

# 경제분석

## 트럼프, 왜 저유가를 외칠까?



한윤지

(02) 3772-2638

yj.han@shinhan.com

- ◆ 저유가 목적 1) 민간소비 촉진을 위해 가솔린 가격 하향 안정 필요. 유가 하락이 선제돼야 가능
- ◆ 현재 유가는 균형 하회. 트럼프, 채굴업자 후생 감소보다 소비자와 정제업자 후생 확대 더 중요시
- ◆ 목적 2) 물가 안정화를 통한 연준의 정상화 감속. 통화정책 결정 핵심 변수는 물가나 고용 환경
- ◆ 금리 인상 속도 둔화가 확인되고 경기 하강 우려가 완화되는 내년 1Q말까지 저유가 주장 예상

### 중간선거 이후에도 트럼프의 저유가 촉구 지속

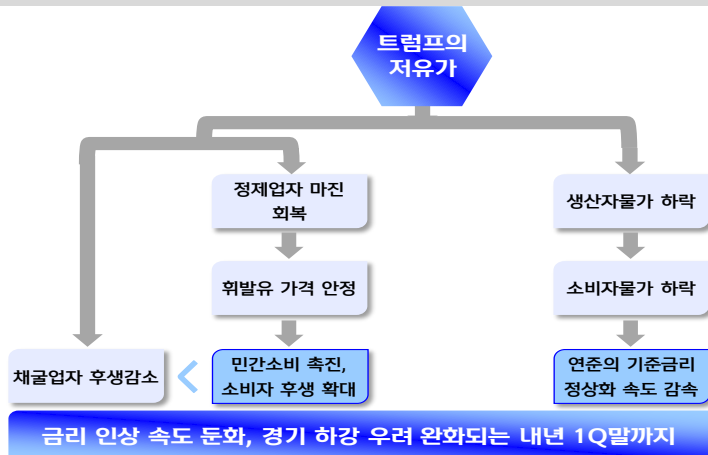
트럼프의 저유가 촉구는 단순한 표심 잡기가 아닌 경기 부양과 금리 안정이 목표. 데이터를 통한 확인 필요

중간선거 이후에도 국제 유가에 대한 트럼프의 관여가 점점 심해진다. 중간선거 전까지 표심을 잡기 위한 정치적 수사로만 그칠 것으로 예상한 기존 판단을 빗겨나가고 있다.

트럼프는 OPEC 및 주요 산유국의 인위적인 감산으로 유가가 균형 수준을 상회하고 있다고 주장한다. 미국의 대이란 제재 일부 유예로 유가가 60달러선까지 하락했음에도 트럼프의 저유가 발언은 이어졌다. 미국 법무부가 미국 법제사회위원회에서 6월 중 가결될 NOPEC(No OPEC Act; 독점방지법에서 OPEC에 주어지는 면책권 제거하는 법안)을 공식 검토한다는 보도까지 나왔다. 트럼프가 사우디 감산에 반대 의사를 표출하고 카슈끄지 피살 사건에 대해 사우디를 대변하자 OPEC의 감산 의지 약화에 대한 우려로 WTI 가격은 50달러 초중반까지 급락했다.

트럼프가 저유가를 주장하는 궁극적인 목적은 경기 부양과 물가 및 금리 안정 등으로 추정된다. 데이터를 통해 현재 유가 수준이 미국의 경기 상승 모멘텀과 물가 및 금리에 미치는 영향이 유의한 지에 대해 알아보려고 한다.

#### 트럼프가 저유가를 촉구하는 목적



자료: 신한금융투자

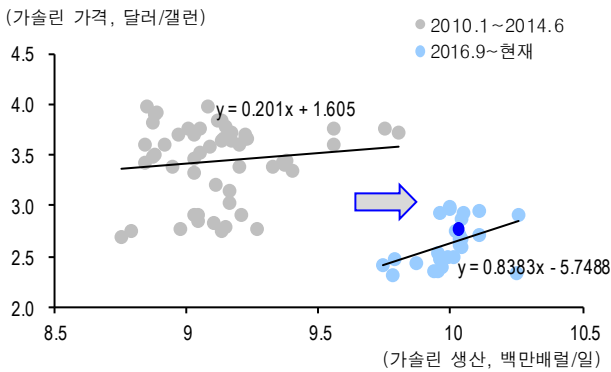
## 목적 1) 균형보다 높은 가솔린 가격 하향과 소비 촉진

### 트럼프의 저유가 목적 1) 국민 후생 극대화, 소비 촉진

트럼프가 유가를 낮추고자 하는 첫 번째 이유는 국민들의 후생 극대화와 소비 촉진이다. 유가와 관련이 있는 경제 주체는 소비자, 생산자(정제업자), 원유 생산자(채굴업자)다. 먼저 가솔린의 수요 및 공급 곡선 추정을 통해 소비자와 정제업자의 후생 손실을 알아보았다.

