



리서치센터 리포트
바로가기

이란 전쟁 6개월, 핵심 질문과 답

중국 원유 시장과 두더지 잡기

- 미국의 경제적 제재 선회, 협상 과정 중 출구 전략 비용 최소화 시도로 풀이
- 전면전 위험 낮아지며 유가 변동성 축소되겠으나, 합의 지연으로 재고 고갈에 따른 상방 압력 지속. 하반기 유가 전망치 평균을 상향 조정
- 충분한 비축유 여건 감안 시 중국 수입은 연말까지 완만한 회복 전망

호르무즈 해협 봉쇄 6개월 차, 원유 시장 수수께끼

오는 8.27일 호르무즈 해협 첫 봉쇄일(2.28일)로부터 6개월이 경과. 금번 리포트에서는 원유 시장에 대해 시장 참여자들이 공통적으로 제기하는 질문을 다룸.

(Q1) 미국의 대이란 압박 정책 기조 선회가 원유 시장에 미칠 시사점?

원유 시장 관점에서는 극단적인 군사적 충돌 위험이 낮아지며 유가 변동성 축소가 예상. 그리고 6월 해협 개방으로 방출된 해상 재고가 상당분 소진되어 합의 지연 시 유가 상방 압력이 지속될 것. 외교적 관점에서는, 협상 과정 중 이란에 대한 경제적 압박을 통해 해협 개방을 위한 출구 전략의 비용을 재무부가 제공할 수 있는 유화책(동결 자산과 원유 제재 해제)으로 최소화하겠다는 의미로 풀이.

(Q2) 현재 호르무즈 해협 순공급 차질량은 어느 정도인가?

8월 들어 선박자동식별장치(AIS)를 차단하고, 남부항로를 통한 선박 간 환적 수출 방식이 동원되며 식별 불가한 선박 통행량이 증가. 미국 중부 사령부 발표를 역산하면 8월 중 해협 통과 유량은 655만 bpd로 전쟁 이전 대비 33% 회복된 것으로 추정.

(Q3) 비축유가 상당히 고갈된 상황인데 추가적으로 가용한 완충 여력은?

7월 들어 IEA 회원국들이 사태 관망세에 나서며 비축유 방출 종료 시점은 지연. 다만 8월 들어 미국의 재고 소진 속도가 빨라지고 있는데, 현재 속도가 유지된다면 10월 중순경 미국의 비축유 전량 방출이 종료될 것으로 예상. 해협 정상화가 시급한 이유.

(Q4) 유가 상단을 억제한 중국 원유 수입 감소 이유와 수요 회복 상황?

중국은 개전 이후 석유 제품 수출 제한과 전략 재고성 원유 소진으로 원유 수입이 급감. 7~8월부터 석유 제품 수출 정상화가 완료되며 원유 수요에 증가 요인이 발생하였으나, 충분한 비축유 여건을 감안하면 중국 수입 회복은 해협 통행량 복원 추이를 주시하며 완만하게 진행될 것.

다만 전쟁이 6개월 장기화되면서 재고 소진에 따른 유가 기저 상승 압력이 발생. 이에 국제 유가(WTI) 전망치를 3분기 평균 79달러/배럴, 4분기 73달러/배럴로 상향 조정하되, 3분기 해협 개방 성사 시 재고 방출에 따른 급격한 조정 이후 걸프국 생산 정상화를 거쳐 연말까지 하향 안정화 예상.

(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.

이란 전쟁 6개월을 돌아보며

원유 시장을 둘러싼 시장의 질문

오는 8.27일 호르무즈 해협 첫 봉쇄일(2.28일)로부터 6개월이 경과. 개전 초기 130달러/배럴을 넘는 초고유가 상황이 펼쳐질 것으로 본 시장 예측과 달리 국제 유가(WTI)는 85달러/배럴 선 기록 중.

6월 종전 MOU 합의 이후 호르무즈 해협이 일시 개방되기는 하였으나 원유 최대 수송로가 반 년 가까이 준 봉쇄 상태에 있고 7월 중 후티 반군의 홍해 수송 교란, 흑해 CPC 원유 수송에 차질이 발생하였다는 점을 감안하면 이례적인 일.

원유 시장은 생산과 소비가 지리적으로 집중되어 구조 상 정치성을 내포. 원유 공급은 미국과 OPEC을 주도하는 사우디, 러시아가 약 40%를 점하므로 과점적 생산자들의 이해관계에 의존. 반면 원유 수요는 미국과 중국, G2 경제 변수의 함수이나 최근 두 국가의 필연적인 패권 경쟁이 격화되며 원자재를 전략 자산화하는 경향이 강화되고 있음.

이는 지난 6개월간 트럼프 대통령 특유의 최후통첩-TACO 외교 행적과 결합하여 원유 시장 변동성을 증폭하는 요인으로 작용. 호르무즈 위기를 분석함에 있어 정치 일정에 대한 판단이 개입할 수밖에 없는 근본적인 배경.

또한 주식, 채권, 상품 시장 참여자마다 유가를 보는 시각이 상이. 기술주 쏠림을 경험한 Long 포지션 중심의 주식 포트폴리오 운용자는 유가를 리스크 관리 차원에서 관리해야 할 변수로 보고 있음. 3월 유가 급등 구간에서 기술주와 국제 유가가 반대 방향으로 움직였던 것이 단적인 예. 이에 따라 주식시장 참여자는 특정 수준 이하의 유가에 둔감하게 반응하되, 브렌트유 100달러/배럴에 근접하는 WTI 90달러/배럴 부터는 시장 하방 압력을 체감하게 됨.

반면 이란 전쟁이 전쟁 비용을 통해 미국 국가부채 문제를 심화하고 인플레이션 우려를 통해 이중의 압박을 가하면서 채권 시장 참여자의 유가 민감도는 확대. 반면 상품 시장 분석자들은 금융시장 참가자보다 현물 수급 동향을 면밀히 주시하므로 시간이 갈수록 호르무즈 위기를 심각하게 평가하는 경향성.

