



리서치센터 리포트
바로가기

Commodities Weekly

60일 최종 협상 돌입과 이란산 원유 제재 면제

- 국제 유가, 공급 정상화 선반영하여 일차적인 조정 마무리. Reality check 단계
- 이란 원유 제재 면제 효과: 1) 공급 확대, 2) 중국 민간 정유사 수입 회복 지연
- 올여름 원유 시장 변수로 중국 원유 수입 회복 시점과 강도에 주목

국제 유가 조정과 해협 개방, 60일 최종 협상 시작

- 6월 이슬라마바드 양해 각서(MOU) 서명과 발효 이후 국제 유가(WTI)는 조정세를 실현하며 배럴당 74달러에서 거래 중. 종전 합의와 함께 전쟁 프리미엄이 소멸되었고, 공급 정상화 가능성을 반영하며 유가 상방 위험에 대한 헤지 수요가 감소. 스위스 고위급 회담(6.22일)에서는 최종 합의를 위한 60일 로드맵이 구상.

양해 각서 5항, 10항: 해협 통행 유료화 가능성과 이란산 원유 제재 면제

- **(제5항: 해협 통행)** 현재 해협 통행을 위해서는 페르시아만해협청의 사전 승인을 받고, 지정 보험에 가입해야 함. 보험료 등 제반 비용은 이란 정부가 부담하지만 60일 이후에는 변경될 수 있음. 향후 해협 통행에 비용 부과 가능성을 시사하는 대목.
- **(제10항: 원유 제재)** 미국 재무부가 MOU 서명 즉시 이란산 원유에 대한 제재를 면제(waiver)할 것을 규정. 단기적으로는 해상 봉쇄 이전 수준의 생산량, 수출량 복귀가 예상되나, 1) 제재 면제 이후 하르그 섬에서 유조선의 원유 대량 선적이 포착되고, 2) JCPOA 파기 이전까지 수출량을 확대할 수 있어 시장의 시선이 공급 확대로 이동.

올여름 유가 변수, 걸프국 생산 정상화 vs. 중국 원유 수입 회복

- 유가는 6월 남은 기간~ 8월은 공급 정상화 여부를 실질적으로 검증하는 구간으로써 70~80달러/배럴에서 점진적인 평균 레벨의 하향 안정화가 이뤄질 전망. 이란산 원유 제재가 조기에 면제되며 유가가 공급 확대를 가격에 반영하는 속도가 앞당겨질 가능성.
- 올여름 걸프 주요국(사우디, UAE)의 생산량이 정상화되는 1~2개월의 기간 동안, 중국 원유 수입 회복의 강도와 시기가 중요. 중국 원유 구매의 가장 큰 특징은 '선별적 저가 매수'. 3월부터 중국 정부는 석유 제품 수출 제한과 함께 국내 연료가(휘발유, 디젤) 통제를 단행하였는데, 정제 마진이 악화되자 정유사들은 원유 수입을 축소하고 가동률을 하향. 충분한 재고 상황으로 인해 적어도 70달러/배럴을 하회하는 구간에서야 국유 정유사부터 점차적으로 매수세가 유입될 것. 반면 이란산 원유 염가 매수가 불가능 해지며 민간 정유사 원유 수입 회복에는 지연이 예상.
- 증산 카드가 확대되었다는 점에서 9월 이후 유가는 본격 약세 전환될 전망. 비축유 재보충 수요는 18~24개월에 걸쳐 분산되는 반면, 전쟁 이전 대비 1) OPEC+의 추가 증산, 2) UAE 쿼터 제한 해소, 3) 제재국 원유의 세계 시장 편입(이란, 베네수엘라), 4) 비 OPEC 증산이 더해지는 점을 감안하면, 해협 정상화 이후 원유 시장은 내년도 공급과잉과 함께 상당한 하방 압력에 놓일 것에 무게.

(다음 페이지에 계속)

Compliance Note

본 조사항목은 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다. 본 조사항목은 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변경, 대여할 수 없습니다. 본 조사항목에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙 자료로 사용될 수 없습니다. 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었습니다.

