



2021. 7. 14 (수)

**meritz** Strategy Daily

# 전략공감 2.0

## Strategy Idea

OPEC의 역사로 본 원유시장 변동성 확대 가능성에 대한 생각

## 오늘의 차트

탄소의 비용화와 고려사항

## 칼럼의 재해석

중국 지준율 0.5%p 인하의 배경과 영향

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

## Strategy Idea



▲ 글로벌 투자전략 - 선진국  
Analyst 황수욱  
02. 6454-4896  
soowook.hwang@meritz.co.kr

## OPEC의 역사로 본 원유시장 변동성 확대 가능성에 대한 생각

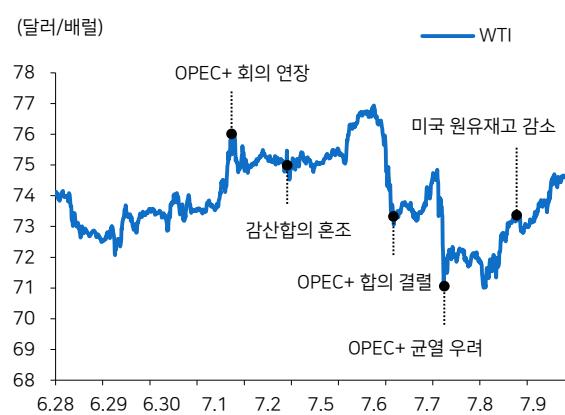
- ✓ 7월 OPEC+ 회의 결렬 이후 유가 변동성을 확대시켰던 이벤트 사이의 핵심은 OPEC이 합의체를 유지할 수 있을지 여부일 것
- ✓ OPEC의 역사 관점에서 보았을 때, 30년만에 가격 결정권의 헤게모니를 쥐게 된 OPEC은 감산 합의를 지키려는 유인이 우위에 있다는 생각
- ✓ 1) 원유의 초과수요 상황이고, 2) 세일 산업 둔화에 따른 미국의 지배력 약화로 카르텔 발휘하기 우호적인 환경이기 때문. OPEC 분열에 따른 유가 급락 가능성 낮다는 판단

### 7월 OPEC+ 회의 이후 유가 변동성 확대

WTI가 6월 한달 동안에만 10.8% 상승하며 유가 상방 압력에 대한 우려가 커졌다. 이러한 배경에서 시장에는 7월 OPEC+ 회의를 통해 감산 완화 합의가 도출될 수 있다는 기대감도 고조되었다. 정작 7월 1일부터 열린 회의에서는 추후 일정에 대한 합의도 없이 결렬되었다. OPEC+ 회의 불발에 따른 불확실성 확대로 WTI가 75달러/배럴을 상회하며 2018년 6월 이후 최고치를 기록하기도 했다.

최근 유가의 상·하방 변동성이 확대된 이유는 OPEC+ 회의 불발에서 비롯되었다. 합의 실패가 산유국들의 경쟁적 충산으로 이어질 수 있다는 우려 때문이다. OPEC+ 회의 이후의 유가 하락은 이러한 감산합의의 결렬 가능성에 반영했다.

그림1 6월 마지막 주 이후 WTI 유가 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 OPEC+ 회의 이후 상·하방 변동성 확대

일자	일간 변동	내용
7.1	+2.4%	OPEC+ 회의 연장. 사우디 감산 완화 의견에 UAE 반대
7.2	-0.1%	합의 지연에 따른 혼조. 7월 5일까지 회의 연장
7.6	-2.4%	OPEC+ 회의 감산 완화 합의 불발. 추후 일정도 미정
7.7	-1.6%	OPEC 균열 우려에 추가 하락
7.8	+1.0%	미국 원유재고 7주 연속 감소(-686.6만배럴)
7.9	+2.2%	OPEC 합의 관련 불확실성 지속

자료: 언론사 보도종합, 메리츠증권 리서치센터

## 향후 유가 방향에는 OPEC 합의체 지속 여부가 중요

7월 OPEC+ 회의 결렬 이유는  
사우디/러시아와 UAE 갈등 때문

OPEC+ 회의는 기본적으로 만장일치가 원칙이다. OPEC+ 회의가 결렬된 이유는 사우디와 UAE 사이의 갈등 때문이다. 사우디와 러시아가 제시하는 감산 완화 방안(기준 580만 배럴/일에 추가적으로 올해 8월~내년 9월까지 40만 배럴/일씩 추가 감산완화, 완화 기한을 내년 4월 이후까지 12월까지 연장하는 방안 검토)에 대해 UAE가 반대하는 것이 합의 결렬의 주된 원인이다. UAE는 합의안을 연장하는 것과 감산 규모를 결정하는 기준의 생산 기준을 폐기해야 한다고 주장하고 있다.

UAE의 요구는 감축 기준안  
변경을 통한 증산

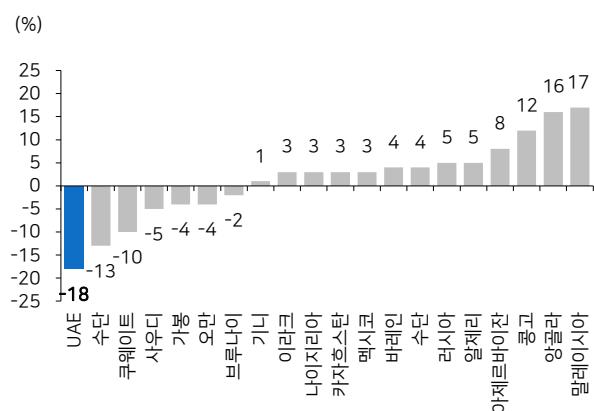
UAE가 감산 공조에 반대하는 이유는 가장 많이 희생하고 있기 때문이다. OPEC+는 '18년 10월 산유량을 감산 기준으로 정하고 있다. UAE는 감산 기준 산유량 시점을 '20년 4월로 변경해달라고 주장한다. 기준안에 따르면 감축 비율 기준으로 UAE의 손해가 가장 큰데, '20년 4월 산유량 대비 18%를 더 감축해야 한다. 사우디가 5%를 감축하고 러시아가 5%를 증산할 수 있는 것과 비교된다. '20년 4월 기준으로 변경한다면 UAE는 약 66만 배럴/일을 증산할 수 있게 된다.

또한, UAE의 원유 생산 가동률은 '21.6월 기준 65%로 OPEC 평균(77%)을 하회하며 OPEC 국가 중 가장 낮다. 가동률이 낮은 이유는 생산능력은 확대되어 왔는데 감산 합의 때문에 산유량이 늘지 못했기 때문이다. UAE는 신산업과 경제 다각화에 필요한 투자재원 마련을 위해 원유 생산 능력을 2025년까지 500만 배럴/일로 늘리기 위한 투자지출을 지속하고 있다. 이 과정에서 '18년 10월부터 '21년 6월까지 UAE의 생산능력은 33% 증가했다(315만 배럴/일 → 420만 배럴/일).

