

정유

Sector Issue Brief

2026. 8. 27

Check Point

- Paul Krugman 에너지 인플레이션 의견 피력
- 글로벌 정유 Capa 부족
- '27년까지 정제마진 호조 전망

에너지 인플레이션

| Analyst 정경희 | khchung@ls-sec.co.kr

Paul Krugman의 Energy Inflation

얼마전 Paul Krugman('08년 노벨 경제학상 수상)은 'Why isn't the price of oil even higher?'라는 글을 통해 에너지 인플레이션 의견 피력. 요약하면 호르무즈 해협 이슈가 해결되지 않았는데 유가가 해협 봉쇄 초기와 같이 \$100/bbl 이상 수준으로 높지 않은 것은 휘발유, 경유 등 높은 정유제품 가격, 즉 Crack Margin으로 나타나고 있다는 것. 따라서 유가는 전쟁 발발 초기처럼 높은 수준이 아니지만 높은 연료 가격으로 에너지 인플레이션 전망. 왜냐하면 소비자는 원유 그 자체를 소비하는 것이 아니라 휘발유, 경유 등 석유 제품을 소비하기 때문. 그리고 여기서 원유와 정유제품간의 가격 차이, 즉 Crack Margin이 큰 이유는 글로벌 정유 Capa 부족(호르무즈 해협 인근 위치, 혹은 우크라이나의 러시아 설비 공격)에서 찾을

생산량 감소 지속, '27년 정유 호황 지속될 듯: Shut down 및 원유와 설비의 미스매치

이 자료는 Macro 분석이 아니라 정유 산업에 대한 것으로 Crack Margin에 보다 관심. 우리는 적어도 '27년까지 평균 이상의 정제마진 호조가 이어질 것으로 예상. 이유는

1) 가동 차질을 빚고 있는 설비가 평균을 상회하는 수준이 이어질 것으로 예상. 연평균 정기보수 등으로 글로벌 Shut Down 물량은 4백만 b/d 수준이나, 2분기 이는 9백만 b/d로 증가, 정상화 참작하더라도 앞 단의 유전, 뒷 단의 인프라가 정상화되지 않으면 정유 설비가 복구되더라도 정상화하기까지 시간 소요

2) 보다 구조적인 문제는 Medium, Heavy유 생산 비중 감소에 따라 원유와 설비의 미스매치 지속, 이는 전체 정유제품 생산량, 특히 경유/등유제품군 마진 상승을 촉발. 이번 중동 사태 뿐 아니라 '22년 발발한 러시아-우크라이나 사태로 러시아 원유 생산도 차질이 빚어지고 있음. 러시아 원유는 Medium, Heavy원유 생산에서 두번째로 생산량이 높은 국가. 그러나 우크라이나의 드론 공격에 따른 인프라, 유전, 정유 설비 타격뿐 아니라 '22년 Sanction으로 기존에 노후화된 러시아 유전을 유지하고 Depletion Ratio를 관리하던 글로벌 Big 4 Energy Equipment 회사들이 철수한 지 5년차로 기존 1,050만b/d 생산에서 현재 880~890만b/d로 하향. Rystad Energy는 향후 700만b/d 이하로 감소할 수 있다는 전망 제시. 왜냐하면 노후화되어 수분 함량이 높은 유정들은 더 오랫동안 가동을 멈춰 실질적인 잉여 생산 능력이 감소되며, 대규모 신규 유전 개발도 부족해서 유전 생산 감소를 만회할 가능성이 제한적이기 때문

3) 추가로 상반기 역사적 고점을 기록한 정제마진 상황에서 가동률을 최대한 상승시킨 정유사들의 경우 하반기 Unplanned Shut Down 발생 가능성. 또한 '27~'28년 글로벌 정기보수가 평년을 상회하는 수준으로 이는 정유마진 호황이 지속될 수 있는 추가 근거