지정학적인 불확실성과 집단 간의 상이한 시각에도 불구하고, 호르무즈 해협 문제에 대한 시장의 물음은 현재 다음의 공통 사안으로 귀결되는 것으로 보임.

- 첫째, 미국의 대이란 압박 전략이 경제 제재로 전환. 이점이 원유 시장과 유가에 미칠 시사점은?
- 둘째, 현재 호르무즈 해협 순공급 차질량은 어느 정도인가?
- 셋째, 비축유와 재고가 상당히 고갈된 상황인데 추가적으로 가용한 완충 여력이 어느 정도인가?
- 넷째, 중국의 원유 수요가 급감한 이유와 유가 상단을 억제하는 중국 수요 회복 상황은? 해협 개방 이후 유가와 원유 시장은 어떻게 되는가?

첫째, 미국의 대이란 압박 전략이 경제 제재로 전환. 이것이 원유 시장과 유가에 미칠 시사점?

(1) 경제적 D-day, 유가는 다시 실물 재고의 시간

8.17일 6월 이슬라마바드 양해 각서 상의 60일 시한이 종료. 이란과 오만은 해협을 분할하는 공동 관리 안에 합의했다고 발표하였으나, 미국과 해협 통제권을 두고 합의점 도출에 실패하며 이란을 협상장으로 끌어내는 역할을 베센트 美 재무부 장관이 이어받게 됨. 베센트 장관은 24일 강력한 경제 제재 발표를 예고함과 동시에 극단적인 군사적 옵션 행사 가능성을 일축. 원유시장 관점에서 이같은 미국의 대이란 전략 변화가 의미하는 시사점은 네 가지.

첫째, 전면전 위험 내지는 군사적 충돌 가능성이 낮아지며 유가 변동성 축소될 전망. 일차적으로 리스크 프리미엄이 낮아지며 7.9일 이후 유가 향방을 좌우했던 투기 자금 유입이 감속하기 때문.

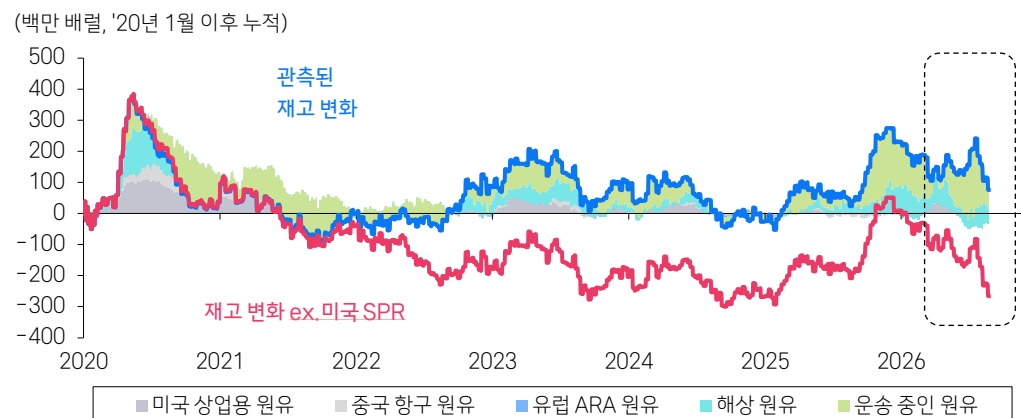
둘째, 대신 유가는 합의 지연 시 재고 소진에 따른 상방 압력에 노출될 것. 6월 MOU 합의 성사 이후 해협 개방 기간에 수출된 해상 재고가 상당분 소진. (그림 1) 특히 원유 시장에 유입되는 투기 자금이 업계 관행 상 스트레스 구간에 해당하는 쿠싱 재고 2,000만 배럴 하회 시점부터 큰 폭 늘어나는 경향이 있어 주간 원유 재고 발표치의 중요성이 커짐.

셋째, 트럼프 TACO에서 베센트 뜻으로의 이행. 현 국면에서 협상 국면을 적극 주도하는 인물이 이벤트 드리븐 전략을 구사했던 '매크로 헤지펀드' 출신 '재무부 장관'으로 변화. 트럼프 대통령 대비 상대적 신뢰도가 높고, 재무부 장관에게 부여된 권한 상 이란에 당근과 채찍을 모두 행사할 수 있는 인물에 해당.

한편 재무부 장관의 정책적 관심사가 장기채 시장의 안정이라는 점에서 TACO 출현 임계점으로 작용했던 채권금리의 암묵적인 상단, 즉 미국 소비자들의 구매력과 대출 행위에 관련된 10년물 국채금리 4.7%, 30년물 장기금리의 향방이 추후 협상 난항 시 베센트 뜻 출현 시점을 예상할 수 있는 주요 변수가 됨.

넷째, 이란산 원유의 최대 수요자라는 점에서 중국의 유가 결정력이 확대. 9.24일 시진핑 주석의 워싱턴 방미 일정과 11.3일 중간선거 기간 사이 중국의 대이란 제재 동참 여부와 중재력이 핵심 변수로 부상.

그림 1. 글로벌 관측 재고 추이 - 해상 재고 가파른 소진



참고: '26년 8월 23일 기준

자료: Bloomberg, 중국 국가통계국, EIA, Vortexa

(2) 미국 재무부와 두더지 잡기(whack-a-mole)

미국 재무부 산하 OFAC(해외 자산 관리국) 제재문을 통해 확인할 수 있는 이란 제재 방식은 크게 다섯 가지. 이중 3)과 4)를 제외한 항목은 강화 시 이란에 대한 압박 전술, 완화 시 유화책이 될 수 있는 경제적 권한임.