향후 유가 변동성 확대는 OPEC  
합의체 지속 여부가 관건일 것

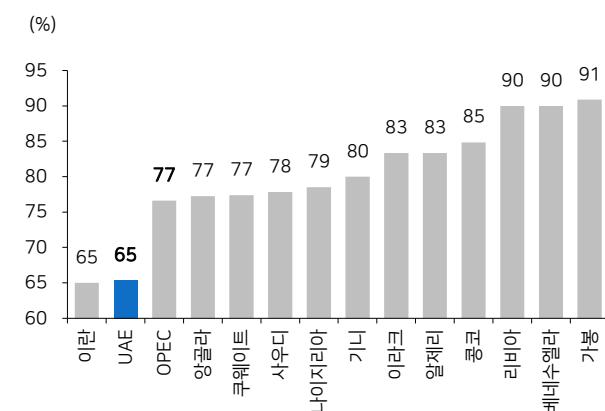
향후 유가 변동성 확대 여부는 사우디와 러시아가 UAE의 의견을 수렴하며 OPEC이 합의체를 유지할 수 있는지가 관건이다. 카르텔이 붕괴된다면, 산유국 사이의 경쟁적인 증산으로 이어져 OPEC은 가격 결정권을 잃고 유가는 하방 압력이 커질 수 있다. 이에 대한 판단을 위해 이하에서는 먼저 OPEC 합의 지속 가능성에 대한 아이디어를 얻을 수 있는 OPEC의 역사를 재조명해보자 한다.

그림3 국가별 '18. 10월 생산 기준 감축 정도('20.4월 대비)



자료: OPEC, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 OPEC 국가들의 원유 생산 가동률('21년 6월)



주: 생산능력대비 생산량 기준

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

## OPEC과 카르텔의 역사

### OPEC의 탄생의 배경

1944년 영미석유협약으로  
미국-영국이 글로벌 원유시장의  
해제모니를 쥐게 됨

20세기 초, 2차 산업혁명 이후 두 차례 세계대전을 겪으면서 세계 질서는 서방국가 중심으로 재편되었고, 주요 에너지원이 석탄에서 석유로 바뀌었다. 여기에 석유 수요가 빠르게 늘면서 원유 시장에 대한 이권을 차지하는 것이 중요해졌다. 이에 따라 20세기 초부터 페르시아만에서 석유개발을 주도하던 영국과, 중동 석유의 중요성을 인식하게 된 미국 사이에 1944년 '영미석유협약'이 체결된다.

협약의 핵심은 이란은 영국이, 사우디는 미국이 차지하여 영국은 석유 이익 중 25%를 이란에 배분하고, 미국은 석유 이익 중 50%를 사우디에 배분한다는 것이다. 이후 양국은 석유시장의 특성상 과잉 공급과 가격 급등락이 생산자들에게 큰 피해를 입히기 때문에, 미국-영국은 국제석유위원회를 구성하여 산유국들의 권장 생산량, 시장 조절 방안 등을 협의했다. 이러한 체제는 1950년대 후반까지 글로벌 석유질서가 영국과 미국에 의해 주도되게끔 하는 원동력이 되었다.

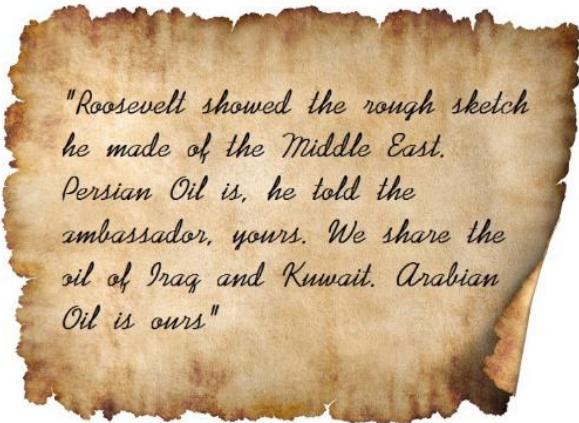
열강 자본에 기반한  
'세븐 시스터즈'의 등장

이 시기에 '세븐 시스터즈'라는 7대 국제 메이저 석유회사들이 열강 정부의 힘을 기반으로 중동에서 석유 생산 패권을 장악하기 시작했다. 이들은 중동 석유의 생산, 정제, 유통을 담당했고, 산유국들은 세금 등의 형태로 수익을 배분 받았다.

OPEC은 열강으로부터 중동 국가들이 석유에 대한 이권을 지키기 위해 결성

OPEC은 세븐 시스터즈에 대항하여 1960년 사우디, 베네수엘라, 이란, 이라크, 쿠웨이트가 참여해 결성했다. 당시 산유국과 석유회사 간의 수익 분배는 공시가격 기준이었는데, 공시 가격 인하는 산유국의 수익 감소를 의미한다. OPEC은 오일 메이저들의 일방적인 공시가격 인하로부터 시장지배력을 행사하고 산유국들의 이권을 되찾기 위해 결성되었다. 그러나 초기 OPEC은 시장 영향력이 미미했는데, 1) 대규모 원조에 따른 베네수엘라의 반미 정서 약화, 2) 사우디와 이란의 종교적 갈등에 따른 결속력 약화, 3) 산유국들의 석유개발에 필요한 자본, 기술, 판매까지 오일 메이저에게 의존하던 구조적 문제 때문이다.

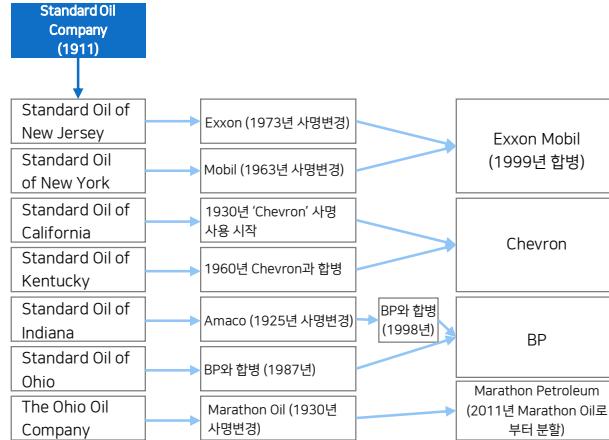
그림5 'The Prize'에 묘사된 루즈벨트와 영국대사 접견 상황



주: "루즈벨트는 직접 손으로 스케치한 중동 지도를 보여주었다. 루즈벨트는 페르시아의 석유는 영국 것이며, 이라크와 쿠웨이트 석유는 공유하고, 사우디 석유는 미국이 갖는다고 말했다."

