

# 호르무즈발 스태그 발생한 중국, 강화될 자본 통제

- 빠른 속도로 감소 중인 석유 재고, 호르무즈 해협 재개방이 절실한 순간
- 디플레이션 수출 어려워질 중국, 해협 개방되더라도 불변일 물가 방향성
- 스태그 발생한 중국, 중-미 물가(금리) 괴리는 중국의 자본 유출 유발 요인

## 빠른 속도로 감소 중인 석유 재고, 호르무즈 해협 재개방이 절실한 순간

호르무즈 해협 봉쇄 사태가 100일을 넘어선 가운데 성수기(드라이빙 시즌 + 산유국 냉방 시즌)가 도래하면서 석유 재고에 대한 우려가 증폭되고 있다. 미국 원유 및 정유 제품 재고(전략비축유 포함)는 최저 수준까지 내려왔다. 전 세계 상업용 재고(육상)는 35.5억배럴로 전략비축유와 해상 부유 재고까지 포함하면 75일분(비가스 재고 제외)만이 남아 있는 상태이다. 한계선에 근접했음을 의미한다.

이는 물가 지표를 통해 확인되고 있다. 5월 미국 CPI는 3년래 최고치인 +4.2%yoy로 집계됐으며, 전 세계 공장인 중국의 PPI 역시 46개월래 최고치인 +3.9%yoy로 급등했다. 아시아 지역 국가들의 수요 억제 조치(차량 2부제, 재택근무, 주4일제, 절전 등)가 유가발 물가 상승 압력을 일부 상쇄해주고 있지만 현 재고 상황을 고려하면 불확실성은 한층 더 가중될 수밖에 없다. 호르무즈 해협 재개방이 절실한 순간이다.

## 디플레이션 수출 어려워질 중국, 해협 개방되더라도 불변일 물가 방향성

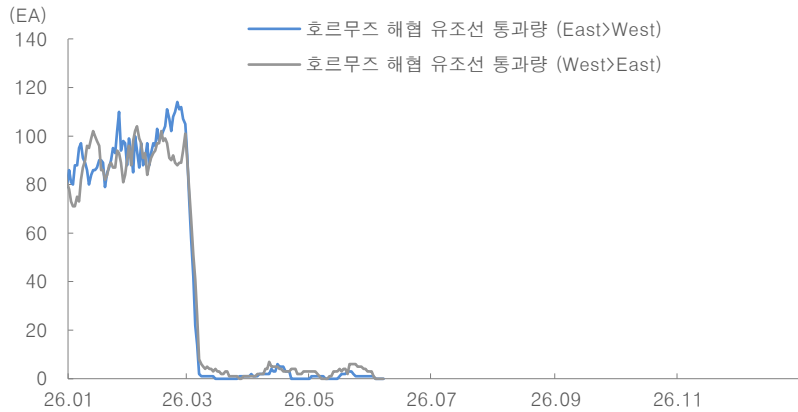
다만, 호르무즈 해협 재개방이 미국의 CPI 상승을 진정시킬 수 있지만 내년 말까지의 상승 방향을 바꾸기는 쉽지 않다. 지난 자료 <변함없을 방향성, 원자재와 함께 춤을(5/20)>에서 살펴본 바와 같이 1)이라크와 쿠웨이트, 카타르 등 일부 산유국은 유행/가스정이 장기간 유류 상태(폐쇄)로 남으면서 영구적 생산성 손실을 가져올 워터 코닝(Water Coning) 현상에 노출됐다. 단순 병목 현상이 구조적 문제로 변질되고 있다는 점에서 시차를 두고 유가발 물가 상승이 재발할 수 있다.

