

원유, 경기 역풍에 갇혀 펀더멘털보다는 우려감에 따른 거래

원유는 심각한 약세장에 빠져 2019년을 힘겹게 맞이했는데 브렌트유와 WTI (서부텍사스유)는 가까스로 크리스마스 이브에 기록한 16개월 및 18개월 만의 저점에서 벗어났습니다.

지난 10월 3일 브렌트유 \$86.29, WTI \$76.41로 4년 만의 고점을 기록했던 유가는 이후 글로벌 경기 둔화에 대한 우려가 급속히 확산되면서 원유를 포함한 위험자산의 지속적인 매도세를 촉발함에 따라 몇 주에 걸쳐 급락했었습니다.

본 보고서를 작성하는 시기에 원유시장은 위험 회피와 높은 변동성으로 대변되는 금융 시장의 혼란에 의해 주도되는 상황입니다. 이는 미국의 벤치마크 주가지수와 원유의 강한 상관관계에 의해 확인되는데, 양자는 대체로 동일한 데이터와 뉴스 이벤트에 반응하고 있습니다.

경제성장 둔화 우려는 다음과 같은 세 가지가 결합되어 나타나고 있습니다: 2018년 7월부터미/중 무역분쟁, 지난해 네 차례 금리를 인상한 연준의 적극적 통화긴축, 그리고 자본 도피 및 달러 대비 자국 통화의 심각한 평가절하에 따른 신흥 경제국의 어려움.

원유시장은 경기 역풍, 특히 세계 2위의 원유 소비국이자 소비 성장의 최대 공헌자인 중국의 경기 역풍은 수요 저하를 의미합니다. OPEC 및 비OPEC 연합국은 이에 대응해 2018년 10월의 생산 수준에서 일일 120만 배럴의 감산에 합의이후, 1월 1일 발효되었습니다.

우리는 원유 생산국들이 2017년 1월부터 일일 180만 배럴의 감산을 했던 것처럼 이 합의도 온전히 준수할 것으로 생각합니다. 하지만 지난 7월부터 지속적으로 증가했던 OECD 원유 재고의 잉여분을 소화하기까지는 시간이 좀 필요할 것입니다.

리밸런싱의 증거가 분명히 드러나고 경제적 우려감이 압도하는 상황이 될 때까지 유가는 압력을 받을 것으로 예상합니다. 그 지점은 브렌트유는 배럴당 \$55-65 범위, WTI는 이보다 배럴당 \$8-10 낮은 수준입니다. 원유는 1월 9일 강세장으로 복귀했지만 아직 50일 이동평균 가격이 200일 이동평균을 하향 돌파한 "데드 크로스" 지점의 한참 아래에 머물러 있습니다. 우리는 OPEC 감산이 회복에 도움이 될 것으로 예상하지만 경기 상황이같은 방향으로 나아갈 경우에만 그럴 것입니다.

지금껏 전 세계의 12월 주요 거시경제 지표 투자자들을 더욱 우울하게 했을 뿐입니다. 중국 뿐만 아니라 유럽과 심지어 미국에서도 제조활동이 둔화된 것으로 보고되었습니다. 중국의 2018년 GDP 성장률은 6.5%로 예상되는데, 이는 30년 만에 가장 낮은 것입니다.

중국 정부는 흔들리는 경제에 추가 자금을 투입하기 위해 이번 달 새로운 진작책을 개시했습니다. 하지만 이 대책은 중국 정부가 엄중 단속을 펼치고 있는 '그림자 금융'(shadow banking)뿐만 아니라 눈덩이처럼 부풀고 있는 지방정부와 기업부문의 부채를 억제해야 하기 때문에 제약을 받을 것입니다.

