



원자재 Commodity In-depth | 2024.04.22

# 유가 전망 업데이트

## 공급측 유가 상승 요인의 지속성 점검



- | 2024년 평균 유가 전망치 \$82.5로 상향
- | 연말까지 지속될 미국의 제한된 증산 여력
- | OPEC+의 감산 기조는 유지
- | 2025년부터 美 & OPEC+ 증산 전망

Analyst **최예찬** | 원자재/외환 02-3779-3519, yc.choi@sangsanginib.com

원자재 | 2024.04.22

# 유가전망 업데이트

## 공급측 유가 상승 요인의 지속성 점검

Analyst 최예찬 | 원자재/외환  
02-3779-3519  
yc.choi@sangsanginib.com



QR코드로 간편하게  
상상인증권  
투자전략팀 채널

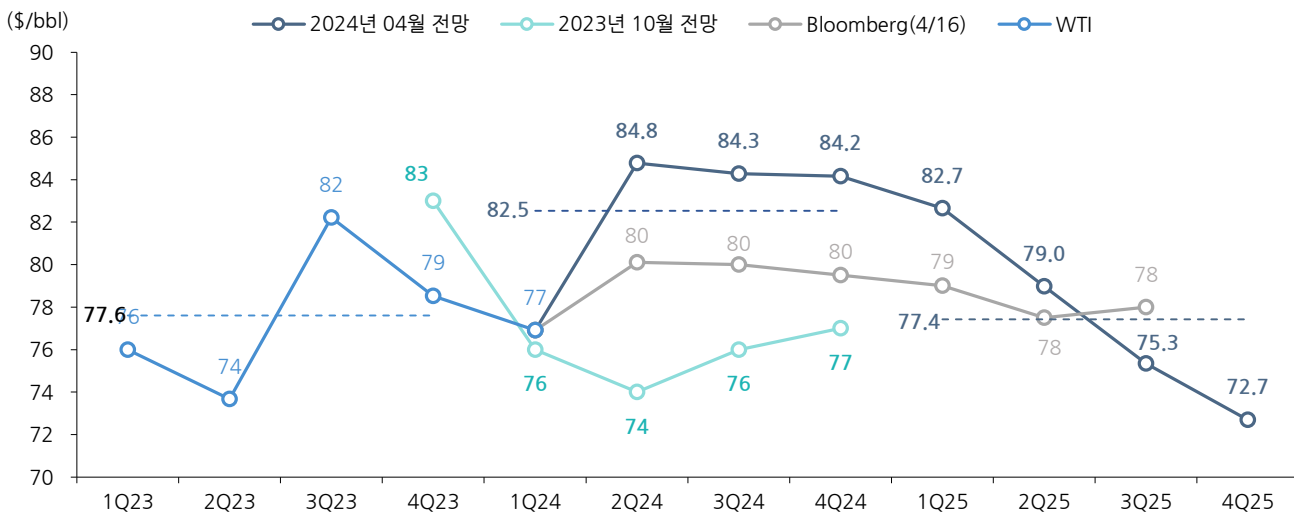
### 공급측 유가 상승 압력 확대

당사는 연간 전망 자료(2023년 10월 발간)를 통해 2024년 평균 WTI 유가를 배럴당 76달러로 전망한 바 있다. 미국 경기의 하강과 원유 증산 여력 축소, OPEC+의 단계적 감산 완화 등을 고려한 추정이었다. 다만 미국 경기의 견조함이 예상보다 오래 유지되고 있으며, OPEC+은 자발적 감산 합의 후 2분기까지 그 기간을 연장했다. 전망 시점 이후 발생한 이스라엘-하마스 전쟁 등 지정학적 리스크의 영향력 또한 기존 유가 전망에는 과소평가 되었다. 위 요인들이 복합적으로 작용하면서 4월 WTI 유가는 배럴당 86달러까지 상승하기도 했다.

### 2024년 유가 전망 \$82.5/bbl로 상향

2024년 1분기까지 평균 유가는 기존 전망 범위(76달러) 내에서 등락했으나, 2분기 이후에도 공급측에서 유가 상방 압력을 자극할 가능성이 높아졌기에 유가 전망치의 상향 조정이 불가피해졌다. 수급측 유가 상승 압력이 기존 전망에 과소평가된 점을 고려하여 24년 2분기 이후 유가 전망치를 상향(+8.1%), 연 평균 유가(WTI)를 \$82.5/bbl로 예상한다. 2025년부터 미국의 원유 생산량이 증가하고, OPEC+의 감산 완화가 동시에 작용하며 유가 상승의 지속성을 제한할 전망이다.

그림 1. 분기별 평균 WTI 근월물 가격 추이 및 전망치



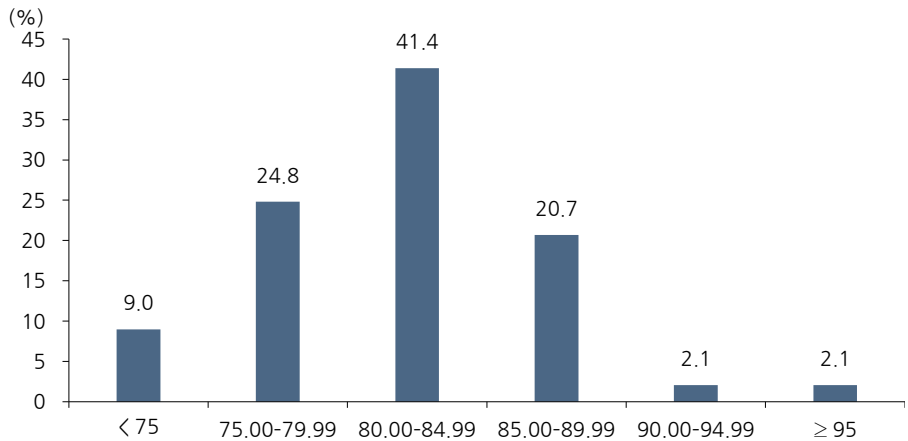
자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

미국 원유 생산 업체는 80달러대 유가 전망

공급: 미국의 원유 생산 업체들의 심리

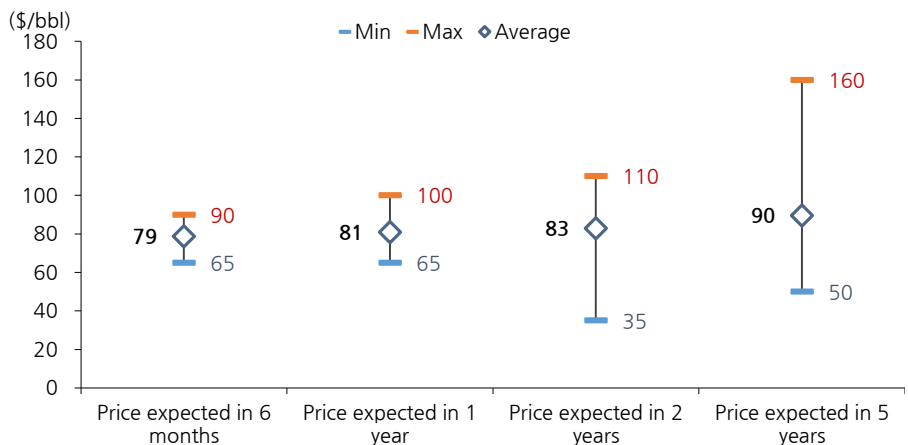
원유 생산자들은 향후 유가 전망이 긍정적일 때 투자와 생산을 늘리고, 부정적이라면 투자와 생산을 축소한다. 즉, 향후 유가에 대한 전망이 원유 공급에 주요한 결정 요인일 것이다. 미국의 원유 생산 업체들의 유가 전망은 델리스 연준에서 집계한 24년 1분기 Energy Survey를 통해 살펴보았다. 주요 E&P(원유 탐사 및 생산) 기업들은 6개월 후와 1년뒤 유가는 배럴당 각각 79달러와 81달러로 예상하고 있었다. 2024년 유가 수준의 경우 직전 분기 77.7달러 전망보다 소폭 상승한 80.1달러를 예상했다. 향후 2년뒤와 5년뒤 장기적인 유가 전망에 대한 의견은 다양했으나, 평균적으로 80달러를 상회하였다. 단기와 장기 유가 전망 모두 23년 평균 유가인 78달러보다 상승할 것으로 전망했다.