특히, 2)중국에 의한 구조적 상승 역시 불가피하다. 그간 중국은 제재 국가로부터 염가의 원유를 수입하며 값싼 가공 제품을 수출할 수 있었다. 하지만 지난 2월부터 베네수엘라산 원유는 더 이상 50% 할인된 가격에 살 수 없어졌다. 러시아산 가격은 제재 해제(한시적) 영향으로 브렌트유를 상회했다. 수입 중인 러시아산 중 31%만이 장기 계약이란 점에서 부담이 커질 수밖에 없다. 여기서 이란 전쟁까지 종식(제재 해제)될 시 전체 수입 중 40%를 상회하던 염가의 원유를 모두 잃게 된다. 중단될 중국의 디플레이션 수출, 이는 미국과 다른 국가들의 물가 상승으로 귀결될 사안이다.

## 스태그 발생한 중국, 중-미 물가(금리) 괴리는 중국의 자본 유출 유발할 요인

여기서 중요한 점은 미국의 CPI 상승이 중국의 자본 유출 압력을 가중시킨다는 사실이다. 5월 중국 CPI는 PPI와 달리 내수 부진(부동산 경기 침체) 탓에 낮은 수준에 머물러 있다. 스태그플레이션이다. 이 같은 환경 속 중국-미국 간의 금리 스프레드 하락은 중국 개인 투자자들로 하여금 해외로의 일드 헌팅을 유발할 수밖에 없다. 지난 5월 22일 중국 당국이 해외 주식 거래를 중개한 증권사들(타이거, 푸투, 롱브릿지 등)을 제재한 것도 자본 유출을 막기 위한 사전 조치이다. 내년 말까지 상승 방향이 유효한 유가와 미국 CPI, 그리고 스태그플레이션에 직면한 중국, 중국 당국의 자본 통제는 내년 말까지 한층 더 강화될 것으로 예상된다.

그림 1. 100 일을 넘긴 호르무즈 해협 봉쇄 사태, 유가발 물가 상승 우려 ↑



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 2. 미국 원유 + 정유 제품 재고는 성수기 도래하면서 최저 수준까지 급감



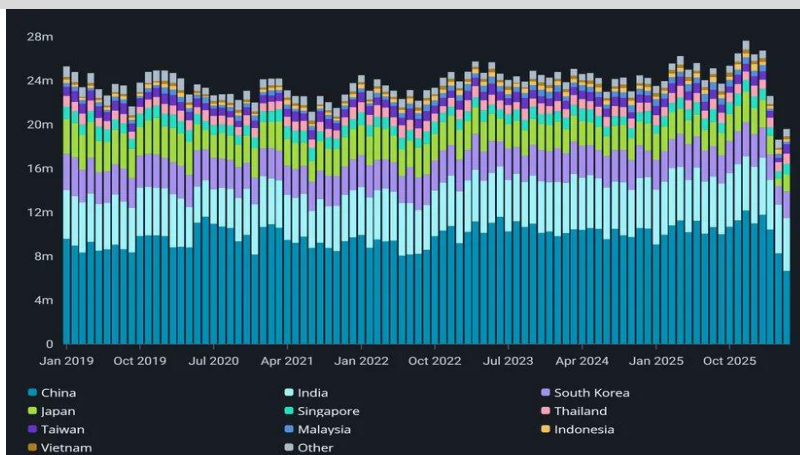
자료: EIA, 대신증권 Research Center

그림 3. 흔들리는 OECD 석유 재고, 유가발 물가 상승 압력 한층 더 가중



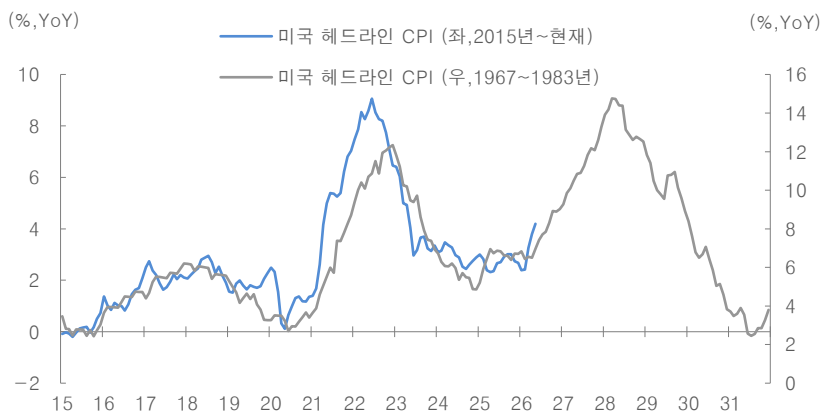
주: SPR 제외  
자료: OECD, EIA, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 4. 아시아 국가들의 수요 억제 조치만으로는 한계, 해협 개방이 필요한 순간



