

과거 사례로 살펴본 OPEC의 감산 합의

2017년 Target KOSPI	2,260pt
12MF PER	10.14배
12MF PBR	0.94배
Yield Gap	8.2%P

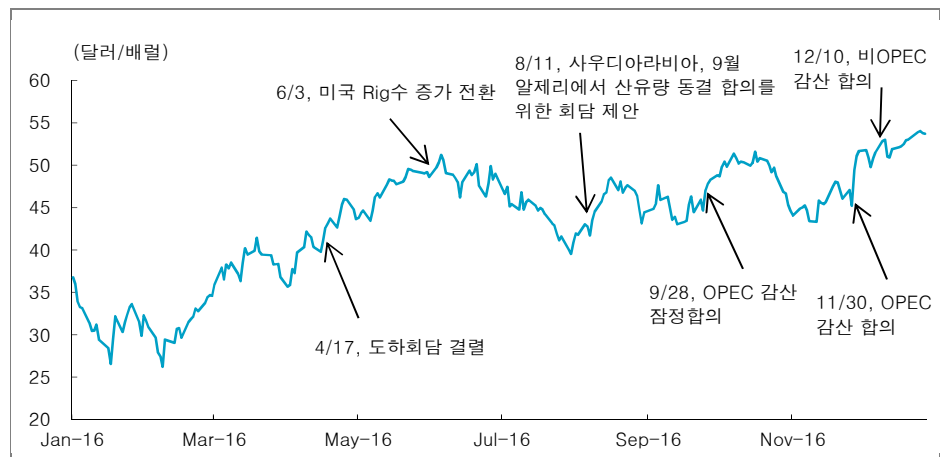
- ▶ 시장의 관심은 이제 OPEC과 비OPEC의 감산 합의 이행 여부로 옮겨갈 것
- ▶ 과거 감산 합의 사례를 살펴보면 실제 산유량은 산유량 상한선을 2~6% 상회
- ▶ 2월 13일 OPEC의 1월 산유량 발표가 유가의 향방을 가르는 분수령이 될 전망

배럴당 53.7달러까지 상승한
WTI국제유가

■ 2017년 1월 1일부터 OPEC과 비OPEC은 감산을 실시

지난 11월 30일 OPEC이 120만 b/d 감산한데 이어 12월 10일에는 비OPEC 또한 55.8만 b/d 감산하기로 합의하면서 원유시장의 공급과잉이 해소될 것이라는 기대감이 높아지고 있다. 11월 30일 감산 합의 직전 배럴당 45.23달러를 기록했던 WTI국제유가는 이러한 기대감을 반영해 18.7% 상승하며 연말에는 배럴당 53.72달러로 마감했다.

[그림 1] WTI국제유가 추이



자료: Bloomberg, 한국투자증권

당분간 유가는 감산 이행
여부에 따라 움직일 것

2017년 1월 1일부터 OPEC과 비OPEC이 일제히 감산에 돌입하는 점을 감안한다면 2017년은 감산 합의에 대한 기대감이 검증의 무대에 오르는 시기가 될 것이다. 여전히 감산 합의의 실효성에 대한 의구심이 높기 때문에 당분간 유가는 감산 합의에 동참한 국가들의 감산 이행 여부에 따라 움직일 가능성이 높다.

주요 산유국들은 구체적인 감산 이행 방안을 발표

일단 현재까지 산유국들의 움직임을 살펴보면 주요 산유국들은 구체적인 감산 이행 방안을 밝히면서 감산에 대한 강한 의지를 나타내고 있다. 지난 12월 10일 비OPEC과의 회담 당시 감산 할당량인 48.6만 b/d 보다 많이 감산하여 산유량을 1,000만 b/d 이하로 낮출 용의가 있다고 밝힌 사우디는 아시아권 고객사에 감산 합의로 인해 1월부터 수출량이 축소될 것이라고 통보했다. 쿠웨이트, UAE 또한 판매처에 공급 축소 계획을 전한 것으로 알려졌다. 이라크와 베네수엘라는 각각 20만 b/d, 9.5만 b/d 감산 계획을 발표했으며 이라크 석유장관은 감산 이행으로 유가가 배럴당 60달러까지 상승할 것으로 전망했다.

OPEC 회원국 뿐만 아니라 비OPEC 또한 본격적인 감산 행보에 돌입했다. 러시아 에너지장관은 로즈네프트를 포함한 모든 석유기업이 감산에 동의한다고 발표했으며 특히 국영석유기업인 가스프롬은 내년 원유 증산분을 4.5~5.0% 정도로 하향조정 하겠다고 밝혔다. 그리고 오만은 고객들에게 3월 원유 공급량을 5% 가량 줄이겠다고 통보했다.