국제 유가, MOU 타결 이후 배럴당 70달러 대 진입

스위스 고위급 회담으로 60일 협상 개시

- 6월 이슬라마바드 양해 각서(MOU) 서명과 발효 이후 WTI 유가는 급격한 조정세를 시현하며 배럴당 74 달러에서 거래 중이다. 종전 합의와 함께 전쟁 프리미엄이 소멸되었고, 선제적으로 공급 정상화 내지는 확대 가능성을 반영하며 유가 상방 위험에 대한 헤지 수요가 감소한 영향이다.

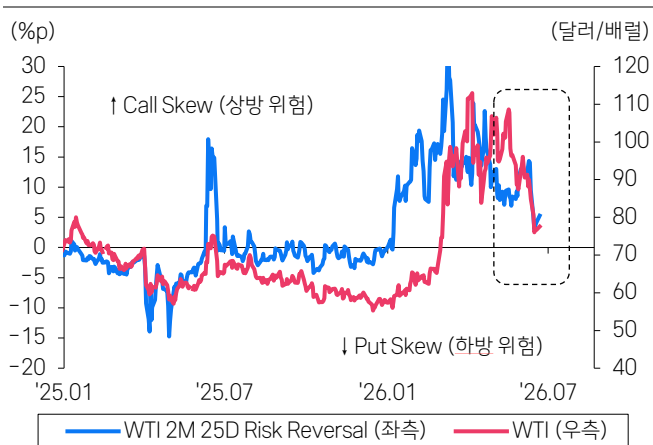
원유 시장의 기대치를 보여주는 대표적인 지표가 WTI 2개월물 25-델타 Risk Reversal(콜옵션 내재 변동성 - 풋옵션 내재 변동성)이다. MOU 서명 전 이란과 이스라엘의 상호 교전이 재개되고 쿠싱 원유 재고가 운영 스트레스 수준인 2,000만 배럴에 근접하자 14%p까지 상승하였으나, MOU 합의 직후 4%p까지 하락하였다. 0%p를 상회한다는 점에서 상방 위험을 완전히 배제한 것은 아니나, 시장 참여자들의 콜옵션 수요가 감소하며 프리미엄이 축소된 상황이라고 할 수 있다. 현물 시장에서는 해협 봉쇄 상황에서 높은 가격에 구매된 원유와 석유 제품에 대한 재고 처분이 이뤄지며 하락세가 촉발되었다.

- 20일, 이스라엘의 레바논 공습으로 해협 재봉쇄 소식이 보도되었다. 그러나, 본협상을 앞두고 MOU 합의의 이행력을 담보하기 위한 일시적인 공세로 풀이된다. 서명된 양해 각서(표1)는 이란에 유리한 조항을 다수 포함하고 있어, 이란이 향후 협상 파기보다는 적극적인 자세로 협상에 임할 가능성이 높다는 판단이다. 최종 합의 타결까지 노이즈는 잔존할 것이나, 유가 상방은 억눌릴 개연성이 높다.

- 재봉쇄 소식 직후 갈리바프 의회 의장은 경제 분야 전문가들을 대동하여 스위스 고위급 회담(6.22일)에 참석하였으며, 60일 로드맵을 구상하였다. 1) 레바논 충돌 관리를 위한 메커니즘 구축, 2) 양국 간 해협 단계적 재개방을 위한 연락망 개설, 3) 이란 원유 수출 제재 60일 면제 문서 발급(~8.21일), 4) 이란-카타르 간 동결 자금 해제 조치 구체화, 5) 제13항에 명시된 최종 협상을 위한 선결조건 재확인인 주요 내용으로 확인된다.

