

2026/07/23

[경제/환율]

위재현 선임연구원

Jhwee11@ipovest.com

유가 2차 충격 주의보

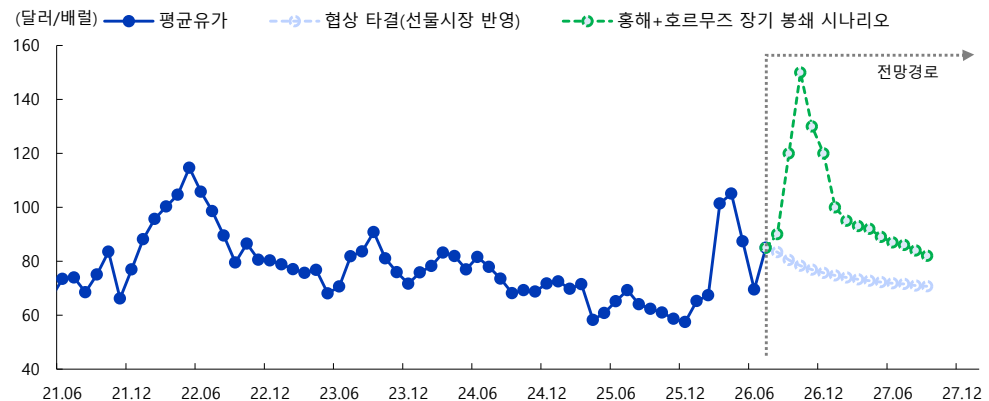
끝나지 않은 미국-이란 노이즈, 지난 3월보다 취약해진 에너지 시장

미국과 이란의 적대행위가 다시 격화되며 국제유가가 반등하고 있다. 게다가 홍해를 통해 호르무즈를 우회하던 사우디의 수출 경로도 막힐 위험에 처하며 유가는 추가 상승 압력에 직면했다. 시장 참여자들은 지난 3월 전쟁 발발 당시보다 신중한 프라이싱을 하고 있지만, 극단적으로 두 해협이 장기간 봉쇄될 경우 2차 충격의 여파는 3월보다 클 것으로 예상된다. 그간 유가 안정 장치 역할을 했던 수급 버퍼가 이미 상당 부분 약화됐기 때문이다. 지정학 리스크가 진정되지 않을 경우 국제유가는 3분기내 최대 배럴당 160달러까지 상승할 위험이 있다.

문제는 비단 원유 가격 자체 뿐만 아니라 소매가격에 있다. 최근 정유시장에서 발생하고 있는 구조적 문제로 인해 원유 도입단가와 정제유 소매가격의 차이가 크게 벌어졌다. 특히 러-우전쟁으로 러시아 정유소의 정제능력 하락이 휘발유와 경유 소매가격을 끌어올렸다. 지난 6월말 국제유가의 하락세에도 미국 휘발유 가격은 하방 경직적인 흐름을 보였는데, 이는 소비자물가에 영향을 주며 헤드라인 물가의 둔화 속도를 늦출 수 있는 재료다. 한편 사우디의 우회수출 경로는 아시아 물량이 대부분을 차지하고 있는데, 만약 예멘의 후티 반군이 실제로 바브엘만데브 해협 봉쇄를 단행할 경우 이번에도 공급 충격은 아시아 국가들 중심으로 흡수될 전망이다.

미국의 중간선거를 앞두고 시장은 아직까지 낙관론에 무게를 더 두고 있다. 선물시장에서 거래되는 가격을 보면 단기간내 공급 타이트 우려는 있지만, 여전히 연말에는 유가가 75달러 수준으로 안정될 것으로 반영하고 있다. 다만 지난 3월 호르무즈 해협 봉쇄 당시보다 글로벌 에너지 시장은 더 취약해진 상황임을 감안해야 한다. 현재 유가 수준에서 가격 변동성은 하락보다 상승에 더 민감하게 반응할 수 있는 환경이다.