- 1) 이란 핵심 경제 부문 수출 차단(E.O. 13902): 원유, LPG, 석유화학 수출 유령법인, 환전소 제재
- 2) 이란 석유 구매, 판매, 운송, 취득, 마케팅(E.O. 13846): 이란과 거래한 비미국 구매자, 운송자에 대한 2차 제재.
- 3) 테러 조직 자금 차단(E.O. 13224): IRGC-QF(이슬람 혁명 수비대 산하의 해외 공작 조직), 헤즈볼라, 대리 세력 등 자금줄 차단.
- 4) 미사일, WMD(대량 살상무기), UAV, 군사 조달 네트워크 차단 (E.O. 13382)
- 5) SDN/blocked property: 미국 재무부 해외자산통제국(OFAC)이 지정한 거래 제한 대상자(테러리스트, 인권 침해자 등)의 미국 관할 재산 동결. 개인, 법인, 선박, 항공기 등 부동산과 암호화폐를 겨냥한 조치.

반면, 재무부/OFAC 제재문, 선박추적과 통관 데이터, 전직 제재 전문가들의 발언을 통해 파악할 수 있는 이란의 제재 회피 경로는 다음과 같음.

- 1) 원유 해상 운송, 선박, 항만/물류 네트워크
: 선박자동식별장치(AIS) 송수신 차단, 아라비아만과 말레이시아 일대 선박 간 환적(Ship-to-ship), 선박명, 소유주 변경(마셜 제도, 파나마, 홍콩을 주로 사용).
- 2) 원산지 변경
: (1) 이란산 원유를 이라크산에 혼합, (2) 중국행 이란 원유를 말레이시아나 인도네시아 중질유로 재표기, (3) LPG 오만산 둔갑.
- 3) 역외 환전소 설립
: 홍콩, UAE 두바이/샤르자(Sharjah)에 페이퍼 컴퍼니를 설립해 자금 세탁.
- 4) 육상 브로커 활용: 튀르키예 등 인접국 브로커로부터 UAV, 미사일 조달.
- 5) 이중용도 물품, 민간 기업 사칭
: Mahan Air의 예. 민간 기업이 사용할 용도인 것처럼 주문하여 제3국 재수출 후 이란으로 재수입.

이처럼 이란은 1979년 이란 혁명과 주이란 미국 대사관 인질 사건 이후 미국과 반목하며 오랜 제재 회피의 경험이 누적. 이용하던 경로가 제재 대상에 오르면 재빨리 새로운 유령 법인을 설립하고 다른 브로커가 원유 대금 결제를 지속하는 방식. 이는 많은 제재 전문가들이 대이란 경제 제재를 두더지 잡기(whack-a-mole)에 비유하는 이유. 특히 이란산 원유 제재의 실효성을 높이기 위해선 구매자(중국 정유사), 그림자 선단을 운영하는 선박, 보험, 항만/물류 네트워크, 환전/결제망을 동시에 봉쇄해야 함.

8.22일 이란이 이라크 유조선에 한하여 해협을 통한 원유 수출을 일부 허용하였다는 점에 주목. 이라크 원유에 이란산 원유를 혼합하려는 제재 회피 조치가 시도되고 있을 개연성. 이 외에도 달러 시스템 밖에서 이뤄지는 위안화 거래, 인접국 간의 육상 무역 차단 등 완전히 통제하기 어려운 변수.

결국 이란 정권에 위협을 가할 정도로 제재가 효과를 거두기 위해서는 이라크, 튀르키예, UAE 외에 중재국인 파키스탄과 중국의 협조가 필요. 그러나 중국 정부는 미국의 대이란 고립정책에 부정적인 입장을 표명하고 있어 목적을 이루기 위해서는 중국 정유사, 대형 금융기관에 대한 제재가 불가피. 그러나 이는 미국으로서도 중국의 보복 리스크(농산물 수입, 희토류 수출 제한 등)를 감수할 수밖에 없음.

따라서 미국의 대이란 전략 변화는 경제적 압박을 통해 정권 붕괴보다는 협상 과정 중 해협 개방을 위한 출구 전략의 비용을 재무부가 제공할 수 있는 유화책(동결 자산과 원유 제재 해제)으로 최소화하겠다는 의미로 풀이함이 합리적.

(3) 4달러와 50원, 미국과 이란 국민에게 모두 중요한 가솔린 가격

그럼에도 불구하고 현재의 해상 봉쇄 상황과 결합하면, 미국 재무부의 경제 제재가 물리적인 물자 차단, 원유 대금 현금화 방지를 통해 제재 회피 난도를 높이고 이란 경제에 압박을 가하는 점은 사실. 제재 강화로 이란산 원유가 프리미엄에 거래된다면 중국 민간 Teapot 정유사와의 거래도 위축될 것.

이 관점에서 이란의 악한 고리는 원유 수입, 물가, 환율, 연료 수급으로 연쇄적. 원유 수출 곤란 시 외환(달러, 위안화) 유입 부족에 따른 환율 상승(리알화 절하)이 식료품, 휘발유 등 생필품 전반 가격을 끌어올리게 됨. 이는 국가 보조금 지급 부담 압박을 가중하여 재정 상황을 악화. (그림2, 그림3)

2011년 이후 사례를 분석하면 1) 리라화 가치 연초 대비 40% 절하, 2) 생필품(휘발유, 밀가루) 보조금 지급 중단과 가격 인상, 3) 실질임금 감소, 4) 테헤란 최대 전통시장인 바자르 가격 결정 기능 붕괴가 확 인될 경우 강경진압과 인명피해를 수반하는 대규모 시위 가능성이 높아짐. 2012년 EU/미국의 석유, 금융 제재/SWIFT 퇴출, 2018년 미국의 JCPOA 탈퇴 이후 대이란 경제 제재가 복원된 뒤 발생한 시위, 2022년 밀가루 폭등 항의 시위, 2026년 초 민생 시위가 대표적. 현재 이란의 국내 경제상황은 악화일로. 7월 소비자 물가상승률은 전년대비 87.9%, 식량 인플레이션은 전년대비 128% 상승.