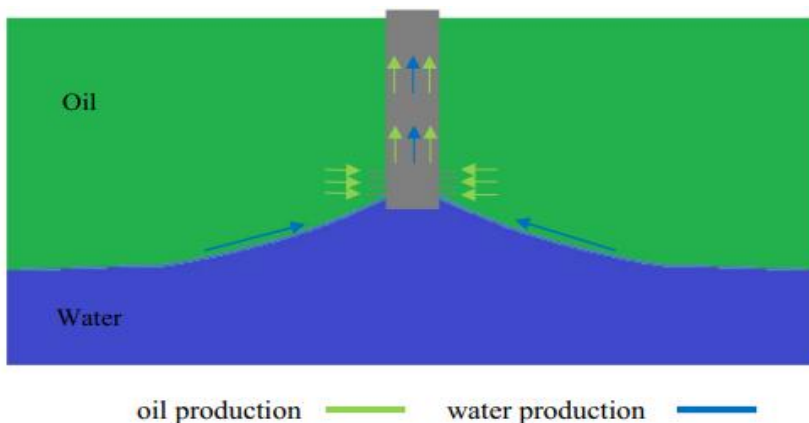
주: 아시아 지역 국가별 원유 수입 추이  
 자료: Vortexa, 대신증권 Research Center

그림 5. 다만, 해협 개방은 물가를 잠시 진정시킬 수 있지만 방향은 바꿀 수 없다는 점



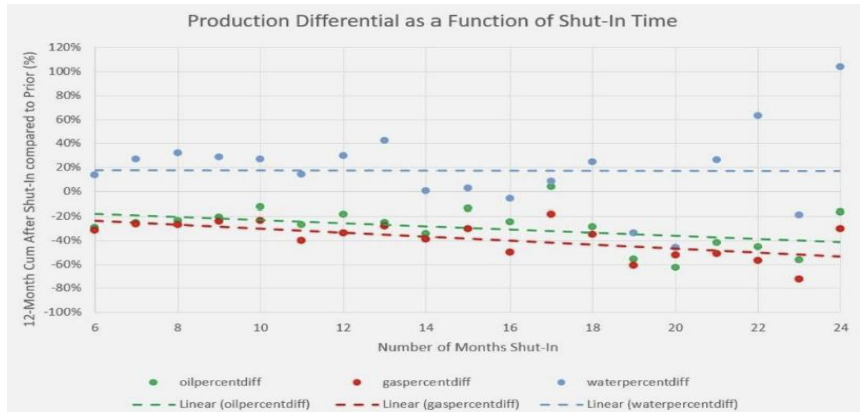
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 6. 유정이 장기간 폐쇄되면서 유발하게 될 워터 코닝 현상



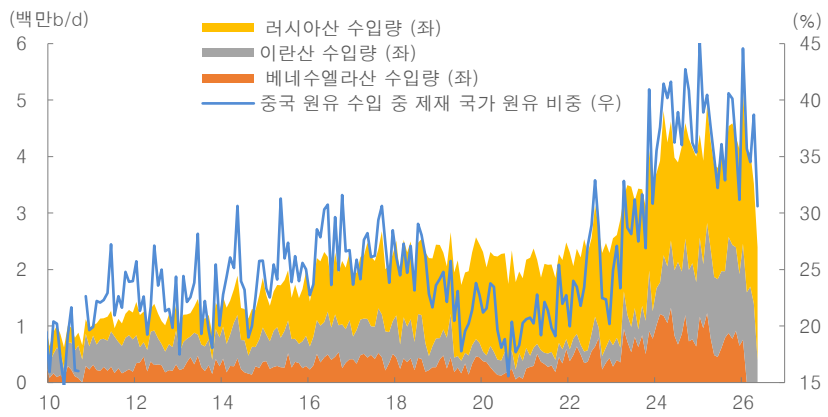
자료: Faleh Sefi 외 5명, "Using new chemical methods to control water production in oil reservoirs: comparison of mechanical and chemical methods", Journal of Petroleum Exploration and Production Technology(2024), 2024년 7월 25일, p.2619, 대신증권 Research Center