그림 2. 미 석유 및 가스 생산 업체들의 2024년 WTI 가격 전망



자료: Dallas Fed Energy Survey, 상상인증권 리서치센터

그림 3. 미 석유 및 가스 생산 들의 기간별 WTI 가격 전망



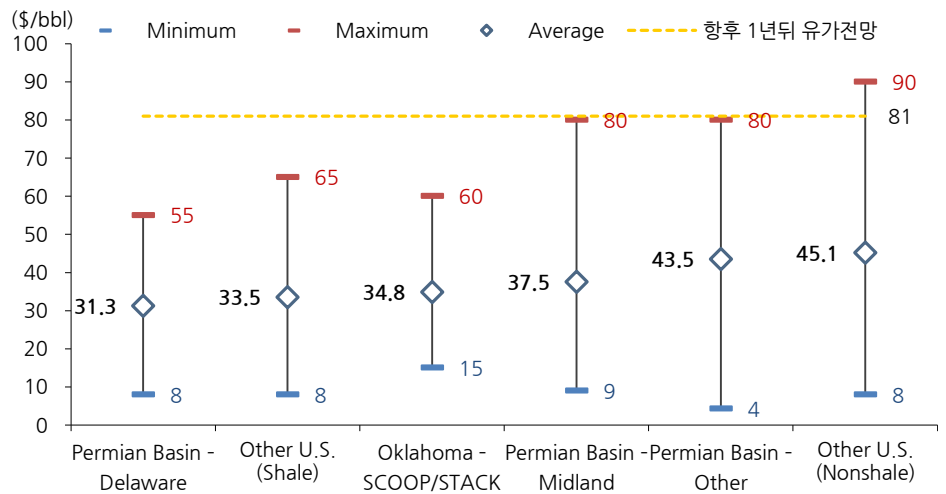
자료: Dallas Fed Energy Survey, 상상인증권 리서치센터

신규유정 BEP 유가는 64달러.  
80달러 유가에선  
수익성 있게 시추 가능

### 신규 투자 시 수익성은 나쁘지 않음

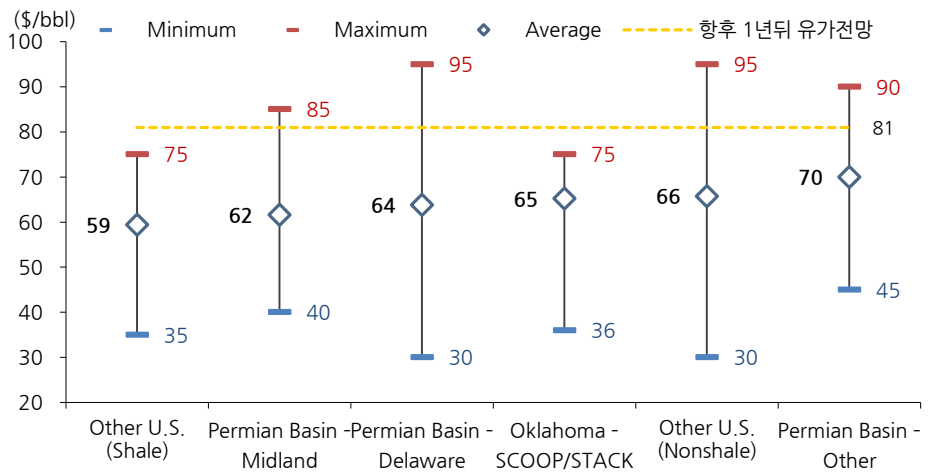
비용에 대한 부분도 BEP 유가를 통해 살펴보았다. E&P 기업들의 BEP 유가 서베이는 지역별, 업체별로 편차가 컸지만, 기존 유정을 유지하기 위한 유가는 평균 배럴당 39달러로 나타났다. 신규 유정을 시추하기 위한 BEP 유가는 배럴당 평균 64달러로 응답했다. 이는 물가 상승으로 전분기보다 2달러 상승한 수치이다. 대형 업체와 (58달러) 소형업체(67달러)의 편차가 크게 나타났다. 현재(85달러)와 1년 후 유가 전망치인 80달러 수준에서 대부분의 업체들은 수익성 있게 새로운 유정을 시추할 수 있다. 결론적으로 수익성 측면에서 생산량을 줄일 단계는 아니라는 판단이다.

그림 5. 미 석유 및 가스 업체들의 기존 유정 BEP 유가



자료: Dallas Fed Energy Survey, 상상인증권 리서치센터

그림 6. 미 석유 및 가스 업체들의 신규 유정 BEP 유가



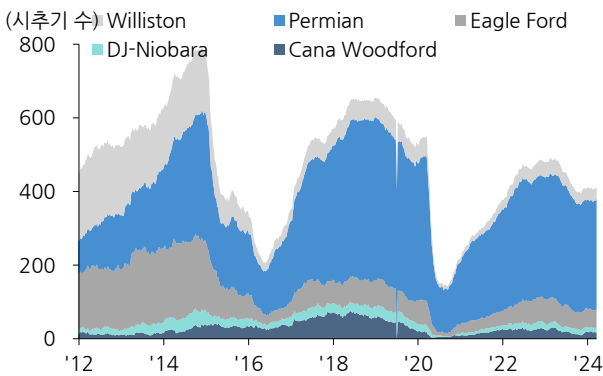
자료: Dallas Fed Energy Survey, 상상인증권 리서치센터

## 그림에도 정체된 시추기 수

### 유가 상승에도 원유 시추기 수는 정체

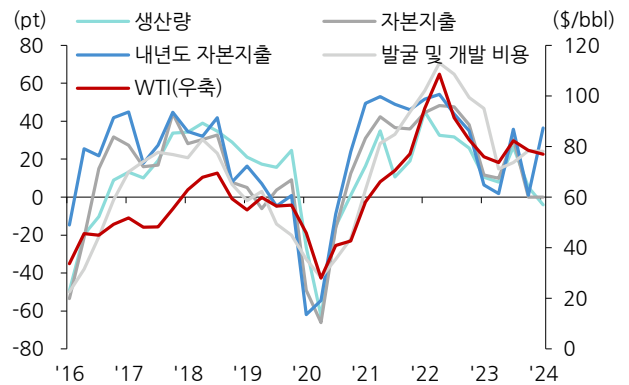
나쁘지 않은 수익성과, 유가 상승에도 셰일 업체들의 투자가 유의미하게 늘지 않는 이유는 무엇일까? 셰일 업체들의 신규 투자는 시추기(Oil Rig) 수를 통해 확인할 수 있다. 유정을 개발하기 위해서는 시추 단계를 거쳐야 한다. 이는 시추기를 통해 진행되며 2개월 뒤 신규 유정과 생산량에 반영된다. 미국 내 원유 시추기 수는 500개로 높은 유가에도 추가 증가가 제한되고 있다. 주요 원유 생산 업체들의 서베이 결과에서도 유가 수준 대비 낮은 생산량과 자본지출 응답이 나타나는 모습이다.

그림 7. 미 주요 셰일 필드별 수평 시추 장비 수



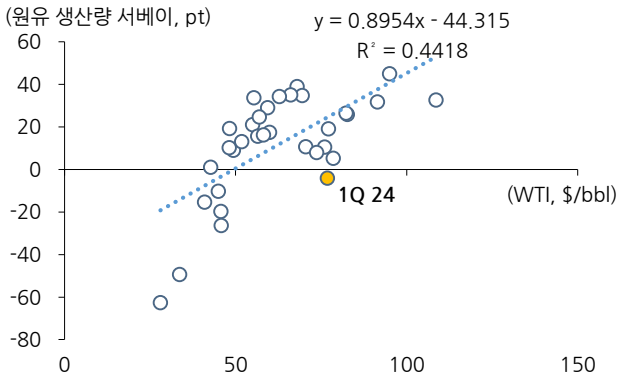
자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 8. 미 E&P 업체들의 이전 분기 서베이 지표 및 유가



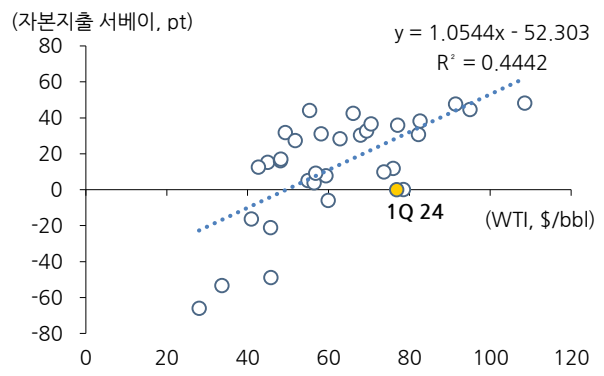
자료: Dallas Fed Energy Survey, 상상인증권 리서치센터

그림 9. 미 E&P 업체들의 생산량 서베이 지수와 WTI 가격



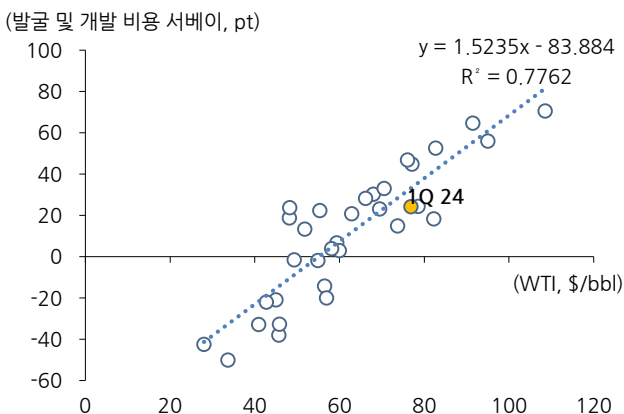
자료: Dallas Fed Energy Survey, 상상인증권 리서치센터

그림 10. 미 E&P 업체들의 자본지출 서베이 지수와 WTI 가격



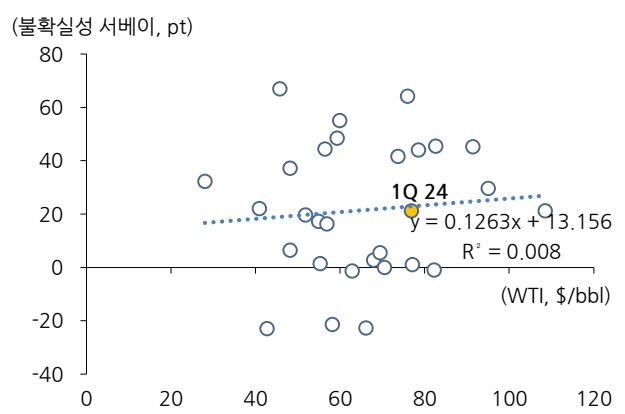
자료: Dallas Fed Energy Survey, 상상인증권 리서치센터