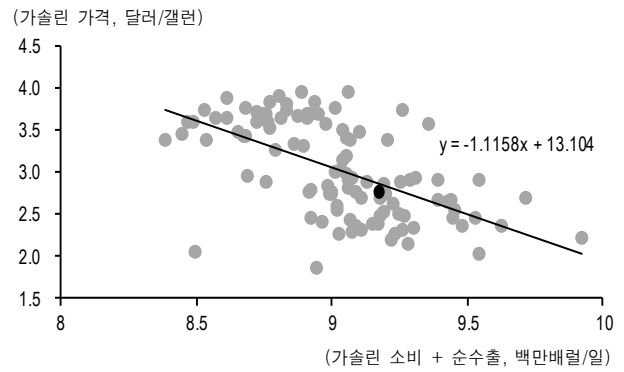
가솔린 공급 곡선의 경우에는 유가가 100달러 근처에서 머물던 시기(2010년~2014년)와 셰일 혁명으로 유가가 급락한 이후 (2016년 후반~현재)를 나눠 추정했다. 두 시기 간에 생산 비용 감소(유가 하락)와 같은 구조적 변화가 생겨 곡선 자체가 이동했다고 판단했기 때문이다. 반면 수요 곡선은 2010년 이후 곡선 자체를 이동시키는 구조적 변화가 없다는 가정 하에 도출했다.

#### 미국의 가솔린 생산과 가격 (가솔린 공급 곡선)



자료: Thomson Reuters, 신한금융투자 /주: 진한 점은 현재

#### 미국의 가솔린 소비+순수출과 가격 (가솔린 수요 곡선)



자료: Thomson Reuters, 신한금융투자 /주: 진한 점은 현재

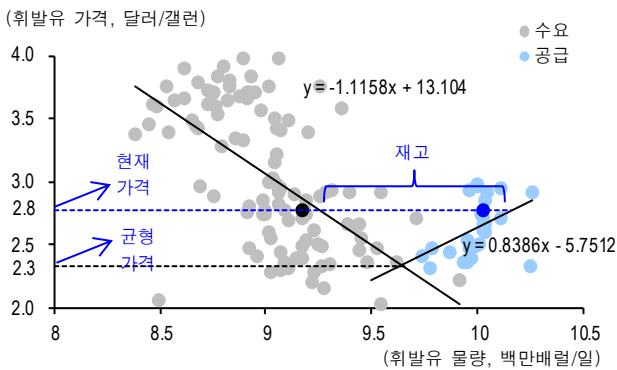
### 실제 데이터로 계산된 미국의 가솔린 균형 가격은 갤런당 2달러 초중반

추정된 수요 및 공급 곡선에 따르면, 초과 수요나 공급을 유발하지 않는 가솔린 균형 가격(소매 가격 기준)은 갤런당 2달러 초중반이다. 트럼프가 취임한 2017년 이후 지속적으로 가솔린 가격은 2.3달러를 상회한다. 특히 올해 들어 3달러에 육박하는 오름세를 보였다. 수요 및 공급 모형에 따르면, 균형 가격을 상회하는 가격 수준에서는 초과 공급이 나타나며 재고로 축적된다. 실제로 가솔린 가격이 연초 이후 급등하자 공급 과잉과 함께 재고가 가파르게 증가했다.

