

최근의 유가 급락에 따른 파급효과 분석

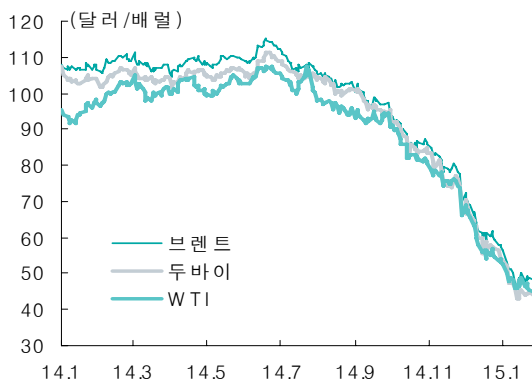
정 유 탁 수석연구원(yootag@hanafn.com)

2014년 하반기 이후 글로벌 수요 부진 우려, OPEC의 감산 실패 등으로 국제유가가 급락세를 나타내고 있다. 유가 하락요인 중 공급측 요인에 보다 초점이 맞춰지면서 유가 하락의 긍정적인 파급효과에 대한 기대가 높아지고 있다. 그러나 유가 변동의 비대칭성 및 영향력 감소, 산유국의 경기 부진 및 디폴트 위험 등 불안요인들도 부상하고 있다. 따라서 유가 하락의 긍정적인 효과에 대한 눈높이를 낮추는 가운데 금융시장 및 실물경제의 변동성 확대 위험에 유의할 필요가 있다.

■ 글로벌 수요 부진 우려, OPEC의 감산 불발, 달러화 강세 등으로 국제유가 급락

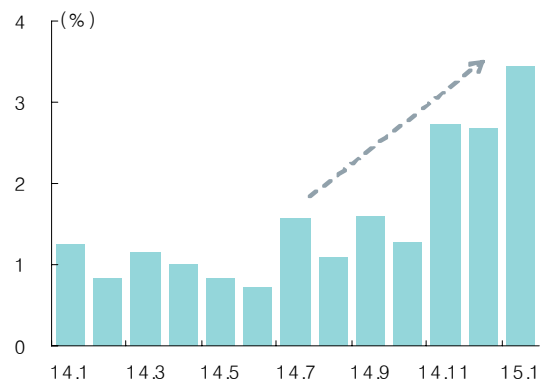
- 배럴당 90~100달러대를 중심으로 비교적 안정적인 모습을 나타냈던 국제유가는 작년 하반기 이후 글로벌 성장둔화에 따른 수요 부진 우려 속에 하락세로 전환
- 더욱이 '14.11월 OPEC의 산유량 유지(일평균 3,000만 배럴) 결정으로 공급과잉 우려가 가세하면서 유가는 40달러대로 급락하여 '09년 이후 최저치 기록
 - 3대 유가(브렌트, 두바이, WTI)는 1월 23일 현재 '14.6월말대비 평균 57.5% 하락하였으며, 변동성은 '14.6월 0.73%에서 '15.1월 3.44%로 4배 이상 확대
- 아울러 상대적으로 양호한 美 경기회복세 및 연준의 양적완화 종료 등에 따른 달러화 강세 심화도 유가 하락에 일조
 - 원유는 달러화로 거래되기 때문에 달러화 가치가 상승(하락)할 경우 동일한 양의 원유를 이전보다 더 적은(많은) 달러로 구입
 - 달러화 지수(평균)는 '14년 상반기 80.2에서 하반기 84.9로, '15.1월 92.6으로 상승