그림 1 러시아 원유 생산량 추이 및 전망

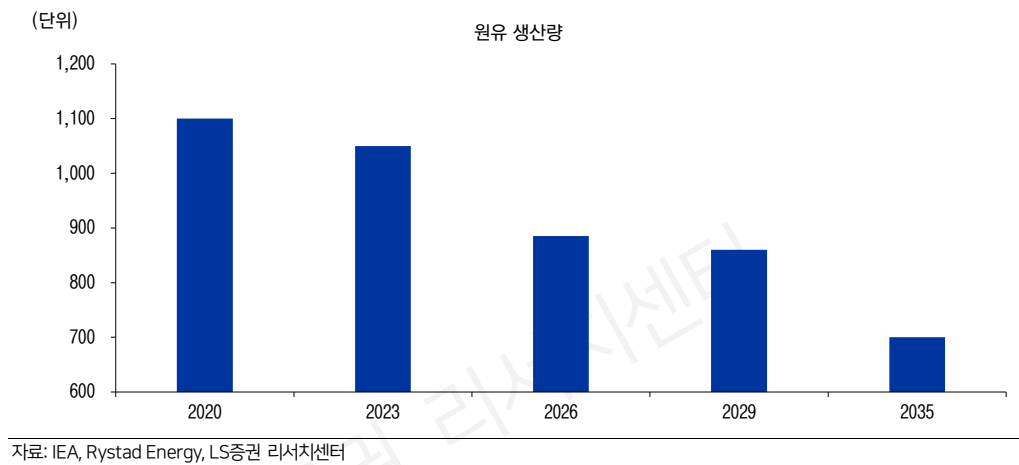


그림 2 글로벌 유종 비중('25 년)

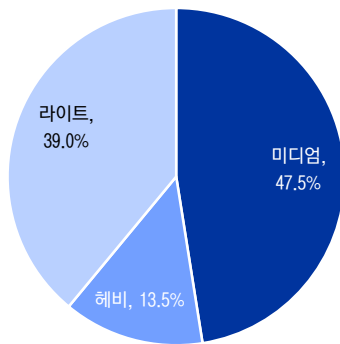


그림 3 미디엄, 헤비 생산국가별 비중

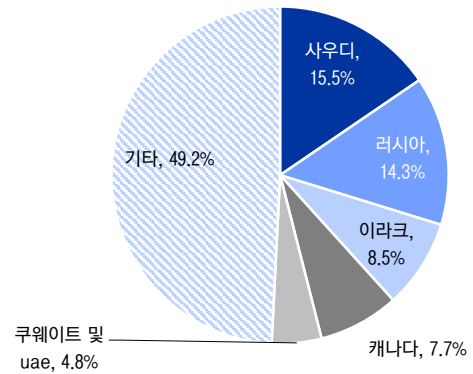
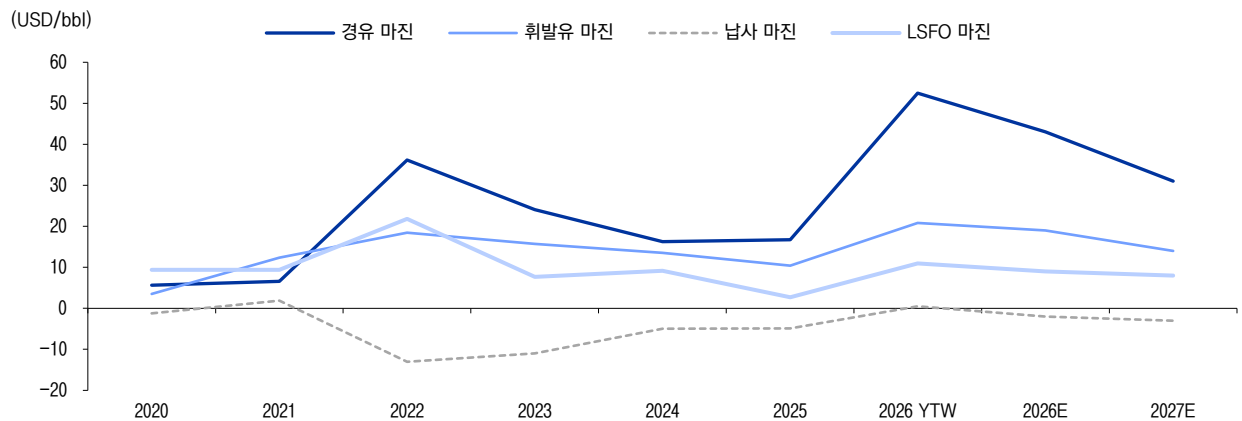


그림 4 주요 정유제품별 마진 추이(Spot)



Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 정경희).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.

따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- _ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% -15% 이하 기대	90.3% 9.7%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 $\pm 15\%$ 로 변경
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2025. 7. 1 ~ 2026. 6. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)