베이징에서 1월 7-9일 3일간 개최될 미중 중간급 무역협상에서 양측이 상호이해에 진전을 보임에 따라 세계 증시는 상승했습니다. 하지만 긍정적 모멘텀은 며칠 사이에 약해졌고, 현재는 이번 달 말경 미국에서 개최될 것으로 예상되는 고위급 회담을 기다리고 있는 상황입니다. 양국은 지난 12월 1일 아르헨티나 부에노스아이레스의 G20 정상회담에서 도널드 트럼프 대통령과 시진핑 주석이 선언한 90일간 휴전의 종료시점인 3월 1일에 맞추어 일정을 진행하고 있습니다.

이번달 2일 미국을 상징하는 기업인 애플은 지난해 10월-12월 분기의 실적 악화에 대한 경고로 시장을 놀라게 했는데, 그 주요 이유는 중국 경기침체로 인한 중국 내 매출 감소였습니다. 이후 자동차와 항공사에서 소매와 명품업체에 이르기까지 일단의 미국 및 유럽의 대기업들이 2019년 실적 하향조정 및 일시 해고를 발표했습니다.

양국 경제가 활기를 유지할 수 있도록 무역 교착상태에서 벗어나야 한다는 압력이 트럼프와 시진핑 양측에 쌓이고 있습니다. 수주 내에 전면적인 협상이 있을 것으로 생각하기 어렵지만 원유뿐만 아니라 주식시장의 즉각적 상승을 야기하는 일종의 돌파구는 가능할 것입니다.

주요 내용

- 경기 역풍 주도
- 헤지펀드들의 기록적인 원유 선물 청산
- OPEC+의 감산 영향: 가능 여부의 문제가 아닌 시기의 문제.
- 러시아는 신고점을 기록, 반면 사우디아라비아는 조용한 상태
- 이란에 강경한 미국: 데자뷔 혹은 우려의 발단?

경기 역풍의 주도

원유는 주식과 아주 강한 정(+)의 상관관계를 보이며 2019년을 시작했는데, 이는 거시경제 뉴스와 지표가 원유뿐만 아니라 보다 광범위한 금융시장의 정서와 리스크 성향에 영향을 미치고 있다는 사실로 확인됩니다.

공통의 영향 요인은 다음과 같은 세 가지 주요 분야에 관계됩니다:

- 미중 무역분쟁 및 그 해결을 위한 협상 방향
- 미 연준 금리 인상의 향후 경로
- 2019년 거시경제 지표 및 전망

지난 10월 초 글로벌 주식시장의 갑작스럽게 지속된 매도세를 촉발한 위험 회피 성향은 원유시장에서도 자본이 위험자산에서 이탈하여 안전 피난처를 찾게 되면서 큰폭의 하락세를 보였습니다.