■ 국제유가(브렌트, 두바이, WTI) 추이



자료 : Bloomberg

■ 국제유가(WTI 기준) 변동성 추이



주 : 변동성은 해당월 일일변동률의 표준편차
자료 : Bloomberg

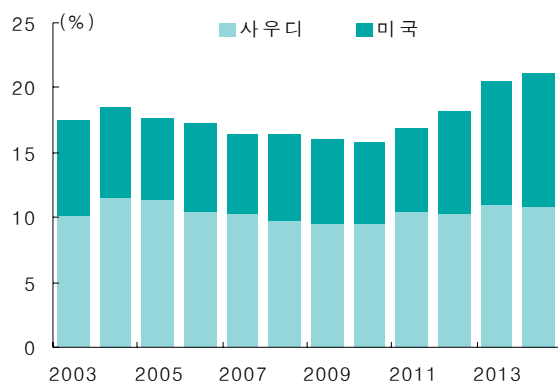
■ 최근의 유가 급락에 대해 수요측 요인보다는 공급측 요인에 무게

- 원유생산의 기술 발전에 따른 비전통적 원유(타이트 오일 등)의 생산비용 절감 및 생산 확대 등에 힘입어 원유공급이 예상보다 크게 증가되는 추세
 - 특히, 2011년 이후 미국의 셰일 오일 생산량(2014년 기준 하루 생산량이 90만 배럴로 전세계 원유공급의 1%를 차지)이 급증하면서 원유공급 확대를 견인
- 이러한 상황에서 비전통적 원유생산 견제를 위한 OPEC의 생산쿼터 유지, 중동의 지정학적 리스크 완화 등으로 유가 하락에 있어 공급측(우호적인) 요인 부각
- 따라서 최근의 유가 급락이 수요측 요인(수요 감소)에도 기인하지만 이보다는 공급측 요인이 더 크다는 것(과잉공급)이 중론
 - Arezki and Blanchard(2014)는 최근 유가 하락의 20~35%는 예상치 못한 수요 충격에 기인하고, 나머지는 공급 충격에 의해 설명되는 것으로 평가(투기적 요인은 미미)

■ 유가 하락이 공급 충격에 기인하는 경우 원유수입국을 중심으로 긍정적인 효과 기대

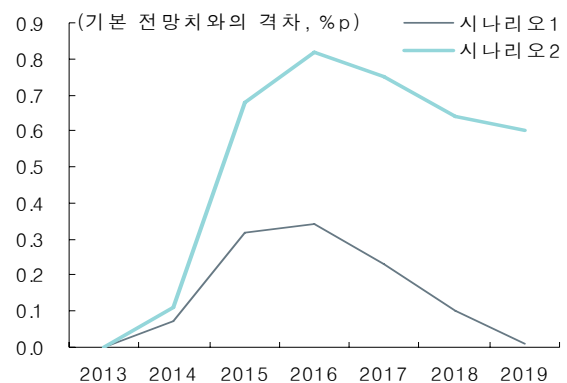
- 통상적으로 공급 충격에 따른 유가 하락은 원유수입국을 중심으로 가계의 실질소득 증대 및 기업의 생산비 절감 등으로 이어지면서 경제 성장을 견인
 - 유가 하락은 가계 실질소득을 증대(교역조건 개선 및 물가 하락)시켜 소비 개선으로 이어지며, 기업의 경우에는 생산비용 하락을 통해 수익 증대 및 투자 확대로 연결
- 주요 국제기관들도 유가 하락의 긍정적인 효과를 언급하는 가운데 IMF는 최근의 유가 하락으로 '15년 세계 경제 성장률이 0.3~0.7%p 정도 개선되는 것으로 분석
 - 2019년까지 유가 충격의 60% 정도가 공급요인에 기인하는 경우(시나리오1)와 유가 충격의 공급요인이 점차 완화되는 경우(시나리오2)로 나누어서 추정
- 아울러 유가 하락은 원유수입국의 경상수지와 재정수지를 개선시키고, 통화 및 재정정책의 운용 여력을 증대시키는 효과도 존재

■ 미국과 사우디의 원유생산 비중



자료 : BP, Petronet

■ 최근의 유가 하락에 따른 세계 성장을 제고 효과



자료 : IMF(Arezki and Blanchard, 2014)