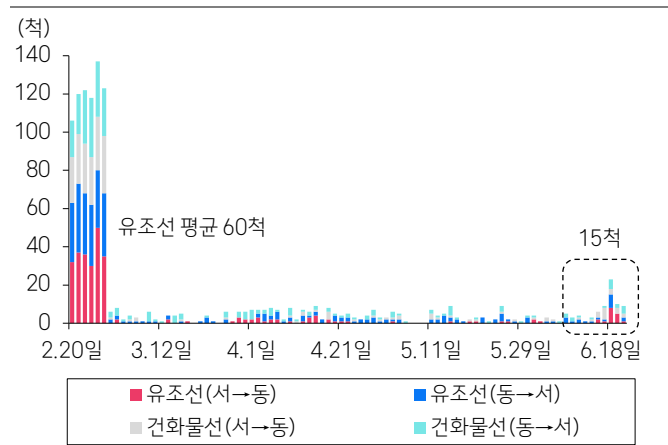
호르무즈 해협 통행에 있어서 선종 구성이 변화했다는 점 역시 특기할 만한 점이다. (그림2) 개전 이후 평균 60척(서→동, 동→서 방향 합산)이 통과했던 것에 비하면 18일 유조선의 통행량은 15척으로, 25% 회복에 불과하지만, 이란이 주로 유조선보다 일반 화물선을 위주로 통행을 허가하였던 4~5월 선별적 통행 기간과는 구분된다. 이란 측의 MOU 합의 이행 의지를 엿볼 수 있다고 생각된다.

그림 1. WTI 유가와 25D Risk Reversal



참고: '26년 6.22일 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

그림 2. 호르무즈 해협 통행량 추이



참고: '26년 6.22일 기준, 항법장치를 끈 선박 등으로 인해 실제보다 많을 수 있음
자료: Bloomberg, 삼성증권

이란, 거래의 기술

- 원유 시장 관점에서 중요한 조항은 제4항(미국 해상 봉쇄 해제), 제5항(호르무즈 해협 통행료), 제10항(이란산 원유 제재 면제), 제13항(최종 협상 범위와 선결 조건)이다.

(제4~5항: 미국 해상 봉쇄 해제와 해협 통행료)

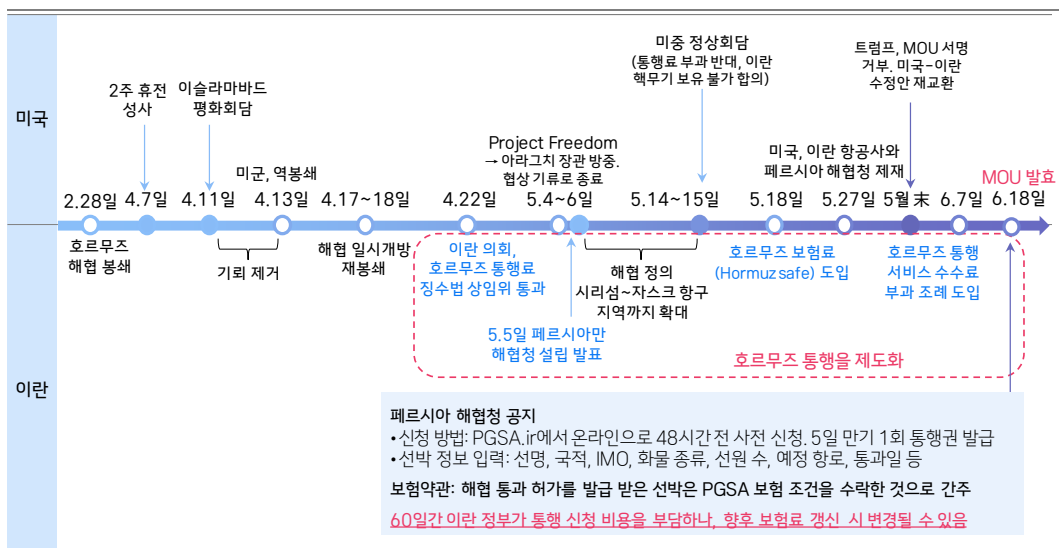
- 제 4항에 따르면, MOU 서명 즉시 미국은 30일간 해상 봉쇄를 이란이 상업용 선박을 통과시키는 양에 비례하여 해제한다. 제5항에 의해 상업용 선박은 60일간 통행료 없이 호르무즈 해협을 통행할 수 있으며, 이란은 오만과 대화를 통해 해협 연안국의 주권 차원에서 호르무즈 해협 서비스 제도를 규정한다.
- 현재, 해협을 통과하고자 하는 선박은 48시간 전에 온라인으로 PGSA(Persian Gulf Strait Authority, 페르시아만해협청)에 통행 허가를 신청해야 하며, 선박 정보를 제출해야 한다. 승인이 완료되면 양해 각서 5항에 따라 5일의 만기가 있는 1회의 통행권이 발급되는데, 허가를 발급받은 선박은 해협청의 보험 가입 조건을 수락한 것으로 간주되며 60일간 통행 신청 비용과 보험료 등 제반 비용은 이란 정부가 부담하지만 기간 경과 후에는 변경될 수가 있다고 게시되었다.