### 실제 가격 (2달러 후반)이 균형을 상회하면서 초과 공급, 재고 누적, 소비자 후생 저하 발생

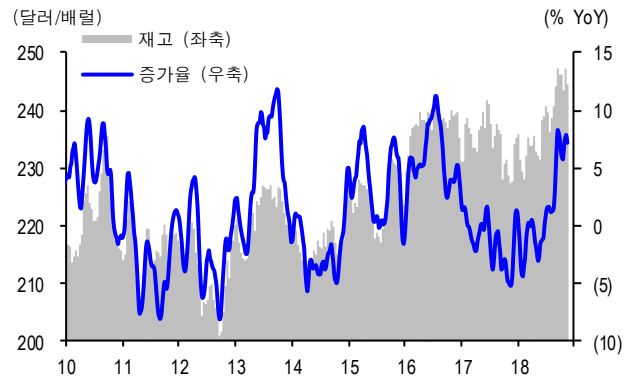
균형 수준보다 높게 형성된 시장 가격에 소비자들은 관련 수요를 줄일 수밖에 없다. 다만 에너지 소비는 필수재의 성격을 띠어 가격 변동에 비탄력적으로 반응한다. 이에 유가가 급등할 경우 전체 소비에서 에너지 비중이 커지면서 여타 제품의 소비 여력을 제한한다. 문제는 이러한 소비자의 수요 둔화가 미국 전체의 경제 성장을 저하를 야기한다는 점이다.

#### 미국의 가솔린 수요 및 공급곡선, 균형 및 현재 가격



자료: Thomson Reuters, 신한금융투자 /주: 진한 점은 현재

#### 미국의 가솔린 재고 (계절조정)

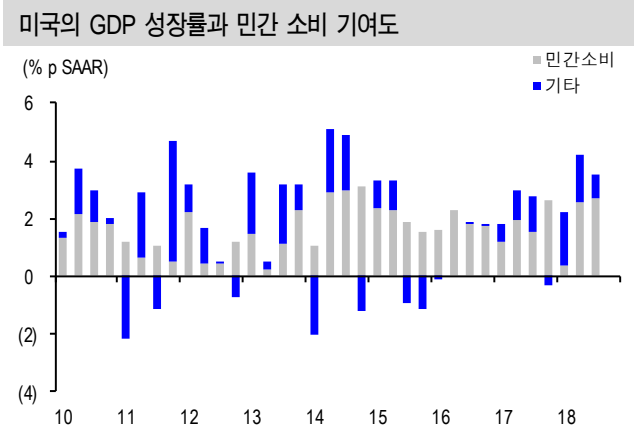


자료: Thomson Reuters, 신한금융투자

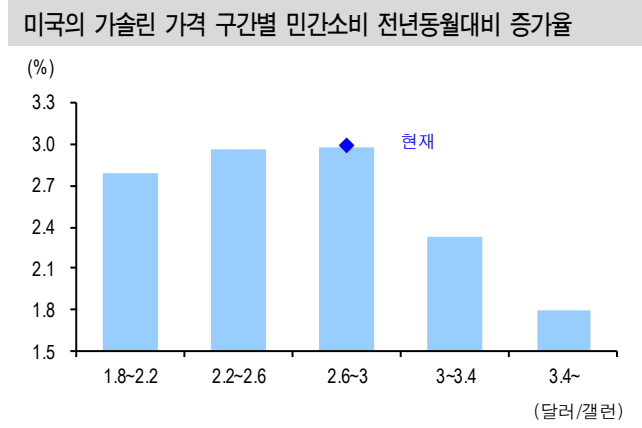
**높은 가솔린 가격의 또 다른 문제는 민간소비 성장 저해. 가솔린 3달러 이상에서 소비 부진 확인**

트럼프가 대통령 취임 이후 달성한 대표적인 치적은 경기 호황이다. 다른 나라와 달리 미국이 올해 경기 호조를 유지할 수 있었던 배경 중 하나는 GDP(국내총생산)의 70%를 차지하는 민간소비 성장세가 견고했던 까닭이다. 하지만 가솔린 가격이 갤런당 3달러에 육박하면서 소비 환경을 저해할 수 있다는 우려가 불거졌다.

미국의 가솔린 가격 구간별 민간소비 증가율을 살펴보면, 가솔린 가격 2달러 대에서 민간소비 증가가 가장 원활하다. 현재 가솔린 가격은 2달러 후반인데 조금만 상승하면 민간소비 증가율이 가파르게 꺾이는 구간인 3달러대로 진입한다. 가솔린 가격을 균형 가격 근처인 2달러 중반으로 낮춘다면, 안정적인 민간소비 증가를 통해 경제 성장을 뒷받침할 수 있다.



