

글로벌 전략

글로벌전략 담당 김효진, Ph.D.
kim.hyo-jin@shinyoung.com

주식전략 담당 이상연
lee.sang-yeon@shinyoung.com

유가는 시간이 해결하지 않는다

분석의 기본가정

- 유가는 공급차질을 누가 얼마나 빨리 메우느냐가 관건. 재고가 줄고 있어 유가는 쉽사리 내려오기 어려운 환경으로 진행 중
- 변수는 호르무즈 통과 물량과 중국의 재비축 여부. 협상 진전이 없는 상황에서 중국이 재비축에 나설 경우 높은 수준 지속 우려

두 번째 100달러

유가가 다시 100달러를 넘었다. 6월 휴전과 함께 60달러 후반까지 하락했으나, 9월 들어 105달러다. 전쟁이 길어질수록 유가가 금융시장의 재료로서 소멸해 간다는 통념은 걸프전과 이라크전, 러시아-우크라이나 전쟁에서 확인된 것이지만, 이번에는 그 궤적을 따르지 않고 있다.

칼림길의 기준: 공급 차질 여부가 아니라 메운 주체

1973년 이후 여섯 번의 유가 관련 중동 위기를 비교해보면 두 묶음으로 갈린다. 1973년과 1979년은 고점까지 12개월 ~ 15개월이 걸렸고 2.6배까지 올랐다. 1990년, 2003년, 2022년은 넉 달 안에 고점을 지나 일곱 달 안에 발발 전 수준으로 돌아왔다. 차이는 공급 차질 여부가 아니다. 1990년에도 이라크와 쿠웨이트 공급 물량은 줄었었다. 차이는 사우디의 여유 생산이 수개월 내 메웠는가, 우회 수출과 비축유가 메웠는가, 아니면 메울 것이 없어 신규 유전이 나올 때까지 6년을 기다렸는가에 있었다.

재고 감소: 1년 동안 쌓은 재고를 6개월에 썼다

IEA 기준 세계 관측 재고는 2월 말 이후 5억 700만 배럴 줄었다. 2025년 한 해 동안 쌓인 재고가 4억 7,700만 배럴이었으니 1년 치를 6개월에 쓴 셈이다. 러-우 전쟁 당시보다 재고 감소 속도가 빠르다.

칼자루를 친 것은 중국

칼자루를 친 것은 중국이다. 세계 최대 수입국인 중국은 2025년 하루 1,160만 배럴로 사상 최대를 수입했으나, 개전 후 2분기에 810만 배럴로 줄었다. 중국의 원유 수입 감소가 국제 유가를 억제하는 중요한 배경이었으나, 7월과 8월 수입이 소폭이지만 늘어났다. 유가 하락기에 비축유를 쌓았다는 평가이지만 국제 유가 관점에서는 사우디 공급 차질과 최대 구매자가 시장에 돌아온 것이다.

유가는 미국과 이란의 협상에 달려 있으며, 유가가 높을수록 역설적으로 협상 가능성도 높아진다. 다만 그럼에도 협상에 진전이 없는 상황에서 재고 감소, 중국의 재비축은 국제 유가가 4월 고점을 다시 시험하게 할 것이 우려된다. 유가가 쉽사리 내려오기 어려운 환경으로 가는 가운데, 10월 말 빅테크 실적과 11월 3일 중간선거까지는 유가, 금리 등 매크로가 밸류에이션을 누르며 주가의 발목을 잡을 가능성이 높다.

두 번째 100달러

중동전 발발 직후 유가는 120달러에 육박했으나 6월 휴전과 함께 60달러대 후반으로 하락했다. 개전 전 수준에 가까워졌으니 시장이 "전쟁만 끝나면 유가는 걱정할 것이 없다"고 읽은 것도 무리는 아니었다. 그러나 7월 초 해협이 다시 막히면서 꺾적이 바뀌었고, 9월 들어 유가는 105달러다.