1월 13일, 감시위원회 개최

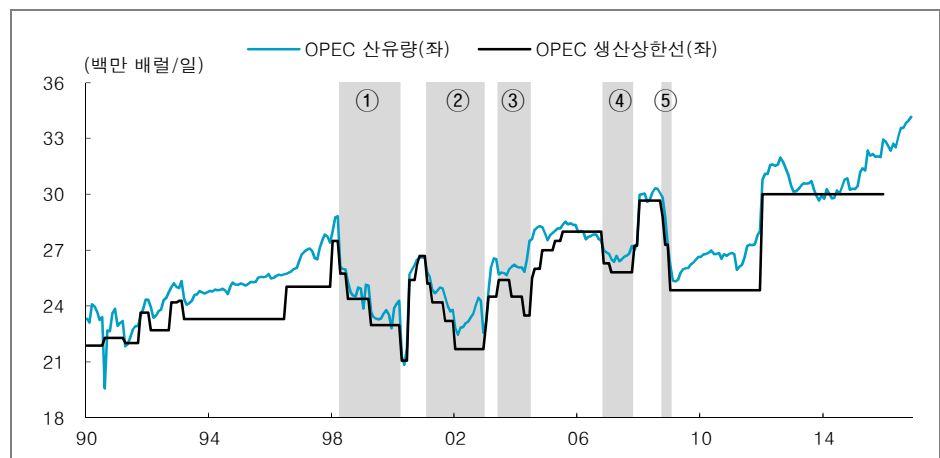
그리고 감산 합의 이행 여부를 감시하기 위해 설립한 감시위원회(Ministerial Monitoring Committee)가 1월 13일 첫 회의를 개최할 것으로 알려졌다. 감시위원회는 알제리, 쿠웨이트, 베네수엘라, 러시아, 오만 다섯 개 국가로 구성되어 있으며 이들은 회의를 통해 구체적인 감산 이행 방안과 감산 이행 여부를 감시할 수 있는 방안 등에 대해 논의하기로 결정했다.

■ 과거 OPEC의 감산 사례

감산 합의 이행 여부에 대한 의구심은 여전히 남아있음

이처럼 주요 산유국들이 감산 이행 방안을 발표하고 있지만 여전히 의구심은 가시지 않고 있다. [그림 2]에서 볼 수 있듯이 감산 합의에도 불구하고 OPEC의 실제 산유량은 대부분 산유량 상한선을 상회했기 때문이다.

[그림 2] OPEC 실제 산유량 및 생산상한선 추이



**과거 총 5번의 감산을
실시한 OPEC**

이번 감산 합의를 제외한다면 1998년 이후 OPEC은 총 5번의 감산을 실시했다. 1) 아시아 외환위기에 따른 수요 감소(1998년 4월~2000년 3월), 2) 미국 경제 침체 및 비OPEC 의 생산증가(2001년 2월~2002년 12월), 3) 이라크 석유 생산 재개에 따른 공급과잉(2003년 6월~2004년 6월), 4) 글로벌 원유 재고 증가(2006년 11월~2007년 10월), 5) 금융위기에 따른 수요 급감(2008년 10월~2009년 1월)의 이유로 OPEC 회원 국가들은 감산에 돌입했다. 그렇다면 과거 감산 합의 시기에 OPEC의 실제 산유량은 산유량 상한선을 얼마나 상회했을까?

<표 1> 1998년 이후 총 다섯 번의 감산을 실시한 OPEC

시기	감산 이유	감산 시행 시기	감산량 (배럴/일)	합의한 총 감산규모 (배럴/일)	실제 감산규모 (배럴/일)	실제 산유량과 산유량 상한선 괴리율(%)	유가 상승률(%)
1998년 4월 ~2000년 3월	아시아 외환위기	1998년 4월	125만	433만	249만	2.1	72.3
		1998년 7월	136만				
		1999년 4월	172만				
2001년 2월 ~2002년 12월	미국 경제 침체, 비 OPEC 증산	2001년 2월	150만	500만	405만	5.2	8.9
		2001년 4월	100만				
		2001년 9월	100만				
		2002년 1월	150만				
2003년 6월 ~2004년 6월	이라크 석유 생산 재개	2003년 6월	200만(실질적)	190만	98만 b/d 증가	6.2	25.3
		2003년 11월	90만				
		2004년 4월	100만				
2006년 11월 ~2007년 10월	글로벌 원유 재고 증가	2006년 11월	120만	170만	27만	3.1	61.0
		2007년 2월	50만				
2008년 10월 ~2009년 1월	금융위기에 따른 수요 급감	2008년 10월	52만	422만	390만	3.5	-58.6
		2008년 11월	150만				
		2009년 1월	220만				

주: 실제 산유량과 산유량 상한선 괴리율은 감산 기간 동안 월간 실제 산유량/산유량 상한선의 평균
자료: OPEC, 한국투자증권

<표 1>은 과거 감산 합의 시기별로 OPEC이 감산하기로 합의한 규모, 실제로 OPEC이 감산한 규모, 그리고 감산 합의가 유효한 기간 동안 실제 산유량이 산유량 상한선을 얼마나 상회했는지를 정리해 놓은 표이다.