[도표 1] 국제유가 흐름과 시나리오별 전망 경로: 홍해와 호르무즈 장기 봉쇄시 유가는 최대 160\$로 상승



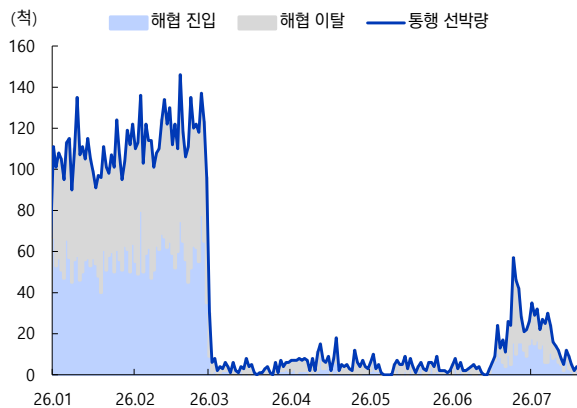
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

호르무즈 해협에 이어 바브엘만데브 해협까지 봉쇄된다면?

7월 초를 기점으로 미국과 이란의 적대행위가 재격화되며 사실상 휴전 합의(MOU)가 이행되지 않고 있다. 호르무즈 해협을 통과하는 선박량도 하루 최대 50척 이상으로 회복된 6월말 대비 현재는 하루 2~4척 수준으로 급감한 상황이다(도표2). 여기에 더해 예멘의 후티 반군이 사우디의 사나 공항 폭격에 대응해 홍해 원유 수송로를 봉쇄하겠다고 선언하며 2차 충격의 징후가 보이고 있다. 국제유가는 WTI 기준 저점 대비 25%, 브렌트유와 두바이유는 각각 29%, 19% 반등했다.

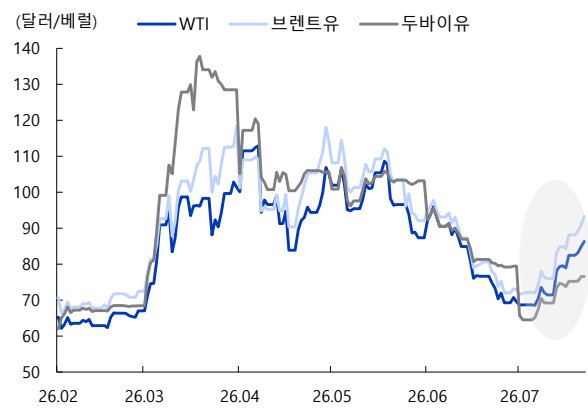
후티 반군이 실질적으로 봉쇄할 수 있는 바브엘만데브(Bab al-Mandab) 해협은 지난 전쟁 기간 사우디의 주요 우회 수출 경로였다는 점에서 의미가 있다(도표4.5). 사우디는 동서파이프라인을 통해 동쪽 유전에서 생산한 원유를 서쪽의 안부항으로 수송했고, 바브엘만데브 해협을 거쳐 아시아 국가로 수출하며 호르무즈 해협 봉쇄에 따른 공급 감소 효과를 일부 상쇄했다. 동서파이프라인 물동량은 하루 최대 700만 b/d며 이중 250만~350만 배럴은 정제시설로 보내고 나머지 400만 배럴을 수출했는데, 호르무즈 해협으로 인해 발생한 글로벌 원유 공급 부족분이 전체의 15%라고 추산할 경우 바브엘만데브 해협 봉쇄로 인해 약 4%의 추가 차질이 생길 수 있다.

[도표 2] 호르무즈 해협 통행 선박량: 사실상 다시 봉쇄



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 3] 국제유가 추이: 7월 이후 다시 반등세



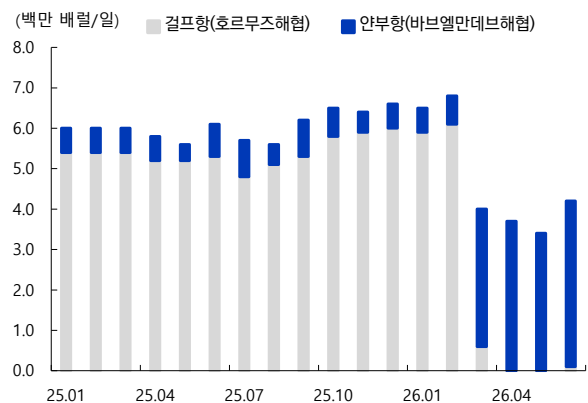
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 4] 사우디의 우회 수출 경로: 안부항 → 바브엘만데브 해협



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 5] 사우디 항구별 원유 수출량 추이: 최근 안부항으로 전환