단순한 물가 상승이 아니라 시위는 생필품 가격의 폭등을 발단으로 촉발된다는 점에 주목. 2019년 11월 15일 이란 정부는 재정이 악화되자 보조금을 삭감하고 휘발유 가격을 인상. 일반 승용차는 기존 리터 당 10,000리알에서 월 60L까지 리터당 15,000리알, 초과분은 30,000리알로 가격을 인상하였는데, 원화 환산 가격은 50원에 불과하지만 상승률이 50% 인상에 달하여 직후 전국적인 규모의 민생 시위가 벌어졌음. '26년 초 대규모의 민생 시위가 발생하였다는 점을 감안하면 가솔린 가격 4달러/갤런을 심리적인 유권자 마지노선으로 보는 미국뿐만 아니라 이란 강경파로서도 국내 연료 수급은 당면한 최대의 현안.

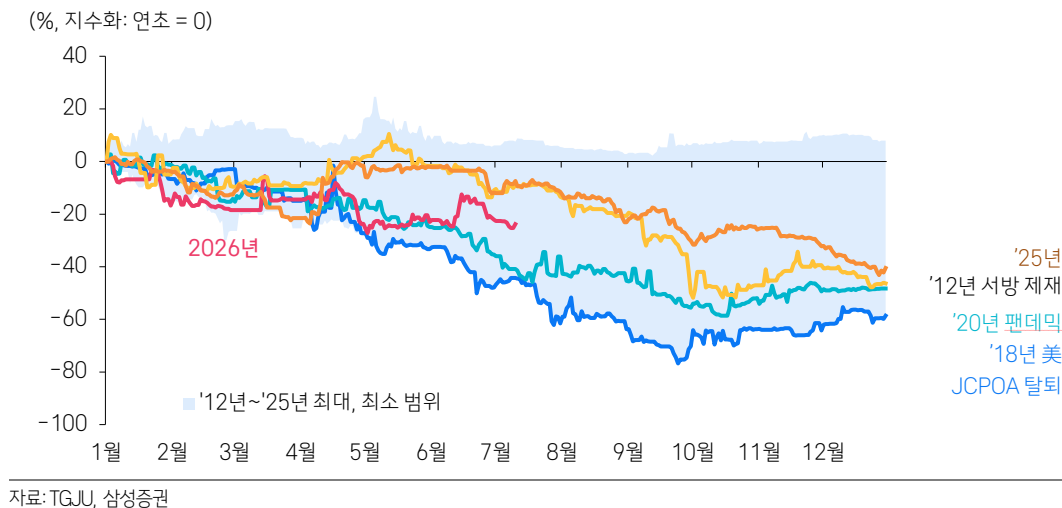
이란의 국내 휘발유 생산은 일평균 1.21억 리터이나, 필요 소비분은 1.35억 리터로 매일 1,400만L가 부족한 것으로 추정. 이에 따라 이란 에너지 관리 담당 부통령은 고강도 경제 봉쇄를 앞두고 세 가지 방안을 제시. 1) 하루 1.21억 리터 판매 후 주유소 공급 중단, 2) 국민 1인당 매일 1L 배급하고 대중교통용으로 일일 3,000만L를 별도 활용, 3) 자동차 총 2,500만 대에 130L 배급안. 민심 악화를 의식한 듯 휘발유 가격 인상은 없다고 부연.

이란 인구가 9,200~9,300만 명임을 감안하면 1)과 2)는 사실상 국내 생산만큼 '소비 상한제'를 실시하겠다는 것. 유력한 안은 2)인데 1)은 행정상으로 시행이 용이하지만 주유소 줄서기, 사재기, 불신을 촉발할 수 있기 때문. 그럼에도 '19년 시위가 즉각적으로 발생하였다는 점을 감안하면 1L 배급제가 실시될 경우 4~6주 내 국민적 불만이 고조되며 협상 압박이 가중될 것으로 보임. 결국 상호 양보를 요구하는 협상의 방향은 미국 국민과 이란 국민 중 연료 가격 상승을 얼마나 더 잘 감당할 여력이 있는가의 문제. 베센트 장관은 전자를 높게 평가한 것으로 보이며 이 같은 추론은 구매력을 감안할 때 합리적.

그림 2. 이란 자유시장 리알화 환율 추이



그림 3. 이란 암시장 리알화 연초 대비 절하율 - '25년 시위 이후 절하 지속



(4) 늦어도 4~6주 내 호르무즈 해협 합의는 완결되어야 하는 이유

6월 MOU 협상 시한 종료 이후 이란은 수주 내 해상봉쇄를 해제하지 않으면 호르무즈 해협 동서에 군사적 공격을 단행하겠다고 최후통첩을 전달. 이때 '수주 내'라는 기한을 설정하였다는 점이 특기할 점. 24일 파키스탄 총사령관의 이란 방문을 비롯하여, 경제 고립에 대비해 이라크, 오만 등 역내 국가, 중국 외교부과의 외교적 해법 모색 노력은 활발하게 이뤄지고 있음.

6개월간 전쟁이 교착 상황에 있음에도 불구하고 이란 역시 중국의 중재 시도가 적극 이뤄질 수 있는 9월 중의 기간을 활용해 합의를 마무리 짓는 것이 유리하다는 판단.

1) 미국 중간선거 이후에는 트럼프 대통령의 유가 관심도가 낮아지고 보복을 당할 수 있어 이란의 협상력이 크게 낮아지기 때문.

2) 상호 공습이 중단되며 호르무즈 해협 남부 항로로 몰래 통행하는 선박이 많아진 점도 부담.

3) 또한, 이전과 달리 협상파뿐만 아니라 강경파가 협상에 직접 관여하고 있다는 점은 호르무즈 해협에 관한 합의 이후 이행력이 높아진 상황이라고 평가할 수 있음.

대외 일정 등을 감안해본다면 이란 강경파는 대외적으로 항전 의지를 표명하겠으나, 비공개적인 제3국 중재 채널을 유지하며 3분기 내 가시적인 합의점 도출을 모색할 것에 무게. 원유 판매와 동결 자금 제재를 요구하는 대신 호르무즈 해협 통행과 기존 대비 낮은 서비스 요금, 혹은 면제를 제시할 것으로 보임. 이에 따라 9~10월경 호르무즈 해협 통행 유량의 단계적 회복을 기본 시나리오로 상정.

둘째, 현재 호르무즈 해협 순공급 차질량은 어느 정도인지?