자료: 한국석유공사 재인용, The Prize(2008), 메리츠증권 리서치센터

그림6 Standard Oil: 세븐 시스터즈와 오일 메이저의 기원



자료: Google, 메리츠증권 리서치센터

### 1970년대: OPEC의 Golden age

원유 공급과잉이었던 1960년대  
까지 OPEC 영향력은 미미했음

원유의 공급과잉이 이어졌던 1960년대까지 OPEC의 영향력은 크지 않았다. 1960년대까지만해도 1970년대의 원유 수요에 절반 수준이었기 때문이다. 1967년 3차 중동전쟁이 발발했을 때, 아랍 국가들은 원유 수출 중단을 결의했다. 그러나 그 당시 미국과 우호적이었던 이란은 원유 생산을 지속하고 베네수엘라와 인도네시아가 생산량을 늘리면서 아랍의 공급 중단은 영향이 크지 않았고, 오히려 경쟁적 증산으로 이어져 과잉공급이 나타났다.

미국의 초과수요는 OPEC 산유국  
들이 가격 설정능력을 갖게 함

1970년대에 들어서며 원유시장에 변화가 생겼다. 1968년 OECD 회의에서 미국은 원유 생산능력의 100%를 가동하게 될 것이라고 언급했고, 70년대 초반 미국은 석유 수입물량 제한을 폐지했다. 1956년의 수에즈 위기 때 미국의 잉여생산능력이 유럽의 에너지 위기를 막아주었던 것과 대조적으로, 미국 중심의 글로벌 원유 초과수요 상황은 OPEC 산유국이 가격 설정능력을 갖게 했다.

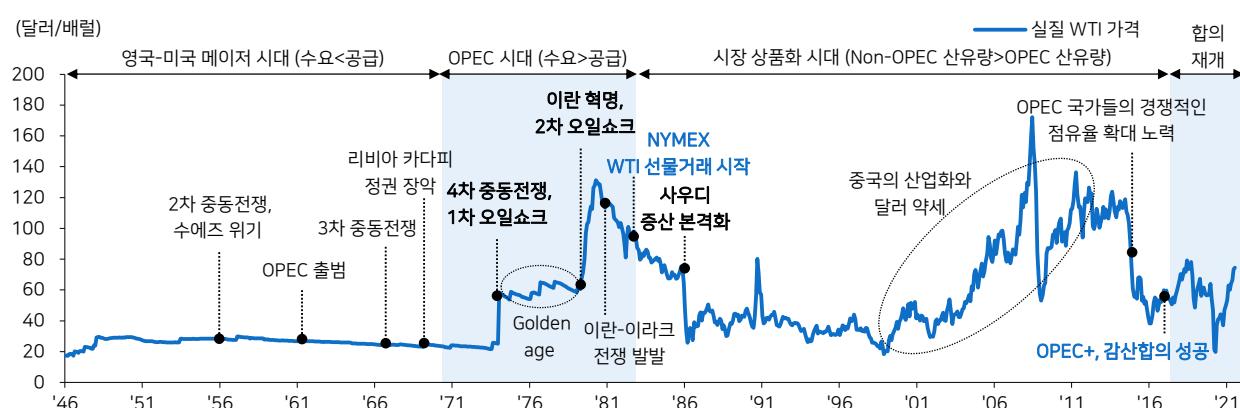
산유국들의 원유 소유권 비중  
확대, 국제사회에서 영-미 지위  
약화로 OPEC 주도권 강화

영국-미국이 석유시장에서 발휘하던 힘도 약해지기 시작했다. 1950년대부터 영미 석유협약 체제 하에서 산유국과 석유회사들은 원유에 대한 수익을 50:50으로 나눠왔다. 그런데 1971년 테헤란 협정과 트리폴리 협정으로 석유분배와 가격에 대한 협상으로 반분원칙이 깨지면서 산유국들의 소유권 비중이 확대되었다. 여기에 베트남 전쟁과 영국 경제불황으로 국제사회에서 미국과 영국의 지위가 약화되며 OPEC이 석유 시장에서 주도권을 잡기 시작했다.

1차 석유파동은 석유 무기화의 힘  
을 보여준 대표 사례. 2차는 재고  
확보 노력에 유가 상승폭 확대

1차 석유파동은 전형적으로 석유의 무기화가 촉발한 유가 상승이었다. 미국의 중동전쟁 개입을 막기 위해 시작되었던 감산조치는 전쟁이 끝난 뒤에도 이어졌고, 유가는 한달만에 3달러에서 12달러로 상승했다. 이 여파로 미국의 GNP는 1973년에서 1975년 사이 6% 감소했다. 이를 계기로 1978년까지 OPEC이 석유 시장을 주도하는 Golden age가 이어졌다. 1979년 이란 혁명으로 촉발된 2차 석유파동은 1차 석유파동의 공포에 따른 재고확보 노력이 유가 상승을 부추겼다.

그림7 WTI 가격과 주요 이벤트



주1: 2021년 6월 CPI 기준으로 인플레이션 효과 보정한 WTI 실질 가격, 주2: 음영 친 부분은 OPEC이 감산합의했던 시기  
자료: MacroTrends, 메리츠증권 리서치센터

## 1980년대 이후 다시 시작된 OPEC의 암흑기

1970년대에는 산유국들은 자국 스스로 석유를 지배한다는 목표를 달성했다. 이 때부터 석유 산업의 주도권은 산유국 정부와 산유국의 국영 석유회사로 옮겨갔다. 영-미의 메이저 석유회사들은 과거와 같이 석유산업을 주도할 수 없었다. 오일 쇼크 이후 석유 산업의 계약 형태도 석유를 시추하는 대가로 정부에 돈을 지불하는 조광계약(Concession)에서 생산된 석유를 정부와 나누는 생산물분배계약(Production Sharing Contrat) 형태로 바뀌어갔다.

### 1970년대 유가상승은 1980년대 이후의 공급과잉을 유발

1980년대부터 원유의 공급 과잉이 다시 나타났다. 1980년 발생한 이란-이라크 전쟁은 2차 오일쇼크 이후 나타났던 원유 가수요를 심화시켰고, 이에 따른 유가 상승은 북해, 멕시코만, 알래스카의 석유 개발을 부추겼다. 여기에 1982년 글로벌 경기 불황으로 원유 수요도 감소했다. OPEC은 생산량 쿼터 시스템으로 대응하고자 했고, 사우디는 자발적으로 원유 생산량을 줄이지만('80년 1,000만 배럴/일→'85년 220만 배럴/일), 산유국들의 공조를 이끌어내지 못했다.

### OPEC 분열의 장기화 원인: 상품시장과 세일 오일의 등장<sup>1</sup>

1980년대 이후 OPEC은 오랫동안 감산합의에 실패한다. OPEC이 2016년 11월에 감산 합의에 다시 이르기까지 OPEC의 감산합의 이행률은 평균 60%였다. 그 이유는 이때부터 나타난 두 가지의 구조적 변화 때문이다.