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

유가 안정장치 상당 부분 소진, 충격 발생시 배럴당 160\$까지 상승 가능

만약 양측 해협이 장기 봉쇄 국면으로 접어들면 국제유가는 최대 배럴당 150~160\$까지 상승이 가능할 것으로 보인다. 유가의 상단이 지난 호르무즈 해협 봉쇄 당시보다 높아질 것으로 예상되는 이유는 그간 유가 안정을 도모했던 완충장치가 대부분 소진됐기 때문이다. 지난 2분기 글로벌 원유 공급 물량이 15% 감소했음에도 국제유가는 저점 대비 56% 상승했는데, 이는 7%의 공급 차질 수준에도 유가가 130% 급등했던 오일쇼크 대비 가격민감도가 낮아졌음을 의미한다.

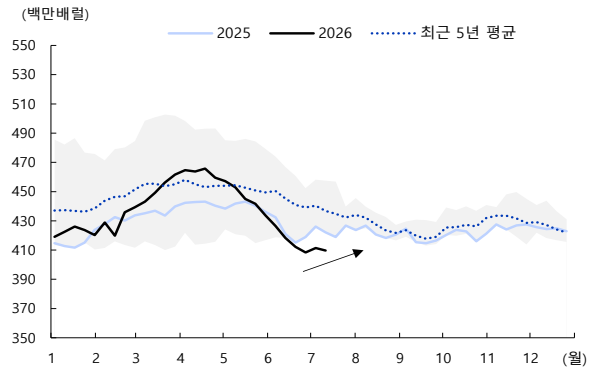
유가 상승을 제어했던 요인은 1) 전세계 전략비축유 방출 2) 중국의 원유 수요 급감, 3) 사우디의 우회 수출 4) 아시아 국가들의 석탄 전환과 연료 절약이 있었는데, 현재 추가 여력이 많지 않은 상황이다. 호르무즈 해협 봉쇄 이후 IEA의 주도로 회원국들은 역대 최대 규모인 4억 배럴 방출에 합의했고, 이에 따라 글로벌 원유 재고는 빠르게 감소했다(도표6). 게다가 아시아 국가들은 중국을 중심으로 석탄 에너지 전환을 시도했으나 최근 석탄 가격의 동반 상승 영향에 대체효과가 크지 않다. 중국의 경우 전기차로 빠르게 전환하며 휘발유 소비가 영구적으로 줄어들 수 있다는 전망이 있지만, 자동차용 휘발유는 전체 중국 석유 소비의 20% 수준임을 감안해야 한다.