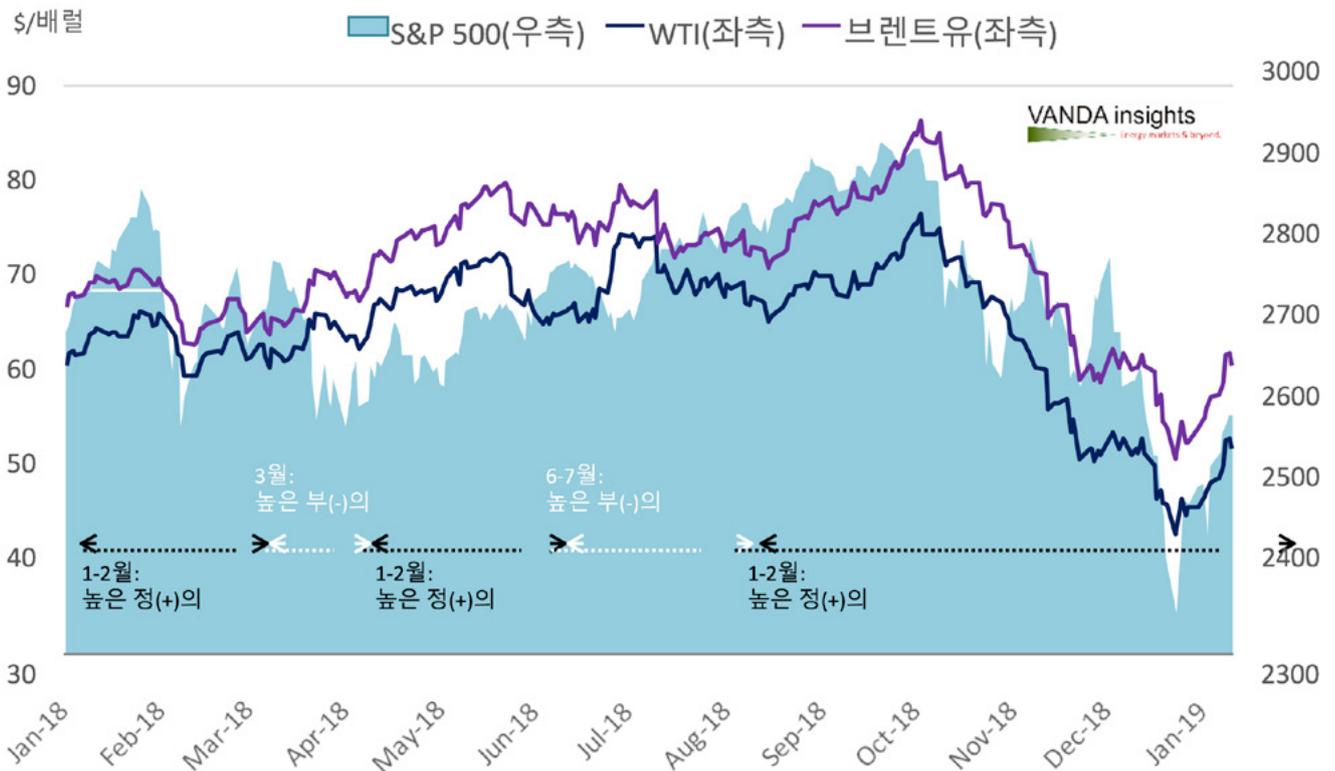
원유 선물에서 투기자본의 이탈과 더불어 달러 강세 및 경기 둔화 전망으로 글로벌 원유 수요 감소가 예상되면서 펀더멘탈 측면에서 압력이 가중되었습니다.

우리는 원유(WTI 및 브렌트 선물)와 미국 주식시장 벤치마크(S&P 500 및 다우존스 산업평균지수)의 상관관계를 분석하였습니다. 두 주가지수의 분석 결과는 비슷했습니다. 아래 그림은 S&P 500의 움직임을 보여주고 있습니다.

1월의 첫 두 주 동안 브렌트 및 WTI 선물과 S&P 500의 상관계수는 평균 +0.84로 나타났습니다. 지난 12월에는 이 상관관계가 +0.91로 고점을 기록했었습니다. 현재의 금융시장 혼란 기인 10월부터 1월 11일까지의 상관관계도 역시 높은 +0.80입니다.

우리는 실물 원유의 공급이 감소할 것으로 예상합니다.

이는 1월 1일부터 OPEC/비OPEC 산유국의 일일 120만 배럴의 감산 때문입니다. 이것이 점차 원유시장 정서에 영향을 주기 시작하겠지만 경제 역풍에 대한 우려가 만연하게 될 때까지는 이 역풍이 영향력을 갖는 주요 요인이 될 것입니다.