위 통행 규정은 5월 중 진행된 호르무즈 보험료 도입, 호르무즈 통행 서비스 수수료 부과 조례라는 이란 국내법에 근거하여 이뤄지는 조치로서 향후 해협 통행의 유료화 가능성을 시사하는 대목이다. 제13항은 최종 합의에서 제1, 4, 5, 10, 11항 이외의 사항에 대해서 협상할 것을 적시하고 있으나, 1) 스위스 고위급 회담에서 상선의 안전 통행을 위한 양국 간 연락망을 개설하기로 추가 합의가 이루어졌으며, 2) 본합의와는 달리 양해 각서에는 법적 구속력이 부재하다는 점에서 추후 변경 여부가 주목된다.

(제10항: 이란산 원유 제재 면제)

- 제10항은 미국 재무부가 MOU 서명 즉시 이란산 원유와 석유 제품에 대한 제재를 면제(waiver)할 것을 규정하고 있다. 단기적으로는 다른 걸프 산유국들과 마찬가지로 전쟁 이전 대비 추가 증산보다는 해상 봉쇄 이전의 2~3월 수준 생산량, 수출량 복귀가 예상된다. 이란의 원유 생산은 4월 305만 bpd에서 5월 234만 bpd로 축소되었고, 수출은 147만 bpd에서 39만 bpd로 전월비 73% 급감하였다. 그러나, 이란 석유 공사가 1) 제재 면제 이후 6일간 2,500만 배럴의 이란산 원유가 수출되었고 면제 기간 동안 수출량을 최대화하겠다고 표명하는데 이어, 2) 중기적으로는 JCPOA 파기 이전까지 수출량을 확대할 수 있다는 점에서 시장의 시선이 공급 확대로 빠르게 옮겨가고 있다.