2025년 연평균 기준 호르무즈 해협을 통과한 원유/콘덴세이트(1,495만 bpd)와 석유 제품(493만 bpd)의 양은 1,987만 bpd. 8월 들어 AIS 송수신 장치를 끄고 운행되는 선박이 늘어나면서 해협 통행 유량 집계치의 불확실성이 커짐. 미국 중부 사령부의 발표를 보수적으로 역산해보면 7~8월 중 일평균 626만 배럴의 비 이란산 원유가 호송된 것으로 추정. 상업적으로 추적되는 통계 외 비밀리에 호송되는 원유의 양은 일평균 401만 bpd일 것. 이란 원유 누수분을 감안하면 8월중 해협 통과 유량은 655만 bpd로 전쟁 이전 대비 33% 회복이 진행된 것으로 판단. (표1)

완충 조치를 감안하면 호르무즈 해협 총 공급 차질량의 1,987만 bpd 중 13~15%가 상쇄되지 못한 채 하루에 차질을 빚고 있는 양으로 추정. 즉, 1) 우회 수송로 500만 bpd, 2) IEA 전략비축유 방출, 3) 비 OPEC 증산과 수출 등을 감안하면 중국의 재고 소진분을 포함한 일일 순 공급 차질량은 260~300만 bpd. 이는 장기 평균 유가 68~72달러/배럴 대비 17달러/배럴의 상방 압력에 해당. (그림 4)

공급이 중단되며 주요 걸프 산유국들의 원유 선적량은 1,156만 bpd까지 확대된 것으로 추정. 특히 선박 간 환적 수출 증가로 8월 사우디, UAE, 이라크 수출이 증가할 것으로 예상됨. 중고 탱커 인수를 통해 선단을 확충하고 있는 아부다비 국영석유회사(ADNOC)는 8.13일 10월, 11월 적재할 원유에 대한 8차 입찰을 마감하였고, 이라크 바스라산 원유에 대해서도 벤치마크 대비 25달러/배럴 이상 큰 폭의 할인을 하는 대신 기존의 원자재 중개업체를 대신해 현물 수출 중개를 확대. 그 결과 이라크 국영석유수출공사(SOMO)는 8월 들어 200만 bpd까지 수출이 확대되었다고 밝힘. 이는 7월 117만 bpd 대비 83만 bpd 증가한 수치.

이라크의 수출 증가세는 이란 원유 제재 영향을 상당분 상쇄할 것으로 판단. 8월 이란의 호르무즈 해협을 통과한 원유 수출은 7월 95.6만 bpd에서 해협 전면 봉쇄가 있었던 5월 36만 bpd 수준을 소폭 하회하는 30만 bpd에 그치며 약 65만 bpd 감소할 것으로 예상되는데, 이라크 수출 증분은 이란 수출 감소분을 상회하기 때문. 한편 이란이 제재 회피 수단으로 이라크산 원유에 이란산 원유를 혼합하는 방식을 사용하고 이라크에 대한 특별 원유 수출 허가 시행이 원활하게 이뤄진다면, 이라크 수출 확대와 걸프국 중 노후도가 심한 편인 남부 유전 복구 속도는 빨라질 가능성이 있음. 즉 선박 간 환적 수출의 증가는 걸프국 원유 생산, 수출 정상화 속도가 우려 대비 생각보다 빠르게 진행될 수 있음을 시사.

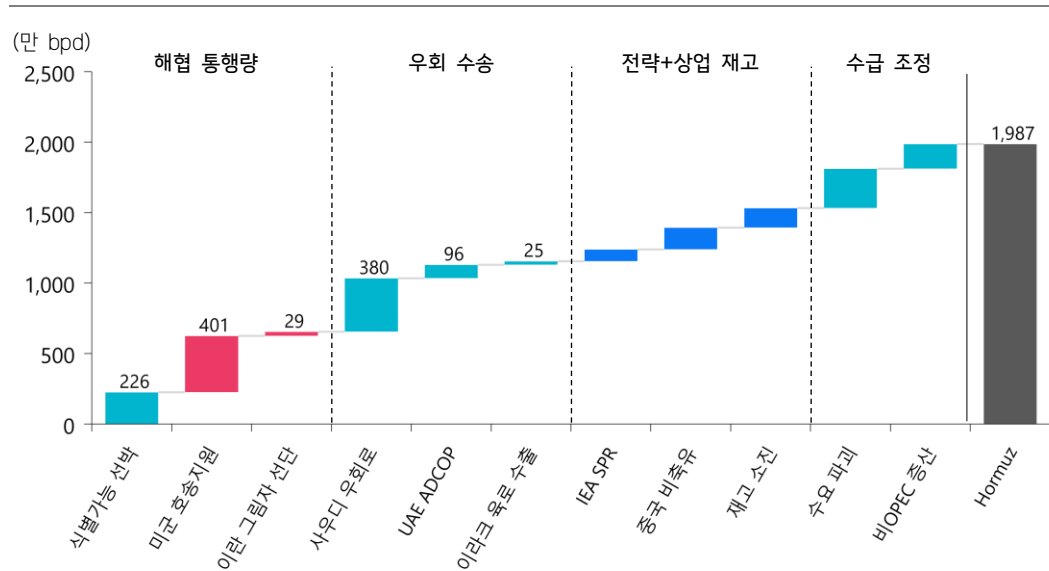
한편, 후티 반군이 홍해 지역에서 사우디 유조선에 주 타깃으로 하면서 사우디가 미군 호송 작전이 수행되는 페르시아만을 재이용할 유인이 커짐. 정확한 수치를 밝히고 있지 않지만 UAE처럼 선박 간 환적을 이용해 라스타누라항-남부 항로로 아랍 미디엄과 헤비 등급 원유를 선적하기 시작. 기존 동서송유관-안부항을 통해 수출된 유종이 아랍 경질유라는 점에서 중질유 수급 경색의 소폭 완화를 기대.