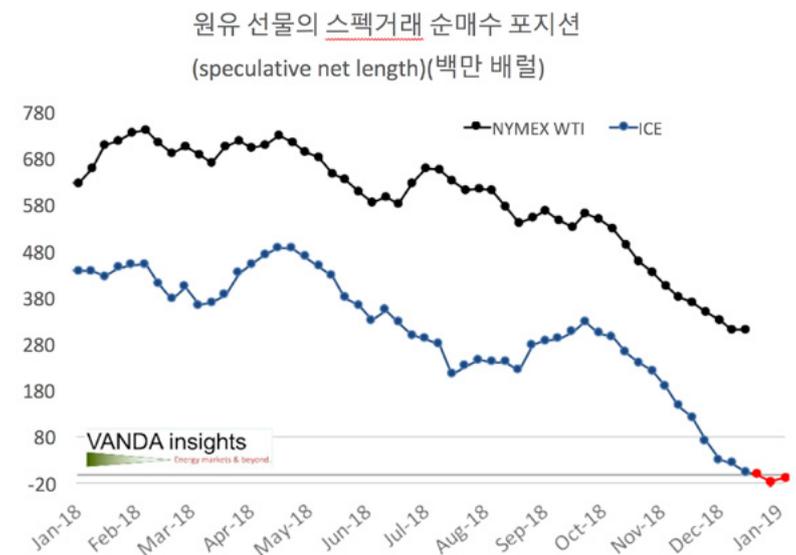
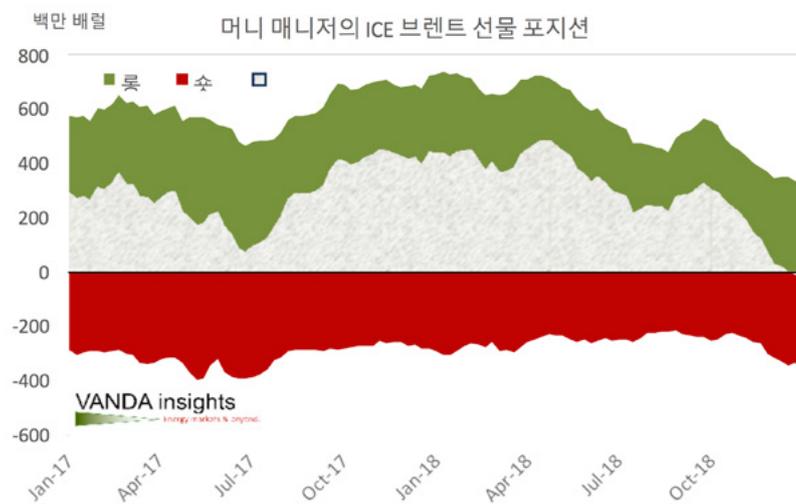
자료: CME(WTI), ICE(브렌트유), 야후 파이낸스(S&P 500)

헤지펀드들의 기록적인 선물 청산

원유시장에는 장내 선물과 옵션시장에서 상당한 규모의 포지션을 빠르게 추가하거나 축소할 수 있는 "머니 매니저" 혹은 투기 거래자의 역할에 대한 논쟁이 상존합니다.

우리는 일반적으로 스펙거래자들이 시장의 갑작스러운 약세 혹은 강세 전환에 앞서 잘 대처한다고 생각합니다. 그들의 거래는 가격 등락폭을 확대하고 변동성을 키우는데, 특히 수급 균형과 관련하여 중요한 변동이 계속 진행 중이거나 예상되는 경우 그렇습니다. 하지만 그들은 주요 동인이 아니며 확실히 독자적으로 가격 움직임의 방향을 설정할 수 있는 위치에 있지 않습니다. 지난 수개월 동안 알고리즘 거래도

변동성을 높인 것으로 생각되고 있습니다. 유가 강세 전망의 대용지표인 스펙거래 순매수 포지션(speculative length)의 주간 감소가 장기간 시작된 것은 10월 2일 종료하는 주의 NYMEX WTI 및 ICE 브렌트 선물에서 확인됩니다(데이터는 수요일-화요일 사이클에 의한 것). 이는 원유 가격이 4년 만의 고점으로부터 급락하기 꼭 일주일 전에 시작된 것이었습니다.



자료: CME, ICE

다. NYMEX WTI 및 ICE 브렌트 선물은 10월 3일 각각 배럴당 \$76.41, \$86.29로 4년 만의 정점을 찍었습니다.