### 상품시장의 등장은 OPEC의 가격 결정권을 약화시키고, 시장 점유율이 더욱 중요해진 계기가 됨

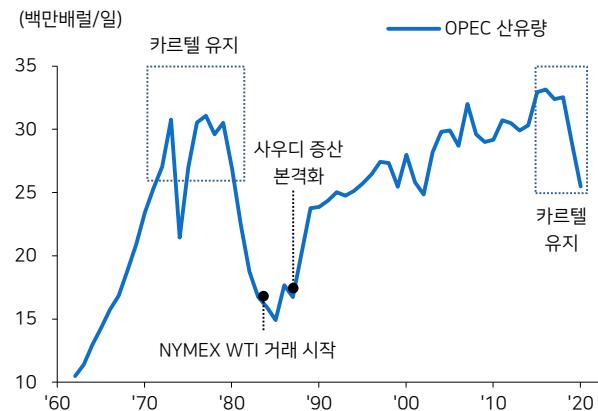
**첫째는 시장의 등장이다.** 1983년 3월부터 뉴욕상품거래소에서 WTI 선물거래가 시작됐다. 이전까지 OPEC은 석유거래에서 독점을 활용한 가격결정의 편익을 취했다. 수요자들은 OPEC이 정한 가격을 그대로 받아들여야만 했다. 그런데 원유가 거래소에서 거래가 이루어지면서 1) 유가는 다수의 실제/투기적 수요자, 공급자가 참여하는 시장원리에 밀접하게 결정되었고, 2) 가격 결정의 헤게모니가 금융시장을 지배하는 미국-영국을 중심으로 재편되는 계기가 되었다. 또한 시장의 등장은 산유국들이 중산으로 점유율 확대를 통해 시장지배력을 확보해야 했던 이유였다.

### 세일 혁명은 미국의 원유시장 지배력을 강화시킴

**둘째는 세일 혁명이다.** 1980년대 초반 Non-OPEC의 산유량이 늘면서 OPEC을 추월하게 된 것은 시장원리로 결정되는 유가에 대한 OPEC의 영향력을 약화시켰다. 2010년 이후 나타난 세일 혁명은 미국 중심의 Non-OPEC의 시장 점유율을 높여 미국이 원유시장의 지배력을 강화하는데 일조했다. 또한, 세일 오일은 2019년 미국이 원유 순수출국으로 전환하게 하는 핵심 요인이었는데, 미국이 중동의 원유 지배력으로부터 자유로워지는데 데 기여했다.

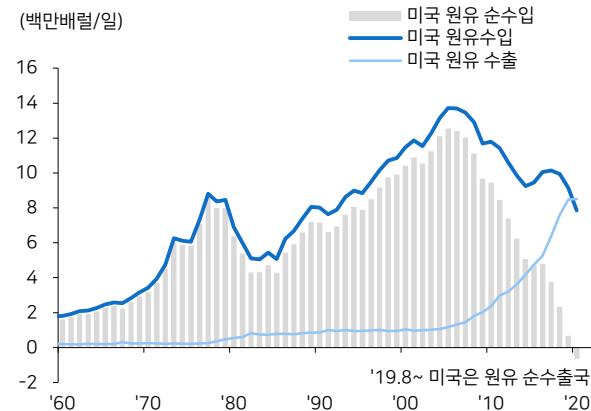
<sup>1</sup> 이상(OPEC과 카르텔의 역사)은 한국석유공사의 「최 과장의 석유현대사」 1~26 참고

그림8 OPEC 산유량 장기 시계열



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림9 미국 원유 수출 및 수입 물량



자료: US EIA, 메리츠증권 리서치센터

## OPEC 합의 결렬에 따른 유가 급락 가능성은 낮음

### OPEC은 원유시장 주도권을 위해 지속적으로 노력해옴

OPEC의 역사는 전략자원인 원유의 시장지배력을 차지하기 위한 OPEC과 Non-OPEC 사이의 정치/제도적 갈등으로 요약이 가능하다. 이 가운데 일어난 사건들을 통해 다음과 같은 시사점을 정리할 수 있다.

- 2016년 11월 이후 이어지는 감산 공조는 30년만에 OPEC이 시장 지배력의 혜택모니를 가져오게 된 것이다.
- 공급자 우위인 초과수요 상황에서 OPEC의 감산 공조가 더 원활했다.
- 1980년대 이후 유가 결정에 시장원리가 본격적으로 작용하면서 각 국가들의 원유시장 점유율이 중요해졌다.

OPEC의 역사를 고려할 때, 최근 나타나는 분열이 심화될 가능성 크지 않다는 판단

전술한 OPEC의 역사와 시사점을 고려할 때, 최근 OPEC+ 회의 불발로 부각되었던 OPEC 내부 분열 심화 가능성은 높지 않다는 판단이다. 따라서 OPEC 균열과 경쟁적 증산이 현실화되어 유가가 단기에 급락하는 하방 리스크 가능성도 높지 않다고 본다.

1) 원유 초과수요, 2) 미국 원유 산업 회복이 어려운 상황 때문

현재 글로벌 경제가 놓여있는 환경과 최근에 나타나고 있는 변화를 종합할 때, OPEC이 합의를 이어갈 유인이 더 크다고 생각한다. 이유는 1) 지금은 원유 초과수요 상황이고, 2) 미국의 세일 오일 산업이 구조적으로 회복하기 어려운 환경이기 때문이다.

### OPEC 카르텔을 유지하기 좋은 환경

최근 이어지는 초과수요  
상황에서는 카르텔 유지가 용이

초과수요 상황에서는 OPEC이 단결력을 발휘하기 좋다. 이때는 기본적으로 공급자가 가격 결정권을 갖는다. OPEC 카르텔이 성공적이었던 1970년대에도 원유 초과수요 상황이었다. IEA의 6월 전망보고서에는 최소 2026년까지 원유 수요가 증가할 수 있을 것으로 예상했다. IEA 전망치에 따르면, 올해 하반기에는 평균 20만 배럴/일의 초과수요 환경이 이어질 것으로 보인다. 작년 10월 이후 원유 OSP가 지속적으로 상승하고 있는 것도 시장의 수요 환경이 우호적임을 나타낸다.