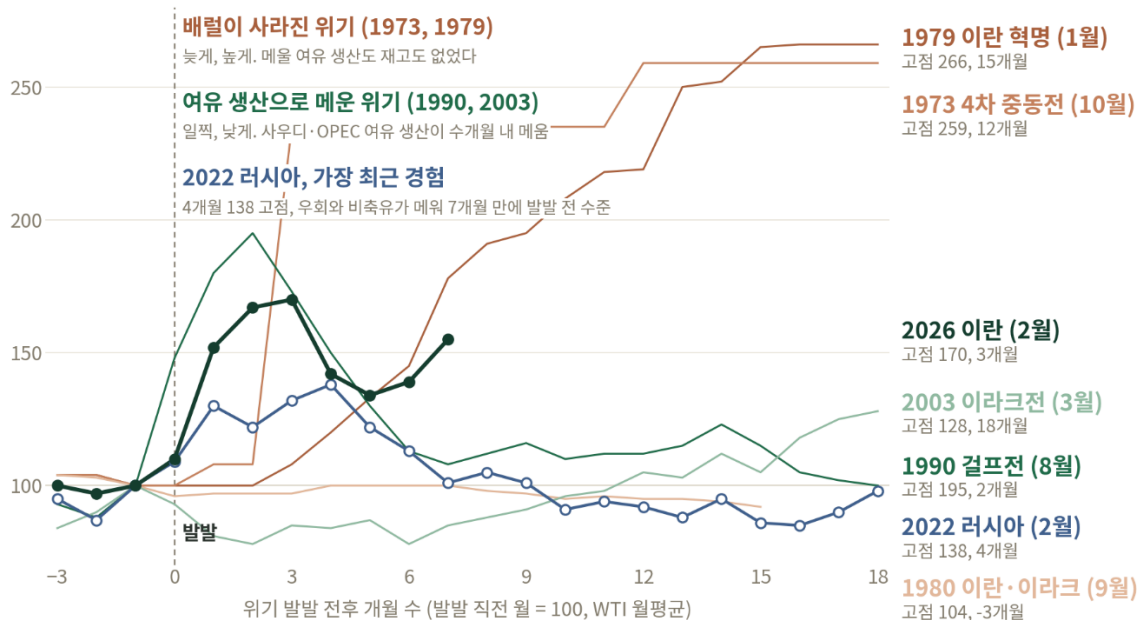
이 되돌림과 재급등이 이번 위기를 읽는 출발점이다. 첫 번째 급등은 공포의 가격이었을 수 있지만, 두 번째 급등은 공급과 운송 차질이 실제로 이어지고 재고가 그만큼 줄어드는 뒤의 가격이다. 두 급등의 성격이 다르다는 것을 확인하려면 과거의 위기가 어떻게 끝났는지를 먼저 봐야 한다.

여섯 번의 위기, 두 개의 꺾적

늦게 높게, 일찍 낮게

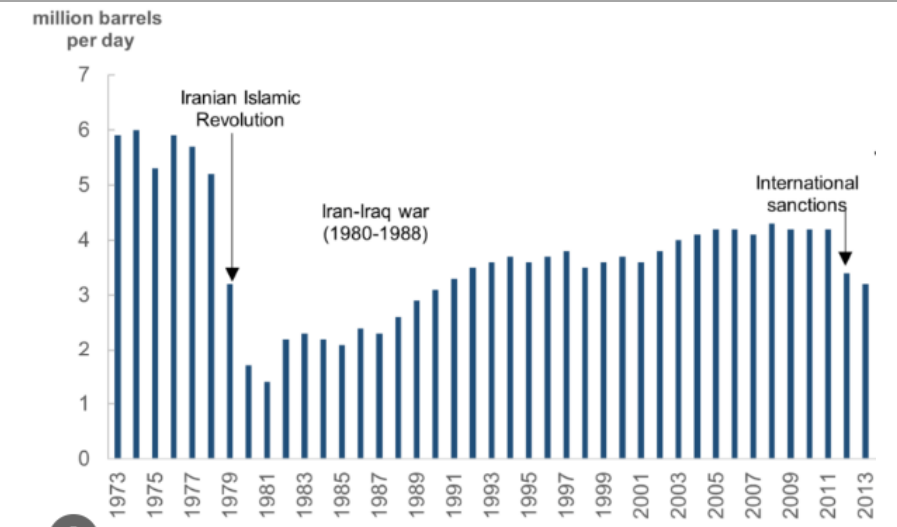
위기 발발 직전 월의 WTI 월평균을 100으로 놓고 1973년 이후 여섯 번의 사례를 겹쳤다. 결과는 두 묶음이다. 1973년 4차 중동전과 1979년 이란 혁명은 늦게, 높게 갔다. 고점까지 각각 12개월과 15개월이 걸렸고, 발발 직전보다 159%와 166% 높은 수준까지 올랐다. 발발 후 몇 달은 오히려 조용했다. 1973년은 금수 조치와 OPEC의 공시가격 인상이 시차를 두고 반영됐고, 1979년은 이란의 생산이 무너지는 속도만큼 유가가 따라 올랐다.