자료: Thomson Reuters, 신한금융투자



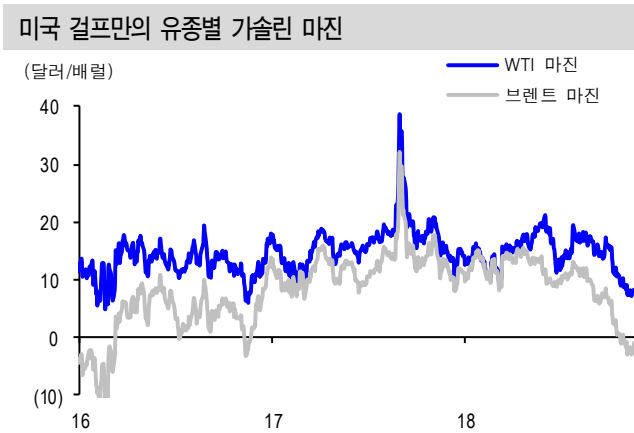
자료: Thomson Reuters, 신한금융투자

**가격이 균형보다 높이 형성되는 이유는 정제업자 마진 훼손. 유가 안정을 통해 마진을 확보해야 가솔린 가격 안정 가능**

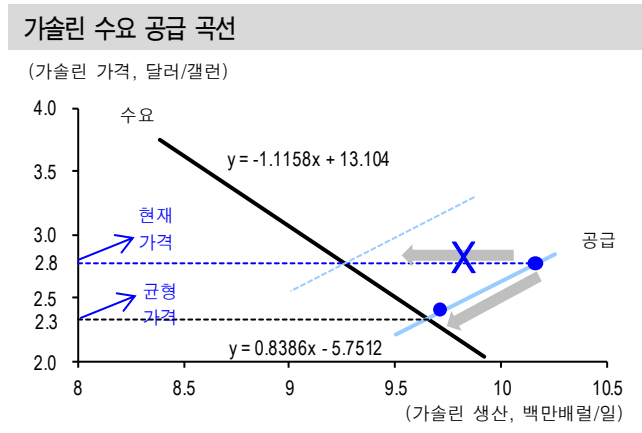
가솔린 가격이 균형보다 더 높은 2달러 후반에서 형성되는 이유는 생산자가 마진을 확보하기 위해서다. 생산자 입장에서 가솔린 가격을 균형까지 낮추면 생산하는 만큼을 재고로 쌓지 않고 모두 판매하여 판매량을 증대시킬 수 있다. 문제는 마진이다. 올해 가솔린 가격이 오르는 했으나, 국제 유가의 상승 속도를 따라잡지 못해 정제업자의 마진 훼손이 불가피했다. 브랜드유를 기준으로 미국 걸프만 지역의 가솔린 마진은 이미 0에 근접했다.

이론적으로 생산 비용 상승의 문제는 시장 전체의 공급을 줄여(=공급 곡선 왼쪽으로 이동) 생산량을 감소시키고 균형 가격을 높인다. 현실에서는 생산 설비 규모 조절에 최소 1~3년의 시차가 필요하다. 이에 단기적으로 기존의 공급 곡선 상에서 높은 가격과 초과 공급이 지속된다.

즉 현재의 공급 곡선 상에서 가솔린 가격을 낮추기 위해서는 가솔린 정제의 마진 확보가 선행되어야 한다. 판가를 낮추면서 마진을 확대하는 방법은 원가인 유가 하락뿐이다.