기록적인 연속 14주의 매도 이후 헤지펀드와 다른 주요 스펙거래자들은, 이용 가능한 가장 최근의 거래소 데이터에 따르면, 1월 8일 현재 브렌트 선물에서 1천만 배럴을 갓 넘는 수준의 순매도 포지션을 보유하고 있습니다.

머니 매니저들이 브렌트 선물에서 순매도 포지션을 기록했던 이전의 마지막 시기는 2016년 1월 둘째 주였는데, 이는 당시 유가가 순간적으로 배럴당 \$30를 뚫고 13년래 최저가로 급락하는 상황에 따른 것이었습니다.

브렌트 선물의 스펙거래 순매수는 2018년 4월 11-17일에 걸친 주에 485.14 백만 배럴로 사상 최고치를 기록했습니다.

NYMEX WTI 선물의 경우 이용 가능한 가장 최근의 거래 포지션 데이터는 미국 정부의 부분적인 섯다운 때문에 12월 18일 기준입니다.

주간 트레이더 매매거래 현황 보고서 (Commitment of Traders)를 발행하는 상품선물거래위원회(CFTC)가 섯다운의 영향을 받고 있기 때문입니다.

이용 가능한 가장 최근 시점의 데이터에 따르면 스펙거래자들은 NYMEX WTI 선물에서 2016년 11월 이래 가장 낮은 수준이기는 하지만 아직 309.61 백만 배럴의 순매수 포지션을 보유하고 있었습니다. 12월 18일 종료하는 주에 ICE 브렌트 선물의 스펙거래 순매수 포지션은 겨우 2.75 백만 배럴 수준으로 축소되었습니다. 이것이 WTI/브렌트 선물 스프레드가 9월과 10월 기간의 배럴당 \$9-10에서 11월 말부터 마이너스 \$8-9로 좁아진 이유를 말해 주기도 합니다.

우리는 12월 18일 이후에도 WTI 매수 포지션이 해소되었을 것으로 예상하지만 브렌트 선물이 보다 급속하게 매도 포지션으로 섯회하는 것은 WTI에 비해 이 선물이 보다 큰 반등 기회를 갖도록 하는데, 특히 시장 분위기 전환이 OPEC/비OPEC 산유국의 감산에 의해 주도될 경우 그렇습니다. 2017년 이래 원유 생산국들의 조치는 WTI에 비해 브렌트유 가격을 더 더 받쳐 왔습니다.

2019년 1월

OPEC 플러스의 감산: 가능 여부의 문제가 아닌 시기의 문제

1월 1일부터 일일 120만 배럴을 감산하기로 한 OPEC과 비OPEC 연합국의 12월 7일 결정은 2018년 말까지의 급락 시장에서는 사실상 주목을 끌지 못했으나 이번 달 들어서 관심을 받기 시작했습니다.

먼저 관심을 보인 것은 2018년 11월 정점에 비해 12월의 OPEC 생산량이 놀랄만큼 급락한 것을 확인한 1월 초 뉴스 에이전시의 서베이 조사였습니다.

로이터, 블룸버그 및 플래츠는 월간 생산이 일일 460,000-630,000 배럴 범위에서 급감했다고 보도했습니다. 서베이 조사에 따르면 OPEC 중심국인 사우디아라비아 단독으로 일일 400,000-420,000 배럴 감산하여 일일 생산량이 1,060만 배럴 정도라고 했습니다.

지난 12월 OPEC/비OPEC 협상이 있던 날 사우디 에너지장관 칼리드 알 팔리는 사우디가 1월 생산량을 일일 1,070만 배럴로 감축할 계획이라고 밝혔습니다.

하지만 우리는 사우디가 새 쿼터 실행 첫 달에 자발적 추가 감산을 하지 않더라도 최소한 자신의 쿼터는 준수할 것으로 예상하기 때문에 실제 생산량은 훨씬 더 감소할 수 있습니다.