도표 1. 유가 관련 중동 지정학 위기 발발 이후 유가 꺾적 비교



자료: FRED, 신영증권 리서치센터

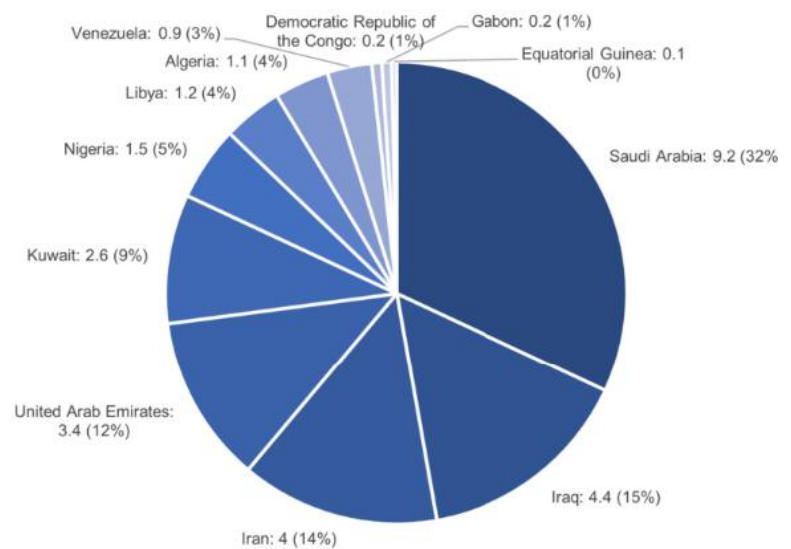
도표 2. 이란 원유 생산량 추이



자료: EIA, 신영증권 리서치센터

도표 3. OPEC의 국가별 원유 생산 비중

OPEC member oil output (mb/d) and share



자료: EIA, 신영증권 리서치센터

1990년 걸프전, 2003년 이라크전, 2022년 러시아는 일찍, 낮게 끝났다. 1990년은 두 달 만에 발발 직전보다 95% 높은 고점을 찍고 개전과 동시에 발발 전 수준으로 돌아왔다. 2003년은 개전 전에 고점을 지났다. 2022년은 넉 달째 38% 높은 고점을 찍고 일곱 달 만에 발발 전 수준으로 돌아왔다.

2026년 중동 전쟁 발발 이전 유가는 이전 사례와 비교시 시간이 지나며 안정되었던 경우와, 공급차질이 장기화되며 유가가 상승하는 경우의 분기점에 놓여 있다. 1979년을 그대로 따라간다고 단정할 근거는 없지만, 1990년과 2022년처럼 빠르게 내려오기 위해 필요했던 조건이 아직 갖춰지지 않았다는 점은 분명하다. 유가가 쉽사리 내려오기 어려운 환경으로 가고 있다.

