



# [Energy Issue]

## 왜 미국 EIA 재고는 신뢰를 잃었나?

### COMMODITY ANALYTICS

[Commodity Analyst]

김광래 수석연구원

✉ kray.kim@samsung.com

예년보다 타이트한 재고 상황?

EIA 재고에 대한 불신

부풀려진 예년 평균

가동률이 이렇게나 높은데?

미국의 생산과 수입, 수출에 대하여

너무 커진 조정(Adjustment)

겉으로 보여지는게 다가 아니다

## 예년보다 타이트한 재고 상황?

### 예전만 못지않은 미국 EIA 재고의 위상

EIA에서 발표하는 주간 EIA 재고는 전세계에서 가장 빠르고 정확한 수급 지표로서 수십 년간 주요 지표로 자리매김했다. 재고의 등락 여부에 따라 시장 기대와의 차이, 주간 예상 생산, 지난주 수출입 데이터, 수요 데이터들과 조합해 최신 수급 데이터를 추정하고 이를 유가에 반영하는 주요 지표로서 막중한 역할을 가진다. 하지만 최근 들어서는 예년만큼의 영향력을 상실한 것처럼 보인다. 이를 단순하게 전세계 전반에 걸친 수요 둔화에 대한 우려 때문이라고 치부하기에는 재고 지표 발표 직후 결과값을 떠나 거의 유가 자체가 반응을 거의 보이지 않는다. 최근 미국 EIA의 주간 원유 재고 동향을 살펴보면 확실히 예년과는 다른 움직임을 보이고 있다. 예년(5년평균 재고)보다 낮은 수준을 기록 중임에도 불구하고 재고 축적기인 계절성을 역행하며 감소 중임에도, 그리고 정유시설 가동률이 심지어 5년래 최고치에 근접했음에도 미국내 수요 개선에 대한 기대는 여전히 높다. 왜 시장은 이렇듯 EIA 재고 지표에 대해 둔감해졌을까?

차트1. 지난 5년간 재고 현황



출처: Bloomberg

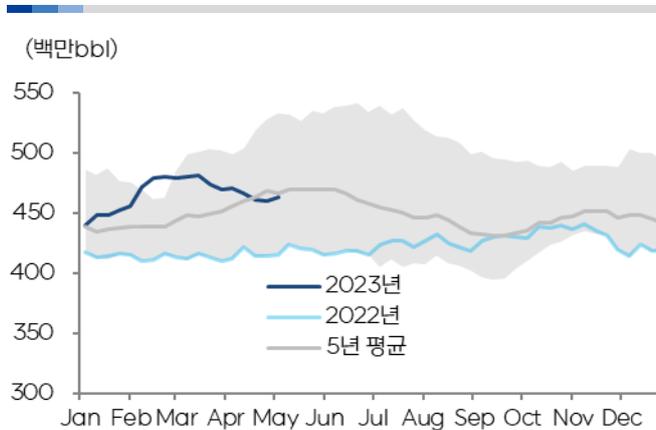
차트2. 2020년 급증한 원유 재고



출처: Bloomberg

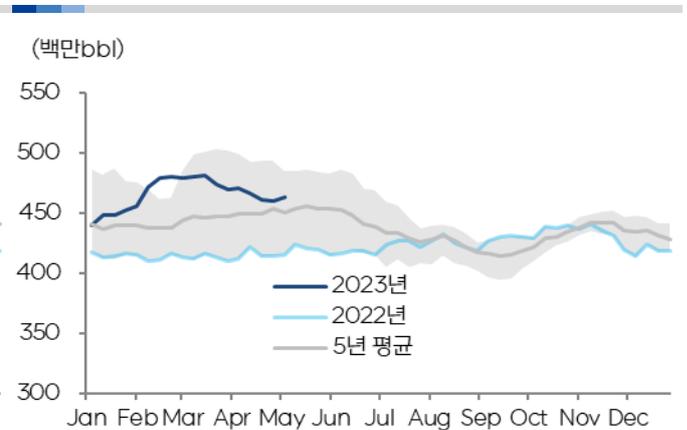
## EIA 재고 데이터에 대한 불신

차트3. 예년보다 낮은 수준의 재고?