[도표 6] 미국의 전략비축유는 1983년 이후 최저 수준으로 하락



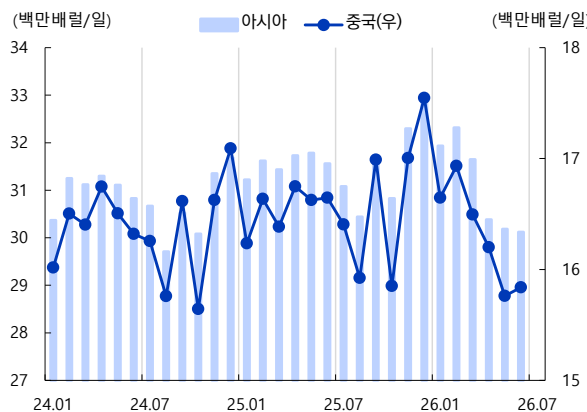
자료: EIA, 교보증권 리서치센터

[도표 7] 미국 상업용 원유 재고는 최근 5년 평균을 크게 하회



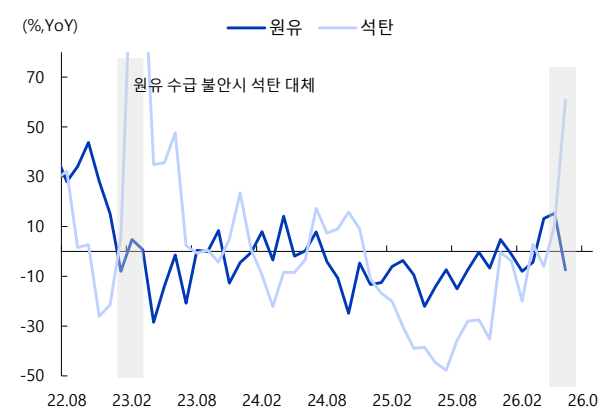
자료: EIA, 교보증권 리서치센터

[도표 8] 중국과 아시아 국가 원유 소비 흐름



자료: EIA, 교보증권 리서치센터

[도표 9] 중국 원유 및 석탄 수입량 추이: 석탄으로 일부 대체



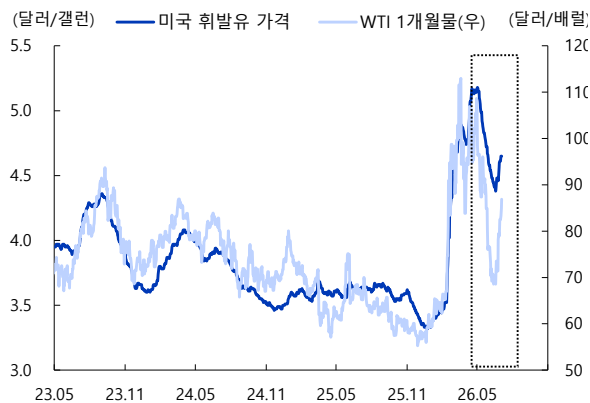
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

단순 유가 레벨보다 정제마진 급증이 소비자물가에는 더 큰 문제

문제는 원유 가격 자체 뿐만 아니라 소비자물가의 전가 구조에 있다. 지난 6월 미국과 이란의 휴전 기대감에 국제유가는 빠르게 하락한 반면 미국 휘발유 가격 하락폭은 제한됐다(도표10). 이는 정유시장의 구조적인 문제를 반영하는데, 1) 현재 러-우전쟁에서 러시아의 정유소가 타격을 받으며 경유 정제능력이 크게 악화됐고, 2) 정유소 입장에서 경유와 항공유의 마진이 크게 확대되자 반대로 휘발유 정제 유인이 떨어졌다. 게다가 중국의 정유제품 수출 통제와 더불어 미국 휘발유 재고도 예년 대비 크게 하락하며 휘발유 소매가격의 하방 경직성을 강화하고 있다.

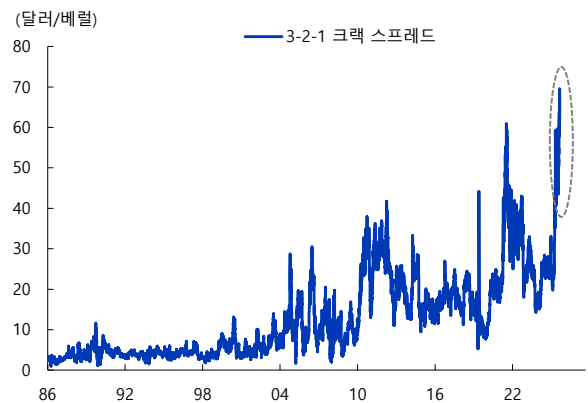
원유가격과 휘발유가격의 차이인 크랙 스프레드 추세를 보면 미국의 물가 레벨에 큰 부담을 줄 수 있다. 미국 소비자물가에서 에너지가 차지하는 비중은 6.5%로 크지 않지만, 변동성이 큰 탓에 최근 3개월간 CPI 전월대비 물가 변동의 대부분을 설명하고 있다. 만약 전쟁이 장기화되어 WTI가 90달러를 상회한다면 크랙 스프레드를 반영한 휘발유 가격은 다시 갤런당 4.10~4.30달러 수준으로 상승할 것으로 추정된다. 미국-이란 전쟁이 3분기 내에 진정된다 하더라도 높은 정제마진에 미국 소비자물가(CPI)는 3% 중후반대 높은 수준에서 안착할 가능성이 높아졌다.