공급차질을 누가 메웠는가

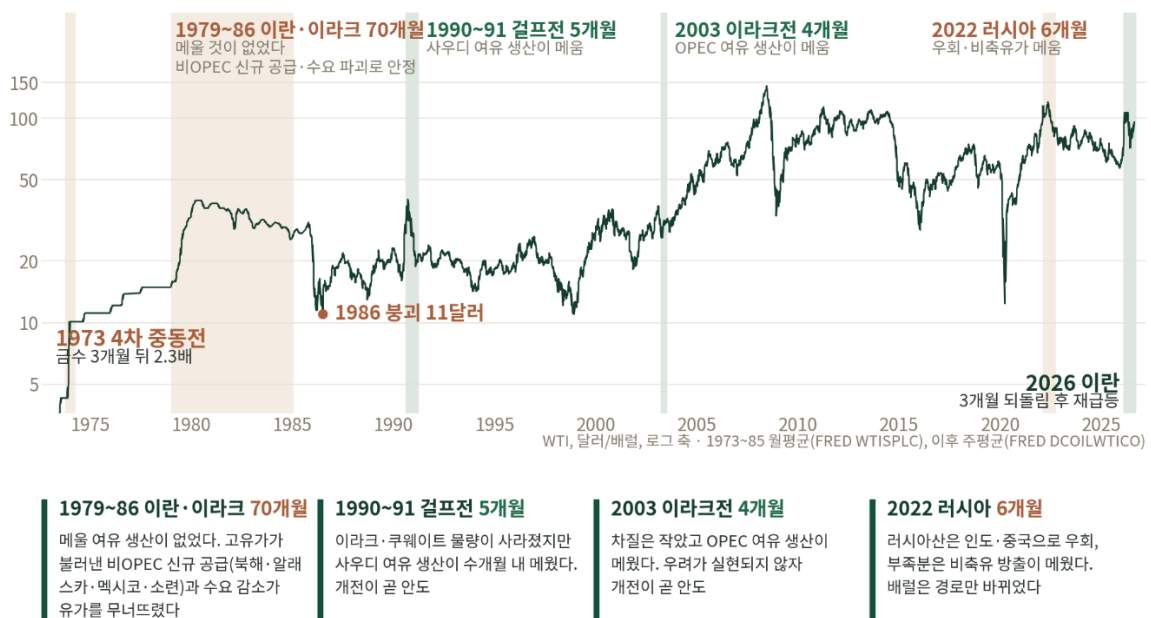
두 묶음의 차이가 무엇인지 따져 보면 "공급 차질이 있었느냐"가 아니다. 1990년에도 이라크와 쿠웨이트 물량이 실제로 끊겼다. 차이는 그 차질을 누가, 얼마나 빨리 메웠느냐였다.

1990년은 사우디가 여유 생산으로 몇 달 만에 메웠다. 2003년은 OPEC에 여유가 있었고 차질 자체가 작았다. 2022년은 러시아산이 인도와 중국으로 우회했고, 부족분은 비축유 방출이 메웠다. 공급이 끊긴 것이 아니라 운송 경로만 바뀐 셈이다.

1979년은 공급차질을 메울 여력이 없었다. 사우디의 여유 생산은 사라진 물량을 대신할 만큼 크지 않았고, 비축유라는 제도는 자리 잡기 전이었다. 유가를 무너뜨린 것은 고유가가 불러낸 북해와 알래스카, 멕시코의 신규 유전과 수요 감소였고, 그것이 물량으로 나오는 데 6년이 걸렸다. 전쟁이 끝나기 전인 1986년에 유가가 먼저 무너진 이유다.

정리하면 유가를 정하는 것은 총손실이 아니라 총손실에서 여유 생산과 재고를 뺀 순부족분이다. 이 기준으로 지금을 보면 답이 불편하다. 사우디의 여유 생산은 해협 안에 갇혀 있고, 비축유는 이미 썼다. 남은 완충은 재고 뿐이다. 과거 위기를 빠르게 끝낸 재원이 이번에는 보이지 않는다는 것이고, 그만큼 유가가 내려오는 데 시간이 걸리는 환경이라는 것이다.