그림 7. 이는 유정의 영구적인 생산성 손실을 야기, 시차 두고 유가발 물가 상승 가능



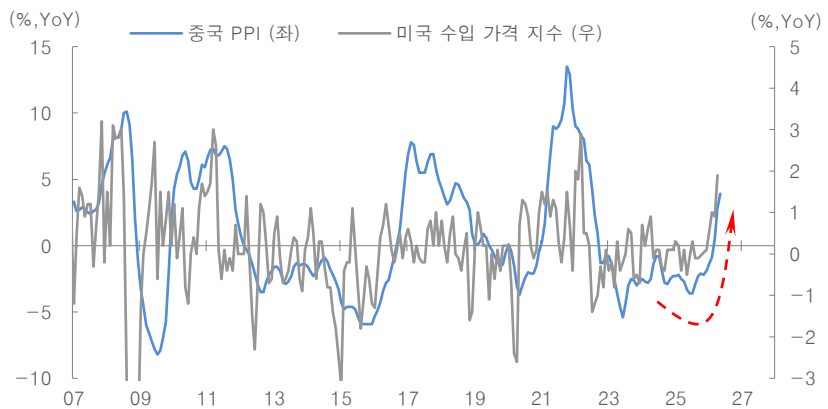
자료: TGS, 대신증권 Research Center

그림 8. 이란 전쟁이 끝난다면 전 세계 공장인 중국의 디플레이션 수출도 종료



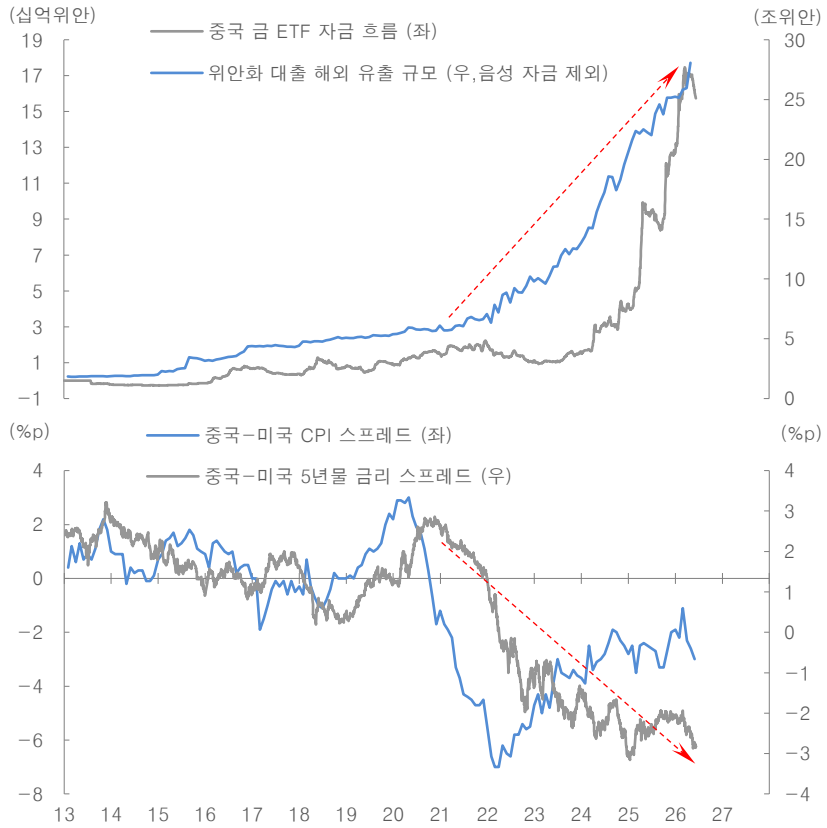
자료: JODI, OPEC, 중국해관총서, Reuters, 대신증권 Research Center