그림 11. 미 E&P 업체들의 발굴 및 개발 비용 서베이와 WTI 가격



자료: Dallas Fed Energy Survey, 상상인증권 리서치센터

그림 12. 미 E&P 업체들의 불확실성 서베이와 WTI 가격



자료: Dallas Fed Energy Survey, 상상인증권 리서치센터

### 원인은 정치적 불확실성

#### 미 대선을 앞두고 정책적 불확실성이 너무 큼

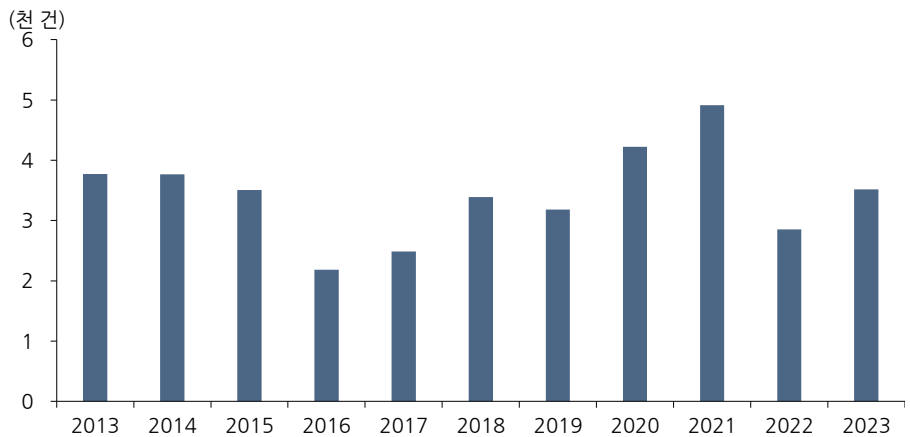
E&P 업체들의 서베이 코멘트를 통해 유추하여 볼 때 투자 부진의 근본적인 원인은 규제와 관련된 정치적 불확실성이다. 석유산업을 둘러싼 규제의 행방은 불확실성은 큰 상황이다. 현재와 같이 유가 변동성이 큰 상황에서 올해 말 미 대선까지 앞두고 있기 때문에 셰일 업체들의 리스크는 커질 수밖에 없다. 특히 바이든 행정부의 석유산업 규제가 신규 유정 시추를 막는 가장 큰 요인으로 작용 중이다. 즉, 수익성은 양호할 것으로 예상되지만, 대선과 규제 등 정치적 리스크가 투자를 지연시키고 있는 상황이다.

표 1. 델러스 연은 에너지 서베이에에서의 주요 E&P 업체들의 코멘트 요약

Comments
- 차기 행정부가 결정될 때까지 우리는 특정 비즈니스 결정을 내릴 때 <b>유동적인 상태</b> 에 있음
- <b>지정학적 리스크의 변동성은 1년 전보다 더욱 우려스러움.</b> 국내 정치적 불확실성이 증가
- <b>세계 갈등과 미국 대통령 선거</b> 에서 우리가 내려야 하는 선택으로 인해 이보다 더 <b>불확실한</b> 시기는 없었음
- <b>지속적인 정부 및 규제</b> 는 프로젝트 선택에 더 많은 영향을 미치고 있음
- 워싱턴은 계속해서 <b>비즈니스 승자와 패자를 선택</b> 하고 있으며 이러한 관행은 모든 부문에 걸쳐 협력과 공정성을 방해
- 시장의 강세는 높아졌지만, <b>메탄 배출량 규제</b> 로 소규모 생산자들의 위기가 다가오고 있음
- 너무 늦을 때까지 에너지 부문에 대한 투자자의 무관심은 계속될 것
- 천연가스는 현재 생산 비용 이하로 가격이 책정되어 있음
- 플로리다, 캘리포니아, 콜로라도와 같은 특정 주에서는 <b>사유지에서의 시추 및 작업 허가를 규제 당국으로부터 받기가 너무 어려움</b>
- 토지관리국(Bureau of Land Management)이 관리하는 연방 임대차 계약과 관련하여 향후 <b>규정 및 허가 요건 변경을 둘러싼 불확실성이 너무 높음.</b> 이러한 요인은 소규모 석유회사의 확장 및 성장 능력을 제한
- 선거 결과의 불확실성과 관련 정책 변경으로 인해 대부분의 석유 및 가스 사업자는 생산 수준을 유지하기 위해 <b>최소한의 투자만</b> 하고 있음
- 인건비와 비용은 확실히 우리의 수익 부정적. 마진을 이전보다 줄이는 요인으로 작용

자료: Dallas Fed Energy Survey, 상상인증권 리서치센터

그림 13. 연방 정부 토지에서 승인된 시추 허가 건수



자료: Bureau of Land Management, 상상인증권 리서치센터

**정치적 불확실성은 미국 생산량 증가 패턴의 특이점을 설명**

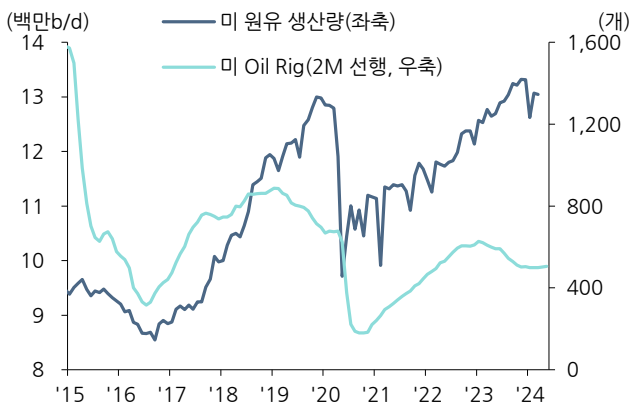
**Rig 둔화에도 DUC 소진으로  
유지될 수 있던 생산량**

정치적 불확실성은 미국 원유 생산업계의 Rig 둔화, DUC 소진, 생산량 증가 현상을 설명한다. 보통의 경우 유가 상승이 시추기 수 증가로 이어지며 생산량 증가가 가능한데, 현 상황은 시추기 수가 정체되어 있음에도 원유 생산량은 역대 최고치 수준이다. 이는 유가 상승으로 수익성 측면에서는 생산량 증가 유인이 있지만, 대선을 앞두고 신규 투자는 부담스러우니 시추기는 늘리지 않으면서 원래 있던 재고 개념의 미완결유정(DUC)를 활용하여 생산량을 증가시킨 것이다.

**DUC 추가 소진이 어려운 단계.  
원유 생산량 추가 증가는 어려움**

DUC 소진이 빠르게 진행되면서 현재는 4,400개 수준으로 하락했다. 추가적인 소진이 제한되는 레벨이며 완결 공정된 유정의 증가 속도 또한 진정되었다. 즉, 신규 시추기 수의 추가 증가가 확인되지 않는다면, 미 원유 생산량이 현 수준에서의 유지는 가능하나 추가 증가는 어렵다는 판단이다.

그림 14. 미 원유 생산량 및 Oil Rig(2개월 선행) 추이



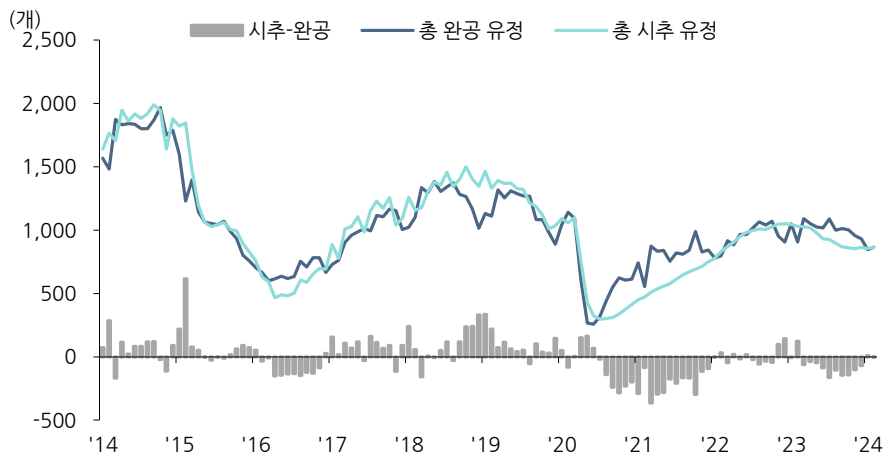
자료: EIA, 상상인증권 리서치센터

그림 15. WTI 유가 및 미완결 유정 추이



자료: EIA, Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 16. 미 시추 및 완공 유정



자료: EIA, 상상인증권 리서치센터

### 리스크 해소 시점은?

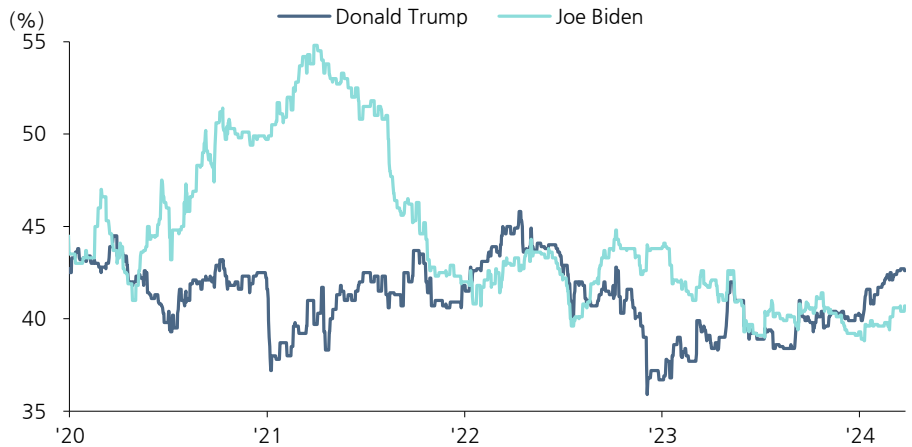
#### 대선 이후 해소될 정책적 불확실성

정책적 불확실성은 11월 예정되어 있는 미국 대선을 통해 일부 해소된다. 2024년 미 대선은 바이든 현 대통령과 트럼프 전대통령의 구도가 재현되는 모습이다. 현재 선호도 조사 결과는 오차범위 내에서 트럼프 전대통령의 선호도가 소폭 우위를 점한 상황이다. 바이든 대통령의 지지율 하락은 인플레이션과 이스라엘-하마스 전쟁, 이민 등에서 주로 나타나고 있다.

