d 감소. 이는 아시아 역내 무역 둔화, 산업 활동 위축, 화물 물동량이 감소한 영향. 호르무즈 해협 폐쇄가 장기화되고 물동량이 제한되면서 아시아 화물 및 물류 활동 전반의 가동 축소 나타나는 중. 동기간 아시아 항공유 수요는 전년 동기 대비 약 8만 b/d 감소. 항공권 가격 상승과 비용 압박 영향이 점진적으로 반영되며 수요 감소 제한적
- 동기간 아시아 경유 및 항공유 공급은 각각 93.4만b/d, 65.5만b/d 감소. 원유 확보가 제한되고, 수출 경제성이 떨어지면서 정유사들은 항공유 수출을 점차 합리화하고 경유 생산을 내수 수요에 맞춰 관리 중

도표 11. 아시아 휘발유 수급



자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 12. 아시아 등/경유 수급



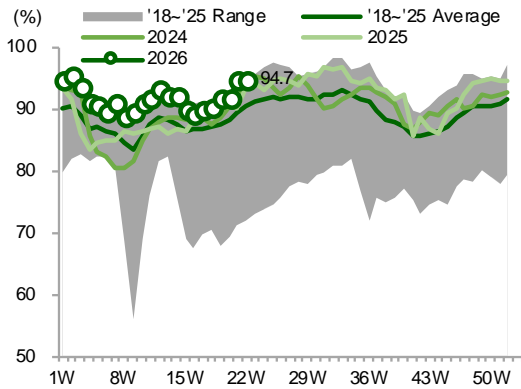
자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

정제마진의 구조적 강세 유지될 수 밖에 없는 국면

• 전쟁 이전 대비 높은 정제마진 지속될 전망

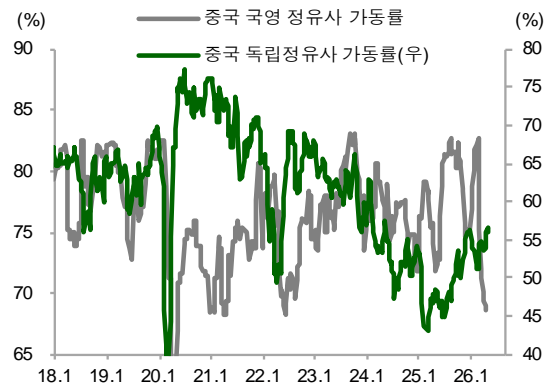
- 석유 제품의 경우 전쟁 이전에도 이미 상위 정제설비 보유 국가들의 가동률은 높았음. 러시아의 경우 우크라이나의 드론 공격으로 인해 다수의 정제설비가 타격을 받은 상황이었음. 2022~2023년 러우 전쟁과 글로벌 에너지 위기로 인해 글로벌 석유제품 재고는 낮고, 러우 전쟁 이전 수준을 회복하지 못했음. 특히 등/경유의 재고가 가장 낮았음. 이러한 상황에서 유가 및 정제마진이 2023~2025까지 하락세가 지속되자 정제설비 순증설도 제한됨.
- 4Q25 정제마진은 14.4\$/bbl(QoQ +5\$/bbl) 상승하며 러-우 전쟁 이후 최고치를 기록. 당시 정제마진 급등 원인은 1) 우크라이나 드론 공격에 따른 러시아 정제설비 타격, 2) 아시아 역내 정기보수 시즌 진입, 3) 미국/유럽 정제설비 폐쇄, 4) 미국 정제설비 화재 발생이 동시 다발적으로 겹친 영향
- 전쟁 이후에는 위 요인들의 규모가 더욱 확대된 상황. 전쟁 이후 글로벌 정제설비 가동 중단 및 가동률 하락 규모는 약 5~6백만b/d로 추산. 이는 글로벌 전체의 약 6~7%에 해당. 이를 감안해보면 전쟁 이후로도 정제마진 강세 유지될 수 밖에 없으며, 전쟁 이전 대비 높은 정제마진 지속될 전망