[도표 10] 국제유가 하락세에도 휘발유 가격은 하방 경직



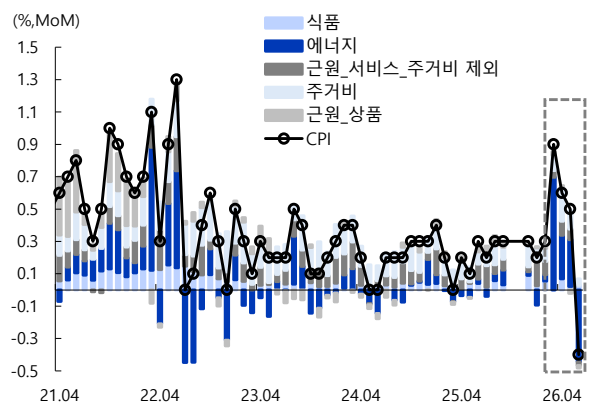
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 11] 휘발유와 경유의 정유마진 Proxy: 3-2-1 크랙 스프레드



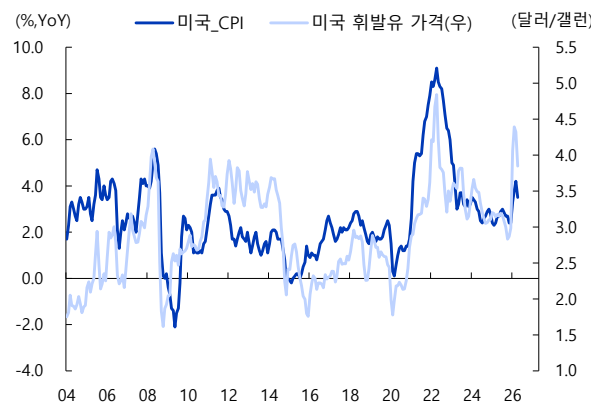
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 12] 3월 이후 미국 CPI 대부분은 에너지 가격 변동에 영향



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터.

[도표 13] 휘발유 가격이 다시 4달러를 상회할 경우?



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

이번에도 취약점 드러난 아시아 시장, 단기 유가 상승 리스크에 대비

후티반군의 홍해 봉쇄가 현실화되면 가장 큰 타격은 여전히 아시아 국가들이 받게 된다. 사우디 우회수출의 90%는 아시아향 물량인데, 바브엘만데브 해협이 봉쇄된다면 홍해 북쪽 수에즈 운하와 대서양을 거쳐 항로를 크게 우회해야 한다(도표14). 이 경우 항해일수가 왕복 3~4주 이상 늘어나게 되고, 물동량과 운송거리를 곱한 톤마일이 급증해 전쟁보험료를 포함한 운임 자체가 크게 인상된다. 이는 그대로 국내 정유사 도입원가 상승으로 이어지는데, 석유 최고가격제의 추가 연장이 없다면 소매가격을 거쳐 국내 소비자물가에 그대로 반영될 여지가 있다.

이번 바브엘만데브 해협의 봉쇄 위협으로 원유 시장의 취약성은 더욱 커졌다. 다만 원유 가격에 대한 시장의 프라이싱 움직임은 전보다 더욱 신중해진 모습이다. 옵션시장에서는 Call과 Put 양방향 모두 미결제약정이 크게 증가했으며, 이는 유가 급등과 급락에 모두 대비하여 헤지 수요가 확대됐다는 의미로 해석된다. 선물시장에 반영된 원유 수급 타이트함은 최근 다시 확대됐는데(백위레이션 심화), 3개월 전에 비하면 양호한 상황이다. 지정학 리스크가 진정된다면 여전히 원유시장은 다시 과잉공급으로 전환될 것으로 예상되지만, 단기 유가 상승 리스크에도 대비가 필요하다.

[도표 14] 바브엘만데브 해협 봉쇄시 사우디의 아시아 수출 물량은 수에즈운하를 통해 크게 우회



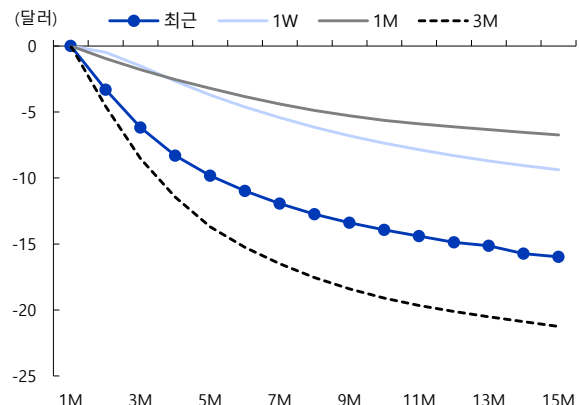
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 15] 국내 석유 최고가격제 시행으로 CPI 완충 역할



자료: 오피넷, Bloomberg, 교보증권 리서치센터.