미국의 원유시장 지배력 확장을  
견인했던 세일 산업 회복 부진

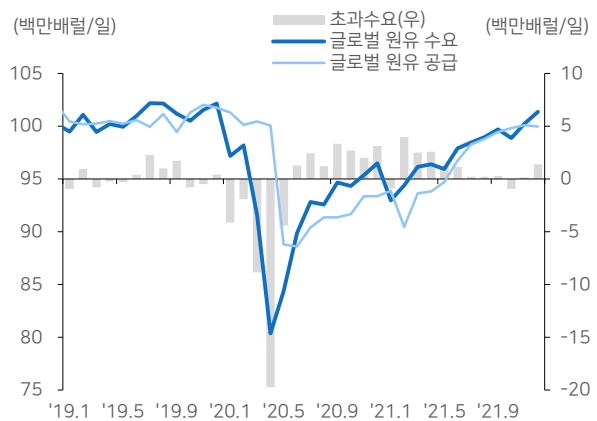
세일 산업이 회복하지 못할 가능성도 OPEC에게는 긍정적이다. 지난해 COVID에 의한 유가충격으로 미국에서는 생산단가가 상대적으로 높은 세일 오일 기업 중심으로 파산이 이어졌다. 미국 6월 세일 오일 산유량은 일간 832만 배럴로 COVID 이전대비 일간 100만 배럴 감소했다. 세일 오일 충격으로 미국의 전체 산유량도 회복이 지연되고 있는데, 미국 6월 전체 산유량은 일간 1,100만 배럴로 COVID 직전보다 200만배럴/일 감소한 수준이다.

바이든 행정부의 기후변화 대응으로 미국 세일 산업의 탄력적 회복 어려운 것은 OPEC에게 기회

관건은 미국의 산유량이 탄력적으로 회복할 수 있는지 여부인데, 그 가능성도 낮다. 바이든 행정부의 기후변화 대응 정책 때문이다. 1월에는 연방 지역에서 새로운 석유와 가스 시추를 중단하는 행정조치를 내렸다. 인프라 부양책에서는 세일 오일 개발에 대한 보조금을 제외시켰다. 미국이 원유시장 지배력을 확장시킨 핵심 자원인 세일 오일 개발이 둔화되는 것은 OPEC에게는 미국에 의해 약화되었던 원유 시장 지배력을 회복할 수 있는 기회로 보인다.

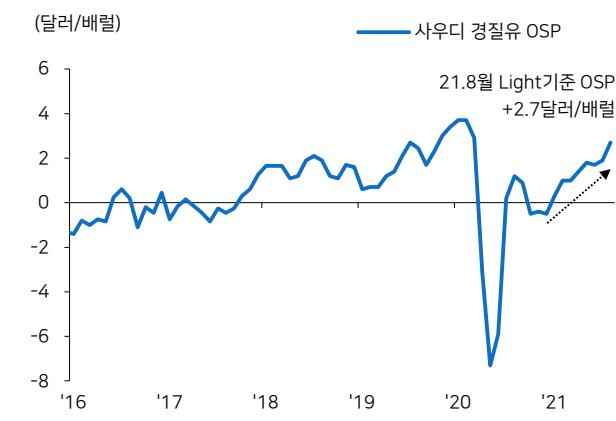
정리하자면, 지난 7월 OPEC+ 회의 이후 단기변동성이 확대되었는데, 향후 유가 방향의 핵심은 OPEC 카르텔 지속 여부를 판단하는 것이었다. 1) OPEC 입장에서는 초과수요라는 카르텔을 지키기 유리한 환경이 지속되고, 2) 미국의 세일 산업 회복이 둔화되며 OPEC이 중산없이 시장지배력을 확보해나갈 수 있는 우호적인 상황이다. 이를 고려할 때, 산유국들이 30년만에 유지하고 있는 감산합의를 깨고 경쟁적 증산을 초래하기보다는 완만한 합의를 이어갈 가능성에 무게를 둔다.

그림10 수요 우위의 상황의 글로벌 원유 수요



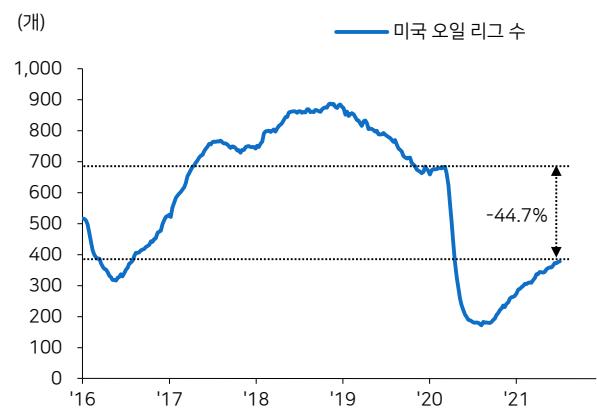
자료: US EIA, 메리츠증권 리서치센터

그림11 원유 OSP 상승 지속



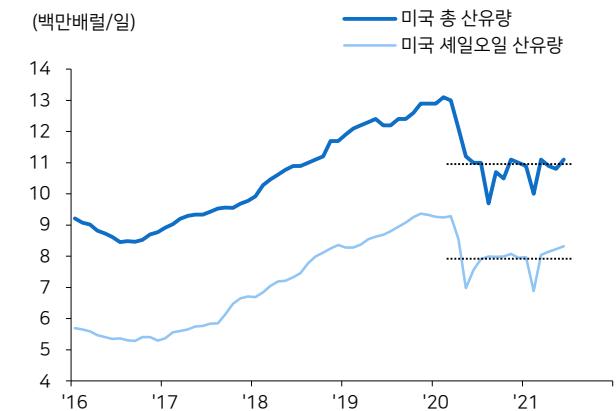
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림12 미국 오일 리그 수