표 1. 미국 중부 사령부(CENTCOM) 공식 발표 기반 호르무즈 해협 남부 항로 추정 수송량

발표일	누적 선박	누적 수송 원유 물량	누적 증가분	일수	평균 추정 통과량 (만 bpd)
2026-07-10	800척 이상	3.8억 배럴 이상	-		
2026-07-11	800척 이상	4.0억 배럴	-		
2026-07-20	약 900척	4.5억 배럴	5,000만 배럴	9일(7.11~20일)	556
2026-07-29	약 1,000척	5.0억 배럴	5,000만 배럴	9일(7.20~29일)	556
2026-08-21	약 1,300척	6.6억 배럴	1.6억 배럴	23일(7.29~8.31일)	696

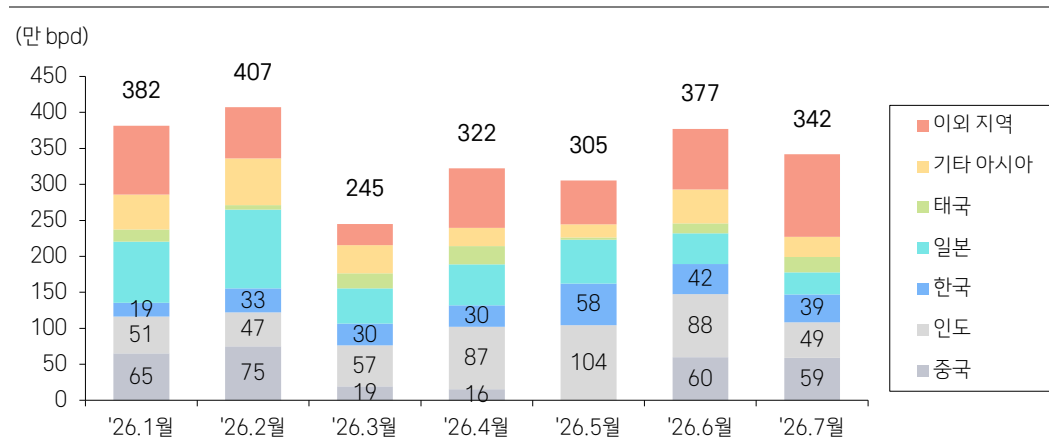
자료: CENTCOM, CNBC, 삼성증권

그림 4. 호르무즈 해협 순 공급 차질량 Breakdown



자료: 미국 중부사령부(CENTCOM), Bloomberg, Kpler, Vortexa 인용, 언론보도 종합, IEA, EIA, 삼성증권 추정

그림 5. UAE 지역별 원유 수출



자료: Bloomberg, 삼성증권

셋째, 전략 비축유와 재고가 상당히 고갈된 상황인데 추가적으로 가용한 완충 여력이 어느 정도인지?

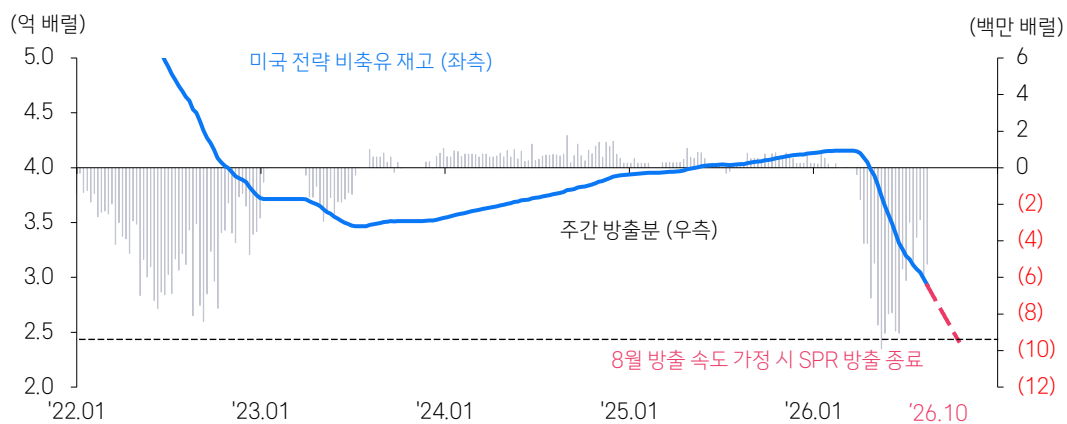
전시 상황임을 감안하면 4억 배럴을 상회하고 있는 미국 상업용 재고의 절대적 수준 자체는 높음. 원유 실물 인도 지점인 쿠싱 재고 자체도 업계 관행 상 스트레스 지점인 2,000만 배럴 일시 하회 후 수출 감소와 중동산 원유 수입 증가로 반등. 원유의 정상적인 실물 입출고를 위해 남겨두어야 하는 최소 운영 용량이 1,600만 배럴 수준임을 감안하면 즉각 우려할 수준은 아님.

오히려 현재 시점에서 가파른 비축유 고갈 속도가 우려. 7월 말 기준 3.11일 결의한 4억 배럴의 비상 방출 물량 중 누적 3억 배럴이 방출 완료. 한국, 일본 등 아시아 국가들이 6월 해협 개방으로 수출된 원유를 확보하면서 7월 IEA 회원들의 정부 재고 인출 속도가 느려진 결과 추가적인 방출 여력이 1억 배럴 잔존한 것으로 추정. 미국의 비축유 방출 속도는 4월 평균 79.9만 bpd, 5월 169만 bpd, 6월 150만 bpd, 7월 74만 bpd로 전월 대비 절반 속도로 급감.

문제는 해상 재고분이 고갈되기 시작하면서 7.31일 이후 8.14일까지 미국 단독으로만 1,138만 bpd의 추가 전략 비축유를 방출하였다는 점. 7월 대비 비축유 방출 속도도 81만 bpd로 증가하였음. **8월의 방출 속도가 유지된다고 가정하면 미국의 전략비축유 재고는 10.15일 2.43억 배럴에 도달하며 1.72억 배럴 전략 비축유 방출을 완료하게 될 것.** 추가적인 비축유 방출 계획이 없다면 선박의 도착 일정 상 9월 내 호르무즈 해협 논의를 완결 지어야 한다는 의미. (그림 6)

물론 이 가정 역시 중국의 비축유 방출이 지속된다는 점을 전제로 함. 호르무즈 해협 봉쇄 6개월 차에 접어들었음에도 불구하고 유가가 90달러/배럴 선을 하회하는 이유는 5~6월 대비 IEA 회원국들의 비축유 방출이 감속한 것과 달리 중국의 비축 재고 소진으로 부족분이 상쇄되고 있기 때문.