그림 3. 호르무즈 해협 관련 타임라인



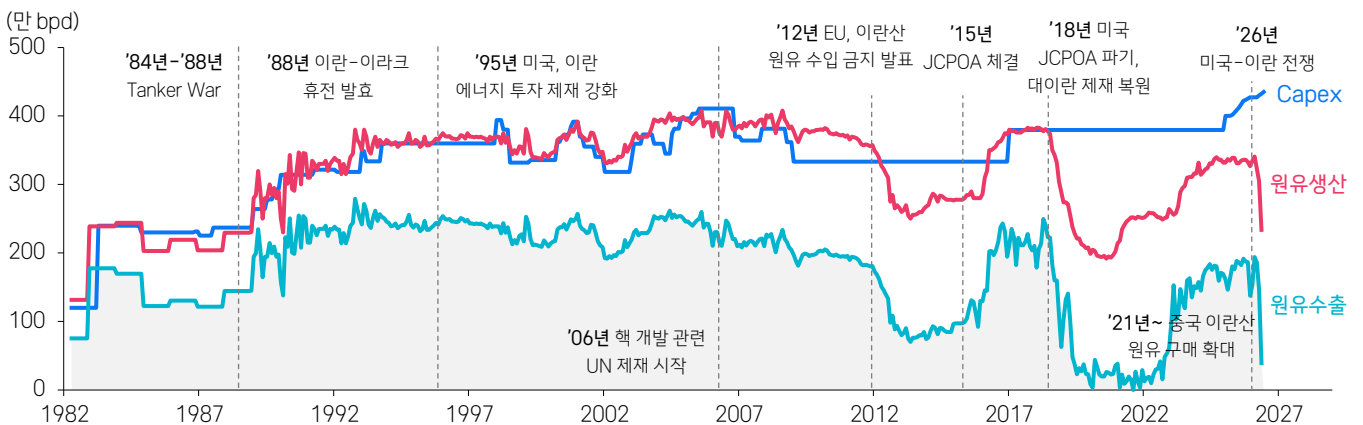
자료: 언론 보도 종합, 페르시아만해협청, 삼성증권 정리

표 1. 이슬라마바드 양해 각서 주요 내용과 추가 구체화가 필요한 부분

구분	공개 문안
1항 군사 행동 중단	<ul style="list-style-type: none"> 미국, 이란과 그 동맹들은 서명 즉시 레바논을 포함한 모든 전선에서 군사 작전을 즉각, 영구적으로 종료. 레바논의 영토 보전과 주권을 보장. 최종 합의 내용에는 레바논을 포함한 모든 전선에서 전쟁의 영구적 종전을 포함. (이란이 수정안 교환 중 새로 추가한 내용)
2항 주권 존중	<ul style="list-style-type: none"> 상호 주권 존중, 영토 보전, 내정 불간섭 (내정 불간섭의 범위에 이란의 대리세력 지원 포함 여부)
3항 협상 기한	<ul style="list-style-type: none"> 최대 60일 이내 최종 합의. 상호 동의하에 기한 연장 (핵 협상, 검증 절차 등 현안의 복잡성으로 기한 내 해결 가능성에 대한 의문이 제기되고 있음)
4항 해상 봉쇄 해제	<ul style="list-style-type: none"> MOU 체결 즉시 미국은 30일 이내에 해상 봉쇄 완전히 해제. 봉쇄 해제 정도와 이란의 해협 통행량 복원 정도는 비례적으로 진행
5항 해협 통행료	<ul style="list-style-type: none"> 본 MOU 서명 직후, 이란은 상업용 선박이 60일간 무상으로 안전하게 운항할 수 있게 최선의 노력(best efforts)을 다함 (무상의 기간 제한, 이란이 추가한 내용) (구속력이 낮은 문구라는 비판 제기 중) 상업용 선박 통행 즉시 재개, 30일 내 기회 제거 오만과 대화를 진행하여 적용 가능한 국제법과 연안국의 주권에 따라 호르무즈 해협의 미래 행정 및 해양서비스에 관한 사항을 정의할 것 (항구 국제법에 위배되는 통행료 대신 환경, 서비스 등 이용료 부과 가능성)
6항 재건 기금	<ul style="list-style-type: none"> 미국은 여내 파트너들과 함께 이란 재건과 경제 발전을 위한 최소 3,000억 달러 규모의 계획 수립 이행 메커니즘은 최종 합의를 구성하는 일부 내용으로 60일 내에 확정될 것 (재건 자금의 분담 문제와 구성 방식: 걸프국 참여, 미국 동맹 참여 여부 등이 미안)
7항 경제 제재	<ul style="list-style-type: none"> UN 안보리 결의, IAEA 이사회 결의안, 미국의 모든 일방적 제재(1차, 2차 제재)를 종료 (제재 해제의 순서와 주체: 미국 대통령이 일시 면제 가능한 제재, 의회 승인을 요구하는 제재 등 주체가 상이하여 시간이 필요하다는 해석)
8항 핵 프로그램	<ul style="list-style-type: none"> 이란의 핵무기 비개발, 획득 재확인. 처리 방법은 최소한 IAEA 감독하에 우라늄 현지 희석 (이란의 우라늄 농축권 불가, 농축 우라늄 국외 반출 문제 등 언급이 부재) → 7항과 8항은 상호 이해가 교환되는 조항으로 추후 구체화
9항 현상 유지	<ul style="list-style-type: none"> 최종 합의 타결 전까지 이란은 핵 프로그램 현상 동결, 미국은 새로운 제재 부과나 추가 병력 배치 X
10항 원유 제재	<ul style="list-style-type: none"> 미국 재무부는 본 MOU 서명 즉시 대이란 제재 해제 전까지 이란산 원유, 석유제품에 대한 제재를 면제 (금융, 보험, 운송 포함)
11항 동결 자산	<ul style="list-style-type: none"> MOU 이행과 동시에 이란의 동결 자산을 전면적으로 해제할 조치에 착수 → 이란, 카타르와 구체적인 논의 진전 중
12항 감독 기구	<ul style="list-style-type: none"> MOU와 최종 합의 준수 이행 여부를 감독하기 위한 집행 기구 설립
13항 최종 협상 범위	<ul style="list-style-type: none"> 제1, 4, 5, 10, 11항 이행이 개시되고, 지속적으로 이행된다는 전제하에, 나머지 조항들에 대해서만 협상
14항 최종 합의 효력	<ul style="list-style-type: none"> 구속력이 있는 유엔 안보리 결의안으로 합의 완결