**과거 실제 산유량은
산유량 상한선을
2~6% 상회**

예를 들어 아시아 외환위기 당시에는 OPEC이 총 3번 감산했으며 감산 합의는 약 2년간(1998년 4월~2000년 3월) 유효했다. 이 때 OPEC이 합의한 감산규모는 총 433만 b/d이었지만 실제로 OPEC의 산유량은 249만 b/d 감소했다. 이로 인해 감산 합의 기간 동안 OPEC의 산유량은 산유량 상한선을 평균적으로 2.1% 상회했다. 같은 방식으로 2001년 미국 경제 침체 및 비OPEC 증산 당시에는 OPEC의 실제 산유량이 산유량 상한선을 5% 이상 초과했으며 2003년에는 무려 6% 이상 초과했다.

**감산 합의가 충실히
이행되지 않을 경우
실효성은 크게 낮아질 것**

<표 1>에서 볼 수 있듯이 과거 OPEC의 감산 시기에 실제 산유량은 적게는 2%에서 많게는 6%까지 산유량 상한선을 상회했다. 지난 11월 30일 OPEC의 감산합의로 정해진 산유량 상한선이 3,250만 b/d인 점을 감안하면 산술적으로 실제 OPEC의 생산량은 이보다 65만 b/d~195만 b/d 많을 수 있다는 것이다. OPEC과 비OPEC의 감산규모가 175만 b/d인점을 상기해보면 OPEC의 감산 합의가 충실히 이행되지 않을 경우 감산 합의의 실효성은 크게 낮아질 가능성이 있다.

■ 중장기적으로 유가의 우상향 기조 유지될 전망

그러나 감산 합의의 불성실
하게 이행할 가능성은 낮음

그러나 감산 합의의 실효성을 크게 훼손할 정도로 OPEC 회원국들이 감산 합의를 불성실하게 이행할 가능성은 낮은 것으로 판단한다. 2년 간의 극심한 저유가로 인해 주요 산유국들의 재정건전성이 크게 악화된 가운데 유가 부양에 대한 공감대가 형성되어 있기 때문이다. 실제로 사우디는 감산 할당량인 48.6만 b/d보다 더 감산할 용의가 있다고 밝히는 등 감산에 대한 강력한 의지를 피력하고 있다.

이번 감산 유효 기한을 6개월로 설정한 것 또한 OPEC 회원국들이 감산 합의를 성실하게 이행할 수 있는 요인 중 하나이다. 과거 사례를 살펴보면 보통 감산 시행 후 6개월까지는 OPEC 회원국들이 감산 합의를 충실히 이행하지만 이보다 길어지게 될 경우 증산을 하는 산유국들이 많아졌다. 감산 합의로 인해 유가의 상승세가 지속되면서 시간이 지날수록 증산을 할 유인이 높아지기 때문이다.

유가는 중장기적으로 우상향
기조 유지할 것

하지만 이번 감산 합의는 6개월 동안 한시적으로 유효하며 6개월 이후 다시 한번 OPEC 회원국들이 모여 감산 이행 여부 및 연장여부를 논의하기로 했다. 따라서 과거에 비해 OPEC 회원국들의 증산을 효과적으로 억제할 수 있을 것이다. 이러한 점을 감안할 때 중장기적으로 유가는 점진적인 우상향 기조를 지속할 것으로 전망한다.

다만, 감산 합의가 시장의 신뢰를 얻기 위해서 시간이 필요하다는 점을 감안하면 단기적으로 유가는 감산 합의 이행 여부에 따라서 등락을 거듭할 것으로 보인다. 유가에 영향을 미칠 수 있는 이벤트는 1월 13일에 개최되는 감시위원회 회의, 1월 18일에 있을 OPEC 월간 보고서 발간이다. 감시위원회 회의는 향후 산유국들의 감산 이행 방안에 대한 가이드라인을 제시한다는 점에서 의미가 있으며 OPEC 월간 보고서는 12월 OPEC 산유량을 발표하기 때문에 중요하다.

향후 유가의 변곡점은
2월 13일 발간될 OPEC
월간 보고서

그리고 2월 13일에 발간될 OPEC 월간 보고서는 유가의 변곡점이 될 수 있을 것으로 보인다. 이 보고서를 통해 1월 OPEC의 산유량이 발표되기 때문이다. 감산 합의 시행 후 처음으로 산유량이 발표되기 때문에 OPEC 회원국들의 감산 합의 이행 여부를 정확히 파악할 수 있을 것으로 보인다.

- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.
- 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료에 제시된 종목들은 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.