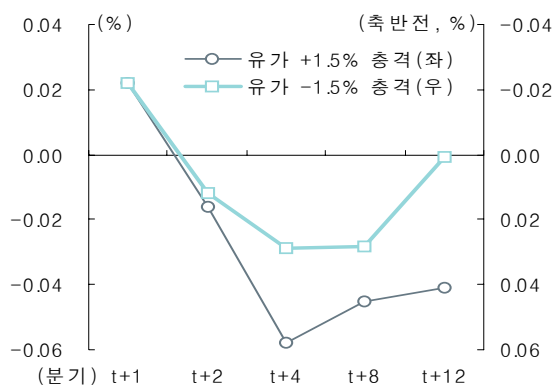
■ 그러나 유가 변동의 비대칭성 및 영향력 감소 등 유가 하락 효과의 제약요인들도 상존

- 유가 하락에 따른 긍정적인 효과가 기대되고 있으나 유가 변동의 비대칭적 파급효과(유가 하락의 영향력이 유가 상승의 영향력보다 작음)를 감안할 필요
 - 유가 변동의 비대칭적 효과는 조정비용의 존재, 통화정책의 비대칭성(유가 상승에 따른 물가 급등시 더 강력하게 대응) 등에 기인
- 더욱이 구조변화(석유 의존도 감소), 노동시장 유연성 증대(임금 경직성 완화) 등으로 유가 변동의 영향력이 감소하고 있는 점도 유가 하락의 기대효과를 희석
 - Blanchard and Gail(2007)에 따르면, 1984년 이전에 비해 1984년 이후에 유가 충격이 GDP와 물가수준에 미치는 영향력은 1/3로 축소되었다고 분석
- 이러한 유가 변동의 비대칭적 효과 및 영향력 감소는 국내 경제에서도 나타나는 것으로 분석(장영재(2011), 이근영(2011))

■ 아울러 산유국의 경제침체 가능성이 높아지는 가운데 선진국의 디플레이션 위험도 증대

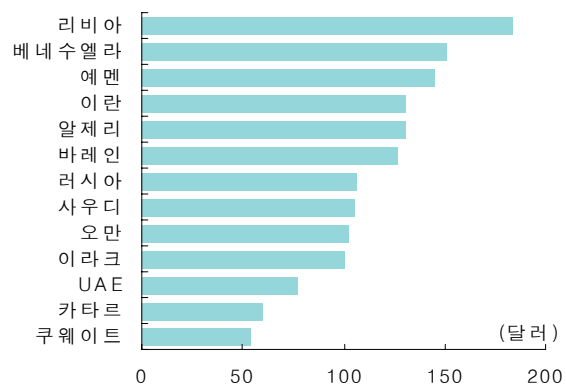
- 원유수출국의 경우에는 유가 하락이 수출 감소 및 경기 부진, 경상수지 악화로 이어지고, 일부 재정취약국을 중심으로 재정건전성 우려도 심화
 - 유가 10% 하락시 산유국(MENA+러시아) 경제성장률은 0.8~2.5%p 하락(세계은행)
 - 리비아, 예멘 등 균형재정 유가수준이 높은 산유국들의 재정악화 우려 고조
- 이러한 가운데 원유수출국(특히 러시아, 베네수엘라 등)의 디폴트 위험 증대, 美 에너지 기업들의 수익 악화-자금조달비용 상승 등으로 금융시장 변동성 확대
 - 금년 들어 美 에너지 하이일드채권 가산금리는 800bp를 상회('09년 이후 최고수준)
- 게다가 유럽, 일본 등 저물가 지속 및 통화정책 시행의 제약(제로금리) 하에 놓인 선진국들의 디플레이션 위험도 증대

■ 유가 변동이 국내 GDP에 미치는 비대칭적 효과



자료 : 장영재(2011)