자료: Thomson Reuters, 신한금융투자 / 주: 걸프만 가솔린 현물 가격으로 계산

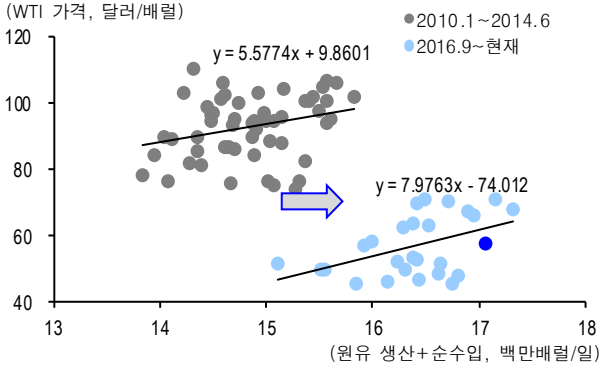


자료: Thomson Reuters, 신한금융투자

균형 유가는 60달러대로 계산

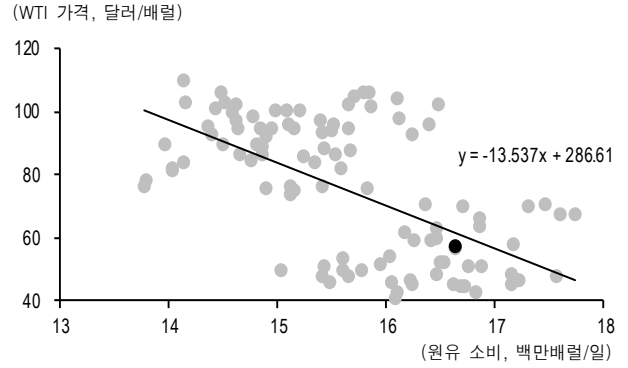
가솔린 시장 분석 방법과 마찬가지로 과거 데이터를 통해 원유 시장의 수요 및 공급 곡선을 도출했다. 원유 시장에서도, 공급 측면에서는 2010~2014년과 2016년 후반~현재 사이에 구조적 변화(세일 원유 채굴 비용 하락)가 있다고 가정했다.

미국의 원유 생산+순수입과 WTI 가격 (원유 공급 곡선)



자료: Thomson Reuters, 신한금융투자 /주: 진한 점은 현재

미국의 원유 소비와 WTI 가격 (원유 수요 곡선)



자료: Thomson Reuters, 신한금융투자 /주: 진한 점은 현재

현재 유가는 균형보다 아래.  
채굴업자 후생 감소 불가피,  
트럼프는 정제업자나 소비자의 이익 증가를 더 크게 평가

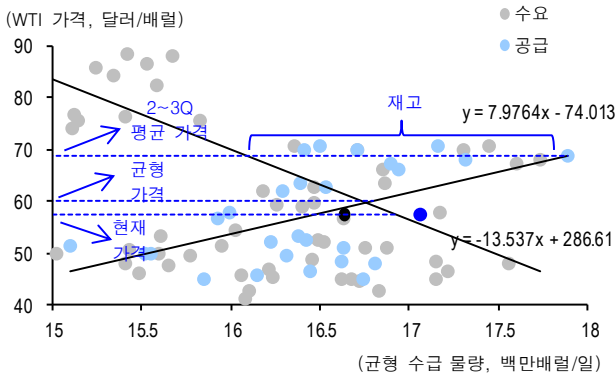
균형 유가는 약 60달러로 계산된다. 올해 WTI 가격은 연초부터 10월 말까지 60달러보다 높은 수준을 유지했으며, 특히 2/4~3/4분기 중에는 70달러를 상회했다. 이란 발 생산 차질 우려나 초과 감산을 단행한 사우디 등 미국 외 수급이 원인이다. 균형 유가를 10달러 이상 상회하면서 초과 공급이 나타났다. 시차를 두고 9월부터 미국의 원유 재고 증가로 이어졌다. 시장에서도 재고 증가를 초과 공급의 결과로 해석했다. 2/4분기와 3/4분기 사이 트럼프가 OPEC에 대해 인위적으로 균형보다 높은 고유가를 조성한다고 비난한 것은 합당했다.

시장의 의문은 유가가 50달러 초중반까지 급락한 11월 현재까지도 트럼프가 저유가를 외치고 있다는 점이다. 그 이유는 앞서 말한 정제 마진과 가솔린 가격에서 찾아볼 수 있다. 유가 하락에도 불구하고, 여전히 가솔린 정제 마진이 확보되지 않아 가솔린 가격이 하향 안정화되지 않는다. 유가 하락에 따라 채굴업자의 이익 감소는 불가피하나, 정제업자와 소비자의 이익 증가에 비하면 상대적으로 작기 때문에 이에 대해 직접적으로 고려하지 않을 것으로 판단한다.