도표 4. 1973년 이후 WTI와 전쟁별 안정 유형



자료: FRED, 언론 보도 종합, 신영증권 리서치센터

남은 완충

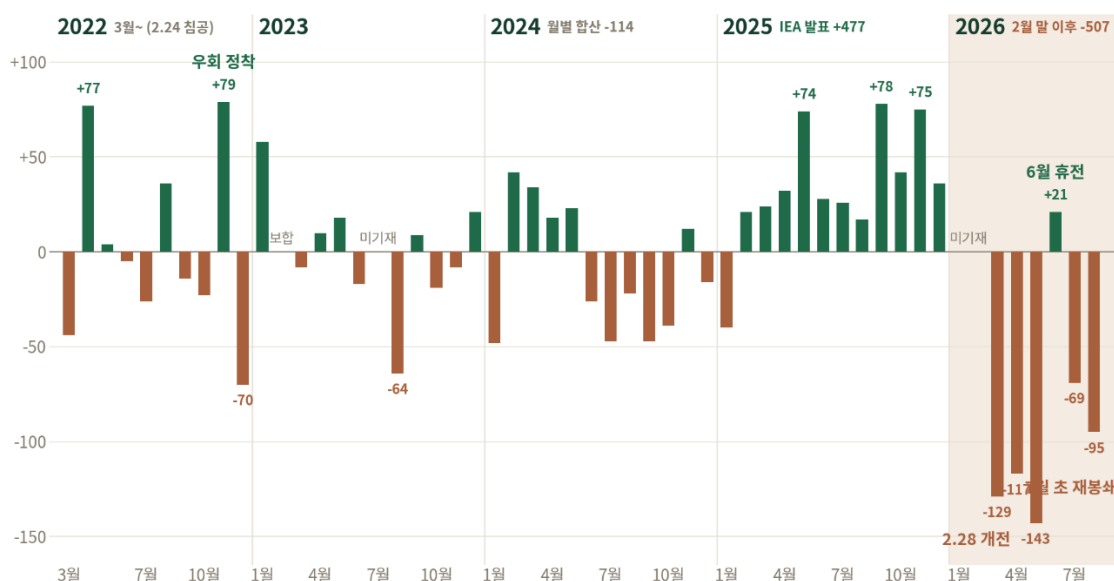
1년 치를 6개월에

IEA가 집계하는 세계 관측 재고의 월별 변화를 2022년 3월부터 늘어놓으면 이번 충격의 크기가 보인다. 2022년 러시아 충격 때 가장 크게 빠진 달이 마이너스 7,000만 배럴이었다. 이번에는 3월 마이너스 1억 2,900만, 4월 마이너스 1억 1,700만, 5월 마이너스 1억 4,300만 배럴로 석 달 연속 러시아 충격의 두 배가 이어졌다. 6월 휴전 한 달만 2,100만 배럴이 늘었고, 7월 초 해협이 다시 막히자 7월 마이너스 6,900만, 8월 마이너스 9,500만 배럴이다.

2월 말 이후 누적 감소는 5억 700만 배럴, 하루 280만 배럴이다. 2025년 한 해 동안 쌓인 재고가 4억 7,700만 배럴이었다. 유가가 낮았던 지난해 각국이 부지런히 쌓은 재고가 올해 두 자릿수 유가를 버틴 버팀목이었다는 뜻이고, 그 1년 치를 6개월에 다 쓴 셈이다.

다만 재고가 바닥난 것과는 다르다. 1월 재고가 82억 1,000만 배럴이었으니 지금은 2025년 초 수준으로 돌아간 정도다. 1년 치 쌓은 것을 다 썼고, 이제부터가 소진 구간이라는 표현이 맞다. 6월 한 달이 남긴 교훈은 분명하다. 흐름이 돌아오면 재고는 즉시 돌아서고, 막히면 즉시 다시 줄어든다. 재고는 시간의 함수가 아니라 흐름의 함수다.

도표 5. IEA 세계 관측 재고 월별 변화



자료: IEA, 신영증권 리서치센터

모으는 데 40년, 쓰는 데 한 방

비축유 카드는 누가 남았는지도 확인해야 한다. 미국 전략비축유는 40년에 걸쳐 가격을 봐 가며 모은 재고를 반년 만에 털어 썼다. 우리나라도 3월 IEA 공동 방출에서 역대 최대인 2,246만 배럴을 방출했고, 정부 비축은 약 8,000만 배럴이 남았다.

중국은 다르다. 중국은 비축량을 공개하지 않으므로 EIA 추정치로 볼 수밖에 없는데, 정부 보유분만 3억 6,000만 배럴이고 상업 재고가 약 10억 배럴 따로 있다. 몇 년 전만 해도 전략비축유가 가장 많은 나라는 단연 미국이었지만, 미국이 꺼내 쓰는 사이 순위가 바뀌었다. 미국은 카드를 썼고 중국은 카드를 쥐고 있다.

도표 6. 국가별 전략 비축유 현황



자료: EIA Today in Energy(2026.4, 중국은 EIA 추정치), 미국 에너지부 SPR Quick Facts(2026.8.20), 한국석유공사·산업부(서울신문 2026.3.5, 뉴시스 2026.3.13), 신영증권 리서치센터

자료: EIA, 미국 에너지부, 한국석유공사, 신영증권 리서치센터

중국의 선택

최대 구매자가 빠진 가격

중국은 세계 최대 원유 수입국이다. 2024년 하루 1,110만 배럴로 미국의 1.7배, 한국의 네 배다. 그 중국이 2025년 유가가 낮을 때 사상 최대로 사들였다. 연평균 1,160만 배럴, 12월에는 1,320만 배럴이었다.