사우디의 새 쿼터는 지난 10월에 비해 일일 322,000 배럴 감소한 양인데, 이는 플래츠가 발표한 OPEC/비OPEC 회원국별 생산 자료에 따르면 일일 1,031만 배럴입니다.

OPEC 사무총장 모하메드 바르킨도는 자세한 쿼터는 감산 관련 투명성 확보를 위해 12월 21일 공표될 것이라고 시사했지만 공표가 지연되고 있는 것으로 보입니다.

그 사이 사우디 에너지 장관 칼리드 알 팔리는 자국의 대규모 수출 축소를 역설하고 구체적인 수치들을 제공하며 1월 현재까지 언론 매체가 바쁘게 움직이도록 만들고 있습니다.

지난 1월 9일 알 팔리 장관은 사우디 수출이 11월 일일 800만 배럴의 고점에서 1월 720만 배럴로 감소할 것이며, 2월에는 추가로 일일 10만 배럴이 더 감소할 것이라고 말했습니다. 독립 유조선 조사업체의 자료에 따르면 사우디의 12월 수출 급감을 확인한 것으로 보여 알 팔리 장관의 말에 신빙성을 더하고 있습니다.

한편 알 팔리 장관은 OPEC/비OPEC 감산이 견실한 글로벌 경제와 수요 펀더멘털 속에서 효과를 가져올 것으로 확신하고 있습니다. 이 사우디 장관은 1월 14일 아부다비 언론 인터뷰에서 "경기 둔화가 발생한다면 그것은 약하고, 깊지 않으며, 단기적인 것이다. 원유 수요의 펀더멘털은 충분히 강하고 원유시장은 충격을 받지 않을 것이다."라고 말했습니다.

한편 알 팔리 장관은 OPEC는 공급 측면에서 "주의 집중" 상태이며, 무엇이 되었든 수요에 대한 충격이 확인되면 적절히 대응할 것이라고 강조했습니다.

브렌트유와 WTI가 연말부터 1월 10일까지 연속 9 거래일 간 상승을 기록하고 강세장으로 복귀하면서 더욱 강력한 감산을 검토할 OPEC/비OPEC 긴급회동 가능성에 대한 조기는 속 들어갔습니다.

다음 번 석유장관회의는 예정대로 4월에 개최될 것입니다. 그 날짜는 12월 회의에서 공표되지 않았지만 4월 17-18일로 예정되어 있습니다(우리는 24개국이 참가하는 것이 OPEC 회원국만의 경우보다 더 복잡한 실행계획을 요구한다는 점을 이해합니다). 동 회의에서 일일 120만 배럴의 감산을 그 종료시점인 6월 30일 이후로 다시 연장할지 여부가 결정될 것입니다.

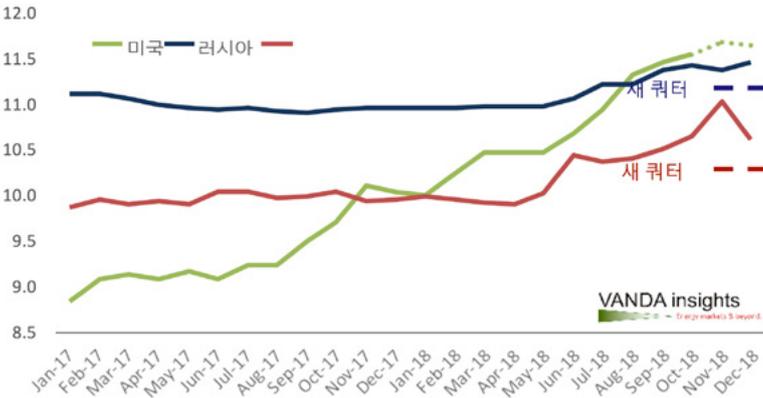
OPEC/비OPEC 각료급 합동 감시위원회가 감산 쿼터와 시장 상황을 점검하고 다음달 있을 장관회의에 제출할 권고안을 도출하기 위해 3월 17-18일 아제르바이잔의 수도 바쿠에서 개최될 예정입니다.