가솔린 가격 안정과 소비 증가 유지가 확인될 때 트럼프의 저유가 고집 꺾일 수 있어

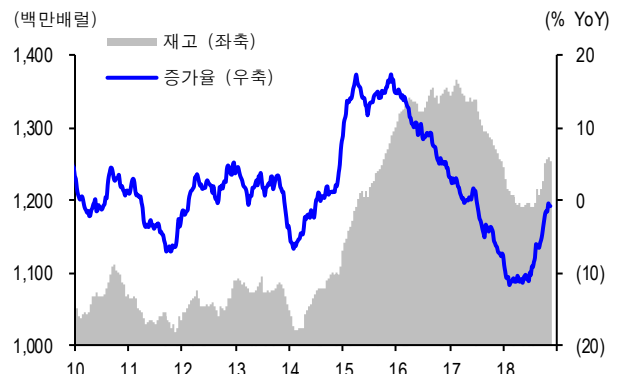
트럼프의 저유가 고집이 꺾이는 시점에 대한 힌트도 여기서 찾을 수 있다. 1) 가솔린 가격이 2달러 중반 근처에서 안정화되고, 2) 최종적으로는 민간소비 증가와 경기 모멘텀이 가파르게 위축되지 않아 에너지 가격 상승을 감내할 수 있는 시기에 저유가에 대한 목소리를 낮출 수 있다.

미국의 WTI 균형 및 현재 가격



자료: Thomson Reuters, 신한금융투자 /주: 진한 점은 현재

미국의 원유 재고 (계절조정)



자료: Thomson Reuters, 신한금융투자

## 목적 2) 물가 안정을 통한 연준의 금리 정상화 감속

### 저유가 목적 2) 물가 안정을 통한 기준금리 정상화 감속

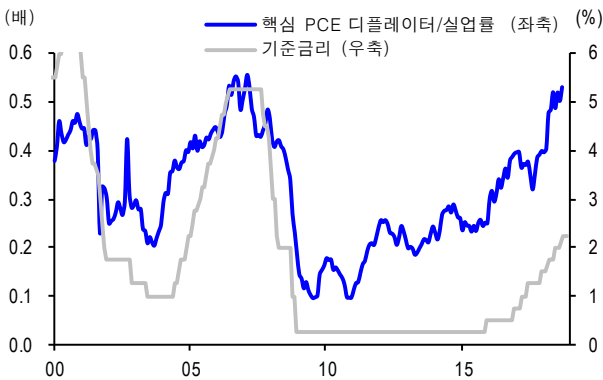
트럼프가 저유가를 원하는 두 번째 이유는 물가 안정을 통한 기준금리 정상화 감속이다. 그는 친기업적인 성향을 가졌기 때문에 경기 흐름만큼 주가에 민감하다. 물가나 고용 등 경제 지표가 견조한 흐름을 이어가는 데 반해, 주가 등 자산가격은 4/분기 들어 망가지는 모습이다. 경기 고점 논란이 불거진 직접적 원인도 자산가격 조정이다.

트럼프는 주가 하락의 원인으로 고금리를 지적한다. 미국 경기가 직면한 가장 큰 위협이 연준이라고 발언할 정도로 금리 인상에 대해 회의적이다. 지난 10월 S&P500 지수가 하루 만에 3% 넘게 급락한 날에도 트럼프는 연준의 긴축 속도에 대해서 ‘미쳤다’고 표현했다.

### 연준 정책 결정의 핵심은 자산가격보다는 경제 지표

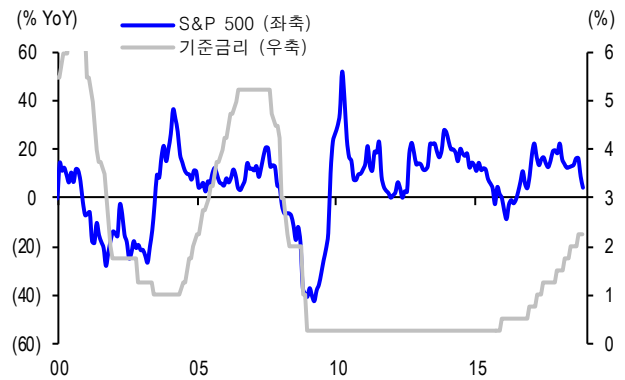
트럼프가 맹비난 중인 연준은 전통적으로 지표 의존적인 통화정책을 실시해왔다. 연준의 정책 기준인 핵심 PCE 디플레이터와 실업률 간의 상대비율은 기준금리 움직임과 일치한다. 주가 상승률과 기준금리의 관계는 전자보다는 미약하다. 과거 물가와 고용이 모두 호조를 보이고 주가 상승률이 주춤했던 2004년에도 연준은 기준금리 인상 기조를 유지했다. 최근 4/분기에 접어들어서 S&P500 지수가 연초 이후의 상승분을 모두 반납할 만큼 거세게 하락했음에도 불구하고 연준은 12월 금리 인상에 대한 의지를 고수하고 있다. 연준의 통화정책 정상화 속도가 둔화되기 위해서는 고용시장 회복세가 둔화되거나, 물가 상승 우려가 완화되어야 한다.