자료: Baker Hughes, 메리츠증권 리서치센터

그림13 미국 총 산유량과 세일 오일 생산량

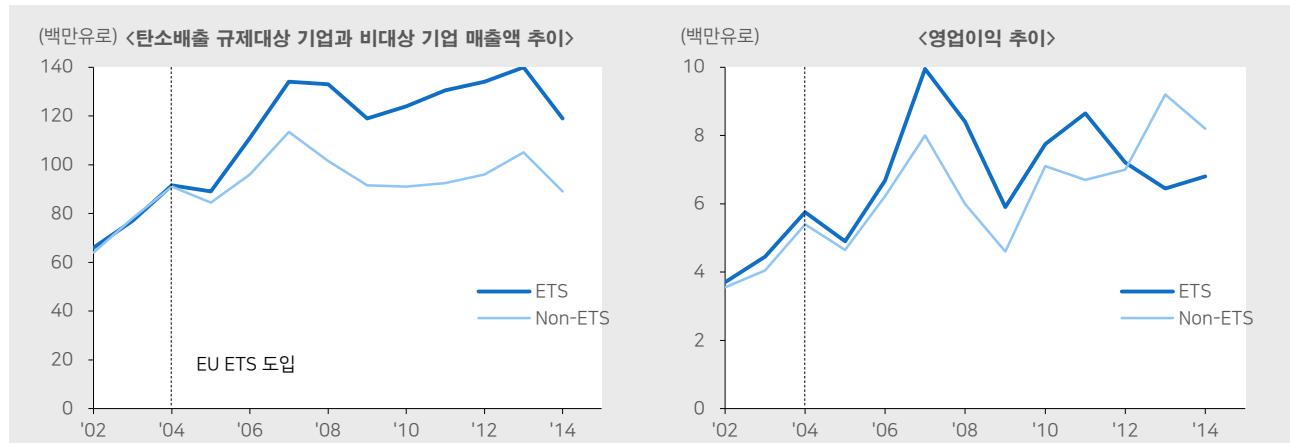


자료: US EIA, Rystad Energy, 메리츠증권 리서치센터

## 오늘의 차트

이정연 수석연구원

## 탄소의 비용화와 고려사항



자료: OECD(2018), 메리츠증권 리서치센터

오는 14일 EU의 탄소국경조정제(Carbon Border Adjustment Mechanism) 초안이 공개된다. 도입 목적은 EU로 수출하는 역외 기업들에게 역내 탄소 규제를 동등하게 적용해 역내기업 경쟁력 보호 및 역내 기업이 외국에 생산거점을 두는 등의 규제회피 행위를 미연에 방지하겠다는 것이다. EU 집행위원회는 본 안을 기초로 의회 의결을 거쳐 2023년 본격적으로 시행할 계획이다.

동 법안에 대해 기업 탄소배출에 대한 과세는 기업들의 부담으로 이어져 규제기업의 성과 악화로 이어질 것이라는 우려가 많다. 그런데, OECD에서 실시한 EU 역내 탄소배출권 거래제에 관한 연구에 따르면 기업 탄소배출 규제가 기업 성과에 부정적인 영향을 미치지 않은 것으로 나타났다. 오히려 규제그룹이 매출액과 고정자본 규모 측면에서 비규제그룹을 상회했고, 영업이익 측면에서 통계적 유의성은 관찰되지 않았다. 기업이 탄소 비용을 소비자에게 전가할 수 있기 때문이다.

물론 탄소국경조정제는 EU 역내 배출권 거래제와 염밀하게는 다를 수 있어 동일 효과가 기대된다 말하기는 어렵다. 그러나 EU가 보호무역주의라는 오명을 피하기 위해 역외 기업과 역내 기업 규제 수준을 비슷하게 설정할 것이라는 취지에 입각한 법안을 내놓는다면 본 연구결과를 충분히 확대 적용할 만 하다.

그렇다면, 고려할 부분은 어떤 기업이 가격 전가에 유리한가이다. 동 연구가 제시한 변수는 1) 기업규모, 2) 국가, 3) 업종이다. 기업규모가 클수록, 선진국일수록, 기초소재 등 가공 단계가 낮을수록 가격 전가가 용이한 흐름이 나타났다. 이는 생산자물가 상승 시 높은 성과를 보이는 업종 선별변수와 크게 다르지 않다. 탄소의 원자재화를 뒷받침하는 부분이다. 친환경 전환에선 기업들의 절대적인 탄소 배출 규모가 가장 중요할 것이다. 다만 현재와 같은 과도기에서 야기되는 탄소의 비용화에 대해, 가격 전가력을 기반으로 한 선별적 접근도 고려해볼 만 하다.

## 칼럼의 재해석

윤여삼 연구위원

## 중국 지준율 0.5%p 인하의 배경과 영향 (Bloomberg)

중국은 지난 9일 지준율을 0.5%p 인하하며 정상화 압력이 강해지는 글로벌 중앙은행과 다른 행보를 보였다. 이러한 조치의 배경에는 원자재 상승으로 인한 중소기업의 마진 축소 등 경기성장을 둔화하는 요인에 대응하기 위한 것으로 보인다.

현재 원자재 가격의 급등이 생산자와 소비자 물가의 차별화로 이어지며 가격 결정력이 약한 중소기업에 부담 요소로 작용하고 있는 상황이다. 중국은 원자재 가격 상승을 억제하기 위한 정책적 노력을 지속하고 있으나, 철광석 가격과 유가의 상승세가 쉽게 꺾이지 않아 부담이 있다. 경제회복 둔화요인은 중국의 제조업 및 서비스업 PMI에서도 찾아볼 수 있다. 이를 지표는 여전히 기준선인 50을 상회하고 있지만 하락세가 이어지고 있다. 전세계적으로 코로나19 변이로 인한 서비스업 활동 위축 및 제조업 수요가 줄어드는 부분은 중국경제에 부정적이다. 또한 신규 수출 주문 부문이 부진한 모습은 경기둔화 우려를 부각시키는 부분이다.

중국 당국이 완화적인 조치를 취했음에도 시장은 경기우려는 진정되지 않고 확대되는 모습이다. 장기 금리는 지준율 인하 발표 이후 하락세를 보이고 있는데, 이는 유동성 공급의 수요증가로 설명하는 것은 무리가 있다. 또한 7~8월 만기도록하는 MLF 규모가 1조 1천억 위안으로 유동성 공급의 효과가 제한적일 것이라는 주장 또한 존재한다. 코로나19 회복 국면 이후 경기회복 탄력이 줄어들며 축소되는 중국채 장단기 금리차의 흐름은 추후 글로벌 금리의 예상 경로로 참고해볼 필요가 있다.

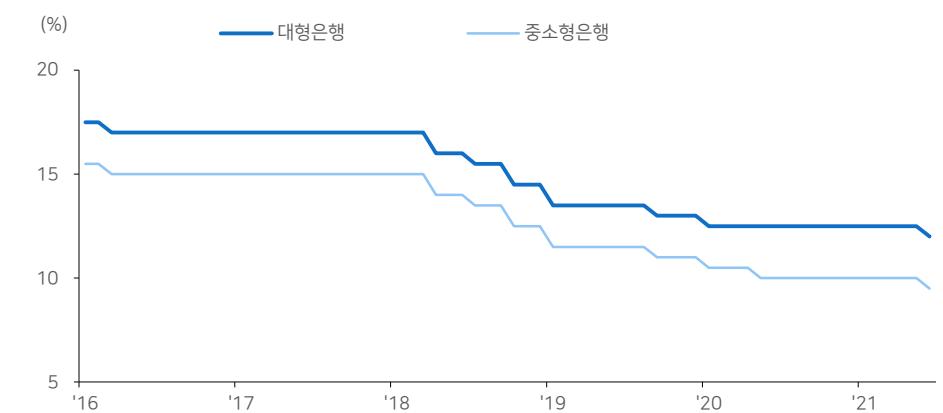
## 중국, 15개월만에 지준율 0.5%p 인하

중국 지준율 대형은행 포함  
지준율 0.5%p 인하

중국이 지난 9일 지준율을 0.5%p 인하했다. 금융기관의 가중평균 지준율은 8.9%로 낮아졌다. 지난해 코로나19 국면에서 4월, 5월 각각 0.5%p씩 농촌 금융기관과 성급 행정구내 도시 상업은행을 대상으로 한 선별적 지준율 인하조치와 다르게, 대형기관을 포함한 지준율 인하라는 점에서 시장의 예상을 벗어나는 조치였다는 평이 많다. 지준율을 인하는 시중은행의 대출여력 확대로 이어진다.