참고: 추가 구체화가 필요한 내용은 현지 언론 보도에서 인용한, 미국 싱크탱크 비평에서 확인되는 내용을 정리
자료: 미국, 이란 현지 언론 보도 종합, ISW, 백악관, 삼성증권 정리

그림 4. 이란 원유 기술적 생산 용량과 생산, Capex



자료: OPEC, Bloomberg, 삼성증권

원유 시장, 방향성보다는 속도의 문제

- 유가는 단기에 일차적인 조정을 마무리한 만큼, 6월 남은 기간~ 8월은 공급 정상화 여부를 실질적으로 검증하는 구간으로써 70~80달러/배럴에서 점진적인 평균 레벨의 하향 안정화가 이뤄질 전망이다. 이란산 원유 제재가 조기에 면제되면서, 수요단 회복이 지연된다면 유가가 공급 확대를 가격에 반영하는 속도가 앞당겨질 가능성이 존재한다.
- 통상 6~8월은 드라이빙 시즌 성수기에 해당하지만, **올여름 원유 시장의 수급을 좌우할 가장 큰 요인은 동북아 지역의 수요 회복이다.** 특히 **걸프 주요국(사우디, UAE)의 생산량이 정상화되는 1~2개월의 기간 동안, 중국의 원유 수입 회복의 강도와 시기가 중요하다.** 역사적인 호르무즈 해협 공급 차질에도 불구하고 유가 급등세가 억제된 것은 3월 1,182만 bpd에 달했던 중국 원유 수입이 5월 782만 bpd로 400만 bpd(해협 공급 차질량 1,987만 bpd의 20%) 감소한 결과이기 때문이다. IEA 비회원국으로서 정책 공조에 참여하지는 않았으나, 중국이 예상보다 강도 높은 원유 수요 억제책과 함께 12~14억 배럴로 추정되는 비축유 소진에 나서며 원유 시장의 매수세가 크게 약화되었다.