그림 9. 중국의 PPI 상승은 미국 등 다른 국가들의 CPI 상승으로 귀결



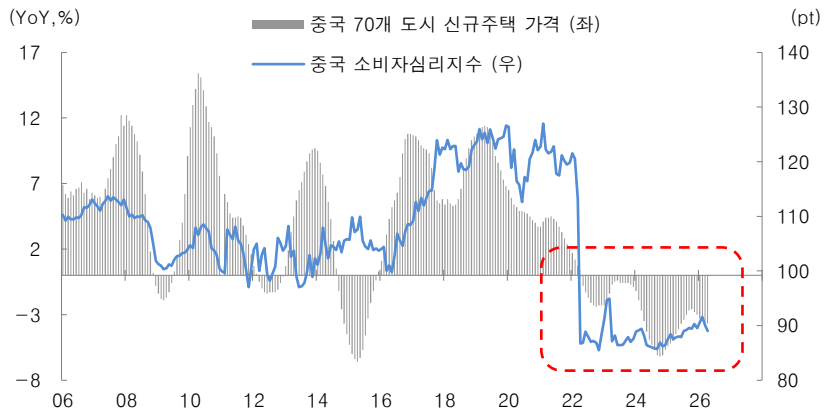
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 10. 문제는 중국-미국 물가(금리) 괴리가 중국의 자본 유출을 유발한다는 사실



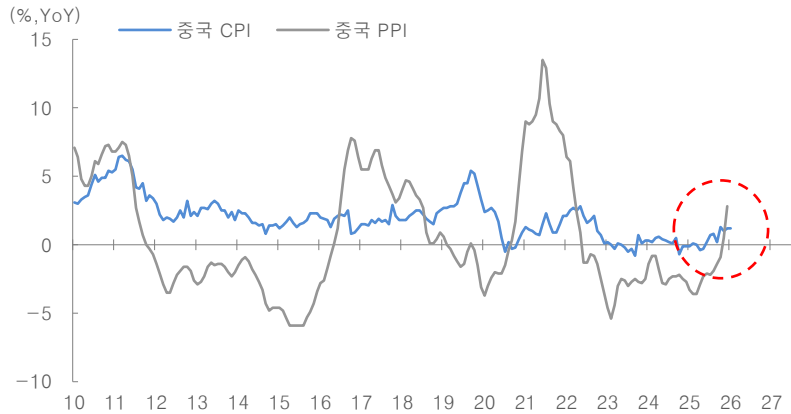
자료: PBOC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 11. 중국 CPI는 PPI와 달리 부동산 경기(내수) 침체 탓에 여전히 낮은 수준 유지



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

그림 12. 중국은 사실상 스태그플레이션 압력 노출, 자본 유출 심화 불가피



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

그림 13. 해외 주식 거래 중개하는 증권사들을 제재한 것도 자본 유출 방지 목적

老虎、富途、长桥将被全面取缔境内业务 存量内地客户只许单向卖出

文 | 财新 岳跃  
2026年05月22日 18:29

简 繁 试听

境内外相关主体全部违法所得将被没收。在两年集中整治期内清理非法存量业务，禁止为存量投资者在境内非法提供买入交易、转入资金等服务



中国证监会6月22日表示，下一步将继续坚决落实监管“长牙利齿”、有棱有角要求，严厉打击境外机构在境内非法经营证券业务等违法行为，全力维护资本市场秩序和稳定。图：视觉中国

英文报道

China Launches Two-Year Crackdown on Offshore Brokers Serving Mainland Investors

【财新网】经过三年多的监管整治，长期处于灰色地带的跨境炒股平台最终迎来清算。

자료: Caixin, 대신증권 Research Center

그림 14. 내년 말까지 유효한 물가 상승 방향, 자본 통제는 더욱 강해질 것으로 예상



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

### [Compliance Notice]

---

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자: 최진영)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

---