그림 6. 미국 전략 비축유 - 10월 중순 비상 방출 종료



자료: DOE, Bloomberg, 삼성증권 추정

넷째, 중국의 원유 수요가 급감한 이유와 유가 상단을 억제하는 중국 수요 회복 상황은? 해협 개방 이후 유가와 원유 시장은 어떻게 되는지?

Swing demander, 중국 유가를 결정하는 새로운 축

중국은 호르무즈 해협 봉쇄 이후 원유 수입이 약 500만 bpd 급감. 중국 정부가 자국 원유 수요가 아시아 정세 마진과 유가 상승에 미칠 영향을 고려한 결과. 공급단에서는 1) 국내 연료가 최고 가격제가 유지되는 가운데 석유 제품 수출 제한으로 정유사 정제 마진이 악화되며 정유소 가동률 자체가 낮아지면서 수요가 약화됨. 2) 5월부터는 국유 정유사가 보유한 상업용 비축유 소진이 시작되었고, 3) 석탄 발전 등 대체 에너지원 활용을 늘림. 수요단에서는 내연기관차 사용 자제 등 에너지 소비 억제 정책이 단행.

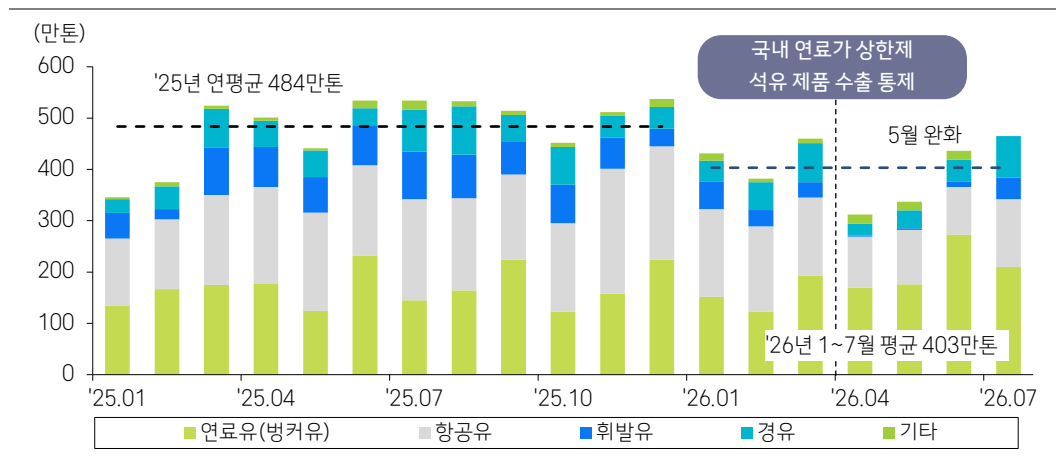
그러나 5월부터는 석유 제품 수출 제한으로 인접 동아시아 국가 에너지 수급난이 심화되자 베트남, 미얀마, 방글라데시, 캄보디아 등에 대한 수출이 승인되었음. 7월~8월부터는 석유 제품 수출량이 완전히 정상화되어 중국 측 원유 수급상황이 유가 향방에 미치는 영향이 주목. (그림 7)

먼저, 9월 3차 석유 수출 쿼터 발표 규모가 단기 유가 상방 압력 좌우할 이벤트. 중국은 연간 Clean Product(휘발유, 경유, 항공유)에 대하여 연간 4,000~4,100만 톤의 수출 쿼터제를 유지하고 있음. 6월까지 발급된 쿼터분은 3,200만 톤으로 관행을 고려하면 9월 중 800~900만 톤의 연간 석유 제품 쿼터가 추가될 것으로 예상. 7월 중국의 전체 정유수출품은 465만 톤으로 휘발유, 경유, 항공유의 밀도를 감안하면 하루 65만 bpd에 해당하는 양. 8월에는 홍콩 선적 분을 포함해 360~370만톤의 수출을 확대하여 92만 bpd의 석유 제품 수출이 가능할 것으로 관측.

한편 9월 석유 제품 쿼터 850만 bpd 추가 시 9~12월 남은 기간 145만 bpd의 수출이 가능해질 것. 실제 수출을 위해서는 중국 정부 별도의 허가가 필요하여 실수출량은 이보다 적을 것이나, 쿼터를 기준으로 하면 7월 대비 약 30만 bpd, 4분기까지 80만 bpd의 수출 용량이 추가되는 것.

7월 중국 석유 제품 수출 정상화는 해협 봉쇄 장기화와 우크라이나의 러시아 정유시설 공격으로 고공 행진하는 가솔린, 디젤 정제 마진 상승을 완화하겠으나, 원유 수요에는 증가 요인.

그림 7. 중국 석유 제품 수출 변화 - 전쟁 이전 수준 회복



자료: 중국 해관총서, 삼성증권

다만, 중국의 전략 비축유는 충분한 상황으로 그간 110~150만 bpd의 원유 매입이 국내 필요 대비 초과 매입분임을 감안하면 중국 수입 회복은 호르무즈 해협의 통행량 복원 추이를 주시하며 완만하게 진행될 것으로 예상. 중국은 2004년 3월부터 국가 석유 전략 비축기지를 건설하기로 결정하여 막대한 경상수지 흑자를 바탕으로 초과 외환 보유액을 에너지 구입에 사용하였고, '20년 팬데믹 대봉쇄, '25년 4분기 원유 시장 공급 과잉 경계감이 우세한 시기 60달러/배럴 이하의 저유가 구간에서 원유를 대거 매입.