출처: EIA, 삼성선물

차트4. 5년 평균, 2020년 제외시 달라지는 재고

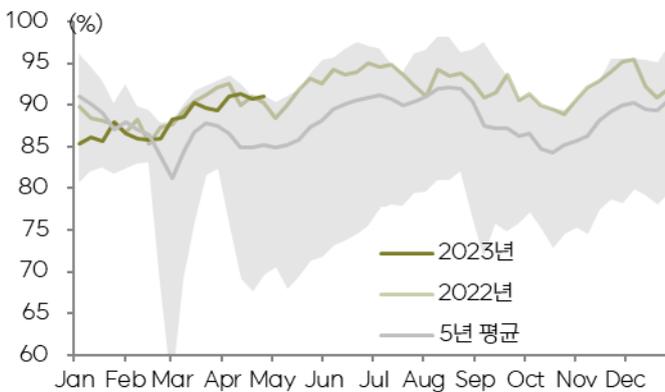


출처: EIA, 삼성선물

2020년 코로나로 인해  
부풀려진 예년(5년) 평균  
재고

일반적으로 EIA에서 발표하는 원유 재고는 높은 계절성을 띄기 때문에 5년평균 재고와 비교를 해서 분석한다. 하지만 2020년 코로나 팬데믹, OPEC+의 역대 최대 규모의 감산, 2022년 우크라이나 전쟁 등을 감안해보면 절대 평범한 해들만 들어있던 것은 아니었다. 특히 2020년은 전세계 주요국들의 섀다운으로 수요가 단기내 역대 최대 규모로 감소해 유가가 역사상 처음으로 마이너스를 기록하는 등 미국뿐 아니라 대부분 국가들의 원유 재고가 급증했던 해이다. 당시 미국내 원유 재고 역시 전체 재고 수준의 25%인 1억 배럴 가량이 급증했고 이것이 5년 평균의 심각한 왜곡을 가져다 주었다. 만약 2020년 수요가 예년 수준이었다면 5년 평균치는 지금보다 1,100만 배럴 정도 낮았을 것이며, 현재 재고 수준도 여전히 예년 대비 1,200만 배럴 높은 수준을 유지했을 것으로 추정된다.

차트5. 5년래 최고치 가동률 중인 5월 가동률?

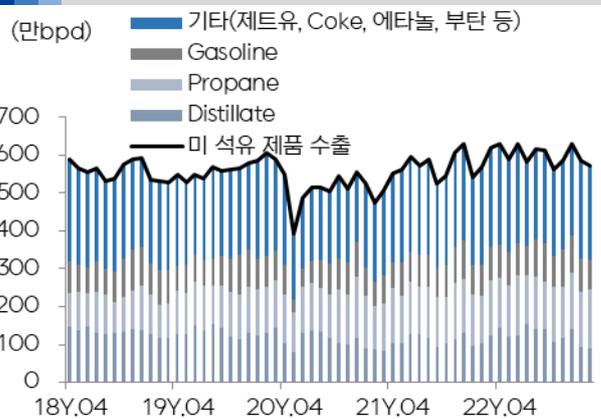


출처: EIA, 삼성선물

가동률이 이렇게 높은데  
수요가 개선된 것 아닌가?

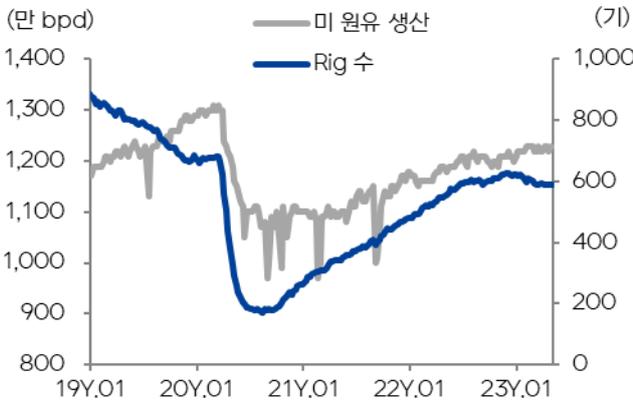
미국 정유시설 5월 가동률이 5년래 최고치를 기록 중이다. 차트3만 보면 꾸준히 실물 수요가 회복하고 있는 것처럼 착각을 일으킨다. 하지만 코로나 당시를 제외하고는 항상 이 수준이었다. 통상적으로 재고 축적기인 5월에는 90% 초반대의 가동률을 유지해왔다. 작년과 비교해도 별반 다르지않다. 미국내 가솔린과 정제유 수요에 대한 뚜렷한 개선도 보이지 않았다. 그렇다고 미국 석유 제품 수출이 증가했나? 코로나 이전수준으로 이미 작년에 회복했다. 서방국들의 원유 가격 상한제와 석유 제품 가격 상한제 도입에도 불구하고 전세계적으로 낮아진 수요로 인해 미국 석유 제품 수출 증가로 이어지지 못했다.