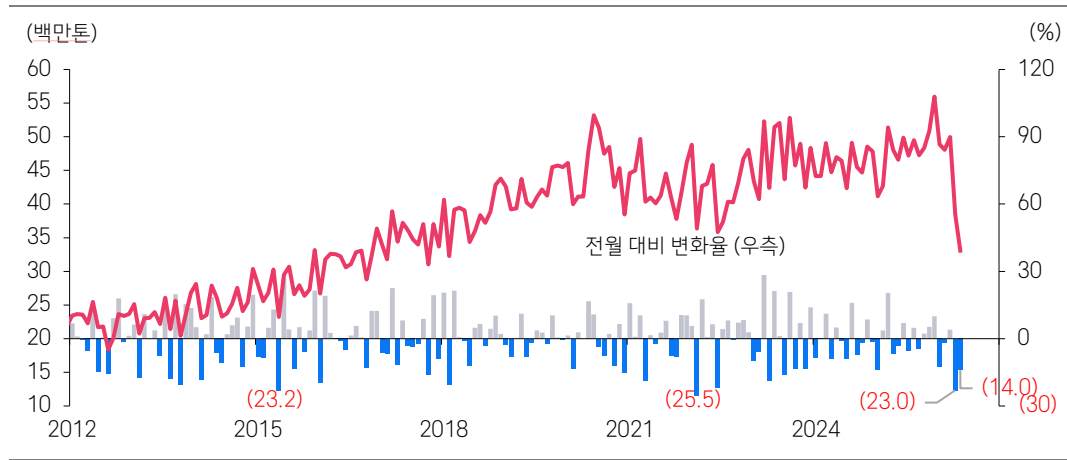
중국 원유 구매의 가장 큰 특징은 '선별적 저가 매수'이다. 지난해 말~연초와 같이 55~60달러/배럴 저유가 구간에서 크게 원유 구매량을 늘리고 고유가 구간에서는 재고를 소진하는 방식으로 반응하는 것이다. 3월부터 중국 정부는 석유 제품 수출 제한과 함께 국내 연료가(휘발유, 디젤) 통제를 단행하였는데, 정제 마진이 악화되자 정유사들은 원유 수입을 축소하고 가동률을 하향하였다.

충분한 재고 상황을 감안하면 70달러/배럴을 하회하는 구간부터 중국 국유 정유사부터 점차적으로 매수세가 유입될 것으로 예상된다. 따라서 올여름 유가는 전쟁 이전 평균 62달러/배럴(1.1일~2.27일) 대비 높은 70달러/배럴에서 단기 저항을 보일 것에 무게를 둔다. 다만, 민간 정유사의 매수세는 이란산 원유 제재 면제로 염가 매수가 불가능해지면서, 국유 정유사 대비 낮은 가격 선까지 관망 흐름을 보일 개연성이 있다. 오는 7월 14일 발표되는 중국 원유 수입 데이터에서 유의미한 반등세가 부재하다면 추가 하방 압력, 수입 개선세가 나타난다면 소폭의 상승 반전 흐름이 나올 것으로 예상된다.

- **다만, 중장기적으로 증산 카드가 확대되었다는 점에서 9월 이후로는 공급 과잉 경계를 선제적으로 반영하기 시작하며 유가가 본격 약세 전환될 것으로 전망한다.** 1) 60일 최종 협상이 마무리되고, 2) 걸프 산유국의 생산이 정상화되며, 3) 정유소 정비 시즌에 들어서면서 상방 요인이 크게 약화되기 때문이다.

전쟁 이전, 지난해 말부터 연초 원유시장은 OPEC+의 자발적 감산 되돌림으로 공급 과잉 우려가 우세하며 국제 유가는 55~60달러/배럴의 저유가 흐름을 보였다. 비축유 재보충 수요는 18~24개월에 걸쳐 분산되는 반면, 전쟁 이전 대비 걸프국 생산 정상화에 추가적으로 1) OPEC+의 추가 증산(선언적 의미이지만, 4~7월간 75만 bpd 추가 증산 예고), 2) UAE 쿼터 제한 해소, 3) 제재국 원유의 세계 시장 편입(이란, 베네수엘라), 4) 비 OPEC 증산(아프리카, 가이아나, 미국 셰일 등)이 더해지는 점을 감안하면, **해협 정상화 이후 원유 시장은 내년도 공급 과잉과 함께 상당한 하방 압력에 놓일 것으로 예상된다.**

그림 5. 중국 원유 수입량



자료: 중국해관총서, 삼성증권

삼성증권

삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



Member of
**Dow Jones
Sustainability Indices**
Powered by the S&P Global CSA