#### 휘발유 가격과 미 대통령 지지율은 역의 관계

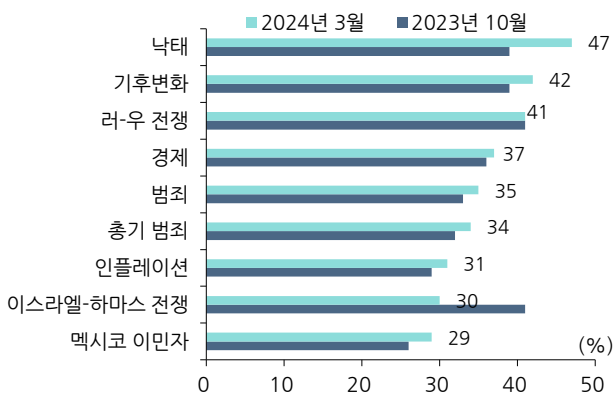
인플레이션과 중동 전쟁은 유가 상승과도 관련성이 높다. 실제로 바이든 대통령의 지지율과 미국 내 휘발유 가격 간 상관관계는  $-0.70$ 으로 역의 상관관계가 매우 긴밀하다. 2023년 미국의 자동차용 휘발유 소비량은 890만b/d로 미국 내 석유 총 소비량의 44%를 차지할 만큼 차량 이동 거리가 많다. 더불어 미국은 다른 나라와 달리 글로벌 정세와 특히 중동지역에 강한 영향력을 행사할 수 있다. 따라서 유가의 상승의 원인이 전쟁과 OPEC+의 감산 등에 의한 것이더라도 대통령의 외교적, 정책적 책임으로 귀결될 수 있는 것이다.

그림 17. 트럼프 전 대통령 및 바이든 대통령의 선호도 조사



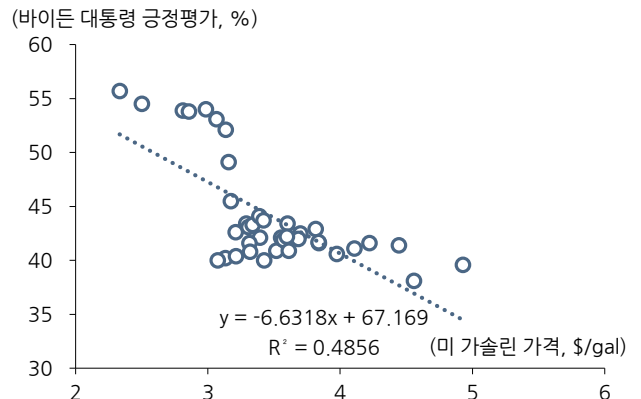
자료: RealClearPolitics, Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 18. 바이든 대통령의 영역별 평가



자료: Ipsos, 상상인증권 리서치센터

그림 19. 미국 내 가솔린 가격과 바이든 대통령 지지율간 관계



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터



### 유가만 놓고 보면 트럼프 후보가 유리

#### 바이든 대통령의 지지율 하락은 트럼프 대통령의 승리 확률을 높임

최근 중동지역 긴장감 고조와 EIA의 가솔린 가격 전망치 상향, 물가의 불확실성, 고금리 유지, 바이든 대통령의 지지율 등을 고려한다면, 트럼프 후보의 우세가 예상되는 것은 무리가 아니다. 물론 대선 결과에 영향을 미치는 변수 중 일부에 불과하기에 결과를 예단할 수는 없다. 하지만 유가의 상방 압력과 그로인한 가계 부담이 증가한다면, 하반기로 향할수록 트럼프 대통령의 당선 기대가 구체화될 가능성이 높다. 이러한 측면에서 현재 E&P 기업들의 투자 부진 원인이 바이든 행정부의 환경 규제 때문이라면, 4분기 에너지 산업 투자 확대 전망은 합리적이다.

#### E&P 업체들의 내년도 자본지출 전망에 반영된 트럼프 대통령의 귀환 가능성

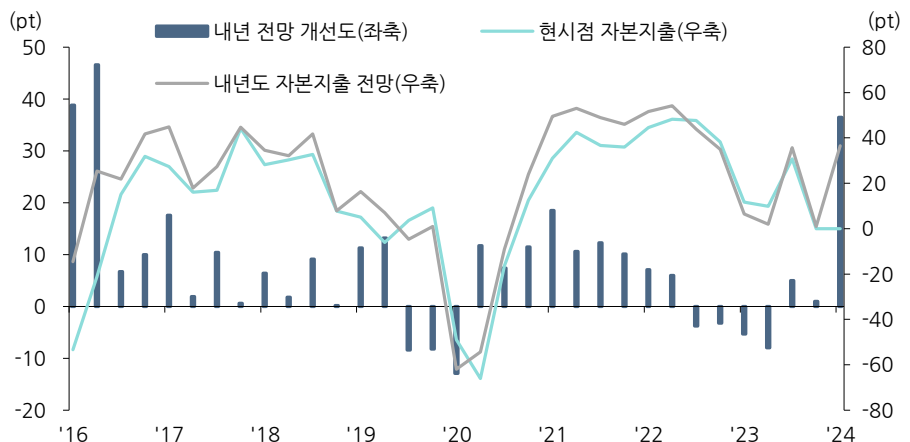
실제로 일부 생산업체들은 트럼프 후보의 당선 가능성을 높게 전망하고 있다. 내년 E&P 기업들의 자본지출 서베이는 바이든 대통령의 임기가 종료되는 2025년을 반영한 2024년 1분기에 급등했다. 현재 자본지출과 내년 자본지출 전망의 차이로 계산한 내년 전망 개선도는 40pt까지 상승했다. 앞서 확인한 바와 같이, 이는 유가 전망의 개선에 따른 것은 아니다. 6개월뒤와 1년뒤 유가 전망치 차이는 배럴당 2달러에 불과하다. 공교롭게도 2017년 트럼프 전 대통령 당선 직전 년도인 2016년 1분기에도 확인되었던 패턴이다. 2025년부터 미국의 원유 공급 증가를 전망한다. 이는 유가 상승의 지속성을 제한하는 요인이다.

그림 20. 미국 휘발유 가격과 EIA 전망치 추이



자료: EIA, 상상인증권 리서치센터

그림 21. E&P 기업들의 자본지출 현황 및 전망 서베이



자료: Dallas Fed Energy Survey, 상상인증권 리서치센터

주1: 내년 전망 개선도 = 내년도 자본지출 전망 서베이 - 현시점 자본지출 서베이로 상상인증권 자체 계산

### OPEC이 기대하는 것

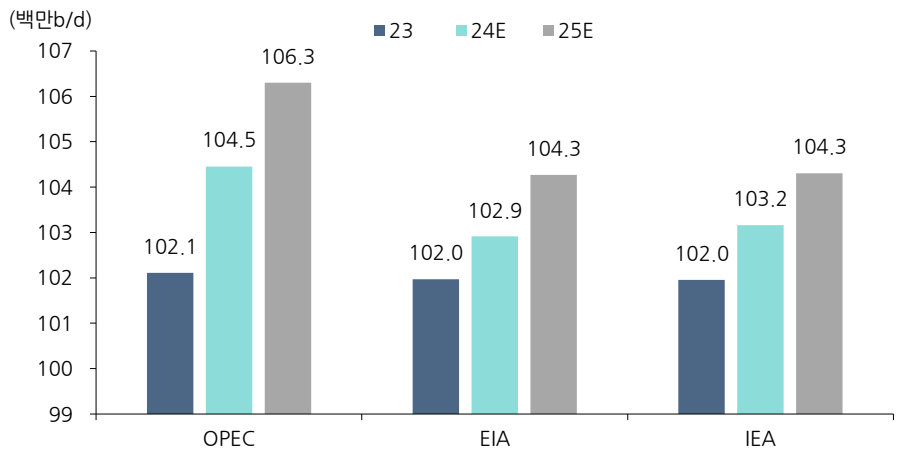
#### OPEC의 원유 수요 전망은 공격적

2024년부터 미국의 공급이 제한된 상황에서 공급측 주도권은 OPEC+으로 넘어갔다고 봐도 무방하다. OPEC+가 목표하는 방향은 단연 유가 상승에 따른 이익 극대화일 것이다. 그렇다면 OPEC+이 전망하고 있는 원유시장은 어떨까? OPEC에서 공식적인 유가 전망치를 발표하진 않지만, Oil Market Report를 통해 수급에 대한 전망은 제시하고 있다. 수급 전망은 타 기관에 비해 공격적이다. 2024년과 2025년 원유 수요 전망을 주요 기관 대비 높게 전망 중에 있다.