개전 후 중국은 2분기 수입을 810만 배럴로 줄였다. 하루 350만 배럴을 덜 산 것이고, 5월과 6월은 2016년 이후 처음으로 800만 배럴 아래였다. 같은 기간 정제 처리량은 220만 배럴만 줄었으니 나머지 170만 배럴은 자기 재고에서 나왔다. 세계 최대 구매자가 시장에서 빠져 자기 재고로 버틴 것이고, 그 결과가 지금의 105달러라는 뜻이다.

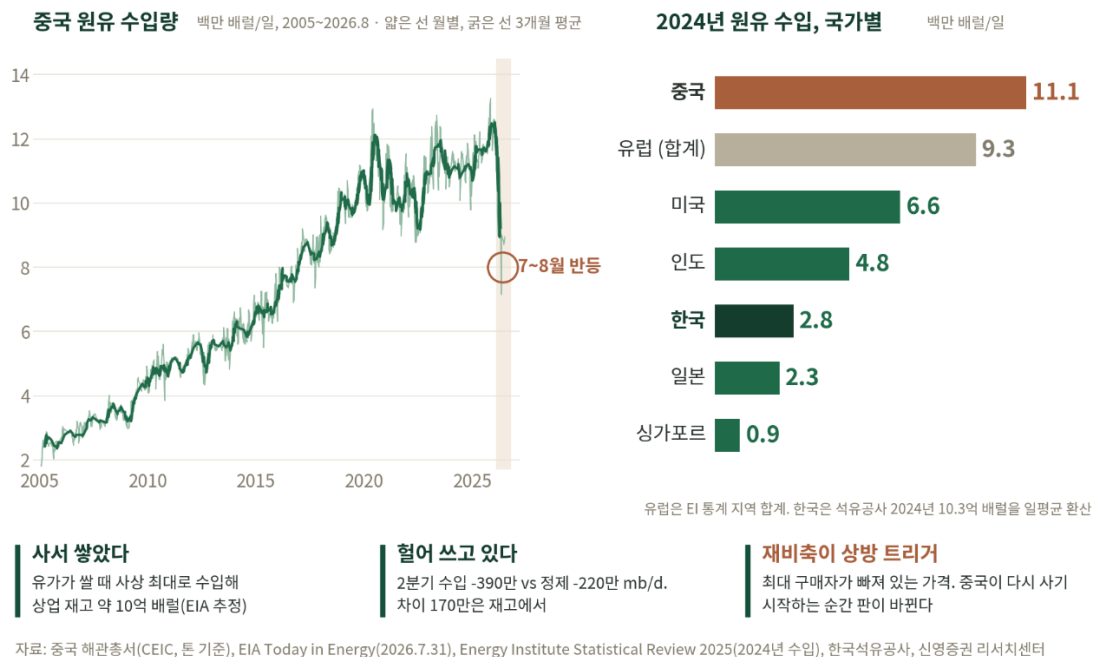
1980년의 교훈이 여기에 겹친다. 이란-이라크 전쟁 개전으로 하루 400만 배럴 안팎이 실제로 사라졌는데도 유가는 거의 움직이지 않았다. 전해에 쌓아 둔 재고와 이미 꺾인 수요가 완충이 됐기 때문이다. 중국이 2025년에 쌓은 재고가 지금 같은 역할을 하고 있다.

재비축이 방아쇠다

7월과 8월 중국 수입이 850만, 900만 배럴로 전쟁 이후 처음 두 달 연속 늘었다. 저유가를 활용해 비축유를 쌓았다는 평가이지만, 원유 수입 감소는 증가로 방향을 바꾸었다. 사우디 시설 피격이 유가를 세 자릿수로 밀어 올린 방아쇠였다면, 중국이 수입을 계속 줄일 것이냐 늘릴 것이냐는 그 다음 단계를 정하는 변수다.

9월 24일 시진핑 주석의 방미와 정상회담이 예정돼 있다. 지난 회담들의 경험상 큰 합의의 기대하지는 않지만, 유가 측면에서 칼자루가 중국에 있다는 점은 분명하다.