도표 13. 미국 정유사 가동률 추이



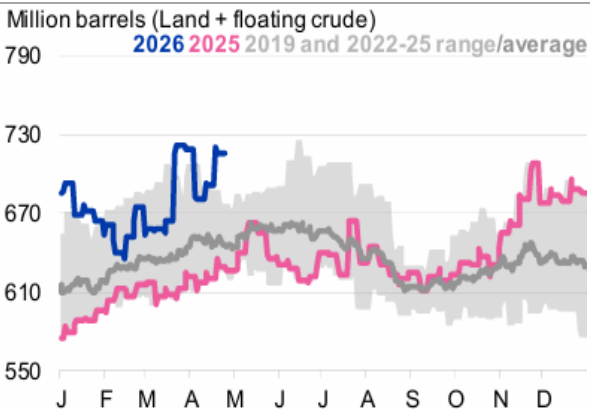
자료: EIA, 신영증권 리서치센터

도표 14. 중국 정유사 가동률 추이



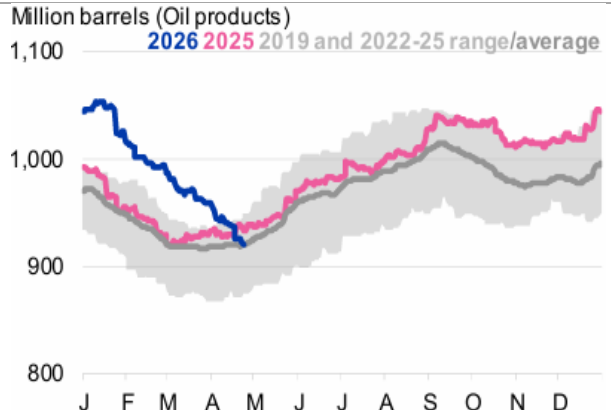
자료: 신영증권 리서치센터

도표 15. 글로벌 원유 재고 추이(육상+해상)



자료: 산업자료, 신영증권 리서치센터

도표 16. 글로벌 석유 제품 재고 추이



자료: 산업자료, 신영증권 리서치센터

• UAE의 OPEC 탈퇴 시사점: 원유 시장 내 MS 경쟁 심화에 따른 OSP 하락

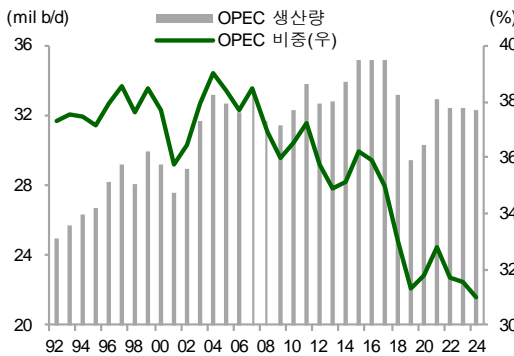
- 5/1일부로 UAE는 OPEC 공식 탈퇴. 표면적 탈퇴 원인은 사우디 중심의 감산 전략과 UAE 생산량 확대 전략 간의 충돌. UAE는 OPEC 내 2위 원유 생산국으로 OPEC+의 원유 생산 능력의 약 25%에 해당. UAE는 전쟁 전 340만 b/d를 생산했으며, ADNOC은 2027년까지 생산능력을 500만b/d 까지 확대하는 목표를 추진 해옴

- 사우디를 중심으로 한 OPEC의 MS는 과거 2000년대 초반 40% 대에서 현재 30%대까지 하락. 그 배경은 미국을 중심으로 한 非OPEC 국가들의 증산이 있음. 사우디 OSP는 통상적으로 유종 간 경쟁강도에 따라서 결정. UAE의 OPEC 탈퇴는 사우디 입장에서는 MS를 뺀다는 요인. 그에 따라 호르무즈 개방 이후 OSP는 과거 대비 그 레벨이 낮아질 것으로 전망. 한국 정유사들 입장에서는 UAE로부터의 원유 조달 및 OSP 하락이 원가 절감으로 이어질 것