[도표 16] WTI 선물시장 포워드 커브, 최근 백위레이션 심화

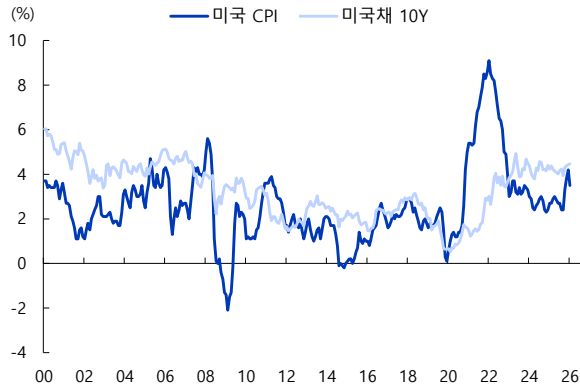


자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터



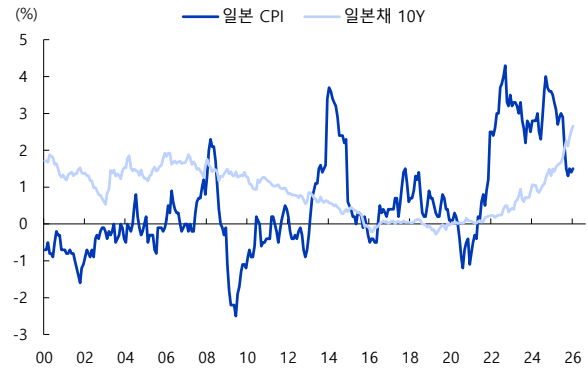
Appendix. Chart Book

[도표 17] 미국 CPI와 10년물 금리



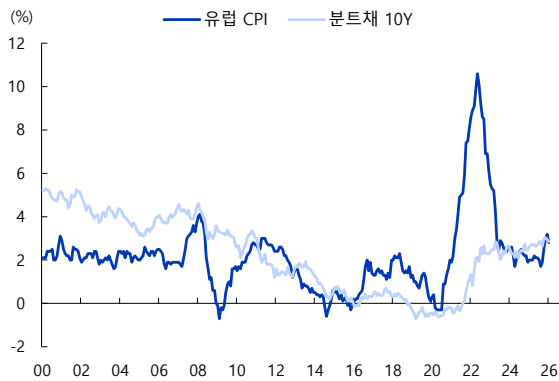
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 18] 일본 CPI와 10년물 금리



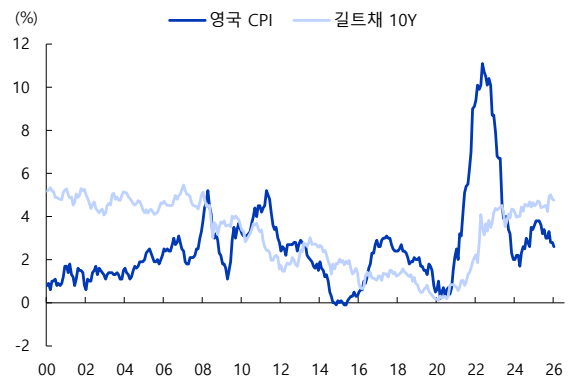
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 19] 유럽 CPI와 10년물 금리



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 20] 영국 CPI와 10년물 금리



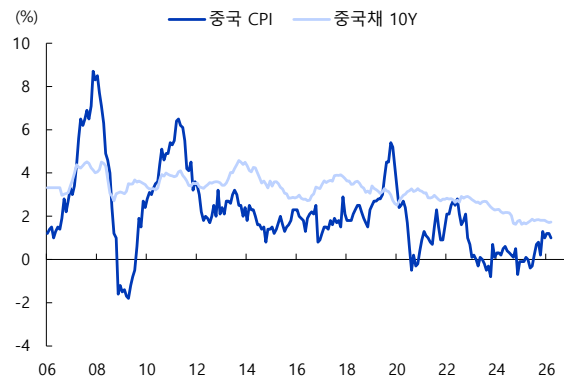
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 21] 한국 CPI와 10년물 금리



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 22] 중국 CPI와 10년물 금리



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사자료는 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사자료는 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사자료의 저작권산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.