#### 감산에 대한 의지도 공격적

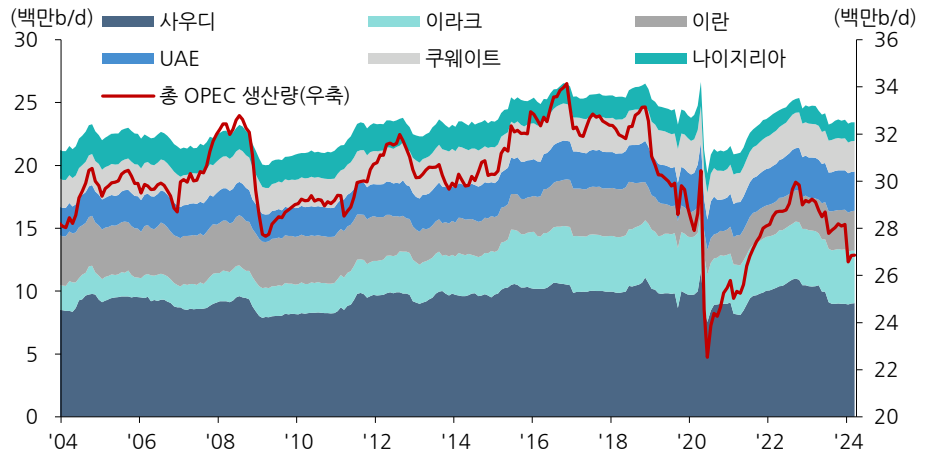
OPEC+의 전망이 정말 맞고 그렇게 OPEC+가 믿고 있다면, 이익 극대화를 위한 가장 좋은 전략은 생산량 증가를 통한 점유율 확보다. 하지만 2022년부터 OPEC+는 감산을 지속하고 있고, 올해부터는 자발적 감산까지 추가했다. 수요 증가가 전망되는데, 공급은 줄인다는 것은 모순이다. 원유는 단기적으로 대체가 불가능에 가깝기에 수요의 가격 탄력성은 매우 낮다. 따라서 감산을 통한 가격 인상은 이익 극대화를 향한 방향은 맞다. 다만 원유시장은 카르텔이 존재하나, 공급 독점 시장은 아니기에 모두가 단합된 감산을 실행하지 않는다면 감산 국가는 손실을 피하지 못한다.

그림 22. 주요 기관별 원유 수요 전망치 (4월 전망 기준)



자료: 각 기관, 상상인증권 리서치센터

그림 23. OPEC 생산량 상위 국가 및 총 OPEC 생산량 추이



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

### 카르텔의 담합이 어려운 이유

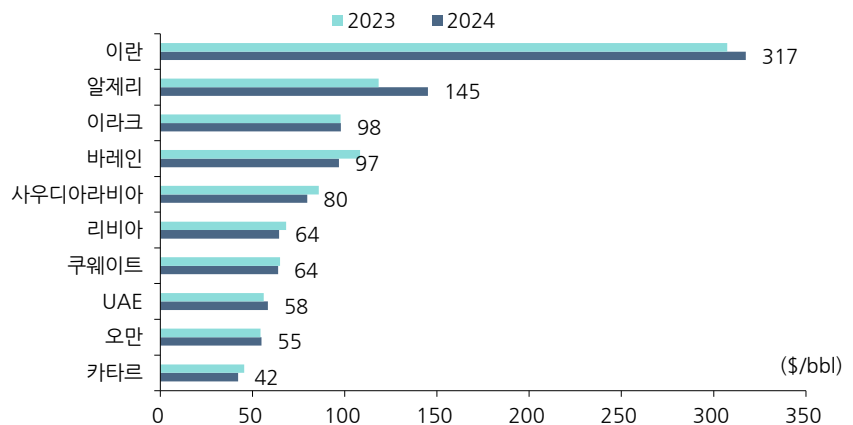
#### 증산 유혹이 상존하는 레벨, 감산으로 인한 사우디의 손실

OPEC+ 회원국들은 서로 다른 생산 비용과 재정 목표를 가지고 있다. 또한, 개별 생산국은 감산 합의를 어기고 추가 생산을 통해 이익을 취하려는 유혹이 상존한다. OPEC+의 감산에서 절반 가량을 차지하고 있는 사우디는 감산으로 인해 점유율을 잃었고, 경제 성장률은 23년 4분기 전년 대비 -4.3%를 기록하며 역성장 폭을 높였다. 유가가 상승했음에도 불구하고 사우디 국영 석유기업인 아람코의 23년 영업이익은 전년 대비 25% 하락했다. OPEC의 수장인 사우디였기에 가능했던 유혈 감산이었다. OPEC+ 내에서 불협화음에 대한 부분이 언급되는 이유는 현재 유가 수준은 증산을 하기에 매력적인 구간이기 때문이다. 대규모 투자를 통해 만들어진 중동의 유정은 생산을 멈추면 손해를 볼 수밖에 없다. OPEC+ 구성원들이 감산을 꺼리는 원인이다.

#### 앙골라의 탈퇴로 발현된 OPEC+의 노이즈

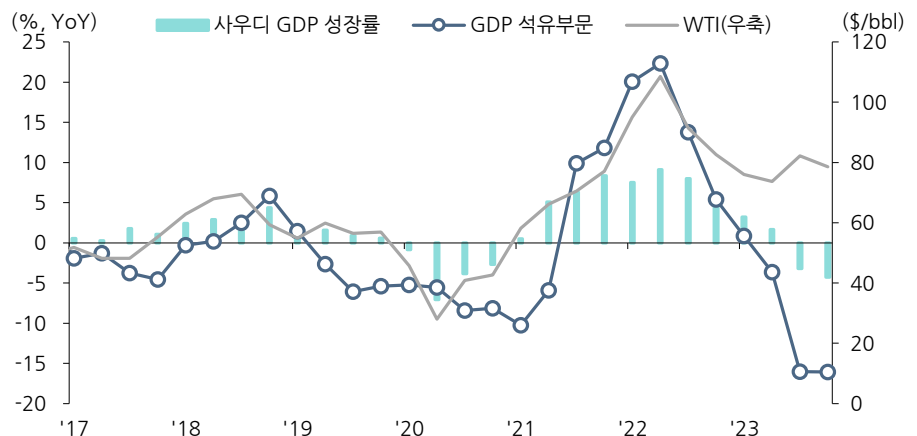
OPEC+ 국가들이 감산을 주저하는 또 하나의 이유는 쿼터를 줄이는 것은 쉽지만, 늘리는 어렵기 때문이다. 코로나 팬데믹 이후 쿼터 대비 생산량을 지속적으로 미달해 온 앙골라가 OPEC을 탈퇴한 것도 이와 같은 이유다. 앙골라의 경우 실제 생산량에 맞추어 쿼터를 하향 조정하는 것이기에 사실상 감산 효과는 없었다. 그럼에도 앙골라가 반발했던 것은 쿼터 제한이 원유 생산 시설에 대한 투자 부진으로 나타날 수 있고, 장기 계약 위주의 에너지 수출입 특성상 한번 감소한 점유율은 회복하기 매우 어렵기 때문이다.

그림 24. 주요 중동 국가들의 재정 균형 유가



자료: IMF, 상상인증권 리서치센터

그림 25. 사우디 GDP 및 석유부문 성장률과 유가 추이



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

### 3분기까지 지속될 OPEC+의 감산

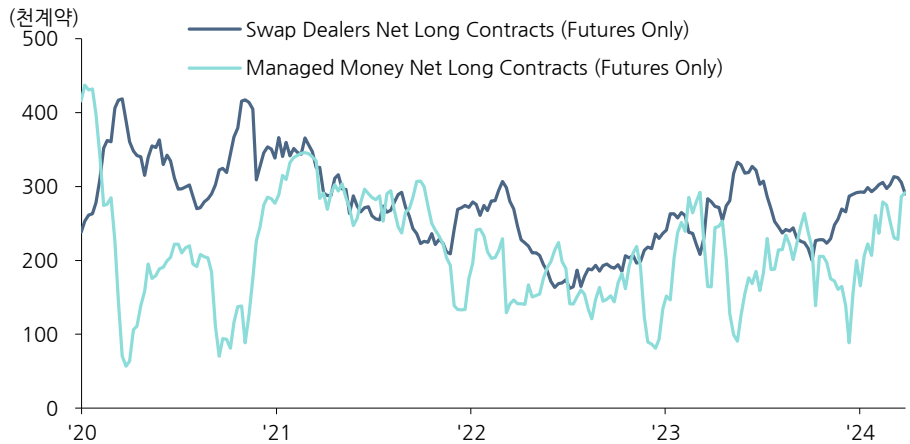
그럼에도 3분기까지 지속될 OPEC+ 감산 기조

감산에 따른 손실에도, 3분기까지는 사우디 주도의 감산 기조가 지속될 전망이다. OPEC은 장기적으로 유가가 상승하고 사람들이 상승할 것으로 예상해야 현 시점에서의 수요 증가를 유도할 수 있다. 하지만 시장에서는 유가의 하락을 예상하거나 실제 하락 포지션을 보유한 투자자들이 존재한다. 이는 투기적 순 포지션으로 나타난다. OPEC 측에서는 수요 상황은 좋지만, 투기적인 세력(숏포지션) 때문에 유가의 상단이 제한된다고 발언 중이다. 이에 대한 응징을 예고한 바 있고, 실제 감산으로 보여주고 있다. 최근 자발적 감산 연장 발표를 통해 비상업용 숏 포지션이 빠르게 청산되고 있는 모습이다.

높은 수준의 유가에도, 수요 회복 확인 전까지 감산은 유지될 전망

이러한 맥락에서 현 감산 기조를 철회하거나 완화를 결정하면, OPEC+의 유가 부양의지가 끝났다는 판단에 다시금 순 포지션이 감소하며 국제 유가는 약세로 돌아갈 공산이 크다. OPEC+의 원유 수요 전망 상향 조정과도 궤를 같이한다. 시장에 긍정적인 수급에 대한 전망을 제시하면서, 자기 실현적 예언을 유도(유가 상승 전망 → 원유 룭 포지션 증가 → 실제 원유 선물 가격 상승)하는 것이다. 원유 수요의 유의미한 회복 전망이 확인될 때까지는 유가 레벨과 관계없이 감산 기조를 유지할 가능성이 높을 것으로 판단한다.