■ 주요 산유국의 2015년 재정균형 유가 수준



자료 : MEET, IMF

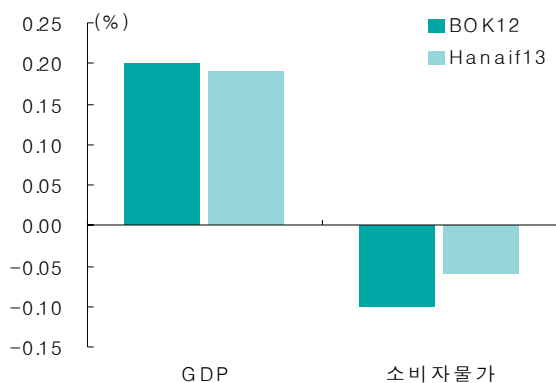
■ 대내적으로도 구조적인 문제점, 수출구조 변화 등으로 경기 개선효과는 미약할 가능성

- 원유수입(2014년 950억달러)이 전체 수입의 20%에 육박하는 우리나라의 경우에도 유가 하락에 따른 경기 개선효과를 기대
 - 주요 연구기관들의 거시계량모형을 이용한 시뮬레이션 결과 유가 10% 하락은 국내 GDP를 약 0.2% 정도(1차년도 기준) 제고시키는 것으로 나타남
- 그러나 경제주체들의 심리 회복이 부진한 가운데 구조적인 문제점 지속, 경제 내 불확실성 확대 등으로 긍정적인 파급효과는 과거에 비해 제한적일 것으로 판단
 - 가계부채 누증, 해외투자 증가 등 구조적인 문제점 및 불확실성이 여전히 남아있는 상황에서 선순환(가계소득 개선→소비 증대, 기업수익 증가→투자 확대) 기대난
- 아울러 국내 수출구조의 변화(석유제품 비중 증가 등), 글로벌 수요부진 및 對산유국 수출(전체 수출의 9%) 위축 우려 등도 유가 하락의 우호적인 효과를 상쇄
 - 금융위기 이전 5.1%에 머물렀던 석유제품의 수출비중이 금융위기 이후 8.6%로 증가한 가운데 유가와 수출간 양(+)의 상관성 심화

■ 유가 하락의 수혜에 대한 기대를 낮추면서 유가 하락에 따른 리스크 요인에 주목

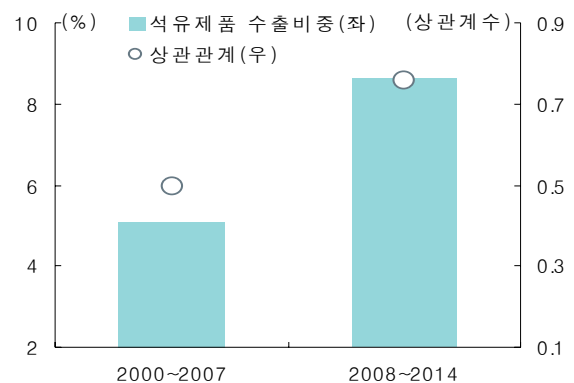
- 유가 변동의 비대칭성 및 영향력 감소, 산유국 경기 부진 및 디폴트 위험 증대, 금융불안 심화 우려 등 불안요인들이 부각되고 있음에 주목할 필요
 - 특히, 산유국발 불확실성 확대가 신흥국 불안의 단초를 제공할 가능성에도 주의
- 또한, 국내 산업별로 유가 하락의 영향이 차별적(조선, 정유, 석유화학, 건설 등은 부정적)으로 나타나면서 한계기업 리스크가 확대될 가능성에도 주의
- 따라서 글로벌 경기둔화 우려가 점증하고 유가 변동성이 확대되는 상황에서 유가 하락의 긍정적인 효과에 대한 눈높이를 낮추고, 유가를 둘러싼 논란(저유가의 지속가능성 등)을 주시하면서 금융시장 및 실물경제의 변동성 위험에 유의 

■ 유가 10% 하락에 따른 국내 GDP 및 물가 영향



자료 : 한국은행(BOK12, 2013), 하나금융경영연구소(Hana13, 2013)

■ 석유제품의 수출 비중 및 유가·수출간 상관관계



자료 : 관세청(상관계수는 월별 증가율(YoY)을 사용하여 산출)