차트6. 미국의 석유 제품 순수출은 큰 변동 없어



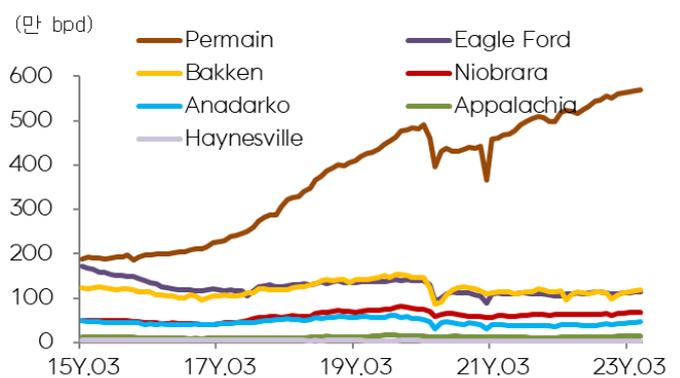
출처: EIA, 삼성선물

차트7. 꾸준히 증가하는 미국 원유 생산



출처: EIA, 삼성선물

차트8. 퍼미안 지역에서의 압도적인 증산에도 불구하고, 왜?

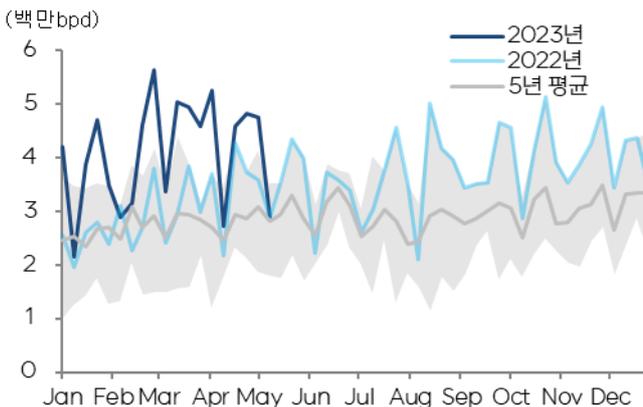


출처: EIA, 삼성선물

미국의 생산과 수입, 수출에 대하여

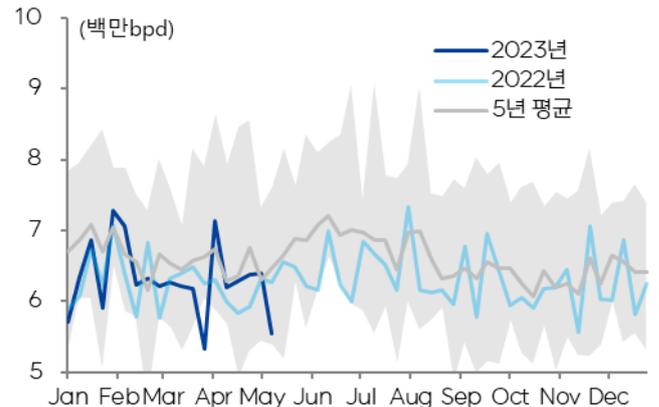
미국내 원유 생산은 최대 세일 분지인 퍼미안 지역에서의 압도적인 증산에 힘입어 매일 꾸준히 5만bpd~10만bpd 수준으로 꾸준히 증산 중이다. 하지만 재고는 계속해서 계절성을 역행하며 감소하는 모양새다. 근데 재고는 왜 안 늘었나? 앞서 언급한대로 (석유 관련)수요가 크게 늘지 않았는데도 말이다. 원인은 미국 수출입 데이터에 있다. 수출은 100만bpd 가량 늘었고 수입은 50만bpd 가량 줄었다. 결과적으로 재고는 일주일 누적이기 때문에 매주 약 150만x7일의 재고 증가 효과를 준다. 참고로 2020년 당시 미국 수출입데이터는 예년과 크게 다르지 않다. 전세계적으로 수요가 감소했을 때 미국도 생산을 줄였던 반면 에너지 안보차원에서 수입량은 어느정도 유지했기 때문이다.

차트9. 평균 100만bpd 늘어난 미국 원유 수출



출처: EIA, 삼성선물

차트10. 평균 50만bpd 줄어든 미국의 원유 수입



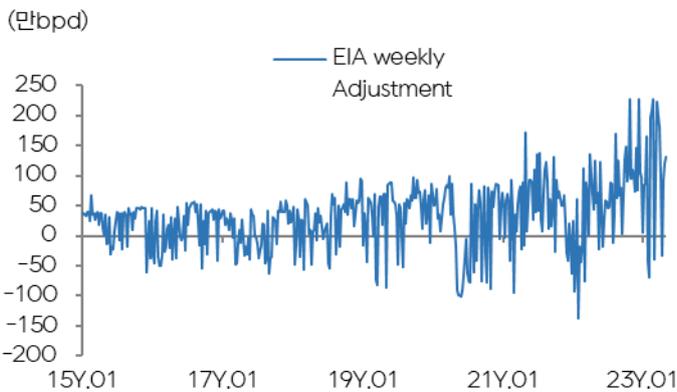
출처: Bloomberg, 삼성선물

너무 커진 조정(adjustment)