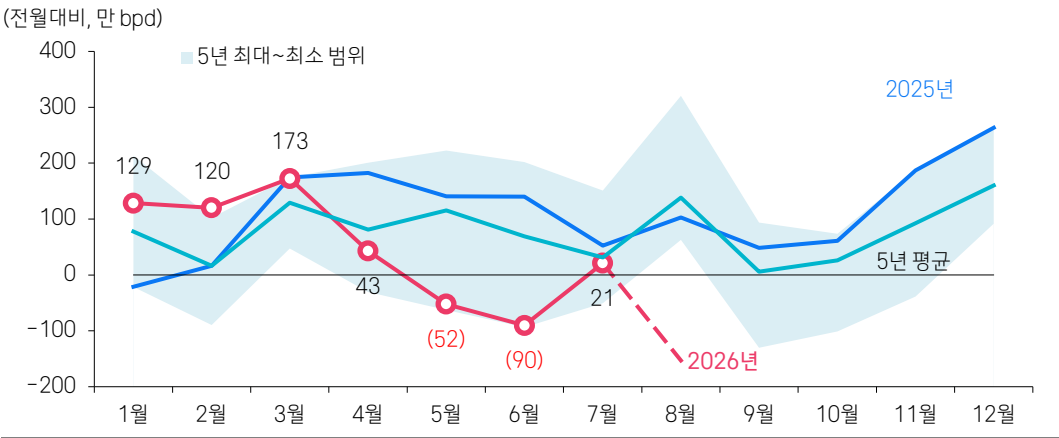
EIA에 따르면 중국은 '25년 말 기준 국유 정유사가 보유한 상업용 재고 10.4만배럴, 정부 보유 재고 3.6만 배럴을 포함해 도합 13억 9,700만 배럴의 전략 재고성 원유를 비축. 올해 3월까지 원유 구매에 나서면서 15.2억 배럴까지 보유량을 확대한 후, 2분기 동안 4,900만 배럴을 순 소진한 것으로 파악. 전략 재고뿐만 아니라 중국 전체 원유 수급을 대상으로 하는 내재 원유재고 변화(중국 원유 생산+순수입-정제투입량) 기준으로는 7월 오히려 21만 bpd의 재고 축적이 이뤄짐. (그림 8)

8월 들어 중국 정부의 비축유 재고 소진이 100~150만 bpd 규모로 이뤄지며 수입을 억제하고 있으나 중국의 원유 비축량은 향후 수개월 사용가능한 양이 남아있음. 이 같은 사정을 모두 고려하면 중국 수입은 7월 714만 bpd를 저점으로 하여 960만~980만 bpd까지 점진적으로 회복할 전망. 전쟁 이전 '25년 연평균 1,160만 bpd를 하회하는 수치.

중국의 완만한 원유 수요 회복세를 감안하면 3분기 해협의 단계적 개방 성사 시 국제 유가는 6월 MOU 합의 직후와 마찬가지로 재고 방출에 따른 급격한 조정 이후 연말까지 점진적 하향 안정화될 전망. 다만 전쟁이 6개월 장기화되면서 재고 소진에 따른 유가 기저 상승 압력이 발생. 이란과 미국 모두 중간 선거 이전에 합의를 완결 지어야 하는 유인이 있어 극단적인 NACHO 시나리오를 상정하지 않지만 타이트한 재고 상황과 석유 제품 여건은 유가 하단을 높이는 요인.

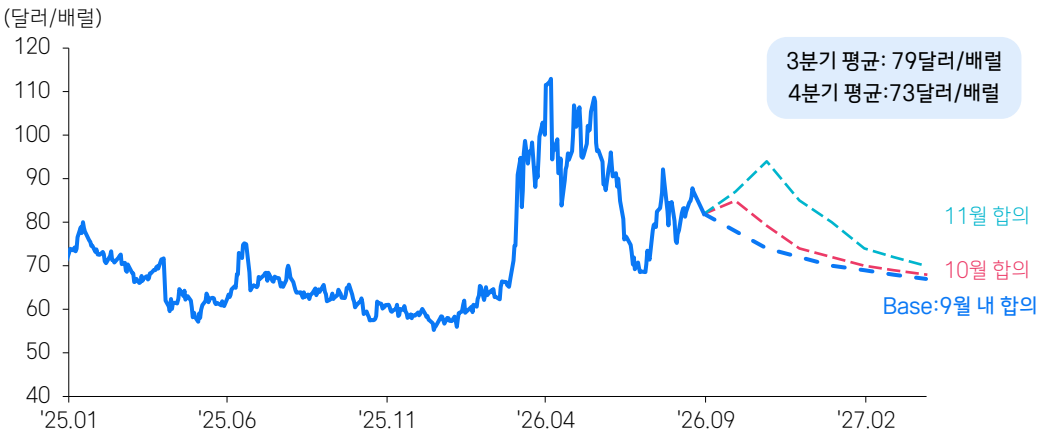
이에 국제 유가(WTI) 전망치를 3분기 평균 79달러/배럴, 4분기 73달러/배럴로 상향 조정하되, 4분기 이후 걸프국 생산이 상당분 정상화되는 경우 연말~내년 초부터 원유 시장이 균형으로 선회하며 점차 공급과잉 부담이 환기될 가능성에 무게. 비축유 재매입 스케줄이 수년간 분산되는 반면 전쟁 기간 중 ① OPEC+ 감산 환원, ② 비 OPEC(UAE, 美 세일, 캐나다), ③ 베네수엘라 등 제재국 원유 등 공급자 기반이 확대되었기 때문. 해협 개방이 이란산 원유의 제재 해제라는 조건과 불가분으로 연동되고 있다는 점 역시 고려할 필요. (그림 9)

그림 8. 중국 내재 원유 재고(Implied Storage) 변화 – 7월 축적 후 8월 감소 예상



참고: 중국 총 원유 수입-수출+국내 생산-원유 정제 투입량으로 추정
자료: 중국 해관총서, 삼성증권

그림 9. 시나리오별 국제 유가(WTI) 예상 경로



자료: Bloomberg, 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