인민은행에 따르면 이번 지준율 인하로 시장에 공급되는 유동성은 약 1조 위안으로 추정된다. 또한 인민은행은 위와 같은 조치가 현재 온건적인 통화정책 기조 하에서 지나칠 정도로 유동성이 제공하지는 않을 것이고, 지준율 인하 중국 경제의 안정적인 흐름의 견인을 예상한다고 밝혔다.

그림1 중국, 15개월만에 지준율 0.5%p 인하



자료: 중국인민은행, 메리츠증권 리서치센터

## 중국 지준율 인하의 배경, 예상보다 부진한 경기

### 중국 경제성장률 둔화 확인 중

코로나19의 충격에서 회복하는 과정에서 주요국 통화정책 정상화 압력이 높아지는 가운데 중국은 이와 달리 지준율을 인하하며 통화완화 기조로 전환했다. 중국은 전염병 충격이 가장 적었고 경기개선이 빨라 작년 4분기에는 디레버리징 재개를 시사하기도 했었다. 그러나 코로나 이후 수출 회복을 바탕으로 경제 성장세가 가속화되는 듯 보였으나 현재는 경제성장률이 둔화되는 것을 확인하고 있다.

### 원자재 가격의 급등 생산자와 소비자 물가 차별화로 이어져

중국의 회복 속도의 둔화는 원자재 가격의 상승세가 기여한 부분이 크다. 원자재 가격 급등이 생산자와 소비자 물가의 차별화로 이어지면서 가격결정력이 약한 중소기업에는 부담 요소로 작용하고 있다. 중국 정부의 원자재 관련 행정조치 규제로 알루미늄과 구리 등 주요 원자재 가격은 5월 이후 꺾이고 있는 모습이나, 철광석 가격은 공급 차질로 인해 연초대비 33% 올랐다. 국제유가의 상승세 지속도 부담요소로 작용하고 있다.

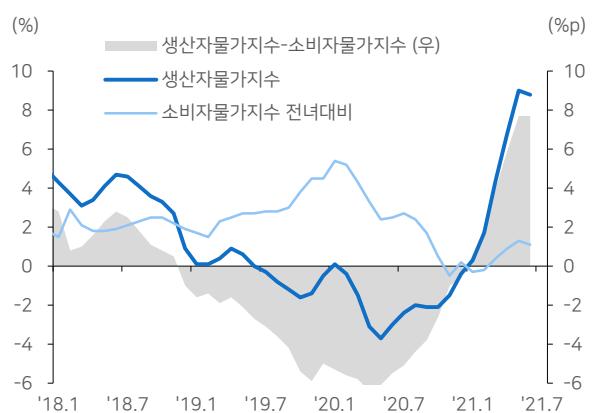
중국의 6월 생산자 물가는 전년동기대비 +8.8%, 소비자물가는 +1.1% 상승하며 소비자 물가 대비 높은 생산자 물가 상승세가 지속되고 있는 추세다. 또한 1,2분기에는 기저효과로 높은 경제 성장률을 보였으나, 3분기 이후부터는 기저가 사라지며 경기 모멘텀이 둔화될 가능성성이 높다.

### 중국 서비스업 및 제조업 PMI 지수에서도 경기 둔화 확인

올해는 8%대의 높은 성장을 유지하겠으나 내년은 5%대로 애초 경기탄력 둔화가 예상되는 중국경제다. 최근 경기 개선 모멘텀의 둔화는 하락세를 보이고 있는 제조업 및 서비스업 PMI에서 확인 가능하다. 6월 차이신 서비스업 지수는 56.3→48.8, 제조업 지수는 52.0→51.3을 기록했다.

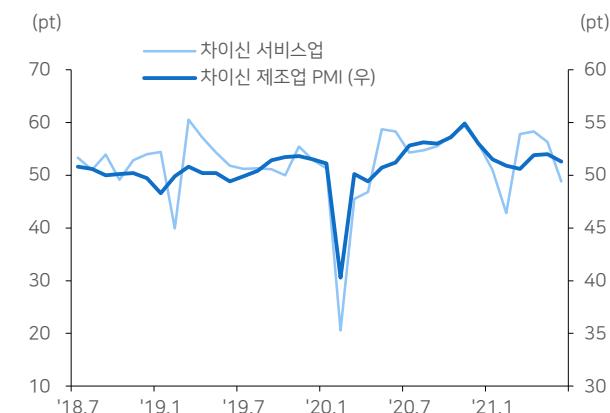
제조업 PMI는 기준선인 50을 상회하며 확장국면은 이어가고 있으나 하락추세를 이어가고 있고 서비스업은 회복 이후 6월 50을 하회하며 부진했다. 이는 광동성 일부 지역에서의 코로나19 확산으로 인해 서비스업 활동의 위축과 제조업 조업이 일부 중단된 영향이 반영되고 있는 것으로 보인다.

그림2 중국 생산자 물가와 소비자 물가 차별화 심화



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 차이신 제조업/서비스업 PMI 둔화흐름



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

또한 코로나19 국면 이후 중국 경제 회복을 견인한 신규 수출 주문 부문이 부진한 모습을 보였다. 실물지표가 예상치를 지속적으로 하회하자 시장은 15일에 있을 2분기 GDP, 6월 산업생산 등 실물지표가 예상치를 하회할 가능성은 고려하고 있는 상황이다.

#### 중국은 경제둔화 우려 반영하며 유동성 통제에 신중한 스탠스

이러한 경제둔화 우려를 반영하며 중국은 단기 유동성 통제에 신중한 스탠스를 유지하고 있었다. 연초 춘절을 앞두고 유동성 회수에 대한 경계가 커 중국이 긴축적으로 전환하려는 의지가 있는 것은 아닌가에 대한 우려가 존재했으나 1월 이후 중국의 공개시장조작을 통해 유동성 회수는 제한적이었다. 오히려 은행권에 중장기 유동성을 제공하는 MLF(중기유동성지원창구)는 잔액이 소폭 증가했다.

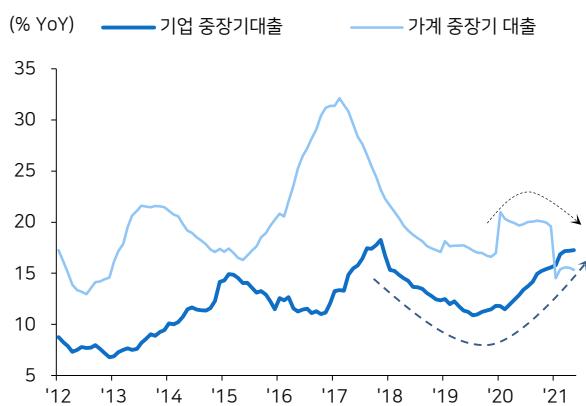
또한 M2와 총사회용자 증가율이 작년보다는 낮은 수준이나 이 또한 신용억제를 통한 긴축으로 해석되기보다, 중소기업 대출은 늘리는 가운데 레버리지가 높은 부문으로의 지원은 줄이는 등 선별적인 신용지원 노력의 일환으로 보인다.