미국의 물가/실업률 지표와 기준금리



자료: Thomson Reuters, 신한금융투자

미국의 주가 상승률과 기준금리

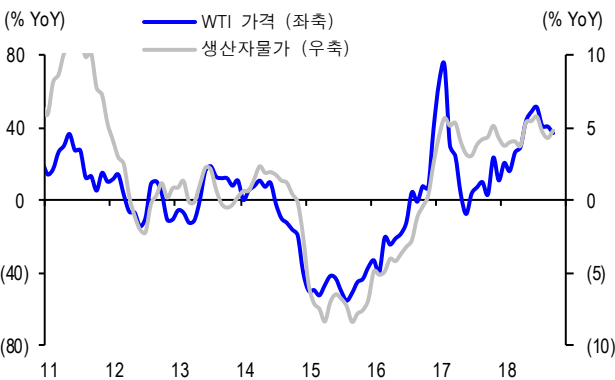


자료: Thomson Reuters, 신한금융투자 / 주: S&P 500 월 평균으로 계산

### 유가 상승은 통상적으로 생산자물가 상승으로 직결

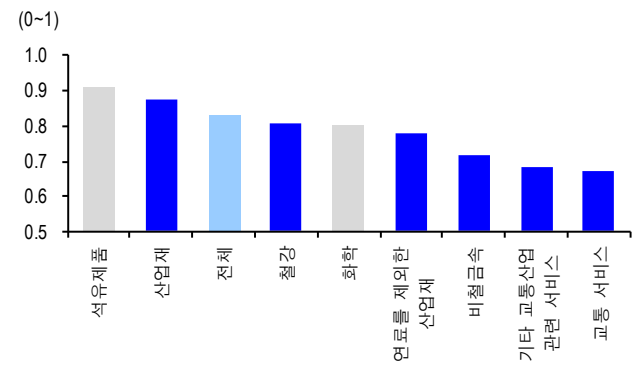
유가 상승은 통상적으로 생산자물가 상승으로 직결된다. WTI 가격과 생산자물가 상승률은 1개월의 시차를 두고 0.8의 상관관계를 가진다. 국제 유가가 생산 비용 상승을 야기하는 업종은 정제나 화학뿐만이 아니다. 철강이나 비철금속 제련 등 생산 과정에서 석유를 사용하는 업종, 교통과 관련된 서비스업들은 유가와 0.7이 넘는 상관계수를 가진다.