그림 26. 스왑 딜러와 헤지펀드 자금의 브렌트유 선물 순 포지션



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

### OPEC 증산 타이밍 눈치보기

#### OPEC+로 넘어온 원유 생산 주도권

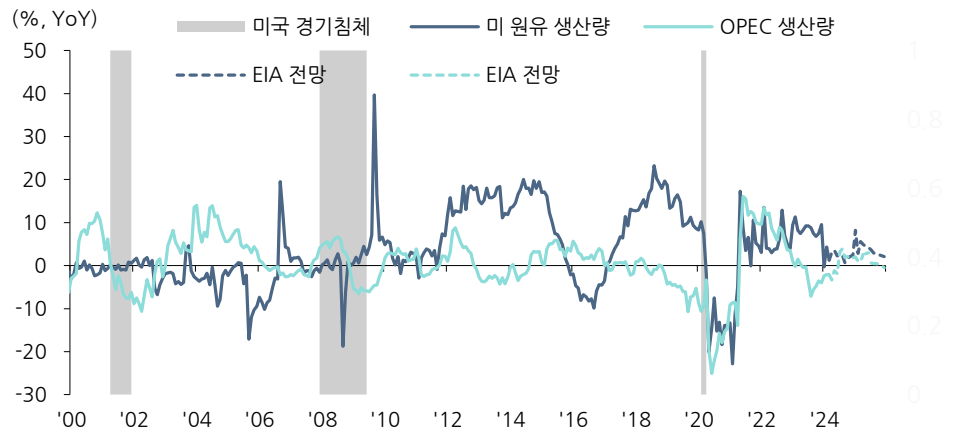
OPEC의 감산 완화에 있어서 라이벌 관계인 미국의 생산량을 고려하지 않을 수 없겠다. OPEC과 미국은 원유 생산에서 양대 산맥이다. 역사적으로 셰일 혁명이 발생한 이후부터 미국도 원유 생산 주도권을 일부 가져왔다. 원유시장에서 미국과 OPEC의 가격 경쟁력 싸움은 치열하다. 미국과 사우디의 사이가 떨어진 이후부터 더욱 그렇다. 미국과 OPEC의 생산량이 대체로 역의 방향성을 가지는 이유다. 보통 가격에 생산량이 민감한 쪽은 생산 단가가 낮고, 국영기업이 대부분인 OPEC 보다는 셰일 업체들이기 때문에, 가격 결정 주도권은 OPEC이 가지고 있다고 판단할 수 있다.

#### 미국의 생산량 감소가 예상되는 상황.

경기 침체가 없다면 OPEC은 4분기부터 감산 완화 전망

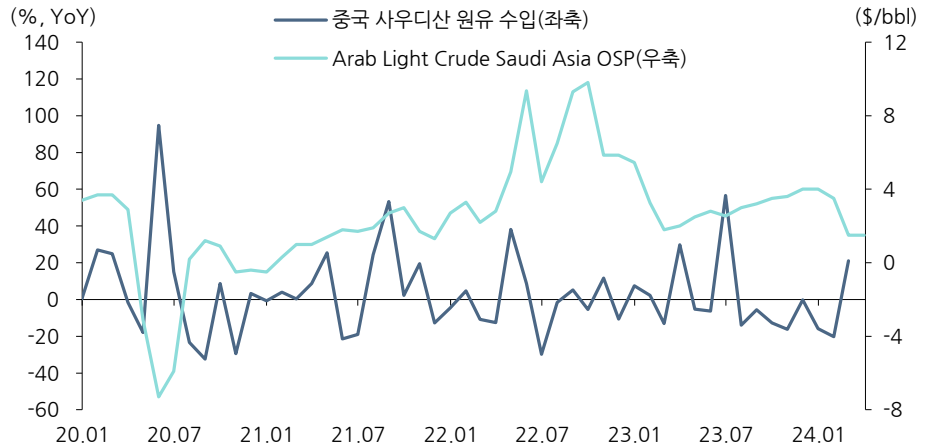
미국 경기 침체 기간인 2001년과 2008년, 2020년을 제외하면 OPEC과 미국 모두 생산량을 줄였던 기간은 부재하다. 제조업 경기 흐름을 필두로 글로벌 경기 전망이 연착륙을 지향하고 있다는 점을 고려한다면 양국 모두 생산량 감소가 진행되지는 않을 것이라는 의미다. 2024년 4분기까지 미국의 생산량 정체가 이어진다는 가정 하에, 12월 역대 최고치 생산이 진행된 점을 반영한다면 24년말부터 미 원유 생산량은 감소 전환 공산이 크다. 4Q OPEC+의 감산 철회 가능성을 뒷받침한다. 2025년 트럼프 대통령 당선 시 셰일 업체들의 생산량 확대를 고려하여 더 선제적 점유율 확보에 나설 가능성도 존재한다. 이는 사우디의 OSP 조정을 통해 확인 가능하겠다.

그림 27. 미국 및 OPEC 원유 생산량 추이



자료: EIA, 상상인증권 리서치센터

그림 28. 아시아향 사우디 Arab Light 원유 OSP 및 중국의 사우디산 원유 수입량 추이



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

### OPEC에서 변수는 이란

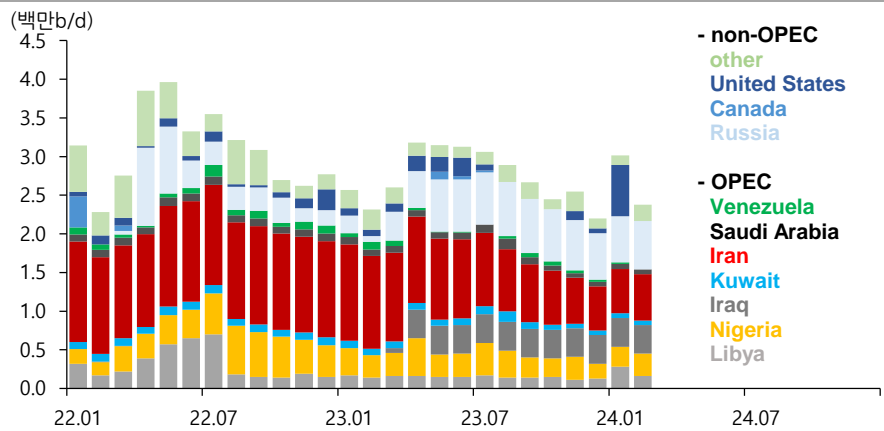
#### 생산량을 꾸준히 늘리는 중인 이란

연말까지 감산 기조는 유지되더라도 OPEC+ 내부의 노이즈는 존재할 것이다. OPEC+ 국가들 중 생산량 증가가 돋보이는 국가는 이란이다. 이란은 감산 면제국이기 때문에 쿼터에 제한이 없다. 다만 미국의 핵합의 탈퇴와 그로 인한 제재는 이란의 원활한 원유 생산 및 수출을 제한했다. 다만 유가 상승으로 인해 미 바이든 행정부에 불리하게 작용하자 이를 암묵적으로 용인해주는 모습이다. 이란은 이때가 기회이다. 현재와 같은 중동 정세에서 핵을 포기하진 않을 것이다. 따라서 미국의 제재는 지속될 가능성이 높다. 유가 상승 부담에 따라 미국이 용인해 줄 때, 원유를 생산할 수 있을 때 증산하고자 할 것이다. 핵합의를 일방적으로 탈퇴했던 트럼프 대통령이 귀환하기 전에 최대한 생산량을 늘릴 것으로 예상된다. 4월 이스라엘의 영사관 공격에도 이란답지 않은 일회성, 소극적인 대응과도 궤를 같이한다. 이는 OPEC+의 감산 효과를 경감시킨다. IEA는 올해 이란의 원유 생산량이 28만b/d 증가할 것으로 예상했다.

#### 생산 설비 유지 보수 진행되며 원유 생산량 증가 전망 유효

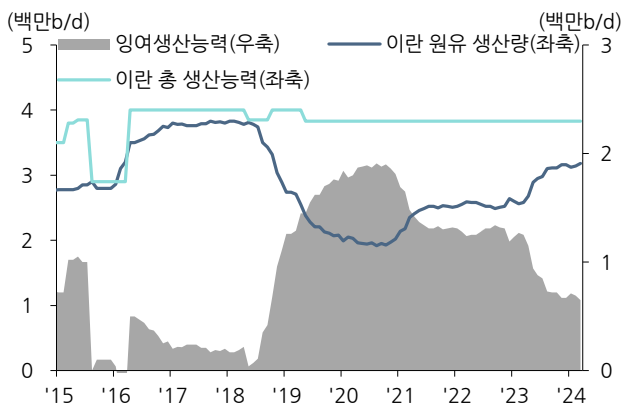
EIA가 추정하는 계획되지 않은 생산 차질 데이터에서 이란의 생산 차질 규모가 빠르게 축소되고 있음을 보여준다. 이는 원유 생산 시설의 보수를 통해 원활한 생산이 진행중이라는 의미다. 이란의 3월 여유 생산 능력은 65만b/d로 추정되며 2018년 평균 37만b/d까지 축소되었던 점을 고려한다면 28만b/d 생산량 증가 전망이 불가능하진 않을 것으로 보인다.