러시아는 신고점을 기록, 반면 알 팔리는 조용한 상태

러시아 에너지부의 자료에 따르면 12월 러시아의 원유 채굴량은 4,844만 메트릭톤, 즉 일일 평균 1,145만 배럴로 신고점을 기록했습니다.

이러한 증산으로 러시아는 OPEC/비OPEC 감산에 따른 새 쿼터인 일일 1,119만 배럴에서 멀어지게 되었습니다. 새 쿼터는 12월 합의에서 기준이 되었던 10월 생산량보다 일일 23만 배럴 적은 양입니다.

사우디아라비아는 라이벌인 러시아와 미국에 한참 뒤져져 있습니다.



자료: 미 에너지정보국(EIA)의 미국 생산 데이터; 11월 및 12월(점선) 수치는 실제 주간 생산량 데이터에서 산출. 사우디아라비아의 수치는 OPEC의 월간 석유시장 보고서에 인용된 "2차 자료"에 따른 것. 러시아 수치는 러시아 에너지부의 데이터.

앞서 모스크바는 첫 분기 동안 점진적으로 새 쿼터 수준으로 줄여갈 것이라고 밝혔는데, 이는 유전 지역의 혹독한 겨울 날씨 때문이라고 합니다.

1월 11일 러시아 에너지부 장관 알렉산드르 노바크는 러시아가 약속한 감산 일정을 지키려면 1월 생산량을 일일 50,000-60,000 배럴 축소해야 할 것이라고 말했습니다.

사우디아라비아의 알 팔리 장관은 지금은 조용한 상태입니다. 그는 1월 11일 러시아의 감산과 관련하여 "생각한 것보다 좀 더 느리게" 움직이고 있다고 밝히면서 "러시아가 따라잡을 것으로 확신한다"라고 덧붙였습니다.

사우디는 12월 7일 협상에 따라 러시아보다 훨씬 큰 규모의 감산을 수용했으며, 산유국들이 그룹 차원의 통합 감산 규모를 신속히 달성할 수 있도록 자국 할당량보다 많은 감산을 할 가능성이 있는데, 지금은 세계 3대 원유 생산국 중에서 한참 뒤쳐진 3위 자리에 처할 상황입니다.

한편 시장이 수요 성장에 대한 우려에 사로잡혀 있는 동안 간과되고 있는 다른 뜻밖의 불가피한 생산 차질이 발생했는데, 이는 OPEC/비OPEC 감산이 효과를 내기 시작하면서 보다 선명한 조명을 받을 것입니다.

리비아의 샤라라 유전은 일일 315,000 배럴을 채굴하는 자이언트(giant) 유전인데, 국영석유회사 NOC가 불가항력에 의한 자위야 터미널의 원유 수출 불이행을 선언하면서 12월 9일 생산이 중단되었습니다.

유전 시설은 원주민, 무장 반군 및 주정부군이 점령하고 있습니다. 샤라라 유전의 생산이 언제 재개될지 불투명하기 때문에 리비아의 생산량은 일일 백만 배럴을 갓 넘은 최근 고점보다 한참 적은 수준에 머물 것으로 보입니다.

캐나다에서는 오일샌드 지역인 알버타 주정부가 많은 비축량 및 심각한 파이프라인, 철도 수송문제로 야기된 지역 유가 급락에 직면하여 1월 1일부터 일일 325,000 배럴의 감산을 의무화했습니다.

비록 NYMEX WTI에 대비한 캐나다 중질유의 할인폭이 1월 첫 두 주 동안 극적으로 축소되었지만 해당 정부는 감산을 2월까지 연장했습니다.

OPEC 회원국인 베네수엘라와 이란은 감산 대상에서 제외되었지만 이들의 공급량도 감소할 것으로 예상됩니다.