WTI 가격과 미국의 생산자물가



자료: Thomson Reuters, 신한금융투자

WTI 가격 상승률과 미국 생산자물가 업종별 상승률 간 상관계수

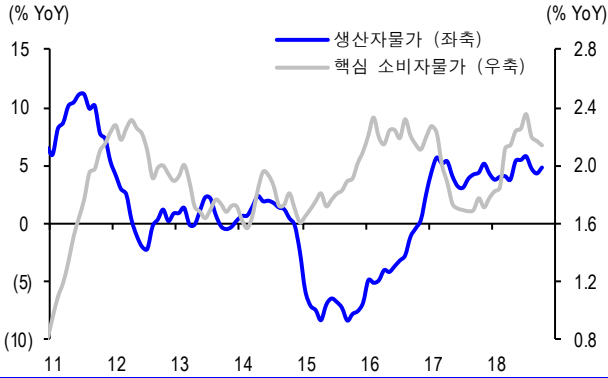


자료: Thomson Reuters, 신한금융투자 / 주: WTI 가격이 1개월 선형

**생산 비용 상승은 판가로 전이  
돼 핵심 소비자 물가에도 영향**

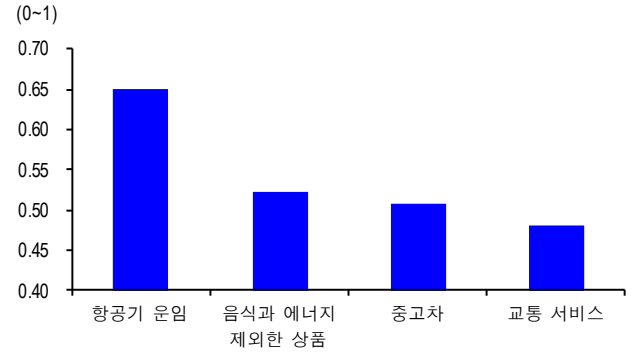
생산자들은 생산자물가(비용) 상승이 발생하면 소비자 판매 가격으로 이를 일부 전이시킨다. 때문에 연준의 정책 기준인 핵심 소비자물가까지 유가의 영향을 받게 된다. 핵심 소비자물가 항목 중 항공기 운임, 의료 서비스, 교통 서비스 등이 생산자물가와 상관성이 높다. 특히 2017년후부터 수요 확대에 대한 확신이 생겨 비용이 소비자 판매 가격에 전이되는 정도가 더 유의해졌다. 즉 유가 변화는 간접적 경로를 통해서 핵심 소비자물가 변화로 이어진다.

**미국의 생산자물가와 핵심 소비자물가**



자료: Thomson Reuters, 신한금융투자

**핵심 소비자물가 항목 중 생산자물가와 상관계수가 높은 항목**



자료: Thomson Reuters, 신한금융투자

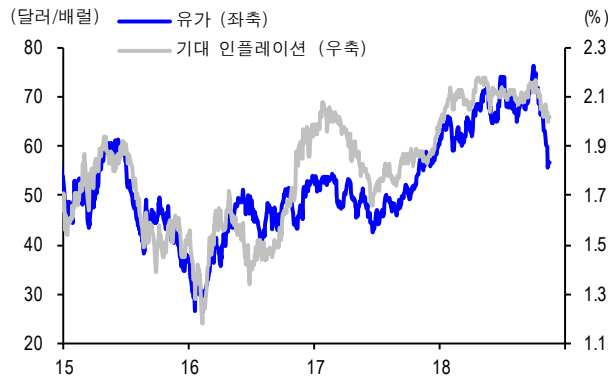
**유가 조정에 기대 인플레 하락**

이미 최근 두 달의 유가 하락에 따라 기대 인플레이션의 가파른 하락이 확인됐다. 최근까지 나온 경제지표들을 고려하면 12월 기준금리 인상 가능성은 높으나, 내년에도 올해와 같이 세 번의 인상을 단행할 가능성은 미미하다. 선물금리에 따르면 내년 2회 이하 금리 인상 확률은 90%에 육박한다. 또한 당사는 미국의 내년 GDP 성장 모델팅이 올해 4/4분기에 위축되다 내년 1/4분기부터 연말까지 전기대비연율 2% 중반 성장세를 이어갈 것으로 예상한다.

**연준의 기준금리 인상 속도  
변화 확인되고 경기 하강 우려  
완화되는 내년 1/4분기 말부터  
저유가 주장 강도 약화 판단**

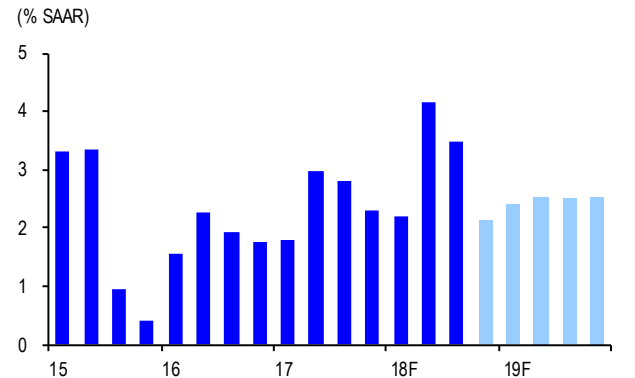
결론적으로, 트럼프가 주장하는 저유가의 궁극적인 목적은 경기 상승 흐름 지탱과 낮은 금리다. 물가에 대한 우려가 약화돼 연준의 기준금리 인상 속도 변화가 확인되고, 경기 하강 우려가 완화되는 내년 1/4분기 말부터 저유가에 대한 주장도 점차 사그라들 전망이다.

**WTI 가격과 미국의 기대 인플레이션**



자료: Thomson Reuters, 신한금융투자

**미국의 성장률 전망치**



자료: Thomson Reuters, 신한금융투자