그림 29. EIA 추정 계획되지 않은 액체연료 생산 중단



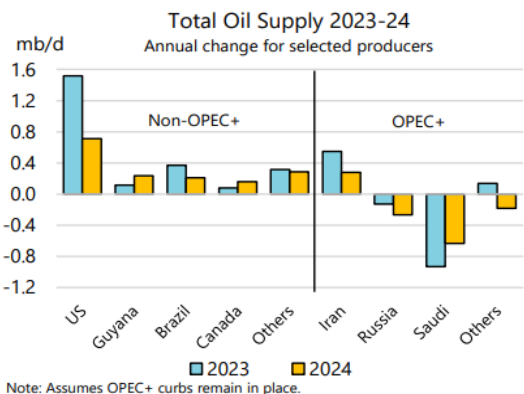
자료: EIA, 상상인증권 리서치센터

그림 30. 이란 원유 생산능력 및 생산량



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 31. 주요국 원유 생산, OPEC+내 이란이 가장 많은 생산량 증가 전망



Note: Assumes OPEC+ curbs remain in place.

자료: IEA

### 전쟁은 어떻게 봐야 할까?

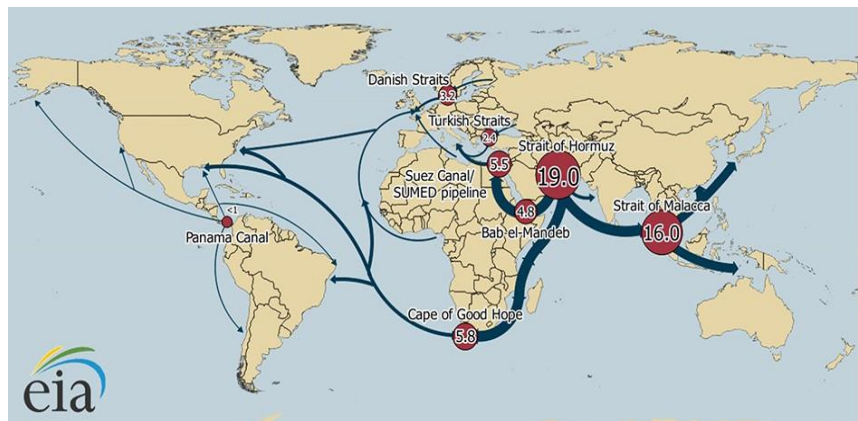
#### 이란의 인내심 테스트 중인 이스라엘

최근 불어지고 있는 이스라엘과 이란의 갈등 상황은 중동지역의 불확실성을 높인다. 국제사회의 반대와, 지리적으로 육상 전면전이 어려운 위치이기에, 전쟁이 격화될 가능성은 제한적이다. 전쟁을 원치 않는 듯한 이란이지만, 이스라엘의 강경한 태도가 이란을 지속적으로 자극한다면, 전면 충돌의 위협도 배제할 수는 없다. 원유 시장에서 이란의 생산 점유율은 3%에 불과하지만, 영향력이 큰 이유는 지리적 위치 때문이다. 이란은 원유 운송의 20%가량 차지하는 호르무즈 해협에서 영향력을 행사한다.

#### 유가의 지정학적 프리미엄은 지속될 전망

현재 후티 반군의 공격 명분과 흡사하게, 이스라엘에 대한 보복이 이스라엘을 지원하고 있는 서방의 개념으로 확장하여, 호르무즈 해협에 대한 통제가 진행될 시 유가는 120달러를 상회할 가능성도 상존한다. 러시아-우크라이나 전쟁이 발발한지 2년이 지난 시점에서 전선의 고착화와 함께 원유 공급에 대한 불확실성이 점차 상수로 취급되었다. 다만 3월부터 우크라이나가 러시아 정유소 타격을 본격화함에 따라 실제 석유 제품 공급 차질로의 확장 가능성이 다시금 주목받고 있다. 동 두개의 분쟁 모두 역사적으로 지속된 갈등관계에서 발전된 전쟁이기에, 단기간내 진정되기는 어려울 것으로 보인다. 이스라엘의 재보복에 대한 이란의 반응이 원유시장의 가장 큰 리스크이며, 당분간 유가의 프리미엄 요인으로 반영될 전망이다.

그림 32. 해양 석유 일일 운송량 추이(백만b/d, 2016 기준)



자료: EIA

그림 33. 우크라이나의 러시아 정제시설 타격 현황



자료: Financial Times

### 미국을 중심으로 글로벌 경기 전망 개선

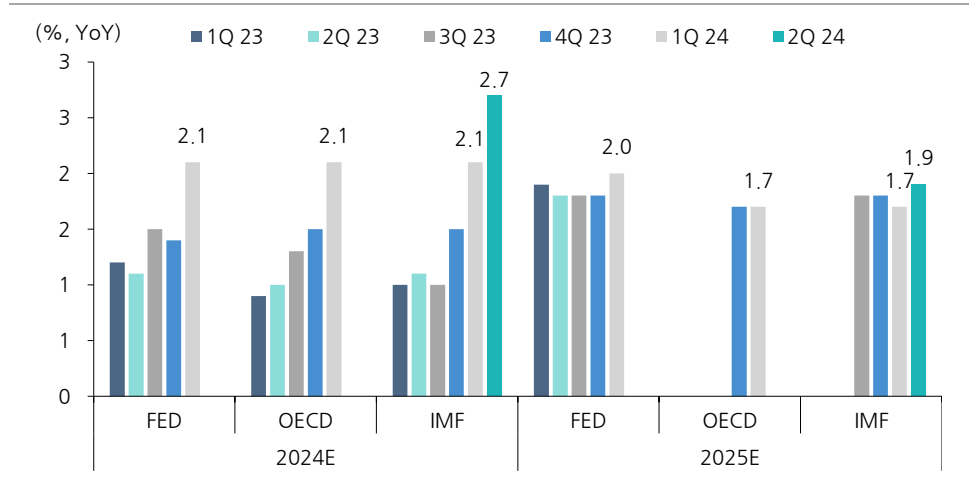
#### 미국 경기 전망의 긍정적 기대 확산

OPEC의 감산이 없어도 유가의 하단이 지지되는 시점은 결국 수요 회복이 확인되는, 글로벌 경기 전망에 대한 고민으로 귀결된다. 글로벌 원유 수요의 20%를 차지하는 미국의 경우 강한 고용을 기반으로 소비 호조가 지속되면서, 노랜딩 전망이 고착화되고 있다. 주요 기관별 미국 경제 성장률 전망치는 분기를 거듭할수록 상향 조정되는 모습이다. 2분기 전망치를 가장 먼저 제시한 IMF는 2024년 미국 경제 성장률을 2.7%로 1분기 대비 0.6%p 상향 조정하였다.

#### 미·중 제조업 PMI 회복은 원유 수요를 지지

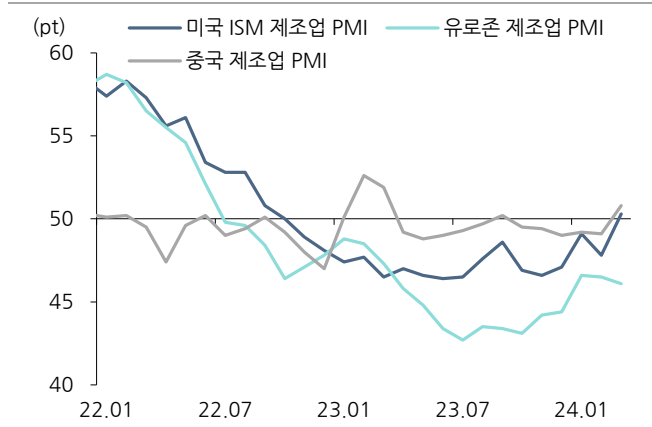
미국 경기의 연착륙은 글로벌 경기의 상방 압력으로 작용한다. 글로벌 제조업 PMI의 완만한 반등 또한 글로벌 원유 수요의 긍정적 전망을 지지한다. 특히 원유 수요의 양 축인 중국과 미국의 제조업 PMI는 기준치인 50pt를 상회하면서 산업용 원유 수요 증가 가능성을 시사하고 있다.

그림 34. 주요 기관별 미국 경제 성장률 전망 변화 추이



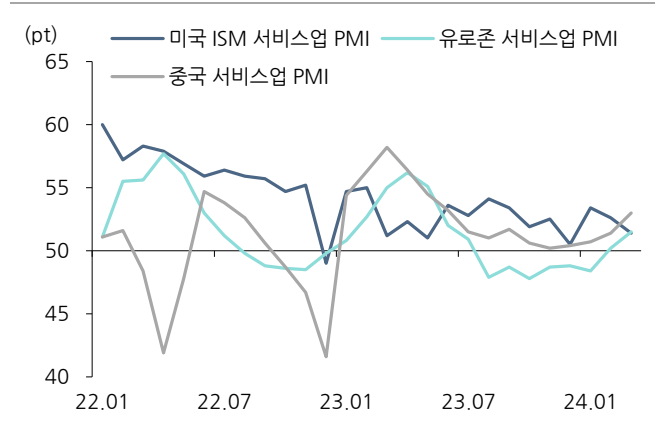
자료: 각 기관, Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 35. 주요국 제조업 PMI



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 36. 주요국 서비스업 PMI



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터



### 연준의 금리 인하 지연될 시 성장을 하향 조정은 불가피

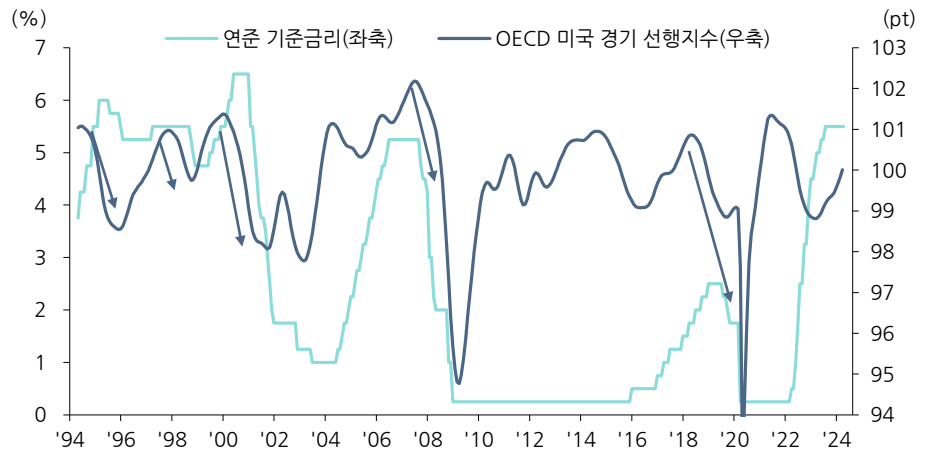
#### 강한 경기는 금리 인하를 지연

글로벌 수요에 대한 낙관적 전망을 유지하기에는 연준의 고금리 장기화에 대한 리스크가 잔존한다. 통상적으로 경기 호황과 금리 인하의 공존은 어렵기 때문이다. 1994년 이후 연준의 5차례 금리 인하 국면에서 모두 미국 경기 선행지수의 선제적 하락이 확인된 뒤 금리 인하가 진행될 수 있었다.