중국 당국은 부동산 가격 상승세를 억제하기 위해 관련 대출 금리를 인상하고 가계 관련 대출은 줄이고 있다. 다만, 지난 6월 인민은행은 금융기관에 제조업체만 아니라 취약한 민간기업에도 중장기 대출을 늘리도록 유도할 것이라고 밝혔다.

#### 지준을 인하 실물경제 회복 불균형 해소 조치

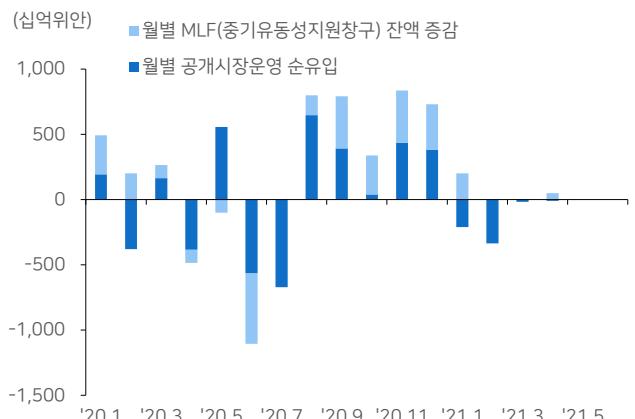
최근 예금금리 개혁을 통해 1년 이상 중장기 예금에 대한 금리를 낮추는 효과를 유도한 것도 이와 같은 맥락이다. 이번의 지준을 인하 또한 유동성의 과잉 공급은 지양하는 가운데 중소기업을 중심으로 실물경제 회복의 불균형을 해소하려는 조치로 해석된다.

그림4 중국 은행 기업 중장기대출은 증가세



자료: 중국인민은행, 메리츠증권 리서치센터

그림5 공개조작시장에서 유동성 회수 제한적



자료: 중국인민은행, 메리츠증권 리서치센터

## 지준율 인하에도 경기둔화 우려 확대

### 지준율 인하에도 장단기 금리차 낮은 수준 유지

지준율 인하는 단기금리의 안정화에 기여하는 측면이 있다. 작년 코로나19 국면에서 4,5월 지준율 인하할 당시 단기금리는 하락하는 가운데 장기금리는 상승세를 이어가며 장단기 금리차는 확대되었다. 하지만 이번 국면에서는 다른 추세를 보이고 있다. 지준금을 인하하며 단기금리가 하락했으나, 장기금리인 중국채 10년 또한 하락하며 3%를 하회, 장단기 금리차는 낮은 수준을 유지하고 있다.

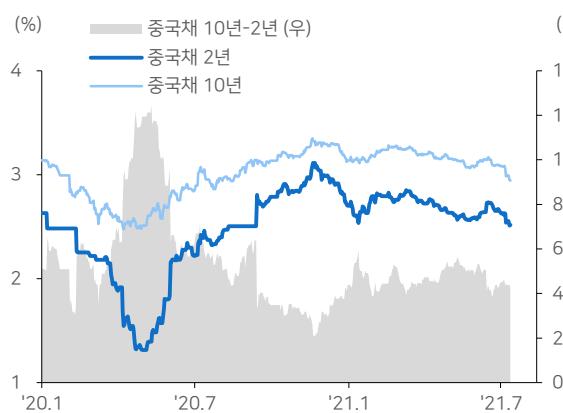
WGBI 편입으로 인한 외국인 자금 유입 등 수급 여건이 양호했으나 수요만으로 중국채 금리의 가파른 하락세를 설명하기는 어렵다. 글로벌금리가 1분기 급등 이후 안정세를 찾아가자 외국인의 중국채 보유비중은 4월 11.18%에서 6월 11.14%로 오히려 소폭 감소했다.

### 중국채 금리, 수급적 요인보다 경기둔화 우려 반영

수급적인 요인 보다는 현재 장기금리의 하락세는 지준율 인하가 중국 경제가 어려움을 겪고 있다는 시그널을 보내며, 향후 중국 경제의 회복 강도에 대한 우려를 확대하는 결과를 가져 했다고 보는 것이 더 타당할 것으로 보인다. 또한, 시장에서는 지준율 인하의 효과가 제한적일 것이라는 시각이 존재한다. 7~8월 만기로래하는 MLF 물량은 1조 1천억 위안 정도로 지준율 인하로 예상되는 1조 위안의 유동성을 넘어서는 수치다. 이러한 시장 우려를 반영하며, 지준율 인하 이후 위안화는 달러화 대비 절하되었으며, 중국 중시 또한 약보합세를 보였다.

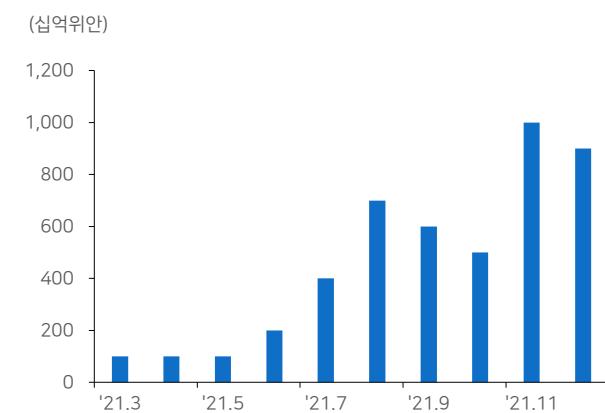
지준율 인하는 정부가 여전히 성장에 방점을 두고 있음을 확인하는 측면에서는 긍정적이나 코로나 회복 국면에서 보였던 경기 탄력이 점차 줄어들 것이라는 예상이 강해지며 장기금리의 하락을 견인하고 있다. 미국 또한 2021년 경제전망치는 상향 조정이 지속되고 있으나, 2022년 경제전망은 추가적인 상향조정이 제한되고 있다. 경제전망의 기대치가 높아진 상황에서, 성장 탄력은 반대로 줄어들며 장단기 금리차가 축소되는 흐름은 최근 미국금리 반락과 더불어 추후 글로벌 금리의 움직임의 예상경로에 참고할 필요가 있다.

그림6 중국채 금리 장단기차 낮은 수준 유지



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림7 MLF 7~8월 만기 도래분 규모 1.1조위안



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

원문: *China's dovish switch ignites fears over global recovery trade - Bloomberg*