• 한국 정유사, Swing Producer로서의 경쟁력 부각

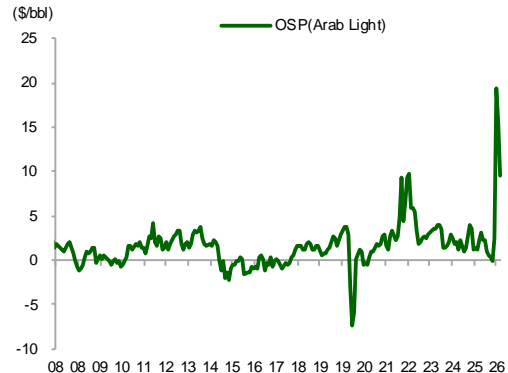
- 1) 한국은 아시아 국가별 정제설비 규모 대비 석유 소비량이 가장 낮은 국가 중 하나. 2) 국내 NCC 가동 지속을 위한 납사 공급 필요성, 3) 원유 도입 다변화를 통해 2026년 5월 기준 2025년의 87%까지 원유 확보 완료. 따라서 전쟁에도 불구하고 가동률 하향 및 수출 중단 가능성 제한적. 반면, 글로벌 2, 3위의 정제설비를 보유하고 있는 중국, 인도의 경우 생산 대비 수출 비중이 각각 10%, 19%에 불과해 가동률 하락 시 내수 부족 위기 발생. 그에 따라 중국/인도 정부는 현재 석유제품 수출 금지 조치 시행 중. 특히, 아시아 역내 중국/인도의 석유제품 가동률 하락 및 수출 제한은 국내 정유사의 이익 레벨을 높이는 요인

도표 17. OPEC 원유 생산량 및 글로벌 원유 생산 내 비중



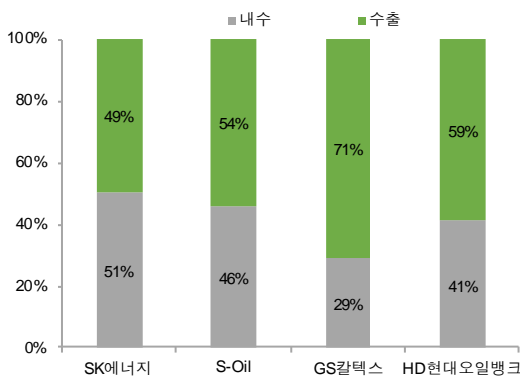
자료: EIA, 신영증권 리서치센터

도표 18. OSP 추이



자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

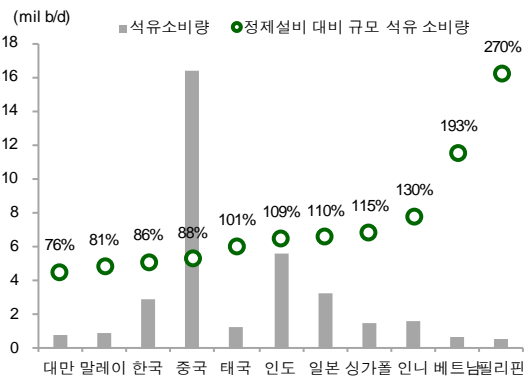
도표 19. 국내 정유사 별 석유제품 판매 내수/수출 비중



자료: 각 사, 신영증권 리서치센터

주: SK 에너지는 2025년 기준. 나머지는 3Q25 누적 기준

도표 20. 아시아 국가별 정제설비 규모 대비 석유소비량



자료: BP, 신영증권 리서치센터

Compliance Notice

■ 투자등급

- 종목** **매수** : 향후 12개월 동안 추천일 증가대비 목표주가 10% 이상의 상승이 예상되는 경우
- 중립** : 향후 12개월 동안 추천일 증가대비 ±10% 이내의 등락이 예상되는 경우
- 매도** : 향후 12개월 동안 추천일 증가대비 목표주가 -10% 이하의 하락이 예상되는 경우

- 산업** **비중확대** : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 높게 가져갈 것을 추천
- 중립** : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중과 같게 가져갈 것을 추천
- 비중축소** : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 낮게 가져갈 것을 추천

- 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자자 등 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료 작성한 애널리스트는 발간일 현재 본인 및 배우자의 계좌로 동 주식을 보유하고 있지 않으며, 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료의 작성 담당자는 자료에 게재된 내용이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- 본 자료의 괴리율은 감자 등 주가에 영향을 미치는 사건을 반영하여 계산하였습니다.

본 자료에 수록된 내용은 당 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 소지에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.