도표 7. 중국 원유 소비량 및 수입액 추이



자료: 중국 해관총서, Energy Institute, 한국석유공사, 신영증권 리서치센터

살펴야 할 곳

통과 척수, 재고,
중국 수입

유가 관련 점검할 포인트는 네 가지다.

첫째, 호르무즈 주간 통과 척수다. 개전 전 하루 100척 이상이 통과했고, 최근 추적 데이터는 10척 안팎이다. 미국 정부는 하루 30~40척, 개전 전의 3분의 2 물량이 통과한다고 발표하지만, 볼 것은 정부 발표가 아니라 추적 데이터다.

둘째, IEA 월간 재고 변화다. 8월 마이너스 9,500만 배럴이 줄어드는지가 첫 신호다. 6월이 보여줬듯 흐름이 돌아오면 한 달 안에 부호가 바뀐다.

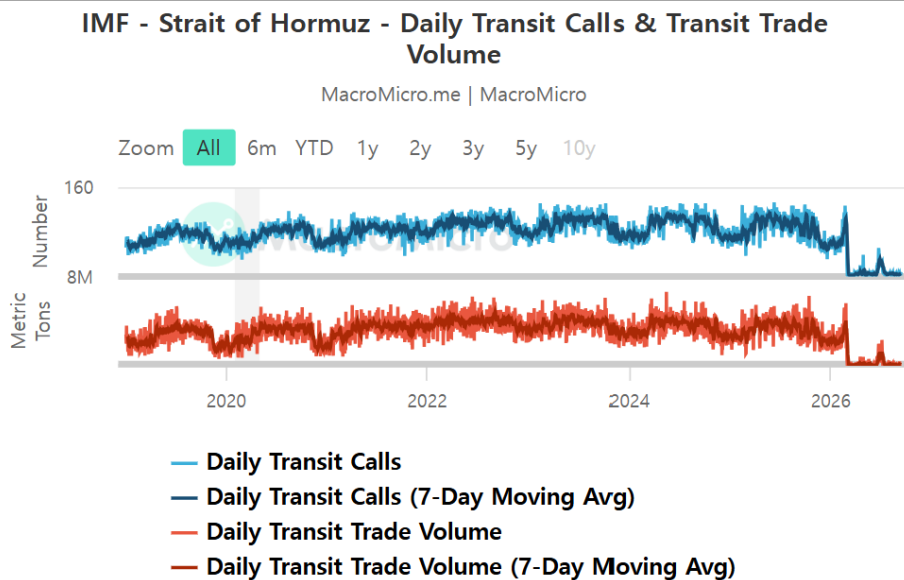
셋째, 중국 월간 수입이다. 7월과 8월의 반등이 1,000만 배럴 위로 이어지는지가 재비축 여부를 가른다.

넷째, 9월 24일 미중 정상회담이다. 유가 측면의 카드는 중국이 쥐고 있다.

한편 한국은 원유를 전량 수입함에도 불구하고 반도체 수출이 이를 충분히 상쇄하며 건조한 모습을 보인다. 2025년 원유 수입액(약 770억 달러) 대비 반도체 수출액(약 1,440억 달러)은 약 2배였으나, 올해는 반도체 수출이 원유 수입의 3배에 육박할 전망이다. 번 돈이 늘어난 만큼 과거와 같은 유가 상승 충격이 한국 경제와 증시를 크게 흔들지 못하는 배경이 된다.

향후 시장은 FOMC 이후 불확실성이 해소될 것이라는 기대와 달리 방향성 없는 노이즈가 이어질 가능성이 높다. 유가의 최종 향방은 미·이란 협상에 달렸으나, 진전이 없는 상태에서 재고 감소와 중국의 재비축이 맞물리면 지난 4월 고점을 재시험할 위험도 배제하기 어렵다. 유가와 금리 등 매크로 악재가 밸류에이션을 지속적으로 압박함에 따라, 10월 말 빅테크 실적 발표와 11월 3일 미 중간선거 전까지는 유가, 금리 등 매크로가 밸류에이션을 누르며 주가의 발목을 잡을 가능성이 높다.

도표 8. 호르무즈 해협 통과 선박수



자료: IMF, 신영증권 리서치센터

Compliance Notice

이 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.