베네수엘라의 생산량은 2018년 말까지 1년 전보다 일일 약 450,000 배럴 적은 120만 배럴 정도까지 급감했습니다. 국영석유회사 PDVSA는 2017년 중 생산량이 일일 350,000 배럴 감소했는데, 업스트림 부문이 경영관리 실패와 베네수엘라 역사상 최악의 경제위기에 따른 심각한 자금난으로 피해를 입은 것입니다. 금년 생산량은 일일 백만 배럴 아래로 더 떨어질 수 있습니다.

이란의 생산량은 11월 5일 미국이 원유 및 선적 부문에 대한 제재를 재개함에 따라 큰 타격을 입었습니다. 로이터의 추정에 따르면 원유 및 콘덴세이트 수출은 고점이었던 2018년 5월의 일일 320만 배럴에서 12월에는 일일 160만 배럴 정도로 급감했습니다.

이란에 강경한 미국: 데자뷔 혹은 우려의 발단?

한편 미국은 이란의 원유 수출을 제로로 만들겠다는 위협을 다시 시작했습니다. 미국의 이란 특별대표 브라이언 후크는 1월 12일 CNBC 인터뷰에서 "우리 생각에 원유시장은 공급이 한층 더 원활하게 이루어지고 있기 때문에 수출 제로에 이르는 과정을 가속화할 수 있는 상태에 있다."고 말했습니다.

하지만 후크 대표는 지난 11월 미국 정부가 8개국에 이란산 원유를 구매할 수 있도록 허용한 면제조항의 수정에 관해서는 구체적 내용을 언급하지는 않았습니다.

수입국이 구매 물량을 축소하는 조건으로 허용된 6개월 면제는 중국, 인도, 일본, 한국, 타이완, 터키, 이태리 및 그리스에 허용되었습니다. 하지만 후크 대표는 현재 이들 나라 중 5개국만이 이란산 원유를 수입하고 있고 이란의 총수출은 2018년 최고치인 일일 270만 배럴에서 백만 배럴 미만으로 감소했다고 말했습니다.

이러한 제재 면제는 5월 초 종료될 예정입니다.

후크 대표의 강경 발언은 지난해 5월 8일 도널드 트럼프 대통령이 다자간 이란 핵협정 탈퇴 및 이란에 대한 제재 재개를 발표한 여파로 비슷한 발언들이 행해진 바 있어 즉각적인 예민한 반응을 불러일으키지는 않았습니다. 첫째, 원유시장의 정서는 암울한 경제 전망과 수요 우려 때문에 여전히 비관적입니다. 둘째, 시장 강세론자들은 지난 여름 이 문제와 관련하여 곤경에 처한 이후 한층 조심스러워진 것 같습니다.

미국 정부가 이란 정부에 대해 표명했던 초토화 작전에 대비되는 관대한 제재 면제를 허용한 것이 세계가 공급과잉으로 선회하는 데 일조했습니다. 타이탄 시장 상태를 완화하려는 트럼프 대통령의 요청에 따라 6월부터 전속으로 달렸던 OPEC 및 그 연합국들은 허를 찔린 것입니다.

미국 정부의 입장에서 이번에 이것은 단순한 무력시위일까요 아니면 5월 이후, 특히 시장이 원활한 공급을 유지하는 경우 제재 면제 대상을 축소할까요? 우리는 이를 주의 깊게 지켜볼 필요가 있습니다.

제재는 단순히 목적을 위한 수단입니다. 트럼프 대통령은 자신이 이란 정부에 대해 했던 요구 사항에 대해, 특히 2020년 대통령 선거가 다가옴에 따라, 진전이 있다는 것을 보여주려는 압박을 느낄 수 있습니다. 이는 이란에 대한 압력을 강화하는 결과로 이어질 수 있고, 원유는 단지 미국이 이를 실행하는 데 이용하는 수단일 뿐입니다.