EIA는 주간 단위로 전력비축유 방출, 수급상의 더블카운트나 생산, 수출입, 재고 누락 등을 비롯해 품질, 훼손, 내부 사용 등 다양한 이유들로 Adjustment(조정)한다. 문제는 이 조정량이 너무 많아졌다는 점이다. 예를 들어 지난주 재고가 200만 배럴 감소했는데 다음주에 갑자기 200만 배럴을 (+)플러스 조정을 했다고 가정해보자. 이경우 실제 재고는 하나도 줄지 않은 셈이지만 시장은 이미 지난주에 반영했고 이번주 재고 헤드라인에 초점이 맞춰져 있을 것이다. 결과적으로 현시점에서는 미국내 수급상황이 실제로 어떻다는

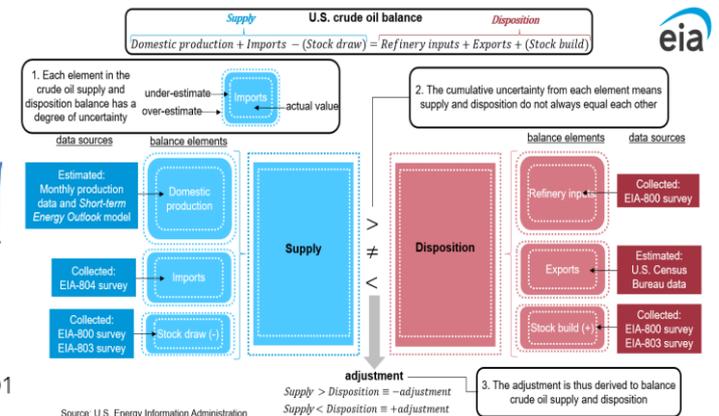
것인가? 백번양보해서, 과거에는 이러한 (+)조정 규모(50만bpd로 주간 기준 350만 배럴)와 주기가 어느정도 일정했기 때문에 감안해 해석되어 왔지만, 최근 들어서는 +조정이 하루평균 200만 배럴을 넘어 역대 최고치를 기록(재고에 +1,400만 배럴 영향)하면서 재고에 대한 해석 자체를 무의미하게 만들었고 주간 조정량의 총합이 빈번하게 실제 등락보다 커지는 사례가 발생해 시장에서 EIA 재고에 대한 신뢰가 점점 하락했다. 또한 조정 과정이 복잡하고 랜덤한 시점에 적용하며 생산과 수출 데이터 등의 실제 정확한 양은 한두달 뒤 나오는 점도 불확실성을 높인다. EIA는 최근 이슈들에 대해 역대급 전략비축유 방출, 더블카운팅과 블렌딩 비중 등을 타하며 개선하겠다고 약속했지만 아직까지도 뚜렷한 대안을 내지 못한 상황으로, 시장의 불신은 계속해서 커지고 있다.

차트11. 4배 이상 늘어난 조정, 재고 데이터 신뢰 훼손



출처: EIA

차트12. 서베이와 전망으로 이루어진 조정 과정



출처: EIA

### 겉으로 보여지는게 다가 아니다

#### 미 EIA 재고에 대한 신뢰 문제와 해석 방향은?

개인적으로는 1982년부터 매주 발간되어온 EIA 재고 데이터가 신빙성을 잃고 있는 점이 매우 안타깝다. 다만 그럼에도 불구하고 전세계에서 가장 빠르고 방대한 데이터를 시장에 제공하는 재고 데이터인 점은 변함이 없으며, 앞서 지적했던 코로나로 인한 특수성으로 예년 평균이 평년 대비 과대 상계된 점이나, 미국내 수출 증가와 수입 감소에 따른 재고 증가 등은 EIA의 시스템적인 문제가 아니기 때문에 마지막에 지적했던 과도한 조정 부분만 EIA가 새로운 방법론이나 해결책을 제시한다면 지금의 불신을 충분히 잠재울 수 있으리라 판단한다. 다만 신뢰문제와는 별개로, 최근 표면적으로 보여지고 있는 예년평균 대비 낮은 재고와 계절성을 역행하는 재고 자체에 대해서는 앞선 이유들로 인해 조금은 더 보수적으로 해석해야 할 필요가 있으며, 아직 미국내 뚜렷한 수요가 개선되었다고 판단되는 지표는 보이지 않는다. 당분간 EIA 재고 지표는 시장의 분위기 파악 용도 정도로만 활용이 가능할 전망이다.