#### 금리 인하지연은 결국 경기 하방 압력으로 작용할 전망

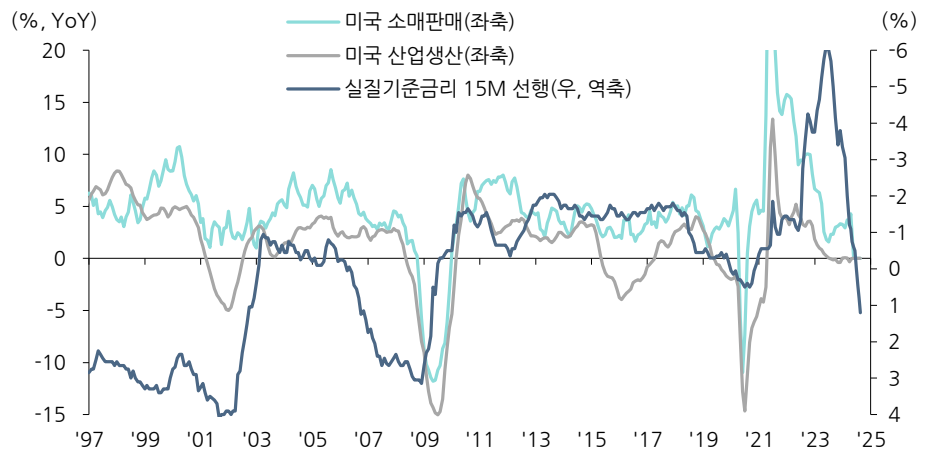
현재 강한 미국 경기를 기반으로 선행 지수의 상방 흐름이 연출됨에 따라 연준의 금리 인하가 9월로 미뤄질 가능성이 높아졌다. 미국 및 글로벌 성장률 전망의 하향 조정 압력이 불가피해진다는 의미다. 유가가 강할수록 디스인플레이션에는 시간이 소요되기에, 연준의 금리 인하는 3분기말부터 진행될 가능성이 높다. 실질 기준금리는 15개월의 시차를 두고 소매판매와 산업생산에 영향을 미친다. 그 동안 높은 수준의 실질 기준금리는 실물경제의 하강을 유도할 것으로 보이며, 미국 및 글로벌 경제 성장률 전망치의 추가 상향 조정은 어려울 것으로 판단한다.

그림 37. 연준 기준금리 및 OECD 미국 경기 선행지수 추이



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 38. 미 소매판매 & 산업생산 및 실질 기준금리 추이



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

주: 실질기준금리 = 미 연준 기준금리 상단 - Core CPI

### 주요 리스크 요인 및 결론

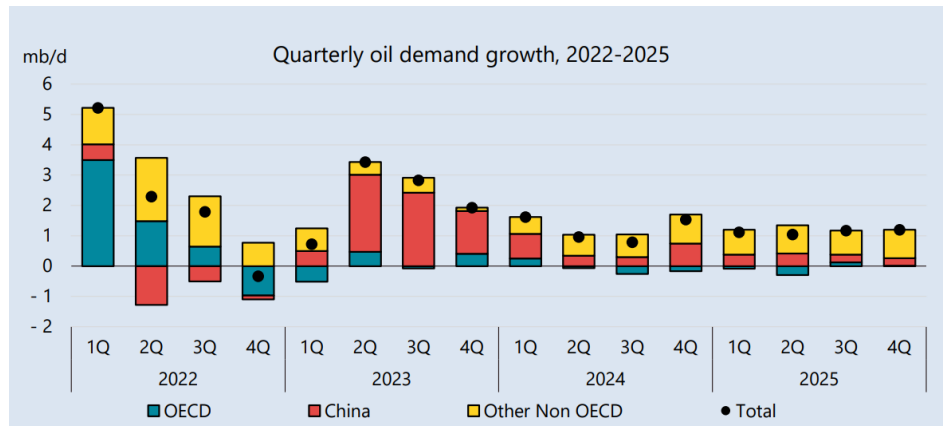
수요측 변수는 중국,  
공급측 변수는 지정학적 리스크

수요 측면에서 유가의 가장 큰 변수는 원유 수요 증가율의 절반가량을 차지하는 중국 경기 회복세다. 중국 정부는 양회를 통해 5% 성장 목표를 제시하였다. 하지만 주요 기관들은 2024년 중국의 성장률 전망치를 평균 4.6%로 제시하며 다소 회의적 시각을 시사했다. 다만 23년 중국의 성장률 목표 달성에도 회의적 시각이 많았지만, 5.2%로 초과 달성했던 점을 고려한다면, 달성 가능성도 배제할 수는 없다. 공급측에서는 중동 & 러시아 & 미 대선 등 지정학적 요인들이 변수다. 어떠한 상황이 발생해도 이상하지 않은 만큼 지정학적으로 불확실성이 높은 국면이기에 면밀한 모니터링이 필요하겠다.

### 24년 유가 80달러 중반 전망

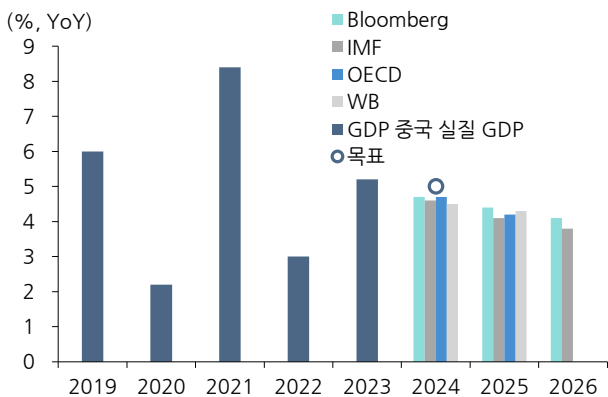
결론적으로, 2024년 2분기부터는 80달러 중반 수준의 유가가 연말까지 유지될 가능성이 높을 것으로 판단한다. 대선을 앞두고 미국의 원유 증산이 제한된 가운데, OPEC+의 감산 기간 연장은 지속적인 유가 상승 요인으로 작용할 전망이다. 다만 연준의 금리 인하가 지연됨에 따라 글로벌 경기는 하방 압력이 높아지고, 달러 강세가 유지되면서 유가의 급등을 제한할 것으로 판단한다.

그림 39. IEA의 분기별 원유 수요 증감률 전망



자료: IEA

그림 40. 중국 GDP 성장률 및 전망치



자료: 각 기관, 상상인증권 리서치센터

그림 41. 리커창 지수 및 WTI 가격 추이



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

표 2. Bloomberg 기준 주요 기관별 WTI 전망치 컨센서스

날짜	기업	Q2 24	Q3 24	Q4 24	Q1 25	Q2 25	Q3 25
03/20	라보뱅크	81.8	83.9	84.6	85.1	85.4	86.2
03/22	마켓 리스크 어드바이저리 컴퍼니	80.2	79.5	79.0	79.3		
03/26	스탠다드차타드은행	91.0	95.0	103.0	104.0	100.0	
03/26	MPS 캐피탈	83.0	80.0	80.0			
03/29	씨티그룹	74.0	70.0	66.0			
04/02	MUFG 은행	81.0	83.0	88.0	90.0	86.0	92.0
04/05	바클레이즈	87.0	90.0	89.0	90.0	89.0	91.0
04/05	웨스트팩 은행	84.0	83.0	78.0	76.0	77.0	79.0
04/05	Julius Baer	82.5	75.0	72.5	72.5	70.0	67.5
04/08	모간스탠리	87.0	89.0	82.5	77.5	77.5	75.0
04/10	뱅크오브아메리카 메릴린치	83.0	85.0	81.0	79.0	75.0	73.0
04/11	판뮤어 고든 & 컴퍼니	79.0	80.0	78.0	79.0		
04/11	Rystad Energy Inc		100.0				
04/15	제이피모간체이스	80.0	80.0	81.0	78.0	73.0	69.0
4 월	EIA	83.3	84.5	83.5	82.8	81.5	79.5
4 월	상상인증권	84.8	84.3	84.2	82.7	79.0	75.3
	평균	82.8	83.9	82.0	82.8	81.2	78.8
	중앙값	83.0	83.5	81.0	79.3	79.0	77.2
	상단	91.0	100.0	103.0	104.0	100.0	92.0
	하단	74.0	70.0	66.0	72.5	70.0	67.5

자료: Bloomberg, EIA, 상상인증권 리서치센터

**Compliance Notice**

- 본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 최예찬)
- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 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.

